

## 太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース

**テーマ： インフレの時代は到来するかー供給ショックの下での金融政策のあり方とはー**

執筆者：ソニーフィナンシャルグループ株式会社 チーフエコノミスト 菅野 雅明氏

**要旨（以下の要旨は2分50秒でお読みいただけます。）**

日本銀行黒田総裁の在任期間は今年（2021年）9月29日で2期3,116日と歴代最長となりました。この間、円高・株安が是正され日本経済が活性化したとの評がある一方で、2%の物価目標は未達のまま推移しています。こうした中で、米国はサプライチェーンの混乱などの供給制約に賃上げも加わり、歴史的な物価高に直面しています。

米国の物価上昇はこのままインフレを招来するのか、そして日本の物価はどう推移するのか、などの見通しにつき、金融政策とも絡めソニーフィナンシャルグループ・チーフエコノミストの菅野雅明氏に解説して頂きます。

米国では、今年10月のCPI（消費者物価指数）が前年比+6.2%を示すなど物価が急騰している。これは、コロナの先行きに不透明さが残る一方、需要回復の中で供給制約が強まっていることがその背景だ。FRB（連邦準備制度理事会）は「供給能力が回復すればインフレ率は低下する」との見方をしていたが、確信度合いは低下しているようだ。労働市場でも人手不足が深刻化して賃金上昇力も高まっている。一方、消費者側では政府からの給付金収入もあり、ある程度の物価上昇を容認するよう見え、「ホームメイドインフレ」の兆しが生じていると言える。

FRBは現在、利上げを急いで需要回復の腰を折るリスクと穏やかな利上げでインフレ率が大幅に上昇するリスクの2つに直面している。FRBの使命の一つには「雇用の最大化」があるので前者のリスク回避を重視しつつも、足元のインフレ率急上昇から利上げペースを速める姿勢に転換しつつあるようだ。もっとも、実質金利の大幅マイナス状況は長期化する見通しで、利上げの米国景気・株価への影響は限定的だろう。

1970年代の米国は、ベトナム戦争による大幅な財政赤字、金融緩和、原油価格の急騰から2桁台のインフレとなった。現状との類似点は見られるが、今回は2022年の財政引き締め予想と銀行の貸出姿勢の慎重化から、1970年代とは異なり来年後半にはインフレ率は低下に向かう可能性が高い。ただし、インフレの着地点がFRBの予想を上回る可能性なども残るので要注意だ。

日本でもインフレ率は従来より上昇しそうだが、賃金上昇力が弱く1.5%程度の小幅インフレに止まろう。岸田政権も優遇税制などで賃上げサポートの姿勢を見せているが、「職の確保（解雇規制）」と「賃上げ」とはトレードオフの関係にあり、日本では労働市場の流動性が低く賃金上昇率が抑制される傾向にある。岸田政権の「新しい資本主義実現のための緊急提言」には新興のスタートアップ企業の支援が掲げられているが、この中には雇用の流動性を高める雇用改革が含まれるべきである。新興の起業支援に加え、転職を容易にする雇用の流動性向上こそが労働者の賃金と家計所得の増大をもたらす、との視点が重要だろう。

---

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>  
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com  
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 宛

---

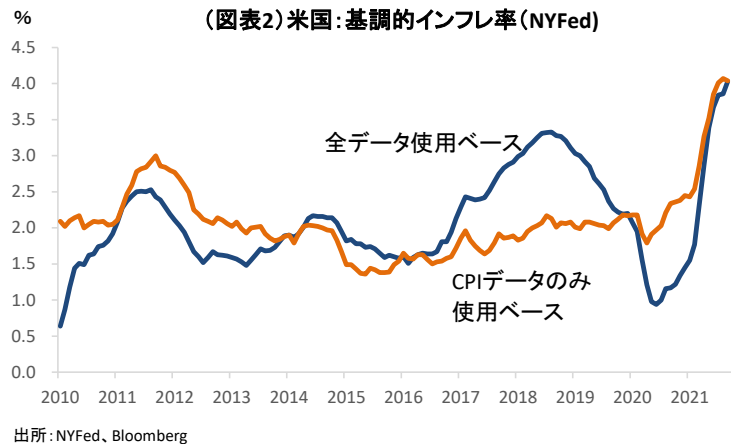
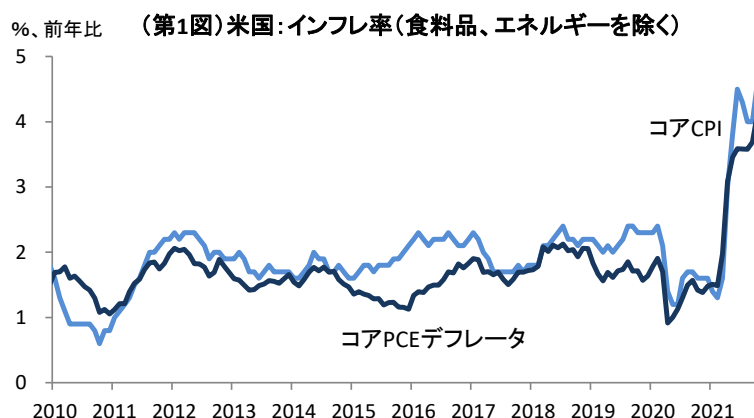
**テーマ：インフレの時代は到来するか  
 —供給ショックの下での金融政策のあり方とは—**

**ソニーフィナンシャルグループ株式会社 チーフエコノミスト 菅野 雅明**

**始めに**

米国では物価上昇が顕著だ。今年（2021年<以下同じ>）10月CPI（消費者物価指数総合）前年比は6.2%、エネルギー・食品を除くコアベースでも同4.6%といずれも1990年以来30年振りとなる上昇となった。価格（前年比）を品目別にみるとガソリン49.6%、中古車26.4%、レンタカー39.1%、宿泊費（ホテル代など）25.5%と高い伸びを示しているほか、牛肉20.1%、鮮魚11%、鶏卵11.6%など庶民の生活に直結する食品価格も高騰している（図表1）。こうした状況下、FRB（米国連邦準備制度理事会）では足下の物価高騰を「一時的な現象」、すなわち出遅れている供給サイドの生産能力が回復すればいずれインフレ率は低下するとの見解を示してきたが、足下では、パウエル議長が「一時的」という表現の見直しを示唆するなど、インフレ率が当面は高止まりする可能性が高まっている。

以下では、足下の米国物価上昇が広範囲に拡大し、ホームメイドとなりつつある点を示すとともに、供給ショックが発生した場合の金融政策の対応について考察し、併せて日本の物価の先行きについても検討する。とくに後者の点については、岸田新政権が力を入れている「賃金上昇」を実現する方策についても考えてみたい。



## 第1部：米国の物価上昇はホームメイドインフレへ

### 1. 米国の基調的なインフレ率が上昇

FRBがこれまで「足下のインフレ率上昇は一時的」と判断してきたのは、新型コロナ禍終息に伴う需要増と供給制約の強まりが価格上昇の要因とされてきた中古自動車・レンタカー・宿泊費・航空運賃などに限定され、これらは時とともに供給が増加し価格上昇も一服するとみられていたからであった。実際、これらの品目の価格上昇は品目によって多少差はあるものの足下では価格上昇率は鈍化の兆しを示している。このほか、足下のインフレ率上昇に大きく寄与してきたのがエネルギー価格（とくに天然ガス・石炭）と一部産業用金属（鉄鉱石など）・海上運賃などの上昇であった。しかし、これらの市況も足下では反落している。

一方、インフレ率の基調を示す指標はいずれも足下にかけて上昇傾向を強めている。NY連銀が公表する「基調的インフレ率」には、CPIのデータのみを用いるものと、マクロ経済指標も勘案して計算する2つの指標が存在するが、足下にかけては双方とも上昇率を高めている（前掲図表2）。基調的インフレ率の4%台乗せはNY連銀がこの指標を発表し始めた1995年以来初めてのことで、このほか、価格が極端な動きをする一部品目を除いて算出する刈り込み平均（クリーブランド連銀試算）をみると9月にかけて3.5%へ上昇している。さらに、FRBが金融政策の効果の評価の基準とするPCEデフレーター（名目PCE< Personal Consumption Expenditure：個人消費支出>を実質PCEで割ったもの：消費段階における物価上昇圧力の尺度）の刈り込み平均（ダラス連銀試算）の前月比は、9月に5.1%と8月の2.7%から急上昇している。足下のインフレ率の上昇は決して一部の品目が牽引しているのではなく、インフレの裾野が拡大していることが分かる。持続性のある「ホームメイドインフレ」となる兆しが窺われる。

### 2. 米国の基調的なインフレ率が上昇

#### （1）エネルギー価格上昇：再生可能エネルギーへの転換に伴う脱化石燃料が背景

エネルギー価格の動向みると、天然ガスについては気候変動対策遂行に熱心な欧州での需要（原油からの代替需要）が急増し在庫が払底し、冬場入りを前に価格が急騰、それが米国に波及した面が強いほか、原油は、米国政府などの備蓄放出の動きはあるものの、脱石油の動きが広まる中、原油の増産投資が抑制され需給が逼迫しつつあるという点が価格上昇の背景だ。このほか、中国でも石炭火力発電への依存度低下を企図する政策により石炭の採掘量を制限したことから石炭価格が急騰、その結果発電量が抑制され、製造業の生産活動にも影響が出始めている（11月入り後は中国政府の介入により石炭価格は急落）。原材料・部品の供給基地となっている中国での減産がネックとなり、世界的に原材料価格が上昇している。皮肉にも、気候変動対策に伴うエネルギーの転換が巡り巡って従来型エネルギー価格や原材料価格を押し上げる結果となっている。

石炭に限らず原油等化石燃料の価格は、CO<sub>2</sub>排出権価格の影響を受ける傾向が強まっている。欧州気候取引所で取引されるCO<sub>2</sub>排出権の先物価格は過去1年間に2.7倍となっている（23→45ユーロ/トン）一方、原油価格も2倍（42ドル→84ドル/バレル）に跳ね上がっている。化石燃料については、原油・石炭・天然ガスなど主に供給サイドの事情による価格変動が顕著だが、先行きについてはCO<sub>2</sub>排出権の価格が需要者にとってより重要なコストとして認識される可能性が高い。CO<sub>2</sub>排出権価格は今後さらに上昇傾向を辿るとみられることから、企業のエネルギー投入コストが今後低下する可能性は低い。他方、この結果、代替エネルギーの開発が促進されるというプラスの面も存在する。

## （２）賃金上昇：労働参加率低下に伴う労働供給制約が背景

もう一つの要因は賃金の上昇だ。米国の雇用コスト（人件費/労働者数）は7-9月期に急上昇した。10月の平均時給前年比は9月の4.6%から4.9%に上昇したほか、失業率も4.6%に低下した（9月4.8%）。米国の雇用情勢は失業率が低下したとはいえ依然として中立的な水準（4.0%）を上回っており、その意味では労働市場のスラック（緩み）は依然として存在するが、にも拘わらず賃金上昇が顕著なのは、労働参加率の低下と深い関係がある。

労働参加率（生産年齢人口<15歳～64歳>における労働力人口<就業者+完全失業者>の割合）はコロナ禍で一旦急低下した後上昇に転じているが、10月の水準（61.6%）はコロナ前（2020年2月：63.3%）を大きく下回っている。とくに目立つのが高齢の労働者が労働市場に戻ってきていない点だ。55歳以上の労働参加率は足下38.4%でコロナ禍が急拡大した直後のボトム（2020年5月：38.4%）と同じ水準だ。9月には失業保険の上乗せ措置が撤廃されたことから、多くの労働者が再び求職活動を始めるとみられていたが、少なくとも統計的にはこうした事実は確認されていない。高齢化が進展する中で、高齢者の新型コロナウイルス感染への懸念や足下での株価上昇による資産価値増加に伴う勤労意欲の低下が指摘されている。今後も労働参加率が低位に止まると、失業率低下のペースは加速し、労働市場の過熱感がさらに強まることが予想される。

## （３）家賃上昇：金融緩和に伴う住宅価格高騰が背景

今後のインフレ率を大きく左右するのが家賃の動向だ。家賃（貸家の家賃と帰属家賃）のCPIに占めるウェイトは約3割と高い。家賃の上昇率はこれまでのところ限定的で、9月前年比は貸家の家賃が2.4%、帰属家賃が2.9%とCPI総合の5.4%を下回っている。しかし、家賃は住宅価格と1年半から2年のタイムラグを伴って密接に連動する。家賃の前年比は過去10数年の間、リーマンショック直後を除くと概ね2.0-3.5%程度で安定的に推移してきたが、これは住宅価格の上昇率5%程度に対応している。足下の住宅価格の高騰（8月前年比：19.8%）は住宅バブルと言われたリーマンショック直前（前年比ピークは2018年3月の6.5%）を大きく上回り、同統計が開始された1987年以来最も高い数値だ。その背景には歴史的な低水準の住宅ローン金利による住宅需要の高まりがある。今後、10%程度の住宅価格上昇率がしばらく続くと仮定すると、その時の家賃の上昇率は5.6%となる計算だ。これはCPIをさらに0.9%ポイント押し上げる。足下の住宅価格高騰にブレーキをかけるためには利上げして低すぎる住宅ローン金利を引き上げることが必要だ。FRBの利上げペースが緩やかだと住宅価格高騰の期間がその分長期化するリスクがある。

## 3. 米国家計は所得増で値上げを容認

以上は、財・サービスの供給サイドを中心に議論したが、単なるコストアップであれば需要減退を招来し、その分インフレ率は抑制される。最終的なインフレ率の帰趨を議論するには需要サイドの議論が必要だ。言い換えると、コストアップによる製品価格の上昇を米国の消費者がどの程度受け入れるか、という視点が重要だ。足下の米国所得・消費・貯蓄動向をみると、所得面では、2020年4月以降の1年間、勤労所得の増加が0.9%に止まるなか、政府からの所得移転が大幅に増加、可処分所得は11.0%増加した。一方、個人消費（名目）はコロナショック直後の落ち込みが響き-2.1%となった。この結果、家計貯蓄率は一時2桁の高い伸びを示し、年間貯蓄額は2.7倍増加した。このことは、この間に政府から直接給付金等家計に直接支給された所得補償の大半が消費に回らず貯蓄されたことを示している。

足下の実質消費についてみると、7月にはデルタ株の感染拡大や供給制約による自動車販売の不振から減少したが、8・9月には持ち直している。9月の実質消費はコロナ前の水準を3.5%上回り、前年比6.3%と堅調だ。コロナ禍の下では巣ごもり需要か

ら財の需要が旺盛で足下の実質財消費はコロナ前の水準を15.2%上回っている。これが財価格の急上昇を促してきた1つの要因と考えられるが、コロナ禍が終息に向かう中、実質サービス消費も漸く上向きに転じつつある（9月のサービス消費の水準はコロナ前の-1.7%）。今後は賃金と家賃の上昇からサービス価格の上昇が加速する可能性が高い。こうした事実は米国家計が財を中心とした価格上昇を容認してきたことを示唆している。9月には失業手当の上乗せも撤廃され、政府からの所得移転が急減しコロナ禍前に戻ったが、それでも消費は堅調だった。米国家計は、コロナ禍の下での政府からの所得移転の大半を貯蓄に回してきたが、9月には貯蓄を取り崩す形で消費を行っている。足下のペントアップ需要（繰越需要）を支えているのはこれまでの政府からの移転所得の累計であることが分かる。雇用の回復に加え、家計が政府から追加的に支給され貯蓄に回った1.7兆ドルの資金（年間消費の12%）が今後も消費を下支えすると考えると米国の個人消費は今後も堅調な状態が続く可能性が高い。こうした状況が続けば企業の価格転嫁も比較的容易に進みやすいと考えられる。

## 第2部：FRBは利上げに向かうも金融緩和は長期化

### 1. 利上げ見通し

FRBは11月FOMC（連邦公開市場委員会）で量的緩和の縮小を決定し、FRBのバランスシート拡大に繋がる国債・MBS（住宅ローン担保証券）の買入れを2022年半ばには終了する方針を明らかにした。市場の関心はFRBの利上げ開始時期とその後の利上げペースに移っている。FOMCでは四半期ごとに政策金利（FFレート）の見通しを発表している。9月FOMCでは、2022中の利上げについては見方が分かれた一方、2023・24年中については、各々2回の利上げ（0.5%）が平均的な見方であった。12月FOMCでは2022年中の利上げ見通しを支持する見方が多数になり、その後の利上げペースも9月の見通しに比べ加速する見方が示される可能性が高い。

一方、市場では早期利上げの可能性が着々と織り込まれている。FFレートの先物市場では、2022年2.5回、2023年中に3回、2024年中に1回、計6.5回（各回25bp<0.25%>の利上げを想定）の利上げが予想されている（2024年末のFFレート予想は1.8%）。9月FOMCでの政策金利見通しと比較すると、2022・23年については市場予想の方が大幅な利上げを見込んでいるのに対し、2024年以降について市場はFOMCほどの利上げは予想していない。利上げに関する当局と市場の見方のギャップは過去にもみられた現象で、当面は市場予測にFOMCが接近する一方、中期的には市場がFOMCの見通し並みの水準まで予想を引き上げる、とみている。

なお、市場参加者の一部には「供給要因でインフレ率が上昇する場合、中央銀行が政策的にとれる選択肢は多くない」との見方があるが、必ずしも適切とは言えない。「供給要因による物価上昇は止められない」という考えに基づいているようだが、現在FRBが直面する問題は供給要因で始まったインフレがどの程度ホームメイドインフレになるのを許容するか、という点である。すなわち、これまで下方リスクが指摘されてきた期待インフレ率（市場関係者の予想する物価上昇率）を押し上げるためには、エネルギーや家賃の上昇をある程度容認する必要があるものの、それが過度になると消費者の生活を脅かすことになり、「適度なホームメイドインフレ」の実現は容易ではない。一方、早すぎる利上げは「雇用の最大化」というFRBの使命に抵触するリスクがある。

足下、FRBは2つのリスクに直面している。一つは、早すぎる利上げが景気回復の腰を折り、期待インフレ率が急速に低下するリスクであり、もう一つのリスクは、利上げが後手に回り期待インフレ率の上昇がさらに加速するリスクである。後者の場合

には、FRBは最終的に急速な利上げを余儀なくされ、米国のみならず世界経済が大きなダメージを受ける可能性があるが、早期利上げで米国景気が腰折れ、失業率が上昇するようなことがあると、バイデン政権にとっては大きな痛手となる。来年中間選挙を控える中、FRBはこれまでは、拙速な利上げを回避し、「最大雇用の実現」をより重視する姿勢にあったが、パウエル議長は11月30日の議会証言で「物価上昇は一過性ではない」可能性について初めて言及するとともに、テーパリング（量的緩和の縮小）完了時期を前倒しすることを示唆した。市場は、今後のオミクロン株の感染拡大の可能性について懸念を示しつつも、FRBによる2022年半ばの利上げ開始を織り込んでいる。

## 2. 金融引締め後の経済・市場への影響

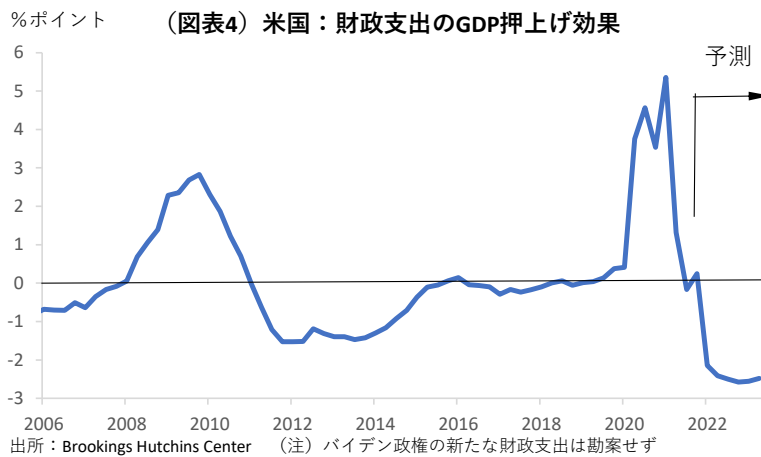
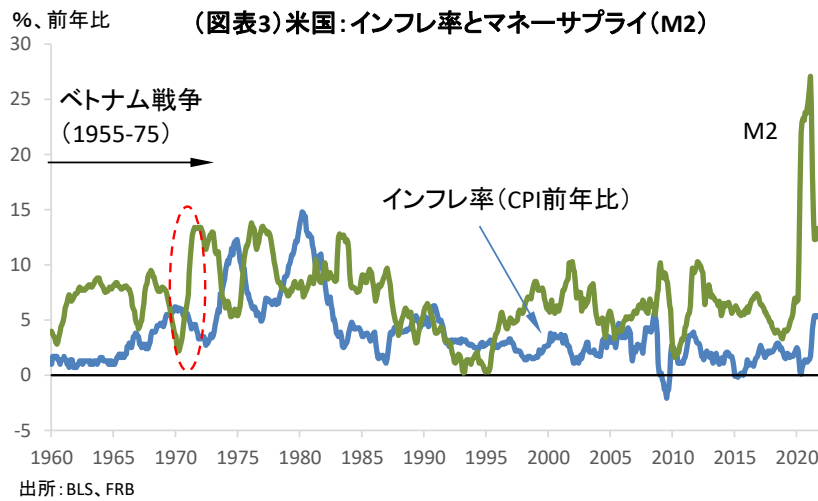
FRBでは「平均物価上昇率目標（一定期間のインフレ率の上振れを容認し、中期的なインフレ率が2%を超えることを目指すという目標）」の下で、これまでは意図的に緩やかな利上げ姿勢を強調してきたかのように見えるが、足下のインフレ率急上昇と価格上昇品目の拡大を見て、利上げペースの加速を真剣に考え始めた模様だ。政治的にも、最近ではバイデン政権の支持率が低下傾向にあるが、その理由の一つがガソリン・家賃・食料品と言った生活必需品の価格高騰にあるとの世論調査の結果がある。FRBはインフレ抑制姿勢を徐々に強めつつあるように見えるが、果たしてインフレ率をソフトランディングさせることは出来るだろうか。

足下、米国の長期実質金利（名目金利-期待インフレ率）は1%を超えるマイナスと歴史的に見ても異様な低さとなっている。市場で計測される10年期待インフレ率（BEI）が2.6%程度で高止まりする一方、10年国債金利が1.5%台で推移しているからだ。マイナスの実質金利は実体経済をサポートするだけでなくモノやサービスのインフレ率、並びに株式や不動産価格などの資産価格も押し上げる。FOMCの長期見通しのように、FFレートが仮に2.0%まで上昇しても、期待インフレ率が現状水準で推移すると（実際にはさらに上昇する可能性が高いが）実質金利のマイナス幅は縮小するが依然としてマイナスであることに変わりはない。

過去の利上げの最終局面では、短期金利と長期金利が概ね一致する、言い換えるとイールドカーブはフラット化する傾向が強い。過去の利上げのピークは実質金利がプラスとなる領域だった。今回もそこまで利上げすると仮定すると、（期待インフレ率が2.5%程度で推移する場合）FFレートと長期金利はともに少なくとも2.5%まで上昇することになる。一方、期待インフレ率がさらに上昇し、例えば3.0%まで上昇するような場合には、FRBはより大幅な利上げが必要となるであろう。

## 3. 1970年代との比較から見た今後のインフレ見通し

米国が最後に2桁インフレを経験したのは1970年代だ。ベトナム戦争（1955-75）の戦費支出に絡む財政支出増大、金融緩和、第一次オイルショック（1973年）の3つが2桁インフレの背景だ。この内、原油価格高騰というサプライショックの下でFRBは金融政策を緩和気味に運営したことから銀行貸出が急増し、マネーサプライも高い伸びを記録した（図表3）。足下でも（上記のとおり）コロナとの戦いに伴う巨額の財政支出、脱炭素への移行過程でのエネルギー価格上昇、金融緩和が継続中だ。高インフレ時代到来の必要条件は揃いつつあるように見える。



しかし、今回2桁インフレになる可能性は低い。その第1は財政の状況だ。米国ではコロナ後もバイデン政権が米国救済計画や米国家族計画などで大幅な財政支出を検討してきたが、米国民党内の不統一や共和党の反対もあり、財政支出計画は大幅な削減を余儀なくされている。2022年以降の財政支出のGDP押し上げ寄与はマイナスになる見込みだ(前掲図表4)。確かに、コロナ対策としての財政支出は前例を見ない大幅なものとなったが、持続性という点からは1970年代ほどではない。第2には銀行の役割だ。銀行は1970年当時とは比べ物ならないほどの強い規制下にある。自己資本規制により、バランスシートの拡大は抑制され、将来の金融システム危機に繋がるような融資は困難だ。政府の財政支出が抑制的になり、銀行融資の伸びにも限界があるとすると、今後のマネーの伸びにも限界が出てくる。こうしたなか、第3の要因として鍵を握るのが企業の資金需要だ。米企業が米国経済の先行きに明るい見通しを持てば、資金需要が高まり、銀行を通さない形での資金調達をすることが出来る。足下では、米企業の資金需要は落ち着いているように見えるので、資金調達が過熱するリスクは大きくないが、実質金利が低い下では利上げ前の資金調達の駆け込み需要が増える可能性がある。また、投資ファンドなどが資金調達とリスク資産運用を両建てで行うレバレッジ投資が復活する可能性も無視できない。実質金利がマイナスの期間が長期化するとこうしたリスクは増大する。

結論を言えば、FRBがインフレ率を制御することは十分可能で、供給サイドが回復する2022年後半には足下の高いインフレ率も低下する可能性が高い。しかし、2022年後半から2023年にかけてのインフレ率はコロナ禍前のトレンド(2%弱)を上回り、3-4%となる可能性は否定できない。FRBがこれを2%強程度に抑え込むためには一段と強い金融引き締

めが必要になるかもしれない。この場合には2024年から25年にかけて米国の景気後退の可能性が高まる。

こうしたなか、重要なのはFRBの市場とのコミュニケーションだ。FRBの使命である「雇用の最大化」と「物価の安定」についての「物差し」を市場に対して明確に示していない。前者については、「雇用最大化」と失業率の関係をどのようにみるのか（自然失業率の水準をどこに設定するか）、あるいは（失業率の水準だけでなく）米国のマイノリティや低学歴層などの雇用の質を勘案した「包摂的な雇用」まで配慮するのか、についてFRB内部での見解が分かれているように窺える。後者については、「平均的物価上昇率目標」の下でどこまでのインフレ率のオーバーシュートを容認するのか、また資産インフレとの関係をどのように見るのか、と言う点についてFRB内で必ずしも合意が得られているとは言い難い。情報開示の遅れは市場を不安に陥れ、市場の価格変動を高めるので要注意だ。

### 第3部：日本へのインプリケーション

#### 1. 日本の低インフレは変わらず

日本のインフレ率（消費者物価総合前年比）は足下（10月）で0.1%とそろそろプラスになっているが、生鮮食料品とエネルギーを除く総合ベースの前年比は-0.7%と7カ月連続のマイナスとなっている。もっとも、足元の物価下落は携帯電話料金値下げの影響があるのでこれを除くと、実勢は+0.8%程度となる。また、今後原油価格がさらに上昇し、かつ円安が進む可能性もあるが、仮に原油価格100ドル/バレル、為替レート120円/ドル/円を想定しても、インフレ率は1.5%程度がせいぜいだ（ソニーフィナンシャルグループ試算）。日銀が目標とする2%強のインフレには届かない。しかも問題はインフレの持続性だ。日本のインフレ率上昇を海外要因だけでサポートするためには、原油価格と円安が未来永劫続く必要があるが、その想定は非現実的だ。そもそもガソリン価格や輸入食料品の価格が上昇すると生活必需品のコストが上昇し、「悪いインフレ」となるので政府は「行き過ぎた円安是正」の必要に迫られることも考えられる。

#### 2. 賃金上昇が小幅に止まる背景：労働の流動性の低さ

日本のインフレ率の先行きを議論する場合に重要なのは、賃金の役割だ。家計の所得増加が無ければ、結局企業の値上げが困難となり、企業の収益に皺寄せされるからだ。先に述べたように、米国の場合、投入コストの上昇と相俟って賃金増（所得増）が起きているためにインフレ率が加速している面がある。これに対し日本では、9月現金給与総額の前年比は0.2%（うち所定内給与は0.1%）でインフレ率を考慮した実質賃金（前年比）は-0.6%と家計の購買力は目減りしている。賃金の重要性については岸田内閣もよく理解しており、税制面での優遇措置により企業の賃上げをサポートする姿勢を示している。しかし、こうした政府の努力は安倍政権時代からみられており、これだけで賃上げが実現するかどうかは疑問だ。

筆者は、日本の賃金が上がらない背景として日本の労働市場の特殊性があると考えている。日本では正規雇用者に関する解雇規制が厳しいこともあって、企業としては非正規雇用者を雇用のバッファとして採用する傾向がある。本来であれば「同一労働同一賃金」であるべきだが、企業では人件費を節約するために非正規労働者の賃金を低く設定する傾向がある。一方、正規雇用者については、一見すると雇用が守られ賃金も高めに設定されている状況は好ましいように見えるが、「職の確保」と「賃上げ」はトレードオフの関係にある。「職の確保（解雇の規制）」を求めるなら、企業としては賃上げに対しては消極的になりやすい。こうした状況下では、労働組合側が



「職の確保」を強く求めるなら、賃上げについてはある程度の妥協もやむを得ないことになる。

米国の例をみてみよう。アトランタ連銀が発表している賃金統計（Wage Tracker）によると、賃金上昇率は転職組（job switcher）が非転職組（job stayer）を上回っている。両者の関係はリーマンショック直後に逆転したが、とくに景気回復局面では前者が後者を大きく上回っている。最近では米国での人手不足が深刻な問題となっているが、賃金上昇率（直近3カ月平均）は転職組で5.1%、非転職組で3.5%と大きな開きがある。流動性の高い労働市場を有する米国では、企業は優秀な人材を引き留めるためにはより高い賃金上昇率を提示する必要がある。

日本では、労働市場の流動性が低いこともあって一律のベアが一般的だが、これは一種の護送船団方式であり、むしろ全体の賃金上昇率を抑制する傾向がある。正規雇用者にとっても必ずしも有利な制度とは言えないのではないか。労働市場の流動性を高めるためには、まず「職務明細（job description）」（職歴）の明確化から始める必要がある。明確な職明細が無いと納得できる職務評価が困難になるからだ。日本では定年制延長で高齢化時代の雇用を保障する動きになっているが、一方で55歳あるいは60歳で大幅な一律給与カットがなされる傾向がある。本来であれば、本人の能力あるいは企業業績への貢献度によって給与水準が決まるべきであり、高齢であることを理由に給与カットされるのは年齢による差別にほかならない。定年制そのものも年齢による差別であるとの意見も根強い。

安倍内閣は「働き方改革」で、女性や高齢者の労働参加率を高めることに成功し、これは高く評価されて然るべきだが、一方で「金銭による解雇規制の緩和」は実現しなかった。これは、労働者の不利益を増すという反対意見が多かったように記憶しているが、こうした規制が残ることが日本の労働市場の硬直性につながり、企業だけでなく労働者の利益も損なっているように思える。

日本でもこうした雇用慣行に対して批判的な若年層が増えている。起業を目指す若者が増えているのは頼もしい限りだ。時間はかかるかもしれないが、日本の雇用慣行も着実に変化しつつある。日本では、中小企業は「保護される対象」と政治的にみなされる傾向があるが、米国では中小企業の多くが個人によるスタートアップ企業で、こうした個人企業からの所得は家計所得として計上されるが、日本と異なり、家計の事業所得の割合は上昇傾向にある。こうした元気な新興企業が経済を支えているのが米国の特徴で、これが個人消費を支える一つの大きな要因でもある。岸田内閣の下で先日発表された「新しい資本主義実現のための緊急提案」のなかには「我が国企業のダイナミズムの復活」でスタートアップ企業の支援が掲げられている。この点について異論はないが、その中には、雇用の流動性を高める雇用改革が含まれるべきと考える。ゴールまでの距離は長いですが、起業支援に加え、転職を容易にする雇用の流動性向上こそが最終的に労働者の賃金と家計所得の増大をもたらす、という視点が重要だ。

（本原稿作成日：2021年12月10日<12月FOMC開催前>）

以 上

執筆者紹介

---

**菅野 雅明(かんの まさあき) 1949年 東京都生まれ**

ソニーフィナンシャルグループ株式会社 金融市場調査部 シニアフェロー チーフエコノミスト

<学歴・職歴>

1974年 東京大学経済学部卒業  
1974年 日本銀行入行  
1979年 シカゴ大学大学院経済学修士  
1991年 ロンドン事務所次長  
1994年 調査統計局経済統計課長  
1997年 調査統計局参事  
1997年 日本経済研究センター主任研究員  
1999年 JPモルガン証券チーフエコノミスト  
2017年 現職

<主要著作等>

日本経済新聞「十字路」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る目」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。