

コストプッシュ型のインフレをどうみるか

経済調査室

要旨

- インフレは米国で顕在化した後、世界的に進み、原因もコロナ禍からの景気回復によるディマンドプル型から、原油をはじめとする国際商品市況上昇によるコストプッシュ型に移りつつある。
- 国際市況はエネルギーだけでなく、一次産品を含めて上昇している。インフレを受けて米国などで金融緩和の縮小観測が強まり、新興国には通貨安や利上げなどの余波が及んでいる。
- 日本でも輸入物価が上昇し、かつてに比べれば価格転嫁の動きがみられるものの、企業収益の圧迫が懸念されるほか、インフレを増幅する「悪い円安」の議論もみられる。インフレは一時的との見方が多いものの、長期化の可能性や、影響の広がりには注意する必要がある。

原油をはじめとする国際商品市況が高騰しており、世界的にインフレが進む。米国、欧州の物価上昇率(前年比)は、中銀の物価目標である2%だけでなく、4%を超えるインフレとなっており、日本でも企業物価を中心に上昇がみられる。インフレの背景と影響、日本の現状について整理する。

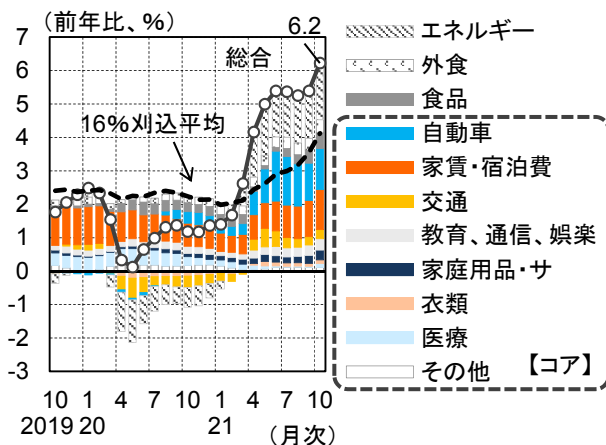
1.米国ではインフレ率が高止まり

インフレが最初に顕在化した米国では、消費者物価上昇率は夏にかけて5%を上回り、変動の大きいエネルギーと食品を除くコアでも4%台で高止まりしている。当初に急騰した中古車などは6月をピークに低下したが、新車の供給制約によって再

び上昇している。また、変動の大きい品目を除いた刈込平均の伸びが限られていたことから、一部品目の一時的な上昇との見方が多かったものの、その後は刈込平均も高まっており、上昇の動きは家賃、日用品などに広がる。パウエルFRB議長は、物価高騰が一時的との見方を維持しつつ、供給制約もあって22年初まで長引く可能性に言及した(図表1-1)。

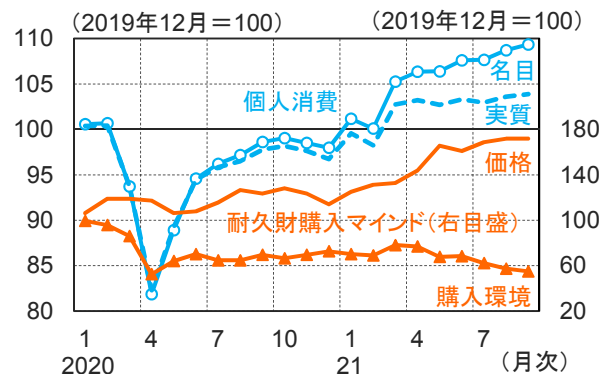
米国の消費は堅調だが、物価の影響を除いた実質では名目ほど増加していない。耐久財の購入マインドは夏以降低下が続いており、感染拡大だけでなく、物価上昇の影響がみられる。現在はコロナ禍での繰越需要、強制貯蓄が消費を支えているが、

図表1-1 米国消費者物価



(備考) 1.米労働省、クリーブランド連銀
2.16%刈込平均上昇率は変動が上下8%超の品目を除く

図表1-2 米国個人消費と消費マインド



(備考) 1.米商務省、Datastream
2.マインドはミシガン大学消費者信頼感指数により日本政策投資銀行作成
3.購入環境は、所得と耐久財購入の判断を合成し作成された指標

インフレの高進や長期化によって、米国経済のエンジンである消費の拡大が鈍る可能性も懸念される(図表1-2)。

2.国際市況の急騰と世界に波及するインフレ

エネルギー価格は9月以降、世界的に急騰し、WTI原油価格は一時、約7年ぶりの高値である1バレル85ドルに上昇した。コロナ禍からの景気回復に伴ってエネルギー需要が拡大する一方、OPECが原油の増産幅拡大を見送り、緩和的な金融環境も上昇に拍車をかけた。中国では石炭、欧州では天然ガスの供給制約が強まったこともあり、相乗的に上昇した(図表2-1)。

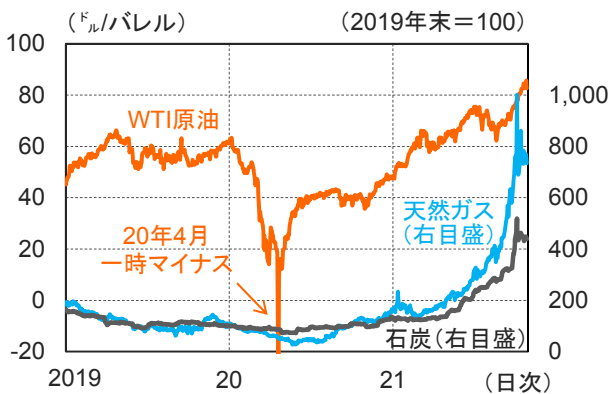
供給面では、中・露の増産表明により価格上昇

は一服したが、世界的な脱炭素化の中で化石燃料の生産・投資が停滞したことの影響も指摘される(greenflation)(図表2-2)。

エネルギー以外の一次製品の価格も高騰している。5月にかけて急騰した後、一服している產品が多い点はエネルギーと異なるが、価格はコロナ前の1.5倍で高止まっている(図表2-3)。

高騰の背景には、エネルギーと同様に景気回復や投機的資金の流入の影響に加えて、加工品についてはエネルギーコストや海運市況の上昇の影響もある。また、品目ごとでは、ITや自動車、インフラなどのコロナ後の需要増、ほかの產品の代替需要があるほか、新興国における感染長期化や政情不安、気候要因による不作といった供給側の要因

図表2-1 原油、天然ガス、および石炭価格



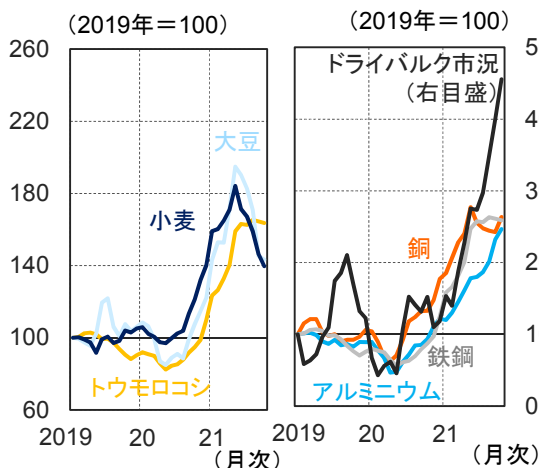
(備考) 1.Datastream
2.天然ガスはオランダTTF先物価格、石炭は欧州向け(オランダ港渡し)スポット価格

図表2-2 エネルギー価格高騰の要因

	需要増	供給不足	
原油		<ul style="list-style-type: none"> OPECの増産抑制 米シェールの増産が緩慢 	脱炭素で生産や投資が慎重化
天然ガス	<ul style="list-style-type: none"> 景気回復 厳冬予想 	(欧州) <ul style="list-style-type: none"> 昨年の厳冬による在庫減 ロシアからの供給不足 風不足により風力発電が低調 	
石炭		(中国) <ul style="list-style-type: none"> 環境や安全対応 産地の洪水 豪州からの輸入規制 	
+			
緩和的な金融環境による投機マネー			

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表2-3 国際商品市況



(備考) Datastream

図表2-4 商品市況の景気回復以外の高騰要因

	需要増	供給不足	
鉱物	銅	再エネ、電池、IT向け	産地のコロナ禍長期化
	アルミニウム	自動車向け	産地ギニアのクーデター
	鉄鋼	米国などインフラ向け	中国(最大生産国)電力不足
穀物	トウモロコシ	飼料(中国の豚熱一服)	米国、ブラジルなどの生産地の高温乾燥
	大豆	油価高騰でバイオ燃料	
	小麦	トウモロコシの代替	

(備考) 各種報道により日本政策投資銀行作成

も影響している(図表2-4)。

3.世界に波及するインフレ

欧州ではエネルギー価格の上昇によって消費者物価の上昇率は4%に達した。環境負荷の低いエネルギー源としてウエートを高めてきた天然ガスの価格高騰の影響が指摘される。また、新興国では家計支出に占めるエネルギーのウエートがそもそも高く、インフレ高進が消費持ち直しを妨げる懸念が出ている(図表3-1)。

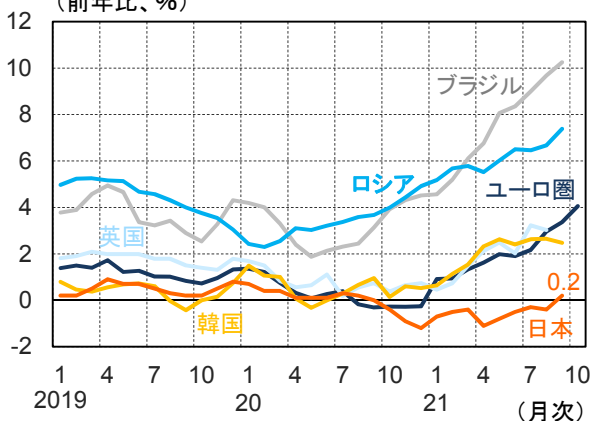
また、インフレを受けて米国のみならず、英国や欧州などの先進国において金融緩和の縮小観測が強まっており、通貨安懸念を抱える新興国では、

利上げに踏み切る例がみられる。しかし、ブラジルなどではインフレ退治、通貨防衛ともに成功しておらず、利上げとともに景気への悪影響がみられる。また、中国や英国ではエネルギー事業者の経営が悪化したほか、スペインやイタリアでは、電気料金高騰を受けて、家計への支援策が発表された(図表3-2)。インフレは、様々なルートを通じて各国経済に影響を及ぼしている。

4.良いインフレと悪いインフレ

コロナ禍からの回復過程では、需給両面でインフレ圧力が強まった。まず、持ち直して先行した米国では、春にかけてディマンドプル型のインフレが

図表3-1 欧州、新興国の消費者物価(総合)
(前年比、%)



(備考)各国政府

図表3-2 インフレの様々な余波

利上げ	ブラジル	干ばつや財政懸念で通貨下落続く
	ロシア	原油高と相まって通貨高
	韓国	コロナ後、アジアで最初に利上げ
価格規制	中国	政府による電気料金抑制を受け、電力会社の収益悪化、操業制限で電力不足発生
	英国	価格上限規制により電気・ガス料金の引き上げが抑制され、中小事業者が破たん
補助	スペイン	エネルギー企業の超過利益に課税、家計に還元
	イタリア	貧困世帯、零細業者中心に補助、減税

(備考)日本政策投資銀行作成

図表4 インフレの種類

	ディマンドプル【良いインフレ】	コストプッシュ【悪いインフレ】	供給制約【悪いインフレ】
典型例			
原因	<ul style="list-style-type: none"> コロナ後の需要急増 半導体などIT関連財の需要増加 	<ul style="list-style-type: none"> 国内中間財や労働・資本のコスト高 輸入インフレ(国際価格上昇、円安) 	<ul style="list-style-type: none"> 国内外の中間財不足 災害などによる労働、資本の毀損
影響	<ul style="list-style-type: none"> 企業収益は利益率、数量両面で改善 	<ul style="list-style-type: none"> 企業収益は利益率、数量両面で悪化 輸入インフレの場合、交易条件の悪化で海外に所得移転 	<ul style="list-style-type: none"> 企業収益は数量減少も利益率改善(需要者から所得移転)
対策	<ul style="list-style-type: none"> 恒久的なら供給力強化の設備投資 金融・財政引き締めによる需要抑制 	<ul style="list-style-type: none"> 恒久的なら省エネ・省力化投資 負担が生じた企業や家計の支援 	<ul style="list-style-type: none"> 一時的なら災害復旧など問題解消 恒久的なら供給力強化の設備投資

(備考)各種報道により日本政策投資銀行作成

生じた。これは、数量増加を伴う「良いインフレ」であり、かつ、繰り越し需要の顕在化に伴う過渡的とみられていた。

その後は、国際市況の上昇によって、コストプッシュ型のインフレが広がった。この場合には、エネルギー価格などの上昇によって海外に所得が移転し、経済活動が縮小(数量減)する「悪いインフレ」といえる。また、半導体不足などの供給制約が生じる場合にも、数量は減少する点で、悪いインフレとなる。海外への所得移転はないものの、生産者が超過利潤を得る一方、本来望まれる規模の経済活動が実現できない。

原因は別にして、インフレが長期化すれば、インフレ期待に影響して長期化・加速するリスクがある。価格メカニズムの混乱は、経済活動の不安定化、

停滞につながる。特にコストプッシュ型のインフレの場合には、経済の停滞感が強まることから、80年代初頭にかけて欧米などでみられたスタグフレーションに陥る恐れも指摘される。

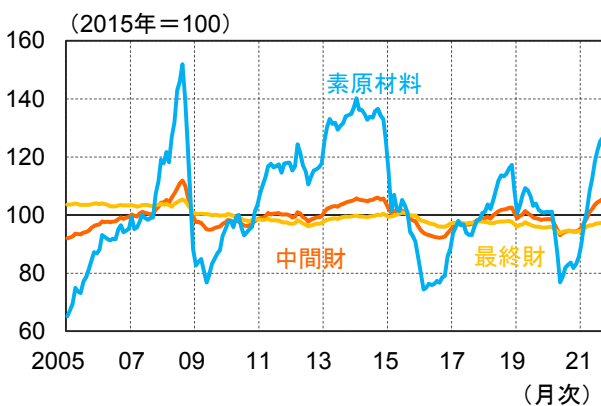
対策としては、問題が恒久的な場合には増産・省エネ投資などを通じて、供給側の制約を緩和することが必要となる。ただし、短期的な効果はないため、緊縮的な財政・金融政策によって需要を抑えるほか、企業・家計への経済支援なども行われる(図表4)。

5.日本でも一部川下に転嫁

日本でも企業物価は、2008年に迫る勢いで上昇している。需要段階別にみると、国際市況の影響を受ける素原材料に比べて、川下に近い中間財、最終財になるほど動きが限られる特徴は変わっていないが、過去の高騰時と比較すれば、波及の動きはやや大きくなっているようにみえる(図表5-1)。

デフレ期には、収益性を犠牲にして低価格競争に向かいやすいとされた企業の価格設定の動きにも、幾分変化がみられる。コロナ禍においても、リーマンショック時と比べて値下げの動きは限られたほか、このところ、原材料価格の高騰を受けて、値上げの発表が相次いでいる。大豆や小麦の値上がりを受けた食料品のほか、鉄鋼や原油価格の上昇で、外車や文具、電気・ガスなどでも価格転嫁の動きがみられる(図表5-2)。

図表5-1 需要段階別企業物価



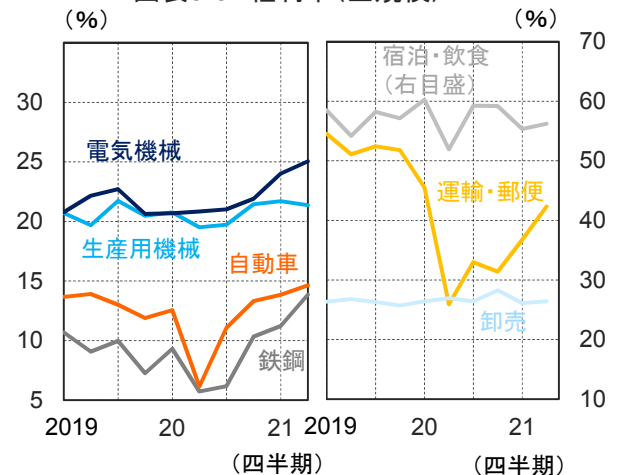
(備考) 1.日本銀行 2.季節調整は日本政策投資銀行による 3.国内需要財

図表5-2 値上げ・値下げの動き

値上げ	食用油	原料価格高騰により、日清オイリオ、J-オイルミルズ、昭和産業が1kgあたり30円以上の値上げ
	和洋菓子	原料価格高騰により、山崎製パン、フジパン、日糧製パンなどが和洋菓子等を8%値上げ
	外車	原材料高により、フォルクスワーゲンが最大10万円、プジョー、ジープが10万円の値上げ
	文具	原材料(鋼材や木材など)価格の高騰により、コクヨがハサミやカッターなどを平均8%値上げ
	電気・ガス	燃料価格の上昇により、家庭向けを22年1月に前年比15%程度の値上げ
値下げ	ロボット掃除機	アイロボットが、国内価格を3割値下げ。半導体など原料価格は上昇も、シェア拡大を優先
	衣料品・食料品	コスト削減や消費者ニーズ対応のため、無印良品が約200点、ユニーが約2,000点を値下げ

(備考) 各種報道により日本政策投資銀行作成

図表5-3 粗利率(全規模)



(備考) 1.財務省により日本政策投資銀行作成 2.季節調整は日本政策投資銀行による

21年4～6月期の粗利率は、需要が回復する自動車や電気機械、収益率の改善を進める鉄鋼など、製造業を中心にコロナ前を上回り上昇した。一方で、需要が低迷する宿泊飲食や運輸・郵便などでは、粗利率がコロナ前を下回っている(図表5-3)。

日米の企業物価と消費者物価の関係をみると、米国は消費者物価の基調が元々高い上、企業物価の変動が消費者物価に反映されやすい傾向がある。日本でも転嫁が幾分進む傾向を指摘したが、足元では価格転嫁に遅れがみられており、企業収益が圧迫される懸念がある(図表5-4)。

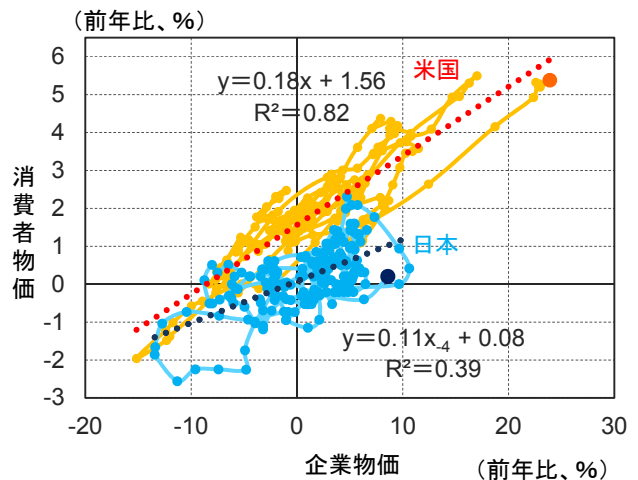
6.低インフレ国の日本でも新たな議論

米国でインフレによる利上げ観測が強まる中、日米金利差によってドル円レートは一時115円近くに円安が進行した。一方、長期均衡値とされる購買力平価(PPP)は日米のインフレ格差を反映して円高方向に動いており、実勢レートとの乖離は1ドル120円超の円安となった15年よりも広がった。インフレは、実勢レートとPPPに非対称的に作用しており、これによって、短期間にオーバーシュート気味に円安が強まることとなった(図表6-1)。

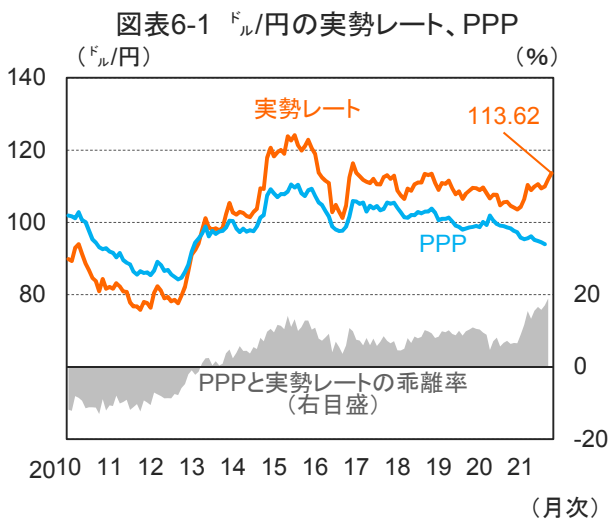
一方、日本経済の円安メリットは、長期的には縮小傾向にある。製造業の海外移転が進むとともに、国内生産の高付加価値化が進み、円安によって価

格競争力が高まり、輸出数量を押し上げる効果が縮小した。また、東日本大震災後の原発停止により化石燃料の輸入が増加し、円安や燃料高は貿易赤字に直結する。総合的には、依然として円安の効果はメリットが上回るとみられるものの、原油・資源高と円安の同時進行によって、輸入インフレを増幅する「悪い円安」の議論も聞かれるようになっていく(図表6-2)。

図表5-4 日米の企業物価・消費者物価

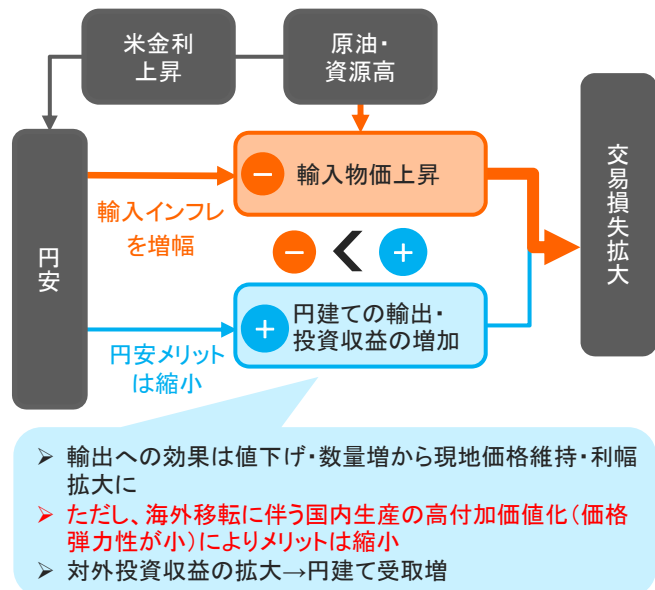


(備考) 1.米労働省、総務省、日本銀行
2.図表内の●は2021年9月
3.日本は、推計結果に基づき企業物価(中間財)から消費者物価に4カ月のラグを置いた



(備考) 1.日本銀行、世界銀行 2.PPPは17年末の世銀国際調査の公表値を基準とし、日米の輸出物価差により日本政策投資銀行試算

図表6-2 今回は「悪い円安」?



- 輸出への効果は値下げ・数量増から現地価格維持・利幅拡大に
- ただし、海外移転に伴う国内生産の高付加価値化(価格弾力性が小)によりメリットは縮小
- 対外投資収益の拡大→円建て受取増

(備考) 1.日本政策投資銀行作成
2.吹き出しの赤字は円安メリット縮小要因

7. 輸入価格上昇の経済への影響

現在のインフレは、燃料を中心とする国際市況の上昇が発端となっている。輸出入価格はともに為替変動の影響を受けるが、輸入価格が国際市況の影響を受けて輸出価格と比べて上昇(交易条件の悪化)する場合、海外への所得移転が生じたことに等しい。2000年代後半に資源価格が上昇した際には、累積で20兆円、GDP比で4%の交易損失が生じ、これがリーマン危機とあいまって経済を下押しした。コロナ禍では、当初はエネルギー価格の低下によって交易条件は改善したが、21年に入ってエネルギー価格が上昇したことで、交易損失は約9兆円拡大した(図表7-1)。

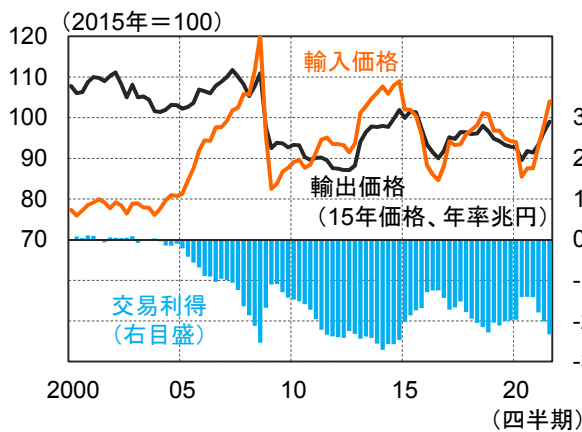
この効果はエネルギー輸入国に共通した現象だが、国内経済への影響は価格転嫁が進むかどうかで変わってくる。消費者物価が上昇し、スタグフレーションへの懸念が伝わる海外とは対照的に、日本では食品などで一部値上げがみられるとはいえ、川下への価格転嫁は限られている。これは、GDPの過半を占める消費への悪影響を抑制し、経

済全体にインフレ圧力が波及することを防ぐ点で望ましい。企業収益は圧迫されるが、労働分配率がこの10年間に低下していたことから、許容する余地はあると考えられる。

一方、企業収益の悪化は、賃金・雇用に悪影響を及ぼし、結果的に家計消費を押し下げる可能性がある。また、収益率の低下によって投資が抑制されれば、長期的な成長力が低下する懸念も生じる。さらに、この環境下でも物価改定が難しい状況が続くようであれば、企業、家計のデフレ・マインド脱却はいよいよ遠くなる。エネルギー価格の上昇に応じて消費や投資の中身が調整され、また、経済全体でショックを吸収していく上で、価格メカニズムが円滑に機能しているかを点検することも重要となる(図表7-2)。

この10年余り、低インフレが浸透し、「日本化」を議論してきた世界は、久々のインフレ圧力に直面している。各国中銀などではインフレはやや長引くとしても一時的との見方を維持しているが、22年にかけては、長期化の可能性や、影響の広がりには注意する必要がある。

図表7-1 輸出入価格と交易利得



(備考) 1. 内閣府、直近は21年7~9月期
2. 交易利得は2000年初からの変化

図表7-2 価格転嫁の有無による経済影響の違い

	【海外】 川下に転嫁	【日本】 転嫁せず
インフレ	<ul style="list-style-type: none"> 経済全体に波及 スタグフレーション懸念 	<ul style="list-style-type: none"> 経済全体に広がらず デフレ脱却に至らず
企業収益	<ul style="list-style-type: none"> 利益確保 	<ul style="list-style-type: none"> 利益圧迫 成長投資の抑制
家計所得	<ul style="list-style-type: none"> 物価上昇で購買力低下 	<ul style="list-style-type: none"> 物価上昇は限定的 賃金・雇用の悪化リスク
労働分配率	<ul style="list-style-type: none"> 影響なし 	<ul style="list-style-type: none"> 上昇(近年の低下修正)

(備考) 1. 日本政策投資銀行作成 2. 転嫁が100%または0%を想定

©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