

# Monthly Economist Report

## 長期的な検証に向けた論点整理 市場機能よりも重要な物価・賃金の解凍

2023年4月

PwC コンサルティング合同会社  
PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤篤



### 1. 日本銀行は1990年代後半以降の金融政策についての長期的な検証を実施

日本銀行の植田総裁は、4月10日の就任記者会見において、10年間続けてきた大規模な金融緩和について、毎回の会合とは別に包括的な点検・検証を実施するかとの質問に対して、金融緩和が20年以上続いている点を踏まえて、総合的に評価する点検や検証について前向きな発言をした。日本銀行は、4月27-28日の金融政策決定会合において、この検証の実施を決定した。発表文では、日本経済が「デフレに陥った1990年代後半以降、25年という長きにわたって、「物価の安定」の実現が課題となってきた。その間、様々な金融緩和策が実施されてきた。こうした金融緩和策は、わが国の経済・物価・金融の幅広い分野と、相互に関連し、影響を及ぼしてきた。このことを踏まえ、金融政策運営について、1年から1年半程度の時間をかけて、多角的にレビューを行うこととした」としている。日本銀行は、2016年9月に総括的検証、2021年3月に点検（「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」）で金融政策の効果を検証しているが、いずれも2013年4月の異次元緩和以降の期間を対象としたものであった。これまでの検証・点検にない長期的な期間を対象とするものとなるため、ここでは以下「長期検証」と呼ぶことにしたい（**図表1**）。

今後、日本経済が持続的・安定的な成長を遂げるために、どういった点に注目すべきであろうか。筆者は**これまでのレポート**において、日本経済は1990年代後半以降の金融緩和不足によって総需要不足となり、賃金や物価が上昇しない凍結経済となったとの見方を示してきた。1990年代後半以降の「長期検証」の対象期間は、この期間と概ね重なる。2013年以降の異次元緩和・2016年9月以降のイールドカーブコントロール（YCC）によって、30年ぶりに賃金・物価が上昇に転じ、税収はバブル期並みを上回る水準にまで回復するなど目覚ましい成果を挙げている。一方で、金融市場参加者や一部の報道の中には、2013年以降の金融緩和によって金融市場の機能が低下している、低金利によって財政規律が低下している、との指摘も多い。どのような政策が望ましいとされるかは、長期検証の結果、今後の経済・物価動向の先行きの見通しによって変化しよう。しかし、金融市場参加者の中には検証結果や経済・物価動向およびその見通しを待たずして、金融市場の機能や財政規律の低下を懸念して金融緩和の縮小方向に向かうべきだとの見方が多い。本稿では、1999年2月のゼロ金利政策導入以降の金融政策、経済・物価動向について振り返り、今後の日本経済にとって望ましい政策を検討したい。

**図表1 今後の検証の対象となりうる金融政策**

	政策	開始時期	終了時期	物価目標等
1	ゼロ金利政策	1999年2月	2000年8月 ゼロ金利解除	デフレ懸念の払しょくが 展望できるような情勢になるまで継続する
2	量的緩和政策	2001年3月	2006年3月 量的緩和解除 2006年7月 0.25%へ利上げ	コアCPIの前年比上昇率が安定的に ゼロ%以上になるまで継続 (コミットメントを通じた、いわゆる時間軸効果)
3	包括緩和	2010年10月	2013年3月	コアCPIの前年比上昇率が安定的に ゼロ%以上になるまで継続 (コミットメントを通じた、いわゆる時間軸効果)
4	量的・質的金融緩和 (QQE)	2013年4月	(YCCへ移行)	物価安定の目標を消費者物価の 前年比上昇率で2%とする
5	マイナス金利政策の導入	2016年1月	継続中	
6	長短金利操作付き 量的・質的金融緩和	2016年9月	継続中	

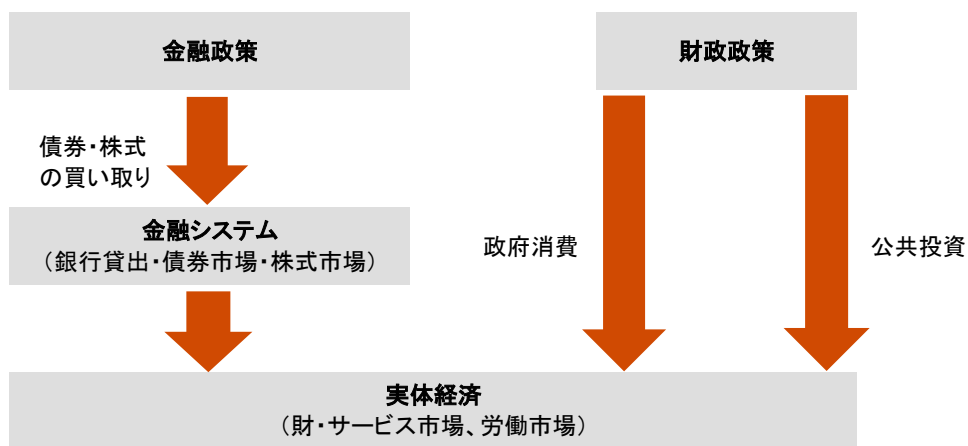
(出所) 日本銀行、日本経済新聞報道(2023年4月22日)、全国銀行協会より筆者作成。

(1) 定性的にみた 2013 年前後の考え方の変化

**2%のインフレ目標の採用** 1999年2月のゼロ金利政策の採用以降、もっとも重大な変化は、2013年1月の政府・日本銀行の共同声明における2%の物価目標の採用であろう。それまでも、**図表1**にあるように、物価に関する何らかの言及はあったものの、日本銀行単独であり、かつ物価についての何らかの言及に対して日本銀行がどこまでコミットしているかが明確ではない点が多かった。どちらかと言えば、実体経済や金融市場の悪化に伴って、金融緩和効果を出すためにやむを得ず言及するという点が大きかった。筆者の知る限り、2%の物価目標の採用が遅れた理由についてのコンセンサスは形成されていないと思われる。1999年2月のゼロ金利政策の導入時点では銀行の不良債権問題に端を発した金融システム不安が経済・物価の大きな下押し圧力となっていたため、金融システム不安が解消すれば経済・物価が安定するとの見方、金融政策によって物価をコントロールすることは困難であるとの見方などがあったことが考えられよう。金融システム不安は遅くとも2005年頃までには解消し、2013年以降の金融緩和で賃金・物価に上昇に兆しが見え始めており、金融緩和が物価に影響を与えることは明白であろう。

現状でみられる意見は、①金融緩和による市場機能の低下、②(物価目標達成後に)金融引き締めへ転じた際の日銀の財務悪化懸念、③財政規律の低下などの指摘がみられる。本稿では①について取り上げる。物価目標と金融市場の市場機能との関係を考えるヒントが、黒田前総裁の退任会見にあったとみている。黒田前総裁は同会見において、これまでの総裁のキャリア、日本銀行、それ以前の財務省やアジア開銀総裁の経験を振り返る中で、財政政策と金融政策の違いについて述べた。すなわち、財政政策は公共投資や政府消費等を通じて直接的に経済、実体経済に影響を与えるのに対して、金融政策は直接的には「金融システム」に働きかけることしかできず、経済・実体経済に与える影響は、金融システムを通じた間接的な影響に限られる、ということであった(**図表2**)。

**図表2 金融政策と財政政策の実体経済への波及経路の違い**



(出所)黒田総裁退任記者会見より、筆者作成。

**「金融市場の機能維持」のための金融緩和不足が招いた「凍結経済」** 1990年代後半以降の日本経済のように、経済がデフレにある場合は、政策金利を中立金利以下にして経済を刺激することが求められる。中立金利は金融政策を考える上で、極めて重要な指標であるものの、明示的に具体的な数字を掲げることは難しい。日本は、1990年代後半以降、民間需要の低迷、安全資産としての国債需要の増加などから、貯蓄が投資を上回り、中立金利が大幅に低下した。伝統的な金融政策では翌日物の金融市場、非伝統的な金融政策では翌日物よりも満期の長い債券や株式市場でETFを購入する。仮に中立金利があまりに低下した場合、政策金利をそれよりも下回るようにするためには、大量の金融資産(債券・ETF等)等の購入が必要となる。しかし、あまりに中央銀行の購入する金融資産の量が多いと、市場での金融商品の取引量が低下する、といったことが生じる。この場合、金融市場での自由で大量の売買によって、市場が均衡する価格を発見するという金融市場の価格発見機能・市場メカニズムが損なわれる可能性がある。1990年代後半から2012年までの日本銀行は、中立金利の低下を十分に認識できずに、金融緩和を実施する際にも、金融市場での価格発見機能が失われない範囲での資産購入、金融緩和に留まっていたのではないだろうか。この結果、実体経済が大幅な需要不足となり、失業率はCOVID-19後の米国のような上昇はみられなかったものの、企業が価格を切り下げて商品を販売しようとし、利益確保のために人件費を削減するようになった。賃金・物価が動かない凍結経済という「実体経済における副作用」が生じた。労働者からみると、労働生産性よりも低い報酬しか得られない、いわば労働者が大事にされない経済状況が生じていたのではないだろうか。これは実体経済で市場機能が低下し、市場に任せても資源配分が上手く行かなかったことを示していよう。以下、順次こうした流れを確認していこう。

**(2) 10年金利は2013年以降、金融緩和的な状況に**

次に長期検証の対象期間における金融緩和がどの程度であったのかを確認しておこう。図表3は、日本銀行の分析(2016、2021)を参考に、10年金利をマクロ経済指標によって説明し、10年名目金利がマクロ経済指標対比、どの程度金融緩和的・引き締めの度合いを示している。ある時点の経済状況から得られた値から推計した値を理論値としている。具体的には、1997年1月から2013年3月の日本国債(JGB)10年金利(長期金利)の動きを、①労働市場の需給ギャップ・②米10年金利・③コアCPI(前年比)で説明した理論値は、市場実勢値である10年国債金利と差が小さく、この間の動きを概ね説明できる。この理論値から金融緩和・引き締めの度合いをみると、2022年11月では、①労働市場の需給ギャップが-0.5、②米10年金利が3.9%、③コアCPIが3.6%であり、その時の10年JGB金利の理論値は1.85%となった。しかし、実際の市場で取引された10年金利は0.26%であったため、実勢値は理論値よりも1.6%程度緩和的(グラフ上の棒グラフがマイナス)となっている。この金融緩和度合いをみると、1990年代後半から2013年の「凍結経済」の形成期には、長期金利は引き締めの度合いが長く、財市場・労働市場の需給ギャップの悪化要因となっていたとみられる。2013年以降は金融緩和的となり、これが両市場の需給ギャップの改善に寄与しているとみられる。

こうした見方は、東京大学の Kubota, Muto and Shintani(2022)でも示されている。図表4は、金融政策決定会合直後の高頻度データを使った全く別の手法で、金融緩和度合いを計測している。具体的には、金融政策の決定内容が、金融市場の事前予想よりも金融緩和的であった場合、金利の先物価格が上昇、先物金利は低下するという動きをとらえて金融緩和度合いを計測している。グラフはプラス(上方向)にいくほど金融政策が引き締めの度合い、マイナス(下方向)にいくほど緩和的であることを示している。実線は実績値であり、2013年の大規模な金融緩和以降、それ以前よりも金融緩和度合いが強まっていたことを示している。

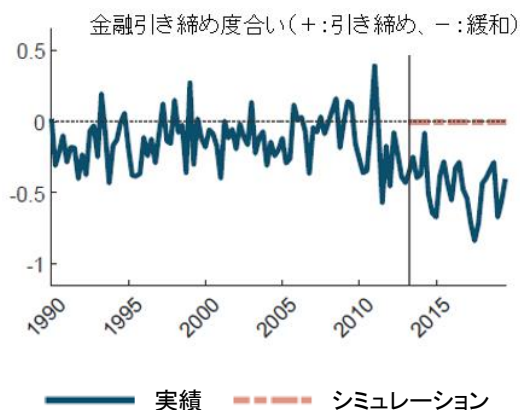
以上から、2013年以降は金融緩和度合いが強まっていることが確認できる。

**図表3 長期金利の推移**



(出所)財務省、総務省、厚生労働省、FRED、日本銀行より、筆者作成。

**図表4 金融引き締め度合い**



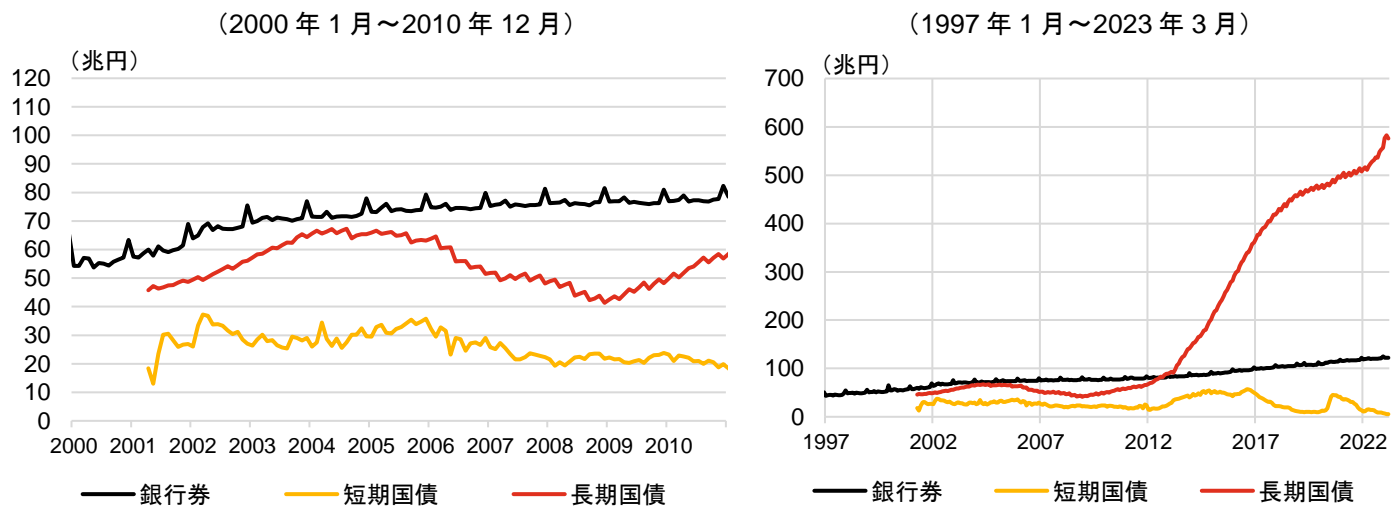
(出所) Kubota, Muto and Shintani(2022)より

**(3) 2%の物価目標達成のために、大幅に増加した日銀の資産買入額**

**銀行券ルール**の撤廃で日銀の国債買入は大幅増加 次に日本銀行の資産買入額が増加する分だけ、金融市場の機能が低下しやすと思われることから、こうした金融緩和を実現するために必要となった資産買入額をみておこう。2013年以降の金融緩和は、それ以前と比較して、どの程度の大きな変化であったのだろうか。1997年1月以降の日本銀行の長期国債、短期国債、銀行券の推移をみたのが**図表5**である。1999年2月から2000年8月のゼロ金利政策、2001年3月から2006年3月の量的緩和政策の期間では、長期国債の残高は銀行券を下回っていた。日本銀行は、長期国債の保有残高が負債側の銀行券の残高を上回らないようにする、いわゆる「銀行券ルール」を課してきた。日本銀行のバランスシートは、負債側に銀行券と当座預金残高があり、資産の買入額を増加させると、負債側の当座預金の残高が増加し、直近(2023年3月)の当座預金残高は、485.9兆円となっている。しかし、今後、短期金利の引き上げが必要となった際には、当座預金の残高を縮小する必要が生じる。この時、資産サイドで償還を迎えていない国債が残っているとバランスシートの圧縮が進まない。長期国債の残高を銀行券の残高以下としておけば、こうした事態を回避できる。これが銀行券ルールの狙いだと思われる。

**足元の国債残高は銀行券の4.7倍** 問題は、こうした出口戦略を意識した国債の買入額で、経済が安定化するように適切な金融政策が実施できるか、という点にある。直近(2023年3月)の銀行券の残高は122兆円となり、長期国債の残高は576.2兆円と、銀行券残高の4.7倍に到達している。ETF等他の金融資産の買入と合わせてではあるが、仮に銀行券残高以下に国債買入残高を抑えていれば、日本の市場金利は依然として中立金利よりも高く、総需要不足によって労働市場は現在よりも悪化し、物価はデフレ、賃金も今日ほど上昇していなかったであろう。また、銀行券残高以内に国債買入残高を抑えていれば、国債市場の取引額が減少せずに、国債市場の機能低下も限定的となっていたという側面もあろう。

**図表5 日本銀行のバランスシートの推移**



(出所) Macrobond、日本銀行より筆者作成。

次にこうした金融緩和が、労働市場、需給ギャップにどのような影響を与え、その結果、物価・賃金がどのように変化したかをみていこう。

## 2. 1999年2月以降の金融政策が实体经济に与えた効果

### (1) 労働市場の需給は、1990年代半ば以降にマイナスで推移し、2015年頃からプラスに転換

まず、实体经济の中で金融緩和の効果が比較的早く出た、金融緩和効果の起点となったとみられる労働市場について確認しておこう。賃金は、労働市場の需要(企業が生産活動のために雇用者を雇おうとする求人需要)と、供給(家計が労働所得を得るために企業等で働こうとする求職、労働力の供給)から決定される。需要と供給がマッチして、賃金が安定した伸びとなる需給の一致点は、どこになるのだろうか。米国の労働市場を分析したパスカル・ミカイラ米ブラウン大准教授とエマニュエル・サエズ米カリフォルニア大バークレー校教授らは、「(需要側を示す)求人率<sup>1</sup>と、(供給側を示す)失業率を掛けて、ルートをとったもの」を均衡失業率と呼び、この水準では労働市場での過熱も過剰な失業もないとしている。仮に、失業率がこの水準よりも低いと、「労働市場が過熱」して賃金が上昇しやすい状況となっていることになる。日本について、この均衡失業率からみた労働市場の需給動向をみたのが、**図表6**である。これによると、日本の労働市場は、1990年代前半以降、余剰があつて需給が緩んだ状態が継続し、2015年頃から需給がひっ迫して過熱した状態となっている。

**図表6 労働市場の均衡失業率からの乖離の推移**

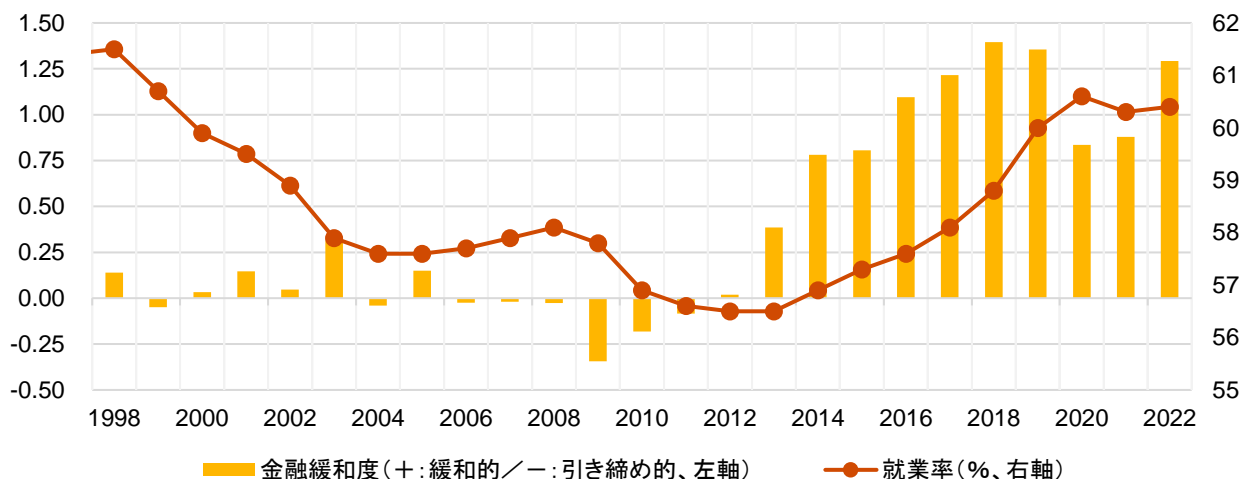


(出所)総務省・厚生労働省・Barnichon(2010)より、筆者作成。

<sup>1</sup>「求人率」について補足説明しておきたい。労働需要を示す指標には有効求人倍率と、労働供給の指標には求職しているものの職を得られていない人、つまり失業者を示す指標として完全失業率がある。有効求人倍率は、求職している人に対して企業の求人数がどの程度あるかを示し、完全失業率は、労働力人口に対する完全失業者数の割合であるため、単純な比較ができない。そこで、求人者数・完全失業者数をそれぞれ労働力人口で割ったものを「求人率」「失業率」と呼ぶ(詳細は、[Daily Macro Economic Insights「一般職業紹介・労働力調査\(2022年10月\):改善傾向が継続、過熱の続く労働市場」](#)を参照)。

2013年以降は金融緩和によって就業率が改善 改めて図表3で示した金融緩和度と、就業率の変化をみたのが図表7である。2013年以降は、大規模な金融緩和の実施によって、マクロ経済対比で金融緩和度合いが非常に高い状態が継続している。この金融緩和が、労働市場のタイト化をもたらし、賃金上昇を通じて、女性や高齢者などを中心に多くの人達が労働市場に参加し、実際に就業機会も得られたことが、就業率が継続的に上昇した要因である可能性が高い。

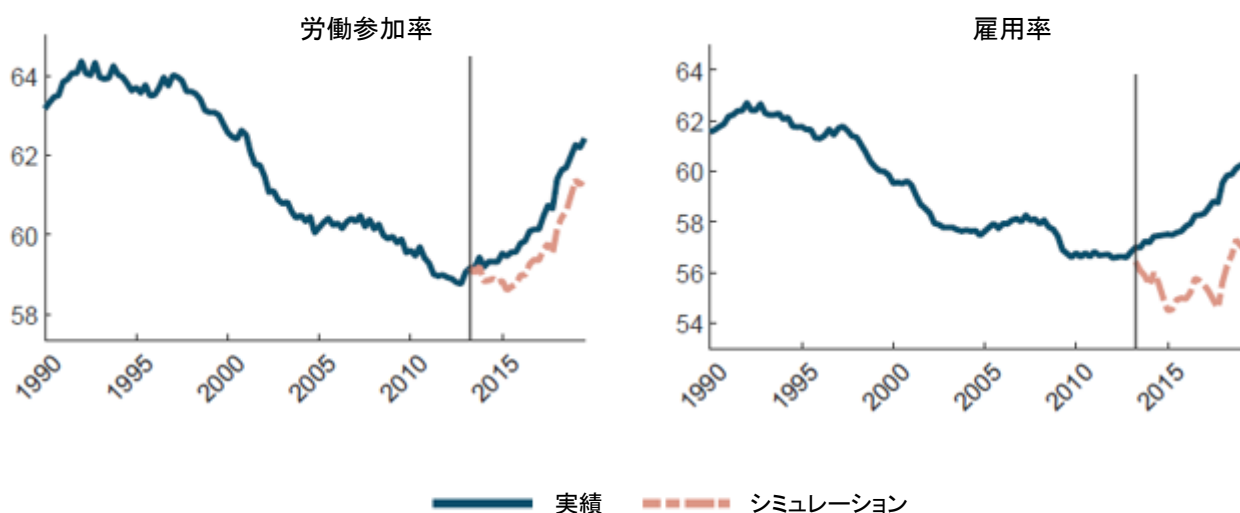
図表7 2013年以降の金融緩和度合いの強まりにより、就業率が上昇に転じる



(出所)財務省、総務省、厚生労働省、FRED、日本銀行より、筆者作成。

金融緩和による労働市場の改善は、別の見方でも確認されている。先の新谷教授らの研究では、仮に2013年以降の大規模な金融緩和が実施されていなかった場合、労働参加率、就業率等がどのように推移したのかのシミュレーションを実施しており、その結果が図表8である。実線は実績値を示しており、点線は、このような金融緩和が実施されなかったシミュレーションのケースを示している。この場合、労働参加率は実線ほどではないものの増加しており、論文の筆者らは金融緩和以外にも労働参加率の上昇をもたらした要因があり、政府や企業による育児のサポートの取り組みなどによって、女性の労働参加が促された側面を挙げている。一方、雇用については、実線で示された実際の動きは雇用の増加を示しているのに対して、点線で示されたシミュレーションの動きは下落から横ばいで推移しており、金融緩和によって雇用が押し上げられたことを示している。

図表8 金融緩和に対する労働参加率・雇用率の反応(%)



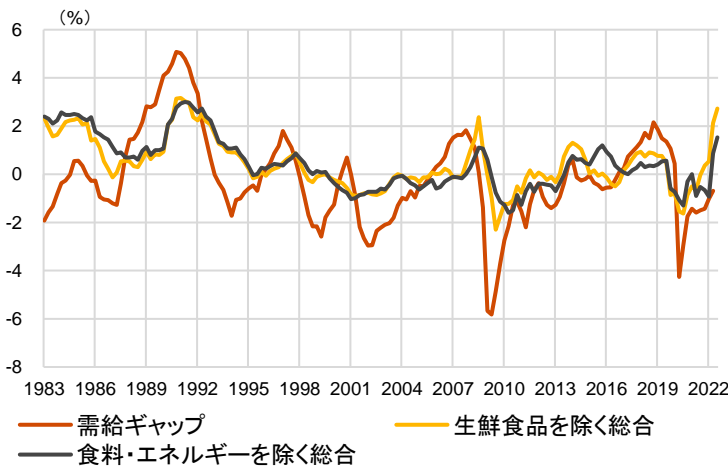
(出所)Kubota, Muto and Shintani(2022)より

**(2) 需給ギャップは2000年代以降マイナスで推移し、2013年以降はプラスに転換**

労働市場の次は、需給ギャップの推移をみておこう。消費者物価は、ニューケインジアン・フィリップスカーブの議論を参考にすると、財・サービス市場の需要と供給との関係、予想インフレ率から決定されると考えられる。財・サービス市場における需要は、家計の消費・企業の設備投資・政府の公共投資等、各経済主体の支出の合計(支出側GDP)であり、供給は、企業が働く意思のある労働者を全部雇用し、設備がすべて稼働した場合の生産力となり、「潜在GDP」と呼ばれる。この支出側GDPと潜在GDPとの差が「GDPギャップ」と呼ばれる。インフレ率、GDPギャップの推移をみたのが図表9である。

図表10で確認すると、1990年Q1(1~3月期)~1999年Q4(10~12月期)までの期間は需給ギャップが+0.75%に対してインフレ率は+1%程度であった。この後、2000年Q1~2013年Q1は、需給ギャップが-1.07%に対して、インフレ率は-0.28~-0.45%のデフレとなった。大規模金融緩和開始以降、COVID-19前まで(2013年Q2~2020年Q1)の需給ギャップは+0.44%と、バブル期を含む1983年Q1~1989年Q4の+0.29%よりも、若干ではあるが高くなっている。しかし、インフレ率は前者(大規模金融緩和以降)では+0.40%程度とプラスに転じたものの、バブル期を含む後者の1%台よりも大幅に落ち込んでいる。この差は、2000年~2012年頃に予想インフレ率が低下したことが要因とみられる。

表9 需給ギャップとインフレ率の推移



(出所)総務省、日本銀行より、筆者作成。

図表10 区分ごとの需給ギャップとインフレ率

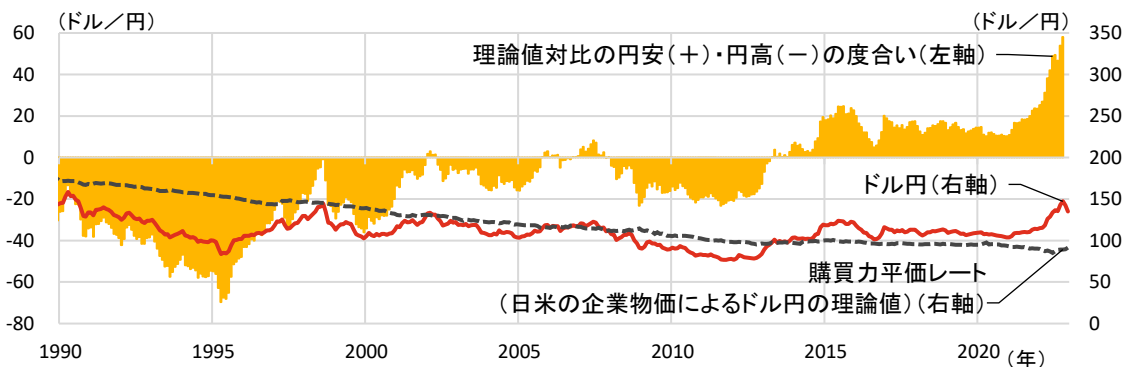
	需給ギャップ	生鮮食品を除く総合	食料・エネルギーを除く総合
1983年Q1~1989年Q4	0.29	1.19	1.62
1990年Q1~1999年Q4	0.75	1.00	1.12
2000年Q1~2013年Q1	-1.07	-0.28	-0.45
2013年Q2~2020年Q1	0.44	0.38	0.37

(出所)総務省、日本銀行より、筆者作成。

**(3) 為替レートは、1990年以降に円高基調、2013年以降は円安基調に転換**

次に為替市場をみておこう。図表11は、企業物価で図ったドル円の理論値対比で、実際のドル円がどの水準で推移していたかを示している。これをみると、2013年以前の多くの期間で棒グラフがゼロよりも下側、つまり理論値対比で円高で推移していた。しかし、2013年以降では、理論値対比割安で推移し、この円高是正は製造業を中心に収益環境を改善したとみられる。製造業の賃金上昇は、他の産業への波及効果が大きいとされているため、製造業の賃金上昇が他の業種の賃金も押し上げるという効果が発揮されていた可能性がある。

図表11 ドル円の理論値対比の推移



(出所)国際通貨研究所より、筆者作成。

(4) 物価・賃金は、1990年代後半以降は低下、2013年以降は上昇に転じる

以上、労働市場・GDPギャップ・為替市場の動きをみてきたが、ここで実体経済で鍵となる賃金・物価動向を改めて確認しておこう。図表12で1990年のバブル崩壊以降で見ると、①物価・賃金ともに1990年代後半までは上昇した後、②1990年代後半以降は、物価・賃金が減少し、円高で推移する「凍結期」、③2013年以降は、物価・賃金が緩やかな上昇に転じた「解凍期」といえよう。

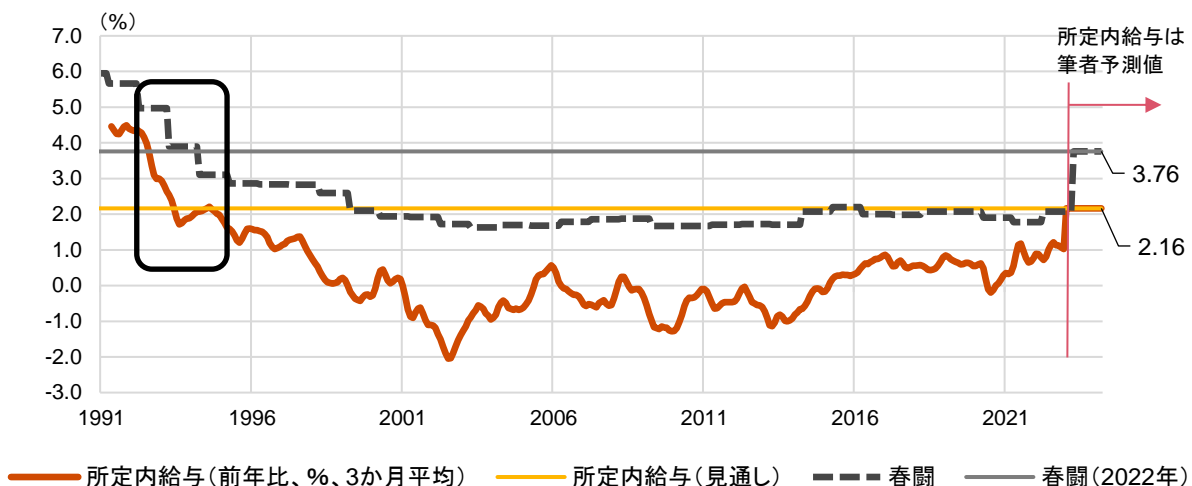
図表12 物価・賃金の推移



(出所)総務省・厚生労働省より、筆者作成。

国内の賃上げ動向を確認しておこう。図表13にある通り、連合が発表した3月17日時点での2023年の春闘の賃上げ率は、805組合の集計でベースアップ(ベア)・定期昇給(定昇)を含む基準で+3.80%となった。ベースアップ分が区分できる612組合と比較したベアは+2.33%となり、前年から+1.83%ポイントの上昇となった。春闘におけるベア・定昇を含む基準と所定内給与の関係を踏まえると、2023年度の所定内給与は+2.16%となることが見込まれる。また、3月の全国消費者物価上昇率は、食料(酒類を除く)およびエネルギーを除く総合の基準で、前年比+2.3%となり、一時的にせよ日本銀行の2%の物価目標を達成したといえよう。今後の課題はその持続性である。

図表13 春闘と所定内賃金の推移・見通し



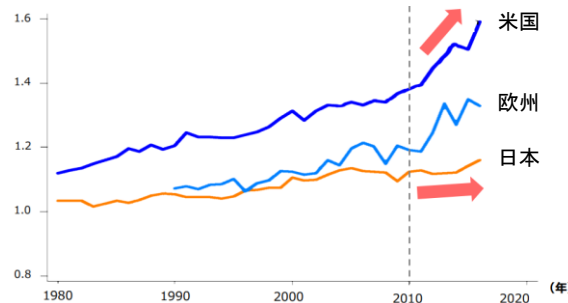
(出所)厚生労働省、連合より筆者作成。



### 3. 価格と賃金の詳細: 価格マークアップと賃金マークダウンは、企業の値下げと賃下げを示唆

**各国のマークアップの推移** ここで賃金・物価の動きについてより詳細にみていきたい。1990年代後半から2012年までのデフレによって、企業は少しでも価格を引き上げれば家計・消費者が他社へ逃げてしまう状況にあった。このため、企業は価格を引き上げられず、利益をねん出するために人件費を引き下げてきたとみている。実際に企業の価格・賃金設定の行動はどうなっていたのであろうか。まず、経済学における完全競争の前提では、企業は等価交換によって、価格と賃金を決定する。すなわち企業は生産市場で追加的に1単位生産するために必要なコスト(限界費用)と同額の販売価格で販売を行い、労働市場では労働者が生産性(労働1単位で追加的に生産した分)に見合うだけの賃金を支払うことが想定されている。しかし、実際には等価交換ではなく、限界費用と販売価格、生産性と賃金との間にはギャップが生じうる。価格を自社に有利なように決定できる、決定しても消費者が他社へ逃げない、付加価値の高い財・サービスを提供している企業は、「マーケットパワーがある」という表現がされる。販売価格を限界費用で割ったものは、価格マークアップと呼ばれる。図表14は、日米欧の価格マークアップをみたものであるが、米国ではテック企業などの価格支配力の高い企業が「スーパースター企業」と呼ばれ、そうした企業が高いマークアップをつけていることで、近年マークアップ率が上昇していることが知られている。図表14に戻ると、欧州は米国ほどではないものの、マークアップが拡大している。一方、日本のマークアップはこの推計ではほぼ横ばいとなっている。

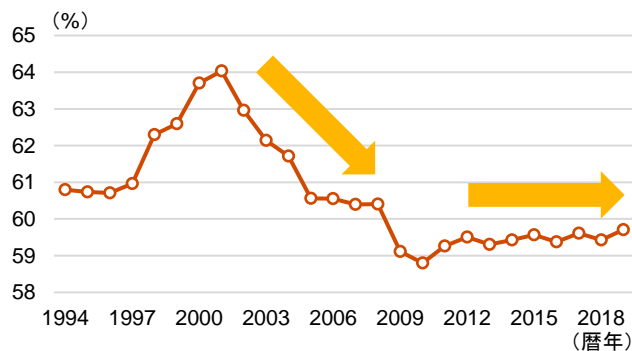
図表14 日米欧のマークアップの推移: 拡大する米欧、横ばいで推移する日本



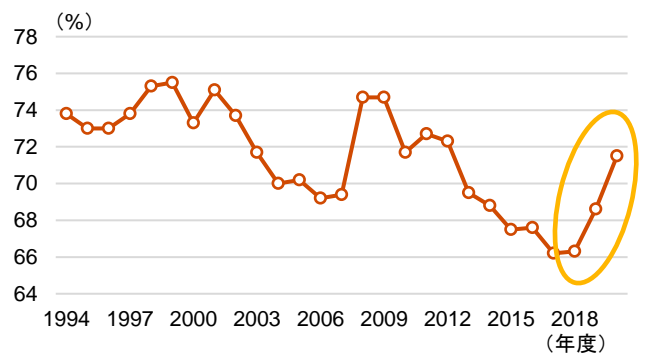
(注) トムソン・ロイター社の上場企業データベースにおける1980~2016年、46.5万件のデータ(日本企業は8万件、米国企業は13万件)を使用した分析。(出所) Diez Leigh, and Tambunlertchai (2018)「Global Market Power and its Macroeconomic Implications」を基に内閣官房が作成。

**米国で横ばい、日本では上昇する労働分配率** マークアップ率の高い企業の増加は近年米国で見られる労働分配率の低下の一因ともされている(図表15)。マークアップ率の高い企業が増加すると、生産や所得の企業が占める割合が高くなる一方、労働者に分配される割合が低下する。労働分配率は、比較的安定した動きをすとされているが、米国の労働分配率は2000年頃の64%前後から、2008~2009年の国際金融危機で60%を割り込むほど、低下傾向を辿った。その後は60%弱でほぼ横ばいとなっている。米国ではテック企業などのエコシステムを構築した企業やバイオテック企業が非常に高いマークアップをつけており、米国内での所得格差の一員とも指摘されている。一方、日本の労働分配率は、図表16にある通り、国際金融危機の頃は70%前半から低下傾向にあり、その後2019、2020年は上昇している。

図表15 米国の労働分配率の推移



図表16 日本の労働分配率の推移



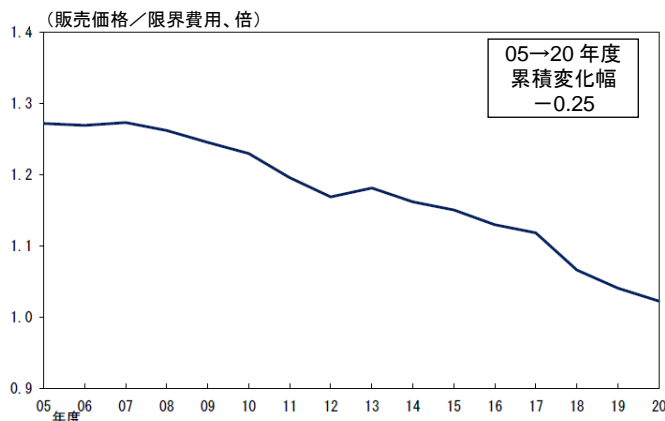
(出所) Fred、労働政策研究・研修機構より筆者作成。

**日本の価格マークアップ、賃金マークダウン** 次に、日本の価格マークアップ等の詳細についてみていこう。東京大学の青木浩介教授らが、日本の個別企業の財務データベースを構築し、製造業・非製造業についての価格マークアップ等を推定している(青木・高富・法眼(2023))。企業売上高規模でみて、日本企業の悉皆調査である「経済センサス活動調査」の8割程度をカバーしている。また、製品市場における価格マークアップのアナロジーで、労働市場における賃金マークダウンと呼ばれる指標が注目されている。価格マークアップが、製品の販売価格とコストとの乖離であるのに対して、賃金マークダウンは、労働の限界生産物収入(生産性)と賃金との乖離として定義される。労働市場における企業の買い手独占力が強まると、企業は生産性よりも低い賃金しか支払わなくなる。同研究では、賃金マークダウンも推計されている。

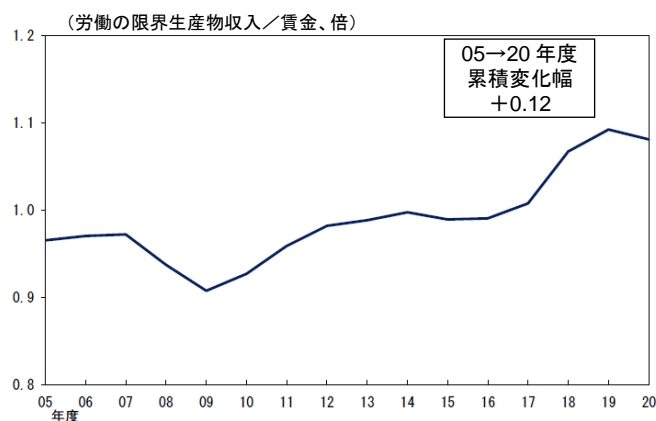
**価格マークアップは15年間で25%程度縮小** 同分析によると、調査対象企業の全企業ベースの価格マークアップは2005年度から2020年度の累積で25%程度縮小したとされている(図表17)。縮小率が大きいのは、規模別では規模の小さい企業ほど、業種別では製造業よりも非製造業となっている。特に非製造業の小企業や、関連する業種(運輸・郵便業、宿泊・飲食サービス業、建設業)の縮小幅が大きい。論文では、負債の多い中小企業では、製品・サービスに付加価値をつけることが難しいため、低い価格を提示した価格競争に向かう傾向があったのではないかとしている。マイクロ実証的な本分析から、個々の企業のマークアップの縮小が、マクロ全体でみた時の物価の押し下げ要因となってきたとみられる。

**賃金マークダウンは15年間で1割程度拡大** 同分析によると、賃金マークダウン(生産性(労働の限界生産物収入)/賃金)は、2005年度から2020年度にかけて累積で1割程度拡大している(図表18)。製造業では+7%、非製造業では+15%となっており、非製造業の方が拡大幅が大きい。つまりより賃金抑制的となっている。製造業では100人未満の企業で賃金マークダウンの拡大幅が大きい。非製造業では、小企業で賃金マークダウンが大きく、前述の価格マークアップの大きい業種(運輸・郵便業、宿泊・飲食サービス業、建設業)ほど賃金マークダウンが拡大している。賃金マークダウンの変化を定義式の分子である生産性要因と、分母の賃金とに分けてみると、卸・小売では生産性の上昇対比でみて賃金が抑制されてきた。建設業では、賃金は上昇しているものの、生産性の上昇には追い付いていないため、賃金マークダウンが拡大している。

図表17 日米の価格マークアップの推移



図表18 日本の賃金マークダウンの推移



(出所) 青木・高富・法眼(2023)

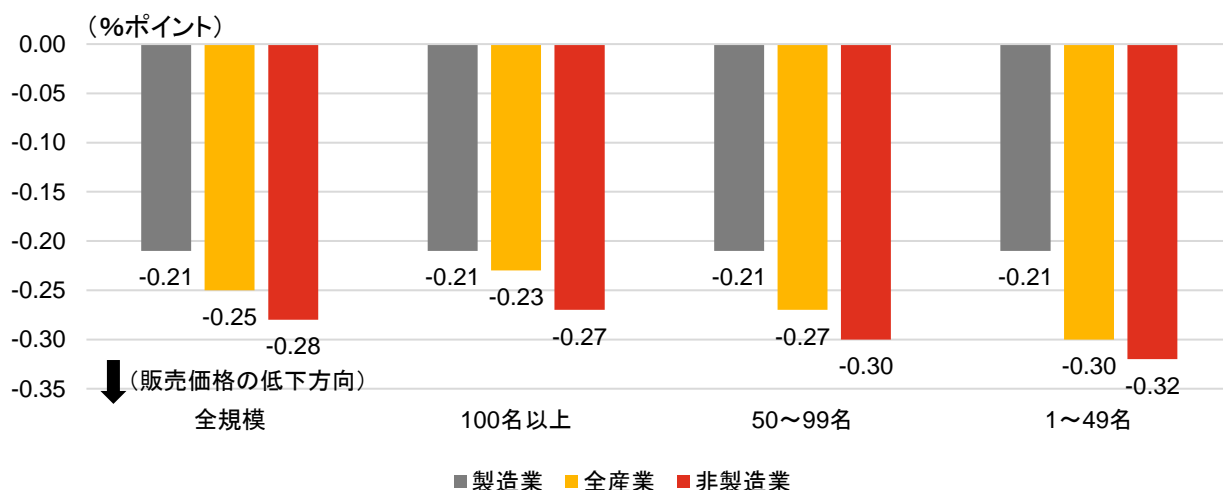
**企業の値下げと賃下げを示唆** 同論文では、2005年度から2020年度の価格マークアップ・賃金マークダウンについて、3つにまとめている。第1は、日本企業の価格マークアップが縮小傾向にある。第2は、日本企業の賃金マークダウンが、賃金抑制方向に拡大している。第3は、日本の労働分配率が長期的に安定してきた背景には、価格マークアップが縮小してきた影響と、賃金マークダウンが拡大してきた影響が相殺し合ってきた面がある、としている。また、これは企業が競争激化や価格支配力の低下に伴い価格マークアップが縮小するも、賃金抑制によって収益を確保してきたと解釈することもできる、としている。

次に、青木教授らの分析結果から、価格マークアップと賃金マークダウンとの関係をもておきたい。図表 19 は 2005 年度から 2020 年度の価格マークアップ、図表 20 は同期間の賃金マークダウンを示している。それぞれ規模として全規模、従業員数が 100 名以上、50～99 名、1～49 名、業種として全産業・製造業・非製造業に分けて推定している。この結果、図表 18 の棒グラフが下に向かう(価格マークアップの縮小幅が大きい)ほど、図 19 の棒グラフが上に向かう(賃金マークダウンの拡大、賃金の抑制傾向が大きい)関係がみられる。価格マークアップの縮小幅の大きい企業ほど、賃金マークダウンが大きいことが示されている。これは、デフレ下では企業は少しでも値上げをすると消費者が他の企業から購入してしまうため値上げができず、製品を値下げした分、賃金を引き下げる行動をとっていた、ということがマイクロの実証分析によっても示されたといえよう。

なお、足元の動きとしては、米欧ほどでないにせよ、企業の価格・設定スタンスが変化しつつあり、価格マークアップの縮小傾向が変化している可能性が指摘されている。また、労働需給を巡る環境変化と賃金設定スタンスの関係についても、賃金マークダウンの拡大傾向が、2010 年代の後半には幾分緩和した可能性を指摘している。

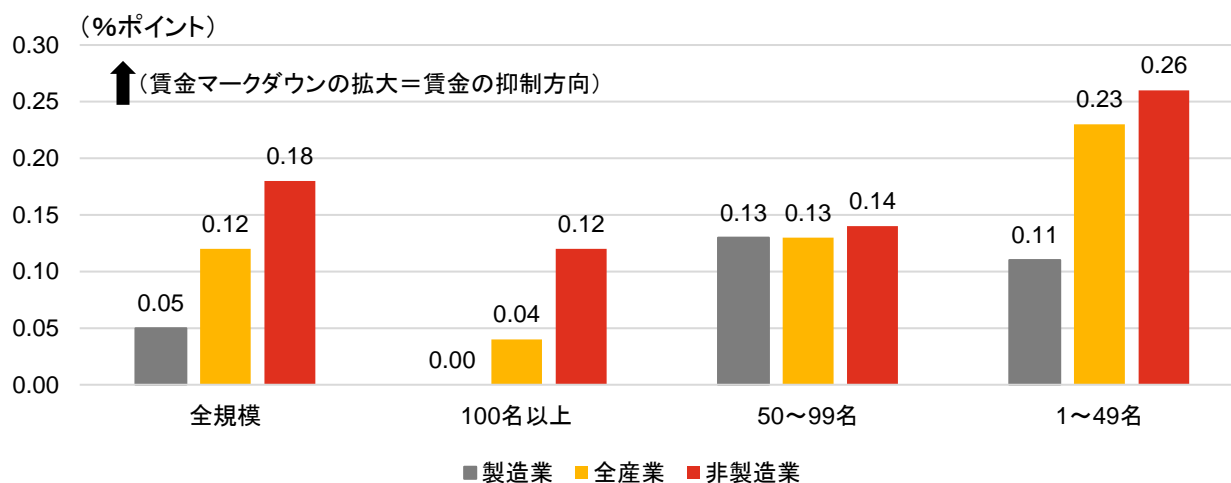
図表 19 2005 年度から 2020 年度の価格マークアップ(=販売価格/限界費用)の累積変化幅

規模が小さいほど、製造業よりも非製造業でマークアップ低下が大きい



図表 20 2005 年度から 2020 年度の賃金マークダウン(=労働の限界生産物収入/賃金)の累積変化幅

規模が小さいほど、製造業よりも非製造業の価格マークダウンが大きい



(出所) 青木・高富・法眼(2023)

#### 4. まとめ:2013年以降の金融緩和で凍結した物価・賃金が解凍しつつある

本稿では、1999年2月のゼロ金利政策以降の金融政策、経済・物価動向を振り返ってきた。図表21の左の列にあるように、1999年2月のゼロ金利政策や、2001年3月の量的緩和政策は当時としては思い切った政策であったかもしれない。しかし、労働市場が緩和し、為替レートは円高基調となり、需要不足となった。企業が価格を引き下げて、賃下げを実施してきたことで、経済は凍結してしまった。企業は特に中小企業、非製造業ほど付加価値をつけることは困難で、価格を引き下げる価格競争に突入りやすくなった。そうした中では利益を上げるために労働者に生産性以下の賃金しか支払わなくなった。こうした見方はミクロの個別企業の実証分析により、価格マークアップが縮小している企業ほど、賃金マークダウンを拡大させていることから支持される。また、こうした個別企業のマークダウン縮小が、マクロの物価の押し下げ要因となってきた可能性が高い。以上より、2013年以前のゼロ金利政策・量的緩和政策による金融緩和度合いが不十分であったことは明白である。政策金利は中立金利( $r^*$ )を上回って推移していたといえよう。

そのような不十分な金融緩和しか実施されてこなかった背景には、金融政策の直接的な影響は常に銀行・債券市場・株式市場といった金融システムにのみ影響を与え、実体経済への影響は間接的なものに留まったことが背景にあらう。この結果、2013年以前の金融政策は、銀行券ルールといった本来、実体経済のファンダメンタルズとは関係のないルールに縛られ、金融市場での市場機能を重視しすぎて、実体経済におけるデフレ、物価・賃金の下落への考慮が十分でなかったといえよう。

図表21の中央の列にあるように、2013年以降、政府・日本銀行が2%の物価目標を明示して、金融緩和を実施した。賃金・物価が下落する、動かなくなった実体経済の改善に主眼を置いた思い切った金融緩和を実施したことで、労働市場の逼迫化、為替レートの円安基調、需要ギャップの改善という経済状況を生み出した。この結果、企業は2022年頃から価格の引き上げに前向きとなっており、価格マークアップの縮小傾向に歯止めがかかりつつあるとみられる。また、賃金面でも、前述の価格マークダウンも一部で緩和の兆しが見えてきていたが、2023年の春闘でも3%台後半という30年ぶりの賃上げ率を実現しつつある。

なお、急いで付け加えなければならない点として、決して金融システムにおける市場機能の低下が望ましいというわけではないことは強調しておきたい。今後、現在の賃金・物価が解凍され、実体経済における価格発見機能・市場機能が正常に動き出せば、インフレの上振れを抑えるために金融緩和の縮小に着手すべきである。そうした経済環境となれば、大規模な金融緩和を終了して、日銀による資産買入額が減少し、金融システム・金融市場における取引量が回復し、市場機能も回復していくであらう。今後のリスクは、金融市場における市場機能の回復を急ぐあまり、拙速な引き締めを実施することであらう。

図表 21 本レポートの要旨

	1. 凍結経済 (1990年代後半～2012年)	2. 解凍 (2013～2023年)	3. 今後の課題 (未来)
金融政策	受動的な金融政策 ( $r > r^*$ )	積極的な金融政策 ( $r < r^*$ )	安定的な物価目標達成後の 金融引き締め
政策の効果	円滑な金融市場の機能発揮	30年ぶりの 欧米型コア2%CPI超え、 春闘賃上率を達成 税収はバブル期超え	実体経済・金融市場共に 円滑な調整の実施
副作用 (歪み・機能低下)	実体経済の賃金・物価の凍結 恒常的な円高	金融システム・ 金融市場の凍結	早すぎる引き締めによる 再凍結

(出所)筆者作成。

なお、日本銀行における検証も重要であるが、この10年の大規模緩和で明らかになったことは、特に中立金利が低下した経済においては、物価を決定するのは金融政策だけでなく、財政政策も重要だという点である。2014年4月・2019年10月の消費増税は、経済の回復に冷や水を浴びせ、物価目標の達成を阻んだ要因である公算が大きい。また、中立金利・実質金利が経済成長率以下となった経済では、財政赤字の拡大が経済全体の厚生を改善させる効果が注目されている。先にみた物価目標・それに伴う金融緩和に対する批判としては、②金融引き締め時の日銀の財務問題や、③財政規律の低下などが指摘されている。また、足元では防衛費や少子化対策の費用を増税でファイナンスしようとする動きもある。こうした点を含めて経済財政諮問会議など、金融政策と財政政策を合わせてどのように日本の持続的な経済成長につなげるかを議論することも重要であろう。

長期的な検証が、金融市場の機能低下を過度に重視せず、こうした実体経済・金融市場の両方の市場機能が柔軟に発揮されるために必要な金融政策の実施につながることを期待したい。

(参考文献)

Hiroyuki Kubota, Ichiro Muto, and Mototsugu Shintani (2022) "Monetary Policy, Labor Force Participation, and Wage Rigidity," IMES DISCUSSION PAPER SERIES, Discussion Paper No. 2022-E-17

Pascal Michaillat, Emmanuel Saez (2022), " $u^* = \sqrt{uv}$ ," mimeo

Regis Barnichon (2010), "[Building a composite Help-Wanted Index](#)," *Economic Letters* 109, pp.175-178

青木浩介、高富康介、法眼吉彦(2023)「わが国企業の価格マークアップと賃金設定行動」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.23-J-4  
2023年3月

日本銀行(2016)「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【背景説明】

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【背景説明】」

伊藤 篤  
シニアエコノミスト

PwC Intelligence  
PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク  
<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.