



BANK OF JAPAN

## 供給面から振り返る

# 過去25年間のわが国経済・物価情勢

福永 一郎

日本銀行調査統計局参事役

2025年2月10日

経済産業研究所BBLセミナー

本資料の内容は発表者の個人的見解であり、日本銀行の公式見解ではありません。  
(転載・複製を行われる場合は、出所の明記をお願いします。)

# 発表の構成

1. 日本銀行「金融政策の多角的レビュー」のポイント
2. グローバル化と日本の物価変動
3. 潜在成長率・需給ギャップと物価変動
4. 労働生産性と賃金・物価
5. 物価から生産性への含意
6. まとめ

## 参考文献

- 日本銀行「金融政策の多角的レビュー」、2024年12月19日
- 福永一郎・法眼吉彦・上野陽一「過去25年間のわが国経済・物価情勢：先行研究と論点整理」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 24-J-10、2024年8月28日
- 福永一郎・城戸陽介・吹田昂大郎「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シリーズ、No. 24-J-2、2024年2月1日
- 福永一郎・法眼吉彦・伊藤洋二郎・金井健司・土田悟司「わが国の潜在成長率と物価・賃金の関係を巡る論点」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 24-J-17、2024年10月18日

# 日本銀行「金融政策の多角的レビュー」のポイント\*

\*以下、8ページ目までのスライドは、下記の資料と同一です。  
日本銀行「（参考）金融政策の多角的レビュー：主なポイント」、2024年12月19日

# 金融政策の多角的レビューにおける主な取り組み

- 経済がデフレに陥った1990年代後半以降、「物価の安定」の実現が課題
- 2023年4月に、この間の金融政策運営について理解を深め、将来の政策運営にとって有益な知見を得るため、金融政策運営について、多角的にレビューを行うことを決定

## 日本銀行内部での分析

### 調査・分析

46本の論文を公表

経済・物価

金融政策

金融市場

金融システム

## 日本銀行外部の多様な知見

### 意見交換

金融経済懇談会  
17回  
(地域の企業・金融機関等)

コンファレンス・ワークショップ  
6回  
(国内外の学界の有識者等)

### 意見募集

インターネット・郵送による意見募集  
(172件)

### アンケート

企業行動等に関するアンケート調査  
(地域の中小企業を含む2,509社)

生活意識に関するアンケート調査  
(家計)

債券市場サーベイ・特別調査  
(金融機関70先)

### 有識者講評

学界の有識者による本レビューの講評  
(8名)

# 金融政策の多角的レビューの構成

## 過去25年間のわが国の経済・物価・金融情勢と金融政策運営

- 1990年代後半以降のわが国の経済・物価・金融情勢
- 2010年代初頭までの金融政策運営
- 2013年以降の大規模な金融緩和の経済・物価への影響
- 大規模な金融緩和の市場機能度や金融仲介機能、成長力等への影響
- 大規模な金融緩和の効果と副作用の評価

## 先行きの金融政策運営への含意

- 非伝統的な金融政策運営の考え方
- 2%の「物価安定の目標」
- 財政政策と金融政策
- 個々の政策手段を巡る論点



# 1990年代後半以降のわが国の経済・物価・金融情勢

## 1990年代後半以降：緩やかなデフレが長期にわたって継続

- **自然利子率が低下**するもと、**需要不足が慢性化**
  - 名目金利の実効下限制約から、伝統的な金融政策では十分に経済を刺激できず
  - 自然利子率低下には、バブル崩壊後の資産価格下落や成長期待の下方屈折、金融危機等による企業のリスクテイク姿勢の慎重化、人口動態の変化等が影響
- グローバル化の進展やITの技術革新による物価下押し圧力
- **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の定着**

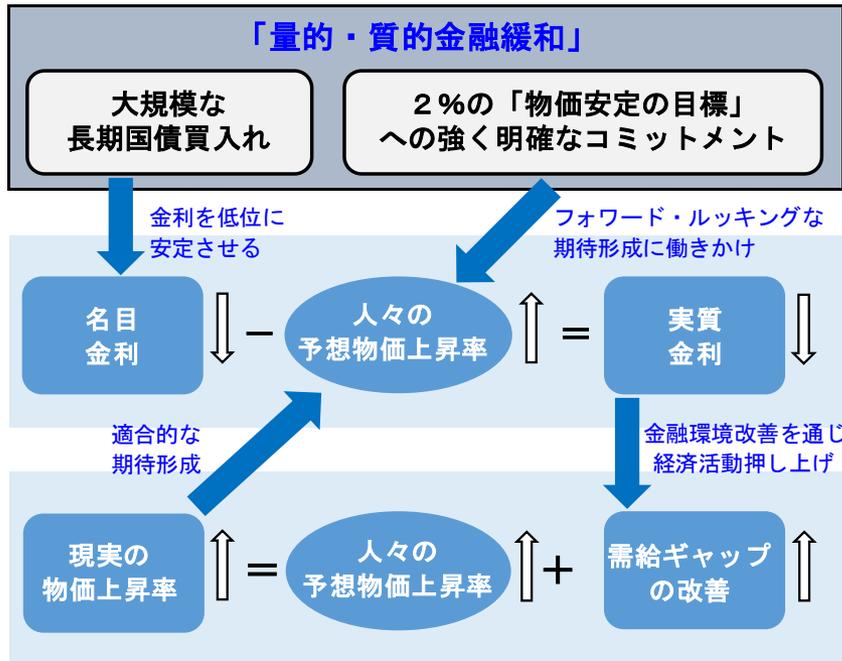
## 2013年以降：デフレではない状態が実現

- 大規模な金融緩和や財政刺激策、外部環境の変化などから、慢性的な需要不足が解消
- 予想物価も幾分上昇、**物価上昇率はプラスとなったが、2%を下回る状況が継続**
  - 女性・高齢者等の労働供給余地の残存
  - 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の転換に時間

## 2020年代：コロナ禍以降の変化

- 企業の**賃金・価格設定行動に積極的な動き**
  - 人手不足感の一段の強まり（追加的な労働供給余地の縮小、金融緩和等から就業者数増加）
  - 輸入物価の大幅上昇、価格転嫁や賃上げをサポートするための政府による施策

# 2013年以降の大規模な金融緩和の影響（1）



## 期待への働きかけ

- 予想物価上昇率に一定の影響
  - ✓ ただし、2%にアンカーするほどの有効性はなかった

## 名目金利の押し下げ効果

- 大規模な長期国債買入れ等により、イールドカーブ全体に下押し圧力
  - ✓ 2016年以降、長期金利を - 1%pt程度押し下げ

## 経済・物価への影響

- **大規模な金融緩和は経済・物価を押し上げ**
- **ただし、期待への働きかけの難しさなどから、導入当初に想定していたほどの効果<sup>(注)</sup>は発揮せず**

(注) 2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭において、できるだけ早期に実現

## 大規模な金融緩和の効果 (2013年度以降の期間平均)

	実質GDP (水準)	消費者物価 (前年比)
マクロモデル (Q-JEM)	+1.3~+1.8%	+0.5~+0.7%pt
時系列モデル (FAVAR)	—	+0.6~+1.1%pt

# 2013年以降の大規模な金融緩和の影響（2）

## 大規模な金融緩和の副作用等

金融市場の機能度	国債市場の機能度に <b>マイナスの影響</b> ✓ 大規模な買入れが長期化するなか、長短金利操作による金利抑制効果がより顕在化した局面で、機能度が低下する傾向に強まり
金融仲介機能	<b>貸出等の利鞘は縮小も、金融仲介活動を阻害した証左はみられない</b> ✓ 貸出等の利鞘を縮小させる一方、信用リスクの低下等を介して、金融機関の自己資本比率を押し上げ。景気の改善等を通じて、企業の資金需要を拡大
経済の供給サイド (成長力等)	プラス・マイナス両面で <b>明確な結論が得られず</b> ✓ 理論的にはプラス（資本蓄積の促進等）、マイナス（低生産性企業の滞留などによる資源配分の歪み等）両方向の可能性

## 大規模な金融緩和の効果と副作用の評価

- 金融市場や金融機関収益などの面で一定の副作用はあったものの、**現時点においては、全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響**
- ただし、**今後**、なお低下した状態にある国債市場の機能度の回復が進まない、あるいは副作用が遅れて顕在化するなど、**マイナスの影響が大きくなる可能性には留意**
  - ✓ 日本銀行の国債保有比率は、暫くはきわめて高い状況が続くと見込まれ、国債市場の機能度の回復には時間を要する可能性
  - ✓ 貸出のなかには、債務者の収入減少や貸出金利の上昇に対する耐性が相対的に低い案件が存在。金融機関の与信や保有債券のデュレーションは長期化。外部環境が大きく変化した場合に、金融仲介活動を阻害する要因になる可能性

# 先行きの金融政策運営への含意

## 非伝統的な金融政策運営の考え方

- 非伝統的な金融政策手段は、経済・物価を押し上げる効果を発揮。ただし、その定量的な効果は、伝統的な金融政策手段（短期金利の操作）に比べて不確実。非伝統的な金融政策手段を大規模かつ長期間にわたって継続する場合には、副作用をもたらさうる
- 今後、非伝統的な金融政策手段を用いる必要が生じた場合には、その時点の経済・物価・金融情勢のもとで、**ベネフィットとコストを比較衡量**していくことが重要
- 現時点においては、**将来の政策運営を考えるうえで特定的手段を除外するべきではないが**、今後、各手段の採用を検討する際には、留意点等を勘案し、可能な限り副作用を抑制しながら効果を発揮できるよう、制度設計していく必要

## 2%の「物価安定の目標」

- 引き続き、**2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、金融政策を運営**していくことが適切
  - ✓ 非伝統的な金融政策手段は、短期金利操作の完全な代替手段にはなりえず、可能な限りゼロ金利制約に直面しないような政策運営が望ましい。景気悪化時に実質金利を引き下げることができるよう、小幅のプラスの物価上昇率を安定して実現していくことが重要
  - ✓ 消費者物価指数のバイアス
  - ✓ 主要先進国の多くは物価目標を2%に設定
  - ✓ デフレ・低インフレ環境下では、個々の品目の価格や賃金が動きにくかったことが資源配分の歪みや企業の前向きな投資の抑制につながっていた可能性

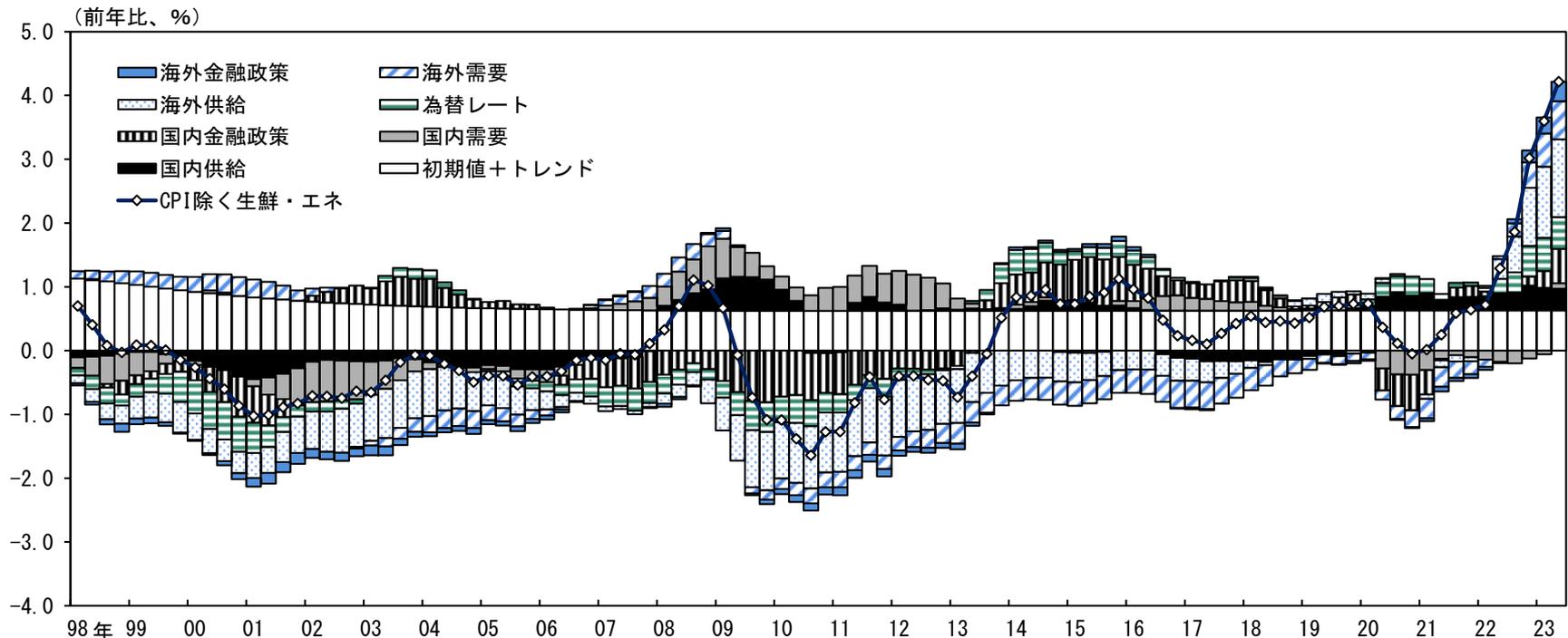
---

## グローバル化と日本の物価変動

# 消費者物価の要因分解

- 各種の海外ショックが、2010年代後半まで継続的に消費者物価の前年比を下押し
- その後、近年ではこれらの海外ショックが一転して物価押し上げに大きく寄与

## 構造VARモデルによるCPI（除く生鮮食品・エネルギー）のヒストリカル分解

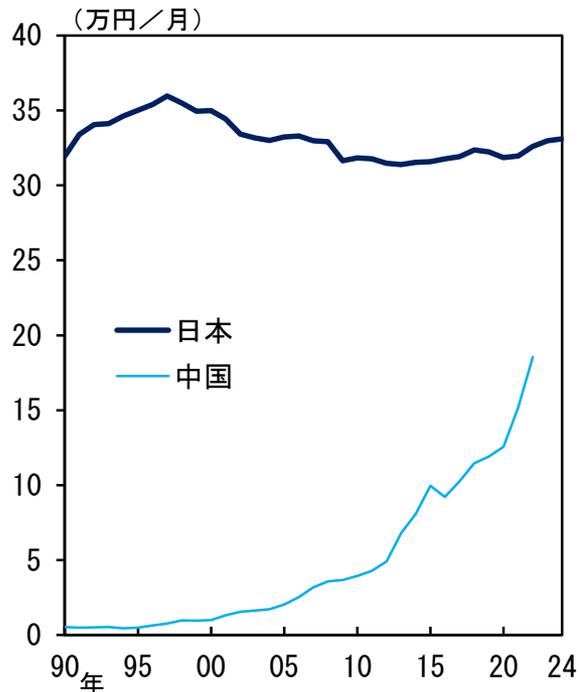


(注) 日本と海外（日本を除くG20諸国）の実質GDP、消費者物価、名目金利、および円の名目実効為替レートのデータを用いて、国内と海外の供給ショック、需要ショック、金融政策ショック、およびそれらで説明できない為替ショックの計7種類のショックを識別する符号制約付きの構造VARモデルを推計。詳細は、福永・城戸・吹田（日銀WP、24-J-2）を参照。

# 海外供給ショックの背景

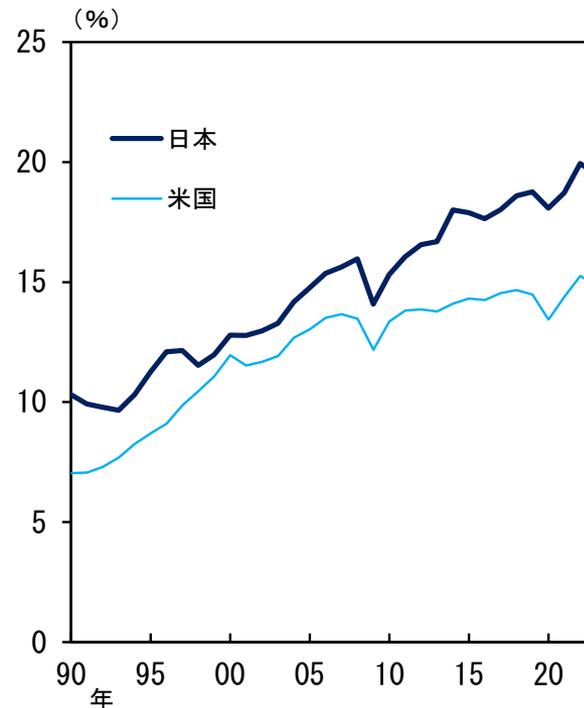
- 新興国（中国）との賃金格差が縮小するも、日本の輸入ペネトレーション比率や対外直接投資は堅調に増加（グローバル・バリューチェーンの深化）

## 日中賃金格差



(注) 日本は、5人以上の事業所を対象とした現金給与総額、中国は、都市部非私営企業の平均賃金。日本の24年は3月速報値までの平均。  
(出所) 厚生労働省、中国国家統計局

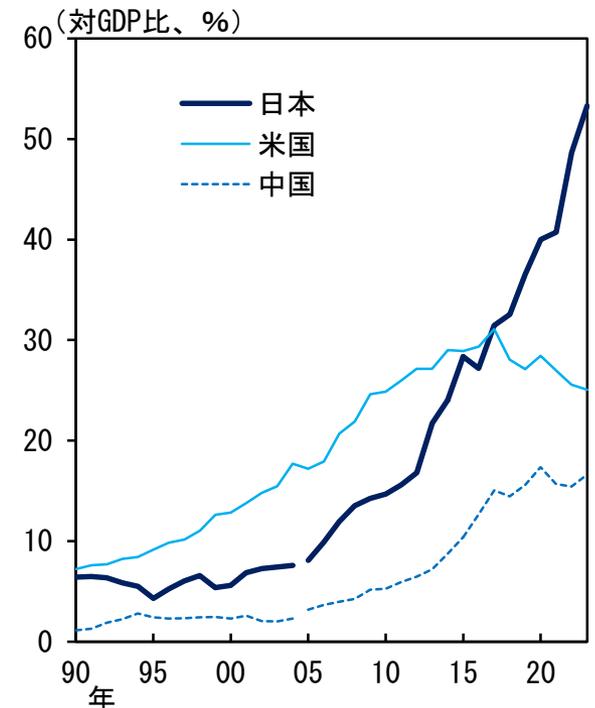
## 輸入ペネトレーション比率



(注) 輸入ペネトレーション比率  

$$= \frac{\text{輸入}}{\text{GDP} + \text{輸入} - \text{輸出}}$$
 直近は2023年。  
(出所) 内閣府、BEA

## 対外直接投資



(注) 日本と中国の2004年以前はUNCTADベース、2005年以降はIMFベースであるため、段差が生じている。直近は2023年。  
(出所) BEA、IMF、UNCTAD

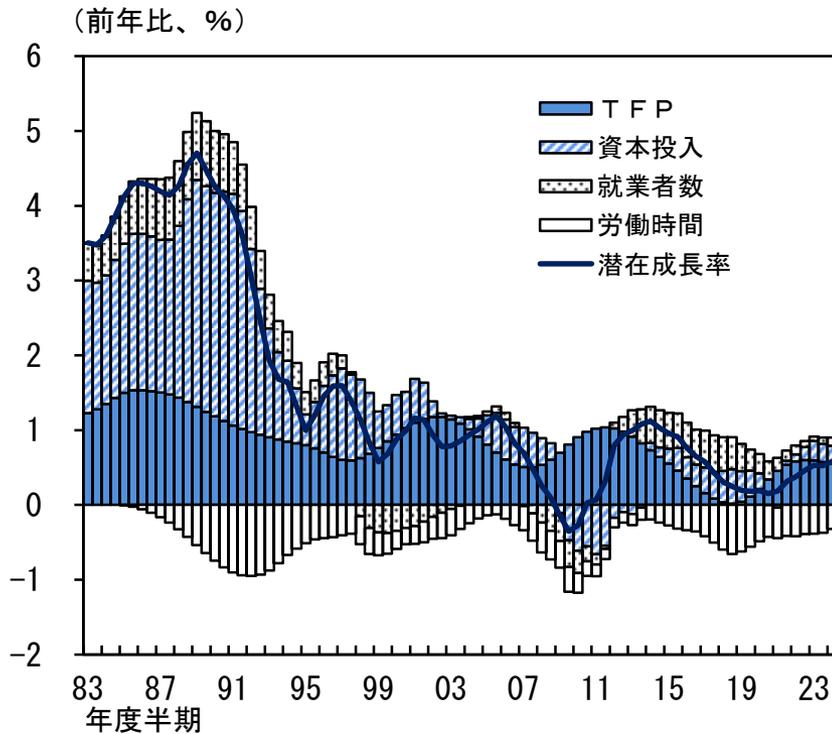
---

## 潜在成長率・需給ギャップと物価変動

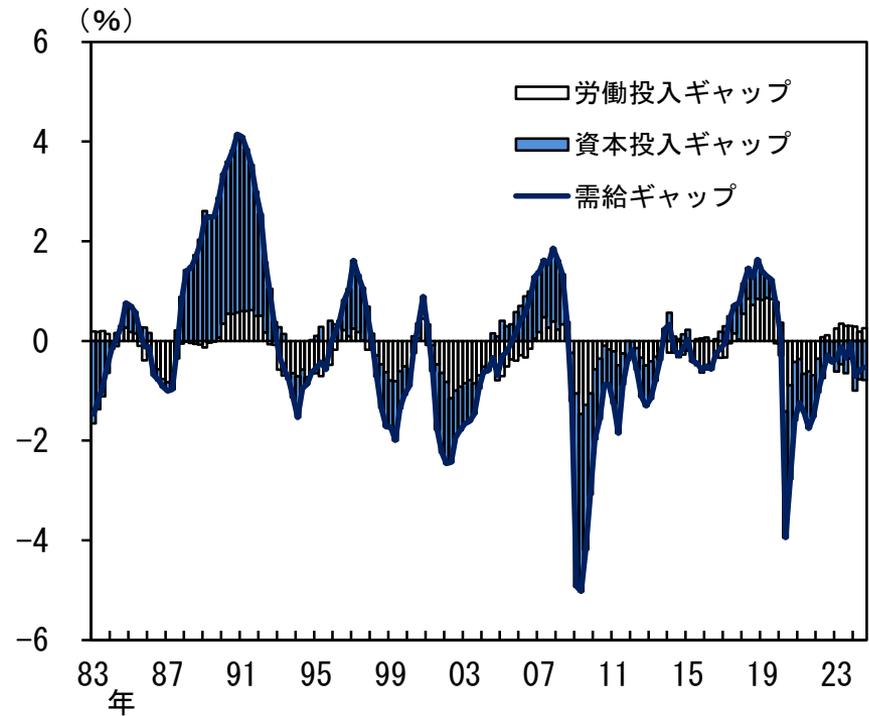
# 潜在成長率と需給ギャップ

- 潜在成長率は、80年代から90年代にかけて大きく下方にシフト
- 需給ギャップは、90年代以降、総じてマイナスとなる期間の方が長かった

## 潜在成長率



## 需給ギャップ



(注) 日本銀行調査統計局スタッフによる推計値 (生産関数アプローチ)  
直近の値は、潜在成長率が2024年度上期、需給ギャップが2024/3Q。  
(出所) 日本銀行

# 供給面と需要面の相互作用

## 一般的な考え方（総供給と総需要・トレンドとサイクルの分離）

- 潜在成長率は、**総供給の成長トレンド**を反映
- 需給ギャップ（水準）は、潜在成長率と実際の経済成長率との乖離によって変動し、主に**総需要のサイクル**（景気循環）を反映 > **物価変動圧力**（フィリップス曲線）

## 供給面 > 需要面への影響

- 一時的・局所的な**供給制約**（潜在成長率には反映されない）
  - > 総需要が一定であれば需給を逼迫させて**インフレ圧力**
  - > 他部門の需要を減退させれば経済全体では**デフレ圧力**
- 持続的な**成長期待**の低下（潜在成長率の低下に伴う）
  - > 設備投資や住宅投資などの需要が減退し**デフレ圧力**
- **自然利子率**の低下（潜在成長率と概ね連動）
  - > ゼロ金利制約のもとでは金融緩和不足となり**デフレ圧力**

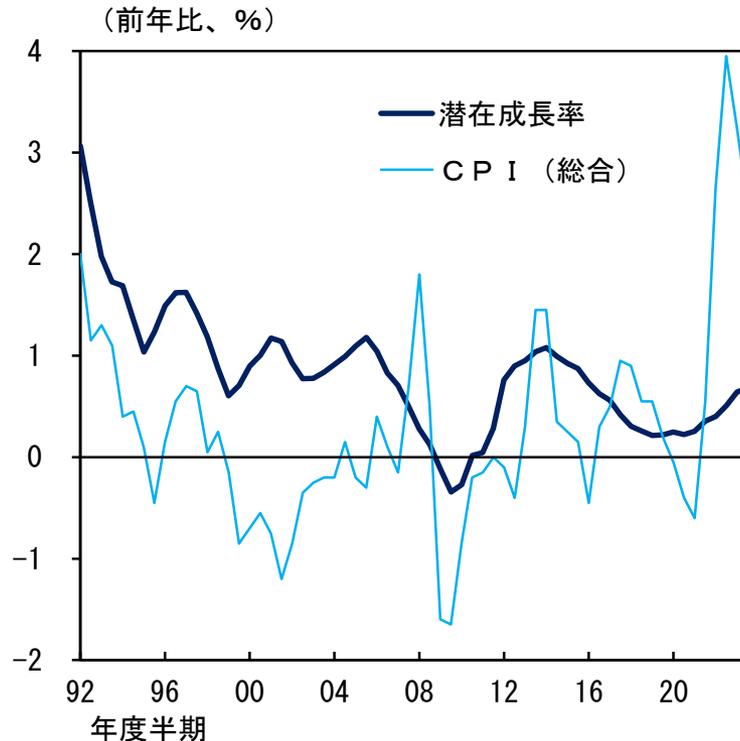
## 需要面 > 供給面への影響

- 持続的な需要減退による**景気低迷**
  - > 設備投資の低迷や失業の長期化等を通じて潜在成長率も低下 > **デフレ圧力**は持続？

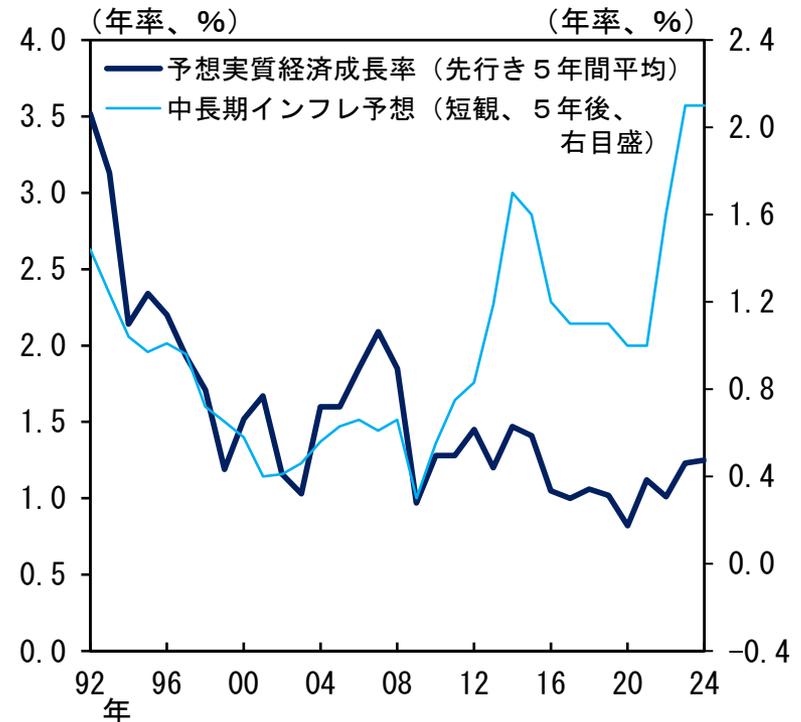
# 潜在成長率とインフレ率

- 90年代以降、潜在成長率とインフレ率は、中長期的に連動。成長期待とインフレ予想も、00年代にかけて連動しつつ低下したが、その後はインフレ予想のみが上昇

## 潜在成長率とインフレ率



## 中長期的な成長期待とインフレ予想



(注) 左図のインフレ率は、消費者物価(総合)上昇率から消費税率引き上げ等の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。潜在成長率は、日本銀行スタッフによる推計値。右図の予想実質経済成長率は、『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年以前の値は、中島(2023)の推計値。直近は左図が2023年度下期(潜在成長率は2023/4Qの値)、右図が2024年。

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府、中島上智(2023)「短観DIを用いた企業のインフレ予想の推計」一橋大学経済研究所

---

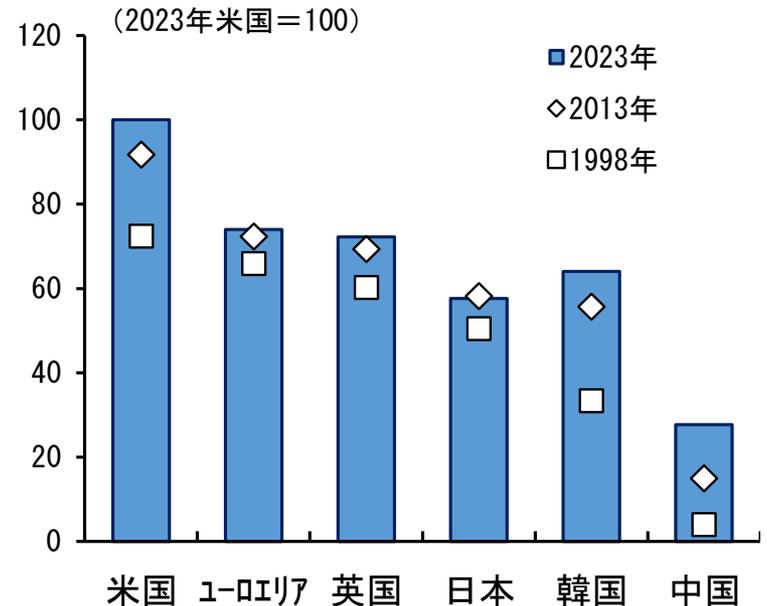
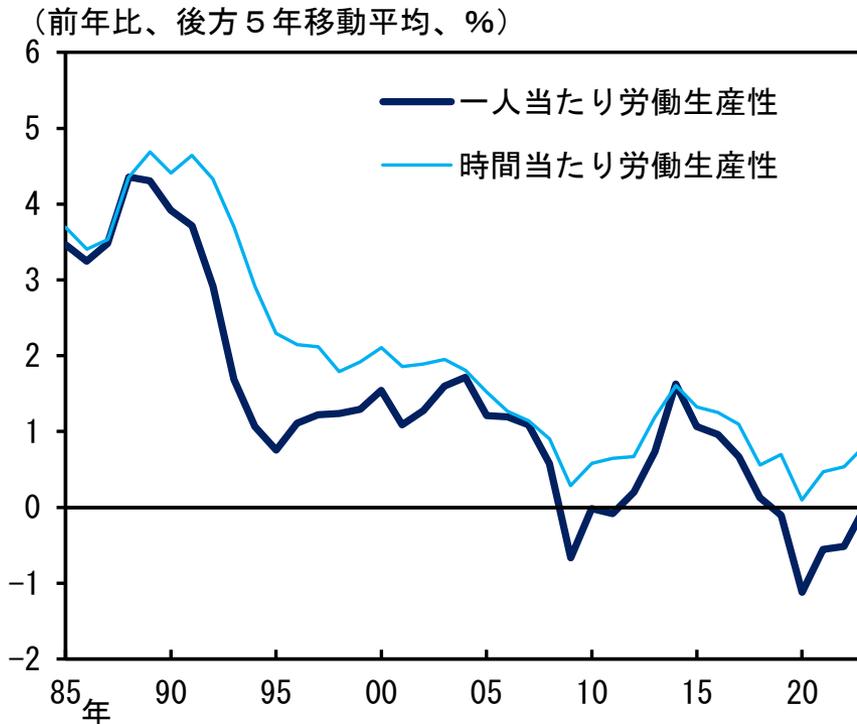
## 労働生産性と賃金・物価

# 労働生産性のトレンド

- 労働生産性の伸び率は、潜在成長率と同様、90年代に大きく下方シフト
- 労働生産性（一人当たり）の水準は、米欧を下回り、韓国にも追い抜かれている

労働生産性（伸び率）

一人当たり労働生産性（水準）の国際比較



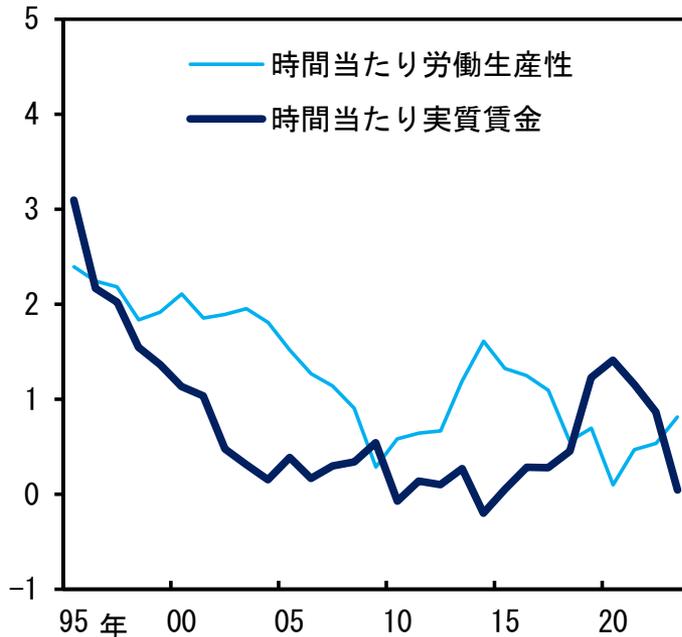
(注) 労働生産性は、分子が実質GDP、分母は就業者数（一人当たり）または就業者数×労働時間（時間当たり）。  
 左図の直近は2023年（就業者数、労働時間については、労働力調査、毎月勤労統計を用いて延長）。  
 右図の各国の一人当たり労働生産性の水準は、2022年の購買力平価で米ドル換算したもの。  
 (出所) 厚生労働省、総務省、内閣府、Conference Board

# 労働生産性と実質賃金

- 労働生産性と実質賃金の伸びはともに低下してきたが、後者の伸びの方が抑制されてきた
- 実質賃金の労働生産性対比での抑制には、労働分配率の低下と交易条件の悪化が寄与

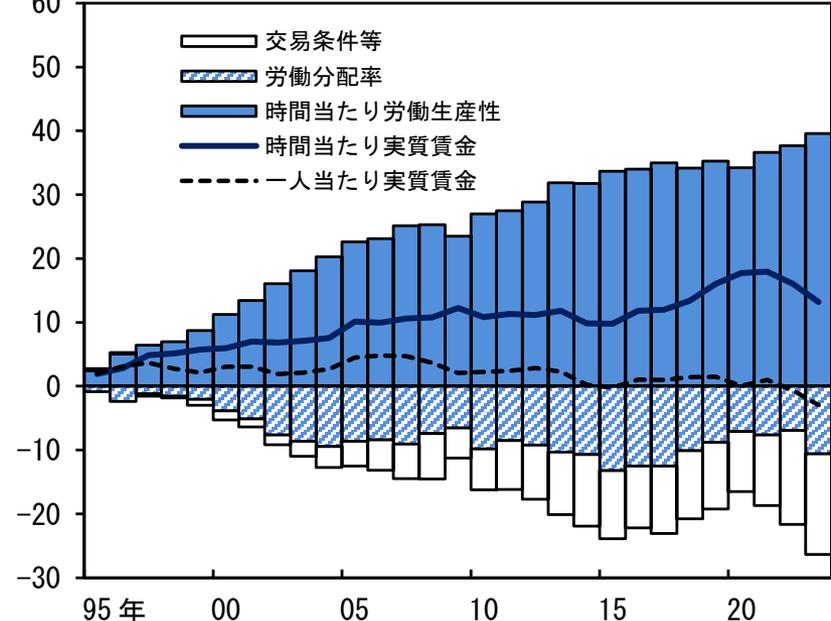
## 労働生産性と実質賃金（伸び率）

（前年比、後方5年移動平均、%）



## 実質賃金（水準）の要因分解

（1994年対比乖離率、%）



（注）時間当たり実質賃金は、雇用者報酬 / (雇用者数 × 労働時間) / 家計消費デフレーターで算出。直近は2023年。

右図の「交易条件等」の要因は、GDPデフレーター / 家計消費デフレーターに対応。

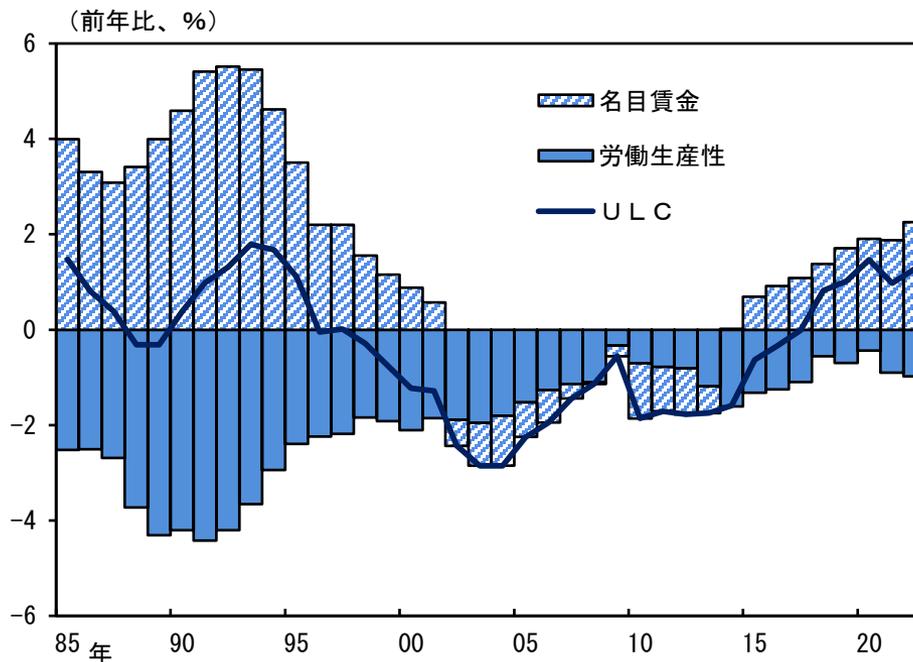
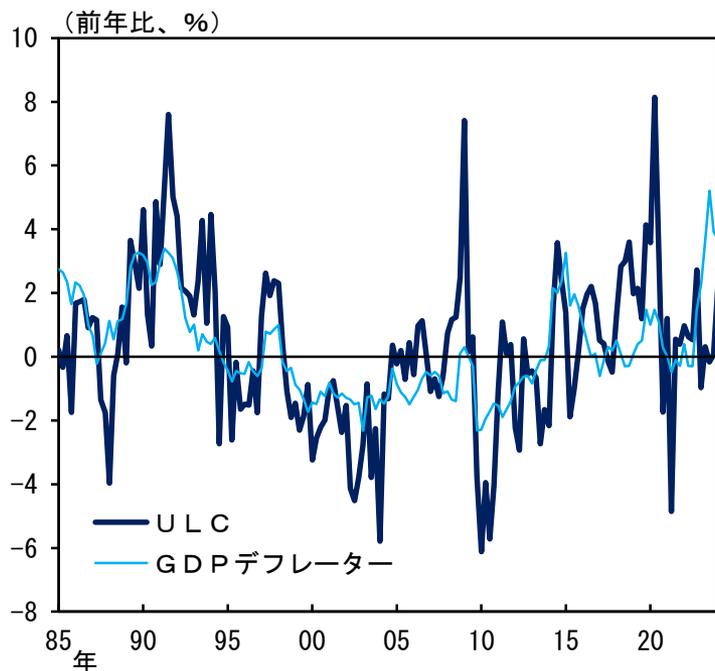
（出所）厚生労働省、総務省、内閣府

# ユニット・レーバークストと国内物価

- ユニット・レーバークスト（ULC）とGDPデフレーターとの伸びは概ね連動
- 生産性の伸び鈍化により、近年のULCの伸びは90年代前半と同程度（物価上昇圧力）

## ユニット・レーバークストとGDPデフレーター

## ユニット・レーバークストの要因分解



(注)  $ULC = \text{雇用者報酬} / \text{実質GDP} = \text{時間当たり名目賃金} / \text{時間当たり実質労働生産性}$

左図の直近は2024/1Q。右図は後方5年移動平均（2008年、2020年を除く）で、直近は2022年。

(出所) 内閣府

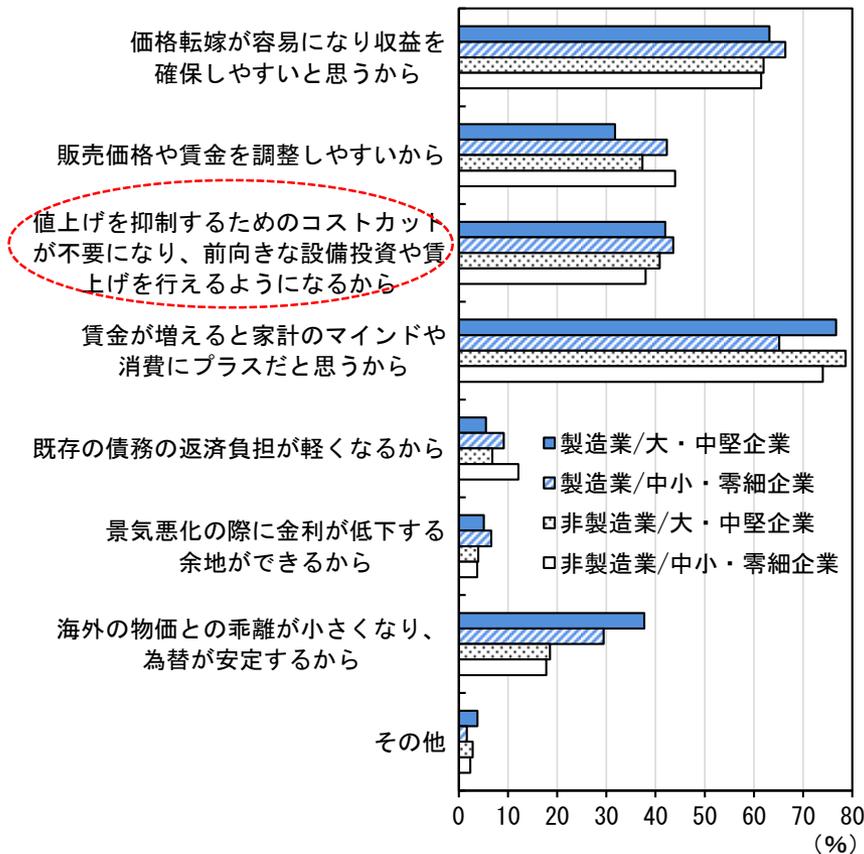
---

## 物価から生産性への含意

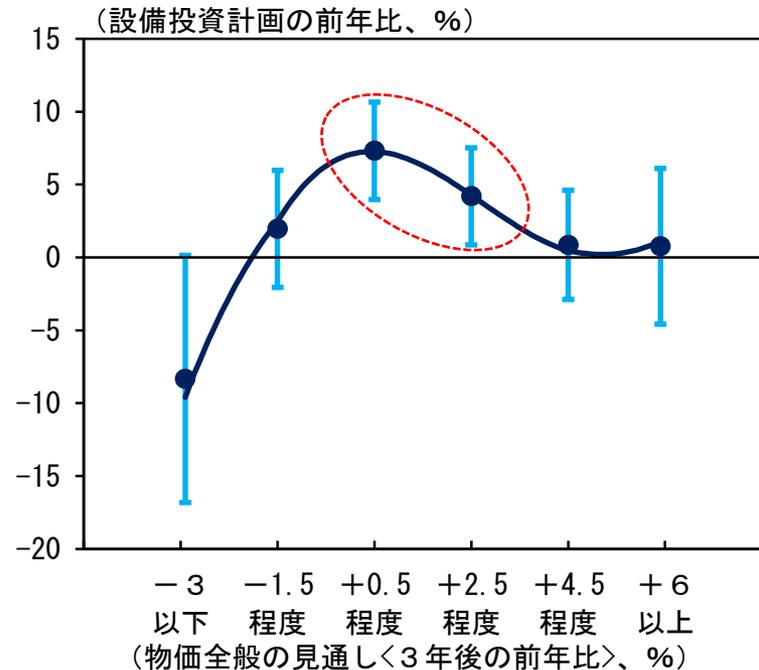
# インフレ予想と設備投資

- 企業アンケートでは、緩やかな物価上昇のもとで前向きな設備投資を行えるとの回答も
- 短観個票分析によると、2.5%程度までの物価上昇を見込む企業は設備投資を有意に増加

## 物価・賃金の上昇が好ましいと考える理由



## インフレ予想と設備投資

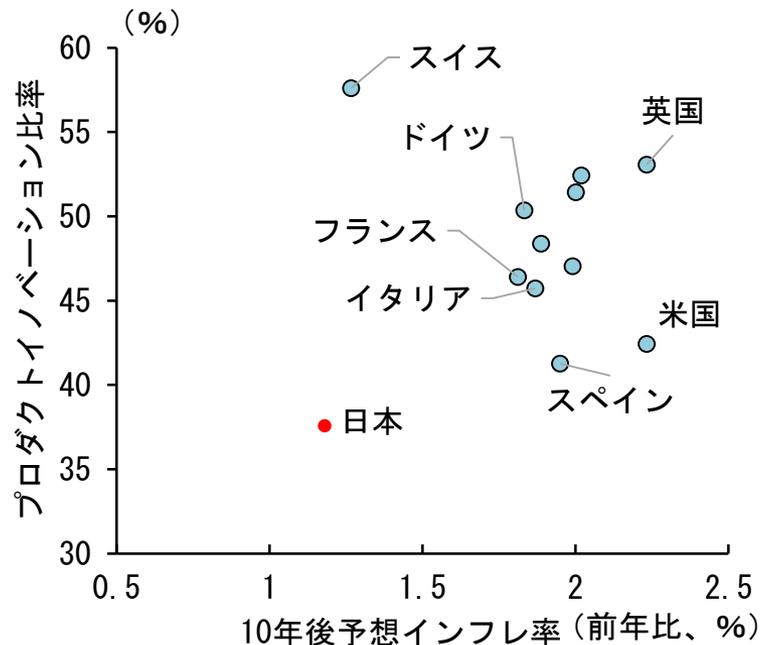


(注) 左図は「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査 (日本銀行『さくらレポート別冊』2024年5月)」より。「物価・賃金とともに緩やかに上昇する状態が好ましい」と回答した企業 (全体の7~8割) に占める比率。理由は3つまで回答可。  
 右図は短観個票データ (2014~23年) による分析。詳細は、福永・法眼・上野 (日銀WP、24-J-10) の補論2を参照。

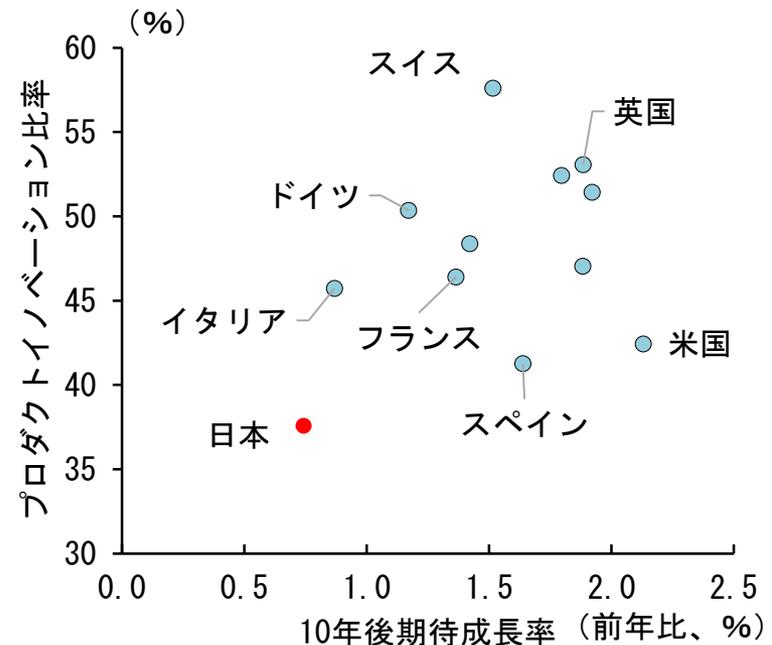
# 低インフレ下でのイノベーション

- 日本は他国対比でプロダクト・イノベーションよりもプロセス・イノベーションに偏り
- こうしたコストカットへの偏重は、インフレ予想や成長期待の低迷と関係している可能性

## プロダクト・イノベーション比率とインフレ予想



## プロダクト・イノベーション比率と成長期待



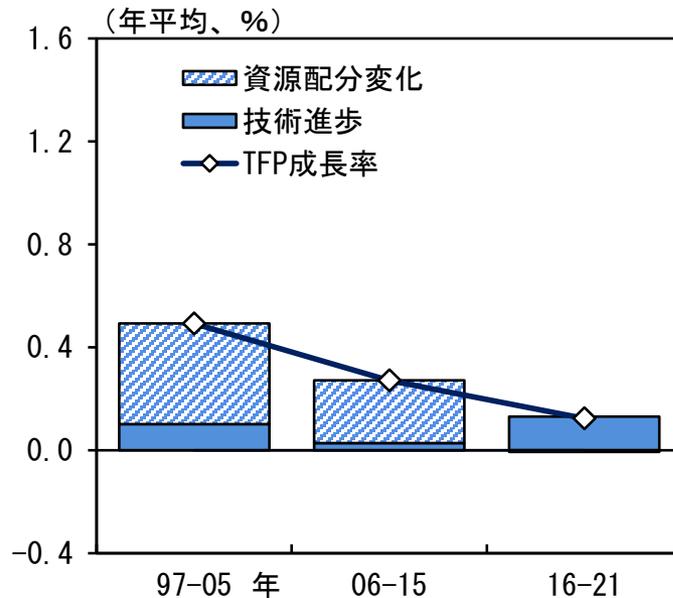
(注) プロダクト・イノベーション比率は、プロセス・イノベーションおよびプロダクト・イノベーション実現企業の合計に対するプロダクト・イノベーション実現企業の割合。OECD が2015、2017、2019、2021、2023 年に公表した値の平均。参照期間は2009～2021 年 (各国で異なる)。10年後予想インフレ率・10年後期待経済成長率は、2010年代以降の平均。

(出所) IMF、OECD、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

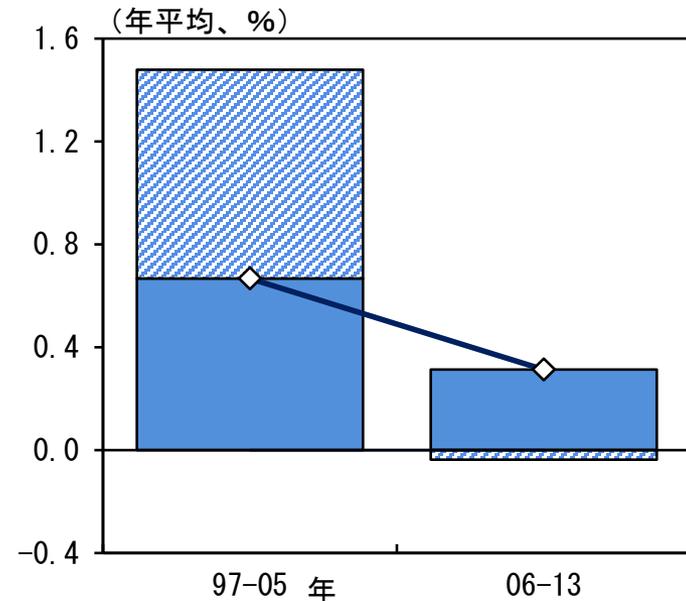
# 価格マークアップと生産性

- 日本の2010年代半ばまでのTFP上昇には主に資源配分変化（マークアップ低下）が寄与。米国（純粋な技術進歩も寄与）とは対照的な結果。
- 日本では資源配分変化と技術進歩の寄与の間に逆相関の関係もみられる

## 日本のTFP成長率の分解



## 米国のTFP成長率の分解



(注) TFPの変動を、価格マークアップ由来の「資源配分変化」による部分と、純粋な「技術進歩」に由来する部分に分解。

日本の結果は青木ほか (2024) を、米国の結果はBaqaee and Farhi (2020) を参照。

(出所) 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」(日銀W.P、24-J-11)

Baqaee, D. R. and Farhi, E. (2020), "Productivity and Misallocation in General Equilibrium," *The Quarterly Journal of Economics*, 135(1), 105-163.

---

## まとめ

# 発表内容のまとめと論点提起

## 発表を通じた事実整理

- 潜在成長率や労働生産性、および海外経済の供給面の動きが、様々な経路やメカニズムを通じて**日本の物価変動**に影響

## 金融政策への含意

- 「物価の安定」を目的に主に**需要面**に働きかける金融政策を運営するうえでも、**供給面**の動向は常に把握しておく必要。
- 供給面の動向と物価や賃金との関係については、**多面的**に検討することが重要。

## 経済産業政策への含意？（論点提起）

- 供給面に直接働きかけることができる経済産業政策（目的は「多様化する中長期の社会・経済課題の解決\*」）と金融政策の間で、ポリシーミックスはどう働くか？

\*経済産業省「経済産業政策の新機軸 第2次中間整理について」（2023年8月4日、第32回産業構造審議会総会、資料1）

- 経済産業政策の目的を遂行するうえで「物価の安定」の位置づけは？