

2022年12月12日 全5頁

「需要インフレ」の側面もある現在の物価高

「需要要因」によるサービス物価の上昇がインフレ目標達成への試金石

経済調査部 シニアエコノミスト 久後 翔太郎

エコノミスト 中村 華奈子

経済調査部 兼 金融調査部

研究員 和田 恵

[要約]

- 日本のコア CPI 上昇率を需要要因と供給要因に分解すると、供給要因だけでなく需要要因もインフレ率を押し上げている。財・サービス別には、とりわけ財物価で需要要因による押し上げが確認される一方、サービス物価については依然として需要要因による寄与度は小さい。財とサービスでの需要要因の寄与度の大きさの違いは、両者の需給のひっ迫度合いとも整合的である。
- 期待インフレ率への影響度合いを推計すると、財と比較してサービスの方が大きい。今後は中高齢者を中心として過剰貯蓄の取り崩しによるサービス消費の拡大が期待できるが、こうした需要の拡大を積極的な値上げ行動に繋げることで、「サービス需要要因」がサービス物価を押し上げることができるか否かが、日本銀行による物価安定目標の達成に向けてポイントとなる。

1. 需要と供給の変動が物価に与える影響を定量的に整理

生鮮食品を除く消費者物価指数（コア CPI）は2022年10月に前年比+3.6%となった。1982年2月以来の高水準である。主に食料品やエネルギー価格の上昇によって押し上げられており、世界的な資源価格高騰の影響を円安が増幅する形で国内でのインフレが加速している。こうしたコストプッシュ型の物価上昇はいわゆる「供給インフレ」と整理されるが、程度の差こそあれ、需要の影響も受けている。約40年ぶりの高インフレに対して需要と供給がそれぞれの程度影響しているかを把握することは、物価安定目標を掲げる日本銀行や、物価高対策を喫緊の政策課題と捉えている政府などにとって重要である。

そこで本稿では、米サンフランシスコ連銀の Shapiro (2022)¹の推計方法を参考に、コア CPI 上昇率を需要要因と供給要因に分解することで足元のインフレの特徴を整理するとともに、先行きのポイントを指摘する。

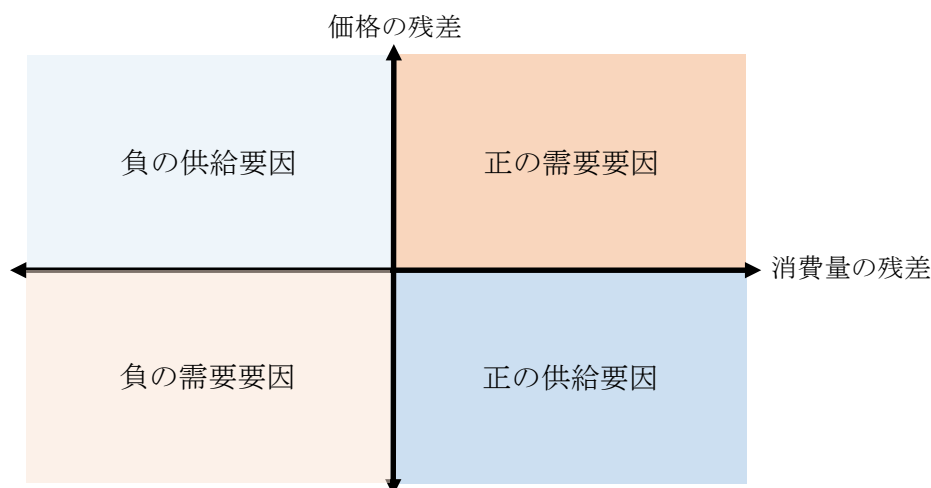
¹ Shapiro, Adam Hale. (2022). "Decomposing Supply and Demand Driven Inflation." Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18. Available at: <https://doi.org/10.24148/wp2022-18>

品目別データを用いたインフレ率の需給要因分解の手法

Shapiro(2022)では、米国の個人消費支出（PCE）の品目別データを用いて実質支出（消費量）と価格について回帰分析を行い、これらの残差の符号に応じて各品目の価格変動を「正の需要要因」、「負の需要要因」、「正の供給要因」、「負の供給要因」という4つのいずれかに分類した。

直感的に説明すると、消費量と価格の推計式の残差は、それらの符号によって需要・供給曲線のシフトと解釈できる。例えば消費量と価格の残差の符号がいずれもプラス（マイナス）の場合、需要曲線の右（左）シフトによる消費量及び価格の変化と符号条件が合致していることから、当該品目は「正（負）の需要要因」と判定される。消費量と価格の残差の符号が異なる場合は供給曲線のシフトと捉え、需要の残差がプラス（マイナス）であり、価格の残差がマイナス（プラス）の場合は「正（負）の供給要因」と判定される。なお、足元では資源高や円安の進行などにより輸入物価が高騰しているが、こうした一国の国内需給だけでは説明できない価格変動は主として供給要因に含まれていることに留意が必要である。

図表 1 : Shapiro (2022) を基に整理した消費量・価格の残差と需要・供給要因の関係



(出所) Shapiro (2022) を基に大和総研作成

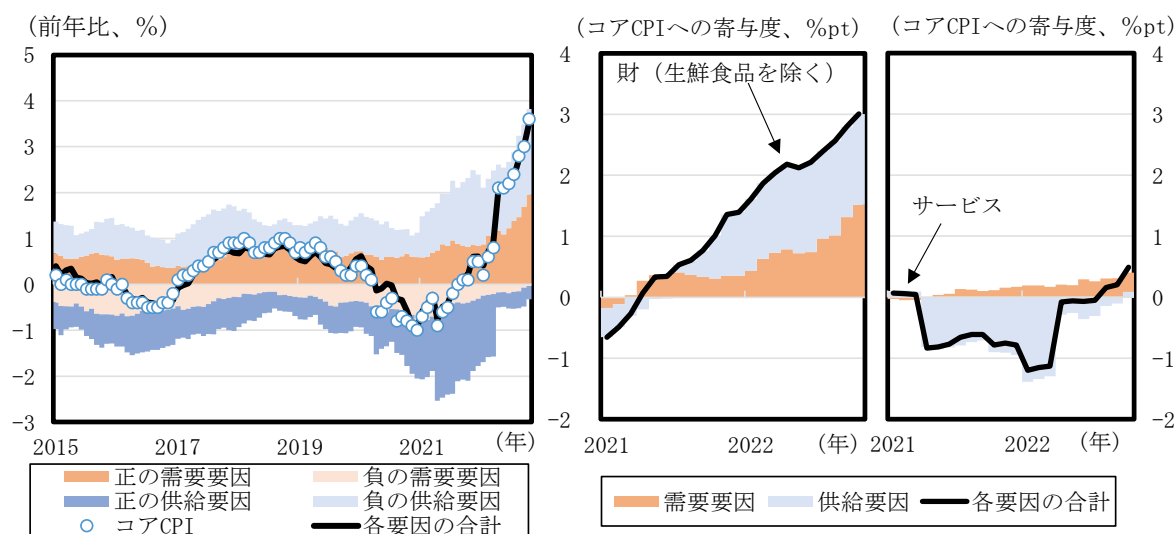
2. インフレの需給要因分解から得られるインプリケーション

国内のインフレ高進は財の需要の強さも一因

実際に Shapiro(2022)の手法を用いて日本のコア CPI 上昇率を上記4つの変動要因に分解した結果が図表2左である。足元では「負の供給要因」だけでなく、「正の需要要因」による押し上げ幅も拡大している様子が見て取れる。すなわち、昨今指摘されている通り資源高や円安といった供給要因によるインフレ圧力が強まっていることがデータから確認される一方で、あまり注目されていない需要の拡大によっても物価が一定程度押し上げられている可能性が示唆される。需要要因による押し上げ幅はインフレ率の高かった2018～19年頃と比較しても大きい。

コア CPI への寄与度を財・サービスに分けた**図表 2 中央・右**を見ると、需要・供給の両要因によるインフレの加速はいずれも主として財で生じていることが分かる。これに対してサービスでは、需要要因による物価の押し上げ寄与はわずかだ（**図表 2 右**）。供給要因によるマイナス幅は 2022 年春まで大きかったが、これは携帯電話通信料の引き下げという特殊要因によってもたらされたものである。サービス物価における需要要因の変動幅は小さく、近年は景気変動に対してサービス物価が極めて非弾力的に反応した傾向が見て取れる。

図表 2：コア CPI 上昇率の要因分解（左）と財・サービスの寄与（中央、右）



(注)Shapiro(2022)を参考に、家計調査における個別品目への支出と対応するCPIの構成品目を用いて、各品目を①正の需要要因、②負の需要要因、③正の供給要因、④負の供給要因のいずれかに分類した。

(出所)総務省統計より大和総研作成

サービスでも値上げが広がるかが今後の注目点

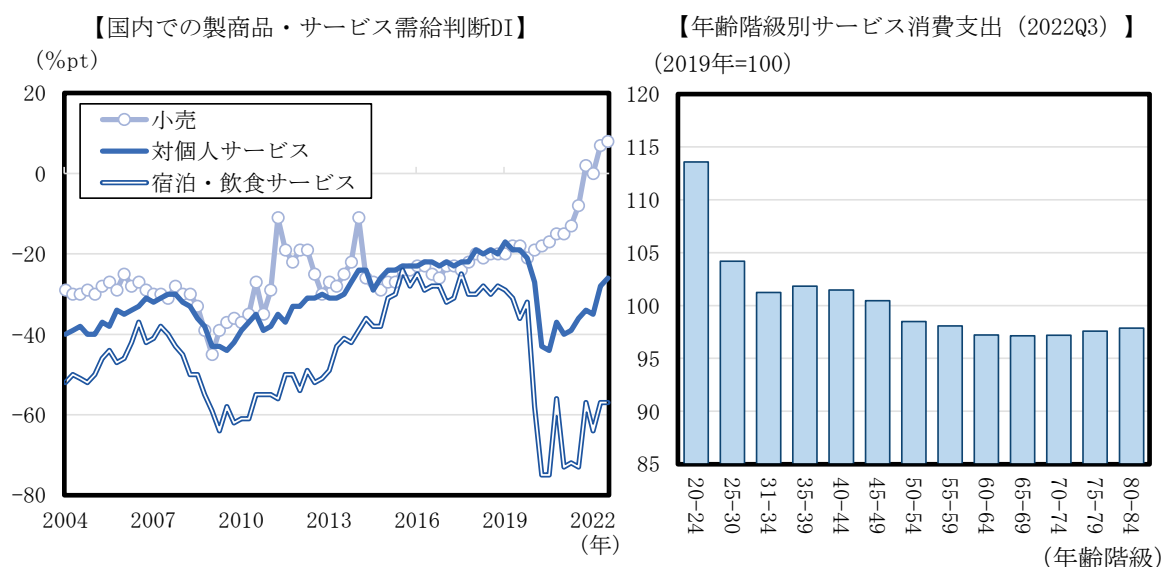
財とサービスでの需要要因の寄与の大きさの違いは、両者の需給のひっ迫度合いとも整合的である。日銀短観における製商品・サービス需給判断DI（「需要超過」-「供給超過」）を見ると、「小売」では2000年代の資源高の局面、2011年の東日本大震災の直後、2014年の消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生した時期と比較しても、足元の製商品の需給はひっ迫している。対照的に、「対個人サービス」や「宿泊・飲食サービス」では直近でも需給はかなり緩和的な状況にある（**図表 3 左**）。

背景には新型コロナウイルス感染拡大の影響がある。2020年春から2022年春にかけて緊急事態宣言やまん延防止等重点措置といった行動制限が断続的に措置されたことでサービス需要が低迷した一方、財需要は在宅時間の長期化もあって拡大した。政府はすでに「ウイズコロナ」へと舵を切っており、2022年夏に始まった感染「第7波」では行動制限は措置されなかった。しかしながら、人々の行動様式は感染拡大前とは依然として大きく異なる。

サービス支出を世帯主年齢別に見ると、若年層の支出は既に感染拡大前の水準を回復した一方、中高齢者では依然として回復が鈍い（**図表 3 右**）。ただし今後は、中高齢者によるサービス

消費の拡大が見込まれる。一般に高所得者ほど過剰貯蓄を積み上げているとみられ²、高所得者の多い中高齢者が積み上げた過剰貯蓄の一部が取り崩され、消費に回ることが期待されるからだ。サービスに関しては需要の変動に対して物価の反応は非弾力的であったが、こうした過去の傾向を脱するには、需要の急拡大を契機として財を中心に広がる値上げの動きがサービスにも波及するか否かが重要となる。

図表 3：財・サービス市場における需給のひっ迫度合い（左）、年齢階級別サービス支出（右）



(注) 右図は大和総研による季節調整値。CPI（サービス）を用いて実質化。

(出所) 株式会社ナウキャスト/ JCB「JCB消費NOW」、日本銀行、総務省より大和総研作成

サービス物価の上昇が日本銀行の物価安定目標の達成に不可欠

サービス物価の上昇は物価安定目標を達成するためのカギとなる。期待インフレ率の2%へのアンカリングにとって必要不可欠だからだ。

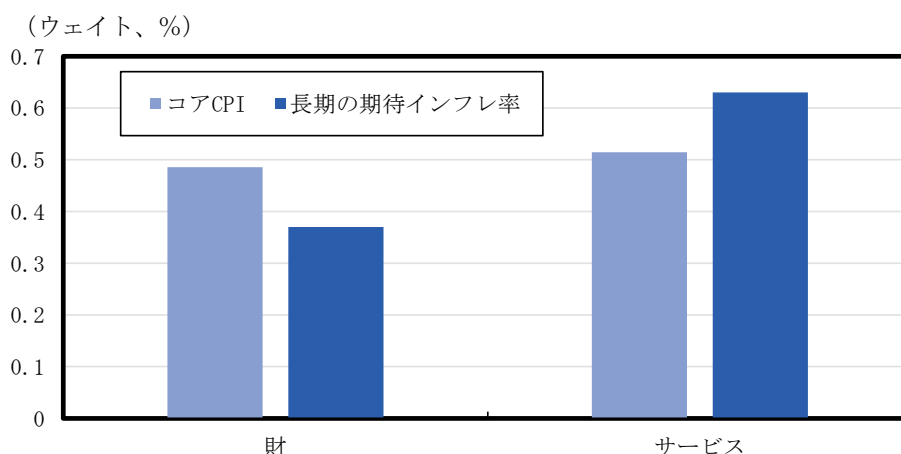
図表 4 は財とサービスごとに長期の期待インフレ率へのウェイト（影響度合い）を示したものである。財とサービスがコア CPI に占める割合は概ね同程度であるが、長期の期待インフレ率へのウェイトはサービスが 60%を上回ると推計される。日本銀行（2016）³が指摘する通り、日本ではインフレ期待がインフレの実績によって決定される度合いが大きい、その中でも特にサービス物価の動向が期待インフレ率を押し上げる上で重要である可能性が示唆される。裏を返せば、財を中心とした最近の物価上昇が長期の期待インフレ率を押し上げる度合いはそれほど大きくないと考えられる。

² 2015～19 年に見られた家計貯蓄のトレンドからの乖離分を「過剰貯蓄」とみなすと、その額は 2022 年 6 月末で 61.8 兆円程度に達したとみられる。詳細は、神田慶司・小林若葉・岸川和馬・瀬戸佑基・中村華奈子「日本経済見通し：2022 年 8 月」（大和総研レポート、2022 年 8 月 22 日）

³ 日本銀行（2016）『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】（2016 年 9 月 21 日）

以上をまとめると、現在のインフレの高進は、資源高・円安といった供給要因だけでなく財物価を中心とした需要要因の強さも一因となっている。ただし、サービス物価については需要要因による押し上げは小さい。今後は、中高齢者を中心として過剰貯蓄の取り崩しによるサービス消費の拡大が期待できるが、こうした需要の拡大を積極的な値上げ行動に繋げることで、「サービス需要要因」がサービス物価を押し上げることができるか否かが、日本銀行による物価安定目標の達成に向けてポイントとなる。

図表 4 : 財・サービスの期待インフレ率への影響



(注) 長期の期待インフレ率はQUICK月次調査<債券>より算出した2年先8年間の期待インフレ率を使用。ウェイトの算出は、Campos et al. (2022)を参考に、CPIの財・サービス分類を説明変数としてLasso回帰によって求めたウェイトを合計した値。推計期間は2010年1月から2019年12月まで。

(出所) 総務省、QUICK「QUICK月次調査<債券>」より大和総研作成

【参考文献】

Campos, Chris, Michael McMain, and Mathieu Pedemonte. (2022). "Understanding Which Prices Affect Inflation Expectations." Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Commentary* 2022-06. Available at: <https://doi.org/10.26509/frbc-ec-202206>

Shapiro, Adam Hale. (2022). "Decomposing Supply and Demand Driven Inflation." Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18. Available at: <https://doi.org/10.24148/wp2022-18>

日本銀行(2016)『『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】』(2016年9月21日)