(C)日本経済新聞社　無断複製転載を禁じます。

経済教室

賃上げ3巡目の論点㊦

日銀は「賃金目標政策」を

物価上昇予想に波及

生活者の支持得やすく

渡辺　努　東京大学教授

ポイント
- マイナス金利には限界があり万能ではない
- 予想物価上昇率引き上げが引き続き重要に
- 物価上昇でも賃金上がらないとの誤解存在

日銀は先週の金融政策決定会合でマイナス金利の導入を決めた。だが、その効果は限定的だと考えられる。本稿では、デフレからの脱却を確実にするために日銀が「賃金目標政策」を導入することを提案したい。

日銀はデフレ脱却のため、実質金利（名目金利から予想物価上昇率を差し引いたもの）を引き下げようとしてきた。実質金利を引き下げる方法は二つある。

一つは、予想物価上昇率を引き上げることである。これまでの政策である量的質的緩和（ＱＱＥ）の下では、既にゼロに達していた名目金利をさらに下げることは諦め、予想物価上昇率を引き上げることを目指した。これが「フォワードガイダンス」とよばれる手法である。もう一つは、名目金利のゼロの壁を破ってさらに下げることで、今回の措置はこれである。

重要なポイントは名目金利をどこまで下げられるかだ。金融機関から見ると、日銀当座預金に預ければマイナス金利、銀行券（紙幣）で持てばゼロ金利だから、銀行券で持った方が得だ。しかし銀行券は運搬や保管のコストがかかる。だから金融機関は銀行券で保有することはしない。

ただし、それはマイナス金利が0・1％と小幅だからだ。仮にマイナス10％なら金融機関は運搬・保有の費用を払ってでも銀行券を持とうとするだろう。そうなるとマイナス金利に効果はなくなる。つまり、マイナス金利にはどこかに限界が存在する。欧州での試算ではマイナス2％程度とされている。制度の違いがあるのでうのみにはできないが、それにしてもマイナス3％を超えるとは考えにくい。

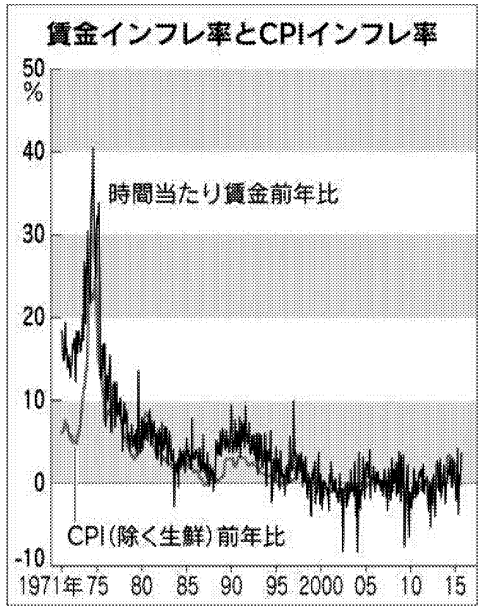
20年の長期にわたったデフレは企業や家計のマインドに深く染みついており、3％程度の金利引き下げで脱却できるとは思えない。

マイナス金利も万能ではないとすると、予想物価上昇率を引き上げる経路を通じて実質金利を引き下げることが、引き続きデフレ脱却のカギを握るとみるべきだ。問題は、これまで日銀が予想物価上昇率のコントロールに成功していないことである。

日銀がこれまで予想をコントロールできなかった背景には、物価上昇率2％を目指すという日銀の目標に対する人々の反感がある。その一端は筆者らが行った消費者アンケートからもうかがえる。「物価は将来上がると思うか」との問いに対し77％がイエスと答える一方、「自分の所得が将来上がると思うか」との問いにイエスという回答は12％にすぎない。

これを反映して、「日銀の物価目標2％は望ましい政策か」との設問に対し、望ましいと回答したのは35％にすぎず、65％は望ましくないと答えている。つまり、自らの所得に明るい展望が持てない中、日銀の物価目標政策で物価が上がるのは困ったことだ、そうなって欲しくない、というのが消費者の声だ。自らの所得の先行きに厳しい見方をしている人ほど、日銀の物価目標に対する拒否反応が強い。

どこに問題があるのか。日銀と消費者の双方にある。消費者の側は、物価と賃金は表裏一体という事実を認識できていない。図では時間当たり賃金の上昇率と消費者物価指数（ＣＰＩ）上昇率を比較している。両者は基本的に同じ動きをしている。したがって、物価上昇率を引き上げるという日銀のメッセージは、賃金もそれに見合うペースで上昇すると解釈されるべきだ。



日銀の黒田東彦総裁も、物価と賃金がバランスよく上昇する経済を目指すと説明している。しかしＱＱＥが始まった3年前の日銀の声明文を読み返してみると、記載されていたのは物価目標だけであり、賃金には一切言及がなかった。「日銀が目指しているのは物価引き上げであり、賃金上昇はその後の成り行きで実現すればもうけものという程度ではないか」と消費者が勘ぐっても不思議ではない。

こうした誤解がある状況では、インフレ予想を高めることが難しい。仮にできたとしても、消費者は支出を増やすどころか貯蓄増に向かうだろう。名目賃金が上がらないという予想の下では物価の上昇により実質賃金が下がるという予想が生まれるからだ。

賃金上昇率は物価上昇率に労働生産性の上昇率を加えたものに等しい。労働生産性の上昇率を2％と仮置きすれば、物価上昇率2％と合わせて賃金上昇率は4％程度である。日銀は「賃金上昇率が4％になるまで金融緩和を継続する」というメッセージを送ることを考えてはどうか。

賃金目標と言うと、多くの人は奇策という印象をもつようだが、それは誤解だ。ケインズは「一般理論」で貨幣賃金（名目賃金）を安定させる政策が最も望ましいと述べている。また、２００６年のノーベル経済学賞受賞者、エドムンド・フェルプス氏などケインズの伝統を引き継ぐ経済学者の間では、中央銀行は物価ではなく賃金を安定させるべきだという考え方が根強くある。

賃金は個々の企業の経営者や労組が決めるものであり、その意思決定に中央銀行が介入することは不適切で不可能との意見も多い。しかし価格も企業と消費者が決めるものであり、その意味で賃金と物価に大差はない。

賃金を制御する上でミクロ的な政策の活用は有効であろう。例えば最低賃金を毎年一定率引き上げるという施策は一定の有効性をもつだろう。しかし、賃金を制御する手段はミクロ政策しかないわけではない。マクロ政策で賃金の制御は可能である。

マクロ経済学のモデルでは次のように考える。物価目標の下での政策の波及経路を復習すると、中央銀行が将来にわたって金融緩和を継続するとアナウンスすると、企業は将来の需給ギャップが改善し、将来の物価が上がると予想するようになる。この予想を反映して足元の物価上昇率も高まる。足元の物価上昇率が高まると、家計（労働者）はそれに見合う賃上げを要求し、その結果、物価と賃金の両方が上昇すると考える。

一方、賃金目標の下で中央銀行が金融緩和の継続をアナウンスすると、労働市場が将来タイトになるとの予想が生まれ、家計（労働者）は将来の賃金が高くなると予想する。この予想を反映して足元の賃金も高まる。これが賃金目標の下でのフォワードガイダンスである。物価については、足元の賃金上昇を企業が価格に転嫁することで足元の物価上昇が起きると考える。

二つの政策は、物価と賃金のどちらが先に動くのかが違う。賃金目標では物価より賃金が先に上昇するので、生活者の支持を得やすい。

ここでは説明をわかりやすくするために、物価だけをターゲットにする、賃金だけをターゲットにするという両極端のケースについて述べたが、物価上昇率と賃金上昇率の加重平均を目標にするという折衷もあり得る。

企業の価格設定行動については日銀のこれまでの施策でデフレ期の慣行がだいぶ払拭されてきた。しかしもう一つの柱である家計（労働者）の賃金設定行動については、デフレマインドが解消されていない。過年度の物価上昇率を基に賃上げ要求を決めるという労組の原理は「バックワードルッキング」（後ろ向き）であり、予想チャネルを重視する政府・日銀の政策と相いれない。ここを変えることがデフレ脱却に不可欠だ。

わたなべ・つとむ　59年生まれ。ハーバード大博士。専門はマクロ経済学

日本経済新聞朝刊　2016年02月03日　掲載日　026ページ