

2022年3月16日
No.2021-012

低インフレ局面の終焉

— 米FRBは中立水準までの利上げが不可欠 —

調査部 理事／主席研究員 牧田 健

《要 点》

- ◆ アメリカでは、供給制約等により、インフレ率とGDPギャップの関係、賃金上昇率と失業率の関係、いわゆる広義のフィリップス曲線が上方にシフトし始めている。先行き供給制約が解消されれば、インフレ率・賃金上昇率ともに鈍化が見込まれるものの、高齢化により労働参加率の大幅な上昇は期待し難く、賃金高止まりが続く可能性がある。インフレ率の上昇の長期化により、インフレ期待も上昇し始めており、FRBは早期にインフレ率の上昇に歯止めをかける必要に迫られている。
- ◆ 一方、コロナ以前は様々な要因が世界的にディスインフレをもたらしてきたが、その多くですでに有効性が失われている。
- ◆ まず、アメリカでは1990年代以降輸入浸透度が大幅に上昇しインフレ抑制に作用したが、2010年代以降そのペースが大きく鈍化している。背景にはグローバル化の停滞がある。先行きを展望しても、保護主義圧力の強まり、米中対立の激化、中国の所得水準の高まりから、輸入浸透度の一段の上昇は期待できない。
- ◆ 原油価格については、2000年初にかけて物価への影響低下が看取されたが、2000年代以降はボラティリティが著しく大きくなっており、その影響を無視できない。先行きはむしろ、脱炭素化に向けた開発投資の減少、ロシア産原油・天然ガスの供給不安定化により、原油価格の高止まり長期化の公算が大きい。
- ◆ 1990年代は、「平和の配当」もあり緊縮的な財政運営がインフレ抑制に作用したものの、今やアメリカの財政は弛緩しており、先行きも、所得格差拡大等や米中対立などを背景に、財政赤字の大幅な縮小は期待できない。
- ◆ 足元でインフレ期待は大幅に上昇しており、インフレ低位安定効果は消失している。そもそも、インフレ期待については、当初中銀による先見的な金融政策の効果が指摘されたものの、その後適合的予想形成に言及するなど、その効果は不確か。昨今の見通しの大幅な修正により、FRBの先見力に対する信頼も低下している。

- ◆ 賃金の伸び抑制要因とされた数々の要因のうち、①労働需給の緩みは高齢化により縮小しているほか、②労働者の賃金交渉力の低下も、コロナを契機とする労働条件に対する要求拡大で既に消失している。また、インフレ期待も上昇している。
- ◆ リーマンショック後は、F R Bの大規模な金融緩和にもかかわらず貸出およびマネーサプライは増えなかったのに対し、今回のコロナ禍では、F R Bの積極的な資金供給策、政府の大規模な現金給付等により、マネーサプライが急増している。
- ◆ なお、アメリカの物価は、過去世界的な戦争が起こると、サプライチェーンの停滞、資源価格高騰、財政赤字拡大、労働需給ひっ迫等により、インフレが高進している。
- ◆ こうした状況下、F R Bは超緩和的な金融政策を早急に是正していく必要に迫られている。過去、1970年代に景気減速下でインフレ率が上昇したのに対し、1983年から90年にかけては景気拡大下でインフレ率が鈍化した。この背景には、当時のボルカー議長の下でのF R Bによる引き締めの金融政策運営が挙げられる。実際、インフレ率が鈍化したのは、不良債権問題が深刻化した1990年代前半を除き、実質F F金利が自然利子率以上に引き上げられた局面に限られる。現下のF R Bは、景気失速リスクを抱えながらも、中立金利まで早急に政策金利を引き上げているかざるをえない。逆に、景気への悪影響を考慮し利上げが緩やかなペースにとどまれば、中期的にインフレ率の高止まりが定着する可能性が大きい。
- ◆ 一方、わが国では、賃金の伸びが弱いなか、世界と異なりインフレとは無縁の状況が当面続く可能性が高い。しかしながら、今後輸入インフレに伴うコスト高が常態化していけば、従来のようなコスト削減を突き詰める「安さ」を売りにしたビジネスではなく、コスト上昇分を価格に転嫁できる「付加価値創出型」のビジネスに変革していかなければならない。コスト増加分を販売価格に転嫁しつつ、それを原資に賃金を引き上げていくことで、足元の世界的なインフレ基調を賃金・物価ともに上昇率ゼロという「デフレ均衡」から抜け出す機会としていくことが求められる。

日本総研『Viewpoint』は、各種時論について研究員独自の見解を示したものです。

本件に関するご照会は、調査部・牧田健苑にお願いいたします。

Tel: 080-3179-1907

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>



本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

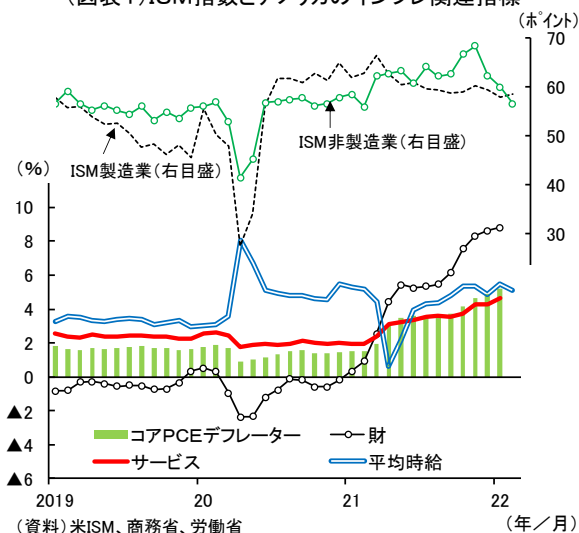


1. アメリカのインフレの現状

アメリカでは、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を契機に、インフレが加速している。代表的なインフレ指標であるPCE（個人消費支出）デフレーター前年比は、総合・コアともにインフレが政治的・経済的に大問題となっていた1980年代初頭以来の水準となっており、本年11月に実施される中間選挙の行方にも大きな影響を及ぼしかねない状況となっている¹。インフレ加速の背景には、新型コロナ感染拡大を契機とする、①金融緩和や財政支出拡大といった著しく景気刺激的なマクロ経済政策、②「巣ごもり需要」に象徴されるサービスから財への著しい需要シフトとその供給制約²、③感染リスクの残存等を受けた労働供給不足、等が指摘されている。

実際に、アメリカの主要な景気指標であるISM指数とインフレ関連指標をみると、2020年春先に新型コロナの感染が拡大するなかで、ISM指数が急速かつ大幅に低下するなど、景気は後退局面に陥った。これに対し、大規模な金融緩和策や財政支援策が打ち出されたことから、同指数は同年4月を底に急速に上昇するなど、景気は回復に転じた。その後、コロナ感染により接触型サービスを中心に行動制限が課されたことから、「巣ごもり需要」に象徴されるように財への消費支出が急拡大し、財需給のひっ迫を背景に、2021年以降コアPCE（個人消費支出）デフレーター前年比は、

(図表1) ISM指数とアメリカのインフレ関連指標

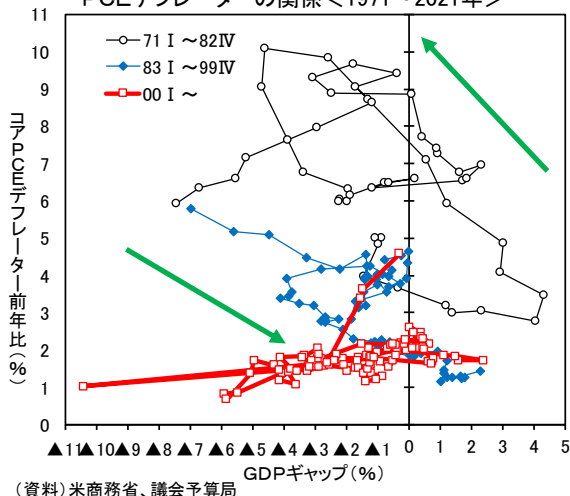


財を中心に上昇基調が鮮明になった(図表1)。こうしたインフレ率の上昇に対し、アメリカの中央銀行であるFRBは当初、一時的な供給制約によるものとして、インフレ高進を「一過性」とみなし、金融引き締めを急がないという姿勢を鮮明にしていた。しかしながら、同年夏以降も、高齢者や女性を中心に労働市場への復帰が進まず、人手不足により工場の稼働停止や物流停滞、従業員不足などの形で財価格は一段と上昇したほか、労働供給の不足から賃金上昇率が一段と高まり、サービス価格も上昇し始め、足元ではインフレ率の上昇に歯止めがかからない状況に至っている。

より懸念すべきは、インフレ率とGDPギャップの関係、および賃金上昇率と失業率の関係という、いわゆる広義のフィリップス曲線が大きく上方にシフトし始めると同時に、これまで比較的安定的に推移していたインフレ期待も上昇し始めている点である。

まず、GDPギャップとコアPCE（個人消費支出）デフレーター前年比の関係に変化がみられている(図表2)。両者の関係をみると、1970年代に経済成長が潜在成長率を下回るなかで、インフレ率が上昇するという「スタグフレーション」の

(図表2) アメリカにおけるGDPギャップとコアPCEデフレーターの関係<1971~2021年>



¹ 佐藤[2022]

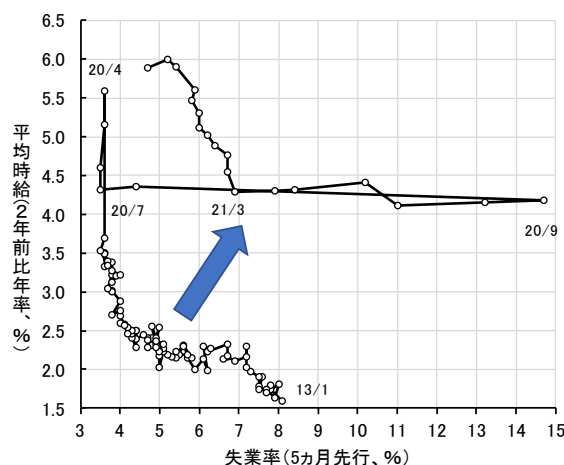
² 西岡[2022]は、今回の世界的な耐久財インフレは、大規模な財政・金融政策と消費行動の変化が背景と指摘。

様相を呈した。その後、インフレ抑制に向けた様々な対策が採られるなかで、1980年入り後、逆にGDPギャップが縮小するなかでインフレ率が低下する展開となり、2000年以降は「GDPギャップが解消されるにつれ緩やかにインフレ率が上昇、GDPギャップが解消されると2%前後にインフレ率が上昇する」という関係が構築された。もっとも、2021年4～6月期以降は、これまでのトレンドから大きく乖離し、GDPギャップ解消時のインフレ率が4%台後半とインフレ率が3%弱上振れする展開となっている。経済の構造が従来のみであると仮定すると、先行き供給制約が解消されれば、景気拡大が続いてもインフレ率が上昇せず、むしろ低下していく可能性はあるものの、両者の関係が従来トレンドまで回帰できるのか予断を許さない。

両者の関係が上方にシフトし始めた要因として、賃金上昇ペースが加速し始めたことが指摘できる。新型コロナの影響を受け飲食をはじめとした低賃金労働者が失業を余儀なくされた結果、2020年4～6月期に賃金上昇率が大きく上振れする一方、2021年の同期は賃金上昇率が大きく鈍化した。その影響を排除するため、失業率と時間当たり賃金の2年前比年率の関係をみると、失業率が大幅に上昇しその後低下していくなかで、賃金上昇率は2021年春までは4%台前半での一進一退が続いた。もっとも、その後は失業率の低下につれ賃金上昇率が加速し始めており、フィリップス曲線が明らかに上方にシフトしている(図表3)。FRBは、新型コロナの感染拡大を契機に低下した労働参加率が回復することで、労働供給が増加し、賃金上昇圧力は低減していくと見込んでいる。実際、プライムエイジ(25～54歳)の労働参加率は2020年4月を底に緩やかながらも上昇傾向にある。しかしながら、労働参加率の趨勢的な低下は、65歳以上人口比率が上昇するタイミングでみられていることを踏まえると、高齢者の労働市場からの退出による部分も大きく、労働参加率の大幅な上昇は期待しにくい³(図表4)。労働需給面からの賃金上昇圧力が容易には弱まることはないだろう。

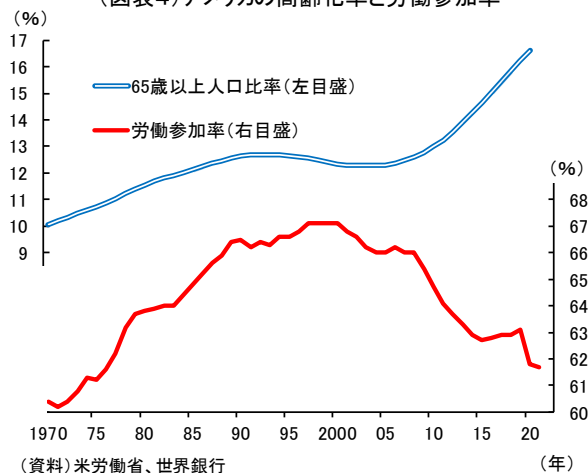
供給制約が主因とはいえ、インフレ率の上昇が大幅かつ長期化するなかで、市場や消費者のインフレ期待も大幅に上昇している。インフレ期待は、現実のインフレ率の動向に左右されやすいという特性を有しているが、短期的なインフレ動向に左右されにくいミシガン大学が発表している5～10年先のインフレ期待までもが緩やかながらも上昇し始めており、消費者はインフレを「一過性」ではないとする見方が強まっていることがうかがわれる(次頁図表5)。インフレ期待の上昇は、消

(図表3)アメリカにおける失業率と平均時給の関係<2013～2021年>



(資料)米労働省

(図表4)アメリカの高齢化率と労働参加率



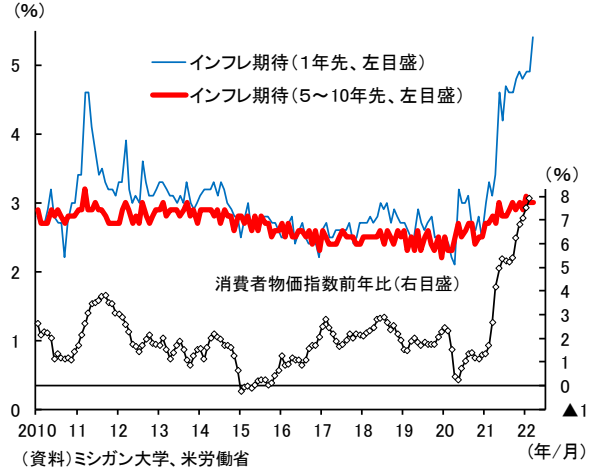
(資料)米労働省、世界銀行

³ インフレの高進や株価の大幅な下落等により家計の実質資産が目減りすれば、老後の安定的な生活を確保するため高齢者が労働市場に再参入する可能性はある。

費の前倒しによる需給のさらなるひっ迫、賃上げ要求の強まりを通じてスパイラル的なインフレ上昇を招く要因となりうる。こうしたインフレ期待の上昇を放置すれば、スパイラル的なインフレ率の上昇という1970年代から1980年代初頭にかけてみられた事態となりかねない。

したがって、FRBはできるだけ早期に実際のインフレ率の上昇に歯止めをかける必要があり、政策金利0~0.25%、大規模な資産買い入れという超金融緩和政策を可及的速やかに是正していくことが不可欠となっている。

(図表5) アメリカにおけるインフレ率とインフレ期待



2. 既存ディスインフレ要因の点検

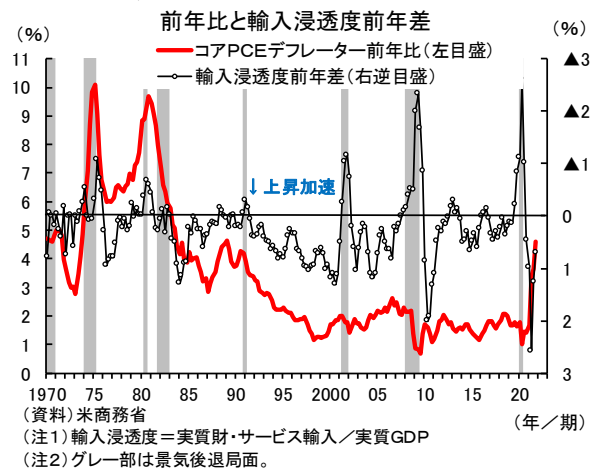
コロナ以前は、世界的にディスインフレ傾向が定着し、それをもたらしたさまざまな要因からディスインフレは構造的なものと考えられていた。こうしたなか、先進国の中央銀行は1990年代後半以降デフレに直面した日銀のみならず、アメリカのFRBやユーロ圏のECBでもむしろ上がらない物価を懸念し、インフレ目標の枠組み変更に着手していた。こうした状況下、これまで取り上げられてきた構造的な低インフレ要因が引き続き有効性であれば、FRBが超金融緩和を是正し、財への著しい需要シフトや人手不足をはじめとした供給制約が緩和するにつれ、インフレ率もコロナ以前の水準に戻ってもおかしくない。

2000年以降の世界的なインフレの低位安定を巡っては、その背景について様々な分析が行われてきた。内閣府も半期ごとに発表される「世界経済の潮流」でインフレ率の低下・低位安定について採り上げてきた。2017年1月に公表された「世界経済の潮流」では、「先進国における低金利・低インフレ」(第1章)のなかで、低インフレの背景として、①グローバル化、②予想インフレ率のアンカー、③その他の要因として緩慢な賃金の伸び、市中銀行の慎重な貸出姿勢を挙げている。また、2006年6月には、「原油価格高騰下での世界的物価安定持続の要因」(第1章第2節)として、①一次産品価格の影響低下、②構造改革や規制緩和、③グローバル化の進展、④緊縮的な財政政策、⑤フォワードルッキングな金融政策、等を指摘している。そこで、それぞれの要因(ただし、明示的な指標がない構造改革・規制緩和を除く)について、現状を確認していく。

(1) グローバル化

東西冷戦が終了した1990年以降、中国をはじめとした所得水準の低い共産圏各国の経済が所得水準の高い西側先進国と統合される形で、グローバル化が進展した。アメリカにおいても、輸入浸透度が大幅に上昇しインフレ率低下に作用した。コアPCE(個人消費支出)デフレーター前年比と輸入浸透度(実質財・サービス輸入/実質GDP)前年差の推移をみると、1990年以降2000年代半

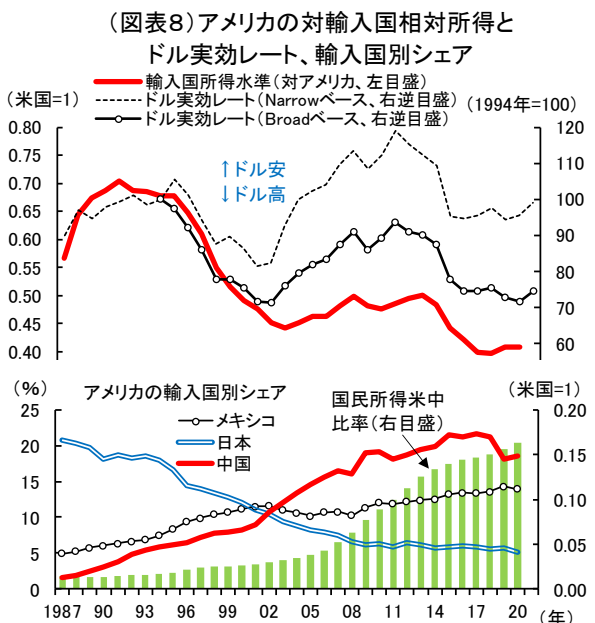
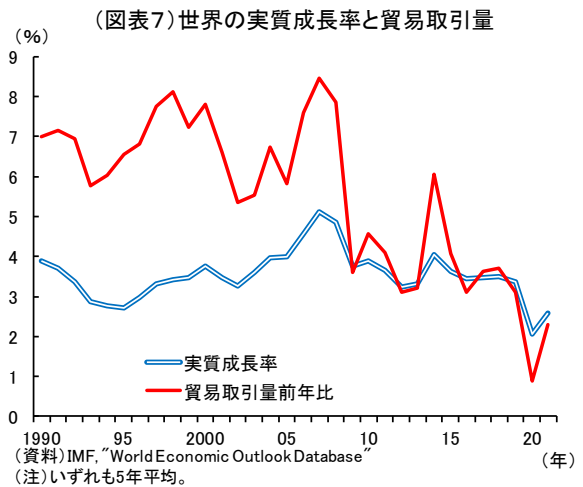
(図表6) アメリカのコアPCEデフレーター



ばにかけて、輸入浸透度の上昇ペースが加速するとともに、インフレ率が一段と鈍化した（前頁図表6）。もっとも、2010年以降、輸入浸透度の上昇ペースは大きく鈍化しており、それにつれてインフレ率の鈍化に歯止めがかかっている。

輸入浸透度の上昇に歯止めがかかった背景には、世界的な貿易取引の停滞、すなわちグローバル化の停滞が指摘できる⁴。1990年代以降、貿易量が実質経済成長率を圧倒的に上回る伸びをみせるなど、貿易取引が急拡大し、財を中心にインフレ率押し下げに作用してきた。もっとも、リーマンショック以降、貿易取引の増勢は大幅に鈍化している（図表7）。この背景には、中国のWTO加盟を契機としたグローバルサプライチェーンの構築一巡、中国の高成長一服等があり、同時期以降ユーロ圏や日本でも財貿易の対GDP比が頭打ちとなっているほか、貿易立国の韓国でも2011年をピークに同比率が低下傾向にある。先行きを展望しても、各国において所得格差が拡大するなか保護主義圧力が強まっていること、サプライチェーンにおいて中心的な役割を担ってきた中国と最大の需要国であるアメリカとの対立が激化していることを踏まえると、当面貿易取引の増勢が加速する展望は描きにくく、グローバル化に伴うインフレ下押しは期待できない。

そもそも、グローバル化に伴うインフレ押し下げ効果自体が減衰している可能性がある。グローバル化による物価押し下げ効果には、自国製品から安価な外国製品へのシフトという経路に加えて、日本のような高所得国の製品から中国をはじめとした低所得国の製品への代替が進むことで、アメリカのような輸入国にとっては輸入製品自体の価格低下、日本のような輸出国にとっては雇用維持に向けた賃金押し下げ圧力の増大という経路がある⁵。このうち、後者については、アメリカの輸入における日本のシェアが大きく低下する一方、中国のシェアが大きく上昇したことで、輸入シェアで加重平均した輸入相手の所得水準は大幅に低下しており、実効為替レートベースでドル高が進んだ以上に輸入製品の安価化が進行したと判断される⁶（図表8）。もっとも、サプライチェーンの中心的な役割を担う中国で足元所得水準が大きく上



4 アメリカ独自の要因として、シェールオイルの生産拡大を受けた原油輸入の減少も指摘できる。
5 前者については、グローバル化を通じて資源の効率配分が促され、むしろ成長を押し上げ、それに伴う物価押し上げも見込まれる。後者についても、製品の高度化や新産業への雇用シフトなどが生じれば本来物価押し下げ圧力が永続することはない。その円滑なシフトができなかったことが日本の賃金・物価低迷の主因といえる。
6 実際には、最終的な加工組み立て部分が中国をはじめとした新興国にシフトしたのが実態であり、輸入製品の価

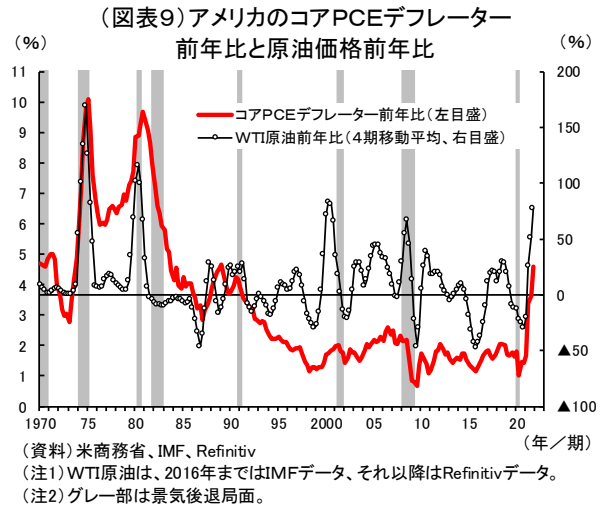
昇しており、輸入製品自体の安価化は限界を迎えている。先行き、グローバル製品の生産拠点が中国と比べて大幅に所得水準の低い国へシフトしていかない限り、貿易面からの大幅なインフレ押し下げ効果は期待できない。

(2) 原油価格影響の低下

2006年には原油価格の影響力低下が指摘されていた。実際、コアPCE（個人消費支出）デフレーター前年比と原油価格前年比（4四半期平均）との関係を見ると、1970～80年代まではコアインフレ率は原油価格の変動の影響を強く受けていたものの、1990年代以降その影響度が大きく薄らいだ（図表9）。もっとも、2010年以降は、コアインフレ率が1%台での低位安定が続くなかであっても、原油価格の動向につれて小幅変動しており、原油価格の影響は引き続き看取される。

実際に、原油価格の前年比がコアPCE（個人消費支出）デフレーター前年比の前年差⁷にどれだけの影響を与えたかについて、景気拡大局面毎に両者の弾性値をみると、第1次石油危機、第2次石油危機のあった1970～80年代初頭は、コアインフレ率を大幅に押し上げたものの、その後弾性値は大きく低下している（図表10）。ただし、消費支出に占めるエネルギー分野のウェイトはすう勢的に低下しているとはいえ、2000年以降は弾性値が小幅上昇するなど、原油価格によるコアインフレ率への影響度は低減していない。そもそも、原油価格は、第一次石油危機、第二次石油危機時こそ大幅に上昇したものの、省エネ推進や北海油田開発などによる需給緩和を受けサウジアラビアがそれまでの調整役を放棄した1985年以降、2000年にかけて総じて1バレル10～30ドルで安定的に推移していた。しかし、2000年以降は中国やインド等新興国での需要拡大を背景に同100ドル超まで上昇する局面があるなど、原油価格のボラティリティは著しく大きくなっており、インフレ動向を見るうえで原油価格の影響を無視することはできなくなっている。

先行きを展望すると、1990年代以降、原油の市場商品としての性格が強まるなかで、景気拡大局面で価格が上昇、景気減速局面で価格が下落する傾向が強まっていることを踏まえると、世界景気が減速色を強めれば足元高騰している原油価格も下落に転じると判断される。もっとも、昨年以降の原油価格高騰は、需要要因のみならず、供給サイドの要因も強く影響している。すなわち、地球温暖化回避に向け世界各国が脱炭素化に大きく舵を切るなか、化石燃料に対する新たな開発投資は行いにくくなっており、今後原油生産量は漸減していく可能性が高い。さらに、ロシアのウクライ



(図表10) WTI原油価格前年比がコアPCEデフレーター前年比(前年差)に与える影響

景気拡大局面	弾性値	相関係数
71/1Q ~ 73/4Q	0.190	0.79
75/2Q ~ 80/1Q	0.030	0.55
80/4Q ~ 81/3Q	0.198	0.91
83/1Q ~ 90/3Q	0.023	0.57
91/2Q ~ 01/1Q	0.020	0.83
02/1Q ~ 07/4Q	0.033	0.87
09/3Q ~ 19/4Q	0.031	0.53

(資料) 米商務省、Refinitivを基に日本総研作成

格は先進国と新興国の所得格差ほどには低下していない。

⁷ ベース部分は賃金やインフレ期待等によるところが大きいとの判断のもと、インフレ率の前年との比較で変動した分と原油価格前年比との単相関を行った。

ナ侵攻を契機にロシア産原油・天然ガスの供給が不安定化するリスクが一段と高まっている。こうした状況下、再生エネルギーへのシフトが急速に進み原油をはじめとした化石燃料への依存度が大きく低下しない限り、あるいは、ロシア・ウクライナを巡る情勢が落ち着かない限り、原油価格の高止まりが長期化する公算が大きく、実際のインフレ率およびインフレ期待の押し上げに作用し続けるだろう。

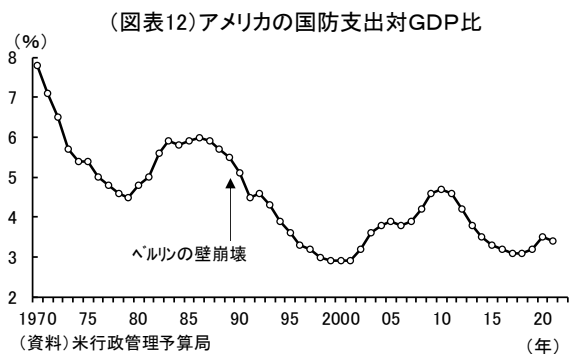
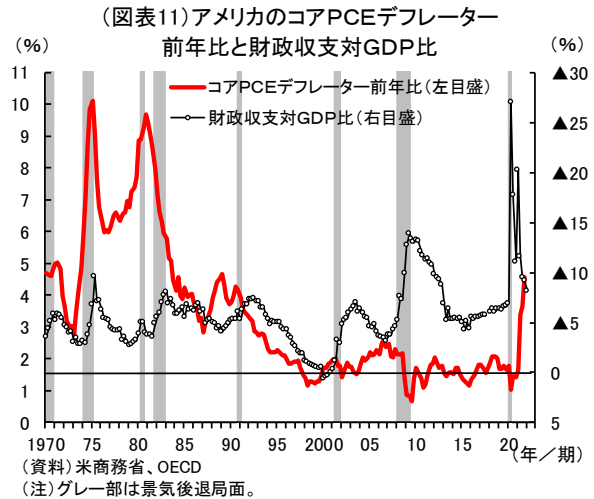
(3) 緊縮的な財政政策

1990年代は、アメリカのみならず、ユーロ加盟のための収斂基準達成に向け欧州各国でも緊縮的な財政運営が執り行われ、長期金利の低位安定や財政面からのインフレ抑制に作用した。もともと、リーマンショック以降欧米各国は、低インフレを背景とした金利低下も相俟って、大局的には拡張的な財政政策に転じており、アメリカでは新型コロナ対応が一巡した後も、GDP比で1桁台後半の財政赤字を抱えている（図表11）。

先行きを展望すると、コロナ関連の財政支援措置の縮小、景気持ち直しに伴う増収増加により、財政赤字は縮小傾向を辿るとみられる。もともと、所得格差拡大等によりアメリカ国内での分断が解消されないなか、共和党が忌み嫌う「富裕層や企業向け大幅な増税」や民主党左派が増額を要請している「低所得者向け財政支援措置」の大幅な圧縮は事実上困難な情勢にある。そもそも、1990年代は、1989年の「ベルリンの壁崩壊」に象徴される東西冷戦終結を受けた軍事費の圧縮、いわゆる「平和の配当」が財政赤字縮小に一部寄与していた。実際、1989年時点でGDP比5.5%であったアメリカの国防支出は、1999年にかけて同2.9%と2.6%ポイントも低下した（図表12）。それに対し、近年は中国がアメリカの覇権に挑む姿勢を明確にしている状況下、それに対峙していくうえで1990年代のような軍事費の大幅な圧縮は展望できない。当面、1990年代のような財政赤字縮小、およびそれに伴うインフレ率の大幅な低下は期待できないだろう。

(4) 予想インフレ率のアンカー

2006年の「世界経済の潮流」では、「期待インフレ率を重視したフォワードルッキングな金融政策運営が期待インフレ率の抑制、安定化に寄与した」と指摘していた。しかし、2018年の同報告では、「世界金融危機以降、人々の予想インフレ率がアンカーされなくなり、現在のインフレ率が過去のインフレ率により大きく依存するようになった」、「近年では、政策よりも原油価格などの外生的なショックによるインフレ率の低下が適合的予想形成によって予想インフレ率も押し下げる傾向が顕著」と言及する等、中央銀行のフォワードルッキングな金融政策によるインフレ期待の低位安定



効果にやや疑義を呈するスタンスに転じている。足元においても、先述の通りインフレ期待は大幅に上昇しており、もはや金融政策はインフレの低位安定を促す要因ではなくなっている（前掲図表5）。

フォワードルッキングな金融政策の重要なツールであるFOMC参加メンバーによるインフレ予想、金利見直しについても、これまでの「インフレは一過性」、「金融政策の見直しは2023年以降」との当初の判断から2021年入り以降会合毎に大幅な上方修正を余儀なくされており、FRBの先見力に対する信頼は大きく揺らいでいる。

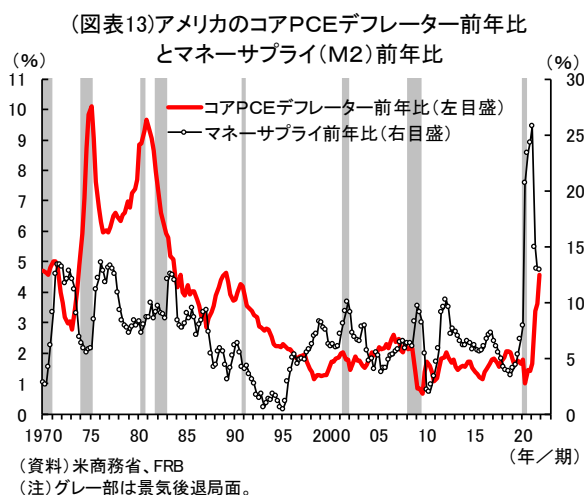
（5） 緩慢な賃金伸び率

アメリカの時間当たり賃金は2018年央まで前年比+3%を下回る伸びにとどまり、低インフレ要因として認識されていた。この背景として、内閣府は2018年1月の世界経済報告において、①労働需給の緩みの存在、②労働生産性の上昇率の鈍化、③労働者の賃金交渉力の低下、④予想インフレ率の低下、⑤労働者のモビリティの低下、⑥AI等の技術革新を指摘している。

一方、先述の通り、新型コロナ感染拡大を契機に賃金上昇率は加速し、足元では同+5%超にまで上振れており、賃金上昇がインフレ率のさらなる上振れを招きかねない要因として警戒されている。足元の賃金上昇は、新型コロナ感染拡大による労働供給不足という一時的な側面はあるものの、上記6つの要因のうち、①高齢化を受けた労働参加率低下とそれに伴う労働需給のひっ迫、③コロナを契機とした在宅勤務が可能かどうかなどの労働条件に対する労働者の要求拡大、④インフレ期待の上昇等、コロナ以前に賃金上昇率抑制に働いていた要因のいくつかは、もはや消失している。これらがコロナ収束以降も定着するのかどうか慎重に見極める必要はあるものの、サービス価格の主要な決定要因である賃金上昇率は当面上振れ傾向が続く可能性が高い。

（6） 市中銀行の慎重な貸し出し姿勢

リーマンショック以降、FRBやECBは政策金利の引き下げのみならず、資産買入れ等の量的緩和にも乗り出した。もっとも、中央銀行の積極的な量的緩和にもかかわらず、マネーサプライの伸びは1990年代後半以降総じて1桁台後半での安定推移が続くなど、金融機関の貸し出し姿勢に大きな変化は生じず、マネタリーな側面からインフレ率の上昇につながることはなかった（図表13）。一方、今回のコロナ禍では、FRBが積極的な資金供給策を打ち出したほか、政府が大規模な現金給付を行ったこともあり、マネーサプライの伸びは2020年3月以降前年同月比+10%超となり、2021年2月には同+27%まで加速した。足元で同+10%台前半まで伸びが鈍化しており、高い伸びが定着するかどうかは今後の見極めが必要であるものの、マネーの量という観点からは、当面インフレ高止まりのリスクが拭えない状況といえる。



(参考) 戦争によるインフレへの影響

なお、足元のロシアによるウクライナ侵攻は、ロシアの主要輸出品である原油・天然ガスなどのエネルギー、小麦をはじめとした農産物、ニッケルなどの鉱物資源の価格高騰をもたらしており、世界的なインフレ懸念を煽っている。実際、過去の世界的な戦争・大国が絡む戦争、あるいは、エネルギー資源の需給に大きな影響を及ぼした戦争・イベントは、少なくとも20世紀においては、例外なくアメリカでインフレ高進を招いてきた

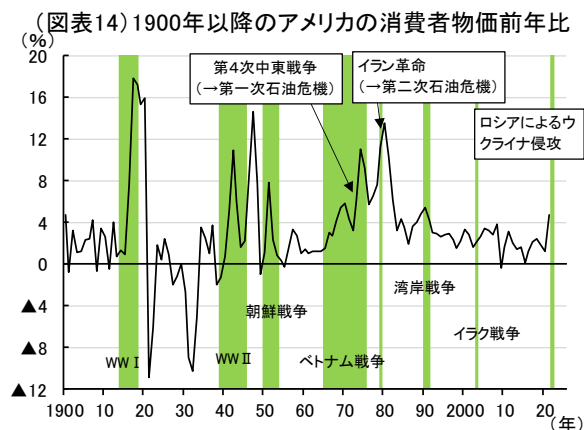
(図表14)。

先のインフレ低位安定要因との関連で見れば、世界的な戦争・大国が絡む戦争は、当然サプライチェーンの分断、グローバル化の停滞をもたらす。企業が経済合理性を優先した行動が行えるのは、地政学的な安全性が確保されているからに他ならない。結局、民主主義をはじめとした西側社会が共通して保有している価値観と相いれない国に対しては、もはや安易に投資していくわけにはいなくなるだろう。国家間の対立が生じれば、エネルギーを中心に資源の囲い込みが行われるため、資源価格も高騰する。さらに、国防支出の大幅な増加のみならず、国内での不満抑制に向け拡張的な金融財政政策が採用されるため、財政も悪化する。加えて、現在は必ずしも当てはまらないものの、かつては徴兵等を通じて人的リソースが相当程度軍事関連に割かれてきたのが実態である。こうした点も考慮すると、今回のロシアによるウクライナ侵攻は、東西冷戦終了以降構築されてきたインフレの低位安定局面の終焉が決定的になった「重大な転機」と位置付けることができるだろう。

3. インフレ率引き下げに向けて

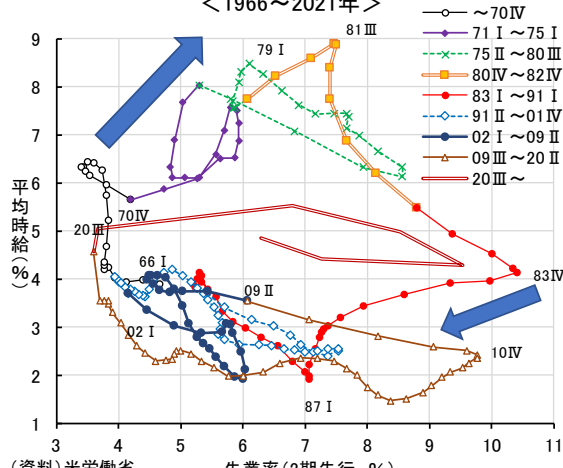
以上のように、1990年代後半以降インフレ率の低下ないし低位安定をもたらしてきた要因の多くはすでに消失している。こうした状況下、インフレ率の上昇に歯止めをかけるべく、緩和的なマクロ経済政策、とりわけ超緩和的な金融政策を早急に是正していく必要がある。FRBは昨年12月のFOMCで政策金利であるFF金利を2022年末までに0.75%ポイント、23年末までに1.5%ポイント、24年末までにさらに0.5%ポイント引き上げるとの見通しを示している。しかしながら、FRBがインフレに対し完全に後手に回ってしまっている現状に鑑みれば、より大幅かつ迅速な利上げを余儀なくされる可能性が高まっているとみざるを得ない。

過去のGDPギャップとコアPCE（個人消費支出）デフレーター前年比の関係、失業率と時間当たり賃金前年比の関係をみると、1970年代から80年代初頭にかけて、景気が減速、失業率が上昇するもとで、インフレ率・賃金上昇率が上昇した（前掲図表2、図表15）。これに対し、83年から80年代後半にかけては失業率が低下するなかで



(資料) 米労働省、Groningen Growth and Development Centreを基に日本総研作成
(注1) 消費者物価は1900～13年まではGNPデフレーターを使用
(注2) 緑はアメリカが関与した戦争及び原油価格に影響を及ぼした戦争

(図表15) アメリカの失業率と平均時給の関係 <1966～2021年>

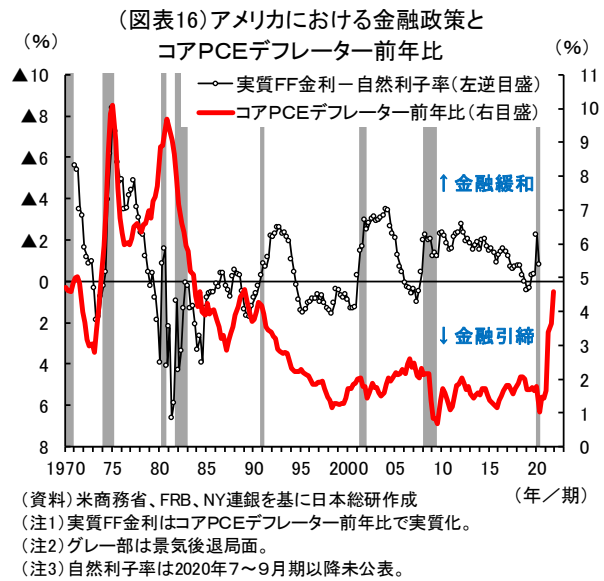


賃金上昇率も低下、同じく 83 年から 90 年代後半にかけては GDP ギャップが縮小するなかで、インフレ率も低下するという 1970 年代の動きを是正する動きがみられた。

この 1983 年以降の景気拡大局面下でのインフレ率鈍化は、当時のボルカー議長の下での FRB による引き締めの金融政策運営の影響が大きい。FRB の金融引き締め度合いを実質 FF 金利（コア PCE デフレーター前年比で実質化）と景気に中立的な水準とされる自然利子率との差で測ると、1973 年以降、コア PCE（個人消費支出）デフレーター前年比の伸びが鈍化した局面は、第二次 S & L 危機によりアメリカで不良債権問題が深刻化した 1990 年代前半⁸を除き、実質 FF 金利が自然利子率以上に引き上げられ、その効果が顕在化し始めるタイミングに限られている（図表 16）。自然利子率以上に金利が引き上げられると、景気が減速しインフレ率は鈍化に向かうのは自明であるが、一方で、景気後退に陥るリスクも高まることとなる。実際に、過去の景気後退局面のうち、2001 年時を除けば、実質 FF 金利が自然利子率を超えて引き上げられて数四半期後には景気後退に陥っている⁹。

こうした過去の経験則を踏まえると、FRB は、景気後退リスクを抱えながらも、インフレを抑え込むには中立金利まで政策金利を引き上げていかざるをえない。これまでウィリアムズ NY 連銀総裁が公表してきた自然利子率は、新型コロナ感染拡大以降公表されていないものの¹⁰、2012 年以降コロナ直前までは 0.4%±0.2% と試算されている。2% のインフレ目標を踏まえると、中立金利は 2% 台半ばと思われる、パウエル FRB 議長も、3 月の議会証言で「中立金利は 2.0~2.5% の間のどこかに存在」と発言している。そのため、インフレ抑制のためには、少なくとも 2% までの利上げは避けられず、足元でインフレ期待が上昇していることも踏まえると、それ以上の利上げを強いられる可能性も否定できないだろう。

逆に、景気への悪影響を考慮し、利上げが緩やかなペースにとどまり、実質金利が自然利子率を下回る状況が続けば、供給制約解消により一時的にインフレ率が鈍化したとしても、もはや 2000 年代以降のような構造的なインフレ下押し要因の多くが消失しているなか、その後は再びインフレ率が上昇し、インフレ率の高止まりが定着しかねない。ちなみに、1970 年代は、第一次石油危機の影響を受けたインフレ高進に対し大幅な利上げで対応したが、1973 年 10~12 月期をピークに景気が後退局面に陥ると、FRB は FF 金利を引き下げ（11.00%→5.25%）、その結果 1975 年 1~3 月期をボトムに景気は拡大に転じた。もっとも、その後も実質 FF 金利を 3% 前後の自然利子率はおろかマイナスでの推移を許容したため、1979 年の第二次石油危機と相まって、1980 年代初頭に向け



⁸ 当時 FRB は、景気が回復に転じて以降も、金融機関の不良債権処理促進と企業の債務圧縮を側面支援するため、FF 金利を 1992 年 9 月から 94 年 1 月まで実質ゼロ金利に当たる 3.00% で据え置いた。

⁹ なお、1990 年代半ばから 2000 年にかけては、WINDOWS95 の普及・拡大を契機とした IT の積極的な活用により労働生産性の伸びが高まり、実質 FF 金利 > 自然利子率となってもすぐには景気後退に陥らず、長期に亘って景気拡大局面が続いた。また、1980 年代半ばにかけては、レーガン政権下での拡張的な財政政策もあり、景気失速は回避された。

¹⁰ <https://www.newyorkfed.org/research/economists/williams/pub>

て2桁のインフレを招いてしまった。

なお、1990年代後半のように、財務省がドル高政策を採用することでFRBのインフレ退治を後押しする可能性もあるだろう。もっとも、アメリカで保護主義が蔓延するなかで、バイデン政権は製造業の自国回帰を主要な政策として打ち出しているだけに、少なくとも中間選挙までは明示的にドル高政策を打ち出すことは困難と判断される。そもそも、当時は、1995年4月に対円で一時80円割れとなるなど、歴史的なドル安局面にあった。足元は、逆に歴史的なドル高局面にあるだけに、仮にさらなるドル高誘導を打ち出したとしても、ドル高進行余地は限られるだろう。

4. 日本への示唆

これまでアメリカにおいてインフレ率の低位安定をもたらしてきた要因のうち、少なくともグローバル化は当面停滞が続く可能性が高く、コアインフレ率にも影響を及ぼす原油価格は当面高騰・高止まりの公算が大きい。また、財政赤字も拡大基調が続くことを踏まえると、1990年代以降続いてきたアメリカにおけるインフレ低位安定局面は終焉を迎えたと判断せざるを得ない。当然、世界全体で見ても、こうした基調が定着する可能性が高い。一方、わが国では、携帯電話料金の引き下げにより1.5%ポイント程度押し下げられているとはいえ、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）前年比がまだまだマイナスにとどまるなど、インフレからは程遠い状況にある。国際商品市況の高騰や円安を背景とした輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力は強まっているものの、賃金の伸びが限られるなか、アメリカをはじめとする海外と異なりインフレとは無縁の状況が当面続く可能性が高い。

しかしながら、世界的なインフレに加え、その抑制に向けて各国中銀が利上げに踏み切り始めるなかで内外金利差拡大による円安進行も予想され、わが国では輸入インフレに伴うコスト高が常態化する可能性がある。エネルギーをはじめ原材料価格の上昇が常態化していくのであれば、販売価格を引き上げなければ、企業業績の悪化は避けられない。それを人件費圧縮や投資抑制でカバーしようとするれば、国内販売のさらなる低迷や競争力低下を招き、それが企業業績の悪化につながるという縮小均衡に陥ることになる。もはや、従来のようなコスト削減を突き詰め「安さ」を追求するビジネスモデルではなく、コスト上昇分を価格に転嫁しても十分取引先・消費者に納得してもらえだけの「付加価値を創出していく」ビジネスに変革していかななくては、企業経営のみならず、わが国経済が先行き立ち行かなくなるのは必至である。企業は、IT等を駆使することで物流や販売管理の効率化を図っていく必要があるものの、それでも吸収できないコスト増加分はしっかり販売価格に転嫁すると同時に、それによって確保された利益を原資に賃金を引き上げていくことが求められる。また、消費者も、安さばかりを追求することは最終的には賃下げという形で自らの首を絞める結果につながることを認識して、消費行動を行っていく必要があるだろう。

内閣府が指摘するように、「原油価格などの外生的なショックによるインフレ率の低下が適合的予想形成によって予想インフレ率も押し下げる傾向が顕著」になっていたのであれば、逆に、たとえコストプッシュインフレであってもインフレ率上昇が続けば、わが国のインフレ期待も先行き上昇しうる。これに、賃金上昇という所得面での確信があれば、デフレ脱却はより確度の高いものになっていく。足元の世界的なインフレ基調を賃金・物価ともに上昇率ゼロという「デフレ均衡」から抜け出す機会としていくことが求められる。



参考文献

- ・ 佐藤由香里[2022]、「アメリカ情勢と新型コロナをめぐる状況～2022 年中間選挙に向けた米国国内情勢を探る」、日本総合研究所国際戦略研究所、米国情勢報告、No. 2021-03
- ・ 西岡慎一[2022]、「日米インフレ格差拡大も、円高圧力弱く一サービスが主導する物価変動が背景一」、日本総合研究所、リサーチ・フォーカス、No. 2021-042.
- ・ 大嶋秀雄[2021]、「コロナ危機下で拡大局面が続く米国クレジットサイクル～企業債務のソフトランディングは前例のない挑戦に～」、日本総合研究所、リサーチ・レポート、No. 2020-036.
- ・ 内閣府[2018]「世界経済の潮流～欧米主要国における賃金の伸び悩み要因の検証」
- ・ 内閣府[2006]「世界経済の潮流～物価安定下の世界経済」