

## 賃金・物価の相互関係を巡る最近の状況について

調査統計局 尾崎達哉、神保真宏、八木智之、吉井彬人

Bank of Japan Review

2024年2月

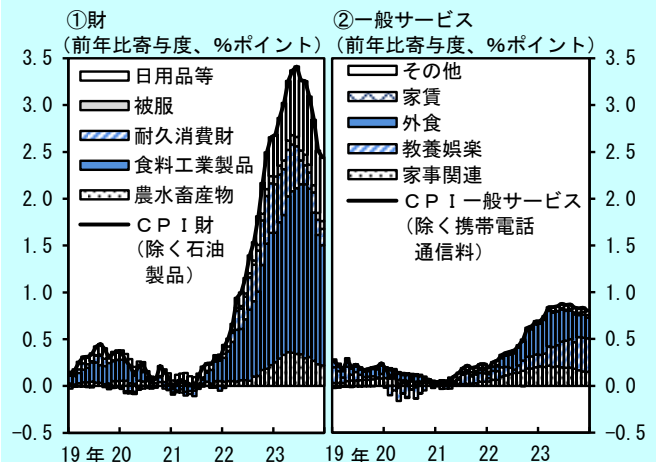
足もと、消費者物価指数を構成する多くの品目では、既往の輸入物価の大幅な変動の影響を受けている。このため、賃金・物価の相互関係に由来する物価上昇圧力を識別することは、容易ではない。本稿では、複数のアプローチを用いて、賃金と物価の相互関係がどの程度働いているのか、定量的な評価を試みた。消費者物価を構成する各品目のコスト構造に基づく分析や、時系列モデルを用いた分析を行った結果、賃金上昇を販売価格に反映させる動きが、徐々に広がっていることが示唆された。賃金と物価の相互関係の状況を確認していくうえでは、今後とも、本稿のアプローチに限らず、様々な角度から定量的な分析を行うとともに、ヒアリング等による定性的な調査も丹念に行っていくことが重要である。

### はじめに

消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、2021年以降の輸入物価の大幅な上昇を受けて、2023年半ばにかけて、財価格を中心に、プラス幅を大きく拡大した（図表1）。この間、これまで長期間にわたって値上げに慎重なスタンスを続けてきた企業にも、価格設定行動を積極化する動きが広がった（図表2）<sup>1</sup>。その後、足もとにかけては、既往の輸入物価上昇を受けたコスト上昇圧力が徐々に減衰し、財価格の伸び率は低下してきている。一方、サービス価格の伸び率は、ひと頃比べて高まってきている。先行きについて、日本銀行の「経済・物価情勢の展望」では、既往の輸入物価上昇の影響がさらに減衰していく一方で、人手不足感が強い状態が続くもとで賃金と物価の好循環が強まり、基調的な物価上昇率が徐々に高まっていく姿を想定している<sup>2</sup>。

本稿では、消費者物価の最近の動きについて、輸入物価の変動に起因するコストプッシュ要因の影響を確認したあと、幾つかのアプローチを用いて、企業の賃金・価格設定行動の変化（賃金上昇を販売価格に反映する動き等）やその定着度合いを測るために、定量的な評価を試みる。その際、得られた分析結果について、考察を加えることにする。

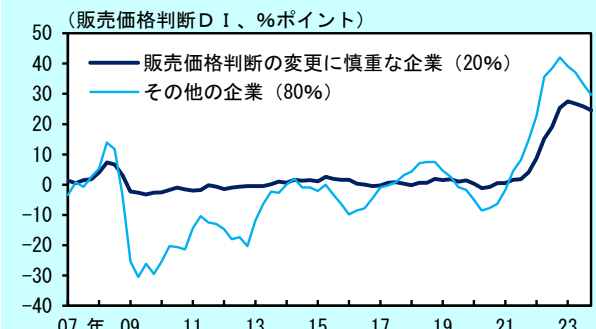
【図表1】財・サービス別のCPI



(注) CPI (除く生鮮・エネルギー) に対する寄与度。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。

(出所) 総務省

【図表2】販売価格設定スタンスの変化



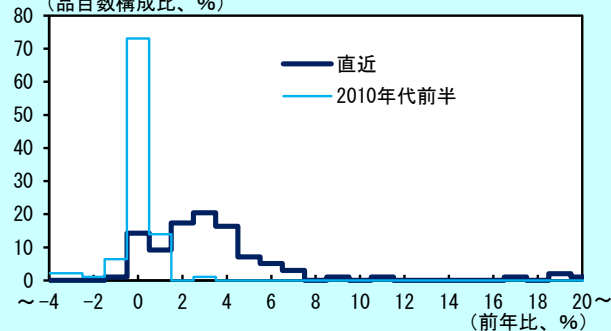
(注) 短観個票を用いて集計。「販売価格判断の変更に慎重な企業」は、1991~2019年の約95%以上の期間において、販売価格判断を「もちあい」と回答した先。

(出所) 日本銀行

## 既往の輸入物価の大幅な変動の影響

既往の輸入物価の大幅な変動の影響を取り除き、賃金・物価の相互連関に由来する物価上昇圧力を把握するシンプルな方法としては、産出価格に占める賃金コストのウエイトが高く、賃金と相関の高いサービス価格に着目することが有用である。もっとも、サービス価格についても、子細にみると、今次局面では、外食や住居工事サービスなどにおいて、既往の輸入物価上昇の影響を強く受ける形で物価上昇率が高まっている点には留意が必要である。実際、サービス価格の品目別変動分布をみると、分布全体が右方へシフトしているが、これは、外食や住居工事サービス等の上昇が影響している（図表3）。

【図表3】品目別変動分布（一般サービス）  
（品目数構成比、%）



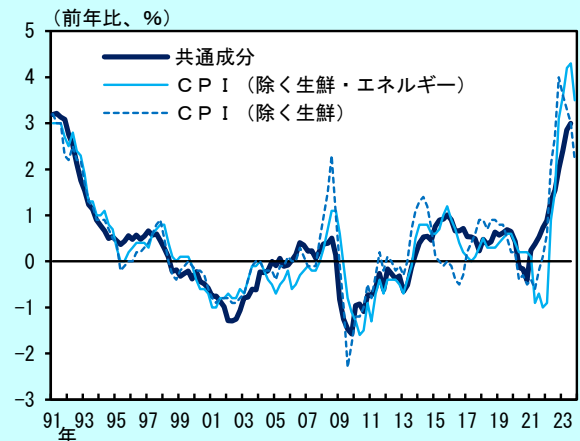
(注) 1. 除く家賃ベース。  
2. 2010年代前半、直近は、それぞれ2012/12月、2023/12月の値。

(出所) 総務省

このほか、主成分分析の手法を用いて各品目に共通する成分を抽出し、物価動向の基調を把握しようとしても、今次局面では、輸入物価の大幅変動に起因する動きが共通成分として抽出されてしまい、消費者物価指数そのものと同様に、大幅に上昇する姿となる（図表4）<sup>3</sup>。同様に、日本銀行が従来から公表している刈込平均値や加重中央値、最頻値も、既往の輸入物価上昇の影響を多くの品目が受けるもとの、大幅に上昇している<sup>4</sup>。

これらの点は、今次局面のように、輸入物価の上昇を起点に、きわめて広範な品目で物価が大きく上昇する局面において、輸入物価に起因する動きを取り除いて、基調的な物価動向を捉えることの難しさを示しているといえる。以下では、こうした点も踏まえ、各品目のコスト構造に着目するアプローチと、時系列モデルを用いた計量分析によるアプローチを通じて、最近の企業行動の変化を把握することを試みる。

【図表4】主成分分析による共通成分の抽出



(注) 1. 共通成分は、CPI中分類16系列（食料、家具・家事用品、交通・通信、教養娯楽等）と、賃金4系列（毎月勤労統計の所定内給与、法人企業統計の一人当たり人件費、製造・非製造業別）、短観の国内需給判断DI（製造・非製造業別）、需給ギャップを用いて、主成分分析により推計。

2. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

(出所) 総務省、厚生労働省、財務省、日本銀行

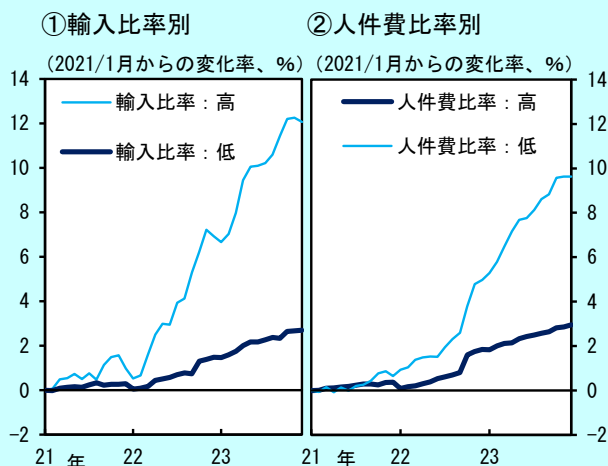
## 分析①：コスト構造に関する情報の活用

消費者物価指数を構成する品目のうち、既往の輸入物価上昇の影響を受けにくい品目や、賃金から物価への波及を捉えやすい品目を抽出し、その動向を考察する。

まず、品目別に、「コストに占める輸入比率」に着目すると、輸入比率が高い品目では、既往の輸入物価の上昇と低下の影響を強く受けている一方、輸入比率が低い品目では、こうした影響は限られる。輸入比率が低い品目の推移をみると、これまで横ばい圏内の動きが続いていたが、足もとにかけて緩やかに上昇しており、輸入物価の影響を受けにくい品目でも、企業の価格設定行動が変化しつつある可能性が示唆される（図表5）。

次に、「コストに占める人件費比率」に着目すると、この比率が高い品目には、サービスのなかでも、輸入物価を起点としたコストプッシュ圧力などの影響を受けにくいものが多く含まれる。人件費比率が高い品目の推移をみると、相対的に上昇ペースは限定的ながら、足もとにかけて緩やかに上昇している。こうした動きは、人件費比率が高い品目において、賃金が増加し、それを販売価格に転嫁する動きが徐々に広がっていることを示唆している。

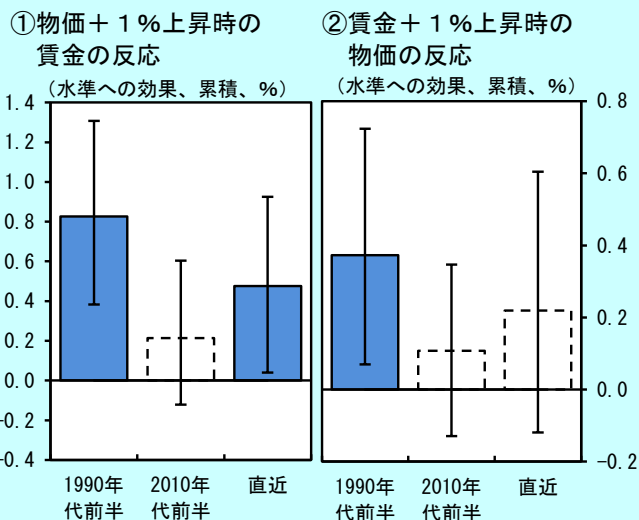
【図表5】コスト構造別CPI



(注) 1. 除く生鮮・エネルギー・携帯電話通信料・帰属家賃ベース。  
2. CPIの品目を2015年産業連関表の分類とマッチングした上で、①は、総合輸入係数、②は、国内生産額に占める「賃金・俸給」等の割合をもとにグルーピング。「高(低)」は、上位(下位)25%に該当するCPI品目を加重平均して算出。

(出所) 総務省

【図表6】賃金と物価の相互連関



(注) 1. 需給ギャップ、名目賃金、CPI(除く生鮮)からなる、時変パラメーターVARモデルを推計。輸入物価を外生変数としてコントロール。CPIは、一時的な要因を除いた日本銀行スタッフによる試算値。  
2. 4四半期後の累積インパルス応答を表示。誤差範囲は75%信頼区間、点線は有意でないことを示す。  
3. 1990年代前半、2010年代前半、直近は、それぞれ1991/2Q、2012/2Q、2023/3Q時点の値。

(出所) 総務省、内閣府、厚生労働省、日本銀行

## 分析②：時系列モデルの活用

時系列モデルを用いて分析しても、企業の賃金・価格設定行動には変化の動きがみられている。

### (賃金・物価の相互連関)

計量的な手法(時変VAR)を用いて賃金と物価の相互連関をマクロ的に評価すると、わが国では、長きにわたり、物価(賃金)が上昇しても、賃金(物価)が反応しない状態が続いていたが、足もとにかけて状況が変化しつつある可能性が示唆される(図表6)。

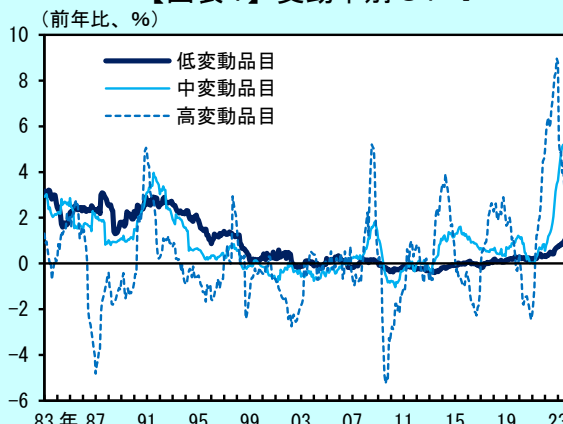
まず、物価から賃金への波及について、足もとの弾性値は、安定的な物価上昇が実現していた1990年代前半の水準には届いていないものの、統計的に有意に上昇している。2023年の春季労使交渉において、既往の物価上昇等を受けた賃上げの動きが広がったことが反映されているとみられる。次に、賃金から物価への波及については、賃金と物価がゼロ%近傍で推移していた2010年代頃と比べて、弾性値自体は上昇しているが、現時点では有意な変化は観察されない。ただし、企業ヒアリングやIR情報において、人件費の上昇を値上げの理由に挙げる企業が徐々に増加するなど、企業行動に変化の動きもみられている<sup>5</sup>。

以下では、賃金・物価の相互連関に由来する物価上昇圧力を把握するべく、時系列モデルを用いて、2つのステップで定量分析を試みる。

### (変動率別のCPI)

第1に、消費者物価を、品目別に、過去の変動率の高低に応じて、3つのグループに分類し、それぞれ「高変動品目」、「中変動品目」、「低変動品目」と呼ぶことにする(図表7)<sup>6</sup>。

【図表7】変動率別CPI

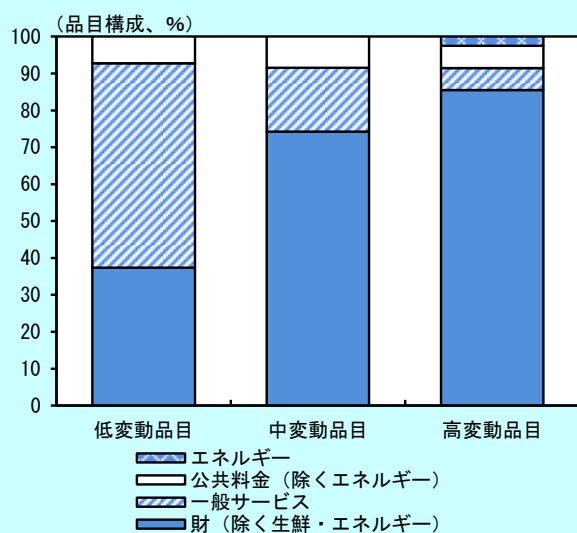


(注) 1. CPI(除く生鮮)の長期時系列を用いて、変動率に基づき、CPI品目を3つのグループに分類。  
2. CPIは、消費税率引き上げ、旅行支援策、携帯電話通信料、教育無償化政策等の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値を使用。

(出所) 総務省

高変動品目には、食料品（菓子類や油脂・調味料等）や日用品（トイレトペーパー等）など、輸入物価の影響を受けやすい財品目が多く含まれる（図表8）。低変動品目には、理美容サービスや教養娯楽（英会話の講習料等）など、人件費の影響を受けやすいサービス品目が多く含まれる。中変動品目には、財のなかでも相対的に変動の小さい被服や医薬品などが含まれる。こうしたグループ分けをもとに、図表9では、VAR分析によって、高・中・低変動の各グループが輸入物価と需給ギャップ、賃金のどのショックに影響を受けやすいのか、確認している<sup>7</sup>。

【図表8】変動率別CPIの品目構成



(注) 除く生鮮・携帯電話通信料ベース。

(出所) 総務省

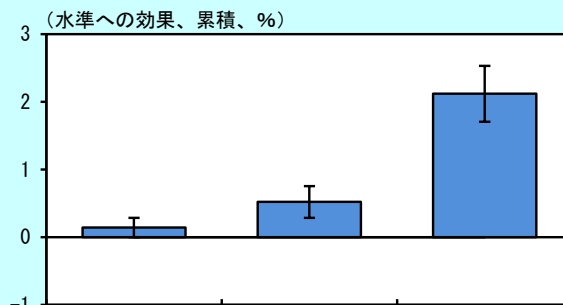
各品目の動きとインパルス応答の結果を合わせてみると、財が多く含まれる高変動品目は、賃金等の影響を受けにくい一方、輸入物価のような外生的なコストプッシュ圧力によって大きく変動する傾向がある。中変動品目は、需給ギャップを中心に、賃金や輸入物価の影響も受けることが分かる。サービスが多く含まれる低変動品目は、賃金の影響を強く受けている。

このため、賃金を物価に反映させる動きを評価するうえでは、低変動品目の動きを注視することもあると考えられる。同品目は、賃金と物価の相互関がみられていた1990年代までは高めの伸び率となっていたが、その後は、長期間にわたってゼロ%近傍の推移が続いていた。足もとにかけては、賃金が徐々に伸びを高めるなかで、緩やかに上昇し始めている。この間、高変動品目は、輸

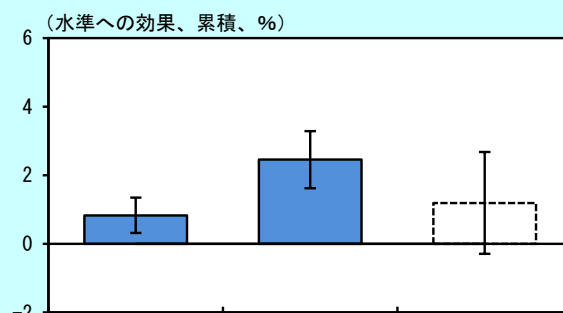
入物価上昇を受けて大きく上昇したあと、足もとにかけて伸び率が低下しており、既往のコストプッシュ圧力が減衰していることが窺える。

【図表9】CPIのインパルス応答

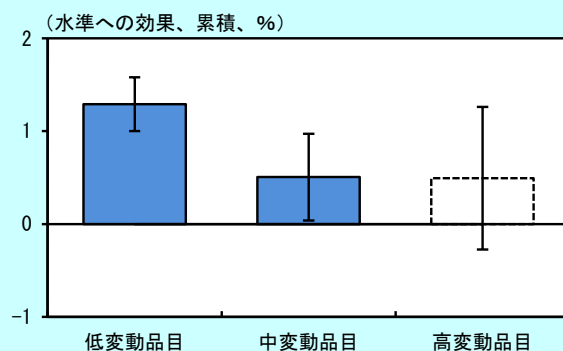
①輸入物価+10%ショック



②需給ギャップ+1%ショック



③賃金+1%ショック



(注) 1. 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・高変動別) からなる4変数VARモデルを推計 (推計期間は、1980/4Q~2023/3Q)。

2. 6四半期後の累積インパルス応答を表示。誤差範囲は75%信頼区間、点線は有意でないことを示す。

(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行

(CPIの変動要因)

第2に、変動率の高低別の物価動向とVAR分析の結果を用いて、消費者物価の変動要因の分解を試みる。具体的には、上記のVAR分析をローリングで行い、その際に得られる分散分解のウエイトを用いて、高・中・低変動の各グループについ

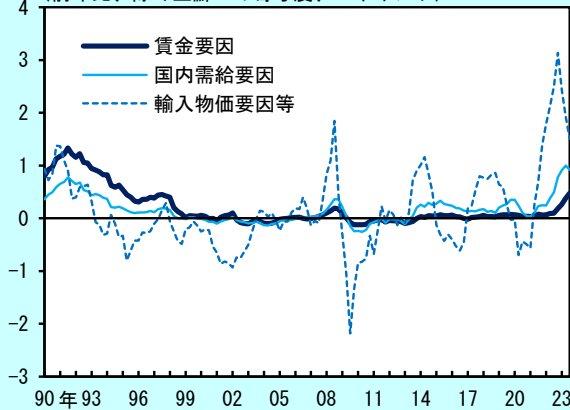


て、「輸入物価要因」と「国内需給要因」、「賃金要因」に寄与度分解する。そして、各グループの変動要因をそれぞれ合算したものを図表 10 に示している<sup>8,9</sup>。

分析結果をみると、今次局面で消費者物価の伸び率を大きく押し上げてきた輸入物価要因の寄与が足もとにかけて縮小している一方、賃金要因の寄与が、緩やかではあるが、徐々に拡大しつつあることが分かる。また、景気が緩やかに回復するもとで、国内需給要因のプラス幅も拡大している<sup>10</sup>。

【図表 10】CPI の変動要因

(前年比、除く生鮮への寄与度、%ポイント)

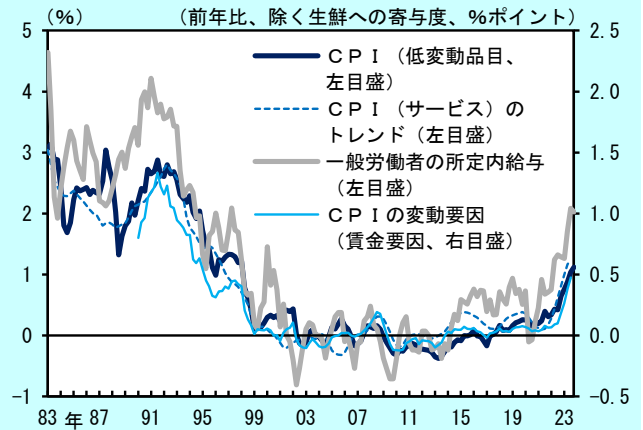


(注) 1. 輸入物価 (円ベース)、需給ギャップ、賃金 (一般労働者の所定内給与)、CPI (低・中・高変動) からなる 4 変数 VAR を、CPI の変動率別に、それぞれ 20 年ローリングサンプルで推計して算出。輸入物価要因等は、賃金要因・国内需給要因以外の誤差を含む。  
2. CPI (除く生鮮) は、消費税率引き上げ、旅行支援策、携帯電話通信料、教育無償化政策等の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値を使用。

(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行

ここで、2 つのアプローチで作成した消費者物価の低変動品目と賃金要因の推移を改めて確認してみよう (図表 11)。図表には、計量的な手法で計算した、サービス価格のトレンドの動きも掲載している<sup>11</sup>。それぞれ、従来から賃金と似たような推移をたどってきたが、最近では、賃金と相まって上昇し始めている。このことは、長らく続いてきた、賃金や物価が上がりにくい状況が徐々に変化してきている可能性を示唆している。先行き、賃金と物価の連関が強まり、基調的な物価上昇率が高まっていくか、注視していく必要がある。その際、消費者物価の変動要因の分析結果を踏まえると、景気の緩やかな回復が続き、国内需給要因のプラス基調が続くことも、物価上昇率を高める方向に作用すると考えられる。

【図表 11】CPI と所定内給与



(注) 1. 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。

2. 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。

3. 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て算出。

(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行

## おわりに

本稿では、複数のアプローチを用いて、賃金上昇を販売価格に反映させる動きなど、賃金・物価の相互連関に由来する物価上昇圧力の定量化を試みた。コスト構造に基づくアプローチや、時系列モデルを用いたアプローチの結果、賃金の上昇を物価に反映させる動きが、徐々に広がっていることが示唆された。ただし、物価動向の基調的な動きを捉えることは容易ではない。本稿では、既往の輸入物価上昇という外生的な影響をできるだけ取り除き、物価の基調的な動きを把握することを試みたが、それでも、こうした影響を完全に控除できているとは言い難い。例えば、前掲図表 9 の VAR 分析の結果をみると、低変動品目では、賃金の影響を強く受ける一方で、インパクトが小さいとはいえ、輸入物価の影響も受けている点には留意が必要である。また、先行き、賃金の持続的な上昇が社会に定着すれば、そのことが中・高変動品目の価格設定にも一定の影響を及ぼしていくと考えるのが自然であり、これらの動きにも注意を払う必要がある。

以上も踏まえると、賃金と物価の関係や、その影響を受けうる物価の基調を評価していくためには、多角的な分析が不可欠である。本稿で示し

たアプローチに限らず、様々な角度から定量的な分析を行うだけでなく、ヒアリング等の定性的な調査も丹念に行い、賃金・物価の相互関連に由来

する物価上昇圧力を丁寧に見極めていくことが重要である<sup>12</sup>。

<sup>1</sup> 池田ほか (2022) では、日本銀行の短観個票を用いて、企業の価格設定スタンスを分析し、長期間にわたって販売価格の設定スタンスを変えてこなかった先が、今次局面では行動を変化させている点を明らかにしている。詳しくは、以下を参照。

池田周一郎・倉知善行・近藤卓司・松田太一・八木智之 (2022)、「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・シリーズ、No.2022-J-17

<sup>2</sup> 日本銀行 (2024)「経済・物価情勢の展望 (2024年1月)」を参照。

<sup>3</sup> 欧州中央銀行 (ECB) では、ユーロ圏 12 か国の消費者物価の小分類の共通成分 (Persistent and Common Component of Inflation) を抽出している。米国の連邦準備制度の NY 連銀では、物価品目 (消費者物価および生産者物価) だけでなく、雇用統計などの経済指標や金利などの金融変数も用いて共通成分 (Underlying Inflation Gauge) を抽出している。詳しくは、以下を参照。

Bañbura, M. and E. Bobeica (2020), "PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area," ECB Statistics Paper Series No.38.

Amstad, M., S. Potter, and R. Rich (2014), "The FRBNY Staff Underlying Inflation Gauge: UIG," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 672.

<sup>4</sup> 日本銀行で従来から公表している刈込平均値や加重中央値、最頻値は、消費者物価を構成する個別品目の価格変動率の分布から、異常値などの影響を機械的に取り除いて作成しており、消費者物価の基調的な動きの把握を試みている。今次局面では、輸入物価の上昇を受けて、きわめて広範な品目で物価が上昇したため、結果的に、各指標も大幅に上昇した。作成方法の詳細等は、以下を参照。

川本卓司・中浜萌・法眼吉彦 (2015)、「消費者物価コア指標とその特性——景気変動との関係を中心に——」、日銀レビュー・シリーズ、No.2015-J-11

<sup>5</sup> 定性情報に関して、日本銀行 (2024)「経済・物価情勢の展望 (2024年1月)」の BOX3 では、景気ウォッチャー調査における企業のコメントを分析し、人件費を値上げの理由に挙げる先が、小幅に増加していることを示している。

<sup>6</sup> 過去の変動率 (標準偏差) は、1980年1月から2023年9月までのデータを用いて計算している。そのうえで、消費者物価の品目を、ウェイトベースで3等分になるように、グループ分けしている。

<sup>7</sup> ショックの識別は、輸入物価・需給ギャップ・賃金・消費者物価の順のコレスキー分解に依る。

<sup>8</sup> 変動率の高低によって、消費者物価と各マクロ変数との連関

度合いが異なるため、このように変動率の高低別に寄与度を計算し合算することにより、より精緻な寄与度を求めることができる。

<sup>9</sup> ローリング推計の結果からは、近年、①高変動品目では、輸入物価の大幅上昇を受けて、輸入物価要因の影響度 (ウェイト) が増していること、②低変動品目では、賃金・物価の相関が緩やかに復活しつつあるなかで、賃金要因の影響度が徐々に増していることが分かった。

<sup>10</sup> 足もと、日本銀行で計算している需給ギャップは、緩やかな改善傾向をたどっている。こうしたもとの、需給ギャップの影響を受けやすい中変動品目の伸び率が高めとなっていることなどが、図表10の国内需要要因のプラス幅拡大につながっている。なお、各要因は、各品目の短期的な変動の影響も強く受けることから、その動きは幅を持ってみる必要がある。

<sup>11</sup> サービス価格のトレンドは、Stock and Watson (2016) や Kiley (2023) の方法 (下記参照) により、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・合成したものの。作成方法の詳細は、Ueno (2024) を参照。

Kiley, M. T. (2023), "The Role of Wages in Trend Inflation: Back to the 1980s?" Finance and Economics Discussion Series 2023-022. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Stock, J. H. and M. W. Watson (2016), "Core Inflation and Trend Inflation," *The Review of Economics and Statistics*, Vol.98 (4), pp.770-784.

Ueno, Y. (2024), "Linkage between Wage and Price Inflation in Japan," mimeo.

<sup>12</sup> このほか、物価動向を的確にモニタリングするうえでは、脱グローバル化をはじめ、物価を取り巻く構造的な変化にも注意を払う必要がある。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行調査統計局 (代表 03-3279-1111) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。