

# 「強欲インフレ」にみる賃上げへの期待

経済調査室 和田 耕治

## 要旨

- 欧州では急速なインフレが生じ、足元でも中銀見通しから上振れて高止まりした。企業の利潤拡大行動がインフレの持続性を高めたとの見方から「強欲インフレ(Greed-flation)」という言葉が広まった。
- 日本でも米欧に遅れて物価上昇が起きており、2023年以降では上昇要因のほとんどが企業収益の増加によるものとなっている。
- 賃金上昇を伴わない強欲インフレ型の物価上昇が続けば消費を通じて景気を下押しする可能性がある。企業の継続的な賃上げが家計への分配につながることで、国内消費の回復のためには望ましい。

米欧の消費者物価は、需要の急拡大や国際商品市況の高騰などを背景に21年以降、急速に伸びが拡大した。特に欧州では物価上昇の要因が企業収益の拡大によるものとの分析から、「強欲インフレ」という言葉が広まった。日本でも米欧に遅れて物価上昇が起きたほか、賃金上昇が物価高に追い付かない状況が続いている。本稿では、日米欧のデフレーター上昇を分配面から要因分解し、それぞれの特徴を比較する。その上で、国内消費の持ち直しのために期待される賃上げの水準について考察した。

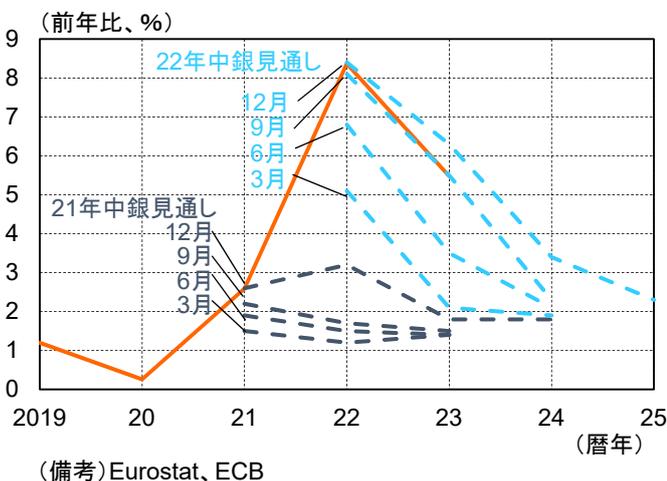
### 1. 欧州では強欲インフレが続いた

欧州では、コロナ禍からの回復が進むとともに急速なインフレが生じた。消費者物価の伸びはエネ

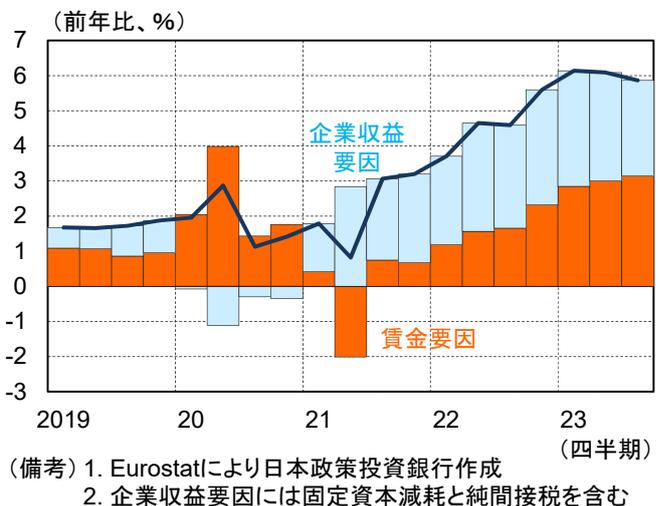
ルギーや食品を中心に22年をピークに8%超まで高まったほか、当初一時的だと思われたインフレは中銀見通しから上振れて、23年でも5%を超える水準で高止まりした(図表1-1)。

欧州における物価上昇の要因を確認するために、GDP統計において価格水準を示す指標であるデフレーターの上昇を賃金要因(単位労働コスト)と企業収益要因(単位利潤)に分解すると、食品を中心に物価上昇が続いた21年以降、企業収益要因の押し上げが目立つ(図表1-2)。欧州では企業が価格決定力を持ち、値上げによる企業の利潤拡大行動がインフレの持続性を高める「強欲インフレ(Greed-flation)」という言葉がメディアなどで広まった。

図表1-1 欧州の消費者物価



図表1-2 欧州のデフレーター



## 2.米国では賃金上昇によるインフレが続く

米国のデフレーター伸びは、欧州に先行して22年春をピークに縮小している。21年にインフレが進行した際には企業収益要因が拡大し、強欲インフレと呼ばれる局面もあったが、足元では落ち着いてきている(図表2-1)。賃金要因は、平均時給の伸びが高止まりしていることの影響が残り、直近でも2%近い上昇要因となっている。

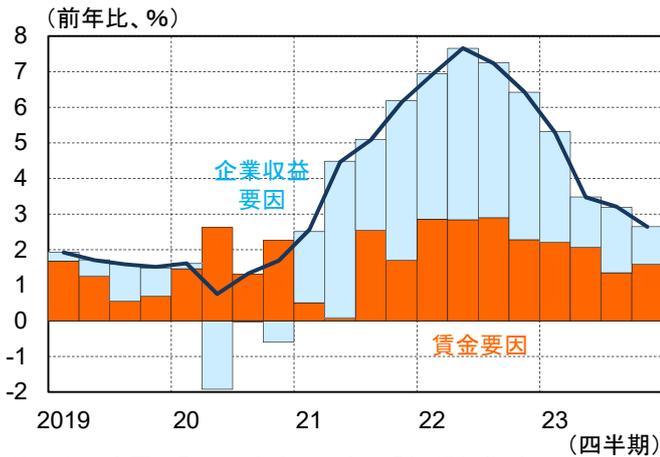
企業収益をみると、コロナ禍から経済活動が正常化した後、需要急拡大を背景に22年前半にかけて増加したが、足元では伸びが鈍化している。一方、賃金は人手不足などを背景に、物価上昇率を上回るペースで伸びが拡大しており、物価の高い

伸びが続く懸念が残っている(図表2-2)。

## 3.日本でも米欧における「強欲インフレ」局面か

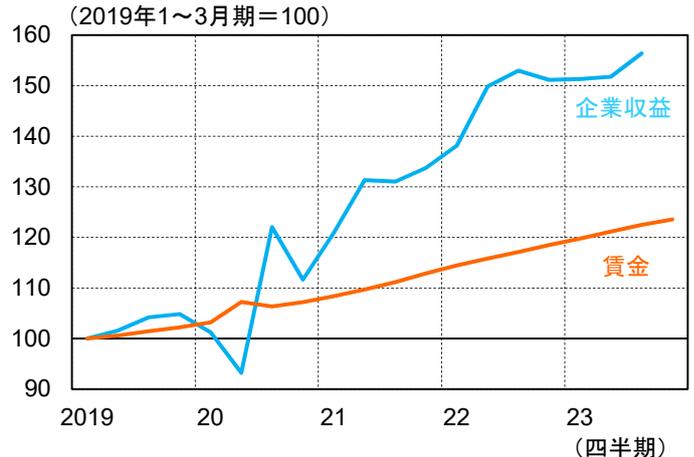
日本のデフレーター伸びは、米国や欧州に遅れて22年末ごろから拡大したが、23年には上昇要因のほとんどが企業収益要因の拡大によるものとなっている(図表3-1)。国際商品市況の高騰により原材料費が高止まりする中で、企業がデフレ下では難しかった価格転嫁に成功し、利潤を確保したことが要因として挙げられる。ただし、デフレーター上昇の要因の多くが企業収益要因であるという点においては、日本においても米欧で言われている、いわゆる「強欲インフレ」の状態であるという見方もできる。

図表2-1 米国のデフレーター



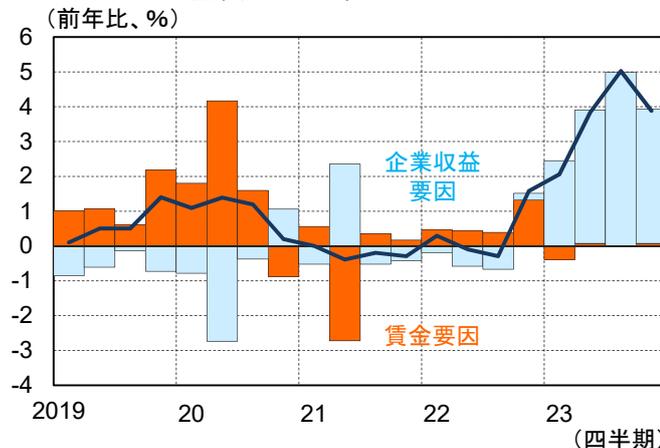
(備考)1. 米国商務省により日本政策投資銀行作成  
2. 企業収益要因には固定資本減耗と純間接税を含む

図表2-2 企業収益、賃金



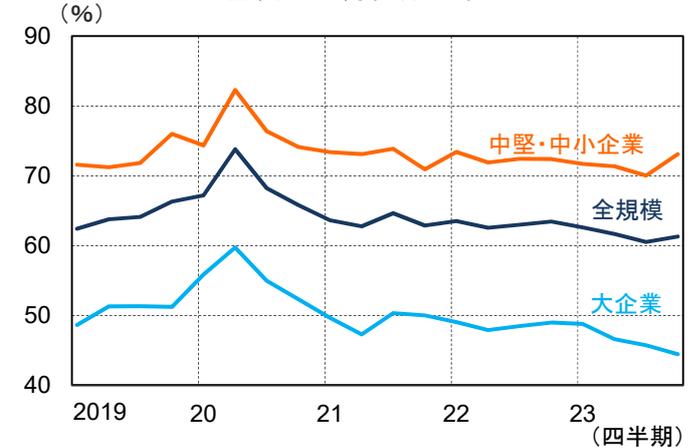
(備考)1. 米国商務省 2. 季節調整は日本政策投資銀行による

図表3-1 日本のデフレーター



(備考)1. 内閣府により日本政策投資銀行作成  
2. 企業収益要因には固定資本減耗と純間接税を含む

図表3-2 労働分配率



(備考)1. 財務省により日本政策投資銀行作成 2. 労働分配率=人件費/(人件費+営業利益+減価償却費) 3. 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 4. 季節調整は日本政策投資銀行による

企業収益の増加に対して賃上げが追いついておらず、労働分配率はコロナ禍で一時的に上昇した後、大企業を中心に低下基調にある(図表3-2)。足元では人手不足感が強まる中、賃上げムードが高まっており、今後の上昇余地が残されている。

4. 企業収益は好調も、賃上げへの波及は限定的

企業の業績は20年にコロナで落ち込んだ後、供給制約の緩和や人流の回復、価格転嫁の進展などを背景に、21年以降は好調である。23年10~12月期の法人企業統計では、人件費の増加や支払利息の増加などにより、中堅・中小企業を中心に前期から減少したものの、経常利益は高い水準を維持した(図表4-1)。

図表4-1 企業収益(経常利益)



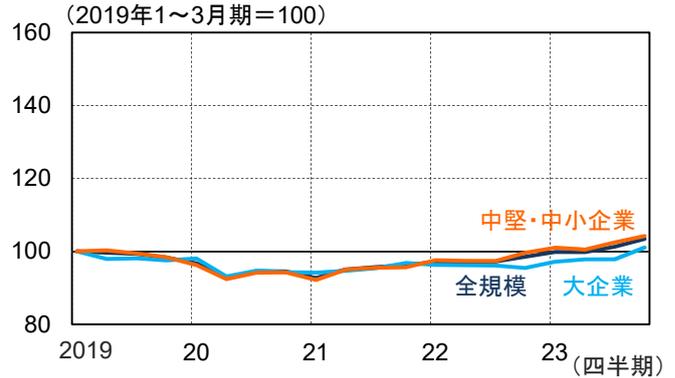
(備考) 1. 財務省により日本政策投資銀行作成 2. 金融保険業を除く全産業 3. 大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金1千万円以上10億円未満 4. 季節調整は日本政策投資銀行による

一方で、人件費は、インフレや足元での人手不足などを背景とした賃上げなどにより、中堅・中小企業を中心に全規模ではコロナ前の水準を回復して増加が続いているが、先行する企業収益の回復と比較すると伸びは小幅にとどまり、企業収益の回復が賃上げに与える影響は足元では限定的である(図表4-2)。

5. 強欲インフレにより景気を下押しする可能性

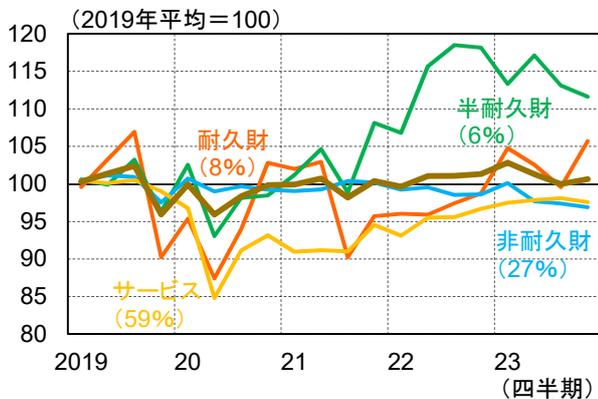
国内消費は20年のコロナによる落ち込みから基調としては回復しているが、23年以降では弱含んでいる。内訳をみると、食料などを含む非耐久財では値上げといったインフレの影響もあり23年初以降は減少している(図表5-1)。

図表4-2 賃金(人件費)



(備考) 1. 財務省により日本政策投資銀行作成 2. 金融保険業を除く全産業 3. 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 4. 季節調整は日本政策投資銀行による

図表5-1 実質消費



(備考) 1. 内閣府 2. ( )内は23年7~9月期の家計最終消費に対するウェイト

図表5-2 生活意識に関するアンケート調査、回答割合(%)



(備考) 1. 日本銀行 2. 「上がる」「上がった」は「かなり上がる/上がった」と「少し上がる/上がった」の合計 3. 「今後1年間の支出にあたって今後の物価を考慮する」は13~15年は年次、16年は半期 4. 2023年12月調査

日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査(23年12月調査)」では、1年前と比べて物価が上がったと感じる人の割合は高止まりしている。今後1年間の支出を考えるにあたって物価を考慮する人の割合も、物価上昇が続いた21年以降、高い水準が続く(図表5-2)。こうした消費マインドの動きをみても、物価高による節約志向が強まり消費を控えるといった懸念が残る。賃金上昇が伴わない強欲インフレ型の物価上昇が続けば消費を通じて景気を下押しする可能性がある。

## 6.消費回復のためには賃上げが求められる

日米欧のデフレーターの変動要因を比較すると、米国や欧州では企業収益の回復が続いた後に、

賃金上昇の動きがみられた(図表6-1)。雇用慣行の違いなどには留意が必要だが、日本でも企業収益の先行回復に続いて、今後は賃金が上昇する可能性がある。

春闘賃上げ率の第1回連合集計は平均5.28%となり、前年(3.80%)を大幅に超える高い伸びとなった(図表6-2)。一方で、約2%の定期昇給を除いたベアは3%程度であり、労働分配率がコロナ前の19年水準に戻るために必要な賃金上昇率と試算される約12%には届いていない。今春だけでなく来年度以降も継続的に企業が賃上げを実施し家計への分配を進めることは、国内消費の拡大を通じて内需の好循環をもたらす点で、望ましいことと考えられる。

図表6-1 足元の日米欧のデフレーター動向

	デフレーター	企業収益要因 (強欲インフレ型)	賃金要因
米国	22年春をピークに伸び鈍化 ↓	値上げが一段と落ち着き伸び鈍化 ↓	労働需給ひっ迫により高止まり ↑
欧州	23年春をピークに伸び鈍化 ↘	値上げの動きが落ち着く ↘	労働需給ひっ迫により高止まり ↑
日本	23年半ばをピークに伸び鈍化 ↘	値上げの動きが広がり上昇 ↑	賃金上昇は緩やか →

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表6-2 春闘賃上げ率



(備考) 1. 厚生労働省、日本労働組合総連合会  
2. 白丸は春闘賃上げ率の第1回集計

©Development Bank of Japan Inc.2024

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部  
Tel: 03-3244-1840  
e-mail(産業調査部): report@dbj.jp