

# 経済情報

## [日本]

### 高めの物価上昇率が続くも現状維持を決めた日本銀行

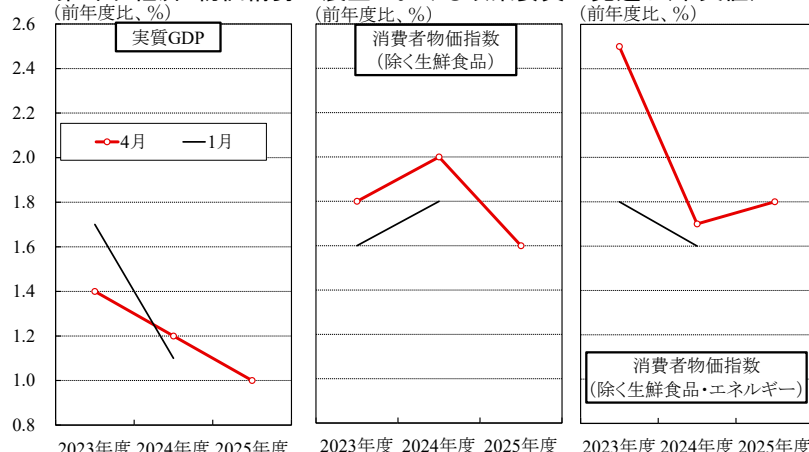
#### 【要旨】

- ◇ 4月27、28日に行われた日本銀行の金融政策決定会合では、金融政策の枠組みについて全員一致で現状維持を決定した。もっとも、政策委員によるコア CPI（消費者物価指数、除く生鮮食品）見通しは上方修正され、足元の物価高を背景に、記者会見では金融緩和維持の妥当性に関する質問もみられた。
- ◇ 足元の高めの物価上昇率を牽引する食料インフレは当面続き、今年度のインフレ率は今回上方修正された見通しから更に上振れる可能性が高い。
- ◇ しかし、今回の金融政策決定会合の声明文では「賃金の上昇を伴う形で、2%の『物価安定の目標』を持続的・安定的に実現することを目指していく」方針が新たに明記され、これを達成するハードルは依然高い。
- ◇ 記者会見にて植田総裁は先行きの物価見通しの不確実性に繰り返し言及していたことも踏まえれば、少なくとも今年度前半は金融緩和の枠組みが維持される可能性が高いとみる。

#### 1. 4月の金融政策決定会合は現状維持ながら、政策委員の物価見通しは上方修正

4月27、28日に行われた日本銀行の金融政策決定会合では、現行の金融政策の枠組み（長短金利操作と資産買入れ）について全会一致で現状維持を決定した。しかし、四半期毎に公表される政策委員による経済・物価見通しでは、コア CPI の見通し（中央値）が上方修正され、見通し期間を通じて 2%ないしは 2%に近い水準で推移する形となった（第1図）。また、3月のコア CPI は前年比+3.1%と足元でも高めの上昇率が続くなか、記者会見では、大規模な金融緩和を継続する妥当性に関する質問もみられた。

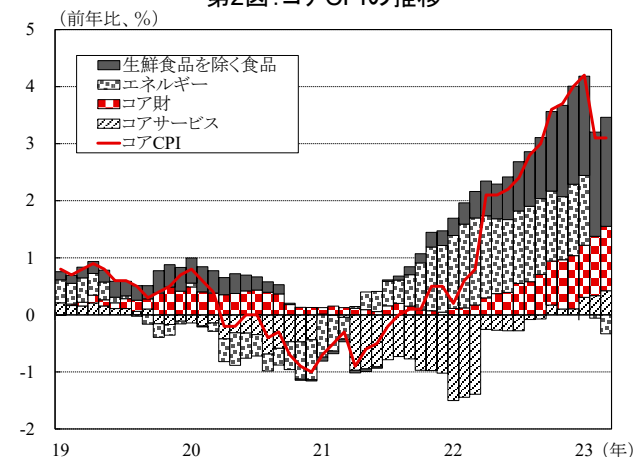
第1図：経済・物価情勢の展望における政策委員の見通し(中央値)



## 2. 今年度は食料インフレにより、コア CPI は高めの伸びが続く可能性が高い

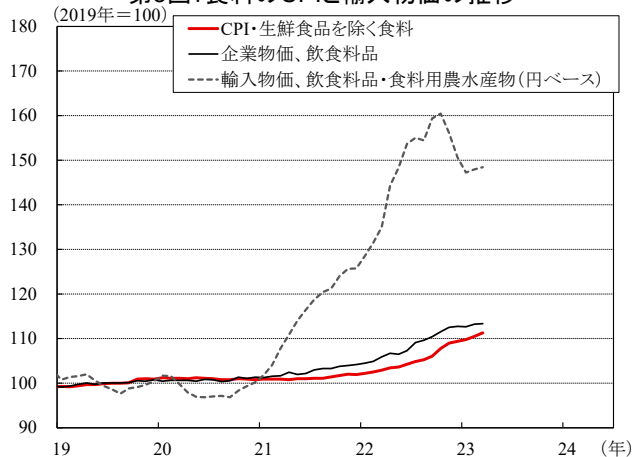
足元の高めのインフレ率を牽引しているのは『食料』であり（第2図）、食料インフレは早期には沈静化しない可能性が高い。第1に、CPIの『食料』は輸入物価の動きに1年程度遅行する傾向があり（注1）、輸入物価の水準がピークアウトしたのは昨年10月である（第3図）。

第2図：コアCPIの推移



（資料）総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：食料のCPIと輸入物価の推移



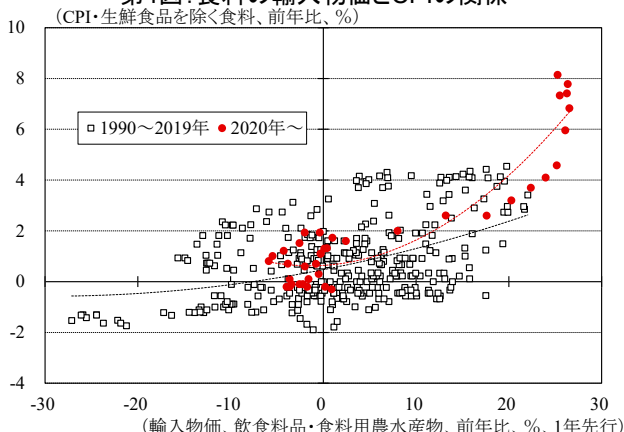
（資料）総務省、日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2に、原材料コストの小売価格への転嫁率は、コストの変動が大きい際に高まる傾向がある（注2）。CPIの『食料』を縦軸に、輸入価格を横軸にとった第4図をみると、足元の輸入価格が大きく上昇している局面では、傾きが非線形的に急になっている。また、輸入価格の下落局面では傾きが緩やかになっている（CPIの食料価格は下方硬直性を有する）ことに加えて、2008年の金融危機前の上昇局面とは異なり、輸入物価がピークをつけた後も高止まりしていることから、先行きも価格転嫁は進みやすい状況にあるとみられる（第5図）。

（注1）八木ほか[2022]では、食料品の原材料コスト上昇は4四半期程度をかけて小売価格に転嫁されることが示されている。

（注2）八木ほか[2022]では、食料品の「コストプッシュ圧力が大幅に高まっていた局面では、価格改訂頻度が高まったり、多くの先が同時に価格を改定し、同調性が急速に高まる傾向があるようにみえる」としている。

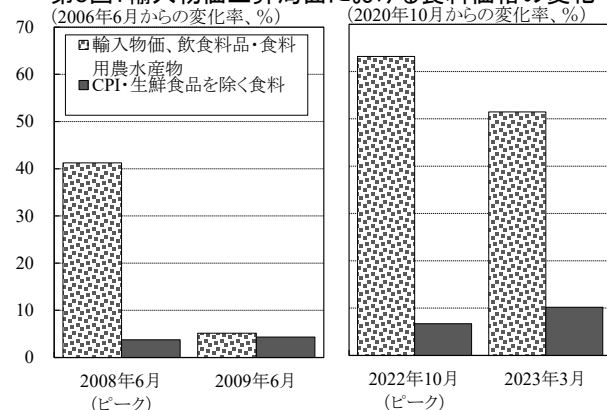
第4図：食料の輸入物価とCPIの関係



（注）輸入物価は円ベース。点線は、それぞれの期間に対応する近似曲線。

（資料）総務省、日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図：輸入物価上昇局面における食料価格の変化



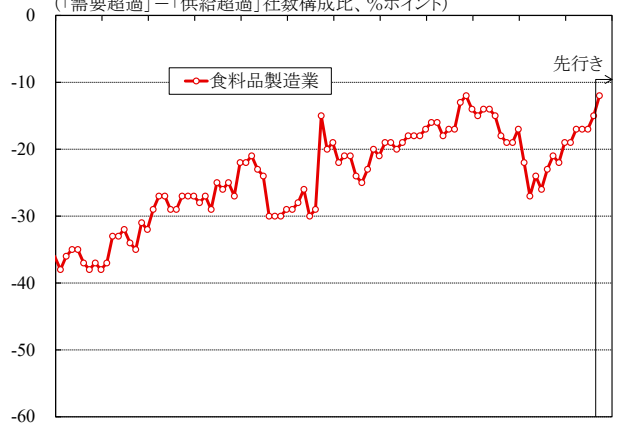
（注）輸入物価は円ベース。それぞれの輸入物価上昇局面について、ピークの2年前の価格水準と比較している。

（資料）総務省、日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3に、相応に価格を引き上げてきたなかでも食品メーカーは先行き堅調な需要を見込んでいる。日銀短観の『食料品』（製造業）の国内での製商品・サービス需給判断DIをみると、中立水準であるゼロを下回るものの過去に比して高い水準にある（第6図）。内閣府による3月の景気ウォッチャー調査でも、イベント開催に伴う人流の活発化により飲食の販売が好調に推移しているとの食料品製造業のコメントが掲載されている。新型コロナウイルスに係る規制の緩和やインバウンド需要の回復は、外食を含む食料品に対する需要の下支え要因になり、メーカーにとっては価格転嫁を行いやすい状況にある。

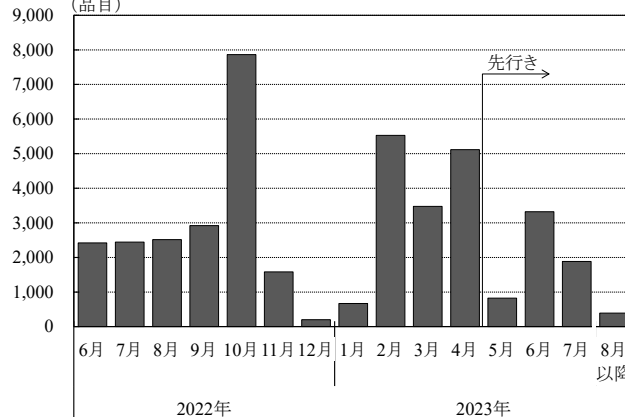
以上の通り、コスト上昇から価格転嫁までにラグが存在し、コストの上昇幅も非常に大きかったこと、そしてメーカーが先行きも底堅い需要を見込んでいること等を踏まえれば、食料品の値上げは少なくとも今年度前半は続く可能性が高い。帝国データバンクによる「食品主要195社価格改定動向調査」でも、値上げ品目数は6月に3,000品目を超える予定であり、「頻繁で断続的な価格改定の動きは今秋10月頃まで長引く可能性がある」としている（第7図）。日本銀行は、コアCPIが「輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとの、今年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想」しているものの、上記を踏まえれば縮小ペースは緩やかなものに止まり、今年度のコアCPIは今回上方修正された政策委員の見通しも上回るとみる。

第6図：国内での製商品・サービス需給判断DIの推移  
（「需要超過」-「供給超過」社数構成比、%ポイント）



（資料）日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7図：食品主要195社の値上げ品目数の推移  
（品目）



（注）品目数は4月28日9時時点のもの。

（資料）帝国データバンク統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

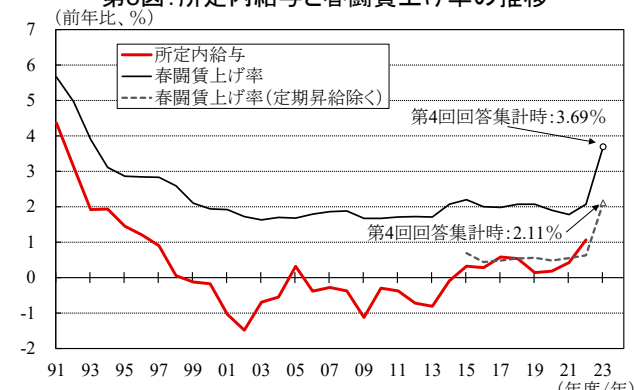
### 3. 来年度以降、賃金の上昇を伴う形での2%インフレを実現するハードルは依然高い

もつとも、今回の金融政策決定会合の声明文には、新たに「賃金の上昇を伴う形で、2%の『物価安定の目標』を持続的・安定的に実現することを目指していく」方針が示され、これを達成するハードルは依然高い。まず、今年の春闘では賃上げ率は1993年以来の3%台後半となる見込みであるものの、それでも2%インフレには十分でない可能性がある。春闘の賃上げ率には定期昇給分(1.6~1.8%程度)が含まれ、その分だけマクロ経済全体で見た一人当たりの賃金上昇率は低くなる(第8図)<sup>(注3)</sup>。過去のインフレ率と賃金上昇率の関係に基づけば、コストプッシュに起因しない(食料やエネルギーの影響を除いた)2%インフレ達成には3%程度のベースアップが必要であり(第9図)<sup>(注4)</sup>、それと整合的な春闘の賃上げ率は5%弱となる。

(注3) 「定期昇給は年功型の賃金制度の中で個人が昇給していくことであり、企業組織の年齢などの人員構成が一定であれば、総人件費も一定となるため、定期昇給分は、マクロの賃金の増減に影響しない」(中井[2023])。

(注4) 黒田[2022]は、時間当たり労働生産性が平均して年率1%程度のペースで上昇していることを踏まえ、「生産性と物価の上昇率と整合的で、持続可能な名目賃金の上昇率は3%程度」としている。もつとも、労働生産性の伸びが過去に比して低下した場合、同じ賃金上昇率でも生産コストの上昇幅は大きくなり、インフレ率の上昇圧力となるため、2%インフレに必要な賃上げ率は低下する。

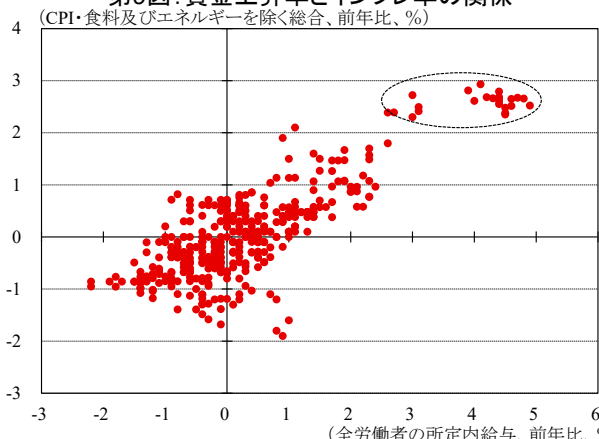
第8図: 所定内給与と春闘賃上げ率の推移



(注) 所定内給与はパート労働者も含んだ年度の数字。2023年の春闘賃上げ率は第4回回答集計時点の数字。

(資料) 厚生労働省、日本労働組合総連合会統計より  
三菱UFJ銀行経済調査室作成

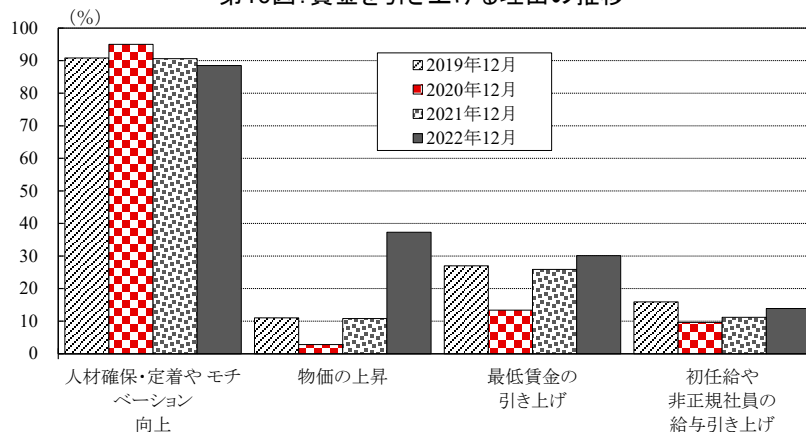
第9図: 賃金上昇率とインフレ率の関係



(注) CPIは酒類を含み、消費税の影響を除いたもの。  
(資料) 厚生労働省、総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

更に、3%のベースアップを継続的に達成することのハードルも高い。まず、今回の歴史的な賃上げにはインフレ率が高かったことが影響している。日本商工会議所による昨年末時点の調査をみると、賃金を引き上げる理由として物価の上昇を挙げる企業の割合が一昨年末に比して顕著に増えている(次頁第10図)。しかし、エネルギー価格上昇が一服したこともあり、今年度のインフレ率は昨年度に比べれば鈍化する公算が大きく、インフレ実績に基づく賃上げ圧力は弱まることになる。

第10図：賃金を引き上げる理由の推移

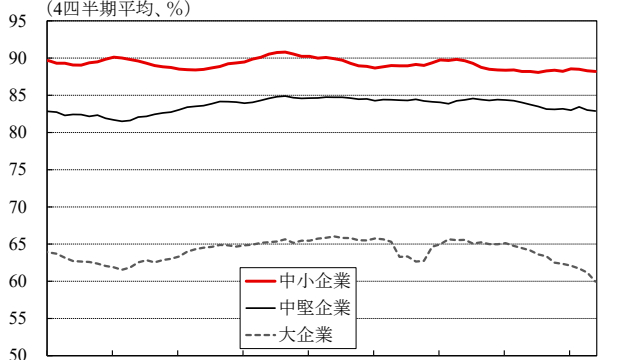


(注) 賃金を引き上げる(予定含む)企業が対象、複数回答可。  
 (資料) 日本商工会議所統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

加えて、国内の雇用の7割を占める中小企業では労働分配率が既に相当な高水準にある(第11図)。中小企業では、大・中堅企業とは対照的に、労働分配率の分母に当たる付加価値額の伸びは近年では概ねインフレ率を下回ってきた(第12図)<sup>(注5)</sup>。足元でも、中小企業庁による2022年9~11月の調査では、直近6ヵ月間のコスト上昇分を全く価格転嫁できていない企業が2割程度存在する(中小企業庁[2022])。インフレ率と同程度、あるいはそれを上回るようなベースアップを持続的に行うには、中小企業によるコストの価格転嫁が十分に行われるような環境を整えることも必要となる。

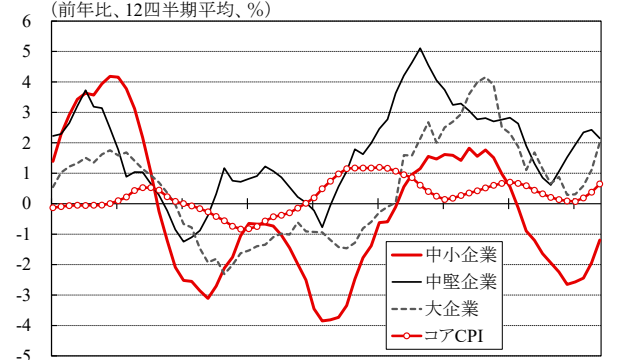
(注5) 青木、高富、法眼[2023]では、日本のとりわけ非製造業の小企業では価格マークアップ(販売価格と限界費用の乖離)の縮小幅が大きい一方、賃金マークダウン(労働の限界生産物収入と賃金の乖離)の拡大が顕著、すなわち賃金抑制傾向を強めてきたとしている。

第11図：中小・中堅・大企業の労働分配率の推移  
 (4四半期平均、%)



(注) 中小企業は資本金1,000万円~1億円、中堅企業は資本金1~10億円、  
 大企業は資本金10億円以上の企業。労働分配率は人件費÷付加価値額、  
 付加価値額は営業利益+人件費+減価償却費。  
 (資料) 財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第12図：中小・中堅・大企業の付加価値額とコアCPIの推移  
 (前年比、12四半期平均、%)



(注) 中小企業は資本金1,000万円~1億円、中堅企業は資本金1~10億円、  
 大企業は資本金10億円以上の企業。労働分配率は人件費÷付加価値額、  
 付加価値額は営業利益+人件費+減価償却費。  
 (資料) 財務省、総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

#### 4. 長短金利操作修正への関心は高いものの、当面は現状維持が続くとみる

植田総裁は4月10日の就任記者会見にて「それ（安定的・持続的な2%インフレの達成）はなかなか難しいということであれば、副作用に配慮しつつ、より持続的な金融緩和の枠組みが何かということを探っていく」と述べている通り、金融緩和を続ける場合でもその枠組みを見直すことは排除していない。特に、現行の金融緩和の枠組みのうち長短金利操作における長期金利のコントロールには、その副作用への注目が集まり、上記の就任記者会見や今回会合後の記者会見でも修正の可能性に関する質問が出ている。

しかし、記者会見を通じて、植田総裁は来年度以降の物価見通しの不確実性に繰り返し言及した（第1表）。また、「経済・物価情勢の展望」では、「海外経済は、ペースは緩やかながらも成長を続けると想定している」ものの下振れリスクにも言及している。3月のFOMC（連邦公開市場委員会）議事録からは、スタッフの経済見通しは今年後半には緩やかな景気後退に陥る想定であることも明らかとなっており、その場合は国内景気にも下押し圧力がかかることになる。

第1表:4月の金融政策決定会合後の記者会見における植田総裁の発言

■ 引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクよりも、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きく、基調的なインフレ率の上昇を待つことのコストは大きくない。
■ （先行きのインフレ率が）下がっていくところまではある程度の確度で見えているが、下がっていった後、反転してまた上がってくるには様々な前提が必要でそれが本当に今後満たされていくかどうかという点については不確実性が高いという判断を多くの方（委員）が持っている。したがって、均してみると2に近い数字が続いているけれども、もう少し辛抱して粘り強く金融緩和を続けたいのが正直な気持ち。
■ 賃金が物価の上昇にはね、更に賃金の上昇に繋がっていく循環を確認できる状況になるのを待ちたい
■ 少し先のインフレ率見通しについては、まだちょっと自信の度合いが少し低いので、そこは割り引いて見たい
■ （来年の賃上げ動向を見極める上で）来年の春闘は非常に重要な要素かと思う。ただ、厳密にそこまで待たないと判断が出来ないということでは必ずしもないと思う。今年の物価動向や企業収益といった、来年の賃上げの程度に繋がるような今年の色々な経済変数の動きをみていくなかで、持続的な2%（インフレ）が達成されそうだという判断に至るケースも十分に有り得ると考えている。

（資料）日本銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

内外経済・物価の先行き、来年の賃上げ動向を見極めるまで、来年の春闘の結果を待つ必要は無くとも相応に時間を要するとみられる。その間は、事実上の利上げに繋がり得る長期金利の変動幅拡大や長期金利操作の撤廃は行い難く、副作用（イールドカーブの歪みや過度な円安の進行等）が再び深刻さを増さない限り、少なくとも今年度前半は現行の金融緩和の枠組みが維持される可能性が高いとみる。

以上

（令和5年5月2日 矢吹 彩 sai\_yabuki@mufg.jp）

発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

## 参考文献

- 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、23-J-4
- 黒田東彦（2022）「経済・物価見通しと金融政策運営——内外情勢調査会における講演——」、日本銀行、2022年5月13日
- 中小企業庁（2022）「価格交渉促進月間（2022年9月）フォローアップ調査の結果について」、2022年12月23日
- 帝国データバンク（2023）「『食品主要195社』価格改定動向調査—2023年4月」、2023年3月31日
- 帝国データバンク（2023）「『食品主要195社』価格改定動向調査—2023年5月」、2023年4月28日
- 中井雅之（2023）「毎勤の賃金上昇を決めているのはベア。定昇ではない～春季賃上げ率と賃金統計との関係～」、独立行政法人労働政策研究・研修機構、新型コロナウイルス感染症関連情報緊急コラム、2023年1月27日
- 八木智之、倉知善行、高橋優豊、山田琴音、河田皓史（2022）「コストプッシュ圧力の消費者物価へのパススルー」、日本銀行ワーキングペーパー、22-J-16

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。