

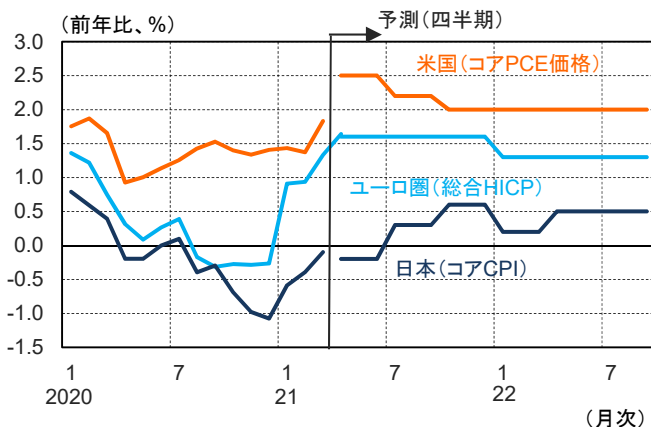
コロナ後にインフレは高まるか

経済調査室 宮永 徑、鹿野 百香、岳 梁、崎山 公希

1. 米国を中心に需要回復に伴うインフレへの懸念が高まる

- コロナ禍の2020年は、春先からの需要急減によって世界的に物価が下落したが、21年のインフレ率は、コロナ前をほぼ回復するとみられている。前年比指標の一時的反発という側面もあるものの、米国では、ワクチン接種や経済対策により景気が急回復しており、インフレが高進するとの見方がある(図表1-1)。
- 識者の間でも、コロナ禍で膨らんだ政府債務や金融緩和もあって制御不能なインフレを招くとの意見がある一方、インフレリスクは資本や労働が毀損し生産性が低下するリスクに比べれば小さいとの見方も少なくなく、その場合には緩和姿勢を維持すべきとの示唆が得られる(図表1-2)。
- 物価上昇の要因を考えると、実体面では、投資停滞などで供給力が伸びない一方、需要が急回復することで生じる。また、大規模な金融緩和は、不動産や国際商品へのマネー流入を招いたほか、拡張財政とともにインフレの素地をつくり、一部新興国では通貨下落による輸入物価上昇が顕在化している(図表1-3)。
- 標準的な需給カーブでは、需要減少によって価格は低下するが、企業が投入コストの上昇を転嫁したり、価格支配力を有したりする場合には、固定費回収のために値上げで対応すれば、価格は上昇する。また、需要が急増した場合には、短期的な供給制約もあって価格は上昇しやすい(図表1-4)。

図表1-1 各国外中銀が重視する物価指標



(備考) 1.米商務省、フィラデルフィア連銀、Euro Stat、ECB、総務省、日本銀行 2.ユーロ圏の予測は暦年、日本の予測は各種資料より日本政策投資銀行が集計(21年5月)

図表1-2 インフレリスクに関する識者の意見

ジャネット・イエレン (米財務長官)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ インフレリスクは制御可能 ➢ 雇用最大化を優先すべき
クリスティーヌ・ラガルド (ECB総裁)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ インフレを心配する状況になるには時間がかかる
門間一夫 (みずほR&T)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ コロナ禍でのインフレは無視できる ➢ 景気回復までにリスク点検は必要
ローレンス・サマーズ (元米財務長官)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 増税や歳出削減は困難 ➢ インフレ期待が急に高まる可能性
オリビエ・ブランシャール (MIT教授)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 米国の需要不足0.9兆ドル(10~12月期)に対し、経済対策による需要増は2.1兆ドルと試算、インフレ高進も

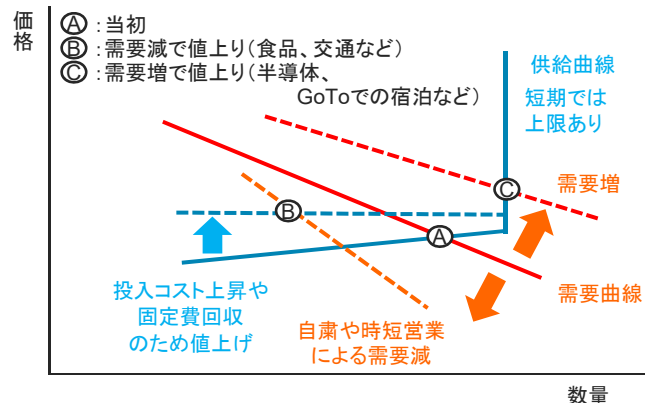
(備考) 各種資料により日本政策投資銀行作成

図表1-3 コロナ禍からの回復におけるインフレ要因

実体経済要因	その他の要因
<p>供給</p> <ul style="list-style-type: none"> 20年初の中国の供給力低下 設備投資の停滞 労働供給の減少(量・質) 半導体、建材などの供給制約 	<p>需要</p> <ul style="list-style-type: none"> マスク、IT機器、家具・家電などのコロナ特需 ペントアップ(繰越)需要 <ul style="list-style-type: none"> ・自動車などの財 ・外食、旅行などサービス
	<p>マクロ要因</p> <ul style="list-style-type: none"> 金融緩和 財政悪化 (一部国の)通貨下落 <p>海外要因</p> <ul style="list-style-type: none"> 国際商品市況の上昇

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表1-4 需要増減とともに価格が上昇するケース



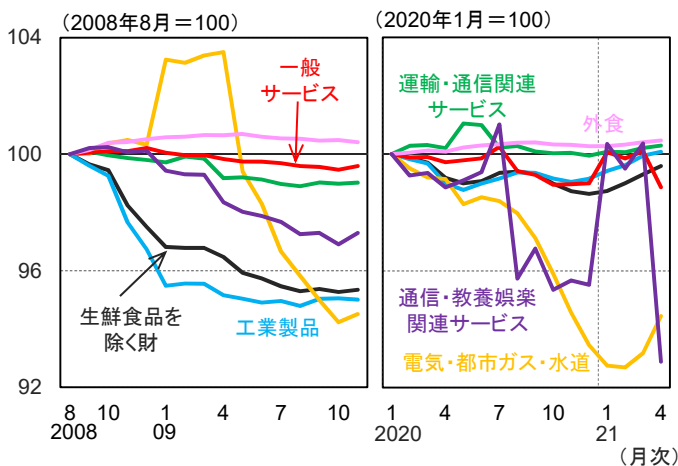
(備考) 日本政策投資銀行作成

2. 国内物価はコロナ禍でも底堅く、国際価格の上昇を川下に転嫁する傾向も

- 日本の物価のコロナ禍での低下幅は、リーマン危機後と比べて小さい。原油価格は両時期ともに下落したため、電気・ガス料金はラグを伴い低下したほか、コロナ禍ではGo To トラベルの割引によって教養・娯楽サービスが下落した。しかし、所得・雇用への影響が長引き、広くデフレ圧力が及んだリーマン危機と比べると、コロナ禍での物価は底堅さがみられる(図表2-1)。
- 2021年に入って発表された価格見直しは、アパレルなどで4月からの消費税総額表示を契機とした値下げがみられる一方、同様に需要が落ち込んだ外食、運輸などでは、コロナ対策や原材料価格上昇などのコストを転嫁する値上げの例がみられる(図表2-2)。
- 国際商品市況は20年春に低下したが、足元ではコロナ前の水準を超えて上昇している。原油は、ワクチン普及による需要期待、供給面でのOPECプラスの協調減産などによりコロナ前の価格を回復した。銅も、景気回復やデジタル化、エネルギー転換による需要増加観測から上昇している。大規模な金融緩和によるマネー流入もあり、食品を含めた広い商品で価格が上昇している(図表2-3)。
- 国際市況の上昇を受けて、日本の企業物価も川上にあたる素原材料は20年5月を底に上昇し、これが中間財、最終財と川下に波及がみられる。かつては、原材料コストの上昇を企業が合理化や収益圧迫で吸収する傾向もみられたが、近年は仕入れコストを販売価格に転嫁する傾向がやや強まっている(図表2-4)。

図表2-1 財・サービス別消費者物価

【リーマン危機】 【コロナ危機】



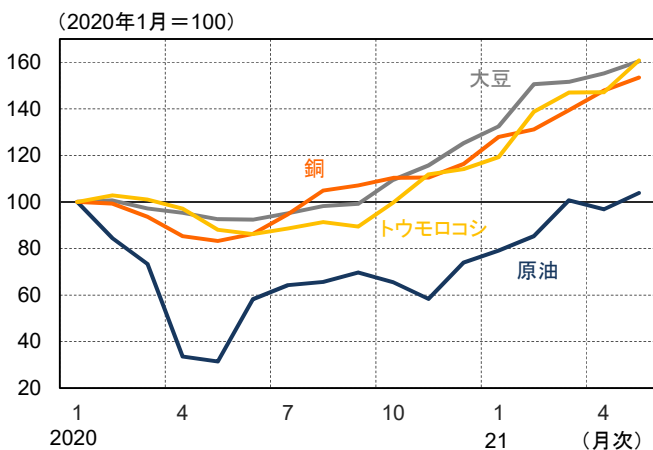
(備考) 1.総務省 2.季節調整は日本政策投資銀行による

図表2-2 企業の値上げ・値下げの動き

値上げ	丸亀製麺	4月に一部商品4~9%値上げ。外食産業の厳しい環境や人件費高騰への対応
	モスバーガー	4月に3~9%値上げ。感染防止対策などコロナ禍でのコスト増による
	日清オイリオ J-オイルミルズ	家庭用食用油を4/1と6/1に2段階値上げ。大豆、菜種、パーム油などの価格上昇による
値下げ	山交バス	4月に山形-仙台間など高速バス運賃を約4~6%値上げ。感染対策や運行本数維持のため
	無印良品	3~5月に98品目を最大1000円値下げ。コロナ禍で強まる消費者の節約志向に応える
	ユニクロ、GU	4月の消費税の総額表示義務化に合わせ、従来の税抜価格を税込価格とし、約9%値下げ

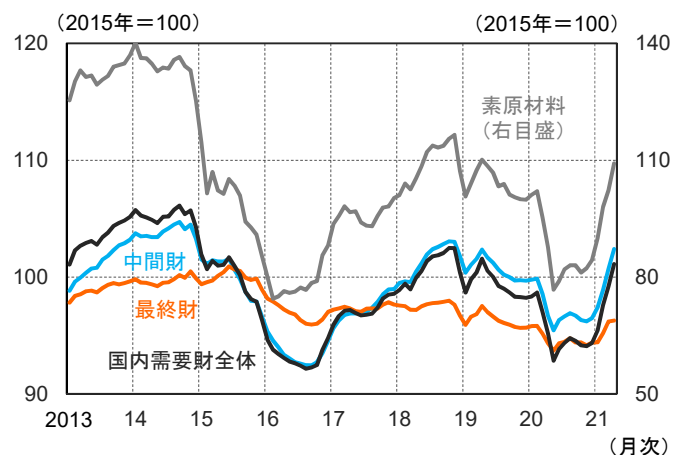
(備考) 各種報道により日本政策投資銀行作成

図表2-3 国際商品市況



(備考) IMF

図表2-4 日本の企業物価(国内需要財)

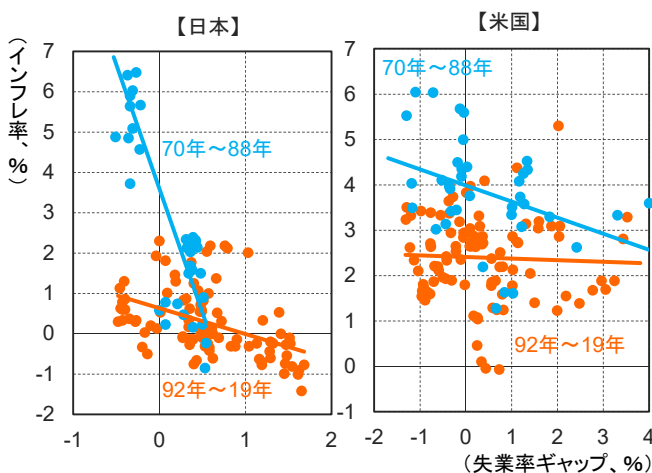


(備考) 日本銀行

3. 日米とも物価は上昇しにくい傾向にあるが、インフレ期待はコロナ禍後に急上昇

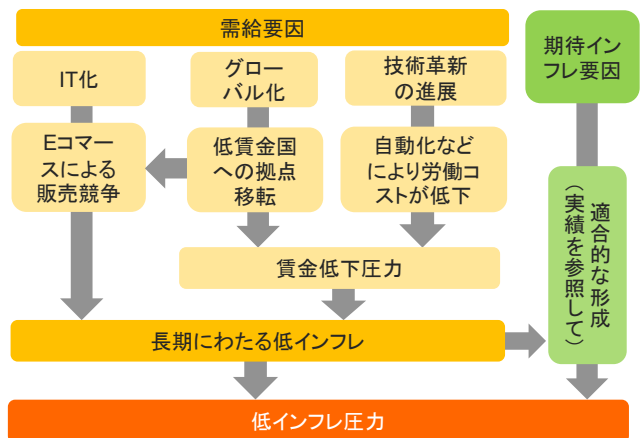
- 日米のフィリップス曲線は1990年代以降フラットになっており、景気回復により失業率が低下しても、インフレが高まらない傾向が強まった。また曲線の位置(切片)の低下は期待インフレ率の低下を表し、特に日本では1%前後に低下している(図表3-1)。
- 物価が上昇しにくい傾向は、日本以外の先進国や新興国などでも共通している。原因としては、グローバル化や技術革新などによる賃金の伸び低下、中銀のインフレ目標政策の強化などがあるが、長期にわたる低インフレで家計、企業の期待インフレが低下したことも大きい(図表3-2)。
- 期待インフレは、日米ともにコロナ禍によって20年春に低下したものの、その後は消費者、企業、市場のブレイクオープンインフレ率(BEI)ともに持ち直した。日本では、2014年にかけて上昇した後は低下傾向にあり、いまだコロナ前には戻っていないものの、20年終わりから徐々に上向いた(図表3-3)。
- 米国の期待インフレは景気循環の影響が小さく、長期的に安定する「アンカーされた」状況だが、20年春に落ち込んだ後は、家計の1年先の見通しは14年以来の3%超えとなり、市場のインフレ期待であるBEIも急速に上昇した。いずれも期近での上昇が大きく、加熱が一時的とみられている可能性があるが、これが財・サービス価格や賃金に波及した場合には、スパイラル的に物価が上昇する懸念が生じる(図表3-4)。

図表3-1 日米のフィリップス曲線



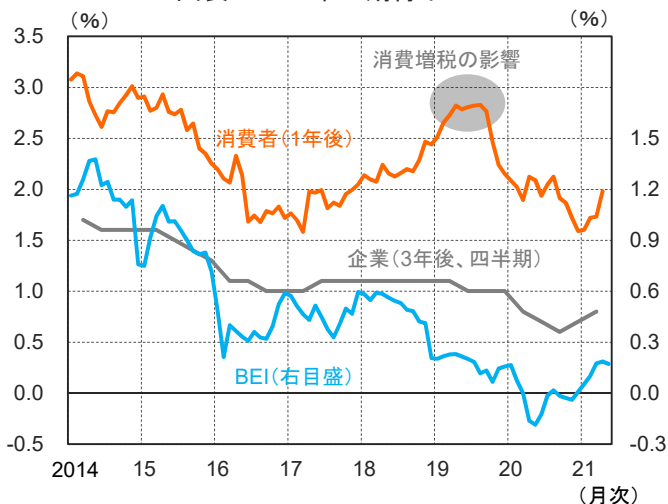
(備考) 1. 米労働省、CBO、総務省などにより日本政策投資銀行作成
 2. 四半期、インフレ率はCPI前年比の1期ラグ、失業率ギャップは自然失業率との差
 3. 高インフレ期(74~82年)とリーマン危機後(09~11年)、日本の14年消費増税後を除く

図表3-2 長期的なインフレ低下の背景



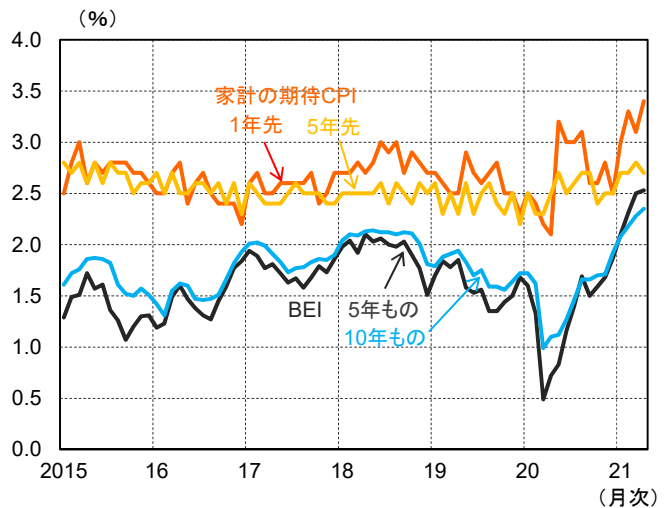
(備考) 日本政策投資銀行作成

図表3-3 日本の期待インフレ



(備考) 内閣府、日本銀行、日本相互証券

図表3-4 米国の期待インフレ

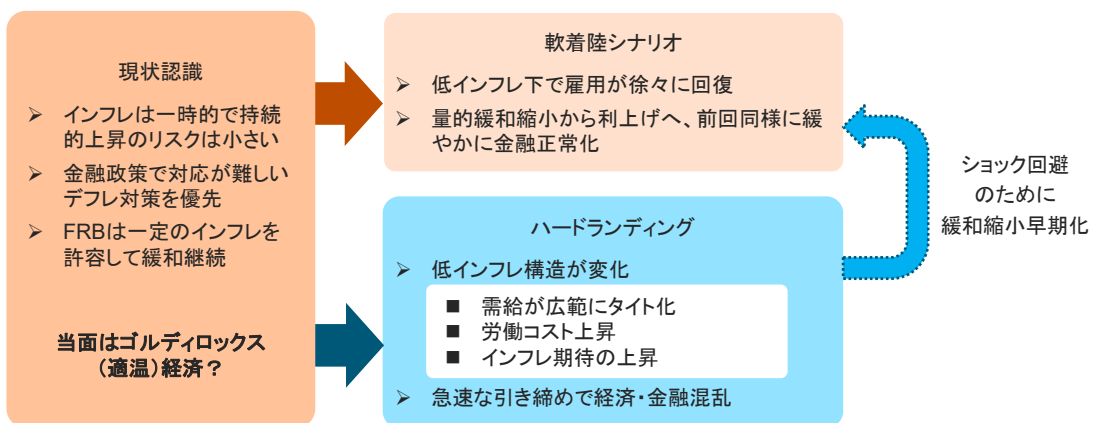


(備考) Thomson Reuters Datastream

4. 米国では金融緩和の早期縮小を巡り、インフレ期待や労働コストが注目に

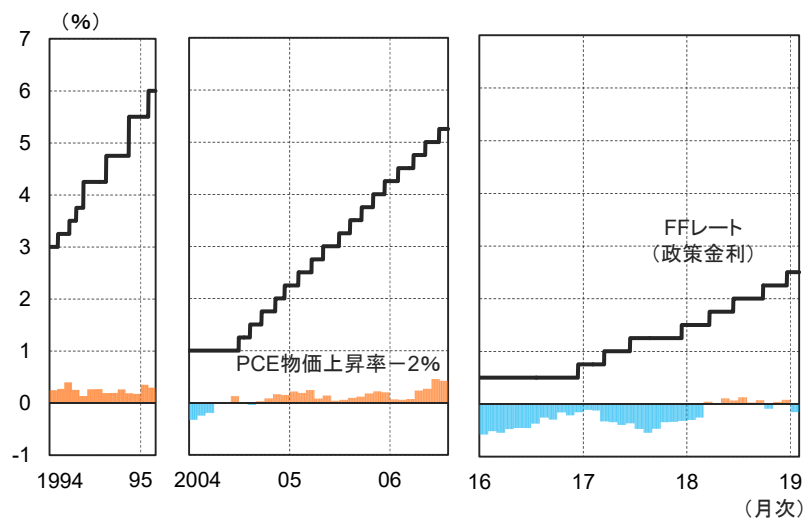
- 日本では、当面は携帯料金引き下げが物価を押し下げるほか、需要回復が進んだ場合にも、インフレ率はせいぜいコロナ前の1%程度との見方が多い。しかし、世界的に財分野に偏った需要回復が進む中で、国際商品市況、海運料金、半導体、自動車などで需給ひっ迫による価格上昇がみられており、米国では、感染縮小に伴って外食などのサービス分野でも価格が上昇している。
- インフレが注目されるとはいえ、中央銀行は伝統的なミッションであるインフレ退治では十分な経験、機能を有しており、70年代のスタグフレーションのような実体経済の停滞が懸念されているわけではない。しかし、低インフレを前提にした金融緩和の軌道修正によって、過熱感がみられる米国で資産価格で調整が生じる可能性が意識されており、その影響は世界的な懸念材料となっている。
- 米FRBは雇用が十分回復するまで緩和を続ける方針であり、金融市場でも、早期の緩和縮小はないとしてゴールドディロックス(適温)経済といった強気の声も聞かれた。近年、FRBは結果を見極めるまで「忍耐強く」緩和を続ける姿勢に転じており、緩和の出口戦略としては、来年以降に量的緩和を縮小し、24年以降に利上げという手順とみられていた。しかし、ハードランディングの懸念が高まれば、予防的に緩和縮小を早めざるをえない(図表4-1)。リーマン危機より前の景気回復期で一般的だったように、景気加熱に対して早め、強めの金融引き締めが必要となる可能性も出てくる(図表4-2)。議論の前提となる低インフレ構造の頑健性が改めて問われる中、物価指標とともに、それを左右するインフレ期待や労働コストなどの動きが注目となっている。

図表4-1 米国の金融正常化が早まるリスク



(備考)日本政策投資銀行作成

図表4-2 米国の利上げ局面と物価の動き



©Development Bank of Japan Inc.2021

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部
Tel: 03-3244-1840
e-mail(産業調査部): report@dbj.jp