

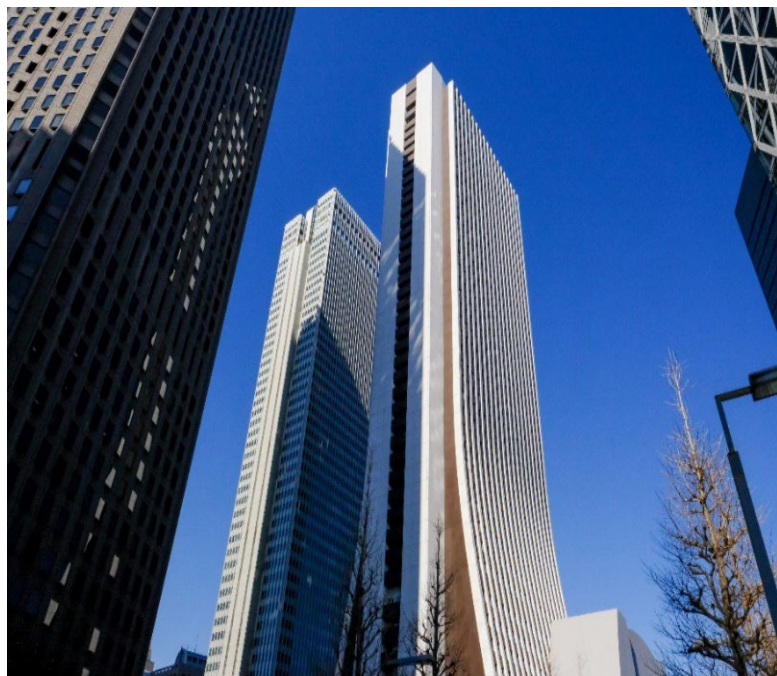
2025年3月24日
金融市場パネル



(無断掲載・引用はお控えください)

日本銀行「金融政策の多角的レビュー」の検討

(論点1) 価格と賃金に関する企業や家計の行動変化



SOMPO インスティテュート・プラス株式会社
エグゼクティブ・エコノミスト
亀田 制作

skameda@sompo-ri.co.jp

(1) ノルムは(不可逆的に)解消されたのか？

デフレ的なノルム・・・多角的レビューでは、「賃金や物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方」と表現。

日銀はこれを、長期にわたる大規模緩和の実施でも2%の物価安定目標を達成できなかった「原因」の一つとしている。
(もう一つの原因は、女性・高齢者の労働供給余地)

その一方で、2020年代に入ると、輸入物価の大幅上昇に加えて政府の施策(コスト転嫁や賃上げのサポート)もあって、状況に変化が窺われるとも指摘。

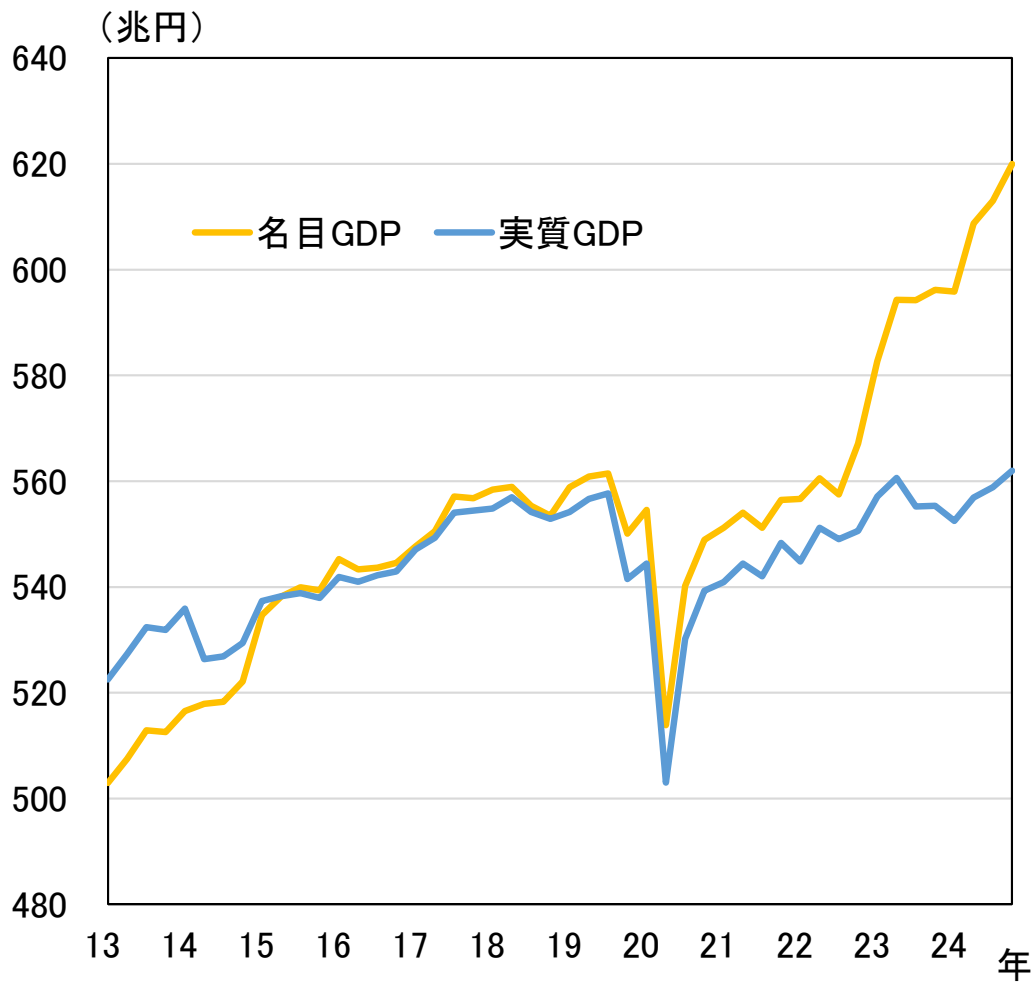
(2) 賃金と物価の同時上昇は、マクロ経済にプラスか？

多角的レビューでは、長期のデフレ・低インフレ下で個別価格や所定内給与が動かなくなることが、資源配分の歪みや企業の前向きな投資の抑制につながった「可能性」を指摘。

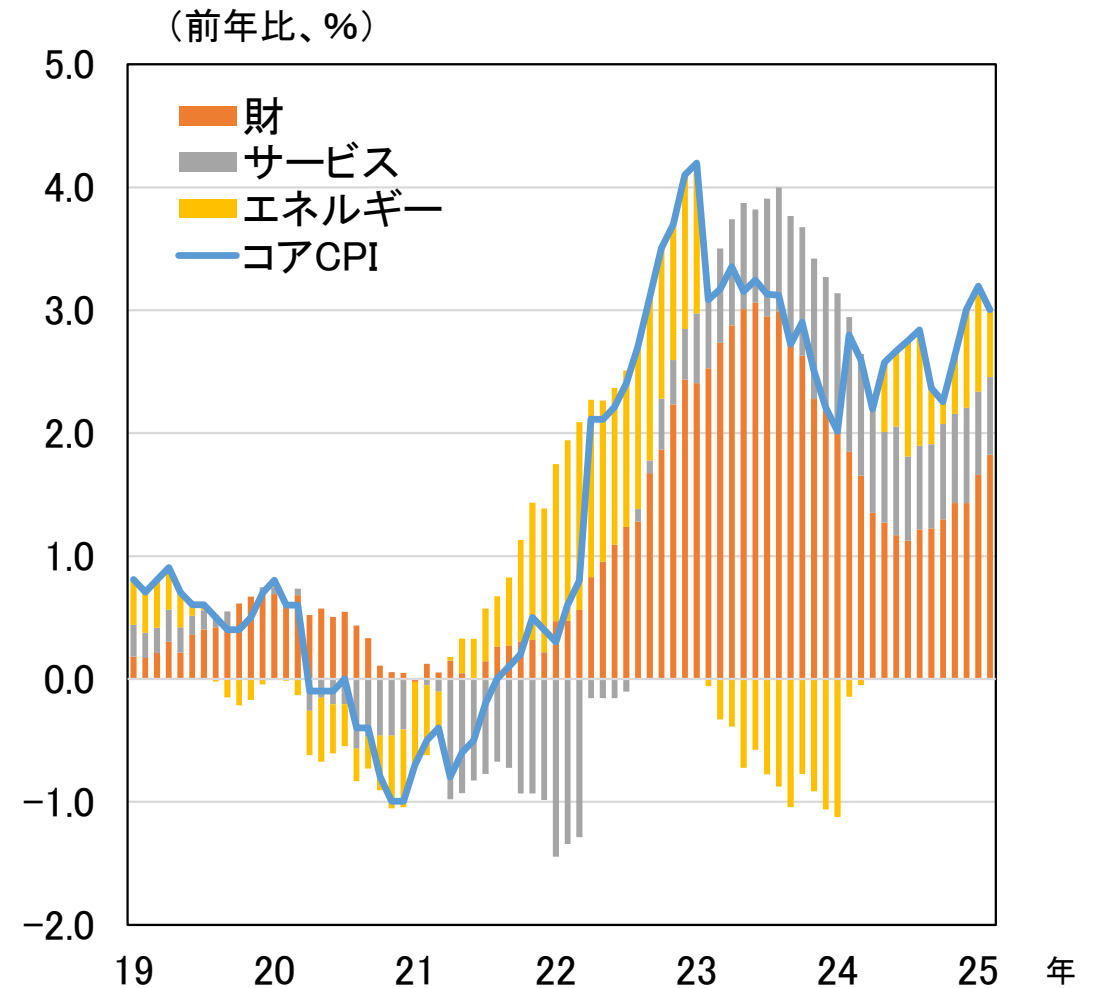
また、企業・家計へのアンケート結果を引用し、「物価・賃金ともにほとんど変動しない状態」より、「ともに緩やかに上昇する状態」の方が好ましいとする回答が多いと指摘(後で検討)。

それらを踏まえ、賃金上昇を伴う形で物価が緩やかに上昇する状況を実現することが重要、としている。

GDPの水準



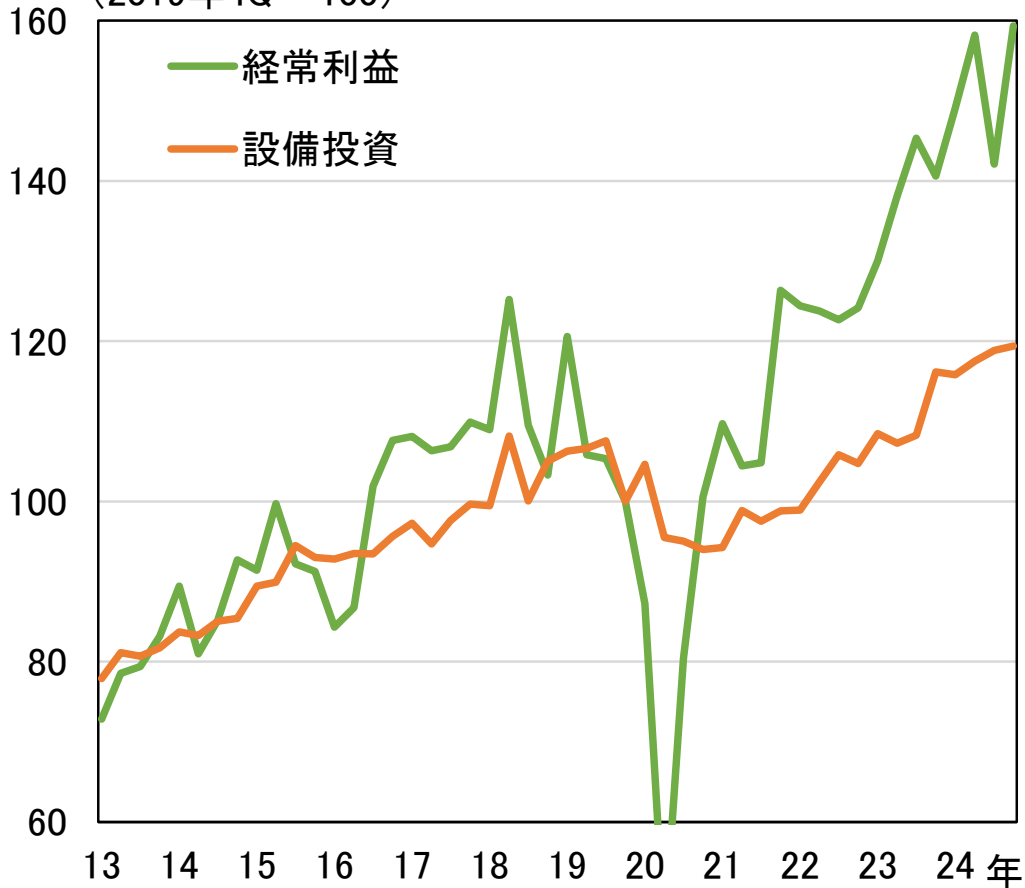
インフレ率



(出所)内閣府、総務省

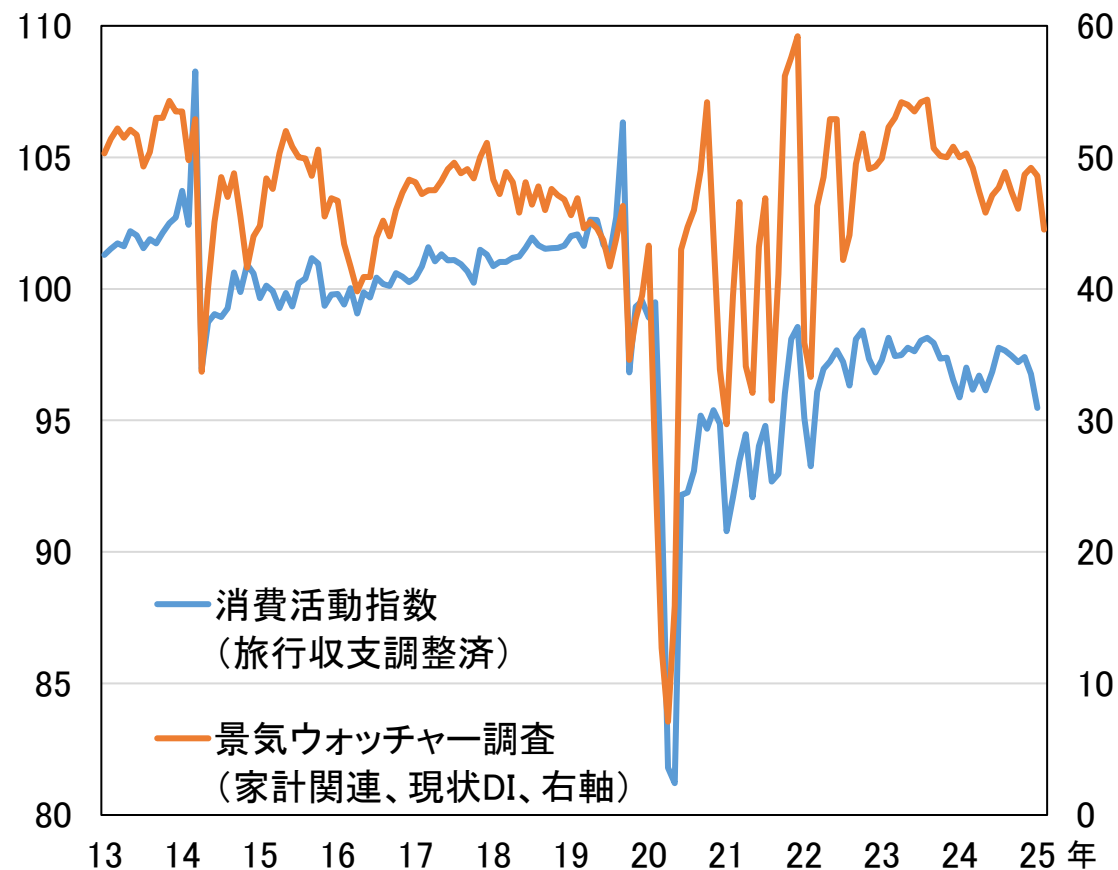
企業部門

(2019年4Q = 100)



家計部門

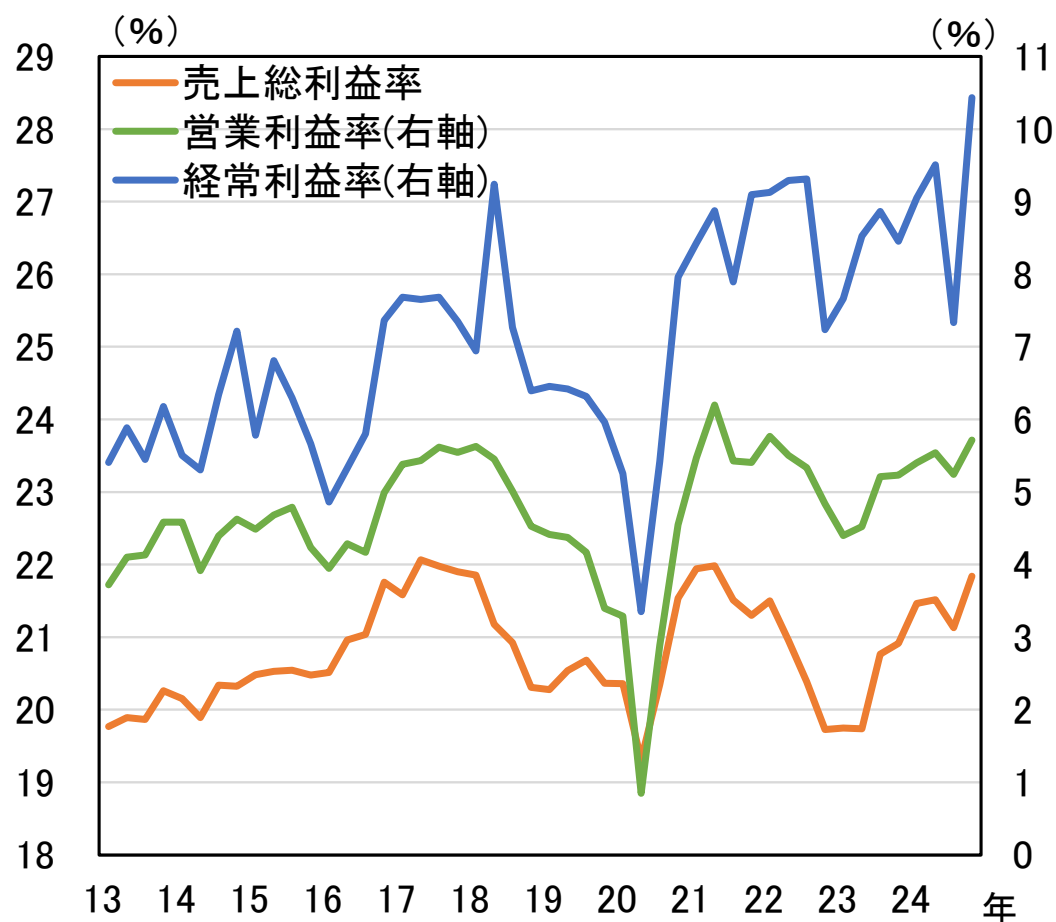
(2015年=100)



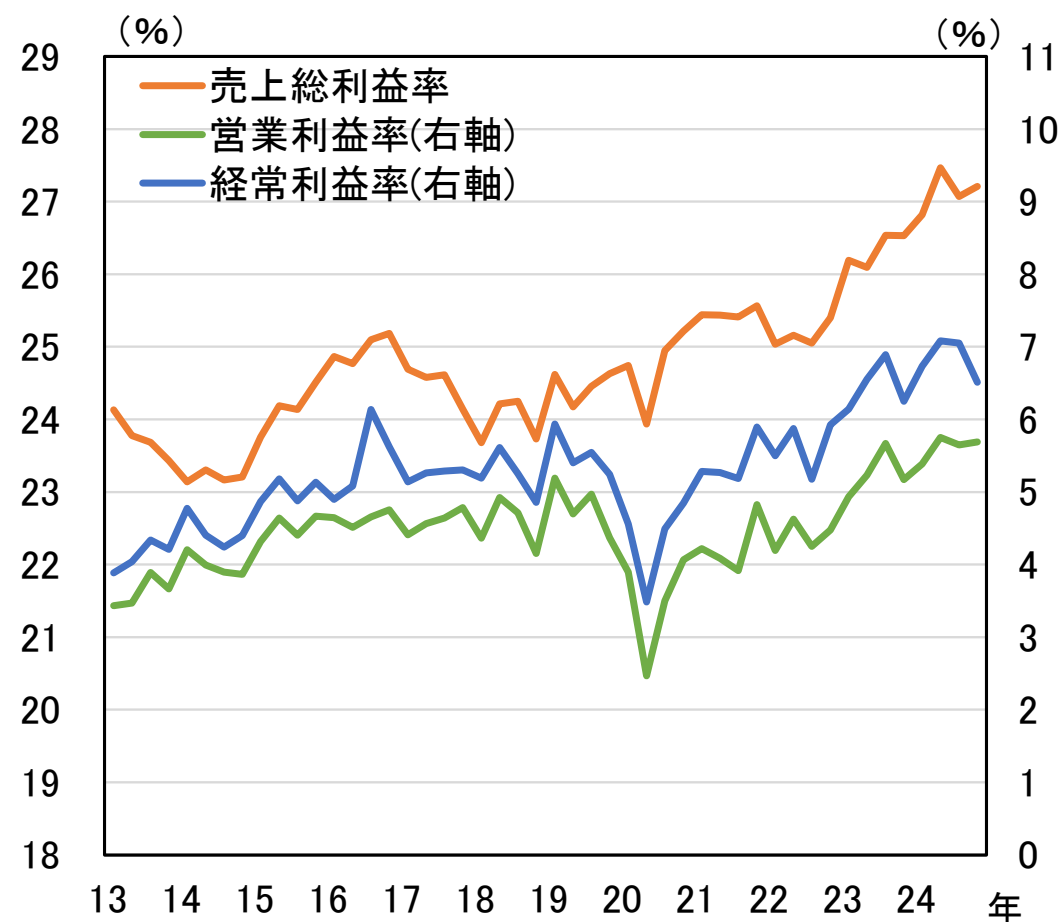
(出所)財務省、内閣府、日本銀行

企業の対売上高利益率

製造業

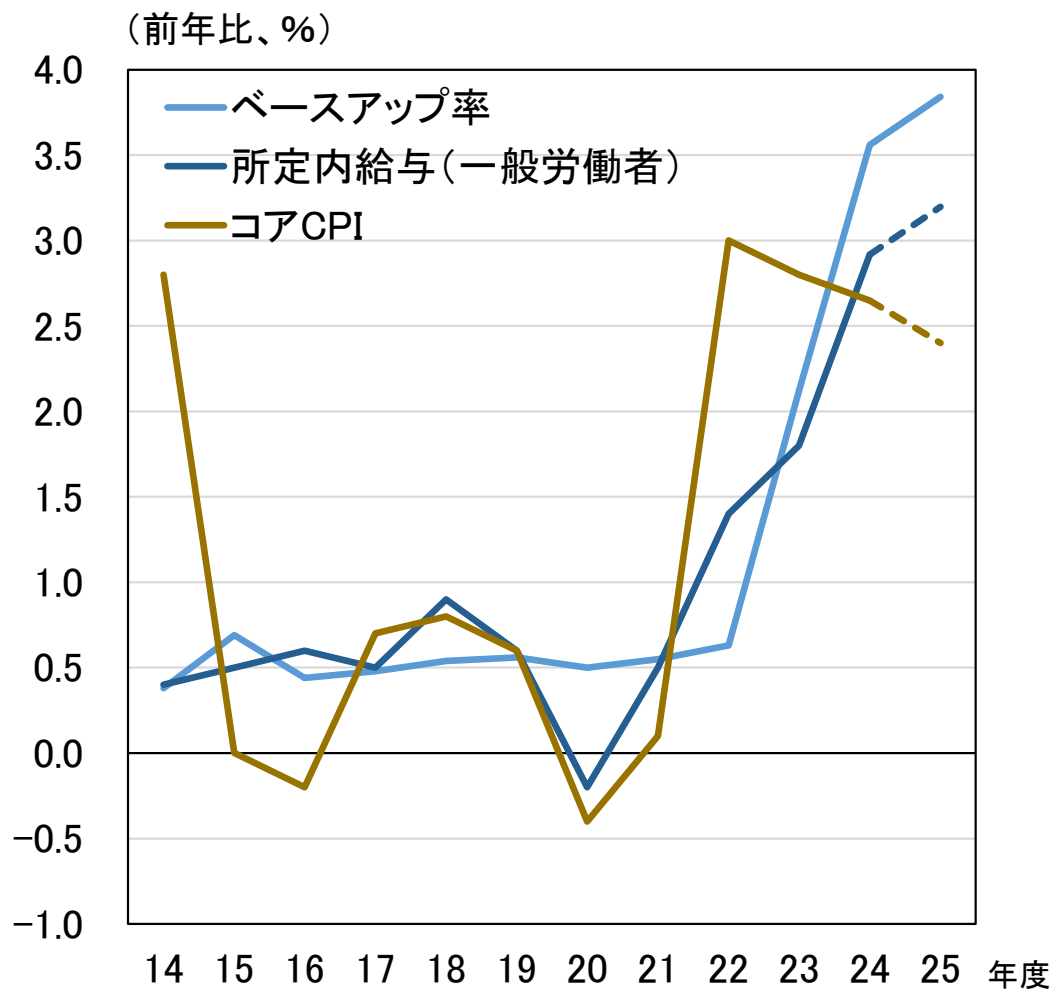


非製造業

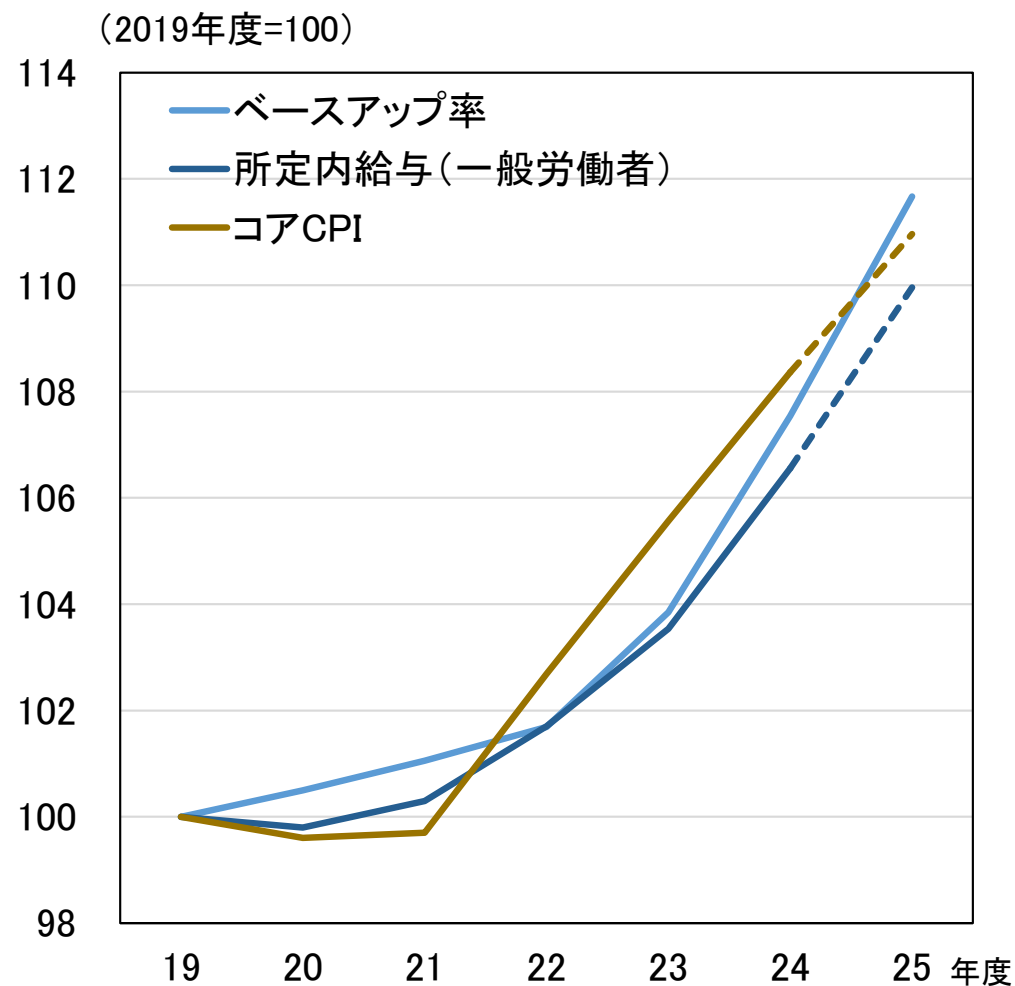


（出所）財務省（季節調整はSOMPOインスティテュート・プラスによる）

インフレ率と賃金上昇率の比較



インフレ率と賃金上昇率の比較 (2019年度以降の累計)



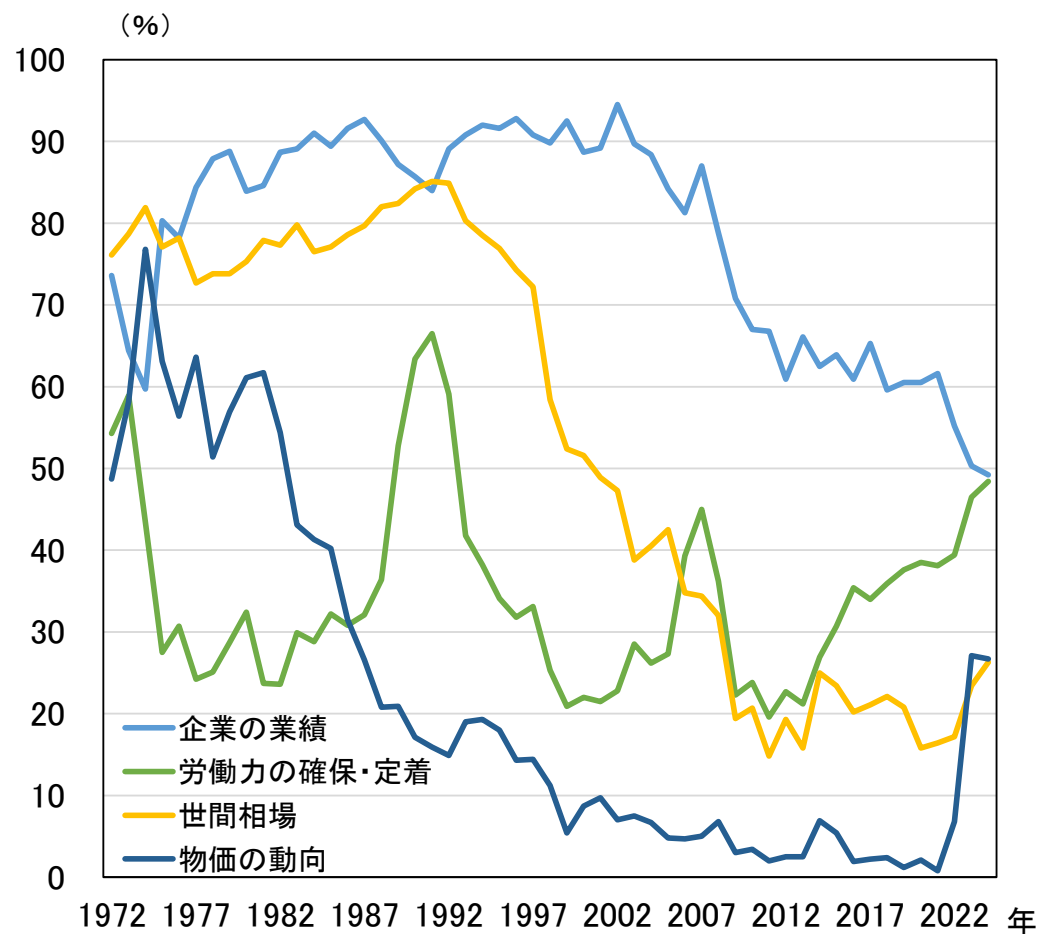
(注) ベースアップ率の25年度は連合の第1回集計。

所定内給与(一般労働者)の25年度は、24年度におけるベアとの相対関係が続くと仮定したもの。

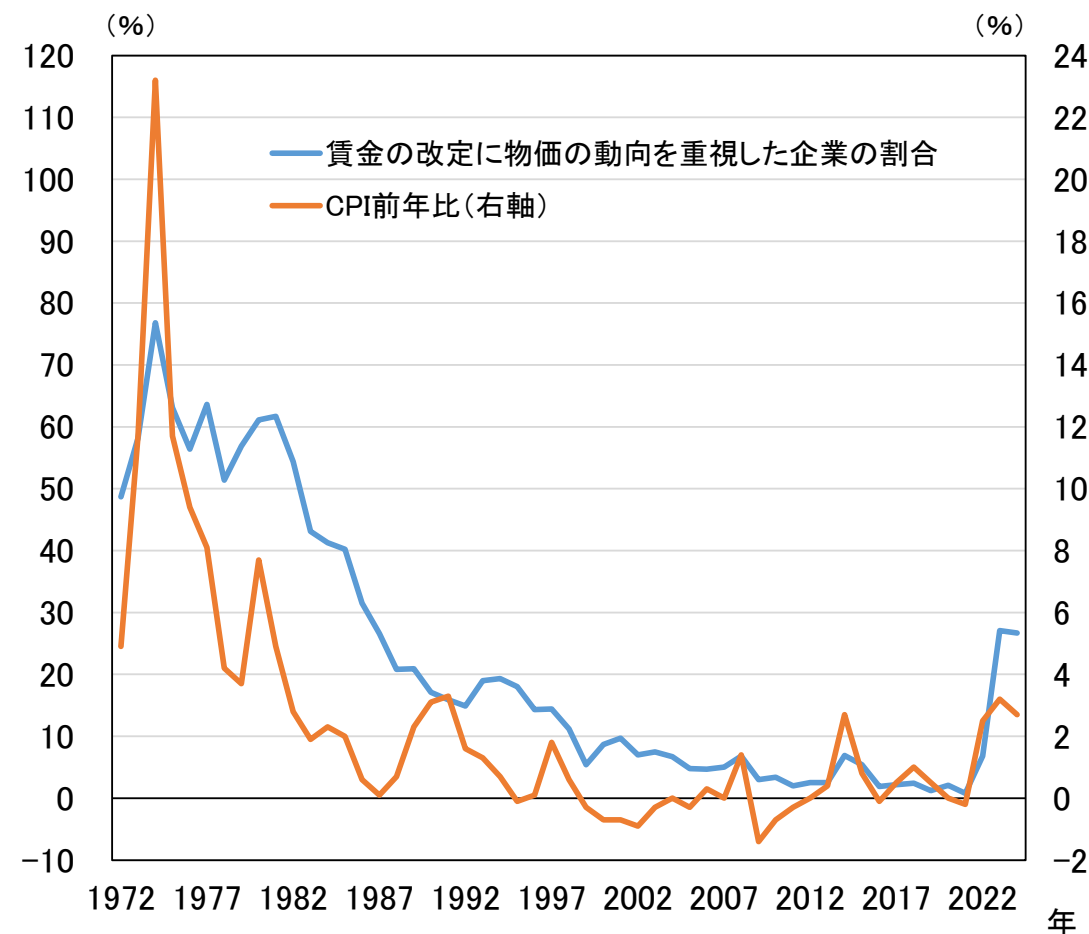
コアCPIの25年度は、日銀の1月展望レポートの見通し。

(出所) 総務省、厚生労働省、連合

企業が賃金決定で考慮した要素

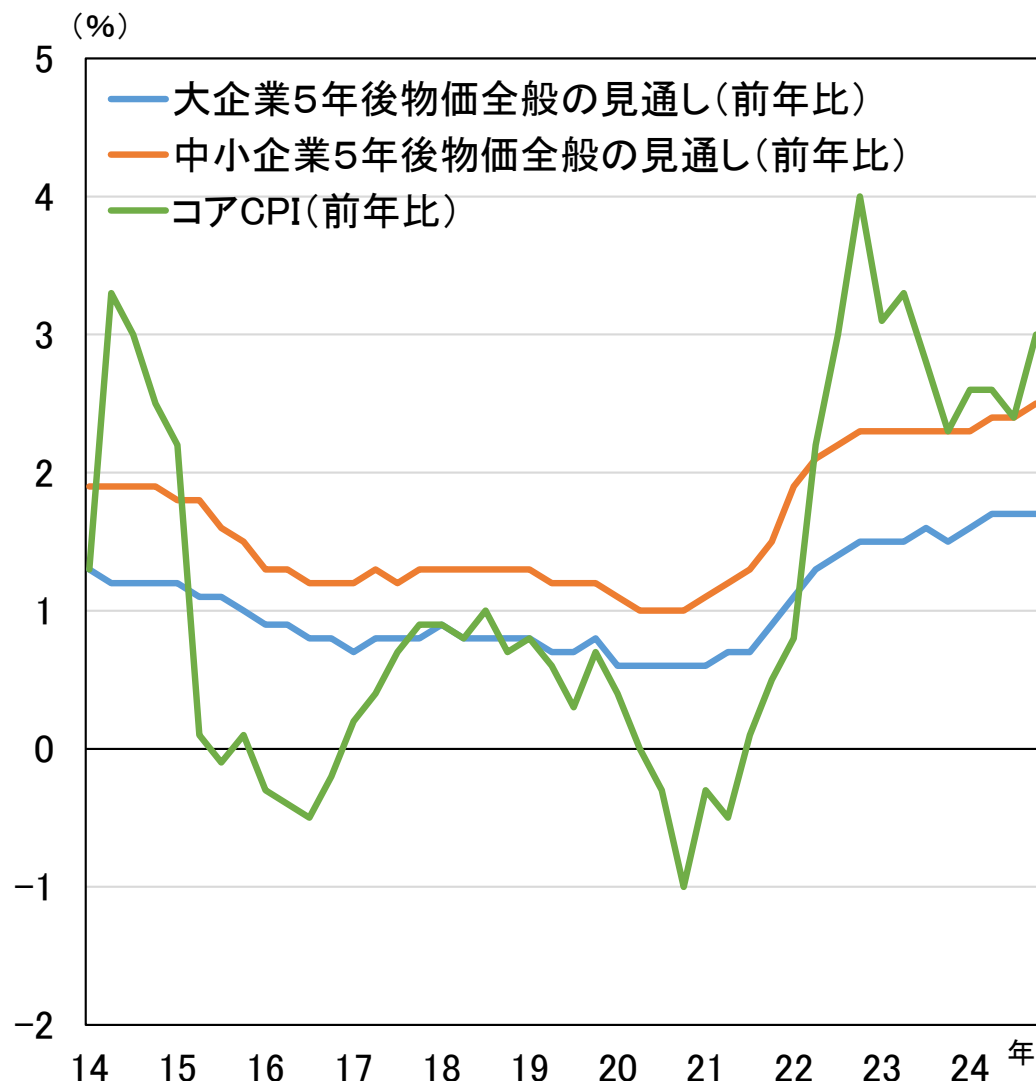


賃金決定で物価動向を重視した企業の割合

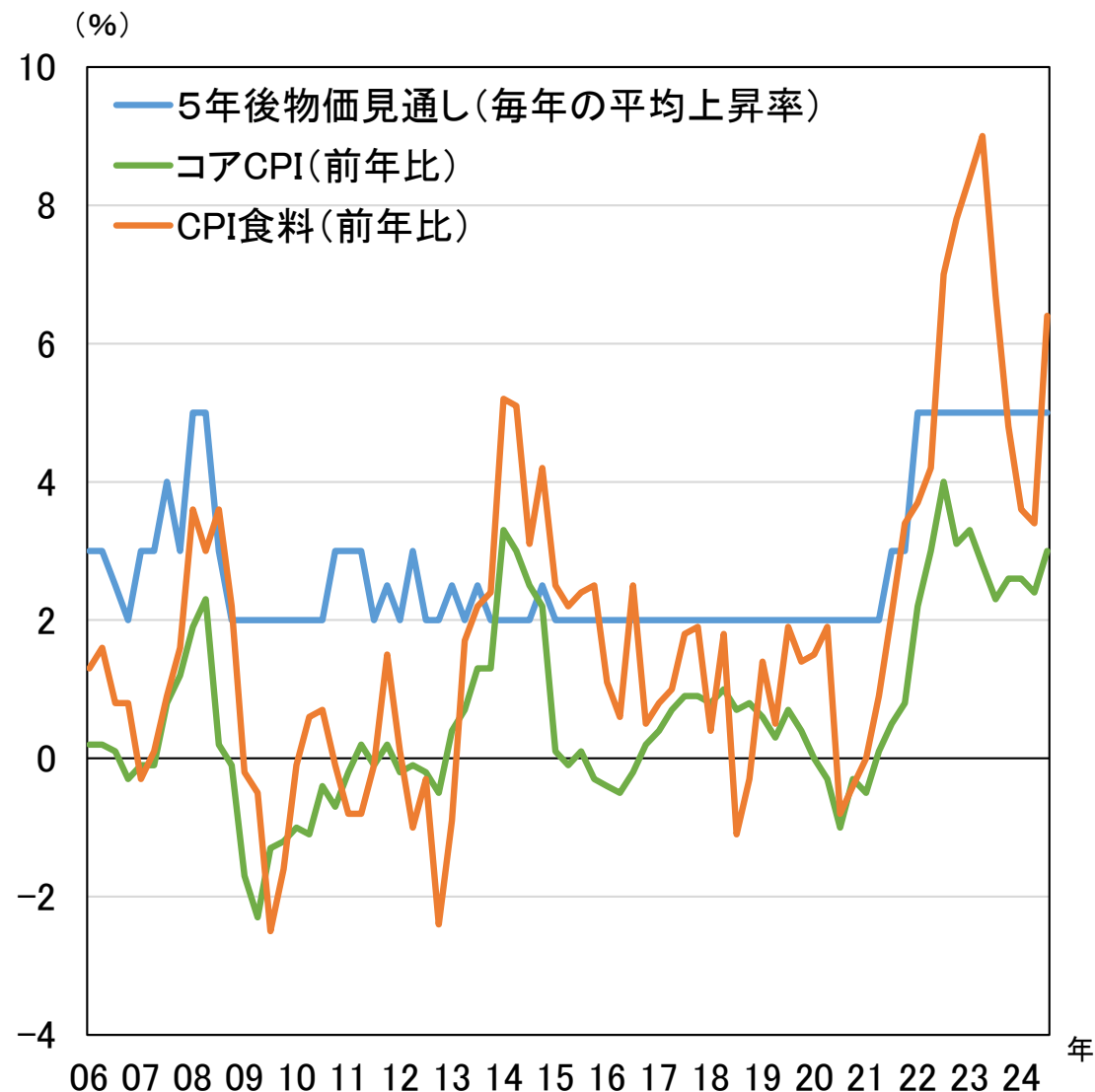


(注)複数回答あり。
 (出所)厚生労働省、総務省統計局

企業の期待インフレ率(短観)



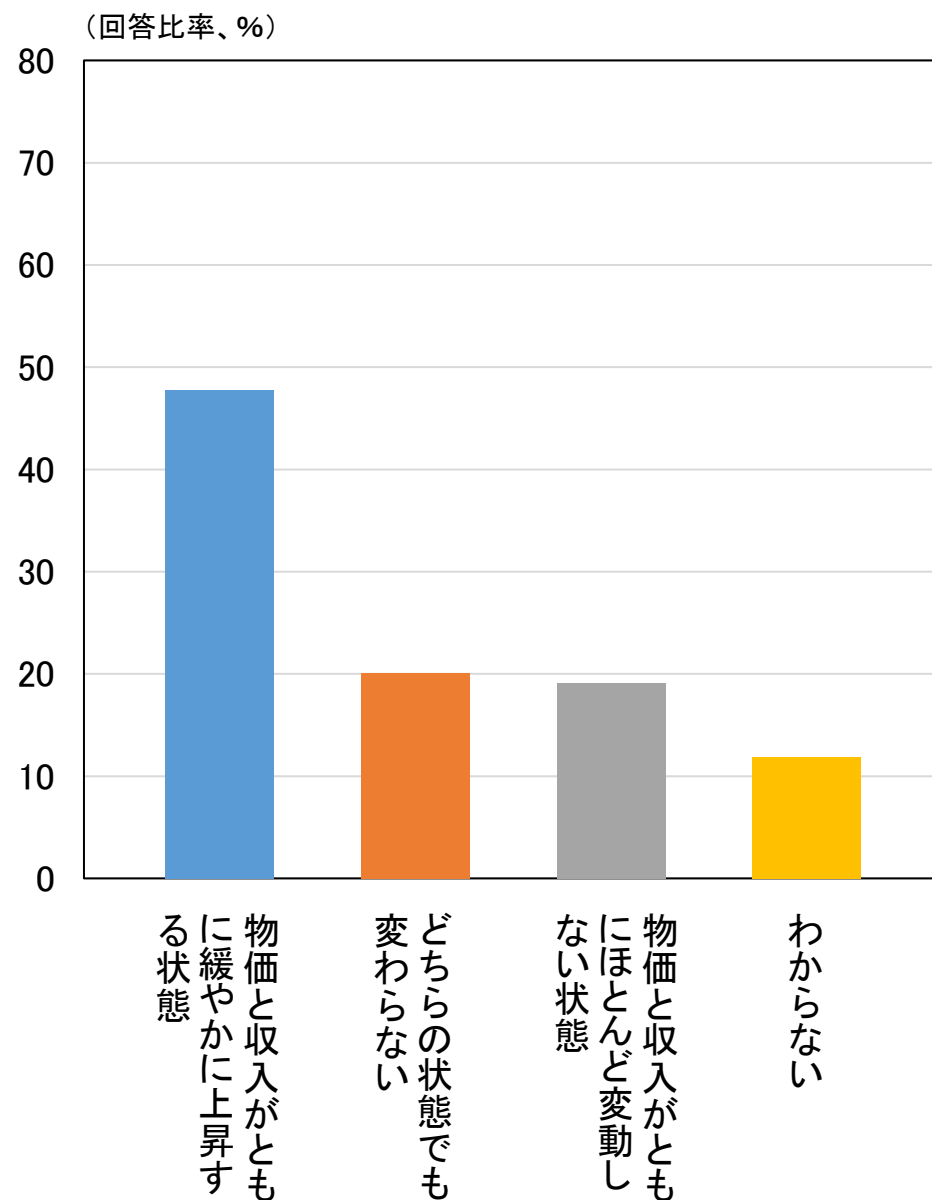
家計の期待インフレ率(生活意識アンケート)



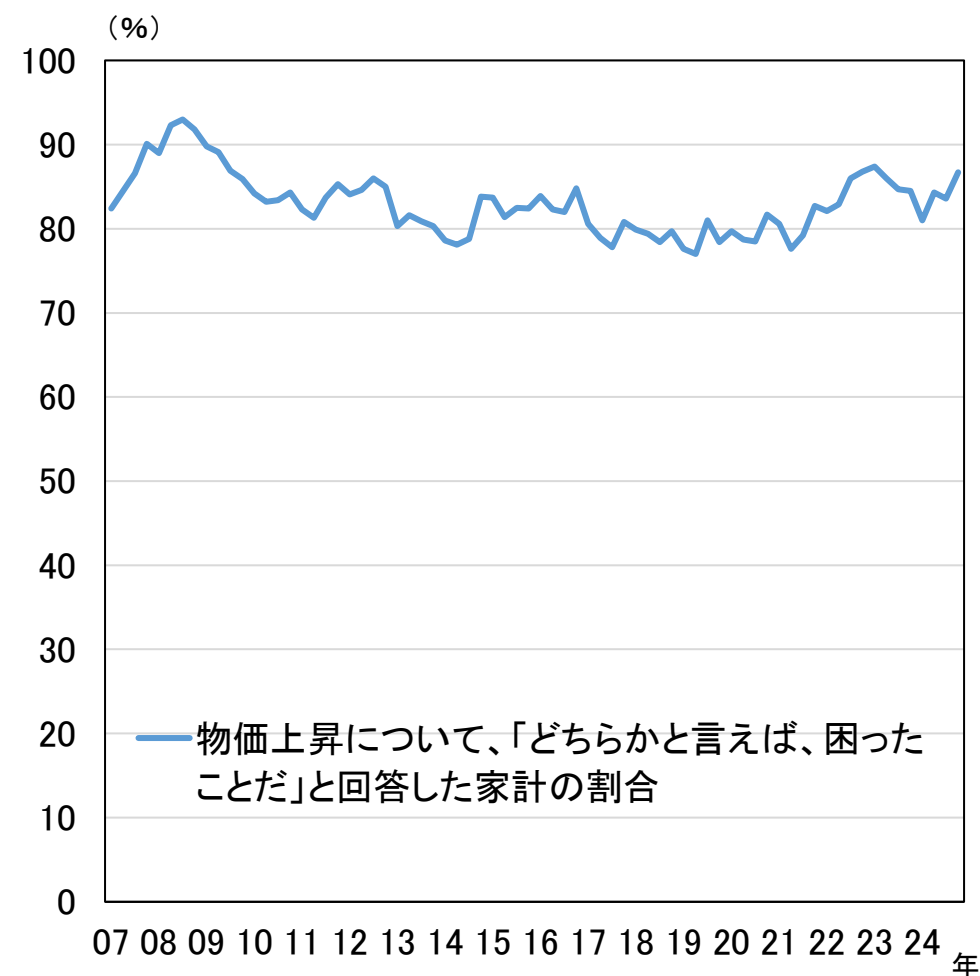
(注) 家計の物価見通しは調査サンプルの中央値。

(出所) 日本銀行、総務省

好ましい物価と収入の状態



物価上昇に対する見方



(1) ノルムは(不可逆的に)解消されたのか？

変化の直接のきっかけとなった財インフレが長引いているため、不可逆な変化かどうか、現時点ではまだ検証することができない。

一方で、もし本当に不可逆な変化が生じているのであれば、「そもそもノルムだったのか？」という疑問が生じる(強固な観念の割には短期間で大きく変化)。

また、もしそうだとすれば、それを大規模緩和の効果浸透の障害となった原因(外生要因)として扱うことは適切か？

(2) 賃金と物価の同時上昇は、マクロ経済にプラスか？

価格や賃金が柔軟に動くことが、企業の投資行動を前向き、成長志向なものに変える効果は一定程度あると考える。問題は、それがどこまで大きなプラス効果なのか、という点。

将来の副作用や、この数年の高インフレのコストに見合うだけのプラス効果が保証されているか？2%目標を厳密に達成しようとする現在の政策姿勢を正当化できるほど大きなメリットか？

現在の企業利益には、過去のコスト未転嫁分の転嫁による一時的な改善も含まれる。また、家計は本当にプラスの賃金・物価を望んでいるのか？日銀の見方は楽観的すぎないか？



ありがとうございました。