

世界の中の日本

インフレの「国産化」の先に待つ「賃金・物価の好循環」

January 2024

世界の中の日本

インフレの「国産化」の先に待つ「賃金・物価の好循環」

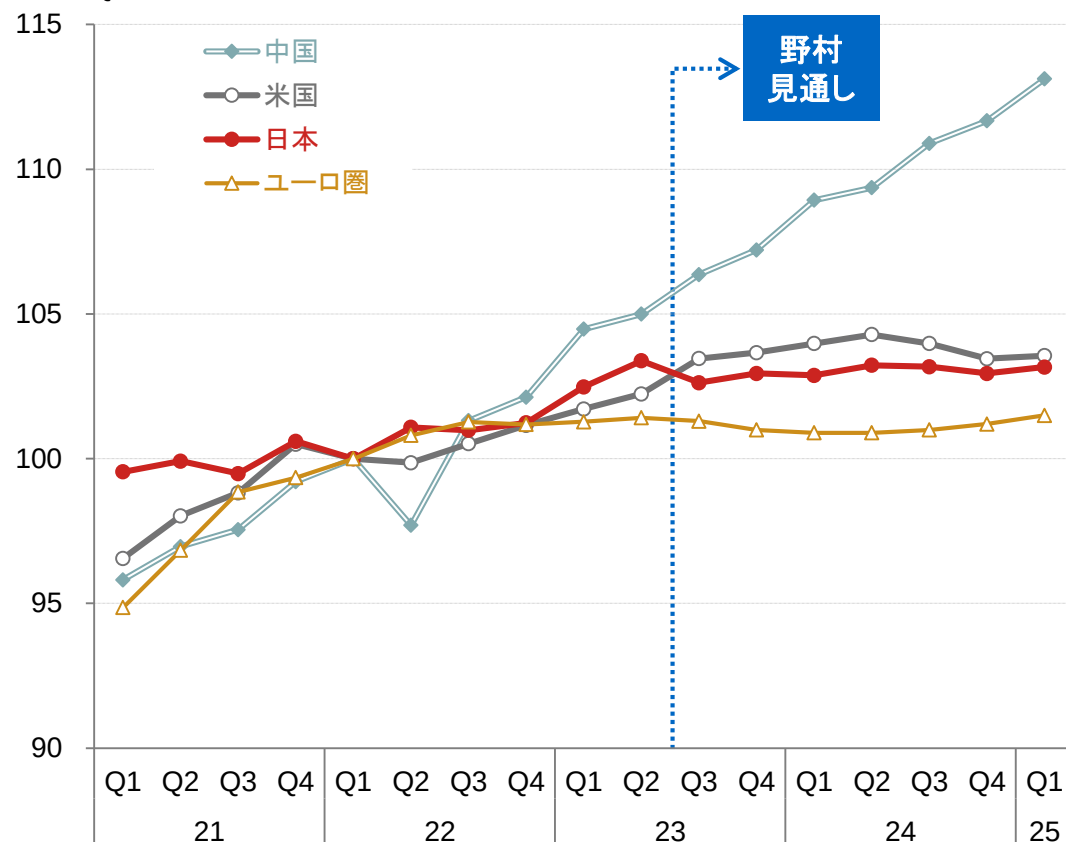
経済活動はリオープンから定常状態へ	1
日本・米国のインフレの違い(1):牽引役	2
日本・米国のインフレの違い(2):持続性	3
日本のインフレは粘着性を増すも、2%に届かず	4
高まり始めた賃金増加ペース	5
形骸化したYCC(長短金利操作)	6
拡大した政策金利差	7
米国の金融政策は“pivot”(政策転換)へ	8
日銀が重視する「賃金と物価の好循環」	9
「足し算型」の増益の萌芽	10
日本で鳴り響く「5つの目覚まし時計」	11
動き始める労働力	12
潜在成長率を押し上げるために	13
略歴	14

本資料は野村證券の著作物です。
巻末に記載されている野村證券からのお知らせをお読み下さい。

経済活動はリオープンから定常状態へ

主要国・地域の実質GDPの見通し

(2022年Q1 = 100)



昨年2023年は、日・米・欧の主要先進国・地域は、コロナ禍を経たりオープン（経済活動の再開）から、定常状態への移行局面を迎えた。

米国、ユーロ圏では、2023年半ば頃（米国では7月、ユーロ圏では9月）まで、中央銀行による大幅な利上げが続いたが、景気（実質GDP）の反応は対照的であった。すなわち米国では利上げの下でも景気は底堅く推移した。一方、ユーロ圏では、2023年後半には景気が後退局面に移行したとみられる。

日本では、日本銀行（以下、日銀）がマイナス付利を維持するなど、金融緩和策が粘り強く続けられた。こうした中、米国と比べても遜色ないペースでの景気回復が見られた。

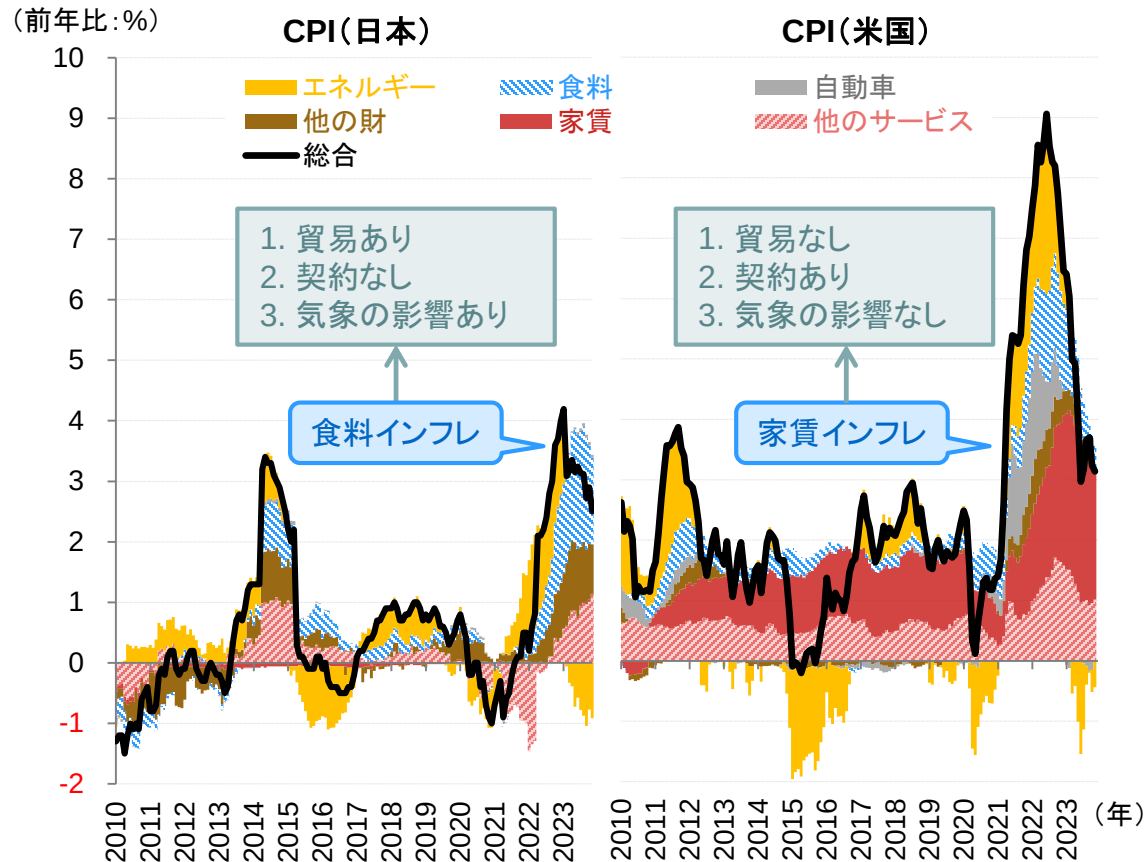
こうした中、2024年が(1)「賃金・物価の好循環」のさらなる進展、さらには(2)「失われた30年」からの日本経済の覚醒をより高い確度で展望できる年になることを期待したい。

注：2022年1～3月期を100とする指数

出所：各国公式統計より野村作成

日本・米国のインフレの違い(1): 牽引役

CPI(消費者物価指数)の牽引役は何?



インフレの牽引役に基づく、日本のインフレは「食料インフレ」、米国のインフレは「家賃インフレ」と呼べる。

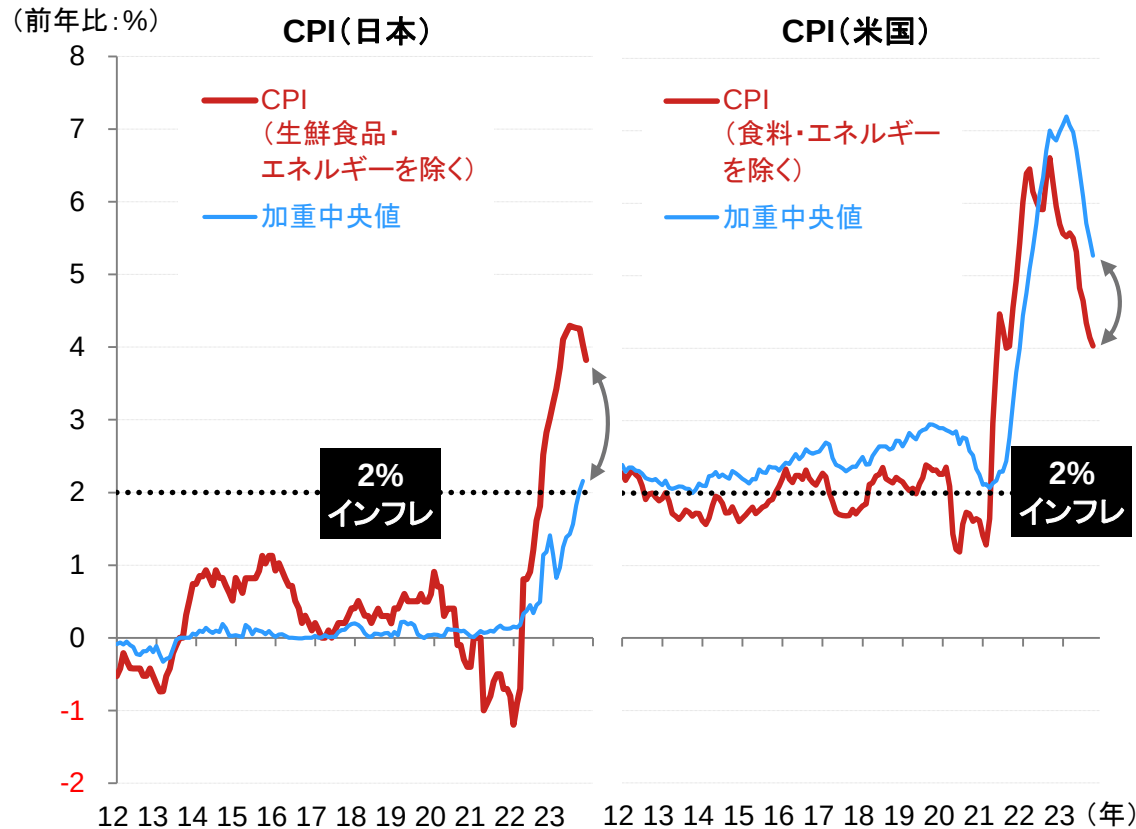
インフレの観点から食料と家賃の差異を挙げると、(i)直接的に貿易の対象となるか、(ii)契約があるか、(iii)気象の影響を受けやすいか、の3点になる。

このうち特に注目したいのは(i)直接的に貿易の対象となるかである。米国のインフレの主役である家賃は、直接的に貿易の対象にならない非貿易品目(non-tradable)である。この場合、インフレが起きている場所とインフレの原因がある場所は同一(いずれも米国経済)との判断をしやすい。

かたや日本のインフレの牽引役である食料は、活発に貿易されており(tradable)、特に輸入が多い。輸入が多い品目がインフレの牽引役であるとき、日本でインフレが起きているても、日本にインフレの原因があるとは必ずしも言えない。

日本・米国のインフレの違い(2): 持続性

CPIのスピードと持続性



インフレを見る際、「スピード」と「持続性」の確認を怠れない。スピードを評価する指標として、日本についてはコアコアCPI(生鮮食品・エネルギーを除く)、米国についてはコアCPI(食料・エネルギーを除く)を見ると、米国を後追いする形で、日本でも低下がみられる。

一方、インフレの持続性を評価する指標として、加重中央値(左図注を参照)を見ると、米国は明確に下向き、日本は上向きとなっている。

2024年の金融政策を展望するうえで、日米間に見るインフレの持続性の違いは重要だ。すなわち、米国では、インフレが持続性を下げつつある中、利下げが視野に入る。一方、日本では、インフレが持続性を高めつつある中、マイナス付利とYCC(長短金利操作)の撤廃が視野に入る。

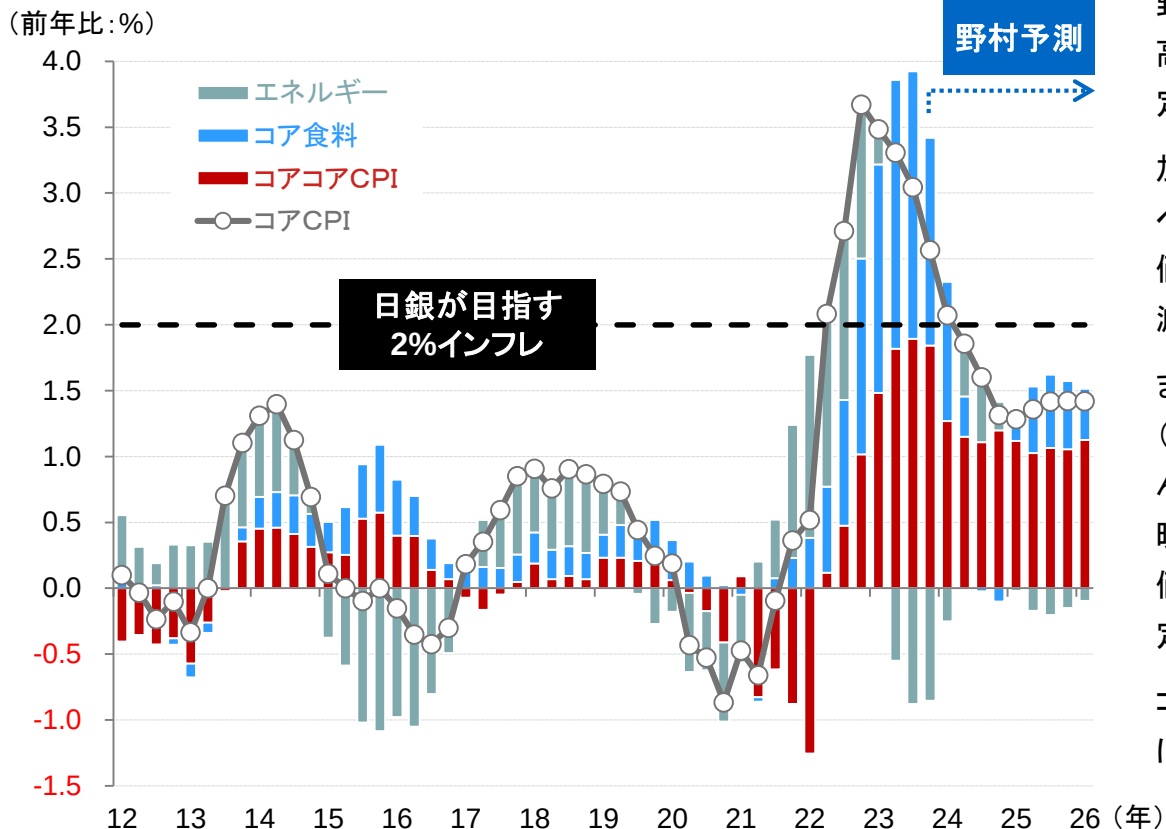
米国では24年6月に利下げ、日本では24年4月にマイナス付利およびYCCの撤廃が見込まれる。

注:「加重中央値」は、CPI構成品目の価格変化率の分布において、両端から47.5%(米国は49.5%)ずつ控除し、残った品目の加重平均価格指数の変化率を表す

出所:総務省、日本銀行、米国労働省、クリーブランド連銀より野村作成

日本のインフレは粘着性を増すも、2%に届かず

コアCPI(生鮮食品を除く)の実績と予測



野村では、ドル円レートは25年末にかけて低下(ドル安、円高)、原油価格もじりじりと下がると想定している。これらの想定はCPIインフレ率を抑える方向に働く。

加えて、各種の値上げ報道に基づく、食料品価格の上昇ペースは徐々に下がると予想される。これを踏まえると、食料価格によるインフレ押し上げ効果は24年半ごろには、ほぼ消滅すると見込まれる。

また、野村では、24年、25年の春闘において いずれも3.9% (定期昇給を含む)と、23年(3.6%)を上回る賃上げ率を見込んでいる。こうした環境において、より基調的な物価変動を反映するコアコアCPI(酒類以外の食料・エネルギーを除く)で評価したインフレ率は24年半ば以降、前年比+1%台後半で安定するとみる。

コアCPIインフレ率が下がる中でも、インフレの粘着性は徐々に高まるだろう。

注: コアCPIは生鮮食品を除く。コアコアCPIはエネルギーとコア食料(生鮮食品およびアルコールを除く食料)を除く。

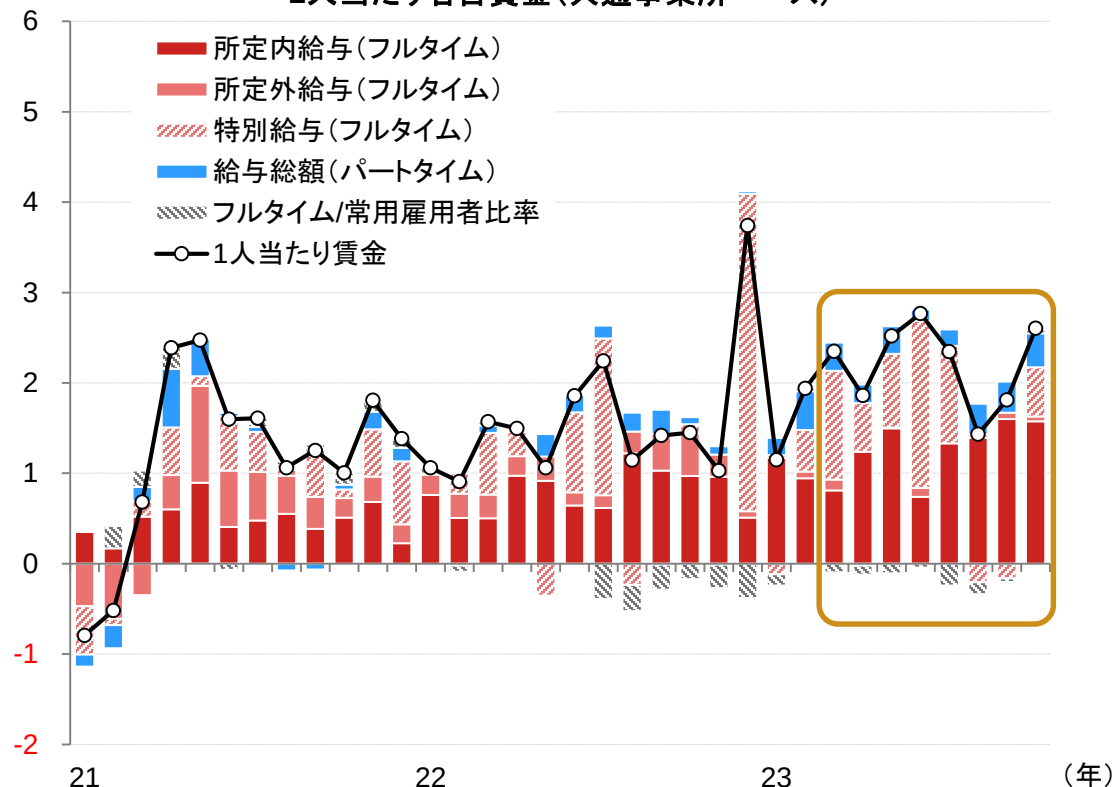
出所: 実績は総務省、予測は野村

高まり始めた賃金増加ペース

名目賃金の伸び率は上昇

(前年比: %)

1人当たり名目賃金(共通事業所ベース)



23年の日本経済で大きく風景が変わったのが賃金であろう。

同年の春闘賃上げ率(定昇込み)は3.58%と約30年ぶりの高さに達した。定昇を除いたベースアップも2.12%と高まったことから、23年に入って、所定内給与(主に基本給からなる)が1人当たり名目賃金の伸びに対して、より強く貢献する姿が見られるようになった。

ただし、23年に見られた賃金の伸び率がCPIの上昇ペースに届くことはなかった。その結果、購買力を表す1人当たりの実質賃金は前年比-2%程度と、大きく前年水準を下回った。

それでも物価と賃金(名目賃金)が両建てで上がり始めたという事実は、23年の日本経済で見られた大きな変化である。

注: 1. 「共通事業所ベース」は、当該年、および比較対象である前年の調査対象に共通して含まれる事業所のみを対象とする

2. 「所定内給与」は決まって支給する給与のうち所定外給与を除いたもので基本給、家族手当などが含まれる

3. 「所定外給与」には時間外手当、休日出勤手当などが含まれる

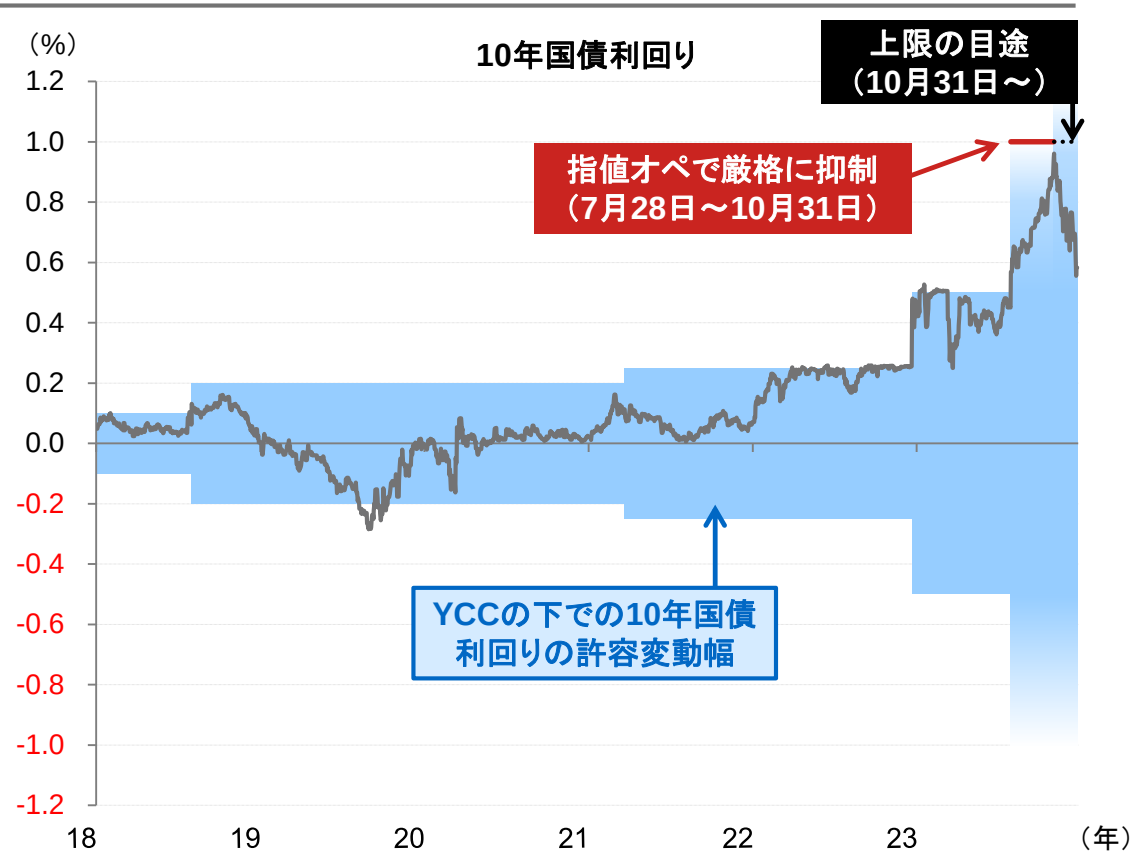
4. 「特別給与」には夏冬の賞与、ベースアップの差額追給分などが含まれる

5. 「フルタイム/常用雇用者比率」は常用雇用者(フルタイムとパートタイムの和)に占めるフルタイムの割合を指す

出所: 厚生労働省『毎月勤労統計』より野村作成

形骸化したYCC(長短金利操作)

形骸化が進んだYCC



23年4月、日銀は黒田総裁(当時)に代わって、植田総裁を迎えた。総裁交代が政策変更につながるのか、市場の関心も強かったが、ふたを開けてみれば、賃金・物価の好循環が十分な定着には至らない中、23年の日銀は緩和策を粘り強く続けることになった。同時に、このことは、緩和策の効果と副作用のバランスをとることも、植田日銀に強いることになった。

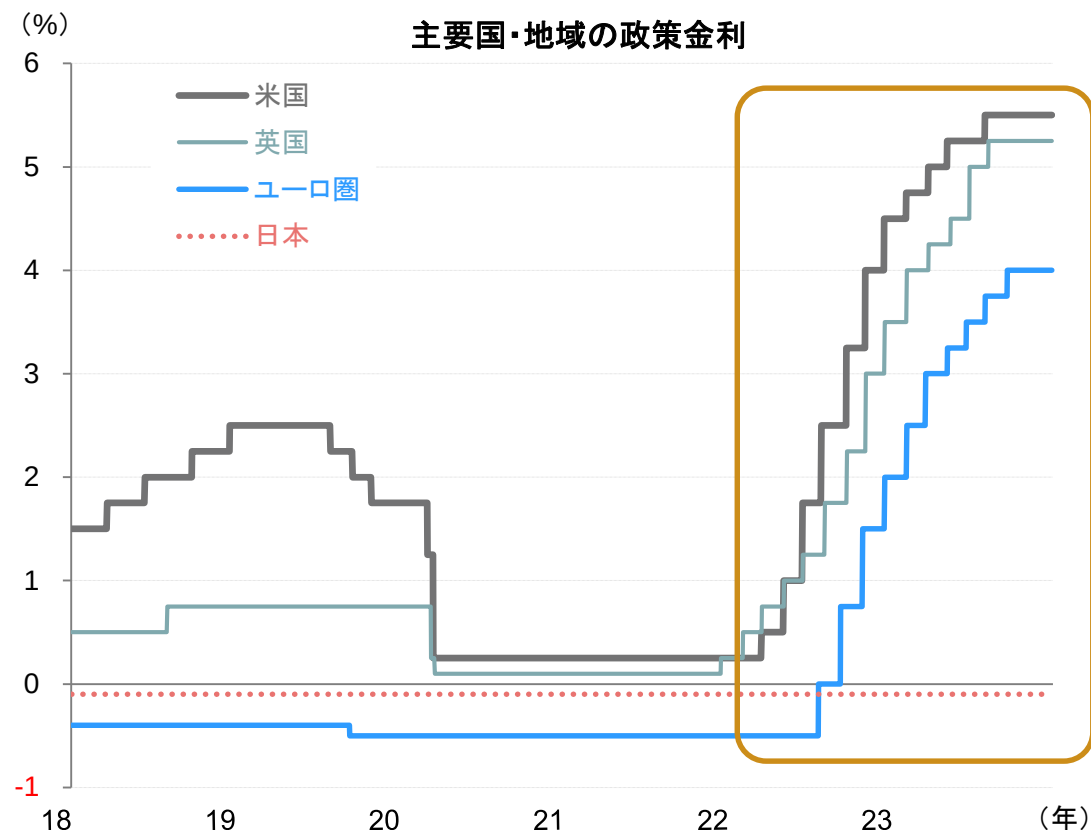
このような環境下、23年に様変わりしたのがYCCだ。まず7月28日、日銀はYCCの下での10年国債利回りの変動幅である「 $\pm 0.5\%$ 程度」を「目途」へと柔軟化し、指値オペで厳格に抑制する同利回りの水準(厳格な上限)を、それまでの0.5%から1.0%に大きく引き上げた。10月31日には、厳格な上限とされていた1.0%の利回り水準までもが「目途」へと変わり、一段と柔軟化が進んだ。ここに至って、YCCは形骸化したとの評価が市場で浸透した。

注: 「10年国債利回り」の許容変動幅のうち、2023年7月28日以降のグラデーション(色の濃淡)の度合いは特定の金利水準に対応して示したものではない

出所: ブルームバーグより野村作成

拡大した政策金利差

マイナス金利が据え置かれた日本



形骸化が進んだYCCとは異なり、マイナス付利(日銀当座預金の4-5%ほどを占める政策金利残高に適用される付利:現在-0.1%)は23年も一貫して据え置かれた。

一方、FRB(米国連邦準備制度理事会)、ECB(欧州中央銀行)など米国、欧州の主要な中央銀行は23年半ばごろ(米国と英国は7月、ユーロ圏は9月)まで利上げを続けた。その結果、日本とこれら国・地域との金利差は大幅に広がった。

こうした環境下、日銀に対する市場の関心はマイナス付利の撤廃時期に向けられている。しかし、マイナス付利の撤廃が金融政策においてどのような意味を持つのか、日銀内においてさえ必ずしもコンセンサスが形成されているようには見えない。

マイナス付利撤廃の適否を巡っては、賃金・物価の好循環という最も根本的な判断軸があるわけだが、その一方で、マイナス付利撤廃それ自体が持つ政策上の位置づけに関わる不透明さは残存している。

注: 1. 米国はFF金利の誘導レンジの上限

2. 日本は2016年2月15日までは無担保コールオーバーナイトレート、2016年2月16日以降は日銀当座預金の一部である政策金利残高の付利を図示(ただし2013年4月~2016年1月までは政策金利は存在せず、日銀当座預金残高という量的指標のみで金融政策が行われていた)

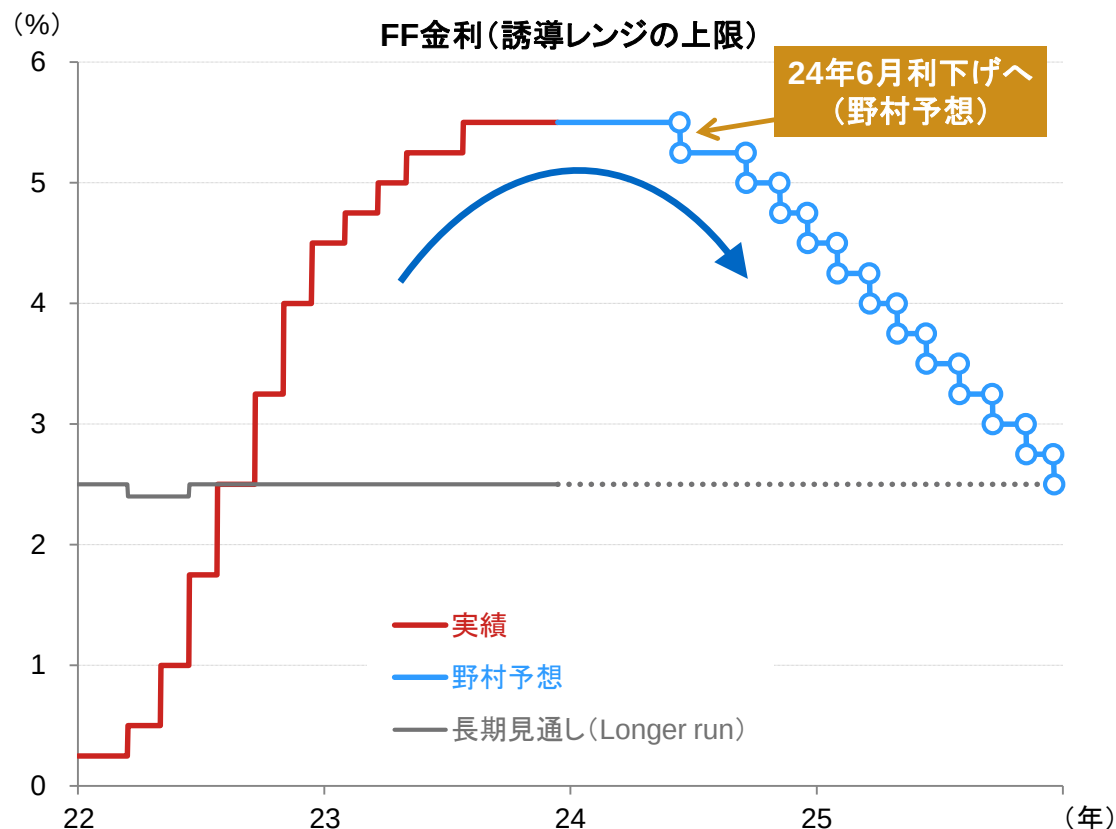
3. ユーロ圏は預金ファシリティ金利

4. 英国はバンクレート

出所: ブルームバーグより野村作成

米国の金融政策は“pivot”（政策転換）へ

米国は2024年6月に利下げへ



為替を通じて日本の物価にも影響しうるのが米国の金融政策である。

野村では、FRBは2024年6月に政策金利であるFF金利を引き下げ始めるとみている。25年末のFF金利は、FRBの長期見通し(longer run)である2.5%(23年12月時点の中央値)と同水準まで下がるかとみている。その結果、2024年以降、ドル円は低下(ドル安、円高)する公算が大きい。

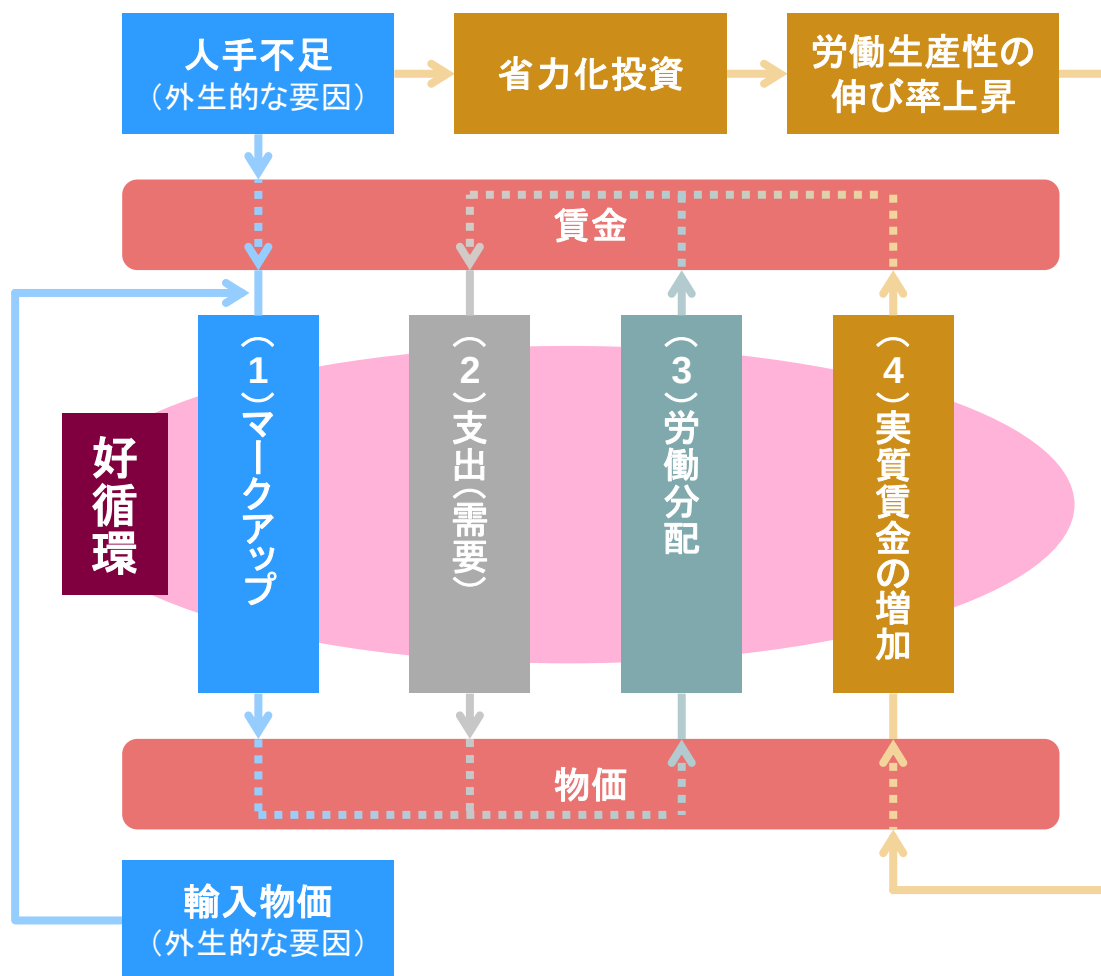
一般的に、ドル円の低下は日本のインフレ率に下向きの力を与える。そのため、FRBが利下げを始めてドル円が下がると、日銀は緩和策から脱却しにくくなる(＝マイナス付利を撤廃しにくくなる)との声も聞かれる。

しかし、日銀が目指すように「賃金・物価の好循環」が進展すれば、日本のインフレの原因は日本経済にある、と言えるようになる。その場合、FRBが利下げをしても、日銀がマイナス付利をやめることは可能なはずだ。

注：図中の「長期見通し」は、FOMC(連邦公開市場委員会)メンバーによるFF金利の長期見通し(longer run)の中央値
出所：実績はFRB、予想は野村

日銀が重視する「賃金と物価の好循環」

「賃金・物価の好循環」の4つの経路



賃金と物価がそれぞれ上がる中、2024年に問われるのは、「賃金・物価の好循環」の進展である。

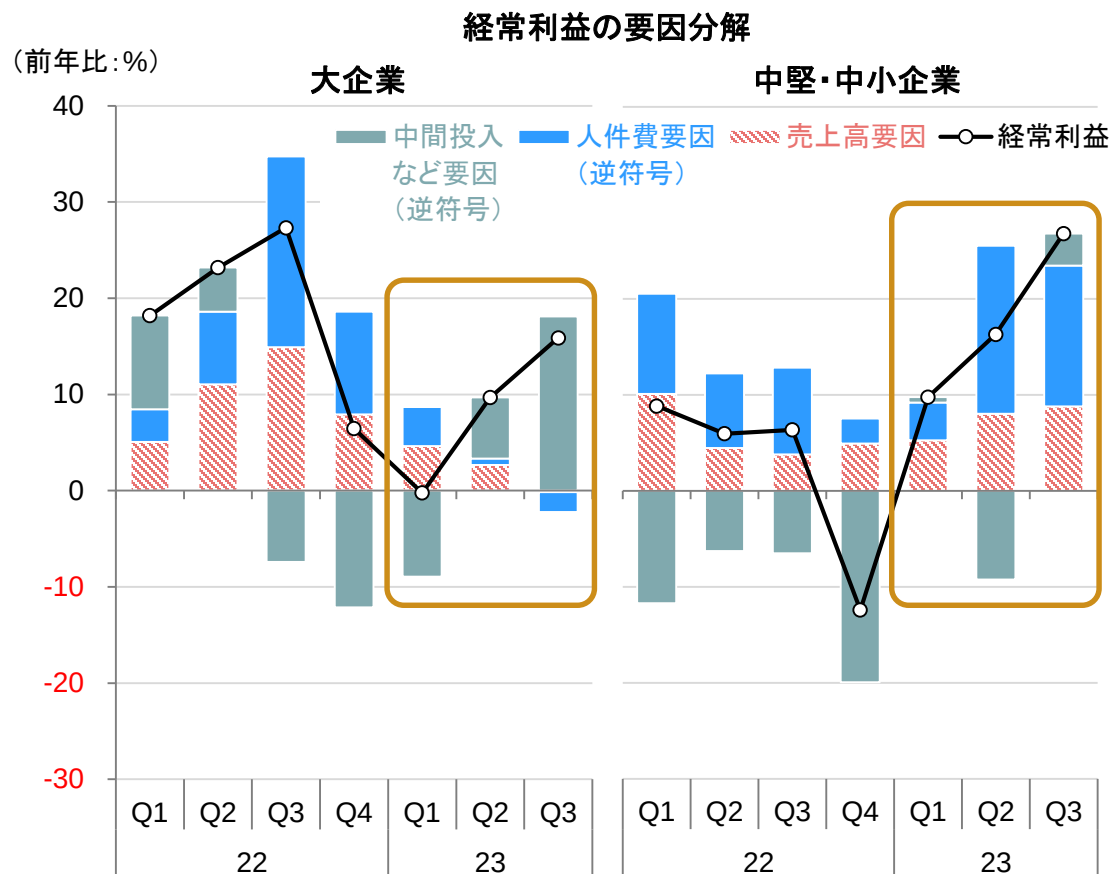
賃金と物価を結びつける主な経路として、以下の4つを挙げることができる。

- (1) マークアップ(賃金増など追加的なコストの発生に応じた企業の販売価格の引き上げ度合い)
- (2) 支出(賃金増に伴う家計支出の増加を受けた企業の販売価格引き上げ度合い)
- (3) 労働分配(販売価格を上げた企業による賃金の引き上げ度合い)
- (4) 実質賃金(一定の物価上昇を所与としたときの賃金の上昇度合い)

このうち(1)と(2)が賃金→物価という力の波及経路、(3)と(4)が物価→賃金という力の波及経路である。

「足し算型」の増益の萌芽

中堅・中小企業では「売上高要因」も増益に貢献



注: 1. 大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金1千万円以上10億円未満。

2. 本図表の要因分解は以下の式による。

経常利益変化率 = ①売上高変化率 - ②(人件費変化率 - 売上高変化率) × 前年同期人件費 ÷ 前年同期経常利益
 - ③(中間投入など変化率 - 売上高変化率) × 前年同期中間投入など ÷ 前年同期経常利益

→ このうち①を売上高要因、②を人件費要因(逆符号)、③を中間投入など要因(逆符号)とする。

出所: 財務省『法人企業統計調査』より野村作成

23年の日本経済は賃金・物価の好循環に向けて、どの程度、進捗したといえるだろうか。十分とは言えなくとも、経路が太くなりつつあるのが(1)マークアップ、(3)労働分配の2つの経路であろう。

このうち労働分配については、約30年ぶりの賃上げ率に達した23年春闘を具体例に挙げることができる。

また、マークアップについては、日本企業が生み出す利益の4割程度を占める中堅企業と中小企業において、「売上高要因」がプラスに寄与する増益が23年に見られたことは心強い。

コスト抑制による「引き算型」の増益の色合いもまだ残るが、23年は売上高が牽引する「足し算型」の増益の萌芽がみられた年といえ、この点でマークアップの経路も不十分ながら育ちつつある。

日本で鳴り響く「5つの目覚まし時計」

「失われた30年」からの覚醒

2つの構造変化の源流	5つの目覚まし時計
人口動態 1. (少子高齢化) (人口減少)	1. 2021年以降の 15歳以上人口の急減
	2. 女性、高齢者を中心とする新たな 労働供給余地の低下
	3. 事業承継 のプレッシャー拡大
市場からの 2. 圧力	4. PBR<1倍の企業に対する 東京証券取引所による改善策の要請
	5. 新しいNISAの導入 や 持ち合いの解消 を通じた企業の モニタリング主体(投資家層)の拡大

十分とはいえないまでも賃金・物価の好循環に進展がみられる中、その先に「失われた30年」からの日本経済の覚醒も見据えられる。

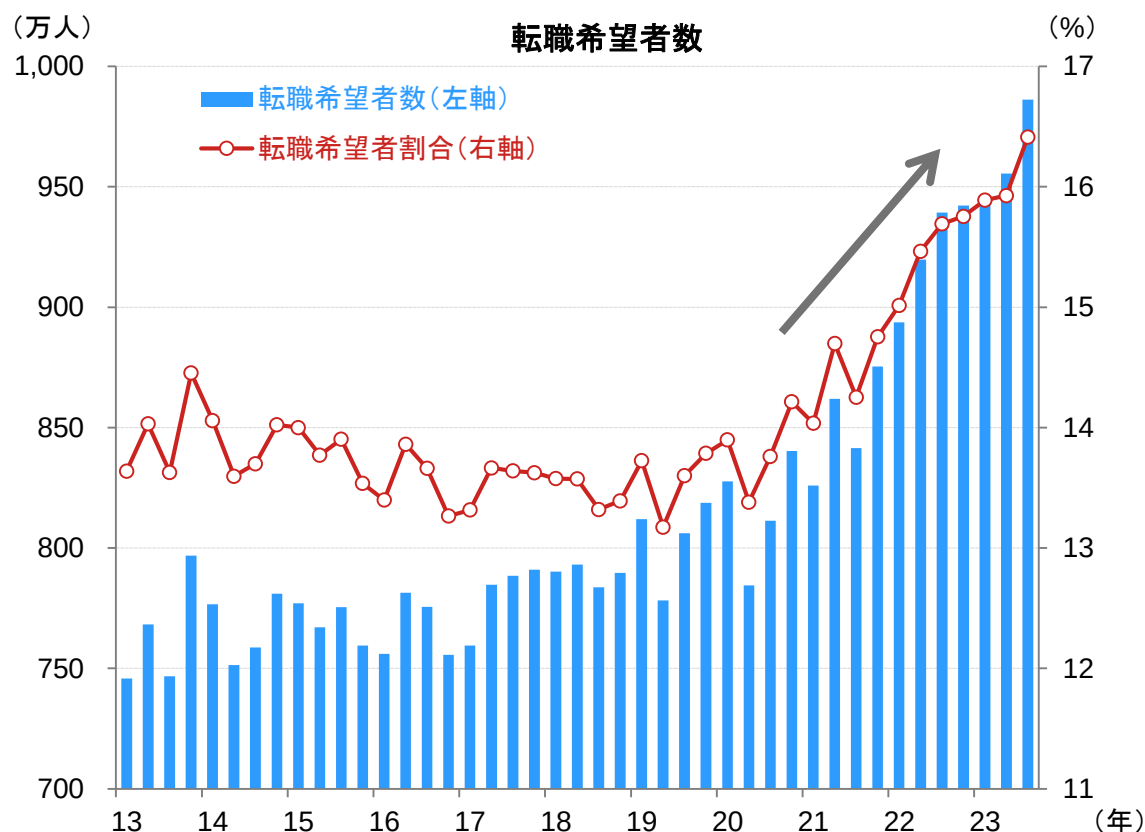
カギを握るのは、「2つの構造変化の源流」と「5つの目覚まし時計」にある。

2つの構造変化の源流とは、(1)人口動態(少子高齢化、人口減少)、(2)市場からの圧力を指す。

これら2つの源流から派生する形で、(1)2021年以降の15歳以上人口の急減、(2)女性、高齢者を中心とする新たな労働供給余地の低下、(3)事業承継のプレッシャー拡大、(4)PBR(株価純資産倍率)<1倍の企業に対する東京証券取引所による改善策の要請、(5)新しいNISAの導入や持ち合いの解消を通じた企業のモニタリング主体(投資家層)の拡大という「5つの目覚まし時計」が共鳴している。

5つの目覚まし時計が共鳴することで、日本経済が「失われた30年」から覚醒するか。24年以降の日本経済に大いに期待したい。

増える転職希望者数



どれだけ賃金を上げても、それ自体はマクロ的な人手不足を解決できるわけではない。こうした環境下では、限られた労働力の最適配分も求められる。

この観点から日本経済で起きつつある変化として、労働市場の流動性向上を挙げられる。総務省の調査によると、転職希望者数は1,000万人に上る。これは、全就業者数の16～17%に匹敵する。

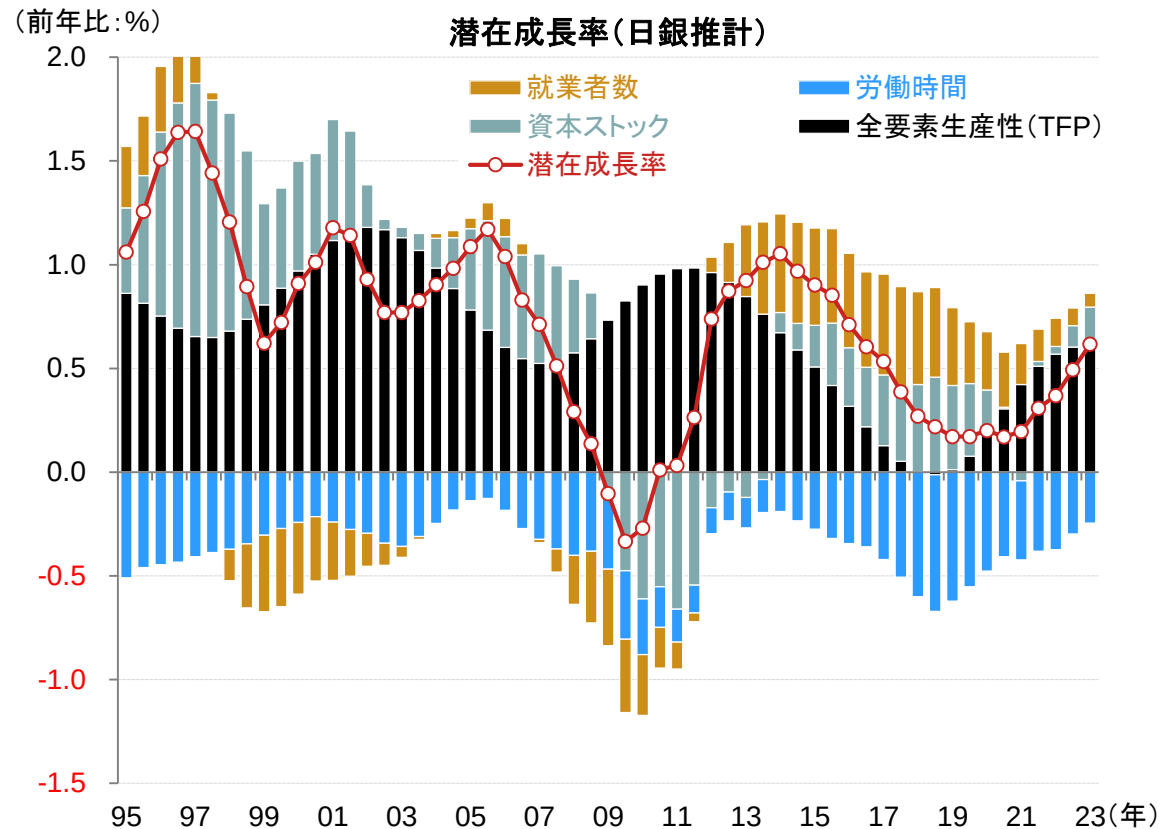
限られた労働力の再配分を通じて、日本経済全体の労働生産性を高め、かつ、個々の企業が省力化投資を進めれば、持続的な実質賃金の増加に向けた活路も開ける。

注:「転職希望者割合」は転職希望者数を非農林業雇用者数で割った値

出所:総務省資料より野村作成

潜在成長率を押し上げるために

全要素生産性(TFP)が牽引する日本の潜在成長率



日本銀行の推計によると、日本の潜在成長率はゼロ%台半ば辺りで低迷している。2010年代前半以降は、女性や高齢者の労働参加が進んだことで、就業者数が潜在成長率を押し上げる方向に作用してきたが、今後は就業者数が伸びる余地も限られる。いよいよ全要素生産性(TFP)の伸びが問われる。

生産性を高めるうえで、個々人のレベルでは(1)リカレント教育(社会人による学びなおし)、(2)リスキリング(技術革新などに対応するべく新しい知識やスキルを学ぶこと)が求められる。

加えて、成長が見込まれる産業への柔軟な労働力の移動を促す法制・制度を導入することで、マクロレベルで新陳代謝が起こる経済構造を作る必要がある。

注: 全要素生産性(TFP: Total Factor Productivity)は、経済成長(GDP成長)を生み出す要因のひとつで、資本や労働といった量的な生産要素の投入以外で説明される質的な成長要因のこと。技術進歩や生産の効率化などがTFPIに該当する。TFPIは直接計測することができないため、経済成長率からTFP以外の要因の寄与度を差し引いた残差として計測される。

出所: 日本銀行資料より野村作成



森田 京平
チーフエコノミスト

森田 京平は、野村證券のチーフエコノミストとして、国・地域を跨ぐマクロ経済の分析、アセットクラス横断的な金融市場分析をベースとしながら、日本経済の予測を行っています。特に金融政策の分析に強みを持ち、同分野で博士論文を執筆、2018年に九州大学より博士号（経済学）を授与されました。

1994年の野村総合研究所入社以来、一貫してマクロ経済の分析・予測を担当してきました。2001年～04年は野村総合研究所ヨーロッパ（英国）に赴任し、英国、大陸欧州、中東の日本株投資家に対して日本経済の分析・予測を提供。この間、年間500件前後の投資家を訪問する機会を得ました。その後、バークレイズ証券（2008～17年）およびクレディ・アグリコル証券（2017～22年）にて計14年、チーフエコノミストを務め、2022年、野村證券のチーフエコノミストに着任しました。

1994年、九州大学経済学部を卒業。1998～2000年には、米国のブラウン大学大学院経済学研究科に留学し、修士号（経済学）を取得しました。金融政策が非伝統的な世界に向かう中、同分野の理論的、歴史的理解を深めるべく、博士学位請求論文『低自然利子率下の金融政策に関する考察』を執筆、2018年、九州大学より博士号（経済学）を授与されました。

エコノミストとして、(1)緻密でありながらも分かりやすいデータ分析、(2)ローカルではなくグローバルなシナリオ作り、(3)丁寧なデータ分析に基づく中央銀行ウォッチングの3点を心がけています。幸い、機関投資家からも一定の評価を頂き、2022年の日経ヴェリタス・ランキングではエコノミスト部門で4位に入ることができました。

『人口減少時代の資産形成』東洋経済新報社（2005年）、『現代金融論 [新版] 』有斐閣（2016年）を分担執筆しました。テレビ東京『Newsモーニングサテライト』に出演、ダイヤモンド・オンライン『経済分析の哲人が斬る！市場トピックの深層』に定期的に寄稿しています。

野村證券からのお知らせ

この資料は、下記の作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、この資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料に記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料は、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%（税込み）（20万円以下の場合は、2,860円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料（換金時手数料）および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、
一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本資料の作成日：2024年1月4日

当資料は、2024年1月に実施される野村證券新春講演「世界の中の日本」の参考として作成されたものです。