



日本は中長期的にインフレ率が高まる可能性が高い

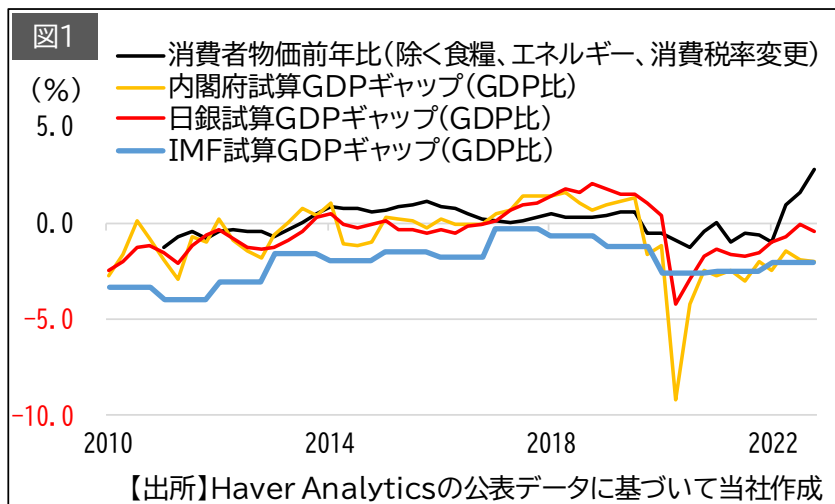
運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

日本の物価について、デフレあるいはデフインフレから、インフレへと中長期的な構造変化が起こるか可能性が高まっている。ここでは物価を決める5つの要因に着目して、構造的な変化の芽を見てみよう。

物価は順次見るとおり主に5つの要因で決まる。まず影響力が大きく分かり易いのは(1)実物経済の需給要因と(2)貨幣的要因だ。この2つは極端な例として恐慌が挙げられる。戦前の米国の大恐慌では激しいデフレが発生した。この主因は、株価や不動産価格の下落による逆資産効果で、需要が低迷したことによる(1)需給要因であった。しかし、同じ時代の同じ恐慌でも、ドイツではハイパーインフレが発生した。この主因は貨幣の乱発という(2)貨幣的要因だ。この例のように需給要因と貨幣的要因が逆方向で存在する場合、どちらが勝るのかは、他の3つの(3)インフレ期待要因、(4)原油価格や為替相場などコスト要因、(5)生産性 などの要因に影響を受けるため将来の予想は難しい。

この予測の難しさから壮大な実験が失敗に終わったのが 2013 年以降の黒田日銀体制だ。黒田総裁のリーダーシップのもとで日銀は、主に(2)貨幣的要因で物価目標2%が達成されると想定して異次元の金融緩和を実行した。そして、結果は出た。失敗の原因は、黒田総裁の有名な発言にあったように、空を飛べると信じて外に飛び出したら本当に空を飛んだピーターパンに、日本人が豹変できなかった事に尽きる。つまり、日本では長く続いたデフレの影響でデフレ期待が国民の心に定着していた、企業も値上げなど論外で値下げこそが生き残る道だと信じていた、普通の人々は日銀の異次元の金融緩和に関心がなく、関連する日銀からの情報発信は全く眼中になかった、ということである。日銀の失敗は、物価を決める第三の要因の(3)インフレ期待が(2)貨幣的要因を凌駕した事実にある。

しかし、ここに来て物価の状況は変わりつつある。第一に(1)需給要因である。需給を端的に表すのが需給ギャップである。日本の代表的な需給ギャップは3つある。図1のように、推計を行う機関別に日銀、内閣府、IMF(国際通貨基金)だ。それぞれに特徴があるが、企業の感覚を示す日銀短観と動きが近いという意味で、日銀の推計が最も実態に近い可能性が高い。直近の昨年12月で見ると、GDP比で-0.43%だが、これは、昨年11月に成立した、いわゆる真水のみでも10兆円を超える総合経済対策が施行される前、コロナ禍からの経済正常化が本格化する前、さらに、



インバウンドが本格的に再開する前だ。インバウンドの市場規模は、コロナ禍の前の2019年には3,188万人で 5.0 兆円だった。2022年は383万人で1.0兆円まで落ち込んだ。国土交通省はインバウンド 1 人当たりの消費金額が16万円から20万円となる見通しを示している。2021年以降の円安を勘案すれば、これは相当に確度の高い見通しだろう。更に自動車の挽回生産が約 200-250 万台、コロナ禍後の日本の経済再開の効果、10年間で4.3兆円

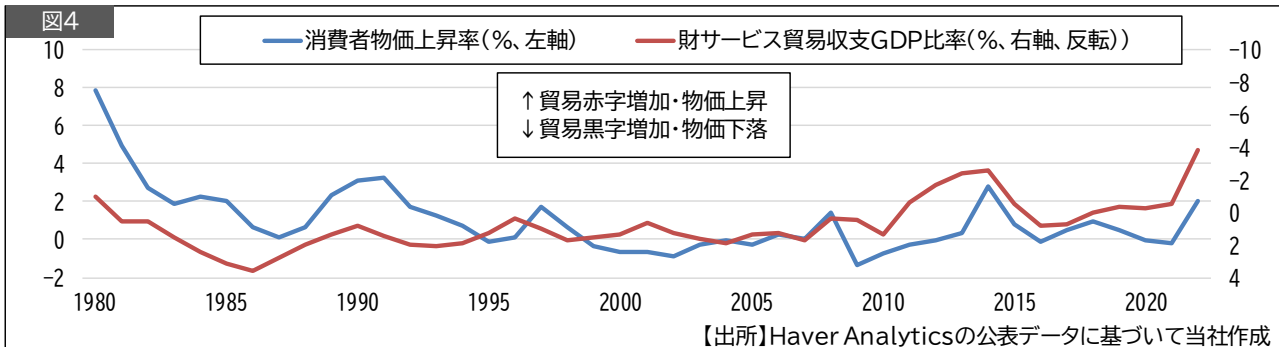
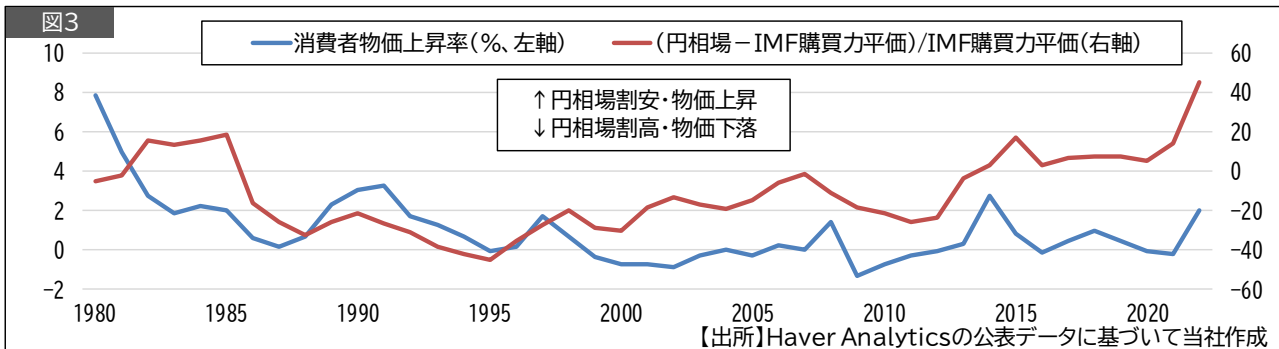
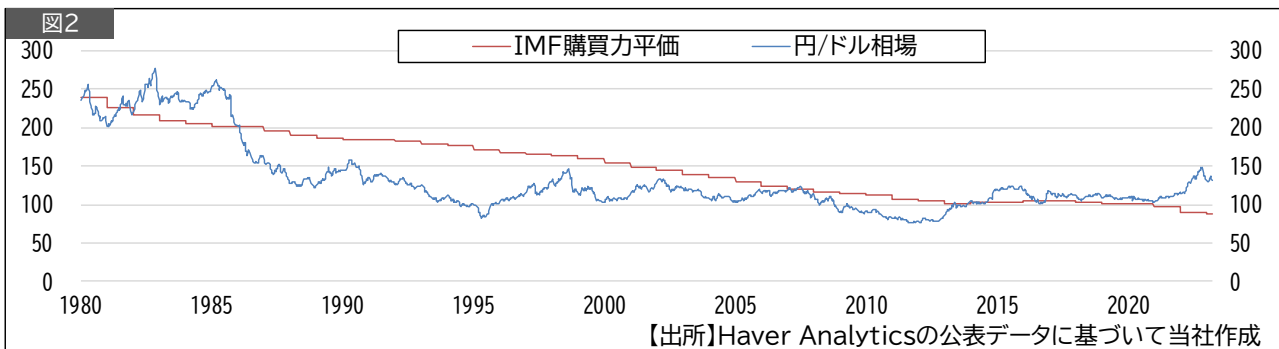
※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

の経済効果が見込まれる TSMC の熊本第一工場、政府主導の GX 移行債 20 兆円の投資、更には経済安全保障のための投資等を考えれば、需給ギャップはマイナスを脱して大きなプラスになる可能性が高い。

更に、日本には今後の物価を押し上げる構造的な要因として、第四の(4)コスト要因がある。日本がデフレに苦しんだ時期は円高局面だった。日本の一般物価水準 > 海外の一般物価水準という内外価格差があったため、日本に中国など海外から安い輸入品が流入して価格破壊を引き起こし、日本の物価を押し下げた。円高の背景は日本の貿易黒字による日米貿易摩擦、そのまた遠因は高い産業競争力だった。単純に図式化するなら、

高い産業競争力 → 貿易黒字 → 円高 → 海外から安い輸入品が流入 → デフレあるいはディスインフレ
となる。しかし、この構造が 2010 年代以降には真逆の方向に明確に変わり始めている。同様に図式化するなら、

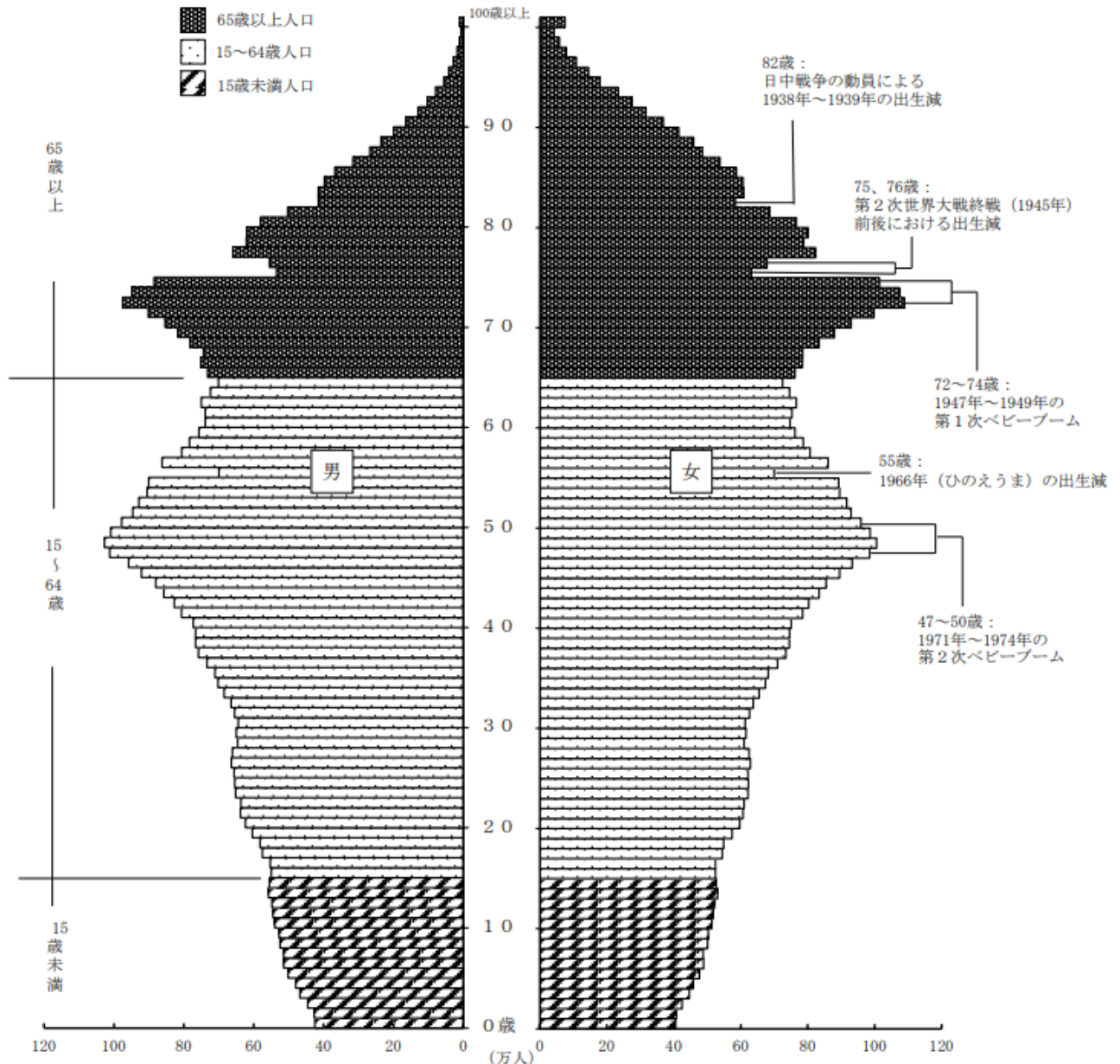
産業競争力の喪失 → 貿易赤字 → 円安 → 海外から高い輸入品が流入 → インフレ
なのだ。ごく直近は、原油価格の上昇やコロナ禍での供給制約など一時的な要因もあった。しかし、総じて産業競争力が高い国家は、貿易黒字であるがゆえに通貨価値が高く、物価は伸び率が低い。多くの先進国がこのパターンに当てはまる。一方、産業競争力が低い国は、総じて貿易収支が赤字で物価の伸び率は高い。多くの発展途上国はこのパターンだ。日本の中長期的な物価は、先進国型から物価が上がりやすい発展途上国型、すなわち産業競争力の悪化を起点に、貿易収支が悪化して通貨価値も下落する、インフレ体質に近づいている可能性がある。ここで述べた円高(図2)、円高と物価(図3)、産業競争力としての貿易収支と物価(図4)の因果関係は、実際に確認できるので3つの図表を付けておく。



※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

中長期的なコストの増加要因は他にも目白押しである。もはや社会的要請となっている賃上げも大きなコスト増加要因になる。賃上げは、もし仮に社会的要請になっていなくても、需給ギャップが恒常的にプラスの経済では必然の結果だ。しかも日本の人口ピラミッド(図5)を見ると、引退する世代の人口は、新たに仕事を始める世代の人口より遥かに大きい。引退する世代はこれから 1971-74 年に生まれた団塊ジュニア世代の引退まで増加し続ける。一方、新たに働く20歳以下の世代は、出生数が若い世代ほど少ないため先細りとなっている。団塊ジュニア世代が引退する2035年頃には、引退する世代の人口が約 200 万人、新たに就職する世代の人口が約 100 万人と 2 倍もの差があるのだ。

図5 日本の人口ピラミッド(2021年10月1日現在)



出所:総務省統計局ホームページ(<https://www.stat.go.jp/data/jinsui/2021np/index.html>)

※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

結果的に労働者数は相当減る可能性が高い。他には SDGs にも多大なコストがかかる。現時点では、このコストは OECD(経済協力開発機構)が定めた拡大生産者責任から企業が負担するのが当然と考えられている。しかし、コストの増加として価格に上乗せする部分はどうしても出るだろう。もっと言うなら、その方が公平な面はある。一例をあげると卵の値段である。動物愛護の観点から、2025 年までに養鶏はケージではなく鶏にとって健康的な平飼いとすることが国際ルールで既に決まっている。今なら最高級品の卵しか売れなくなるのである。このコストを養鶏業者だけに押し付けるのではなく、値上げを受け入れて消費者も負担することは、公平と言える。動物愛護の他にも、脱炭素、人権尊重、生物多様性、環境保護など SDGs に関わる多くの領域でコスト増加要因が生じると見込まれるのである。

(4)コスト増加要因は、中長期的に増加の一途となる可能性が高い。

実際にインフレが顕在化すれば(3)インフレ期待は後から遅れて付いてくる。これは多くの国で歴史的に観測された。日銀の失敗は、これが日本では逆のデフレ期待だったことだ。また、インフレ期待が(2)貨幣的要因を覚醒させ、更にインフレを加速させる要因になる可能性もある。

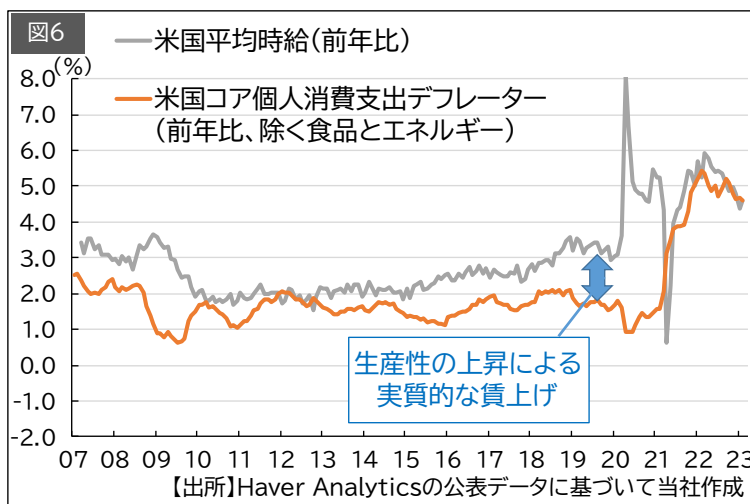
物価が中長期的に上がれば金利も上がる。そうなれば、日本国債への投資リターンは悪化する。GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は国内債券への投資で期待リターンを 0.6%と想定する。しかし、物価が中長期的に上昇すれば、状況は変わる。

以上、日本は(1)需給要因、(2)貨幣的要因、(3)インフレ期待要因、(4)コスト要因の全てがインフレ率を押し上げる方向にある。今、考慮しなければならないことは、過度な物価上昇が経済に与える悪影響である。

そこで重要になるのが物価を決める最後の主要因(5)生産性要因だ。数式で示すと、時給上昇率－生産性上昇率＝単位労働コスト上昇率となる。このように生産性上昇は物価を押し下げる要因なのだ。政府・日銀は、物価目標 2%だけを最優先した姿勢を再考するのと並行して、2013 年の共同声明の精神に立ち返って生産性の向上に寄与する経済構造の変革を進めるべきだ。岸田総理は「構造的賃上げ」を実現したい意向を示している。これを実現するためには、経済構造の変革を通じた生産性の向上が不可欠であることは、いくら強調してもし過ぎることはない。そのための政策の優先順位の見直しに早期に着手すべきだろう。

最後に米国の「構造的賃上げ」の好事例のグラフ(図6)を示しておく。コロナ禍以降はやや歪んでまだ修正されていないが、それまでは安定して平均時給が物価の伸び率より高かった。この「構造的賃上げ」が実現できた原因が青の矢印で示す生産性の伸び率だ。これがあって初めて実質賃金(名目賃金マイナス物価上昇率)がプラスとなるのだ。(脱稿 4月7日)

以上



<当資料に関するご留意事項>

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、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、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補充書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。