

2023年8月28日 全13頁

「賃金と物価の好循環」の進捗と今後の展望

賃金と物価の相互作用は2%目標の達成に向けて強まっていく見込み

経済調査部 シニアエコノミスト 久後 翔太郎
主任研究員 溝端 幹雄
エコノミスト 中村 華奈子

リサーチ本部 島本 高志

[要約]

- 歴史的な高インフレに直面する中、関心の集まる賃金の動向について、本稿では、名目賃金と物価の相互作用の強まり度合い、及び実質賃金の増加に向けた課題を検討する。その上で、潜在的に達成可能な名目賃金の上昇率を示す。
- 【名目賃金と物価の相互作用】両者の非線形的な関係を考慮した推計に基づけば、基調的なインフレ率はいずれ2%に達する可能性がある。転職市場の活性化などにより賃金上昇圧力が一段と強まれば、日銀の物価安定目標の達成時期は早まるとみられる。ただし、金融政策の引き締めが遅れた場合、悪影響が一段と大きくなるリスクには留意が必要だ。
- 【実質賃金の増加に向けた課題】実質賃金を要因分解し他国と比較すると、交易条件の伸び悩みが顕著である。国内で生み出された付加価値は増加していたものの、海外に流出する所得の方が増加した結果、経済全体の所得が減少してしまう状況が2020年終盤から2022年中頃まで続いた。輸出企業を中心に企業の価格設定行動が消極的であったことが交易条件の伸び悩みの背景にあるとみられる。
- 【潜在的に達成可能な名目賃金の上昇率】インフレ率が日銀の物価安定目標の2%で定着すると、物価低迷期とは異なり、物価上昇による名目賃金上昇率への影響度は非線形的に高まる。加えて、「交易条件の改善」や「労働生産性の上昇」によって、実質的な側面からも賃金の上昇余地はありとみている。以上を踏まえると、名目賃金上昇率は潜在的には3%程度まで高まる余地があるだろう。

1. 物価急騰下で関心が集まる賃金の動向

歴史的な高インフレに直面する中、2つの側面から賃金の動向に関心が集まっている。

1つは名目賃金と物価の相互作用という側面だ。2023年春闘の賃上げ率は30年ぶりの高い水準を記録した。名目賃金と物価は互いに影響し合うことが知られており、両者の相互作用が強まることで、日本経済がデフレから完全に脱却できる確度はかつてないほど高まっている。

それどころか、高インフレが長期化するリスクさえ徐々に意識され始めている。日本銀行（日銀）は「経済・物価情勢の展望（2023年7月）」において、2023年度の物価見通し¹を従来の+1.8%から+2.5%へ大幅に上方修正し、わずかに下方修正（+2.0%→+1.9%）した2024年度でも上振れリスクが大きいとした。こうした物価の上振れリスクへの警戒が長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の柔軟化という政策修正に繋がった。名目賃金と物価の相互作用の度合いに注目することは、デフレ脱却という日本の積年の課題と合わせて、先行きの金融政策を考える上でも重要だ。

もう1つは、家計の購買力を考える上で重要な実質賃金という側面だ。名目賃金と物価の相互作用の強まりが実質賃金を増加させるとは限らない。実際、2023年4-6月期の実質雇用者報酬（季節調整値）は、インフレが急加速する前の2022年1-3月期から1.5%減少している。実質賃金の低迷というもう1つの課題の解決には、その背後にある企業行動に目を向ける必要がある。

こうした問題意識のもと、本稿の**2章**では名目賃金と物価の相互作用の度合いが2%の物価安定目標を達成するのに十分な水準まで高まっているかを検討する。**3章**では、実質賃金の増加に向けた日本企業の賃金・価格設定行動における課題を整理する。最後に**4章**では、**2章・3章**で検討した「2%の物価安定目標の達成」と「日本企業の賃金・価格設定行動の変化」という課題に加え、当社の「[第218回日本経済予測](#)」（2023年8月21日）で議論している「労働生産性の上昇」という課題の解決により持続的に実現可能な名目賃金の上昇率を示すことで、経済の好循環が実現した際の賃金の動向を描く。

2. 名目賃金と物価の相互作用の強まりを通じた物価安定目標達成の可能性

急激な物価上昇の背景にある国内企業の行動変化とその賃金設定行動への影響

春闘での賃金交渉に際し、物価動向は重要視される項目の1つだ。2023年春闘で高水準の賃上げが実現した背景に、2022年から進むインフレがあることは間違いないだろう（**図表1左**）。

振り返ると、物価の急騰は2021年以降に発生した大幅なコスト増が契機となった²。円安と資源高が急速に進む中、輸入物価の急激な上昇が企業物価を押し上げた。これだけ見れば典型的な輸入インフレだが、今回はその上昇度合いがあまりにも大きかった。このため、デフレ期と

¹ 消費者物価指数（除く生鮮食品）の対前年度比における政策委員見通しの中央値。

² 詳細は、久後翔太郎（2023）を参照されたい。

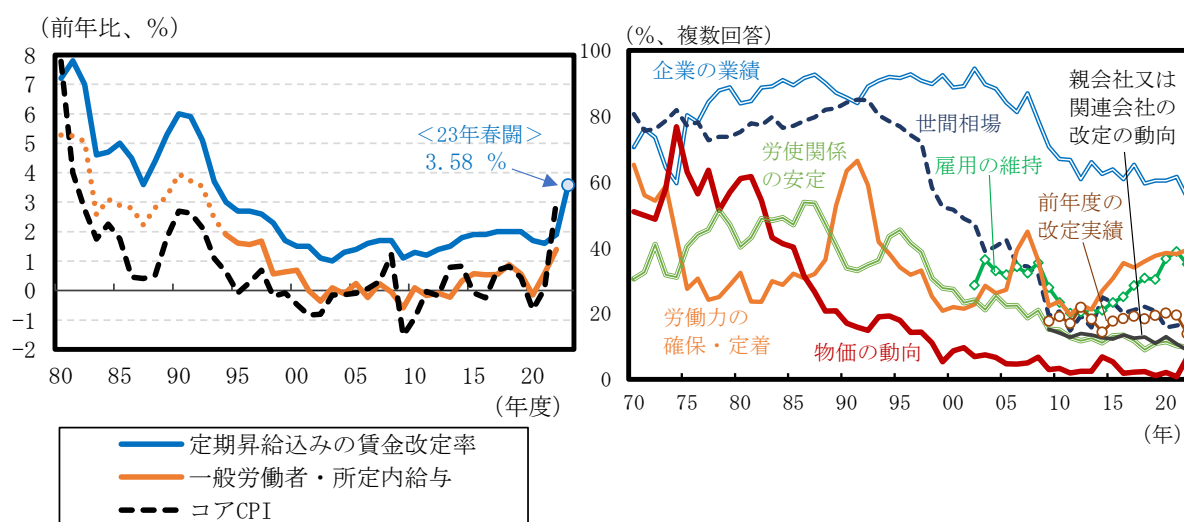
は異なる国内企業の価格設定行動が見られた。

例えば、輸入物価の上昇が小幅であれば販売価格を据え置いていたような企業も、大幅なコスト増によって販売価格の引き上げを余儀なくされた。またデフレ期には、自社だけが販売価格を引き上げた場合、他社との相対価格が上昇することで自社の販売数量が大幅に減少する傾向にあった。しかし2021年以降、多くの企業が販売価格の引き上げに転じたことで、自社の販売価格を引き上げても他社との相対価格は上昇しにくくなった。このことも、企業がコスト増を販売価格に積極的に転嫁する動きを強めた要因といえる。

こうした背景のもとで生じた物価の急騰は、企業の賃金設定行動にも影響を及ぼした可能性が高い。賃上げによるコスト増も販売価格に転嫁しやすいからだ。図表1右で、企業が賃金改定の際に重要視した要素を見ると、2022年には「物価の動向」を重要視した企業の割合は6.8%にすぎないが³、インフレ率が足元と同程度であった1980年代前半には、こうした企業の割合は40~60%程度に達していた。今後、同割合は高まっていく可能性が高い。インフレ率が高まるほど企業が賃金設定に際し物価を重要視する傾向が強まるとすれば、足元で名目賃金が一段と増加しやすい環境が醸成されているとみられる。

また2010年代に入り、「雇用の維持」や「労働力の確保・定着」といった要素を重要視する企業の割合が増加していることも注目に値する。労働需給のひっ迫が賃金に与える影響が強まっていることが示唆される。人口減少が進む日本において労働需給のひっ迫は長期的に続くことが見込まれ、構造的な側面からも賃金上昇圧力が強まっている可能性がある。

図表1：賃金改定率と物価の推移（左）、賃金の改定の決定にあたり最も重視した要素（右）



(注) 右図では、「その他」、「重視した要素はない」、「不詳」の3項目は除いている。親会社又は関連会社の改定の動向は、「親会社又は関連（グループ）会社の改定の動向」を指す。

(出所) 総務省、厚生労働省、日本労働組合総連合会より大和総研作成

³ 厚生労働省によると、2022年調査の実施時期は2022年7月20日から8月10日。

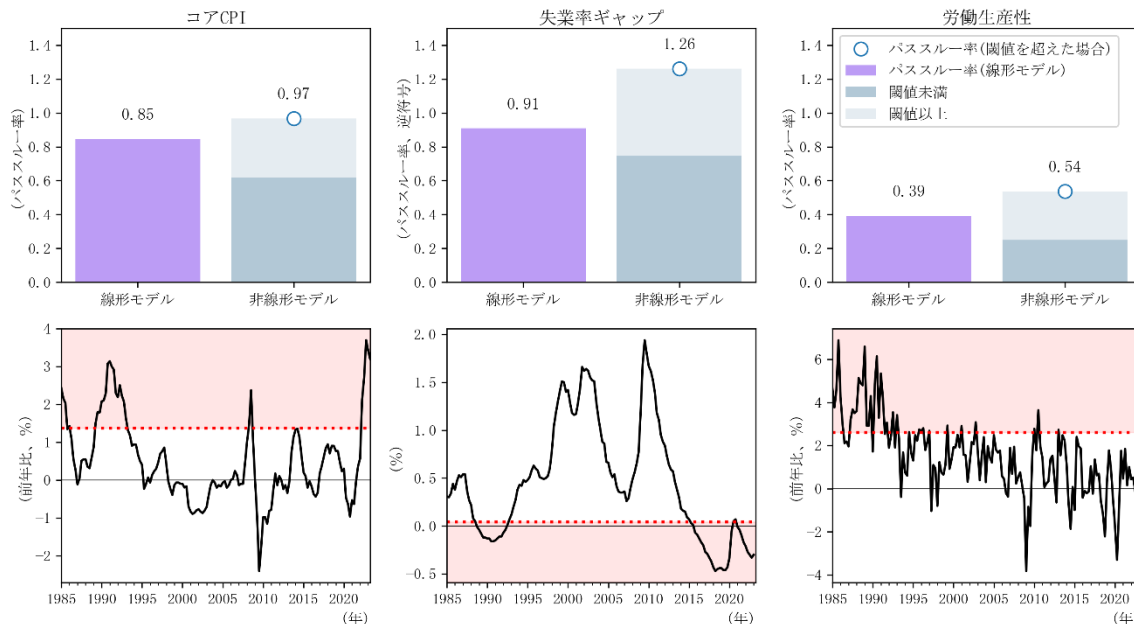
インフレの高進・労働需給のタイト化により 1990 年代前半以来の強い賃金上昇圧力が生じる

以上のような企業の賃金設定行動における変化を勘案し、足元でのインフレの高進や労働需給のひっ迫が名目賃金に与える影響を試算した結果が**図表 2**である⁴。この分析では、説明変数（生鮮食品を除く総合ベースの消費者物価指数（コア CPI）、失業率ギャップ、労働生産性）がある水準（閾値）を上回ると（失業率ギャップの場合は下回ると）、名目賃金への影響度合い（パススルー率）が変化することを想定している。

例えば、失業率ギャップの閾値は 0% 近傍と推計される（**図表 2 下段中図**の点線）。この水準よりも高い（つまり、労働需給が比較的緩和している）場合には、需給が引き締まって、失業率ギャップが 1%pt 低下すると名目賃金を 0.8%pt 弱上昇させる（**同図上段中図**の「閾値未満」）。一方、失業率ギャップが閾値より低い（労働需給がひっ迫している状態）と名目賃金を 1.26%pt 弱上昇させる（**同図上段中図**の「パススルー率（閾値を超えた場合）」）。

注目すべきは、足元でコア CPI 上昇率と失業率ギャップという 2 つの要因が同時に閾値を超えている点である。こうした状況を最後に実現したのは、デフレに突入する前の 1990 年代前半まで遡る。ただし、足元では労働生産性の伸びは低く、1990 年当時と比較すると労働生産性の向上を通じた賃金上昇圧力が弱いことには留意する必要がある。それでも、高インフレ・労働需給のひっ迫という側面からの名目賃金の上昇圧力は相応に強まっているといえよう。

図表 2：非線形性を考慮した名目賃金関数の推計結果



(注 1) 被説明変数の名目賃金はきまって支給する給与を労働時間で除した値。推計期間は 1985 年 1Q から 2022 年 4Q。標準偏差の 0.5～2.0 倍の範囲内で 0.1 刻みのグリッドサーチにより各説明変数の最適な閾値を設定。各変数のラグは 1 期から 4 期までの範囲で AIC により最適な次数を設定。「パススルー率」は、各指標の 1%pt の変化により名目賃金上昇率が何%pt 変化するかを示す値。

(注 2) 下図の点線は各説明変数における閾値。各変数が赤い領域に入るとパススルー率が高くなる。失業率ギャップは閾値の水準よりも低いとパススルー率の絶対値が大きくなる。

(出所) 総務省、内閣府、厚生労働省、労働政策研究・研修機構、日本銀行より大和総研作成

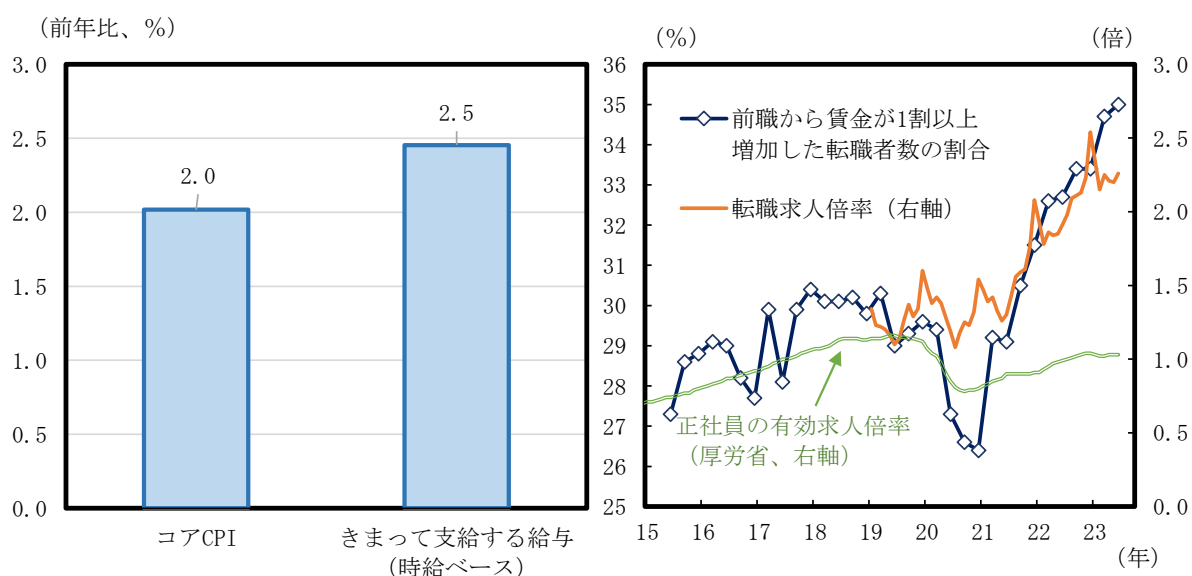
⁴ 閾値の設定や変数のラグの次数の設定方法などは、佐々木・山本・中島(2023)を参考にした。

相互作用の強まりで2%目標達成が視野に入るだけでなく、その後の上振れリスクの警戒も必要

名目賃金と物価の相互作用が強まることはデフレや低インフレ経済を脱却するために必要不可欠である。一方で、その度合いが高まりすぎると両者が発散的に上昇して、経済に大きな混乱をもたらし得る。この現象は、新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）からの経済の回復過程で米国において顕著に見られた。その後、急速な金融引き締めが行われたことは記憶に新しい。

こうしたリスクを検証するため、モデルを使って、現在の名目賃金と物価の相互作用の度合いを前提としたときに、持続可能な名目賃金上昇率とインフレ率の値を示したものが**図表3左**である。試算の結果、名目賃金上昇率は2.5%程度に、コアCPI上昇率は日銀の物価安定目標である2%程度に収束するとの結果を得た。すなわち、名目賃金と物価の相互作用は物価安定目標の達成に向けて強まっていく可能性を示唆している。

図表3：持続的なインフレ率・名目賃金上昇率（左）、転職市場の動向（右）



(注1) 左図は、**前掲図表2**で示した名目賃金の非線形モデルと、別途推計したインフレ率（コアCPI上昇率）の非線形モデルを小型のマクロモデルに取り込み、コアCPI上昇率と名目賃金が長期的に収束する値を掲載。

(注2) インフレ率の非線形モデルは、佐々木・山本・中島（2023）を参考に、名目賃金、為替レート、企業物価を説明変数とした。為替レートは足元の水準で横ばいと仮定。足元の価格設定行動の変化を捉えるため、企業物価（前年比）については、輸入物価（前年比）と2021年後半以降を1とするダミーで回帰し、先行きについては輸入物価の伸びが過去の平均程度と仮定した上で、ダミー変数による押し上げが継続すると想定。

(注3) 右図の左軸は、転職支援サービス『リクルートエージェント』利用者のうち転職により賃金が1割以上増加した転職者数の割合を、2015年4-6月期から示している。右軸の転職求人倍率は、dodaの会員登録者1名に対する中途採用の求人数を2019年1月から示している。正社員の有効求人倍率は季節調整値。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省、日本銀行、株式会社リクルート「転職時の賃金変動状況」、パーソルキャリア (doda)「転職求人倍率レポート」より大和総研作成

こうした分析の結果を反映し、当社の「[第218回日本経済予測](#)」では基調的なインフレ率は高まっていくとみている。もっとも、食料品価格の伸びの鈍化など、こうしたシミュレーションだけでは十分に捉えることのできない要因によって、コアCPI上昇率は2024年度後半以降2%を割る予想となっている。

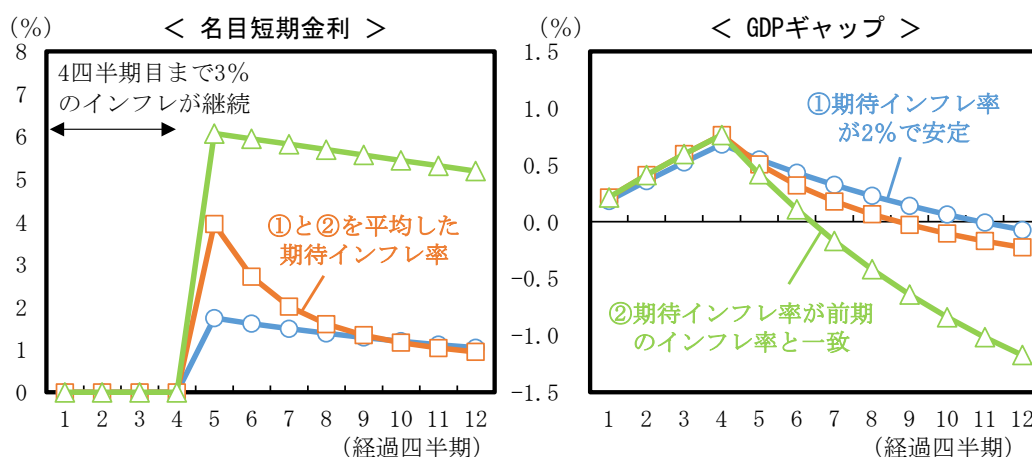
一方、リスクシナリオとして警戒が必要なのはインフレ率の上振れだ。「[第217回日本経済予](#)

[測（改訂版）](#)」（2023年6月8日）で指摘したように、転職市場における労働需給は有効求人倍率などが示すよりもかなりひっ迫している（**図表3右**）。転職市場の活性化は内圧効果と外圧効果という2つの経路を通じて、企業に賃金の増加を迫る⁵。労働力を確保するために企業が転職市場を活用する動きを強めれば、名目賃金の上昇圧力が一段と強まる可能性がある。足元で企業の価格設定行動が積極化していることを踏まえれば、過去と比較しても賃金上昇によるコスト増を価格に転嫁する動きが強まっても不思議ではない。名目賃金と物価が発散的に高まっていくリスクには警戒が必要だ。

賃金上昇圧力が一段と強まれば、日銀の物価安定目標の達成時期は早まるとみられる。ただし、金融政策の引き締めが遅れた場合、悪影響が一段と大きくなるリスクには留意が必要だ。日本のインフレ期待は欧米に比べ、インフレの「実績値」の影響を受けやすい（適合的期待形成の度合いが大きい）。すなわち日本でインフレが加速すると、期待インフレ率の上昇と相まって実質金利が下がりやすく、景気やインフレが過熱しやすい。

適合的期待形成の度合いによる短期金利とGDPギャップへの影響について試算した結果が**図表4**だ。ここではゼロ金利下で4四半期にわたり年率3%のインフレが発生し、5四半期目からはインフレ目標の年率2%に向けて金融引き締めを行うと想定した。適合的期待形成の度合いが大きいほどインフレ率は下がりにくいため、インフレ抑制に必要な利上げ幅やGDPギャップの低下幅は大きくなる⁶。インフレが2%に向け加速した後の上振れリスクには留意が必要だ。

図表4：適合的期待形成の度合いによるインフレ過熱時のリスクシミュレーション



(注) 1期から4期までは外生的にインフレ率を3%、名目短期金利を0%と設定した（いずれも年率）。ニューケインジアン型のマクロモデルを用いて得たシミュレーション結果。

(出所) 総務省、日本銀行統計より大和総研作成

⁵ 古川・城戸・法眼（2023）では、求人市場における募集賃金の上昇が正社員の平均賃金を押し上げる波及経路として、①従業員にとって転職を検討する際の賃金上がり、人材を引き留めるために企業が賃金を引き上げる経路（外圧効果）と、②求人を掲載している企業が募集賃金との整合性を取るために自社の従業員賃金を引き上げる経路（内圧効果）が指摘されている。

⁶ このメカニズムを大まかに説明すると、適合的期待形成の度合いが大きい経済において高インフレが継続する場合、インフレ期待を表すフィリップス曲線の切片が上方にシフトするため、インフレの抑制に必要なGDPギャップの低下幅が大きくなる。

3. 企業の賃金・価格設定行動における課題

前章では名目賃金と物価の相互作用に注目し、その度合いが物価安定目標の達成に向けて高まっていることを指摘した。こうした作用が強まることは、デフレ脱却という日本経済の積年の課題を解決する上で極めて重要である。その半面、相互作用が強まっても、実質賃金が増加するとは限らない。**前掲図表 3 左**の試算において実質賃金の上昇率は0.5% (=2.5%−2.0%)にとどまる。実質賃金上昇率を更に高めて経済を拡大していくには、よりミクロな視点から企業の行動を深掘りする必要がある。そこで本章では、実質面における賃金の課題を企業の賃金・価格設定行動という側面から整理する。

国際比較に見る日本の実質賃金伸び悩みの背景

初めに、国際比較の観点から日本企業の賃金・価格設定行動の課題を探りたい。

実質時給（実質雇用者報酬/総労働時間）は、労働生産性（実質 GDP/総労働時間）、労働分配率（名目雇用者報酬/名目 GDP）及び交易条件（GDP デフレーター/個人消費デフレーター）の積として表すことができる。この関係を利用し、主要先進国における 2010 年代の各項目の伸び率の分布を示したものが**図表 5**である。

このグラフは箱ひげ図と呼ばれ、各項目の中央値（箱の真ん中の縦線）やバラつき（箱の横幅で中央値を含む全体の分布の中心 50%の範囲を表し、四分位範囲と呼ばれる）、そして（外れ値を除く）最大値と最小値が国によってどのように分布しているのかを表している。2010 年代における日本の実質時給の伸び率はイタリアに次いで下から 2 番目であり、主要先進国の中でも実質時給の伸び率が低いことがデータから確認できる。

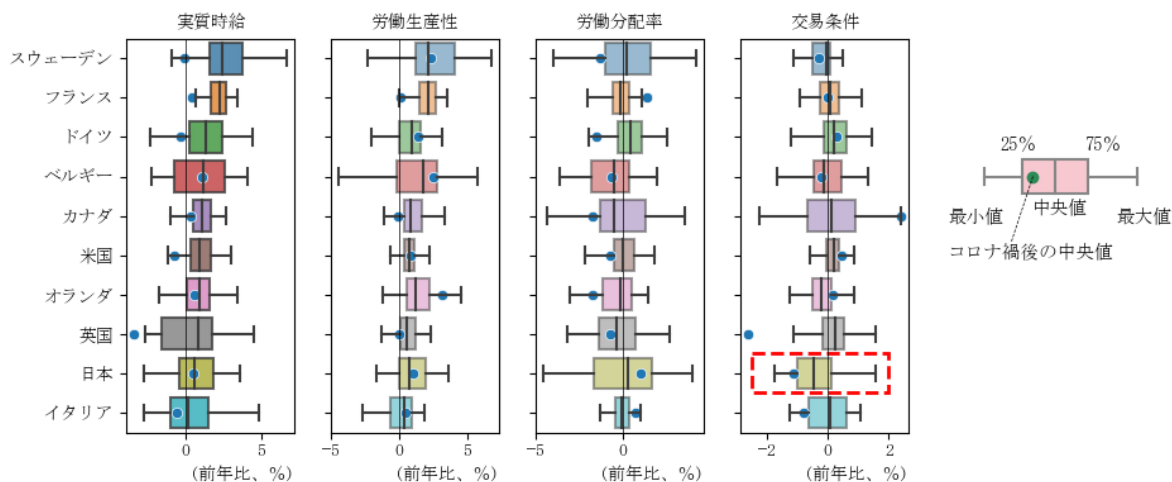
内訳を見ると、日本の労働生産性の伸び率は低いが、他国と比較しても大きく劣るわけではない。もっとも、総労働時間が減少している日本では労働生産性の伸びがコストカットによって実現されている側面が大きい。対照的に、多くの先進国では総労働時間が増加する中、付加価値の増加ペースが総労働時間のそれを上回ることで労働生産性の上昇を実現している。このため、日本の労働生産性の内容は他国と比較して引けをとることに留意が必要だ。

次に労働分配率を見ると、日本の中央値はプラス圏にあり、他国と比較して相対的に伸び率は高い。労働分配率のすう勢的な低下は多くの先進国で見られた現象である。背景には、一部の IT 企業など、労働分配率の低いトップ企業が大きな付加価値を生み出すことで市場のシェアを高め、経済全体の労働分配率が低下する効果（いわゆる、スーパースター仮説）などが指摘されている。日本で労働分配率の低下が見られなかった背景には、こうしたスーパースターと呼ばれるような企業が他国と比較して少なかったことが影響している可能性はある。

一方、**図表 5**から分かる日本の課題は、交易条件（GDP デフレーター/個人消費デフレーター）にある。世界と比べて日本の中央値が低いことはもちろん、四分位範囲の大層がマイナス圏に位置しており、交易条件のすう勢的な低下が実質賃金を下押ししていた様子が見て取れる。こうした状況は、コロナ禍後においても変わっておらず、英国に次いで低い伸び率となっている。

そこで以下では、交易条件に焦点を当て、その低迷の要因を探る。

図表 5：実質時給の要因分解とその国際比較



(注 1) 実質時給=実質雇用者報酬/総労働時間、労働生産性=実質 GDP/総労働時間、労働分配率=名目雇用者報酬/名目 GDP、交易条件=GDP デフレーター/個人消費デフレーター。

(注 2) 実質時給とその内訳項目は、2010 年代の前年比の分布を示したものの。「コロナ禍後の中央値」は 2020 年 Q1 から 2022 年 Q4 までのデータの中央値を掲載。

(出所) 総務省、内閣府、BEA、各国統計、Eurostat、Haver Analytics より大和総研作成

欧米とは異なる日本企業の賃金・価格設定行動が GDP デフレーター伸び悩みの背景

交易条件の分子である GDP デフレーターに注目し、日米欧の賃金・価格設定行動の特徴を見出す。2021 年以降の GDP デフレーターの変動を、「単位労働コスト(名目雇用者報酬/実質 GDP)」、「単位利潤(営業余剰・混合所得/実質 GDP)」、「その他(名目雇用者報酬・営業余剰・混合所得を除く分配面の名目 GDP/実質 GDP)」に要因分解したものが図表 6 である⁷。

米国では、「単位労働コスト」や「その他」が GDP デフレーターを大きく押し上げていることが特徴として挙げられる。米国は、コロナ禍からの経済の回復局面において、労働需給が極めてひっ迫した状況に陥った。こうした中で企業は労働力を確保するため、積極的に賃金を引き上げた。この結果、実質 GDP の増加率よりも名目雇用者報酬の伸び率が大幅に高まって単位労働コストが増加し、GDP デフレーターが押し上げられた。もっとも、名目賃金の大幅な増加はコスト増として企業の利潤を圧迫したため、「単位利潤」による GDP デフレーターの押し上げは小幅にとどまった。

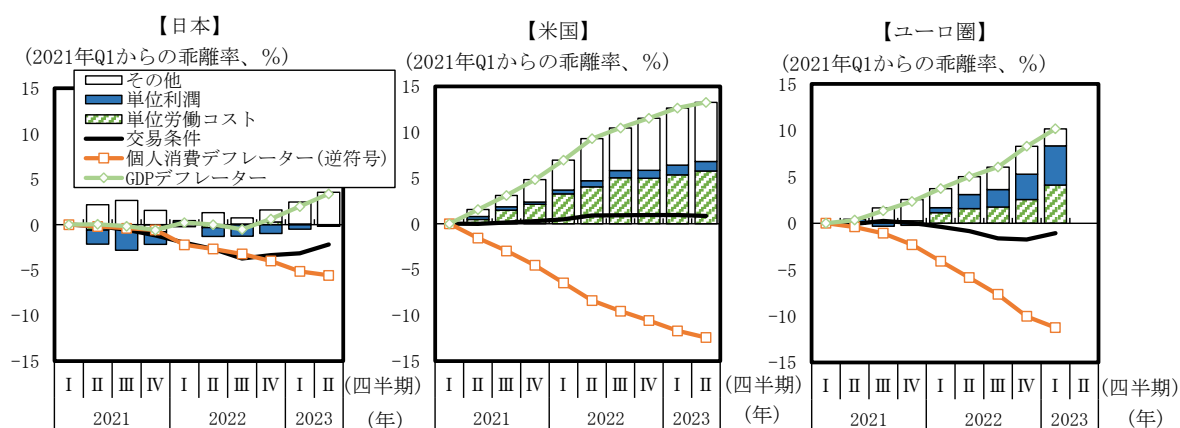
ユーロ圏でも、賃上げが進んだことで米国と同様に単位労働コストが上昇した。ただし、米国と比較すると労働需給のひっ迫度合いは深刻でなかったこともあり、押し上げ幅は小さい。ユーロ圏の特徴としては単位利潤の寄与度も大きいことが挙げられる。経済活動の回復に伴い需要が増加する中、供給の回復が抑制されたため、マクロ経済の需給は著しくひっ迫した。こうした状況の中、企業が価格交渉力を強めたことで、投入コストの増加率以上に積極的に販売価格を引き上げる動きが広まった。結果として、ユーロ圏におけるインフレは、企業の利潤拡大行動

⁷ 日本銀行 (2023) においてもこうした要因分解に基づく分析が行われている。

がインフレの持続性を高める「グリードフレーション」(greedflation)の色合いが濃くなった。

米国やユーロ圏とは異なり、日本では単位労働コストも単位利潤も押し上げ幅が小さい。結果として、GDP デフレーターの上昇幅は小さくなっている。輸入物価高を主因とした投入コストの増加分を価格に転嫁する動きは強まっているものの、欧米と比べてマクロ経済の需給がそれほどひっ迫していないこともあり、GDP デフレーターを押し上げるには依然として十分ではない。

図表 6 : 日米欧の GDP デフレーター・交易条件の要因分解



(注) 2022 年度以降の日本のデータのうち取得不可能なものについては、大和総研の試算値を用いて延伸。
(出所) 内閣府、BEA、Eurostat、Haver Analytics より大和総研作成

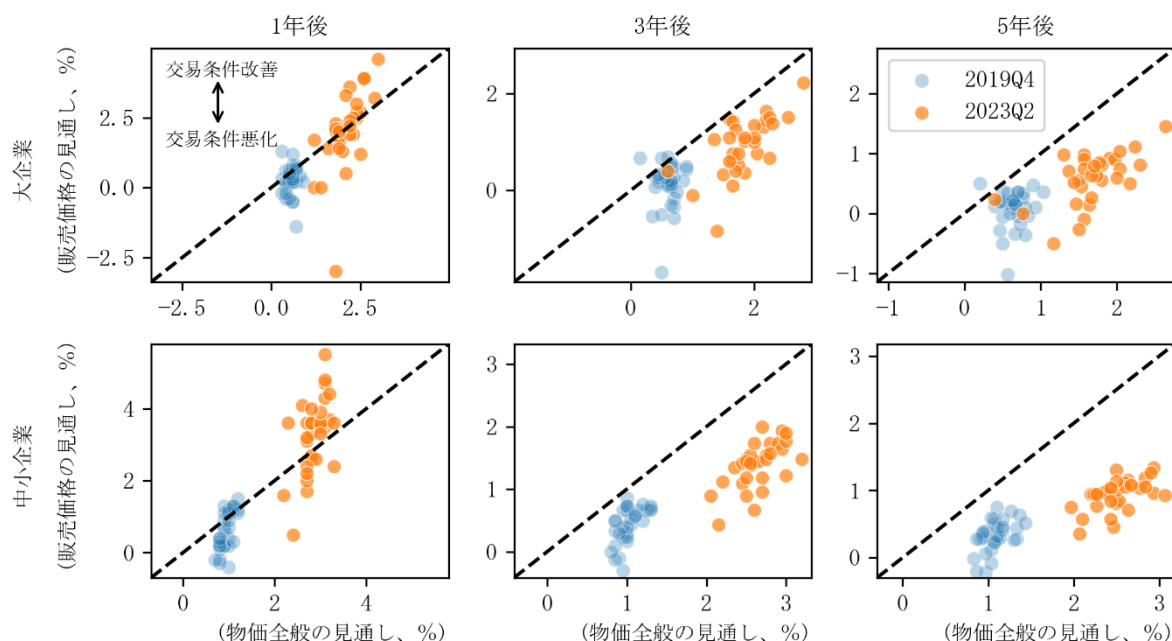
先行きの GDP デフレーターは賃金設定行動の積極化を主因に上昇余地、ただし持続性に課題も

先行きの日本の GDP デフレーターを単位労働コストと単位利潤の 2 つの側面から検討する。

単位労働コストに注目すると、2023 年春闘での大幅な賃上げによって、先行きの名目雇用者報酬が押し上げられるだろう。その後も名目賃金と物価の相互作用が強い状態が維持され、賃上げが進むことで、単位労働コストが GDP デフレーターを押し上げるとみている。

単位利潤についても、短期的には企業の価格設定行動の積極化の結果、GDP デフレーターを押し上げる可能性がある。図表 7 は日銀短観における業種ごとの販売価格見通しと物価全般の見通しを、見通し期間ごとに大企業と中小企業に分けて示したものである。1 年後については多くの企業で物価見通しよりも販売価格を引き上げるとされる。販売価格の引き上げによって、人件費の増加による収益の減少を補うことができれば、単位利潤が GDP デフレーターを上昇させ得る。もっとも、積極的な販売価格の引き上げが見られるのは、1 年後のみであり、3 年後と 5 年後については、物価全般の見通しと比較して販売価格の見通しの上昇率が低いことには留意が必要だ。ただし、適合的期待形成の度合いが大きいためという日本経済の特徴を考慮すれば、販売価格の積極的な引き上げが一定期間持続することで、先行きの販売価格見通しが上昇する可能性はある。

図表 7：日銀短観における販売価格と物価全般の見通し



(注) 日銀短観では販売価格見通しについては現在の水準からの変化率を、物価全般の見通しについては前年比を調査しているため、両者を単純に比較することはできない。簡便的に両者を比較するため、3年後、5年後の販売価格見通しについては、公表値から算出した幾何平均値を用いている。また、物価全般の見通しについては、3年後は「1年後と3年後の平均値」、5年後は「1年後、3年後、5年後の平均値」を掲載している。(出所) 日本銀行より大和総研作成

交易条件の改善に向けて求められる輸出入構造の転換

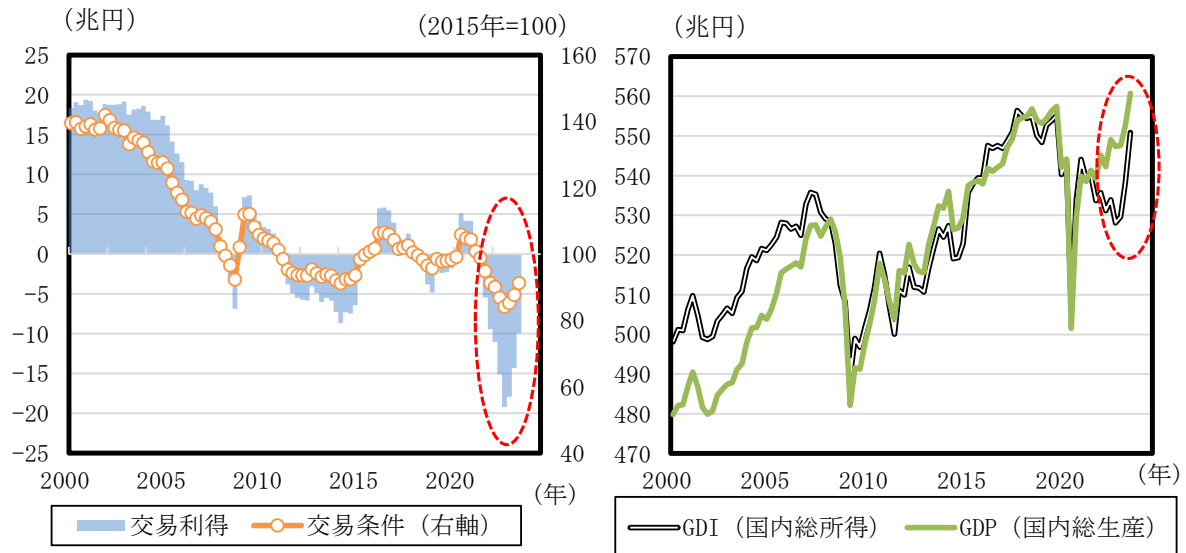
以上では、交易条件の分子にあたる GDP デフレーターに着目し、コロナ禍以降の日本企業の価格設定行動の特徴を整理した。先に定義した交易条件は GDP デフレーターを個人消費デフレーターで除した値だが、個人消費が内需の大層を占めることを考慮すると、交易条件は輸出入物価の影響を強く受ける。交易条件を輸出デフレーターと輸入デフレターの比率という側面から捉えると、とりわけ重要となるのは貿易取引を行う企業の価格設定行動だ。そこで、輸出企業を中心とした価格設定行動と合わせて、日本の貿易構造という側面から、交易条件の改善に向けた課題を整理する。

交易条件を輸出入デフレターの比率と捉えれば、貿易の採算性とみなすことができる。輸出デフレーターが上昇すれば、1単位の財・サービスをより高く他国に輸出（販売）できるため、一国全体に配分される所得が増加する（所得が海外から流入する）。反対に輸入デフレーターが上昇すれば、他国から高い値段で財・サービスを輸入（購入）する必要があるため、一国全体に配分される所得が減少する（所得が海外に流出する）。

こうして交易条件は一国全体の所得と密接に関係する。以上を念頭に、交易条件の悪化を通じて国内から海外に流出した所得を表す「交易損失」（海外から流入した所得は交易利得）の動きを見ると、2021年後半以降急速に拡大している（図表 8 左）。この経済全体への影響は、実質 GDP に交易損失を足すことで国内での総所得を捉える実質 GDI（国内総所得）に顕著に表れている（図表 8 右）。国内で生み出された付加価値の総和である実質 GDP はコロナ禍直後の急激な落ち

込みののち、振れを伴いながらも増加基調を辿っている。対照的に、実質 GDI は 2020 年終盤から 2022 年中頃まで減少基調にあった。すなわち、国内で生み出された付加価値は増加していたものの、海外に流出する所得の方が増加したことで、経済全体の所得が減少してしまう状況が続いた。この所得の流出が、コロナ禍以降の実質賃金の低迷の背景の 1 つだ。

図表 8：交易条件と交易利得・損失（左）、実質 GDI と実質 GDP の推移（右）



(注) 交易条件=輸出デフレーター/輸入デフレーター
(出所) 内閣府より大和総研作成

コロナ禍以降の輸入デフレーターの動向を振り返ると、資源高の高進に加え、円安によって大幅に上昇した。資源の輸入依存度が高い日本において資源価格の高騰は輸入デフレーターを大幅に押し上げる要因となる。また、ドルやユーロとは異なり、円は契約通貨として用いられることが少ない。このため、契約通貨建ての価格が一定であっても、円安が生じれば、円建て価格が上昇する。米国やユーロ圏とこのような構造的な違いも、通貨安局面において日本で交易条件が悪化しやすい背景にある。

もともと、輸入デフレーターは交易条件を悪化させる場合だけでなく、改善させる場合にも同様に働く。2023年4-6月には輸入デフレーターの低下を主因に急激に交易損失は減少している。急激な資源高や円安が再度発生しない限りは、輸入デフレーターの低下による交易条件の改善が見込まれる。

資源高と円安が同時に進行する局面では、輸入デフレーターの急激な上昇は経済の構造上避けられない。一方で、輸出デフレーターは、国内輸出企業が海外企業に販売する財・サービスの価格を集計したものであることを踏まえれば、円安局面での交易条件の悪化は輸出企業の価格設定行動が十分に積極的ではなかった結果であると解釈することもできる。輸出企業が販売価格を十分に引き上げることができなかった背景には、日本の輸出企業が抱える構造的な課題が

ある⁸。日本の輸出製品は世界シェアが低く、激しい価格競争にさらされているものが多いため、販売価格の引き上げはシェアの低下に繋がりがやすい。

こうした輸出構造を転換するには、経済安全保障や脱炭素化の加速といった世界的な潮流を捉え輸出財・サービスの非価格競争力を高めることや、輸出製品の差別化・高付加価値化を図ることが求められる。輸出企業が販売価格を引き上げてもシェアを失いにくいような競争環境を構築することは輸出デフレーターを改善させるので、交易条件の悪化による所得流出を抑制する観点からも重要となる。分配面から捉えれば、輸出企業による販売価格の引き上げで、企業収益が増加すれば単位利潤が、賃金上昇が進めば単位労働コストが GDP デフレーターを押し上げて通じて交易条件を改善させることが期待される。

4. 名目賃金の潜在的な上昇余地は？

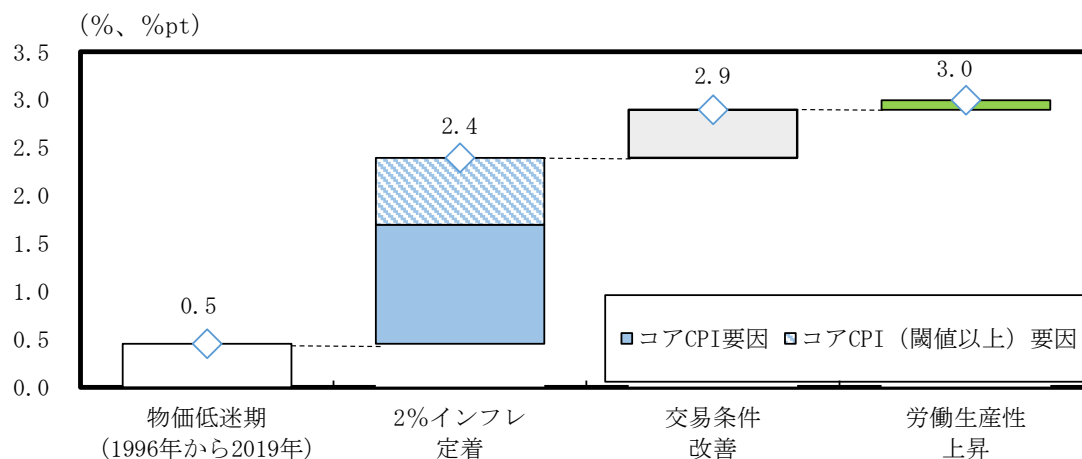
以上を踏まえ、最後に、名目賃金の潜在的な上昇率を示したい。**2章**で取り上げた名目賃金と物価の相互作用の強まりによる2%インフレの定着、**3章**で指摘した交易条件の改善、さらに「[第218回日本経済予測](#)」で論じている労働生産性の上昇に向けた課題の解決、という3つの要因がそれぞれ名目賃金上昇率に与える影響を試算したものが、**図表9**である。

仮にインフレ率が日銀の物価安定目標の2%で定着すると、名目賃金の上昇率は物価低迷期と比較して2%pt程度高まる可能性がある。これまではインフレ率が伸び悩んでおり、多くの期間でインフレ率は閾値を下回っていた（**前掲図表2**）。こうした状況が解消されることで、インフレ率が安定的に閾値を上回り、名目賃金に対して過去と比較して強い上昇圧力を生むとみている。また、「交易条件の改善」や「労働生産性の上昇」によって、実質的な側面からも賃金の上昇余地はあるとみている。以上を踏まえると、物価低迷期には0.5%程度であった名目賃金上昇率は潜在的には3%程度まで高まる余地があるだろう。

2%のインフレ率が定着すれば、日銀は利上げを進めることになるだろう。もっとも、労働生産性の上昇を通じて潜在成長率が高まっているなら、自然利子率も高まっていると考えられる。金融政策の効果を考える上で重要な実質金利ギャップ（＝実質金利－自然利子率）は利上げを進めたとしても大きく上昇はせず、経済を下押しする圧力は発生しにくい。経済への過度な負担を生じさせることなく、低インフレのみならず低金利環境も脱することができるだろう。企業の積極的な賃金・価格設定行動が持続し、「[第218回日本経済予測](#)」で取り上げた生産性向上策を講じることができれば、低インフレ・低金利という日本特有の課題の解決が視野に入る。

⁸ 詳細は、岸川和馬（2022）を参照。

図表9：各課題の解決により実現可能な名目賃金上昇率



(注1) 名目賃金はきまって支給する給与を労働時間で除した値。

(注2) 交易条件は日本が主要先進国並みの交易条件の上昇を達成した場合の影響を試算。労働生産性については、労働移動の円滑化や職務給の普及等が進むことで労働生産性が年率+0.40%pt上昇する場合の影響。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、Haver Analytics より大和総研作成

【参考文献】

岸川和馬 (2022) 「[日本の輸出構造が生んだ交易条件悪化の必然](#)」、大和総研コラム、2022年4月11日。

久後翔太郎 (2023) 「[『需給要因分解』と『流通過程別の動向』に見るインフレの特徴と金融政策への示唆](#)」、大和総研レポート、2023年6月16日

佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智 (2023) 「[消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ](#)」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-5、2023年5月22日

日本銀行 (2023) 「[経済・物価情勢の展望 \(2023年7月\)](#)」、2023年7月31日

古川角歩・城戸陽介・法眼吉彦 (2023) 「[求人広告情報を用いた正社員労働市場の分析](#)」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-2、2023年3月15日