

東京財団政策研究所・日本経済新聞社 共催シンポジウム

コメント： コロナ後はインフレかデフレか

2021.6.7

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫

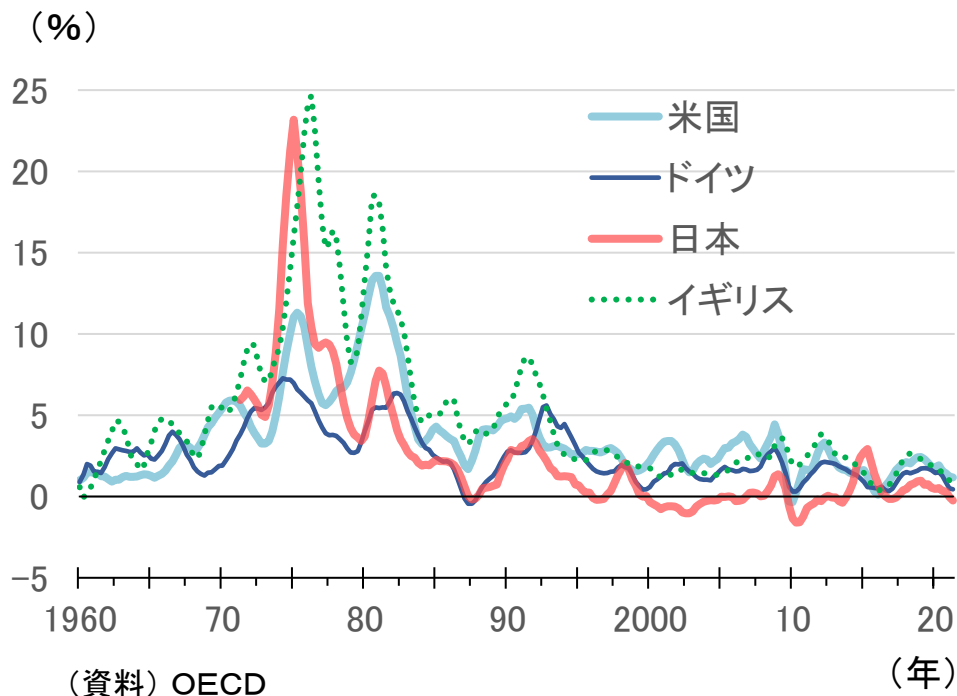
kazuo.momma@mizuho-ir.co.jp



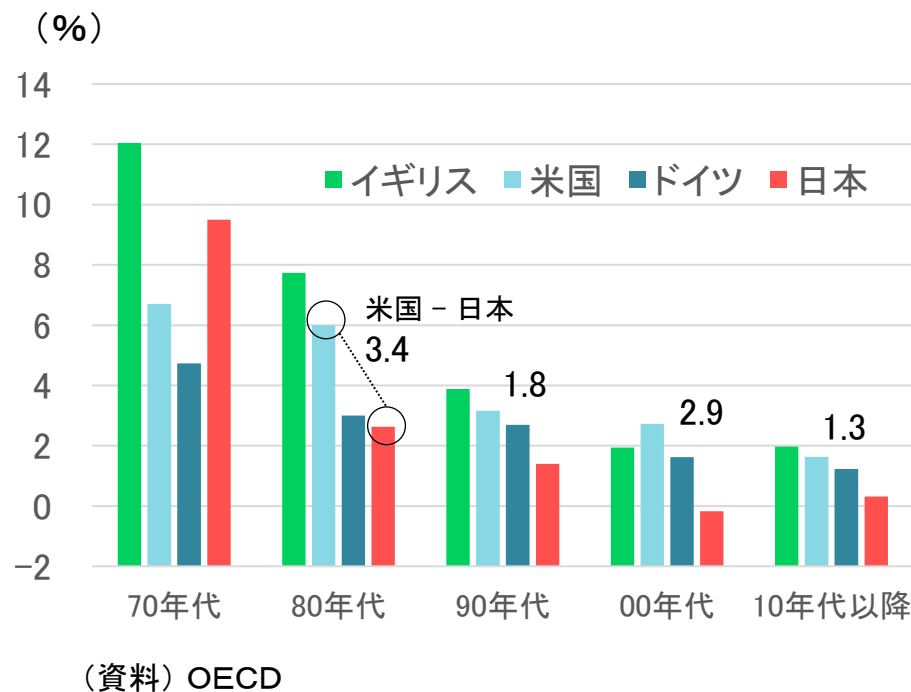
80年代以降、世界的な傾向としてインフレ率が徐々に低下

- 2000年代に日本だけがデフレだったと日本の特殊性を強調するよりも、80年代以降先進国がそろって「低インフレ」に向かったことの方が大勢観察として重要（日米も平行移動）。
- 過去30～40年、先進国は基本的に「物価は安定」していたと言ってよい。その事実と比べれば、厳密に「2%インフレ」に達していたかどうかはたいした問題ではない。

【 CPI前年比上昇率 】



【 10年ごとの平均 】



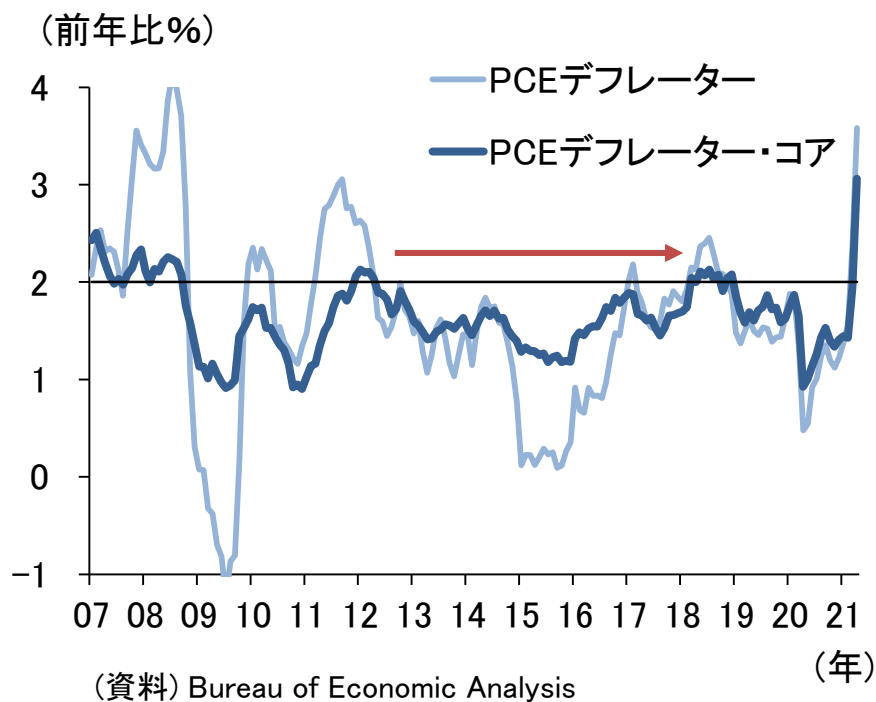
論点の整理

1. 短期(てんやわんや期) vs 中長期(安定期)
 - 短期的には、①コモディティ価格の上昇、②ボトルネック、③ペントアップ需要、④財政政策、などのインフレ要因。4~6月は前年の「裏」で前年比が跳ね上がる(base effect)。
2. 中長期的には3つの可能性(「てんやわんや」の先の世界をどうみるか)。
 - シナリオ1: これまでどおり低インフレ(2%未満)の継続。
 - シナリオ2: 低インフレから脱却(2%程度で安定)。各国中央銀行が目指すシナリオ。
 - シナリオ3: 高インフレ圧力の台頭(必死に抑えないと2%に収まらない)。
3. 「金利 > 名目成長率」へのレジーム転換はあるか
 - 近年の先進国では「金利 < 名目成長率」の関係が一般的。
 - Fedは中立金利を2.5%と推計。米国の中長期的な名目成長率は4%程度なので、少なくともFedは、物価目標が達成された定常状態において、「金利 < 名目成長率」の定着を展望している。
4. 米欧 vs 日本
 - 米国がシナリオ2でも、日本はシナリオ1、ということは十分にありうる。

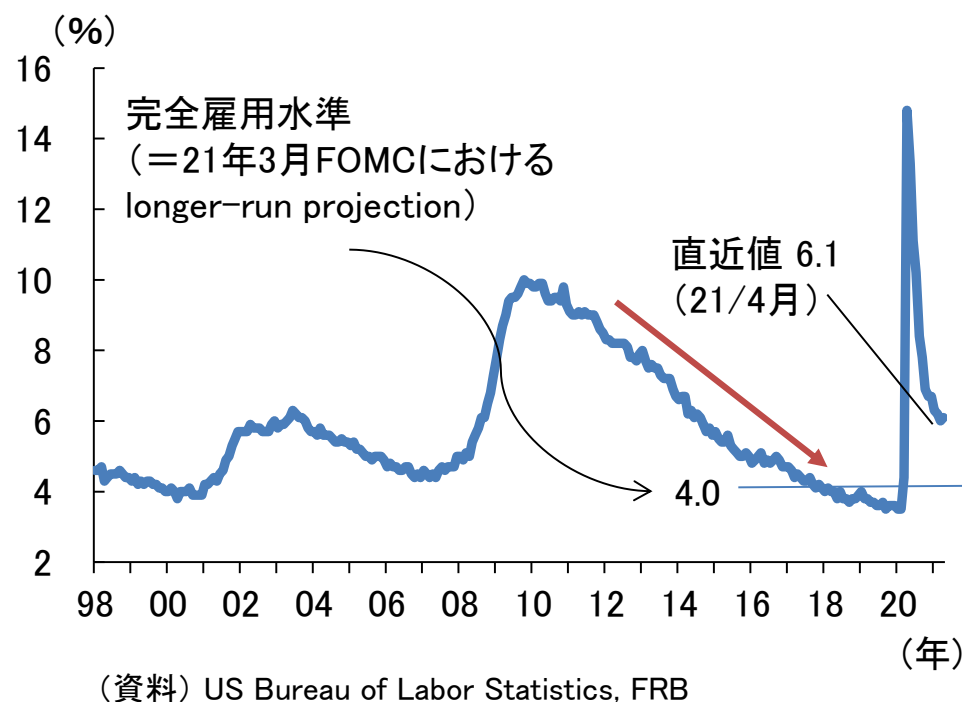
米国：インフレ率は過去10年、2%目標から(大きくはないが)一貫して下に外れている

- Fedが2012年に正式に2%物価目標を導入して以来、ほとんどの期間において、インフレ率は2%をやや下回ってきた。
- コロナ前には失業率が約50年ぶりの水準まで低下し、Fedが推計する完全雇用水準を下回っていたが、それでもインフレは低いままであった(フィリップス曲線のフラット化)。

【米国のインフレ率】



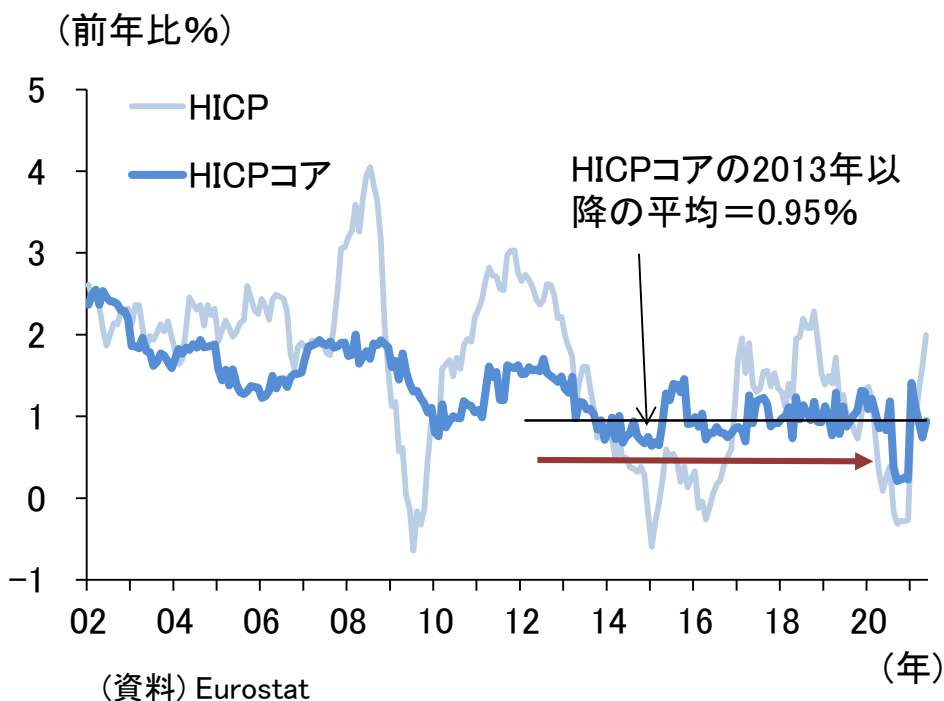
【米国の失業率】



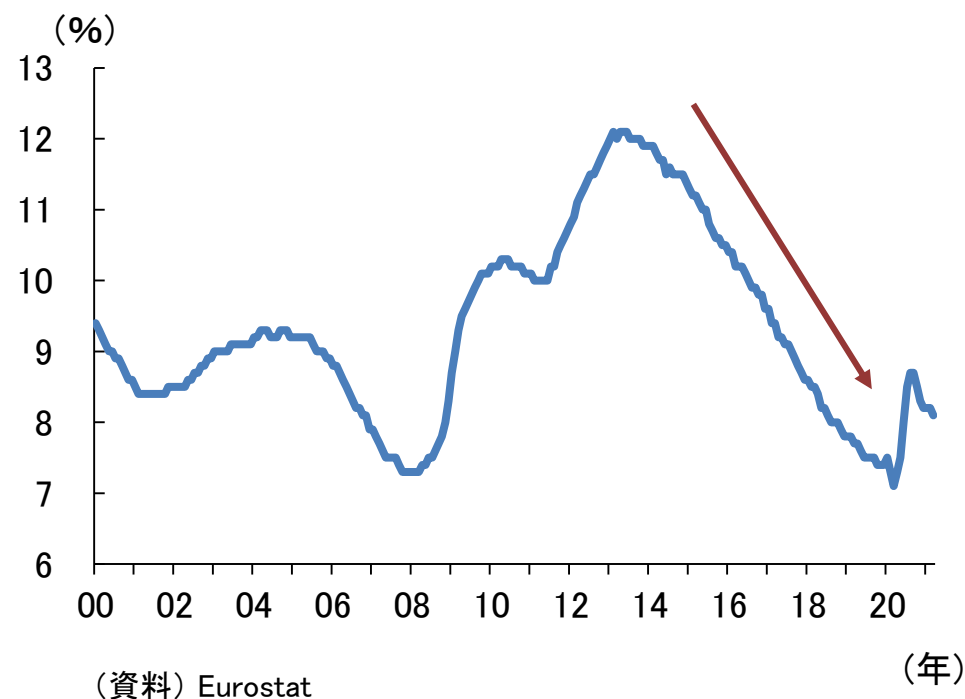
ユーロ圏では、2013年ごろから基調的なインフレ率は1%程度で定着

- ユーロ圏のインフレ率は米国より低く、コロナ前は1%程度に定着するような動きになっていた。
- ユーロ圏でも、コロナ直前は失業率が低水準まで改善していたが、インフレは上がらなかった。

【ユーロ圏インフレ率】



【ユーロ圏失業率】



コロナ後の「インフレへのレジームチェンジ」を主張する人々が挙げる典型的な理由

“Everything Screams Inflation”, *The Wall Street Journal*, May 5, 2021 にまとめられた5つの理由

1. **中央銀行**のインフレ容認的な姿勢(FRBの「平均インフレ目標」など)
2. 大盤振る舞いの**財政政策**(バイデン政権の「大きな政府」)
3. **グローバル化**の後退(生産の効率性低下、コストアップ)
4. 人口の**高齢化**により労働供給にブレーキ(とくに中国)
5. 労働者の**賃金交渉力**の回復(労働組合再結成の動き、ギグワーカーへの規制など)

<門間の所見>

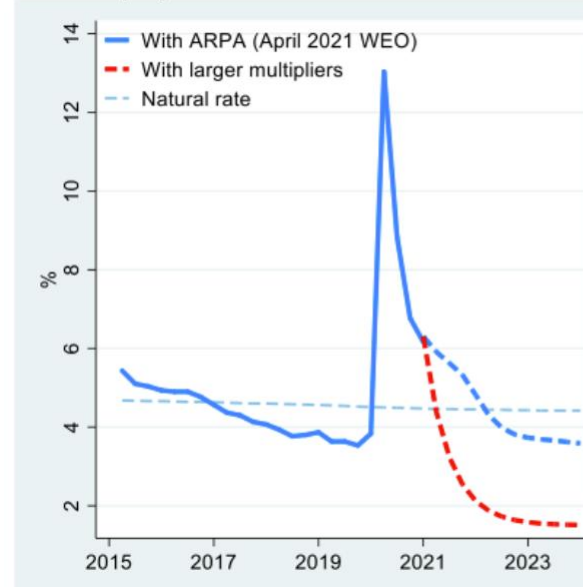
- 1.はあくまで低すぎるインフレからの脱却を目指した政策転換(2%アンカーの強化)
- 2.はコロナ対応に関する限り一時的なもの。むしろその後の「財政の崖」の問題も。
- 3.が急速に進む兆しはない(コロナ禍でも輸出は早々に回復。また“slowbalisaion”は2010年代に進行しており、その2010年代にインフレ率の低下が問題になった。
- 4.は Charles Goodhart and Monaj Pradhan “*The Great Demographic Reversal*”が強調した点であり、それが 3.や 5.にも影響を与えて世界的なインフレ圧力になるという主張。しかし、人口の高齢化は需要サイドにも影響。少なくとも日本では高齢化はデフレ圧力との認識。
- 5.が80年代以降の新自由主義(株主第一主義)の大転換を意味するなら、インフレ・ダイナミクスも変化する可能性あり。しかし、そこまでの大転換が本当に起きるのか。

IMFチーフエコノミストのゴピナート氏らの分析では、米国は高インフレにならず

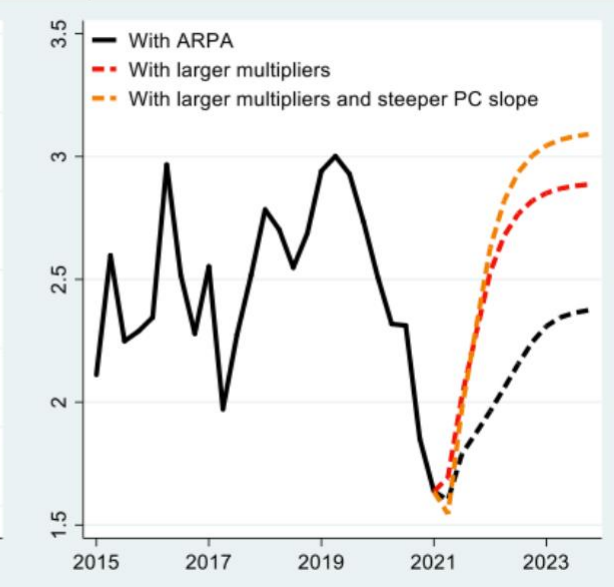
➤ フィリップス曲線を基にしたシミュレーション

- バイデン政権の1.9兆ドルコロナ対策（ARPA）を織り込んでも、標準ケースではCPI上昇率は2.5%に達しない。
- ①失業率が1%台まで低下、②フィリップス曲線がスティープ、などの極端な条件のもとで、CPI上昇率はようやく3%。
- なお、Fedが物価目標に用いているPCEデフレーターは、CPIに比べて0.2%程度、上昇率が低くなる。

A. Unemployment scenarios



B. Implied median CPI inflation



(資料) Laurence Ball, Gita Gopinath, Daniel Leigh, Prachi Mishra, Antonio Spilimbergo
“US Inflation: Set for take-off?” *Vox*, CEPR Policy Portal, 06 May 2021 より引用。

➤ いずれにせよ、インフレが高まり続ける1960年代後半～70年代のような展開にはならない。

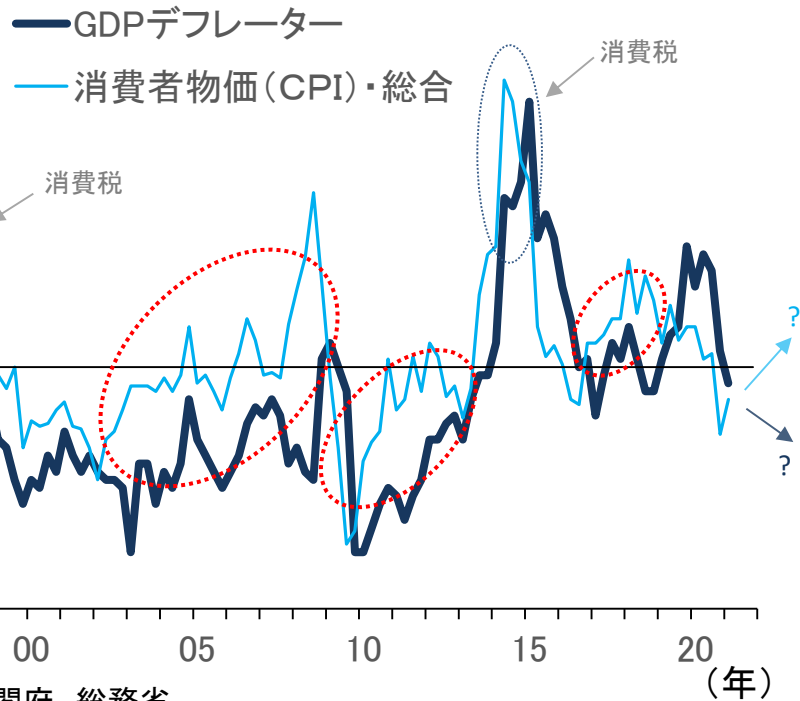
- ① 財政刺激は一時的（今後のインフラ投資等は長期に分散、かつ増税も行われる）。
- ② Fedの明確な物価目標がある。
- ③ 今は経済構造がより開放的・競争的で、労働供給の柔軟性も高い。

「アグフレーション」「コモフレーション」は交易条件に影響を与える

- 農産物や資源の価格上昇は、輸入国の交易条件を悪化させる。その場合、それ自体が景気の悪化要因となるので、やや長い目で見れば物価上昇の持続力は乏しい。
- 「アグフレーション」「コモフレーション」が起きているときは、GDPデフレーターの上昇率がCPIのそれから下方に乖離する。2000年代半ばが典型的。

【 CPIとGDPデフレーター 】

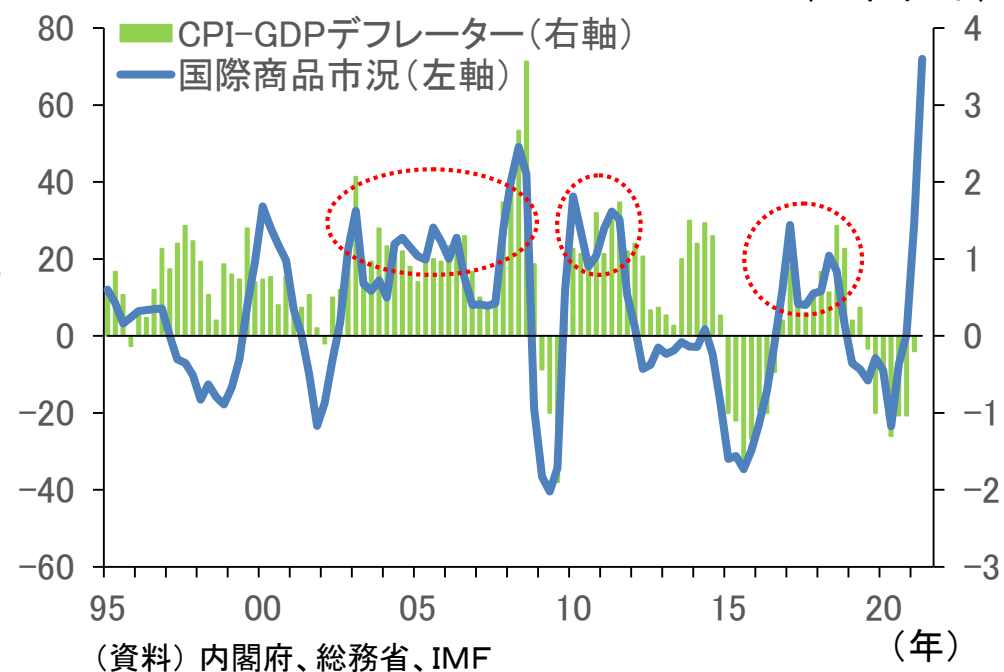
(前年比%)



【 国際商品市況 】

(前年比%)

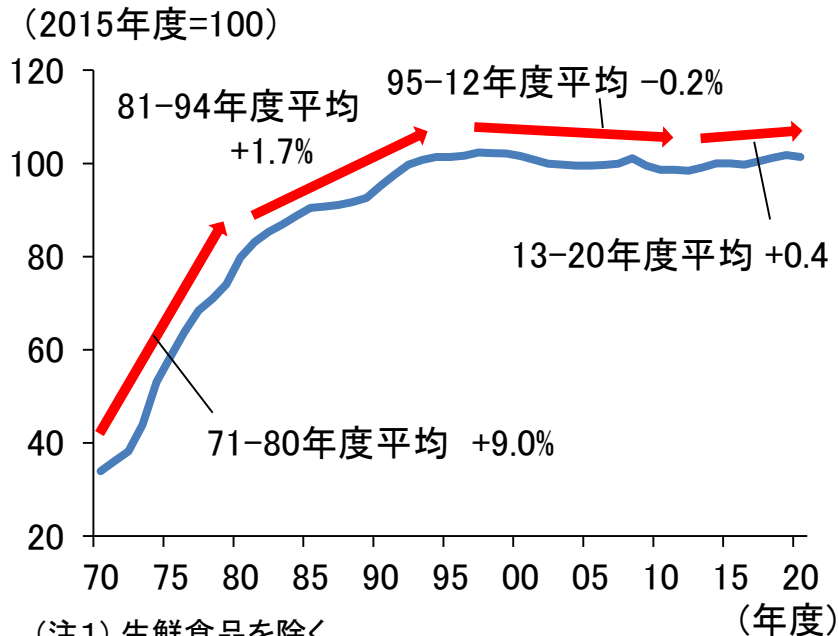
(%ポイント)



日本の「ゼロインフレ」はアベノミクスでも変わらなかった

- 日本では90年代中盤から物価の水準自体が横ばい。物価は上がりも下がりもしないのが正常、という感覚が定着している(「デフレ」というより**ゼロインフレ**という方が実態に近い)。
- 消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)が短期間でも1%に達したのは、95年以降で2回だけ。1回目は世界的な食料価格急騰、2回目は5割の円安が背景。

【消費者物価の長期トレンド】



(注1) 生鮮食品を除く

(注2) 1997年と2014年の消費税率引き上げの影響を調整

(資料) 総務省

【95年以降の消費者物価(前年比)】



(注) 1997年と2014年の消費税率引き上げの影響を調整

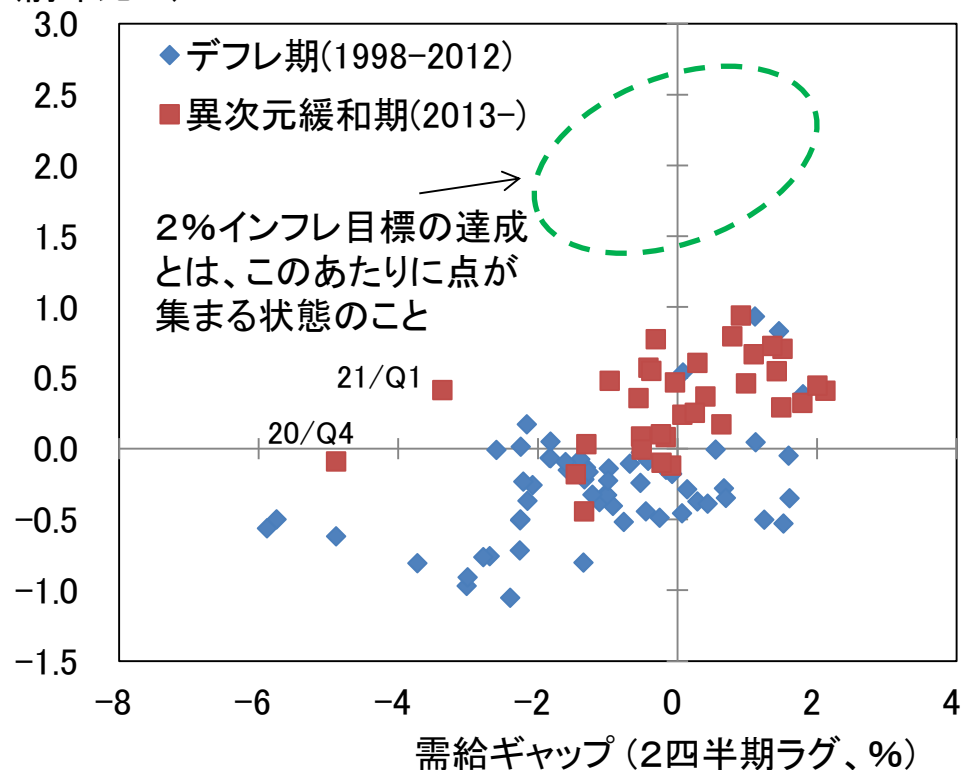
(資料) 総務省

8年以上にわたる異次元緩和の下でも物価の「レジームチェンジ」は起こらず

- フィリップス曲線とは、需給ギャップと物価の間に存在するとされる右上がりの関係。
- 日銀はその上方シフトを目指したが、結局それは起こらなかった。

【 為替要因調整後のフィリップス曲線 】

消費者物価(生鮮食品、エネルギー、為替要因を除く)
(前年比%)



(注) 為替要因は以下の回帰式により算出

$$\text{CPI} = 0.008 + 0.150 \times \text{需給ギャップ} - 0.048 \times \text{為替相場}$$

(5.5) (8.4)

$$R^2(\text{自由度調整済み})=0.65$$

ただし、需給ギャップは2四半期ラグ、
為替相場は円の名目実効レートの前年比(3-8四半期ラグ)

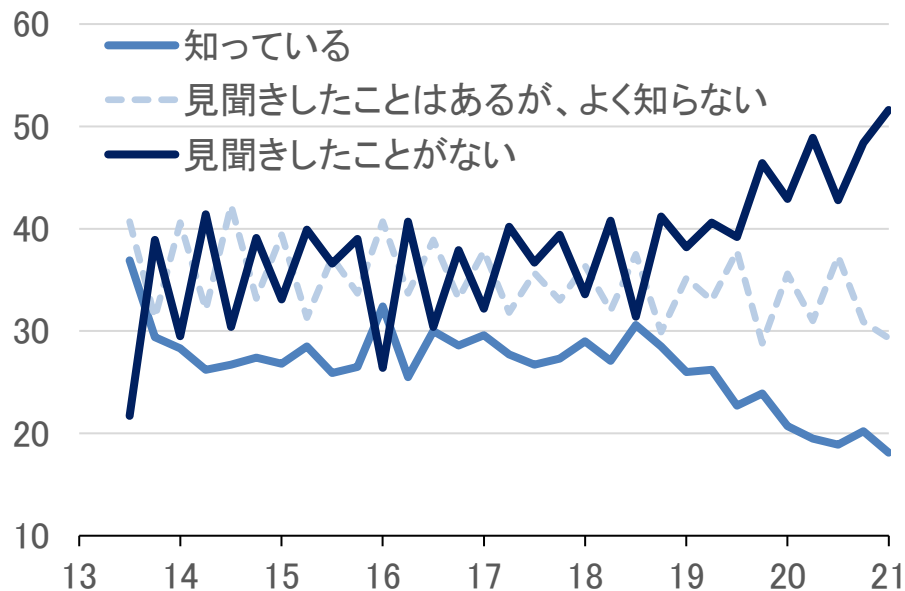
(資料) 総務省、日銀、BISのデータから筆者算出

そもそも人々は日銀の金融政策に関心を寄せていない(=物価に関心がない)

- 2%物価目標について「知っている」という回答が多かったのは最初だけ。2018年以降は「見聞きしたことがない」との回答が明確に増大。
- 人々が2%物価目標に関心を寄せないのは、物価が日本の重大問題だとは思っていないからである。「物価の安定」が達成されている状態だとも言える。

【 2%物価目標の認知度 】

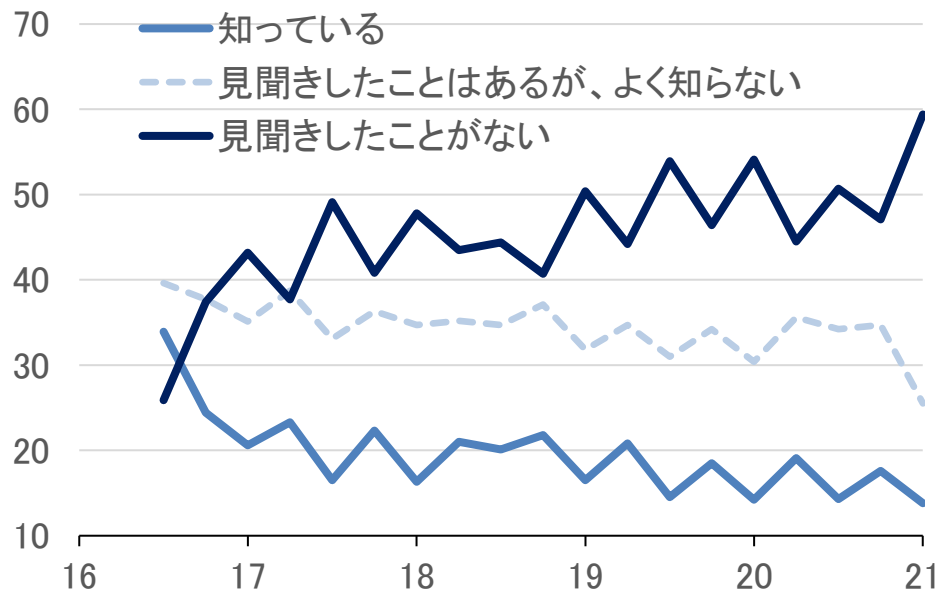
(回答者の割合%)



(資料) 日銀「生活意識に関するアンケート調査」 (年)

【 長短金利操作付き量的質的金融緩和の認知度 】

(回答者の割合%)

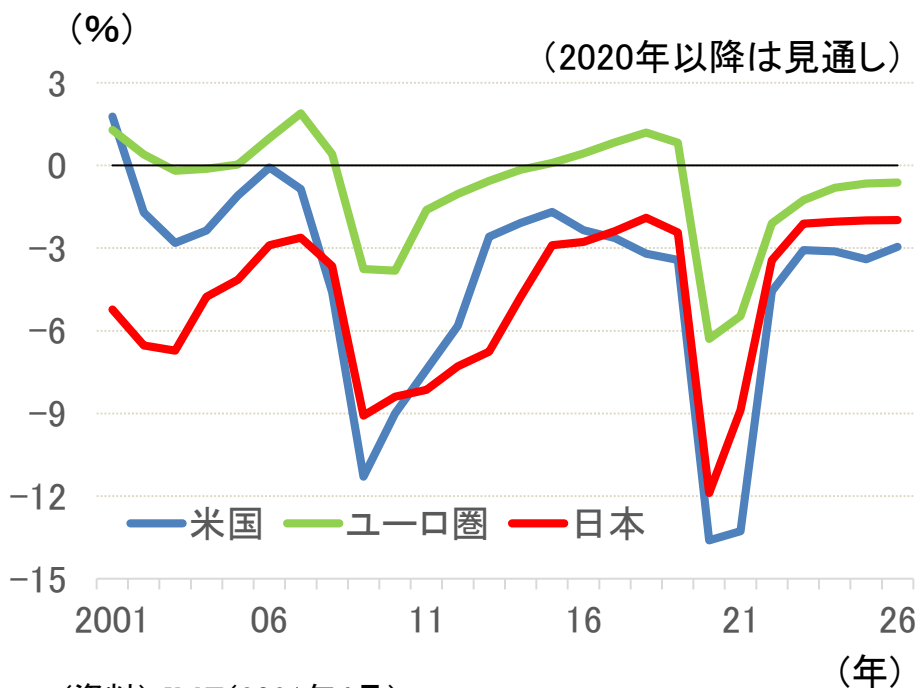


(資料) 日銀「生活意識に関するアンケート調査」 (年)

財政赤字の大きさは「米国＞日本＞欧州」の関係が続く見込み

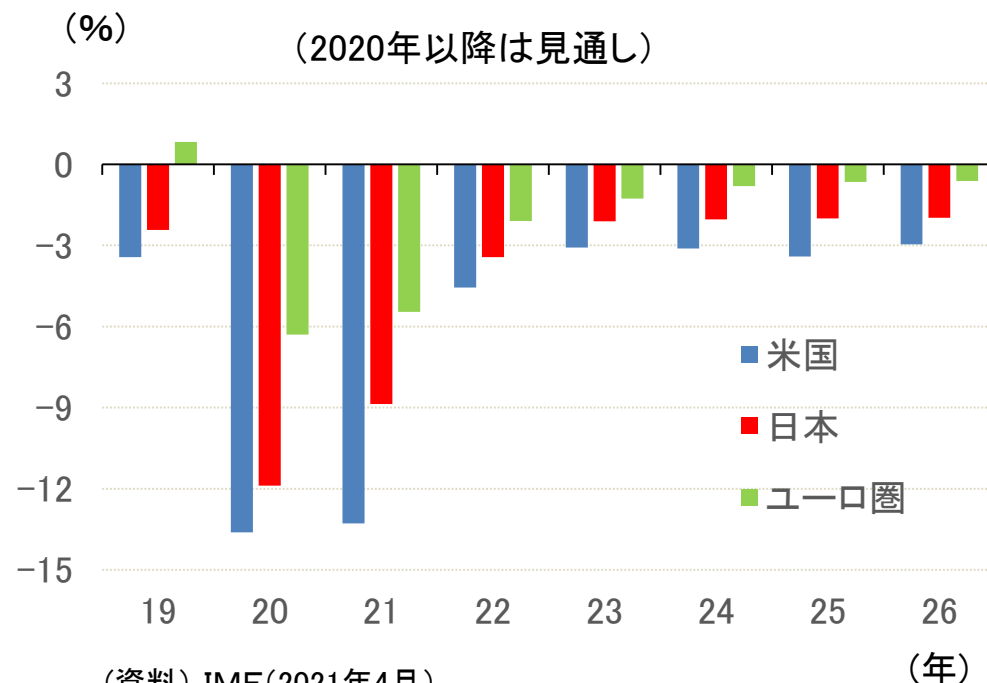
- 仮に米国で2%物価目標が達成され、日本や欧州で達成されない状態が続く場合、日本や欧州では財政刺激が足りない、という議論が起こる可能性。
- ECBのシュナーベル理事は2月の講演で、ユーロ圏で過去10年にわたり低インフレが続いているのは、ユーロ圏の財政が米国よりも緊縮的であったことが一因と述べている。

【日米欧のプライマリーバランス(長期系列)】



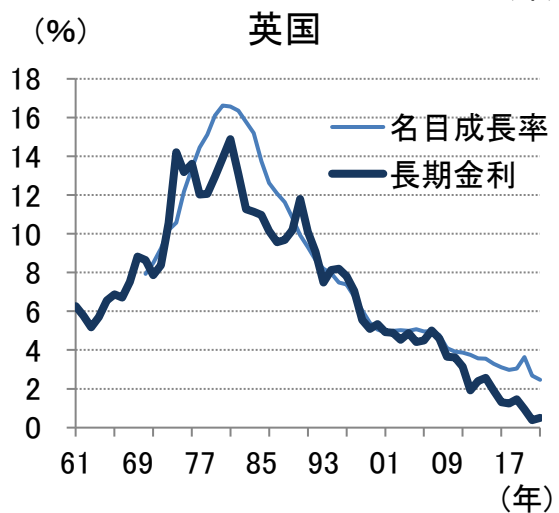
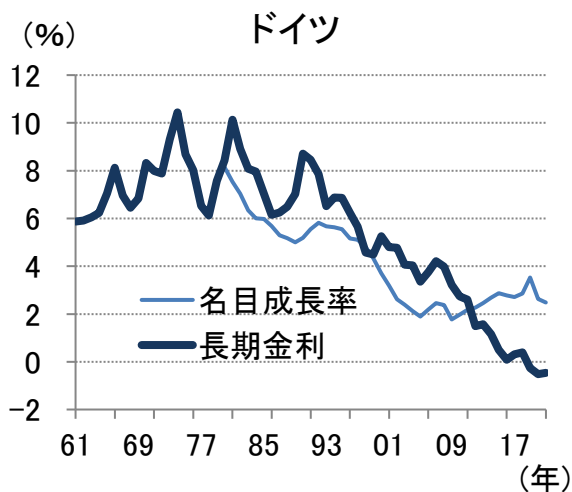
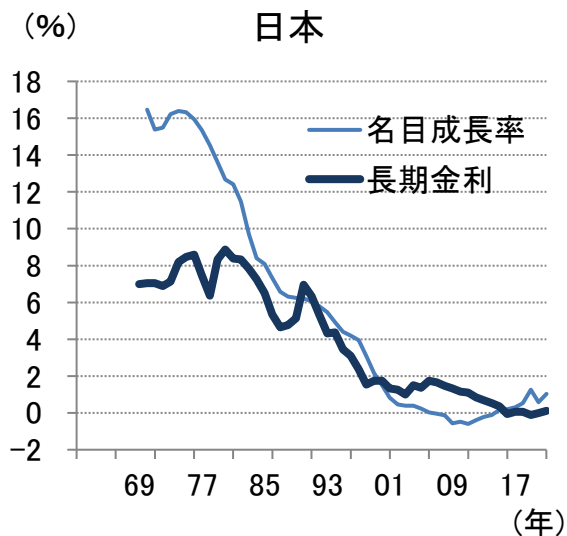
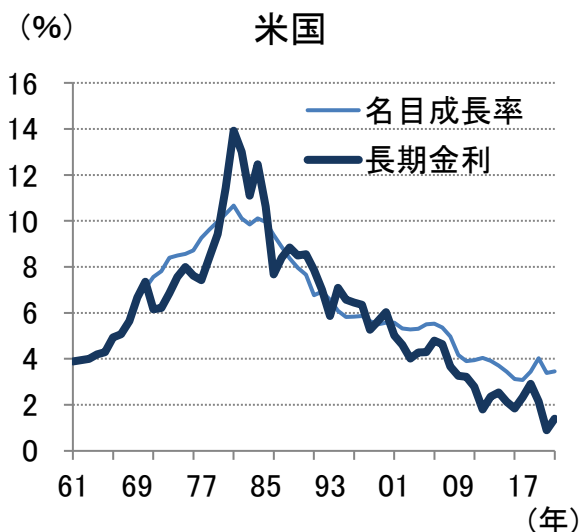
(資料) IMF(2021年4月)

【日米欧のプライマリーバランス(2019年以降)】



(資料) IMF(2021年4月)

米欧では「長期金利<名目成長率」の関係が近年定着している



(注) 名目成長率は10年平均

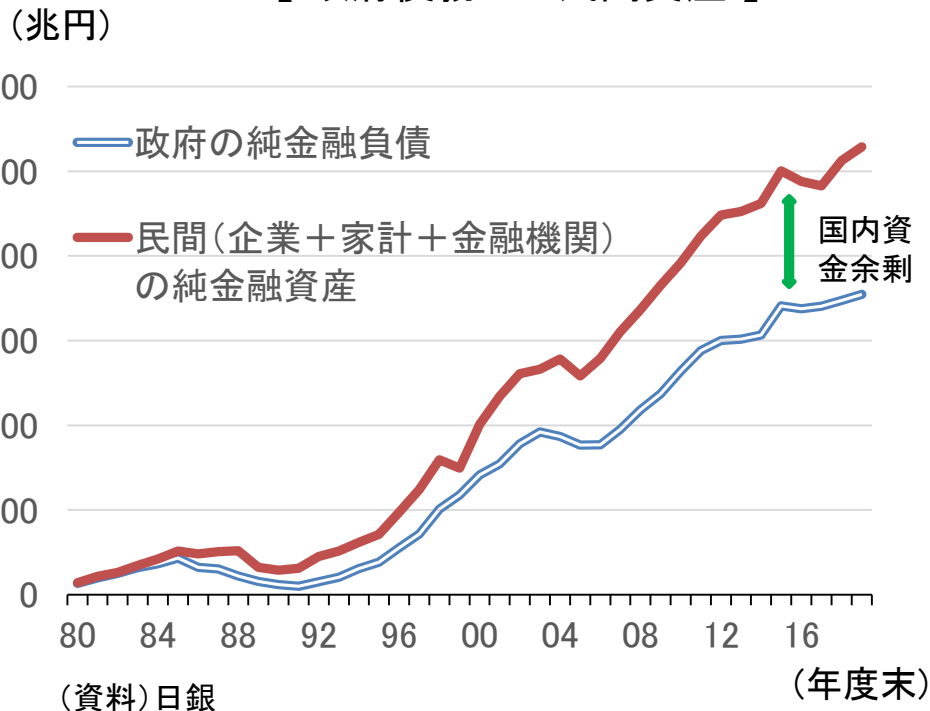
(資料) OECD

- 大勢観察としては、名目成長率と長期金利は同じような長期トレンドをたどっている。
- 米国では2000年代以降、欧州でも2010年代には、**長期金利が名目成長率を下回る**関係が定着し、その差は近年広がりつつあるように見える。

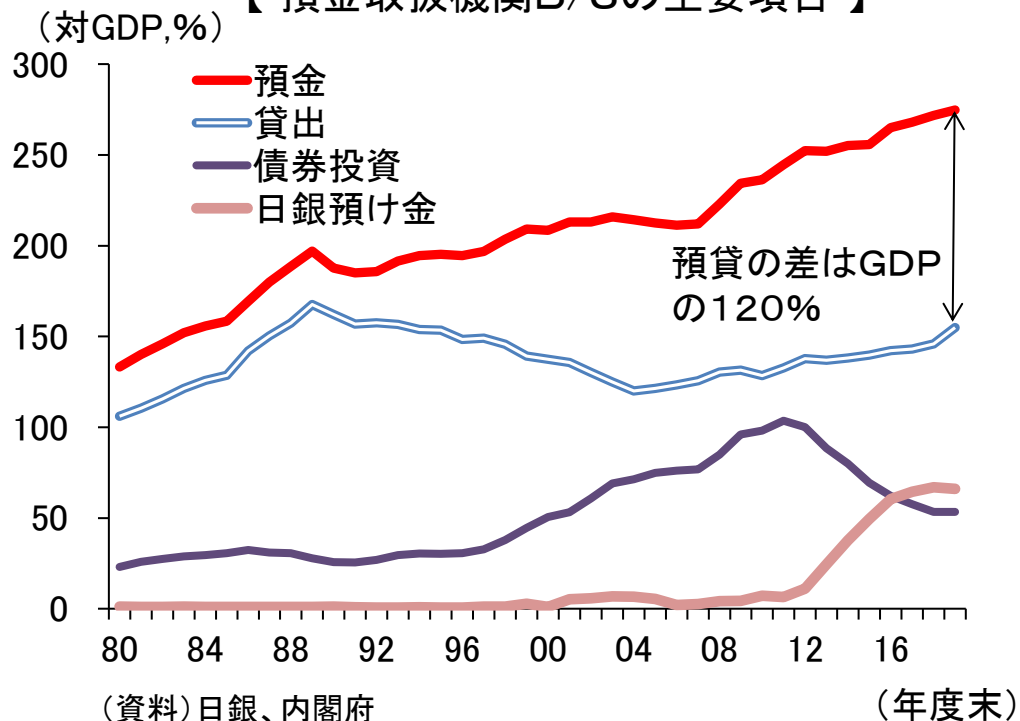
財政の持続性確保は当然必要だが、それと「財政再建論」は同じではない

- 日本の問題はむしろ「カネ余り」にあり、低成長・低インフレ・低金利が続いている。財政再建は「それありき」ではなく、経済情勢やマクロ的な資金偏在とのバランスで考えるべき。
- 政府債務は「将来世代へのツケ」という言い方は誤解を招く。そもそも将来世代は政府債務を引き継ぐだけでなく、民間金融資産も引き継ぐ。世代内の格差是正こそ重要課題。

【 政府債務 VS 民間資産 】



【 預金取扱機関B/Sの主要項目 】



ご清聴ありがとうございました！

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、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・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ては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。