



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

Broad

Perspective

Review

多角的レビューシリーズ

## 過去 25 年間のわが国経済・物価情勢： 先行研究と論点整理

福永一郎\*

ichirou.fukunaga@boj.or.jp

法眼吉彦\*

yoshihiko.hougen@boj.or.jp

上野陽一\*\*

youichi.ueno@boj.or.jp

No.24-J-10  
2024 年 8 月

日本銀行

〒103-8660 日本郵便（株）日本橋郵便局私書箱 30 号

\* 調査統計局

\*\* 調査統計局（現・名古屋支店）

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局 (post.prd8@boj.or.jp) までご相談下さい。転載・複製を行う場合は、出所を明記して下さい。

## 過去 25 年間のわが国経済・物価情勢：先行研究と論点整理\*

福永一郎<sup>†</sup>・法眼吉彦<sup>‡</sup>・上野陽一<sup>§</sup>

2024 年 8 月

### 【要 旨】

本稿では、1990 年代以降のわが国の経済・物価情勢について、当時からの学界等での議論や企業向けアンケートの結果などをもとに振り返ったうえで、近年の変化の兆しについて幾つかの論点を整理する。1990 年代、需要・供給両面の様々な要因から経済低迷と緩やかなデフレに陥り、金融政策は名目金利の下限制約に直面した。2010 年代には、量的・質的金融緩和の効果などによって景気は回復し、デフレの状況ではなくなったが、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が根強く残るもとので、2%の「物価安定の目標」の実現には至らなかった。2020 年のコロナ危機の後、輸入物価の急激な上昇に加え、景気の回復や労働需給の引き締めにより、賃金と物価の好循環が強まり、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せるようになったが、その背景では、国際経済環境、労働市場、企業の価格設定行動などに、変化の兆しがみられている。こうしたもとので、1990 年代以降のデフレ期に定着したとみられる賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方は、解消に向かっていると考えられる。

JEL 分類番号：E31, E32, E52, F62, J20, O53

キーワード：日本経済、物価、労働市場、グローバル化、金融政策

---

\* 本稿は、2024 年 5 月 21 日に開催された「金融政策の多角的レビュー」に関するワークショップ第 2 回「過去 25 年間の経済・物価情勢と金融政策」の第 1 セッションにおける報告内容をベースに作成した。指定討論者の吉川洋氏、村田啓子氏をはじめ、同ワークショップの参加者や、日本銀行の役職員、調査統計局アドバイザーから、有益なコメントを頂いた。また、一部の分析や図表作成等では、伊藤洋二郎氏、大高一樹氏、金井健司氏、高橋悠輔氏、土田悟司氏、平田篤己氏、古川角歩氏に助力を頂いた。記して感謝の意を表したい。ただし、残された誤りは筆者らに帰する。本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、日本銀行の公式見解を示すものではない。

<sup>†</sup> 日本銀行調査統計局 (ichirou.fukunaga@boj.or.jp)

<sup>‡</sup> 日本銀行調査統計局 (yoshihiko.hougen@boj.or.jp)

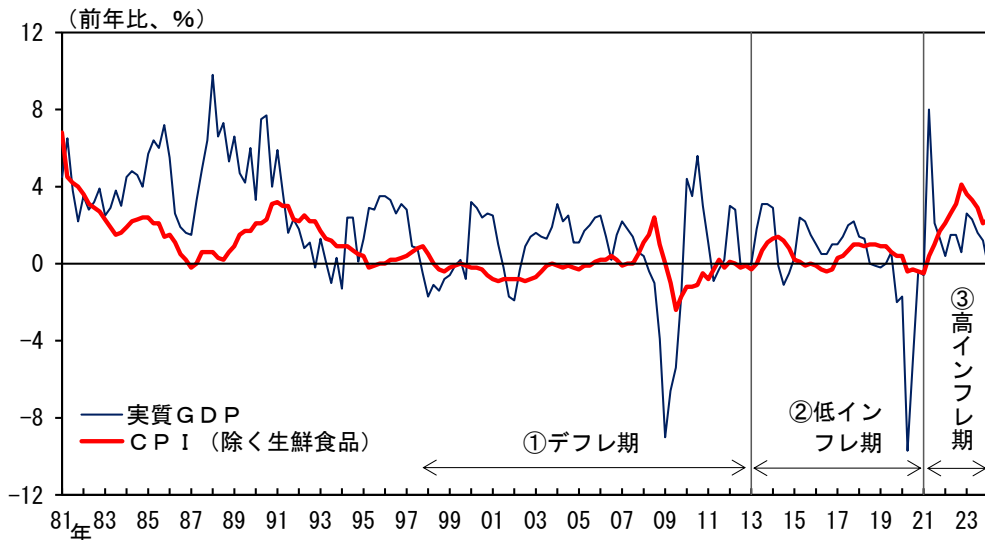
<sup>§</sup> 日本銀行調査統計局<現・名古屋支店> (youichi.ueno@boj.or.jp)

## 1. はじめに

日本経済は、1990年代後半に物価が持続的に下落するデフレの状況に陥り、その後、デフレではなくなった2010年代を含め、約25年間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。日本銀行では、この間に実施してきた様々な金融緩和策の効果について、それぞれの時点における経済・物価情勢との相互関係の中で理解することを一つの目的として、「多角的レビュー」を行っている。本稿ではその一環として、過去25年間、さらに1990年代初めのバブル崩壊前後まで含めた経済・物価情勢について、当時からの学界等での議論や、今般実施された企業向けアンケートの結果などをもとに振り返る。また、2020年のコロナ危機の後、輸入物価の急激な上昇に加え、景気の回復や労働需給の引き締めにより、賃金と物価の好循環が強まり、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せるようになった背景について、日本銀行調査統計局のスタッフが現在進めている分析も紹介しつつ考察する。その際には、1990年代以降のグローバル化や少子高齢化といった様々な環境変化が日本の経済・物価情勢に及ぼした影響や、デフレが長引く過程で定着したとみられる賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が、近年どのように変わりつつあるか（あるいは変わっていないか）という点に特に着目する。

本稿では、経済成長率と物価上昇率の長期的推移（図表1）を眺めつつ、振り返りの対象期間を以下の三つに区切る。一つめは、消費者物価の前年比が、ゼロないしわずかなマイナスが続くという意味でのデフレが始まった1990年代後半（あるいは経済の低迷が始まった1990年代初め）から、日本銀行が2%の「物価安定の目標」を導入した2010年代初めまでの「デフレ期」である。この間、需要・供給両面の様々な要因から経済低迷と緩やかなデフレに陥り、金融政策は名目金利の下限制約に直面した。二つめは、量的・質的金融緩和の効果などによって景気は回復し、デフレではなくなったものの、「物価安定の目標」の実現には至らなかった2010年代の「低インフレ期」である。三つめは、輸入物価の急激な上昇もあって、1980年代初め以来約40年ぶりの水準まで物価上昇率が高まった2020年代の「高インフレ期」である。以下、2節でデフレ期、3節で低インフレ期について振り返り、4節で高インフレ期における様々な変化の兆しについて幾つかの論点を考察する。5節は、結語である。

(図表 1) 経済成長率と物価上昇率



(注) CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。直近は2024/1Q。

(出所) 内閣府、総務省

## 2. 経済低迷とデフレ (1990~2000年代)

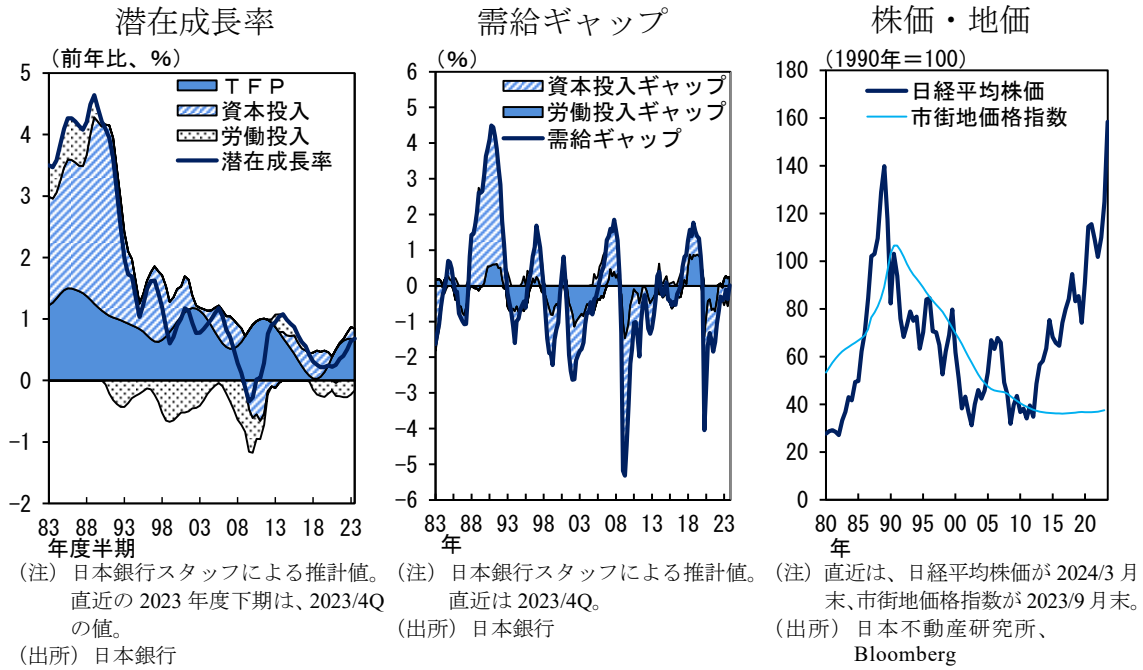
本節では、デフレが始まった1990年代後半から2000年代までを中心に、やや長い目でみた経済・物価情勢の大まかな事実を確認しつつ、当時の学界等での議論を簡単に振り返る。

### (データの確認)

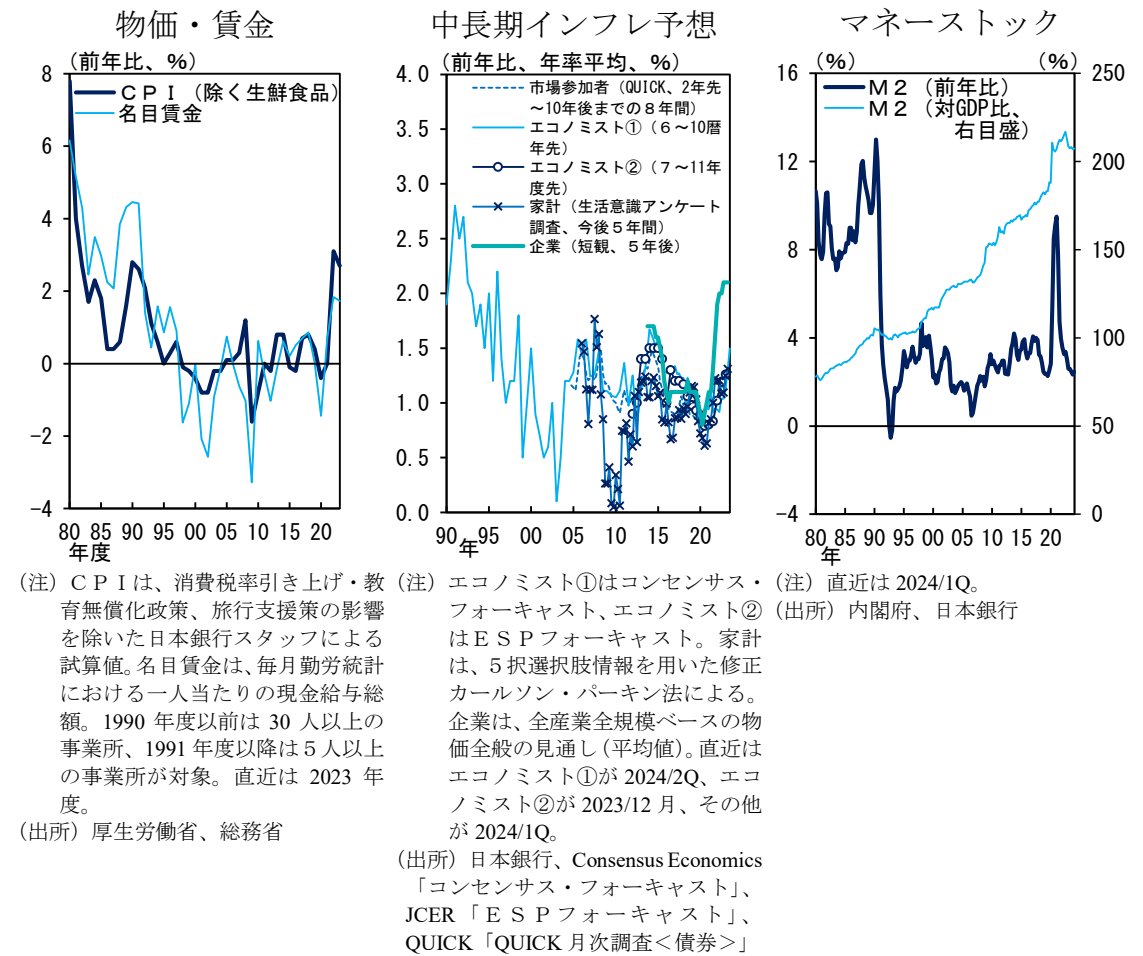
まず、日本銀行調査統計局が推計している潜在成長率と需給ギャップの推移をみると<sup>1</sup> (図表2左・中)、いずれも90年代初めに大きく低下(需給ギャップはマイナスに転化)したことが確認できる。それ以来、潜在成長率は現在に至るまで1%前後の推移を続け、80年代の伸び(4%程度)には戻っていない。需給ギャップについては、大きな変動を繰り返しつつも、現在に至るまで総じてマイナスの値をとることが多かった。このような90年代初めを境とする変化の背景では、80年代後半に株価や地価が高騰し、90年代に入り急速に下落したこと(資産価格バブル、図表2右)が深く関係していたと考えられる。

<sup>1</sup> 日本銀行調査統計局では生産関数アプローチにより潜在成長率と需給ギャップを推計し、定期的に公表している。推計方法は、川本ほか(2017)を参照。内閣府なども同様のアプローチにより潜在成長率やGDPギャップを推計しているが、大まかな動きに違いはない。

(図表2) 経済情勢に関する各種指標



(図表3) 物価情勢に関する各種指標



物価上昇率（消費者物価、図表3左）は、80年代後半のバブル期にも概ね2%を下回る水準にとどまっていたが<sup>2</sup>、90年代後半にはマイナス（デフレ）の領域まで低下した。一人当たり名目賃金（賞与等を含む現金給与総額）の上昇率も、同じタイミングでマイナスに沈んでいる。中長期のインフレ予想（図表3中）については、データの制約もあり計測の難しさはあるが、90年代から00年代前半にかけてゼロ近傍まで低下した後、総じて1%程度で推移する指標が多い。マネーストック（図表3右）は、90年代初めに前年比伸び率が大幅に低下したが、名目GDPに対する比率は80年代以来一貫して上昇傾向を続けている。

### （1990年代の経済低迷）

上記の潜在成長率と需給ギャップの推移を踏まえると、90年代初め以降の経済の低迷には、潜在成長率に表れる供給サイドの要因と、需給ギャップに表れる需要サイドの要因の両方が影響していたと考えられる。供給サイドの要因として学界等で指摘されたのは、全要素生産性（TFP）の上昇率低下と労働投入の減少（週休2日制の普及）である<sup>3</sup>。TFP上昇率低下の具体的な要因としては、硬直的な労働市場や企業間の資源再配分の停滞などが指摘された<sup>4</sup>。一方、需要要因として広く指摘されたのは、バブル崩壊後のストック調整と信用収縮の影響である。過剰債務・過剰設備・過剰雇用を調整する過程で企業の設備投資需要などが減退したほか、金融機関の不良債権処理の遅れやそれに伴う信用収縮を通じて、総需要の減退が増幅された<sup>5</sup>。また、長引く投資の低迷は、経済の需要面だけでなく供給面にも影響を及ぼし、潜在成長率の低迷にもつながったと考えられる<sup>6</sup>。

---

<sup>2</sup> 80年代半ばに物価上昇率が低下した背景には、円高と原油価格の大幅な下落があった。

<sup>3</sup> この点は Hayashi and Prescott (2002) によって指摘され、その後、TFP の計測等をめぐって様々な議論が行われた。

<sup>4</sup> Caballero, Hoshi, and Kashyap (2008) は、90年代に銀行の追い貸しなどにより延命した「ゾンビ企業」の存在が新規企業の参入や健全な企業の成長を妨げ、経済全体の生産性を下押しした可能性を指摘している。一方、深尾 (2012) は、企業間の資源再配分が生産性を押し上げる効果はすでに80年代から弱かったことや、70年代には欧米へのキャッチアップが終わり TFP 上昇率の低下が始まっていたこと（同時に民間部門の貯蓄超過基調も始まりその後の構造的な需要不足につながったこと）などを指摘している。日本経済の供給・需要面の様々な問題の長期的な経緯については、伊藤・星 (2023) なども参照。

<sup>5</sup> このようなメカニズムは、Bernanke, Gertler, and Gilchrist (1999) や Kiyotaki and Moore (1997) などによって理論的に示された。

<sup>6</sup> 前掲図表2左の潜在成長率の要因分解によると、90年代の潜在成長率低下には資本投入の伸び率低下が大きく寄与しており、設備投資需要の減退が供給面に及ぼした影響も大きかった可能性を示唆している。小林・加藤 (2001) は、供給サイドに仕掛けられた「バランスシートの罫」を取り除くことによって需要サイドの持続的拡張が可能になるという意味で、需要面と供給面のどちらを重視するかという議論は不毛な二元論と主張している。

もう一つの需要要因として、金融緩和の不足を指摘する議論もあった。特に、85年のプラザ合意以降の円高傾向や、92年のマネーサプライの急減を金融政策で阻止できなかったことが、その後の経済低迷につながったとの主張がみられた<sup>7</sup>。また、90年代を通じた相次ぐ利下げによってゼロ金利制約が近づいたことや、企業や銀行の財務状態が悪化するもとで金融政策の波及経路（クレジット・チャネル）の機能が低下したこと<sup>8</sup>、金融緩和効果が働きにくくなり、経済の低迷につながった可能性も指摘された。

### （1990年代後半～2000年代半ばのデフレ）

物価上昇率は、90年代初めから緩やかに鈍化したが、90年代前半までは80年代半ばと同程度の低インフレにとどまっておられ、その後デフレに陥ったのは90年代の後半からであった。物価上昇率の低下にも供給面・需要面の両方が影響していたと考えられ、特に90年代半ば頃は、安値輸入品の流入、内外価格差の是正に向けた規制緩和や流通構造の合理化、IT関連等での技術革新といった供給面の要因による価格低下も目立っていた。その背後では、円高進行や日米貿易摩擦、その後の中国などのアジア新興国の台頭といった、国際経済環境の変化の影響もあった。一方、需要要因としては、先に挙げた経済低迷の需要要因に加え、98年の金融危機による総需要の落ち込みが大きかった。過剰債務のもとで物価が下落したことにより、実質債務残高の増大を通じてさらなる総需要の減退につながる悪循環（負債デフレないしデフレ・スパイラル）に陥る懸念が高まった。98年の金融危機がいったん落ち着いた後も、01年には海外でのITバブル崩壊により再び総需要が減退し、政府は同年3月の月例経済報告で「緩やかなデフレ」との認識（いわゆるデフレ宣言）を示した。

こうした状況のもと、日本銀行は99年にゼロ金利政策、01年に量的緩和政策を導入した<sup>9</sup>。さらに、銀行への公的資金注入などの各種プルーデンス措置や、ITバブル後の世界経済の回復や為替円安を背景とした輸出主導の景気回復が続

---

<sup>7</sup> 岡田・浜田（2009）は、日本経済の長期停滞は実物的よりも貨幣的な問題と捉えるべきとの立場から、その根本的な要因として、1985年のプラザ合意以降の円高傾向に対抗できなかった緊縮的な金融政策を挙げている。また、1992年のマネーサプライ急減についても、金融政策が緊縮的過ぎたか、当時の金融政策手段によってどのように対応可能だったかなどを巡り、論争が繰り広げられた。後者については、植田（1993）などを参照。

<sup>8</sup> 銀行貸出を通じた金融政策の波及経路が有効性を低下させたメカニズムや、その政策的含意については、星（2000）などで論じられている。

<sup>9</sup> このほか、日本銀行は、時間軸政策（フォワードガイダンス）を導入し、「物価の安定」についての考え方も公表（00年は数値化せず、06年に「中長期的な物価安定の理解」を数値化）した。この間、学界等では、より明示的なインフレ目標の必要性などを巡って、論争が繰り広げられていた。これらの詳細については、植田（2005）などを参照。

いたことなどもあって、当初懸念された上記の悪循環（デフレ・スパイラル）は回避された。その後も緩やかなデフレはしばらく続いたが<sup>10</sup>、00年代半ばに銀行の不良債権処理が一段落すると（金融再生プログラムの目標達成）、消費者物価もようやく下げ止まりに向かった。

### （2008年の世界金融危機とその後のデフレ）

08年の世界金融危機（リーマン・ショック）は日本の金融システムを再び根幹から揺るがす事態には至らなかったが、実体経済には大きな影響を及ぼした。需給ギャップは90年代のバブル崩壊後や金融危機後を大きく超えるマイナスの値まで急落し、潜在成長率も一時マイナスに落ち込んだ。日本企業はバブル崩壊後の過剰債務の整理（バランスシート調整）が終わり、ようやく前向きな投資活動に向かう兆しもみられていたが<sup>11</sup>、リーマン・ショック後は再び設備投資を大幅に削減し、以降も防衛的なスタンスが続くこととなった。

物価面では、リーマン・ショック直前にエネルギー価格の高騰などにより2%を超えていた消費者物価の上昇率（前年同月比）が、再びマイナスに落ち込み、00年代前半を超えるデフレとなった。日本銀行は「包括的な金融緩和政策」の実施など金融緩和の強化を続けていたが、他の先進国でも大幅な利下げと非伝統的な政策手段による大胆な金融緩和が行われていた（金利差縮小などにより為替円高が進んだ）こともあり、デフレを止めることはなかなかできなかった。

経済低迷とデフレが長引くなか、両者の間の因果関係をめぐって「経済低迷が先か、デフレが先か」といった議論も行われた<sup>12</sup>。時系列的にみると、バブル崩壊やリーマン・ショックに伴う経済の落ち込みの方が、その後のデフレよりも先であったことは明らかであり、また、両者が大規模な負の連鎖に陥るデフレ・スパイラルも回避されていた。しかしながら、度重なるショックに見舞われるもとので、低成長と低インフレが補強し合いながら定着していった面もあったかもしれない（関連する「デフレ均衡」を巡る議論については、補論1を参照）。

---

<sup>10</sup> 渡辺（2023）は、この時期に価格の下方硬直性がみられ、デフレ・スパイラルを防いで経済を救ったものの、結果的にその後の価格据え置き慣行の契機になった点を指摘している（この点は後の4-3節などで詳しく議論する）。

<sup>11</sup> リーマン・ショック直前の時期には、製造業の工場建設の国内回帰の動きなどがみられ、株価の回復や一部の地域での地価高騰もみられた。陣内・土田・山本（2024）の分析によると、この時期にバブル再発生への期待が存在していた可能性が検出されている。

<sup>12</sup> 「デフレが先」と主張する立場からは、長引く経済低迷から脱却するには、金融緩和の効果を高めて、まずデフレを止めることが必要との議論が展開された（岩田 2013）。



### 3. 景気の緩やかな回復と低インフレ（2010年代）

本節では、2010年代、特に13年に日本銀行が「物価安定の目標」を消費者物価の前年比上昇率2%と定め、量的・質的金融緩和（QQE）を導入した後の経済・物価情勢を振り返る。QQE導入に伴う実質金利の低下を起点として景気は回復し、需給ギャップも10年代後半にはプラスが定着した。こうした需給ギャップの改善やインフレ予想の高まりを受け、物価上昇率もプラスとなったが、10年代のうちに2%の「物価安定の目標」が実現するには至らなかった。この間、90年代以来低迷してきた経済成長のトレンドにも、大きな変化はみられなかった。

QQEが経済・物価を押し上げたメカニズムやその定量的な評価については、「多角的レビュー」の別の論文に譲ることとし、以下では、物価上昇率が2%まで高まらなかった背景や、景気が回復した一方で成長トレンドが高まらなかった背景について、当時の学界等での研究や議論を振り返る。また、それらが実際の企業の行動や実感とどう対応していたかについて、「多角的レビュー」の一環として実施されたアンケート調査の結果を確認する。

#### （2010年代の低インフレ）

13年のQQE導入後、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなったが、2%の「物価安定の目標」を実現することはできなかった。こうした背景については、日本銀行による「総括的検証（16年）」や「点検（21年）」の中でも、様々な分析が行われている<sup>13</sup>。2%の実現を阻害した要因としては、インフレ予想の形成メカニズムが、過去のインフレ実績の影響を受ける「適合的な期待形成」の性質を強く持っていた（中央銀行のインフレ目標の影響を受ける「フォワード・ルッキングな期待形成」への転換が進まなかった<sup>14</sup>）ことが挙げられ、QQE導入後の原油価格の下落、消費税率引き上げ後の需要の弱さ、新興国経済の減速とそれもと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すると、適合的な期待形成メカニズムを通じてインフレ予想も弱含みに転じたことが指摘された。また、長期にわたるデフレや低インフレの経験を通じて、物価が上がりにくいことを前提とした人々の慣行や考え方が、規範（ノルム）として社会に定着した可能性も指摘された。

---

<sup>13</sup> 「総括的検証」と「点検」については、日本銀行（2016、2021）を参照。このほか、近年の日本の物価動向に関して、一上ほか（2019）、池田ほか（2022a）が論点整理を行っている。

<sup>14</sup> ここでのフォワード・ルッキングな期待形成とは、必ずしも「合理的期待」を意味するわけではない。吉川（2020）などで解説されているとおり、「合理的期待」がどのような形をとるかは、前提となるモデルと確率的攪乱項の性質によって決まり、適合的期待も一定の条件のもとでは合理的期待となりうる。

この間、学界等では、マイクロ価格データなどを利用した研究が進められ、他の企業が価格を据え置くもとでは価格引き上げが難しくなるという相互作用（戦略的補完性）を通じて価格据え置き慣行が定着したことや、価格引き上げが難しいもとで非価格競争（ステレス値上げ等）が広がったことなど、価格硬直性の具体的なメカニズムやその根深さが明らかにされた<sup>15</sup>。また、こうした現象の背景として、企業の競争環境の変化（価格マークアップの低下など）や、マクロ的な経済環境と物価上昇率の関係の変化（フィリップス曲線のフラット化など）についても研究が進んだ。

さらに、人件費比率の高いサービス価格において特に強い硬直性がみられたことなどから、名目賃金と物価の関係にも注目が集まった。名目賃金は90年代後半にデフレが始まったのとほぼ同時期に下落を始めたが、これは労働者が雇用を守るために賃金の下落を受け入れたことや、企業が正規雇用を維持する一方で低賃金の非正規雇用を増やすことによって総人件費の抑制を図ったことなど、日本の労働市場に特有の動きを反映したものであり、他国と異なり日本でデフレが生じたことを説明する有力な要因と考えられた<sup>16</sup>。その後、10年代には労働需給の逼迫感が高まるもとでも賃金の上昇が弱かった背景について、正規・非正規の二重労働市場や女性・高齢者などの弾力的な労働供給など、様々な構造的要因が指摘された<sup>17</sup>。こうした要因によって物価だけでなく賃金も上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が広がり、単に物価の適合的な期待形成メカニズムだけでは説明できないような幅広いノルムが定着した可能性も考えられる。

このほか、90年代から続くデフレ要因として、グローバル化によるコスト低下圧力や、高齢化などに起因する家計や企業の将来不安なども引き続き指摘された。これらについては、近年の変化の兆しと合わせて4節で取り上げる。

## **(2010年代の景気回復と成長トレンド)**

QQEは総需要を刺激して息の長い景気回復に貢献し、特に労働需給の引き締めと雇用の増加ももたらした。一般に、景気循環が成長トレンドに及ぼす影響は「履歴（ヒステリシス）効果」と呼ばれ、例えば金融危機のような大規模な負の需要ショックが発生すると、設備投資の停滞や失業の増加を通じて経済の供給面にも負の影響が及ぶことが知られているが、逆に、持続的な正の需要ショックにより経済の過熱（高圧経済）が続けば、供給面に正の履歴効果が及ぶ可能性

---

<sup>15</sup> これらの研究については、渡辺（2022）で紹介されている。

<sup>16</sup> この点は、吉川（2013）で指摘されている。

<sup>17</sup> これらの議論は、玄田（2017）でまとめられている。

も考えられる<sup>18</sup>。QQE はこのようなメカニズムを通じて潜在成長率や自然利子率にも正の効果を与えた可能性が考えられるが、一方で、長きにわたる金融緩和が、生産性の低い企業の滞留などを通じて資源配分を歪め、経済の供給面に負の副作用をもたらす可能性も指摘された<sup>19</sup>。QQE 単独での供給面への影響を定量的に評価することは容易ではないが、いずれにしても、QQE 導入の前後で潜在成長率やより長い目で見た成長トレンドに大きな変化は確認できない。

日本の潜在成長率や生産性の低迷の要因としては、90年代以来、国内設備投資の伸び悩み、IT や無形資産への投資不足および利活用に関する非効率性、産業構造の変化や企業間の資源再配分の停滞、労働市場の硬直性（日本型雇用慣行、二重労働市場など）といった様々な問題が指摘されてきた<sup>20</sup>。また、これらの問題の背景として、日本企業の海外進出と国際競争力の低下、国内での人口減少等を見越した企業の成長期待の低下や家計の将来不安<sup>21</sup>、企業のガバナンス上の問題やアニマル・スピリットの不足、各種規制や競争政策上の問題なども指摘されてきた。前述のとおり、日本企業はバブル崩壊後の過剰債務の整理（バランスシート調整）を00年代半ばまでには概ね完了していたが、その後のリーマン・ショックなどを受けて、前向きな投資スタンスにはなかなか転換できなかった。また、バブル崩壊後の正社員の過剰雇用については、その後も長らく調整が進まず、非正規雇用へのシフトや人的資本投資の抑制などを通じて、賃金とともに労働生産性の低迷にもつながったと考えられる。

さらに、低インフレとの関係では、企業の生産性向上やイノベーションの方向性が、需要創出型ないしフロンティア突破型の「プロダクト・イノベーション」よりも、コストカット型の「プロセス・イノベーション」に偏っていた点が指摘された<sup>22</sup>。後者の方向性は、個々の企業にとって生産性や収益性を高めるうえでは適切だったかもしれないが、経済全体では総需要の減退やデフレにつながり、縮小均衡ないし合成の誤謬による悪循環に陥っていた可能性も考えられる。

---

<sup>18</sup> Yellen (2016) は、金融政策の文脈で正の履歴効果の可能性を指摘した。開発ほか (2017) は、履歴効果を含む景気循環と経済成長の相関について幅広く論点整理している。

<sup>19</sup> 眞壁・八木 (2024) は、低金利環境下で銀行等の支援によって存続している企業や、生産性が相対的に劣る状況が継続する企業などについて、実証分析を行っている。

<sup>20</sup> 生産性の低迷要因に関する議論は、宮川 (2018)、森川 (2018)、中村・開発・八木 (2017)、八木・古川・中島 (2022) などを参照。潜在成長率については、福永ほか (2024) も参照。

<sup>21</sup> 小川 (2020) は、企業の成長期待の低下が主に需要要因によるものであることや、それを規定する家計消費の低迷の背景には、公的年金制度に対する脆弱性の認識とそれに伴う不確実性の高まりがあったことなどを、実証分析により示している。

<sup>22</sup> プロダクト・イノベーションの需要創出効果については、吉川 (2020) および吉川・安藤 (2015) を参照。

## （企業アンケートからみた 2010 年代までの経済・物価情勢）

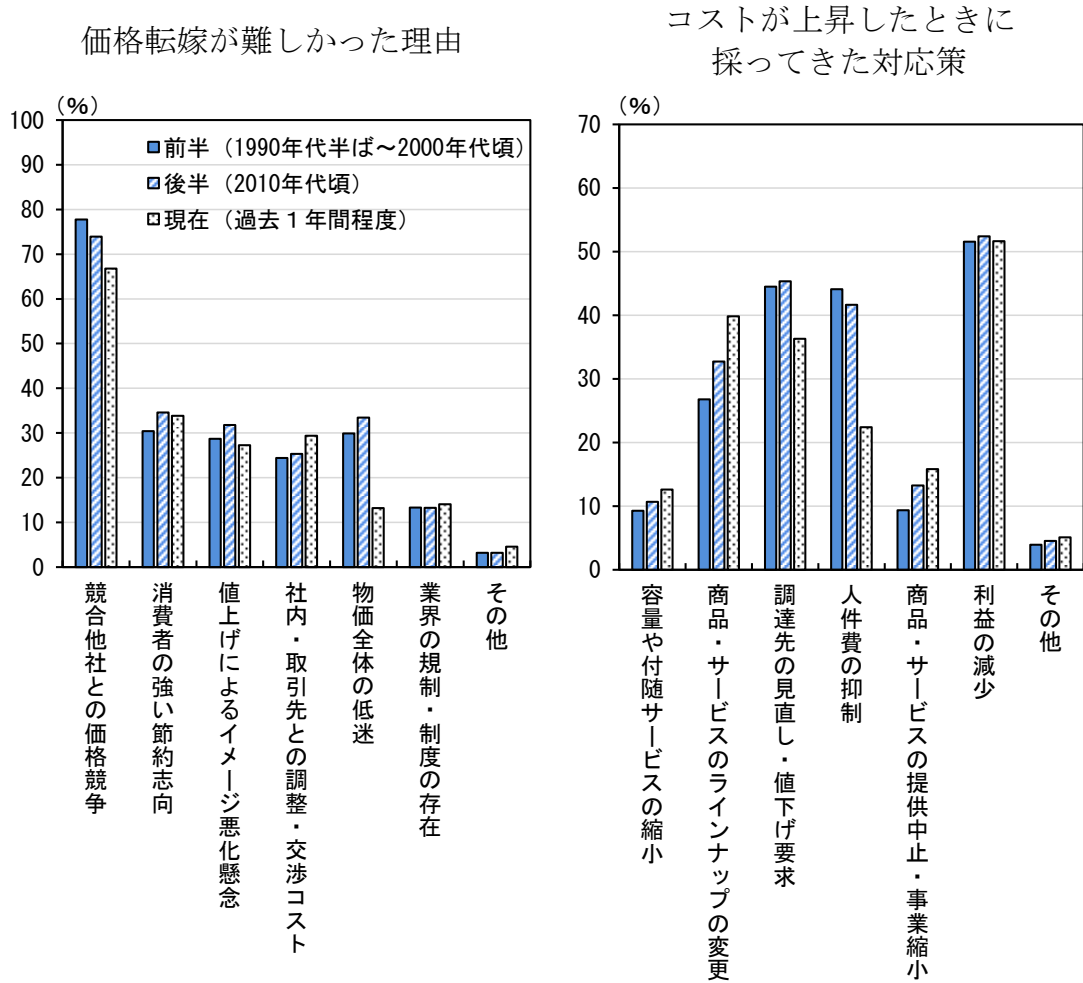
日本銀行の「多角的レビュー」の一環として実施された企業向けアンケート（1990 年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査<sup>23</sup>）では、大企業から中小・零細企業までに至る幅広い業種・企業規模の全国約 2,500 社（回答率は約 90%）を対象に、90 年代半ば以降の約 25 年間で「前半（00 年代頃まで）」、「後半（10 年代頃）」、「現在（過去 1 年間程度）」の 3 つの時期に区切って、価格・賃金設定や設備投資スタンスなどに関して多岐にわたり質問している。ここでは、10 年代までを対象とした回答（選択式およびヒアリング調査）の中から、上記の議論との対応関係を確認する。

まず、価格設定に関しては、10 年代までの期間にコストをなかなか価格転嫁できなかったとの回答が約 8 割を占めた。90 年代に価格を上げにくくなったきっかけとしては、「消費者の低価格志向」や「企業のコストカット意識」（いずれもヒアリング調査への自由回答）を挙げる企業が多かった。その後は、価格転嫁が難しかった理由として「競合他社との価格競争」を選択する回答が圧倒的に多かった（図表 4 左）。この結果は、前述のとおり、企業間の相互作用を通じて価格据え置き慣行が広まったことを示した研究と整合的である。なお、価格転嫁が難しかった企業のコストが上昇したときの対応としては、「利益の減少」で吸収したほか、「人件費の抑制」、「調達先の見直し・値下げ要求」により対応したとの回答が多く選択された（図表 4 右）。

---

<sup>23</sup> 調査結果の詳細は、日本銀行（2024a）を参照。

(図表4) 企業アンケート結果 (価格転嫁の難しさ)

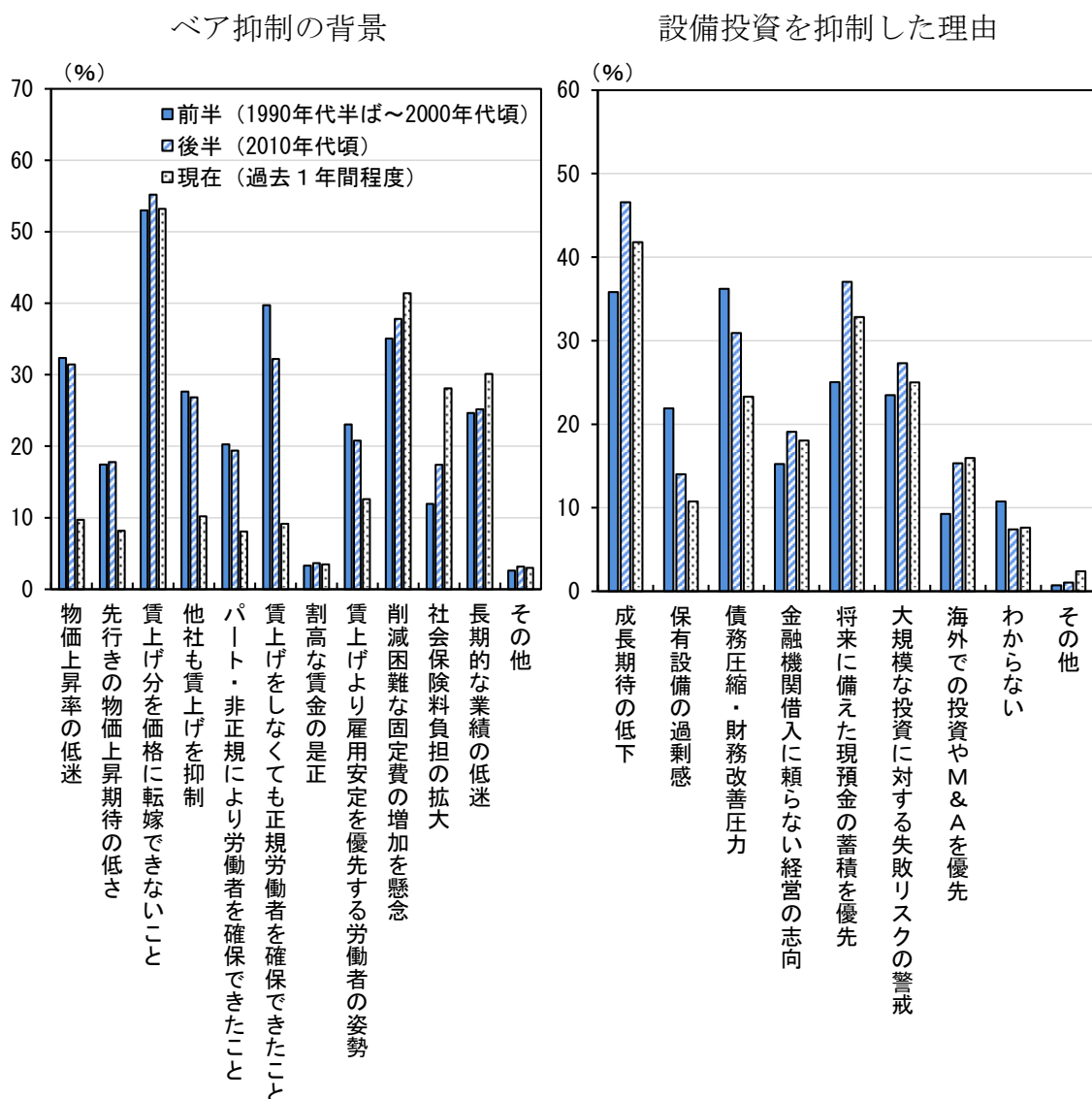


(注) 「コストをなかなか価格転嫁できなかった」という設問に対し「当てはまる」「ある程度当てはまる」と回答した企業 (前半、後半で約8割、現在で約7割) に占める比率。当てはまるもの3つまで選択可。

(出所) 日本銀行 (2024a)

賃金設定に関しては、10年代までの期間では正規労働者の基本給 (ベア) が伸び悩んだとの認識が圧倒的に多かったが、その理由としては、「賃上げ分を価格に転嫁できない」、「賃上げをしなくても正規労働者を確保できた」、「削減困難な固定費の増加を懸念」、といった回答が多く選択された (図表5左)。また、特に中小・零細企業では、「社会保険料負担の拡大」も多く挙げられた。正社員の基本給や社会保険料を「削減困難な固定費」と捉える企業の認識は、前述のとおり、正社員の雇用調整が長らく進まなかったことを反映したものと考えられる。

(図表 5) 企業アンケート結果 (賃金、設備投資)



(注) 左図は、「正規労働者の基本給 (ベア) が伸び悩んだ」という設問に対し「当てはまる」「ある程度当てはまる」と回答した企業 (前半、後半で約8割、現在で約5割) に占める比率。当てはまるもの5つまで選択可。右図は、当てはまるもの3つまで選択可。

(出所) 日本銀行 (2024a)

最後に、国内設備投資の伸びがキャッシュフロー対比で緩やかなものにとどまった理由としては、「成長期待の低下」、「債務圧縮・財務改善圧力 (特に00年代まで)」、「将来に備えた現預金の蓄積 (特に10年代)」といった回答が多く選択された (図表5右)。また、大企業を中心に、「海外での投資やM&Aを優先」も多く選択された。前述のとおり、国内経済の成長期待が低下し、度重なる負のショックを経験するも、企業はバランスシート調整が終わってからも、将来のリスクへの警戒をなかなか緩められなかったことが窺われる結果となった。

## 4. 変化の兆し（2020年代）

本節では、2020年代、特にコロナ危機後に経済が再開するもとの、輸入物価の急激な上昇に加え、景気の回復や労働需給の引き締めによって、物価上昇率が2%を大きく上回り、その後も賃金・物価の好循環が強まって、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せるようになった背景について、日本銀行調査統計局のスタッフが現在進めている分析を紹介しつつ考察する。考察にあたっては、90年代から長きにわたって経済や物価を下押ししてきた要因がどのように変わったか、あるいは変わっていないかを選択的に検討し、特にコロナ危機の前後で変化の兆しがみられている、①国際経済環境、②労働市場、③企業の価格設定行動に着目する。

### 4-1. 国際経済環境

90年代の東西冷戦終結後の市場経済のグローバル化、特に00年代以降のアジア新興国の台頭（01年に中国がWTOに加盟）は、日本経済の低迷やデフレの背景としてしばしば指摘されてきた。一般に、グローバル化によって貿易活動や国際直接投資が活発化すると、知識の伝播や研究開発の促進、資源配分の効率化、安価な中間財や生産要素へのアクセスなどを通じて、生産性が向上することが知られているが、日本の場合は、台頭するアジア新興国と比べて競争力が低下したことなどから、グローバル化の恩恵を享受しきれなかった可能性が考えられる<sup>24</sup>。しかし近年では、米中間の貿易摩擦や各地域での地政学的リスクの高まりなどによる、グローバル化の後退現象もみられている。日本経済にとっては、これがさらなる下押し圧力となるリスクもあるが、相対的に有利な立場になったり浮上へのきっかけになったりする可能性も考えられる。他方、グローバル化の物価への影響については、これまで新興国の供給能力拡大などが先進国では物価への下押し圧力となってきたことが広く指摘されてきたが、グローバル化の後退は逆に物価を押し上げる方向に働くと考えられる。

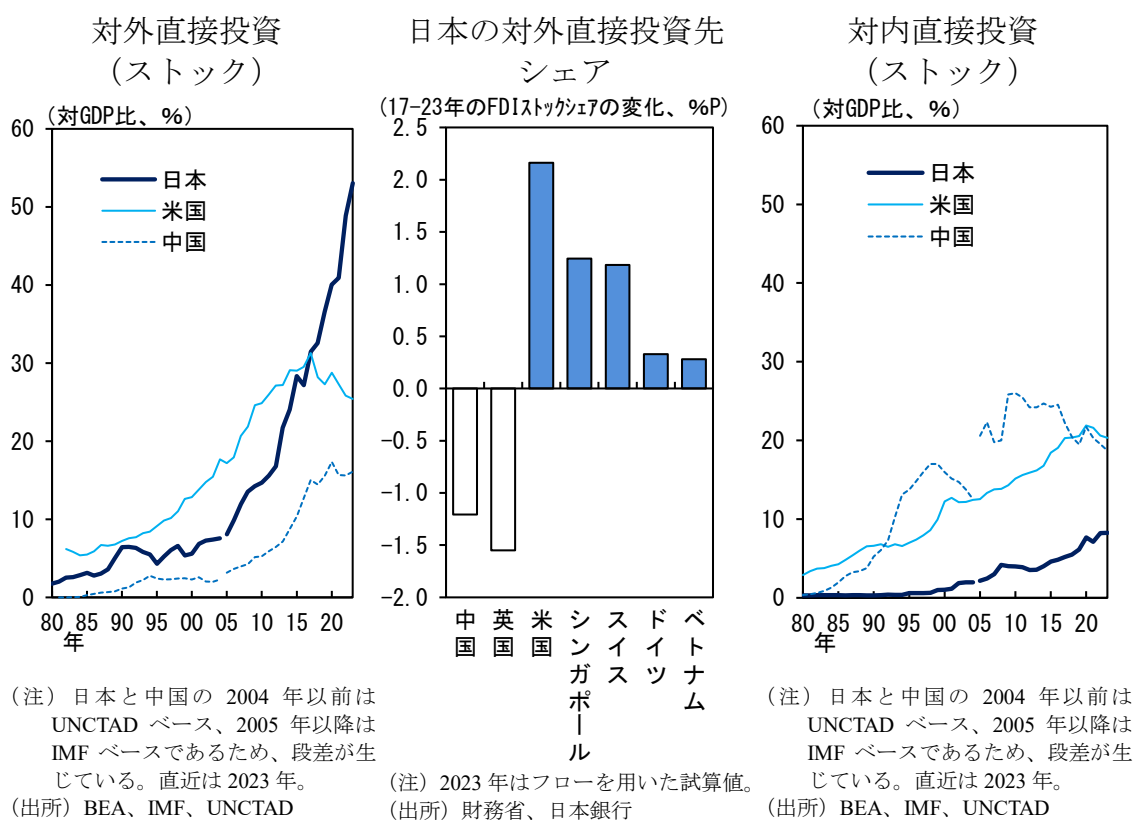
以下では、具体的なデータや実証分析の結果を示しながら、これらの変化の兆しをみていく。まず、日本・米国・中国の対外直接投資ストック（図表6左）は、90年代以降（日本では80年代後半のバブル経済の振幅を経て）増加傾向を続けたが、米・中では10年代後半から頭打ちとなっている。日本では10年代に伸びがむしろ加速し、20年代入り後も増勢は衰えていないが、近年の国際経済環境の変化を受けて、投資先のシェアは中国・英国から米国や東南アジア・大陸欧州

---

<sup>24</sup> グローバル化が日本の経済や物価に与えてきた影響に関しては、日本銀行調査統計局（2024）、法眼ほか（2024）で様々な特徴や論点がまとめられている。

諸国などにシフトしている（図表 6 中）。一方、日・米・中の対内直接投資ストック（図表 6 右）をみると、日本の対外直接投資と比べた対内直接投資の少なさが際立っている。米・中は近年増勢が鈍化ないし減少に転じる一方で、日本の対内直接投資の増加傾向は続いているが、20 年代入り後も特に加速している兆しはみられていない。以上のように、近年のグローバル化後退の兆しは、主要国の対外・対内直接投資のデータの一部には表れているものの、日本に関しては特に大きく流れを変えるような動きはこれまでのところみられていない。

（図表 6）対外・対内直接投資



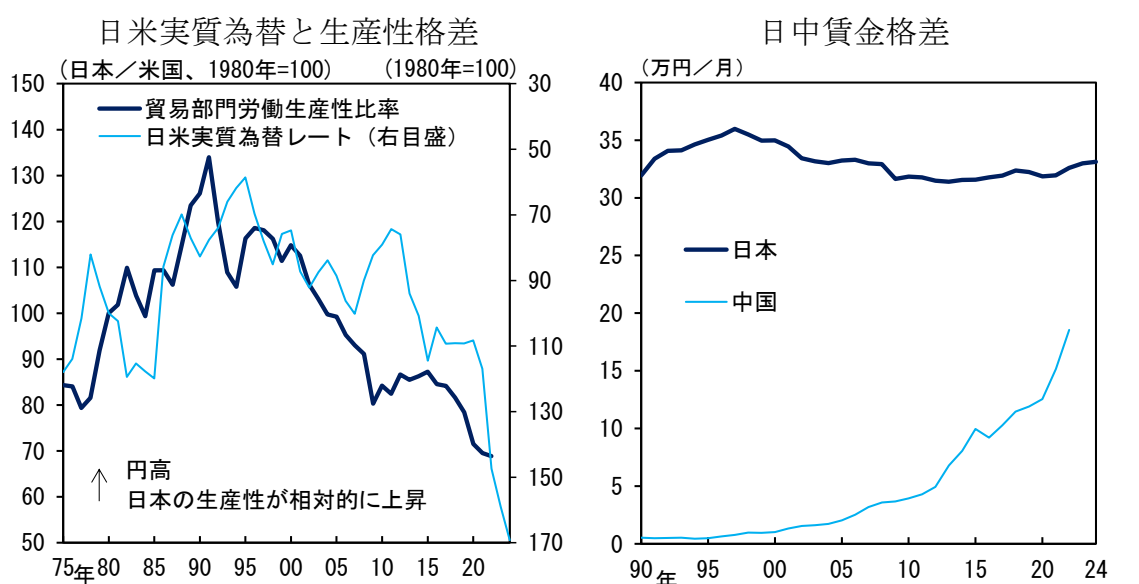
次に、米国や中国と比べた日本経済の競争力や、グローバル・バリュー・チェーン (GVC) における立ち位置をみていく。日・米の貿易部門（製造業と情報通信業）の労働生産性の相対的な関係は 90 年頃に反転し、以降は米国の生産性の伸びが日本を上回る傾向が続いている。このことは、日本からみた「逆バラッサ・サミュエルソン効果」として、日米実質為替レートの長期的な円安化傾向につながってきた面もあると考えられる<sup>25</sup>（図表 7 左）。また、日・中の生産性格差の

<sup>25</sup> バラッサ・サミュエルソン効果とは、貿易部門の生産性が他国対比で上昇すると、国内の非貿易部門の賃金・価格への波及を通じて、当該国通貨の実質為替レートが増価することを指し、日本円の 1990 年代半ばまでの実質増価を説明する有力なメカニズムとされてきた。



縮小（中国の生産性の急速な上昇）を受けて、両国間の為替レートを反映した賃金格差も急速に縮小しており、90年代は日本の賃金水準が中国の30倍を超えていたのに対し、20年代入り後は2倍未満にまで縮小している（図表7右）。このような米・中と比べた生産性の低迷は、日本がグローバル化の恩恵を享受しきれなかった可能性を示唆しており、実質為替レートの円安化や交易条件の悪化は、実質賃金の抑制を通じて家計の所得形成にもマイナスに働いてきたと考えられ

（図表7）日本経済の国際競争力



（注）日米実質為替レートはCPI総合とドル/円レートを（注）日本は5人以上の事業所を対象とした現金給与総額（2024年は1～3月の平均値）、中国は都市部非営業企業の平均賃金。直近は、日本が2024年（1Qの平均値）、中国が2022年。  
 （出所）総務省、内閣府、日本銀行、BEA、BLS、EUKLEMS（出所）厚生労働省、中国国家统计局、Haver

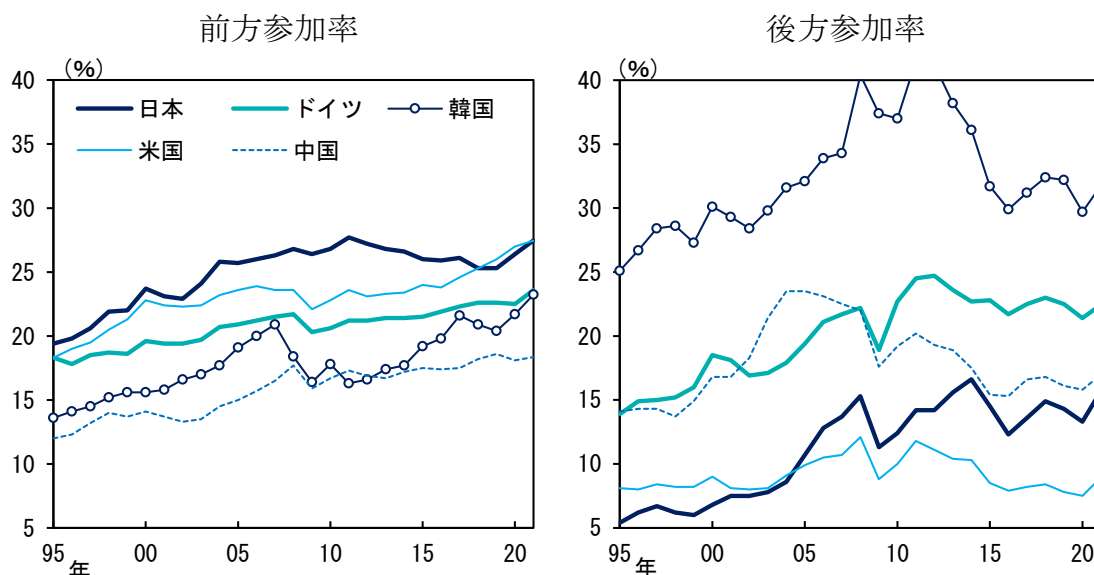
る。次に、日本のGVCでの立ち位置については、前方参加率（他国の輸出への日本からの供給額）が他国より高く、後方参加率（日本の輸出への他国からの供給額）は他国より低いという関係が続いており、各国間をまたがる輸出工程のうち相対的に川上に位置してきたことが示唆されるが、10年代からは前方参加率が低下傾向に転じており、米国や中国などと比べた相対的な立ち位置は変化してきている<sup>26</sup>（図表8）。すなわち、他国に中間財を供給するだけでなく、他国の安価な中間財を利用しつつさらに別の国に輸出するといった形で、より川下の位置からGVCに参加することも増えてきている。その後、20年前後からはGVC

法眼・來住（2024）は、日米2か国の動学的確率的一般均衡モデルを推計し、1970年代から90年代までの実質円高とそれ以降の実質円安（逆バラッサ・サミュエルソン効果）を、上記のメカニズムで相当程度説明できることを示している。

<sup>26</sup> GVC上の「立ち位置」の計測等に関しては、菅沼（2024）も参照。

の前方参加率が若干上昇に転じており、日本の輸出企業の競争力回復の兆しとなるかどうか注目される。

(図表 8) グローバル・バリュー・チェーンへの参加率



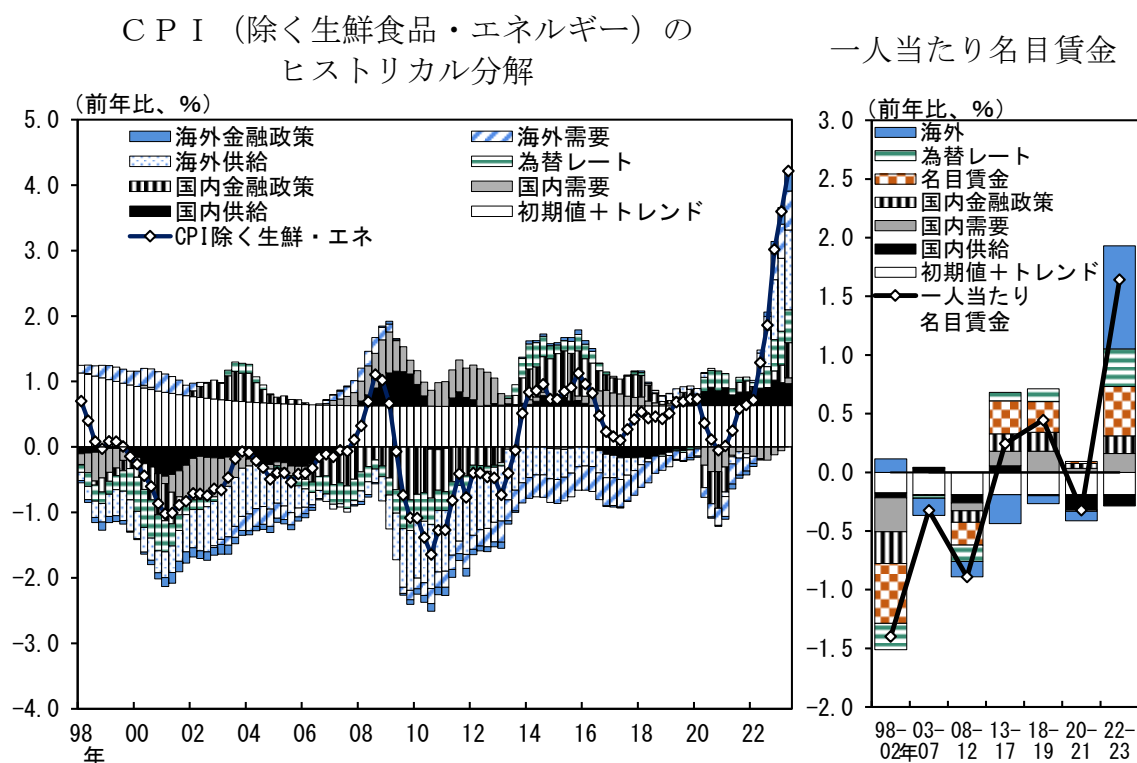
(注) Trade in Value Added ベース。直近の 2021 年は ADB の値を用いた試算値。  
(出所) ADB、OECD

日本の物価に対するグローバル化の影響については、日本と海外のマクロ変数を用いた時系列分析により、新興国での生産性上昇に伴うコスト低下圧力を含む「海外供給ショック」や、その他の海外要因を捉えた「海外需要ショック」などが、90年代後半からQQE導入後の10年代後半まで継続的に消費者物価を下押ししていたことが示されている<sup>27</sup> (図表 9 左)。他の多くの先進国では、世界金融危機後の10年代には、貿易量の増勢鈍化や新興国との賃金格差の縮小などを背景に、新興国からの物価下押し圧力は減衰していたとみられるが、日本では上述のとおり10年代にも対外直接投資の伸びが加速していたことや、GVCへの後方参加率が高まっていたことなどから、海外ショックによる物価下押しの継続につながっていた可能性が考えられる。同分析によると、20年代にこれらの海外ショックが一転して物価押し上げ方向に大きく寄与しており、その中にはエネルギー価格の高騰などに対応する一時的なショックのほか、10年代後半以降のグローバル化の後退を反映した持続的なショックの影響も一部含まれている。また、同様の時系列分析により名目賃金の変動要因について分析した結果によると、10年代までは海外ショックの影響をあまり受けていなかったが、20年代の上昇局面ではその影響を大きく受けて押し上げられており、海外ショック

<sup>27</sup> 時系列分析の詳細は、福永・城戸・吹田 (2024) を参照。このほか、海外要因を含む日本の物価変動要因の分析としては、Nishizaki, Sekine, and Ueno (2014) などがある。

による物価押し上げ圧力が賃上げ交渉を経て名目賃金にも波及している可能性が示唆されている<sup>28</sup> (図表 9 右)。海外ショックの今後の持続性や方向性を占うことは容易ではないが、これまでのショックの影響については、賃金と物価の相互連関を通じて、当初の予想以上に持続した部分 (二次的波及効果) もあったと考えられる。こうした意味で、20 年代入り後の物価押し上げ方向への海外ショックは、その後の日本の物価動向を変える重要なきっかけになったと考えられる。

(図表 9) 日本の物価・賃金への海外要因等の影響



(注) CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。国内・海外のマクロデータを用いた構造 VAR モデルで、短期・長期のゼロ制約と符合制約の組み合わせによりショックを識別。詳細は福永・城戸・吹田 (2024) を参照。直近は 2023/2Q。

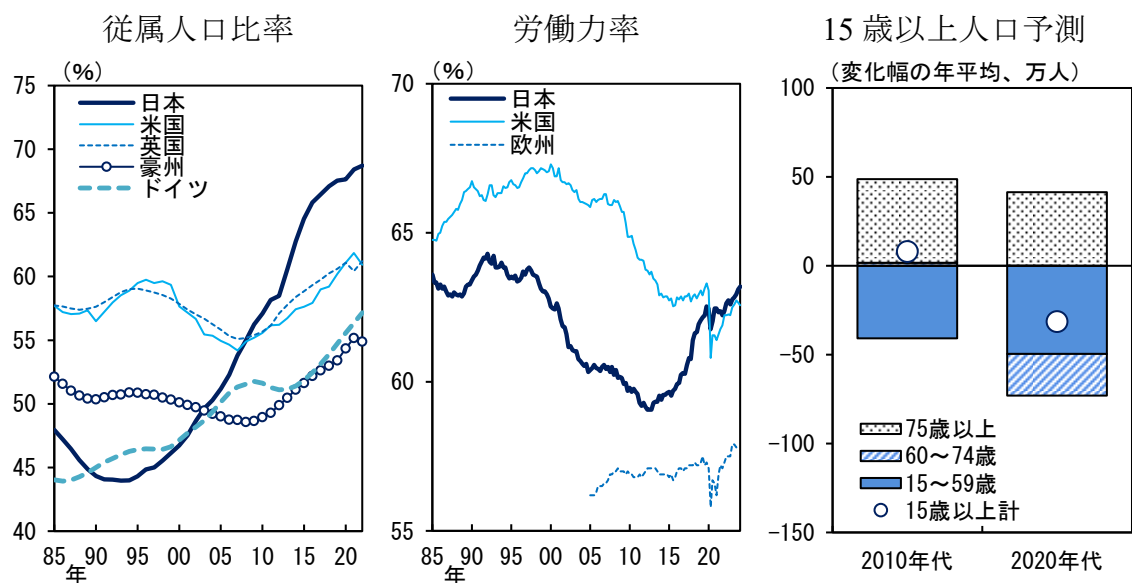
(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府、日本銀行、OECD、Haver、IMF、福永・城戸・吹田 (2024)

<sup>28</sup> 財市場や労働市場の構造をより明示的に考慮したモデルによる分析 (Nakamura et al. 2024) によると、近年の日本の物価上昇の多くの部分はエネルギーや食料品価格の高騰など、海外要因を示唆する財市場固有のショックによって説明されるが、名目賃金の上昇に対してこれらの要因が説明する部分は相対的にあまり大きくない。

## 4-2. 労働市場

日本の高齢化や少子化は他の先進国より早いペースで進行し、生産年齢人口は90年代半ば、総人口は00年代後半をピークに減少に転じたが、このことも経済低迷やデフレの背景としてしばしば指摘されてきた。2節で示した潜在成長率の要因分解（前掲図表2左）からも示唆されるように、労働投入の減少がその後の経済低迷に直接的に影響した部分は必ずしも大きくなかったとみられるが、人口動態の変化に対する産業構造や資源配分の調整が遅れたり、先行きの人口減少が予想されるもとで国内の設備投資需要などが減退したりして、間接的に経済や物価の下押しにつながった可能性は考えられる<sup>29</sup>。一方、国内の需給バランスの観点からは、生産年齢人口に対する従属人口（若年と老年）の比率が、他の先進国を追い抜いて急速に上昇しており（図表10左）、労働需給の逼迫を通じて賃金や物価が上がりやすい状況になってきている可能性も考えられる<sup>30</sup>。

（図表10）労働供給面の変化



（注）従属人口比率は、（総人口－生産年齢人口）／生産年齢人口×100として計算。直近は2022年。  
（出所）世界銀行、OECD

（注）直近は2024/1 Q。  
（出所）OECD

（注）2020年代は、2029年見通し－2019年実績。  
（出所）国立社会保障・人口問題研究所、総務省

<sup>29</sup> 吉川（2016）は、人口減少が日本の社会保障・財政や地域社会に与える深刻な影響を指摘しつつ、経済成長との関係では「人口減少ペシミズム（悲観主義）」が行き過ぎており、人口減少下でもイノベーションによる成長は可能と論じている。

<sup>30</sup> 人口高齢化の物価への影響については、上述の設備投資需要の減退などのほか、自然利子率を押し下げて、名目金利の下限制約のもとで金融緩和効果を縮小させることを通じて、物価押し下げ方向に働くと考えられることが多い。これに対し、Goodhart and Pradhan（2020）は、今後多くの先進国で、従属人口比率の上昇が財市場や労働市場の需給を逼迫させて物価を押し上げる方向に働くと議論を展開している。

労働供給面での近年の変化をみると、日本の労働力率（労働力人口／15歳以上人口）は、10年代に女性や高齢者の労働供給が増えたことから大きく反転上昇したが、20年代入り後はコロナの影響もあり増勢が鈍化している（図表10中）。また、15歳以上人口も20年代入り後に明確に減少に転じており、特に20年代半ばまでに「団塊の世代」が75歳を超えることから、60～74歳の人口も大きく減り始めている（図表10右）。こうした変化を踏まえると、先行きの追加的な労働供給余地は縮小しつつあり、少なくとも労働供給面からは需給が逼迫して賃金が上がりやすい状況になってきているとみられる。

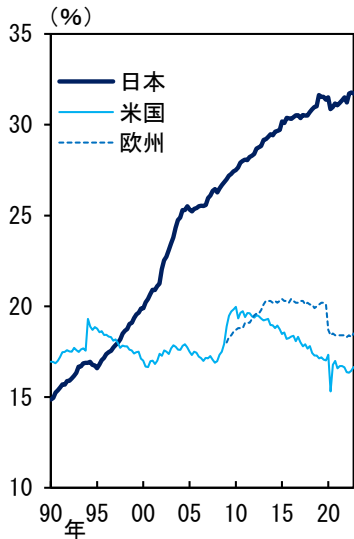
次に、近年の労働市場の構造的な変化をみると、90年代以来一貫して上昇を続けてきたパートタイム労働者比率が、10年代後半あたりからやや増勢を鈍化させている（図表11左）。これまで相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者の比率が高まることによって全労働者の平均賃金は押し下げられてきたが、パートタイム比率の増勢鈍化に加え、パートタイム労働者とフルタイム労働者の賃金格差も縮小傾向にあることから、こうした賃金押し下げ圧力は減衰に向かうと考えられる。また、企業の人手不足感をみると、これまで雇用人員を「適正」と判断してきた企業（各業種のリーダー企業が多いと考えられる）でも近年は人手不足感が高まっており（図表11中）、雇用の流動化などの構造変化による人手不足も生じている可能性が示唆される。この点、求人広告データを用いて正社員の募集賃金を計測すると、20年代入り後は実際に支払われている一般労働者の賃金を大きく上回って上昇するようになっており（図表11右）、正社員の転職市場が活発化していることが窺われる。こうした労働市場の構造変化も、賃金が上がりやすい状況への転換に寄与していると考えられる<sup>31</sup>。

---

<sup>31</sup> 大久保ほか（2023）は、近年の労働市場の構造変化などにより、それまで賃金を上がりにくくしていた様々な要因に変化の兆しがみられることを示している。このうち、正社員の転職市場の活発化については、古川・城戸・法眼（2023）が詳しく分析している。

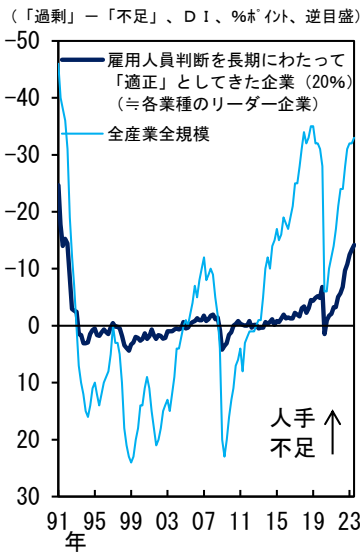
(図表 11) 労働市場の構造変化

パートタイム労働者比率



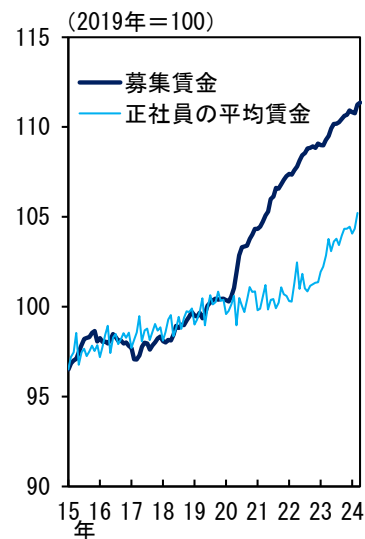
(注) 直近は、2022/4Q の値。  
(出所) 厚生労働省、BLS、Eurostat

人手不足感



(注) 「雇用人員判断を長期にわたって『適正』としてきた企業」は、1991～2019年の約90%以上の期間において、雇用人員判断を「適正」と回答した企業。直近は2023/3Q。  
(出所) 日本銀行

正社員の募集賃金

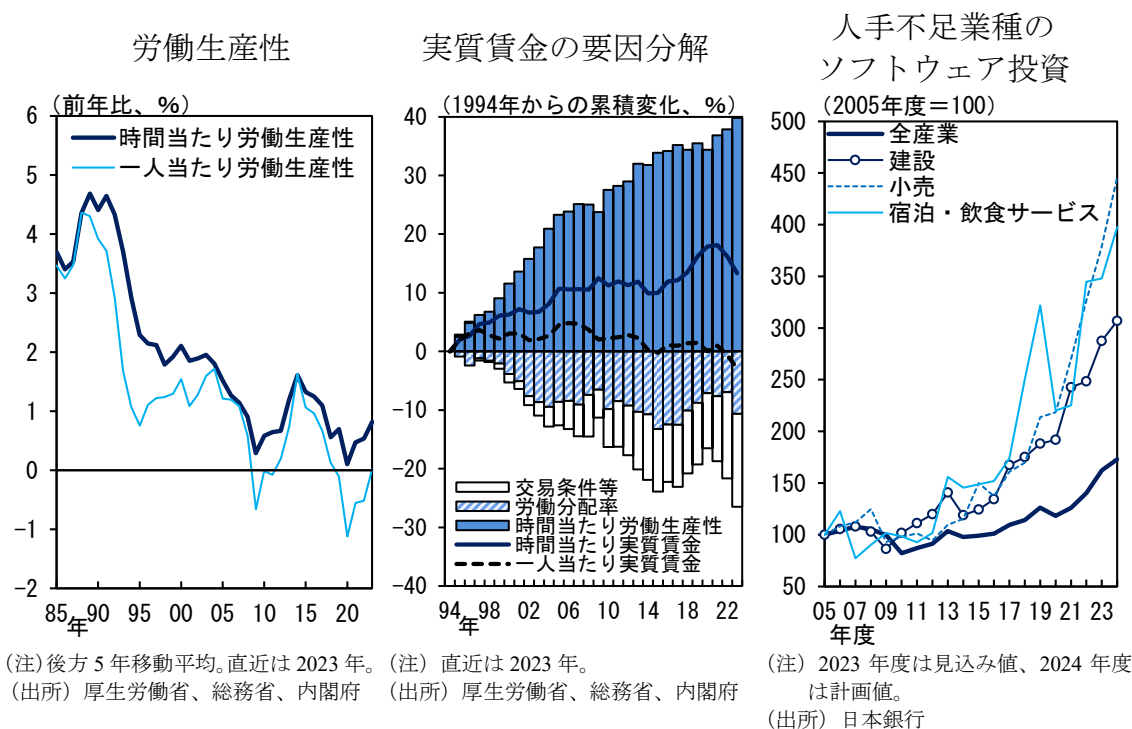


(注) 「募集賃金」は各月の最終月曜日に大手求人サイトに掲載されている正社員求人平均募集賃金。古川・城戸・法眼(2023)の手法により計算。「正社員の平均賃金」は一般労働者の所定内給与。直近は募集賃金が2024/4月、正社員の平均賃金が2024/3月。  
(出所) 厚生労働省、株式会社フロッグ

本小節の最後に、企業の労働需要や賃金上昇の持続性を左右する労働生産性の動向をみると、20年代入り後若干伸びを高めているものの、長い目でみれば低迷した状況が続いており、特に一人当たりの労働生産性の伸びは10年代後半からマイナス圏内に沈んでいる(図表12左)。こうした労働生産性の伸び悩みは実質賃金の伸び悩みにつながっており、さらに労働分配率の低下や、近年の輸入物価上昇の影響も含む交易条件の悪化も、実質賃金への累積的な下押し圧力となっている(図表12中)。ただ、明るい兆しも一部にはみられ、建設、小売、宿泊・飲食サービスなどの人手不足業種では、近年ソフトウェア投資が飛躍的に増加しており(図表12右)、労働から資本への代替(省人化投資)を通じた労働生産性上昇が展望されている<sup>32</sup>。

<sup>32</sup> 池田・近松・八木(2023)は、人口減少が設備投資に及ぼす中長期的な影響について考察し、人手不足に直面している企業が有形固定資産投資やソフトウェア投資を積極化させる傾向があることなどを示している。

(図表 12) 労働生産性



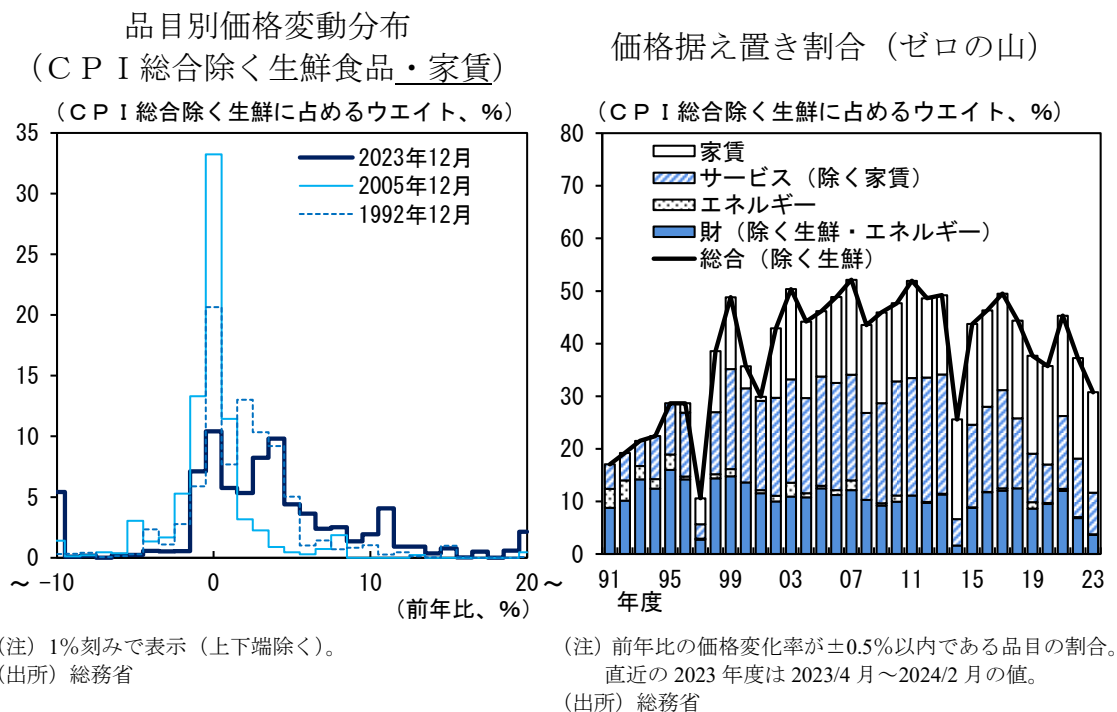
### 4-3. 企業の価格設定行動

3 節で議論したように、「物価安定の目標」の実現に時間を要してきた背景として、90 年代以来のデフレや低インフレの経験を通じて、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が、規範（ノルム）として社会に定着していた可能性などが指摘されてきた。以下では、企業の価格設定行動に関するいくつかの分析を紹介し、こうしたノルムが 20 年代入り後に変化（解消）しつつあるかどうかについて考察する。

まず、消費者物価指数やその基礎統計である小売物価統計の品目別データなどから、90 年代以降の企業の価格設定行動に関する基本的な事実を整理する。品目別価格変化率（家賃を除く）の頻度分布をみると（図表 13 左）、23 年 12 月時点の分布では、従来 0% の近傍に高くそびえていたピーク（いわゆる「ゼロの山」）が崩れ、分布全体が右（プラス）の方向に広がっている。ゼロの山の高さは（図表 13 右）、90 年代終わりにかけて上昇し、その後 20 年近くにわたって（消費税率の引き上げがあった年などを除き）高止まりしていたが、20 年代入り後は明確に低下しており、家賃を除くと 90 年代初めの水準を下回っている。ゼロの山の形成・定着の過程を詳細にみると、財価格の寄与は 90 年代に山が形成される前後で大きな変化がみられなかった一方、サービス価格が山の形成・定

着に大きく寄与しており、特に家賃の寄与は近年まで高止まりしている<sup>33</sup>。

(図表 13) 消費者物価の品目別変動分布



次に、価格の硬直性を測るうえで重要な改定頻度をみると(図表 14)、財価格では上方改定頻度と下方改定頻度が概ね同程度の水準で逆相関しながら推移してきたのに対し、サービス価格(家賃を除く)では90年代に上方改定頻度と下方改定頻度の水準に大きな乖離が存在し、上方改定頻度が大幅に低下した間も下方改定頻度はわずかにしか上昇せず低水準で安定していた。このようにサービス価格で90年代に下方への硬直性がみられた背景は必ずしも明らかではないが<sup>34</sup>、急激な価格下落を阻止した一方、ゼロの山の形成に寄与し、その後の山の定着にもつながった面があったと考えられる。こうした経緯を経て、直近のゼロの山の低下局面では、財・サービス価格ともに、下方改定頻度は比較的安定して

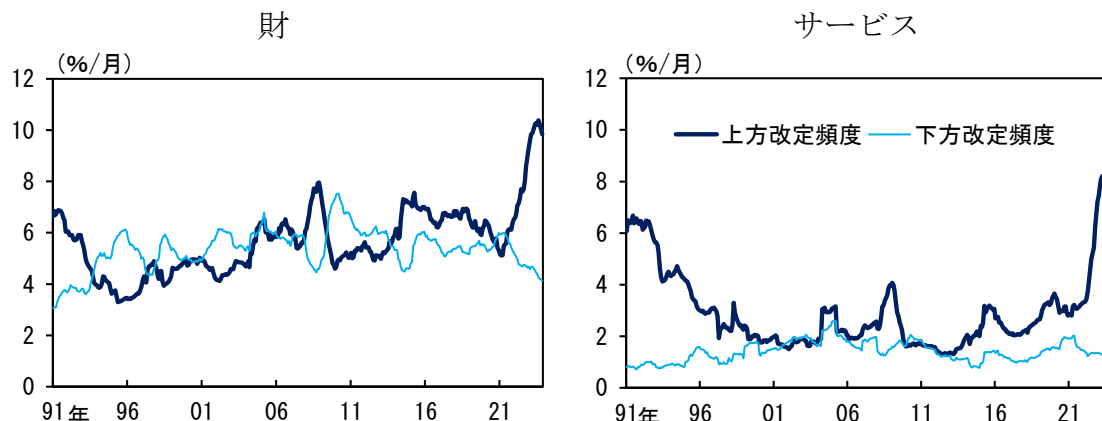
<sup>33</sup> 家賃については、消費者物価指数における計測上の問題により上昇率が過小評価されている可能性も指摘されている。詳細は、吉田(2022)などを参照。

<sup>34</sup> サービス価格の下方硬直性は、名目賃金の下方硬直性と関係している可能性が考えられる(才田・肥後 2007)。景気後退局面における名目賃金の下方硬直性は、その後の景気回復局面や経済成長の不確実性に直面した際などに、上方硬直性も生み出す可能性が指摘されている(平田・丸山・嶺山 2020)。また、日本銀行調査統計局が2000年に大企業を対象に行ったアンケートによると、それ以前にみられていた「価格を引き下げても市場シェアの確保を重視する」という価格設定スタンスが後退し、利益の確保をより重視するもとの価格の硬直性が強まった可能性などが示唆されている(日本銀行調査統計局 2000a, 2000b)。



いるもとで、上方改定頻度が急速に上昇している<sup>35</sup>。

(図表 14) 財・サービス価格の改定頻度



(注) 前月から品目別の平均価格が変化した都市の割合。生鮮食品、電気・都市ガス・水道、家賃を除く。消費税増税時期やセール等による一時的な価格変動を除く。後方 12 か月移動平均。直近は 2023/11 月。

(出所) 総務省

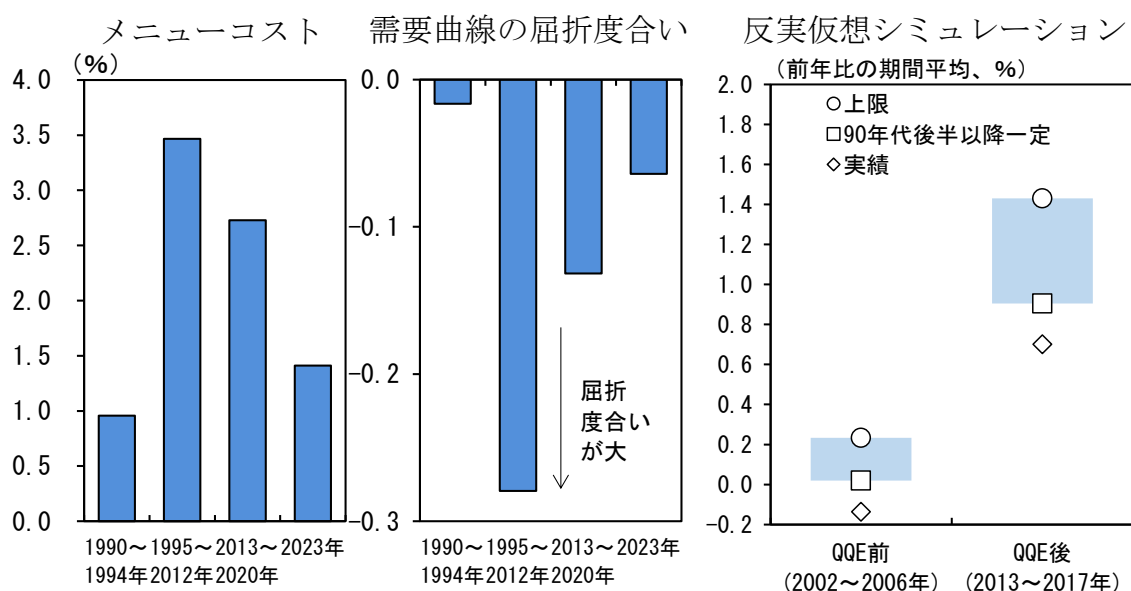
以上のマイクロ価格データによる事実整理を踏まえ、企業の利潤最大化行動や状態依存型価格設定を定式化した動学モデルを用いて、価格改定に伴うコスト（メニューコスト）や、3 節で触れた企業の戦略的補完性を通じた価格据え置き慣行の強度を推計した結果を紹介する<sup>36</sup>。なお、ここで仮定するメニューコストとは、単に値札を貼り替えるための物理的費用だけでなく、価格改定のための情報収集、内部調整、対外交渉などに伴う間接的な費用も含む概念である。従って、頻繁に価格改定を行ったり、同時に多くの品目で価格改定を行ったりすると、こうした間接的費用を節約できる可能性が考えられる（逆に長期にわたって価格改定を行わないとノウハウの喪失などにより間接的費用が増加する可能性も考えられる）。また、ここで推計する価格据え置き慣行の強度とは、企業が直面する需要の価格弾力性が他の企業の設定する価格との相対関係に依存する度合いに対応し、具体的には、他の企業と比べて相対的に価格を引き上げると大きく需要を失う（逆に相対価格を下げてそれほど大きく需要は増えない）という性質を持った一種の（平滑化された）屈折需要曲線の屈折度合い（曲率）によって表される。硬直性が特に強かったサービス価格に焦点を絞って、過去の価格変化のトレンド等も考慮したうえで、90 年代以降のいくつかの期間におけるメニューコストと需要曲線の屈折度合いを推計すると、いずれも 90 年代後半以降のデフレ期に大きくなった後、10 年代以降は縮小に転じ、直近の 23 年では、90 年代前

<sup>35</sup> 価格が改定された際の改定幅については、改定頻度と比べると総じて安定しているが、直近の局面では財価格の上方改定幅が拡大している。

<sup>36</sup> 分析の詳細は、Furukawa et al. (2024) および古川・法眼・大高（2024）を参照。

半に近い水準まで縮小している（図表 15 左・中）。この結果は、デフレ期にみられた価格の硬直性や、企業間の戦略的補完性を通じた価格据え置き慣行が、直近ではかなり弱まっている可能性を示唆している<sup>37</sup>。また、別の静学モデルを用いて<sup>38</sup>、仮に 90 年代後半以降にメニューコスト等による価格硬直性が強まらなかった（90 年代半ばの水準で一定）とした場合の物価上昇率（消費者物価総合除く生鮮食品・家賃等の前年比）を試算すると、実際の物価上昇率と比べて 0.2～0.8%ポイント程度高かった（試算の上限値はマクロショックと価格硬直性の連動を考慮したケース）ことが示される（図表 15 右）。この反実仮想シミュレーションの結果は、10 年代まで物価上昇率がなかなか高まらなかった背景の一つとして、価格硬直性の強まりが相応に影響していた可能性を示唆している。

（図表 15）メニューコストと屈折需要曲線



（注）Nakamura and Steinsson (2008) に屈折需要曲線を入れた動学モデルによる推計結果（サービス価格が対象）。モデルにおけるメニューコストは、価格の引き上げ時に要するコストの単位労働当たり賃金に対する比率。需要曲線の屈折度合いは、需要曲線の曲率を規定するパラメータ。

（注）Karadi and Reiff (2019) の静学モデルを用いて、メニューコストを 90 年代後半以降一定とした場合の反実仮想シミュレーション。シャドーの上限は、マクロショック（インフレ予想等）とメニューコストが連動した場合の結果。

<sup>37</sup> ただし、近年の物価上昇局面では、戦略的補完性を通じた「同調値上げ」の動きもみられている（池田ほか 2022b）。

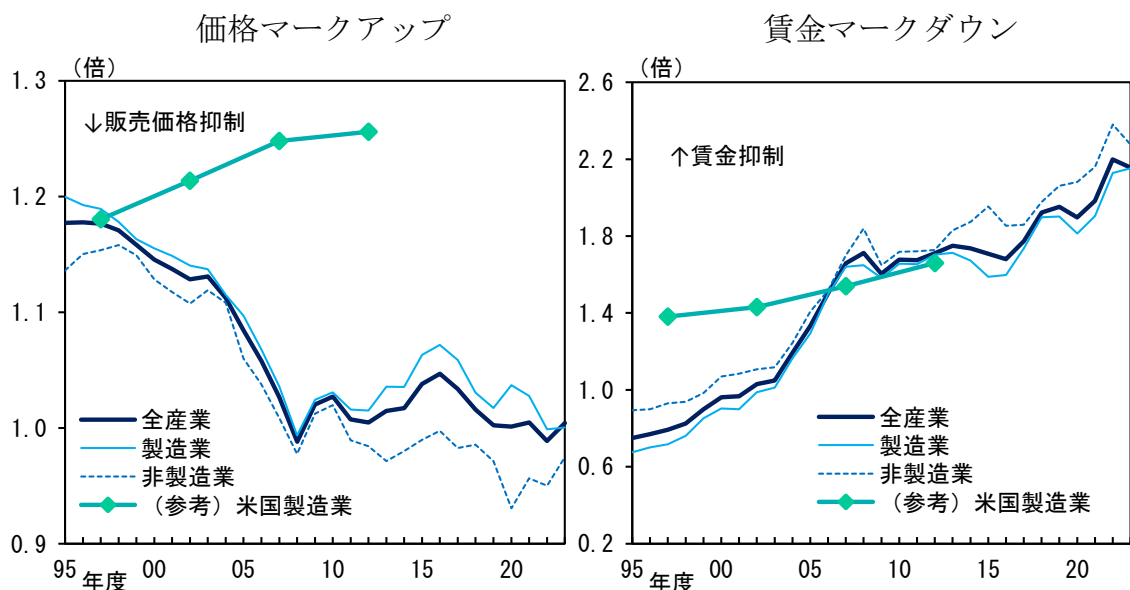
<sup>38</sup> 静学モデルは Karadi and Reiff (2019)の簡易モデルを参考にしたもので、価格改定閾値のパラメータをメニューコストと解釈している。分析では財価格とサービス価格の両方のメニューコストを考慮しているが、前者の物価上昇率への影響は限定的で、試算されたメニューコストの影響度のほとんどは、サービス価格によるものとなっている。

次に、企業の価格設定行動に関するもう一つの分析として、価格マークアップ（販売価格と限界費用の乖離）と賃金マークダウン（労働の限界生産物収入と賃金の乖離）を同時推計した結果を紹介する<sup>39</sup>。前者は製品市場、後者は労働市場における競争環境に応じて決まり、企業がそれぞれの市場で独占力（価格や賃金の支配力）を高めるといずれも拡大（価格は上昇、賃金は低下）し、収益を増やすことが可能になる。推計結果によると、価格マークアップは90年代後半以降、米国とは対照的に縮小を続け、10年代以降は低位で安定している（図表16左）。一方、賃金マークダウンは90年代後半以降、概ね一貫して拡大している（図表16右）。このように、日本企業は価格マークアップの縮小を補う形で賃金マークダウンを拡大することにより、収益を確保してきた（両者を合成したものは営業利益率、ないし労働分配率の逆数に概ね対応）。結果的に、前者は物価への下押し圧力、後者は賃金への下押し圧力となり、物価や賃金が上がりにくいとのノルムを補強してきた可能性が考えられる。分析によると、価格マークアップの縮小は、製造業では交易条件の悪化や輸出シェアの縮小などで表される国際競争力の低下、非製造業では人口減少に比べて事業所数の減少ペースが緩やかなこと（事業所密度の高まり）を通じた競争激化などによって説明される。また、賃金マークダウンの拡大には、70年代から続く労働組合組織率の低下傾向に加え、4-2節でみたとおり90年代以降のパートタイム労働者比率の上昇傾向（前掲図表11左）なども関係していると考えられる。このように価格マークアップと賃金マークダウンの動向は、それぞれ製品市場や労働市場の構造と深く関係していることから、急速に変化することは考えにくいだが、直近では価格マークアップの反転上昇や賃金マークダウンの頭打ちの兆しもみられている。特に後者については、先に指摘した人手不足やパートタイム労働者比率の頭打ちなどによって、労働者の賃金交渉力が高まり、マークダウンの縮小に転じる可能性も考えられる。近年の国際経済環境の変化などが価格マークアップに与える影響とも合わせ、今後の動向が注目される。

---

<sup>39</sup> 分析の詳細は、青木・高富・法眼（2023）および青木ほか（2024）を参照。米国の推計結果については、Yeh, Macaluso, and Hershbein（2022）を参照。

(図表 16) 価格マークアップ・賃金マークダウン



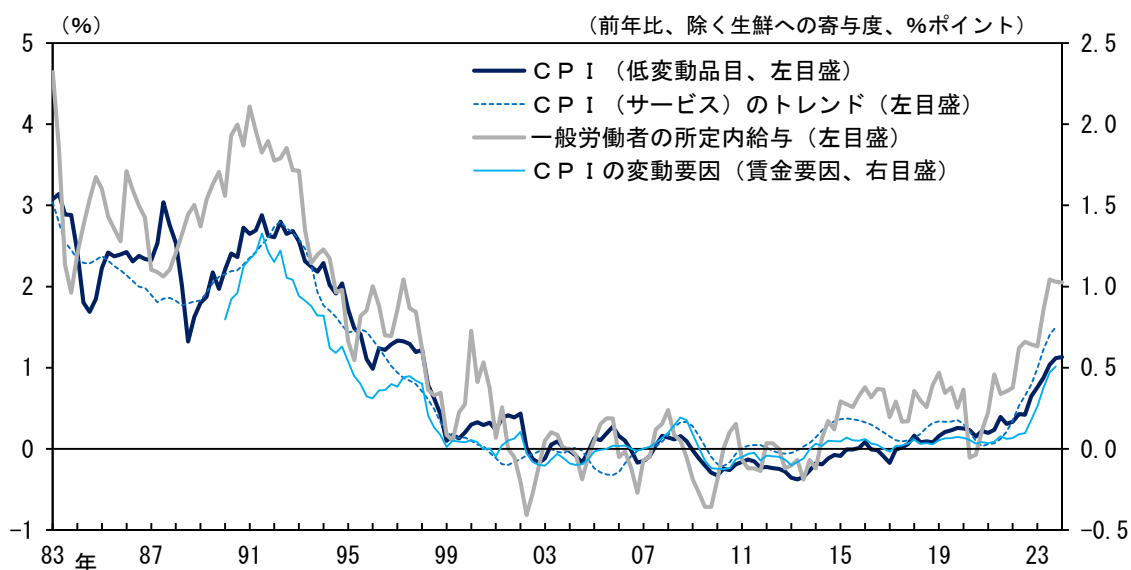
(注) 価格マークアップ・賃金マークダウンは、青木・高富・法眼 (2023) の手法を参考に推計したもの。米国製造業は Yeh, Macaluso, and Hershbein (2022) をもとに計算。直近の 2023 年度は、2023/4~12 月の値。

(出所) 経済産業研究所、財務省、内閣府、日本政策投資銀行「企業財務データバンク」、Yeh, Macaluso, and Hershbein (2022)

本小節の最後に、賃金・物価が上がりにくいとのノルムが解消に向かっているかどうかについて、これまで議論してきた様々なメカニズムをもとに整理する。まず、物価上昇率の実績が2%を上回り続けるもとの、人々の中長期的なインフレ予想は、適合的な予想形成メカニズムも通じて、企業を中心に上昇を続けている（前掲図表3中）。次に、上記の分析で示されたとおり、メニューコストで表される価格の硬直性や、企業間の戦略的補完性を通じた価格据え置き慣行は、デフレ期に強まった後、近年ではかなり弱まっているとみられる。90年代にみられたサービス価格の下方への硬直性は、ゼロの山の形成を通じてその後の価格上昇方向への調整も遅らせた面があったかもしれないが、現在では財・サービス価格ともに上方改定頻度が90年代を超える水準まで急速に高まっており、少なくとも物価の上がりにくさは解消されている（下がりにくさは残っているかもしれない）と考えられる。また、価格マークアップと賃金マークダウンの分析で示されたとおり、前者の縮小と後者の拡大が物価・賃金の上がりにくさを補強してきた面があったが、直近では価格マークアップの反転上昇や賃金マークダウンの頭打ちの兆しもみられており、従来の物価・賃金への押下げ圧力は減衰していると考えられる。名目賃金（特に一般労働者の所定内給与）に関しては、サービス価格や低変動品目の価格などと連動性が高く、これらは90年代終わりから20年代初めにかけて長らくゼロ近傍の変化率で推移してきた（図表17）。しかし近年では、ベアの復活、人手不足の高まり、労働市場の構造変化などを受け

て、ようやく明確なプラスに転じており、物価とともに賃金に関するノルムも解消に向かっていると考えられる<sup>40</sup>。最後に、デフレや総需要の低迷が長引くもとで、公正性 (fairness) の観点から値上げ自体が社会的に困難となっていた可能性も考えられるが<sup>41</sup>、エネルギー価格の大幅な高騰というある意味「公正」な値上げ要因が加わったことにより、そうした文字通りの「ノルム」も、少なくとも一旦は解消されたと考えられる。

(図表 17) 賃金・物価の相互連関



(注) CPI (低変動品目)、一般労働者の所定内給与は前年比。CPI (サービス) のトレンドは前期比年率の後方6四半期移動平均。一般労働者の所定内給与の1993年以前は、常用労働者の値。2016年以降は、共通事業所ベース。CPIの変動要因(賃金要因)は、輸入物価(円ベース)、需給ギャップ、賃金(一般労働者の所定内給与)、CPI(低・中・高変動)からなる4変数VARを、CPIの変動率別に、それぞれ20年ローリングサンプルで推計し、CPIと賃金の関係性を用いて、算出。CPI(サービス)のトレンドは、項目別のサービス価格と業種別の所定内給与を用いて、サービス価格固有のトレンドとサービス価格と賃金に共通するトレンドを算出・合成したもの。詳細はUeno(2024)を参照。直近はCPI(低変動品目)と一般労働者の所定内給与が2024/1Q、CPI(サービス)のトレンドとCPIの変動要因(賃金要因)が2023/4Q。

(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行、尾崎ほか(2024)、Ueno(2024)

<sup>40</sup> 尾崎ほか(2024)は、賃金と物価の相互連関がどの程度働いているか、複数のアプローチを用いて定量的に評価している。このうち、Ueno(2024)のアプローチでは、きめ細かい賃金と物価のデータからなるダイナミック・ファクターモデルなどを用いて、サービス価格上昇率のトレンド成分が、基調的な物価上昇率を測定するうえで最も優れていることを示している。

<sup>41</sup> 価格設定におけるノルムとして、Okun(1981)などは、顧客ないし関係者から「公正」とみなされること(例えば、コストの転嫁は公正だが、一時的な需要変動に応じて価格を変えるのは公正とみなされない)の重要性を指摘していた。

#### 4-4. その他の変化の兆し

これまで本節では、2020年代に「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せるようになった背景を探るため、国際経済環境、労働市場、企業の価格設定行動に着目し、近年みられている様々な変化の兆しについて論じてきた。以下では、その他の変化の兆しについて論じる。

企業行動に関する（価格設定とは別の）重要な変化の兆しとして、人手不足などを契機に M&A や事業承継を行うケースが増え、企業間の資源再配分が進みつつある点が挙げられる。3節でも言及したように、生産性低迷の要因の一つとして資源再配分の停滞は長らく指摘されており、特に企業の開廃業率が米欧と比べて著しく低い点などが日本の特徴として挙げられてきた。現在もこうした状況に大きな変化はみられないものの、近年の M&A や事業承継に伴う退出企業から存続企業への資源の再配分は、マクロの生産性の伸びを一定程度押し上げる方向に寄与している可能性が指摘されている<sup>42</sup>。また、米欧に比べると規模はまだ小さいものの、短期間で急成長を目指す新興企業（スタートアップ）による資金調達額が近年急速に増えており、生産性向上やプロダクト・イノベーションの活性化につながる可能性が期待される<sup>43</sup>。

企業の設備投資に関する近年の変化の兆しとしては、4-2節で触れた人手不足のもとでの省人化投資のほか、2020年のコロナ危機を経てその必要性が一層強く認識されるようになったデジタル・トランスフォーメーション（DX）や、国際的な取組みが進展している気候変動対応ないしグリーン・トランスフォーメーション（GX）に関する投資が増えている点も挙げられる。一方、近年の人手不足（賃金上昇）や資材・エネルギー価格の高騰は、投資財価格を押し上げるともに、こうした投資活動自体を制約している面もみられる。投資財の消費財に対する相対価格を長期的に振り返ると、00年代半ば頃までは前者の技術進歩が相対的に速かったこと（投資特殊的技术進歩）を反映して低下トレンドを続けてきたが、その後は横ばいを続け、近年では若干上昇に転じている（図表 18 左）。また、投資財や中間財の産業連関ネットワークを考慮したうえで、長期的な経済成長トレンドへの各産業特有および産業間共通の要因の寄与度を推計すると、他産業への波及効果が大きい電気機械をはじめとする機械産業に特有の要因の寄与度が 00年代半ば頃から継続的に縮小しており、成長トレンドを下押しして

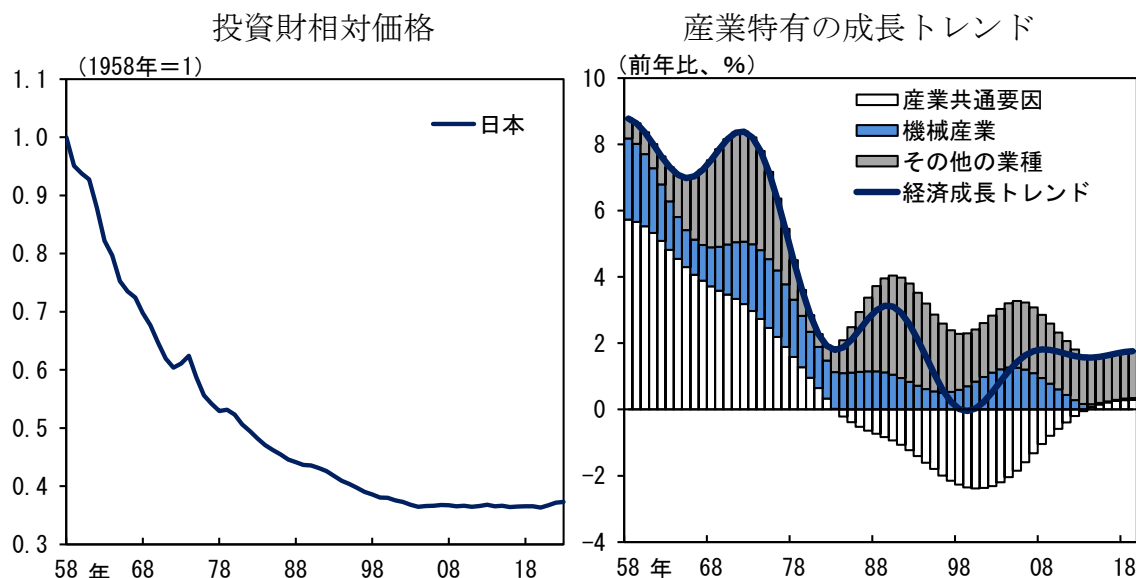
---

<sup>42</sup> 宮川（2023）は、企業レベルのミクロデータを用いて、企業間での資源再配分によるマクロの生産性への寄与が、コロナ後の 2022 年にかけて改善していることを示している。

<sup>43</sup> 板井ほか（2024）は、日本のスタートアップを巡る最近の前向きな動きや今後の発展に向けた課題について、地域における取り組みも紹介しつつ論じている。

きたことが示される<sup>44</sup> (図表 18 右)。このように弱めの動きに転じてきた投資財生産部門が、再びかつてのように日本経済を牽引する役割を取り戻せるかどうか、今後の動向が注目される。

(図表 18) 投資財価格と産業特有の成長トレンド



(注) GDP の民間企業設備デフレーター/民間最終消費支出デフレーター。直近は 2023 年。  
(出所) 内閣府

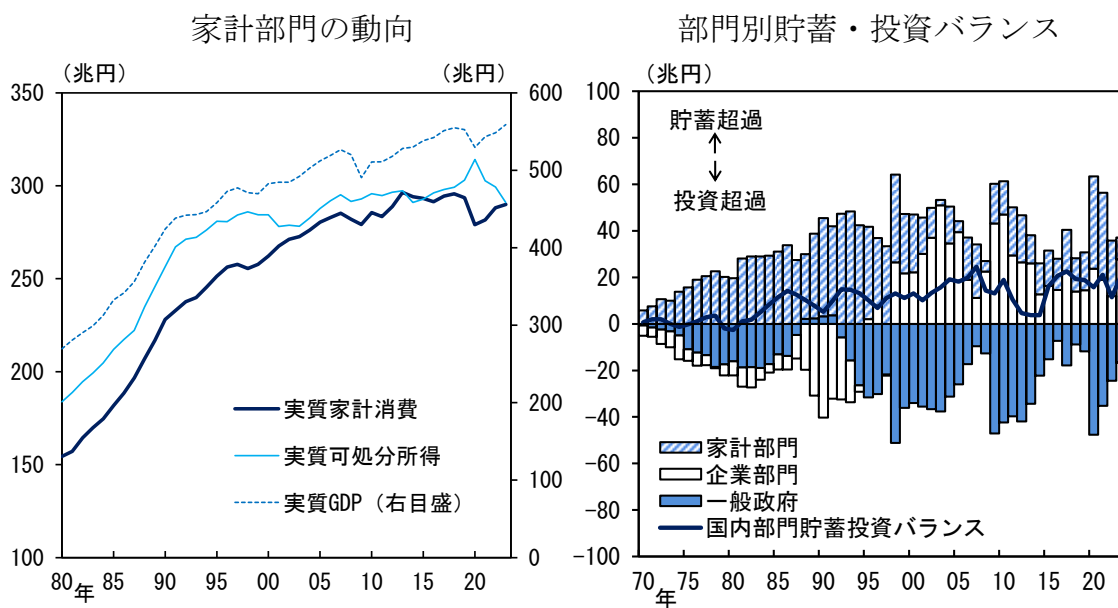
(注) 経済成長トレンドは、JIP データベースの産業別付加価値を再集計し生産年齢人口で割ったものについて、需要ショックを調整したうえでトレンドを抽出した Shirota and Tsuchida (2024) の推計値。国民経済計算の GDP 成長率とは一致しない。直近は 2019 年。  
(出所) Shirota and Tsuchida (2024)

最後に、家計部門に関する近年の変化の兆しを探ると、実質家計消費がコロナ禍での抑制を経て緩やかに回復している点や、少額投資非課税制度 (NISA) を活用した株式等への投資が若年層も含め増えている点などが挙げられる。もっとも、長い目でみれば、家計の実質可処分所得や実質消費は、実質 GDP と比べ、特に近年は弱めの動きを続けている<sup>45</sup> (図表 19 左)。家計の金融資産保有行動も、米欧と比べ現預金に大きく偏っているという点に変化はみられていない。部門別の貯蓄・投資バランスをみると、政府部門が投資超過を続ける一方、家計部門と企業部門が貯蓄超過を続け、国内合計では貯蓄超過で経常黒字という構図が、90 年代後半以来続いている (図表 19 右)。

<sup>44</sup> 詳細は、Shirota and Tsuchida (2024) を参照。同分析では、米国でも日本と同時期から投資財を生産する耐久財セクターの寄与度が低下してきたことや、米国では日本と異なり産業間共通要因の寄与度が小さい (各産業特有要因の寄与度が大きい) ことなども示されている。

<sup>45</sup> 家計の所得や消費の低迷には、4-1 節や 4-2 節で触れたとおり、交易条件の悪化や、労働分配率の低下なども影響したと考えられる。この点については、ワークショップの中でも議論された (日本銀行 2024b)。

(図表 19) 家計部門の動向と部門間貯蓄・投資バランス



(注) 可処分所得は、家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。直近は 2023 年。  
(注) 直近は 2023 年。  
(出所) 内閣府 (出所) 日本銀行

#### 4-5. 企業アンケートからみた 2020 年代の変化

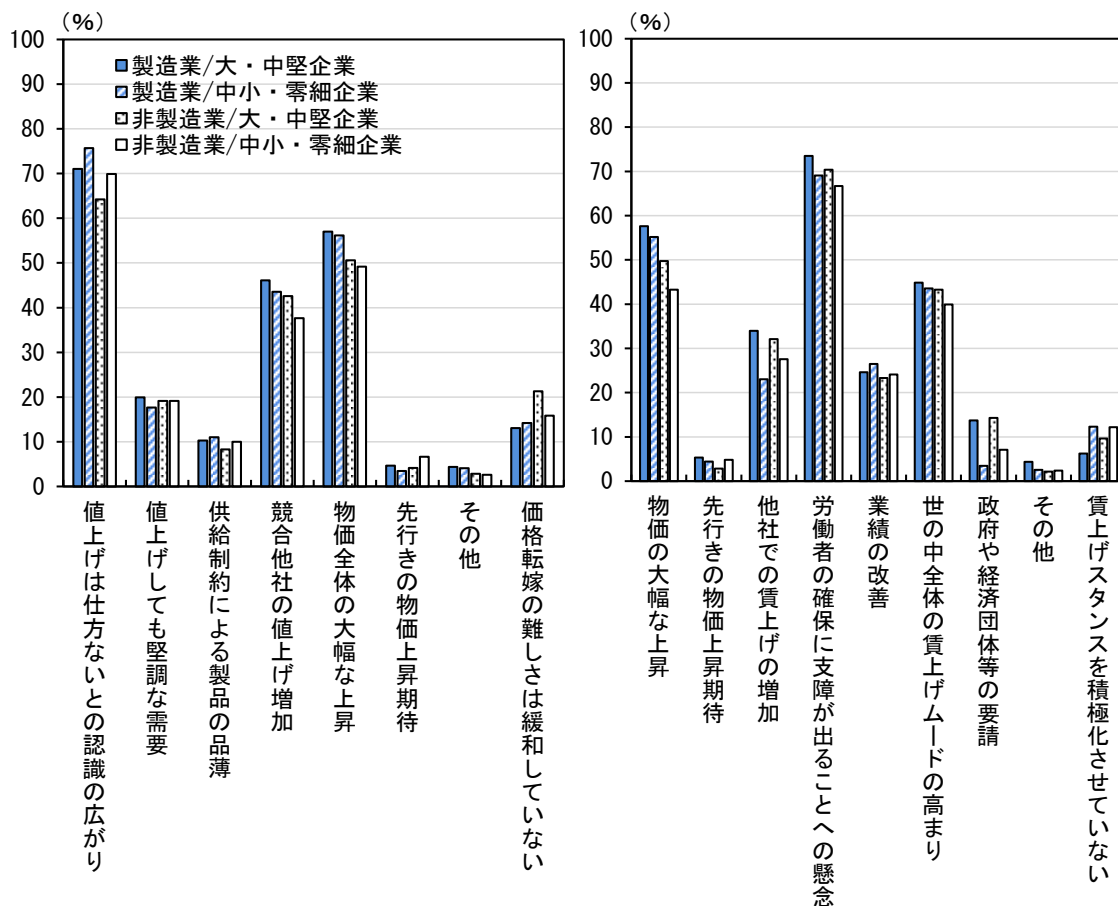
3 節では、企業アンケートの結果から 2010 年代までの期間を対象とした回答を紹介したが、以下では現在の局面（過去 1 年間程度）を対象とした回答を紹介し、変化の兆しに関する上記の議論との対応関係を確認する。

まず、価格設定に関しては、多くの企業が価格転嫁の難しさが緩和していると認識しており、その理由としては、「値上げは仕方ないとの認識の広がり」との回答が最も多かった（図表 20 左）。これは、エネルギー価格の大幅な高騰を受けて、先に触れた公正性（fairness）の観点から「仕方ない」と認識されているものと解釈できるかもしれない。このほか、「物価全体の大幅な上昇」、「競合他社の値上げ増加」を挙げる回答も多かったが、一方で「堅調な需要」、「供給制約」、「物価上昇期待」など、標準的な経済モデルで想定されているような要因を挙げる回答は少なかった。なお、原材料費だけでなく人件費の上昇を理由とした値上げも「仕方ない」と認識されているかどうかは業種によって異なり、人件費の価格転嫁は相対的に難しいとの声（ヒアリング調査）も多く聞かれた。



(図表 20) 企業アンケート結果 (現在の局面：価格・賃金)

価格転嫁の難しさが緩和している理由 賃上げスタンスが積極化している理由



(注) 「現在の局面」は過去1年間程度 (以下の図表も同じ)。当てはまるもの3つまで選択可。  
(出所) 日本銀行 (2024a)

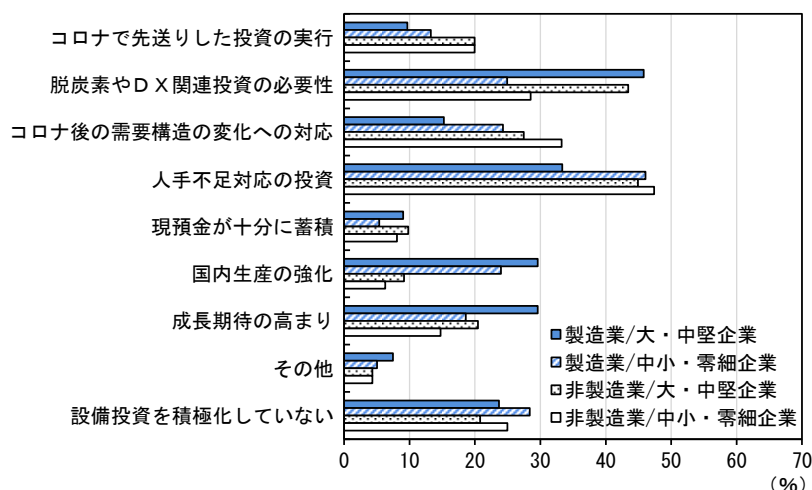
次に、賃金設定に関しては、現在の局面では大多数の企業が賃上げスタンスを積極化していると回答しており、その理由として最も多く挙げられたのは「労働者の確保に支障が出ることへの懸念」であった (図表 20 右)。3 節で紹介したように、2010 年代までに正規労働者のベアが伸び悩んだと背景として「賃上げをしなくても正規労働者を確保できた」との回答が多く挙げられたが、現在の局面に関しては同回答は大幅に減少しており (前掲図表 5 左)、前述のような労働供給面の変化や正社員の雇用流動化などの構造変化が生じていることを示唆する結果となっている。また、3 節ではコストが上昇したときの (価格転嫁以外の) 対応として、2010 年代までは「人件費の抑制」が多く挙げられたことを紹介したが、現在の局面に関しては同回答は明確に減少しており (前掲図表 4 右)、前述の賃金マークダウンが縮小に向かっている可能性を示唆している。

最後に、設備投資に関しては、現在の局面では 7 割以上の企業が過去に比べて積極化していると回答しており、その理由としては、「人手不足対応の投資」

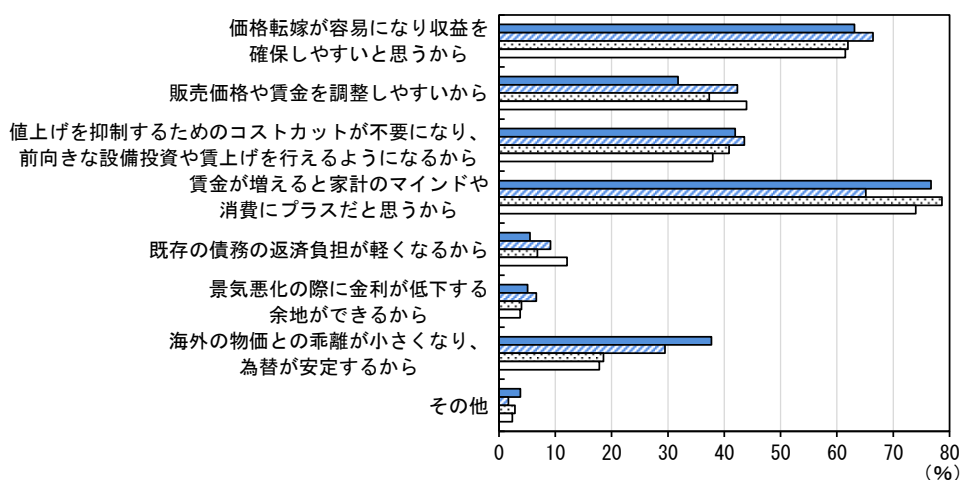
のほか、大企業を中心に「脱炭素やDX関連投資の必要性」との回答も多く挙げられた（図表21上）。業種別にみると、製造業ではグローバル化の後退（中国等からのシフト）を背景に、「国内生産の強化」を挙げる企業も相応にみられた。一方、非製造業では、「コロナ後の需要構造の変化への対応」を挙げる回答が、製造業対比で多くみられた。このほか、大多数の企業が、物価・賃金がほとんど変動しない状態よりも、ともに緩やかに上昇する状態の方が事業活動上好ましいと回答したが、その理由として、「値上げを抑制するためのコストカットが不要になり、前向きな設備投資を行えるようになるから」との回答も挙げられた（図表21下）。この結果は、現在の局面における物価・賃金の上昇自体も、設備投資スタンスの積極化の一因となっている可能性を示唆している。

（図表21）企業アンケート結果（現在の局面：設備投資）

### 設備投資スタンスを積極化している理由



### 物価と賃金の上昇が好ましいと考える理由



（注）上図は、当てはまるもの3つまで選択可。下図は、「物価と賃金とともに緩やかに上昇する状態」と「物価と賃金とともにほとんど変動しない状態」のどちらが事業活動上好ましいかという設問に対し、前者が好ましいと回答した選択した企業（各業種・規模で7～8割）に占める比率。当てはまるものすべて選択可。

（出所）日本銀行（2024a）

## 5. まとめと残された論点

本稿では、1990年代以降の日本の経済・物価情勢を振り返り、学界等での議論や、企業のアンケート結果、日本銀行調査統計局のスタッフが現在進めている分析などを紹介してきた。2020年のコロナ危機の後、輸入物価の急激な上昇に加え、景気の回復や労働需給の引き締まりによって、賃金と物価の好循環が強まり、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が見通せるようになったが、その背景では、国際経済環境、労働市場、企業の価格設定行動などに、変化の兆しがみられている。こうしたもとで、1990年代以降のデフレ期に定着したとみられる賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方は、解消に向かっていると考えられる。

本稿では「多角的レビュー」の一環として過去の経済・物価情勢を振り返ったが、この間の金融政策が経済・物価に与えた効果やその波及メカニズム等については、別途、定量的な評価も含め分析中であり、本稿では先行研究や過去の議論の紹介も必要最小限にとどめた。また、金融政策に限らず、この間の経済・物価情勢を振り返るうえで重要な経済政策（財政政策、成長戦略等）の評価を含め、本稿で触れられなかった論点も多い。さらに、現在も経済・物価情勢が刻々と変化しているもとで、変化の兆しに関して本稿で紹介した分析等の結果は、暫定的な評価とならざるを得なかった。このように留意点は多々あるが、本稿の振り返りを踏まえ、今後インフレ予想が2%の目標にアンカーされていくか、設備投資の増加や生産性の向上を通じて成長期待も高まっていくかなど（インフレ予想と成長期待の関係についての若干の論点と分析は補論2を参照）、やや長い目でみた経済・物価の方向性が注目される。

## 補論 1 : デフレ均衡を巡る議論

本補論では、2000年代から2010年代（QQE導入の前後）にかけて、国内外の学界等でしばしば言及された「デフレの罨」や「デフレ均衡」を巡る議論を振り返る。これは、潜在成長率や自然利子率（均衡実質金利）が様々な要因によって低下するもとで、金融政策が名目金利の下限に制約されると、経済の低迷とデフレが長引いたり、デフレ予想が自己実現的に定着してしまったりする可能性を指摘する議論であった<sup>46</sup>。

以下では、自然利子率や成長期待の低下などに表れる経済の低迷については所与としたうえで<sup>47</sup>、デフレ予想が自己実現的に定着するメカニズムを大胆に単純化して説明する。説明に必要な要素は、実質金利は名目金利からインフレ予想を差し引いたものという定義式（フィッシャー式）と、中央銀行は物価上昇率の実績やインフレ予想のインフレ目標からの乖離に応じて名目金利を設定するという金融政策の反応関数（テイラールール）の二つである。補論図表1の左右の図表では、いずれも横軸を物価上昇率ないしインフレ予想、縦軸を名目金利として、上記二つの関係式が描かれている。直線はフィッシャー式を表し、実質金利の水準によって上下に平行移動し得るが、実線の直線では長期的な経済構造によって決まる自然利子率の水準（0.5%と仮定）で縦軸の切片を固定している。曲線は一種のテイラールールを表し、物価上昇率の実績ないしインフレ予想がインフレ目標（2%）を上回っていれば名目金利を強く（実質金利も同方向に動くようにインフレ予想の限界的な上昇分を上回って）引き上げ、逆に物価上昇率が2%を下回っていれば名目金利を強く引き下げる。ただし名目金利が下限（ここでは0%と仮定）に近づくと強く引き下げることができなくなるため、曲線の傾きは緩やか（ゼロ金利では横ばい）になっている。長期的に実現する名目金利と物価上昇率の組み合わせは直線と曲線の交点で決まり、ここでは二つの可能性が示されている。一つは右側の交点で示されているようにインフレ目標が達成されプラスの名目金利（ここでは2.5%）が設定されているケースで、も

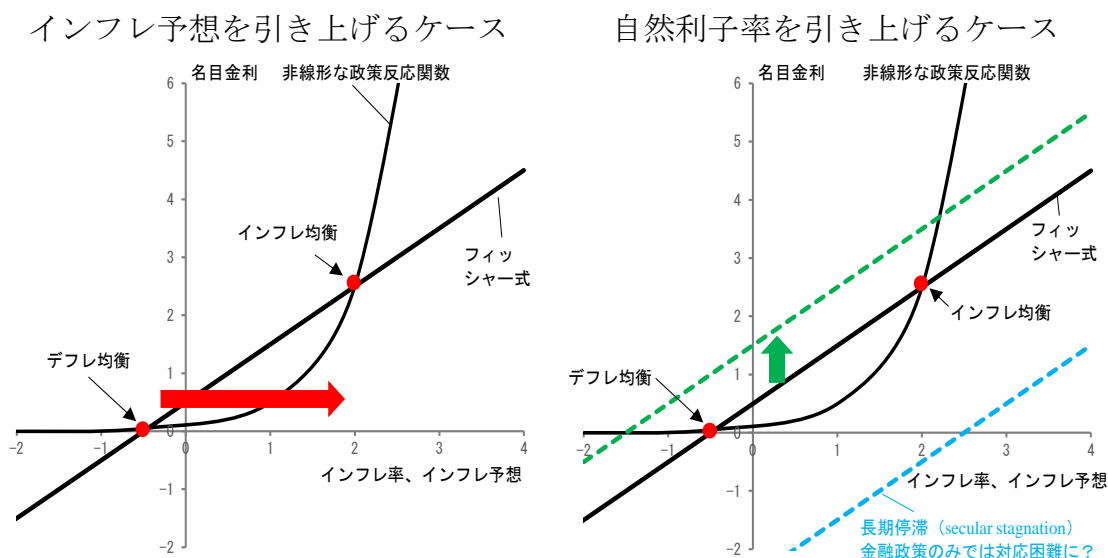
---

<sup>46</sup> これらの議論の中には、経済に大きな（一時的な）負のショックが加わった際に名目金利の下限制約により通常の金融政策の有効性が損なわれる状況（流動性の罨）を想定した議論（Krugman 1998 など）や、名目金利の下限でデフレ予想が自己実現的に定着する可能性を考慮した議論（Benhabib, Schmitt-Grohé, and Uribe 2001 など）があったが、以下では Bullard (2010) による整理を参考に、主に後者の議論を取り上げる。

<sup>47</sup> 成長期待の低迷とデフレ予想がいずれも自己実現的に定着する可能性を考慮した理論モデルもある（Benigno and Fornaro 2018）。鶴・前田・村田（2019）は、日本で成長期待の低迷と物価・賃金が上がりにくいという「低温経済」が自己実現的に定着し、さらに政策も機能不全に陥ったとの認識を示し、こうした均衡からの脱却の方策について論じている。小林（2024）は、デフレ均衡や長期停滞論などに触れつつ、バブル崩壊以降の経済の低迷をもたらした構造変化や政策対応の複合的な関連を指摘し、脱却への政策思想を論じている。

う一つは左側の交点で示されているようにゼロ金利制約のもとでインフレ目標の達成が阻まれている（デフレ予想が自己実現する）ケースである。

（補論図表 1）デフレ均衡からの脱却の方向性



2000年代の日本経済は、後者のケースのような「デフレ均衡」に陥っていた可能性が指摘された。そこからの脱却をマクロ経済政策によって促す方法としては、インフレ予想を引き上げる（曲線上を右方向へ移動、補論図表 1 左）か、あるいは自然利子率を高める（直線を上方向へシフト、補論図表 1 右）か、大まかに二つの方向性が考えられた<sup>48</sup>。前者の政策対応としては、非伝統的な（名目短期金利以外の）手段を含む金融政策によってインフレ予想を引き上げ、実質金利を（一時的に自然利子率を下回る水準まで）引き下げることによって、景気を刺激しつつ物価を押し上げることが考えられた。後者の方向性については、基本的に財政政策や成長戦略などによって対応することが考えられたが、持続的な金融緩和が履歴効果を通じて自然利子率の引き上げにつながる可能性も指摘された。他方、世界金融危機後の多くの先進国で、人口減少や格差拡大などの構造的な要因から自然利子率が今後も低下傾向をたどる可能性が意識され（長期停

<sup>48</sup> 厳密には、Benhabib, Schmitt-Grohé, and Uribe (2001) で示されているように、デフレ均衡に陥る経路は無数に存在し（大域的不決定性）、そこからの脱却は容易ではない可能性が考えられる。また、自然利子率が高まりフィッシャー式（直線）が上方にシフトしたとしてもデフレ均衡が消失するわけではなく、正常な均衡にたどり着くにはインフレ予想や成長期待が高まることも必要になる。他方、Bullard (2010) でも議論されているように、名目金利に一定のプラスの下限を設けたり、デフレ均衡に近づいた時点で利上げをしたりするような金融政策ルールを採用することにより、デフレ均衡を排除できる可能性も考えられる。

滞論<sup>49</sup>)、金融政策だけでは従来のインフレ目標の達成が見込めなくなるような状況(自然利子率が深いマイナスまで落ち込むと曲線と直線の交点が消滅、補論図表1右の青点線)に陥る可能性も指摘された。

日本のデフレ・低インフレの経験を「デフレ均衡」の概念でどの程度説明するかという点について本稿で評価することは控えるが、2010年代以降、自然利子率については推計手法によって大きなばらつきがあり評価が難しいものの<sup>50</sup>、インフレ予想は2%に向けて緩やかな上昇を続けているとみられる<sup>51</sup>(関連する論点として、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が解消に向かっているかどうかについての評価は、本文4-3節を参照)。

---

<sup>49</sup> 長期停滞(secular stagnation)論は、古くから議論されていたが、近年では Summers (2013) が提唱し、Eggertsson, Mehrotra, and Robbins (2019) などがモデルを定式化して定量的な分析を行っている。日本経済への含意については、福田 (2018) などを参照。

<sup>50</sup> 杉岡・中野・山本 (2024) は、複数の手法を用いて自然利子率を推計し、長期的な低下傾向が続いているものの、手法によってばらつきが大きい(直近で-1.0%~+0.5%程度)ことを示している。

<sup>51</sup> 長田・中澤 (2024) は、インフレ予想の期間構造や先行きの物価上昇率に対する予測力を踏まえた集計指標を作成した結果、中長期的なインフレ予想が、このところ2%に向けて緩やかに上昇していることを示している。

## 補論 2. インフレ予想と成長期待の関係

本補論では、先行きの展望も含め、やや長い目でみた経済・物価の方向性を考えるうえで重要な、インフレ予想と成長期待の関係について、若干の論点と分析を紹介する。

日本では 90 年代に中長期の成長期待とインフレ予想がともに低下し、その後も 00 年代まで両者は密接に連動していた（補論図表 2 左）。他の国では、中長期のインフレ予想は中央銀行のインフレ目標にアンカーされて実体経済の成長期待の変動の影響を受けにくくなっていたり、中央銀行の目標を上回るインフレ予想の高まりが成長期待の低下につながったりする例はあるが、日本のように両者が同方向で連動したケースは少ない。この背景としては、90 年代初めの大きな負の需要ショックが履歴効果を伴って需要面と供給面の双方に持続的な影響を及ぼしたり、少子高齢化や財政悪化などによる将来不安が経済と物価のトレンドをともに押し下げたり<sup>52</sup>、ゼロ金利制約のもとで金融緩和による物価押し上げ効果が見込めなくなって経済と物価の長期低迷に陥ったり、様々なメカニズムが働いた可能性が考えられる。しかし 10 年代に QQE が導入された後は、成長期待の低迷が続くもとでもインフレ予想が幾分上昇し、さらに 20 年代入り後は企業の 5 年先インフレ予想が 2% を超える水準まで上昇している（ただし他の主体のインフレ予想は引き続き 2% には達していない、前掲図表 3 中）。

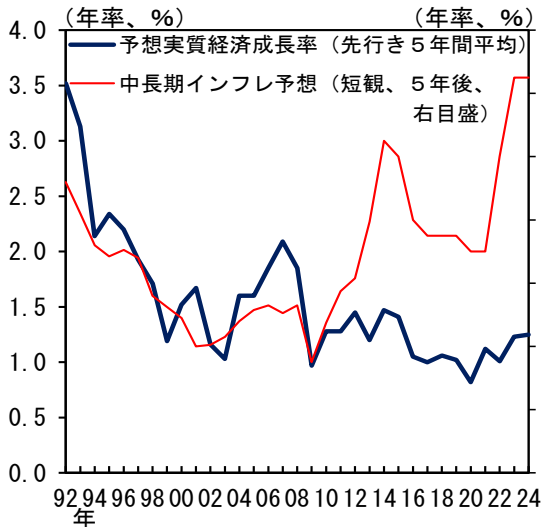
今後、日本でも他の先進国と同様に、中長期のインフレ予想が 2% にアンカーされれば、成長期待から乖離を続ける可能性が考えられる。あるいは、低迷する成長期待に引き寄せられる形でインフレ予想が低下したり、逆に成長期待がインフレ予想の高まりに引き寄せられる形で上昇したりして、両者が再び連動する可能性もあり得るかもしれない。これらの可能性は、00 年代までに働いていたと考えられる上記のメカニズムのように、需要・供給面への中長期的なショックの波及や財政・金融政策の対応など様々な要因に依存し、単純に予測できるものではない。以下では一つの手がかりとして、需要・供給面を中長期的につなぐ結節点である企業の設備投資に着目した分析を紹介する。

---

<sup>52</sup> 木村ほか（2011）は、00 年代までの日本の状況の解釈として、成長期待が低下するもとで将来にわたる財政負担や債務返済負担が高まり、民間部門がこの将来負担に備えて貯蓄を増やし支出を抑制した結果、需要が長期にわたり低迷し物価の低下圧力が強まったとの見方（expected burden view）を示している。

(補論図表 2) 中長期インフレ予想と成長期待・設備投資

インフレ予想と成長期待

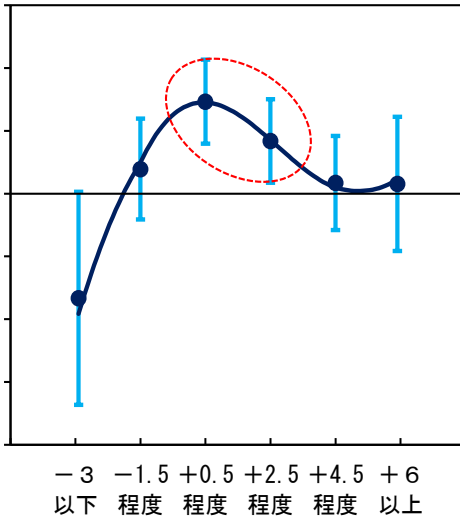


(注) 予想実質成長率は、『企業行動に関するアンケート調査』における「我が国の実質経済成長率の今後5年間の見通し(全産業)」。調査年でプロット。中長期インフレ予想の2013/4Q以前の値は、中島(2023)の推計値、直近の2024年は1Qの値。

(出所) 内閣府、中島(2023)、日本銀行

インフレ予想と設備投資計画  
(短観個票分析、2014-23年)

(設備投資計画の前年比、%)



(注) 推計期間は2014年3月～2023年12月(期種:四半期)。縦線は95%信頼区間。横軸は複数の回答を集計。

(出所) 日本銀行

分析では、短観(全国企業短期経済観測調査)の個票データを用いて、各企業の設備投資計画を、当該企業の「物価全般の見通し」のほか、売上高や各種判断項目に回帰する<sup>53</sup>。具体的には、Cattaneo et al. (2024)による手法(Binscatter)を用いて、下記の推計モデルにおいて、誤差項 $\epsilon_{it}$ の二乗和を最小化するようパラメータ $\beta_j$ と $\gamma_k$ を推計する。

$$y_{it} = \sum_j \beta_j * 1_{x_{it} \in B_j} + \sum_k \gamma_k * w_{ikt} + \epsilon_{it}$$

$y_{it}$ : 企業*i*の時点*t*における設備投資計画の前年比

$x_{it}$ : 企業*i*の時点*t*における物価全般の見通し(3年後の前年比)

$1_{x_{it} \in B_j}$ : 企業*i*の時点*t*における物価全般の見通し $x_{it}$ が区間 $B_j$ に含まれる場合に1、そうではない場合に0となる変数

$w_{ikt}$ : 企業*i*の時点*t*における*k*番目のコントロール変数(売上高、各種判断項目、年・四半期ダミー、業種ダミーからなる)

$\epsilon_{it}$ : 誤差項

<sup>53</sup> 推計に用いたデータは、短観の2014年3月調査から2023年12月調査までの、各企業の設備投資計画、当該企業の3年後の「物価全般の見通し」、売上高、各種判断項目(業況、生産・営業用設備、販売価格、仕入価格、資金繰り、金融機関の貸出態度、借入金利水準)であり、サンプル数は延べ13万程度。なお、設備投資計画は名目値のままだが、設備投資デフレーター等で実質化しても、分析の定性的な結論は変わらない。



上記のように他の説明変数をコントロールしたうえで、物価見通しと設備投資計画の関係をみると<sup>54</sup>（補論図表 2 右）、緩やかな物価上昇（2.5%程度まで）を見込む企業は設備投資計画を有意に増加させている（大幅な物価上昇や物価下落を見込む企業にはそのような関係はみられない）。一般に、企業の設備投資需要とインフレ予想の関係は、金融政策の反応（インフレ予想の変動による実質金利への影響を打ち消すように名目金利を動かすかどうか）などにも依存するが<sup>55</sup>、緩やかなプラスのインフレ予想を持つ企業は、適度に緩和的な金融環境が続くとの見通しのもと、本文 4－5 節で紹介した企業アンケート結果からも示唆されるとおり、前向きな設備投資を行いやすいと考えているかもしれない。もしそうであれば、インフレ予想の緩やかな高まりは、成長期待の引き上げにつながる可能性も考えられる。

---

<sup>54</sup> 補論図表 2 右では、各コントロール変数が平均値をとると仮定した上で、横軸で示される物価見通しの区間（推計結果の安定性を確保する観点から複数の回答を集約できるように設定）ごとに、縦軸で上記の推計式にもとづく設備投資計画の前年比の推計値を、95%信頼区間や非線形関数を用いた多項式近似の結果とともにプロットしている。

<sup>55</sup> Coibion, Gorodnichenko, and Ropele (2020) は、イタリアの企業サーベイデータを用いた実証分析により、金融政策が名目金利の下限制約に直面していた期間に限って、インフレ予想の外生的な高まりが設備投資計画を増加させるとの関係が検出されたと報告している。Fukui, Gormsen, and Huber (2024) は、名目の要求収益率（割引率）がインフレ予想の変化にすぐには反応しない点に着目し、こうした粘着的な割引率のもとではインフレ予想への正のショックが実質投資を増加させうることを理論的に示している。

## 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
- 青木浩介・法眼吉彦・伊藤洋二郎・金井健司・高富康介（2024）「わが国企業における価格マークアップの決定要因と生産性への含意」、日本銀行ワーキングペーパー、24-J-11
- 池田周一郎・稲次春彦・喜舎場唯・近藤卓司・桜健一・高富康介・中澤崇・山田琴音（2022a）「わが国における物価変動—感染症下における変化と先行きの論点—」、日本銀行ワーキングペーパー、22-J-17
- 池田周一郎・倉知善行・近藤卓司・松田太一・八木智之（2022b）「短観からみた最近の企業の価格設定スタンス」、日銀レビュー、22-J-17
- 池田周一郎・近松京介・八木智之（2023）「人口動態の変化が中長期的な設備投資に与える影響」、日銀レビュー、23-J-13
- 板井悠佑・前野良太・三吉慧・西野明日香（2024）「わが国のスタートアップを取り巻く状況と地域における取り組み」、日銀レビュー、24-J-4
- 一上響・宇野洋輔・奥田達志・笛木琢治・前橋昂平（2019）「近年のインフレ動学を巡る論点：日本の経験」、日本銀行ワーキングペーパー、19-J-3
- 伊藤隆敏・星岳雄（2023）『日本経済論』、祝迫得夫・原田喜美枝(訳)、東洋経済新報社
- 岩田規久男(編著)（2013）『まずデフレをとめよ：日本経済再生』、日本経済新聞出版社
- 植田和男（1993）「マネーサプライ・コントロールを巡って」、『金融研究』12(1)、日本銀行金融研究所、51-68
- 植田和男（2005）『ゼロ金利との闘い：日銀の金融政策を総括する』、日本経済新聞社
- 大久保友博・城戸陽介・吹田昂大郎・高富康介・幅俊介・福永一郎・古川角歩・法眼吉彦（2023）「わが国の賃金動向に関する論点整理」、日本銀行ワーキングペーパー、23-J-1
- 岡田靖・浜田宏一（2009）「バブルデフレ期の日本の金融政策」、吉川洋(編)『デフレ経済と金融政策』、12章、慶應義塾大学出版会

- 小川一夫 (2020) 『日本経済の長期停滞：実証分析が明らかにするメカニズム』、日本経済新聞出版
- 尾崎達哉・神保真宏・八木智之・吉井彬人 (2024) 「賃金・物価の相互連関を巡る最近の状況について」、日銀レビュー、24-J-2
- 長田充弘・中澤崇 (2024) 「期間構造や予測力からみたインフレ予想指標の有用性」、日銀レビュー、24-J-5
- 開発壮平・古賀麻衣子・坂田智哉・原尚子 (2017) 「景気循環と経済成長の連関」、日本銀行ワーキングペーパー、17-J-8
- 川本卓司・尾崎達哉・加藤直也・前橋昂平 (2017) 「需給ギャップと潜在成長率の見直しについて」、日本銀行調査論文
- 木村武・嶋谷毅・桜健一・西田寛彬 (2011) 「マネーと成長期待：物価の変動メカニズムを巡って」、『金融研究』30(3)、日本銀行金融研究所、145-166
- 玄田有史(編) (2017) 『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』、慶應義塾大学出版会
- 小林慶一郎 (2024) 『日本の経済政策：「失われた30年」をいかに克服するか』、中央公論新社
- 小林慶一郎・加藤創太 (2001) 『日本経済の罨：なぜ日本は長期低迷を抜け出せないのか』、日本経済新聞社
- 才田友美・肥後雅博 (2007) 「『小売物価統計調査』を用いた価格粘着性の計測：再論」、日本銀行ワーキングペーパー、07-J-11
- 陣内了・土田悟司・山本庸平 (2024) 「バブル発生に関する期待と経済成長」、日本銀行ワーキングペーパー、24-J-3
- 菅沼健司 (2024) 「グローバル・バリュー・チェーンの構造変化：『長さ』と『立ち位置』を用いた60年間の分析」、日本銀行ワーキングペーパー、24-J-8
- 杉岡優・中野将吾・山本弘樹 (2024) 「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」、日本銀行ワーキングペーパー、24-J-9
- 鶴光太郎・前田佐恵子・村田啓子 (2019) 『日本経済のマクロ分析：低温経済のパズルを解く』、日本経済新聞出版社
- 中島上智 (2023) 「短観D Iを用いた企業のインフレ予想の推計」、Discussion Paper Series A.744、一橋大学経済研究所

- 中村康治・開発壮平・八木智之（2017）「生産性の向上と経済成長」、日本銀行ワーキングペーパー、17-J-7
- 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」
- 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」
- 日本銀行（2024a）「『1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査』の集計結果について」、さくらレポート別冊
- 日本銀行（2024b）「『金融政策の多角的レビュー』に関するワークショップ第2回『過去25年間の経済・物価情勢と金融政策』の模様」、日本銀行調査論文
- 日本銀行調査統計局（2000a）「日本企業の価格設定行動—『企業の価格設定行動に関するアンケート調査』結果と若干の分析—」、日本銀行調査月報 2000年8月号、173-204
- 日本銀行調査統計局（2000b）「わが国の物価動向—90年代の経験を中心に—」日本銀行調査月報 2000年10月号、47-138
- 日本銀行調査統計局（2024）「東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局第10回共催コンファレンス：『国際経済環境の変化と日本経済』の模様」、日本銀行調査論文
- 平田渉・丸山聡崇・嶺山友秀（2020）「賃金版フィリップス曲線のフラット化と名目賃金の下方硬直性：2010年代の経験」、日本銀行ワーキングペーパー、20-J-3
- 深尾京司（2012）『「失われた20年」と日本経済：構造的な原因と再生への原動力の解明』、日本経済新聞出版社
- 福田慎一（2018）『21世紀の長期停滞論』、平凡社
- 福永一郎・城戸陽介・吹田昂太郎（2024）「インフレの国際連動性と日本の物価変動」、日本銀行ワーキングペーパー、24-J-2
- 福永一郎・法眼吉彦・伊藤洋二郎・金井健司・土田悟司（2024）「わが国の潜在成長率と物価・賃金の関係を巡る論点」、未定稿、日本銀行調査統計局
- 古川角歩・城戸陽介・法眼吉彦（2023）「求人広告情報を用いた正社員労働市場の分析」、日本銀行ワーキングペーパー、23-J-2
- 古川角歩・法眼吉彦・大高一樹（2024）「わが国企業の価格設定行動とゼロインフレ・ノルム」、未定稿、日本銀行調査統計局

- 法眼吉彦・伊藤洋二郎・金井健司・來住直哉（2024）「国際経済環境の変化と日本経済—論点整理—」、日本銀行ワーキングペーパー、24-J-1
- 法眼吉彦・來住直哉（2024）「わが国におけるバラッサ・サミュエルソン効果について」、未定稿、日本銀行調査統計局
- 星岳雄（2000）「なぜ日本は流動性の罠から逃れられないのか」、深尾光洋・吉川洋(編)『ゼロ金利と日本経済』、第7章、日本経済新聞社
- 眞壁祥史・八木智之（2024）「低金利環境と企業の利払い負担・生産性の関係」、未定稿、日本銀行調査統計局
- 宮川大介（2023）「企業ダイナミクスとマクロレベルの生産性」、財務総合政策研究所「生産性・所得・付加価値に関する研究会」報告書、第7章
- 宮川努（2018）『生産性とは何か』、筑摩書房
- 森川正之（2018）『生産性 誤解と真実』、日本経済新聞出版社
- 八木智之・古川角歩・中島上智（2022）「わが国の生産性動向—近年の事実整理とポストコロナに向けた展望—」、日本銀行ワーキングペーパー、22-J-3
- 吉川洋（2013）『デフレーション』、日本経済新聞出版社
- 吉川洋（2016）『人口と日本経済』、中央公論新社
- 吉川洋（2020）『マクロ経済学の再構築』、岩波書店
- 吉川洋・安藤浩一（2015）「プロダクト・イノベーションと経済成長 Part IV: 高齢化社会における需要の変化」、RIETI ディスカッションペーパー、15-J-012
- 吉田二郎（2022）「限界家賃指数の推計：消費者物価指数の改善に向けて」、IMES Discussion Paper Series、2022-J-10、日本銀行金融研究所
- 渡辺努（2022）『物価とは何か』、講談社
- 渡辺努（2023）「日本の価格硬直性—屈折需要曲線による説明」、渡辺努・清水千弘(編)『日本の物価・資産価格』、第1章、東京大学出版会
- Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohé, and Martin Uribe (2001) "The Perils of Taylor Rules," *Journal of Economic Theory*, 96(1-2), 40-69.
- Benigno, Gianluca and Luca Fornaro (2018) "Stagnation Traps," *The Review of Economic Studies*, 85(3), 1425-1470.

- Bernanke, Ben, Mark Gertler, and Simon Gilchrist (1999) "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," in J. B. Taylor and M. Woodford (ed.), *Handbook of Macroeconomics*, 1C, Chapter 21, pages 1341-1393, Elsevier.
- Bullard, James (2010) "Seven Faces of 'The Peril'," *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 92, 339-352.
- Caballero, Ricardo, Takeo Hoshi, and Anil Kashyap (2008) "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," *American Economic Review*, 98(5), 1943-1977.
- Cattaneo, Matias D., Richard K. Crump, Max H. Farrell, and Yingjie Feng (2024) "On Binscatter," *American Economic Review*, 114(5), 1488-1514.
- Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko, and Tiziano Ropele (2020) "Inflation Expectations and Firm Decisions: New Causal Evidence," *The Quarterly Journal of Economics*, 135(1), 165-219.
- Eggertsson, Gauti, Neil Mehrotra, and Jacob Robbins (2019) "A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation," *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 1-48.
- Fukui, Masao, Niels Joachim Gormsen, and Kilian Huber (2024) "Sticky Discount Rates," NBER Working Paper 32238.
- Furukawa, Kakuho, Yoshihiko Hogen, Kazuki Otaka, and Nao Sudo (2024) "On the Zero-Inflation Norm of Japanese Firms," mimeo, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.
- Goodhart, Charles and Manoj Pradhan (2020) *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Springer. (澁谷浩(訳)『人口大逆転：高齢化、インフレの再来、不平等の縮小』、日経BP、2022年)
- Hayashi, Fumio and Edward Prescott (2002) "The 1990s in Japan: A Lost Decade," *Review of Economic Dynamics*, 5(1), 206-235.
- Karadi, Peter and Adam Reiff (2019) "Menu Costs, Aggregate Fluctuations, and Large Shocks," *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(3), 111-146.
- Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore (1997) "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- Krugman, Paul R. (1998) "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity*, 29(2), 137-187.

- Nakamura, Emi and Jón Steinsson (2008) "Five Facts about Prices: A Reevaluation of Menu Cost Models," *The Quarterly Journal of Economics*, 123(4), 1415-1464.
- Nakamura, Koji, Shogo Nakano, Mitsuhiro Osada and Hiroki Yamamoto (2024) "What Caused the Pandemic-Era Inflation?: Application of the Bernanke-Blanchard Model to Japan," Bank of Japan Working Paper Series, 24-E-1.
- Nishizaki, Kenji, Toshitaka Sekine, and Yoichi Ueno (2014) "Chronic Deflation in Japan," *Asian Economic Policy Review*, 9(1), 20-39.
- Okun, Arthur M. (1981) *Prices and Quantities: A Macroeconomic Analysis*, Brookings.  
(藪下史郎(訳)『現代マクロ経済分析：価格と数量』、創文社、1986年)
- Shirota, Toyochiro, and Satoshi Tsuchida (2024) "Aggregate Implications of Changing Industrial Trends in Japan," Bank of Japan Working Paper Series, 24-E-2.
- Summers, Lawrence (2013) Remarks at the IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer.
- Ueno, Yoichi (2024) "Linkage between Wage and Price Inflation in Japan," Bank of Japan Working Paper Series, 24-E-7.
- Yeh, Chen, Claudia Macaluso, and Brad Hershbein (2022) "Monopsony in the US Labor Market," *American Economic Review*, 112(7), 2099-2138.
- Yellen, Janet (2016) "Macroeconomic Research After the Crisis," Speech at the 60th Annual Economic Conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston.