

2 物価の動向

●企業は自身の稼働状況を踏まえて販売価格を設定

マクロの需給バランスが緩和的になれば、物価にも下押し圧力が生じることになる。まず、企業の取引価格である国内企業物価や企業向けサービス価格の動向をみると、需給に応じて大きく変動していることが分かる。2020年に入り、国内企業物価は国際市況の軟化を反映し、石油・石炭製品の寄与を背景に大幅に低下している（第1-2-7図（1））。また、化学製品や非鉄金属等、市況や生産活動に影響されやすい財の価格も低下に寄与した。サービス価格については、これまで労働需給の逼迫や堅調な内需を背景に上昇基調がみられたが、財価格と同様に大きく低下している（第1-2-7図（2））。特に、今回の下落には広告が大きく寄与しており、消費活動の自粛や店舗・施設の休業に伴う影響が顕著に現れている。

こうした企業物価の変動は、企業収益等には影響するものの、一時的なものであれば、ある程度の時間経過（トレンド）を踏まえて形成される予想物価やメニュー改定のコストが発生する小売価格（消費者物価）には大きく影響することはない。しかし、今回の感染症は長引くと企業が予想すれば、その期待は価格決定にも反映され得ると考えられる。そこで、消費動向調査や市場金利動向（BEI）から予想物価上昇率の動きを確認すると、いずれの指標も横ばい圏内の動きにとどまっており、8月までのところ、予想物価が大きく低下したとはみられない（第1-2-8図（1））。ただし、日本銀行の短観における企業による販売価格や物価の1年後の見通しの動きをみると、大幅に低下することが示唆されている（第1-2-8図（2））。特に、販売価格についてはマイナスになっており、これは、需要が低迷すると見込むなかで、価格を引き下げるスタンスを取る可能性を示唆している。製造・非製造別に販売価格の見通しをみると、いずれも1年先にはマイナスと答えており、特に非製造業の販売価格の下降幅が大きい（第1-2-8図（3））。

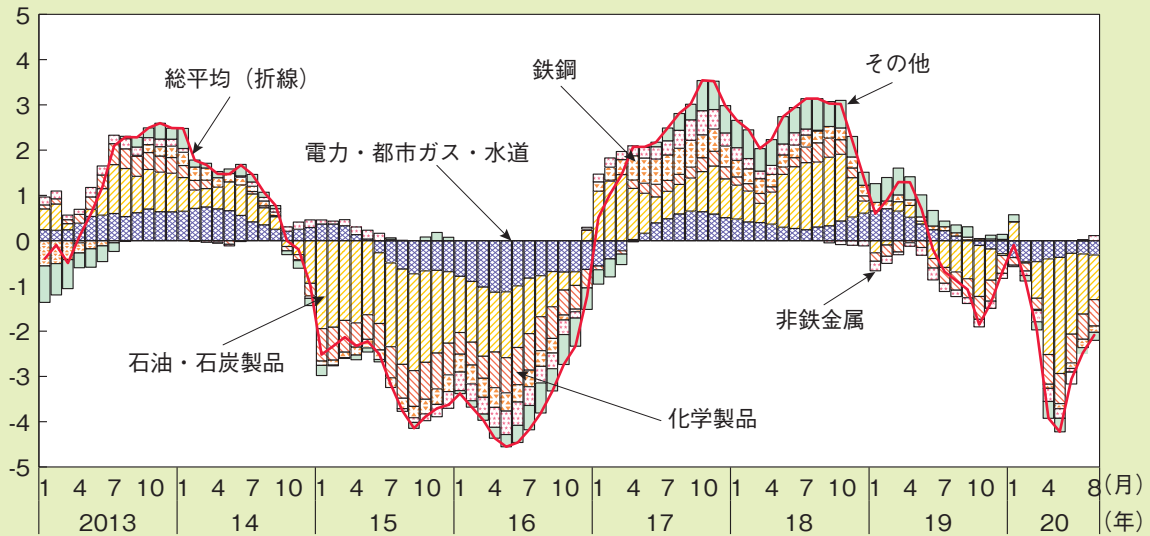
こうした将来の販売価格は、企業の抱えている資本や労働という生産資源の稼働状況と対になっている。日本銀行の短観に示されている資本や労働の過不足判断DIを用いて、製造・非製造業別に、現在の生産資源の過不足状況と販売価格の変化率を描くと、両者の間には強い相関がみられる（第1-2-9図）。製造業においては、過不足感が10ポイント変化すると、販売価格は0.3%変化し、非製造業では0.4%変化することが示唆される。したがって、緩和的な需給バランスが続けば、企業は価格を引き下げることで販売数量を確保する傾向がある。

第1-2-7図 企業の取引価格の動向

感染症の影響等により企業の取引価格は大幅下落も、足下では下げ止まり

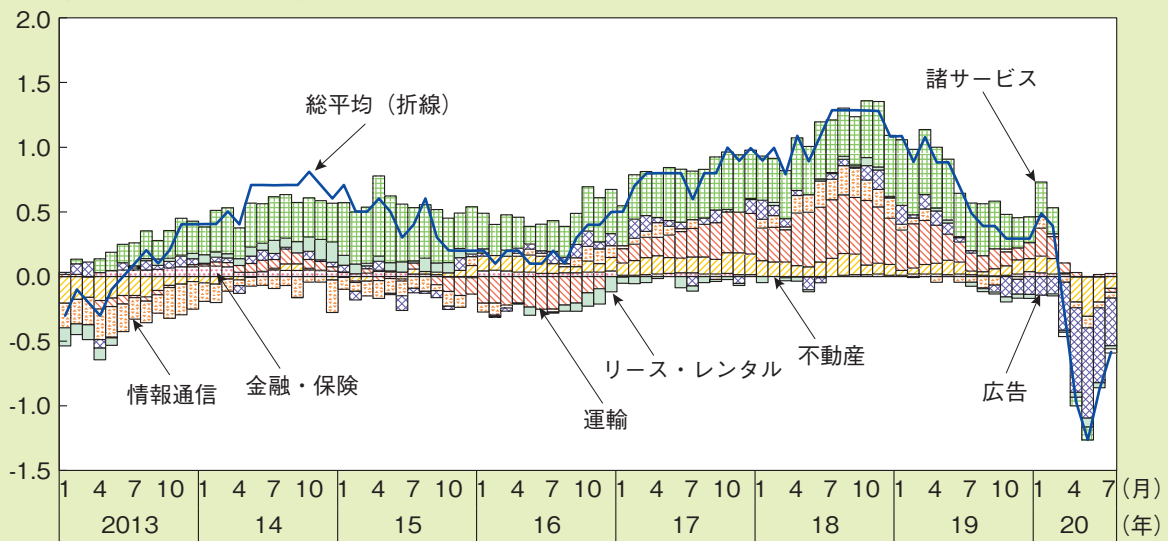
(1) 国内企業物価の寄与度分解

(前年同月比寄与度、%)



(2) 企業向けサービス価格の寄与度分解

(前年同月比寄与度、%)

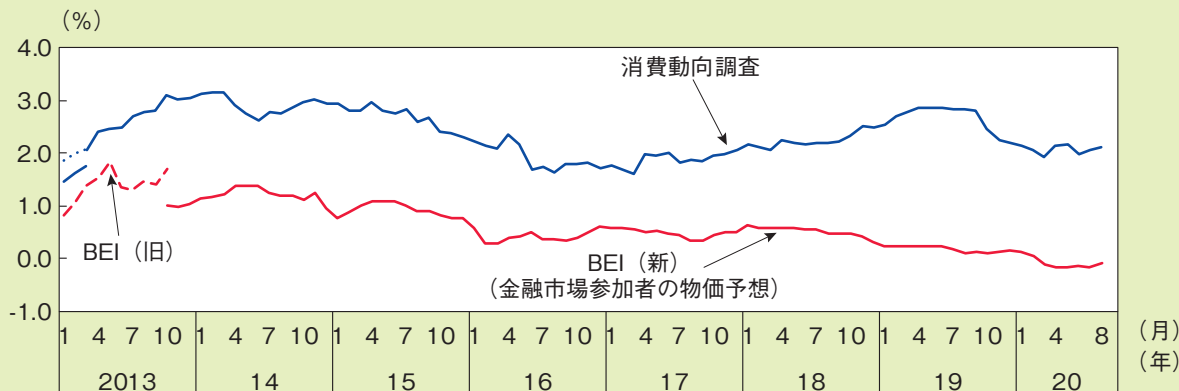


(備考) 1. (1)については、日本銀行「企業物価指数」により作成。消費税を除いた夏季電力調整後の値。
2. (2)については、日本銀行「企業向けサービス価格指数」により作成。消費税を除いた値。

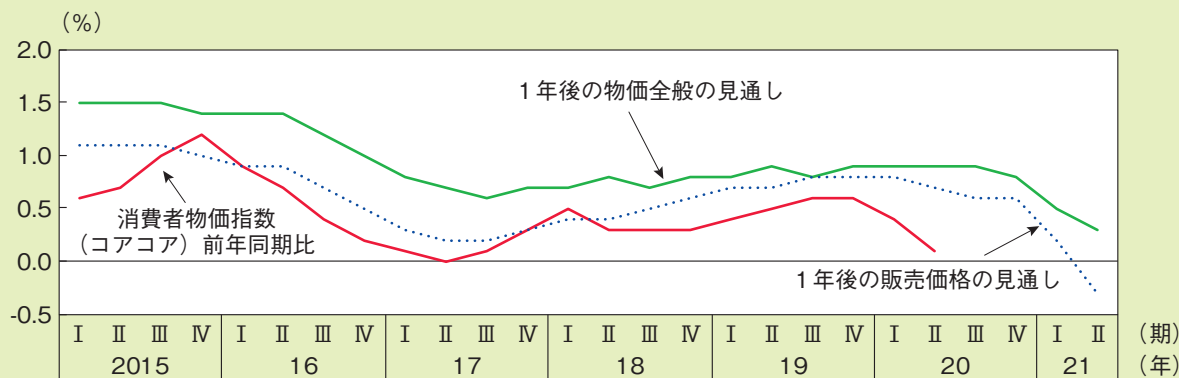
第1-2-8図 予想物価上昇率の推移

予想物価上昇率は下落、企業の販売価格の見通しは消費者物価と強い相関

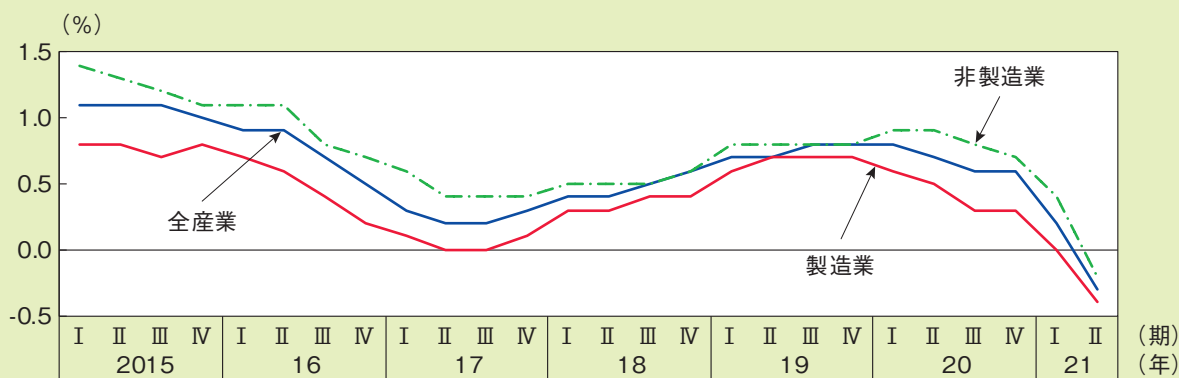
(1) 予想物価上昇率の推移



(2) 企業による販売価格及び物価全般の見通しと消費者物価上昇率の比較



(3) 企業による「1年後の販売価格の見通し」の業種別の推移

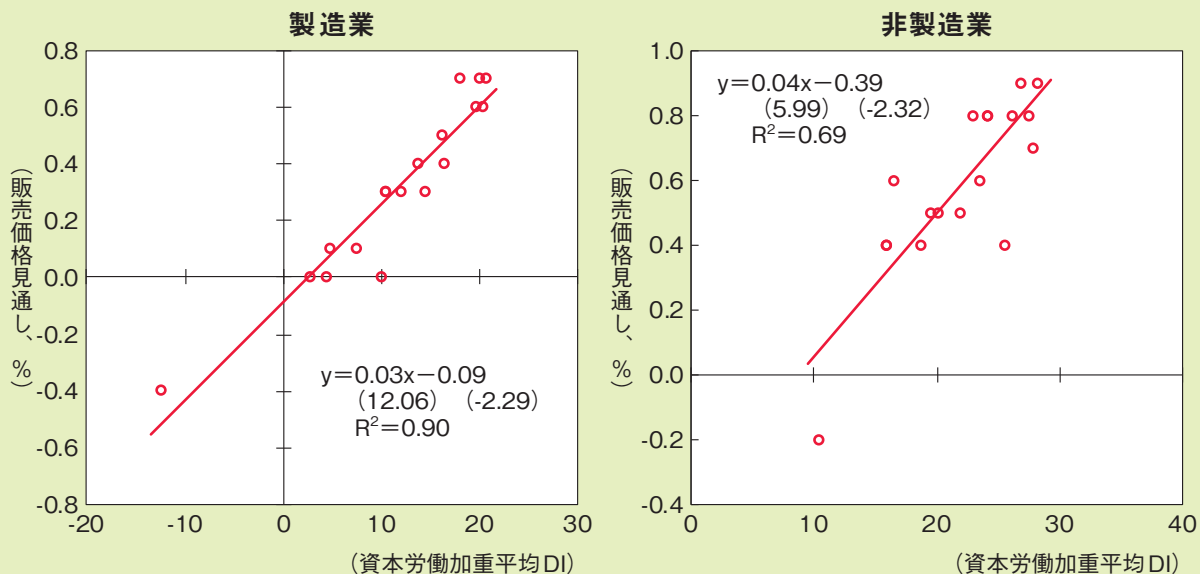


- (備考) 1. (1)については、内閣府「消費動向調査」(二人以上の世帯)、bloombergにより作成。(2)、(3)は、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」及び総務省「消費者物価指数」により作成。
2. 「消費動向調査」は、2013年4月から郵送調査への変更等があったため、それ以前の訪問留置調査の数値と不連続が生じている。破線部(2013年1月から2013年3月)は、郵送調査による試験調査の参考値。また、2018年10月より郵送・オンライン併用調査を開始。
3. BEI(ブレーク・イーブン・インフレ率)は、物価連動国債売買参加者による物価予想。それぞれの時点で残存期間が最長のもの(BEI(旧)は旧物価連動国債、BEI(新)は新物価連動国債(残存10年物))を使用。
4. 消費者物価指数(コアコア)前年同期比は、消費税率引上げ等の影響を除いたもの。(2)及び(3)の「1年後の販売価格の見通し」及び「1年後の物価全般の見通し」は、各調査時(2014年第1四半期から2020年第2四半期まで)における1年後の価格を見通したもの(全規模ベース)。1年後の実際の消費者物価指数と比較するために、図中では調査時点から1年ずつ後方に移動して示している。

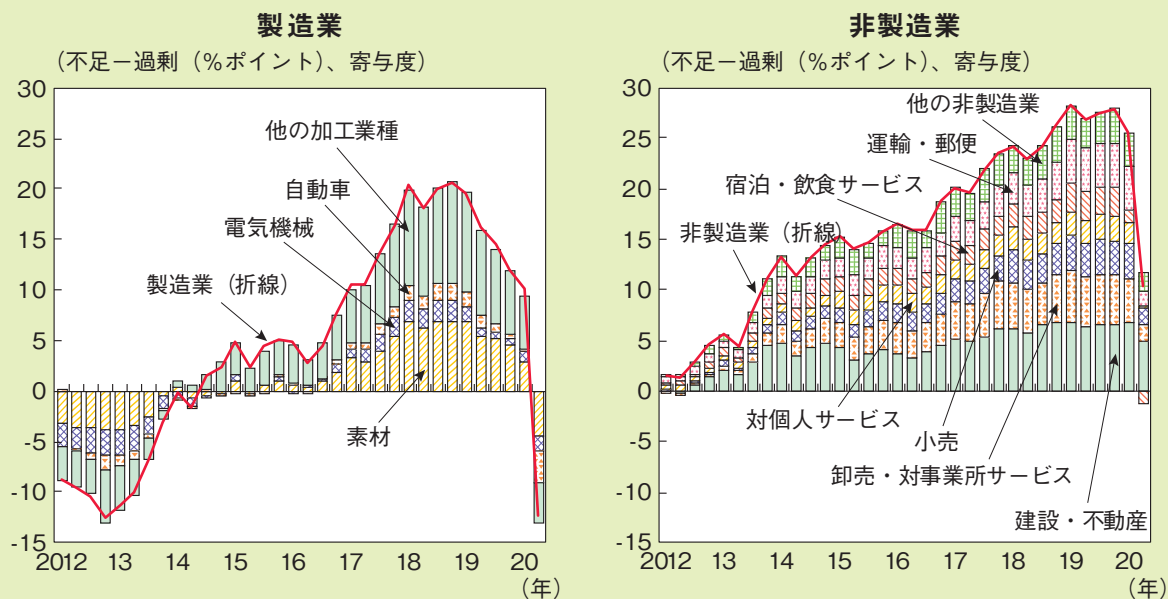
第1-2-9図 企業の販売価格見通しの決定要因

企業の1年後の販売価格見通しは企業内の資本や労働の稼働状況と強い相関

(1) 資本労働加重平均DIと販売価格の見通し



(2) 資本労働加重平均DI



- （備考） 1. 財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「短期経済観測調査」により作成。
 2. 資本労働加重平均DIは、生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均し、マイナスをかけて符号を逆転したもの。資本・労働分配率は、以下により算出。
 労働分配率 = 人件費 / 付加価値 資本分配率 = 1 - 労働分配率
 人件費 = 役員給与 + 役員賞与 + 従業員給与 + 従業員賞与 + 福利厚生費
 付加価値 = 人件費 + 営業純益 + 支払利息 + 動産・不動産賃借料 + 租税公課
 3. (1) の () 内の数値は各係数のt値。いずれも5%水準で有意。

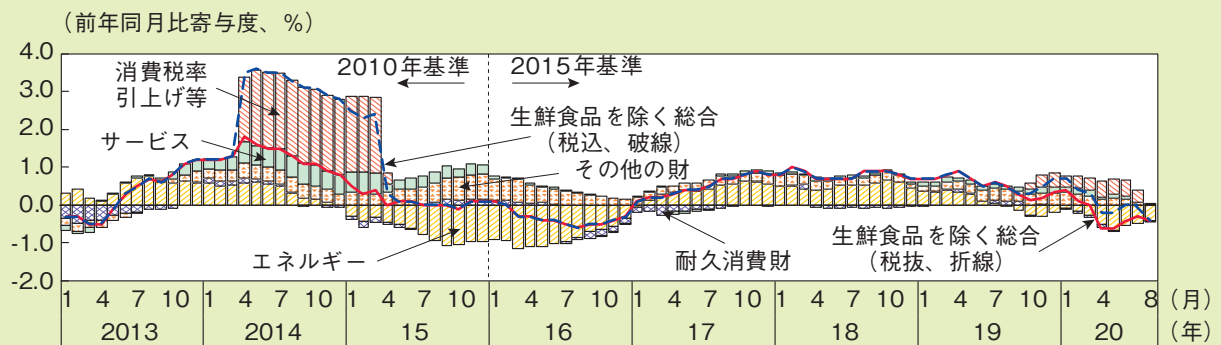
●エネルギー価格による下押しはみられるものの、消費者物価の基調は横ばいの動き

次に消費者物価の動きをみると、消費税率引上げ等の影響³¹を除く生鮮食品を除く総合（コア）の前年比は、エネルギー価格の低下により、このところマイナス圏で推移している（第1-2-10図（1））。他方、コアからエネルギーを除いた総合（コアコア）の動きをみると、サービス関連が下押ししているものの、食料やその他の一般財の押上げにより、前年比もプラス圏で推移している（第1-2-10図（2））。

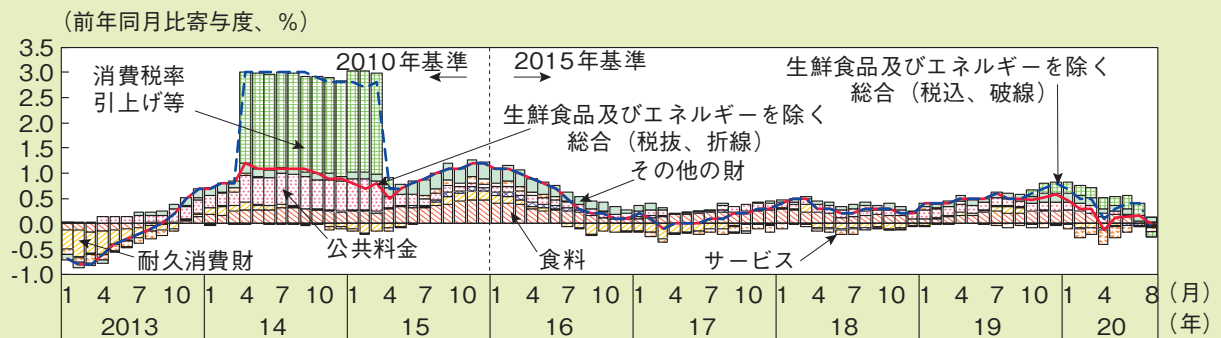
第1-2-10図 消費者物価の動向

原油価格下落を背景にコアは下落、コアコアは横ばいの動き

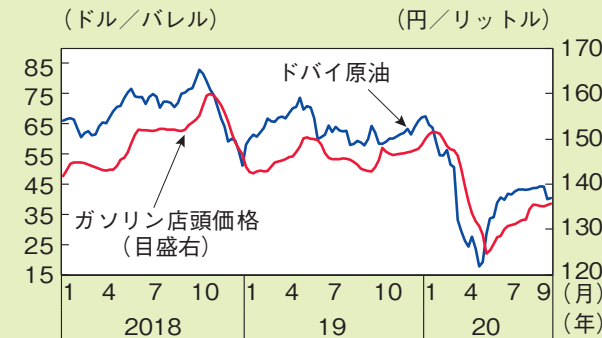
(1) 「生鮮食品を除く総合（コア）」の寄与度分解（連鎖基準）



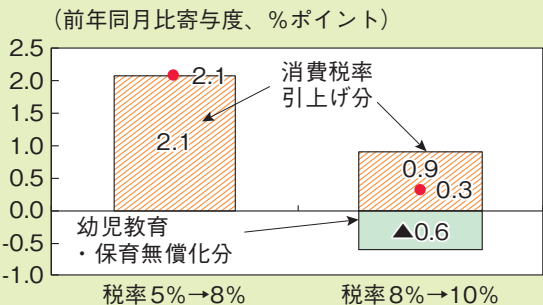
(2) 「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア）」の寄与度分解（連鎖基準）



(3) 原油価格及びガソリン価格



(4) 消費税率引上げ等の消費者物価への影響



(備考) 1. (1)、(2)、(4)については、総務省「消費者物価指数」を基に内閣府において試算。消費税率引上げ等の影響には、消費税率引上げ、幼児教育・保育無償化及びGo Toトラベル事業による直接の影響を含む。
2. (3)については、資源エネルギー庁「石油製品価格調査」及び日経NEEDSにより作成。

注 (31) 消費税率引上げ等の影響には、消費税率引上げ、幼児教育・保育無償化及びGo Toトラベル事業による直接の影響を含む。内閣府において試算。

コアを押し下げているエネルギー価格が軟調となっている背景には、企業物価と同様に国際市況の軟化がある。具体的には、ドバイの原油価格が感染症の影響もあって大幅に低下し、それが輸入価格を経由して、消費者物価を構成するガソリンの店頭価格につながっている（第1-2-10図(3)）。ガソリン価格は5月までは低下傾向にあり、その後は緩やかながら上昇へと転じているが、前年に比べると大幅に低い水準にとどまっており、当面は前年比の動きを下押しするとみられる。

なお、消費税率の引上げが物価に与える影響について補足すると、今回の引上げ幅が2%ポイントにとどまったことに加え、軽減税率制度の導入により税率が据え置かれた品目等もあったことから、上昇寄与は0.9%ポイント程度にとどまっている。同時に導入された幼児教育・保育無償化の下降寄与はマイナス0.6%ポイントであったことから、2019年10月の制度改正によって消費者物価の変動した幅は0.3%ポイントにとどまっている（第1-2-10図(4)）。

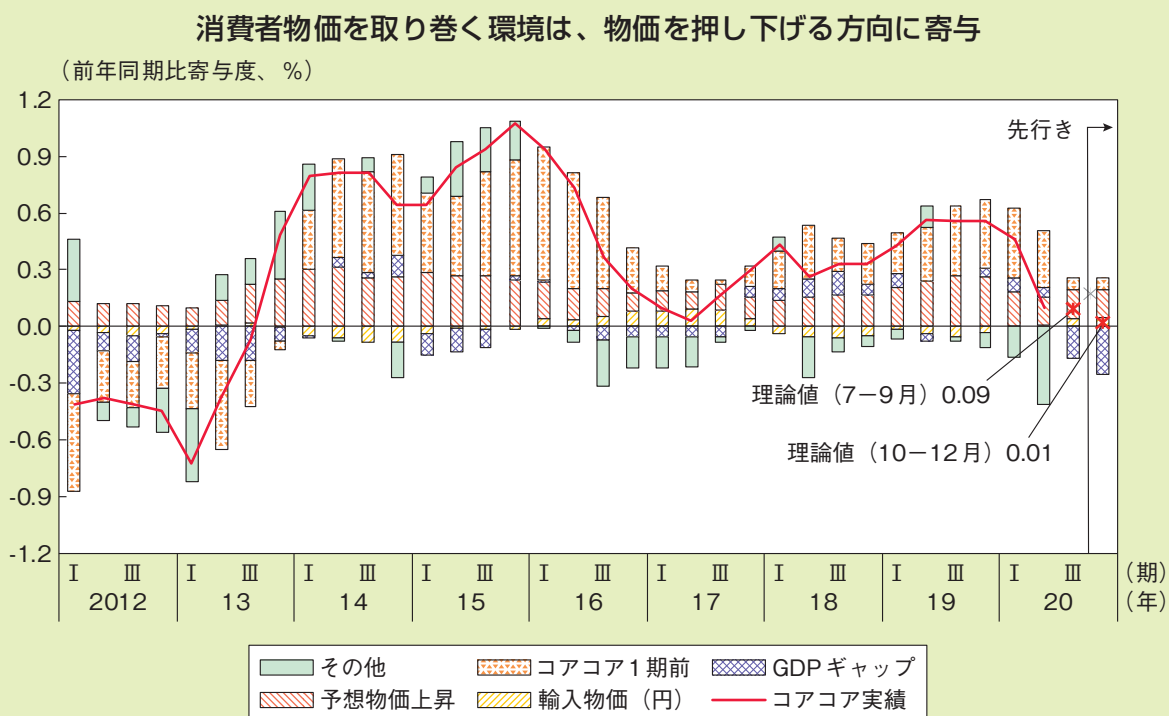
●マクロの需要不足がもたらすデフレ圧力に留意

マクロ的な需給の緩みと企業にみられる価格設定の方向感を勘案すると、消費者物価にも下押し圧力が顕在化するかもしれない。そこで、消費者物価のうち、エネルギー価格等の一時的な変動の影響を受けにくいコアコアの動きについて、経済的な因果関係のある指標の動きで説明する式を推計し、先行きを考えてみよう。具体的には、需給バランスを表すGDPギャップ（3期前）、先行き期待を表す予想物価上昇率（前期）、外生的に影響を与える輸入物価（4期前）、そして価格形成の粘着さを表す自己ラグによって、コアコアを推計した。これによると、2019年の物価上昇率は、過去の物価上昇の慣性によって半分程度説明され、予想物価上昇率が残りを説明している。GDPギャップは若干プラス側に寄与している（第1-2-11図）。2020年に入ってからプラス圏にいるが、4-6月期には、4月に実施された高等教育の無償化や自賠責保険料の引下げ等を含む「その他要因」が押し下げに寄与している。2020年7-9月期以降は、こうした制度改正によって前年比が下押しされることに加え、3期前のGDPギャップが影響することから、マイナスへの圧力が続くことになる。

次にデフレ状況を確認する指標の一つである単位労働費用（ULC）の動きをみていく。ULCは、労働生産性の変化に対して労働費用である単位賃金がどのような動きをしているかを示す指標である。すなわち、労働生産性の上昇に見合って賃金が上昇する場合にはゼロとなり、生産性が上昇しているにもかかわらず賃金が上昇しない場合には低下する。景気循環の文脈においては、景気後退に伴う雇用調整が遅れると上昇し、景気拡張に伴う人手不足が賃金上昇につながれば、これも上昇することになる。2020年の動きをみると、生産活動の低下によって労働生産性が低下（押し上げ要因）し、雇用保蔵の影響から単位賃金が上昇（押し上げ要因）することで、ULCの前年比は上昇が続いている（第1-2-12図(1)）。

現状では、人件費抑制によるデフレ圧力はないものの、単位賃金の上昇を持続させるためには、労働生産性の上昇が必要となる。雇用を維持しながら労働生産性の上昇を実現するためには、まずは早期の需要復元を図りつつ、企業が人件費等を適切に販売価格へと転嫁していくことが必要となる。なお、ULCと消費者物価の間にはプラスの関係が色濃くみられてきたが、2012年以降の景気拡張局面のデータにおいては、両者の関係が希薄化しており、賃金と物価の連動性は薄らいでいる（第1-2-12図（2））。

第1-2-11図 消費者物価（コアコア）の要因分解



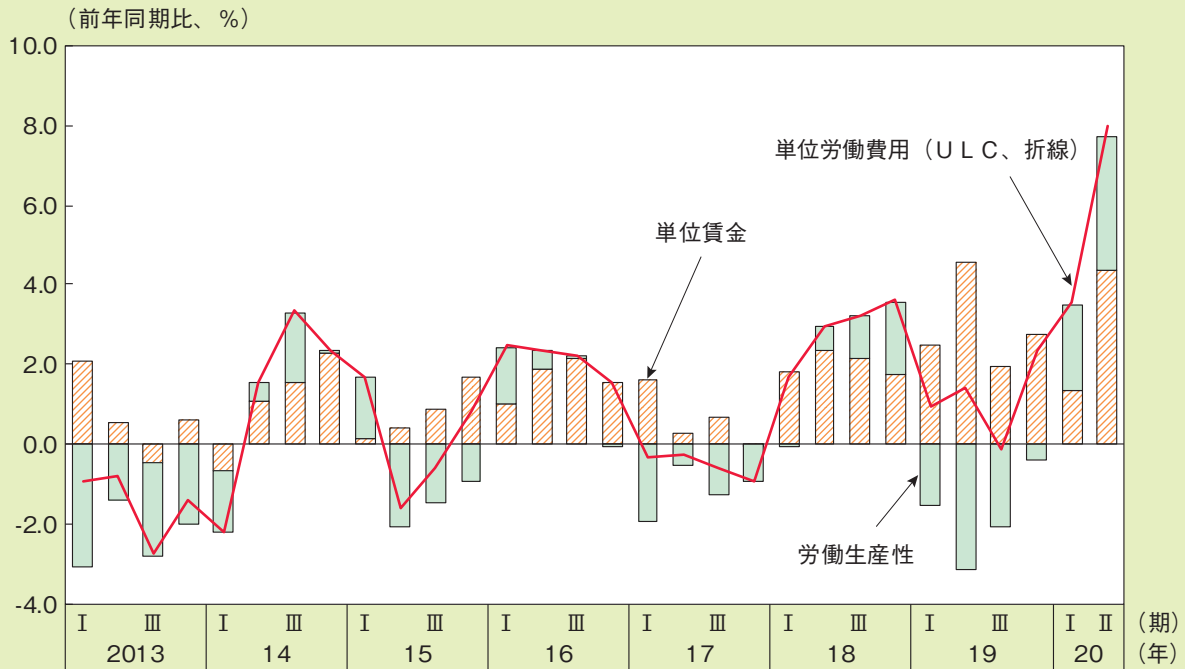
- （備考）
1. 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」等により作成。
 2. 消費者物価（コアコア）は、消費税率引上げ等の影響を除いたもの。
 3. GDPギャップは、内閣府による試算値。GDPギャップ＝（実際のGDP－潜在GDP）／潜在GDP
 4. 予想物価上昇率は消費動向調査により一定の仮定に基づき試算したもの。
 5. 消費者物価（コアコア）の推計式は以下のとおり。ただし、CPI：消費者物価（コアコア）前年比、GAP：GDPギャップの水準、EXP：予想物価上昇率、IPI：輸入物価（円ベース）前年比、データ期間は2005年以降。

$$CPI(t) = a \text{GAP}(t-3) + \beta \text{EXP}(t-1) + \gamma \text{IPI}(t-4) + \delta \text{CPI}(t-1)$$
 推計結果は以下のとおり。括弧内の数値はt値。 a 、 β 及び δ は5%水準で有意。 γ は10%水準で有意。
 $a = 0.105$ (4.64)、 $\beta = 0.152$ (4.99)、 $\gamma = -0.005$ (-1.79)、 $\delta = 0.656$ (10.71)
 6. 「その他」には、高等学校授業料無償化や高速自動車国道料金の引下げ、高等教育無償化等の制度改正要因も含まれる。
 7. 2020年第4四半期の理論値は、同年7月、8月の期待物価上昇率の平均値がそれ以降も維持されると仮定し、第3四半期のコアコア理論値を用いて推計。

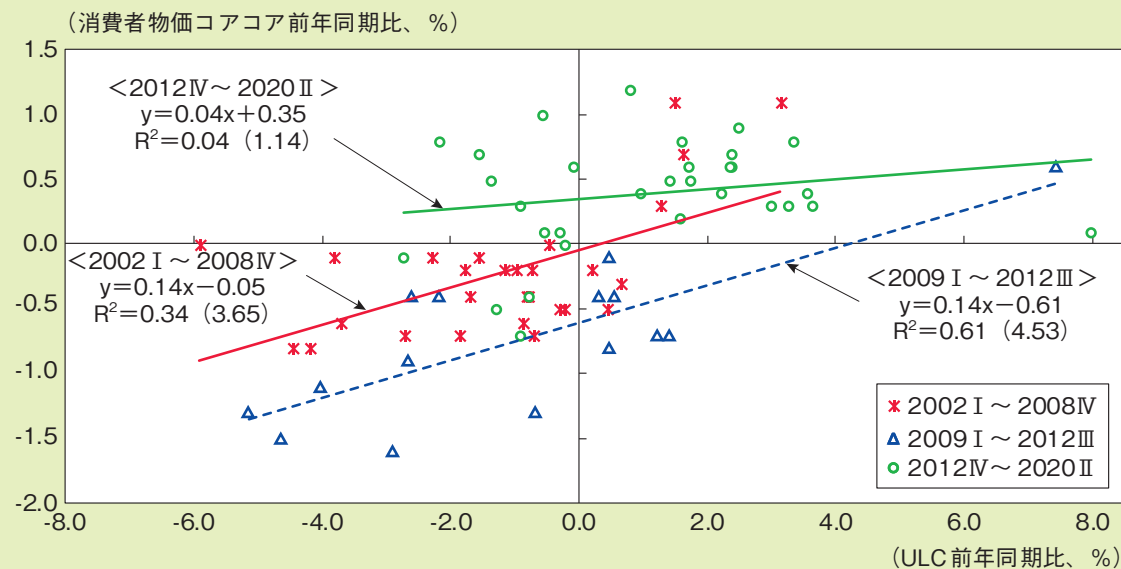
第1-2-12図 ULC（単位労働費用）の動向

ULCと消費者物価の連動性は、過去2回の景気循環時よりも低下

(1) ULCの要因分解



(2) ULCと消費者物価（コアコア）の関係



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. $ULC = \text{名目雇用量報酬} / \text{実質GDP}$
 $= (\text{名目雇用量報酬} / \text{労働投入}) / (\text{実質GDP} / \text{労働投入})$
 $= \text{賃金要因} / \text{生産性要因}$
 ※ 労働投入 = 総実労働時間 × 雇用量
3. 単位賃金は時間当たり、労働生産性はマンアワーベース。
4. (2) 中の () 内の数字は、xの係数のt値。2002Ⅰ～2008Ⅳと2009Ⅰ～2012Ⅲについては1%水準で有意。