

2023年6月16日 全7頁

「需給要因分解」と「流通過程別の動向」に見るインフレの特徴と金融政策への示唆

インフレ下の金融緩和継続で、インフレ加速・金融引き締め強化も

経済調査部 シニアエコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 本稿では足元のインフレの特徴を、「需給要因分解」と「流通過程別の動向」という2つの側面から整理し、先行きの金融政策への示唆を見出す。
- 【需給要因分解】2023年4月のコアCPI上昇率は前年比+3.4%であった。このうち「需要要因」の寄与度は+2.1%pt程度、「供給要因」は+1.2%pt程度と推計される。1年前に50%程度だった「需要要因」の寄与率は、直近では63%程度まで高まった。需要インフレの側面が大きくなっているようだ。
- 【流通過程別の動向】企業間（いわゆる「B to B」）における企業の投入コストは足元で急騰しているが、産業連関表などから推計すると、その主因は国内での価格設定行動の変化などに起因する「国内要因」とみられる。家計・企業間（いわゆる「B to C」）にも変化が見られ、足元では投入コストの増加分以上に小売価格を引き上げている可能性がある。
- 上記の変化が見られる中で日銀が金融緩和を継続すれば、デフレから完全に脱却し、2%の物価安定目標を達成する可能性は時間とともに高まるだろう。ただし、インフレが加速しすぎるリスクも徐々に高まることには留意が必要だ。日本は欧米に比べてインフレ期待の適合度合いが大きく、インフレの実績値の影響を受けやすい。そのため、インフレが加速しすぎる局面では大規模な金融引き締めが必要となる可能性がある。

はじめに

2023年4月の消費者物価指数（CPI）は生鮮食品とエネルギーを除く総合ベースで前年比+4.1%であった。その季節調整値（ラスパイレス連鎖基準方式）に注目すると、2022年12月から2023年4月までの伸び率は年率+6%程度に達した。輸入物価が落ち着きつつある中でも、CPIの上昇基調は一段と強まっている。

先行きのインフレ率は徐々に低下していくとの見方が支配的だ。しかし、そのペースについては見方が割れている。日本経済研究センターが毎月実施している「ESP フォーキャスト」の6月調査によると、「低位平均」（低位8機関の平均値）では2025年1-3月期にインフレ率（コアCPIベース）が前年比+1%を割り込む一方、「高位平均」（高位8機関の平均値）では同+2%程度を維持する見通しだ。「高位平均」に近いインフレ率が実現すれば、金融政策の修正が視野に入らるだろう。

そこで本稿では足元のインフレの特徴を、「需給要因分解」と「流通過程別の動向」という2つの側面から整理し、先行きの金融政策への示唆を見出す。

1. 「需給要因分解」と「流通過程別の動向」から見るインフレの特徴

(1) 需給要因分解

財を中心に「需要要因」の拡大が顕著

物価は需要と供給のバランスを反映するため、生鮮食品を除く総合ベースのCPI（コアCPI）上昇率を「需要要因」と「供給要因」に分解したものが**図表1**である¹。

コアCPI上昇率のマイナス幅が徐々に縮小し、プラスに転じた2021年から2022年前半の局面を振り返ると、携帯電話通信料の引き下げが「供給要因」としてサービス物価を押し下げている。一方、財では「供給要因」の寄与度が徐々に拡大している。今回のインフレが始まった当初の主因は、資源高による供給インフレであった。

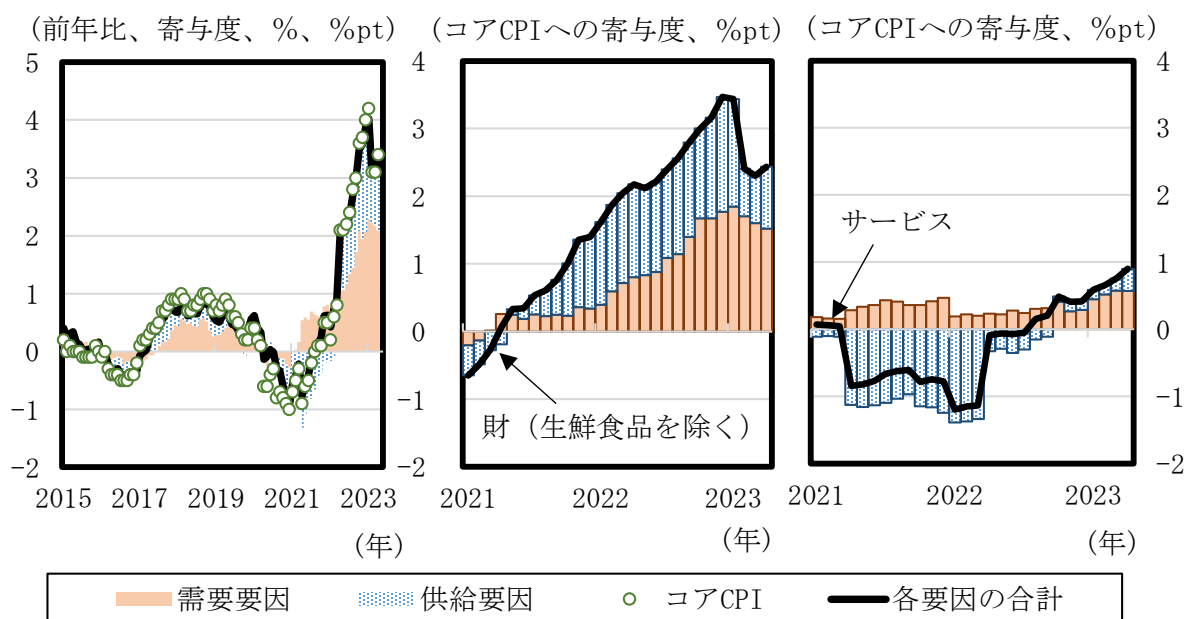
しかし足元では、「需要要因」がインフレの主因となっている。2023年4月のコアCPI上昇率は前年比+3.4%であったが、そのうち「需要要因」の寄与度は+2.1%pt程度、「供給要因」は+1.2%pt程度である。1年前に50%程度だった「需要要因」の寄与率は、直近では63%程度まで高まった。需要インフレの側面が大きくなっているようだ。

「需要要因」の拡大はとりわけ財において顕著だ。久後・中村・和田（2022）で指摘した通り、新型コロナウイルス禍で生じたサービスから財への需要のシフトが背景にあるとみられる。経済活動の正常化が進む中でも、財の需給はタイトな状況が続いている。

2023年春闘では30年ぶりの高い賃上げ率が見込まれる。サービス物価は賃金との連動性が高い。経済活動の正常化によるサービス需要の増加も見込まれる中、今後はサービス物価も「需要要因」によって一段と押し上げられる可能性がある。

¹ 「需要要因」は、CPI構成品目のうち、価格の上昇（低下）と需要の増加（減少）が発生しており、需要曲線の右（左）シフトと整合的な動きを示している品目の寄与度。「供給要因」は価格の上昇（低下）と需要の減少（増加）が発生しており、供給曲線の左（右）シフトと整合的な動きを示している品目の寄与度。詳細は、久後翔太郎・中村華奈子・和田恵『『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』（大和総研レポート、2022年12月12日）

図表 1：コア CPI 上昇率の要因分解（左）と財・サービス別に見たコア CPI への寄与（中、右）



(注) Shapiro(2022)を参考に²、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、要因ごとに正と負の影響をネットアウトした結果を掲載。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

(2) 流通過程別の動向

価格設定行動の特徴を「企業間」と「家計・企業間」で整理

2000年代のインフレ局面と同様、今回も急速な円安や資源高による輸入物価の急騰がインフレの契機となった。輸入物価の上昇は、「川上」にあたる企業間（中間投入セクター）の投入・産出価格に影響をもたらし、その後「川下」の小売価格（CPI）へと波及する。

そこで以下では、①企業間（いわゆる「B to B」）、②家計・企業間（いわゆる「B to C」）、の2つの段階に分けて今回のインフレ局面で見られる価格設定行動の特徴を整理する。これをもとに、春闘での賃上げ率と整合的なインフレ率の水準を示す。

① 企業間で見られる特徴 ～コロナ禍による財需要の高まりが国内の価格転嫁を促進

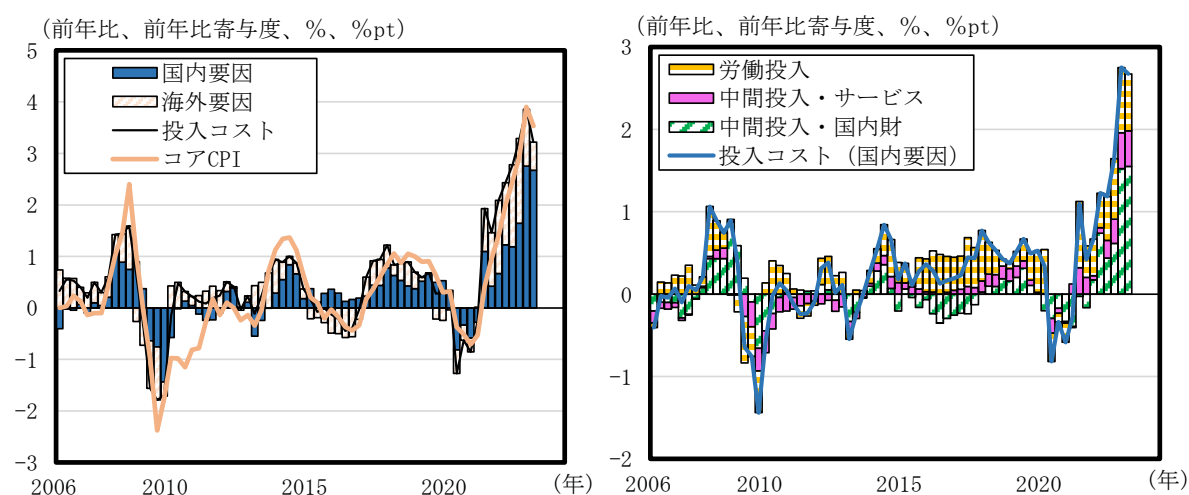
産業連関表を用いて算出した投入コストの推移を見ると、コアCPI上昇率との連動性が高い（図表2左）。投入コストの内訳を、輸入物価の上昇に直接的に起因する「海外要因」と国内での価格設定行動の変化などに起因する「国内要因」に分解すると、足元での投入コストの急騰は「国内要因」によってもたらされていることが分かる。さらに「国内要因」の内訳を見ると（図

² Shapiro, Adam Hale. (2022). "Decomposing Supply and Demand Driven Inflation" Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18. <https://doi.org/10.24148/wp2022-18>

表 2 右)、「中間投入・国内財」の寄与度が急速に拡大している³。

2021 年以降の資源高や円安は輸入物価の高騰や企業物価の上昇を招いた。こうした状況の下、コロナ禍でサービスから財へと需要がシフトした結果、企業が販売価格を引き上げてもその財への需要はさほど減少せず、価格転嫁を行いやすい環境が醸成されたと考えられる。

図表 2：投入コストとコア CPI の推移（左）、投入コスト（国内要因）の内訳（右）



(注 1) 左図の投入コストは、企業物価指数や企業向けサービス価格指数、毎月勤労統計等を用いて、2015 年産業連関表の中間投入ウェイト及び労働投入ウェイトから産業ごとの投入コストの変化率を計算した上で、家計最終消費支出ウェイトによって加重平均した値。

(注 2) 左図の「海外要因」は、2006 年から 2019 年までのサンプルを用いて中間投入（財）を輸入物価で回帰することで得た推計値。右図の「中間投入・国内財」はその残差系列。

(出所) 厚生労働省、総務省、日本銀行より大和総研作成

② 家計・企業間で見られる特徴 ～小売価格への転嫁が進展し価格改定頻度も増加

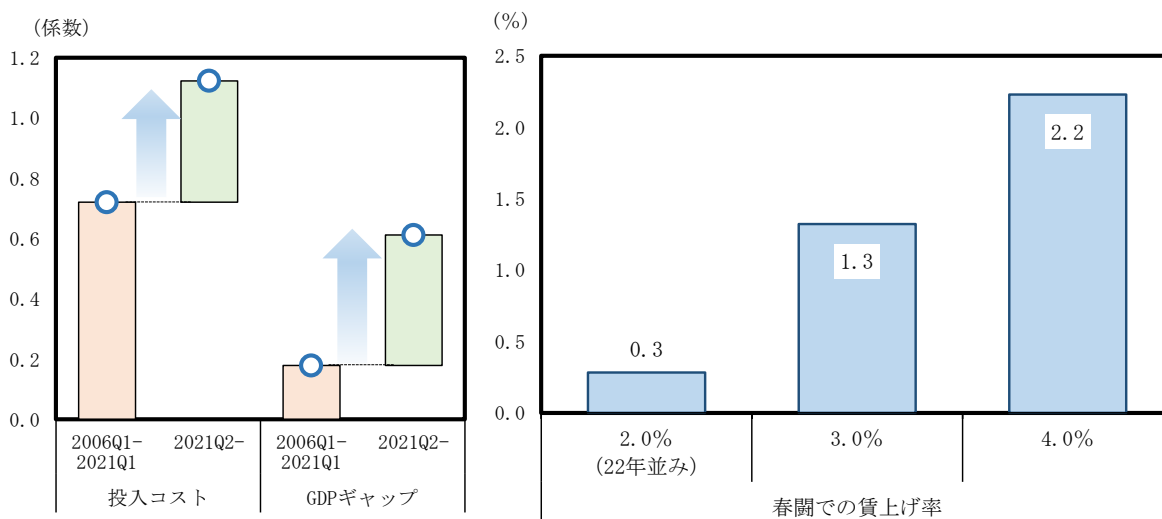
コア CPI 上昇率を前出の投入コストとマクロの需給バランスを表す GDP ギャップで回帰すると、これらの係数（CPI への影響度合い）はいずれも今回のインフレ局面で高まっているとの結果が得られた（図表 3 左）。

投入コストの係数の上昇は、企業・家計間の価格転嫁が進展したことを示唆する。とりわけ注目されるのは、係数が 1 を上回るようになった点だ。すなわち、以前は投入コストが増加しても企業はその一部しか小売価格に転嫁できなかったが、足元では投入コストの増加分以上に小売価格を引き上げている可能性がある。

GDP ギャップの係数の上昇は企業の小売価格の改定頻度の高まりを示唆する。価格改定頻度が増加すれば、企業は製品の需給動向に応じてより弾力的に価格を設定することができるからだ。

³ 「労働投入」もプラスに寄与しているが、賃金の増加は「労働投入」を直接的に押し上げるだけでなく、「中間投入・国内財」及び「中間投入・サービス」も間接的に押し上げる。

図表 3：家計・企業間の価格転嫁動向（左）、春闘での賃上げ率のコア CPI への影響（右）



(注1) 左図の推計式は以下の通り（推計期間：2006年Q1-2023年Q1）。

コア CPI 上昇率 = α * 投入コスト + β * 投入コスト × インフレダミー + θ * GDP ギャップ + γ * GDP ギャップ × インフレダミー

γ は 5% 有意、その他は 1% 有意。インフレダミーは 2021 年第 2 四半期以降を 1（その他を 0）とするダミー。

(注2) 右図では春闘での賃上げ率を外生的に設定した上で、賃上げによる労働投入及び中間投入コストの変動をそれぞれ産業連関表から試算し、その合計から投入コストの増加率を算出した。さらに、春闘での賃上げ率が「4.0%」と「3.0%」のシナリオでは、左図における「2021Q2-」の投入コストの係数を、「2.0%」のシナリオでは同「2006Q1-2021Q1」の係数を用いて、各シナリオにおける投入コストの増加率と整合的なコア CPI 上昇率を算出した（GDP ギャップは 0 と仮定）。

(出所) 厚生労働省、総務省、日本銀行より大和総研作成

春闘で 3% 台後半の賃上げ率を維持できるかが 2% の物価安定目標の達成の目安か

以上の価格設定行動の特徴を踏まえつつ、春闘での賃上げ率を想定し、これと整合的なインフレ率を推計した結果が図表 3 右である。

春闘での賃上げ率が 2022 年並みの「2.0%」で、価格設定行動が変容する前（図表 3 左の左側の棒グラフ）のケースでは、整合的なインフレ率は 0.3% 程度と推計される。世界経済の腰折れなど大きな負のショックによって国内の賃上げ機運が急速にしばみ、2000～10 年代に見られた価格設定行動に戻れば、インフレ率は再びゼロ近傍で推移する恐れがある。ただし、これはテールリスクといえる。

当社の「[第 217 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023 年 6 月 8 日）の第 2 章で示したように、春闘での賃上げ率は 2024 年も 3% 台を維持するとみられる。そこで、賃上げ率が「3.0%」で価格設定行動の変容が継続すると、これと整合的なインフレ率は 1.3% 程度と推計される。景気回復と労働需給のひっ迫が継続すれば、デフレからの完全脱却が視野に入る。

日本銀行（日銀）の目指す 2% の物価安定目標を達成するのは、春闘での賃上げ率が「4.0%」のケースだ（整合的なインフレ率は 2.2% 程度と推計）。2023 年春闘では 3.6% 台の賃上げ率で着地する可能性が高いが、2024 年以降も少なくとも 3% 台後半を維持する経済状況を実現できるかどうか、物価安定目標の達成の目安となるだろう。

2. 金融政策へのインプリケーションとリスクシナリオ

インフレ下での金融緩和でデフレからの完全脱却を目指す日銀

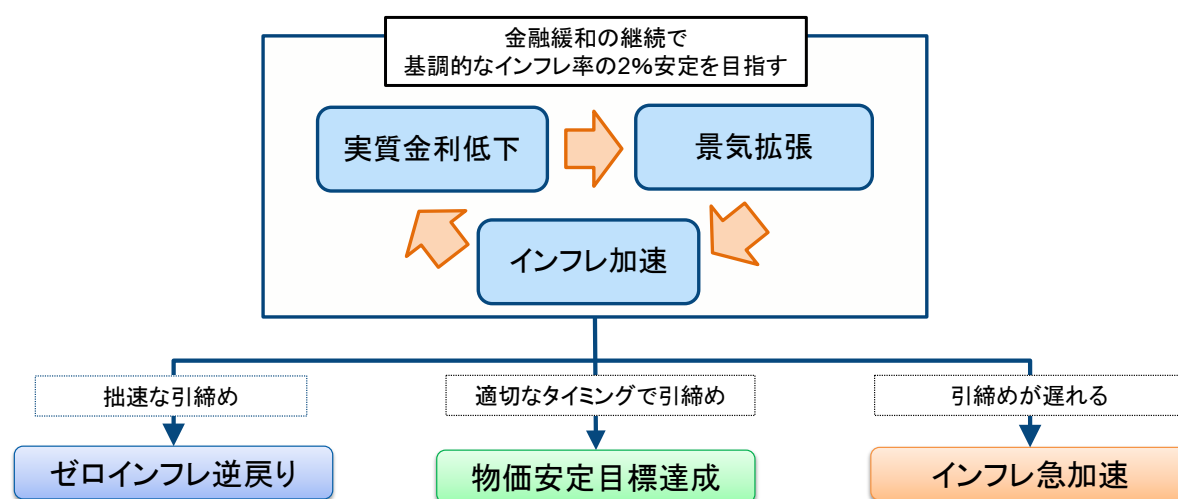
植田和男・日銀総裁は [4月の金融政策決定会合後の記者会見](#) で、「引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクよりも、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きく、基調的なインフレ率の上昇を待つことのコストは大きくない」と発言し、政策の早期見直しに慎重な姿勢を示した。

インフレ下で金融緩和を継続すれば、実質金利（＝名目金利－インフレ率）が低下することで経済全体の需給がひっ迫する。需給のひっ迫はインフレを更に加速させることで実質金利を一段と低下させる。こうしてインフレは加速度的に上昇し得る（**図表4**）。この循環メカニズムが十分に機能すれば、適切なタイミングで金融を引き締めてインフレの過熱を回避しつつ、2%の物価安定目標を達成することは可能であろう。

しかし、「適切なタイミング」を見極めることは非常に難しい。インフレの加速度合いが不十分なまま金融引き締めに移れば、ゼロインフレ経済に戻ってしまうリスクは大きい。例えば、CPIの前年比変化率が小幅のマイナス圏にあった2000年8月に日銀はゼロ金利政策の解除を決定した。しかしその後、景気後退に陥ったこともあり、デフレが長期化してしまった。反対に「適切なタイミング」を見誤り、金融引き締めが遅れた米国や欧州は、物価の急騰に見舞われている。

先の植田総裁の発言を踏まえると、日銀が拙速に金融引き締めを行う可能性は極めて低いだろう。金融緩和を継続することで、デフレから完全脱却する確度は徐々に高まるとみられる。しかし、その確度が高まるほど、インフレが加速しすぎるリスクも意識しておく必要がある。

図表4：インフレ下での金融緩和の効果と想定されるシナリオ



(出所) 大和総研作成

金融引き締めが遅れた場合の大幅な利上げ・景気悪化リスクに留意

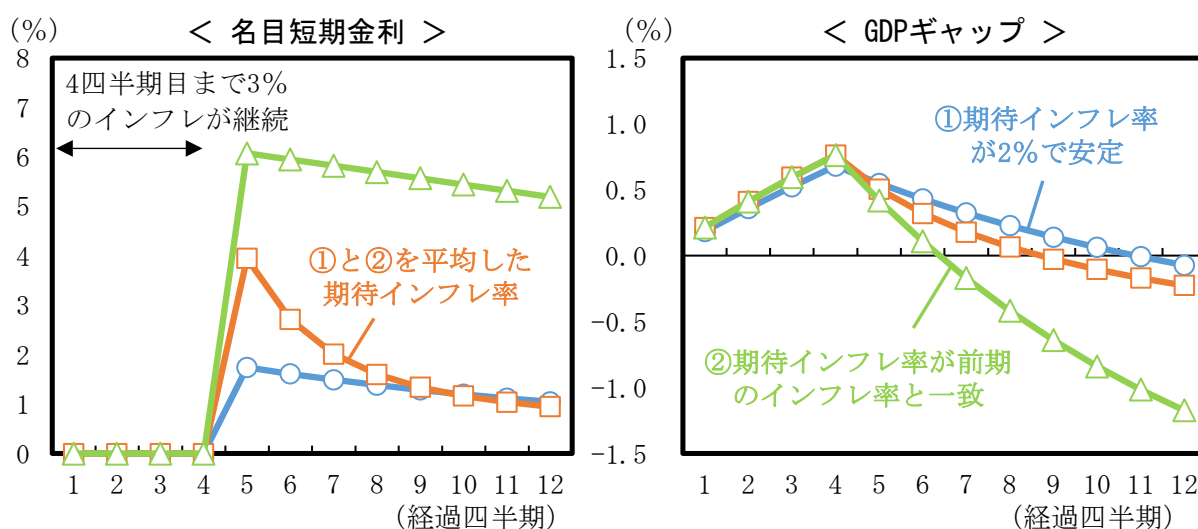
金融引き締めが遅れてインフレが加速しすぎた場合、海外の主要中央銀行のように日銀も金融引き締めへ転じるだろう。この際、インフレを抑制するために必要な利上げ幅は、金融引き締めを開始した時点でのインフレ率の水準はもちろん、各国の経済構造にも依存する。

とりわけ重要となるのはインフレ期待の適合度合いだ。日本のインフレ期待は欧米に比べ、インフレの「実績値」の影響を受けやすい（適合的期待形成の度合いが大きい）。すなわち日本でインフレが加速すると、期待インフレ率の上昇と相まって実質金利が下がりやすく、景気やインフレが過熱しやすい。金融引き締めタイミングを誤った場合の経済への悪影響は欧米よりも大きくなるとみられる。

適合的期待形成の度合いの違いによる短期金利と GDP ギャップへの影響について試算した結果が**図表 5**だ。ここではゼロ金利下で4四半期にわたり年率3%のインフレが発生し、5四半期目からはインフレ目標の年率2%に向けて金融引き締めを行うと想定した。適合的期待形成の度合いが大きいほどインフレ率の水準は下がりにくいため、インフレの抑制に必要な利上げ幅や GDP ギャップの低下幅は大きくなる⁴。

インフレが加速しすぎた場合、インフレ期待の適合度合いが高い日本ではインフレ抑制のために大規模な金融引き締めが必要となる可能性には留意が必要だ。

図表 5：適合的期待形成の度合いによるインフレ過熱時のリスクシミュレーション



(注) 1期から4期までは外生的にインフレ率を3%、名目短期金利を0%と設定（いずれも年率）。ニューケインジアン型のマクロモデルを用いて得たシミュレーション結果。

(出所) 総務省、日本銀行統計より大和総研作成

⁴ このメカニズムを大まかに説明すると、適合的期待形成の度合いが大きい経済において高インフレが継続する場合、インフレ期待を表すフィリップス曲線の切片が上方にシフトするため、インフレの抑制に必要な GDP ギャップの低下幅が大きくなる。