

## 物価の基調的な動向とマクロ経済政策の課題

参事官（経済財政分析－総括担当）付 参事官補佐 石井一正 ※  
参事官（経済財政分析－総括担当）付政策企画専門職 大槻 慶 ※  
参事官（経済財政分析－総括担当）付政策調査員 磯野 翔 ※

## 【概要】

1. CPI（コア）は2022年1月に前年比プラスに転じて以降、上昇率が高まり続け、23年1月には4.2%と41年ぶりの上昇となった。23年2月には電気・ガス価格激変緩和事業により上昇率は低下したものの、3月のCPI（コアコア）は前年比3.8%と41年3か月ぶりの上昇となっている。本稿では、22年以降の消費者物価上昇の背景を分析した上で、先行きを展望しつつ、物価の基調的な動向と持続的な経済成長に向けたマクロ経済政策の課題を整理した。
2. 消費者物価の現状をみると、財物価の上昇は主に昨年の輸入物価上昇がラグを伴って波及したものであり、夏頃には一巡感が生じだすと見込まれる。一方、物価の基調を形作るサービス物価の上昇率は1.7%と、欧米と比較して低水準となっている。また、デフレ脱却の目安を図る主要指標であるGDPデフレーター、GDPギャップ、ユニットレバーコストをみると、22年10-12月の状況からは物価を取り巻く環境は強いとは言えず、デフレではない状況に未だ止まっていると言える。
3. 他方、春闘の高い賃上げ、価格上昇品目の広がり、物価上昇予想の高まりはデフレ脱却に向けた萌芽とみなすこともできる。今後、4指標の改善に加え、先を見据え、賃金の継続的な上昇、賃金を含めた適切な価格転嫁の定着、これらを通じた賃金と物価のバランスが取れた形での上昇が見込まれることで、再びデフレに戻る見込みがない状況に近づくと考えられる。長期に亘るデフレは、人口減少や潜在成長率の低迷と相まって企業の成長期待を弱め、企業は投資を抑制し更に成長率が下がる悪循環とともに生じていた。デフレ脱却が見通せるようになれば、名目成長を前提とした継続的な投資拡大とそれに伴う持続的な成長に向けた環境が整うこととなる。
4. 加えて、我が国経済の先行きを考えた時、潜在成長率の向上が重要である。政府には、コロナ禍・物価高における危機対応を主とした生活支援や需要喚起を中心とした財政政策から政策の軸足を移していくことが求められるが、経済財政政策の変化は経済や物価に影響も与えることから、金融政策と密接に関連する。金融政策はこうした動きも勘案しつつ、適切に運営されることが期待される。

※ 本稿の作成で、統括官の村山裕氏、審議官の堤雅彦氏、参事官の上野有子氏から有益な助言及びコメントを頂いた（肩書は2023年5月現在）。記して感謝したい。ただし、あり得べき誤りは全て執筆者に属する。なお、本稿の内容や意見は執筆者達個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

消費者物価指数（以下、「C P I」と言う。）の生鮮食品を除く総合（以下、「C P I（コア）」と言う。）の前年同月比上昇率<sup>2</sup>は電気・ガス価格激変緩和対策事業の開始前の2023年1月には4.2%と41年4か月ぶりの上昇となった。生鮮食品とエネルギーを除く総合（以下、「C P I（コアコア）」と言う。）についても、23年3月に前年比3.8%と41年3か月ぶりの高い伸びを記録するなど、2%の物価目標を超えて推移している。そうした中、本稿では物価の現状を分析した上で、先行きを展望しつつ、物価の基調的な動向とマクロ経済政策の論点を整理する。

## 1. 物価動向の背景と基調的な動向の確認

まず、本節では今回の物価上昇について、財・サービス別の動向を欧米との比較も交えて分析する。その後、デフレ脱却を判断するための4つの主要な指標（C P I、G D Pデフレーター、G D Pギャップ、ユニットレバークスト（以下、「U L C」と言う。））の動向を分析することで、長期的にデフレや低インフレが続いてきた我が国の経済・物価の現在地を確認したい。

### （1）C P Iの現状

#### （今回の物価上昇はエネルギー、食料が中心）

我が国のC P Iは、コロナ禍での累次の緊急事態宣言等により需要が低迷する中で、2020年から21年にかけて前年比で下落し続けた。その後、21年から続く世界的な物価上昇が、輸入物価を通じて我が国のC P Iにもラグを伴って影響を与え、21年9月のC P I（コア）前年比は18か月ぶりの上昇に転じた。さらに、ロシアによるウクライナ侵略に伴う国際商品市況の高騰と円安が相まって、C P I（コア）の上昇率を高めた。22年1月からのガソリン代や灯油代に係る激変緩和措置や、10月からの全国旅行支援により上昇率が押し下げられる中でも、23年1月のC P I（コア）前年比は4.2%と41年4か月ぶりの上昇率となった。翌2月には、電気・ガス代の激変緩和事業により、C P I（コア）の前年比が1.1%ポイント引き下げられたことで、3.1%と低下したが、C P I（コアコア）前年比で見ると、政策要因である全国旅行支援の影響を除くと23年3月には3.9%と41年3か月ぶりの上昇率となっている（図1（1）～（3））。

C P I（コア）の上昇の内訳をみると、エネルギーと食料が中心となっており、23年1月には両者で上昇率の約7割を占めている。前回物価が上昇した2008年は、原油価格が高騰したことによってエネルギーと食料の寄与が約9割であったことから、今回の方が相対的に幅広い品目に物価上昇が広がっていることがわかる。一方、更に遡って、エネルギー価格等の外生的なショックが相対的に小さかった1990年の物価上昇

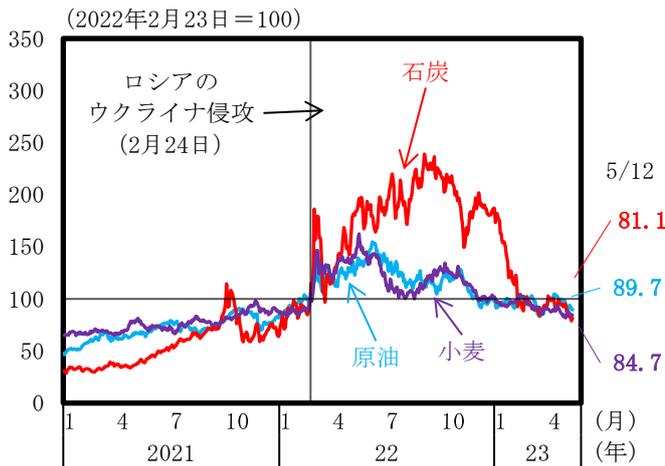
---

<sup>2</sup> 以下、本稿では特段断りのない限り、「前年比」や「上昇率」は、前年同月比または前年同期比の上昇率を指す。

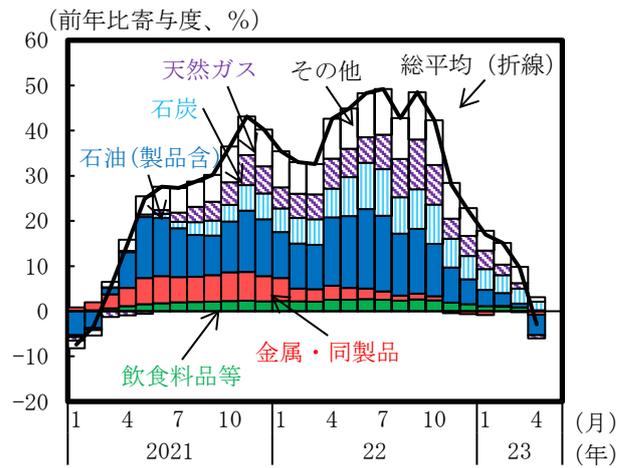
率をみると、食料は3割弱寄与しているが、エネルギーの寄与は上昇率の8%しか占めておらず、教養娯楽や被服履物など幅広い品目で物価が上昇していた(図1(4))。このように、過去の内生的に物価上昇が起きていた時期と比べると、上昇している品目に依然として偏りがあることがわかる。

図1 物価動向

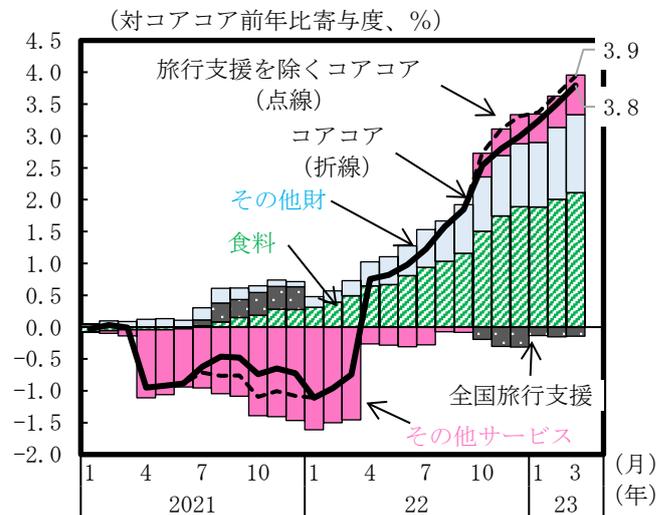
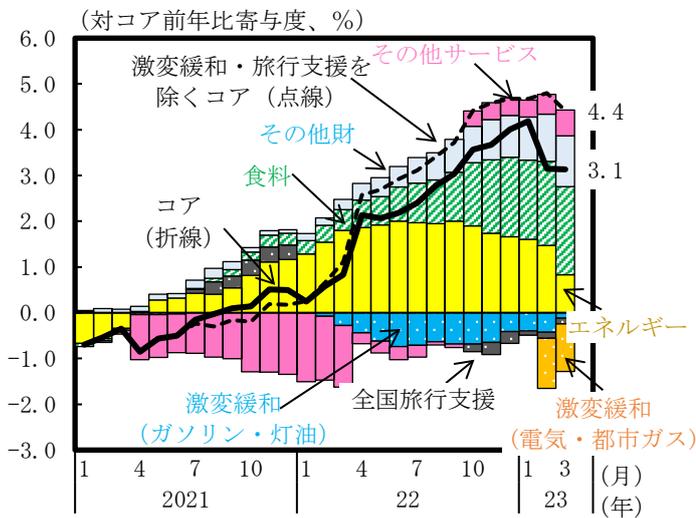
(1) 国際商品市況 (円ベース)



(2) 輸入物価 (円ベース) の寄与度分解

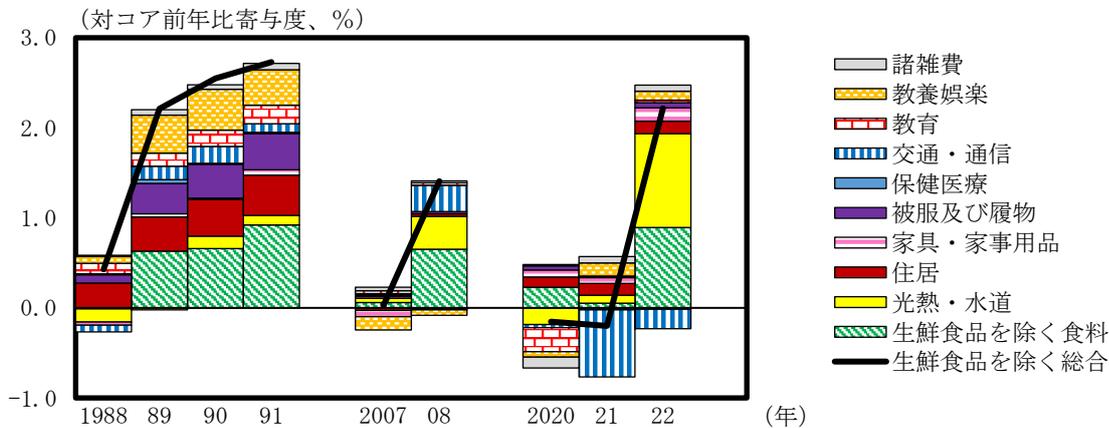
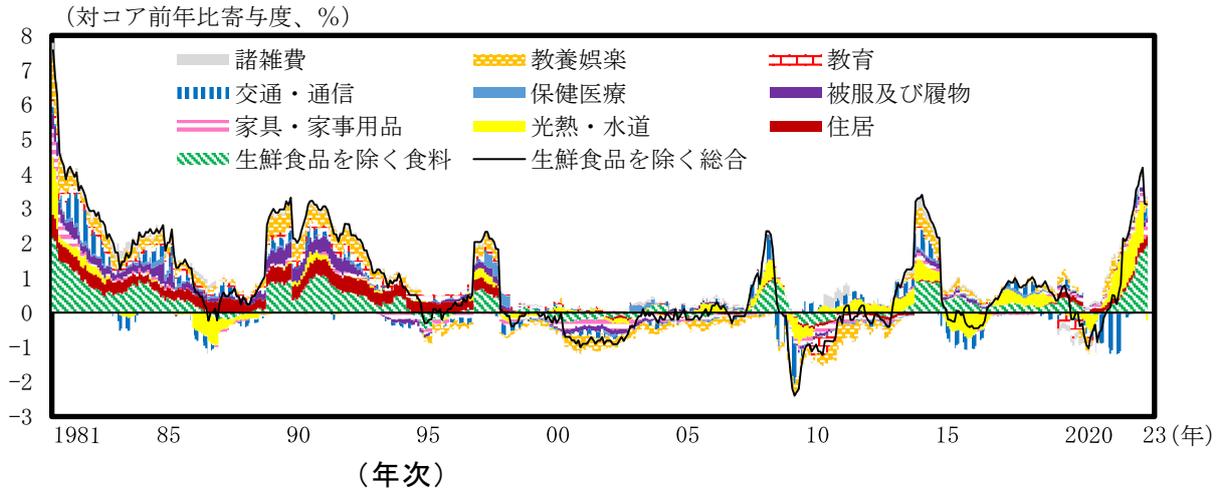


(3) 消費者物価の寄与度分解 (2021年～)



(4) 消費者物価の寄与度分解 (長期)

(月次)



- (備考) 1. (1) は、Bloomberg により作成。  
 2. (2) は、日本銀行「企業物価指数」により作成。  
 3. (3) (4) は、総務省「消費者物価指数」により作成。固定基準。1989年と1990年は1989年4月に実施された消費税導入が影響している点に留意が必要。

(財の物価は輸入物価の影響で上昇)

次に、CPIの動向を財・サービス別にみてみよう。CPIの生鮮食品を除く財の物価(以下、「財物価」と言う。)は海外から輸入する競合品や素材・部品価格の影響を受けることから、輸入物価との連動が高いとされる<sup>3</sup>。そこで、財物価と輸入物価の上昇率を比較してみると、我が国では輸入物価の変動が財物価に反映されるまでには、調達や卸売りに係る価格交渉過程や財の性格、市場の特性等による違いはあるものの、平均すると6カ月程度のラグを伴って反映されている<sup>4</sup>。欧米について両者の関係を

<sup>3</sup> 詳細は、Lane(2022)を参照。

<sup>4</sup> 内閣府政策統括官(経済財政分析担当)(2022)第1章では、CPI(コアコア)と輸入物価との関係をみて、3四半期から4四半期程度のラグがあると分析しているが、今回比較している物価は財に特化していることから、サービス物価が含まれていない他、燃料費調整制度等によって資源価格の変動から5か月~7か月程度のラグを伴って価格に反映される電気・ガス代が含まれている。その違いによる影響が表れている結果、ラグの期間が異なると考えられる。

みると、輸入物価の変動が財物価に反映されるまでのラグはそれぞれ0カ月から1カ月程度と短だけでなく、その弾性値も我が国と比べて高い(図2(1)(2))。つまり、我が国の輸入物価から財物価への転嫁は、欧米に比べて当座の転嫁率が小幅であり、かつ、長期間に渡る傾向がある。

こうした輸入物価の他、一般的に物価に影響を与える要因として、需給の引締り度合いを示すGDPギャップや、生産一単位当たりの労働コストであるULCが挙げられる。そこで、1995年以降のGDPギャップを横軸に、財物価上昇率を縦軸にプロットすると、日米欧いずれもコロナ禍前まではGDPギャップと財物価上昇率に一定の相関関係(物価版のフィリップスカーブ)が確認できるが、22年入り後の財物価は、GDPギャップの動きとは無関係に大きく上昇している。また、同様に財物価とULCの上昇率をプロットすると、アメリカでは95年以降継続的に相関関係がみられている。しかし、我が国とユーロ圏についてはリーマンショック前の2008年頃までは相関関係がみられていたが、近年は明確な相関関係がみられていないなど、インフレ率が低位で推移する中で、ULCと財物価の上昇率の関係性が弱まっている可能性がある<sup>5</sup>。

したがって、日米欧の22年入り後の財物価の上昇は、いずれも主に輸入物価の上昇によるものと言えよう。我が国では、輸入物価と財物価に半年程度のラグがあることや、輸入物価の前年比上昇率が22年7-9月期にピークを迎え、10-12月期には低下していることを踏まえると、電気代の値上げ申請に伴う価格上昇等の影響を除けば、23年夏頃には財物価の上昇率は低下していくことが見込まれる。

#### (我が国のサービスの物価はマクロ経済環境との関係が弱く、硬直的)

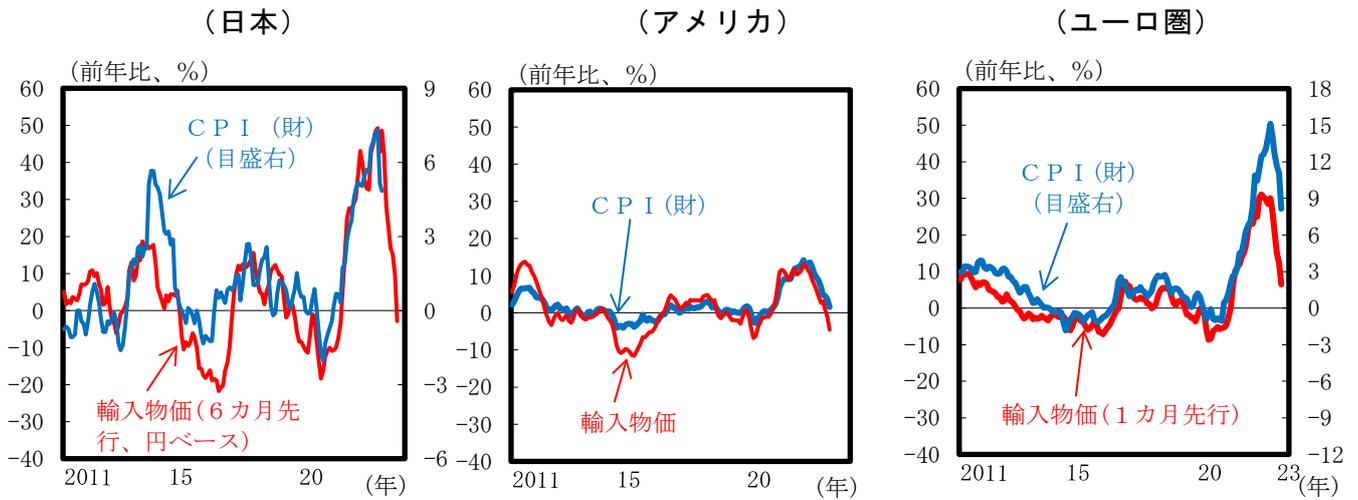
次に、CPIのサービスの物価(以下、「サービス物価」と言う。)についてみてみよう。サービス物価は国内の需給や賃金コストの影響が強く、国際商品市況の影響を受けにくい。そのため、変動が財と比べて小さく、物価の基調を形作るとされる<sup>6</sup>。23年3月の我が国のサービス物価上昇率は1.7%と、財と比べると低く、アメリカの7.3%、ユーロ圏の5.1%と比べても低い伸びとなっている。サービス物価から帰属家賃を除いて、消費者が実際に直面しているサービス価格をみると2.5%と伸びが高まる。しかしこれは、食料品の値上がりというコスト上昇を反映した外食サービスが、前年比で7.6%と大きく上昇していることが寄与しており、この影響を除いてみると、

<sup>5</sup> Bobeica et. al(2019)では、フランス、ドイツ、イタリア、スペイン4か国の製造業、建設業、サービス業3セクターについて、1985年第1四半期から2018年第1四半期までのULCとGDPデフレーターとの相関関係を分析しており、その中で、製造業では、物価上昇率が高い時期はULCからのパススルーが高く、低い時期はパススルーが低いという結果が示されている。ただし、物価上昇率が低い時期であっても当該4か国の製造業のULCと物価上昇率との間には有意な相関関係があるとされている。今回の分析ではULC以外の要素をコントロールしていないことに加え、対象としている国の範囲の違いや、物価指標の違い、ULCの算出方法の違いなどが結果に影響を与えているものと考えられる。

<sup>6</sup> 詳細は、Lane(2022)を参照。

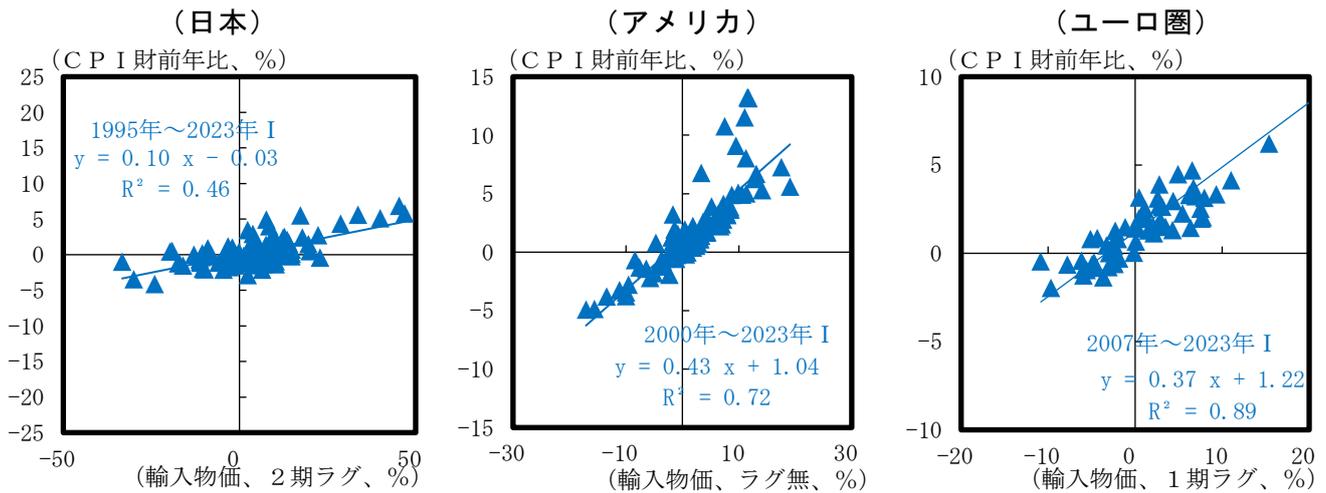
図2 財物価の動向

(1) 財物価と輸入物価の推移 (日米欧)

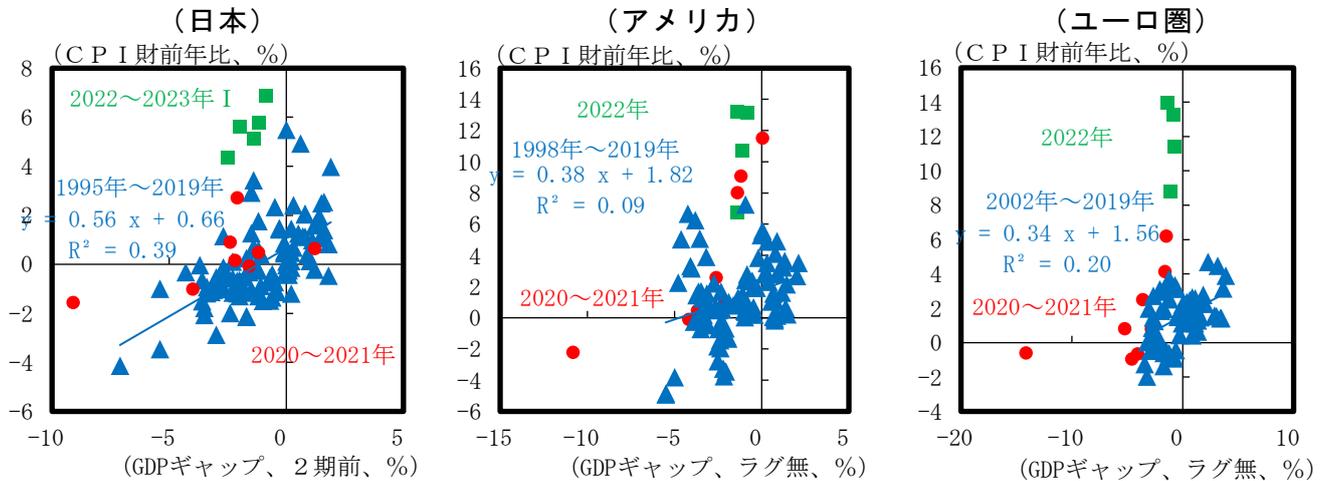


(2) 財物価と輸入物価、GDPギャップ、ULCの相関

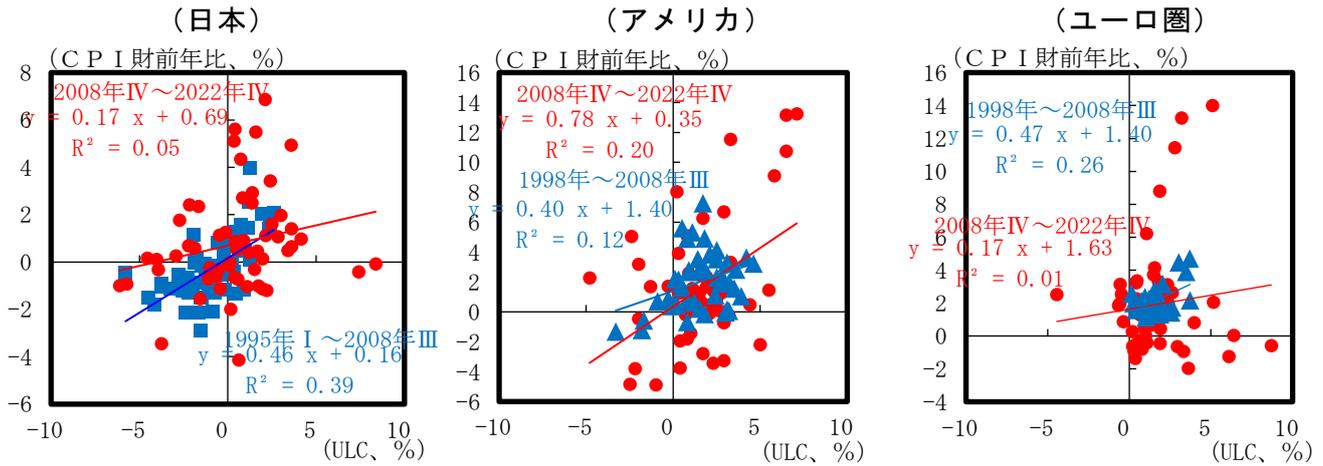
① 財物価と輸入物価の相関



② 財物価とGDPギャップの相関



### ③財物価とULCの相関 (アメリカ)



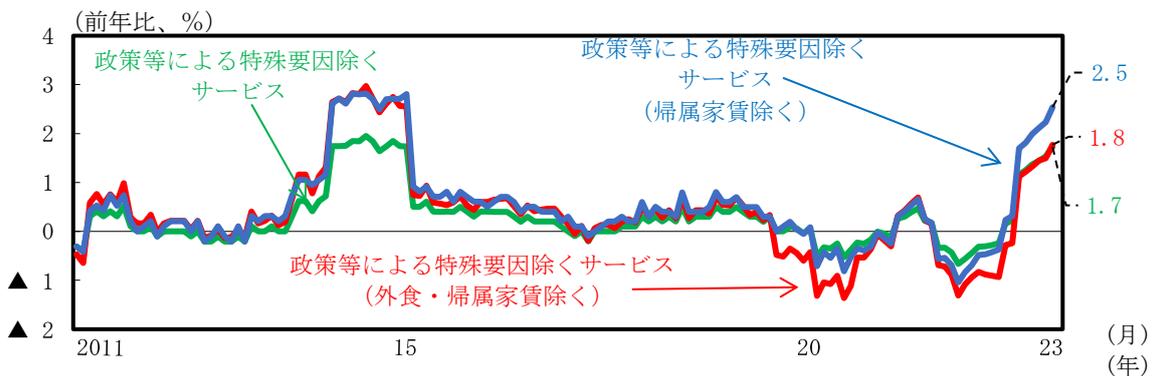
- (備考) 1. (1) は、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、アメリカ労働省、Eurostat により作成。  
2. (2) は、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、アメリカ労働省、アメリカ商務省、アメリカ CBO、Eurostat、OECD Economic Outlook 112 により作成。

1.8%にとどまる。

このように、サービス物価では、輸入物価要因で上昇している外食以外の品目では上昇圧力は強くない。次に、財物価同様、1995年以降のGDPギャップを横軸に、サービス物価の前年比を縦軸にとると、我が国は欧米よりも弱いものの、両者の相関関係がみられる。また、ULCについても、GDPギャップ同様、欧米ともに相関関係が確認される<sup>7</sup>が、リーマンショック以降は我が国でも、弱いものの相関関係が確認される。このように、需給やULCとは弱いものの相関関係は確認される。

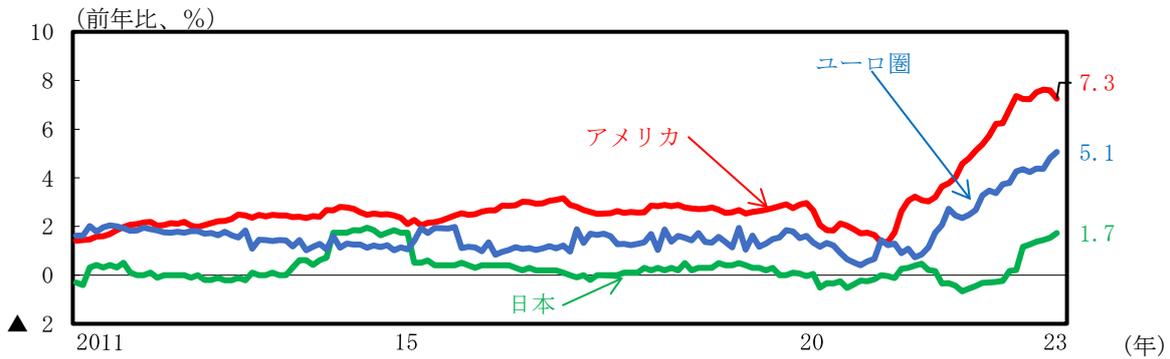
### 図3 サービス物価の動向

#### (1) サービス物価の基調の推移



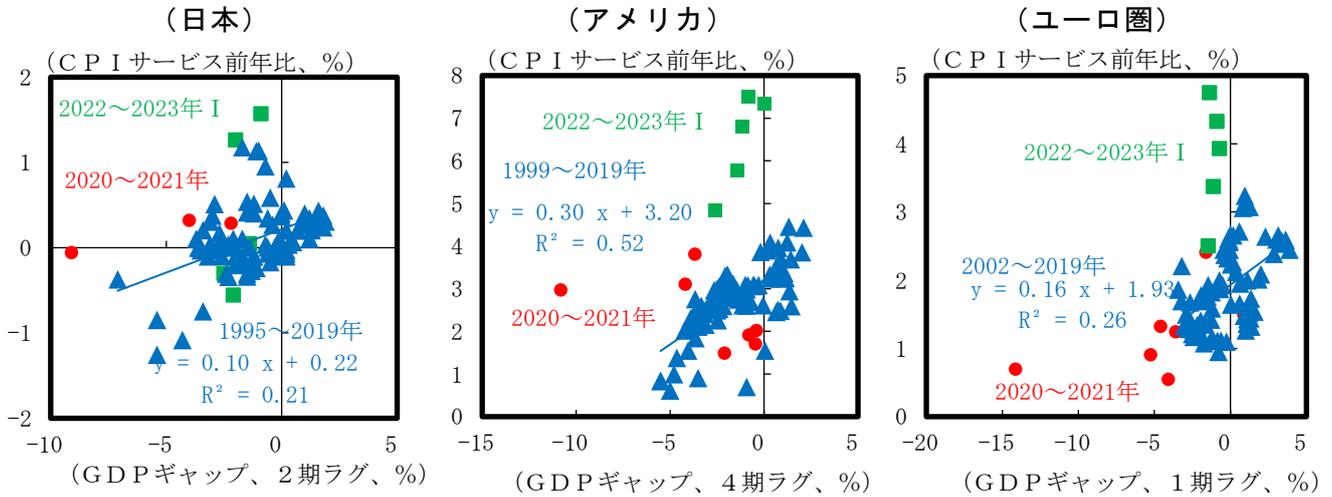
<sup>7</sup> アメリカについての先行研究をみると、Barlevy and Hu(2023)では、住居以外のサービス物価上昇率とサービス業ULCとの関係性を分析し、ULCが物価上昇率に遅れて変動する特徴があるとしているが、O' Trakoun and Merone(2022)では、サービス業の賃金上昇がサービス業の物価上昇につながるという結果を示しつつも、ULCの物価上昇への影響については明確な結論を導いていない。一方、ユーロ圏については、Bobeica et.al(2019)において、サービス業において、ULCが物価上昇率に影響を与えているという結果が得られている。

(2) サービス物価の各国比較

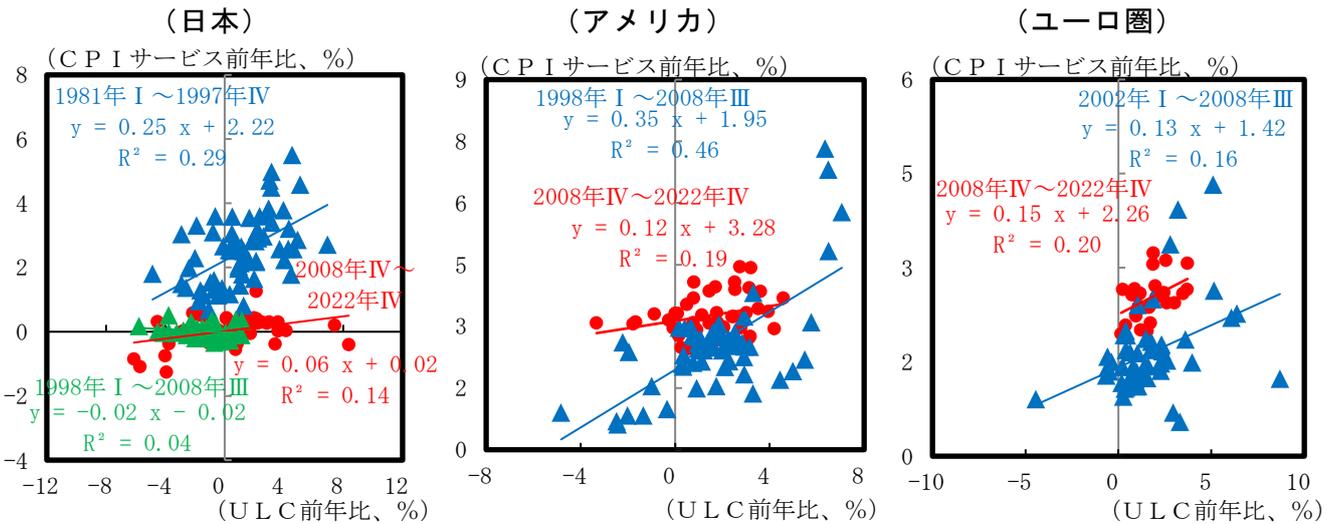


(3) サービス物価とGDPギャップ、ULCの相関

① サービス物価とGDPギャップの相関



② サービス物価とULCの相関



- (備考) 1. (1) は、総務省「消費者物価指数」により作成。  
2. (2) は、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、アメリカ労働省、アメリカ商務省、アメリカ CBO、Eurostat、OECD Economic Outlook 112 により作成。

### （期待物価上昇率は高止まり）

その他、CPI関連の指標をいくつか確認してみよう。まず、刈込平均値の動きをみてる。刈込平均値とは、CPIのうち、品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各10%）を機械的に控除した値であり、例えば22年末～23年初の鳥インフルエンザ流行による鶏卵価格の高騰、23年2月支払分から適用された電気・ガス価格激変緩和対策事業といった特殊要因による上昇下落を取り除いたものである。刈込平均値の上昇率は、22年9月に2%、12月には3%を超えるなど高い伸び率となっている。一方、価格上昇率の高い順にウェイトを累積して50%近傍にある値を示す加重中央値は1.1%、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率である最頻値は1.6%とまだ低い水準にとどまっているものの、エネルギーや食料などの上昇率が高い品目に引っ張られる形で全体が押し上げられている様子が見える。

このように、異常値を除いた平均的な物価上昇率は、消費者の物価予想の影響を受けると考えられる。実際、欧米の研究では、消費者物価に対する消費者等による物価上昇予想の影響が大きいことが指摘されており<sup>8</sup>、日本銀行も、予想物価上昇率の動向を重視している<sup>9</sup>。そこで、我が国の消費者の予想物価上昇率をみると、22年9月に4%に達して以降高止まりしている。従来、我が国の消費者の物価上昇予想は適格的であり過去の物価上昇の影響を強く受け、実際の物価上昇を後追いする傾向が強いとされている<sup>10</sup>。しかし、今次の物価上昇局面では消費者の物価上昇予想が実際の消費者物価に先んじて反転し、上昇してきたことは、消費者の物価に対する期待形成が変化し始めた兆しとして注目したい点である。

このように、平均的な物価上昇率も全体として高まっている中で、消費者の物価上昇予想も高まっている。一方で引き続きサービスを中心に上昇率が低い品目が多いことも事実であり、物価の動向については強弱入り混じっているというのが実態である。

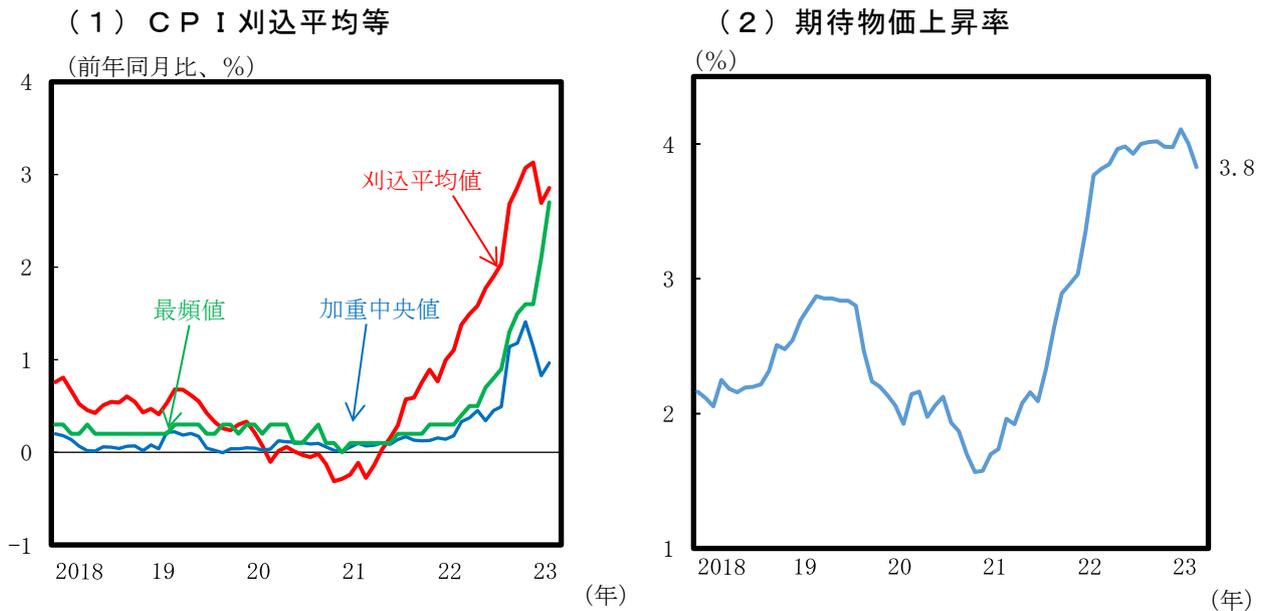
---

<sup>8</sup> 合理的期待形成を織り込んだNew Keynesian型のフィリップスカーブでは、期待物価上昇率を含んだ定式化が一般的であり、例えばGalí and Gertler(2000)においても、期待物価上昇率を含めた定式化の下で、フォワード・ルッキングな行動が物価動向をよく説明しているとの結果が得られている。

<sup>9</sup> 例えば、日本銀行『「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証』（2016年9月21日）（以下、「日本銀行（2016）」と言う。）では、「量的・質的緩和」の波及メカニズムにおいて、人々の予想物価上昇率を引き上げることを通じた経路を重視している。

<sup>10</sup> 日本銀行（2016）では、「予想物価上昇率の形成メカニズムについて、我が国では、米国などに比べて、予想物価上昇率の形成において『適格的な期待形成』のウェイトが大きいことがわかった」とされている。

図4 その他の物価関連指標の推移



(備考) 1. (1) は、日本銀行により作成。  
 2. (2) は、内閣府「消費動向調査」により作成。回答された予想物価上昇率について、上昇、下落ともに「2%未満」を1%、「2%以上～5%未満」を3.5%、「5%以上」を5%として、それぞれの回答者割合で加重平均した値。

**(2) GDPデフレーター、GDPギャップ、ULCの動向**

CPIは、エネルギー関連の激変緩和策も含め政策による特殊要因を除くと、23年3月に総合で4.7%、コアで4.4%、コアコアで3.9%と高い伸びとなり、コアは物価上昇目標である2%を超えて12か月経つ。こうした状況に鑑みると、我が国はデフレを脱却したと言えないのだろうか。デフレ脱却に向けた状況を確認する上で、GDPデフレーター、GDPギャップ、ULCの状況を欧米と比較しつつみていきたい。

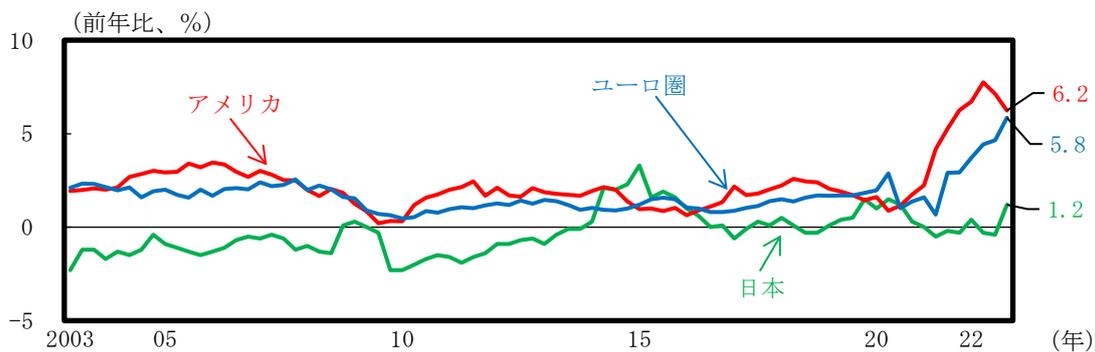
**(GDPデフレーターの持続的な上昇には適切な価格転嫁が重要)**

GDPデフレーターは、国内で生産された付加価値の価格であり、輸入物価による要因が控除されていることから、海外要因を除いた我が国の物価の実勢と言うこともできよう。直近の四半期である22年10-12月期のGDPデフレーターは前年比1.2%と、7-9月期の▲0.4%からプラスに転じた(図5(1))。内訳をみると、22年半ばに上昇した輸入物価が国内物価へと徐々に波及することで、内需デフレーターが3.2%から3.4%へと上昇寄与を高める中で、秋以降に国際商品市況の価格上昇と円安進行が一服したことを受けて輸入デフレーターによる押下げ寄与が▲7.0%から▲4.9%へと縮小していた(図5(2))。当面は、輸入デフレーターの前年比上昇率が低下する一方、22年の輸入物価上昇分が国内物価にラグを伴って波及するため、内需デフレーターは上昇率を高め、GDPデフレーターはプラス幅を拡大して推移すると見込まれる。しかし、これは輸入物価から国内物価への転嫁ラグによるものであり、国内物価の基調が強くなったとは言えない点に留意が必要である。また、同時期におけ

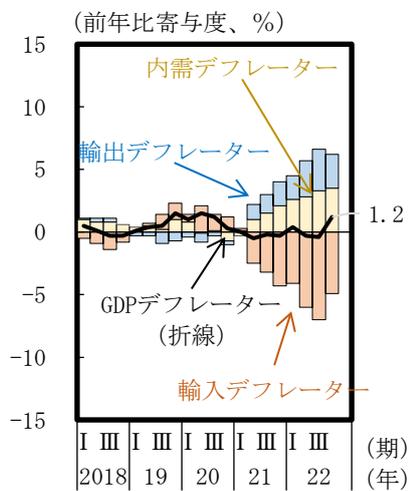
る欧米のGDPデフレーターは、アメリカが前年比6.2%、ユーロ圏が5.8%と我が国の上昇率を大きく上回っている（図5（3）（4））。欧米のGDPデフレーターは、低インフレに対して金融緩和を進めていた2010年代の期間平均上昇率ですら、アメリカで1.7%、ユーロ圏で1.3%と我が国の足下のGDPデフレーターを上回っており、こうした点からも伸び率が高いとは言えない。今後、GDPデフレーターが安定的な上昇率を維持していくためには、コスト上昇に対して企業利益や賃金といった付加価値の圧縮で対応するのではなく、価格転嫁が進むようになることが重要となる。

図5 GDPデフレーターの動向

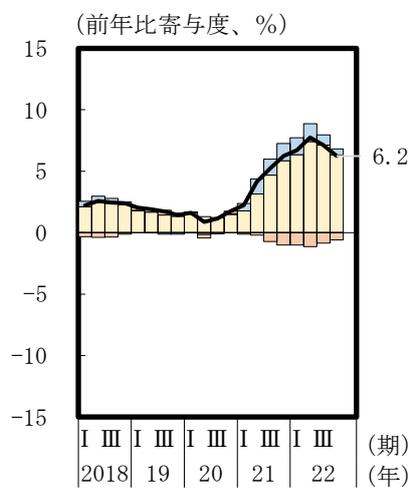
（1）各国のGDPデフレーター



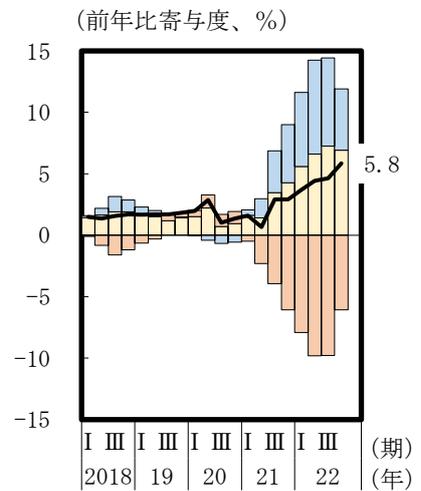
（2）日本



（3）アメリカ



（4）ユーロ圏



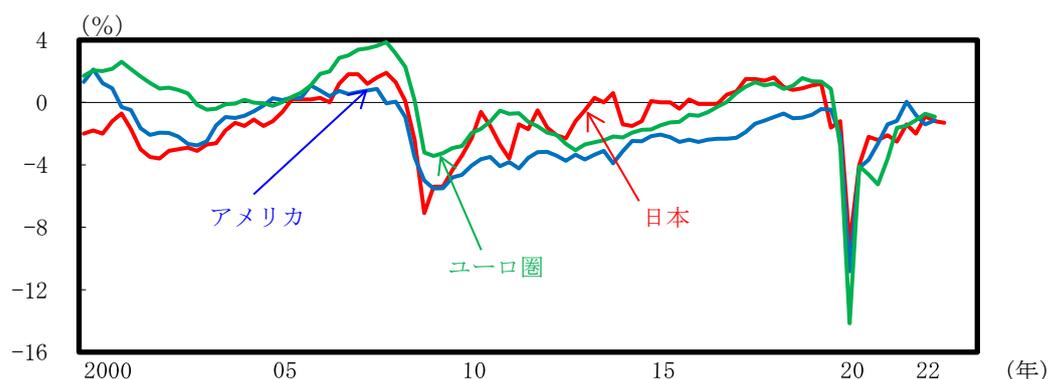
（備考）内閣府「国民経済計算」、アメリカ商務省、Eurostatにより作成。

（GDPギャップの改善ペースは、22年入り後は一進一退）

我が国のGDPギャップは22年10-12月期には▲1.3%となった。20年4-6月期に緊急事態宣言などもあり▲9.1%へと急速に悪化したのち、21年10-12月期にかけて▲1.4%まで改善した。22年以降、年前半は上海ロックダウンによる部材供給不足、後半は半導体市況の悪化や中国の感染再拡大などの影響で輸出が伸び悩んだことから振れが生じているが、国内の経済社会活動再開により、物価上昇下においても内

需は緩やかに持ち直しており、GDPギャップも同様の動きをしている(図6)。一方、アメリカのGDPギャップは21年7-9月期に0.0%となったが、22年前半のGDPが2四半期連続でマイナス成長となったことを受け、22年4-6月期に▲1.4%となった。その後は、7-9月期には▲1.1%と改善し、10-12月期の推計値はまだ公表されていないものの、実質GDP成長率が前期比年率で2.7%であることから、マイナス幅は縮小することが見込まれる(図6)。ユーロ圏のGDPギャップは、22年4-6月期に▲0.7%まで改善したものの、7-9月期は物価上昇下において実質GDP成長率が抑えられたことから、▲0.9%とマイナス幅が若干拡大した<sup>11</sup>。10-12月期の推計値は公表されていないが、実質GDP成長率が0.0%と、1.3%程度とされる潜在成長率<sup>12</sup>を下回っていることから、GDPギャップのマイナス幅は拡大すると見込まれる(図6)。GDPギャップそのものは推計値であり、その水準の評価にあたっては幅を持ってみる必要があり、水準もさることながら、その方向感をみることも重要である。そうした観点からみると、日米欧いずれも22年入り後一進一退となっているなど、需給面からの物価上昇圧力は大きくない状況である。

図6 GDPギャップ



(備考) 内閣府、アメリカCBO、OECD Economic Outlook 112 により作成。

**(ULCの上昇ペースはアメリカ、ユーロ圏と比べて緩やか)**

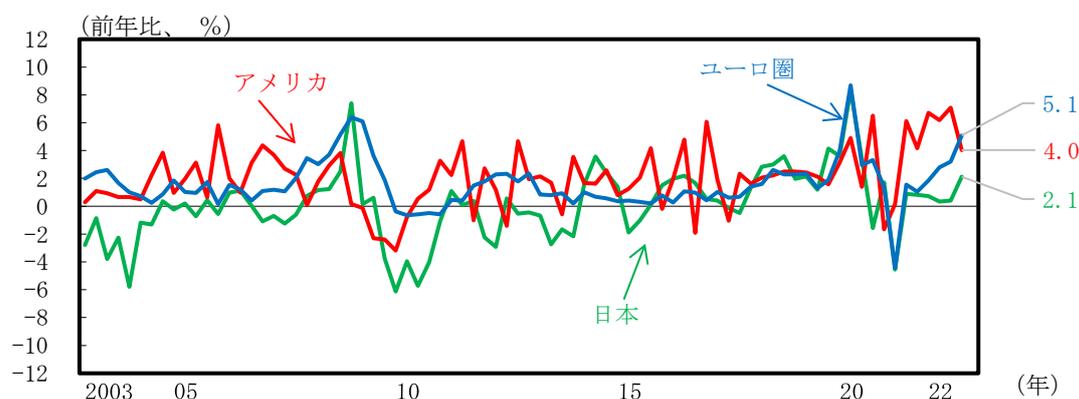
ULCの動向もみてみよう。22年10-12月期のULCは前年比2.1%と7-9月期の0.4%から上昇率を高めている。ULCは一単位の実質GDPに要する名目雇用者報酬の額と定義されるが、10-12月期の上昇要因を名目雇用者報酬・実質GDPに分けると、雇用者報酬は、好調な企業収益を背景に高い伸びとなった冬のボーナス等に支えられ前年比2.5%と7-9月期の1.6%から増加率を高めた一方、分母である実質GDPは前年比0.4%と7-9月期の1.5%から成長率が低下したことが上昇に大きく寄与している。(図7(1))。欧米の状況をみると、10-12月期のアメリカはULC

<sup>11</sup> アメリカのGDPギャップは議会予算局 (Congressional Budget Office)、ユーロ圏のGDPギャップはOECD Economic Outlook 112による。

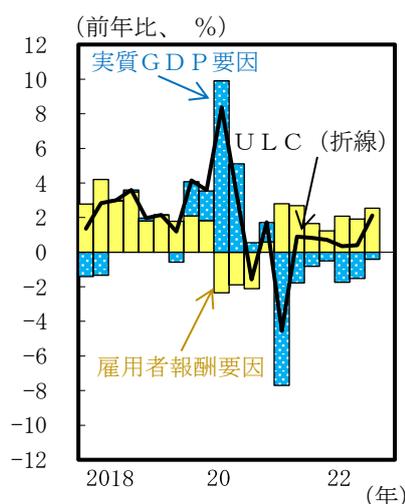
<sup>12</sup> European Commission “European Economic Forecast, Autumn 2022” .

が4.0%上昇する中で雇用者報酬が5.1%増加、ユーロ圏はU L Cが5.1%上昇する中で雇用者報酬が6.9%増加とそれぞれ雇用者報酬の増加がU L Cの上昇に寄与しており、実質GDPを上回る名目雇用者報酬の増加がU L Cを高めている点は我が国と同様であるものの、名目雇用者報酬の増加率の水準差がU L C上昇率の差を生んでいる（図7（2）（3）（4））。

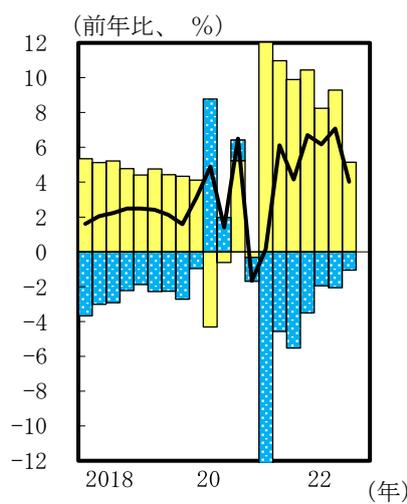
図7 （1）日米欧 U L C



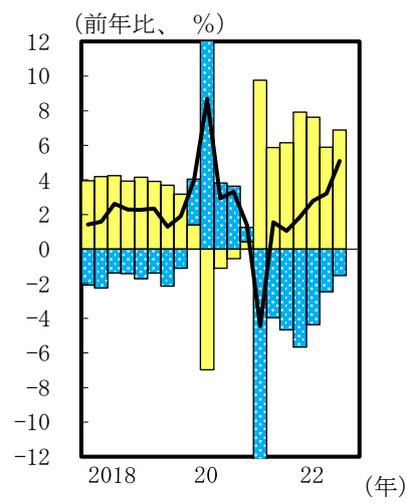
（2）日本



（3）アメリカ



（4）ユーロ圏



（備考）内閣府「国民経済計算」、アメリカ商務省、Eurostatにより作成。

### （3）物価の基調的な動向とデフレ脱却の意義

ここまで、いわゆるデフレ4指標の動きをみてきたが、本項では、我が国の物価の基調的な動向とデフレから脱却することの意義を整理したい。

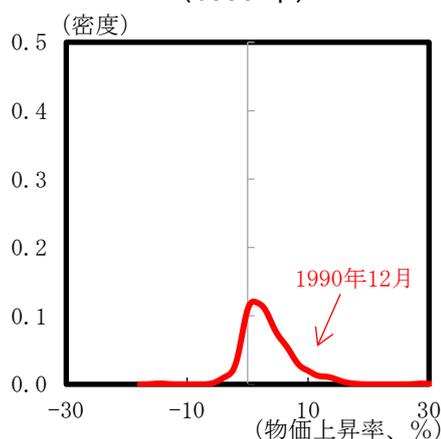
（まだデフレは脱却していないが、デフレ脱却の芽は出てきている）

ここまで見てきたように、C P Iについてはコアコアを含めて約40年ぶりの物価上昇となっているものの、要因は、輸入物価上昇によるコストプッシュで財物価が上昇しているためであり、基調を形作るサービス物価については、輸入コストの転嫁要因が大きい外食サービスを除くと上昇率はそこまで大きくない。その他の指標について

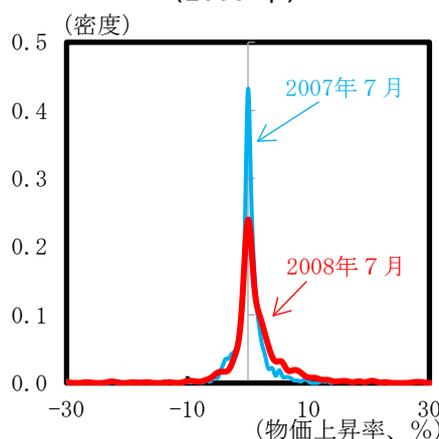
みると、GDPデフレーターの上昇は輸入物価の上昇率低下によるものであり、国内物価による押し上げはいまだ弱い。GDPギャップやULCといった物価を取り巻くマクロ環境は改善傾向にあるものの、増勢に力強さを欠くなど、これまでのデフレではないという状況から大きな変化はみられていない。そのため、現時点において、デフレ脱却には至っていないと考えるのが自然であろう。一方で、CPIはコアもコアコアも約40年ぶりの上昇となる中、価格上昇品目に広がりが見られるなど、長引くデフレや低インフレの下で硬直化していた物価が動き始めている（8図（1））。さらに、こうした物価上昇等を受け、2023年度の春闘では第五次回答段階で3.67%と、30年ぶりの賃上げ率が示されている（8図（2））。こうした賃金上昇が広範に生じ、これが適切な販売価格の改定へとつながれば、賃金上昇から物価上昇という正常な循環の下で、所得増を伴う需要増という成長循環が実現する。今は、こうしたデフレ脱却に向けた芽が出てきている状況だと言えよう。

図8 デフレ脱却に向けた動き

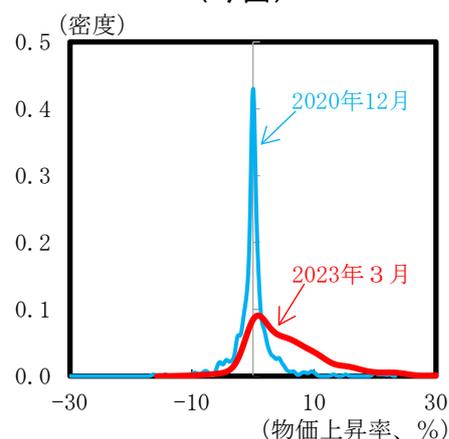
(1) 価格上昇品目の広がり  
(1990年)



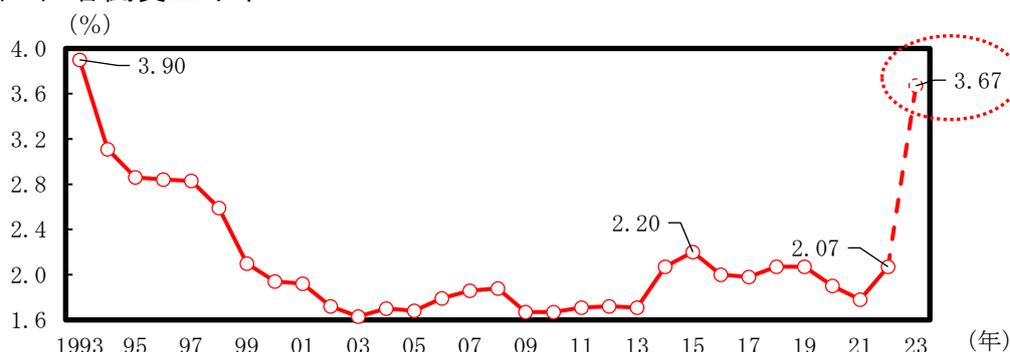
(2008年)



(今回)



(2) 春闘賃上げ率



(備考) 1. (1) は総務省「消費者物価指数」により作成。生鮮食品を除く値。1980年については2005年基準の公表値を用いて作成しており当時の調査品目が一部含まれていないため、簡易的な試算。

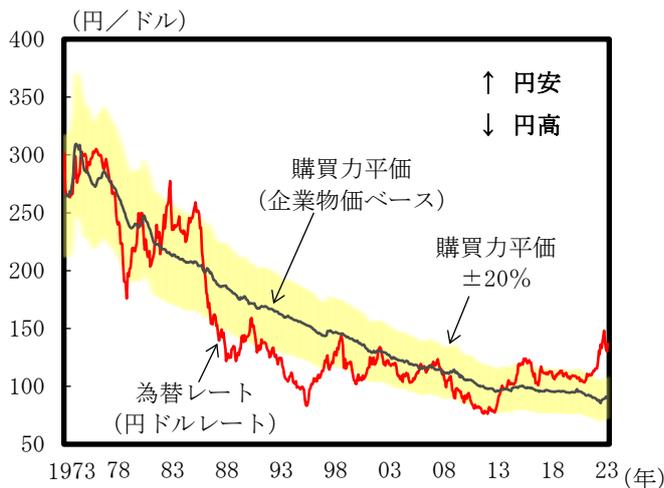
2. (2) は日本労働組合総連合会「2023 春季生活闘争 第5回 回答集計結果について」により作成。2022年以前は最終集計結果、2023年は第5回集計結果(平均賃金方式(加重平均)による定昇相当込み賃上げ率)。

### (デフレ脱却により企業の売上増や投資活性化などが期待)

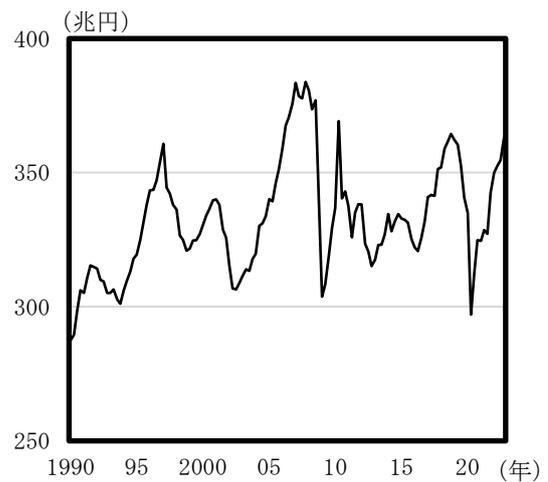
デフレから脱却することは経済的にどのような意義があるだろうか。1990年代終わりに断続的に続いたデフレの弊害として、実質金利の高止まりによる成長機会の喪失や円高の進行による価格競争力の低下、コスト削減圧力の高まりなどが指摘されている<sup>13</sup>。この間、名目短期金利は2007年前後に約0.6%まで一時的に上昇した他はゼロ%近傍で推移しており、デフレの環境下では実質金利が下がる余地はなく、為替(ドル円レート)水準についても13年以降円安方向に振れて推移しているものの、概ね購買力平価に沿って円高傾向に推移してきた(図9(1))。また、企業の売上高も景気変動に応じた上下動はあるものの、過去30年間高まっていない(図9(2))。デフレから脱却するという事は、こうした弊害から脱却することを意味する。つまり、実質金利が低下すれば、企業による投資を活発化させることが可能となる。また、購買力平価説に立てば、各国とインフレの速度が同じであれば、長期的には為替レートが安定するはずである。為替レートが傾向的に変動するようであれば、企業は内外の生産体制の見直し等の対応を迫られるため、調整コストが生じることとなるが、為替が安定すればそうしたコストを懸念する必要がなく、企業は先行きを見通した投資戦略を立てやすくなるだろう。さらに、自社製品に対する価格下落圧力が弱まることで、中間段階での様々なコスト削減圧力が弱まり、価格転嫁をしやすい環境となることで、企業の投資、賃上げの余力が高まることが期待できる。こうしたデフレ脱却の意義に鑑みると、マクロ経済運営に当たっては、デフレ脱却に向けた芽を摘むことのないよう万全を期す必要がある。

図9 為替レートと企業の売上高

#### (1) 為替レートと購買力平価



#### (2) 企業の売上高の推移



(備考) 1. (1) は、Bloomberg、日本銀行「外国為替市況」により作成。  
2. (2) は、財務省「法人企業統計調査」により作成。季節調整値。

<sup>13</sup> 詳しくは堤他(2013)を参照。

## 2. 安定的な物価上昇の実現に向けたマクロ経済政策の課題

ここまで論じてきたように、物価を取り巻く環境は依然として強くないものの、デフレではないという環境が続いている。こうした中で、デフレ脱却を見据えた金融政策と財政政策の進め方が当面の課題となる。本節では、過去10年の金融政策を振り返った上で、デフレに後戻りしないと考える上で求められる経済環境の条件と当面のマクロ経済環境、金融・財政政策の方向性について整理したい。

### (1) 過去10年の金融政策の振り返り

本項ではまず、議論の前提として過去10年間の金融政策について簡単に整理した上で、その間、金融環境がどのように変わったか振り返る。

#### (物価目標の達成に向け、世界に類を見ない金融緩和を推進)

2013年1月22日の金融政策決定会合を経て、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」が公表され、「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買入れ方式」の導入が決定された。同年4月には黒田総裁（当時）の下で、「量的・質的金融緩和」が導入され、金融市場調節の操作目標を無担保コールレート（翌日物）からマネタリーベースに変更し、長期国債の買入拡大と年限の長期化、買入資産の対象にETF及びJ-REITを追加するなどのいわゆる異次元緩和を打ち出した。この間、CPIは上昇に転じ、デフレではない状況となったものの、2%の物価目標には届かなかったことから、16年1月にマイナス金利を導入、さらに同年9月には『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」を踏まえ、イールドカーブ・コントロール（以下、「YCC」と言う。）やオーバーシュート型コミットメントを導入し、18年7月にはフォワードガイダンスを導入した。その後、21年3月に実施した「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を踏まえて長期金利の変動幅の明確化、22年12月には国債市場の機能度の改善のために長期金利の変動幅を拡大するなど、金融緩和の持続性を高めるための調節をしつつ、物価目標の達成に向けて世界に類を見ない金融緩和を進めてきた（表1）。

表 1 : 2013 年以降の金融政策の変遷

年	日本銀行の金融政策の変遷（2013年以降）
2013	1月 「物価安定の目標」の導入 「期限を定めない資産買入れ方式」の導入 ・2014年初めから毎月13兆円程度資産買入 「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）」の公表
	4月 「量的・質的金融緩和」の導入 ・金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（翌日物）からマネタリーベースに変更。 ・マネタリーベース・コントロールの採用：年間約60～70兆円のペースで増加 ・長期国債買入の拡大と年限長期化 ・ETF、J-REITの買入拡大
2014	10月 「量的・質的金融緩和」の拡大 ・マネタリーベース目標の拡大：年間約60～70兆円→年間約80兆円 ・長期国債買入の拡大と年限長期化 ・ETF、J-REITの買入拡大
2015	12月 「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入 ・新たなETF買入れ枠の設定 ・長期国債買入の年限長期化
2016	1月 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入 ・金融機関が保有する日本銀行当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利を適用
	7月 金融緩和の強化 ・ETF買入枠の拡大
	9月 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入 ・長短金利操作（イールドカーブ・コントロール） ・オーバーシュート型コミットメント
2018	7月 政策金利のフォワードガイダンスを導入
2020	4月 金融緩和を強化 ・CP、社債買入れの増額 ・新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充 ・国債のさらなる買入れ
2021	3月 「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を実施 ・貸出促進付利制度の創設 ・長期金利の変動幅について明確化（±0.1%程度→±0.25%程度） ・連続指値オペ制度の導入
2022	12月 長期金利の変動幅を拡大 ・±0.25%程度→±0.5%程度
2023	4月 政策金利のフォワードガイダンスを削除

（備考） 1. 日本銀行等資料により作成。  
2. 政策金利は、無担保コールレート（翌日物）。

**（量的・質的金融緩和は長期金利の低下を通じた投資喚起等に一定の効果）**

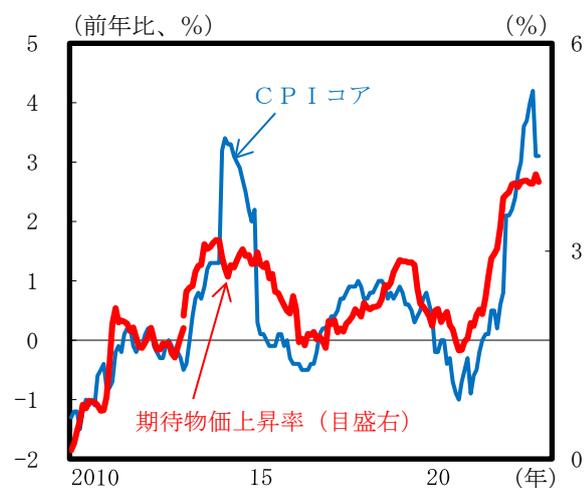
日本銀行（2016）によると「量的・質的金融緩和」で想定したメカニズムは、物価目標へのコミットメントを通じて期待物価上昇率を高めること、長期国債の買入れによってイールドカーブ全体にわたって名目金利に下押し圧力を加えること、これらによって実質金利が低下して需要が喚起され、好循環へと結びつくというものであった。また、金融緩和による資産価格への影響を通じてポートフォリオ・リバランスを促すことで、リスク性資産への選好、貸出の増加も期待されていた。16年1月に導入され

たマイナス金利は、イールドカーブの起点を下げることでイールドカーブ全体を押し下げることで、同年9月のYCCは長期金利を直接政策のターゲットとすることで、金融緩和の長期化が見込まれる下で、緩和の副作用にも配慮しながら、適切な水準に金利をコントロールしていくことが目的とされた。

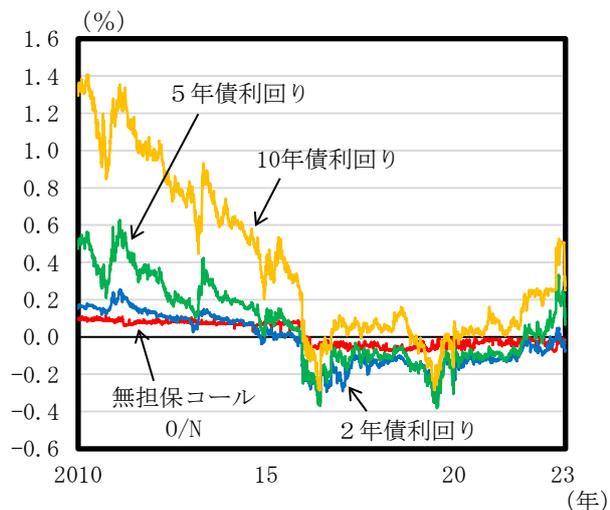
実際、金融政策が狙いとした指標をみると、予想物価上昇率は、量的・質的金融緩和導入後の13年、14年は狙い通りに高まった。その後は低下したが、16年以降再び上昇率を高め、この間、13年6月にはCPIは前年比プラスに転じている(図10(1))。金利についてみると、量的・質的金融緩和導入後、長期金利を中心に下落を続け、16年1月に導入したマイナス金利は、イールドカーブの起点を下げることで全体を押し下げるとともにプラスの金利を保つ長期債の需要を増加させることでイールドカーブをフラット化させた<sup>14</sup>。YCC導入後の長期金利は、概ね日本銀行が目標とする範囲内で推移するなど、イールドカーブは低位で安定している(図10(2))。このように実質金利が低水準で推移する中、新規貸出の増加を伴って設備投資も拡大した(図10(3))。また、金融機関の資産構成も貸出債権が増加するとともに株式などのリスク性資産が増加するなど、一連の金融政策は一定の効果があったと言えよう(図10(4))。

図10 消費者物価と金融市場の動向

(1) CPIと予想物価上昇率

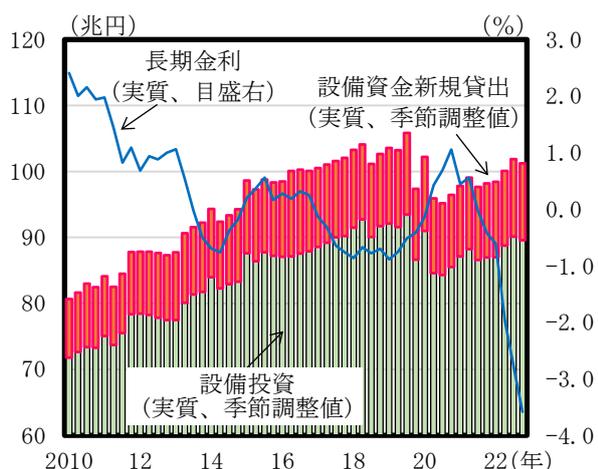


(2) 長短金利

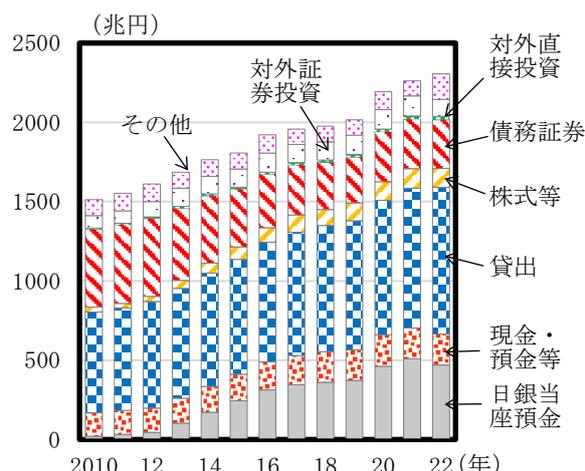


<sup>14</sup> 詳しくは日本銀行 (2016) 参照。

### (3) 金利と設備資金新規貸出



### (4) 金融機関のポートフォリオ



(備考) 1. (1) は、内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」により作成。

2. (2) は、Bloomberg により作成。

3. (3) は、日本銀行「貸出先別貸出金」、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg により作成。設備投資は国民経済計算の民間企業設備、名目季節調整値。設備資金新規貸出は内閣府による季節調整値。いずれも国民経済計算の四半期デフレーター原系列「民間企業設備」にて実質化。長期金利は、消費者物価指数の「生鮮食品を除く総合(税抜き)」の前年比にて実質化。

4. (4) は、日本銀行「資金循環統計」により作成。

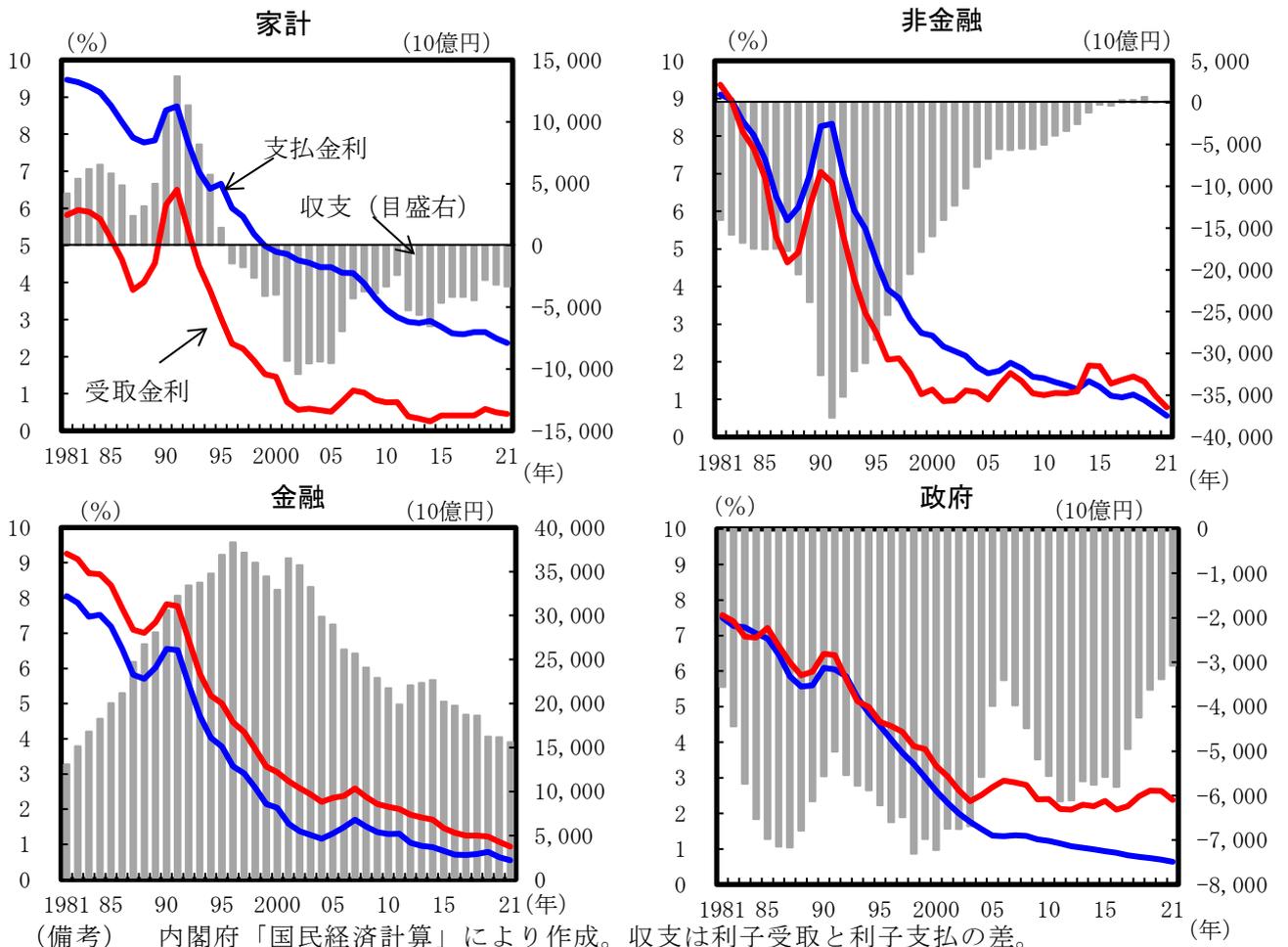
### (金融緩和の影響は経済主体別に異なっている)

過去の金利低下局面で金利変動が各経済主体に与えた影響についてみてみよう(図11)。家計部門では、受取金利が12~13年にかけて若干低下したものの、10年以降ほぼ横ばいで推移してきた。一方、支払金利は、借入の大宗を占める住宅ローンが2000年代前半は固定金利型が多かったこともあり、金利低下がマクロの支払金利に波及するのに時間を要したが、変動金利型が増加している影響もあって、2010年代を通じて徐々に低下してきた。その結果、収支は2010年代後半にかけて徐々に改善している<sup>15</sup>。

次に、金融法人部門をみると、金利低下の影響で貸出金利や国債利回りが下がることで受取金利が減少したものの、預金等の支払金利の低下幅の方が小さいため、90年代以降黒字幅が継続的に縮小している。一方、非金融法人部門は負債を減らす一方で、運転資金や設備投資資金に係る借入金利が継続的に下落することで収支が改善し、近年は黒字で推移している。政府部門については、債務残高が増加している中で、既発債が低い利回りで発行された新発債に置き換わっていくことで実効金利が徐々に低下していき、収支が改善している。

<sup>15</sup> 家計の受取利子・支払利子の動向や住宅ローンの金利タイプ別割合の推移等について、詳細は内閣府政策統括官(経済財政分析担当)(2023)第2章参照。

図 11 経済主体別の金利変化の影響



(非伝統的金融政策には副作用が存在するとの指摘)

量的・質的金融緩和により、一定の副作用も生じているとの指摘もある<sup>16</sup>。マネタリーベースの拡大は、日本銀行の物価目標達成に向けて将来的に短期金利が低位で推移するとの期待を形成することなどにより、長期金利を低下させる<sup>17</sup>と考えられるものの、マネーサプライは伸び悩んできた(図12(1))。マネタリーベースの拡大が長期化することで、日本銀行のバランスシートは国債やETF等の購入を通じて大幅に拡大しており、評価損が発生するリスクを抱えている状況にあるとの指摘である(図

<sup>16</sup> 例えば、深尾(2016)、原田(2017)、市川(2023)など。

<sup>17</sup> 日本銀行(2021)では、10年物長期国債の利回りを米国債金利と実質GDP成長率予想、日本銀行の国債保有割合で回帰分析を行い、日本銀行の国債保有割合が長期金利を引き下げているという結果を示している。また、植田(2005)では2001年3月から採用された量的緩和政策について、将来に渡って短期金利が低水準で推移するという期待を形成することで中長期国債の利回りに影響を与えたという結果を得ており、また、強い結論を下すには慎重であるべきとしつつ、シグナリング効果によるリスクプレミアムの低下の可能性も指摘している。さらに、Bernanke(2020)では、中央銀行による量的緩和政策は、民間部門のポートフォリオ・リバランス効果を通じた長期金利のタームプレミアムの低下、シグナリング効果を通じた長期的に短期金利が低水準で推移するという期待の醸成という2つの経路によって長期金利を低下させると整理している。

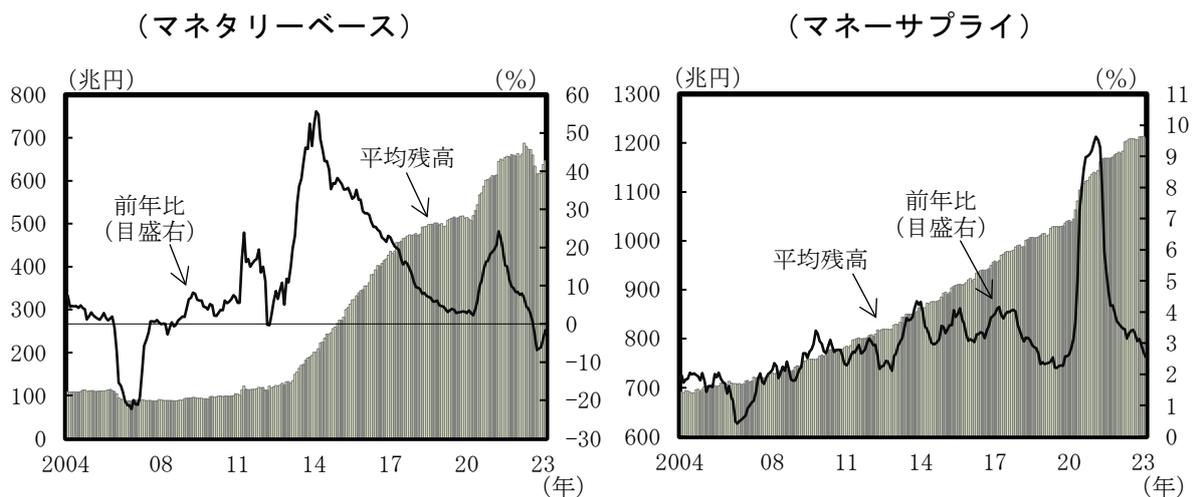
12(2))。また、日本銀行がETFの保有残高を増加させていくことによるコーポレート・ガバナンス面への影響を懸念する声もある(図12(3))。

マイナス金利政策については、金融機関の保有する日銀当座預金の一部にマイナス金利が適用されたことで、イールドカーブの下方シフトやフラット化という目的は達成している一方で、預金金利を実態上ゼロ以下にできない中で、イールドカーブの低下に伴って貸出利率が低下することで預貸スプレッドが縮小し、金融機関の収益源を圧迫していると指摘されている(図12(4))。

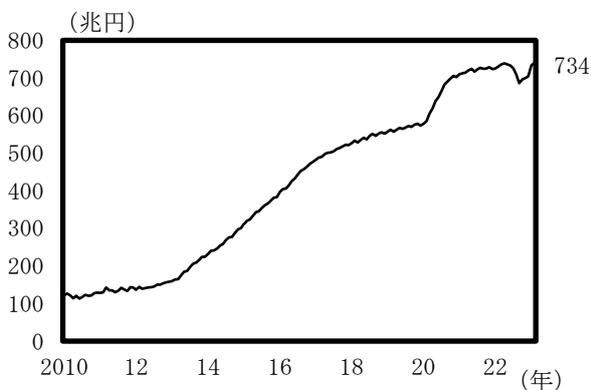
YCCについては、長期金利に上昇圧力が加かった際に、ターゲット年限である10年債の利回りを変動幅の範囲内に維持するため日本銀行による国債購入額が大規模になることや、その結果としてイールドカーブの歪み(ターゲット年限である10年債より年限の短い国債の利回りが高くなること)が生じるなど債券市場の機能度が低下することが副作用として指摘されている。

図12 マネタリーベース、預貸スプレッド、イールドカーブ等の動向

(1) マネタリーベース、マネーサプライの推移

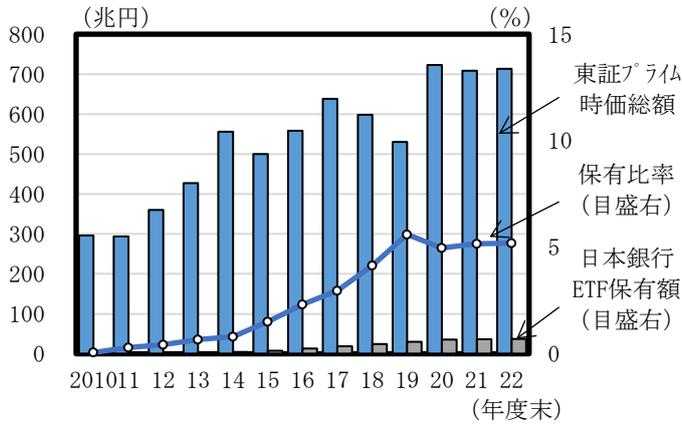


(2) 日本銀行のバランスシート

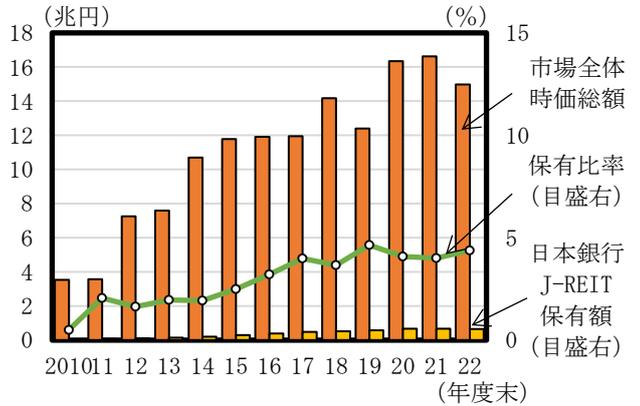


(3) 日本銀行のETF、J-REITの保有状況

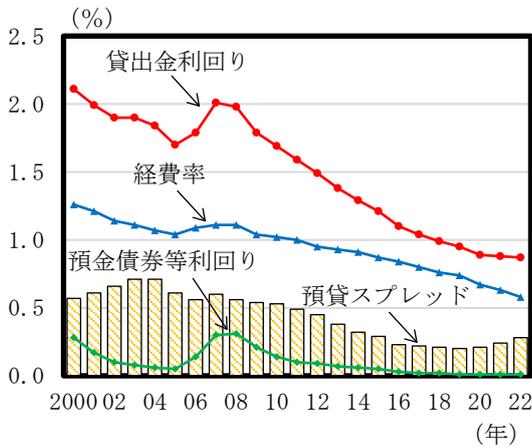
(ETF)



(J-REIT)



(4) 預貸スプレッド



- (備考) 1. (1) は、日本銀行「マネタリーベース」、「マネーストック」により作成。  
 2. (2) は、日本銀行「日本銀行勘定」により作成。  
 3. (3) は、JPX「市場別時価総額」、Bloomberg、日本銀行「日本銀行勘定」により作成。東証プライム時価総額は、2021年4月1日以前の値は東証1部時価総額。  
 4. (4) は、全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」により作成。預貸スプレッドは、「貸出金利回り－預金債券等利回り－経費率」にて算出。2022年は上期時点の実績。

(非伝統的金融政策の副作用の影響は現時点では限定的)

上述のように、ETF等の資産買入やマイナス金利、あるいはYCCに一定の副作用が存在するとの指摘はみられるが、これらの副作用が現時点で与えている影響についてみてみよう。

まず、資産買入のうち国債については、満期保有を前提としている償却原価法に基づいて保有国債を評価していることから、評価損益は決算上の期間損益に影響しないこととなっている<sup>18</sup>。ETFの買入については、スチュワードシップ・コード受入れ

<sup>18</sup> 令和4年12月2日参議院・予算委員会において、雨宮副総裁(当時)が、「私ども、保有国債の評価方法につきましては償却原価法という方法を採用しておりますので、長期金利が上昇して国債の市場価格は下落したとしても決算上の期間損益に影響はございません。」と答弁している。

を表明した投資信託委託会社により、保有ETFを構成する個別株式の議決権が適切に行使される扱いとなっている。また、TOPIX連動型ETFの買入割合を増やす措置を通じて影響を抑制するとともに、評価損については時価総額が帳簿価額の総額を下回る場合に引当金を計上するなど財務健全性の確保が図られている<sup>19</sup>。

次に、マイナス金利については、銀行の収益源である預貸スプレッドに影響を与えているものの、銀行の自己資本比率は規制上の必要水準を総じて上回っており、不良債権比率も低位で推移する等、我が国の金融システムは総体として安定している<sup>20</sup>。こうした中で、貸出態度についても緩和的なスタンスが維持されており、マイナス金利の導入による金融システムの不安定化や収益性の悪化に伴う貸出態度の慎重化といった懸念材料が顕在化する様子は現時点ではみられない<sup>21</sup>（図13（1））。

YCCについては、22年12月以降、国債市場の機能改善を目的とした金融政策変更が市場に金融引締めと捉えられたことや諸外国の長期金利が上昇したことなどにより我が国長期金利の上昇圧力が高まる中で、日本銀行は23年1月には23.6兆円の国債購入を実施し、イールドカーブの歪みは一時的に拡大した（図13（2））。しかし、3月以降は、米国での銀行破綻やスイスでのクレディスイスの株価下落とUBSによる買収などを受けた金融不安を受けて、安全資産である国債への需要が高まったことで、内外の長期金利は低下し、日本国債の金利上昇圧力も弱まっている。こうした動きを受け、23年3月の国債購入は8.6兆円と減少し、イールドカーブの歪みも小さくなっている。また、YCCについて、中央銀行が市場の信認を得られていれば国債購入額を限定的な規模にとどめたままイールドカーブを目標の範囲内で推移させることができる<sup>22</sup>。実際、日本銀行による国債保有残高の増加幅は16年半ばの約90兆円をピークに、19年末に約14兆円まで大きく減少し、20年に新型コロナ対応

<sup>19</sup> 詳しくは、日本銀行（2021）参照。

<sup>20</sup> 詳しくは、金融庁「金融行政方針」（2022年8月）参照。

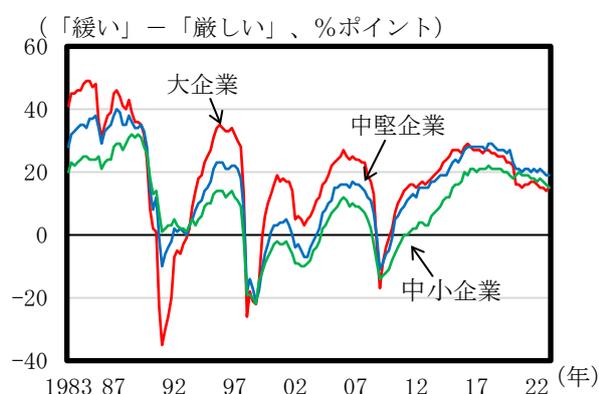
<sup>21</sup> マイナス金利の効果と副作用については国際機関も評価を試みている。例えば、IMF（2017）では、マイナス金利は国内金融環境に前向きな影響を与える一方で、銀行の収益や決済システム、市場機能には大きな影響はみられていないとしている。IMFシニアエコノミストのBrandão-Marques et al.（2021）も、マイナス金利政策は、金融安定性に関する重大な懸念を引き起こすことなく金融環境の緩和に成功していることを示す証拠があるとしている。BIS“（2019）も、ゼロ金利制約への対応として効果的であり、銀行の利鞘を圧縮しているものの安定性に大きな問題は生じていないとしつつ、長期的な影響については現時点では評価できないとしている。

<sup>22</sup> Bernanke（2016）では、日本国債が日本銀行と価格感応度の低い者によって保有されていることを考えると日本銀行はYCCによって80兆円よりも大幅に少額の国債購入で目標とする金利を達成できる可能性を指摘している。また、上野・小枝（2022）では、Voyanos and Vila（2021）がモデル化した特定期間選好（Preferred habitat）仮説を拡張し、目標年限の利回りがその上限に近づく、あるいは超える場合には国債買入れ額を大幅に増加させるという定式化の下で、YCCが厳格に実施されている場合、柔軟に実施されている場合、それぞれの国債買入れ額や予想短期金利水準の変動について比較し、YCCが厳格に実施されている場合には、少額の国債買入れでYCCによる長期金利上昇幅の抑制が効果的に実現できていることを示している。

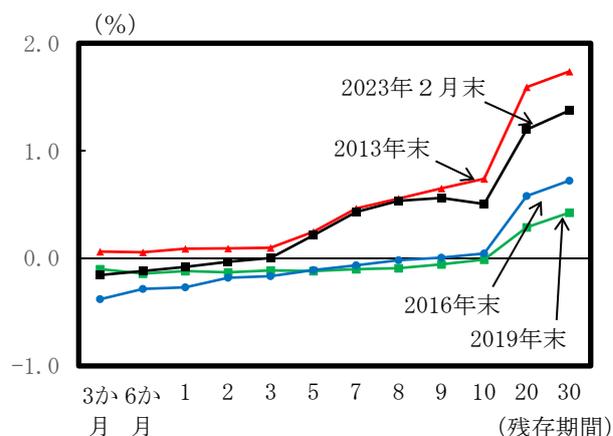
金融支援特別オペの拡充等により増加した以外は、YCC導入以降、22年12月のYCC修正までは増加ペースが緩やかになっていた（図13（3））。このように、22年12月の金融政策の修正に当たってはマーケットが日本銀行の政策意図とは異なる受止めをすることで長期金利に上昇圧力がかかるなどマーケットとの対話については課題がみられたものの、10年債、5年債の日本銀行保有率がそれぞれ8割、7割を超え、国債全体でも5割を超えている状況下（図13（4））において、YCCは緩和的な金融政策の持続可能性を高めることに貢献してきたと言え、また、現時点ではその副作用も限定的となっている。

図13 金融機関の貸出態度と日本銀行の国債保有状況

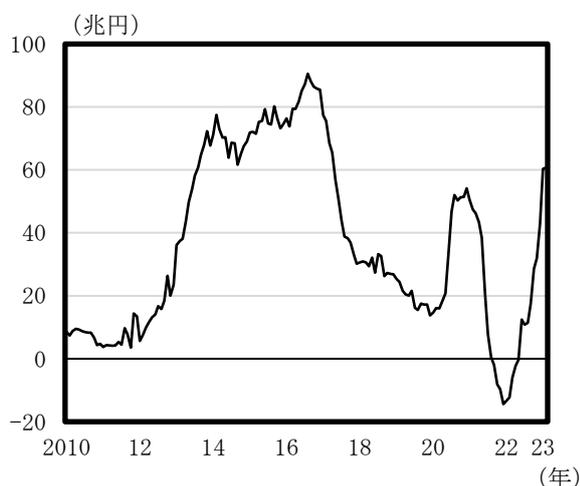
(1) 金融機関の貸出態度



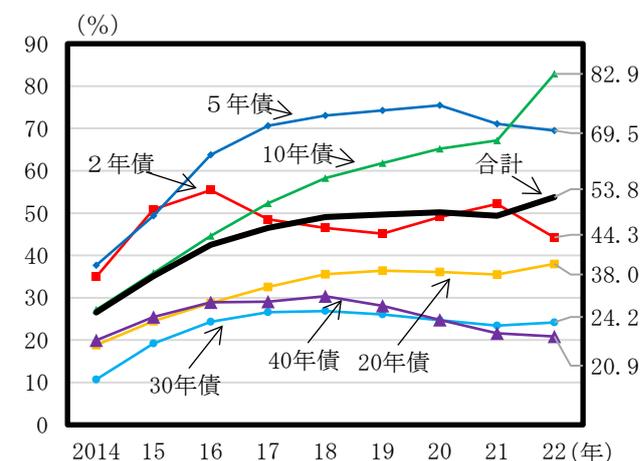
(2) イールドカーブ



(3) 日銀国債保有残高前年同月差（純増）



(4) 日銀年限別国債保有比率



- (備考) 1. (1) は、日本銀行「全国企業短期経済観測調査（短観）」により作成。  
 2. (2) は、Bloombergにより作成。  
 3. (3) は、日本銀行「日本銀行勘定」により作成。  
 4. (4) は、日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、Bloombergにより作成。  
 固定利付債、日銀保有/発行残高、年度末の数字。22年度末は、3/23時点のデータ。

## (2) マクロ経済環境と財政金融政策

前項でみたように、2013年以降の異次元緩和は、一定の成果がみられており、また、現時点では副作用は限定的である。物価を取り巻く環境は依然として力強さを欠くものの、デフレ脱却に向けた動きが一部に見られる中で、本項では、テイラー・ルールが示唆する金利水準を確認した上で、デフレに後戻りしないと考えられる経済環境の条件を整理しつつ、当面のマクロ経済環境を展望し、金融政策・経済財政政策の課題を整理したい。

### (テイラー・ルールは緩和維持を示唆)

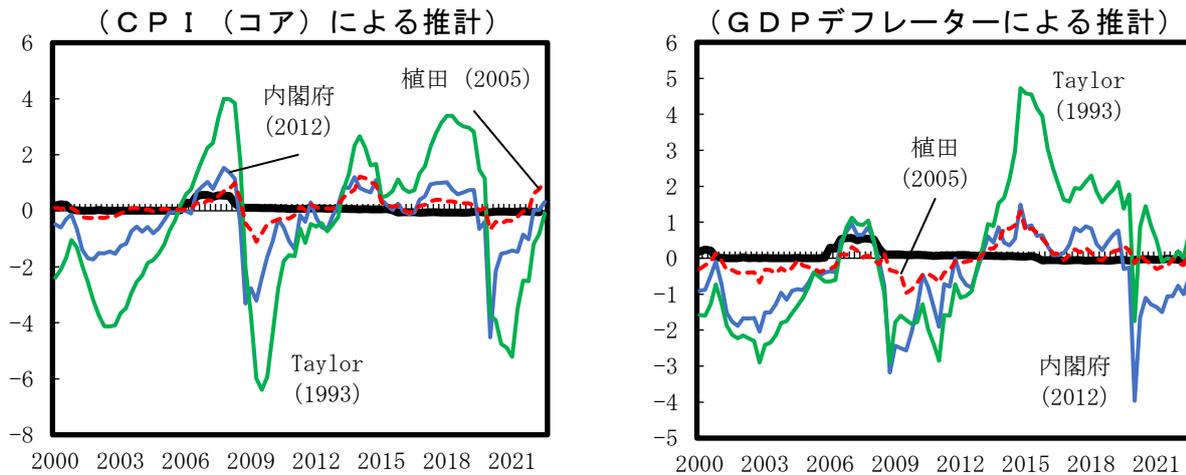
まず、テイラー・ルールに従って、現在の物価水準やGDPギャップから示唆される金利水準を確認してみよう。我が国では長期間にわたるゼロ金利下において、2000年以降を推計期間としてテイラー・ルールを推計しても有意な結果が得られにくい。このため、2000年以前のデータを用いた、内閣府(2012)と植田(2005)で推計された係数に加え、規範的な意味を込めてテイラー(1993)で示された係数を用いた3つの推計結果をみてみよう(図14)。

まず、CPI(コア)を物価指標として用い、目標物価上昇率を2%とすると、植田(2005)及び内閣府(2012)に基づく推計結果は0%を若干超えているが、テイラー(1993)では依然として0%を下回っている。日本銀行はオーバーシュート型コミットメントを採用しており、16年～19年にかけても、いずれの推計結果もプラスの金利水準となっていたことも踏まえると、今回の結果が金融引締めを示唆しているとはまでは言えないだろう。我が国は鉱物性燃料の輸入割合が高く、輸入物価の影響を強く受けやすいことを考慮に入れると、CPIではなく輸入物価の影響が控除されたGDPデフレーターを重視するという考えもあり得よう。そこで、GDPデフレーターを用いて推計を行うと、テイラー(1993)及び植田(2005)では若干のプラスとなったが、内閣府(2012)に基づく定式化では依然として目標となる政策金利はマイナスとなっている。テイラー・ルールの結果は幅を持つてみる必要があるが、いずれの推計結果もゼロ近傍と緩和的な金融政策の継続を示唆していると解釈できよう<sup>23</sup>。

---

<sup>23</sup> 推計に当たって、いずれもトレンドの実質GDP成長率との乖離にはGDPギャップを、自然利子率には潜在成長率を用いている。Taylor(1993)では中央銀行による金利スミージングが考慮されていないのに対し、植田(2005)及び内閣府(2012)は金利スミージングを考慮した定式化となっている点、いずれも将来期待は織り込まないバックワード・ルッキングな推計となっている点には留意が必要である。また、GDPデフレーターによる推計にあたっては、CPIが趨勢的にGDPデフレーターよりも0.5%程度上振れて推移する傾向があることを踏まえ、GDPデフレーターにおける目標物価上昇率は1.5%としている。

図 14 テイラー・ルールによる政策金利の試算



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg により内閣府作成。

2. 推計に用いた各推計式は以下の通り。

- ・内閣府 (2012)  $i_t^* = 0.71r_{t-1} + 0.29(i_t + 0.15Y_t + 1.68\Pi_t)$
- ・植田 (2005)  $i_t^* = 0.723r_{t-1} + 0.277(i_t + 0.251Y_t + 0.139\Pi_t)$
- ・Taylor (1993)  $i_t^* = p_t + 0.5Y_t + 0.5\Pi_t + 2$

$i_t^*$ : テイラールールで決まる名目短期金利の水準、 $i$ : 政策金利、 $r$ : 自然利子率、 $p$ : 物価上昇率、 $Y$ : GDPギャップ、 $\Pi$ : 目標物価上昇率と実際の物価上昇率の乖離幅

#### (物価の基調は海外要因や政策要因等の短期的な影響を除いて判断)

第1節で物価の動向と物価を取り巻く環境を確認し、デフレ脱却に関する4指標の動向は総じてみれば力強さを欠くことからデフレ脱却には至っていないと整理した。ここでは、当面の物価動向を展望しながら、デフレ脱却の定義として示された「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みはない」<sup>24</sup>と判断するためにはどのような経済的条件が揃うことが求められるか考察したい。

22年以降のCPIの上昇は、22年秋までの資源価格の高騰や円安によるコストプッシュ型であり、輸入コスト増加のCPIへの影響は23年夏頃には剥落しはじめ、23年春時点での安定した国際商品市況が続けば、23年後半にかけて輸入物価は国内物価にとって上昇率を低下させる方向に寄与するとみられる。

一方、累次の物価対策によって講じられた措置が終了すること等により、前年比で上昇率を高める品目がある。具体的には、22年2月から実施されている燃料油価格激変緩和対策事業が徐々にその規模を縮小しながら23年9月で終了予定であること、電力・ガス価格激変緩和対策事業が10月に半減、11月に終了することから、これらは9月以前と比べてCPIの前年比を上昇させる方向に寄与する。その他、全国旅行支

<sup>24</sup> 内閣府が2006年3月に参議院予算委員会へ提出した資料において、「『デフレ脱却』とは、『物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと』と定義されている。なお、2023年1月27日参議院・本会議において、岸田総理は「デフレ脱却とは、物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないことと解しており、現状を総合的に考慮すれば、現時点では逆戻りする見込みがないと判断できる段階ではなく、デフレではない状況が継続している」と答弁している。

援も6月頃までの予算措置終了後はその下落寄与がなくなり、事業開始が22年10月だったことを踏まえると23年10月以降は前年比で上昇に寄与することが見込まれる。また、これに加えて、5月16日に決定された電気代の規制料金の値上げもCPIの上昇圧力となる(表2)。

このように、23年後半のCPIは、輸入品由来の上昇要因が剥落することで下押しされる一方、10月、11月には令和4年度第二次補正予算による政策効果が剥落することで押し上げられることとなる。物価の基調判断に当たっては、これらの要因を除いて考えることが必要である。こうした観点から、輸入物価の影響を受けにくく、主に国内需給や賃金によって変動するサービス物価を政策による特殊要因を除くベースで確認することが重要となる。

表2 2023年度のCPIに影響を与える政策要因

	時期	CPIへの寄与度
ガソリン・灯油激変緩和	2022年1月～23年9月	▲0.1%pt～▲0.7%pt <sup>25</sup>
全国旅行支援	2022年10月～23年6月目途 <sup>26</sup>	▲0.1%pt～▲0.3%pt
電気・都市ガス激変緩和	2023年2月～10月 (10月は割引額半減)	▲1.1%pt (10月は▲0.5%pt)
再エネ賦課金の値下げ	2023年5月～24年4月	▲0.3%pt
電気代の規制料金値上げ	未定	+0.2%pt <sup>27</sup>

(備考) 総務省「消費者物価指数」、経済産業省ウェブサイト、Bloomberg、各社のプレスリリースにより作成。

**(マクロ経済環境としては賃上げの影響を確認する必要)**

サービス物価を政策による特殊要因を除くベースで確認するには、23年4月以降の賃金動向とそれが物価に与える影響が重要であろう。30年ぶりの高水準となっている春闘の賃上げ率(五次集計時点)がマクロの賃金に波及すれば、企業収益の圧縮がない限り販売価格に転嫁され、物価は上昇する。しかし、1節でみたように、近年のULCとCPIの関係はデフレ前と比べて希薄であるとともに、その傾向線は下方にシフトしている。今後、企業が賃金上昇分を販売価格に適切に転嫁していくことが繰り返される中で、一定率のサービス物価の上昇が常態化し、ひいては財物価も含めた平

<sup>25</sup> ガソリン・灯油価格の激変緩和事業は、ガソリン価格・灯油価格に応じて補助金額が変化するため、月によってCPIへの寄与度が異なる。

<sup>26</sup> 観光庁の集計(2023年4月2日時点)によると、都道府県のうち、40都道府県が6月30日まで、7道県が7月中下旬まで継続するとしている。ただし、国からの予算を使い切った都道府県から事業終了とする方針は変わっておらず、予算の消化状況次第では途中で打ち切りとなる可能性もある。

<sup>27</sup> 2023年5月16日開催「物価問題に関する関係閣僚会議」の資料に掲載の数値に基づいた試算値。値上げを行う7社の規制料金の契約者が毎月30A・400kWhの電力量を使用していると仮定したときの値(託送料金の値上げ分を除く)。

均的なC P Iが安定的に上昇することが、「デフレに後戻りしない」という意味でのデフレ脱却と呼ばれる状態への移行には重要となつてこよう。この際、賃金上昇による家計所得の増加が消費の増加を生み出すことは、G D Pギャップの改善を通じて物価が上がりやすい環境を作るだけでなく、企業売上の増加を通じて次の賃上げ原資を生み出す要因となつていく。こうした物価とマクロ経済を取り巻く循環を機能させていくことが求められるだろう。

### (政府による経済財政政策は潜在成長率の向上がより重要に)

前節で整理したように、デフレには様々な弊害がある。我が国では長く続いたデフレが、すう勢的な人口減少と相まって、企業の我が国に対する成長期待を低下させ、投資の抑制を通じて潜在成長率を低下させ、更に成長期待を低下させるという悪循環を招いてきた。デフレでない状況となるだけでなく、デフレ脱却に向けた芽が出てきた今、再びデフレに戻ることはないよう、上記のようなマクロ経済動向を確認しつつ、細心の注意を払う必要がある。

デフレからの脱却に向けて金融政策が果たす役割は引き続き大きいものの、その政策効果や政策手段の選択余地を広げるには、潜在成長率の上昇を通じて自然利子率<sup>28</sup>を高めていくことが重要となり、それはもっぱら政府による成長戦略や構造改革に期待されてきた役割である。

しかし、2020年以降は、コロナ禍や物価高への対応が優先される環境下において、政府は累次の補正予算等を通じた国民生活や事業継続への支援を実施するとともに、各種の需要喚起策を講じてきた。23年5月には、新型コロナウイルス感染症の分類が5類へと移行し、海外からのコストプッシュによる物価上昇も一巡していく中で、財政による事業の下支えや需要の喚起というフェーズは終わりを迎えつつある。今後は、規制改革等を交えつつ、メリハリのついた財政支出を利活用し、民間主導の投資を促進することで潜在成長率を高め、成長期待を上昇させて更なる投資につなげていくことが求められる。

潜在成長率の向上は、自然利子率を上昇させるなど金融政策にも密接に関係する結果を伴う。そのため、金融政策は、先述のマクロ経済環境に加え、政府による経済財政政策の変化が中期的な経済や物価、人々の期待に与える影響を見込みつつ、マーケットとの対話を丁寧に行いながら運営されることが求められるだろう。

## 3. まとめ

2022年入り後のC P Iの上昇は、コアコアでも約40年ぶりの上昇となり、23年3月時点で未だピークアウトしていない一方、昨年秋頃までの輸入物価上昇がラグを伴

---

<sup>28</sup> IMF World Economic Outlook(2023 Spring)によると自然利子率とは、マクロで投資と貯蓄をバランスさせる実質金利であり、景気に中立的で、インフレにもデフレにもならない実質金利とされている。

って波及しているコストプッシュによるものであり、持続的とは言えない。実際、内生的な物価上昇圧力がその動きを規定するサービス物価の上昇率は依然として緩やかであり、輸入物価上昇の影響が剥落する23年夏以降にはCPI上昇率が低下していくことがメインシナリオと考えられる。GDPデフレーター、GDPギャップ、ULCを合わせ見ても、デフレ脱却とは言えない動きに止まっている。

今後の物価動向を展望する上で、アップサイドリスクとダウンサイドリスクが両方存在する。上昇要因としては、春闘における高い賃上げ率を通じたULCの上昇を企業が販売価格に転嫁しながら適切なマークアップ率を維持していくことや、賃金上昇を通じた家計消費の増加が挙げられ、下落要因としては、海外経済の減速による輸出や投資需要の減少が挙げられる。こうした中で、再びデフレに戻らない状況という意味でのデフレ脱却に向けては、従来 of 4 指標の改善に加え、賃金が継続的に上昇すること、賃金を含めた適正な価格転嫁が定着すること、これらを通じて賃金と物価がバランスの取れた形で上昇していくことが見込める状況となっているか確認していくことが重要である。

我が国経済は平成バブルの崩壊以降、長期に亘るデフレあるいは低インフレの弊害に苦しんできた。現在の物価高は、特に低所得層を中心とした世帯への負担となっておりこれらの世帯への配慮は欠かせないが、同時に、物価高によるノルムの変化がデフレ脱却のチャンスを与えているのも事実である。こうした中で、需要を過度に抑制する、あるいはインフレ期待を後退させることは避けなければならない。日本銀行はマクロ経済環境、特に賃上げの影響や投資の動向を注視しつつ、マーケットとの丁寧な対話を重ねながら金融政策運営を進めていくことが求められよう。一方で、政府は、コロナ禍・物価高における危機対応を主とした生活支援や需要喚起を中心とした財政政策から、潜在成長率を高めていく政策へと軸足を移していくことが求められよう。潜在成長率の向上は自然利子率の向上を通じて金融政策の有効性を高めることに寄与する。デフレ脱却、長期的な成長力の向上に向けて、政府・日本銀行が連携しながら、マクロ経済運営を適切に進めていくことが重要である。

## (参考文献)

- Berlevy and Hu(2023) “Unit Labor Costs and Inflation in the Non-housing Service Sector” ChicagoFedLetter Number477.
- Bernanke, Ben(2016) “The Latest from the Bank of Japan.” Brookings Institution Ben Bernanke’s Blog.
- Bernanke, Ben(2020) “The New Tools of Monetary Policy.” American Economic Association Presidential Address.
- BIS(2019) “Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis.” CGFS Papers No63.
- Bobeica, Ciaccarelli, Vansteenkiste(2019) “The Link Between Labor Cost and Price Inflation in the Euro Area” ECB Working Paper Series No 2235.
- Brandão-Marques, Casiraghi, Gelos, Kamber, Meeks “Negative Interest Rates: Taking Stock of the Experience So Far. IMF Monetary and Capital Markets Department No. 21/03.
- European Commission(2022) “European Economic Forecast, Autumn 2022.”
- Galí and Gertler(2000) “Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis.” NBER Working Paper No. w7551.
- IMF(2017) “Negative Interest Rate Policies - Initial Experiences and Assessments.” IMF Policy Paper.
- IMF(2023) “World Economic Outlook.” spring 2023.
- O’ Trakoun and Merone(2022) “Are Services Serving up a Wage-Price Spiral?” Macro Minute, Federal Reserve Bank of Richmond Blog
- Lane, R. Philip(2022) “Inflation Diagnostics.” The ECB Blog.
- OECD(2022) “OECD Economic Outlook 112, November 2022.”
- Taylor, John(1993) “Discretion Versus Policy Rules in Practice.” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39(December): 195-214.
- 市川 (2023) 「改めて考えるイールドカーブ・コントロールの効果と副作用」 三井住友 DS アセットマネジメント
- 植田 (2005) 「ゼロ金利との闘い」 日本経済新聞社
- 上野、小枝 (2022) 「イールドカーブ・コントロールに関する特定期間選好仮説にもとづく考察」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 22-J-13
- 堤、市橋、木下、長内 (2013) 「デフレ脱却の意義と課題」 内閣府マンスリー・トピックス No. 016
- 内閣府 (2012) 「平成 24 年度 年次経済財政報告」
- 内閣府 (2021) 「令和 3 年度 年次経済財政報告」
- 内閣府政策統括官 (経済財政分析担当) (2023) 「日本経済 2022-2023」

日本銀行（2016）「『量的・質的緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的検証」

日本銀行（2021）「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」

原田（2017）「日本銀行のETF買入政策と日経平均株価銘柄入れ替えの事例分析」国際公共政策研究. 22（1）p. 15-p. 26

深尾（2016）「量的緩和、マイナス金利政策の財政コストと処理方法」RIETI Discussion Paper Series 16-J-032