

物価高騰：インフレーションの局面転換？

信金中金月報掲載論文編集委員長

地主 敏樹

(関西大学 総合情報学部教授)

世界的にインフレ率が高まっています。最近の欧米主要国では10%前後に達しており、長く続いた低インフレ率の時代が終わるのかもしれないと思えるほどです。インフレ率の動きには慣性が高いことが知られています。この30年余り、主要各国のインフレ率は低位に留まってきました。このように「低インフレ率が定着すると、なかなかインフレ率は高まらない。しかし、一旦、インフレ率が高まってしまえば、今度はなかなか低下しない」というのが経験則なのです。インフレ率が高まれば、名目利子率も高まることとなります。金融市場も大きく変わり、低金利下の常識は通用しなくなるのではないのでしょうか。金融機関経営にも大きな影響をもたらすこととなるでしょう。

インフレ率の動き方に大きな変化が出てきたことを、時系列的にみてみましょう。コロナ禍が2020年に本格化した当初は、需要ショックが強く影響して、国際商品価格が大きく下落しました。しかし、同年半ば以降はサプライチェーンの混乱など供給ショックの影響が強まって、国際商品価格指数は大きく上昇し始めました。同年末には、国際商品価格指数が対前年比で20%も上昇していました。この供給ショックについては一時的なものと予想する見方が強かったと思われませんが、次第にその持続性が認識されるようになっていきました。コロナ禍は極めて特異な世界的ショックだったため、その影響の展開を見通すことは極めて困難であっただろうと考えられます。

アメリカでは、労働市場が異常な変動を示しました。コロナ禍前には好景気を反映して失業率が4%未満だったのですが、2020年前半には需要ショックを反映して急増し、10%を大きく超えました。他方で、労働供給サイドも大きく変化して、労働市場参加率が3%あまり急低下しました。全米でほぼ500万人が労働市場から退出してしまう、大規模な変化でした。最終的に100万人以上がコロナ感染で亡くなることになる米国では、大都市など各地で医療崩壊が進んでいました。所得分配が極端に不平等な国ですから、低賃金の労働者などの職場放棄も当然のことだったのではないかと思います。労働市場では大きなミスマッチが生じて、賃金は対前年比で約8%も上昇しました。コロナ禍初期の混乱の下ですから、データそのものの信ぴょう性も少し疑わしいのですが、労働市場が異常な状況にあったことは間違いのないでしょう。

こうした状況に直面して、アメリカの中央銀行である連邦準備は、インフレ率の予測で大失

敗し、結果的に金融政策運営も失敗してしまいました。彼らも日本と同様にインフレ目標=2%を掲げています。コロナ禍前は、日本ほどではないのですが、アメリカも低インフレ状況が長く続いていました。2020年に入ると、需要ショックを反映してインフレ率は顕著に低下したため、連邦準備はゼロ金利と量的緩和を組み合わせた強い金融緩和で対応しました。その後インフレ率は少し回復した後、2021年初頃から上昇傾向が明らかになっていきました。しかし、連邦準備は一時的な供給ショックの影響だと考えて、強い金融緩和を継続しました。夏にはインフレ率が5%を越えていましたが、9月の政策決定会合においても「2022年にはインフレ率が2%前後まで低下する」と予想し続けたのです。

2022年春にかけてインフレ率は上昇し続けて8%に達してその後も上昇し続けたので、連邦準備の予想は完全な失敗であったことが明らかです。物価だけでなく、賃金の上昇率も5%に上昇しており、単なる供給ショックの影響だけでなく、賃金と物価が相互に影響してスパイラル的に上昇するホームメイド・インフレの様相を呈してきました。インフレーションに関する局面が変わってきたのだと言えるでしょう。その認識が遅れた連邦準備は、金融政策の引き締め方向への転換も遅れてしまいました。現在は、急速な引き締め行動を連発して、その遅れを取り戻そうとしているのです。

全米に12の地区連邦準備銀行を設置して様々な情報を詳しく収集し、数百人ものエコノミストを擁して分析している連邦準備なので、これほどの大失敗は近年では珍しいことでした。この失敗の原因はこれから詳しく分析されることになるでしょうが、ここ三十年ほどにおけるノーマルな状態を前提とすることに慣れ過ぎて、それが変化することを軽視してしまったのではないかと考えられます。「供給ショックは一時的なもの」とか、「インフレ期待が安定していれば、物価賃金スパイラルは生じない」といった思い込みがあったのではないのでしょうか。

インフレーションの局面転換は日本にも起こり得ることだと思います。日本のインフレーションは欧米各国と比べると、随分と穏やかな水準に留まってきました。現在8月半ばで利用可能なデータ（7月分）を見ると、消費者物価指数のインフレ率は前年比2.6%に過ぎません。金融政策のインフレ目標が2%ですから、ほぼ目標通りの水準に到達したことになります。他方で、企業物価指数のインフレ率は前年比8.6%とはるかに高い水準で、欧米各国の消費者物価のインフレ率とほぼ同水準にあります。シンプルに考えるなら、原材料価格が世界でほぼ同様に高騰していて企業物価指数に反映されているとすれば、日本と欧米との相違は企業の価格転嫁能力の相違ということになりそうです。もちろん人件費の動向も重要ですが、原材料価格高騰の影響を企業が我慢できる限界に達すれば、日本のインフレーションの局面も転換して、インフレ率も欧米並みになるのだろうと考えています。