

2024年11月20日 全11頁

「賃金と物価の好循環」の進展評価と定着に向けた課題

全体では進展も、家計向け非製造業は循環的な上昇メカニズムが弱い

経済調査部 エコノミスト 中村 華奈子
シニアエコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 本稿では、日本経済において「賃金と物価の好循環」が長期的に実現しなかった背景を整理した上で、足元での好循環の進展度合いを評価する。さらに、好循環の定着に向けた課題を検討する。
- 【好循環が実現しなかった背景】日本経済の傾向として、「労働市場⇒賃金⇒物価」という波及経路で過熱感が伝播することが挙げられる。だが、2010年代後半の経験を踏まえると、「労働市場」から「賃金」への過熱感の波及が「遅く」、「弱かった」ことが、当時の経済構造の課題として指摘できる。
- 【進展度合い】足元では労働市場での過熱感が賃金を「より早く」、「より強く」押し上げる構造への転換が進んでいる。背景には、労働供給の増加余地の縮小を受けて転職市場が活性化していることや、労働需給のひっ迫が賃金上昇へとつながりやすい若年層で増加余地がとりわけ縮小していることが挙げられる。こうした状況を踏まえると、賃金と物価の循環的な上昇には一定程度の進展が見られる。
- 【課題】もっとも、業種別に見ると、賃金と物価の循環的な上昇の進展度合いには差がある。とりわけ家計向け非製造業では、他業種と比べて循環的な上昇メカニズムが機能していない。背景として、市場の競争度が高く自社の販売価格を引き上げにくい点や、コスト全体に占める人件費の割合が高いため人件費が増加すると収益が悪化しやすいという点が指摘される。また、家計向け非製造業では、日本銀行による利上げの悪影響が強く表れる点にも留意が必要だ。

はじめに

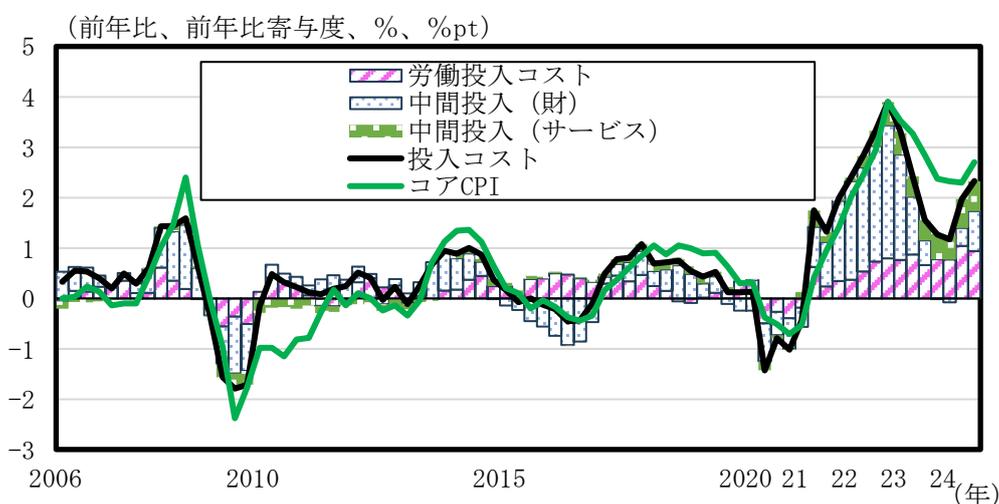
日本経済は「賃金と物価の好循環」の実現に向けて歩みを進めている。

消費者物価指数（除く生鮮食品、以下コア CPI）の前年比は、2022 年 4 月以降 2%以上で推移している。また、2024 年春闘における定期昇給込みの賃上げ率（日本労働組合総連合会（連合）集計値）は加重平均で 5.10%と、33 年ぶりの高水準となった。賃金上昇は、企業にとっては労働投入コスト（≒人件費）の増加を意味し、コストの増加分が販売価格へと転嫁されることで物価が押し上げられる。実際に、足元では労働投入コストの増加が企業のコストの面から見た物価上昇のけん引役となっていることは、注目に値する（**図表 1**）。そして、物価上昇は翌年の春闘での重要な交渉材料となることで、賃金を押し上げる。

だが、政府は依然としてデフレ脱却を判断するには至っていない。デフレ脱却について、政府は「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¹」と定義しており、現状ではデフレに戻る可能性を完全には否定できないためである。換言すれば、賃金と物価の好循環が日本経済に定着した、とはまだ言い切れないということだろう。

そこで本稿では、「賃金と物価の好循環」の進展度合いを整理し、好循環の定着に向けた課題を検討する。

図表 1：投入コストとコア CPI の推移



(注) 投入コストは、企業物価指数や企業向けサービス価格指数、毎月勤労統計調査等を用いて、2015 年産業連関表の中間投入ウエイト及び労働投入ウエイトから産業ごとの投入コストの変化率を計算した上で、家計最終消費支出ウエイトによって加重平均した値。

(出所) 厚生労働省、総務省、日本銀行より大和総研作成

¹ 参議院予算委員会（2006 年 3 月 15 日）における内閣府提出資料「デフレ脱却の定義と判断について」

1. 「賃金と物価の好循環」の進展度合い

1.1 ヒートマップに見る好循環の現状評価と波及経路における課題

賃金と物価の循環的な上昇の進展度合いを捉えるため、物価、賃金、そして両者と関連の深い労働市場に関する広範な指標の動向をヒートマップで整理したものが**図表 2 上段**²。各項目の変動を色で示しており、赤く（青く）なるほど、インフレ（デフレ）圧力が強まっていることを意味するが、足元では多くの指標で赤みを帯びている。過熱感の度合いは、日本経済がデフレに陥る前の 1990 年代前半と比較しても遜色ない程度まで高まっていることが見て取れる。

また、**図表 2 上段**で取り上げた 11 指標を「物価」、「賃金」、「労働市場」の 3 カテゴリーに分類し、カテゴリーごとに過熱感の度合いを確認したものが**図表 2 下段**だ。大まかな傾向として、「労働市場⇒賃金⇒物価」という波及経路で影響が広がっていることが挙げられる。

バブル崩壊後の 90 年代前半から中頃の動きを見ると、「労働市場」関連指標が急速に悪化し、これに遅れる形で「賃金」「物価」関連指標が 90 年代半ば以降にかけて悪化した。

また、90 年代後半以降はアジア通貨危機や IT バブル崩壊の影響もあり、「労働市場」関連指標が急速に悪化した（青みが強まった）。この動きに遅れる形で「賃金」関連指標でも停滞感が強まったが、これが「物価」関連指標を押し下げた結果、日本経済はデフレへと突入した。このように、「労働市場」関連指標で青みが強まった後に、「賃金」と「物価」の関連指標でも青みが強まるという傾向は、リーマン・ショック後の景気後退局面でも見られた。

10 年代中頃に近づくと労働市場では需給のひっ迫が進み、コロナ禍で労働市場が再び冷え込んだ 20 年までの間、比較的長い期間にわたって「労働市場」関連指標の過熱感が高まった状態が続いた。他方、同期間における「賃金」関連指標に注目すると、10 年代後半に入ってようやく上昇圧力が生まれてきたものの、その度合いは小さかった。すなわち、労働市場から賃金への過熱感の波及が「遅く」、「弱かった」ことが、当時の経済構造の課題として指摘できる。

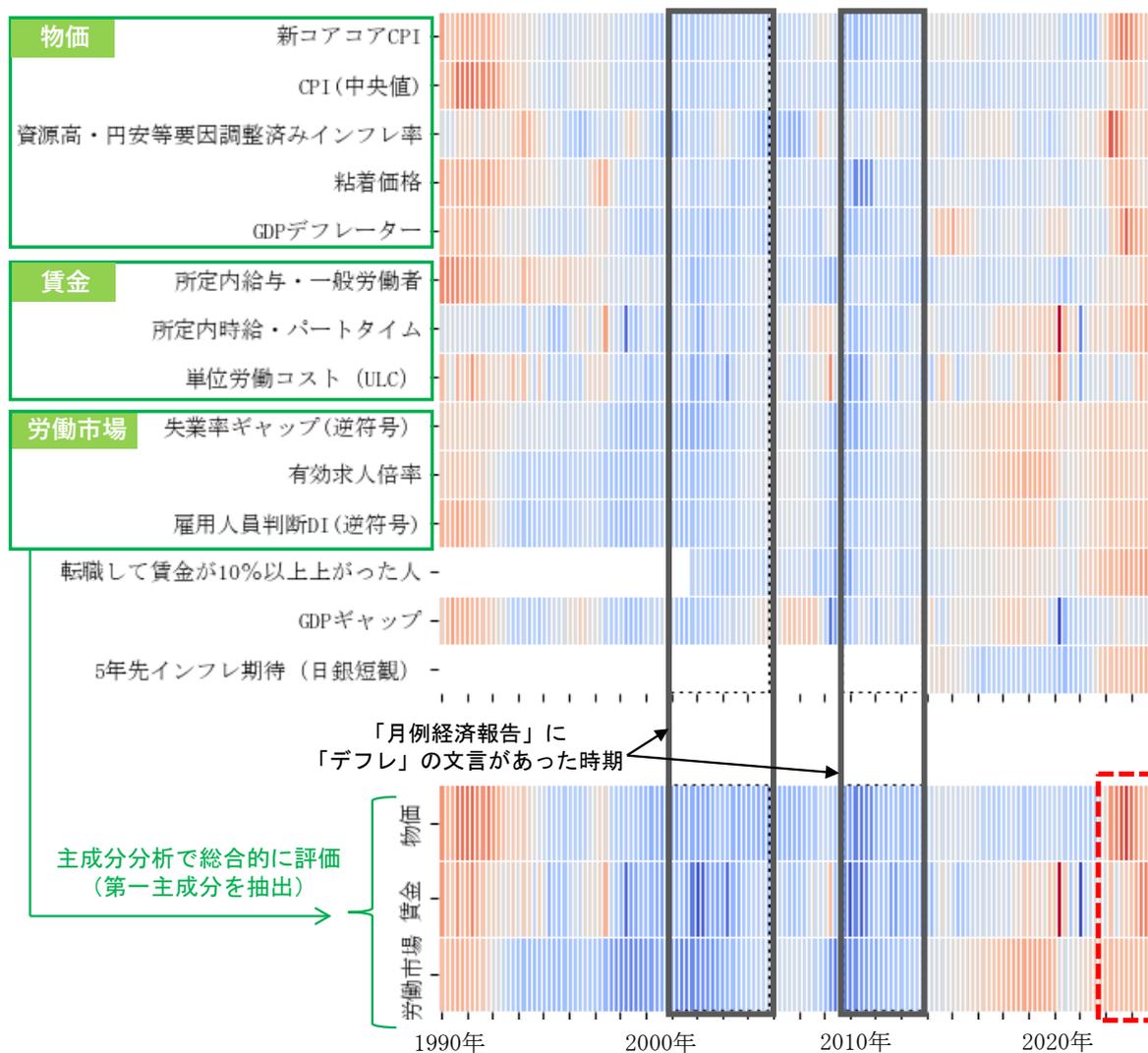
20 年代に入ると、「物価」「賃金」「労働市場」関連指標のいずれも過熱感が強まっている。だが、**前掲図表 1**で示した通り、23 年頃までの「物価」関連指標における高まりの主因は、輸入物価の急騰を契機とした中間投入コストの増加であり、持続性はないとみられる。物価の持続的な上昇には、足元で観察されるような「賃金」関連指標での過熱感の継続が不可欠だ。

「賃金」関連指標の先行きを考える上で重要な「労働市場」関連指標で過熱感が強まっている背景には、コロナ禍以降の景気回復に伴う労働需要の増加に加え、後述する労働供給の増加余地の縮小も相まって、需給のひっ迫度合いが強まっていることがある。このように労働市場で過熱感が強まっている状態は、構造的な課題が背景にあることから、景気後退によって労働需要が減少しない限りは継続するだろう。10 年代後半の経験を踏まえると、こうした労働市場の

² 久後翔太郎・神田慶司・佐藤光・中村華奈子・高須百華「[2024 年に『デフレ脱却』と『2%インフレ』は実現するか](#)」（大和総研レポート、2023 年 12 月 4 日）では、ヒートマップのほか、国際通貨基金（IMF）の分析を参考に「デフレリスク指数」を作成し、デフレに戻るリスクは低いとの見方を示した（直近まで指数を延伸しても結論は変わらない）。

過熱感が賃金に「より早く」、「より強く」波及するような経済構造へと転換することが、賃金と物価の循環的な上昇が定着する上で重要だ。

図表 2：物価関連指標のヒートマップ（色が赤い（青い）ほどインフレ（デフレ）の方向）



(注) 基準化した値を掲載。「新コアコアCPI」は、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数。「粘着価格」はCPIの構成品目のうち価格改定頻度の低いものを集計した価格指数。1993年以前の雇用形態別所定内給与上昇率は他統計を基に推計。「資源高・円安等要因調整済みインフレ率」は、統計モデルによってコアCPI上昇率から資源価格、為替レート、GDPギャップの影響を除いた系列。インフレ率のうちこれらの要因では説明できない変動(例えば、インフレ期待や企業の価格設定行動の変化など)を示す。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、労働政策研究・研修機構、株式会社リクルートより大和総研作成

1.2 労働市場の構造変化が賃金・物価の循環的上昇を促進

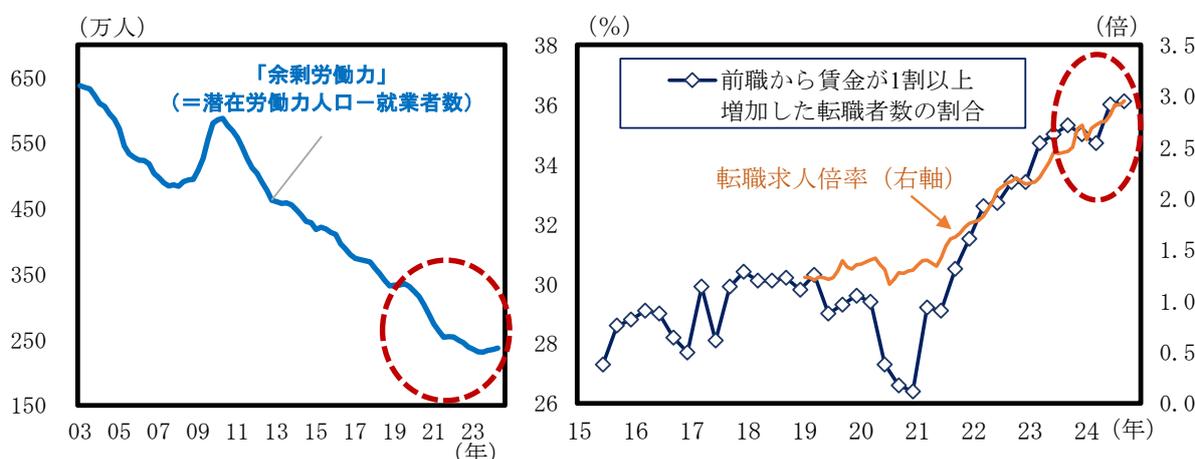
そこで、足元の労働市場における過熱感の高まりの背景を整理する。結論を先取りすれば、労働供給の増加余地の縮小により転職市場が活性化していることに加え、需給のひっ迫が賃金上昇につながりやすい若年層においてとりわけ労働供給の増加余地が小さいことで、労働市場の過熱感が賃金に「より早く」、「より強く」波及するような経済構造へと転換が進んでいる可能性が示唆される。

労働供給の増加余地の縮小を受けた転職市場の活性化がもたらす賃金上昇圧力

初めに、労働市場における構造変化を「余剰労働力」³という指標を用いて捉えよう（**図表 3 左**）。余剰労働力とは潜在的な労働供給の増加余地を示す指標だ。換言すれば、余剰労働力が少なくなるほど、労働供給はその天井に近づくことを意味する。

2010 年以降減少傾向にあった余剰労働力は、とりわけコロナ禍を契機に一段と減少したが、足元では横ばいで推移している。コロナ禍以降の景気回復局面で労働需要は増加したものの、需要の増大に応じて追加的に労働力が供給される余地は小さいということだ。すなわち、日本経済における労働供給はすでにその天井に近づいており、需要が増加する局面では過去と比較しても労働需給がひっ迫しやすくなっている。

図表 3：余剰労働力（労働者数の潜在的な増加余地）の推移（左）、転職市場の動向（右）



(注) 左図の「余剰労働力」は「潜在労働力人口」（＝就業者＋需要不足失業者＋非労働力人口のうち就業希望者（不本意非労））から就業者数を引いたもの。需要不足失業者は、労働力人口に労働政策研究・研修機構が推計した需要不足失業率を乗じたもので、マイナスとなった場合はゼロとしている。「潜在労働力人口」は日本銀行（2017）の定義に基づく。右図の左軸は、転職支援サービス『リクルートエージェント』利用者のうち転職により賃金が1割以上増加した転職者の割合。右軸の転職求人倍率は、dodaの会員登録者1名に対する中途採用の求人数を2019年1月から掲載（大和総研による季節調整値）。

(出所) 総務省、労働政策研究・研修機構、日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2017年10月）、株式会社リクルート「転職時の賃金変動状況」、パーソルキャリア（doda）「転職求人倍率レポート」より大和総研作成

³ 余剰労働力については、田村統久「[縮小する労働供給の増加余地](#)」（大和総研レポート、2024年3月18日）を参照されたい。

労働需給がひっ迫したことを背景に、企業の人材確保の方法にはこれまでとは異なる動きが見られる。**図表 3 右**は、転職市場の動向を示したものだ。パーソルキャリア (doda) によると、転職求人倍率はコロナ禍以降高まっており、足元では 3 倍近くまで上昇した。後述する通り、労働供給の増加余地がとりわけ 29 歳以下の若年層で小さくなっていることもあり、「新卒一括採用」だけでは人手を十分に確保しきれなくなった企業が、転職市場を活用することで必要な人材を確保する動きを強めているためとみられる。

転職市場が活性化すると、労働供給（労働者側）と労働需要（企業側）の両面から賃金上昇圧力が高まる。

労働供給の面では、転職市場を積極的に活用することにより労働者は自身の所得を増加させる機会を拡大させることができる。実際、株式会社リクルートによると、同社の転職支援サービスを利用した転職者のうち賃金が前職から 1 割以上増加した割合は足元で 36%程度と、コロナ禍前を大きく上回っている（**図表 3 右**）。転職市場の活性化によって、過去と比較すると、労働市場での需給のひっ迫が賃金を「より強く」押し上げやすくなっているということだ。さらに、経済全体で転職者数が増加すれば、定期昇給以外のタイミングでも賃金が上昇する労働者の割合が高まる。結果として、転職市場の活性化によって労働需給のひっ迫が従来よりも「早く」賃金上昇へと波及する可能性があるだろう。

また、労働需要の面に着目すると、古川・城戸・法眼（2023）⁴では、転職市場の活性化が外圧効果と内圧効果という 2 つの経路を通じて企業に賃金の増加を迫ることが指摘されている。外圧効果とは、従業員にとって転職を検討する際の賃金が上がり、人材を引き留めるために企業が賃金を引き上げる経路である。また、内圧効果とは、求人を掲載している企業が募集賃金との整合性を取るために自社の従業員賃金を引き上げる経路を指す。人手を確保するために企業が転職市場を活用する動きを強めることで、名目賃金の上昇圧力はこうした 2 つの経路を通じて一段と高まるだろう。

このように、労働需給のひっ迫が転職市場の活性化を通じて賃金を「より早く」、「より強く」押し上げやすい構造へと変化している可能性が示唆される。

年代別に見ると、他世代の賃金上昇に波及する度合いが大きい若年層の賃金が大幅上昇

さらに、コロナ禍以降の余剰労働力の減少度合いは年代ごとに異なることも注目に値する。こうした労働市場の特徴が賃金に与える影響を整理しよう。

前掲図表 3 左で示した余剰労働力が労働力人口に占める割合（余剰労働力率）を年代別に示したものが**図表 4 左**だ。コロナ禍前と比べると、余剰労働力率の低下幅は若年層で最も大きく、同世代では労働需給のひっ迫度合いが相対的に大きいとみられる。

また、労働需給がひっ迫した際に名目賃金が最も上昇しやすいのも若年層だ。名目賃金の余剰

⁴ 古川角歩・城戸陽介・法眼吉彦（2023）「[求人広告情報を用いた正社員労働市場の分析](#)」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-2、2023 年 3 月 15 日

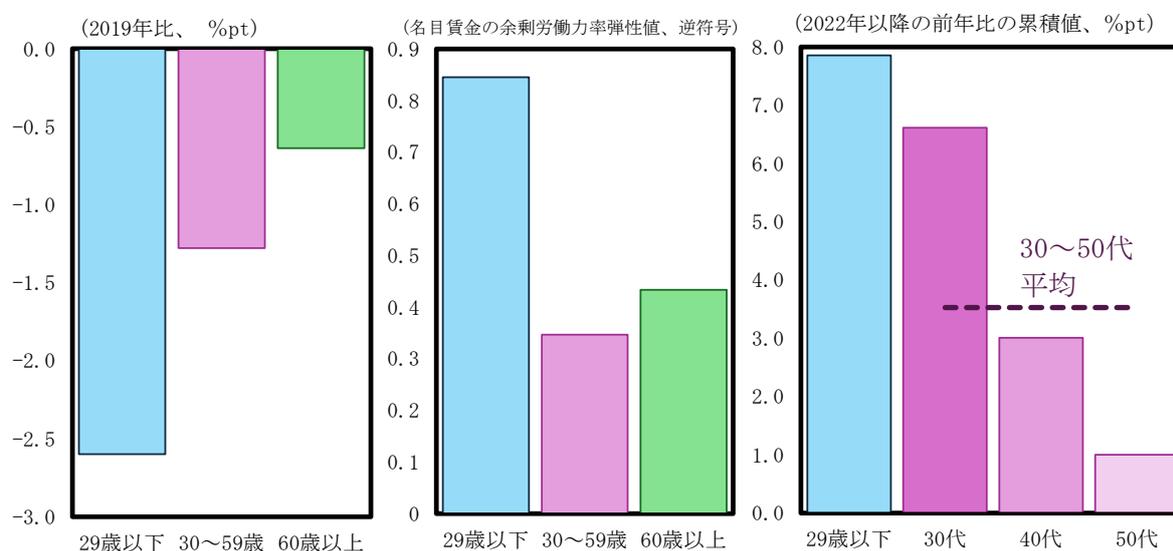
労働力率弾性値⁵を年代別に確認すると、若年層の弾性値は0.8程度と、他世代よりも高い（**図表4中央**）。各年代で同程度の労働需給のひっ迫（余剰労働力率の低下）が生じた場合に、若年層で最も賃金が上昇しやすいということだ。

以上を踏まえると、若年層では労働需給のひっ迫度合いが相対的に高まった上に、労働需給のひっ迫が賃金を押し上げる度合いも大きい。従って、若年層は他世代と比較して最も賃金が上昇しやすいことが示唆される。実際、コロナ禍以降の若年層の賃金は、他世代と比べて高い伸び率を示している（**図表4右**）。

さらに、若年層での賃金上昇には、他世代の賃金上昇に波及する度合いが大きいという特徴がある。一般に、日本の正規雇用者の年齢と賃金水準の関係を見ると（いわゆる「賃金カーブ」）、年齢や勤続年数が上昇するにつれて賃金も上昇する傾向が見られる。こうした賃金カーブの起点近くに位置する若年層の賃金を企業が大幅に引き上げた場合、賃金カーブの右肩上がりの形状を維持するため、若年層に近い年代を中心に賃金が引き上げられやすい。

すなわち、若年層における労働需給のひっ迫度合いが相対的に強まっている現状では、同世代はもちろん、他世代の賃金も上昇しやすい環境が醸成されているということだ。従って、経済全体で見れば、労働需給のひっ迫が賃金を「より強く」押し上げることが示唆される。

図表4：年代別余剰労働力率の変化（左）、名目賃金の余剰労働力率弾性値（逆符号、中央）、ビッグデータから見た年齢別賃上げ率（2022～24年、右）



(注) 中央図に記載している名目賃金の余剰労働力率弾性値は、 $\ln(\text{所定内給与}) = \beta + \alpha \times \text{余剰労働力率}$ を各年代で推計したもの（推計期間：2002～19年）。

(右図原出所) 株式会社ペイロールが保有する給与計算代行サービスデータにより内閣府作成

(出所) 内閣府『令和6年度 年次経済財政報告』、総務省、労働政策研究・研修機構より大和総研作成

⁵ 余剰労働力率が1%pt低下した（労働需給のひっ迫度合いが強まる）際に、名目賃金が何%上昇するかを表す指標。

上述のように、コロナ禍前と比較すると、労働市場における需給のひっ迫の強まりが賃金を「より早く」、「より強く」押し上げる構造への転換が進んでいる。その原動力は労働供給の増加余地の縮小という必ずしも望ましいものではないが、2010年代後半の日本経済の課題を克服しつつある状況であり、賃金と物価の循環的な上昇には一定程度の進展が見られると評価できるだろう。

2. 「賃金と物価の好循環」定着の課題

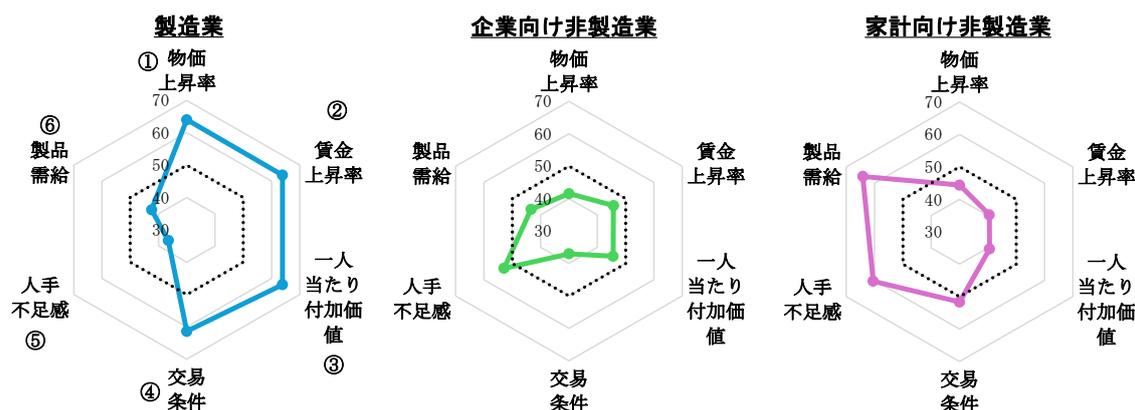
2.1 レーダーチャートに見る好循環の進展度合いの業種別評価

次に、「賃金と物価の好循環」の定着に向けた課題を整理する。上述のように、賃金と物価の循環的な上昇には一定の進展がみられるが、賃金と物価に関連する指標を基に業種別に進展度合いを評価すると、業種間で進展度合いには差があることが示唆される。とりわけ、家計向け非製造業で循環的な上昇メカニズムが十分に機能していないことが課題として浮かび上がる。

製造業では進展がみられるも、非製造業では循環的な上昇の度合いが依然として弱い

図表5は賃金と物価の循環的な上昇の進展度合いを業種別に評価したものだ。レーダーチャートを用いて、賃金と物価に関連する6指標を整理している(平均値が50となるよう標準化)。いずれも2019年からの変化率によって評価しており、図表中の点線は全業種の平均値を表す。

図表5：業種別に見た「賃金・物価の好循環」の進展度合い



(注1) 各項目とも値が大きいほど、物価上昇圧力が大きいことを示す。項目ごとに平均が50となるよう標準化した値を掲載。点線は平均値。いずれの項目も2019年(法人企業統計調査のデータは年度)からの変化率(幅)によって評価している。「取引条件」は販売価格判断DIと仕入価格判断DIの差、「人手不足感」は雇用人員判断DIから算出。「製品需給」は製商品・サービス需給判断DIを指す。

(注2) 賃金上昇率(一人当たり人件費)及び一人当たり付加価値(いずれも名目)は法人企業統計調査ベース。製造業の販売価格は企業物価指数(消費税率調整済)を輸入物価指数で回帰した上で、輸入物価上昇の直接的な影響を除いたベースの値。非製造業(企業向け)は企業向けサービス価格指数(消費税率調整済)、非製造業(家計向け)はCPI(生鮮食品・エネルギー除くベース、消費税率調整済)により評価。非製造業(家計向け)は小売業を含む。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省統計より大和総研作成

レーダーチャートの一番上に位置しているのが各業種の①物価上昇率（販売価格上昇率）、右上に位置しているのが②賃金上昇率（一人当たり人件費）だ。①と②の値がいずれも大きければ、その業種において賃金と物価の両者が上昇していることを意味するため、循環的な上昇が機能していると考えられる。図表 5 左を見ると、製造業では、①物価上昇率と②賃金上昇率のいずれも全体平均を上回っており、循環的な上昇が比較的進展している。他方で、企業向け、家計向けの非製造業ではいずれも、レーダーチャートの①物価上昇率と②賃金上昇率の両者が全体平均を大きく下回っており、非製造業では循環的な上昇の進展に課題が見られる。

レーダーチャートの右下に位置するのが③一人当たり付加価値だ。これは、企業が賃金を引き上げる際の原資に相当する。直感的には、②と③が同程度であれば、その業種の労働分配率（＝人件費/付加価値）が概ね一定となるため、企業にとっては人件費の増加分を付加価値で賄っていることを意味する。また、レーダーチャートの下に位置するのが、④交易条件（販売価格判断DIと仕入価格判断DIの差）であり、この値が大きいと価格転嫁が進展しているということの意味する。製造業では、③と④のいずれも全体平均を上回っており、価格転嫁が進展する中、賃上げの原資を確保できていることが確認できる。

レーダーチャートの左側には、労働市場と財・サービス市場での需給動向を示す指標を示している。左下では労働市場での需給のひっ迫度合いを表す⑤人手不足感（雇用人員判断DI）が、左上では各業種で販売される財やサービス市場で需給の動向を示す⑥製品需給（国内での製商品・サービス需給判断DI）が示されている。これらの市場での需給のひっ迫度合いが高いほど、企業にとっては賃金や販売価格を引き上げるインセンティブが高まるはずだ。製造業では、⑤と⑥のいずれも全体平均を下回っており、需給のひっ迫度合いは他業種と比較して小さい。

①～⑥の動きを合わせて考えると、製造業では財市場や労働市場での需給面からの販売価格引き上げ圧力は小さいが、価格転嫁が進展し、賃上げの原資を確保することで、賃金と物価の循環的な上昇がうまく機能していると評価できる。

他方、家計向け非製造業に目を向けると、労働需給（⑤）と製品需給（⑥）のひっ迫度合いはいずれも全体平均を大きく上回っている。すなわち、需給という側面からは、賃金や販売価格の上昇圧力が強くかかっているということだ。それにもかかわらず、家計向け非製造業の賃金上昇率（②）は相対的に低く、販売価格（①）の引き上げ度合いも小さい。

マクロ経済全体で見れば労働市場の過熱感が賃金に「より早く」「より強く」波及するような経済構造へと転換が進んでいる可能性が示唆される。だが、セミマクロの視点では、家計向け非製造業における賃金と物価の循環的な上昇の弱さが見られるという課題が浮かび上がる。

競争的市場環境と人件費率の高さが家計向け非製造業の賃金・物価の循環的上昇を阻害

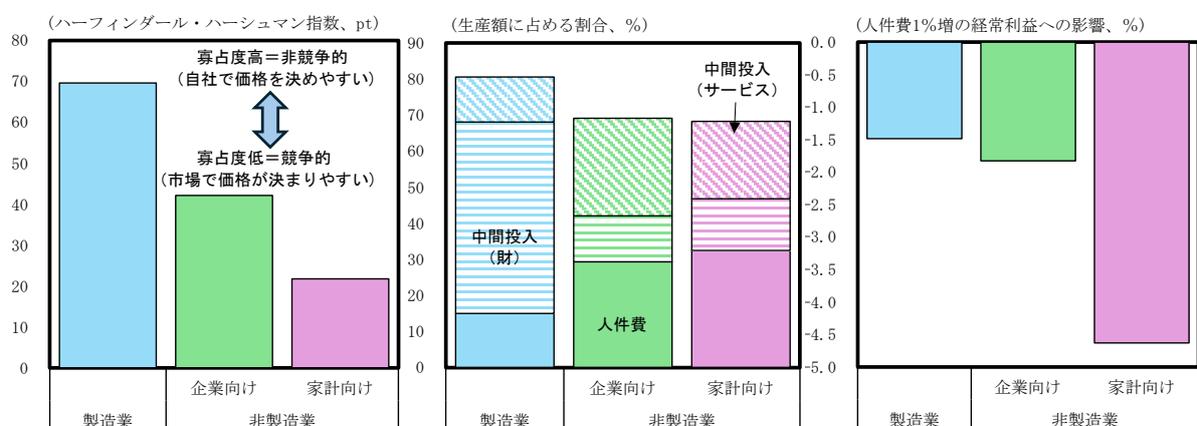
なぜ家計向け非製造業では、他業種と比較して賃金と物価が循環的に上昇しづらいのだろうか。本稿では2つの可能性を指摘したい。1点目は家計向け非製造業が競争的な市場環境に置かれている点、2点目はコスト全体に対して人件費が占める割合が高いという点だ。

1点目について、市場競争の度合いと企業の価格設定行動の関係に着目すると、市場の競争度が低い（高い）ほど、その企業は販売価格を引き上げやすい（引き上げにくい）。市場の競争度が高いということは、自社の製品と類似する製品を販売する企業が多く存在しているということだ。このため、競争度の高い市場で自社製品の販売価格を引き上げると、消費者は自社製品から他社製品へと切り替える傾向を強め、販売数量が減少し、売上額が大きく落ち込む可能性がある。反対に、市場が非競争的であれば、自社と類似する製品を提供する企業が少ないため、販売価格を引き上げても販売数量は減少しにくく、売上高の落ち込み幅を抑えることができるだろう。従って非競争的な市場環境では、企業は市場価格を受け入れるのではなく、自社の利益を最大化するような価格を自ら設定できる（ミクロ経済学でいう「プライスメーカー」となる）度合いが高まる。

そこで、各業種における市場の競争度合いを比較するため、市場の寡占度を表すハーフィンダール・ハーシュマン指数を示したものが**図表 6 左**だ。この値が大きい（小さい）ほど市場における企業の寡占度が高く（低く）、競争度が低い（高い）ことを意味する。データ制約のため 2006 年のデータに基づいた判断である点には留意が必要だが、好循環の定着に向けた課題として挙げた家計向け非製造業に着目すると、他業種と比べて同指数の値が小さく、競争的な環境に置かれていることがわかる。従って、同業種の企業は市場で決定される価格を受け入れる傾向が強く、自社で販売価格を引き上げにくい環境に置かれていることが示唆される。

2点目について、非製造業のコスト構造を見ると、コスト全体に占める人件費の割合が大きいことがわかる（**図表 6 中央**）。賃上げによる人件費の増加は収益を減少させるが、その影響がとりわけ家計向け非製造業では大きく表れるということだ。**図表 6 右**で人件費が 1%増加した際の経常利益の変化率を試算すると、製造業では経常利益の落ち込みが▲1.5%程度にとどまる一方、家計向け非製造業では▲4.5%と落ち込み幅がより大きい。

図表 6：業種別の市場競争度（左）、コスト構造（中央）、人件費増による経常利益の変化（右）



(注) ハーフィンダール・ハーシュマン指数は JIP データベースで直近値である 2006 年のものを使用。

(出所) 経済産業研究所 (JIP データベース)、日本銀行、財務省、総務省統計より大和総研作成

2.2 日銀の金融政策に対するインプリケーション

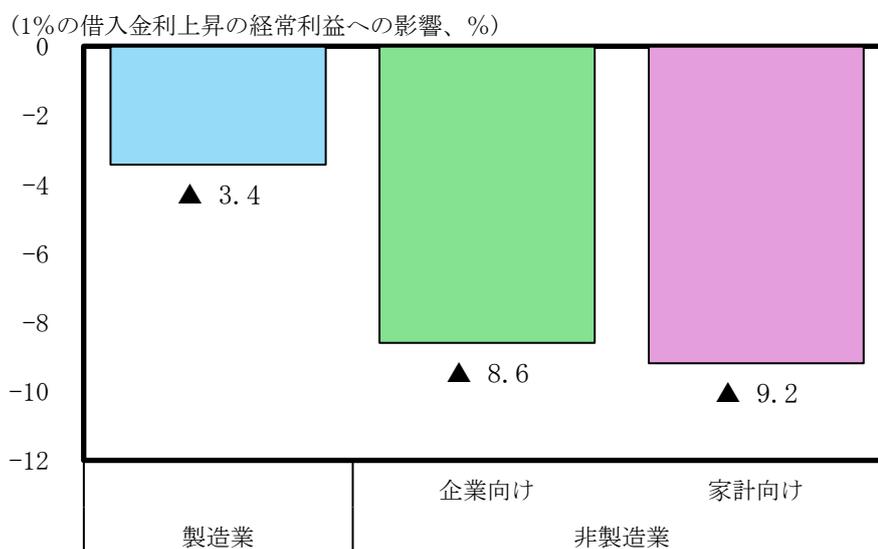
日銀の利上げは好循環の進展が遅れている業種に悪影響を及ぼす可能性

本稿における分析から、賃金と物価の好循環の定着に向けた課題が、家計向け非製造業にあることが示唆された。最後に日本銀行（以下、日銀）による利上げの影響に触れて、本稿を締めくくりたい。

日銀による追加利上げが企業に影響を及ぼす経路の 1 つとして、借入金利の上昇がある。この影響を業種ごとに捉えるため、**図表 7** では企業の借入金利が 1%pt 上昇した際の経常利益への影響を示している。

注目すべきは、家計向け非製造業で金利上昇の悪影響が強く表れる可能性があるということだ。製造業では経常利益の落ち込み幅は▲3.4%と比較的小さい一方、非製造業では企業向け、家計向けとも落ち込み幅が大きい。製造業と比較すると非製造業では有利子負債が多いため、金利上昇の悪影響がより強く表れるとみられる。先に述べた通り、家計向け非製造業では賃金と物価の循環的上昇の遅れという課題がある。日銀が利上げを進める上ではとりわけ同業種の賃金や販売価格の上昇の度合いに注意を払う必要がある。

図表 7：借入金利の上昇が経常利益に与える影響



(注) 経常利益に占める有利子負債の割合を基に算出。

(出所) 財務省統計より大和総研作成