

供給ショックによるインフレは長期化のおそれ

専門研究員 古金 義洋

目次

1. 世界経済は景気減速とインフレが同居するスタグフレーションに
2. 米国では単位労働コスト増加が長期的インフレ要因に
3. 日本では年初来エネルギー、食品以外の物価が上向きに

1. 世界経済は景気減速とインフレが同居するスタグフレーションに

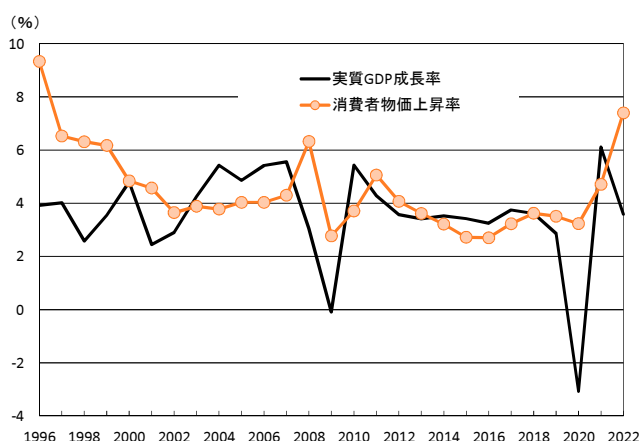
IMFの22年世界経済見通し（4月時点）によれば世界の成長率は3.6%と21年の6.1%から鈍化する。一方、インフレ率は7.4%と21年（4.7%）から加速し1996年以来の高水準になる。世界経済はインフレ下で景気が低迷する「スタグフレーション」の色彩を濃くしている（図1参照）。

世界経済がスタグフレーションに陥っていることは、現在、世界経済に起きているショックが主として供給側のものであることを示唆している。図2で示す通り、エネルギーコスト増加などにより総供給曲線が左上にシフトする場合、GDPと物価の組み合わせはA点からB点に移動し、GDPが減少する一方、物価は上昇する。

2020年初めに起きたパンデミックに対応して、世界は感染拡大を防ぐための行動制限措置と、経済活動停止による所得の減少に配慮した思い切った財政・金融面での景気刺激策を実施した。

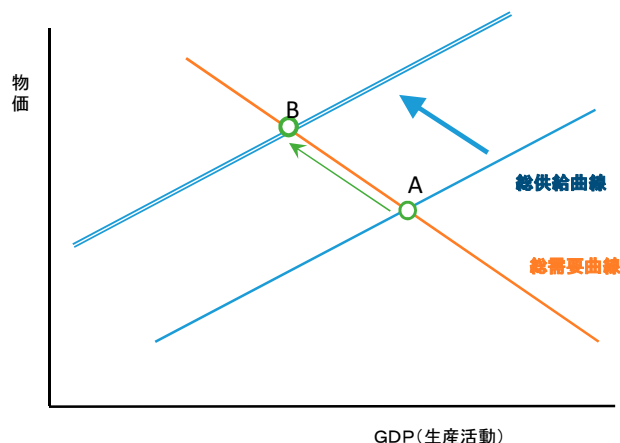
だが、新型コロナウイルスの急速な感染拡大には早く歯止めがかかり、ワクチン接種の普及もあって、行動制限措置は徐々に緩和されたため、経済活動の大幅な落ち込みは比較的短期間で終わった。米国をとってみると、

（図1）世界の経済成長率とインフレ率



（出所）IMF “World Economic Outlook” データベース、直近は見通し値

（図2）供給ショックによるGDPと物価の動きのモデル化



コロナショックによる経済の後退は急激だったが、2020年2月から4月までの2か月間だけで済んだ。

ところが、2021年以降広がったのは、供給制約の問題だった。供給制約は当初、短期間で解決できる問題とみられていたが、予想以上に長期にわたる問題となった。

具体的には以下のような問題が起きた¹。

- ① 半導体不足…半導体不足により自動車などの生産が滞る事態が起きた。背景には、コロナショック後の需要の急回復のほか、半導体生産（特に高付加価値の半導体の生産）が台湾のTSMCなどに寡占化されていることなどもあった。
- ② 労働力不足…先進国で進む高齢化の潮流が労働力不足要因となった。加えて、移民の減少や高齢者の早期退職により労働力不足が起きた。
- ③ 脱グローバル化…世界の企業はこれまで効率重視で海外展開を進めてきたが、2018～19年の米中摩擦激化に加え、コロナショックとウクライナショックで、ヒト、モノ、カネの自由な移動を前提としたサプライチェーンが機能不全に陥った。サプライチェーンの再編が必要となり、グローバル化の流れに歯止めがかかった。
- ④ 原油など国際商品市況の高騰…資源価格上昇は金融緩和などによる過剰流動性が主因とみられるが、それにCO₂削減のため化石燃料の生産が減少したこと、ウクライナショックによる需給逼迫懸念などが加わった。

1990年代以降、先進国ではインフレが問題になることはなく、一時的な物価上昇があっても自然に収まった。確かに、今も供給制約

のなかで最も注目されているのは石油などエネルギーや小麦など食糧の価格が高騰している点だ。これらはロシアによるウクライナ侵攻が原因であるため、ウクライナ情勢がより深刻化することなくエネルギーや食糧の上昇が一段落すればインフレも徐々に鈍化していくと期待する向きも多い。

しかし、供給制約は労働力不足やグローバル供給網見直しに伴うコスト高などに起因する面も大きいことから、インフレは簡単に収まらない可能性がある。以下ではこの点につき、米国と日本のケースをみていく。

2. 米国では単位労働コスト増加が長期的インフレ要因に

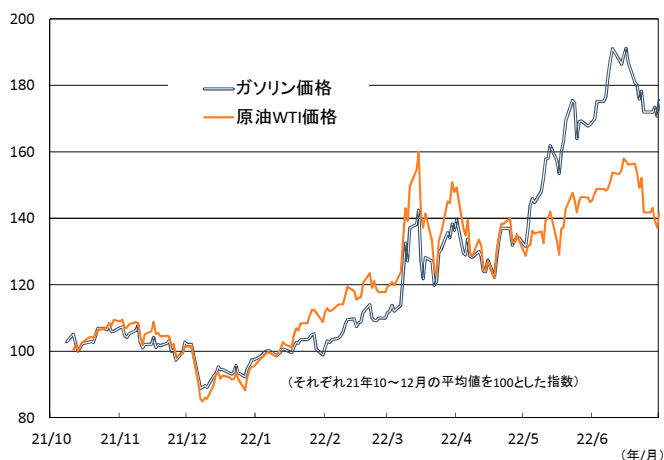
5月の米国の消費者物価の前年比上昇率は8.6%と前月の8.3%を上回り、1982年以来の高水準となった。消費者物価の前年比は3月の8.5%から4月に8.3%と幾分鈍化し、前年比でみたインフレ率は3月がピークで、今後、徐々に低下していくはずだという予想も多かった。

米消費者物価のなかで全体の約8%を占める「エネルギー」は5月に前年比34%上昇した。このため、エネルギー価格上昇は、全体の消費者物価を約2.7%ポイント（ $\equiv 34\% \times 0.08$ ）押し上げている計算になる。仮に、エネルギー価格が今後1年間横ばいで推移するとなれば、1年後のエネルギー価格の前年比はゼロとなり、1年後の消費者物価の前年比を確実に2.7%ポイント押し下げることになる。

だが、実際のところエネルギー価格は上昇し続けた。図3は、原油WTI価格と米国のガソリン価格の動きを示したものだ。ロシアのウクライナ侵攻により、2月下旬から3月初

1 古金（2022）「供給制約の原因についての考察」共済総合研究、Vol. 84、2022年3月

(図3) 原油WTI価格と米国内ガソリン価格



(出所) ブルームバーグデータより作成

めにかけて、原油、ガソリン価格ともに急上昇した。その後、両者はともにやや反落したが、4月以降は再び騰勢を強めた。

原油価格の昨年年末からの上昇トレンドは大きく変わっておらず、特に、ガソリン価格については、4月以降、むしろ上昇ピッチが速まった様子もある。インフレ下では、エネルギーや食糧などの商品価格も上昇していると考えられるかもしれない。投資家側の視点からみると、商品はインフレヘッジのための有力な資産になる。インフレのなかで、投資家はリスクヘッジのため、商品市場に資金を投入していく必要があり、商品市場への資金流入が商品価格を高騰させていると考えられる。

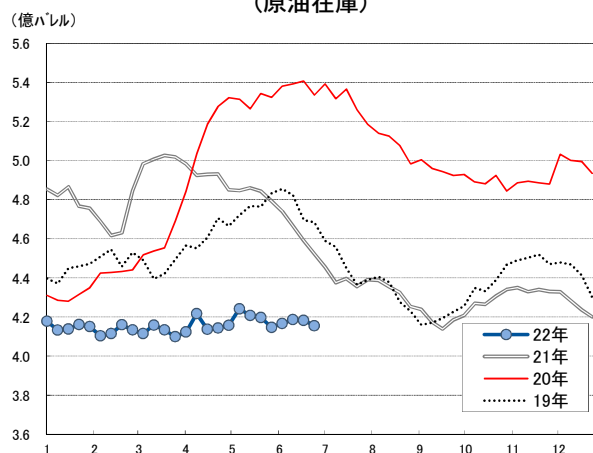
7月11日時点の米国の1年もの実質金利(物価連動債利回り)はなお0.8%程度のマイナスだ。このマイナス実質金利の状況が変わらない限り、商品市場への資金流入は続き、商品価格の上昇傾向は続く予想される。

一方、米国内のガソリン価格が原油価格に比べて急上昇しているのは、エネルギー価格の上昇が、国際的なエネルギー需給ひっ迫要因であるウクライナの問題というより、米

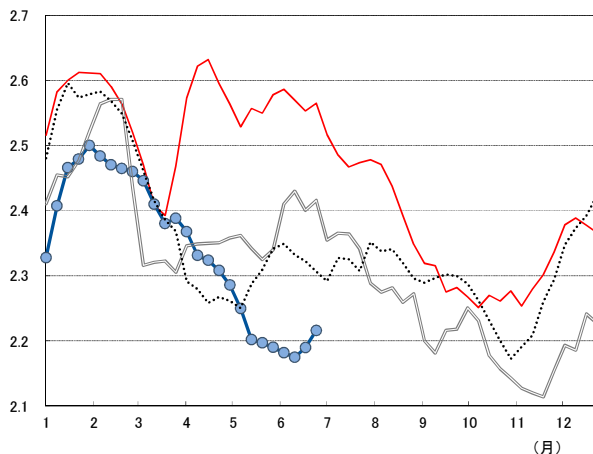
国内の問題に起因している面が大きいことを示す。米国内ではガソリン精製施設の能力が不足していると言われる。CO₂削減のため化石燃料の使用を減らさなければならない状況で、石油メジャーなど関連企業側としても、精製施設のための新規増産投資には消極的にならざるをえない。

図4は米国内での原油とガソリンの在庫について、それぞれ過去4年間の季節変動をみたものだ。原油在庫は低水準ながら横ばいで推移しているが、ガソリン在庫は、ドライブシーズンで在庫が減少しやすい夏場を前に急速に減少している(図4参照)。ガソリン価

(図4) 米国の原油及びガソリン在庫
(原油在庫)



(ガソリン在庫)



(出所) ブルームバーグデータより作成

格が高騰しているため、ガソリン消費量はそれほど増えているわけではない。そうしたなかでガソリン在庫が減少しているのは、ガソリン精製能力不足という供給面での制約によるものと考えられる。

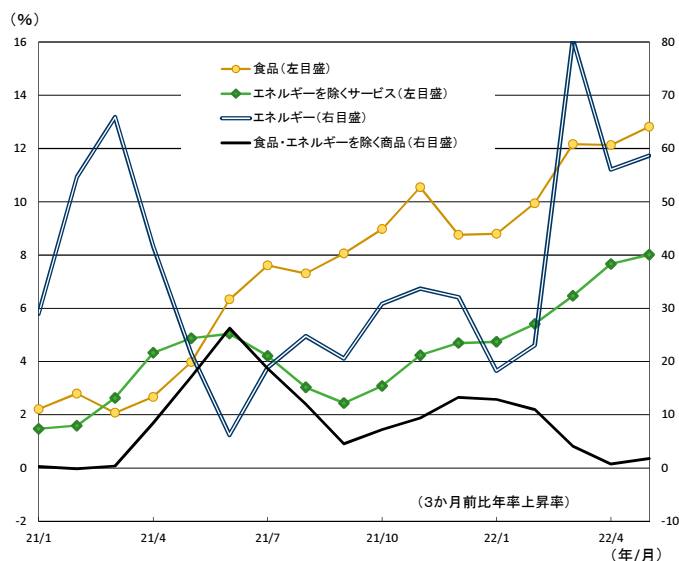
図5は米消費者物価の動きを「食品」「エネルギー」のほか「食品、エネルギーを除く商品」「エネルギーを除くサービス」の4つに分け、直近の動向を把握するため、それぞれ3か月前比年率上昇率の動きを示したものだ。

消費者物価全体の約8%を占めるエネルギー、約13%を占める食品についてはそれぞれ年率59%上昇、13%上昇と高騰しているが、全体の21%を占める「食品、エネルギーを除く商品」は今年に入って上昇にブレーキがかかった。半導体不足などを背景とした中古車価格の上昇などにより、「食品、エネルギーを除く商品」の上昇率は昨年前半に一時、年率3割近くに高まったが、足元の上昇率はゼロ近辺まで急低下している。半導体不足による自動車生産減少の悪影響が一巡したこと、感染収束により消費者の需要がモノからサービスにシフトしてきていることなどが原因だ。

これに対して全体の約57%と過半を占める「エネルギーを除くサービス」の価格上昇テンポはじりじりと加速し、5月時点で8%程度となっている。①労働需給逼迫による賃金上昇などのコスト上昇がサービス価格に転嫁されている、②消費者の需要がモノからサービスにシフトしているため、モノへの需要が伸び悩む半面、サービス需要が高まっていること、などが背景にあるとみられる。

米国景気は感染収束によるサービス消費拡大などから底堅く推移しており、とりわけ労働市場は過熱気味だ。高水準の求人に支え

(図5) 米消費者物価の内訳



(出所) 米労働省

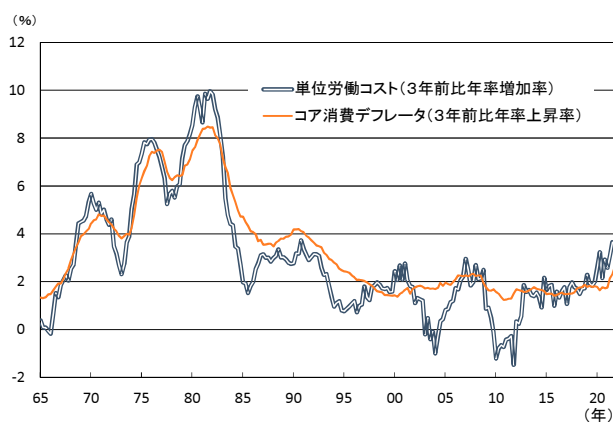
られ、雇用の大幅増加が続き、失業率は歴史的な低水準で推移している。労働需給逼迫で賃金も急上昇している。

1～3月の労働生産性（生産÷労働投入量）は前年同期比0.6%低下した。もともと労働生産性が低いレジャー、飲食などサービス業を中心に雇用の大幅増加が続いているためだ。一方、労働需給逼迫を反映して時間当たり給与は同6.5%増加した。この結果、単位当たり労働コスト（一人・時間当たり給与÷労働生産性）は同7.2%増加した。労働分配率が一定であれば、単位当たり労働コストの動きはインフレ率と一致する²。このため、単位労働コストは基調的なインフレ指標と言える。

単位当たり労働コストとFRBがインフレ目標としているコア個人消費支出デフレーター上昇率の動きを並べてみると、1960年代後半以降のインフレもオイルショックだけが原因ではなかったことがわかる(図6参照)。単

2 単位当たり労働コスト＝一人・時間当たり給与÷労働生産性＝（雇用者報酬÷労働投入量）÷（実質GDP÷労働投入量）＝雇用者報酬÷（名目GDP÷GDPデフレーター）＝労働分配率×GDPデフレーター

(図6) 米国の単位労働コストとコア消費デフレーター



(出所) 米労働省データより作成

位当たり労働コストの上昇がインフレ率の上昇に先行し、単位当たり労働コストの増加がインフレを加速させていたと推察される。今回も、単位当たり労働コストの増加にやや遅れてインフレが加速している。単位当たり労働コストの増加は続いており、たとえ原油等の値上がりが一服しても、インフレ率が大幅に鈍化することはないだろう。

3. 日本では年初来エネルギー、食品以外の物価が上向きに

日本の5月の全国消費者物価は全体で前年同月比2.5%上昇、日銀がインフレ目標の指標とする「生鮮食品を除くコア消費者物価」も前年同月比2.1%上昇し、目標の2%を超えた。コア消費者物価上昇率2%超えは、消費税率引き上げの影響で一時的に伸びが高まった2014年4月～15年3月を除けば2008年9月以来のことだ。

消費者物価の前年同月比上昇率は3月の1.2%から4月、5月がそれぞれ2.5%と大幅に加速したが、この大幅加速は前年4月の携帯料金引き下げの反動による部分が多い。ただし、現時点で反動分がすべて出尽くしたわけではない。昨年の携帯電話料金引き下げ

については、前年4月の大幅値下げのあと、8月、10月にも小幅な料金引き下げが実施され、8、10月の2回で全体の物価を0.38%押し下げていた。このため、今年8、10月には、再び昨年の反動によって前年比の物価上昇率が高まることになる。携帯電話料金の影響を除く消費者物価の前年比は2.9%程度だということになる。

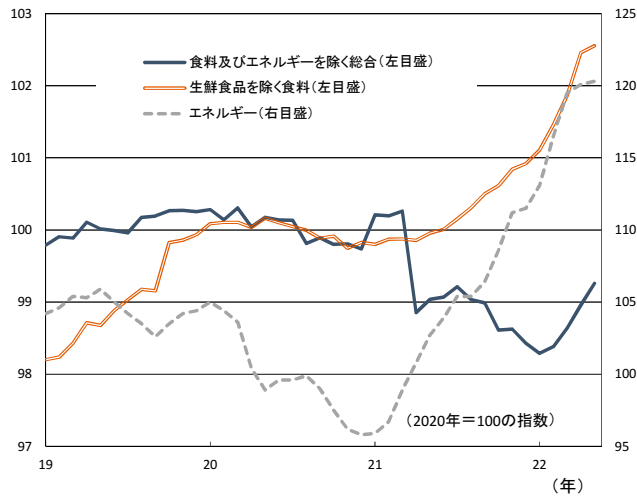
5月の消費者物価前年同月比2.5%の内訳をみると、エネルギーの寄与度が1.3%、生鮮食品の寄与度が0.5%、生鮮食品以外の食料の寄与度が0.6%、携帯電話通信料の寄与度がマイナス0.4%で、それ以外の品目の寄与度は差し引き0.5%にすぎない。日本でも消費者物価を大きく押し上げたのはエネルギーと食品だというのは事実だ。

しかし、今年に入ってから変化も起きている。コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の動きを、①「食料及びエネルギーを除く総合」、②「生鮮食品を除く食料」、③「エネルギー」の3つに分けると、②と③については直近の上昇テンポが幾分鈍化しているが、上昇傾向は続いている。

注目すべきは昨年まで下落していた①が今年1月を底に上向きに転じ始めている点だ(図7参照)。①の1月から5月にかけての4か月間の季節調整済み年率上昇率は3.0%となった。これは、今年に入って物価上昇の動きがエネルギーや食料だけでなく、全体に広がりつつある兆しともとれる。

①のなかで、特に上昇している品目としては、給湯器、住宅外壁塗装費などの「設備修繕・維持費」(1月から5月にかけての4か月間の季節調整済み年率上昇率は6.7%)、エアコンなどの「家庭用耐久財」(同34.0%)、台所用品、電球などの「家事雑貨」(同7.3%)、トイレトーパーなどの「家事用消耗品」

(図7) 日本のコア消費者物価の内訳



(注) 「食料及びエネルギーを除く総合」「生鮮食品を除く食料」
は季節調整値
(出所) 総務省データにより作成

(同4.7%)、かばん類などの「身の回り用品」
(同5.8%) が挙げられる。

黒田日銀総裁は「交易条件の悪化によって
国民所得が流出し経済を下押しする」ため
「2%超えは続かない」と述べている。しか
し、世界で起きているのは、景気低迷と物価
上昇が同居するスタグフレーションであり、
このスタグフレーションは前述したとおりの
複合的な供給ショックが原因だ。

昨年秋頃まで「インフレは一時的」と言い
続けたパウエルFRB議長同様、黒田日銀総裁
も今の日本の物価上昇は一時的と考えている
ようだが、予想通りになるかどうかについ
ては疑問だ。

(7月11日記)