

賃金・物価・金利の正常化

第1ステージから第2ステージへ

渡辺 努

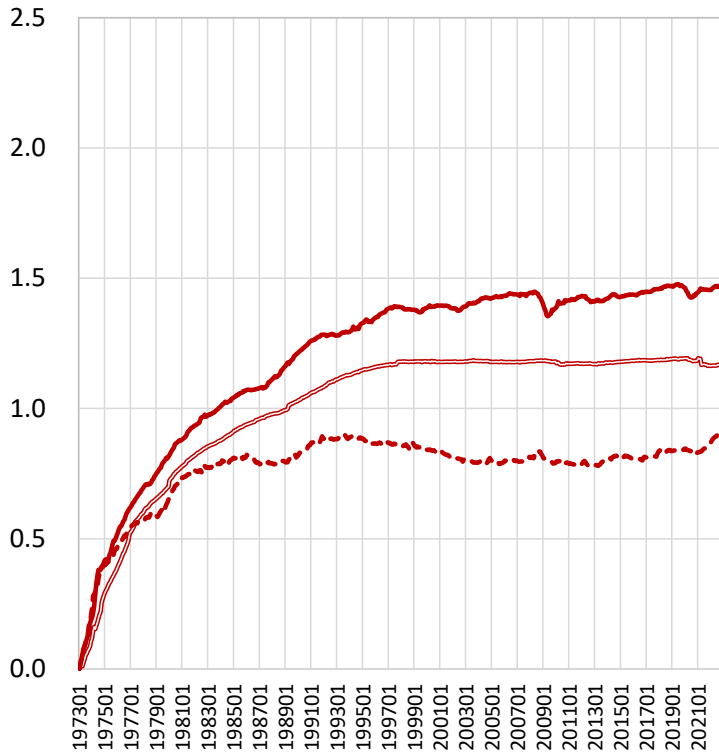
東京大学大学院経済学研究科経済理論専攻
株式会社ナウキャスト 創業者・技術顧問

<https://sites.google.com/site/twatanabelab/>

2025年3月10日

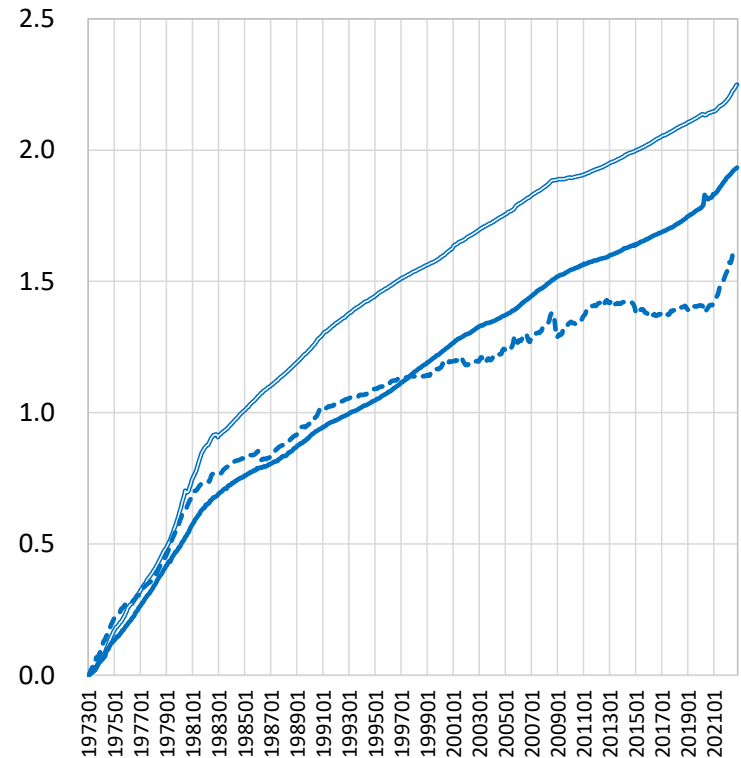
日米のモノ価格、サービス価格、賃金

日本のモノ価格・サービス価格・賃金



- 日本のモノ価格 (円建て)
- 日本のサービス価格 (円建て)
- 日本の賃金 (円建て)

米国のモノ価格・サービス価格・賃金



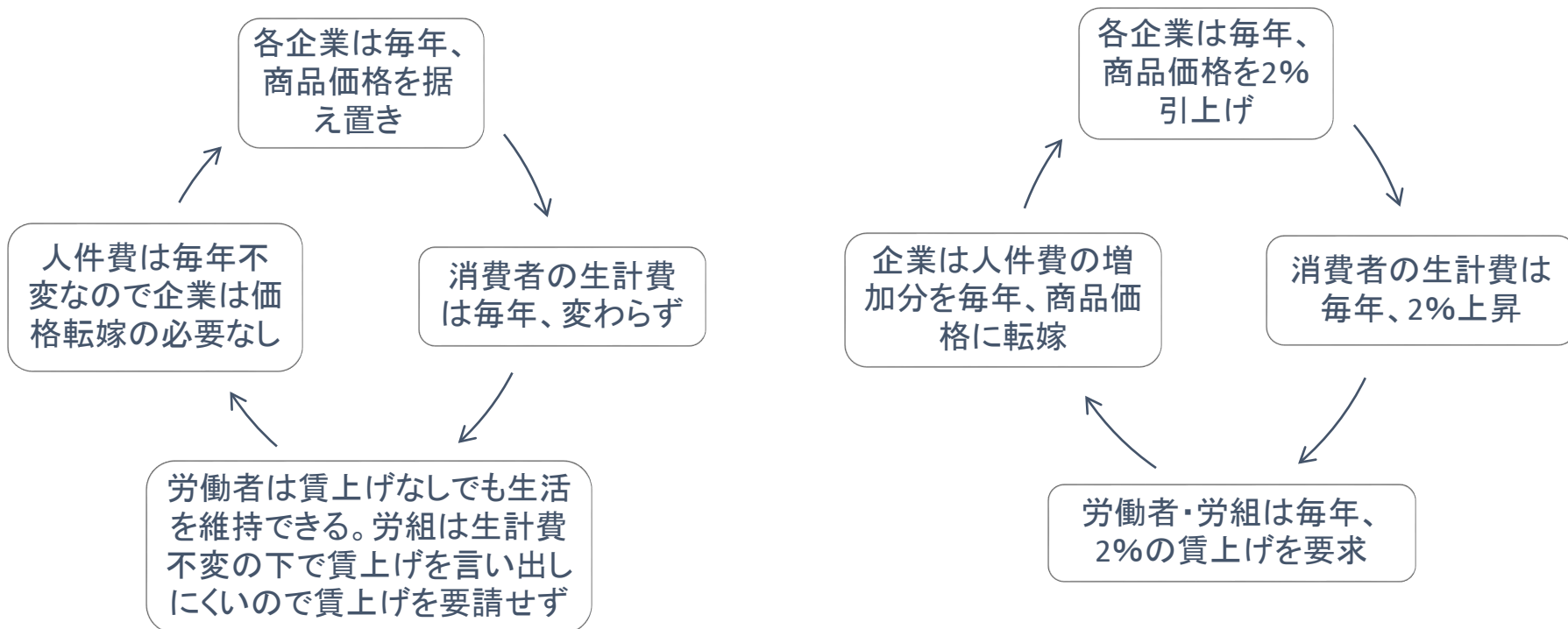
- 米国のモノ価格 (ドル建て)
- 米国のサービス価格 (ドル建て)
- 米国の賃金 (ドル建て)

健全な循環への移行

日本版スパイラル



賃金と物価の健全な循環



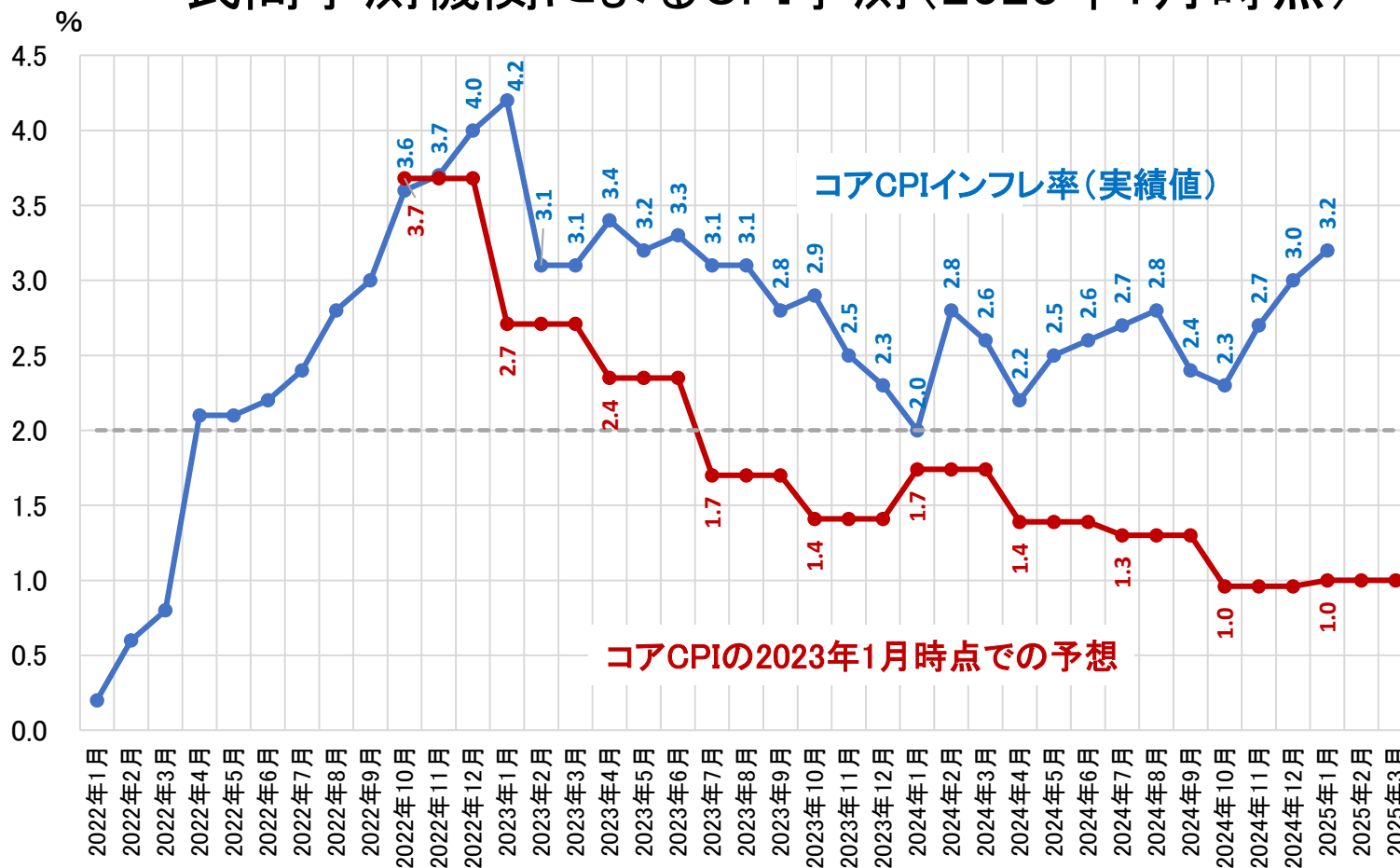
Q1: 正常化はなぜ始まったのか？

Q2: 正常化の過程で政府が果たしてきた役割、
今後果たすべき役割は何か？

Q3: 正常化の仕上げに向けて今後何が必要か？

Q4: 正常化の実現で何が得られるのか？

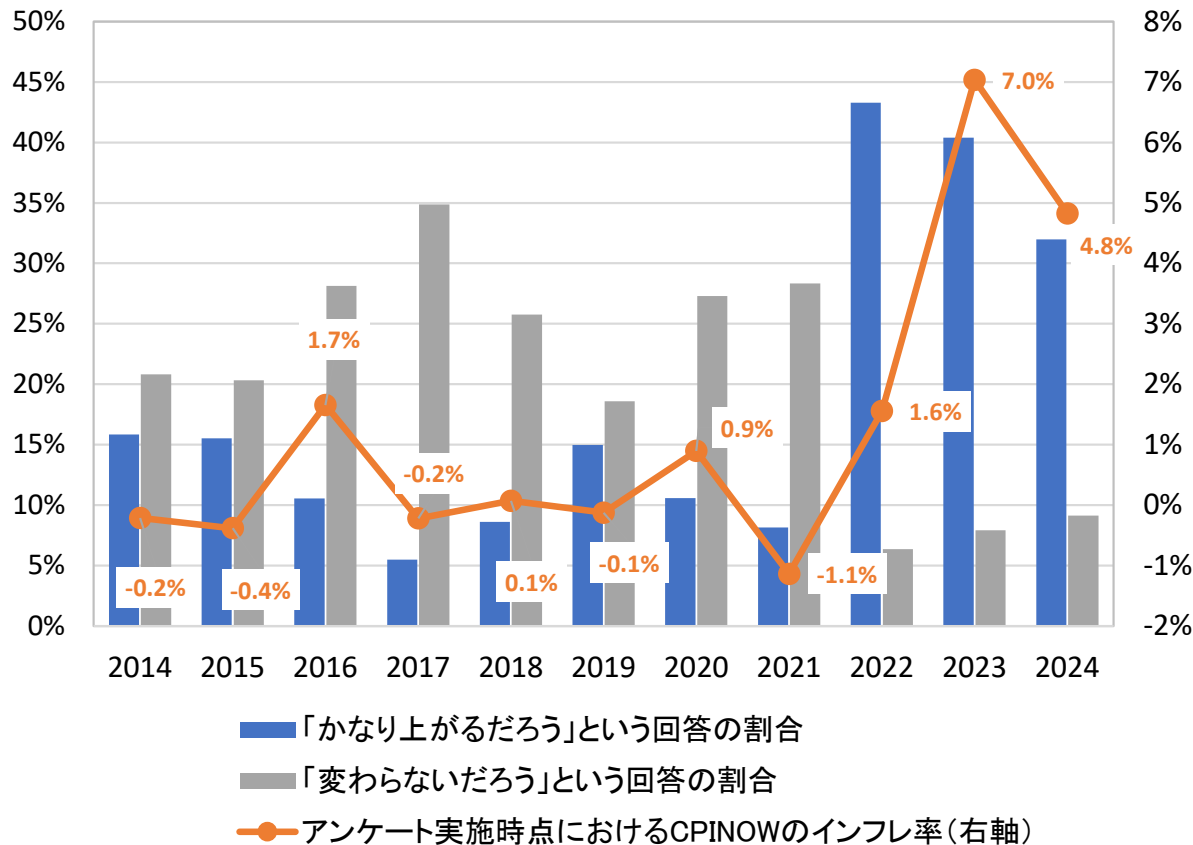
民間予測機関によるCPI予測(2023年1月時点)



This Time Is Different!

消費者のインフレ予想

1年後の物価は現在と比べてどうなると思いますか？



(注) 2014年から24年まで連続11回にわたってアンケートに回答した3449名の回答を集計したものの

This Time Is Different!

春闘での賃上げ

輸入物価上昇率・国内物価上昇率・賃上げ率



注:賃上げ率は右目盛。消費者物価上昇率と輸入物価上昇率は左目盛。ただし、輸入物価上昇率は10で割った値に変換。



<https://socialwelfare.library.vcu.edu/eras/great-depression/u-s-national-recovery-administration/>

- In 1895, legislators in New York state decided to improve working conditions in what at the time could be a deadly profession: baking bread. "Bakeries are actually extremely dangerous places to work," says Eric Rauchway, a historian at the University of California, Davis. "Because flour is such a fine particulate, if it gets to hang in the air it can catch fire and the whole room can go up in a sheet of flame."
- New York passed a law called the Bakeshop Act. It didn't set a minimum wage — the minimum wage didn't exist yet in the U.S. — but it limited working hours and required that bakeries be kept clean. **The Supreme Court ruled the law unconstitutional.** Bakers and their employers had the right to make any agreements they wanted about work hours, the court found. The Bakeshop Act, according to the court, interfered with individuals' right to enter into a contract. The ruling suggested there was no way the Supreme Court of the time would allow anything like a minimum wage.
- **Several decades later, Franklin D. Roosevelt was president. To fight the Depression, he wanted to put money in people's pockets. "If all employers will work together to shorten hours and raise wages, we can put people back to work," he said. Roosevelt wanted businesses to do this voluntarily. To that end, the administration created the National Industrial Recovery Act, which Congress passed in 1933. Businesses that agreed to shorten hours and raise wages could hang special signs in their windows that showed a blue eagle logo and the words "doing our part."**
- Perhaps more powerful than the sign were the perks that went along with agreeing to offer higher wages: Participating businesses were allowed to form cartels and set prices. (At the time, the country was suffering from deflation, with prices and wages plunging.)
- But the blue eagle was no match for nine men in robes: The Supreme Court unanimously struck down the law.

<https://www.npr.org/sections/money/2014/01/16/263129670/the-birth-of-the-minimum-wage-in-america>

経済財政諮問会議・特別セッション(2023年4月18日)議事要旨

(渡辺氏) 私からは賃金と物価の好循環について話をする。

2 ページ目を御覧いただきたい。昨年春以降、賃金と物価について重要な変化が起きている。第1は、消費者のインフレ予想の上昇だ。多くの消費者は、物価の上昇を当たり前のものと認識するようになった。第2に、消費者の値上げ耐性が高まった。消費者のこうした変化を受けて、企業は価格転嫁を進めるようになった。そして、最後に、生計費の上昇を受け、労働者が高い賃上げを要求し、それを支持する社会の機運が高まった。

これらの変化を整理したのが3ページの絵である。左側のぐるぐる回りは、90年代半ば以降、四半世紀にわたって続いてきた我が国のサイクルである。企業は毎年価格を据え置くので労働者も賃上げを要求しない。そうすると、企業は人件費増を価格に転嫁する必要がなく、価格据え置きとなる。こうしたサイクルが繰り返されてきた。1月の特別セッションでも申し上げたように、このサイクルは、企業経営者からイノベーションの意欲をそぎ、そして労働者からスキルアップの意欲をそぐという形で日本経済の成長を阻害してきた。

この長らく続いた循環から、右側に示した循環に日本経済は今移ろうとしている。右側の循環では、物価が毎年2%上がり、それに合わせて賃金も3%上がる。日本経済はようやく健全な循環を取り戻しつつあると言っていい。海外の投資家も非常に注目している。

次のページをご覧ください。ただし、良い循環への移行が完成したかというところではない。去年の春から物価上昇、賃金上昇がおき、ちょうど循環の1周目が終わったというのが今の段階である。1周目が実現できたのは大きな成果だが、2周目、3周目が実現できるかどうかは別問題だ。2周目以降が確実にできるように適切な政策を打つ必要がある。まず、物価だが、ようやく上がってきたインフレ予想をしっかりと定着させることが必要で、そのためには日銀の物価目標政策を堅持することが大事だ。賃金についても大

きな課題がある。今年の春闘で明らかになったように、中小の賃上げは十分でない。まずは中小企業が価格転嫁できるような環境を整備することが大事だ。

中小企業の賃上げの観点から、私が最も重要と考えているのは、最低賃金である。最低賃金については、これまでも引き上げられてきたし、今年についても、総理から引き上げに向けたご発言があった。私は、これをもう一歩進めることができると考えている。具体的には、今年最賃を決めるだけでなく、来年最賃、再来年、その翌年というように、最賃の将来のパスを決定し、それを今年アナウンスする。もちろん将来の最賃を約束するのは難しいから、目安を示すというだけでも十分である。そうしておけば、24年、25年の春闘を中小企業の労働者が闘う際に、最賃はこういうパスで上がっていくのだから、それに合わせて自分たちの賃金もこのように上がってほしいという要求をできる。将来にわたる物価のパスを社会に示すのは日銀の役割だが、賃金については、最賃のパスを示すという役割を政府が果たすべきだ。

正常化の仕上げに向けて今後何が必要か？

- 消費者のインフレ予想を2%程度の水準でアンカーさせる
- 春闘での賃上げ要求のindexation
- 政府の管理する価格・賃金のindexation

賃金・物価・金利の正常化

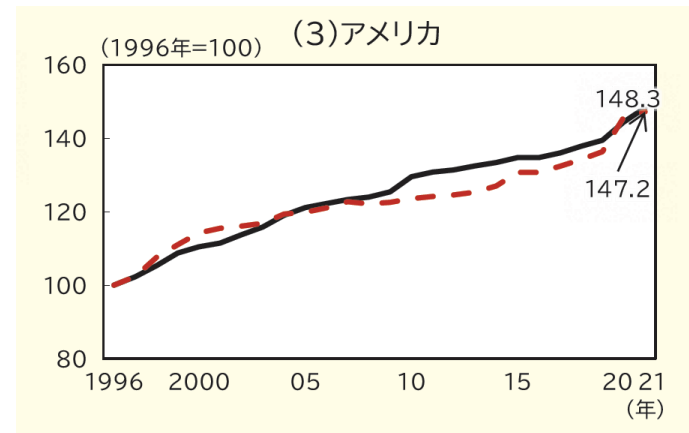
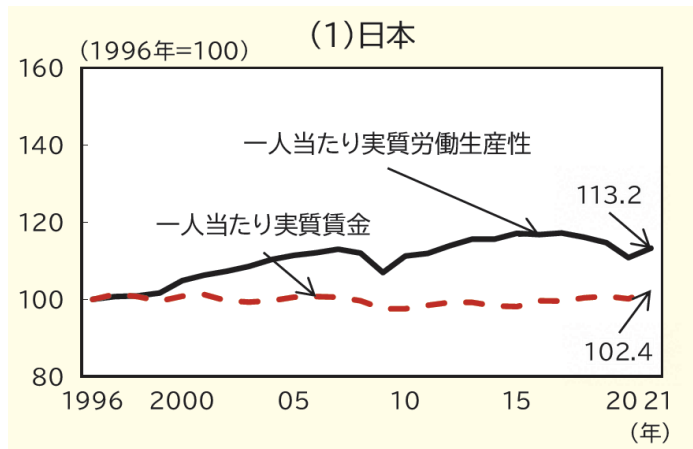
第1ステージ: 2022年春から現在まで

- ✓ 「名目」賃金、「名目」金利、物価という、3つの重要な「名目」変数の変調が修復される過程

第2ステージ: 先行き10年またはそれ以上

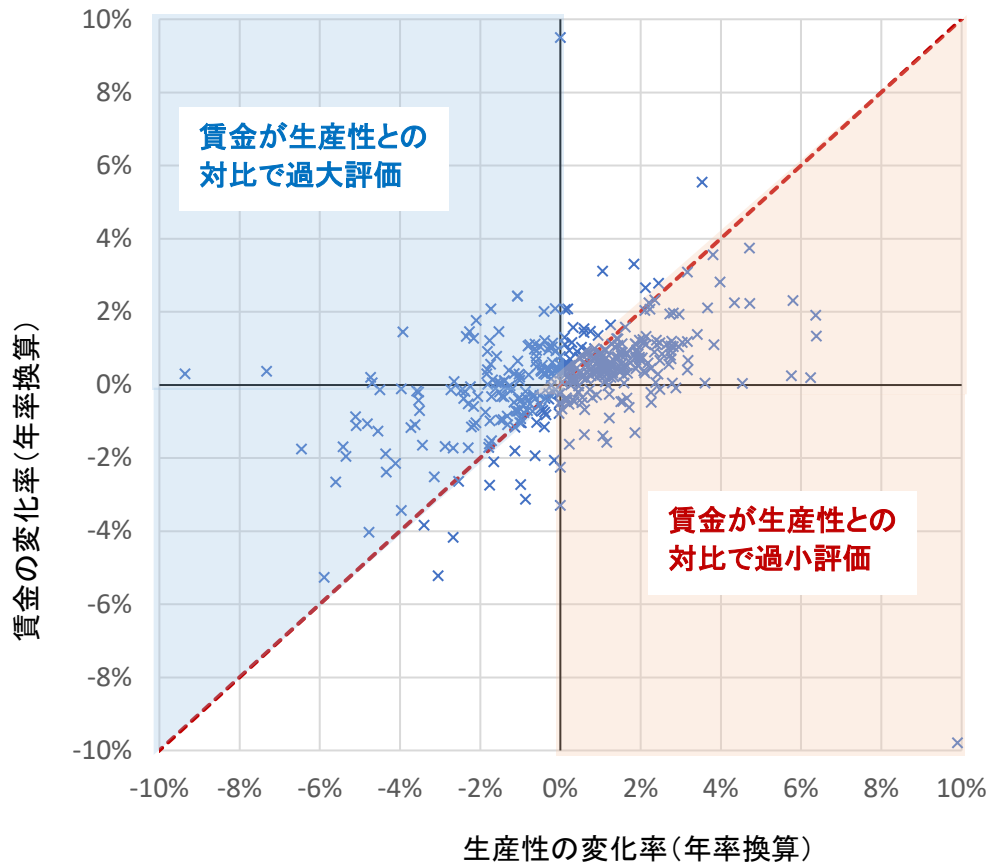
- ✓ 名目変数の修復が生産性など「実質」の変数へと波及する過程
- ✓ 慢性デフレ期に機能不全に陥った「**価格メカニズム**」が修復される過程

日米の労働生産性と実質賃金



出所:厚生労働省、『労働経済の分析(令和5年版)』、2023年9月.

生産性の変化と賃金の変化：2010年→2022年



	2010年から22年にかけて 生産性が上昇	2010年から22年にかけて 生産性が低下
賃金の変化が 生産性の変化を上回る(過大評価)	19.2%	83.5%
賃金の変化が 生産性の変化を下回る(過小評価)	80.8%	16.5%

出所：渡辺努『物価を考える』、2024年11月。

賃金・物価・金利の正常化が 財政に及ぼす影響

- 前提
 - 政府債務は1100兆円ですべて名目債務
 - 残存期間は9年
 - 物価・賃金の上昇率がゼロ%から2%に上昇
 - 金利は2%ポイント上昇、新発債の利払いも同じだけ増加。
 - 政府の歳出と歳入は2%だけ増加。
- 政府債務の実質減額の計算
 - 物価・賃金の上昇率がゼロ%のときの残高は $1100 \times 1 / (1+r)^9$ であり、物価・賃金の上昇率が2%のときの残高は $1100 \times 1 / [(1+r)^9 \times (1.02)^9]$ となる。したがって、政府債務は両者の比である16%だけ減少(金額にして**180兆円**)。
 - インフレ率ゼロ%の異常な経済では政府債務が過大になっていた。インフレ率2%の正常な経済への移行により、本来のあるべき水準まで減ったと解釈すべき。

インフレ税のタックスベース

	2019年の 政府債務残高 (対GDP比) [A]	2019年の 国債残存期間 (年) [B]	1%のインフレで 得られるインフレ 税の収入 [C]=[A] × [B]/100
カナダ	0.90	5.9	0.053
フランス	0.97	7.7	0.075
ドイツ	0.59	6.7	0.039
イタリア	1.34	6.3	0.084
日本	2.36	9.1	0.215
英国	0.85	12.5	0.107
米国	1.08	5.3	0.057

データ出所: Barro, Robert J., and Francesco Bianchi. *Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020-2022*. No. w31838. National Bureau of Economic Research, 2023.