

第2節 デフレ脱却に向けた動き

第1節でみたように、マクロ経済の動向については、消費や投資にまだ十分な力強さがないとはいえ、緩やかな回復が継続している。物価については、エネルギー価格の低下や2016年初からの円高方向の動きもあって、横ばいの動きとなっているが、今後、マクロ経済の改善や賃金上昇の動きが物価にも波及していくと考えられる。

そこで、本節では、物価の現状について概観し、物価に影響を与える要因について分析する。特に、賃金上昇がどのように物価に波及していくのか、また、賃金に係る政策がどのような効果を持ったかについて考察する。最後に、2016年の金融市場の動向についても触れる。

1 物価に影響を与える要因

(物価動向について)

消費者物価については、総合でみて2013年以降前年比でプラスとなっていたが、円高方向への動きやエネルギー価格の低下等により、2016年に入ってから低下し始めた。ただし、2016年末にかけては台風など天候不順の影響による生鮮食品等の値上がりを背景にプラスとなっている(第1-2-1図)。

物価の基調について、「生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合(いわゆる「コアコア」)」でみると、2013年10月から前年同月比でみてプラスの傾向が続いている。ただし、2016年後半は前年比、前月比とも0%近傍の動きとなっている。これは、賃金上昇が個人サービス等の価格を押し上げている一方で、2016年に入ってから円高方向への動きが輸入財に反映され、耐久財等を中心に価格が押し下げられていること等を反映していると考えられる。為替レートの変動の寄与度はそれほど大きいものではないが、半年以上のラグをもって影響すると考えられることから、2016年央にかけてみられた円高方向への動きの影響は2017年初めまで残る可能性がある。

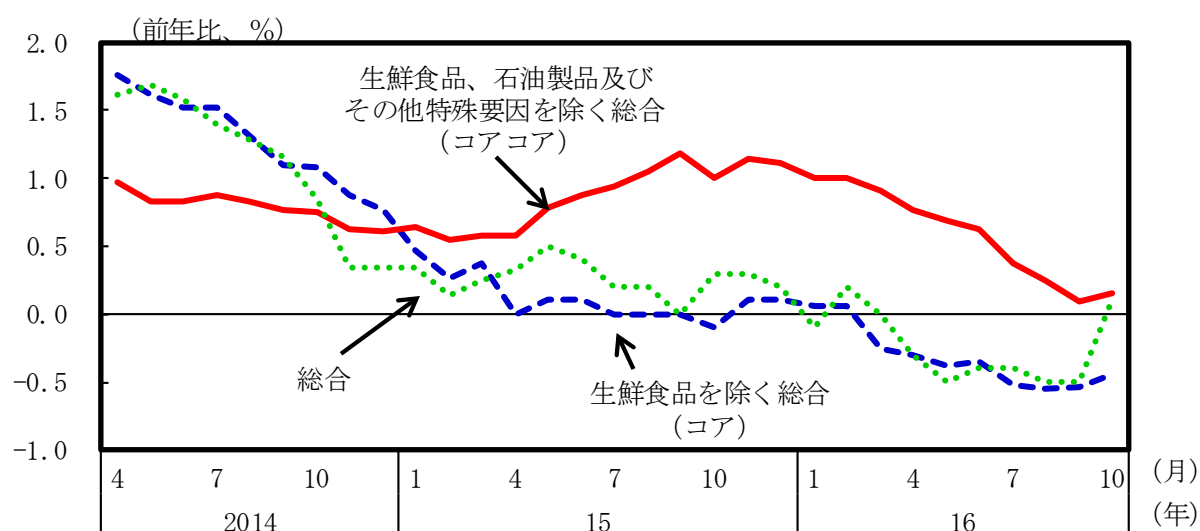
また、エコノミストによる予想物価上昇率は、2012年以降徐々に上昇し、2015年は1%程度で安定的に推移した後2016年に入ってから低下した。年後半には原油価格の影響等により再び上昇している。一方で、家計の予想物価上昇率については、原油価格等の影響をより大きく受けて変動している¹。2007年頃や2012年以降に原油価格が上昇した局面で、家計の予想物価上昇率は大きく上昇した(付注1-2-1)。家計の予想物価上昇率は何に影響を受けているかについて分析すると、近年は、GDP

¹ 付図1-1参照。

や生産といった実態経済の景気動向の影響が薄れ、ガソリンなどの石油製品に影響のある原油価格のほか、金融面の動向等にも強く影響を受けている可能性が高い。近年は、物価とGDPギャップの関係を示すフィリップス曲線の傾きが小さくなっていることから、両者の関係が弱くなっていることが示唆されるが、予想物価上昇率についても同様の傾向がみられる。

第1-2-1図 消費者物価指数の推移

2016年後半には物価の基調を示すコアコアは横ばい



- (備考) 1. 総務省「消費者物価指数」により作成。
 2. 消費者物価は、内閣府で消費税率引上げの影響を除いたもの。
 3. 「生鮮食品を除く総合」及び「生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合」は、連鎖基準方式。
 4. 「生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合」は、「生鮮食品を除く総合」から石油製品、電気代、都市ガス代、切り花、米類、鶏卵、通信料（固定電話）、診療代、介護料、たばこ、高等学校授業料（公立）、高等学校授業料（私立）を除いたもの。

(為替、原油価格、賃金等の影響)

物価動向の背景にある、為替や原油価格、賃金の動向が、消費者物価を構成する各品目の価格動向にどのように影響を与えているのか分析する。まず、市況を確認すると、為替についてはドル円レートの動きでみて、2015年半ばからは円高方向で推移した後、2016年末には円安方向に戻している。特に、2016年11月半ば以降、アメリカの次期大統領選出に伴う政策変更の思惑や利上げ予測等もあって米国金利は上昇し、ドルは円等に対して増価する動きとなった。また原油価格の動きをみると、2015年初めから2016年初めにかけて一段と低下した後、年央にかけて緩やかな上昇をみせた。10月以降は産油国間における原油生産高安定化への努力もあって、原油価格は大きな下落をみせてはいない。

こうした為替レートや原油価格は、消費者物価の品目別の上昇率の分布に大きな影

響を与えている。第1-2-2図(1)は、「生鮮食品を除く総合(いわゆる「コア」)」及びコアコアの物価指数について、財・サービス別の各品目の物価上昇率の分布状況の時系列的な変化を示したものであり、物価が下落している品目、上昇している品目、0%近傍の品目のシェアをそれぞれ区分けして示している。これによると、いずれの物価指標においても、2013年頃と比べると、価格が上昇している品目のシェアの高まりがみられており、デフレから脱却しつつあることが分かる。このうち、コアの「財」では、2013年後半から2014年にかけては5%以上の物価上昇を示す品目が、2016年に入ってから逆には5%以上の物価下落を示している品目が多くみられる。これらは、ガソリン等の石油関連製品の価格動向を示しており、この時期の原油価格の上昇と下落を反映している。また、財のうち、コアとコアコアで共通した品目の一部(家電など輸入比率が高い耐久財)については、2015年にかけて上昇圧力が高まり、2016年で急激にその影響が剥落していった過程がみられるが、これらの品目の価格は為替変動の影響を受けている。こうしたエネルギーや為替変動によって大きく上昇率が変化する品目を除いてみても、財のコアコアのなかで上昇に属する品目が存在している。他方、サービスについては、財と異なり、0%近傍となっている比率がより大きく、価格改定がされにくい品目が多いことが分かるが、2013年頃と比べれば着実に価格が上昇している品目の割合が高まっている(付注1-2-2参照)。今後、エネルギー価格や為替レートの動きが安定してくれば、物価全体として再び上昇率が高まっていくことが期待される。

為替レートと耐久財価格、賃金とサービス価格の関係については、いずれもラグをもって影響すると考えられる。第1-2-2図(2)では各物価品目の時差相関を示しており、賃金がサービスの各品目の価格に与える影響は半年以内の比較的早い時期に価格に現れると考えられるが、為替レートの変動が耐久財の各品目の価格に与える影響については、半年以上のラグをもって現れると考えられる。耐久財価格については、2014年以降上昇に転じていたが、2015年後半から2016年前半に為替が円高方向に推移したことの影響が2016年後半の耐久財の物価低下に現れつつあり、これがコアコアでみた物価の押下げ要因ともなっている。

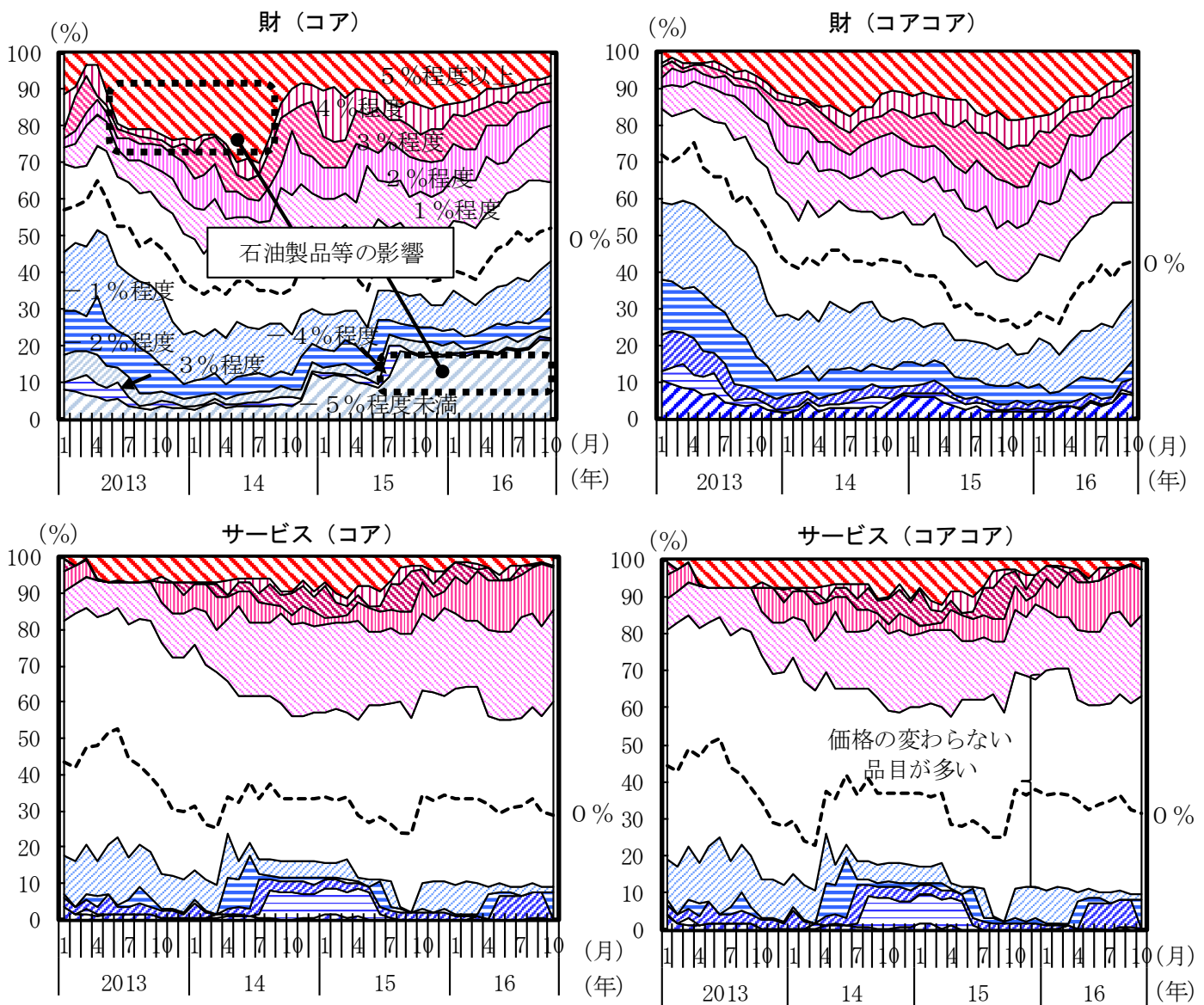
また、賃金と消費者物価との関係については、どちらがどちらへ影響しているのかという因果性を確認することが重要である。VARモデルを用いてこの関係を検証すると、短期的には消費者物価から賃金への因果関係が検出されるが、ラグをもって賃金から消費者物価への影響も検出される(付注1-2-3参照)。推定結果によると、消費者物価の上昇が起こった場合に、まず、時差をもってパート労働者の時給に影響し、さらにパート労働者以外の時給にも徐々に影響を及ぼす可能性が示唆される。一方で、賃金から消費者物価への波及については、遅れて上昇したパート労働者以外の時給が、徐々に消費者物価やパート労働者の時給に影響してくる可能性が示唆される

結果が得られた。このことは、物価上昇等を参考にパート賃金を引き上げるとしている企業アンケートの結果²や、サービスや建設業等、労働需給が急速に引き締めり方向に推移している一部の業態においてパート以外の職種の時給の上昇と、物価の上昇が同時にみられている動きとも整合的である。このように、賃金の決定要因の一つとして物価の影響が考えられるが、同時に、賃金の上昇が長く続けば、やがて財やサービス供給にかかるコストとして物価の押上げ要因となると考えられる。

第1-2-2図 財・サービスの価格変化

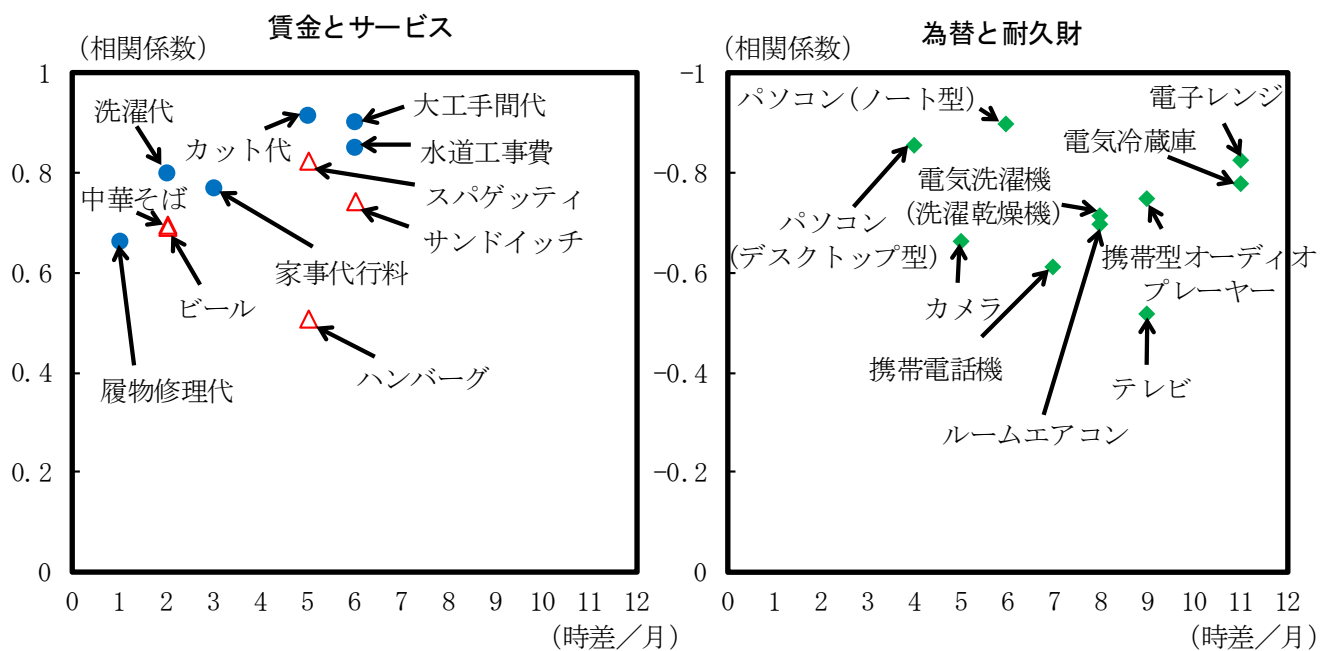
財は石油製品の影響が大きい、サービスは価格が変わらない割合が大きい

(1) 2013年以降のコア・コアコアの物価上昇率分布(品目ウエイト)



² 厚生労働省「賃金引き上げに関する実態調査」によれば、企業の賃金改定の理由として、「物価の上昇」を理由としている割合が5%程度となっている。この割合は徐々に下がっている。

(2) 賃金とサービス価格、為替と耐久財価格の関係



- (備考) 1. 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、日本銀行「実効為替レート」により作成。
2. 消費税率上げによる直接の影響を除いたもの。
3. 「コアコア(生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合)」は「コア(生鮮食品を除く総合)」から石油製品、電気代、都市ガス代、切り花、米類、鶏卵、通信料(固定電話)、診療代、介護料、たばこ、高等学校授業料(公立)、高等学校授業料(私立)を除いたもの。
4. (1)のn%程度は、前年比上昇率が(n-0.5)%以上(n+0.5)%未満の品目のウェイトを積み上げたもの。
5. (2)の左図は、消費者物価の各品目と非製造業の所定内給与の前年比(1991年1月～2016年10月)を用いて、所定内給与を先行とする時差相関を求め、最も高い相関を示す時差と相関係数をプロットしたもの。△は外食、●は個人サービスを示す。
6. (2)の右図は、消費者物価の各品目と名目実効為替レートの前年比(2011年1月～2016年10月)を用いて、名目実効為替レートを先行とする時差相関を求め、最も高い相関を示す時差と相関係数をプロットしたもの。

2 賃金上昇に向けた動き

（継続的な賃金上昇の重要性）

長く続くデフレ状況の中では、物価と賃金がともに下落する状況が長く続いたわけだが、前項の分析によれば、賃金が今後も継続的に上昇していけば、ラグをもって物価にもそれが反映されていくことが見込まれる。

政府は、デフレ脱却のため、官民の協調的な取組を通じて、賃金の継続的な引上げに取り組んできた³。こうした背景もあり、賃金改定にかかる交渉妥結額については、3年連続で2%を超える賃金アップを達成してきた。この賃上げの動きを4巡目、5巡目と続けることが重要である。また、中小事業者の支援と合わせて最低賃金の引上げにも取り組んでおり、2013年から2016年までの過去4年間で最低賃金の全国平均は764円から823円まで引き上げられている。こうした取組は、実際の賃金にどのような影響をもたらしているのだろうか。以下では、最低賃金の引上げが、どのような層の賃金に影響を与えているか、また、これまでの春季労使交渉の結果は実際の賃金改定動向にどのような影響を与えたかについて分析する。

（パートタイム労働者における最低賃金引上げの影響）

最低賃金が引き上げられた際の直接的な影響は、最低賃金近傍の賃金で働いていた雇用者が、新たに定められた最低賃金以上の賃金で就労することによる効果が考えられる⁴。第1-2-3図(1)は最低賃金を基準とした賃金分布を示したものであるが、特に2015年の分布などで最低賃金の水準付近に労働者が集中していることが分かる⁵。こうした「最低賃金」の対象となるような労働者の割合を直近10年(2005年~15年)において計測すると、パートタイム労働者の1割程度であったと考えられる。この対象となる労働者は、最低賃金引上げ時点では、新しい最低賃金水準の近傍

³ 付注1-2-4参照。

⁴ 最低賃金が引き上げられることの直接的な影響としては、このほか、理論的には事業者が雇用をなくすという効果(Job-loss effect)が考えられる。それには各時期の労働市場全体の状況等その時々を経済情勢等最低賃金以外の状況も考慮しながら、最低賃金の増加が雇用量全体の喪失に影響したかどうかを確認する必要がある。ここでは、「賃金構造基本調査」におけるパートタイム労働者のみ(約2割程度)についての分析を行ったが、この新規求人数は2005年以降増加傾向にあり、2013年には30万件を超えているなど、雇用情勢については、景気の変動に大きな影響を受けつつも、おおむね改善傾向で推移している。特に最低賃金を大きく引き上げた2010年~15年をみても、求人の減少・有効求人倍率の低下等、雇用情勢の悪化はみられない。

⁵ 最低賃金の引上げ幅は、引き上げる前の最低賃金の水準が念頭に置かれるため、額面で考えれば、最低賃金の低い地域ではその引上げ幅は相対的に小幅なものとなることが多い。また、小幅な引上げ幅となる地域では最低賃金水準近くの賃金が適用される雇用者の比率は、より高いという状況がみられる。なお、2010年~15年の5年間の引上げに注目すると、より高い引上げ幅の地域でも、引上げ後には最低賃金水準近くの賃金が適用される状況がみられる(付図1-2)。

に移る可能性が高く、その影響は引上げ幅が大きくなると、より顕著になると考えられる。最低賃金水準近傍の分布の変化を取り出してみると（第1-2-3図（2））、最低賃金引上げの影響を受ける労働者の賃金はその水準変化に伴ってどのように引き上げられたかが分かる。2005年～10年の最低賃金引上げ時には、引上げ後の水準から100～200円程度の賃金の分布が増えるが、より大きな引上げが行われた2010年～15年の引上げ時には、最低賃金水準付近に多く分布する状況となっている。

以上は、最低賃金近くの水準に当たる賃金で働く労働者について考えたが、最低賃金の引上げの影響は、こうした最低賃金水準に直面していた労働者だけに限定されるものなのか、また、最低賃金以外の要因の影響はないのかという点について検証する必要がある。すなわち、最低賃金の引上げが、最低賃金以上で働いていた労働者の賃金にも波及する間接的な影響や、景気回復を背景に最低賃金の引上げ幅以上に賃金が大幅に上方改定された可能性についても検討する必要がある。

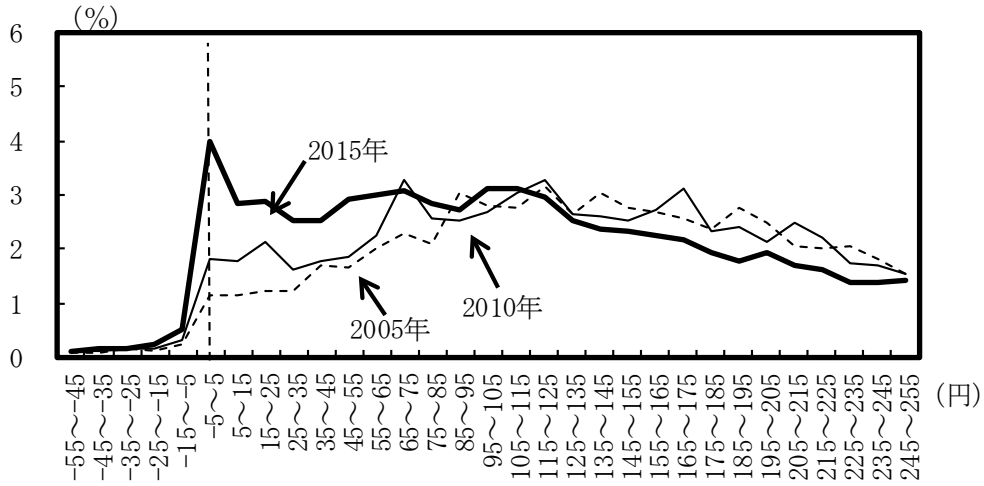
そこで、最低賃金引上げが賃金分布の形状にも影響したかどうかを確認する。前掲の第1-2-3図で最低賃金の水準を基点として考えて分布をみた場合、最低賃金の適用対象と考えられる労働者（最低賃金付近）以外では、最低賃金が上がる前後で大きく変更した動きはみられないようである。実際、この賃金分布が変わったかどうかについて、各時期の賃金の中位値を基準に2通りの計量的な確認を行ってみる。一つには、中位値が最低賃金の引上げにより統計的に有意に動いたかどうか、もう一つは各分位の賃金と中位値との距離（差）を計測することで、賃金分布の形状が変化したかどうかを確認する。なお、いずれも、中位値あるいはそれ以外の賃金が最低賃金以外にも影響を受けることを考えて、各時期のマクロ経済の状況でコントロールした上で推計する⁶。

賃金の中位値への影響については、2005年～15年の10年間で推定した結果、最低賃金1%の引上げにより、年平均0.3～0.4%程度引き上げる効果がみられた。また同様に、最低賃金引上げが、各賃金階級へ与えた変化については、中位値以下の賃金階級の賃金について、有意に引き上がった可能性が示唆された。つまり、最低賃金引上げは、賃金分布のうち、中位値以下の賃金を上方にシフトさせる効果があったといえる。

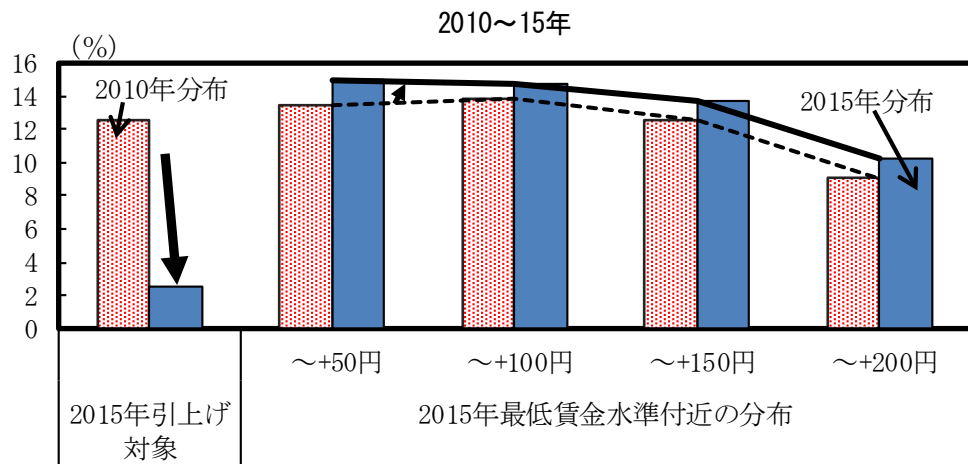
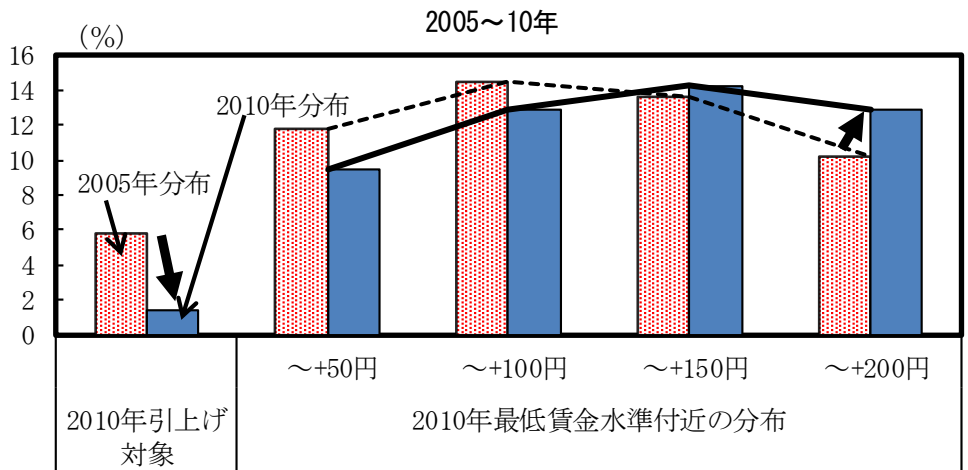
⁶ 付注1-2-5参照。

第1-2-3図 パートタイム労働者の賃金分布からみた最低賃金引き上げの影響
 パートタイム労働者の賃金は最低賃金引き上げに伴い上昇

(1) 最低賃金を基準としたパートタイム労働者の賃金分布



(2) 最低賃金引き上げの効果 (分布の変化)



(備考) 1. 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」を内閣府にて特別集計して作成。
 2. 各年の最低賃金水準とは、その前年の10月に発効した最低賃金額を指す。

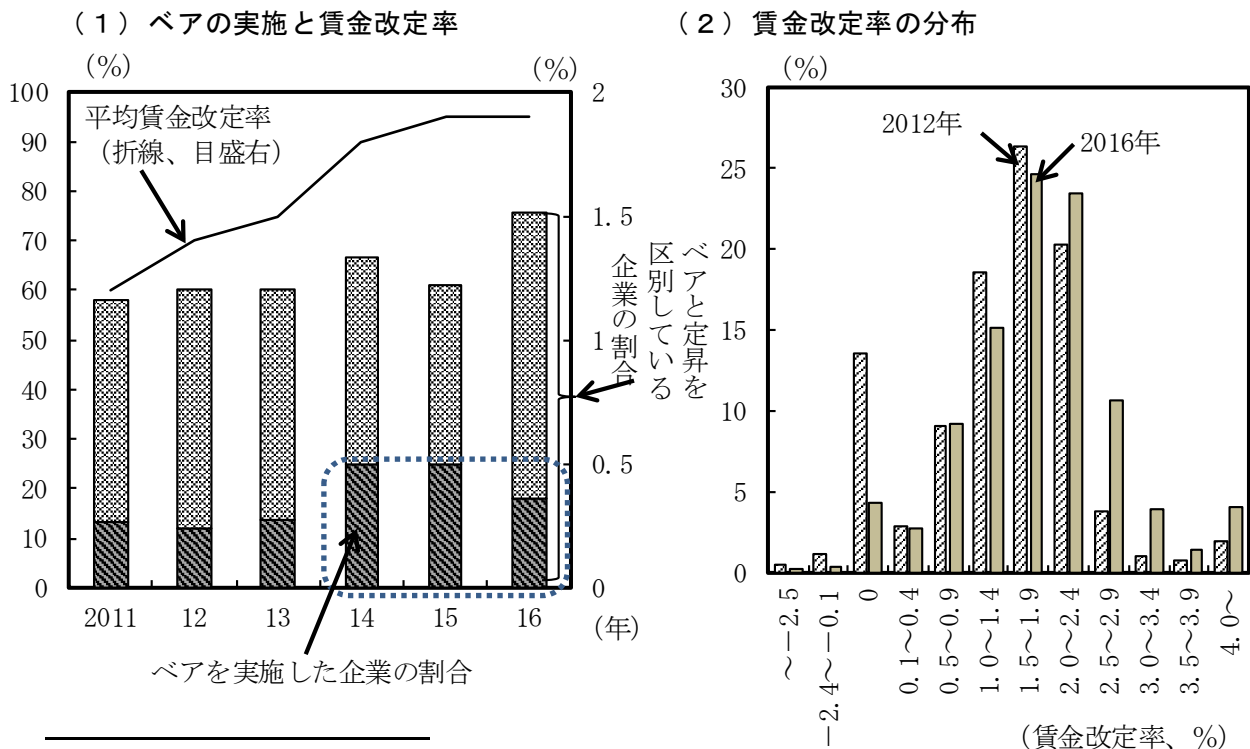
（春季労使交渉の結果などを背景に賃金が上方改定）

春季労使交渉における賃金改定にかかる妥結額の結果は、2014年～16年の3年連続で全産業平均2%を超える状況となり、定期昇給を除いたベースアップ（ベア）も増加しているといえる。実際に賃金改定の状況について、労働者の加重平均をとっても2%に近い水準に達するとともに、ベースアップを実施する企業の割合も2014年以降で高くなっている。また、2012年には賃金改定をしない企業が10%以上あったが、2016年には5%以下となっている。（第1-2-4図（1）及び（2））。

産業ごとに2012年～16年の賃金改定率の推移をみると、製造業では2014年以降、2%近辺の賃金改定を経験する労働者の割合が多い⁷ことから、平均でみた一人当たり改定幅で2%近い賃金改定が続くという結果となっている。産業別の賃金動向については、組合の組織率のほか、労働のひっ迫の度合い等の影響を受ける可能性が高いと考えられる。例えば、実際に有効求人倍率が高かった2013年～14年の建設業では賃金改定率が急速に上がっている。また、医療や福祉の分野でも求人数の増加を背景に、賃金改定率は大きくなる傾向がみられる一方で、運輸業や飲食・宿泊業等においては、労働需要が高まっているものの、賃金改定の上昇幅は比較的低い（第1-2-4図（3））。

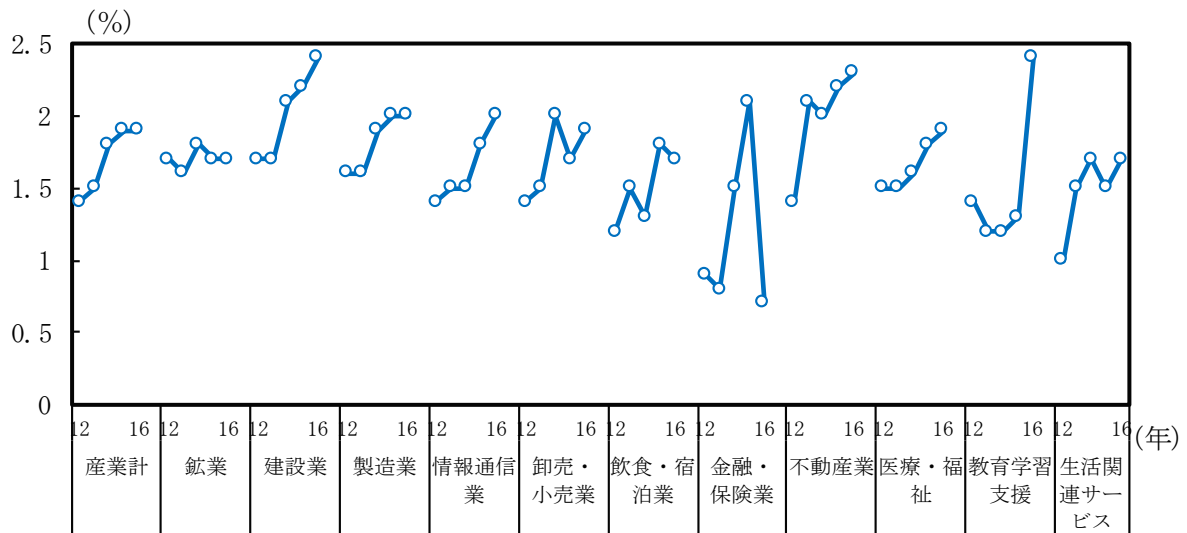
第1-2-4図 企業の賃金改定の状況

ベースアップを実施した企業が増加し、賃金改定を行う企業が増加



⁷ 厚生労働省「賃金引上げ等に関する実態調査」の2013年～15年の結果によれば、製造業の従業員25%程度が2%台（2～2.4%）の賃金改定率と最も多い。

(3) 産業別賃金改定率の推移



(備考) 厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」により作成。

(継続的な賃金引上げに向けて)

これまでみてきたように、最低賃金の引上げはパートタイム労働者全体、特に低い給与体系に直面する労働者の賃金引上げに効果があると考えられ、また春季労使交渉の妥結結果からは、正規労働者を中心とする賃金の引上げがみられる。ただし、最低賃金自体の水準の引上げについては、足下で最低賃金に直面する労働者の割合が高まっている状況がみられることに留意が必要と考えられる。労働市場全体がより引き締まり、人手不足が強まっている状況の中で、継続的な賃金増加のためには、生産性の向上と合わせた包括的な賃金引上げに向けた取組が求められる。

3 金融政策と金融市場の動向

(金融政策の動向)

日本銀行は、2013年に消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。さらに、2014年には、マネタリーベースの増加ペースを年間約80兆円に拡大するとともに、資産買入れ額を拡大する等の措置を盛り込んだ「量的・質的金融緩和」の拡大を決定し、2016年1月には、これまでの「量」と「質」に「マイナス金利」という金利面での緩和オプションを追加した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。

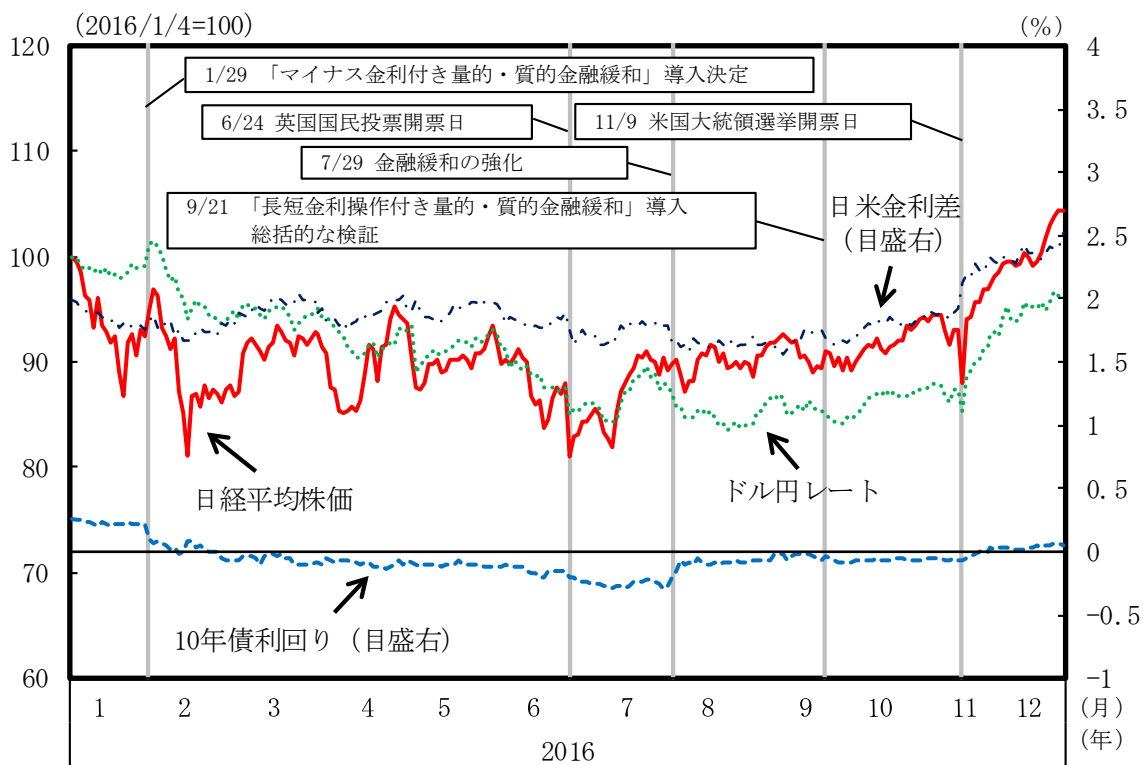
2016年7月の金融政策決定会合においては、英国のEU離脱問題等を背景とした海外経済の不透明感の高まりや国際金融市場における不安定な動きを受けて、ETF買入れ額の増加等「金融緩和の強化」が決定されたほか、9月の金融政策決定会合においては、「総括的な検証」を行い、その中で2%の物価安定の目標の実現を阻害した要因について、原油価格の下落、消費税率引上げ後の需要の弱さ、新興国経済の減速とその下での国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因によって、実際の物価上昇率が低下し、これが予想物価上昇率の下押しに作用したことを挙げるとともに、イールドカーブ・コントロール等を盛り込んだ「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。

こうした金融政策に対して、国債利回りを中心に市場では大きな反応がみられた(第1-2-5図)。長期国債の利回りで見ると、7月末の金融緩和の強化及び「総括的な検証」を行う旨の発表を行った金融政策決定会合の前後には、10年債利回りでマイナス0.3%程度からマイナス0.1%程度と数日での金利変化がみられた。また、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決めた後は、10年債利回りについては、0.0%程度で推移している。

なお、長期金利については、他国に比して低位で推移しており、2016年11月後半以降、アメリカの次期大統領の選出に伴う経済政策変更への思惑や米国金融政策の変更(利上げ予測)等も相まって米国の長期金利が上昇する中であっても、それにけん引される度合いが他国に比べても幾分小さくなっており、結果として日米のイールドスプレッドは2016年末の段階で広がった状態にある。

第1-2-5図 金融市場の動向

国債利回りは0.0%台で推移し、日米金利差は拡大



- (備考) 1. Bloomberg、日経NEEDSにより作成。
 2. 日経平均株価、10年債利回りは当日終値。
 3. ドル円レートは、インターバンク直物中心相場。
 4. 日米金利差は10年債利回りの差。

（金融機関の資産の内訳）

量的緩和による日銀の資産購入の進展もあり、2013 年以降、金融機関の資産の中では国債が減少している。国債・日銀当座預金以外の資産の動向をみると、貸出金が伸びているほか、外国証券や海外資産の保有が 2015 年にかけて大幅に増加した（第 1-2-6 図（1））。ただし、2016 年の下半期に入ってから円高方向への動きの影響もあり、子会社等の持つ外国証券等からなる海外資産については、その保有額は減少している。ポートフォリオ・リバランスの動きは量的質的金融緩和導入以降、緩やかに進展したといえる。

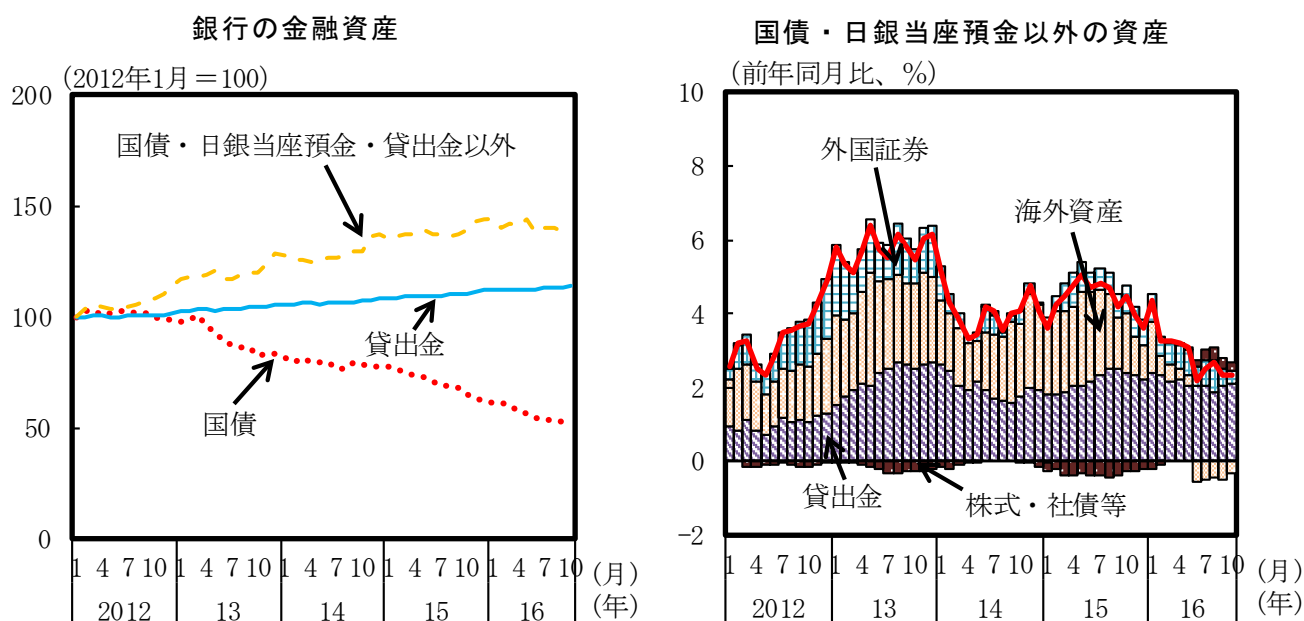
2000 年代に入ってから大企業・中小企業ともにバランスシート上、自己資本の増加が顕著ではあるが、貸出金の残高は上昇している。内閣府(2015)でも示されているように、中小企業の方が、大企業よりもその調達資金に占める金融機関からの借入れ割合は高く、金利低下等の影響は大企業よりも中小企業に現れると考えられる。法人企業統計季報で借入先を確認すると、設備投資にかかる資金については全体の設備投資向け貸出残高の 3 割以上が中小企業となっている。こうした中小企業向け貸出増加については、運転資金の安定とともに、新規設備導入や販路拡大等の目的がある⁸。ただし、2016 年に入ってから設備投資を目的とする借入れのうちの多くが不動産に対するものであることに留意が必要である（第 1-2-6 図（2））

⁸ 企業側の資金調達状況と金利との関係については、金利が低下した場合に新規資金借入れを行うとする企業が中小企業で 4 割近くに上り、業況が良いと答える企業ほど、この傾向は強く 4 割以上に上るとされる。2016 年 10 月 13 日 商工中金レポート「マイナス金利政策による中小企業の資金調達への影響調査」

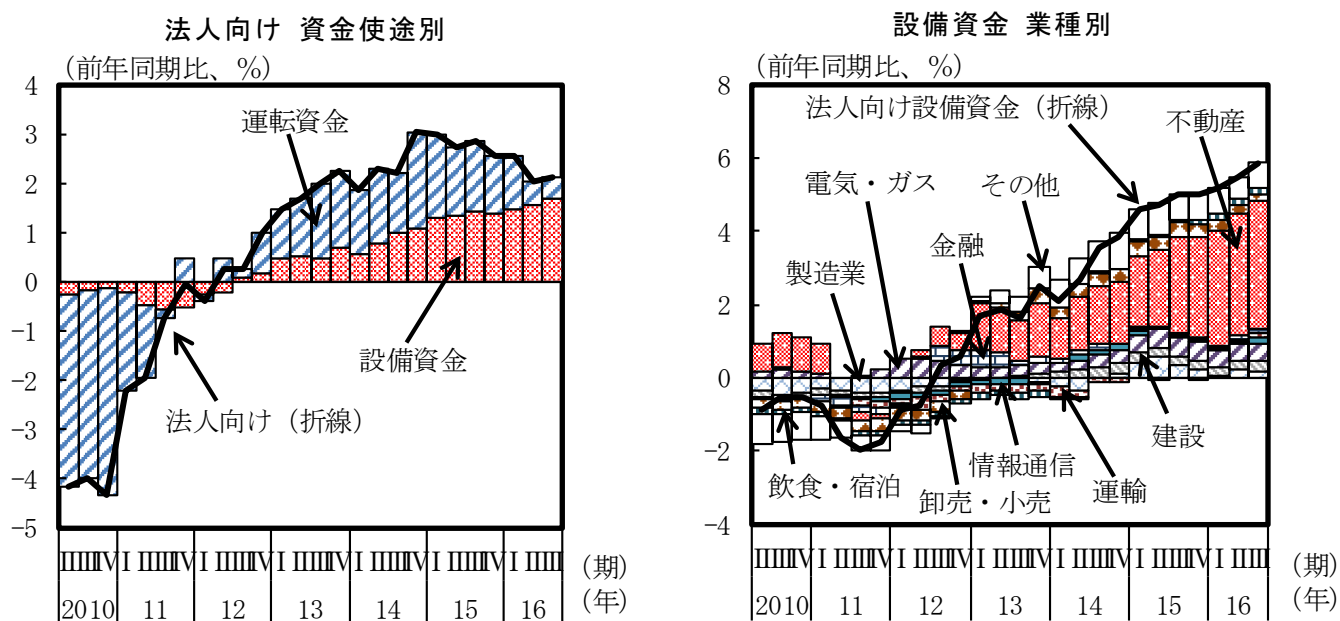
第1-2-6図 国内銀行の国債・日銀当座預金残高以外の資産

設備投資向けの貸出金は増加しているが、増加要因の多くは不動産業に対するもの

(1) 銀行の資産の内容



(2) 貸出の内容



- (備考) 1. 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」、「貸出先別貸出金」により作成。
 2. (1)は、国内銀行の銀行勘定(平残)及び海外支店(末残)。現金、金銭の信託、国債、地方債、短期社債、社債、株式、外国証券、貸出金、外国為替、海外資産(海外店の貸出金及び有価証券)。時価ベース(為替や株価などの変動による影響も受ける)。
 3. (2)は、四半期末残高。「設備資金」は、耐用年数がおおむね1年以上の有形固定資産(企業会計における貸借対照表の有形固定資産勘定に計上されるもの。例えば、土地、建物、構築物、機械装置及び車輛運搬具等が含まれる。)の購入、造成、建設、改良及び補修等に要する資金。
 4. 「運転資金」は、貸出総額から設備資金を控除したもの。