

わたなべ・つとむ
59年生まれ。東京大博士
卒、ハーバード大博士
(経済学)。専門はマ
クロ経済学

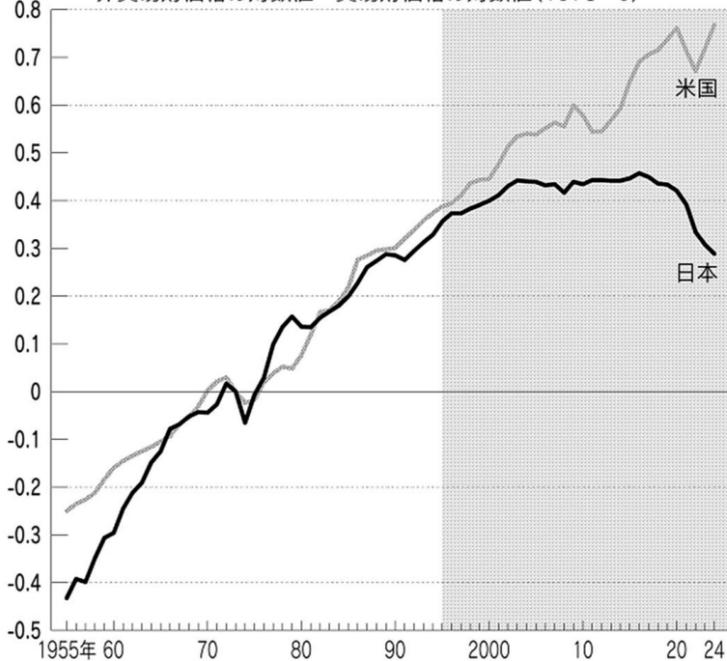


渡辺努 東京大学教授

日銀レビューの宿題④

価格の復権、生産性に波及も

非貿易財の貿易財に対する相対価格で日米格差が生まれている
非貿易財価格の対数値-貿易財価格の対数値(1973=0)



(出所) 渡辺努「賃金・物価・金利の正常化:2040年までの展望」、CARFワーキングペーパー、2025年1月

ポイント

- 慢性デフレ期は生産性と賃金が連動せず
- 価格メカニズムの正常化で経済急回復も
- 好循環は為替に波及、過度な円安是正か

がリアルの変数に悪い影響を及ぼしたなら、2022年春から進展している賃金と物価の正常化はリアルの変数にも良い効果をもたらす可能性があるからだ。

賃金と物価が正常化へと動き出したことを踏まえ、日銀は金利の正常化を進めている。22年春から足元までの3年間は賃金、物価、金利の正常化の第1ステージとみることができ。現時点では消費者・企業・労組の行動変容が不可逆的とは言いがたい。このステージが完了したとは言えない。しかし順調にいけばあと数年で賃金と物価の好循環が社会に定着し、日銀も2%の物価目標に対応するところまで政策金利を引き上げるだろう。

これに続く第2の正常化ステージはリアルの変数に及ぶものである。筆者は次の2点でリアルの正常化が進むと考えている。

第一は、効率的な資源配分を実現するための価格メカニズムの正常化だ。生産性の高い産業・企業で賃金が上がると、その価格シグナルに従って生産性の低い産業・企業から高い産業・企業へと労働者が移動するの傾向が確認された。生産性が改善した産業のうち賃金の過小評価が起きた割合は81%を占めた。

要するに生産性がどう変わるかと賃金は据え置きだったということだ。賃金が全体の平均値として据え置かれただけでなく、個々の労働者や企業レベルで据え置かれたという、慢性デフレの特性を反映している。連合によるベースアップの統一要求の停止など、2000年代初頭は春闘に大きな変化が起きた。これにより労働生産性の改善・悪化にかかわらず、すべての企業で労働者の賃上げを一律に停止させてしまった。生産性に見合った賃金という価格メカニズムの原則が崩れたことになる。

この状況は旧ソ連が価格シグナルの機能不全で失敗したのとよく似ている。旧ソ連にはそもそも価格が存在しないか、あったとしても需給を正確に反映していなかった。このためどの産業にどれだけの資源が必要かわからなくなり、効率的な資源配分に失敗した。

一方、慢性デフレ期の日本には価格は存在したものの、据え置かれたままなのでシグナルがないも同然だった。価格シグナルが機能不全に陥った点で当時の日本は旧ソ連と似ていた。

賃金と物価の正常化がそのまま順調に進めば、賃金と生産性が一致するなど、価格メカニズムの回復による資源配分の効率性改善も期待できる。日銀が多角的レビューの一環で実施した企業向けのアンケート調査にその兆しが見える。

「物価と賃金がともに緩やかに上昇する状態」と物価と賃金がともにほとんど変動しない状態「のどちらが事業活動上好ましいかという問いに対し、業種や企業規模を問わず、前者の回答が7割超を占めた。

その理由としては「ゼロインフレ下では値上げがしにくく、コストカット偏重の経営に陥ってしまい、結果として競争力のある商品開発に向けた取り組みが不十分になってしまふ」といった見方が示されている。これは裏返すと、物価と賃金の据え置きという制約が外れたのを機に、企業が前向きな経営戦略を取り始めた可能性を示唆している。

かつて東欧や中国では、価格メカニズムが修復される過程で経済の急回復が起きた。日本も類似の効果が期待できるとの見方がある。足元のハードデータにその兆しは見えないので現時点ではひとつの可能性に過ぎない。ただ将来あり得るシナリオとして頭に入れておく価値はあるだろう。

賃金と物価は過去30年間据え置かれてきた。賃金も物価もノミナル(名目)の変数だ。ノミナルの変調がそれだけにとどまるのであれば放置しても構わない。しかしノミナルの変調が生産性や自然利子率などリアル(実質)の変数へと波及するのならば話は別だ。「デフレを放置することで实体经济に悪影響があるのか否か」は、慢性デフレ期の政策論争で繰り返し登場した重要な論点だった。

日銀はこの論点について終始立場を曖昧にしてきた。「多角的レビュー」はこの点を深掘りする絶好の機会だったと思うが、残念ながら今回も日銀から明確なメッセージが発出されることはなかった。「エコノミクスパネル」でも長期の金融緩和の生産性への影響を問うたが、より重要なのはデフレが生産性にもたらす影響の方だろう。

この論点は過去の政策検証を超える重要な意味をもつ。慢性デフレ期に賃金と物価というノミナルの変調

は低下に転じた。結果として両者の乖離(かいり)は徐々に拡大した。実質為替レートは円安化はこの現象を反映したものである。相対価格のトレンドはなぜ変化したのか。ひとつの理由は「賃金マークダウン」だ。賃金マークダウンとは、労働生産性がそれなりに伸びた企業でも賃金に反映させないということだ。

賃金マークダウンは特に貿易財産業に顕著で、中国企業などとの激しい国際競争に直面し、生産性対比で賃金を抑制する企業が相次いだ。その結果、貿易財産業の賃金は生産性対比で低下し、非貿易財産業の賃金低下にも波及した。最終的に非貿易財の相対価格のトレンドは下方に変化した。

トレンド変化のもうひとつの要因は、非貿易財産業の生産性が貿易財産業の生産性との対比で上昇したことだ。これは標準的なパラサールサムエルソン仮説に基づく。日銀の多角的レビューもこの説明に近く、日本の貿易財産業の生産性の停滞を強調している。

ポイントは、実質為替レートの円安トレンドのうち賃金マークダウンに由来するものがどの程度かだ。現時点で詳細は分からず、実質円安のトレンドが円高に反転するかどうかは不明だ。しかし賃金の正常化が今後順調に進めば、賃金マークダウンが解消される。少なくともその分は実質為替レートの円安圧力が和らぐことになる。それに伴い、賃金と物価が海外との対比で安すぎる「安いニッポン」現象も是正に向かうだろう。