

経済を読む眼

日本の CPI は本当に減速するのか？—見誤った米国との比較¹

2023 年 6 月 7 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

要旨

1. 日本では、日本銀行を筆頭に、日本の現在のインフレ率の上昇は一時的との見方が根強い。米国 Fed は、インフレ許容バイアスのある政策姿勢とインフレ率上昇を一時的とみなす判断の誤りによって、金融引き締めが遅れた。
2. 日本の金融政策の枠組みを米国と比較すると、日本銀行のインフレ・オーバーシュートの枠組みも引き締め判断を遅らせ過ぎるリスクを有する一方、Fed のように恒常的なインフレ・バイアスを生みかねない仕組みではない。
3. しかし、Fed が 2021 年夏まで米国の高インフレを一時的と見なし、3 ヶ月後には撤回した 5 つの誤った論理を現在の日本に適用すると、米国程の消費需要増はなかったにしても、賃金の先行き以外はかなり当て嵌まっている。
4. 論議を呼ぶのは、賃金上昇の先行きだろう。日本は米国程の賃金上昇と CPI 上昇のスパイラルは経験していないが、2023 年度の賃金上昇率の高まりが、CPI への価格転嫁を非連続に高める可能性がある。そうすると、他の要因とも相俟って、コア CPI が本年度平均で 2%を割ることはほぼ不可能だろう。
5. 企業が賃金の上昇を価格に転嫁できれば、収益も確保できる。中小企業では本年度の賃上げを業績改善がないが引き上げるとする先が相応に多いものの、こうしたメカニズムが働けば、2024 年度も、本年度程ではなくても高めの賃金の伸びを期待してもいいのではないか。
6. 日本銀行も次の展望レポートで 2023 年度の物価見通しを大幅に上方修正せざるを得ないだろう。インフレの持続性については、蓋然性は高まってきたものの、彼らは 2024 年度の賃金が相応の高さになると見込まれ、世界経済が日本経済をリセッションに陥らせない自信を持てるまで、持続性の評価に慎重である。ただし、CPI と賃金の関係は短期的には安定していない点にも注意する必要があるだろう。

¹ 本稿は、6 月 6 日現在のデータに基づいている。本稿作成作業にあたっては関東享佑氏の助力を得た。

1. はじめに：問題意識

米国では、パウエルFRB議長が2021年8月にジャクソンホールでのコンファランスで様々な点検結果を示しながら、CPIの高い伸びは一時的と結論付けて大幅な金融緩和を続けたことは記憶に新しい²。しかし、Fedは同年11月にはそうした見方が誤りであったことに気付いた。それでも、利上げの開始は2022年3月、量的引き締め開始は2022年6月まで更に遅らせた。

翻って日本では、日本銀行は現在のコアCPI（除く生鮮食品）上昇率の高い伸びが一時的であり、本年度下期には再び2%を割り込むとみており、植田新総裁の着任後も、4月の初めての政策決定会合後の記者会見の説明を借りれば、「下がっていくところまではある程度の確度でみえているのですが、下がっていった後、反転してまた上がってくるというところには、様々な前提が必要で、それが本当に今後満たされていくかどうかという点につきましては、先ほど申し上げたような点も含めて、不確実性が高いという判断を多くの方がお持ちかと思えます。」と判断していて、本年度下期からの2%割れには自信を持っているようである³。日本銀行はすぐに現行政策を修正する姿勢はみせていない。

しかし、日本のコアCPI上昇率が上昇を続けている現状をみると、程度の差はあっても、米欧のように高止まるリスクも否定できないだろう。本稿では、日本銀行が2%の物価安定目標の達成を担保することに比重をかけるあまり日本に2%を超えるインフレが続く可能性は無いかという視点も持って、日本のコアCPI上昇率の現在の上昇は本当に一時的であって、これから減速するのかを、検討する。具体的には、こうした検討の前段階として、最初に日本銀行の金融政策の枠組みを米国と比較して、インフレを許容するバイアスがかかる可能性が無いかを検討する。次に、パウエルFRB議長がCPI上昇率の高止まりを見誤った際の論理に沿って、日本の物価を取り巻く環境を整理する。

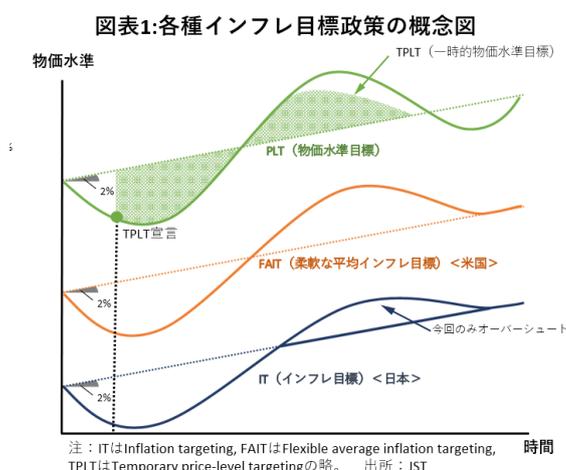
2. 物価のオーバーシュートを促す金融政策の枠組み

Fedによる高いインフレへの金融政策への対応が遅れた要因として、2020年に政策の枠組みを見直したことが挙げられる。具体的には2020年8月、2つの見直しを行った。第1に、インフレ・ターゲティングから、インフレ率2%について一定期間の平均で達成を目指すとしつつ、期間を明示しない「柔軟な平均インフレ・ターゲティング」(Flexible average inflation targeting <FAIT>)に移行し、インフレの一時的なオーバーシュートを以前よりも許容する姿勢を強めた。しかし、このターゲティングはインフレ率が2%を下回っている時の対応にのみ焦点を当てており、インフレ率が持続的に2%

² J. Powell (2021) “Monetary Policy in the Time of COVID,” speech at the economic policy symposium by the Federal Reserve Bank of Kansas City を参照。

³ 植田総裁定例記者会見（2023年5月1日）日本銀行を参照。

を上回っている時にどうすべきか、という観点がない非対称な枠組みになっている（図表1）⁴。このため、Fedがインフレ率が2%を下回ることを許容しないと解釈され易く、実際には平均すればインフレ率が2%より高くなりかねない。第2に、雇用最大化目標についても、雇用の過熱は放置し、雇用のクールダウンのみに対処する非対称な目標設定に変更した。しかも、所得・人種等の格差にも目を向けて包摂的な最大雇用を目指す方針を併せて示し、労働市場の逼迫を以前よりも許容する姿勢に転換した。これらが金融政策を引き締めへ転換するタイミングの遅れに影響した可能性がある。しかも、こうした2つの非対称によって2%のインフレ目標のアンカーが外れてしまうリスクも懸念されたが、幸いにも今回はそこまでには至らなかった。



一方、日本銀行の政策枠組みは、2%の物価安定目標を持ち、インフレ率の一時的なオーバーシュートを促す点では Fed と似ている（前掲図表1）。その意味で、インフレのプロセスが変質しつつある状況では引き締めの判断を遅らせ過ぎるリスクを孕んでいる。

ただし、これは恒久的な目標の変更ではなく現局面での政策対応に過ぎないという意味では、Fedのように恒久的にインフレ側にバイアスがかかり易い仕組みにはなっていない点が相違している。また、日本銀行は本年4月、金融政策のフォワードガイダンスをリチャップルし⁵、「粘り強く金融緩和を継続していくことで、『賃金の上昇を伴う形で、』2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく」と雇用市場への言及を加えたが、これも当面の姿勢であって、日本銀行の金融政策の目標に雇用や賃金を含めてはいない。

⁴ 米国の金融政策のこうした課題及び図表1の些細な読み方については、鶴飼博史(2023)「日本は金融政策の転換点を迎えたのか?—米国との比較を交えて—」経済を読む眼第5回、科学技術振興機構を参照。また、D. Kohn(2022)“Assessing the Federal Reserve’s new monetary policy framework,” essay for a Richmond Federal Reserve Bank project honoring the late economist Marvin Goodfriend も、Fedの現行枠組みを擁護しつつも、こうした諸課題を論じていて参考になる。

⁵ 日本銀行(2023年4月28日)「当面の金融政策運営について」を参照。

このように比較してみると、日本銀行の現在の政策枠組みは、インフレのオーバーシュートを促さじ加減を誤るリスクを否定できない一方、少なくとも Fed のように恒常的なインフレ・バイアスを持つものではないと解釈できる。日本の場合、量的緩和ではなく特定の長短金利を制御しているイールドカーブ・コントロールを修正する難しさという技術的な課題はあろうが、そうした技術的課題も緩和修正のタイミングに必ずしもバイアスを与えるものではない。日本にとっての本質的な課題は、次章のような論理からみて、物価情勢判断を正しく行えるかの方だろう。

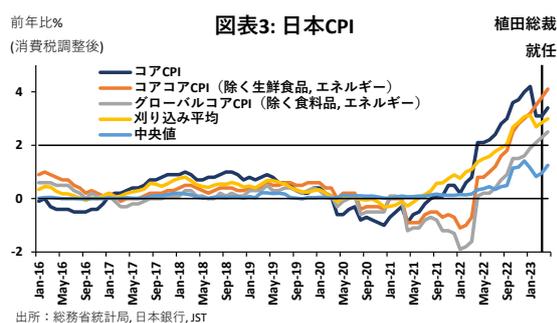
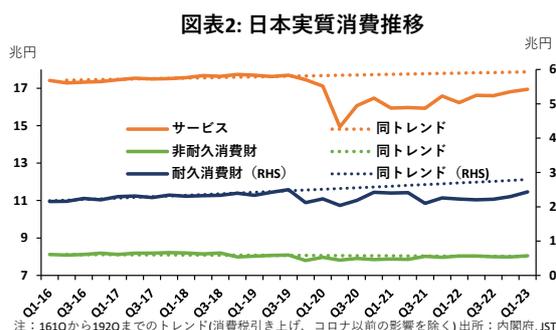
3. インフレが一時的か持続的かの判断基準——一時的インフレ論を基にして——

そこで以下では、やや逆説的であるが、パウエル FRB 議長が 2021 年 8 月の講演で提示したインフレを一時的とみなした 5 つの論理を、その後いずれも誤りであったという反面教師としての基準とみなしてみよう。具体的には、この 5 つの論理を順番に現在の日本に当て嵌めることで、日本のインフレが一時的かどうかを評価してみよう。

(1) 広範なインフレ圧力の欠如？

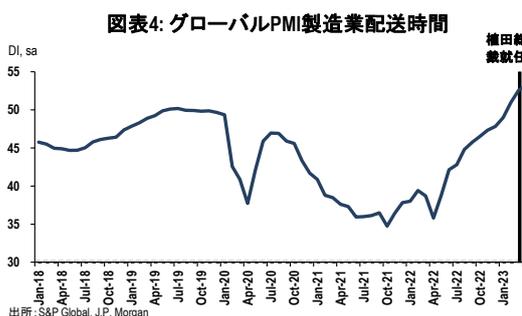
パウエル議長は米国のインフレについて、まず、2021 年当時のインフレが、コロナ禍で消費需要がサービスから耐久消費財に移行したことを映じた耐久消費財価格の上昇と、エネルギー価格の上昇で説明できるのであり、広範なインフレ圧力は欠如している、とした。しかし、その後すぐに、サービス需要がコロナ禍前のトレンドに向かって回復していく一方で、耐久消費財消費も高止まったまま歴史的なトレンドに戻らないという需要の読み間違いが判明し、広範なインフレ圧力が続いた。

これに対して日本経済は、コロナ禍からの回復過程が米国ほどダイナミックではなく時間もかかっており、2020 年からのコロナ禍でサービス消費が落ち込んでも、他の財消費が盛り上がることは無く、コロナ禍からの回復過程でも、耐久消費財、サービスともにそれ以前のトレンドまで回帰していない (図表 2)。その意味で、需要の強さを米国のように読み誤った訳ではない。しかしそれでも、一時的要因を除去した様々な CPI 指標をみても、中央値 (CPI の品目別上昇率が丁度真ん中に来る品目の価格上昇率) を除けば 2% を超えており、少なくとも特殊要因によるインフレ率の上昇とは言えなくなっている (図表 3)。

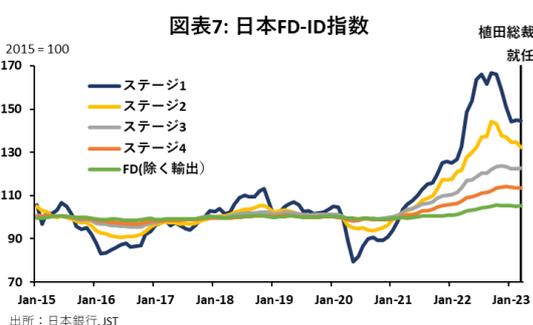
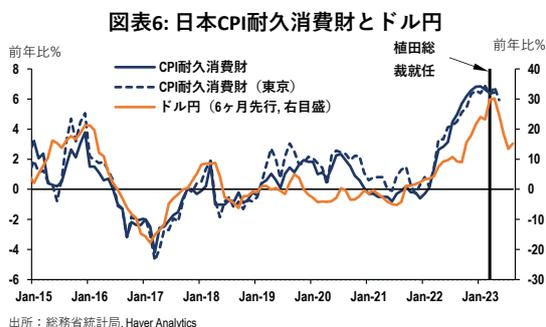


(2) 価格上昇率が高い品目の品薄解消とともにインフレ率が緩やかに?

パウエル議長は次に、価格上昇率が高い品目は供給側の混乱等の影響が今後剥落していけば、インフレ率を緩やかにしていく筈、との論理を展開していた。実際には、サプライチェーンの部品配送時間でみて混乱は元に戻ってはいくものの、やや時間がかかったこと(図表4)に加え、不幸にもロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー・食料品価格上昇という新たな供給要因が加わってしまった(図表5)。そこに企業の価格転嫁力の強さが加わり、インフレ率を上昇させた後もなかなか減速させなかった。

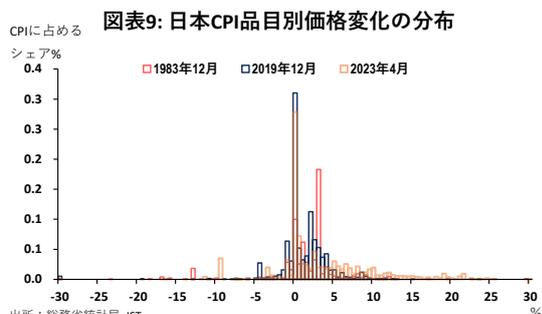
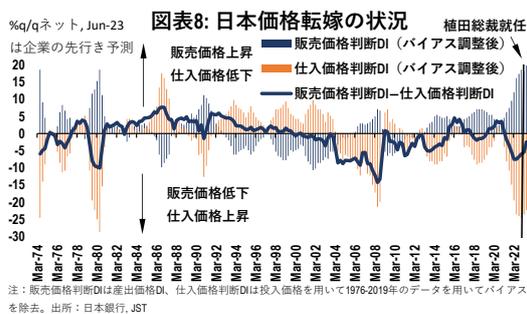


この点、現局面の日本をみれば、サプライチェーンのボトルネックは既に解消している(前掲図表4)ほか、エネルギー価格も既に大幅に低下している(前掲図表5)。また、日本では昨年の円安もインフレ率の押し上げに寄与してきたが、これまでの経験則及び東京の5月速報値からすれば、そろそろCPI耐久消費財の上昇率が低下に転じてもおかしくない(図表6)。実際、日本の投入価格から最終需要価格までの推移をみても、既に投入価格段階の最も川上であるステージ1は大きく下がり、ステージ2まで低下に転じ、最終需要にその波が届くのはもうすぐとみられる(図表7)。ただし、最近の円安が今後も進むようであれば、投入価格が再び上昇率を高めるリスクはあろう。



しかし、今回は企業の価格転嫁姿勢が、米国ほどではないにしても、過去のデフレないしディスインフレ期に比べて強いことが特徴である。企業の価格転嫁の積極性を、短

観の販売価格判断 DI と仕入価格判断 DI の差（いずれも DI のバイアス調整後）でみると、今回のように仕入価格が大きく上昇したと認識された 2000 年代前半のデフレ期とは比較にならないほど積極的な転嫁姿勢となっているうえ、過去に同じようにエネルギー価格が上昇した 1970 年代後半の第 2 次石油危機時と比べても、積極的な転嫁姿勢である（図表 8）。更に言えば、企業の物価は上がらないというノルムの強さをみるために、CPI の品目別価格変化率の分布を 0.1% 刻みでみても、現在は 0% が最も多い（最頻値）ことは変わらないにしても、1980 年代ほどでないとは言え、コロナ禍前の 2019 年と比べると、明らかに 0% より右側に分布の厚みがみられるようになっている（図表 9）。これは、個々の企業が競合他社の行動も意識して価格設定スタンスを決めているからとみられる。すなわち、仕入価格の上昇局面では、過去の日本では 1 社だけが値上げをしようとするとは社が価格を据え置いて市場シェアを拡大しようとするので、結局値上げに慎重な姿勢を続けざるを得ない傾向がみられた（屈折需要曲線）。しかし、今回のように競合先の値上げが広がれば広がるほど、コスト転嫁を進める先が非線形的に増加していると考えられる⁶。



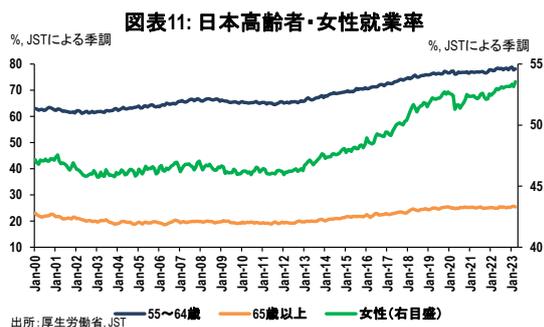
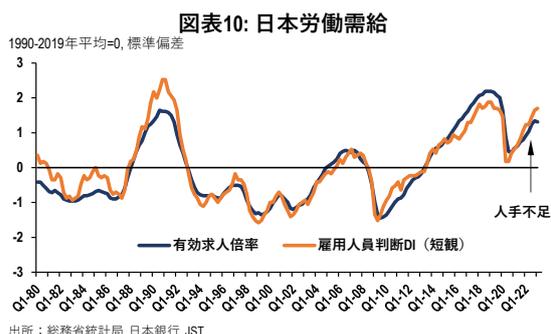
（3）労働市場は完全雇用から遠く賃金上昇率は2%インフレと整合的？

さて、日本にとって最大の課題は賃金上昇率である。まず米国では、パウエル議長は、2021 年 8 月時点では労働市場の Slack が大きいとみて、また先行きもコロナ禍で労働市場から退出した人が労働市場に戻り始めることも期待していたので、労働市場がすぐに逼迫するとはみていなかった。しかし、その後僅か数ヶ月で、Fed の予想とは逆に、今日に至るまでの労働市場の急激な逼迫が鮮明となり、賃金上昇率も高まることによって、特に CPI サービスの上昇率が加速し、その後もなかなか減速していない。

この観点から日本をみると、日本の労働市場は、コロナ禍の際に、企業が政府からの補助金を基に雇用者をできるだけ解雇せずに維持したため、失業率の上昇は小幅であった。そのため、コロナ禍からの回復過程でも失業率の改善はゆっくりであり、失業率の推移をみても雇用不足の実勢がわかりにくい。そこで、有効求人倍率と企業の人手不足感を表す短観の雇用人員判断 DI を用いて、人手不足感を標準偏差の形でみると、企業

⁶ この点の議論は、日本銀行（2022 年 10 月）「経済・物価情勢の展望（BOX 3）企業の価格設定スタンスの動向」に詳しい。

は、現在はコロナ禍前の 2018 年に迫る勢いで人手不足を感じていることが示唆される（図表 10）。しかも、2012 年末からコロナ禍までのアベノミクスの時代は、高齢者と女性が労働市場に参入することで雇用需要を賄ってきたが、現在は高齢者の就業率/労働参加率が OECD 諸国でも有数の高さになっているほか、女性も OECD 平均や米国を上回っており、今後世界でもトップ水準にある北欧並みの女性の就業を期待しない限りは、女性のこれ以上の労働市場への参入を期待することも難しいだろう（図表 11）。したがって、企業は先行きに人手不足が拡大することを懸念している状況にある。

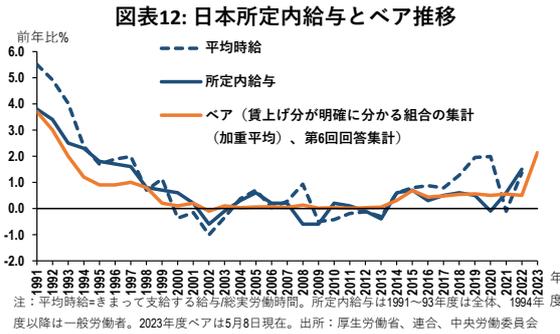


昨年来のインフレ率の高まりにこうした人手不足感が加わって、2023 年度の春闘では現時点でベアが 2.1%と、1993 年度 (3.0%) 以来の高さになった（日本労働組合総連合会調べ、図表 12）。ベアは、過去を見ても一般労働者の所定内給与と同じような推移をする⁷。更には、最近では雇用の流動化が少しずつ進んで転職をする人が増えており、そうした転職をすることによってこれまでよりもかなり高い賃金を手にする人が昨年から急速に増えている（図表 13）。今夏のボーナスも、前年比 3.4%（4 月 29 日現在、日本経済新聞調べ）と伸びる見込みである。このようにみても、2023 年度の賃金は 3%程度になっても不思議ではない。賃金上昇率 3%というのは、もしも持続的に達成されるのであれば、2%の CPI 上昇率と整合的な伸び率になる⁹。

⁷ 図表 12 では、統計の制約から 1991~1993 年度はパート労働者も含めた労働者全体の所定内給与をとっている。しかし、当時はパート労働者の比率は 10%以下であったため、一般労働者の推移と殆ど変わらないと推測される。

⁸ 直近の毎勤統計によれば、現金給与総額は 4 月に前年比 1.0%、一般労働者の所定内給与も同 1.4%と、まだ大幅な加速を見せておらず、実質賃金も前年比でマイナスを続けている。しかし、2023 年度のベアが高い伸びとなったことを映じて、賃金上昇率はこれから数ヶ月の間に大きな伸びとなり、本年下期にはインフレ率を差し引いた実質賃金もプラスに転換する筈である。

⁹ 詳細は鶴飼博史 (2023)「日銀は 2023 年に金融政策の正常化に踏み出すか？—共同声明の改定まで展望して—」経済を読む眼第 3 回、科学技術振興機構を参照。



こうした賃上げがCPIにどの程度影響するかを考えるに当たり、日本銀行の佐々木・山本・中島 (2023)¹⁰による興味深い研究を紹介したい。彼らは、企業物価指数前年比、ドル円相場前年比、賃金上昇率（平均時給くきまって支給する給与指数/総実労働時間指数）の前年比）をコストとみなし、それが閾値を超えると価格転嫁率が非線形に上昇することを実証している。彼らの実証結果から得られた各コスト変数の閾値を同変数の前年比に換算したところ、図表14のよう

図表14: コアコアCPI非線形モデルのコスト変数の閾値

コスト変数	1976-1999年	1991-2019年	
	閾値	閾値	同前年比 (%)換算
企業物価	1.1	0.8	1.8
為替	1.6	1.5	15.1
賃金	1.7	1.2	3.2

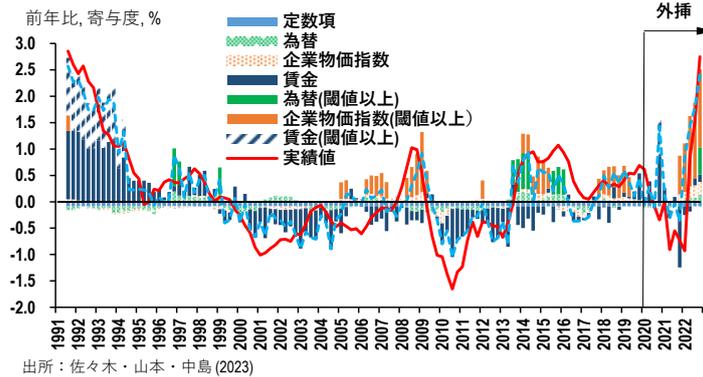
注：閾値は各説明変数を推計期間の平均と標準偏差で基準化した上で回帰した結果。閾値の前年比換算はJST推計。出所：佐々木・山本・中島 (2023)

に、平均時給が3.2%上昇すると、コアコアCPI（除く生鮮食品・エネルギー）への価格転嫁が非線形に大きくなるとの計測結果となっている。この3.2%は、一見非常に高く見えるが、ベアが2%と本年度並みであった1993年度の同定義の平均時給は4.0%を記録している（前掲図表12）。これよりも低いベアで平均時給が閾値に届くことになり、本実証分析の計測誤差を考慮に入れても、本年度程度のベアが実行されれば、CPIへの価格転嫁率がこれから高まることは十分見込める。

彼らは計測結果を用いてこれまでのコアコアCPI（除く生鮮食品・エネルギー）の要因を分解し、2020年以降は推計結果を実際のデータに即して外挿して分解している（図表15）。これをみると、コロナ禍以降は、企業物価やドル円相場が大きく上昇したためにそのCPI押し上げ寄与が非線形的に上昇したことが、CPIへの価格転嫁率が全体として上昇した背景にあることがみてとれる。賃金上昇率の寄与はまだ目立たないが、これは最近まで実績では閾値に届くような上昇率をみせていないためであり、賃金からCPIへの価格転嫁率の上昇はこれから見込めると考えられる。

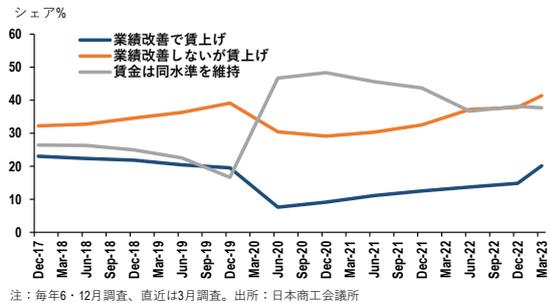
¹⁰ 詳細は、佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智 (2023)「消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ」日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.23-J-5を参照されたい。もちろん、理論・実証的に改善の余地がある旨を学会でも指摘されていたが、それでも、一定の想定の下では推計結果は信頼のおけるものであり、前述の通り価格転嫁が今回なぜ大きくなっているかという論理を考えた時に、価格転嫁の非線形性は直感にも合っている。

図表15: 日本コアコアCPIの要因分解



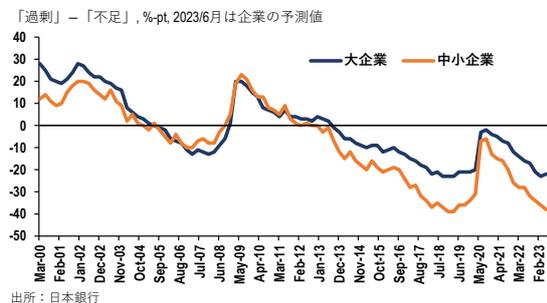
さて、2%程度のインフレ率の持続性を担保する観点からみて、賃金上昇率について残された課題は、今回見られた積極的な賃上げ姿勢が来年度も続くかどうかである。前述の佐々木・山本・中島 (2023)では、賃金変動にはそれ自体に高い慣性がみとれることから、賃金上昇の非線形な価格転嫁には持続的な傾向があるとしているが、2023 年度の賃金上昇率は過去とは非連続に上昇したので、これも過去と同様に持続的かどうかは現時点ではわからない。特に収益が大企業ほど良くない中小企業が 2024 年度も賃上げを積極的にできるかが 1つのポイントである。この点、中小企業では今回の高い賃上げ率を達成するにあたり、業績が改善していないけれども物価の上昇や人手不足解消のために賃上げに踏み切る先が、業績の改善に裏付けされて賃上げする先よりも多い (図表 16)。こうした先が来年度も高い賃上げをできるかには懸念があるのは事実だ。

図表16: 日本中小企業所定内給与賃上げ姿勢



しかし、上述したように、本年度程度の賃上げが一旦生じれば、CPI への価格転嫁を従来よりも非連続に大きくすることで CPI 上昇率を高めるのであれば、企業がそれによって収益を確保することも期待できよう。しかも、業績の裏付けなく賃上げを行う比率の高い中小企業程、人員確保への危機感が強い (図表 17)。そうであれば、

図表17: 日本雇用人員判断 (短観)

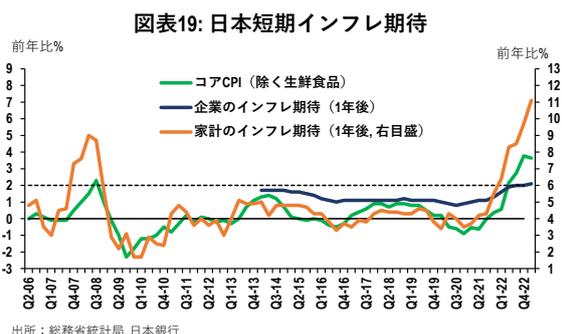
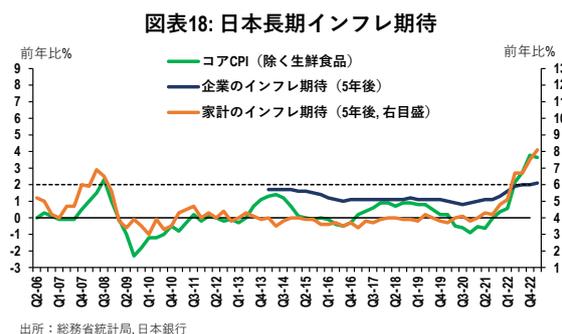


日本経済がリセッションに陥ることが無ければ、2024 年度も、——本年ほどの賃上げ率にはならないとしても、——2%に迫る賃上げを期待できる蓋然性が高まってきているのではないだろうか。

(4) 長期インフレ期待は2%のインフレ目標と整合的？

パウエル議長は米国で高インフレが長続きしない第4の要因として、長期インフレ期待が2%のインフレ目標と整合的な範囲で推移していることを挙げていた。この点はこの要因とは違い、今でも成立している点は安心材料である。しかし、Fedは短期インフレ期待が高止まっていることを重視しておらず、現在のようにインフレのダイナミクスが変質した可能性が高い状況では、短期インフレ率にももっと目を向けるべきだったと考えられる。

この点、日本のインフレ期待をみると、長期インフレ期待では、企業のインフレ期待は一時の0%台から抜け出し、2%程度になっており、2%インフレと整合的である（図表18）。家計のインフレ期待は元々回答にバイアスがあるので評価は難しく、バイアス調整を行うと2%のインフレ率に満たないと結果も出ている¹¹。しかし、短期インフレ期待では、企業は2%程度で安定しているものの、少なくとも家計の短期インフレ期待は長期よりも更に、しかもかなり高くなっている。以上より、日本については、総じて2%の物価安定目標と整合的なインフレ期待とみられる中であって、一部でそれ以上の上昇にも警戒を要するとみることができよう。



(5) 20年以上に及ぶ世界的なデフインフレの継続？

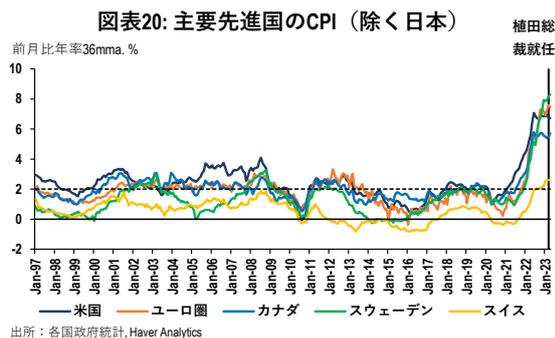
パウエル議長の挙げた最後の要因は、世界的なデフインフレ傾向だ。これも皮肉なことに、米国以外の主要先進国のCPI上昇率は、彼がこれを指摘した直後から目に見えて上昇した。

現局面の日本からみれば、主要先進国では、どこも高いインフレが続いており、最早世界的なデフインフレ傾向は微塵もみられない（図表20）。まして、現在欧米の中銀はインフレ抑制と金融システムの安定のジレンマに直面しており、インフレの抑制を万全なものとするような強硬な引き締め姿勢まではみせていない¹²。このため、日本からみて、エネルギーや食料品以外の輸入財価格まで上昇している。しかも、やや長い目で

¹¹ 日本銀行 (2023年4月)「経済物価情勢の展望」図表42を参照。

¹² 詳細は、鶴飼博史 (2023)「FedとECBはインフレ抑制と金融システム安定のジレンマに直面」経済を読む第10回、科学技術振興機構を参照。

みても、各国が経済安全保障を重視してサプライチェーンの de-risking に踏み出している状況や、脱炭素に向かっている状況は、経済の効率性を犠牲にしている分、インフレ的になり易い。このような環境下、問題は、日本だけが例外的な推移を辿ると自信を持って言えるかどうかには帰着する。それへの答えは、上述の(1)～(4)にある。少なくとも、日本の企業について、今後数年を展望しても他国がインフレ的であることを企業が見通すと、(2)で論じた積極的な価格転嫁姿勢に繋がり得る点には注意したい。



4. おわりにかえて：日本銀行は物価上昇の趨勢的な上昇をいつ認めるか？

以上より、日本の現在のインフレ率の上昇が一時的とみる論理には、米国で Fed が読み間違えた経緯と（全部ではないが）かなり共鳴するところがあることが判明した。その中で論議を呼ぶのは賃金の先行きであり、米国とかなり違う状況ではあるものの、背景にある労働市場の逼迫にも後押しされ、日本としては高めの賃金上昇率を持続できる蓋然性が高まってきている。

日本銀行は、4月の展望レポートで現在前年比 3.4%のコア CPI（除く生鮮食品）が、2023 年度下期には前年比 2%を割り込み、年度平均では 2022 年度の同 3.0%から 1.8%まで減速するとの見通しを公表している。しかし、今回点検してきた 5つのポイントと、エネルギー価格の上昇を抑制してきた政府の物価安定政策も 10月に失効することに照らせば、コア CPI 上昇率が下期入り後すぐに同 2%を割り込むことは難しいほか、年度平均で同 2%を割り込むことはほぼ不可能とみて良いだろう。日本銀行は7月の展望レポートでは早々に 2023 年度の物価見通しを大きく引き上げざるを得ないだろう。そう考えると、日本銀行が、そうなっても現在のイールドカーブ・コントロールを修正すらないことは考え難い。

しかし、来年度の賃金上昇率も相応に高くなるかは、確度はそれなりに高まっていると考えられるものの、不確実性を伴っていることもまた確かである。日本銀行はこの不確実性を重視し、併せて世界経済の先行きの不確実性にも目を向け、2%のインフレを持続的に維持できると判断するためには、もう少し情勢を慎重に見極めたいとする姿勢にある。ただし、賃金は実質ベースでは企業の労働者 1人当たりの付加価値額（労働生産性）と労働分配率で決まるものであり、賃金上昇率と CPI 上昇率は、互いに影響し合い、長期的には安定した関係があるものの、短期的には大きく乖離し得る。したがって、金融政策が賃金上昇率の数字にこだわり過ぎるとインフレの制御を見誤るリスクにも、目を配る必要があるだろう。

著者紹介：鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。