

SCBSHINKIN
CENTRAL
BANK

内外経済・金融動向

No. 28-3

(2016. 9. 16)



信金中央金庫

SCB

地域・中小企業研究所

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7

TEL. 03-5202-7671 FAX. 03-3278-7048

URL <http://www.scbri.jp>

日本の物価動向とその背景

～物価の安定には財・サービスの高付加価値化による所得水準の引上げが必要～

視点

日銀は物価安定の目標2%の実現に向けて金融緩和を強化してきたが、基調的な物価上昇率は想定通りに高まらず、達成時期の見通しは先送りされてきた。物価目標の実現に向けた日銀の金融政策は、金融機関にとって、金利水準の低下に伴う利鞘の縮小や資金運用難、物価上昇による借入企業の収益への影響などを通じて経営状況を大きく左右している。そこで本稿では、日銀の金融政策の判断基準となり、金融機関の収益等へ多大な影響を及ぼす物価の動向について考察してみた。

要旨

- 生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価指数は前年比0.5%の上昇にとどまり(16年7月)、日銀の物価目標である2%を大きく下回っている。教養娯楽サービス・外食・保健医療サービスなど、消費の「モノ」から「コト」へのシフト、インバウンド需要の拡大、高齢化の進展などを反映した品目は価格が上昇している。一方、ガソリン・光熱費等の身近な生活必需品の値下がりが顕著であり、消費者の期待インフレ率の低下に大きく影響した可能性がある。
- 日本の労働市場は完全雇用の状況にあり、労働需給は逼迫しつつある。特に、建設、医療・介護などの技能を要する労働集約的な職業の人材不足が著しい。しかし、労働市場に参入していない就業希望者は412万人に達し、育児環境の改善などで女性や高齢者の労働力を活用できる余地は大きい。足元の労働分配率は約62%であり、企業の雇用人員判断DIから算出した適正水準は約65%である。5%程度の賃上げを実施する余地があり、給与待遇の引上げや労働市場の改善などで労働力人口を押し上げられる可能性がある。
- 名目賃金は、足元、単位当たり付加価値や実質労働生産性の上昇で堅調に推移している。原油安や円高で企業の価格転嫁力は改善した。設備・人員の不足感は非製造業などで強まっており、需給ギャップの引き締まりは、企業の販売価格の引上げに寄与している。
- 金融機関にとって、「量的・質的金融緩和」は貸出の増加で資金運用収益の減少を緩和したが、「マイナス金利」の導入は貸出金利の低下ペースを速め、収益の悪化をもたらしている。
- 物価の持続的な上昇には、購買意欲を掻き立てるような独自性や付加価値の高い財・サービスを供給することで需要を喚起し、就業希望者が働きやすい労働市場への改善や、同一労働同一賃金等の賃金構造の適正化による所得水準の引上げが進むことで、将来の生活不安を解消し、安心して消費・投資できるような環境づくりを推し進める必要がある。

キーワード

消費者物価、期待インフレ率、賃金、価格転嫁力、労働分配率、GDPギャップ

目次

1. 消費者物価の動向～消費者の期待インフレ率は鈍化し、「暮らし向き」は改善へ
 - (1) 問題意識
 - (2) 消費者物価指数の動向～足元は円高・エネルギー価格の下落で弱含み
 - (3) 消費者物価の主な上昇・下落品目と消費者の期待インフレ率
2. 雇用と賃金の動向～人材不足や生産性向上と高付加価値化で賃金は堅調
 - (1) 雇用の動向～人材不足が懸念されるが、潜在的な労働力の活用余地大
 - (2) 適正な労働分配率と賃金水準～人材不足解消のために平均5%程度の賃上げ余地
 - (3) 賃金の動向～生産性の向上と単位当たり付加価値の高まりで賃金は堅調
3. 企業の物価見通し～販売価格と需給バランスの関係
 - (1) 企業の物価見通し～製造業で低く、需要拡大が見込めるサービス業で高い
 - (2) 企業規模別製造業の価格転嫁力～円高・原油安で交易条件は改善へ
 - (3) 販売価格と需給バランス～価格引上げには需要喚起と供給力の合理化が必要
4. 物価上昇率2%目標に伴う金融機関への影響
5. おわりに

1. 消費者物価の動向～消費者の期待インフレ率は鈍化し、「暮らし向き」は改善へ

(1) 問題意識

政府と日銀は13年1月、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のために政策連携を強化し、物価安定の“目標”を『消費者物価指数前年比上昇率2%』と定め、日銀は早期にこの目標を実現させると公約した。同年3月に黒田日銀体制が発足、4月に「量的・質的金融緩和」を決定し、物価目標の達成期間を2年程度とした。しかし、足元、実現時期が「17年度中」へ先延ばされており、達成期間が4～5年にまで延長されている。

日本の物価上昇率が日銀の想定通りに高まらないことなどを背景に、日銀は14年10月に追加金融緩和(マネタリーベース増加額の引上げ(年60～70兆円→80兆円)等)、16年1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」などを決定してきた。

日銀は物価目標の実現に向けて金融緩和を強化してきたが、金融機関にとっては、金利水準の低下に伴う利鞘の縮小や資金運用難、物価上昇による借入企業の収益への影響などで経営状況が左右されるおそれがある。そこで本稿では、日銀の金融政策の判断基準となり、金融機関の収益等へ多大な影響を及ぼす物価の動向について考察してみた。

(2) 消費者物価指数の動向～足元は円高・エネルギー価格の下落で弱含み

日銀は、総務省統計局が公表している『消費者物価指数』の総合ベースの前年比上昇率が2%になることを目標にしている。しかし、総合ベースは、天候などの予測しがたい要因に左右される生鮮食品を含んでいるため、各政策委員の物価見通しは、**生鮮食品を除くベース(コア)**の消費者物価指数で作成される。また、日銀は、消費者物価の基調的な変動を把握するため、**生鮮食品・エネルギーを除くベース(日銀版コア¹)**を独自に算出して参考にしている。なお、総務省統計局は、**食料(除く酒類)・エネルギーを除くベース(米国型コア、コアコア)**を公表している。

¹ 生鮮食品・エネルギーを除く総合を日銀版コアコアと呼ぶこともある。

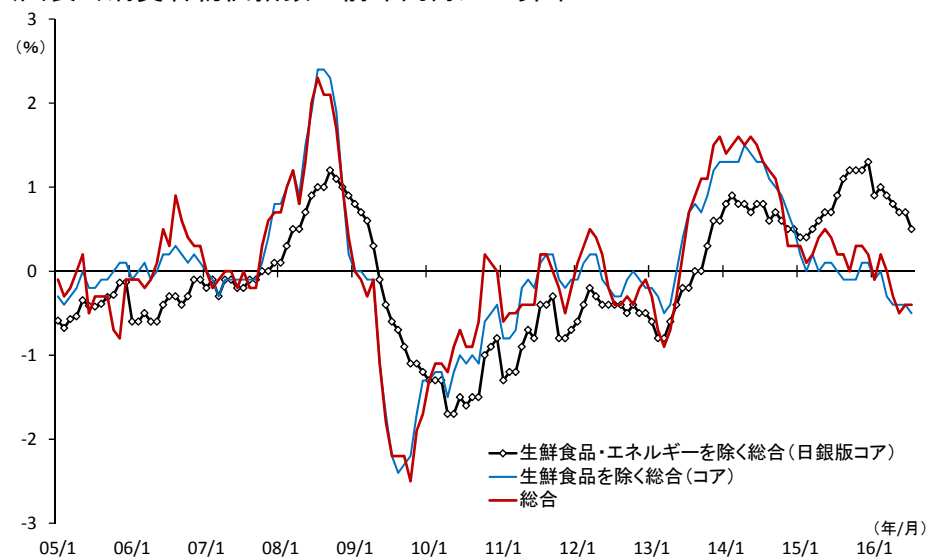
消費者物価指数(総合ベース)の動向をみると、13年半ばから前年比プラスで推移していたが、14年度下期の原油価格の急落、新興国経済や国内消費の弱含みなどを背景に上昇率は鈍化し、16年度に入ってからマイナス基調で推移している(図表1)。16年7月は前年比0.4%下落した。

一方、生鮮食品・エネルギーを除く総合(日銀版コア)は、16年に入ってから上昇率が低下しているものの、前年比プラスを維持している。16年7月の前年比上昇率は0.5%である。15年以降、エネルギー価格の低下を反映して、総合ベースを日銀版コアの上昇率が上回っており、かい離幅は拡大した。

実際、総合ベースの前年比上昇率を寄与度でみると(図表2)、原油価格や為替相場の動向に左右されやすいエネルギーの影響を強く受けていることが分かる。

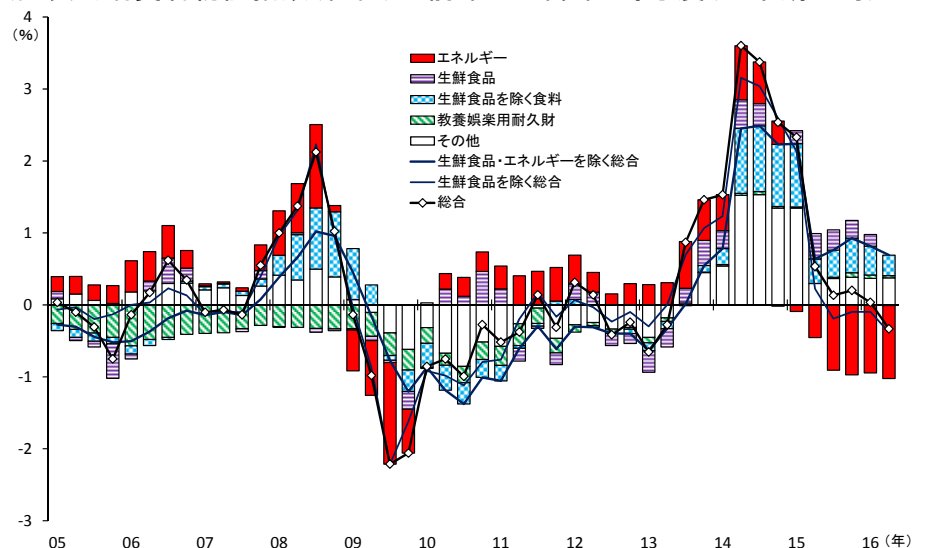
リーマン・ショックから回復した10年度以降はエネルギーが総合ベースの前年比上昇率の押し上げ要因になっていたが、新興国などの景気減速で15年に入ってから押し下げ要因に転じた。16年春頃から原油価格は持ち直しているが、エネルギーは16年4～6月に約1.0%ポイントの低下に寄与している。一方、13年以降、「大胆な金融緩和」などを反映した円安進行や国際商品市況の上昇などで食料品の原材料価格が高まり、景気回復を背景に販売価格へのコスト転嫁が徐々に浸透したことで、食料(除く生鮮食品)が押し上げに寄与した。また、今まで、映像・音響機器や情報通信機器などの教養娯楽用耐久財が技術進歩等による品質向上もあって価格の下落が顕著だったが、円安等による部品価格の上昇などを受けて下げ止まる局面も見受けられた。次節では、品目別に足元の価格変動についてみることにする。

(図表1)消費者物価指数の前年同月上昇率



(備考)1.消費税率引上げの影響を除く。基準改定に伴う断層が5年毎生じている点に留意を要する。
2.総務省統計局『消費者物価指数』、日本銀行『基調的なインフレ率を捕捉するための指標』より作成

(図表2)消費者物価指数(総合)の前年比上昇率・寄与度(四半期平均)



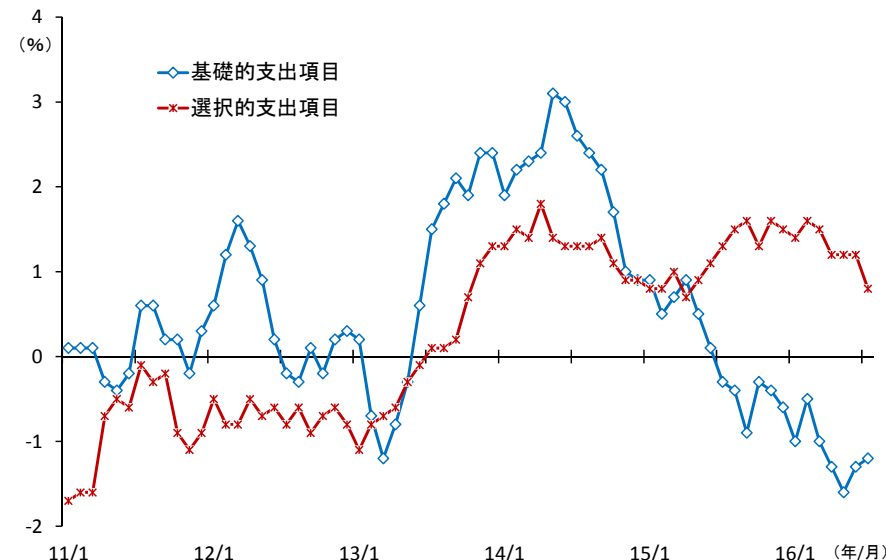
(備考)1.消費税率引上げの影響は除いていない。基準改定に伴う断層が5年毎生じている点に留意を要する。前年比は接続指数に基づいて計算した。
2.総務省統計局『消費者物価指数』より作成

う基準があり、このような品目は「基礎的支出項目」に分類される。所得水準が変動し、世帯の消費支出総額が増減したとしても、「基礎的支出項目」の品目は支出額が大幅に変動しないことを意味しており、生活に必要不可欠な品目であるとみなすことができる。

図表5は、「基礎的支出項目」と、贅沢品などの支出弾力性が1以上の「選択的支出項目」の物価上昇率の推移である。生活必需品である「基礎的支出項目」は、15年下期に入ってから前年比マイナスで推移しており、16年7月は▲1.2%であった。一方、贅沢品などの「選択的支出項目」は0.8%上昇しており、両者のかい離幅は2.0%ポイントに達する。消費者にとって身近な財・サービスが低下基調で推移していることから、消費者は物価の下落傾向を強く感じ取っていると推測される。

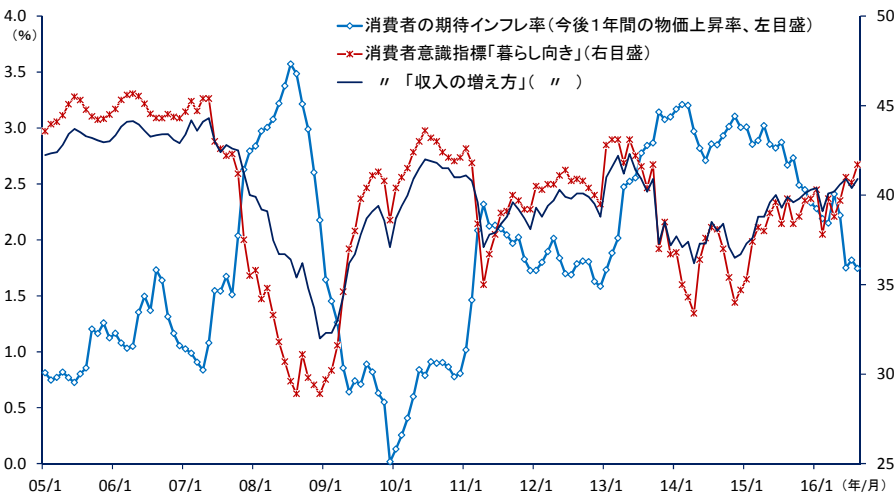
図表6は、消費者に対する「物価見通し」と「暮らし向き」「収入の増え方」に関する意識調査の結果である。足元、生活必需品の価格低下が鮮明になるに従って、消費者の期待インフレ率も鈍化していることが分かる。インフレ見通しが低下する一方で、「暮らし向き」は改善基調にあり、期待インフレ率と暮らし向きは逆方向に変動する傾向がある²。消費者が「物価上昇率が上がる」と感じる度合いが強まるに連れて、①家計の支出負担の増大に対する懸念が高まる、②原材料・燃料価格の高騰等で価格転嫁力が弱い企業の収益が悪化するため「収入の増え方」に期待が持てなくなるなどの理由で、「暮

(図表5)消費者物価の基礎的支出・選択的支出項目別の前年比上昇率



(備考) 1.消費税率引上げの影響を除く。基準改定に伴う断層が5年毎生じている点に留意を要する。
2.基礎的支出項目は支出弾力性が1未満、選択的支出項目は支出弾力性が1以上の品目
3.総務省統計局『消費者物価指数』より作成

(図表6)消費者の期待インフレ率と「暮らし向き」「収入の増え方」



(備考) 1.期待インフレ率は、「日頃よく購入する品物の価格」に関する今後1年間の物価上昇率見通しの回答割合に、▲5%以下は▲5%、▲2~5%は▲3.5%、▲2~0%は▲1%、変わらないは0%、0~2%は1%、2~5%は3.5%、5%以上は5%を掛けて足し合わせた数値とした(「分からない」は除いた)。消費税等の諸税を含むベース
2.「暮らし向き」と「収入の増え方」は、今後半年間と今との比較。数値が高いほど「良くなる」「大きくなる」の傾向が強いことを示している。
3.総世帯・原数値。07年4月、13年4月に調査方法を変更しており、07年3月以前の消費者意識指標は当研究所の推計値である。
4.内閣府『消費動向調査』より作成

² 過去10年間における「暮らし向き」(06年9月~16年8月)と期待インフレ率(06年6月~16年5月)の相関係数は▲0.6704と負の関係があり、期待インフレ率より「暮らし向き」を3か月遅らせると相関係数の絶対値が高くなる。

らし向き」に対する先行きの見通しが悪化するおそれがある。期待インフレ率が高まる局面で「収入の増え方」や「暮らし向き」が改善するという傾向はこの10年間では見受けられず、むしろ期待インフレ率の高まりによって家計の節約志向が強まるなど、消費支出が抑制されてしまう可能性は否定できない。

2. 雇用と賃金の動向～人材不足や生産性向上と高付加価値化で賃金は堅調

(1) 雇用の動向～人材不足が懸念されるが、潜在的な労働力の活用余地大

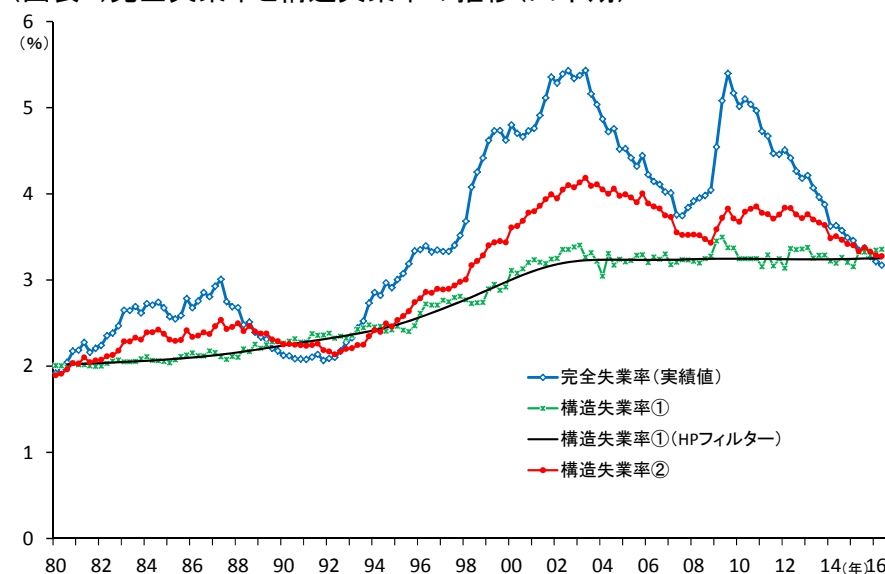
消費者物価の基調的な上昇率が鈍化しており、足元の16年7月の日銀版コアが前年比0.5%にとどまる背景に、雇用環境が良好にもかかわらず、賃金の上昇率が緩慢であることが一因であるという見方がある。そこで本節では、雇用環境を概観することにする。

雇用環境は、有効求人倍率が16年7月に1.37倍と約25年ぶりの高水準に達しており、完全失業率は3.0%で1995年5月以来の低水準に改善している(図表7)。

景気拡大(後退)局面では、企業が必要としている人員数を満たせていない割合である欠員率が上昇(低下)する一方、企業の採用が進展(停滞)することで雇用失業率は低下(上昇)する負の相関関係がある(UV曲線)。欠員率と雇用失業率が等しくなる水準は構造失業率と呼ばれ、労働市場が均衡する状態とみなされる。図表7をみると、16年に入ってから、完全失業率は3.0~3.3%で推移しており、構造失業率(3.3%程度)を下回る水準にまで低下していることが分かる。実際の失業率が構造失業率の水準にまで低下すると、需要不足による景気循環的な要因に伴う失業者が解消され、労働需給が逼迫し、賃金水準の引上げ圧力が高まるものと推測される。

図表8は、職業別の有効求人倍率(16年7月)である。高齢化を背景に、医師・家庭生活支援サービス・介護サービス等の医療・介護関連や建設躯体工事(型枠工・とび工・鉄筋工等)・建築技術者(現場監督等)・建設・土木等の建設関連、IT化の進展で情報処理・通信技術者、インバウンド需要の拡大で接客・給仕・飲食物調理・自動車運転などの職種で倍率が高かった。労働集約的で機械化等による省力化が困難な分野で、技能・体力・専門知識が必要な職業の人材不足が顕著である。賃金の引上げに加え、技能習得支援制度が充実し、IT等の活用で就職情報が入手しやすくなるなど、労働市場の

(図表7)完全失業率と構造失業率の推移(四半期)



(備考)1.構造失業率①は、雇用失業率(対数)を欠員率(対数)、離職率、1期前の雇用失業率(対数)、80~95年ダミー、00~16年ダミーで推計し、雇用失業率=欠員率となる水準の失業率として算出した。マーカーなし実線はHP(HodrickPrescott)フィルターで平滑化した数値
2.構造失業率②は、失業率(U)と欠員率(V)の推移が均衡点近傍で安定していた90~93年のUV曲線の関係に基づいて、U=Vとなる水準の失業率として算出した。
3.総務省統計局『労働力調査』、厚生労働省『一般職業紹介状況』、『毎月勤労統計調査』より信金中金 地域・中小企業研究所が算出・作成

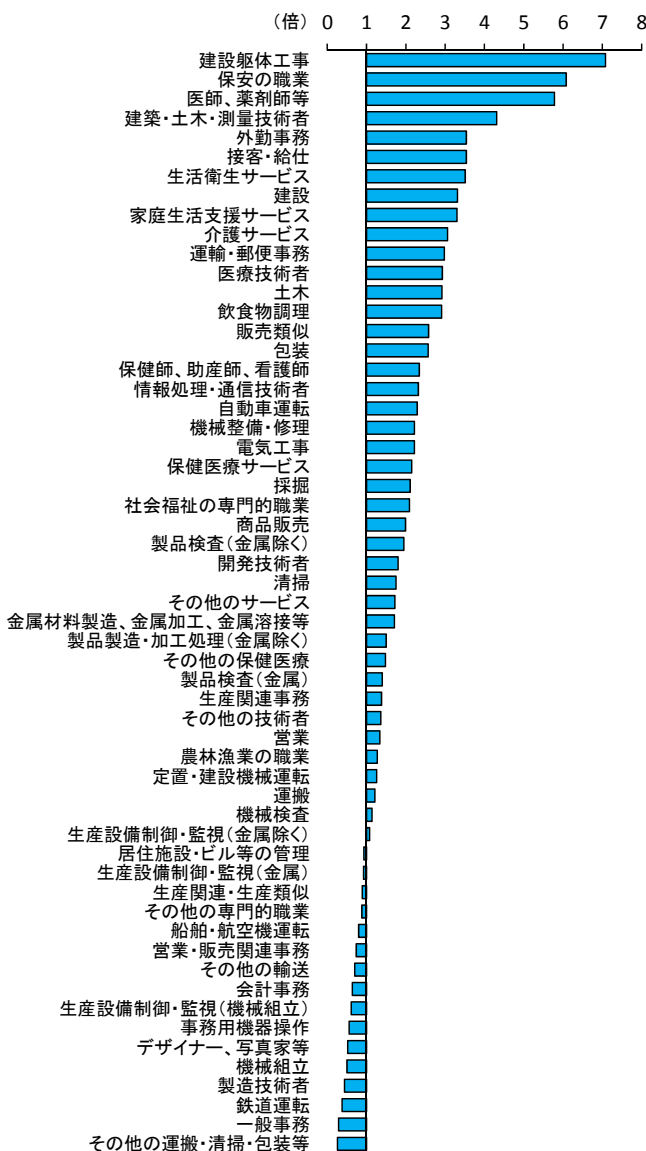
マッチング機能が高まれば、失業率や欠員率が低下する余地がある。

また、賃金水準の上昇や女性・高齢者の就業環境の改善が進展すれば、労働市場への参入が増え、生産年齢人口(15~64歳)が減少する中でも、労働力人口(就業者+完全失業者)が増加する可能性がある。

現役世代に当たる生産年齢人口はすう勢的な減少が見込まれるが、高齢者や女性の労働市場への参入で、労働力人口の対生産年齢人口比は12年の81%台から、16年7月には87.5%へと急速に上昇した(図表9)。「団塊の世代(1947~49年生まれ)」が65歳に到達したこともあり、年齢・性別で幅広い層の労働力が活用され始めている。労働力人口は、生産年齢人口とほぼ呼応して90年代後半から減少し、98年の約6800万人から12年には約6546万人へ250万人程度減少した。しかし、13年に入ってから増加基調に転じており、足元の16年7月は6677万人と、労働力人口は3年程度で100万人超増加している。

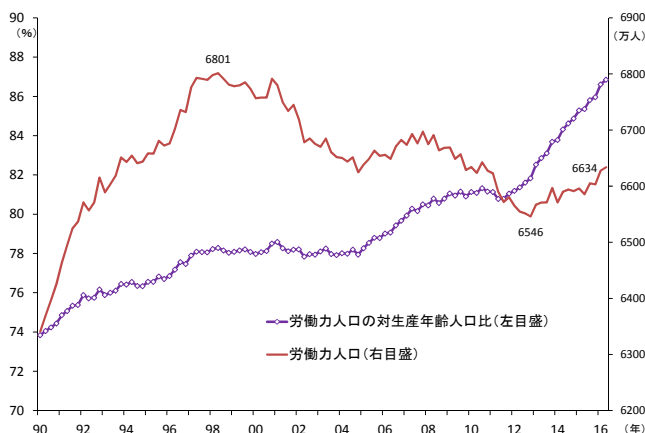
また、15年の完全失業者数は222万人だったが、働かずに求職活動もしなかった非労働力人口に該当する者のうち、就業を希望している者は、育児期の女性や高齢者を中心に412万人に達する(図表10)。これらの就業希望者が労働市場に一斉に参入したと仮定すれば、完全失業率(15年)が3.4%から9.1%へ一時的に押し

(図表8)職業別の有効求人倍率(16年7月)



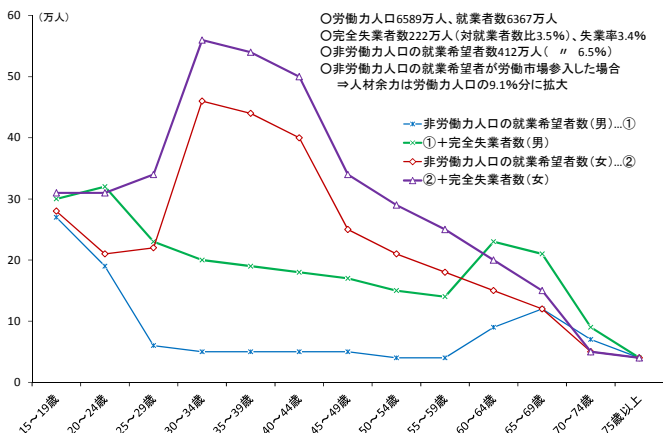
(備考)厚生労働省『一般職業紹介状況』より作成

(図表9)労働力人口の推移(四半期平均)



(備考)総務省統計局『労働力調査』より作成

(図表10)年齢別就業希望者数・完全失業者数(15年)



(備考)総務省統計局『労働力調査』より作成

上げられる規模に相当し、給与水準や労働環境の改善によって潜在的な労働力を活用できる余地は大きい。「団塊の世代」は労働市場から徐々に退出するものの、保育所・介護施設の整備、人材紹介市場の改善、技能習得・資格取得等の雇用支援制度の拡充などが進展すれば、労働力人口は底堅く推移する公算が高い。

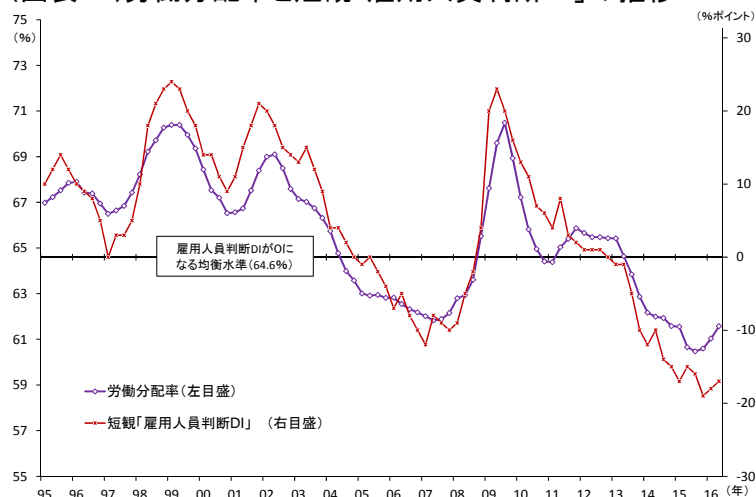
(2) 適正な労働分配率と賃金水準～人材不足解消のために平均5%程度の賃上げ余地

日本の労働市場は完全雇用の状態にある可能性があり、企業の人材不足感が強まっている。日銀短観「雇用人員判断DI」（「過剰」－「不足」、全産業全規模）は、13年に入ってから「不足」が「過剰」を上回り、15年12月調査で▲19にまで低下している（図表11）。企業が生み出した付加価値額に占める人件費の割合を示す労働分配率（金融・保険業を除く全産業・全規模）も、12年には65%台に達していたが、15年には60%台にまで低下した（図表11）。労働分配率の推移を雇用人員判断DIで説明する推計式に基づいて、雇用が均衡する（「不足」と「過剰」が等しくなる）労働分配率を算出すると、64.6%であった。

企業収益の改善を背景に、労働生産性（1人当たりの付加価値額）は増加してきたが、賃金水準（1人当たり人件費）の増加テンポは緩慢であり（図表12）、企業の人材不足の解消も停滞している。直近1年間の平均的な労働生産性は801万円、賃金水準は493万円であったので、労働分配率は61.5%である。労働分配率の均衡水準である64.6%までには、賃金水準を4.9%引き上げて517万円にする余地がある。雇用を増やしても現状の労働生産性を維持できる状況であるとすれば、5%程度の賃上げを実施することで、労働市場への参入が促され、人材不足が緩和する可能性がある。

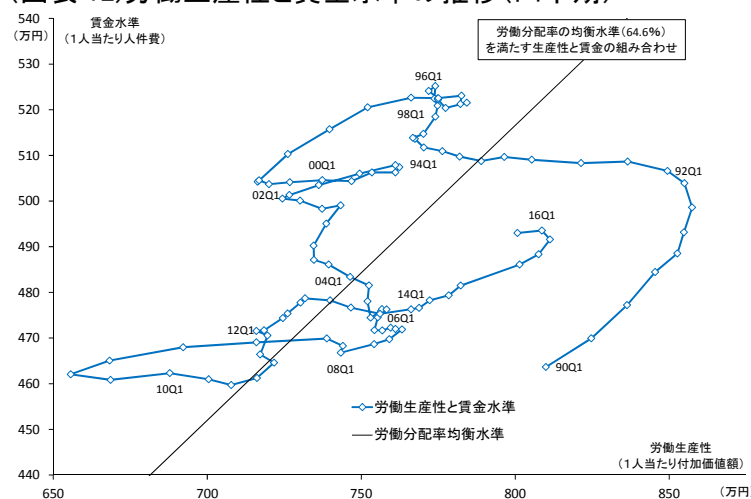
ただ、足元、消費税率引上げ後の個人消費の回復力の弱さや円高・新興国経済

(図表11)労働分配率と短観「雇用人員判断DI」の推移



- (備考) 1.全規模・全産業(労働分配率は金融・保険業を除く)
 2.労働分配率＝人件費÷付加価値額。付加価値額＝人件費＋経常利益＋減価償却費＋支払利息等とした。各費用項目を直近4四半期合計してから算出した。
 3.労働分配率の均衡水準は、労働分配率を雇用人員判断DIで説明する推計式を算出し、雇用人員判断DIが0となる水準の労働分配率とした(推計期間はバブル崩壊後の94年1-3月期～16年4-6月期)。
 4.雇用人員判断DIは、「過剰」と回答した割合－「不足」と回答した割合
 5.財務省『法人企業統計季報』、日本銀行『全国企業短期経済観測調査』より信金中金 地域・中小企業研究所が算出・作成

(図表12)労働生産性と賃金水準の推移(四半期)



- (備考) 1.全規模・全産業(除く金融・保険業)
 2.労働生産性と賃金水準は、各々、直近4四半期合計の付加価値額と人件費を直近4四半期平均の人員計で割った数値
 3.財務省『法人企業統計季報』、日本銀行『全国企業短期経済観測調査』より信金中金 地域・中小企業研究所が算出・作成

の減速に伴う先行き不透明感の高まりなどで、企業収益や付加価値額が鈍化する懸念があり、企業が賃上げを実施する環境が後退するおそれがある。

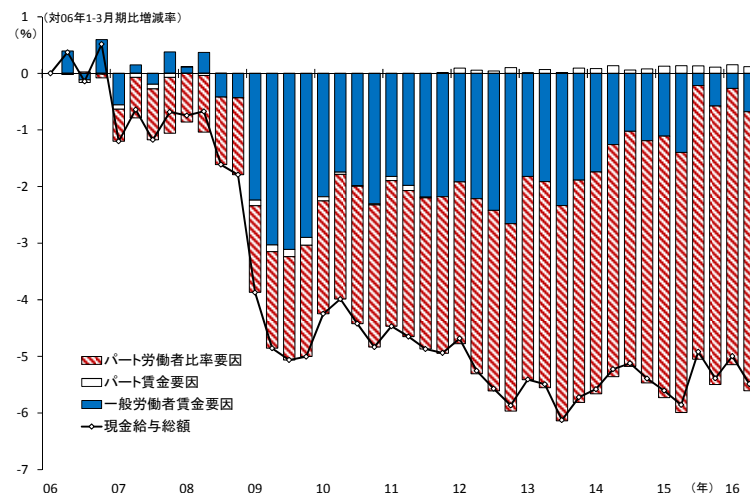
(3) 賃金の動向～生産性の向上と単位当たり付加価値の高まりで賃金は堅調

1人当たりの月間現金給与総額をみると、16年7月(速報)は前年比1.4%増の37万3,808円となった。14年春頃から、おおむね前年水準を上回る推移が続いている。過去10年間の推移をみると、人件費抑制のための非正規雇用の活用やリーマン・ショックなどの景気後退期における一般労働者の賃金削減で07～09年にかけて大幅に1人当たり月間現金給与総額が減少した(図表13)。足元(16年4～6月期)、06年1～3月期と比べて5.5%少ない状態である。給与水準が低いパートタイム労働者の比率の高まりによる平均的な賃金水準の押下げ圧力は続いている。しかし、一般労働者の給与は13年頃から上昇基調で推移し、15年後半からは10年前の水準に迫りつつある。また、(株)リクルートジョブズ調査のアルバイト・パートの平均時給は、足元(16年7月)、前年比2.0%上昇して13年7月から37か月連続のプラスとなり、人手不足を背景にすう勢的に加速している(図表14)。給与水準が低いパート等の賃金上昇は、日本全体における平均的な所得水準の押上げ効果としては小幅にとどまると見込まれるが、先行き、人材不足に伴う非正規雇用の正規化、

同一労働同一賃金の実現への動き、最低賃金引上げに伴う時給の底上げなどで、パートタイム労働者の所得環境が改善すれば、労働需給の緩和につながる可能性がある。

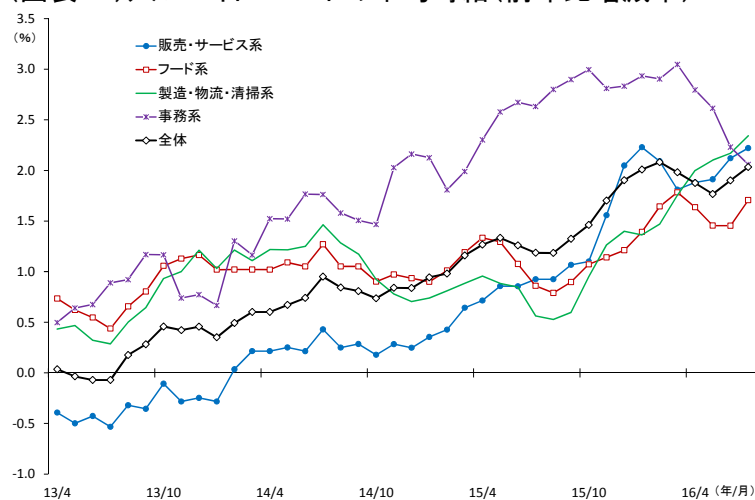
日本全体における名目賃金(雇用者報酬÷(就業者数×労働時間))の推移は、実質労働生産性(実質GDP÷(就業者数×労働時間))×単位労働コスト(雇用者報酬÷実質GDP)に分解することができる。さらに、単位労働コストは、労働分配率(雇用者報酬÷名目GDP)×単位当たり付加価値(名目GDP÷実質GDP=GDPデフレーター)に分けられる。生産性の向上などで同じ就業者数・労働時間でより多くの数量の財・サービ

(図表13)1人当たり現金給与総額の過去10年間の推移



(備考)1.調査産業計、5人以上の事業所。当研究所による季節調整値の四半期平均の対06年1-3月期比増減率
2.厚生労働省『毎月勤労統計調査』より信金中金 地域・中小企業研究所が算出・作成

(図表14)アルバイト・パートの平均時給(前年比増減率)



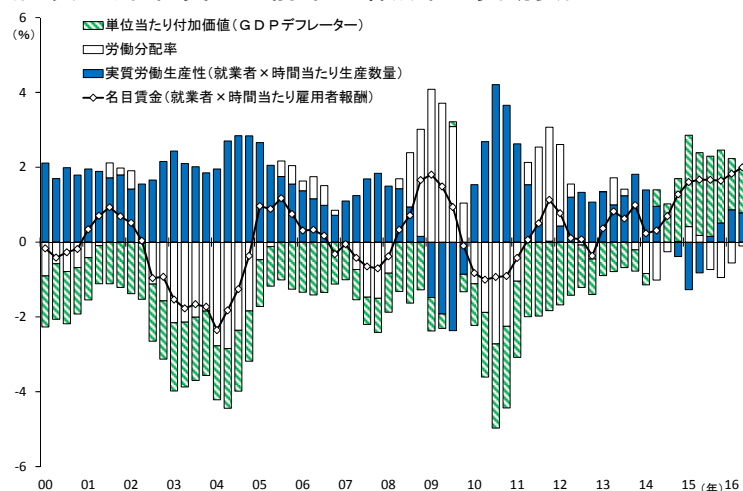
(備考)1.アルバイト・パートの募集時平均時給。三大都市圏(首都圏・東海・関西)
2.直近3か月平均の前年比増減率
3.(株)リクルートジョブズ『アルバイト・パート募集時平均時給調査』のデータより信金中金 地域・中小企業研究所が加工して作成

スを提供できるようになったり、財・サービスの高付加価値化や原材料価格の低下が進むなど、労働者に対する付加価値の配分を増やせる環境になれば、名目賃金は引き上げられる。

名目賃金の前年比増減率の変動要因をみると、おおむね実質労働生産性が改善基調で推移する一方、単位当たり付加価値は低下するパターンが定着化していた(図表15)。しかし、14年度に入ってからは、消費税率の引上げや仕入コスト上昇の販売価格転嫁の浸透、原油価格の下落などを反映して、単位当たり付加価値が上昇している。「経済の好循環実現に向けた政労使会議」

における賃上げ合意等を背景としたベースアップの実施などで単位当たり雇用者報酬(単位労働コスト)は押し上げられ、名目賃金は前年の水準を上回る推移が続いた。15年以降は上昇率が前年比1.5~2.0%を維持している。16年上期は消費税率引上げ後の個人消費の回復力の弱さなどで販売価格は弱含んでいるが、円高による原材料価格の低下で単位当たり付加価値が押し上げられ、実質労働生産性も改善していることが名目賃金を下支えしている。消費者や企業が先行きに対して適度なインフレ率を予想するようになるためには、実質労働生産性の向上や付加価値の高い財・サービスの供給を進め、賃金が持続的に上昇するという確信を高め、個人消費などを促進させる必要があろう。

(図表15)名目賃金の前年比増減率の変動要因



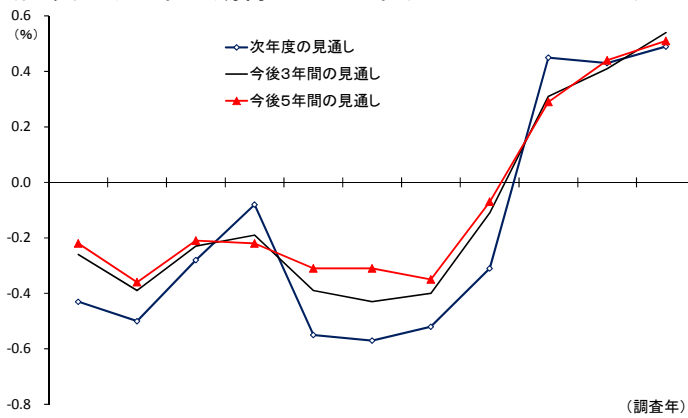
(備考)1.名目賃金(雇用者報酬(国内)÷(就業者数×労働時間))=実質労働生産性(実質GDP÷(就業者数×労働時間))×労働分配率(雇用者報酬(国内)÷名目GDP)×単位当たり付加価値(GDPデフレター)として算出した。直近4四半期平均の前年比増減率
2.内閣府『四半期別GDP速報』、厚生労働省『毎月勤労統計調査』、総務省統計局『労働力調査』より信金中金 地域・中小企業研究所が算出・作成

3. 企業の物価見通し～販売価格と需給バランスの関係

(1) 企業の物価見通し～製造業で低く、需要拡大が見込めるサービス業で高い

日銀は、物価安定の目標2%の実現には、企業などの先行きのインフレ率見通しが高まるのが重要だと指摘している。内閣府『企業行動に関するアンケート調査』では、名目と実質の経済成長率に関する企業の見通しを調査しており、その成長率の差は企業が予想している将来的なインフレ率とみなすことができる。図表16をみると、「量的・質的金融緩和」導入前の13年1月調査までは中期的なインフレ率見通しがマイナス圏で推移していたが、14年1月調査以降はプラスを維持している。16年1月調査では、企業は中期的に0.5%程

(図表16)企業の期待インフレ率(GDPデフレター)



(備考)1.名目経済成長率見通し-実質経済成長率見通しとして算出した。
2.毎年1月に調査するため、次年度の見通しは調査年の4月から開始する年度を指す。今後3年、今後5年は年度平均
3.内閣府『企業行動に関するアンケート調査』より作成

度のインフレ率を予想している。

しかし、足元では、企業の物価上昇率見通しは鈍化している。日銀短観による「企業の物価見通し」を見ると、物価全般(消費者物価)の1年後の前年比上昇率は、14年～15年前半までは1.4～1.5%で推移していたが、15年後半から減速し始め、16年6月調査では0.7%に低下している(図表17)。3年後と5年後の見通しは共に1.1%であり、中期的にも期待インフレ率は1.0%程度にとどまる。日銀黒田総裁は、物価安定の目標2%の実現を阻害している要因として、企業や家計の物価見通しが、原油価格の下落、消費税率引上げ後の需要の弱さ、新興国経済の減速や国際金融市場の不安定化などで鈍化したことを上げている。

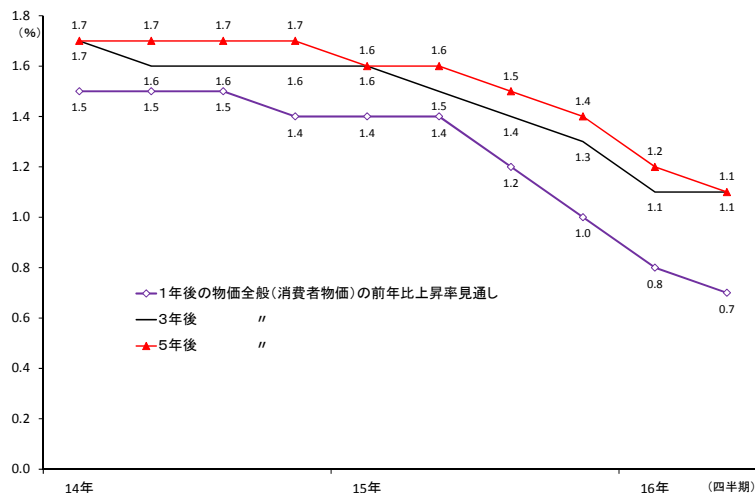
業種別に足元(16年6月調査)における製品・サービスの1～5年後の販売価格の変化率見通しをみると、原材料の価格変動の影響を受けやすい石油・石炭製品や食料品製造業、20年の東京五輪開催やインバウンドの増加などに伴う需要拡大効果が波及する建設・同資材製造業、宿泊・飲食サービス、小売などは相対的に高めの見通しを立てている(図表18)。しかし、製造業全体では上昇率(年率平均)がほぼ横ばい、非製造業全体では0.3～

0.4%であり、全産業は0.2～0.3%で価格に対する見通しが弱い。国際的な企業間競争が熾烈な電気機械や輸送用機械等の加工組立型製造業などの多くの企業は、中期的に販売価格の明確な引上げを実施できる環境が整わないと見込んでいることが分かる。

(2) 企業規模別製造業の価格転嫁力～円高・原油安で交易条件は改善へ

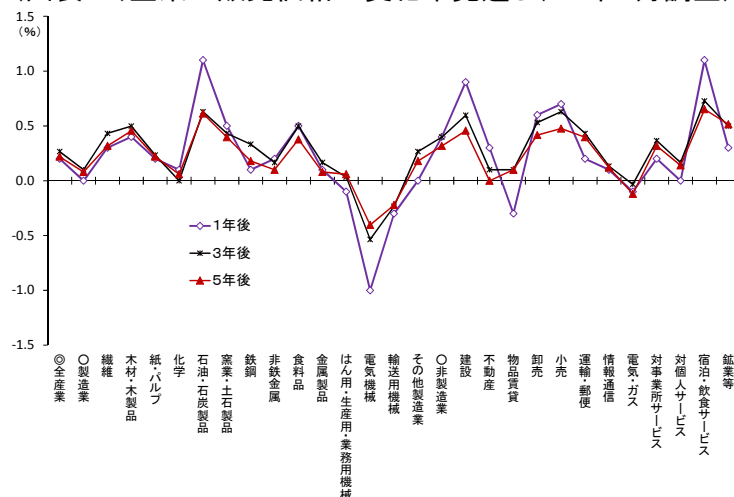
前節で、企業の販売価格の予想を見たが、特に製造業は中期的に明確な上昇を見込んでいないことが分かった。円高・原油安などが企業の期待インフレ率を鈍化させた一因と考えられるが、輸入品価格の低下は、製造業にとって販売価格の引下げ圧力になるデ

(図表 17)企業の物価全般(消費者物価)の上昇率見通し



- (備考) 1.全規模・全産業。消費税などの制度変更の影響を除いた物価全般(消費者物価指数をイメージ)の前年比に関して、1年後、3年後、5年後の見通しを質問している。
 2.上昇率見通しは、各選択肢の値(例えば、「+5%程度」であれば「+5%」、「+6%程度以上」であれば「+6%」と仮定)を各構成比(「イメージを持っていない」を除く)でウェイト付けした加重平均値とした。
 3.日本銀行「全国企業短期経済観測調査」「企業の物価見通し」より作成

(図表 18)企業の販売価格の変化率見通し(16年6月調査)

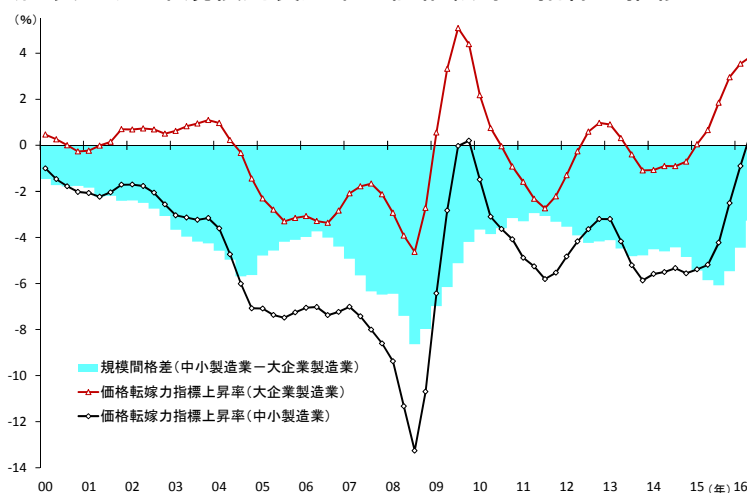


- (備考) 1.消費税などの制度変更の影響を除いた販売価格について質問している。現在の価格水準と比べた1年後、3年後、5年後の変化率を質問しているため、3年後、5年後は当研究所で年率平均に変換した。
 2.変化率見通しは、図表 17と同様の方法で算出した。
 3.日本銀行「全国企業短期経済観測調査」「企業の物価見通し」より作成

メリットがある一方、仕入コストの低下を通じて収益の改善をもたらすメリットもある。

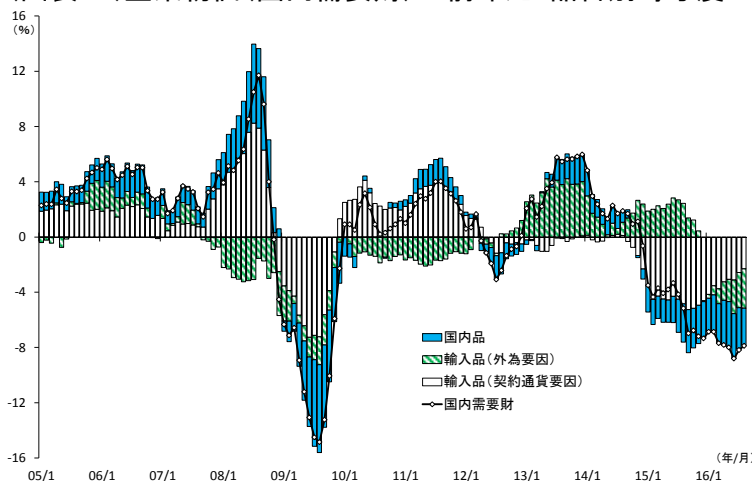
図表 19 は、日銀短観の販売価格DIと仕入価格DIに基づいて算出した、製造業の企業規模別「価格転嫁力指標」の推移である。価格転嫁力指標とは、売上高から材料費を差し引いた付加価値額が、仕入価格と販売価格の変化に伴って何%変化するのかを表している。具体例を示すと、売上高に対する材料費の比率が40%の場合、仕入価格が10%上昇すれば、販売価格を4%引き上げると完全に仕入コストの増加分を転嫁でき、付加価値額の増減率(価格転嫁力指標)はゼロ%になる。アベノミクスによる「大胆な金融緩和」実施後の円安進行で燃料・原材料などとして需要される輸入品の価格が上昇し(図表 20)、価格転嫁力指標は13年に悪化した。その後、原油価格の下落などで大企業製造業は15年以降、中小製造業は16年度に入ってから前年を上回る水準に回復しており、企業規模間の格差も縮小している。足元、円高等で仕入価格の上昇率が販売価格を上回るペースで大幅に減速したため、価格面は付加価値額の増加に寄与している。企業の期待インフレ率が鈍化している一方で、燃料や原材料等の仕入コストは減少しており、企業の交易条件(販売価格÷仕入価格)は改善していると見込まれる。

(図表 19)企業規模別製造業の価格転嫁力指標の推移



(備考) 1.日本銀行『企業物価指数』と『短観』の「仕入価格」「販売価格」判断DIを用いて修正カルソン・パーキン法によって仕入価格・販売価格上昇率を推計した。算出方法は鎌田・吉村(2010)『企業の価格見通しの硬直性: 短観DIを用いた分析』に基づいている。算出した仕入価格・販売価格上昇率と売上高材料費比率を用いて付加価値額の増減率を推計した。
2.後方4四半期の前期比を掛け合わせて前年比に換算した上昇率
3.日本銀行『企業物価指数』、『全国企業短期経済観測調査』などより信金中央金庫・地域・中小企業研究所が算出・作成

(図表 20)企業物価(国内需要財)の前年比・品目別寄与度



(備考) 1.消費税を含んでいない。
2.輸入品(外為要因)前年比=輸入品(円ベース)前年比-輸入品(契約通貨ベース)前年比として算出した。
3.日本銀行『企業物価指数』より作成

(3) 販売価格と需給バランス～価格引上げには需要喚起と供給力の合理化が必要

企業の価格転嫁力が改善しているとはいえ、その主因は原材料等のコスト負担の軽減という外生的で受身的な側面が強かった。企業が前向きな投資などに踏み切るなど、自律的な経済成長を成し遂げ、物価が持続的に上昇していくためには、企業が価格を引き上げても需要の維持・拡大が見込める確証を持てるようになる必要がある。

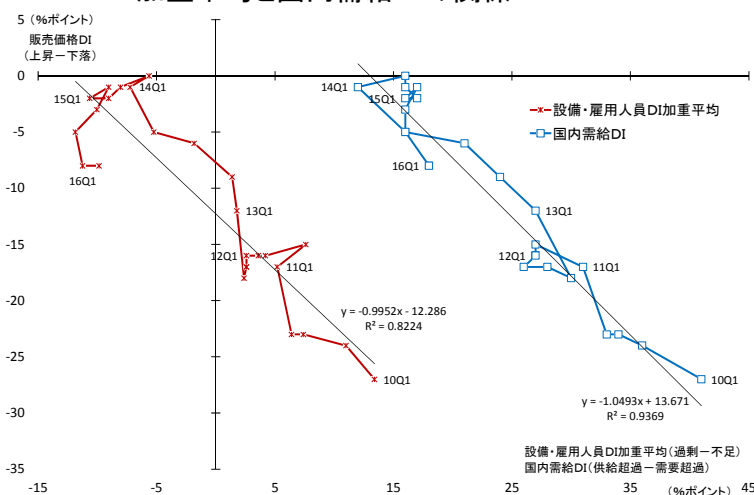
日銀短観の販売価格DIに対する設備・雇用人員判断DI加重平均と国内需給DIの

散布図をみると(図表 21)、設備・雇用人員や財・サービスの需給バランスが不足・需要超過(過剰・供給超過)になると、販売価格の上昇(下落)傾向が強まるという関係が成り立っていることが分かる。需給が逼迫(緩和)すれば、企業は価格の引上げ(引下げ)を実施するタイミングが訪れたと判断する可能性が高い。

業種別の設備・雇用人員判断DI加重平均について「量的・質的金融緩和」導入前(13年3月調査)と足元(16年6月調査)の水準を見ると(図表 22)、過剰感が強かった鉄鋼・非鉄金属・紙パルプ・繊維等の素材型や機械関連などの製造業で設備・人員の余剰が解消してきており、総じて需給ギャップは需要超過の方向へ進展した。水準自体はインバウンドの増加、都市再開発や災害関連・インフラ整備等の建設需要の高まり、高齢化に伴う医療福祉・在宅サービスなどの利用増加や技能者不足・後継者難などを背景に、労働集約的な宿泊・飲食サービス業、対個人サービス業、建設業、運輸業などの非製造業で設備・人員の不足感が強いことが分かる。

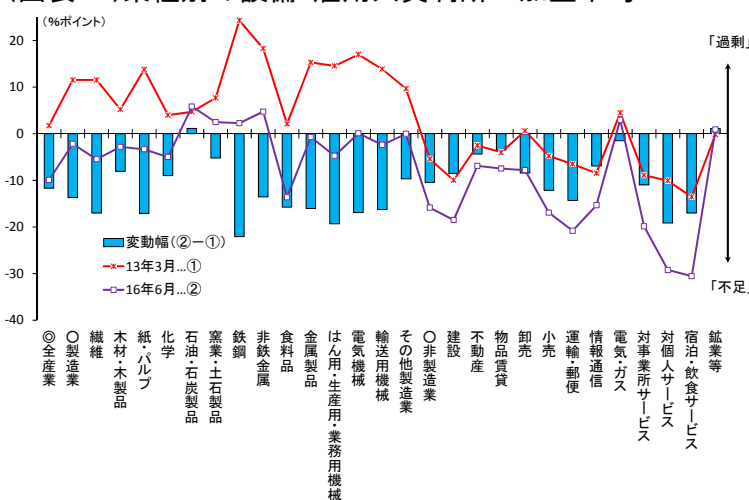
日本全体の需給バランスの目安として、実際のGDP(需要)が供給力を示す潜在GDPに比べてどの程度大きい(少ない)のかを表す比率『GDPギャップ』が用いられる。GDPギャップのマイナス幅(プラス幅)が拡大している局面では、販売価格の下落(上昇)傾向が強まる関係がある(図表 23)。足元、供給力を示す潜在GDPの成長率は、生産年齢人口の減少やパート等の非正規雇用者の活用・残業時間の削減・ワークライフバランス(仕事と生活の調和)の浸透等による労働時間の短縮化を背景とした労働力の供給制約、技術開発力等の伸び悩みによる生産性向上テンポの鈍化などで0.2%程度の緩やかな水準にとどまって

(図表 21)短観の販売価格DIに対する設備・雇用人員判断DI加重平均と国内需給DIの関係



- (備考) 1.短観の価格DIは、消費税など制度の変更の影響を除いた回答である。
 2.国内需給DIは、本来「需要超過」-「供給超過」だが、設備・雇用人員判断DI加重平均と平仄を合わせるために便宜上「供給超過」-「需要超過」とした。
 3.設備・雇用人員判断DI加重平均は、「生産・営業用設備」と「雇用人員」の各判断DIを資本・労働分配率で加重平均した数値
 4.日本銀行『全国企業短期経済観測調査』より作成

(図表 22)業種別の設備・雇用人員判断DI加重平均

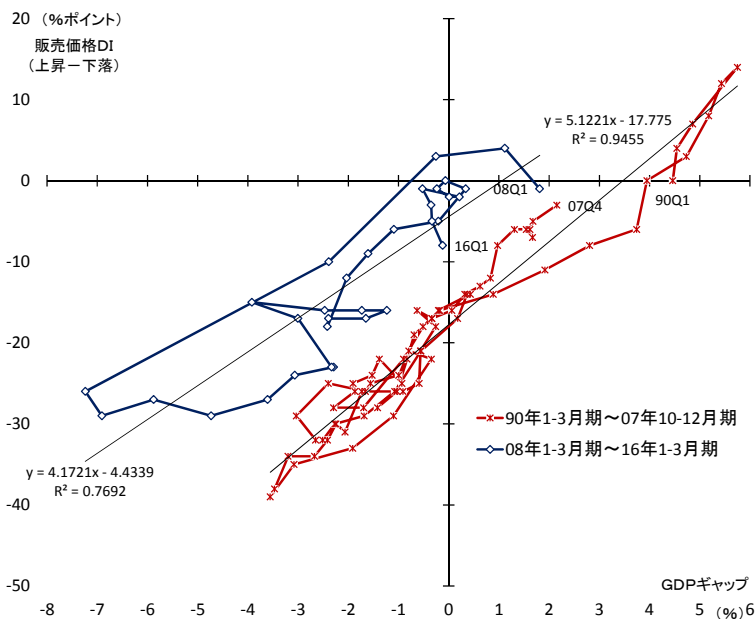


- (備考) 1.業種別の設備・雇用人員判断DI加重平均は、「生産・営業用設備」と「雇用人員」の各判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出した。労働分配率は、財務省『法人企業統計調査(年次)』における付加価値に減価償却費計を加えた粗付加価値に対する人件費(給与+賞与+福利厚生費)の比率(13~15年度平均)とした。
 2.日本銀行『全国企業短期経済観測調査』、財務省『法人企業統計調査(年次)』より信金中金 地域・中小企業研究所が算出・作成

いる。GDPギャップは13年10～12月期以降、景気回復が寄与して0%前後で推移しており、おおむね需給が均衡している状況である。需給バランスの均衡を背景に、販売価格DIは過去と比べて高い水準にある。

販売価格が上昇するためには、財・サービスの差別化・高付加価値化などで企業が価格決定力を高めるほか、将来的な生活不安の解消等による個人消費の活発化や需要を刺激するような新たな財・サービスの開発、在庫管理の最適化・過剰設備の廃棄・成熟産業からの労働移動などの推進によって、需給バランスを改善させることが必要である。

(図表 23)短観の販売価格DIとGDPギャップの関係



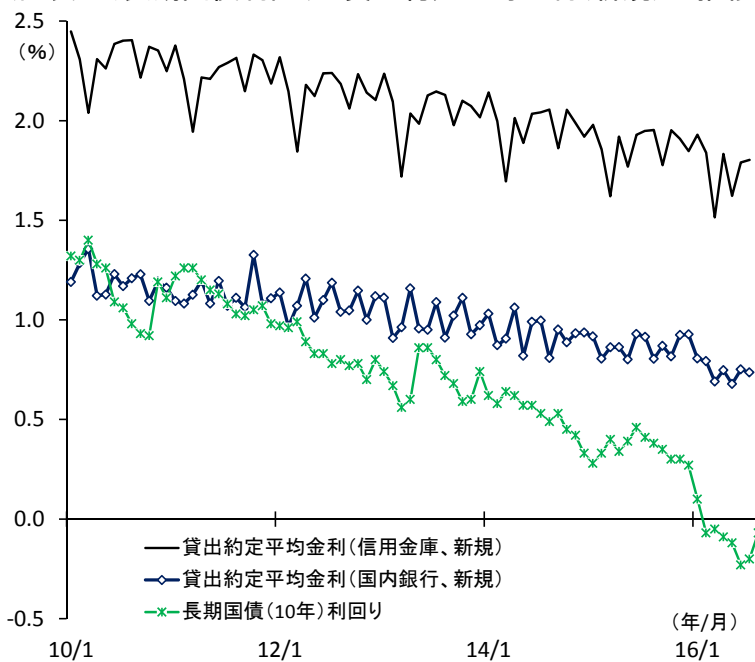
(備考) 1.GDPギャップ=(実際のGDP-潜在GDP)÷潜在GDP
 2.GDPギャップは日本銀行が算出した数値
 3.日本銀行『全国企業短期経済観測調査』、『需給ギャップと潜在成長率』より作成

4. 物価上昇率2%目標に伴う金融機関への影響

日銀は、16年1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定し、金利水準は大幅に低下した。長期金利の指標となる新発10年国債流通利回りは、日銀による国債買入で低下が進んでいたが、16年2月からはマイナス圏で推移している(図表24)。貸出約定平均金利(新規)もすう勢的な低下基調を辿っており、マイナス金利の導入で低下ペースが速まった。

国内銀行と信用金庫の貸出業務から得られる資金運用収益(貸出金残高×貸出約定平均金利で算出した推計値)の前年比増減率の推移を見ると(図表25)、13年4月の「量的・質的金融緩和」導入後は、貸出金残高の拡大で減少率が縮小したものの、「マイナス金利」導入後は金利の低下ペースが加速し、急激に悪化していることが分かる。足元(16年7月)、国内銀行は、貸出による資金運用収益(推計値)が前年比6.9%減少したが、貸出金利要因が9.3%ポイントの押下げに寄与した。貸出が増加しているとはいえ、貸出金残高の押上げ効果は2.4%ポイントにとどまる。信

(図表 24)長期国債利回りと貸出約定平均金利(新規)の推移

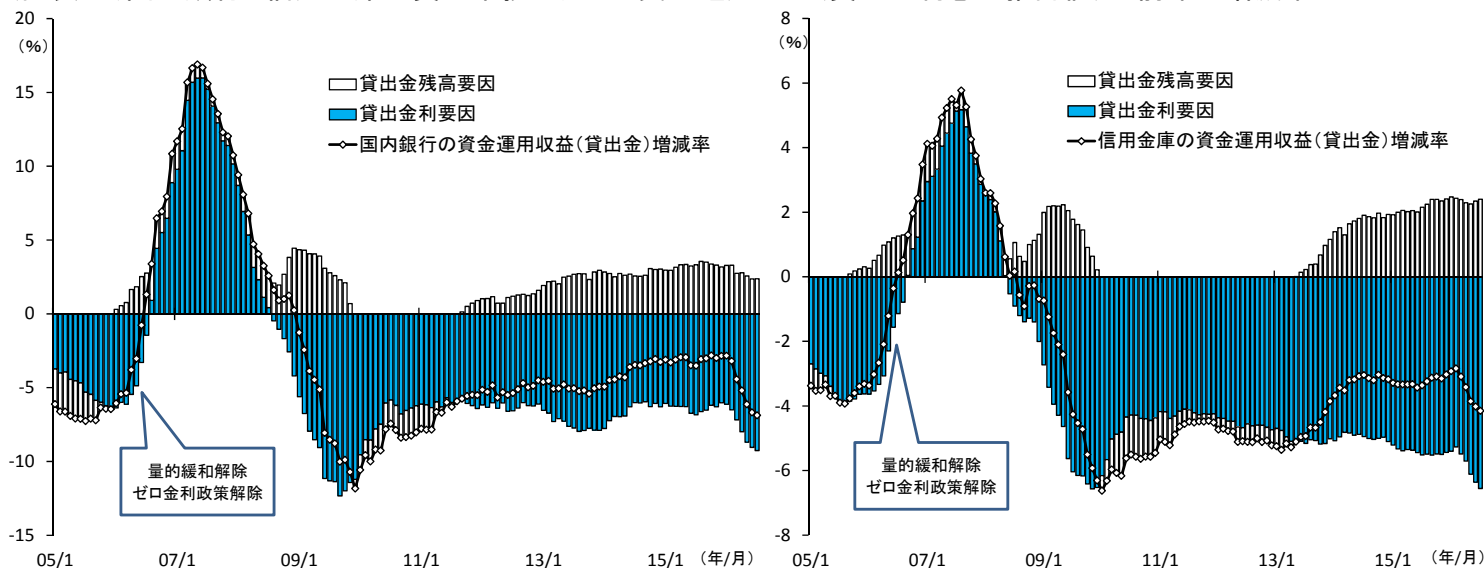


(備考) 1.長期国債(10年)は新発国債流通利回り(最終出来値、月末)
 2.日本銀行『貸出約定平均金利』、日本相互証券(株)資料より作成

用金庫は、貸出による資金運用収益(推計値)が同 4.2%減少しており、貸出金利要因が 6.6%ポイント押し下げた。金利の低下に加え、相続税対策や地価の下げ止まりなどを反映して不動産関連融資が増加し、貸出金残高要因は 2.4%ポイントの押し上げに寄与したが、貸出金利息の減少率は拡大している公算が高い。

家計や企業は金利の低下で住宅ローンや設備投資・M&A 資金などを借りやすい状況になっているが、住宅取得世代が減少し、企業は潤沢な手元資金を保有しているため、金融機関からの借入による資金需要は弱い。日銀は「大胆な金融緩和」で金融機関のポートフォリオ・リバランス(金融機関から安全な国債を買い取ることで、貸出・投資等へ資金をシフトさせる効果)を目指したにもかかわらず、国内銀行の資産合計に対する貸出金の割合が低下基調(13年3月:51%→16年7月:48%³)で推移するなど、国内で貸出が大幅に増加しているとは言い難い。金利の低下で預金利息などの資金調達費用は減少しているものの、預貸金利鞘の縮小で本来的な業務である預貸業務の資金運用利益は押し下げ圧力がかかっている。今後、貸出金利より預金金利の方が低下余地は小さいことから、日銀の追加金融緩和によるマイナス金利の深掘りや債務の借換えが進めば、金融機関の収益環境は一段と悪化するものと考えられる。

(図表 25)国内銀行と信用金庫の貸出業務における資金運用収益(貸出金利息の推計値)の前年比増減率



(備考)1.貸出業務における資金運用収益(貸出金利息)＝貸出金残高(平残)×貸出約定平均金利(ストック)として推計した。

2.日本銀行『預金・現金・貸出金』、『貸出約定平均金利』などより信金中金 地域・中小企業研究所が算出・作成

5. おわりに

日銀は、物価安定の目標 2%の実現を目指して、国債・ETF(上場投資信託)等の大量購入やマイナス金利導入などの金融政策に踏み切ってきた。確かに、金利が低下し、将来的に物価の安定的な上昇が見込めれば、企業は、先行きの投下資本利益率が改善すると予想し、実質的な利払い負担が軽減されるため、設備投資などの活発化が期待できる。家計も、金利が低く、価格が安いうちに財・サービスや住宅を購入した方が得なので、

³ 日本銀行『民間金融機関の資産・負債』の国内銀行(銀行勘定)平残より算出

個人消費や住宅投資が前倒しされ、経済活動の活性化につながる。

しかし、お金を借りてまで投資する資金需要や、購買意欲を掻き立てるような財・サービスがなければ、家計は安定した老後生活を送り、企業は財務基盤を強固にするために、将来のリスクに備えてお金をコツコツ溜め込むことは至極合理的な行動である。家計にとって、今までの金融緩和による金利水準の低下は、利子収入を大幅に喪失させ、期待インフレ率の引上げは、今まで将来の生活不安を解消するために地道に溜め込んだ預金の実質的

な価値を低下させるため、現在の金融政策は消費者の将来不安を増幅させているおそれがある。内閣府『消費動向調査』をみると、所得水準の低い世帯の方がインフレ率の見通しは高い。14年4月の消費税率引上げの影響もあり、「量的・質的金融緩和」後に期待インフレ率が上昇すると共に低所得世帯の「暮らし向き」の見通しは悪化し、収入階級間で格差が拡大した(図表 26)。低所得世帯は物価上昇が家計に与えるインパクトが大きく、インフレ率見通しを過大に見積もるおそれがあり、生活防衛で節約志向が強まった可能性がある。

物価の安定的な上昇には、過度な金融政策に依存せず、購買意欲を掻き立てるような独自性や付加価値が高い財・サービスを供給することで需要を喚起し、就業希望者が働きやすい労働市場への改善や、同一労働同一賃金・重労働者の待遇引上げなどによる賃金構造の適正化が進展するなど、所得水準の底上げが進むことで、将来の生活不安を解消し、安心して消費・投資できるような環境への転換が図られ、お金の循環を円滑化させることが必要である。

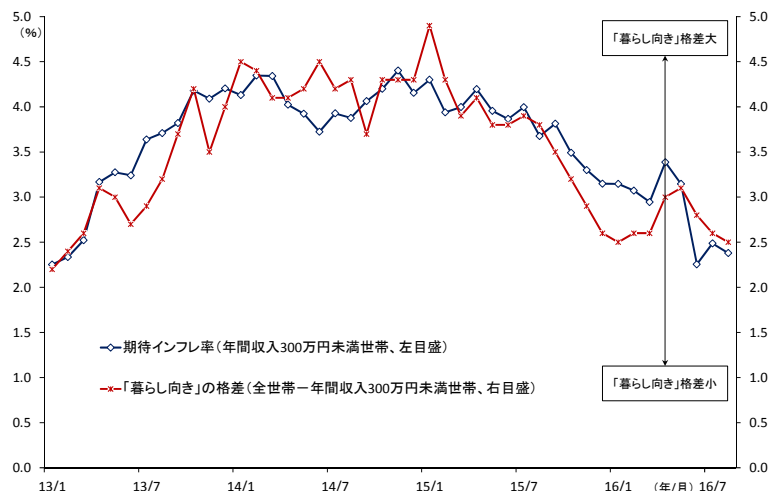
以上
(峯岸 直輝)

<参考文献>

1. 伊藤他(2006)『GDPギャップと潜在成長率の新推計』日銀レビュー(2006-J-8)
2. 鎌田・吉村(2010)『企業の価格見通しの硬直性：短観DIを用いた分析』日本銀行ワーキングペーパーシリーズ(No. 10-J-3)
3. 関根他(2008)『インフレ予想(Inflation Expectations)について』日銀レビュー(2008-J-15)
4. 中小企業庁調査室(2014)『中小企業白書 2014』中小企業庁
5. 内閣府政策統括官(経済財政分析担当)(2012)『日本経済 2012-2013-厳しい調整の中で活路を求める日本企業-』内閣府
6. 内閣府政策統括官(経済財政分析担当)(2015)『日本経済 2014-2015-好循環実現に向けた挑戦-』内閣府
7. 深尾京司(2013)『賃金上昇の条件 生産性向上のみでは困難』独立行政法人経済産業研究所
8. 堀・寺井(2004)『カールソン・パーキン法によるインフレ期待の計測と諸問題』ESRI(内閣府経済社会総合研究所)ディスカッション・ペーパー・シリーズ(No. 91)

本レポートは、標記時点における情報提供を目的としています。したがって投資等についてはご自身の判断によってください。また、本レポート掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。なお、記述されている予測または執筆者の見解は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

(図表 26)低所得世帯の期待インフレ率と「暮らし向き」格差



(備考) 1. 総世帯・原数値。期待インフレ率の算出方法は図表6と同じ。
2. 低所得世帯は年間収入 300 万円未満とした。
3. 内閣府『消費動向調査』より作成