

立命館大学大学院
2025年度実施 入学試験

博士課程前期課程

経済学研究科
経済学専攻

入試方式	コース	実施月	論述		小論文	
			ページ	備考	ページ	備考
一般入学試験	・経済理論・政策 ・地域経済・地域マネジメント ・税理・財務	5月・6月 (2025年9月入学)				
		11月	×			
		1月	P.67～			
社会人入学試験	・経済理論・政策 ・地域経済・地域マネジメント ・税理・財務	11月			P.2～	
		1月			×	
外国人留学生入学試験 (RJ方式)	・経済理論・政策 ・地域経済・地域マネジメント ・税理・財務	11月	P.1～			
		1月	×			
学内進学入学試験	・経済理論・政策 ・地域経済・地域マネジメント ・税理・財務	11月				
		1月				
APU特別受入入学試験	・経済理論・政策 ・地域経済・地域マネジメント ・税理・財務	5月・6月 (2025年9月入学)				
		11月				
		1月				
飛び級入学試験	・経済理論・政策 ・地域経済・地域マネジメント ・税理・財務	5月・6月 (2025年9月入学)				
		1月	×			

【表紙の見方】

×・・・入学試験の実施がなかった等の理由で入学試験問題の作成がなかったもの、または、問題を公開しないもの
斜線・・・学科試験(筆記試験)を実施しないもの

立命館大学大学院

2025年度実施 入学試験

博士課程後期課程

経済学研究科

経済学専攻

入試方式	実施月	経済学		外国語(英語)	
		ページ	備考	ページ	備考
一般入学試験	1月			P.68~	
外国人留学生入学試験	5月・6月 (2025年9月入学)				
	1月	×			
学内進学入学試験 (外国人留学生対象)	5月・6月 (2025年9月入学)				

【表紙の見方】

×・・・入学試験の実施がなかった等の理由で入学試験問題の作成がなかったもの、または、問題を公開しないもの
斜線・・・学科試験(筆記試験)を実施しないもの

2025年11月1日(土)実施

2026年度 立命館大学大学院 経済学研究科 博士課程前期課程 外国人留学生 入学試験 試験問題	
科目名	論述試験(社会経済学 分野) / 全1ページ
試験時間	9:30 ~ 10:50 / 80分

【解答上の注意】

- (1) 解答は答案用紙を使用し、選択した問題番号および受験番号・氏名を明記すること。

＜社会経済学分野＞

以下の問題Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ、Ⅳの中から2問を選択し解答すること。ただし、問題Ⅰ、Ⅱより少なくとも1問を選択すること。

なお、選択した問題番号を明記すること。

問題Ⅰ. 「相対的剰余価値生産で生産された剰余価値の増分は、技術革新によって生み出された超過利潤である」という言明はどこが間違っているか説明しなさい。

問題Ⅱ. 価値から価格への転化についての『資本論』第3巻の叙述を説明し、それをめぐる諸問題について論じなさい。

問題Ⅲ. いわゆる唯物史観の公式について説明し、それをめぐる批判的議論を論評しなさい。

問題Ⅳ. 戦後日本の高度経済成長に伴う産業構造の変化について説明しなさい。

2025年11月1日(土)実施

2026年度 立命館大学大学院 経済学研究科 博士課程前期課程 社会人 入学試験 試験問題	
科目名	小論文 / 全65ページ
試験時間	9:30 ~ 10:50 / 80分

【解答上の注意】

- (1) 以下の問題Ⅰ・Ⅱのうち1問を選択して解答すること。
- (2) 解答は答案用紙を使用し、選択した問題番号および受験番号・氏名を明記すること。

問題Ⅰ. 資料Aを読んで、以下の(問1)と(問2)の両方に解答しなさい。

- (問1) 政府によるデフレに関する定義とデフレ脱却の状況、およびこれを判断する4つの指標について整理しなさい。
- (問2) デフレ脱却を判断する4つの指標に関する2020年以降の分析について、これらに関するデータにも触れながら、この分析の妥当性に対する自らの考えを述べなさい。

問題Ⅱ. 資料Bを読んで、以下の(問1)と(問2)の両方に解答しなさい。

- (問1) 米国への資本流入について近年の動向を示し、それらを説明する要因をプル要因とプッシュ要因に分けて整理しなさい。
- (問2) 大量の資本流入が米国経済に与える影響について、必要に応じて、経常収支や為替相場、貿易摩擦といった論点にも触れながら、自らの考えを述べなさい。

第2節 物価・賃金の動向とデフレ脱却に向けた現在地

本節では、2024年における物価動向を様々な指標から振り返るとともに、デフレ脱却に向けた現状を確認する。1990年代のバブル崩壊以降、企業は短期的な収益確保のため、賃金や成長の源泉である投資を抑制し、結果として、消費の停滞や物価の低迷、さらには経済成長の抑制がもたらされ、我が国経済は、「低物価・低賃金・低成長」という悪循環に陥っていた。こうした悪循環の中で、家計にはデフレマインド、企業にはコストカットの縮み志向が染みついてきた。第1節でみたように、日本経済にはこれまでにない前向きな動きがみられており、こうしたデフレやコストカット型経済に後戻りしないか、長年のデフレマインドを払拭し、「賃上げと投資が牽引する成長型経済」に移行できるかどうかの分岐点にある。

デフレからの脱却の判断について、政府は、内閣府が2006年3月に参議院予算委員会に提出した「デフレ脱却の定義と判断」において、「物価が持続的に下落する状況」を「デフレ」と定義し、また、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」を「デフレ脱却」と定義している⁴⁵。足下の物価動向をみると、消費者物価は上昇を続けており、この意味で、我が国は明らかにデフレの状況にはないが、「物価が持続的に下落する状況に戻る見込みがない」かどうかについては、物価の基調や背景を総合的に判断し、確認する必要がある。上記の「デフレ脱却の定義と判断」においては、物価の基調として、消費者物価やGDPデフレーター等に言及され、物価の背景については、例示として、マクロ的な物価変動要因である需給ギャップ（GDPギャップ）や単位労働費用が挙げられていることから、これらの4つの指標が全てプラスになったか否かのみ注目集まることがある。しかしながら、過去、アベノミクス期においても、2015年1-3月期や、2018年1-3月期～4-6月期、2019年1-3月期～7-9月期と、これらの指標が全てプラスになったことはあるが⁴⁶、いずれも1年以上継続することはなく、

⁴⁵ 内閣府の参議院予算委員会提出資料「デフレ脱却の定義と判断について」（2006年3月15日）において、次のとおりデフレ脱却の定義を示している。

- 「デフレ脱却」とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」
- その実際の判断に当たっては、足元の物価の状況に加えて、再び後戻りしないという状況を把握するためにも、消費者物価やGDPデフレーター等の物価の基調や背景（注）を総合的に考慮し慎重に判断する必要がある。
（注）例えば、需給ギャップやユニット・レーバー・コスト（単位当たりの労働費用）といったマクロ的な物価変動要因
- したがって、ある指標が一定の基準を満たせばデフレを脱却したといった一義的な基準をお示しすることは難しく、慎重な検討を必要とする。
- デフレ脱却を政府部内で判断する場合には、経済財政政策や経済分析を担当する内閣府が関係省庁とも認識を共有した上で、政府として判断することとなる。

⁴⁶ このほか、近年では2023年4-6月期にこれら4つの指標が全てプラスとなった。

また、その後、消費者物価上昇率がマイナス圏に戻ることもあった。こうした点も踏まえ、政府においては、デフレに後戻りしないかを判断するに当たって、消費者物価やGDPデフレーター等の物価の基調とともに、物価の背景として、GDPギャップや単位労働費用といったマクロ的な物価変動要因のみならず、企業の賃金設定行動が変化し、賃金上昇が持続的なものとなっているか、原材料や人件費など企業の価格転嫁は進んでいるか、特定の限られた品目のみではなくサービスを含め幅広い品目で物価上昇の広がりがみられるか、家計や企業等の予想物価上昇率は安定しているか、といった経済主体の行動や認識の変化に係るミクロ的観点を含め、様々な指標やデータを総合的に考慮し、慎重に判断することとしている。以下では、こうした物価の基調や背景を丁寧に検証し、デフレ脱却に向けた現在地を確認する。

1. 2024年における物価動向

（輸入物価は契約通貨ベースでは横ばいの一方、円ベースは円安進行の影響が大きい）

まず、国際商品市況の動向について確認する。原油や銅、小麦といった各種国際商品価格は、ドルベースでは、中東情勢や世界経済の先行きに関する市場の期待、天候要因等によって変動したものの、2024年中としては、おおむね横ばい圏内で推移した（第1-2-1図（1））。こうしたこともあり、我が国の輸入物価指数は、契約通貨ベースでは、2024年末にかけて横ばい傾向で推移してきた（第1-2-1図（2））。

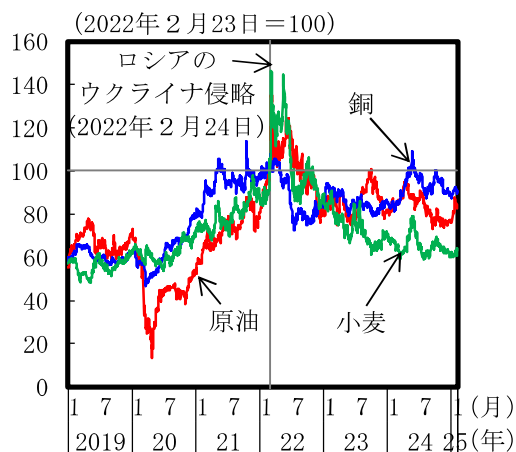
他方、円ベースの輸入物価指数をみると、2023年に続き、2024年においても、為替レートの変動の影響を大きく受けた。2024年7月にかけては、対米ドル名目為替レートが1ドル160円程度まで、急速に円安ドル高が進み、輸入物価もこれを反映して上昇傾向が続いた。その後、2024年8月初めには、7月31日の日本銀行による政策金利の引上げや、米国における経済統計が市場予想を下回ったこと等から円安是正が進み、輸入物価指数も一旦下落した。その後、2024年10月以降は、内外金利差の高止まりが意識される中で、為替レートが再び円安ドル高方向で推移した結果、円ベースの輸入物価も下げ止まり、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについても、ドルベースの国際商品価格が安定的に推移していくことを前提とすると、為替レートの動向によって、円ベースの輸入物価が変動しやすい状況が続くと考えられる。

【資料A】

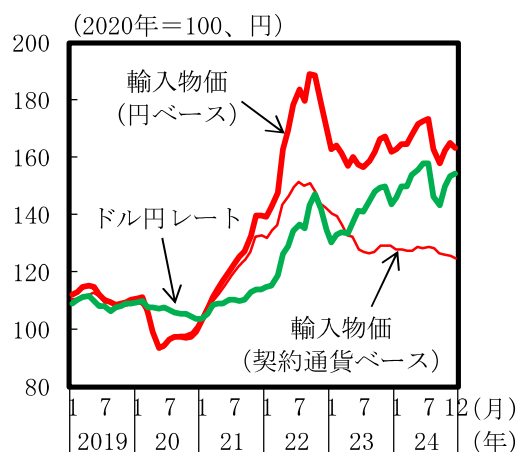
第1-2-1図 国際商品市況と輸入物価指数

輸入物価は契約通貨ベースでは横ばい圏内であるが、円ベースは為替動向により大きく変動

(1) 国際商品市況 (契約通貨ベース)



(2) 輸入物価と為替



(備考) 日経NEEDS、Bloomberg、日本銀行「企業物価指数」により作成。

(企業物価は、財・サービスともに緩やかな上昇が続く)

次に、国内物価について、企業間 (B to B) の財取引価格を示す国内企業物価指数をみると、2023 年から 2024 年初にかけておおむね横ばい傾向で推移した後、2024 年春以降は、電気・ガス代に係る補助措置の変更等の影響を受けながら、総じて緩やかな上昇傾向が続いた (第1-2-2図 (1)、(2))。こうした背景には、主に、①既往の円安の進行を通じた円ベースの輸入物価の上昇がラグを伴いながら国内の財物価に波及してきていることに加え、②国内企業物価指数の約2%を占める米⁴⁷が、2024 年夏における需給のひっ迫⁴⁸や、令和6年産米価格における生産コストの上昇の反映等により、前年比1.6倍程度まで上昇したこと等がある。

また、企業間 (B to B) のサービス取引価格を示す企業向けサービス価格指数は、2023年に続いて、2024年も総じてみれば緩やかな上昇傾向で推移した (第1-2-2図 (3)、(4))。B to Bのサービス価格は、幅広い品目で上昇しているが、特に、後述するように、

⁴⁷ 国内企業物価指数において、米は、集荷業者と卸売業者との間の相対取引価格である「玄米」(0.8%)と、卸売業者から小売業者(小売店、外食等)との取引価格である「精米」(1.2%)から成る。

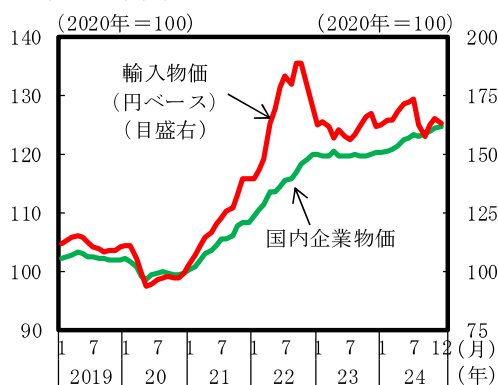
⁴⁸ 2024年の米価格については、インバウンド等による需要増に加えて、2023年夏の猛暑の影響による令和5年産米の精米時の歩留まりの低下等を背景に、令和5年産米と令和6年産米が入替わる端境期の8月において、在庫量が近年では低い水準となっていた中で、第1節で前述した災害に備えた備蓄需要も発生し、8月には前年比でみて、国内企業物価指数(米)では16%前後、消費者物価指数(米類)では28%程度上昇率が高まった。9月以降の令和6年産米の出回り後も、生産コストの上昇等を反映した令和6年産米の概算金の引上げや、調達数量の確保のための集荷競争などにより上昇率の拡大が続き、10月には国内企業物価指数、消費者物価指数ともに60%前後まで上昇率が高まった後、2024年末にかけて上昇率の伸びが鈍化したものの、高止まった状態にある。

運輸・郵便や諸サービス等の人件費比率の高い品目を中心に伸び率が拡大しており、賃金の販売価格への転嫁が着実に進展していることを示している。

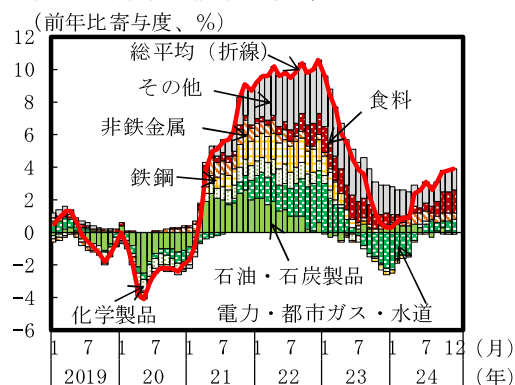
第1-2-2図 国内企業物価、企業向けサービス価格

B to Bの財価格は米価格の上昇もあって緩やかに上昇、サービス価格は幅広い品目で上昇

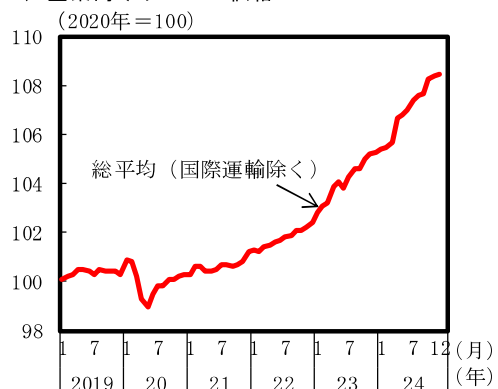
(1) 国内企業物価



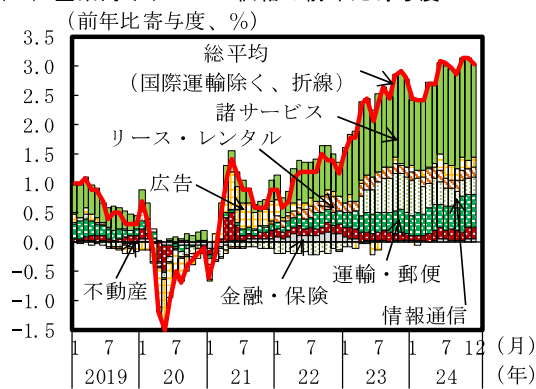
(2) 国内企業物価の前年比寄与度



(3) 企業向けサービス価格



(4) 企業向けサービス価格の前年比寄与度



(備考) 1. 日本銀行「企業物価指数」、「企業向けサービス価格指数」により作成。
2. (3)、(4)の企業向けサービス価格指数は、国際運輸を除くベース。消費税抜き値。また、(3)は内閣府による季節調整値。

(消費者物価はおおむね2%台の伸びが続いたが、直近では食料品の上昇幅が拡大)

次に、企業対消費者 (B to C) の物価である消費者物価指数については、全ての財・サービスを含む総合の前年比でみて、2023年11月以降、約1年にわたり、おおむね2%台が継続した後、2024年12月は生鮮食品の価格上昇が加速したこと等により前年比3.6%に高まった (第1-2-3図 (1))。このうち、エネルギーについては、政府によるガソリン・灯油等に係る激変緩和措置⁴⁹が価格水準を抑制しているほか、電気・ガス代につい

⁴⁹ 燃料油の激変緩和措置は、燃料油 (ガソリン、灯油、軽油、重油) の元売り事業者への補助金の支給を通じて、小売価格の急騰を抑制することにより、燃料油の消費者の負担を低減することを目的として、2022年1月27日から開始された。レギュラーガソリンについては、全国平均価格が1リ

【資料A】

ては、2024 年半ばにかけての激変緩和措置の終了や、その後の酷暑乗り切り緊急支援の実施と縮小⁵⁰によって、大きく影響を受けている。こうした政策要因を除いてみると、2024 年の消費者物価上昇率の動向の特徴は、①振れの大きい生鮮食品において、今夏以降の高気温や12月の気温低下による野菜の生育不良等を背景に価格上昇の加速がみられること、②生鮮食品を除く食料品について、7月までは価格上昇幅が縮小してきたが、8月以降、価格上昇幅の拡大に転じていること、③サービス物価について、人件費の転嫁もあって、緩やかな上昇が続いていること、が挙げられる。このうち、①の生鮮食品（野菜）の価格動向や背景についてはコラム1-5、③のサービス物価の動向については、後述、特に価格転嫁や物価上昇の広がり等において議論することとし、ここでは②の生鮮食品を除く食料品価格の動向について確認する。

2024 年8月以降の生鮮食品を除く食料品の価格上昇幅の拡大については、POSデータをみると（第1-2-3図（2）、（3））、米類やチョコレート等の菓子類、10月以降は飲料や加工肉類等の価格上昇が影響している。このうち米類⁵¹については、上述のとおり、夏場における需給のひっ迫や令和6年産米における生産コスト増の反映等が影響し、2024年12月には前年比64.5%の記録的な水準まで上昇幅が拡大した。チョコレートについては、原料のカカオ豆の価格が、産地であるガーナ等の異常気象による生産減の影響を受けて世界的に高騰しており、円安も相まって、国内製品価格の上昇につながっている。このように品目ごとには、様々な要因が価格動向に影響している中、食品メーカーによる価格引上げの要因をみると（第1-2-3図（4））、2024年は、2023年に比べて、円安や人件費、包装・資材、物流費を挙げる企業が増加していたことが分かる。さらに、2025年（2024年12月時点の1-4月見通し）にかけては、物流費や人件費を価格引上げの要因として挙げる企業が更に増加している。このように、食料品については、一般的には、①円安進行が、包装・資材費の上昇も伴って、ラグをもって最終製品価格に波及している

ッター170円を超えると措置が発動される形で開始され、2023年10月5日から2024年12月18日までは1リッター当たり175円程度、2024年12月19日から2025年1月15日までは同180円程度、現在（2025年1月末時点）は同185円程度を上限価格に補助が行われている。

⁵⁰ 電気・ガスの激変緩和措置は、電気・ガスの各小売事業者への補助を通じて使用量に応じた料金の値引きを行い、電気・ガスの消費者を支援する目的で、2023年1月から開始され、消費者物価のコア（生鮮食品を除く総合）の上昇率を最大1.1%pt押し下げた。同措置は、2024年5月をもって終了したが、2024年8月からは酷暑乗り切り緊急支援として同様の補助が実施され、コアの上昇率を最大0.5%pt押し下げた。酷暑乗り切り緊急支援は2024年10月をもって終了した。これらの施策の物価への影響は、消費者物価指数においては、検針・支払月に反映されることから、政策の開始や縮小・終了の影響は、翌月の指数に反映される。2024年を振り返ると、6月にかけて、激変緩和措置の支援幅が縮小、終了となる中で、6月、7月の物価上昇率を押し上げる方向に作用した。また、8～10月に実施された酷暑乗り切り支援については、9月以降、物価上昇率を抑制する方向に働いた後、11月には（10月の支援幅縮小を受け）物価上昇率を押し上げる要因となり、12月も、同支援の終了を受けて、物価上昇率を押し上げる方向に作用した。

⁵¹ なお、米類が消費者物価に占めるウエイトは0.6%。

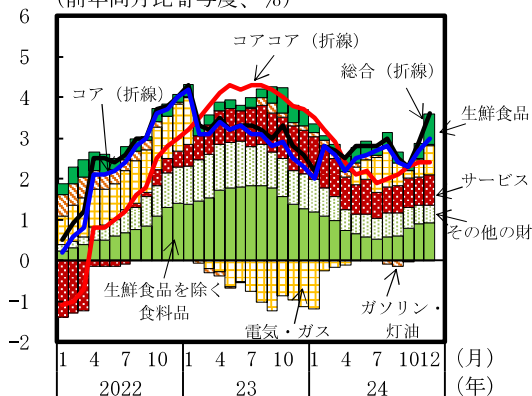
【資料A】

こと、②生産コストに占めるシェアは高くないものの⁵²、33年ぶりの高水準の賃上げの中で、人件費の転嫁が進んでいること、さらに、③物流費については、いわゆる「物流の2024年問題」もあって、2024年以降、道路運送料の上昇が顕著であり、これらコストの販売価格への転嫁が進んでいること等が価格上昇に影響しているとみられる⁵³。

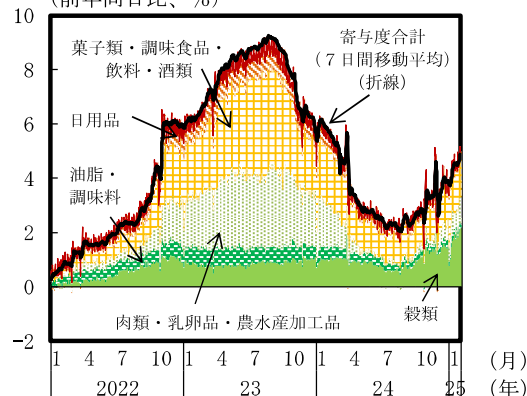
第1-2-3図 消費者物価、食料品価格等の動向

消費者物価は2023年11月以降、概ね2%台で推移したが、生鮮食品価格の上昇が加速し、食料品の上昇幅も拡大

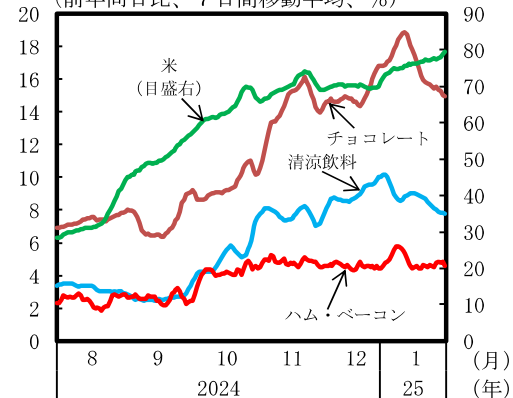
(1) 消費者物価の推移 (前年比)
(前年同月比寄与度、%)



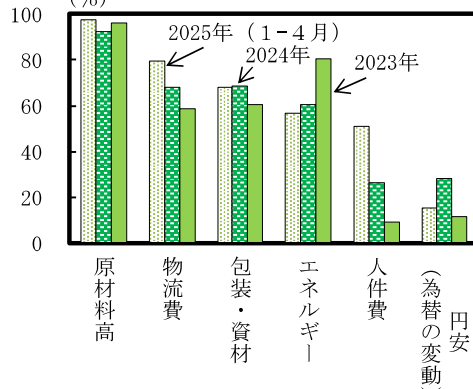
(2) 食料品・日用品の物価 (POSデータ)
(前年同日比、%)



(3) 主な価格上昇品目の推移 (POSデータ)
(前年同日比、7日間移動平均、%)



(4) 食品会社の価格引上げ要因
(%)

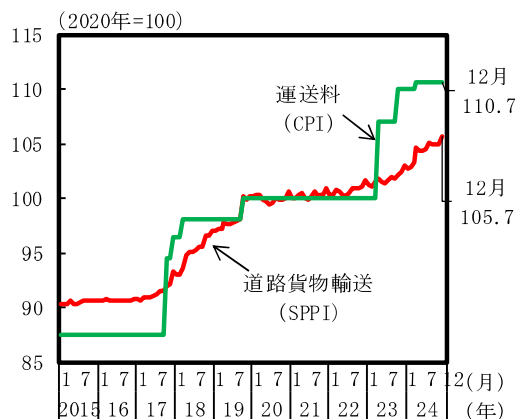


⁵² 2020年の「産業連関表」によると、食料品製造部門(食料品+飲料)の国内生産額に占める雇用者所得のシェアは13.6%(全部門(内生部門計)の国内生産額に占める雇用者所得のシェアは27.7%)。

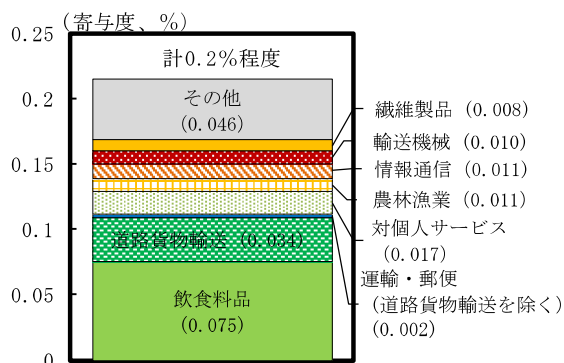
⁵³ 2020年の「産業連関表」を用いた試算によると、物流費(道路貨物運送料)の10%の上昇が、最終製品の価格に転嫁された場合、物価全体を0.2%程度押し上げると試算され、その中でも、飲食料品の寄与0.075%ptが大きい。この点を含め、物流費と食料品価格の関係について、詳細は、豊川(2024)を参照。

【資料A】

(5) 物流費の推移



(6) 物流費10%上昇の物価への波及効果



- (備考) 1. 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業向けサービス価格指数」、株式会社ナウキャスト「日経CPI Now」、帝国データバンク「『食品主要 195 社』価格改定動向調査」、総務省「令和2年産業連関表」により作成。
 2. (4)は、2023年、2024年、2025年(1-4月)における値上げ要因(一部重複を含む)。
 3. (6)は、道路貨物輸送の価格が10%上昇した場合の試算値。

食料品を含む財の消費者物価について先行きを考えると、エネルギー価格については、①ガソリン・灯油の激変緩和措置については段階的に補助が縮小されていくことから、物価上昇率に対しては徐々に押上げ方向に働いていくとみられる⁵⁴一方、②電気・ガス代については、2025年1～3月に負担軽減事業が実施されるため、2月以降の物価上昇率の抑制要因となると見込まれる⁵⁵。食料品については、夏以降の大きな上昇要因となった米は、前年比でみた上昇率は高止まると考えられる一方、その他の食料品については、円安を通じた輸入物価の上昇が波及していく効果のほか、物流費や人件費の転嫁等もあって、上昇幅の拡大が続く可能性に留意が必要である。また、野菜など生鮮食品の価格動向にも引き続き注意が必要である。

⁵⁴ ガソリン小売価格が175円から185円に上昇していくことにより、175円のままであった場合と比べて、2025年2月以降の消費者物価(総合)の前年比を0.18%pt程度押し上げると試算される。

⁵⁵ 電気・ガス料金負担軽減事業は、2025年2、3月の消費者物価(総合)の前年比に対して、マイナス0.33%pt程度の押下げ寄与となる見込みである。ただし、その後、4月には、支援幅の縮小を受けて、マイナス0.17%pt程度の押下げ寄与となる見込み(前年比の押下げ幅が縮小するため、4月にかけて、消費者物価の前年比の上昇幅を拡大させる方向に働く)。

コラム1-5 消費者物価における生鮮食品の動向と背景について

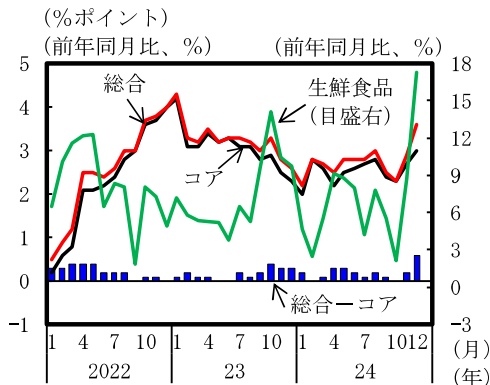
ここでは、消費者物価指数のうち、消費者の生活に身近な品目の一つである生鮮食品（消費者物価の総合に占めるウエイトは4%⁵⁶）の価格動向や背景を確認していく⁵⁷。消費者物価の基調を捉える上では、天候要因等により価格変動が大きい生鮮食品を除いたコア（生鮮食品を除く総合）やコアコア（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）が参照されることが多いが、生鮮食品を含む総合は、消費者が直面する財・サービスの価格を包括的に表すものとして、より生活実感に近い指標と言える。

消費者物価の総合とコアの前年比上昇率を比較すると、近年、総合の伸びがコアの伸びを上回るケースが多くみられる（2024年1月から12月までの伸び率の乖離の平均は約0.2%ptと、総合がコアを上回る）（コラム1-5-1図（1））。より長期に、生鮮食品とコアの指数を比較すると、2010年頃までは、振れはありながらも、生鮮食品とこれを除くコアはおおむね同様に推移してきたが、その後は、生鮮食品がコアを上回って推移してきた（コラム1-5-1図（2））。生鮮食品の内訳をみると、生鮮野菜、生鮮果物、生鮮魚介のいずれについても2010年以降上昇傾向にあることが分かる（コラム1-5-1図（3））。

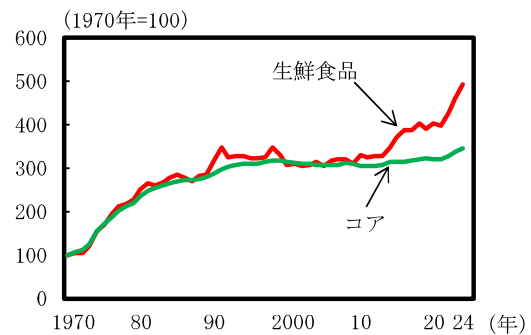
コラム1-5-1図 消費者物価指数の総合とコア、生鮮食品の推移

近年、消費者物価指数の総合の伸びが、生鮮食品を除くコアの伸びを上回るケースが多くみられる

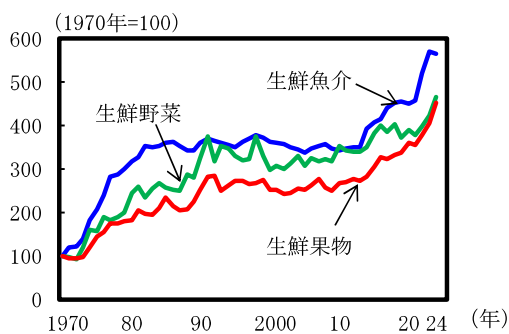
(1) 総合とコア、生鮮食品の推移



(2) 生鮮食品とコアの推移



(3) 生鮮食品の内訳の推移



(備考) 総務省「消費者物価指数」により作成。固定基準。

⁵⁶ 2020年基準。うち生鮮野菜は1.9%、生鮮魚介は1.1%、生鮮果物は1.0%。

⁵⁷ より詳細な議論については、豊川・長尾・小林（2025）を参照。

【資料A】

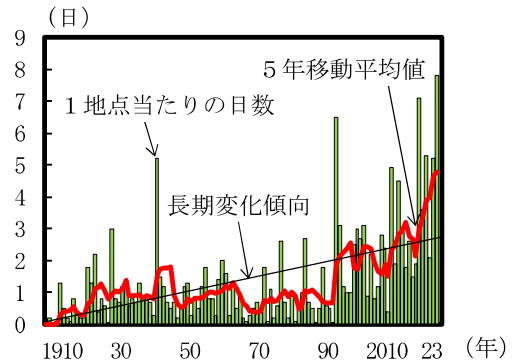
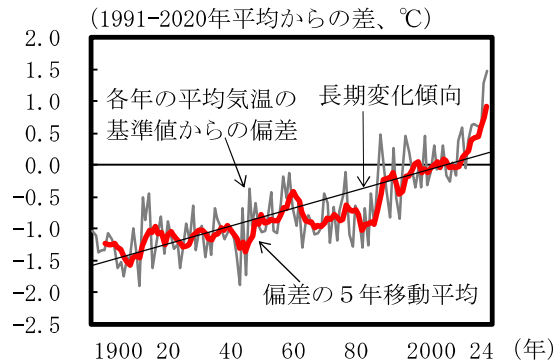
こうした生鮮食品価格の上昇トレンドについては、いくつかの要因が考えられるが、その一つは天候不順の影響である。地球温暖化の影響もあって、長期的に平均気温は上昇傾向にあるが、2010年代以降、こうした長期トレンドを上回って、気温が高まる傾向がみられる（コラム1-5-2図（1））。加えて、日中の最高気温が35度を超える猛暑日数も2010年代以降、長期的なトレンドを大きく上回る傾向にある（コラム1-5-2図（2））。時間降水量50mmを超える豪雨の発生頻度についても、長期的な増加傾向が観測される（コラム1-5-2図（3））。生鮮食品は、天候不順の影響を受けやすく、高温や降雨量の増加による生育不良等が供給の不安定化を招き、価格の上昇につながっているとみられる。

コラム1-5-2図 気温、降水量の動向

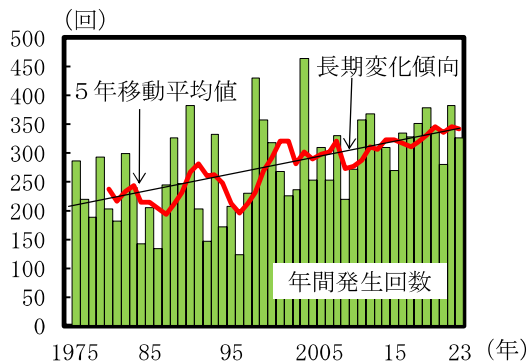
2010年代以降、猛暑日数が長期的なトレンドを大きく上回る傾向

(1) 日本における年平均気温の推移

(2) 日最高気温35°C以上の年間日数



(3) 時間降水量50mm超の年間発生回数



(備考) 気象庁公表データにより作成。(2)は、全国13地点における平均で1地点当たりの値。(3)は、全国のアメダスによる観測値を1300地点当たりに換算した値。

また、生産資材の高騰や人件費の上昇も、農林水産事業者の生産コストに影響を及ぼしているとみられる（コラム1-5-3図（1））。例えば、野菜作経営における費用割合（2022年）をみると、荷造運賃手数料や雇人費が3割、エネルギーや原材料高の影響を特に受ける動力光熱費や肥料費といった主要生産費用は全体の4割程度を占めている（コラム1-5-3図（2））。「物流の2024年問題」もあって農林水産関係でも物流関係費が上昇しているとみられるほか、農業生産資材価格をみると、2010年代以降上昇傾向にあ

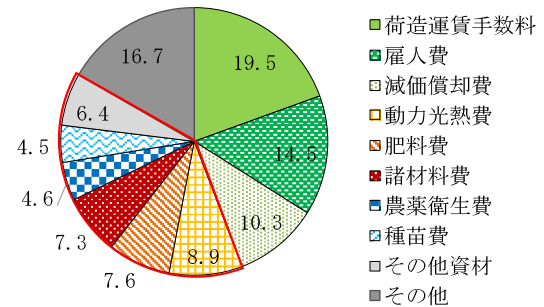
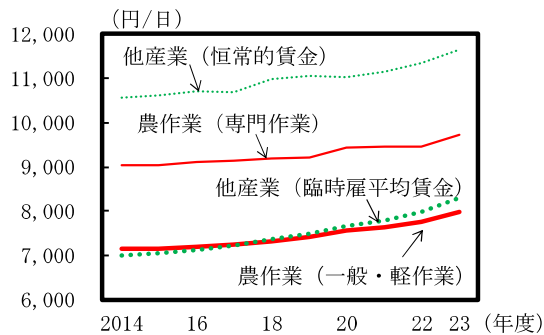
る中で、2022年2月のロシアによるウクライナ侵略等を背景とした肥料価格の急騰⁵⁸、さらには円安の急速な進行もあって、近年の価格上昇が著しく、これらが生鮮食品の上昇に影響している可能性がある（コラム1-5-3図（3）、（4））。

コラム1-5-3図 農業関係生産費用の動向

農業資材価格の上昇も農業生産者のコスト増要因に

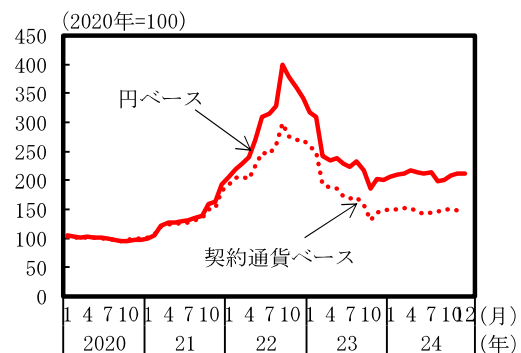
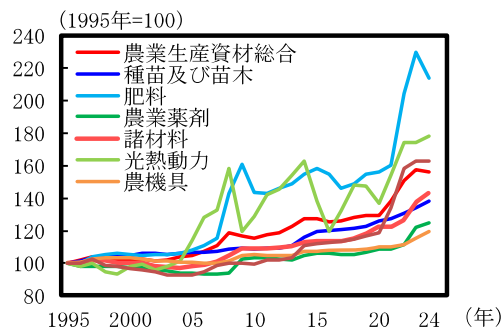
(1) 農業分野における賃金の動向

(2) 野菜作経営における費用割合（2022年）



(3) 農業生産資材価格指数の長期推移

(4) 化学肥料の輸入価格の推移



(備考) 1. 一般社団法人全国農業会議所「農作業料金・農業労賃に関する調査結果」、農林水産省「営農類型別経営統計」、
「農業物価統計」、日本銀行「企業物価指数」により作成。
2. (1)は、農作業労賃については、臨時的雇用者（年雇（年間6か月以上継続雇用）、年間1か月以上6か月未満の継続雇用を除く）への1日当たりの支払い総額を表す。他産業労賃については、臨時雇（パート）平均賃金は、他業種の平均的な1日当たり（8時間）の金額、恒常的賃金は、他の主要産業の30歳を基準とする1日当たりの賃金を表す。いずれの系列についても男性の全国平均の値。

物価の基調をみる上では、一般に、変動の大きい生鮮食品を除くコアや、生鮮食品に加えてエネルギーを除いたコアコアが重視されることが多いが、消費者の生活実感の上では、生鮮食品を含め日ごろの購入頻度が高い身近な品目の価格の動向が重要であり⁵⁹、これら

⁵⁸ 中国やロシアは肥料の主要生産国であり、主要輸出国でもある。我が国では、リン酸アンモニウムや塩化カリのほぼ全量、尿素の95%と、化学肥料原料の大部分を輸入に依存している。2021年秋以降、中国による肥料原料の輸出検査の厳格化のほか、ロシアによるウクライナ侵略の影響により、我が国の肥料原料の輸入が停滞したことを受け、代替国から調達する動きがみられる（付図1-7）。

⁵⁹ 現時点では廃止されている調査であるが、消費者庁の「物価モニター調査」において、2016～2018年に実施されていた、消費者がどのような品目で一番物価変動を感じるかについてのアンケート結果をみると、ガソリンや生鮮食品、食料品は他の品目に比べて回答割合が高く、こうした傾向は、現時点でも続いていると推測される。

【資料A】

の価格上昇が、今後の物価上昇予想も通じて、消費者マインドを下押しするという点に留意すべきである。上述したように、生鮮食品の物価は、近年頻度が高まっている天候不順や各種生産コスト増の影響で上昇傾向が続いており、生鮮食品及びこれを含む総合についても、物価指標として従来以上に重視していくことが重要と言える。

（サービス物価の上昇率は欧米よりは低位であるが、プラスの上昇率が定着へ）

我が国の消費者物価において、財の前年比は2022年末の8%程度をピークに縮小傾向となり、2024年に入って3%前後で下げ止まって推移した後、2024年12月は生鮮食品価格の上昇が加速し、4%程度となっている（第1-2-4図（1））。一方、欧米においては、2024年中は、ゼロ%近傍ないし1%程度のプラス圏内で推移している。これに対し、サービスの消費者物価は、欧米では前年比4%ないしそれ以上の上昇が続き、物価上昇の主要因となっている一方、日本のサービス物価は前年比1%台半ばから後半の緩やかな上昇が続いている（第1-2-4図（2））。日本のサービス物価について、公共料金⁶⁰、家賃、それ以外の一般サービス（以下、「一般サービス」という。）に分けると、公共料金は、基本的には前年比ゼロ近傍で横ばい傾向が続いているが、2024年10月は火災・地震保険料の引上げもあって1%程度の伸びとなっている⁶¹（第1-2-4図（3））。家賃も、東京圏を中心にわずかながら上昇率が高まっているが、前年比0.3%程度にとどまる。一方、一般サービスは、2023年から2024年前半にかけて、前年比4%程度で推移した後、やや上昇幅が縮小し、3%程度で推移している。一般サービスについては、過去、長期間にわたり、物価上昇率が基本的にゼロ%前後で動かなかったことと比べると、近年は、人件費の転嫁もあってプラスの上昇率が定着してきていると考えられる。今後、賃金と物価の好循環が実現していくためには、人件費割合が相対的に大きいサービス部門において、賃金の継続的な上昇と、その価格転嫁を通じて、物価の安定的な上昇が継続していくことが重要であり、この点については、本節後段で議論する。

⁶⁰ 公共料金は、①国会や政府が決定するものとして、診療代や介護料等（消費者物価指数における対応品目。以下同じ）、②政府が認可・上限認可するものとして、鉄道普通運賃（定期を含む）、タクシー代、通信料（固定電話）、放送受信料（NHK）、自動車保険料、火災・地震保険料、電気代、都市ガス代、たばこ等、③政府に届け出るものとして、運送料、航空運賃等、④地方公共団体が決定するものとして、高等学校授業料（公立）、保育所保育料、水道料等がある。このうち、消費者物価のサービスに含まれる公共料金は、財に含まれる電気代、都市ガス代、たばこ、水道料を除いたものである。

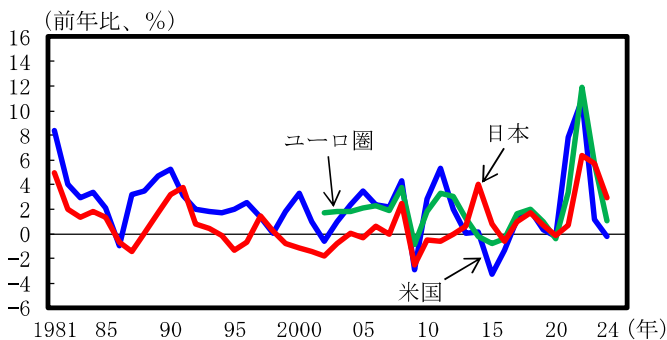
⁶¹ 消費者物価における公共サービス料金や家賃の現状や課題に係る分析は、内閣府（2024）を参照。

第1-2-4図 財とサービスの物価上昇率（日米欧での比較）

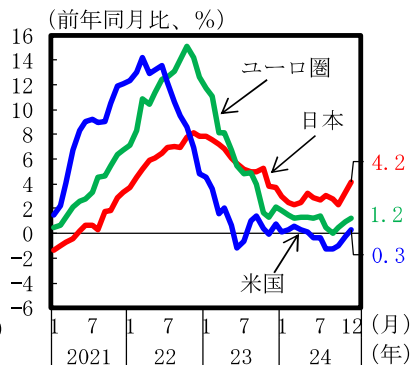
サービス物価は、公共料金や家賃を除くと、前年比3%程度で推移

(1) 財物価

① 暦年

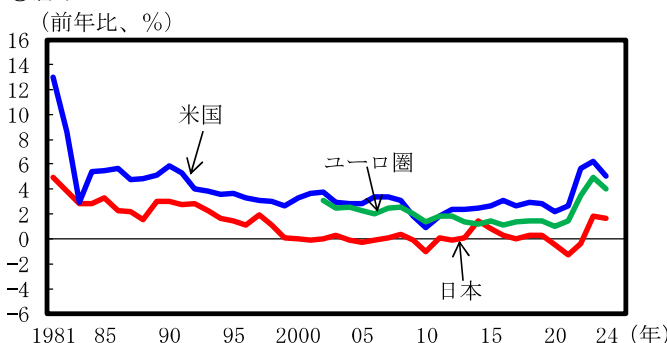


② 月次

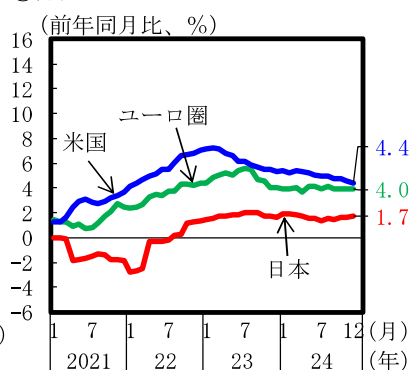


(2) サービス物価

① 暦年

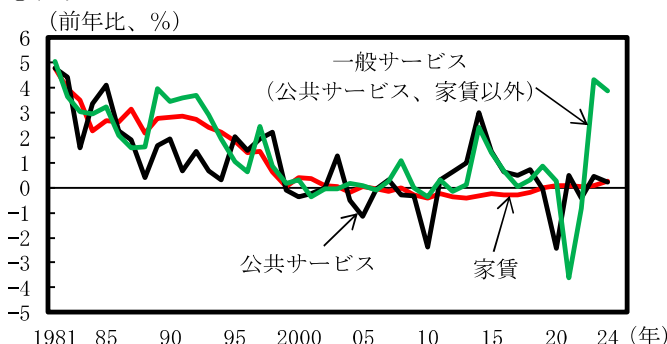


② 月次

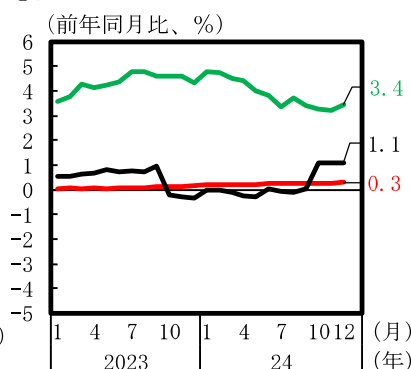


(3) 日本におけるサービス物価の内訳の推移

① 暦年



② 月次



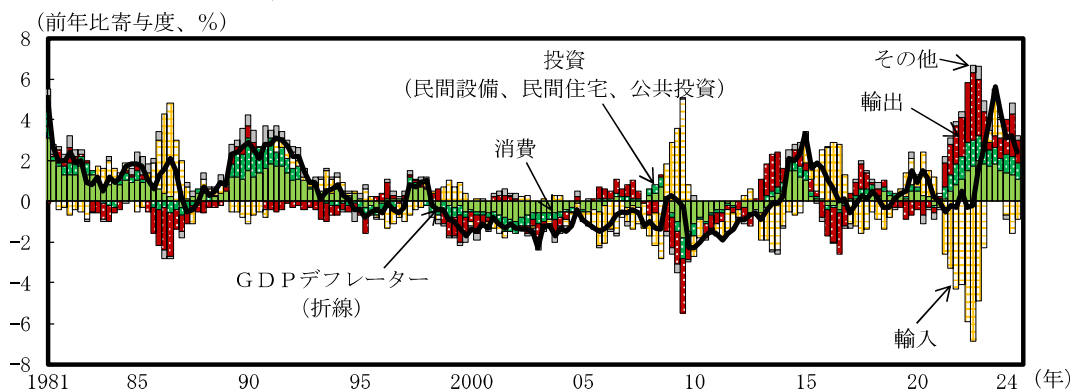
(備考) 1. 総務省「消費者物価指数」、米国労働省、Eurostatにより作成。
 2. 日本は、政策等による特殊要因（エネルギー価格支援、全国旅行支援等）を除いた値。消費税率上げの影響を含む。固定基準。米国については、電気・ガスを含まない。(3)において公営家賃は家賃に含めている。

【資料A】

（GDPデフレーターは、内需を中心に2%台で推移）

物価動向に関して、最後に、GDPデフレーターの動向を確認する（第1-2-5図）。GDPデフレーターは、国内で生産された付加価値の価格である一方、輸入品は、海外で生産された付加価値に由来するものであり、輸入物価はGDPデフレーターの算定の際には控除される。このため、輸入物価が上昇（下落）する局面では、一義的に、GDPデフレーターを押し下げる（押し上げる）方向に作用する。近年の動向を振り返ると、2022年7-9月期にかけては、輸入物価の上昇幅が高まる中で、GDPデフレーターの押下げ幅が拡大した一方で、輸入物価の価格転嫁を通じた輸出物価や消費や投資といった国内需要デフレーターの上昇幅の拡大が相殺し、結果としてGDPデフレーターの伸び率はゼロ近傍で推移した。その後、2023年7-9月期にかけては、国内需要デフレーターの上昇率は3%台半ばから2%台後半に縮小した一方、輸入物価の上昇幅が縮小し、下落へ転じる中で、GDPデフレーターの上昇率は押し上げられ、1981年以降最も高い5.6%まで達した。その後、2024年7-9月期にかけては、輸入物価の前年比下落幅が縮小し、上昇に転じる中で、国内需要デフレーターは2%台で推移し、GDPデフレーター上昇率も2%台半ばまで縮小した。このように、輸入物価が上昇する中であっても、国内要因での物価動向を示すGDPデフレーターの上昇率が安定的にプラスになっていることは、長期的に遡ってみても、我が国がデフレ状況に陥る前の1980年代初頭と1990年前後以来のことであり⁶²、これまでとは物価の基調が着実に変わりつつあることを示していると言える。

第1-2-5図 GDPデフレーターの動向
消費や投資といった国内需要デフレーターを中心に2%台に



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。

2. 1994年以前の系列は、「国民経済計算（2015年基準）」の簡易的な遡及方法による参考系列を用いて接続。

⁶² 世界金融危機前の2000年代半ばの資源価格高騰や円安による輸入物価上昇の局面では、企業の価格転嫁が進まなかったことから国内需要デフレーターの動きは鈍く、GDPデフレーターは下落基調で推移していた。また、1997年度や2014年度のGDPデフレーターの上昇は、消費税率引上げの影響を受けている。

2. デフレ脱却に向けた物価の背景

以上の物価の基調に加えて、ここでは、物価の背景について、GDPギャップや単位労働費用といったマクロ的な物価変動要因のほか、2024年における賃金上昇の詳細、原材料や人件費の価格転嫁の動向、サービス分野を含む物価上昇の広がり、企業や家計、市場参加者の予想物価上昇率、といった経済主体の価格・賃金設定行動や物価に対する認識に係るミクロ的な観点を含む各種の指標やデータを総合的に確認し、デフレ脱却に向けた現在地を確認する。なお、賃金上昇の持続性に係る詳細な議論については、コロナ禍前に人手不足感が高かった時期との比較を含めた分析を含め、第2章第2節において行う。

（GDPギャップのマイナス幅は縮小傾向、単位労働費用は賃上げ効果で前年比上昇）

まず、経済全体の需給の過不足を示すGDPギャップと、賃金に由来する物価上昇圧力を示す単位労働費用（以下、「ULC」という。）の動向について確認する。GDPギャップについては、2020年のコロナ禍による急速な悪化の後、長い目でみれば、振れを伴いながらも改善傾向で推移し、2024年7－9月期にはマイナス0.4%程度までマイナス幅が縮小している（第1－2－6図（1））。このように、現状は、需要不足の拡大によって物価が下落していくような環境にはないと考えられるが、今後、景気の緩やかな回復基調が続き、GDPギャップの改善傾向が継続するかどうか、慎重に見極めていく必要がある。なお、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2024）にも示されているとおり、GDPギャップと消費者物価上昇率（コアコア）の関係（フィリップス曲線）をみると、デフレに陥る以前においては、切片が有意にプラスであり、かつ傾きについても明確な正の関係がみられていたが、デフレに陥って以降、コロナ禍前までの期間をみると、曲線が下方にシフトし、切片がゼロ近傍まで低下したほか、傾きもフラット化していったことが分かる（第1－2－6図（2））。このうち、切片の低下については、家計や企業といった経済主体の予想物価上昇率が低下したこと等を示唆している⁶³。GDPギャップが負の領域にならないということは、物価下落につながる蓋然性が低いという意味では重要であるが、安定的な物価上昇の実現にとってより重要なのは、経済主体の予想物価上昇率が2%前後で推移し、フィリップス曲線がデフレに陥る前のように安定的に上方に位置していることである。つまり、賃上げや価格転嫁の促進によって、賃金と物価が共に安定的に上昇していくというノルムが確立していくことが重要であり、こうした点も、デフレ脱却の判断に当たって、GDPギャップ等に限らず物価の背景を総合的かつ丁寧に確認していくことが必要であるとする所以である。

⁶³ フィリップス曲線のフラット化の背景に係る議論は様々あるが、コラム1－6では、その一つの仮説として指摘されることのあるグローバル・バリュー・チェーンとの関係の深化の影響について検証している。

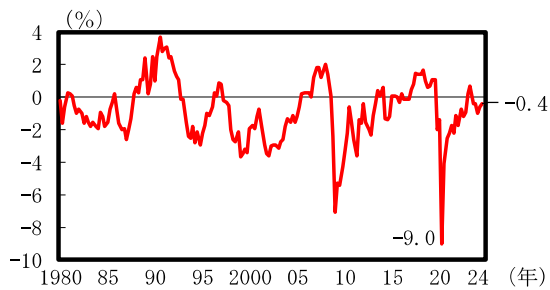
【資料A】

次に、ULCの前年比上昇率は、2023年は均してみればゼロ近傍のプラスで推移していたが、2024年4-6月期以降は、33年ぶりの高水準となった2024年春季労使交渉の賃上げの効果や堅調だった夏のボーナスを反映して、雇用者一人当たりの名目賃金の伸びが高まったことから、明確なプラス領域で推移している（第1-2-6図（3））。ここで、上述のGDPデフレーター上昇率について、ULCの変動による部分（ULC要因）とそれ以外の要素による部分（其他要因）⁶⁴に分解したものをみると、2023年中は、GDPデフレーター上昇率が高まる中で、ULC要因以外が支配的であったが、2024年以降、特に4-6月期以降は、賃金上昇の効果も反映して、ULC要因が主たる要素となっていることが確認される（第1-2-6図（4））。

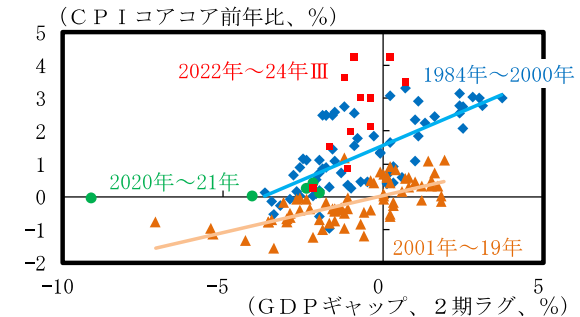
第1-2-6図 GDPギャップ、単位労働費用の動向

GDPギャップはマイナスは幅が縮小傾向、単位労働費用の前年比は賃上げの効果もあって直近はプラスに

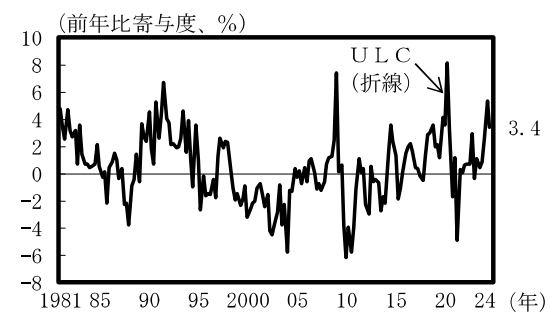
(1) GDPギャップ



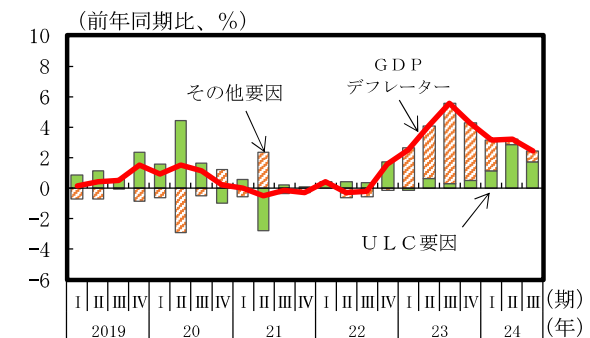
(2) GDPギャップとCPIコアコア



(3) 単位労働費用（ULC）



(4) GDPデフレーターの要因分解



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」、「労働力調査」より作成。
 2. GDPギャップ＝（実際のGDP－潜在GDP）／潜在GDP
 3. (2)の消費者物価指数は政策等による特殊要因を除く。固定基準。なお、消費者物価の前年比変化率に消費税率引上げの影響が含まれる期間のデータは除いている。
 4. SNAベースのユニットレバーコスト＝名目雇用者報酬／実質GDP＝（名目雇用者報酬／労働投入）／（実質GDP／労働投入）により算出。（3）は、2015年基準による1994年より前の1990年基準の名目雇用者報酬について、1990年基準の前期比で接続することにより、基準の違いによる断層を補正している。

⁶⁴ GDPデフレーターは、名目GDP／実質GDPであり、三面等価が厳密に成立する仮定の下では、恒等式上、 $(\text{名目雇用者報酬} / \text{実質GDP}) + ((\text{営業余剰} \cdot \text{混合所得} + \text{固定資本減耗} + \text{間接税等}) / \text{実質GDP})$ と表される。このうち第1項がULC要因であり、第2項が其他要因となる（実質GDP－単位当たりの営業余剰・混合所得、固定資本減耗、生産・輸入品に課される税等で説明されるGDPデフレーターの動向）。

コラム1-6 グローバル・バリュー・チェーンとのつながりとフィリップス曲線

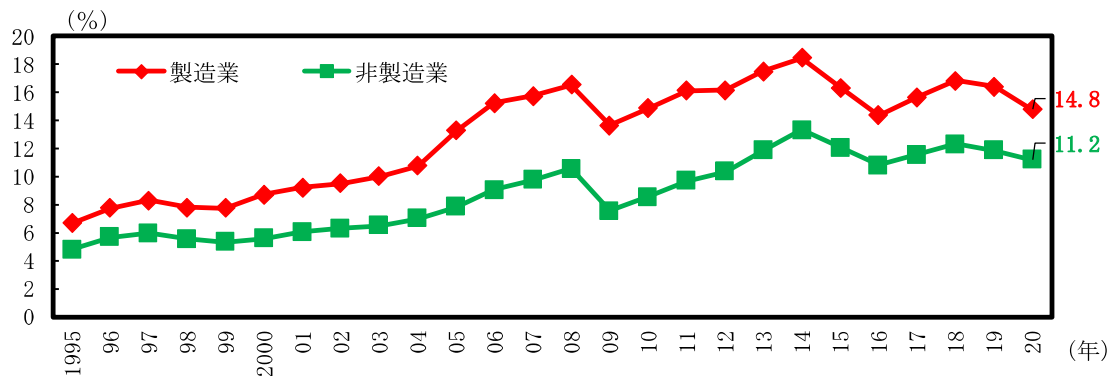
本論では、GDPギャップと消費者物価上昇率の関係（フィリップス曲線）のフラット化について述べたが、日本のみならず、欧米諸国においても、世界金融危機前後において、需給バランスの急激な悪化とその後の回復の中でも、物価上昇率は緩やかな状態が続き、フィリップス曲線のフラット化が生じていたとされる。この背景には、様々な要因が考えられる。例えば、伊達・中島・西崎・大山（2016）では、①中央銀行のコミュニケーションによる物価上昇予想のアンカーの強化、②メニューコストや名目賃金の下方硬直性によるフィリップス曲線の非線形性、③グローバル化や規制緩和による環境変化が挙げられている。本コラムでは、このうち、③に関するグローバル・バリュー・チェーンとフィリップス曲線との関係について、諸外国に係る先行研究を踏まえつつ、我が国を対象に考察する。

まず、グローバル・バリュー・チェーンとのつながりの深さを示す指標の一つである、産業の中間投入に占める輸入割合を確認すると、製造業・非製造業ともに緩やかに上昇しており、かつ、その割合は製造業の方が一貫して高い状態が続いている（コラム1-6-1図（1））。また、国・地域別の輸入割合をみると、製造業・非製造業ともに、中国・ASEANの伸びが顕著であり、中間投入に占める輸入割合の上昇はこれらの地域からの輸入増加が主因となっていることが分かる（コラム1-6-1図（2））。

コラム1-6-1図 中間投入における輸入割合

日本の中間投入に占める輸入割合は、上昇傾向。特に中国の伸びが顕著。

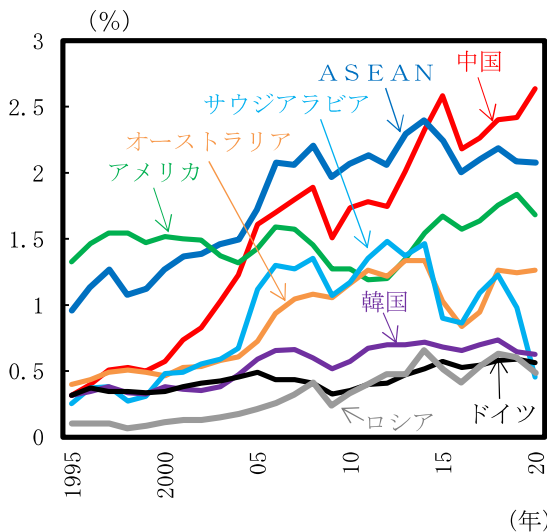
（1）産業別中間投入に占める輸入割合



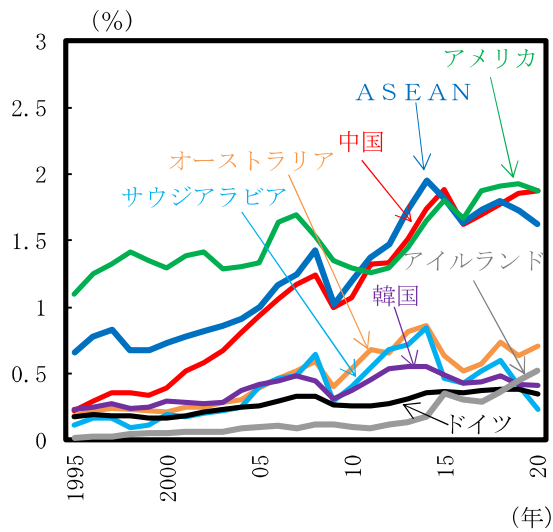
【資料A】

(2) 中間投入に占める国・地域別割合

① 製造業



② 非製造業



(備考) OECD “Inter-Country Input-Output tables”により作成。

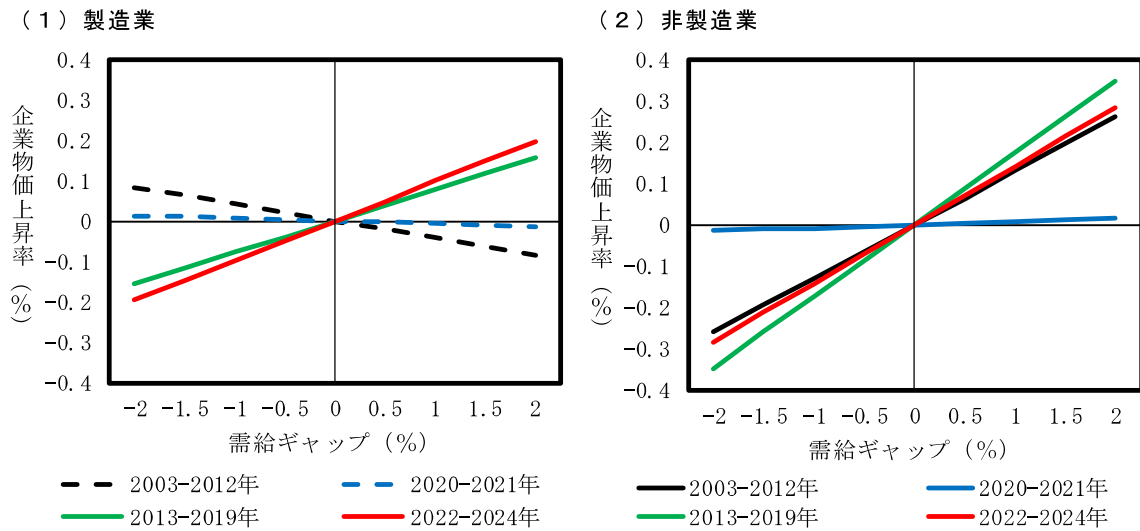
次に、Gilchrist and Zakrajsek (2019) や Aquilante et al. (2024) の手法を参考に、産業別パネルデータを用いて、国内企業物価（財・サービス）と、鉱工業生産指数や第3次産業活動指数を用いて推計した需給ギャップとの関係をフィリップス曲線として推定する。推定に当たっては、需給ギャップ以外の要因が物価上昇率に与える影響を除くことが重要であり、Aquilante et al. (2024) では、産業別のパネルデータを用いることにより産業ごとの固定効果を考慮するとともに、時系列の固定効果も考慮し、Ball and Mazumder (2014) や McLeay and Tenreyro (2019) 等でフィリップス曲線に影響を及ぼすことが指摘されている予想物価上昇率や金融政策による影響など全産業共通に関わる要素についてもコントロールしている。本分析でも同様の処理を行った。

産業別フィリップス曲線の推定結果を示しているのが、コラム1-6-2図である。まず、製造業については、2003年から2012年は、物価と需給ギャップとの間に統計的に有意な関係性は認められなかったものの、2013年から2019年にかけては、有意に正の関係が認められるようになってきている。コロナ禍の中にあった2020年から2021年には有意な関係性は失われたものの、コロナ禍後の2022年から2024年にかけては、再度、有意に正の関係性が確認できるようになっており、その傾きもアベノミクス期と同程度になっている。

次に非製造業については、いずれの時期も統計的に正に有意な関係性が認められており、2012年以前と2013年から2019年にかけての時期を比較すると、後者の方がより物価と需給ギャップの関係性が強くなっている。コロナ禍においては、フィリップス曲線は大きくフラット化したものの、2022年以降にかけては、コロナ禍以前の姿に近づきつつある。また、製造業と非製造業を比較すると、コロナ禍以前においては、製造業の方が、フィリップス曲線がよりフラットであったことが分かる。

コラム1-6-2図 産業別フィリップス曲線

製造業は、非製造業に比べ、フィリップス曲線がよりフラットになっている



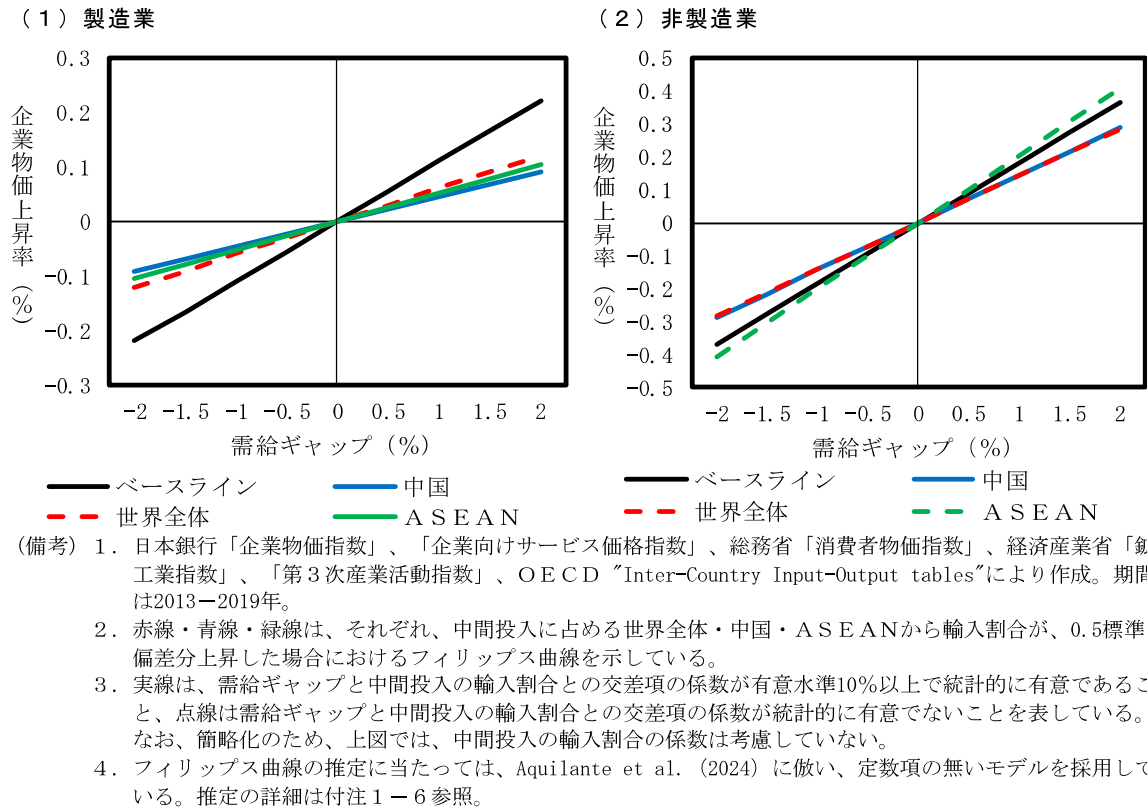
- (備考) 1. 日本銀行「企業物価指数」、「企業向けサービス価格指数」、総務省「消費者物価指数」、経済産業省「鉱工業指数」、「第3次産業活動指数」により作成。
 2. 実線は、傾きの係数が有意水準10%以上で統計的に有意であること、点線は傾きの係数が統計的に有意でないことを表している。
 3. フィリップス曲線の推定に当たっては、Aquilante et al. (2024) に倣い、定数項の無いモデルを採用している。推定の詳細は付注1-6参照。

ここで推定されたフィリップス曲線に、中間投入に占める輸入割合の要素を加え、グローバル・バリュー・チェーンとのつながりが、我が国のフィリップス曲線に対してどのような影響を与えたのかについて検証した結果がコラム1-6-3図である。製造業の結果をみると、中間投入に占める中国・ASEANからの輸入割合の上昇が、フィリップス曲線をフラット化させていることが分かる。これは、中間投入に占める輸入割合が増加するほど、国外における需給バランスの変動の影響を受けるようになり、国内物価と国内における需給バランスとの関係性が希薄化する結果であると考えられる。一方、非製造業では、中国からの輸入割合の上昇が、フィリップス曲線をフラット化させていることが確認されたものの、製造業と比べるとその程度はやや小さく、ASEANについては、統計的に有意な関係は確認されない。

以上の分析を踏まえると、フィリップス曲線のフラット化に影響した要因は様々ではあるものの、グローバル化の進展に伴い、トレンドとして、中間投入の輸入割合、特に中国・ASEANからの輸入割合が高まった中、こうしたグローバル・バリュー・チェーンとのつながりの深化が、製造業を中心に、我が国のフィリップス曲線をフラット化させてきた可能性があると言える。

【資料A】

コラム 1-6-3 図 中間投入の輸入割合を考慮した産業別フィリップス曲線
 中間投入に占める輸入割合の増加が、製造業のフィリップス曲線をフラットにしている



(過去四半世紀にわたる賃金も物価も据え置きで動かない状況から大きく変化)

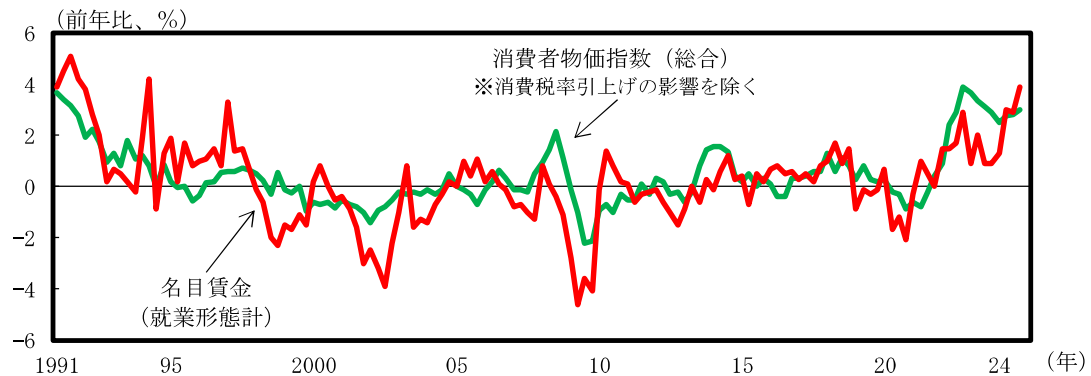
次に、賃金上昇の状況を確認する。我が国の名目賃金の上昇率は、1990年代末以降、物価上昇率と同様におおむね0%前後で推移してきた。2021年以降は、上述のとおり、輸入物価上昇を起点とするコストプッシュ型の物価上昇が生じたが、これに対し、2022年から価格転嫁や賃上げを強力に促進してきた結果、賃金上昇率は着実に高まっている(第1-2-7図(1))。「毎月勤労統計」における就業形態計の名目賃金(現金給与総額)をみると、後述するように、2024年6~8月は夏のボーナスが堅調だったことが上昇率の押し上げに寄与したが、これを除いても賃金の伸びは着実に高まっており、2024年5月以降、8か月連続で2%以上の伸びが続いている(第1-2-7図(2))。これは、1992年以來のこととなる。このように、過去長期にわたり賃金も物価も据え置きで動かなかつたという状況からは大きく変化している。次に、現金給与総額の上昇率を、フルタイム労働者(労働者の約7割)、パートタイム労働者(労働者の約3割)それぞれの現金給与総額の上昇率と、パートタイム労働者比率に要因分解すると、フルタイム労働者、パートタイム労働者ともに、前年比増加が続く一方で、給与水準が相対的に低いパートタイム労働者比率が上昇傾向にあることが賃金上昇率の下押し要因となっている状況が続いているこ

とが分かる(第1-2-7図(3)、(4))。雇業者一人一人の賃金の伸びという観点では、フルタイム労働者とパートタイム労働者の就業形態別に分けてみるのが適切であり、以下、詳細を確認していく。

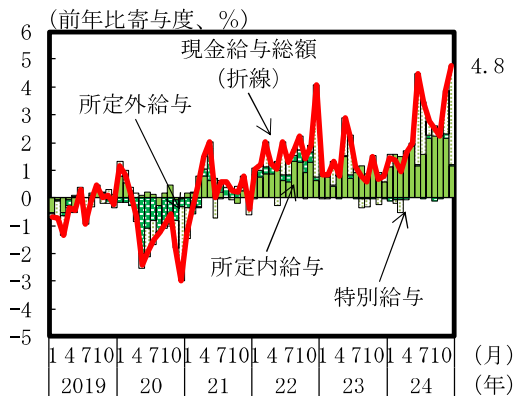
第1-2-7図 名目賃金の動向

過去四半世紀にわたる賃金も物価も据え置きで動かない状況から、賃金・物価共に上昇へ

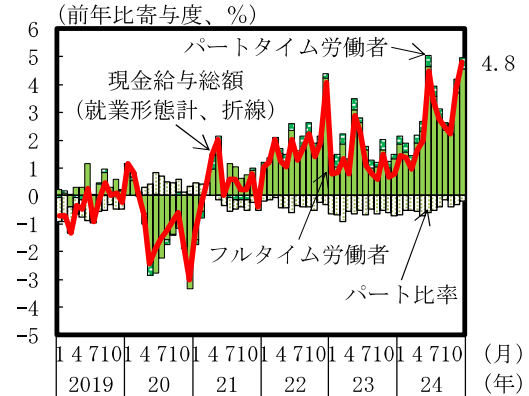
(1) 名目賃金・物価の上昇率



(2) 現金給与総額の寄与度分解

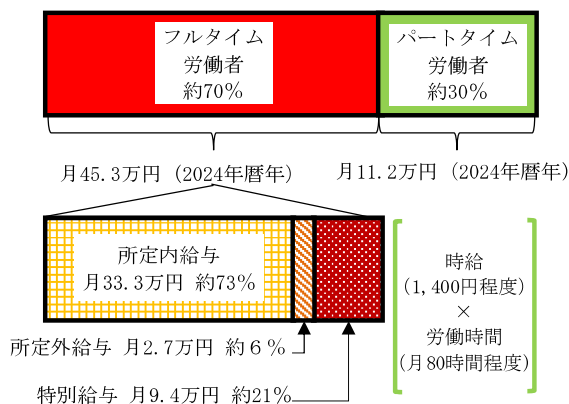


(3) 現金給与総額の寄与度分解(就業形態別)

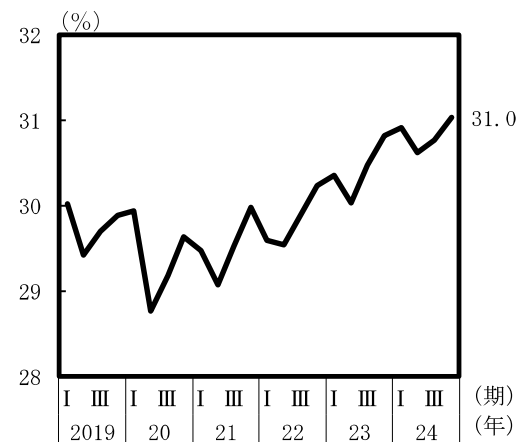


(4) 現金給与総額の構成とパート労働者比率の推移

① 現金給与総額の構成



② パート労働者比率の推移



(備考) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」により作成。2024年12月値は速報値。

【資料A】

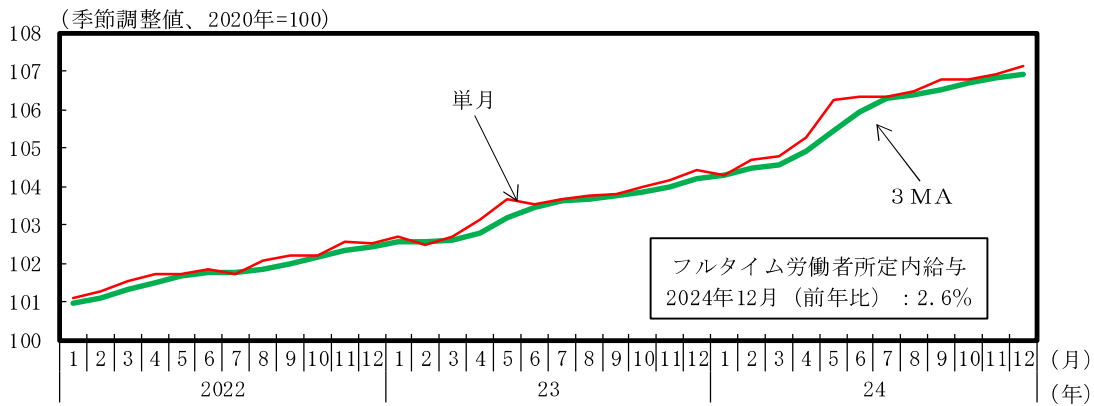
（フルタイム労働者の所定内給与は高まるも、春季労使交渉ベアを下回る）

まず、フルタイム労働者の所定内給与の動向を確認する。日本労働組合総連合会（連合）の春季労使交渉結果の集計においては、2024年は定期昇給を含む賃上げ率で5.10%、ベアで3.56%と33年ぶりの高水準となり、実際の給与支払である所定内給与も2024年4月以降賃上げが反映され始め、夏頃にかけて着実に伸びが高まった。2024年12月時点では前年同月比2.6%と、同年5月以降、8か月連続で2.5%を超える伸びが定着している（第1-2-8図（1））。これは、統計上比較可能な1994年以降で初めてとなる。

次に、賃上げ率が相対的に高い年における春季労使交渉におけるベアと「毎月勤労統計」の所定内給与の伸び率の関係を確認する。所定内給与の伸び率は、春季労使交渉のベアに相当⁶⁵するものであり、ベアが3%台であった1990年代初頭は、両者はおおむね整合的であった⁶⁶。2023年も、所定内給与の伸びは、ベア（2.12%）をやや下回ったものの、ほぼ同程度であったが、2024年についてみると、ベア3.56%に対し、所定給与の伸びはこれを下回り、2023年よりもかい離が拡大していることが分かる（第1-2-8図（2））。

第1-2-8図 フルタイム労働者の所定内給与の動向

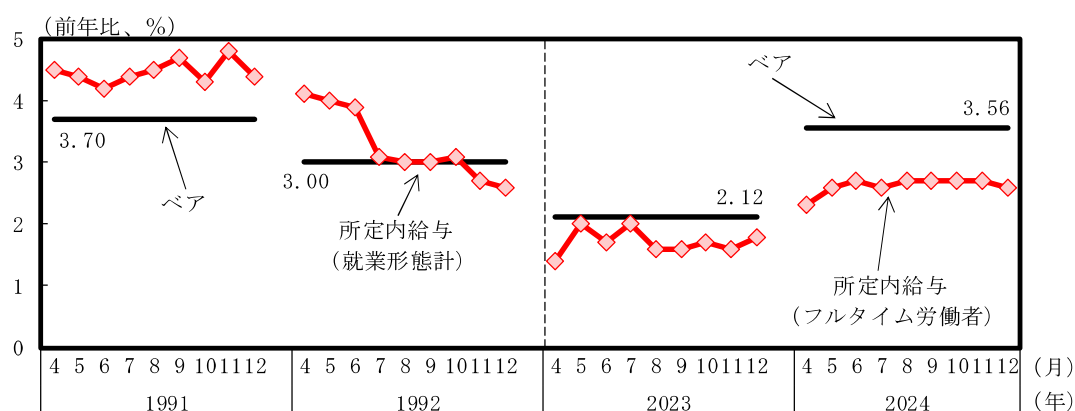
33年ぶりの高さとなった春季労使交渉の賃上げを反映し、フルタイム労働者の所定内給与は2%台後半の伸びに
（1）フルタイム所定内給与の推移



⁶⁵ 厳密には、春季労使交渉の賃上げ率やベアは、既存の労働者の賃金改定率であるのに対し、「毎月勤労統計」の賃金は、労働者の構成変化の影響を受けるという違いがある。具体的には、「毎月勤労統計」の賃金は、企業による給与支払額を雇用者数で除して求めたものであることから、新規労働者の採用や既存労働者の退職により従業員の構成が変化すると、仮に（既存労働者の）賃金が全く変化していなかったとしても、平均賃金は変化することとなる。

⁶⁶ 「毎月勤労統計」上、1993年以前については、就業形態別に所定内給与の伸び率が利用可能でないため、ここでは就業形態別の所定内給与の伸び率を援用している。

(2) 春季労使交渉ベアと所定内給与の伸び



- (備考) 1. 日本労働組合総連合会「春季生活闘争回答集計結果」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
 2. (1)は、内閣府による季節調整値。
 3. (2)の所定内給与前年比について、1991年・1992年は、就業形態計の値。2023年・2024年は、フルタイム労働者の値。
 4. 2024年12月値は速報値。

では、こうした春季労使交渉のベアと所定内給与の伸びの差はなぜ生じるのであろうか。仮説としては、①労働組合の有無によって賃上げ率が異なり、労働組合を持たない企業においては、組合がある企業に比べて賃金上昇率が低い可能性、②これと関連するが、中小企業においては、より規模の大きい企業に比べて賃上げが遅れている可能性がある。また、労働組合を持つ企業の中でも、③組合員である労働者の賃金改定率を示す春季労使交渉結果に対し、「毎月勤労統計」等の賃金統計では企業・事業所の常用雇用者全体の賃金を対象としているため、非組合員の管理職等の賃金引上げ率が、組合員労働者のそれを下回る可能性、④連合に加盟している組合を持つ企業とそれ以外の組合を持つ企業とでは賃上げ率に差がある可能性、これとも関係するが、⑤産業によって賃上げ率が異なり、特に公定価格部門など公的セクターにおいては、民間セクターに比べて賃金上昇率が低くとどまっている可能性等がある。

(労働組合を持たない企業の賃上げ率は、組合を持つ賃上げ率に比べ1%pt近く低い)

まず、①の労働組合の有無による賃金上昇率の違いについて、厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」の結果を確認する。同統計においては、ベアを取り出すことは難しく、定期昇給を含む賃金改定率全体のみ把握可能であるが⁶⁷、労働組合を持つ企業と持たない企業に分けた賃金改定率をみる事ができる。これによると、2023年においても

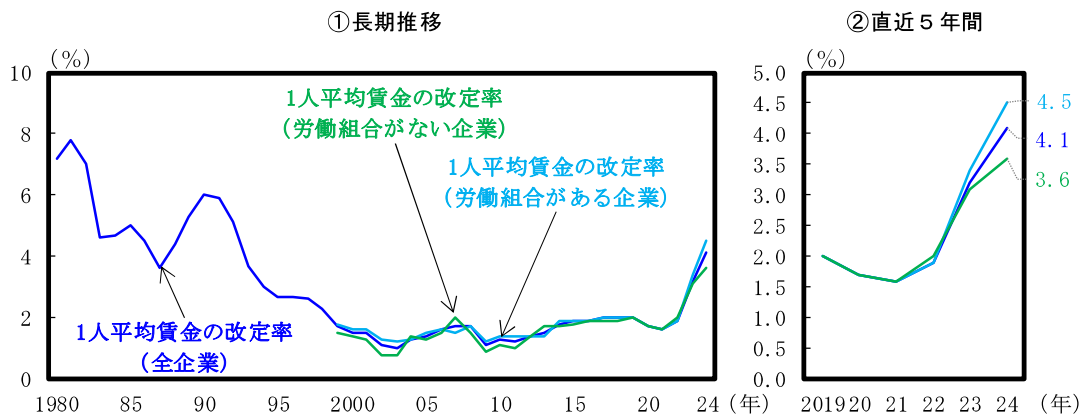
⁶⁷ 同調査では、定期昇給、ベースアップ、諸手当の改定等を含めて「賃金の改定」として定義し、各労働者の改定額から改定率を計算し、全労働者について平均して、「一人平均賃金の改定率」を計算している。

【資料A】

一定のかい離はみられたが、2024年については、労働組合を持つ企業の賃金改定率が4.5%であったのに対し、労働組合がない企業は3.6%と、1%pt 近いかい離があり、その差は、労働組合の有無別の調査開始の1999年以降で最も大きいことが分かる(第1-2-9図)。このように、2024年については、労働組合を持たない企業においては、賃上げ率が相対的に低く抑えられ、これが一因となって、フルタイム労働者全体の所定内給与の伸び率がベアに比べて低くとどまっているものと考えられる。

第1-2-9図 賃金改定率の推移

労働組合の有無による賃金改定率の差は広がっている



(備考) 厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」により作成。

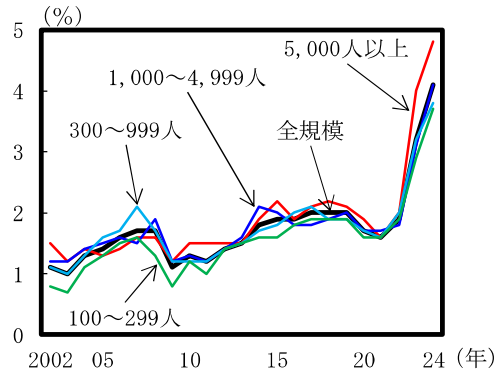
(中小企業の賃金上昇には遅れがみられ、価格転嫁対策等が引き続き重要)

次に、労働組合の有無による賃金上昇率の違いという点に関連して、企業規模による賃上げ率の違い、とりわけ中小の企業・事業所において、賃金上昇の遅れがみられているかどうかを確認する。まず、「賃金引上げ等の実態に関する調査」の賃金改定率(定期昇給を含む)をみると、規模の大きい企業ほど賃上げ率が高く、特に、賃金が動き出した2023年以降は、1000人以上企業と、100~299人企業の差が拡大している(第1-2-10図(1))。また、「毎月勤労統計」から、事業所規模別のフルタイム労働者の所定内給与の伸び率をみると(第1-2-10図(2))、比較的規模の小さい5~29人事業所では、より規模の大きい事業所に比べて、賃金上昇率が低位にとどまっていることが分かる。このように、中小企業・事業所では賃金上昇に遅れがみられている点には十分な留意が必要であり、引き続き、省力化投資等を通じた生産性向上の支援とともに、労務費の価格転嫁を促進し、中小企業が賃上げを進めやすい環境を整備することが重要であると言える。

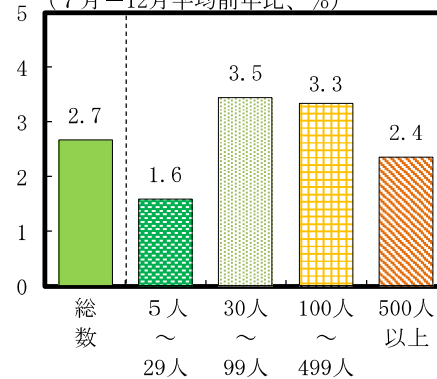
第1-2-10図 企業規模別の賃金改定率

中小企業・事業所では、賃上げに遅れがみられる点に留意が必要

(1) 企業規模別の所定内給与額改定率



(2) 事業所規模別のフルタイム労働者の所定内給与 (7月~12月平均前年比、%)



(備考) 1. 厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」、「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 2024年12月値は速報値。

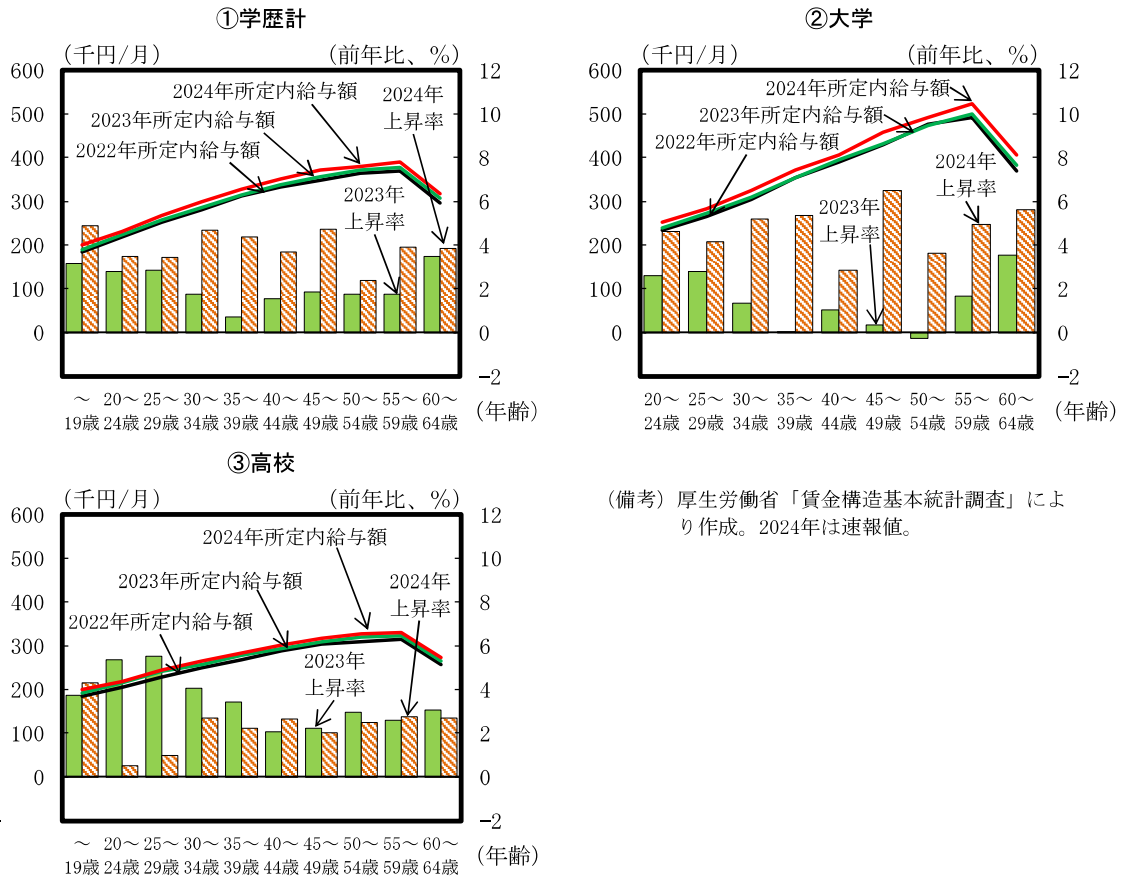
(2023年に比べ、2024年は賃上げが中年層にも広がり。産業別の賃上げにばらつき)

次に、労働組合が存在する企業であっても、賃金改定率が春季労使交渉の賃上げ率を下回っている背景に係る仮説のうち、上述③の組合員労働者と管理職等の非組合員の賃金上昇率の差が影響している可能性に関連して、厚生労働省「賃金構造基本統計調査」により、年齢別のフルタイム労働者の賃金上昇率(所定内給与の伸び率)の違いを確認する。同統計では、労働組合を持つ企業を取り出し、組合員と非組合員の賃金上昇率を比較することはできないが、若年層の賃金は組合員の賃金を、中年層の賃金は非組合員である管理職層の賃金を近似しているとの仮定の下で、年齢別の賃金上昇率を比較する(第1-2-11図)。これによると、30年ぶりの賃上げ率となった2023年は、大学卒を中心に、中年層の所定内給与の伸びが、若年層に比べて低い状況にあった。一方、2024年における「賃金構造基本統計」(速報)をみると、2023年と異なり、大学卒において、中年層の賃金の伸びが総じて若年層の伸びを超えて高まるなど、むしろ賃金上昇に広がりが見られる姿となっている。よって、2024年において、管理職などの非組合員の賃金上昇率が低いために、賃金統計上のフルタイム労働者の所定内給与の伸び率がベアを下回ったという可能性は高くないと考えられる。

【資料A】

第1-2-11図 年齢別の賃金上昇率

2024年においては、2023年と異なり、大学卒の中年層にも賃金上昇の広がりが見られる



続いて、④の労働組合を持つ企業でも、連合加盟組合を持つ企業とそれ以外の組合を持つ企業との間の賃上げ率の差について検討する⁶⁸。上述の「賃金引上げ等の実態に関する調査」における労働組合がある企業の賃金改定率と、連合の春闘結果を企業規模別に比較すると⁶⁹、2024年は、企業の規模を問わず、連合集計の賃上げ率の方が、労働組合がある企業の賃上げ率を上回っており、この傾向は2023年には必ずしも観察されなかった事象である(第1-2-12図)。連合加盟組合とそうでない組合との間のバーゲニングパワーの違い等が要因として考えられ、日本全体の賃上げ状況の把握に当たっては、連合集計の賃上げ率のみならず、賃金や給与所得の動向に係る多様な統計・データをできるだけ早期

⁶⁸ 厚生労働省「労働組合基礎調査」によると、労働組合に加入している労働者は2023年時点で約1000万人、そのうち連合に加盟している組合員は700万人弱である。ただし、連合における春闘の集計組合員数は300万人程度であり、労働組合加入者の3割程度のカバレッジとなっている。

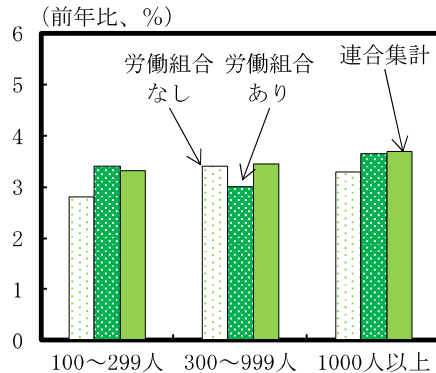
⁶⁹ なお、「賃金引上げ等の実態に関する調査」は調査対象が従業員100人以上であるため、連合の春闘結果における99人未満の企業との比較はできない。また、連合集計結果の賃上げ率は集計組合員数による加重平均であり、「賃金引上げ等の実態に関する調査」の賃上げ率と比較する場合、非組合員の賃上げ率が相対的に低い可能性(上記③)が影響しうる点には留意が必要である。

に、総合的に把握していくことが重要と言える⁷⁰。

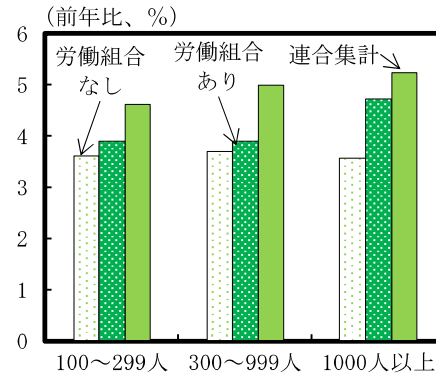
第1-2-12図 労働組合の有無別企業規模別一人平均賃金の改定率

2024年は、企業規模を問わず、連合集計の賃上げ率が、労働組合のある企業全般よりも高い傾向

(1) 2023年



(2) 2024年



(備考) 日本労働組合総連合会「春季生活闘争回答集計結果」、厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」により作成。

最後に、⑤の公的セクターと民間セクターにおける賃金上昇率の違いについて確認する。具体的には、「毎月勤労統計」(所定内給与)や「賃金引上げ等の実態に関する調査」(定期昇給を含む賃金改定率)について、産業別の動向を確認すると、公定価格分野である医療や介護等を含む医療・福祉、国公立の学校教員を含む教育・学習支援業は、2023年に比べれば、総じて賃金上昇率が高まっているが⁷¹、他の産業と比べると依然として低位であることが分かる(第1-2-13図)。こうした産業では労働組合があったとしても連合に加入している可能性が低い⁷²と考えられ、前述④で確認した、労働組合ありの企業の中でも賃金上昇率が異なるという影響と一定の重複があるが、公定セクターの賃金上昇率の相対的な低さは、春季労使交渉の賃上げ率よりも、賃金統計上の賃金上昇率(改定率)が低い一因となっていると考えられる。

⁷⁰ 賃金上昇の動向を把握する各種公的統計の利用可能時期については、①「毎月勤労統計」(月次)は速報が当該月の翌々月上旬、確報が翌々月下旬、②「賃金引上げ等の実態に関する調査」(年次)は当該年の10月末頃、③「賃金構造基本統計」(年次)の速報は当該年の年末から翌年初、詳細データは翌年3月頃となっている。なお、日銀短観においては、企業における賃金の動向(賃上げ率の実績や見通し)を的確に捉える調査項目の新設を企図して、適切な設問形式等を確認するため、2024年9月調査以降予備調査が実施されている。

⁷¹ 医療・福祉については、2024年度の診療報酬・介護報酬等改定における賃上げ加算措置等の影響が表れているとみられる。教育・学習支援業については、2024年度の公務員の給与引上げの影響が2024年12月以降期待される。

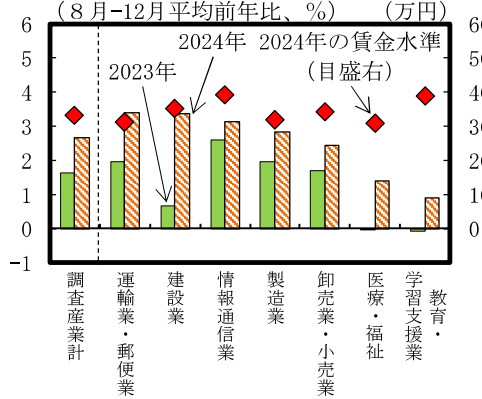
⁷² 例えば、地方公務員の労働組合である「全日本自治団体労働組合」や、学校教員の労働組合である「日本教職員組合」は、「公務労協」という組織に属している。

【資料A】

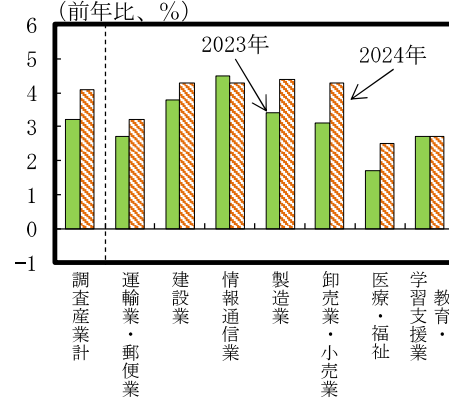
第1-2-13図 産業別所定内賃金上昇率

2024年の所定内賃金上昇率は2023年よりもどの産業も高まるも、公的分野の伸びは相対的に低位に留まる

(1) フルタイム労働者の産業別所定内給与の上昇率



(2) 産業別一人当たり賃金改定率



(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、「賃金引上げ等の実態に関する調査」により作成。
2. 2024年12月値は速報値。

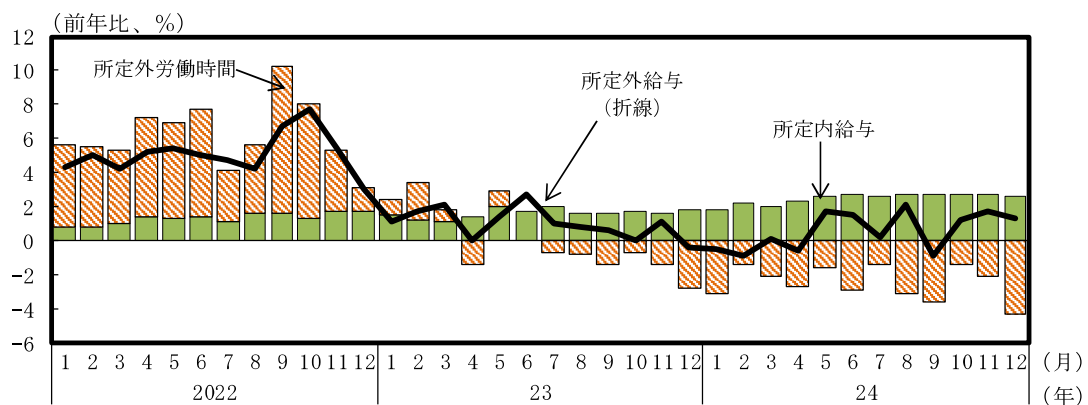
(2024年に入り、建設業や運輸業等の残業時間の減少が所定外給与の押下げに寄与)

次に、所定外給与（残業代等）の動向を確認する。所定外給与の伸びは、残業手当の割増率が一定等の仮定の下では、所定内給与の伸びと所定外労働時間（残業時間）の伸びの和で近似されると考えられる。所定内給与については、上述のとおり、着実に伸びが高まっている一方、所定外労働時間については、2024年に入って以降、減少傾向が強まっている（第1-2-14図（1））。産業別に分解すると、製造業は、一部自動車メーカーの認証不正問題の影響もあって2024年前半にかけて減少していたほか、建設業や運輸・郵便業において、「2024年問題」の影響によって減少傾向にあることが分かる（第1-2-14図（2））。2025年以降は、こうした一部業種への影響は一巡すると考えられる一方、働き方改革の推進の下で、所定外労働時間が構造的に増加していく環境にはないことから、当面、所定外給与の伸びは、所定内給与の伸びの範囲で推移していくことが見込まれる。

第1-2-14図 所定外給与（残業代等）の推移

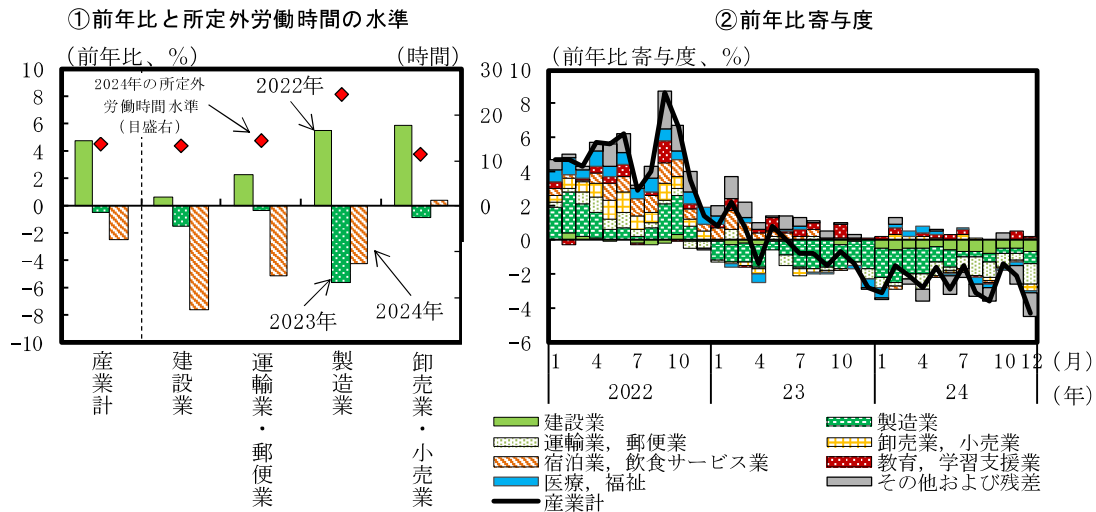
所定外給与は足下で減少傾向。特に、2024年問題の影響によって、建設業や運輸業で減少が顕著

(1) フルタイム労働者の所定外給与



【資料A】

(2) フルタイム労働者の産業別所定外労働時間



(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 2024年12月は速報値。

(2024年夏のボーナスは、中小事業所を中心に支給事業所が増加し、堅調に推移)

次に、フルタイム労働者の特別給与（ボーナス等）の動向についてみると、2024年の夏（6～8月平均）は前年比7.8%となった。1993年以前は就業形態計のみ把握可能であるが、前年比7.5%と同様の伸びとなり、33年ぶりの高い増加率となった（第1-2-15図（1））。特別給与の伸びを、事業所規模別に分解すると、所定内給与とは対照的に、5～29人の事業所の寄与が特に大きなものであったことが分かる。ここで、特別給与のうちボーナスのみを取り出した「毎月勤労統計」の賞与集計結果から、夏のボーナスを支給した事業所の労働者⁷³についての一人当たり平均ボーナス支給額の伸びをみると、2024年は2.3%と2023年の2.0%より高いものの大きな変化はない。上述の特別給与の伸び（就業形態計7.5%）についてはボーナスが支給されていない事業所の労働者も含む全体の平均値であり、新たに特別給与が支給される労働者の増加分が押し上げに寄与するのに対し、後者（2.3%）は、新たにボーナスが支給された労働者数の増加分の影響は受けないという違いがある。実際、ボーナスを支給した事業所の割合は2023年の65.9%から2024年は73.0%に高まっている。ボーナス支給事業所割合について、事業所規模別にみると、30人以上の事業所では支給事業所割合が横ばいだったのに対し、5～29人の事業所においては、2024年に支給割合が大きく上昇しており、このことが2024年夏のボーナスの伸びの押し上げに大きく寄与したと推察される（第1-2-15図（2））。上述したとおり、比較的規模の小さい5～29人の事業所においては、所定内給与で見た賃金上昇率が遅れて

⁷³ ボーナスを支給する事業所の常用労働者で、当該事業所でボーナス支給を受けていない労働者も含む。

【資料A】

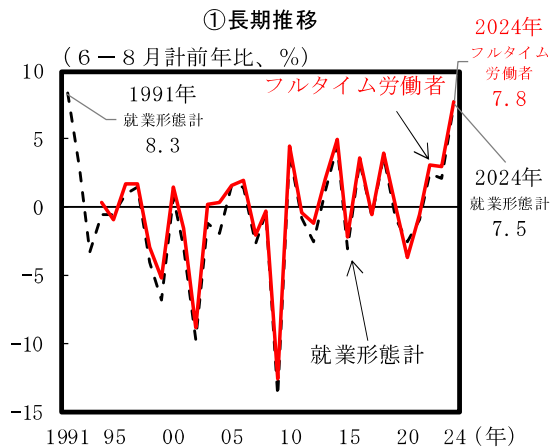
いる一方で、こうした事業所においては、毎月の賃金よりも、ボーナスの支払によって、労働者の待遇改善を図り、人材の確保・維持に努めていると考えられる。

冬のボーナスについては、連合の調査⁷⁴では前年比プラス0.42%である一方、厚生労働省「令和6年民間主要企業年末一時金妥結状況」⁷⁵では前年比プラス4.93%（前年と同一企業による集計でプラス5.31%）、日本経済新聞社の調査⁷⁶で前年比プラス3.49%、日本経済団体連合会の調査⁷⁷で前年比プラス2.11%となるなど、引き続き堅調な増加が見込まれている（第1-2-15図（3））。上述のように、中小規模の事業所において、ボーナス支給割合が高まっていることも踏まえると、冬のボーナスによって、引き続き所得環境の改善が続いているものと期待される。実際、「毎月勤労統計調査」における就業形態計のボーナスを含む特別給与は、ボーナス支給事業所割合の上昇もあって、2024年11-12月平均⁷⁸で前年同期比7.8%の増加（フルタイム労働者は7.7%の増加）と堅調に推移していることが確認できる。

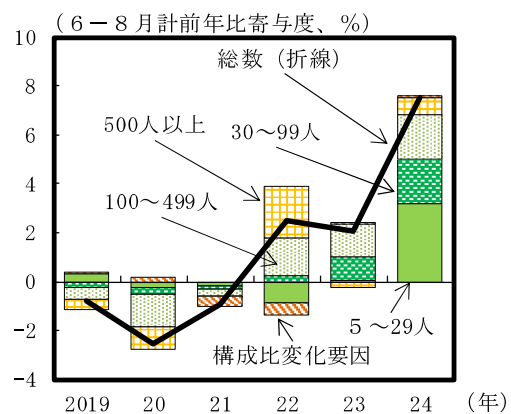
第1-2-15図 賞与の動向

2024年の夏のボーナスは33年振りの伸び、2023年よりも多くの事業所が支給。冬のボーナスも堅調な見込み

(1) 特別給与の前年比推移



②事業所規模別寄与度分解（就業形態計）



⁷⁴ 従業員500人以上の大手企業244社が対象。

⁷⁵ 資本金10億円以上かつ従業員1,000人以上の労働組合のある企業324社が対象。

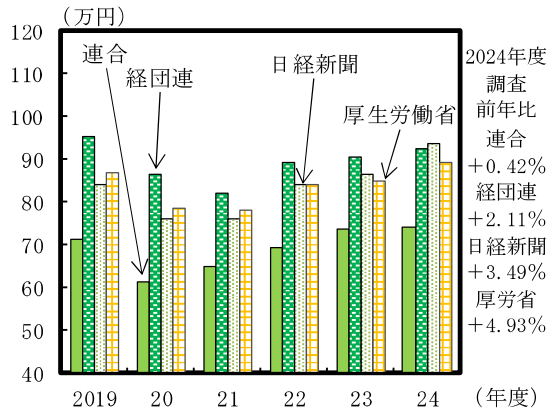
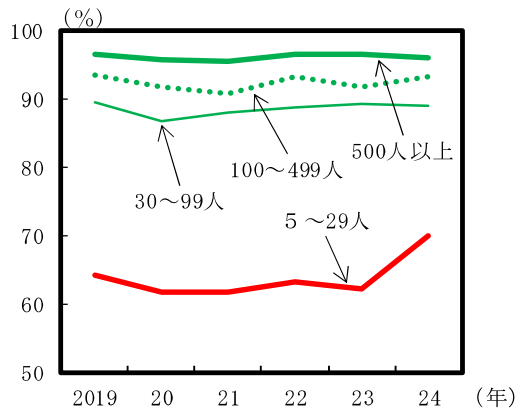
⁷⁶ 上場企業と一部の非上場企業を対象の合計497社が対象。

⁷⁷ 従業員500人以上の企業161社が対象。

⁷⁸ 2024年12月値は速報時点。

【資料A】

(2) 夏季賞与を支給した事業所割合 (就業形態計) (3) 冬季賞与の推移



- (備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、日本労働組合総連合会「春季生活闘争回答集計結果」、一般社団法人日本経済団体連合会「年末賞与・一時金 大手企業業種別妥結結果」、株式会社日本経済新聞社「冬のボーナス調査」、厚生労働省「民間主要企業年末一時金妥結状況」により作成。
2. (3)は、日本労働組合総連合会調査はいずれの年度も最終集計公表値。金額は組合員一人あたり加重平均。

(パート労働者の時給は、最低賃金の引上げもあって高い伸び)

次に、パートタイム労働者の名目賃金(現金給与総額)の動向を確認すると、総実労働時間については緩やかな減少傾向が続いているものの、時給の伸びが2023年夏頃から前年比4~5%程度で推移するなど、これを大きく上回り、現金給与総額としては、4%を超える伸びとなっている⁷⁹(第1-2-16図(1))。パートタイム労働者の時給は、労働需給のひっ迫に加え、最低賃金の引上げもあって、高い伸びが続いている。ビッグデータにより、パート・アルバイトの募集賃金の動向をみると、毎年、最低賃金の引上げが行われる10月初め前後において、募集賃金が高まる傾向が確認される(第1-2-16図(2))。2024年についても、過去最大の最低賃金の引上げ幅(全国加重平均プラス51円)となる中、9月末以降、募集賃金は各都道府県で一段と高まっており、全国平均1,185円(2025年1月中旬時点)となっている。

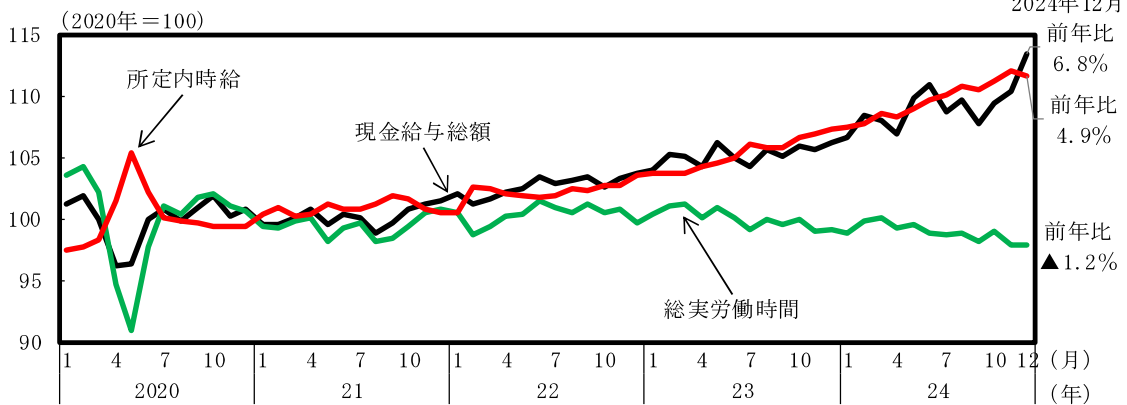
⁷⁹ 2024年12月(速報値)のパートタイム労働者の現金給与総額は、ボーナスを含む特別給与の伸びもあって、前年比増加率が高まった。

【資料A】

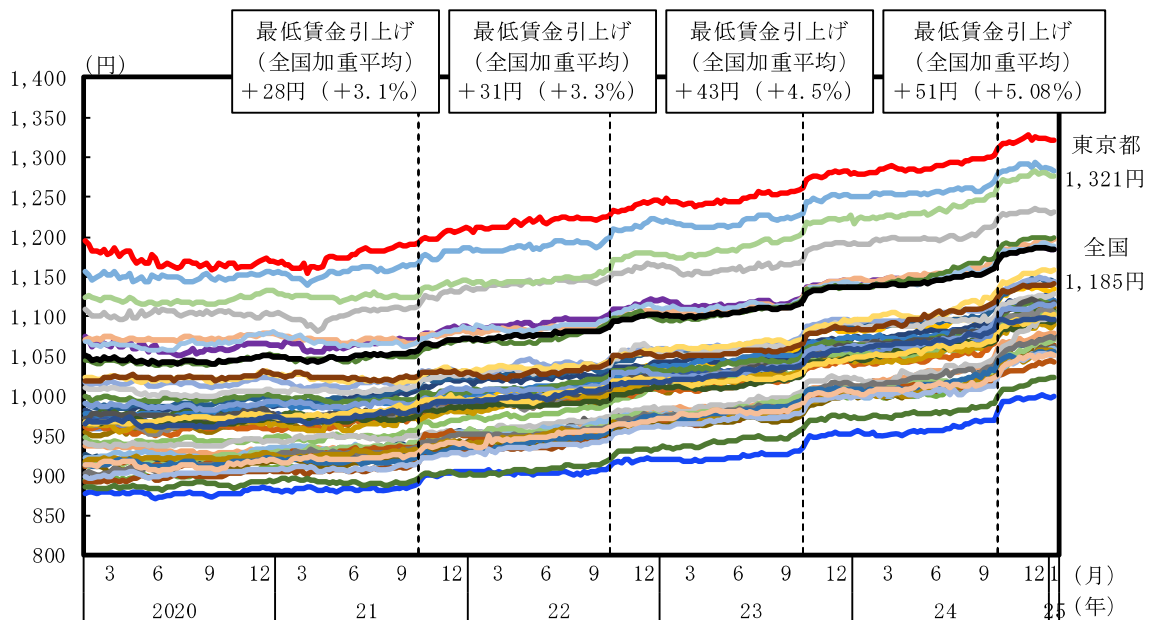
第1-2-16図 パート労働者時給、労働時間、募集賃金

パート労働者の労働時間は緩やかな減少傾向が続く一方、時給は最低賃金引上げの効果もあって上昇

(1) パートタイム労働者の現金給与総額・総労働時間・所定内時給



(2) 都道府県別パート・アルバイトの募集賃金の推移（ビッグデータ）



- (備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、株式会社ナウキャスト「HRog賃金Now」により作成。
 2. (1)において、現金給与総額は厚生労働省による季節調整値。所定内時給および総実労働時間は内閣府による季節調整値。2024年12月値は速報値。
 3. 総実労働時間は所定内労働時間および所定外労働時間の各季節調整値を計算し合算したもの。所定内時給は所定内給与を所定内労働時間で除することにより計算したもの。

次に、募集賃金の各年8-9月平均から11-12月平均にかけての変化率と、最低賃金の変化率(第1-2-17図(1))から、最低賃金の伸び率に対する募集賃金の伸び率(弾性値)⁸⁰を求めると、2017~19年(コロナ禍前)平均は0.40(最低賃金の1%上昇に対

⁸⁰ パートタイム労働者には、最低賃金近傍で働く労働者に限らず、最低賃金より高い働く労働者も含まれており、最低賃金の引上げの賃金への影響は、最低賃金より高い賃金水準で働く労働者ほど小

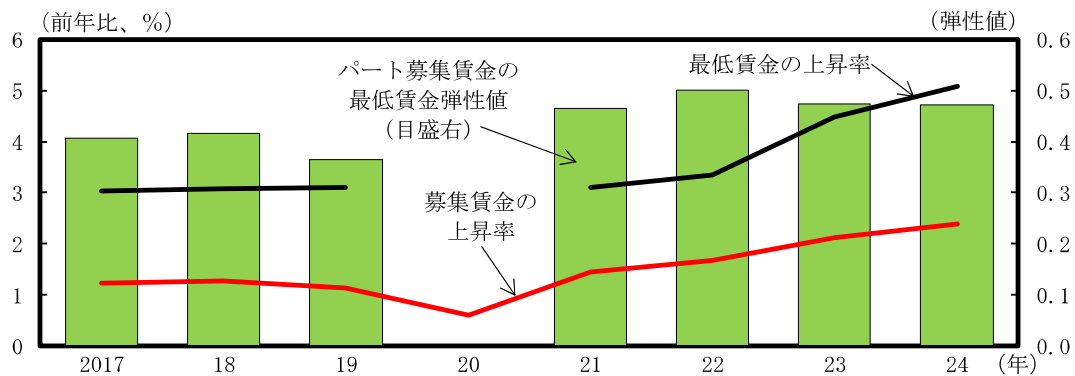
【資料A】

し、実際の賃金は0.4%増加)であったのに対し、コロナ禍後の平均は0.47とやや上昇している。これは、最低賃金が上昇してきた中で、最低賃金近傍で働くパートタイム労働者の割合がコロナ禍前より増加していることを反映しているとみられる。また、業種ごとの募集賃金の最低賃金に対する弾力性について、コロナ禍前とコロナ禍後で比較すると(第1-2-17図(2))、特に人手不足感の高い建設業や賃金水準が相対的に低い宿泊・飲食サービス業等で伸びが高いことが分かる⁸¹。こうした募集賃金上昇は、パートタイム労働者の採用を経て、徐々に「毎月勤労統計」の時給の伸びに反映されることが期待される。

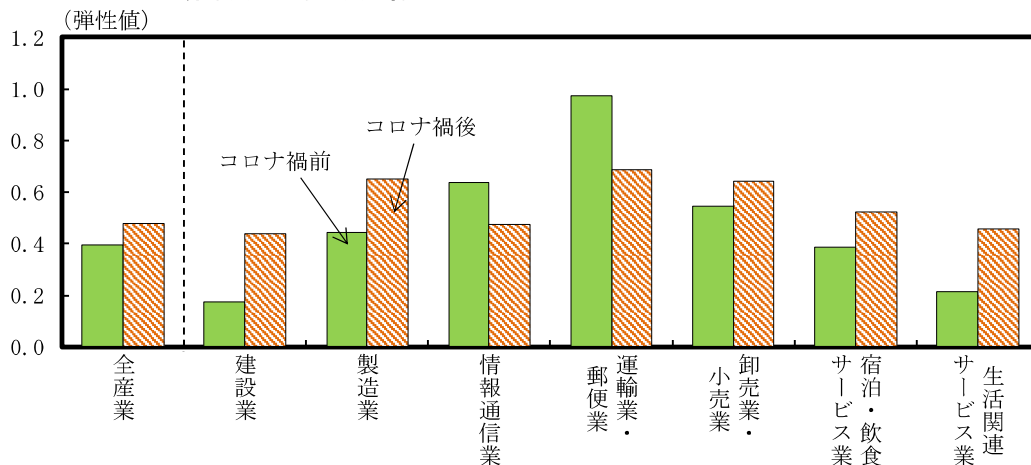
第1-2-17図 最低賃金とパート募集賃金

最低賃金引上げに対するパート募集賃金の弾力性は、コロナ禍後にやや高まっている

(1) 最低賃金の上昇率とパート募集賃金の上昇率



(2) 産業別パート募集賃金の最低賃金弾力性値



- (備考) 1. 厚生労働省「地域別最低賃金改定状況」、株式会社ナウキャスト「HRog賃金Now」により作成。
 2. (1)について、募集賃金の上昇率は、各年8～9月平均から11～12月平均への上昇率。2020年は最低賃金の改定額が小幅であり、数年の傾向から外れるため、ここでは捨象している。
 3. (2)について、コロナ禍前は2017～19年の平均、コロナ禍後は2021～24年の平均。

さくなることから(内閣府政策統括官(経済財政分析担当)(2024))、弾力性は基本的に1を下回る。

⁸¹ なお、建設業と同様に人手不足感の高い運輸業では、コロナ禍前より弾力性が低下しているが、絶対値水準は依然他の産業よりも高い。

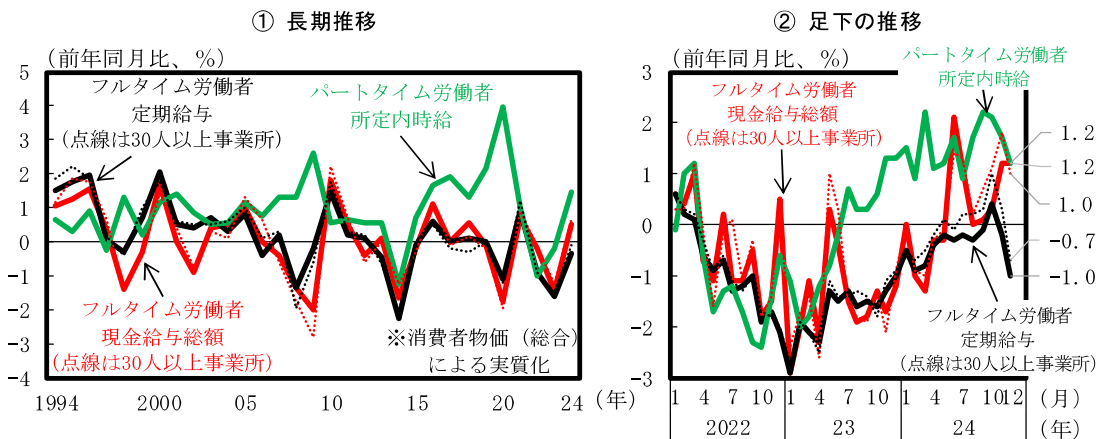
【資料A】

(実質でパート時給は安定的に上昇、フルタイムの月給はボーナス込みでは増加傾向)

次に、就業形態別の実質賃金について、名目賃金を消費者物価の総合指数で除した実質賃金⁸²についてみると、パートタイム労働者の時給は、2023年7月に前年比でプラスに転じた後、徐々に上昇率が高まる傾向にある(第1-2-18図)。パート労働者の賃金は、時給ベースでは安定的に物価上昇率を上回る状況が実現していると評価できる。また、フルタイム労働者の月給について、現金給与総額の実質値をみると、2024年6~7月は、夏のボーナスが堅調だったこともあり、前年比1~2%のプラスとなった後、ボーナスの効果の剥落とともに伸び率は縮小したものの、引き続きプラス傾向で推移し、2024年11~12月も、冬のボーナスが堅調であることから、前年比1%程度の伸びとなっている。振れの大きいボーナスを除く定期給与でみると、ロシアによるウクライナ侵略直後の2022年4月以降、前年比の減少が2年半にわたり続いてきたが、33年ぶりの高水準となった春季労使交渉の賃上げが実際の給与に着実に反映される中で、ゼロ近傍まで回復し、2024年10月には2年7か月ぶりにプラスとなった。ただし、2024年12月にかけては、生鮮食品の価格上昇が加速したこと等により消費者物価上昇率が高まった結果、フルタイム労働者の実質定期給与は前年比で再び減少となった。フルタイム労働者の実質定期給与について30人以上の事業所でみると、同様の傾向であるが、上述のとおり、規模が相対的に大きい事業所では賃金上昇の伸びが高いことから、2024年夏以降、名目賃金の伸びが消費者物価上昇率を上回る傾向となっている。

第1-2-18図 就業形態別にみた実質賃金

パートタイム労働者の時給は2%程度の伸び、フルタイム労働者の現金給与総額の前年比はプラス傾向が継続



(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」により作成。

2. 消費者物価指数(総合)で除した実質的な購買力ベースの値。所定内時給は、所定内給与を所定内労働時間で除することにより算出。2024年12月値は速報値。

⁸² 厚生労働省「毎月勤労統計」においては、実質賃金の算定にあたっては、従前より、消費者物価指数の持家の帰属家賃を除く総合が用いられている。これを用いて除した就業形態別実質賃金の動向については、付図1-8を参照。なお、ここで消費者物価指数の総合を実質化に用いているのは、主要先進国における一般的な扱いと整合性を取る観点に基づく。

先行きについては、パートタイム労働者は、最低賃金引上げの効果もあって、時給は実質で見ても、前年比プラスの状況が続くと考えられる。フルタイム労働者については、2025年度の春季労使交渉に向けた労使の方針⁸³として、高い賃上げの継続を目指していく旨が掲げられており、所得環境の改善が続くことが期待される。ただし、実質賃金としては、前述したように、消費者物価上昇率における生鮮食品を含む各種食料品の価格上昇幅の拡大等が下押し要因となることに留意が必要である。2%程度の安定的な物価上昇の下、名目賃金の伸びがこれを安定的に上回るという流れを、着実なものとしていくことが不可欠である。物価の安定に加え、労務費の円滑な価格転嫁や、生産性向上のための省力化・デジタル化投資やリ・スキリング支援、経営基盤の強化に資する事業承継・M&Aの支援によって、中小企業を含めて賃金を底上げしていくことが引き続き重要となる。

（仕入価格の販売価格への転嫁は着実に進展）

次に、企業の価格転嫁の状況を確認する。まず、原材料等の企業の仕入価格が、企業が産出する財・サービスの販売価格にどの程度転嫁されているかについて、日銀短観の仕入価格判断D I、販売価格判断D Iの推移を確認する（第1-2-19図）。今回の物価上昇局面においては、企業の規模を問わず、仕入価格判断D Iが過去最高の水準に上昇すると同時に、販売価格判断D Iも上昇し、過去40年間には見られなかったプラスの水準を維持している⁸⁴。2000年代後半の世界金融危機前の原油等資源価格上昇の局面では、仕入価格判断D Iが今回局面と同程度に上昇した一方で、販売価格判断D Iがほとんどプラスにならなかったことと比べると違いは顕著であり、仕入価格の販売価格への転嫁が着実に進展していると考えられる。

⁸³ 連合の「2025 春季生活闘争方針」（2024 年 11 月 28 日）では、定期昇給相当分含め 5%以上の要求基準を維持しつつ、中小組合は 6%以上を目安とすることが掲げられている。また、経団連の「2025 年版経営労働政策特別委員会報告」（2025 年 1 月 21 日）では、「ここ 2 年間で醸成されてきた賃金引上げの力強いモメンタムを『定着』させ、『分厚い中間層』の形成と『構造的賃金引上げ』の実現に貢献することが、経団連・企業の社会的責務といえる」、「中小企業における賃金引上げには、適正な価格転嫁と販売価格アップが不可欠である」とした上で、制度昇給（定期昇給等）の実施はもとより、ベースアップを念頭に置いた検討が望まれるとしている。

⁸⁴ 企業規模別の動向については付図 1-9 参照。

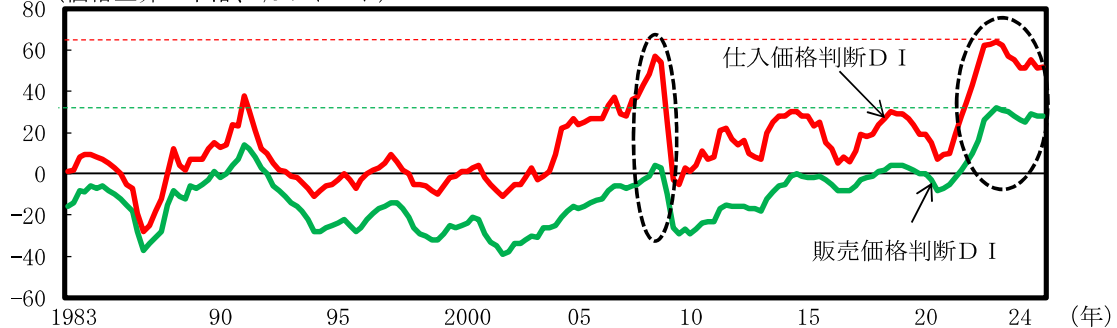
【資料A】

第1-2-19図 企業の価格転嫁の状況の過去との比較

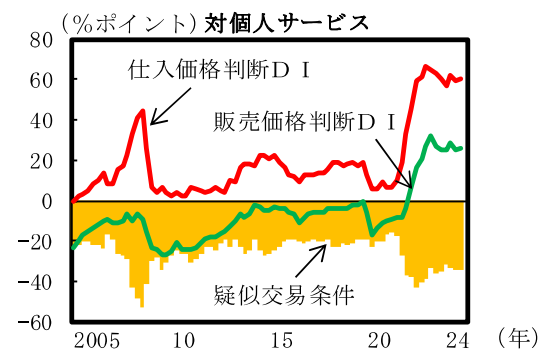
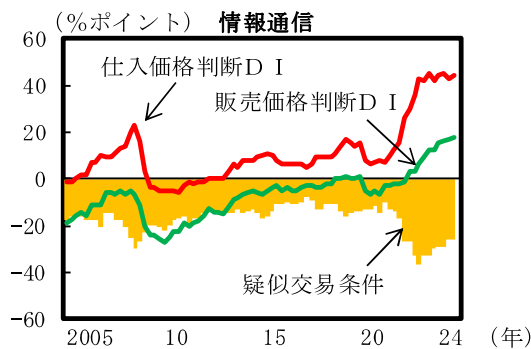
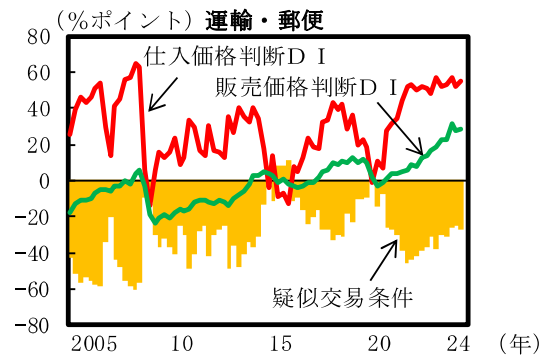
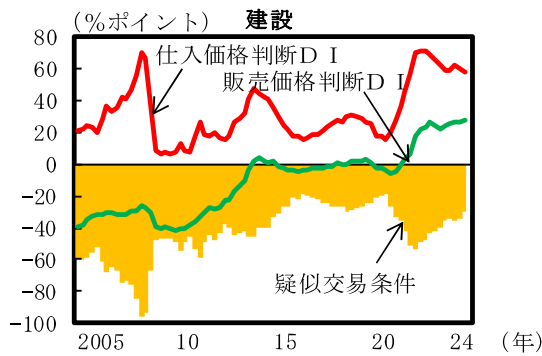
企業による仕入価格の販売価格への転嫁は着実に進展

(1) 仕入・販売価格判断D I (全規模・全産業) の推移

(価格上昇-下落、%ポイント)



(2) 主な業種の価格転嫁の状況



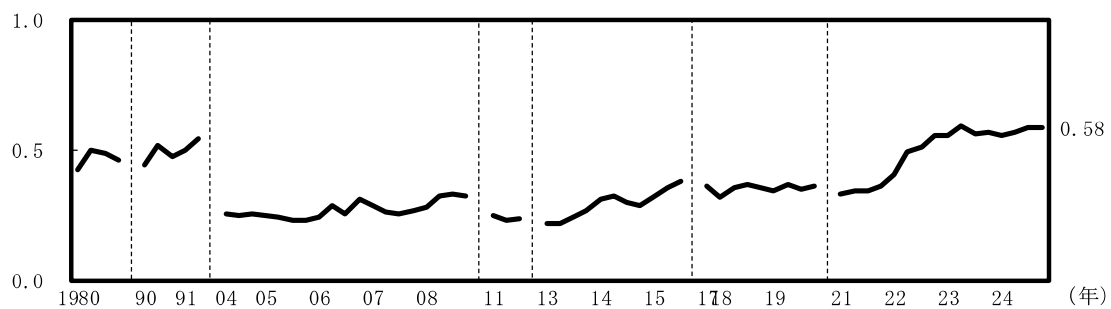
(備考) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。

この点を、仕入価格が上昇したと回答した企業割合に対する販売価格が上昇したと回答した企業割合の比（以下、「価格転嫁性向」という。）から評価する。例えば、全規模全産業において、仕入価格が上昇したと答えた企業の割合が20%を超えていた期間を仕入物価上昇局面として、その期間における価格転嫁性向をみると、1980年代初頭や1990年代初頭の期間では0.5程度であったものが、デフレに陥って以降の仕入価格上昇局面（2000年代後半、2010年代前半、2010年代後半）ではいずれも0.3前後に低下していた。これ

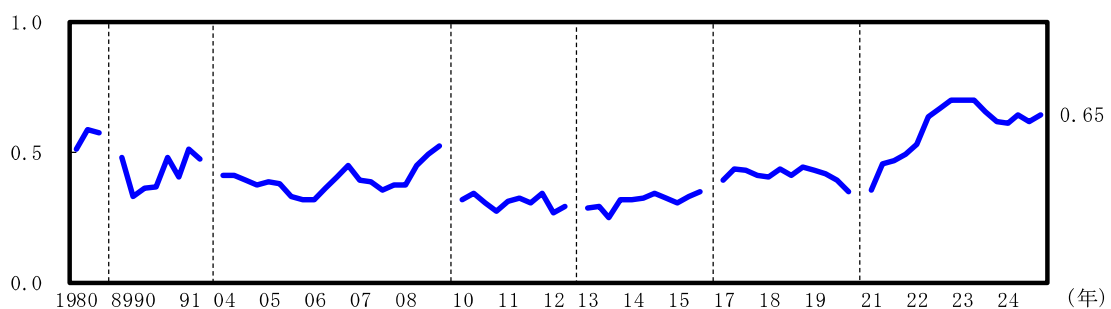
に対し、2021年以降の今回物価上昇局面では、0.3程度から始まり、最近期では0.6弱の水準で安定的に推移していることが分かる（第1-2-20図（1））。これを業種別で見ると、素材型・加工型ともに、製造業においては、価格転嫁性向は1980年以降で最も高い水準となり、非製造業については、1980年代初頭や1990年代初頭の水準は下回るものの、デフレに陥って以降の期間よりも高く、最近期には0.6程度にまで着実に上昇傾向にある（第1-2-20図（2）、（3）、（4））。特に、製造業では、直近の2024年末の水準は、今回の仕入価格上昇局面のピークよりはやや低い水準で安定的に推移しており、非製造業の方が、総じて、仕入価格対比での販売価格の上昇が足下で堅調となっている。これは、非製造業の方が、一般に人件費比率が高く、賃金上昇の中で、これを販売価格に転嫁させる動きが広がっていることが一因と考えられる。

第1-2-20図 販売価格上昇企業割合の仕入価格上昇企業割合に対する比率
仕入価格上昇局面での販売価格への転嫁度合はデフレ期以前の状況に回復しつつある

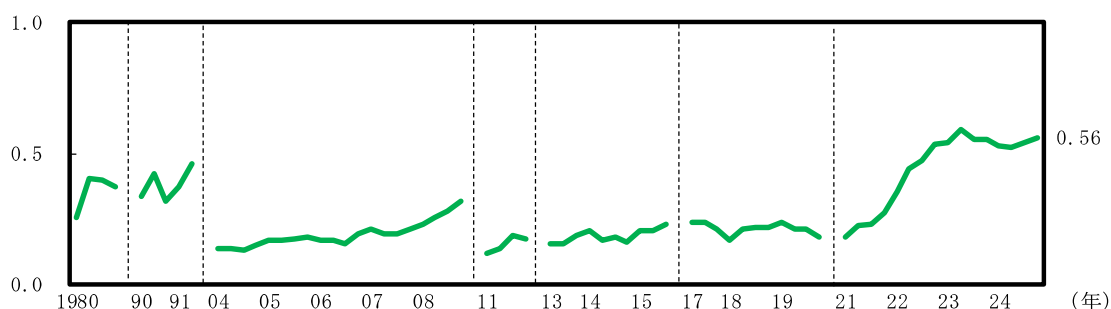
（1）全産業



（2）製造業（素材業種）

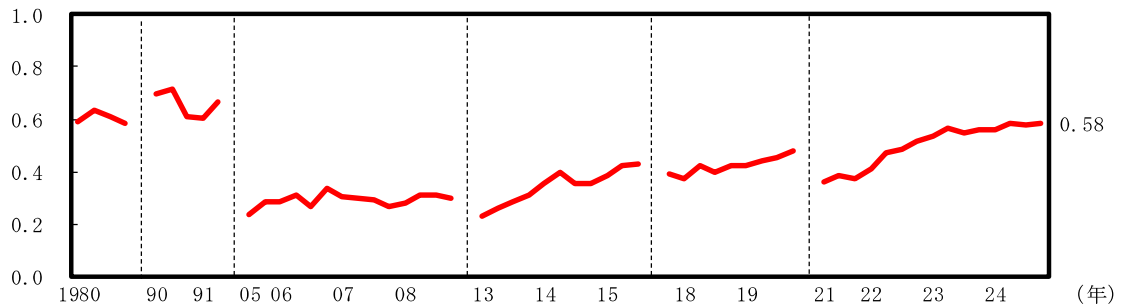


（3）製造業（加工業種）



【資料A】

(4) 非製造業



(備考) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。(1)～(4)それぞれについて仕入価格が上昇したと答えた企業割合が21%以上(かつ3期以上継続)の場合を抽出した。

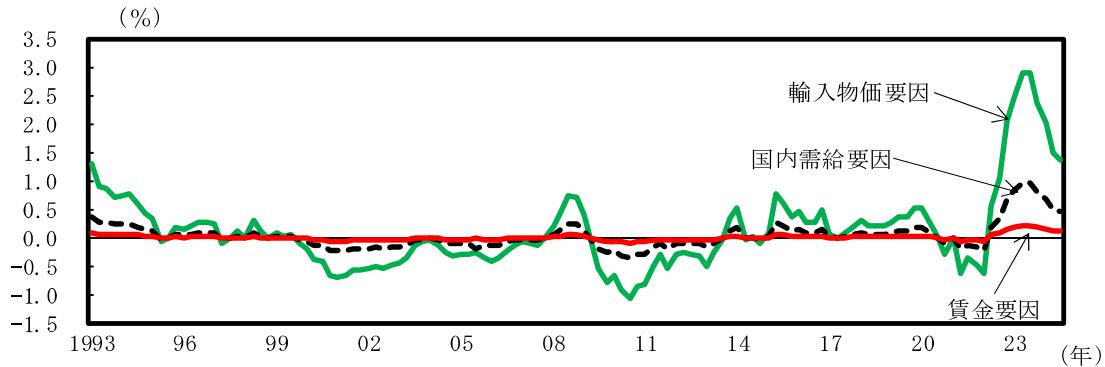
そこで、非製造業の各業種について、仕入価格判断D Iと販売価格判断D Iの近年の動向をみると、建設や運輸、情報通信といった業種では、仕入価格判断D Iが高水準で横ばい傾向の中で、販売価格判断D Iが着実に上昇傾向にあることが分かる(前掲第1-2-19図(2))。これらの業種では、人手不足への対応もあって賃金上昇率が相対的に大きく、人件費の販売価格への転嫁が進んでいることが分かる。他方、よりB to C向けのサービスである対個人サービスでは、2023年初めにかけて、仕入価格判断D Iが販売価格判断D Iよりも急速に上昇した後、両者共に横ばい傾向で推移した結果、仕入価格判断D Iと販売価格判断D Iの差がさほど縮小しておらず、建設や運輸等と比べると、価格転嫁が遅れている可能性があることに留意が必要である。

(高 person 費率のサービスでは、より高い物価上昇がみられる)

こうしたサービス分野を含め、賃金上昇に伴う人件費の販売価格への転嫁の進捗について、以下、複数の角度から確認したい。まず、消費者物価指数全体の変動要因を、賃金要因、国内需給要因、輸入物価要因等に分解し、時系列における変化を確認する⁸⁵。第1-2-21図がその結果であるが、コロナ禍前までの期間をみると、賃金要因や国内需給要因の寄与は総じてゼロ近傍であり、物価上昇率の変動は主に輸入物価要因により説明されていたことが分かる。これに対し、近年の物価上昇局面においては、この輸入物価要因が過去と比べても大きく物価上昇率に影響した一方で、過去とは異なり、賃金要因が物価上昇率の押し上げに影響するようになっている点が確認できる。こうした賃金から物価への流れが、今後着実に強まり、定着していくかどうか、賃金と物価の好循環の実現において重要な論点となる。

⁸⁵ 具体的には、輸入物価指数(前年比、%)、GDPギャップ(%)、賃金(前年比、%)、消費者物価(前年比、%)を内生変数としたVARモデルで推計を行っている。詳細は付注1-4を参照。

第1-2-21図 CPIの変動要因（賃金、国内需給（GDPギャップ）、輸入物価）
過去とは異なり、賃金要因が物価上昇率の押し上げに影響するようになっている



- (備考) 1. 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 消費者物価は生鮮食品及びエネルギーを除く総合で、消費税率引上げや政策等による特殊要因を除く内閣府試算値。輸入物価は総平均（円ベース）。賃金は事業所規模が30人以上の所定内給与（断層調整値）。
3. 輸入物価、GDPギャップ、賃金上昇率、物価上昇率の4変数VARのヒストリカル分解を示している（その他の要因は除く）。構造ショックの識別は上記の順のコレスキー分解による。ラグはAICに基づき、6を選択。推計期間は1991年1-3月期～2024年7-9月期。

次に、サービス分野に着目し、BtoBの企業向けサービス価格と、BtoCの消費者物価のサービス価格について、人件費率の高低で2グループに分けた上で、それぞれ物価上昇率の動向を、第1-2-22図でみていく⁸⁶。BtoBのサービス価格については、人件費率の高低に関わらず、2024年10月時点で前年比3%程度の高い伸びとなっているが、低人件費グループについては、2%台後半での横ばい傾向が続いているのに対し、高人件費グループでは、土木建築サービスなどを含む専門サービス（諸サービスに含まれる）を中心に、着実に伸び率が高まる傾向にあることが分かる⁸⁷。これに対し、BtoCのサービス価格をみると、低人件費率グループについては、総じて前年比1%程度ないしそれ以下の伸びで推移している（2024年10月に伸び率が高まっているのは、主に、公共料金である火災・地震保険料の引上げ等による）。一方、BtoCの高人件費グループについては、2023

⁸⁶ 企業向けサービス価格指数については日本銀行公表値。消費者物価指数のサービス品目については、「令和2年産業連関表」の基本分類に紐づけた上で、生産者価格の国内生産額に占める雇用者所得の比率で分類している。なお、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2024）や内閣府（2024）では、当時最新の「平成27年産業連関表」に基づきつつ、品目数ベースで、人件費比率上位・下位の25%ずつを採用していたが、今回見直しに伴い、対象を広げ、品目数ベースで上位・下位40%ずつを選択している。また、公共料金や家賃（持家の帰属家賃は除く）を原則算入しつつ、保育所保育料や高等学校授業料など政策的に価格を引き下げている一部の品目等については除外している。

⁸⁷ ただし、2024年10月については、運輸・郵便に含まれる郵便料金（公共料金）の寄与が大きく、はがき等の価格引上げ（消費率引上げの時期を除けば30年ぶり）が反映されているためである。これを除いても、BtoBサービスにおける高人件費率品目の物価上昇率が徐々に高まっている姿に変わりはない。

【資料A】

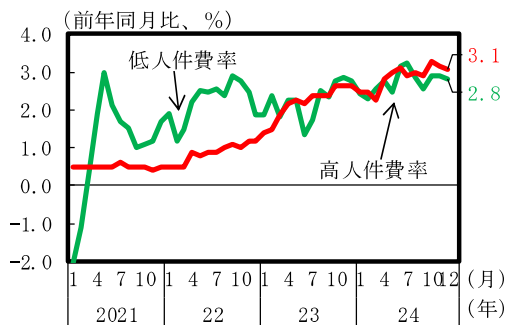
年半ばに前年比3%台半ばまで伸びが高まった後、やや伸び率が縮小し、2024年末にかけては3%弱で推移している。このように、高人件費グループのサービス価格は、低人件費グループと比べると、より高い伸び率で着実に推移しており、賃上げに伴う人件費の上昇が、総じて販売サービス価格に転嫁されつつある様子が見てとれる。内訳をみると、交通・通信や住居、教育の寄与が大きく、それぞれ、交通・通信は自動車整備費、住居は工事費や修理費、教育は補習教育（塾）等が主に寄与している⁸⁸。ただし、高人件費グループの品目の中でも、教育に含まれる私立中学校授業料は0%台、教養・娯楽に含まれる習い事等の月謝講習料は2023年には2%台半ばまで高まったものの、直近では1%台前半まで低下するなど、分野によっては価格上昇が限定的な分野も含まれる。このように、B to C サービスの一部では、人件費割合は高い一方で、競争的な市場環境もあって、販売価格の引上げが進まない分野もみられる点には留意が必要である。

第1-2-22図 人件費率に応じたサービス物価の動向等

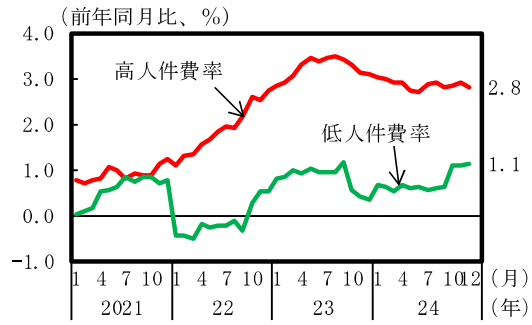
B to B、B to Cともに人件費率の高いサービス品目で物価上昇率の伸びが継続している

(1) 企業向けサービス価格と消費者物価（サービス）における人件費率別の前年比の推移

① B to B（企業向けサービス価格）

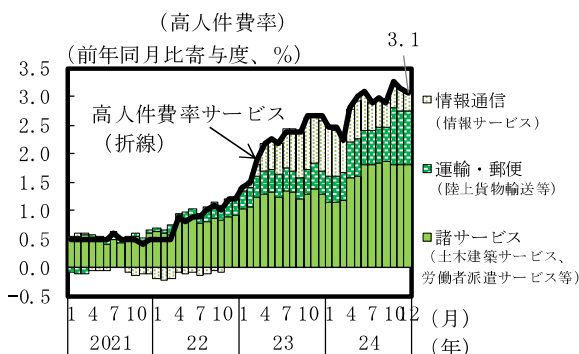


② B to C（消費者物価のサービス）

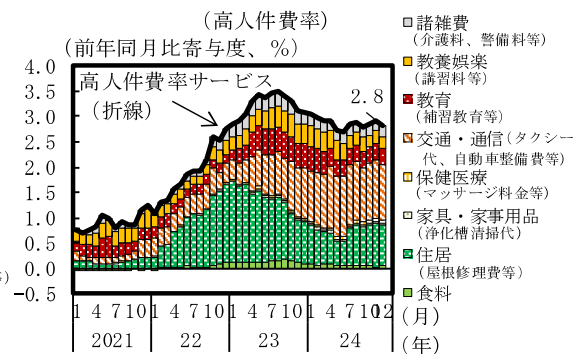


(前年比の内訳)

① B to B（企業向けサービス価格）



② B to C（消費者物価のサービス）



⁸⁸ 交通・通信については、企業向けサービス価格指数と同様、2024年10月に料金引上げのあった郵便料金（はがき、封書）も影響している。住居の工事費・修理費等については、人件費以外に原材料費の上昇も反映されている可能性がある。

第6章

国際資本移動における米国の役割

国際的サプライチェーンが財貿易を機能させるのに決定的に重要なと同様に、国際資本移動は回復力のあるグローバル金融システムに不可欠であり、投資を円滑にするため貯蓄が国境を越えられるようにする¹。米国は、国際的な資金の送付、受入の両方に積極的に従事しており、国内の市民が外国株式を買ったり、外国人投資家が米国国内の新規半導体工場の資金調達を助けたりしている。

国際資本移動は、国境を越えた金融資産への投資のことで、国際収支の金融勘定に記録される。この移動には、ポートフォリオと呼ばれる株式及び債券への投資、海外直接投資 (FDI) と呼ばれる工場や設備などの実物資産への投資、グローバル銀行による国境を越えた融資などが含まれる。このように、米国の企業と投資家は、世界中の株式、債券、工場への投資に多額の資金を提供している。

パンデミック後の回復における米国の強さと回復力は、米国を海外からの投資の磁石とした。等しく重要なことに、インフラ、クリーン・エネルギー、半導体技術へのバイデン-ハリス政権の投資計画は、資本流入の生産的な目標として役立っている²。米国は世界金融フローにおける優位性を高め、2022～2023年に国際資本移動で最高のシェアを獲得した。世界総流入額の約41%が米国に向けられていたが、パンデミック以前の23%の約2倍となった (Allen and Bems 2024)。米国通貨も、国際舞台で独特な役割を果たしており、準備通貨として機能し、世界貿易の圧倒的シェアを占め、国境を越えた金融取引の大きなシェアを占めている (Boz et al. 2020)。

プル要因とプッシュ要因のバランスが、国

際資本移動のパターンを決定する一因となる (Fratzscher 2012; Forbes and Warnock 2012; Obstfeld 2024)。プル要因は、貿易相手国に比して堅調な経済成長など、国内マクロ経済的基礎条件であり、それが海外資本流入をもたらし、国内貯蓄を上回る金額の投資を可能にする。財産権制度、投資家保護、コーポレート・ガバナンスの強さも、海外資本のプル要因として働く場合がある (Chari 2020)。プル要因と需要に基づく説明を重視することは、海外資本の流入によって資金調達された支出のおかげで、国内で貯蓄する以上に投資している国もあることを示唆している。ここでは、国内マクロ経済的基礎条件と受入国の国内需要パターンが経常収支赤字の基底的要因である。

プッシュ要因は、グローバル貯蓄を特定の受入国に向かわせるグローバル要因である。グローバルな経済的不確実性が高まった時期における安全資産への逃避のような事態が資金を向かわせる場合があり、貯蓄を準備通貨や安全通貨に振り向ける予防的な動機と同様である (Chari, Dilts Stedman, and Lundblad 2022; Goldberg and Kroghstrup 2023)。別のプッシュ要因のダイナミクスは、2005年、元連邦準備制度理事会議長、ベン・バーナンキが「グローバル貯蓄過剰」という文脈で説明したものである。そこで、海外の過剰貯蓄がグローバルな実質金利を押し下げたという (Bernanke 2005)。場合によっては、そのようなグローバル・インバランスは、資本受入国に打撃をもたらす、貯蓄率を引き下げバブル投資につながったり (Obstfeld and Rogoff 2009)、グローバルな流動性の罫で供給不足となった場合には、総需要を減少させたりする (Eggertsson and Egiev 2019)。

【資料B】

第6章

国際資本移動における米国の役割

堅調な経済回復（プル要因）と安全資産への投資（プッシュ要因）は、国際資本移動における米国の優位性に拍車をかけている。本章では、米国の経常収支赤字について簡単に論じた後、さまざまなタイプの債権と債務を追跡することにより、米国の金融収支を調査する。国際資本移動の米国への流入と、米国からの流出は、国際貿易取引の輸出と輸入に対応しているため、まず米国経常収支のおおまかな概要を説明する。次に、米国の金

融収支と国際資本移動について説明する。本章は、債券と株式への証券投資と、それらに発生する収益に始まり、さまざまな種類の投資について掘り下げていく。そして、FDIの変化と、国境を越えた銀行融資を主とするその他投資の変化へと続く。また、ドルの国際的役割と、外国人投資家による安全資産としての米ドル準備保有にも、関心が払われる。

経常収支と金融収支

国際収支勘定では、国際取引を3つの大分類に分ける。すなわち、経常収支、資本収支、金融収支である。金融収支は前述の資本移動を把握し、経常収支は国際貿易取引と海外からの純要素所得を把握する³。国際収支を均衡させるため、米国の金融収支黒字は、金融であれ実物であれ、米国資産に対する世界の投資家の旺盛な需要を反映しているが、それは経常収支赤字によって相殺される。

経常収支は長い間経済分析の対象であった。1つには、1980年代初め以降、米国がほぼ継続的に経常収支赤字を計上してきたからである。過去の『大統領経済報告』では、経常収支赤字を広範囲にわたって対象としてきたので、本章では、そのテーマに簡単に触れるにとどめて、米国の金融勘定に関する詳細な分析に移ることにする（CEA 2022; CEA 2023b; CEA 2024a）。

図6-1は、2000年から2023年までの米国の経常収支を示している。経常収支はこの期間に平均5520億ドルの赤字で、対GDP比3.3%であった。2023年、経常収支赤字は9050億ドルで、そのうち財・サービス貿易赤字が約7850億ドルであった。2023年所得受取は1兆5700億ドル、所得支払は1兆6900億ドルであった（BEA 2024a）。2023年、米国の貿易相手国上位はカナダ、中国、メキシコで、米国の輸出入の30%以上を占めていた。

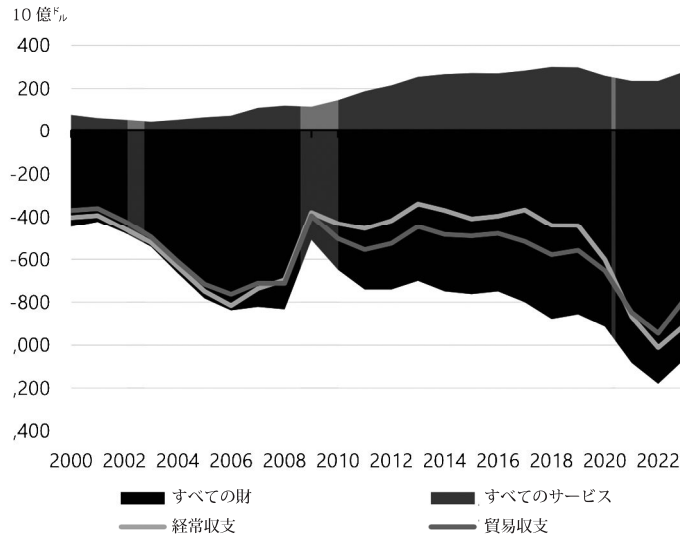
貿易赤字を財とサービスに分けると、有益な洞察が得られる。米国の財貿易赤字（2023年に1兆1000億ドル）は米国のサービス貿易黒字（2023年に2780億ドル）を見劣りさせるものであるが、

米国がサービス輸出で世界的な比較優位を維持していることは特筆すべきである。サービス貿易のほとんどは、デジタル化サービスによって推進されてきたのであり、情報通信技術を用いて行われるあらゆる活動が含まれる。米国はサービス・ベースかつデジタル化された経済にますます向かっているため、デジタル・サービスは、最も速く成長しつつある貿易分類である（CEA 2024b）。

米国の貿易収支の赤字が続いている根本的原因については、経済学者は人によって異なる見解を有している。グローバルなプッシュ要因とプル要因を重視し、他国の高い貯蓄率が米国への多額の資本流入を招いたと主張する経済学者がいる（Bernanke 2005; Pettis 2017）。そのような資本流入は生産的投資を加速させる可能性がある。それらはまた、金利を引き下げたりバブルの形成に寄与したりする場合、貯蓄率を押し下げ、総需要を増加させる可能性もある⁴。後者のダイナミクスは、健全な状態というより、負債に牽引された消費をもたらした可能性がある（Obstfeld 2017）。さらに、そのような資本流入は、その国の為替相場を上昇させる傾向があり、輸出がより高価になり世界市場で競争力を失い、輸入がより安価になるとすれば、貿易赤字拡大に寄与する可能性がある。為替相場の最近のトレンドでは、米ドル（以下、ドルと呼ぶ）は、2024年10月時点の連邦準備制度のブロード・ドル月次指数によると、2020年以降、貿易相手国通貨の代表的バスケットに比較して、名目タームで7.4%上昇しており、実質貿易加重価値でドルは20年間の歴史的平均を

6

図 6-1 米国の貿易収支と経常収支



出所：Census Bureau; Bureau of Economic Analysis; CEA calculations.
注：貿易データは国際収支ベースである。グレーの影はリセッションを示す。

15% 上回っている。

外国では、人口高齢化のような人口動態的要因から、消費を抑制することで貯蓄を奨励する政府政策に至るまで、さまざまな理由のために貯蓄率が高くなっている。関連の政府政策には、公的年金制度が限定的であったり、社会的セーフティネットが不十分なことがあり、それによって家計は念のために貯蓄する以上に貯蓄をするようになっている (Zhang et al. 2018)。このダイナミクスが示唆するのは、貿易相手国が他国の貿易収支の形成に一定の役割を果たすということである (Gourinchas et al. 2024)。

マイナスの貿易収支は、経済にとってマイナスの「点数」になるわけではないことを認識するのは大切である。事実、米国のパンデミック後の回復は、高水準の企業投資という独自な特徴を持っており、その3分の1は工場建設に向けられている (Van Nostrand 2024a)。その結果、米国の投資の大部分は、政策的目的に向かっていているように見える。生産性は上昇し、企業形成は増加しており、このような永続的かつ変革的な進歩は、国際金融が果たす支援的な役割がなければ実現しな

かったであろう。

さらに、米国の貿易相手国との国際貿易が世界的に拡大していることは、財、サービス、資本の供給を増加させる上で不可欠であった。それは、輸出セクターにおいて、多くの新たな国内事業機会と雇用をもたらしてきた。それは競争を促し、生産性を高めた。後者のダイナミクスは、過去数年間とくに好ましい展開であり、海外からの民間資本を米国国内生産の重要な新セクターに流入させる法律によって促されたことが大きい (CEA 2023a; CEA 2024c)。

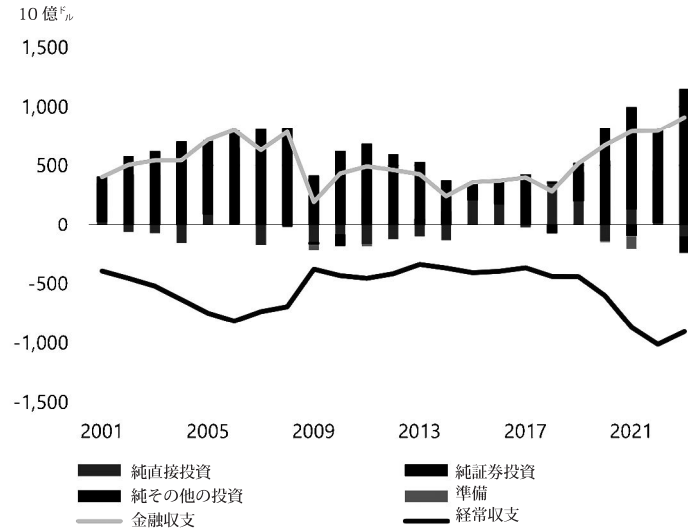
しかし、貿易フローの特定の側面には欠点があることを理解するのも重要である。ルールに基づく貿易慣行から逸脱した非市場慣行や政策は、過去2、30年にわたって地域コミュニティを傷つけてきた (USTR 2024)。このようなわけで、わが政権は米国の労働者、生産者、納税者を、ルールに基づく貿易に違反することから保護する重大な措置を講じてきた。補助金や非市場的な政策や慣行により、世界的な市場シェアを獲得しようとする中国の長期的戦略に対してはとくにそうである。わが政権はまた、差し迫った国家安全保障上

【資料B】

第6章

国際資本移動における米国の役割

図 6-2 米国の金融収支と経常収支



出所：Bureau of Economic Analysis; CEA calculations.
注：デリバティブは除外。

の課題に対処してきた。たとえば、先端技術を米国に敵対的に使用する可能性のある国々に輸出するのを阻止したり、米国の国家安全保障にリスクをもたらす可能性のある投資を、懸念国の特定の技術や製品を行うことを規制したりした（White House 2024）。

国際収支台帳の反対側に目を向けると、図 6-2 は、21 世紀を通じて米国が安定的な金融収支黒字を計上してきたことを示している。2000 年から 2023 年まで、金融収支は平均 5300 億ドルであった⁵。米国への総資本流入の構成は、時間の経過の中で変化してきた。2023 年、米国は約 1 兆 9000 億ドルの海外資本流入を受け取り、米国の投資家と多国籍企業は約 9790 億ドルの資本を外国に供給した（BEA 2024b）。これらのフローは、パンデミック以前の水準を大幅に超えている。世界規模では、国際資本移動はパンデミック以前の値から後退したが、総資本移動に占める米国のシェアは、2019 年の 23% から 2023 年の 41% へ約 2 倍になった（Allen and Bems 2024）。

資本移動は決定的に重要な経済的役割を果たしている。ポートフォリオを国際化することによ

て、投資家はリターンを向上させ、他方、分散化を通じてリスクを抑えられる。米国はこのプロセスで重要な役割を果たしている。米国財務省証券は、不履行リスクが低く、流動性が高く、統治環境が強固であることから、世界的に安全資産であると見なされている。企業、投資家、政府は、用心とリスク分散化をはかるためにそのポートフォリオに米国財務省証券を保有している。世界金融危機や COVID-19 パンデミックのように、不確実性が高まったときにはとくにそうであり、そういったときには投資家はポートフォリオのリスク・エクスポージャーを低減しようと努める（Chari, Dilts Stedman, and Lundblad 2020）。海外投資家はまた、他国よりも高いリターンを実現するために、米国の株式や直接投資資産に投資をしている。

事実が示すところによると、海外からの金融フローの流入が受入国経済の資本コストを低下させ、それが実質投資と成長を高める（Chari and Henry 2005; Chari and Henry 2008）。資本流入は、国内投資を増やすことによりその国の生産能力を拡大する可能性を秘めているが、他方、閉鎖

6

経済は国内の貯蓄プールにしかアクセスできない。それゆえ、純資本流入がプラスのとき（つまり、流入が流出を超えるとき）、国内投資は国内貯蓄を上回る可能性がある。

証券投資の株式や債券以外に、国境を越えた融資やFDIなどの投資フローは、同様の役割を果たせる。多くの事例において、FDIは、生産性の向上につながる技術改善へのアクセスや、受入国に移転される知識をもたらすことができる（Alfaro and Hammel 2007; Alfaro et al. 2010;

Fons-Rosen et al. 2018; Branstetter 2006)。さらに、国際的信用へのアクセスによって、各国は時間を通じて消費を平準化し、良いときには融資し、悪影響を受けた時には借入をすることができる（Obstfeld and Rogoff 1996)。それゆえ国際的な借入と融資は、饗宴から飢饉へと転落する運命から国を守ることができる。同様に、海外から国債を購入する意欲がある場合、国際資本移動によって、政府はそれが無い場合よりも低い金利で予算赤字を賄うことができる。

国際資本移動の現状

外国人投資家の選好が変化したり、国際的なショックが発生したりした結果、米国国際金融フローの構成が変化すると、債券利回りや株価、為替相場のような米国の金融資産価格に影響が及ぶ。それゆえ国境を越えた投資パターンの変化を吟味することは、政策立案者や市場参加者にとって重要な問題である。

国境を越えた金融フローと証券保有は、米国資産を求めている投資家のタイプ（外国の民間または公的機関）⁶、投資家が所在する場所、セクターを通じて、また時間の経過の中で注目を引いた金融資産のタイプ（株式、債券または直接投資）について詳細状況を提供する。

国際資本フローは、米国の経済発展において長い間重要な役割を果たしてきた。19世紀の大部分を通じ、最も有名なのは鉄道セクターであるが、債券や銀行ローンの形態で米国に流入した資本は、いくつかの重要産業の資金調達を手助けした（Wilkins 1991)。第1次世界大戦後には、米国はその歴史上初めて貸し手となったが、米国の海外投資は大恐慌の最中とその後は頭打ちになった（Cardoso and Dornbusch 1989)。第2次世界大戦後、戦後ブレトンウッズ体制は、国際舞台におけるドル支配を確立した（Siripurapu and Berman 2023)。しかし、1970年代半ばまでに、米国の純資本フローは反転しはじめた。かつては貿易黒字であったものが、米国の経済状況により貿易赤字に転じたからである（Reinbold and Wen 2020)。1991年を除き、米国は1982年以降貿易

赤字を計上している。

最近の米国の資本流入と資本流出

21世紀に入ると、米国への資本流入は急速に増加し、2007年の世界金融危機前夜には2兆ドル以上のピークに達した。図6-3は、2020年以降、米国への海外投資の増加を示しており、米国のパンデミック以後の回復の強さを示している。その成長は、魅力的な米国の株式・債券市場への証券投資が30%増加したことによって拍車をかけられた。証券投資流入は、バイデンーハリス政権期の2023年に1兆2300億ドルまで増加し、年間流入額で過去最高となった⁷。

図6-4は、過去数十年にわたる米国からの資本流出の伸びが穏やかであったが、資本流入のパターンはそれとは対照的であったことを示している。流出は、世界金融危機の余波で大幅に減少したが、過去15年にわたって回復してきた。

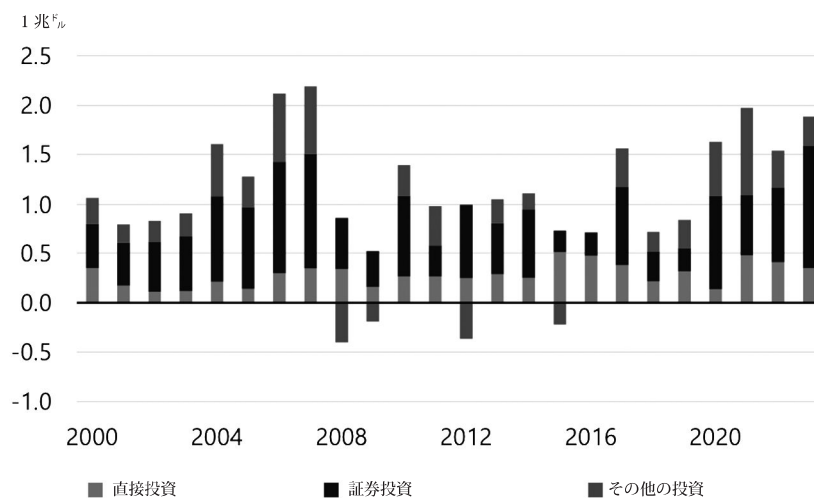
図6-5は、2023年における米国の資本移動構成を示すスナップショットである。9790億ドルの資本流出の構成は、FDI流出とその他投資流出にほぼ等しく半分に分けられ、証券投資流出がごく一部ある（図6-5a)。他方、1兆9000億ドルの流入の約3分の2は債券及び株式という形態で、FDIと、外資系グローバル銀行による国境を越えた融資を含むその他の投資が、その収支の残りを占めている（図6-5b)。

【資料B】

第6章

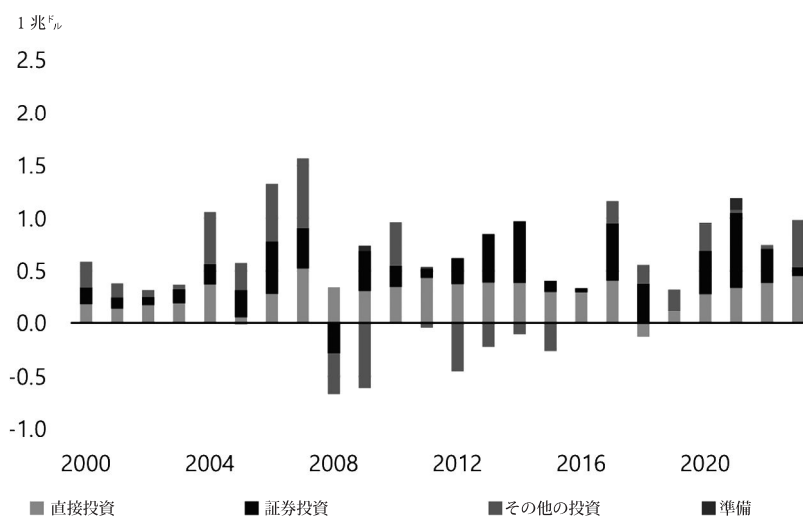
国際資本移動における米国の役割

図 6-3 米国への資本流入



出所：Bureau of Economic Analysis; CEA calculations.

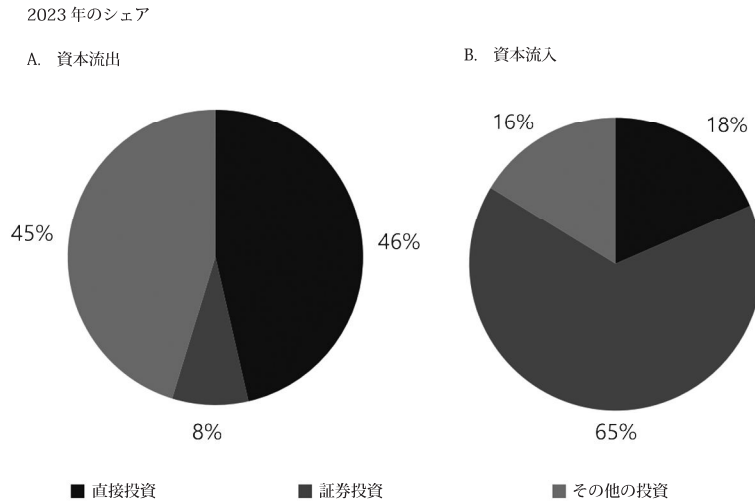
図 6-4 米国からの資本流出



出所：Bureau of Economic Analysis; CEA calculations.

6

図 6-5 資本流入と資本流出



出所：Bureau of Economic Analysis; CEA calculations.

資本移動の地理学

驚くべきことではないが、米国の資本移動の上位送出国のほとんどは、米国の貿易相手国でもあり、地政学的同盟国でもある。2023年、イギリスは米国の資本流入に対するトップの送出国で、カナダ、フランスと続いた（表 6-1 を参照のこと）。ルクセンブルクやシンガポールなどオフショア金融センターも、金融フローの送出国及び受入国の上位に連なっている。

米国の資本流入を反映して、イギリスは、2020年から2023年までの4年間のうち3年で、米国の資本流出のトップの受入国でもあった。米国は分散投資家であり、毎年異なる国々に多額を配分していることが多い⁸。

国際投資ポジション

国際資本移動の構図の最後のピースは、国際投資ポジション（IIP）であり、これは時間の経過の中で蓄積された1国の対外的な資産と負債の

ストックを記録するものである（Lane and Milesi-Ferretti 2007）。経常収支黒字または赤字（フロー）は、蓄積された対外資産と対外負債というストックとなる。対外資産と対外負債の差が、米国の純国際投資ポジションである（BEA 2024b）。

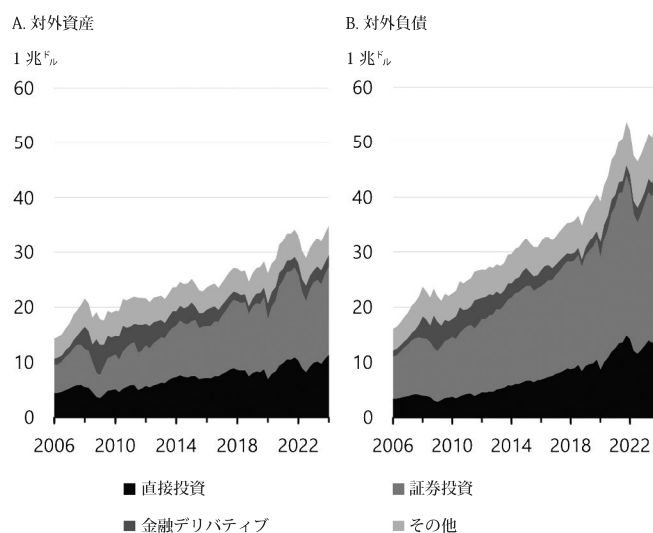
米国の純国際投資ポジションは、2024年第1四半期末に-21兆3000億ドルであり、図 6-6a、図 6-6b に示されているような、対外資産のストック（36兆ドル）と対外負債のストック（57兆1000億ドル）の差を表している。2024年までに、米国の対外資産ストックは、2006年の16兆4000億ドルという値から2倍以上になり、対外負債ストックは18兆2000億ドルから同じ期間に約3倍になった⁹。

資産及び負債の価格変化や為替相場変動を通じた評価効果は、ストック残高に影響を及ぼす。たとえば、2023年の米国の株価上昇は、外国の株価上昇を上回り、米国の対外負債と比較した在外外国資産の市場価値は増加した（BEA 2024c）。評価効果は、過去10年間、米国の純国際投資ポジションの変化において重要な役割を果たしてきた（Milesi-Ferretti 2021）。

【資料B】

国際資本移動における米国の役割

図 6-6 米国の国際投資ポジション



出所：Bureau of Economic Analysis; CEA calculations.

表 6-1 2023 年における米国資本移動の送出国と受入国、国別

国	米国への純流入 (10 億ドル)	国	米国からの純流出 (10 億ドル)
イギリス	368.9	イギリス	263.0
カナダ	157.0	カナダ	133.3
フランス	100.4	フランス	62.3
ルクセンブルク	99.5	シンガポール	45.2
シンガポール	77.8	香港	37.8
日本	76.3	オーストラリア	32.1
ドイツ	73.0	オランダ	31.5
台湾	67.7	ルクセンブルク	24.3
韓国	46.0	インド	12.4
オランダ	42.3	メキシコ	12.1
合計	1,108.7	合計	654.0

世界の株式仲買人としての米国——国境を越えたりターン

国境を越えた資産の購入と流れを検証することで、投資家がいかに国際経済と国際金融の状況を見ているかについての洞察が得られる。外国の株式や債券の購入は、証券投資という分類の下、1国の金融収支に計上される。外国人投資家は米国の債券を長い間安全な投資先と見てきた。他方、米国株式市場は、持続的な活力と規模の拡大が他国を凌駕しているので、彼らは米国株式市場を魅力的な投資先としてますます見るようになっていく。わが国の貿易相手国の企業と比べて、米国企業は生産性が高く、その結果として非常に魅力的な投資機会を提供し続けている。したがって、米国はますます世界の証券取引の中心となっている (Tabova and Warnock 2024)。

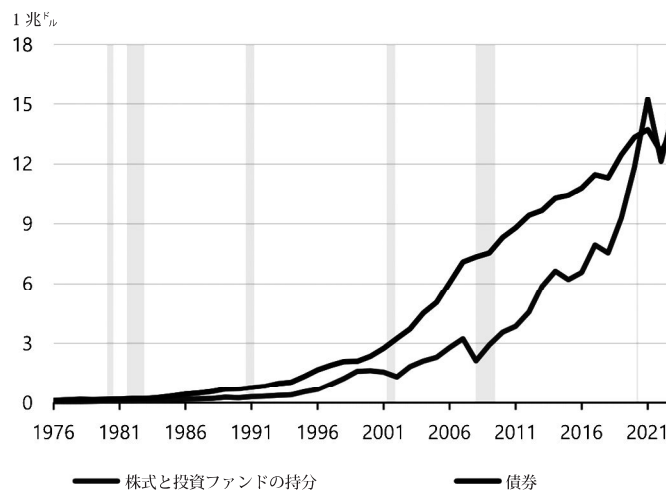
米国の金融エコシステムに参画する需要が高く、なお高まっていることは、米国の対外負債（つまり、外国人投資家に所有されている国内金融資産）

の急速な増加に反映されている。米国国際ポートフォリオ負債総額は、2006年から2024年までに3倍以上になった。その増加は、資産評価額と購入量の両方の変化を反映している。

ポートフォリオ負債の増加は債券と株式の両方で起こったが、米国の負債の構成は債券から株式にシフトした (Tabova and Warnock 2024; Atkeson, Heathcote, and Perri 2023)。20年前、多くの外国人投資家は、米国の株式よりも債券を多く購入した。最近数年間に、米国の株式はますます人気になり、現在、株式負債総額が債券負債総額を上回っている (図6-7を参照のこと)。それは、外国からの購入が安定的に増加したことと、評価効果を反映している。

この保有高構成は、2003年から2023年まで、なぜ外国人投資家の対米投資収益の方が、国内投資家の海外投資収益よりもわずかに高いのかを説

図6-7 米国の株式及び債券への海外投資



出所：Bureau of Economic Analysis; Tabova and Warnock (2024); CEA calculations.
注：グレーの影はリセッションを示す。データは2023年まで。

【資料B】

第6章

国際資本移動における米国の役割

明する (Curcuru, Thomas, and Warnock 2013; Tabova and Warnock 2024; Atkeson, Heathcote, and Perri 2023)。それ以前は、外国人投資家は米国債券から主に低い利回りを得ていた一方、米国投資家は外国の株式と債券から高いリターンを受け取っていた¹⁰。

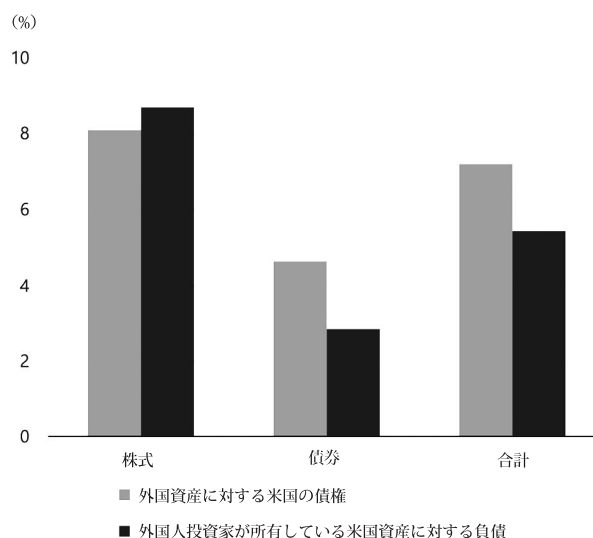
米国の資産に対する一貫した需要は、米国市場への参加者が得る相対的に強いリターンに原因を帰着させられる。図 6-8 は、2003 年から 2023 年までの外国人による投資（国内資産に対する負債と記される）の年平均リターンと、アメリカ人による海外投資（海外資産に対する債権と記される）の年平均リターンを示している¹¹。その期間に、海外投資家は平均して、米国株式で年 8.7% のリターン、米国債券で 2.8% のリターンを得てきた。ポートフォリオの価値は毎年変動する可能性があるが、平均が示すところによると、投資家は米国の金融資産にその資金を投下することで報われてきた。両方の資産分類を通じて、その期間に、外国人投資家の総リターンは、5.4% であった。ドル・タームでの外国人投資家のリターンは、2012 年以降続く株価上昇とドル高を反映してい

る。

過去 20 年、米国株式市場において外国人投資家が得た株式リターンは、海外株式市場において米国の投資家が得たリターンよりもわずかに高く、年間約 0.6% が高かった。その差は、過去 10 年、米国株式市場が経験した成長の速さに起因する。それは、米国の時価総額と世界の時価総額を比較することで分かる (図 6-9)。米国の株式シェアは、バイデン-ハリス政権下で、過去 20 年間で最高値に達した。次節で詳述するように FDI も同じストーリーを語っている。外国人所有の企業は、米国の大きくダイナミックな国内市場において魅力的なリターンを得ている。

米国金融資産で外国人投資家が得た高リターンには、アメリカ人投資家はその海外投資で大きなリターンを得ることが伴っていた。2003 年から 2023 年まで、米国の投資家は平均で、外国株式で年 8.1%、外国債券で年 4.6% を得ていた。事実、債券と株式の両方を考慮したとき、アメリカ人投資家の海外リターンは、外国人投資家の米国投資リターンよりも、平均すると高かった。その差は、歴史的に、米国債券よりも外国債券の

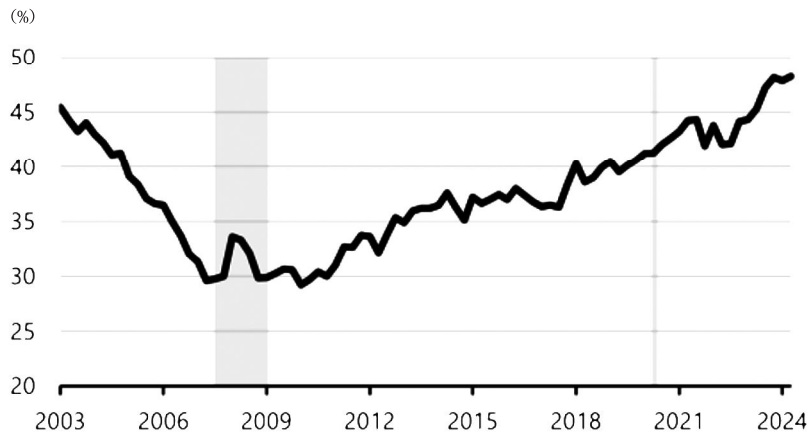
図 6-8 米国及び海外証券投資の年平均投資リターン、2003~2023 年



出所：Bureau of Economic Analysis; Tabova and Warnock (2024); CEA calculations.

6

図 6-9 世界の時価総額に占める米国の時価総額のシェア



出所：Bloomberg; CEA calculations.
注：グレーの影はリセッションを示す。

利回りが高いことに主な原因があった (Curcuro, Dvorak, and Warnock 2008)。国内債券の低利回りは、米国債券に対する継続的な高い需要に原因を帰せられる。米国及び世界の投資家の目

にその安全性と流動性、また着実な連邦準備政策が映っているからである (Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen 2012)¹²。

海外直接投資

米国の株式や債券を購入することにくわえて、外国人投資家はしばしば、国内企業の所有権を一部または全部取得する。これらの購入は、国の国際収支における金融収支内の「直接投資資産」分類に入る。そのような FDI は証券投資とは異なっている。なぜなら投資家は対象企業に影響を及ぼす手段を獲得するからである。FDI は次の経路を通じて行われる。多国籍企業が外国で子会社を設立する（「グリーンフィールド事業」と呼ばれる）経路、既存の外国事業を拡大する経路、合併買収によって新たな外国資産を取得する経路、あるいは、合併会社に投資する経路である (BEA 2024d)。

米国は歴史的に、FDI 流入の最大の受入国であった (Commerce 2024a)。この増加は、米国の経済回復における投資機会の強さと、バイデン－ハリス政権の政策が外国投資を効果的に呼び込むことと一致している (CEA 2023a; Van Nostrand 2024b)。米国も世界中で外国企業に投資している。その投資は米国の利害関係者に収益を還元する一方、相手国間の経済協力と知識移転を改善する。事実、第 1 次所得受取——米国の海外投資家を得る利子、配当、利潤——は、2023 年に約 2000 億ドル増加した (BEA 2024a)。

【資料B】

第6章

国際資本移動における米国の役割

FDIの便益と直接投資を促進する上でのわが政権の役割

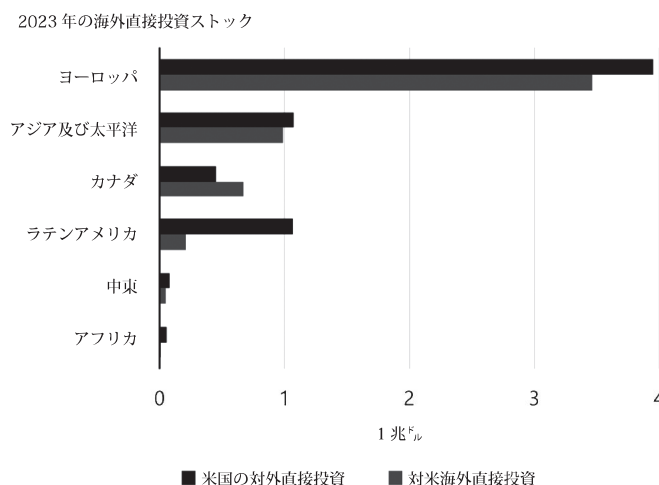
企業がFDIに関与する理由はさまざまであり、資源を求めるものから、コストを削減したり国際的な戦略的提携を構築するものに至る。資本を供給することによって、FDIは、受入国の発展を助長する。結果的に生じる効率性向上は、経済成長を促進し、雇用創出に拍車をかける。FDIの別の重要な便益は、先端技術の導入を含め、国境を越えて専門知識とノウハウを共有することによる知識のスピルオーバーである。最後に、FDIフローは、国際経済統合の決定的な推進要因であり、国境を越えた戦略的パートナーとサプライチェーン、つまり、グローバル・バリューチェーンを構築するのに役立つ（Qiang et al. 2021; Lipsey 2004）。図6-10を参照のこと。

バイデンーハリス政権は、米国の産業、とくに製造業とクリーンエネルギーに海外投資を積極的に誘致することにより、史上最高水準のFDIを達成するのに貢献した。その戦略は、質の高い雇用を生み出すというわが政権の公約の重要な一環

であった。事実、バイデンーハリス政権下における製造業投資の画期的増加の大部分は、海外投資家からのものである。わが政権は、再生可能エネルギー生産を促進するインフレ抑制法と半導体生産を促進するCHIPS及び科学法によって制定された税額控除により、投資を促進、鼓舞してきた。その優遇措置は、重要セクターと長い間取り残されてきた分野に海外投資を流入させた（CEA 2024c）。2023年、韓国は対米FDIの最大の投資国として浮上し、広範囲にわたる産業の90の新規プロジェクトから成る215億ドルの新規投資の公約を発表した（Chu 2024）。クリーンエネルギーと、クリーンエネルギー製造業へのFDI流入は、前政権下の7倍以上である（図6-11）。

メイド・イン・アメリカ・イニシアティブを含め、バイデンーハリス政権の政策は、依然として米国が世界トップの海外投資の投資先であることを確実にするのに役立っている。たとえば、サムソン電子は、2024年に64億ドルの資金を受け取り、コンピュータ・チップ製造と研究クラスターを開発した（Commerce 2024b）。この資金調達は、8000人以上の雇用創出が見込まれる同社の

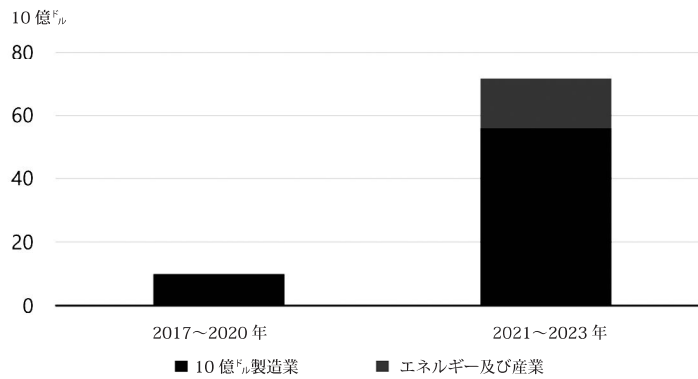
図6-10 米国への海外直接投資と米国からの海外直接投資



出所：Bureau of Economic Analysis; CEA calculations.
注：データは取得原価ベース。

6

図 6-11 外国企業によって発表されたクリーンエネルギー・プロジェクトへの投資



出所：Clean Investment Monitor; CEA calculations.

注：エネルギー及び産業は、クリーンエネルギーを生産したり、二酸化炭素排出量を回収したり、産業活動を脱炭素化したりする施設の新設または拡張を指す。製造業は、クリーンエネルギー、クリーン自動車、建築物の電化または炭素管理技術を製造する工場の建設または拡張を指す。

610 億ドル規模の製造プロジェクト計画に追加される (Tarasov 2023)。さらに、台湾積体回路製造 (TSMC) は、アリゾナ州にハイテク半導体組立工場を建設し運営するために、約 400 億ドル規模のプロジェクトの資金調達を行い、その歩留は台湾の工場を上回ると最近発表した (Reuters 2024; Hawkins 2024)。同様に、パナソニック・エナジーは、カンザス州のリチウムイオン・バッテリー工場に 40 億ドルを投資すると発表し、4000 人の雇用を創出することが見込まれている (Panasonic 2024)。

米国への投資

生産性の高い企業とバイデンーハリス政権の政策のおかげで、米国は依然として、FDI フローのトップの国際的投資先であり続けている。FDI は、新規投資と、以前の投資が蓄積されたストックに分類され、前者は、米国企業の買収、設立、拡大を表す (BEA 2024e)。

米国に投資をする外国企業の幅広さはまた、わが国の大規模な消費市場、先進的なインフラ、事業支援的な環境を反映している。対米 FDI の総額

は過去 16 年間に 2 倍以上になり、2023 年には 5 兆 4000 億ドルで、2009 年の 2 兆 1000 億ドルから増加した (BEA 2024f)。2023 年、新規純 FDI は国内で総額 1488 億ドルであった (BEA 2024e)。買収は、設立や拡大を凌駕する傾向にある (図 6-12 を参照)。

これら 2023 年の FDI フローの決定的に重要な側面の 1 つは、米国の同盟国や戦略的パートナーからのものが圧倒的なことである。海外の親会社の所在地によって計測すると、2023 年の対米直接投資総額の上位 3 カ国は、オランダ (7150 億ドル)、日本 (6881 億ドル)、カナダ (6716 億ドル) であった¹³。合計では、カナダ、日本、イギリス、オランダが 2023 年に対米直接投資の過半を構成しており、パートナー諸国と強力な金融的連関を形成するというバイデンーハリス政権の目標を反映している (BEA 2024f)。

小売業 (1990 億ドル)、不動産業 (2130 億ドル)、専門・科学サービス (2390 億ドル) など、幅広いセクターの企業が、2023 年に FDI 資金の恩恵を受けた (BEA 2024f)。2023 年に FDI ポジションが最も多かった産業は製造業であり、2 兆 2000 億ドルであった (図 6-13 を参照のこと)。製

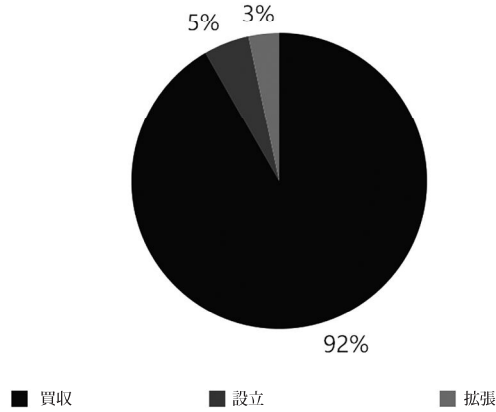
【資料B】

第6章

国際資本移動における米国の役割

図 6-12 新規対米海外直接投資

2023年のシェア

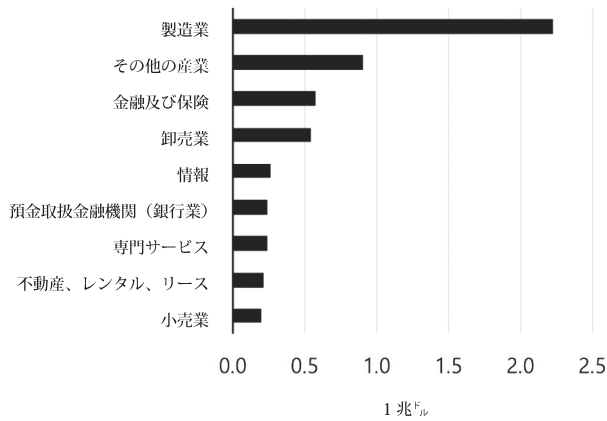


出所：Bureau of Economic Analysis; CEA calculations.

図 6-13 対米海外直接投資、産業別

6

2023年のストック



出所：Bureau of Economic Analysis; CEA calculations.
 注：金融カテゴリーには、預金取扱金融機関は含まれない。専門サービスは、科学・技術サービスを含む。

造業のFDIストックは、2020年以降16%上昇しており、米国製造業の産業基盤を再生するというバイデンーハリス政権の目標を反映している(White House 2022)。

株式と債券と同様に、外国人投資家は、対米直接投資から相当のリターンを受け取っており¹⁴、2003年から2023年まで、算術平均で年平均7.4%であった¹⁵。

他国への投資

米国企業が最先端技術を開発し活用するので、海外の国と企業はしばしば米国のFDIを歓迎する。資金だけでなく、その投資は技術的ノウハウと知識のスピルオーバーをもたらす(Lipsev 2004)。2023年、米国企業によるFDIストックは全世界で合計6兆7000億ドルであった。2023年に、新規対外FDIは3640億ドルであった(BEA 2024f)。

米国は、海外で市場シェアを獲得し、サプライチェーンを強化し、海外のノウハウにアクセスし、利益を母国に持ち帰ることにより、他国への対外FDIから恩恵を受ける(Cohen 2007; Chari, Ouimet and Tesar 2010; U.S. Chamber of Commerce 2021)。米国ベースの多国籍企業は、2023年、海外への投資から5770億ドルを稼ぎ、そのほとんどが米国の利害関係者に還元された(BEA 2024f)。その他の国はその投資から恩恵を被り、米国の専門知識と資本は海外に広まっている(Loungani and Razin 2001; Mohseni-Cheraghloou 2021)。

世界貿易に従事している大半の国は、なんらかの形で米国のFDIを受け取っている。事実、2023年、50カ国以上が米国から少なくとも10

億ドルの新規投資をFDIで受け取った。米国のFDIストック総額で見ると、イギリス(1兆1000億ドル)、オランダ(9800億ドル)、ルクセンブルク(5320億ドル)が受入上位3カ国である(BEA 2024f)。対外直接投資の点では、米国は戦略的パートナーとの関係が圧倒的に多い。

それだけでなく、中国からの対内投資と中国への対外投資は減少傾向にある。蓄積された直接投資のストックを通じて計測される米国における中国の足跡は、2017年から2023年までに23%減少した(BEA 2024f)。

バイデンーハリス政権は、米国の同盟国やパートナーとの金融統合を深める一方、直接投資を潜在的リスクから保護している。対米外国投資委員会(CFIUS)は、取引をケース・バイ・ケースで検討し、投資元にかかわらず、FDIから生じるあらゆる潜在的リスクを査定している(CFIUS 2023)。CFIUSは、開かれた投資経済という米国の長年の公約を支持する一方で、FDIで決定的に重要な構成要素は、国家安全保障上のリスクを特定し、縮小することだと理解している。CFIUSは、FDIから生じる国家安全保障に対するあらゆるリスクは、同委員会の裁量で使える手段を通じて十分に対処できる。

バイデンーハリス政権はまた、特定の国家安全保障に関わる技術や製品——とくに、半導体及びマイクロエレクトロニクス、量子情報技術、人工知能分野——において、米国の対外投資にしばしば伴う無形の便益を確保することをとりわけ重視してきた。それらは、米国の安全保障を揺るがしうるものである(White House 2023)。同様に、バイオセキュア法は医薬品分野の監視を強化している。

国境越えた融資とグローバル銀行

国境を越えた融資市場は、グローバル金融統合のもう1つの重要な側面である。国際収支における金融収支の「その他フロー」分類に入れられ、外国銀行やグローバル銀行に仲介された資本移動は、国境を越えた信用フローの重要な一部であ

る¹⁶。

総融資に占めるシェアがますます大きくなっている国境を越えた融資は、米国に対して果たす役割が決定的であり、かつ、重要性を増している。具体的には、米国の企業に外国銀行によってなさ

【資料B】

第6章

国際資本移動における米国の役割

れる融資は、世界中の銀行に重要な分散化機能を与えており、この融資はまた、国内資本市場を通じて外国銀行の貸借対照表にアクセスできることにより、国内銀行システムを安定化させるのにも役立っている (Gupta 2021)。米国の銀行の海外支店と、米国政府の流動性ファシリティも、外国の銀行システムにとって同様の役割を果たしている。

米国内の金融仲介

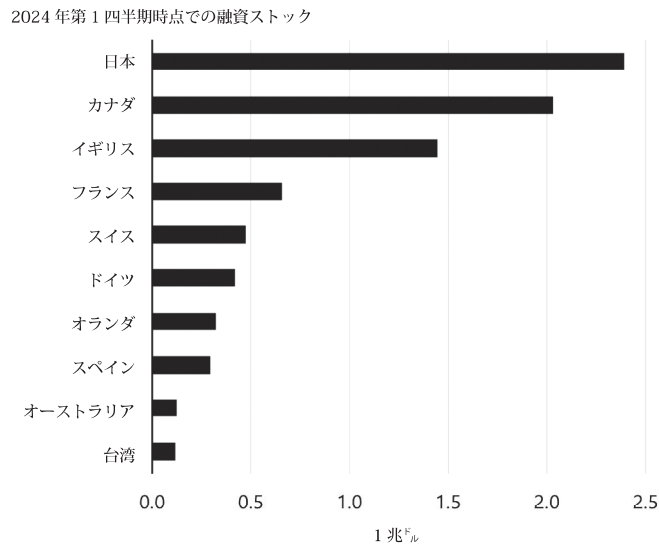
米国の国境を越えた金融関係は、広範囲に及び、かつ拡大している。米国の国境を越えた融資資産のストックは、2019年第4四半期の3兆2000億ドルから2024年第2四半期の3兆8000億ドルに増加した。国際決済銀行の所在地別銀行統計によると、同じ期間に、米国の国境を越えた融資負債は、3兆5000億ドルから4兆8000億ドルに増加した (BIS 2024a)。

海外融資は、米国における信用供与において大きなシェアを占めている (Cetorelli, Goldberg, and Ravazzolo 2020)。2024年9月時点で、外

国銀行は、米国のローン供与で1兆1000億ドルを占め、総資産で3兆1000億ドルを保有しており、それは米国の銀行システムの総資産の約13%に相当した。外国銀行の支店及び代理店、また海外子会社の資産は現在、総額4兆ドル以上である (Federal Reserve Board 2024)。米国に入ってくる他の投資形態と同様に、ローンは、米国企業の収益性と信用力への継続的信頼を示している。

国内金融仲介にグローバル銀行が存在すると、金融市場の逼迫時に安定化要因として機能する。外国銀行は、国内資本市場を通じて親会社から流動性にアクセスできるため、国内ローカル銀行が直面する流動性ショックや摩擦を乗り越えられる (Cetorelli and Goldberg 2011)。マイナスのショックが米国経済を襲ったとき、外国設置支店融資を通じた信用供与の継続は、国内金融仲介に重要な緩衝材をもたらし、そうして米国銀行システムにおける安定化の役割を果たすことで分散化をもたらす (Cetorelli and Goldberg 2012)。それだけでなく、外国銀行はまた、米国拠点に資金を振り向けることもでき、危機または資金流動性逼迫時に信用供与を確実に継続できる (Choi

図6-14 対米融資債権、国別



出所：Bank for International Settlements.

et al. 2022; Obstfeld, Shambaugh, and Taylor 2009)。

FDIと同様に、国境を越えた融資資金は、主に米国の同盟国からもたらされたものであり、戦略的パートナーとの金融関係を強化している（図6-14を参照のこと）。国際決済銀行の統合銀行統計によると、国際的融資の上位3カ国は、日本（2兆4000億ドル）、カナダ（2兆ドル）、イギリス（1兆4000億ドル）である（BIS 2024b）¹⁷。

国境を越えた融資の変化

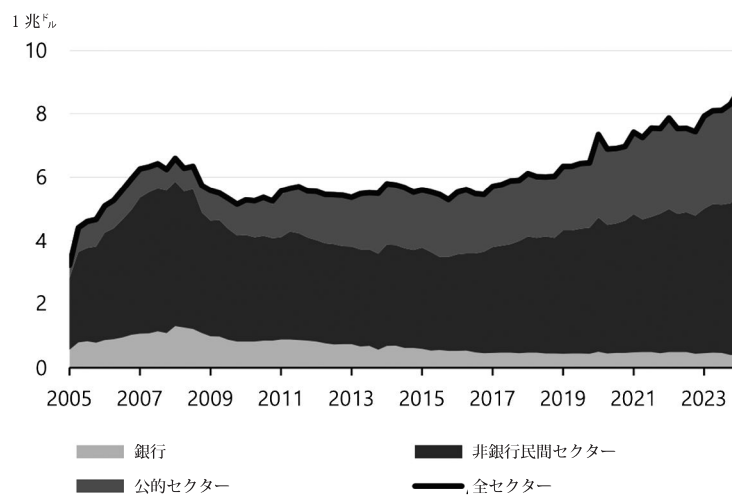
国境を越えた融資は、数十年にわたってダイナミックに展開してきた。1980年代、銀行は主として国家向け融資に従事しており、それが国境を越えた銀行間融資活動に変化していった。もっと最近では、グローバル銀行は、非銀行金融仲介機関と非金融企業への直接融資に従事している（Buch and Goldberg 2024）。

図6-15は近年のシフトを描いており、国境を越えた債権を銀行セクター、非銀行民間セクター、公的セクターに分類している。国境を越え

た債権総額は2005年から2024年までに約3倍となった一方、その構成も変化した。銀行による国境を越えた融資は、2008年における債権総額の約20%という危機前のピークから2024年の4.8%へと大幅に減少した。対照的に、国境を越えた非銀行民間セクター（たとえば、ミューチュアル・ファンドとヘッジ・ファンド）と公的セクターの債権は、2010年代半ば以降、大幅に増加した。非銀行金融仲介と関連した流動性及び金融安定性のリスクと、規制の枠外にある影の銀行セクターの台頭は、現在、政策論議の的となっている（Claessens 2024; Chari 2023）。

グローバル銀行はまた、外国に支店や子会社を設立し、それが国内融資に従事している（McCauley et al. 2017; Buch and Goldberg 2024; Goldberg 2024）。たとえば、ドイツの銀行が米国に支店を設置して米国企業に直接融資を行ったり、米国の銀行がメキシコに支店を設置してメキシコ企業に直接融資している¹⁸。ローカル融資も国境を越えた融資もパンデミック以降増加しており、世界経済のいっそうの金融統合とリスクのいっそうの分散化を示している（図6-16を参照

図6-15 対米融資、セクター別



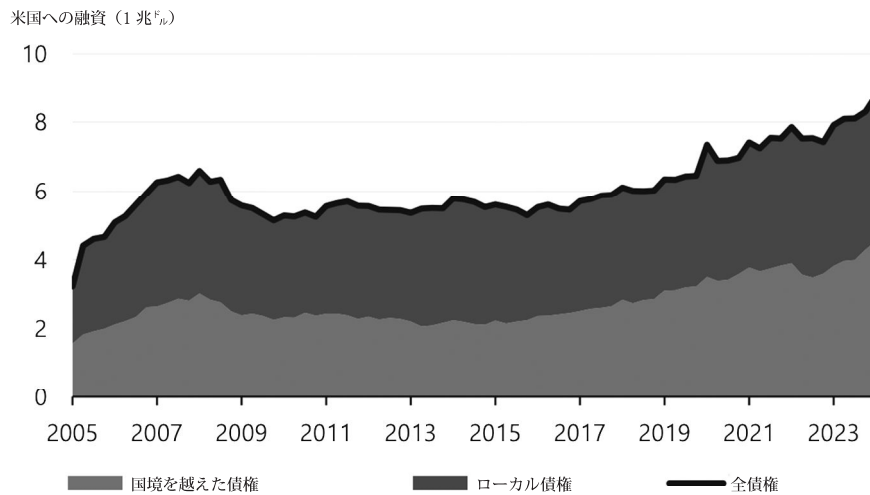
出所：Bank for International Settlements; CEA calculations.

【資料B】

第6章

国際資本移動における米国の役割

図 6-16 ローカル融資及び国境を越えた融資の債権



出所：Bank for International Settlements; CEA calculations.

のこと)。

最後に、資金調達コストと為替相場の動向は、特定通貨での信用供与に影響を及ぼすことがある (Hattori and Shin 2009)。2022年、金融引締政策とブロード・ベースのドル高は、国境を越えたドル建て与信(ローン+債券保有)を減少させたが、日本の円安とマイナス金利によって円建て与

信が急増した。2023年、日本の銀行は、米国の非銀行への信用が増加したので、米国非金融セクターに対する債権が増加したと報告した (BIS 2024c)。そのパターンは、膨大なキャリー・トレード活動と一致しており、円はドル融資に投資される資金調達通貨であった¹⁹。

6

安全への逃避——米国財務省証券とドル

収益性の高い投資と銀行融資の投資先として機能することにくわえて、米国は、政府債の形態で世界に安全資産を提供する上で決定的な役割を果たしている²⁰。安全資産は、システムック事象を含む世界のさまざまな状況下で、その価値を維持すると期待される債務商品である (Eisenbach and Infante 2017)。米国財務省証券の安全性への逃避はしばしば、国際金融市場の逼迫や不確実性の上昇の時期に発生する (Gourinchas, Rey, and Govillot 2017; Krishnamurthy and Viss-

ing-Jorgensen 2012)。米国の通貨はまた、国際環境で準備通貨としても機能し、貿易取引と金融取引を支える (Boz et al. 2020)。前述のように、米国の国債募集は、1国の金融収支の証券投資の分類に入れられる。

今日、米国の通貨と国債募集は、国際金融システムにおいて支配的地位を占めている。米国の債務上限とは、連邦政府が借りられる金額に議会が上限を設けるものであるが、その債務上限引き上げをめぐる論争の期間に生じるような債務瀬戸際

交渉は、この貴重な地位を損なう可能性がある（CEA 2023c）。米国財務省証券が安全資産としての地位を失うことは、経済的な打撃であり、米国の財政能力を低下させる。さらに、準備通貨としてのドルの役割は、経済上、安全保障上の便益を持つ。金融フローと決済におけるドルの幅広い役割は、強力なガバナンス、法の支配、テロの資金調達を防ぐ質の高いマネー・ロンダリング防止規則を備えたシステムを通じて資本が流れることを確実にする（Shambaugh 2024）。

グローバルな安全資産として米国債

広範囲に及ぶ投資家が米国財務省証券を保有しており、米国債の安全性について国際的なコンセンサスが示されている。米国財務省証券発行残高に占める外国公的機関のシェアは、1990年には14%で、2014年に34%というピークに達した。2023年、外国公的機関及び外国民間投資家は、米国財務省証券保有高の約4分の1を占めた（図6-17）。

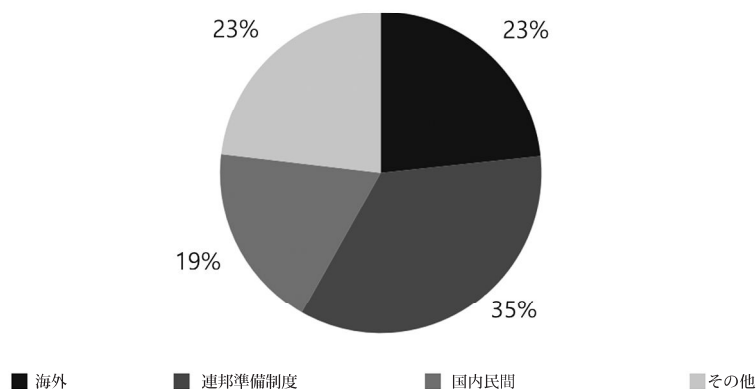
米国財務省証券の需要は全世界に広がっている

（図6-18を参照のこと）。2023年外国人保有の米国財務省証券のうち、ヨーロッパの投資家が5分の2以上（44%）を占め、アジアと米国がそれぞれ約25%を保有した。2024年8月時点で、投資上位3カ国は、日本（1兆1000億ドル）、中国（7746億ドル）、イギリス（7438億ドル）であった。サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、その他いくつかの産油国もかなりの米国財務省証券を保有していた²¹。

外国公的機関の米国財務省証券保有高は、2013～2023年に約3兆5000億ドルで一定である一方、民間保有は2013年の約1兆3000億ドルから2023年末の3兆ドルへと2倍以上に増加した。海外保有が示唆するところによると、ほとんどの外国中央銀行の準備管理担当者が、米国財務省証券を引き続き安全投資と見なしており、安定的な需要源にもなっている²²。外国はまた、通貨市場への介入によって為替相場の安定化をはかる必要があるときのため、ドル準備を保有している。ドルが国際金融システムで優位性を失いつつあるとか、米国財務省証券はもはや安全な投資先として望ましくないといった議論に対し、事実は反駁し

図6-17 米国財務省証券保有者、タイプ別

財務省証券保有高に占めるシェア



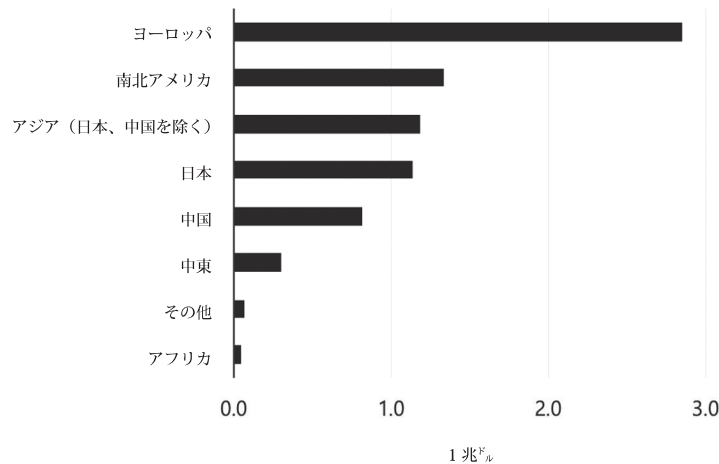
出所：U.S. Department of the Treasury; CEA calculations.

【資料B】

第6章

国際資本移動における米国の役割

図 6-18 米国財務省証券保有高、地理的地域別



出所：U.S. Department of the Treasury; CEA calculations.

注：データは2023年。期末価値が用いられている。南北アメリカには、カナダ、ラテンアメリカ、カリブ海諸国が含まれる。

ている。

米国財務省証券の世界的需要増は、米国債の資金調達コストを低下させる上で重要な役割を果たしている (Weiss 2022)。研究者は、外国公的機関による米政府証券購入がその利回りに及ぼす規模を推計している (Bertaut and Judson 2014; Warnock and Warnock 2009; Beltran et al. 2013)。

米国と世界はともに米国の安全資産から恩恵を被っているが、それは世界金融危機時に発生した安全への逃避に象徴される原理である。米国は危機の震源地であったが、海外及び国内の投資家は米国政府債の安全性を求めた。海外の民間及び公的投資家によって保有されている米国財務省証券のシェアは、2000年代初めには一定であったが、危機後に劇的に増加しており、その資産は経済逼迫時にはとくに安全だと見なされていたことを意味している (Neoth and Sengupta 2010)。実際、事実が示すところによると、米国は世界の他の国よりもリスク負担能力が高い (Gourinchas, Rey, and Govillot 2017; Maggiori 2017; Sauzet 2023; Kekre and Lenel 2024)。

米国財務省証券に対する需要増は危機時に十分に大きかったので、同時に供給が非常に増えたにもかかわらず、その価格は上昇した (Neoth and Sengupta 2010)。質的・量的緩和の期間における連邦準備制度による国債買い入れも、利回りの低下に寄与した (Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen 2011)。言い換えると、米国財務省証券に対する需要の急増は、供給増を上回っており、国債価格は上昇し利回りは低下した (He, Krishnamurthy, and Milbradt 2016)²³。安全資産の供給源をもたらしただけでなく、世界金融危機時に米国財務省証券の価格上昇は、米国の資金調達コストを低下させた。価格上昇が示したのは、満期までの利回り（つまり、政府の追加資金調達コスト）の低下であった²⁴。

COVID-19 パンデミックをめぐって不確実な時期には、外国人投資家も米国債に注目した。パンデミックが始まったとき、海外の民間及び公的機関の投資家は、予防的な流動性ニーズをカバーするため、米国財務省証券を売却したが（「現金に殺到」と呼ばれる）、米国財務省証券の需要はすぐに回復した (Barone et al. 2022; He and Krish-

6

namurthy 2020)²⁵。事実、米国財務省証券の純発行額のうち海外吸収額は、2021年に増加した(Weiss 2022)。

米国財務省証券の需要は、パンデミック後になっても依然として高かった。2023年、海外の民間投資家による米国財務省証券の純購入は、パンデミック前(2017～2019年)平均の10倍以上であった(図6-19を参照のこと)。平均で、外国人投資家は、パンデミック前5年間に、米国財務省証券純発行額のうち約19%を吸収した(Weiss 2022)。2021～2023年の期間に、外国人投資家は年平均45%を吸収した。

世界の準備通貨としてのドル

外貨準備によって、各国は準備通貨建てで輸入品を購入する資金を調達したり、外貨建て債務の返済をしたりできる²⁶。ショックや混乱に遭ったとき、蓄積された外貨準備は、輸入品の支払いをしたり対外債務の利払いをするときに引き出せるバッファを各国にもたらす。

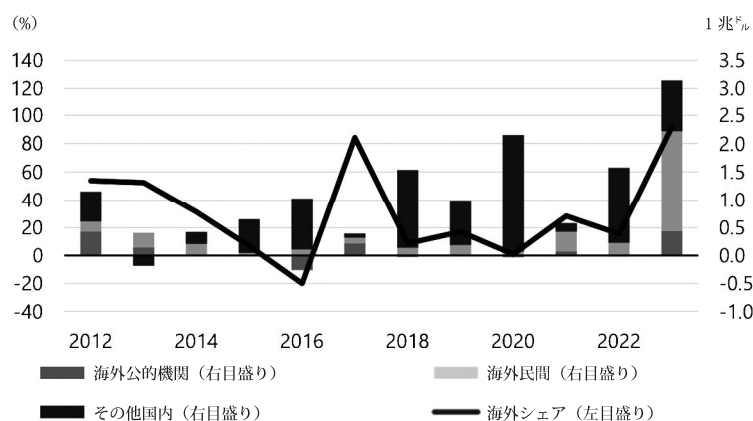
世界の支配的な準備通貨としてのドルの役割

は、第2次世界大戦後に確立された(Nelson and Weiss 2022; Siripurapu and Berman 2023)。世界の外貨準備に占めるドルのシェアは、1947年の約13%から1972年には85%に増加した。当時、ドルは石油のような商品貿易や、世界貿易の請求書発行の通貨となっていた。現在では、多くの国の海外からの借入は圧倒的にドル建てであり、ドルは国際金融システムで中心的な地位を占めており、国際貿易を促進する上で桁違いの役割を果たしている(Eichengreen 2012; Ilzetzki, Reinhart, and Rogoff 2019)。

2023年、ドルは世界の外貨準備の約60%を占めていた(Atlantic Council 2024; IMF 2024)²⁷。2022年時点で、国際貿易の約54%がドル建てで請求されており、また2024年時点で、すべての国際ローンと国際債券の約64%がドル建てである(Boocker and Wessel 2024)。ドルは外国為替市場を支配しており、1日の取引高は7兆5000億ドルに達し、2022年には全取引の約90%で少なくとも一方にはドルがあった(BIS 2022; Nelson and Weiss 2022)。

準備通貨の地位は、いくつかの便益を米国にも

図6-19 米国財務省証券純発行額の吸収、セクター別



出所：Bertaut and Judson (2022); U.S. Department of the Treasury; Federal Reserve Bank of New York; CEA calculations.
注：シェアは、財務省証券保有高の評価額の変化が公的データでは記録されておらず、また、以前の年に発行された財務省証券を買入れしているため、シェアは合計すると0%より小さくなったり、100%より大きくなったりすることがある。

【資料B】

第6章

国際資本移動における米国の役割

たらず。ドルは国際的交換手段として基軸的な役割を果たす一方、重要な価値貯蔵手段としても機能している。各国は、その準備を用いドルに裏づけされた資産、とくに米国財務省証券を購入する。支配的な準備通貨の地位と、世界的な安全資産需要によって、米国は他の主権国家と比較して低い利回りでその国債を発行できる（Chen et al. 2022; Maggiori, Neiman, and Schreger 2019）。ドル建てで借り入れし、輸入品の支払いができることにより、米国は不利な為替相場動向や国際収支危機の可能性から守られている。

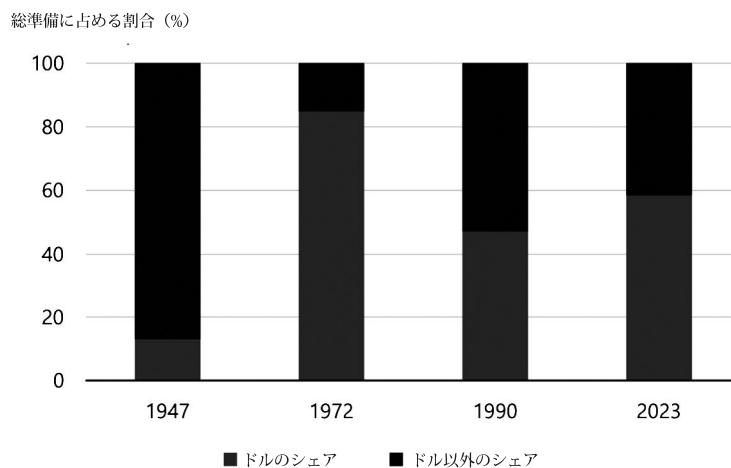
世界の準備通貨としてのドルの地位は、ブレトンウッズ固定相場制がドルを基軸としていたことと、1970年代に石油をドル建て、つまりオイルダラーで表示していたことにより、押し上げられた（Tran 2024）。当時、石油輸出国は、そのドル収入を米国政府債に再投資していた。外貨準備に占めるドルのシェアは徐々に低下していったかもしれないが（図6-20）、これは、ユーロ、イギリス・ポンド、日本円など、他の主要通貨の増加とは一致していない（Crow 2024）。むしろ、近年、非伝統的準備通貨やデジタル通貨の

出現、金への配分の増加が見られた（Arslanalp, Eichengreen, and Simpson-Bell 2022; Tran and Matthews 2023; Gopinath 2024）。

しかし、最近の事実が示すところによると、準備に占めるドルのシェアの低下は主に、少数の国によるものである。金融政策上の理由のため、また、少数の外貨準備残高の大きい国があるためである（Goldberg and Hannaoui 2024）。国際決済制度の断片化の程度も限定的なままである（Gopinath et al. 2024）。SWIFTのデータによると、貿易金融取引の80%が引き続きドルで決済されている。商品貿易も引き続き圧倒的にドルで請求され決済されており、ドル高は外国人投資家がドル資産に移行していることを立証している（Gopinath 2024）。

準備通貨の地位によって、米国はドルを国際外交のツールとして利用し、外交政策目標を進めることができる。近年の金融制裁の利用により、ドル離れが懸念されたが、米国財務省証券市場の厚みと流動性、それから安全資産としての米国財務省証券に対する世界の力強い需要は、ドルの有用性が依然として損なわれていないことを示してい

図6-20 外貨準備保有の構成



出所：IMF Currency Composition of Official Exchange Reserves; Gluschenko (2024); CEA calculations.

6

る (Siripurapu and Berman 2023; Lu 2023)。

国際収支の全体説明

本章では、バイデンーハリス政権下における主要国際投資政策の近年の展開を探り、米国国際収支の金融収支に焦点を合わせてきた。

米国への資本流入と米国からの資本流出についての詳細な分析は、国際金融システムにおける米国の役割を理解するのに決定的に重要である。さまざまな動機、つまり経済成長に伴う高リターンを求めることから、予防または安全性の理由による米国資産への投資に至る動機が、米国への国際資本移動を推進している。米国は世界中の投資家から安全な避難所と見なされている。米国財務省証券に対する需要は顕著であり、また2、30年にわたって安定的であるか、むしろ上昇していることから明らかである。世界の支配的な準備通貨としてのドルの役割も依然として安定的で、わが国の株式・債券市場が活況を呈していることから明らかのように、証券投資に対する需要は過去20年にわたって大幅に増加してきた。

バイデンーハリス政権の産業政策アジェンダは、グリーン移行を促進する投資を鼓舞し、重要セクターにおけるサプライチェーンの回復力を強化するものであり、わが国の同盟国やパートナーからのFDIの急増を歓迎している。グローバル資本市場における米国の重要性は、堅調な経済を反映しつつ、ますます高まり続けている。

注

- 1 国際資本移動は米国に数多くの便益をもたらす。それには、金融へのアクセス、資本配分効率の向上、国境を越えた分散化とリスク分担の高度化が含まれる。もっと幅広く見れば、グローバル金融フローによって、資本が最も生産性の高いグローバル投資機会に配分できるようになる。
- 2 この対米海外直接投資の相当部分は、カナダ、日本、韓国、イギリスなど、貿易相手国から送出されたものである。
- 3 経常収支には、財・サービスの国際取引と、第

1次所得と第2次所得の受払いに関する統計が含まれる。資本収支はたいてい、国際収支記録のほんの一部であり、対外援助のような資本移転取引と、無形資本のような非金融、非生産資産の取引が含まれる。経済分析局によると、金融収支は、「直接投資、証券投資、その他の投資、準備資産、金融デリバティブを含む、米国居住者と非居住者間との投資取引」を指す (Bruner 2021)。

- 4 幅広く引用されている非生産的投資に関する事例は、消費ブームが伴った2000年代初頭の住宅バブルであり、それは最終的にグローバル金融危機となり、米国経済に長期にわたって悪影響を及ぼした。
- 5 金融収支には、米国と外国の間の資産取引が含まれる。たとえば、イギリスに居住する投資家が米国の会社の株式を購入する場合、その取引は米国の金融収支に負債として表示される。なぜならその投資家は米国内の利潤に対し債権を持つからである。米国の投資家がイギリスの会社の株式を購入する場合、その取引は金融収支に債権として表示される。
- 6 米国連邦政府によって分類されているように、公的機関のフローは、外国の政府及び中央銀行による米国資産の購入と売却を表す。
- 7 「その他」の投資という分類におけるマイナスの流入は、世界金融危機中の2008年のように、ある年における国境を越えた融資の清算を指す。
- 8 対外直接投資は、上位10カ国のうち6カ国で、米国からの流出の人気のある投資先である。たとえば、米国のシンガポールへの流出の85%は、対外直接投資であり、上位10カ国中シェアが最大である。逆に、準備資産は、2023年に上位10カ国すべてにおいて、米国の流出でシェアが最も小さい。イギリスと香港への米国の流出のほとんど（それぞれ77%と81%）は、ローン、通貨、預金の形態をとっており、他方、フランスとルクセンブルクへの米国の流出の半分強は、証券投資の形態をとっている。

【資料B】

第6章

国際資本移動における米国の役割

- 9 2024年第1四半期における対外資産には、16兆8000億ドルの証券投資、11兆3000億ドルの対外資産投資、また3兆2000億ドルの国境を越えた銀行ローン及び2兆2000億ドルのデリバティブを含むその他の投資が含まれている。負債サイドでは、米国証券資産への海外投資が30兆2000億ドル、FDIが16兆1000億ドル、その他の投資が8兆6000億ドル、デリバティブが1兆6000億ドルであった。
- 10 かつての事実が示すところによると、米国の海外でのリターン格差は平均1.5%から2%であった。具体的には、1990～2011年の期間において外国で得られたFDI利回りの6.1%の格差が、1.9%の全体的なリターン格差のほとんどを占めていた。さらに、リターン効果（つまり、利回り要素）は、キャピタル・ゲイン格差のほぼすべてを占め、米国は海外でより高い利回りを得ていた。その格差は、平均すると、ほぼすべてが為替相場の変動ではなく価格の変動のためであった（Curcuro, Thomas, and Warnock 2013）。
- 11 図6-8では、算術平均だけが示されている。幾何平均は、リターンの流れの変動が大きいと小さくなる傾向がある。タバヴァとワーノック（Tabova and Warnock 2024）が示すところによると、米国と海外の投資リターンの差は、幾何平均を用いると小さくなる。
- 12 最後の指標も、米国市場が提供する高リターンのストーリーを語っている。内部収益率（IRR）は、投資の正味現在価値をゼロに等しくするのに必要な金利として定義される。高いIRRはリターンが高いことを示す。投資からのペイオフを正味現在価値タームでゼロにするには、高い率で割り引かなければならないからである。前述の年間リターンと同様に、2003年から2022年に、海外投資家の対米投資のIRRは8.7%であり、アメリカ人投資家の海外投資のIRR7.9%よりもわずかに高かった（Tabova and Warnock 2024）。
- 13 すべてのFDI統計は取得原価ベースであり、それは投資時点での投資金額を意味する。
- 14 FDI統計は企業が利潤をどこに配分するかに関してあいまいなために不正確であるが、そのリターンは利潤の大きさと向きをおおまかに示している。
- 15 研究は、米国の対外直接投資の利回り、対米
- FDIの利回りとの間の差の原因を、(i) 課税、(ii) リスク調整後のリターン、(iii) 関連会社／子会社の年数、(iv) 移転価格、産業ミックス、無形資産などその他の要因、これらの差に求めている。研究の要約については、キュルク（Curcuro, Thomas, and Warnock 2013）を参照のこと。
- 16 国境を越えた信用とは、国際的管轄区にまたがるあらゆる金融を指し、米国の銀行により海外の借り手に、あるいは、外国銀行により米国の借り手に与えられたローンと企業間信用を指す。国境を越えた信用はまた、国際的債券発行も含む。
- 17 BISデータに基づく、総債権の決定は、データの欠損と過小報告の国があるため、過小評価されている可能性がある。
- 18 国境を越えた融資に関する統計は、米国で認可され、米国の銀行のように、米国の規制・監督枠組みにしたがう外資系銀行の部分集合として、外国所有の役割を過小評価している。
- 19 キャリー・トレードは投機的な金融戦略であり、投資家が低金利の通貨（資金調達通貨）で借り入れ、高金利通貨（目標通貨）に投資する。その狙いは、2つの通貨の金利の差が望ましくない為替相場変動によって相殺されないことを期待して、その金利差から投機的利益を得ることである。したがってキャリー・トレード利益は、高利回り通貨が安定的か上昇するか次第である。外国為替相場の為替取引は、グローバルな金利差につけこもうとしている機関投資家や投機家によって行われている。
- 20 安全資産が希少である世界では、米国財務省証券は、安全で、流動的で、担保適格な資産に対する世界的需要を満たしている（Gorton and Ordóñez 2022; Holmstrom and Tirole 1998; Greenwood, Hanson, and Stein 2015）。
- 21 米国財務省証券保有を報告している他の産油国には、アルジェリア、ガボン、イラク、ナイジェリア、オマーンが含まれる。さらに石油輸出国であるイラン、カタールは、米国財務省証券保有を2022年に報告しなかった。
- 22 外国公的機関の米国財務省証券需要は、量的引締め環境ではとくに顕著であり、そのとき米連邦準備制度は貸借対照表の規模を縮小していた。
- 23 2008年緊急経済安定化法は、米金融セクターの不良資産を帳簿から取り除くことを目指した

7000億ドルのプログラムであった。その資金調達をするため米国財務省証券供給が大幅に増加したことを考えると、この価格上昇は予期できないものであった。米国財務省証券の需要が不変のままであったら、供給が増えれば価格が低下するか、利回りが上昇するため、その増加は予期しえなかった。

- 24 満期までの利回りは、債券支払いの現在価値がその価格に等しくなる金利として定義される。
- 25 世界金融危機の他、海外、とくに新興市場国の公的機関投資家による純売却は、逼迫時に共通して発生する（Weiss 2022）。それゆえ、2020年3月のパンデミックに誘発された売却は、パンデミック・ショックに伴う極端な不確実性を考えると、異例ではなかった。
- 26 準備通貨は、債務を返済したり輸入品の支払いをするため、中央銀行の貸借対照表上に保有されている。
- 27 その他の主要準備通貨には、オーストラリア・ドル、イギリス・ポンド、カナダ・ドル、中国・人民元、ユーロ、日本・円、スイス・フランが含まれる（IMF 2024）。

2026年1月31日(土)実施

2026年度 立命館大学大学院 経済学研究科 博士課程前期課程 一般入学試験 試験問題	
科目名	論述試験(社会経済学 分野) / 全1ページ
試験時間	9:30 ~ 10:50 / 80分

【解答上の注意】

※ 解答は答案用紙を使用し、選択した問題番号および受験番号・氏名を明記すること。

<社会経済学分野>

以下の問題Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ、Ⅳの中から2問を選択し解答すること。ただし、問題Ⅰ、Ⅱより少なくとも1問を選択すること。

問題Ⅰ. 『資本論』第1巻における価値、使用価値及び交換価値のそれぞれの用語の意味と違いについて説明しなさい。

問題Ⅱ. マルクスの唯物史観における市民革命の位置づけについて、資本主義経済の確立に与えた影響を踏まえて論じなさい。

問題Ⅲ. リカードの比較生産費について論じなさい。

問題Ⅳ. 産業連関表を使い経済波及効果を分析する際の生産誘発効果について説明しなさい。

2026年1月31日(土)実施

2026年度 立命館大学大学院 経済学研究科 博士課程後期課程 一般入学試験 試験問題	
科目名	外国語(英語) / 全2ページ
試験時間	9:30 ~ 10:50 / 80分

【解答上の注意】

- ※ 以下の文章を読み、次の問題(1)～(3)のすべてに解答しなさい。
- ※ 解答は答案用紙を使用し、問題番号および受験番号・氏名を明記すること。

問題(1) 下線部1)について、文中の公共財ゲームを事例として、60 words 程度の英語で説明しなさい。

問題(2) 下線部2)を日本語訳しなさい。

問題(3) 下線部3)について、文中の具体例を用い、150字程度の日本語で説明しなさい。

An e-mail to me about the experiments that I report in this chapter recalled the "exciting and stimulating times" that my correspondent spent in the early 1950s as a young staffer in the Executive Office of the President. "People worked long hours," he told me, "and felt compensated by the sense of accomplishment, and...personal importance. Regularly a Friday afternoon meeting would go on until 8 or 9, when the chairman would suggest resuming Saturday morning. Nobody demurred. We all knew it was important, and we were important... What happened when the President issued an order that anyone who worked on Saturday was to receive overtime pay ...? Saturday meetings virtually disappeared."

The e-mails were from Thomas Schelling, who, half a century after he left the White House, was awarded the Nobel Prize for convincing economists that their discipline should broaden its focus to include social interactions beyond markets. Was the young Schelling's experience in the Executive Office of the President atypical?

1) Incentives work. They often affect behavior almost exactly as conventional economic theory predicts, that is, by assuming that the target of the incentive cares only about his material gain. Textbook examples include the response to incentives by Tunisian sharecroppers and American windshield installers. In these cases, the assumption of material self-interest provides a good basis for predicting the effect of varying incentives to increase the payoff of working harder. Their work effort was closely aligned with the extent to which their pay depended on it.

But whiteboard economics sometimes fails. Overtime pay did not induce Schelling and the other White House staffers to happily show up on Saturdays.

.

I use the term "social preferences" to refer to motives such as altruism, reciprocity, intrinsic pleasure in helping others, aversion to inequity, ethical commitments, and other motives that induce people to help others more than is consistent with maximizing their own wealth or material payoff. Social preferences are thus not limited to cases in which an actor assigns some value to the payoffs received by another person. I use a broader definition because moral, intrinsic, or other reasons unrelated to a concern for another's payoffs or well-being often motivate people to help others and adhere to social norms even when it costs them to do so. For example, one may adhere to a social norm not because of the harm that a transgression would do to another, but because of the kind of person one would like to be. Helping the homeless may be motivated by what James Andreoni calls the "warm glow" of giving rather than a concern for the poor. Being honest need not be motivated by the harm that the lie would do to others; it may be an end in itself.

Knowing that incentives may undermine one or more of these dimensions of social preferences provides a warning to the Legislator, but not much guidance. How do we design incentives and other policies in the presence of crowding out? To decide whether to use incentives, and if so, what kind, the Legislator has to know more about citizens' behavior in the absence of incentives and their response to the kinds of incentives that might be put in place. This requires an understanding of how incentives work and why they sometimes fail.

Crowding Out (and In)

To begin, 2) the Legislator considers a paradigmatic problem facing policy makers: how to get citizens to contribute to some public good when it costs them to do so. This can be represented as a Public Goods game. An

individual may choose to bear a cost in order to take an action—such as disposing of trash in an environment-friendly manner—that furthers some public good. The individual herself, like all citizens, will benefit from the public good, but let us assume that her cost in contributing is greater than the benefit she personally will receive. Thus, while the best outcome is for everyone to contribute (it maximizes the total payoff for the public), for each citizen, not contributing at all is the individually payoff-maximizing choice, no matter what the other citizens do. Not contributing is the dominant strategy for a payoff maximizer, just as it is in the Prisoner's Dilemma. Contributing is a form of altruism, that is, helping others at a cost to oneself.

The Public Goods game is thus a version of the Prisoner's Dilemma with more than two players. Other problems that often take the form of a public-goods problem are the voluntary payment of taxes, limiting one's carbon footprint, upholding social norms, producing new knowledge in the public domain, maintaining public safety, and acting to maintain the good reputation of one's group.

The citizen may be encouraged to contribute to the public good by a subsidy or other economic incentive. In what follows, I will use the term "incentive" (without the adjectives explicit, economic, monetary, and so on) to mean an intervention that affects the expected material costs and benefits associated with an action. In the standard economic model, the story ends here: the subsidy reduces the net cost of contributing to the public good, and as a result, more citizens will contribute or they will contribute more.

But some citizens have social preferences too, and these may motivate actions that benefit others even at a cost to oneself. How salient these preferences are relative to the citizen's self-regarding material motivations will depend on the situation in which the decision to contribute is made. Shopping and voting, for example, are different situations, and for most people the pursuit of self-interest is less likely to be considered an ethical shortcoming when shopping than when voting. In the case of the public good, the motives that are salient will depend on how the contribution is framed, including whether an incentive is provided to those who contribute. The incentive is part of the situation. I term these proximate motives to contribute the citizen's "experienced values."

The challenge facing the Legislator is that the framing provided by the incentive may affect the salience of the individual's social preferences, resulting in a level of experienced values different from would have been the case in the absence of the incentive. When this occurs, social preferences and incentives are not separable, and experienced values may be influenced (positively or negatively) by the use of incentives.

.

Because of the effect of incentives on experienced values, the total —direct and indirect—effect of an incentive may fall short of what we would expect if we looked only at its effects on the costs and benefits of the targeted activity. In ³⁾ this case, we say that incentives crowd out social preferences. Then, incentives and social preferences are substitutes: the effect of each on the targeted activity declines as the level of the other increases. Where the effect on social preferences is positive, we have the synergy that the Legislator seeks: crowding in occurs, and social preferences and incentives are complements, each enhancing the effect of other.

出典 : Samuel Bowles, *The Moral Economy: Why Good Incentives are no substitute for good citizens*, Yale University Press, 2016. Pp.39-50