

# 40年ぶりの日本のインフレはどうか

経済調査室 石川 亮、和田 耕治

## 要旨

- 国内消費者物価の前年比上昇率は、2019年までの10年間は平均0.5%に過ぎなかったが、コロナ禍からの回復の中で高まり、22年12月は4%に達し、第二次オイルショック以来40年ぶりの高さとなった。
- 国際市況や円安のような輸入インフレ要因は弱まるものの、その低下ペースや着地点は、価格転嫁や賃上げ、インフレ期待といった国内要因に左右されると考えられる。物価は需給両因により決まるが、景気回復や強制貯蓄による需要の回復を背景に、企業は価格転嫁を進め、これらがインフレを高める。
- 他方、賃金はこれまで景気回復や人手不足の中でも上昇が限られてきたが、今後は、インフレ期待の高まりや人手不足が再び強まることで上昇すれば、物価と一体的に高い伸びを維持することが可能となる。これが実現した場合、インフレ率の着地点は高まると考えられる。

日本の消費者物価は、第二次オイルショック以来40年ぶりの上昇率となり、今後のインフレの見方の不確実性は高まっている。日本は長期にわたってデフレ環境が続いてきたこともあり、今回の物価上昇を一時的とみる向きもあるが、価格転嫁の進展など、これまでと違う動きもみられる。本稿では、物価の見直しに加え、物価認識の変化や賃金への波及により物価が上振れる可能性を考察した。

### 1. 消費者物価は40年ぶりの上昇率も、輸入インフレはピークアウト

国内消費者物価の前年比上昇率は、2019年までの10年間は平均0.5%に過ぎなかったが、コロナ禍からの回復の中で高まった。生鮮食品を除くコ

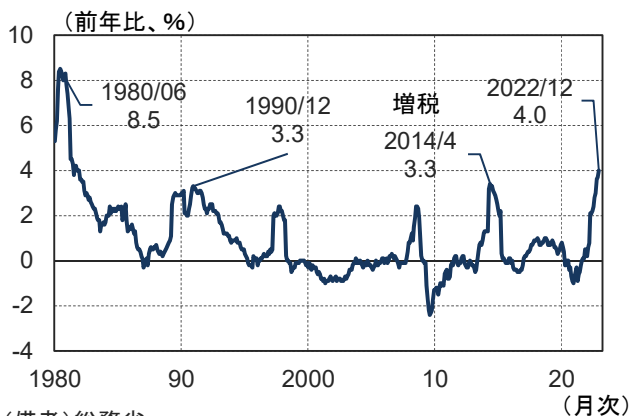
ア消費者物価の伸びは22年12月には4.0%に達し、欧米に比べれば低いものの、第二次オイルショック以来40年ぶりの高さとなった(図表1-1)。

物価上昇の主因であった国際市況の高騰や円安などによる輸入インフレは、すでにピークアウトしている。経験則では、輸入物価の影響は、企業物価には3ヵ月、消費者物価にはそこからさらに4ヵ月ほどかけて波及する。企業物価の伸びはすでに頭打ちとなっており、消費者物価の上昇圧力もそろそろ和らぐものと考えられる(図表1-2)。

### 2. 消費者物価上昇率は今後低下も、ペースや着地点の不確実性が高まる

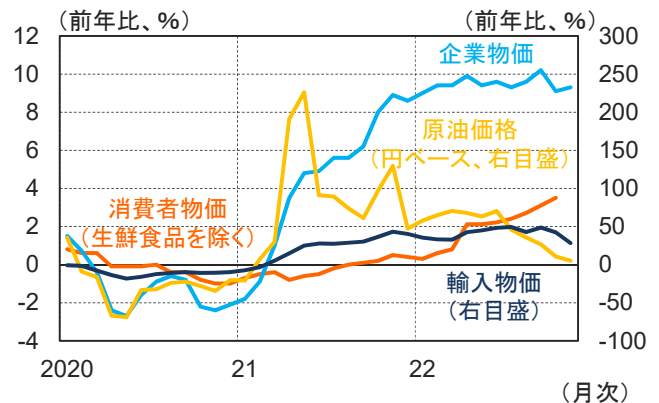
消費者物価上昇率は、資源価格の低下や円安

図表1-1 消費者物価上昇率(生鮮食品を除く)



(備考)総務省

図表1-2 原油価格、企業物価、消費者物価



(備考)総務省、日本銀行、Refinitiv Datastream

修正による輸入インフレの低下に加え、物価高対策もあり、23年初をピークに低下に転じる見込み。また、値上げ・賃上げなどによりインフレ期待が上昇し、23年末にはコロナ前を上回る1%台前半に落ち着くとみられる(図表2-1)。

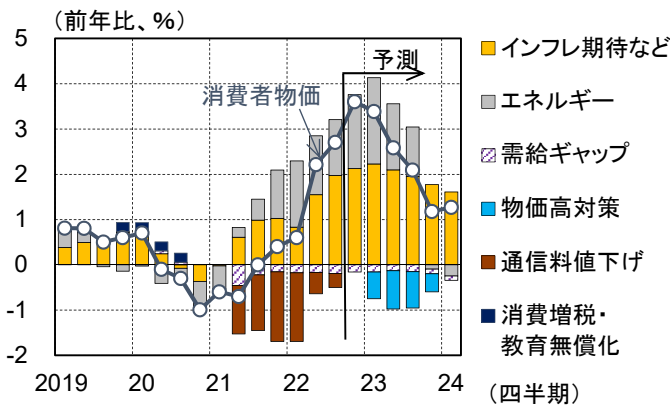
予測コンセンサスは22年後半に上方修正されたが、23年にインフレ率が低下するとの見方は各機関で共通しており、インフレが4%を大きく超えて高まるとの見方はない。ただし、上位8機関平均が24年初でも2%超で高止まると見込むなど、一段と上振れするとの予想が増えている。インフレの低下ペースや、低下後の着地点を巡り、不確実性が高まっている(図表2-2)。

### 3. 価格転嫁が続く場合は新たなインフレ圧力に

インフレが長引く要因の一つに、日本企業が価格転嫁を強めたことがある。上流の企業物価が上昇すると、原価率の上昇により収益が圧迫されるが、今回はこうした変化は限られている。企業がコスト増を全て転嫁できるわけではないが、コロナ禍での強制貯蓄を背景に消費需要が堅調なこともあり、消費者物価などに転嫁する動きが広がっている(図表3-1)。

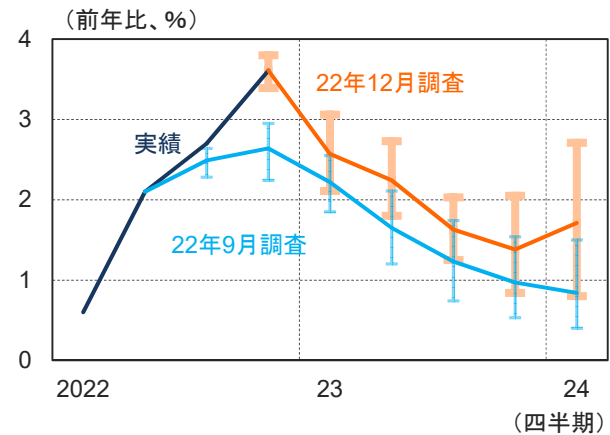
こうした中で、消費者物価の基調を表す指標が上昇している。前年から価格が上昇した品目の割合を示す上昇品目比率は8割に迫るほか、価格変

図表2-1 消費者物価の見通し



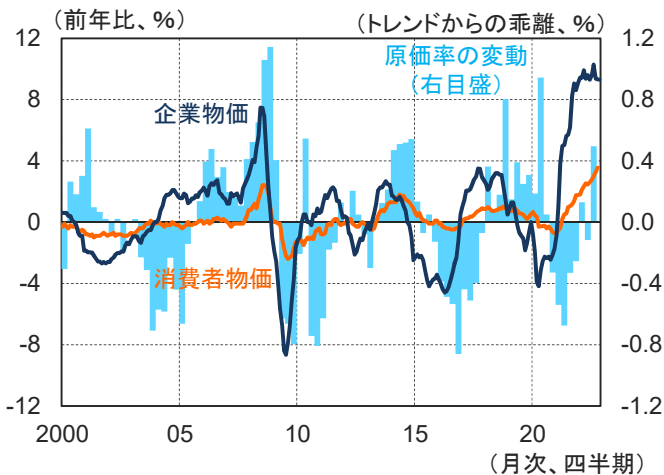
(備考) 1.総務省 2.予測、内訳は日本政策投資銀行試算

図表2-2 物価の予測コンセンサス



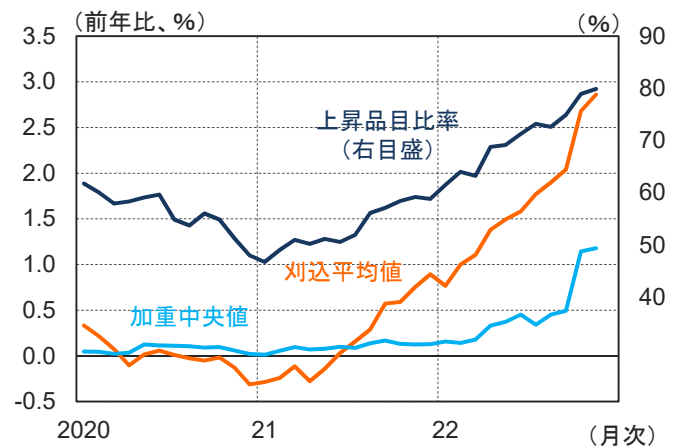
(備考) 1.日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」の予測 2.予測の縦線は高位・低位8機関平均の幅

図表3-1 物価と原価率の変動



(備考) 1.財務省、総務省、日本銀行 2.トレンドは2000年以降、HPフィルタによる日本政策投資銀行試算

図表3-2 消費者物価の基調指標



(備考) 1.日本銀行 2.対込平均は、変動率の大きい上下各10%の品目を除く

動の大きい品目を除いた刈込平均値や、ウェートを加味した品目ごとの上昇率分布の真ん中に当たる加重中央値も2001年以降で最大となっている。特に、加重中央値は22年初めまで、20年にわたり0.2%以下に収まっており、物価が動かないことを表す指標との指摘もあったが、11月は1.2%上昇に高まった。固着してきた物価が動きやすくなるという構造的な変化が生じた場合には、例えば上流の価格上昇が収まった場合にも、価格転嫁の動きが続くことで、遅れてインフレ圧力が加わることになる(図表3-2)。

#### 4. 期待インフレが上昇しインフレへの関心も高まる

インフレの着地点は、家計や企業が予想する将来の物価変動を表すインフレ期待によって決まると考えられる。例えば、2%のインフレ期待がアンカー(定着)している状態では、値上げ、賃上げともに2%を軸に決定される。日本の期待インフレ率は、企業、家計ともにデフレ下で長らく低迷したが、21年以降は物価上昇とともに上昇している。

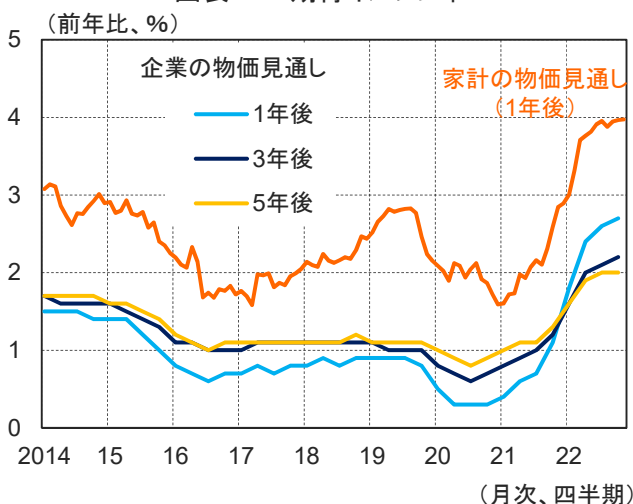
インフレ期待は過去のインフレ率の影響を受ける

(適応的期待)ことが知られている。例えば、08年に資源価格が上昇した際には、日本でも期待インフレ率が上昇したものの、リーマン危機により原油価格が下落すると、期待インフレ率も低下してしまった。今回もインフレ率が落ち着く中で期待インフレには低下圧力が加わるものの、企業の期待インフレ率は中長期の5年後でも2%に高まっており、今回の物価上昇を経てインフレ期待が高めにアンカーされた可能性がある(図表4-1)。

また、日本以上に急激なインフレが進んだ米欧では、インフレ率が一定のしきい値を超えると物価への関心が急速に高まるとの研究がある。物価への関心の高まりは、労使間交渉において賃金に物価が強く反映されるなどの行動変容につながり、高インフレの原因になるとの指摘もある。日本についても、インフレ率が1.6%を超えると急速に関心が高まる傾向が確認できる(図表4-2)。

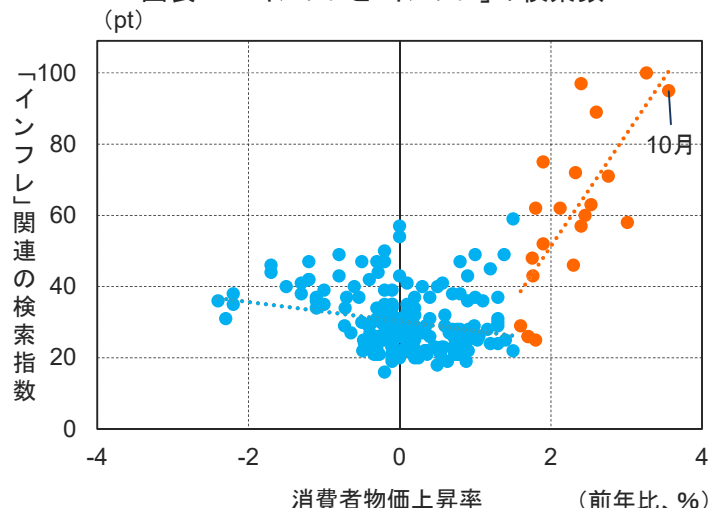
物価上昇が4%に達する中でインフレへの関心が高まっており、これが人々の物価認識を変え、期待インフレ率が高めに定着する契機となった可能性が考えられる。

図表4-1 期待インフレ率



(備考) 1. 内閣府、日本銀行により日本政策投資銀行作成  
2. 家計、企業ともに消費者物価ベース

図表4-2 インフレと「インフレ」の検索数



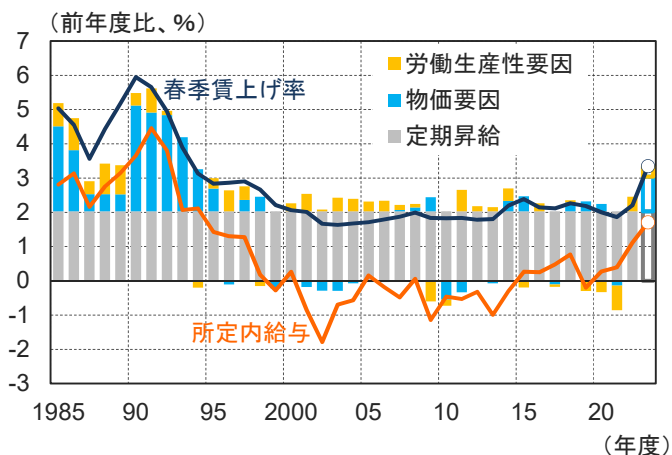
(備考) 1. 総務省、Google Trendsにより日本政策投資銀行作成  
2. 消費者物価は特殊要因(増税、携帯値下げなど)を除く  
3. 詳細は付注1を参照

## 5. 来春の賃上げ率は3%超、物価上昇を受けて想定以上に高まる可能性も

日銀の黒田総裁は、持続的な2%目標の達成には、賃金上昇が必要だとする。現在はコロナ禍の強制貯蓄もあり消費は堅調であるものの、実質賃金は大幅なマイナス(22年11月は前年比3.8%の減少)となっており、賃金の低迷が続けば、消費が減速して需要不足によりデフレに逆戻りするリスクもある。

岸田首相は、年頭の会見において、今春の賃上げについて、「インフレ率を超える賃上げの実現をお願いしたい」と述べた。物価や生産性などのマクロ要因から試算すると、今春の賃上げは3%を上回ると試算されるが、このうちベースアップ部分は1%あまりにとどまる。しかし、物価と同様に賃上げも動き始めたこと、人口減少圧力が強まる中で人手不足が深刻化していることもあり、来年以降はインフレ率を上回る高めの賃金上昇が続く可能性がある。賃上げは、一次的には労働集約的な産業を中心にコストアップ要因となるほか、価格転嫁を通じてインフレ期待を継続的に高める要因になる(図表5-1)。

図表5-1 春闘賃上げ率、所定内給与



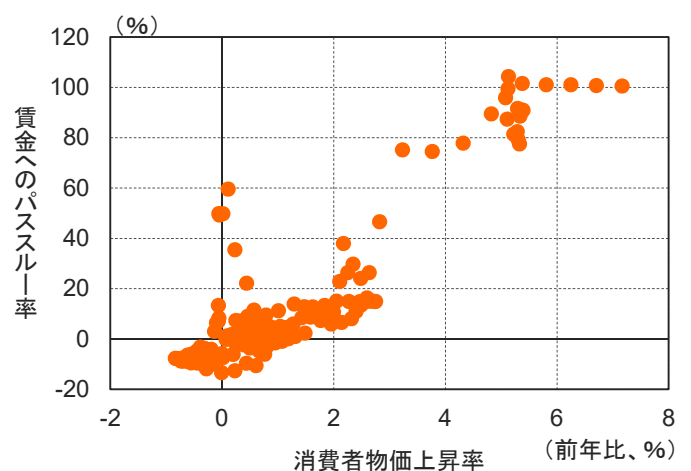
(備考) 1.内閣府、総務省、厚生労働省  
2.予測(白抜き)、要因分解は日本政策投資銀行、要因分解は誤差捨象 3.詳細は付注2を参照

この春に向けても、連合がベースアップ3%を含む5%の賃上げを求め、経団連の十倉会長は「水準自体は慎重な検討が望まれる」としながらも「(賃上げのモメンタム(勢い)の維持・強化は)企業の社会的な責務」と応じた。また、ファーストリテイリングが最大40%の賃上げを発表するなど、大企業中心に物価上昇を反映したベースアップの動きもみられる。マクロの時系列データによれば、賃金の物価への反応は、物価上昇率が2%を超えると大きくなり、3%を超える場合には十分にパススルー(転嫁)される傾向がみられた。この20年ほどはデフレ環境が続いたことで物価上昇が賃金に影響してこなかったが、直近ではインフレ率が4%を上回っており、賃上げが想定以上に進み、物価が上振れる可能性もある(図表5-2)。

## 6. 賃上げが想定以上に進めば、インフレ率の着地点は高まる

今後のシナリオを整理すると、物価を押し上げた国際市況や円安のような輸入インフレ要因は弱まるものの、その低下ペースや着地点は、価格転嫁や賃上げ、インフレ期待といった国内要因に左右さ

図表5-2 賃金の物価に対する反応



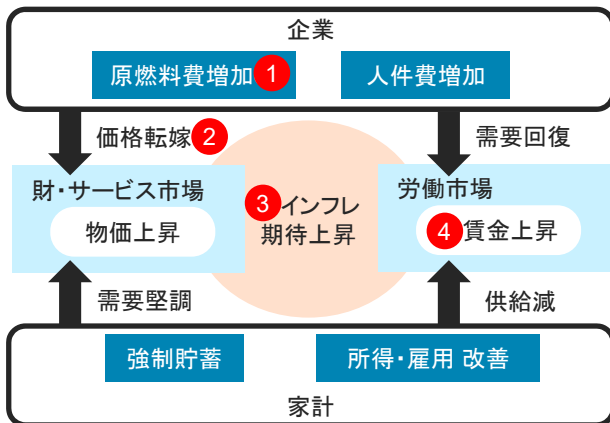
(備考) 1.総務省、厚生労働省、労働政策研究・研修機構により日本政策投資銀行作成 2.詳細は付注3を参照

れる。物価は需給両因により決まるが、景気回復や強制貯蓄による消費の回復を背景に企業は価格転嫁を進め、これらがインフレを高める。

賃金はこれまで上昇に限られてきたが、労働供給に限られる一方、景気回復に伴い労働需要は高まっており、賃金上昇の余地は拡大している。これに加えて、このところのインフレ期待の高まりを反映し、強めの賃上げが実現すれば、家計と企業の間でインフレ期待が高めにアンカー（定着）する可能

性がある。このような状況になると、賃上げにより家計の所得・雇用環境は改善し、堅調な消費需要が維持されるため、企業も賃上げによる人件費の増加を価格に転嫁しやすく、値上げ、賃上げがこれまでよりも高い水準で行われる。物価と賃金が相互に影響しながら高い伸びを維持すれば、輸入インフレが収束した後も日本のインフレ率の着地点は高まると考えられる(図表6)。

図表6 消費者物価上昇のメカニズム、物価の変動要因



(備考)日本政策投資銀行作成

	現状	今後
① 国際市況・円安	世界経済減速もあり上昇から下落に反転	下落傾向続く
② 価格転嫁	かつてより転嫁進む	転嫁続く余地あるが投入コスト次第
③ インフレ期待	物価上昇で高まる	物価、賃金が増えれば高めで定着も
④ 賃金上昇	緩やかに上昇	伸びが高まればインフレ率の着地点上昇

(備考) 1.日本政策投資銀行作成

2. 橙色は上昇要因、青色は低下要因

**(付注1) 図表4-2 インフレと「インフレ」の検索数**

図表4-2では、Korenok et al.(2022)を参考に、以下の式により推計を行い、その結果を用いた。

$$y_t = \alpha + x_t (x_t < \gamma) \beta_1 + x_t (x_t \geq \gamma) \beta_2 + e_t$$

- $y_t$  : インフレ関連の検索数(指数)
- $x_t$  : 消費者物価(除く生鮮食品、政策要因)の前年比上昇率(%)
- $\gamma$  :  $x_t$ (消費者物価上昇率)のしきい値(推計値 $\gamma = 1.58$ )
- ( $t$  : 時点.推計期間は,2004年1月~22年10月)
- $\beta_1$  :  $x_t < \gamma$ の時の $x_t$ の係数
- $\beta_2$  :  $x_t \geq \gamma$ の時の $x_t$ の係数
- $e_t$  : 誤差項

Korenok et al.(2022)では、日本は、“A lack of evidence for a threshold”(しきい値があるとの証拠がない)と指摘されているが、日本についても、消費税増税や携帯料金などの政策要因を除き、このところの物価上昇を反映すると、米欧のようなしきい値があるように思われる。

**(付注2) 図表5-1 春闘賃上げ率の要因分解**

図表5-1では、以下の式により推計を行い、その結果を用いた。

$$y_t = c + \beta_1 x_{1t} + \beta_2 x_{2t}$$

- $y_t$  : 春闘賃上げ率
- $c$  : 定数項(定期昇給)
- $x_{1t}$  : 消費者物価上昇率(除く生鮮食品、前年比、%)
- $x_{2t}$  : 実質労働生産性(マンベース)
- ( $t$  : 時点.1985年度~2022年度.期間を2000年度前後で区切って推計)

**(付注3) 図表5-2 賃金の物価に対する反応**

図表5-2では、以下の式を用いて、3年間のローリングウィンドウ形式で推計を行った。

$$w_t = c + \alpha \pi_{t-1} + \beta_1 (U_{t-1} - U_{t-1}^{str}) + \beta_2 w_{t-1}$$

- $w_t$  : 所定内給与上昇率(調査産業計、5人以上、前年比、%)
- $c$  : 定数項
- $\pi_t$  : 消費者物価上昇率(除く生鮮食品、前年比、%)
- $U_t$  : 失業率
- $U_t^{str}$  : 構造失業率
- ( $t$  : 時点.1971年1-3月期~2022年度7-9月期.)
- ※所定内給与は、データの制約から、1980年4-6月期~1990年10-12月期は所定内給与(30人以上)、それ以前は現金給与総額(30人以上)を用いている

横軸には、該当期間の消費者物価上昇率の平均を用いた。

**参考文献**

- (付注1) Korenok, O., and Munro, D., and Chen, J. (2022), “Inflation and attention thresholds” GLO Discussion Paper, No.1175
- (付注2) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2017年7月)
- (付注3) 1.FRBSF Economic Letter 2022-25  
2.太田知宏・馬場直彦・田中百合子(2022)欧米型の「インフレ主導の高い賃金上昇率実現」はあり得るか？(太田),Goldman Sachs

©Development Bank of Japan Inc.2023

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、取引など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