

# Monthly Economist Report

日本のインフレ率、3つの可能性

—70年代・90年代・現代の経済動向から考える—

2022年11月

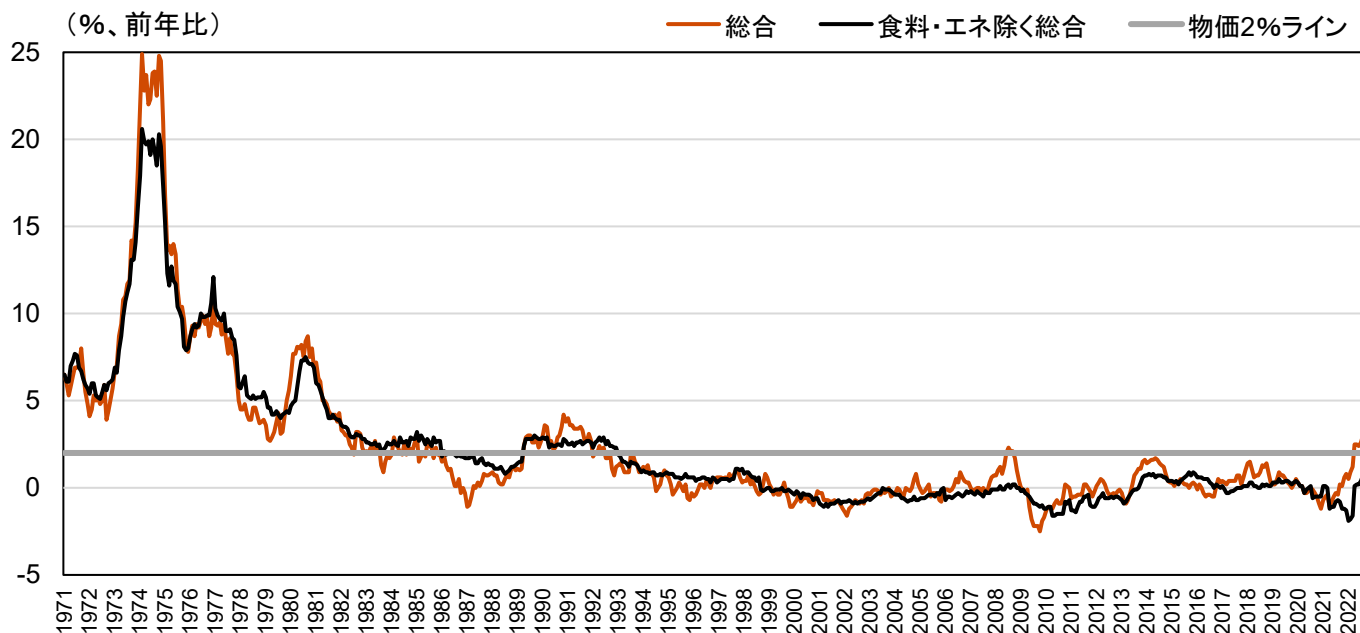


PwC コンサルティング合同会社  
PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡剛士

世界的なインフレ率の高まりの中で、日本のインフレ率も徐々に高まっている。11月18日に総務省が公表した消費者物価指数(全国、10月)は総合で前年比+3.7%、生鮮除く総合(コア)で同+3.6%、生鮮・エネルギー除く総合(日銀型コアコア)で同+2.5%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア)で同+1.5%となった。携帯電話通信料値下げの影響が剥落した2022年4月以降、総合指数は前年比で2%を超えるようになったが、当時の物価上昇の大半を占めていたのが食料およびエネルギー価格の上昇であった。10月の結果でも食料(酒類除く)及びエネルギーの価格の寄与が2.2%ポイントと、総合指数3.7%上昇の半分超を占める状況は依然変わっていない。だが、欧米型コアでみた物価上昇率が+1.5%となったのは、消費税率を引き上げた2014年時点を除けば、1993年4月以来であるのも事実である。日本のインフレ率の高まりは、日本が多くを輸入に依存する食料やエネルギーの価格上昇が主因で、国内の需給を反映した動きではない、とは言い切れない状況になりつつある。

図表1は1971年から現在までの日本のインフレ率を俯瞰している。日本のインフレ率は1972年あたりまで+5%から+6%の伸びで推移していたが、その後大きく上昇に転じ、1974年2月に総合で前年比+24.9%、欧米型コアで同+20.6%となった。この急速なインフレ率の高まりは、1973年10月の第四次中東紛争の勃発を受けた石油価格の高騰(第一次石油危

図表1 日本のインフレ率の推移



(出所)総務省より筆者作成。消費税率引き上げの影響を除いたベース。

機)ではなく、当時の日本銀行の不適切な金融政策(行き過ぎた金融緩和策)が主因である(なお、日本国内でこうした見解が形成されるきっかけとなったのは、先日亡くなられた小宮隆太郎氏の先駆的な研究による所が大きい)。そして1974年に日本は戦後初めてのマイナス成長を経験する。1978年末に第二次石油危機が生じて石油価格は再び高騰したが、1979年に就任した前川春雄日本銀行総裁の金融政策により、インフレ率の高進は最小限で食い止められた。その後、1980年代半ばから1993年あたりまで、日本のインフレ率は2%程度で概ね推移することになる。1990年初のバブル崩壊後の長期停滞および日本の不十分なマクロ経済政策の結果、1998年以降、日本は1%未満のマイルドかつ長期に亘ったデフレを経験した。長期デフレの潮目が変わったのは第二次安倍政権の下で就任した黒田東彦総裁の金融政策(量的・質的金融緩和策)の貢献である。ただし、図表にある通り、デフレではなくなったものの、0%台のインフレ率が長らく続いていた。今、こうした状況に変化が生じてきているという訳である。

先月のMonthly Economist Reportでは、グローバルなインフレ率の高まりの中で日本のインフレ率も2%を超えて推移する「インフレの時代」が成立する場合に、政府、日本銀行、そして日本企業がどう対応すればよいのかを論じた。もちろん、デフレが長期化した日本にあって、本当に「インフレの時代」が到来するかは異論のある所であろう。以下では、足元のインフレ率の動向を分析しながら、1970年代、1990年代の経済・物価動向を敷衍することを通じて、日本のインフレ率の将来について、筆者が考える3つの可能性を検討することにしたい。

### 日本のインフレ率、3つの可能性

まず、具体的な分析を進める前に、日本のインフレ率がたどるであろう3つの可能性についてあらかじめ概観しておこう。図表2は日本のインフレ率の先行きを3つの可能性として示している。

1つ目の可能性は、安定的上昇である。これは日本の物価上昇率が欧米型コアで前年比+2.0%まで上昇し、安定化するというものである。この場合、現在の物価上昇率の高まりを反映して来年度の春闘では大幅な賃上げが実現し、一国全体でも3%を超える名目賃金上昇率が達成する。そしてこうした名目賃金上昇の下で家計の購買力が維持され、企業収益の改善が続く中で、日銀が掲げる「2%の物価安定目標」が安定的かつ持続的に達成されることになるだろう。

2つ目の可能性は、急激な上昇である。これは日本の物価上昇率が1970年代の大インフレにつながるような大幅かつ急激な形で変化するというものである。この場合、名目賃金の上昇が物価上昇率の高まりを生み、さらに物価上昇率の高まりが名目賃金の上昇につながるという風に、賃金上昇とインフレ率の高進が同時進行することになる。

3つ目の可能性は、再びの停滞である。これは、食料・エネルギー価格が下落していく中で、その他の財の価格上昇率も低

図表2 日本のインフレ率、3つの可能性

<p>安定的上昇</p>	<p><b>食料・エネルギー除く総合で前年比2.0%前後で上昇、安定化</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 足元の物価上昇率の高まりを反映して名目賃金が増加</li> <li>■ 名目賃金増、企業収益の改善が維持されるも、エネルギー価格の剥落後も2%近傍で安定化</li> </ul>
<p>急激な上昇</p>	<p><b>1970年代の大インフレにつながるような大幅かつ急激な物価上昇</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 名目賃金増→物価上昇率の高まり→名目賃金増…という形で賃金増とインフレ率の高進が同時進行</li> <li>■ 政府・日銀の経済政策も以上の状況をサポート</li> </ul>
<p>再びの停滞</p>	<p><b>食料・エネルギー価格の下落に伴い、0%台の物価上昇率に逆戻り</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 食料・エネルギー価格の上昇が一服するにつれ、その他の財の価格上昇率も低下</li> <li>■ 名目賃金増、企業収益の改善も頭打ちとなり、0%台の物価上昇率へと逆戻り</li> </ul>

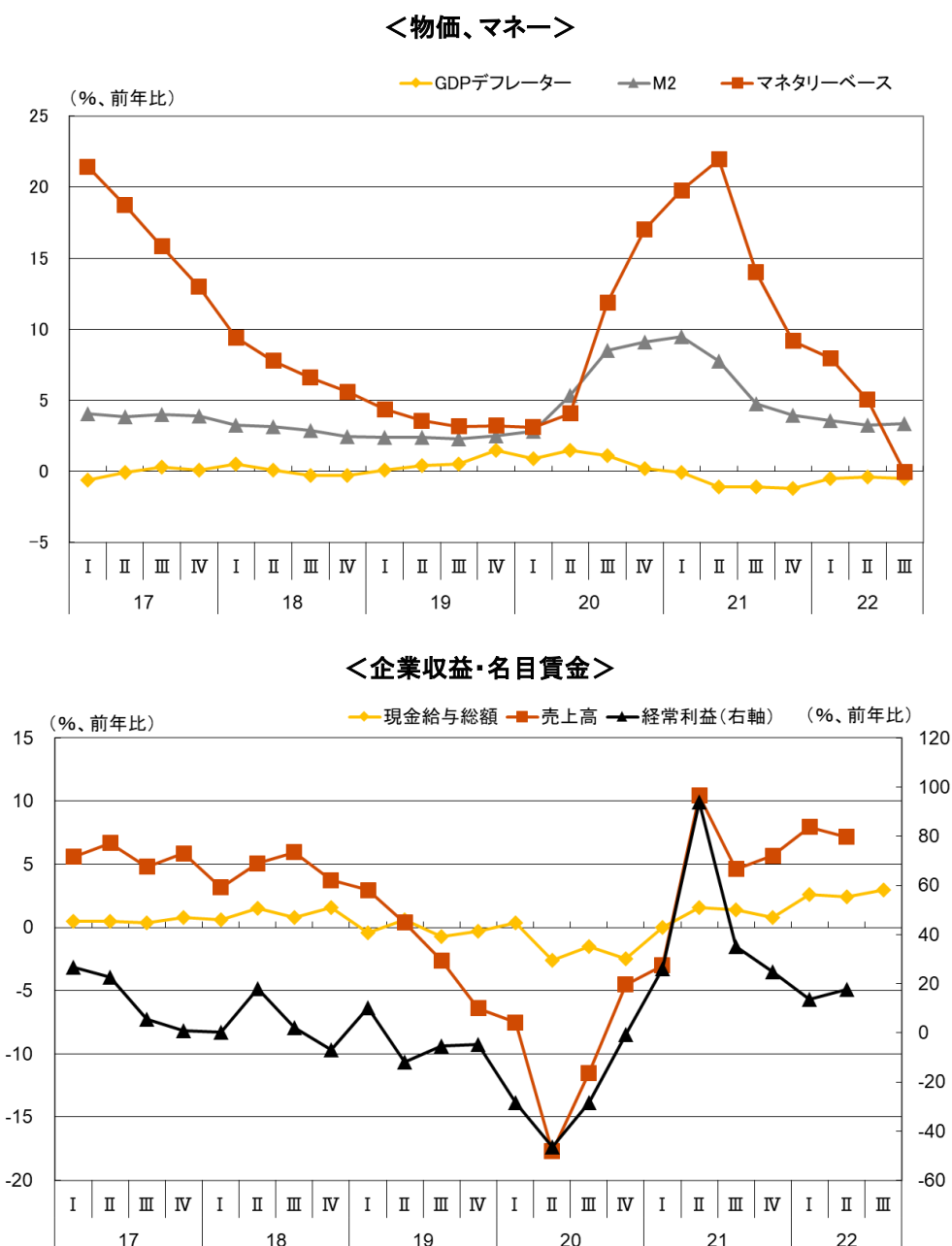
下していき、0%台の物価上昇率に再び逆戻りするということである。この場合、現在の物価上昇率を反映して名目賃金が仮に上昇を強めたとしても、その勢いは一時的で、結局は価格上昇に消費者の購買力がついてこれずに企業は価格を下げざるをえなくなる。内外環境の変化により企業収益の改善も頭打ちとなって、企業は名目賃金の上昇を維持できなくなる。

今後の日本のインフレ率を考える場合、こうした可能性をどう考えたらよいのだろうか。もしくは、どんな状況になれば3つの可能性それぞれの蓋然性が高まるのだろうか。以下ではこうした点について検討してみたい。

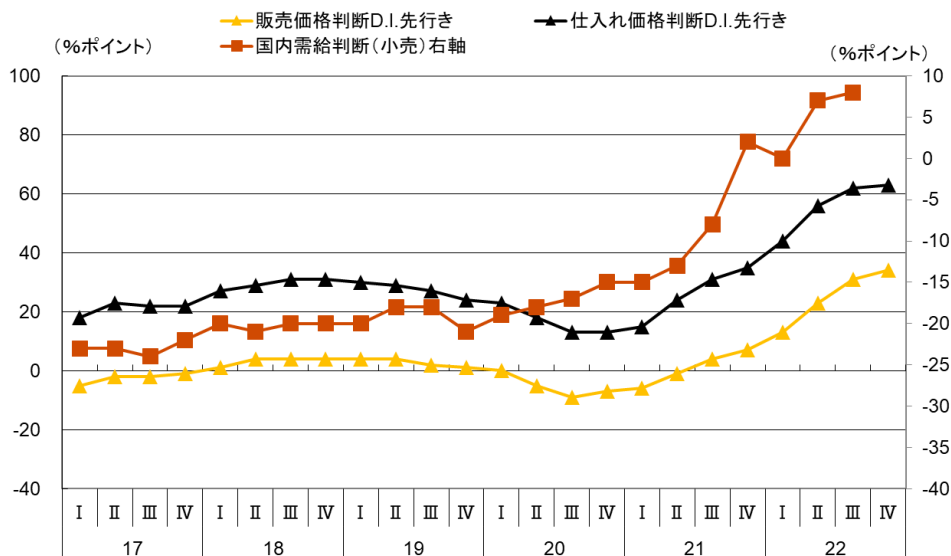
### 足元の経済動向とインフレ率から考える「安定的上昇」の可能性

まず1つ目の可能性から検討してみよう。題材としたいのは、足元の経済動向とインフレ率の推移である。図表3は2017年から2022年までのGDPデフレーターでみたインフレ率、マネーの動き、企業収益・名目賃金、価格判断・需給見通しの推移を示している。

図表3 物価、マネー、企業収益、名目賃金、価格見通し(2017年～2022年)



<価格判断・需給見通し>



(出所)内閣府、日本銀行、厚生労働省、財務省より筆者作成。

日本銀行が市中に直接的に供給するマネーの量を示すマネタリーベースは、COVID-19 拡大直後の 2020 年を境に、コロナオペの影響もあって前年比+20%を超える伸びとなり、金融機関や中央政府を除く国内の経済主体が保有する通貨であるマネースtock(M2)も前年比+10%に迫る伸びとなった。2021 年半ば以降、COVID-19 に伴う資金支援策が一服すると伸びは低下して、マネースtock(M2)は 2017 年時点の動きに戻っている。マネーの動きは時間的なラグを伴いつつインフレ率に影響を及ぼすが、足元でマネースtockの動きが安定している状況を見るに、マネーの動きが今後インフレ率をより強めるという可能性はあまりないように感じられる。GDP デフレーターは消費者物価指数のように消費財のみを対象とした物価とは異なり、GDP を構成する消費・投資や輸出入についての物価を全て考慮に入れた物価の動きを示す。マネーの伸びが強まる中で GDP デフレーターは緩やかなマイナスで推移しているが、これは消費、投資、輸出入についての物価は上昇しているものの、食料やエネルギー価格の上昇を受けた輸入物価の上昇がより大きいこと、つまり、日本企業が輸入財の価格上昇を国内財の価格上昇という形で十分に転嫁できていないことを意味する。

企業収益や名目賃金の動きをみよう。日本企業の売上高は COVID-19 に伴って実施された世界的な行動制限の影響から大きく低下した後持ち直し、足元でも 5%以上の伸びを維持している。こうした中、企業の経常利益も 2020 年第 2 四半期は前年比 40%を超える大きな減少を経験したが、その後持ち直して、2 年後の 2022 年第 2 四半期においても前年比 20%程度の増益を維持している。こうした企業利益の拡大が名目賃金の増加につながっている。名目賃金(現金給与総額)は COVID-19 拡大開始の際に前年比マイナスとなったが、企業の経常利益が大幅に増加した 2021 年第 2 四半期以降、伸びを強めていき、2022 年第 3 四半期には前年比で 3%を超える増加となっている。これは、家計の購買力維持を通じて物価上昇率の高まりに寄与していると考えられる。

企業が予想する価格上昇率の高まりと、国内財の需給のタイト化は、価格判断や需給見通しの動きからもうかがわれる。企業の国内販売価格判断 D.I.と仕入れ価格判断 D.I.(ともに 3 か月先の先行きをみたものである)の推移をみると、2021 年の第 2 四半期以降、企業が仕入れ・販売両面での価格上昇の強まりを意識し、またそうした状況が持続していることを示している。そしてこうした価格上昇の強まりを支えているのが、グローバルな需要拡大やサプライチェーン障害の影響も作用しつつ、財需給のタイト化が同時並行的に強まっているという事実である。

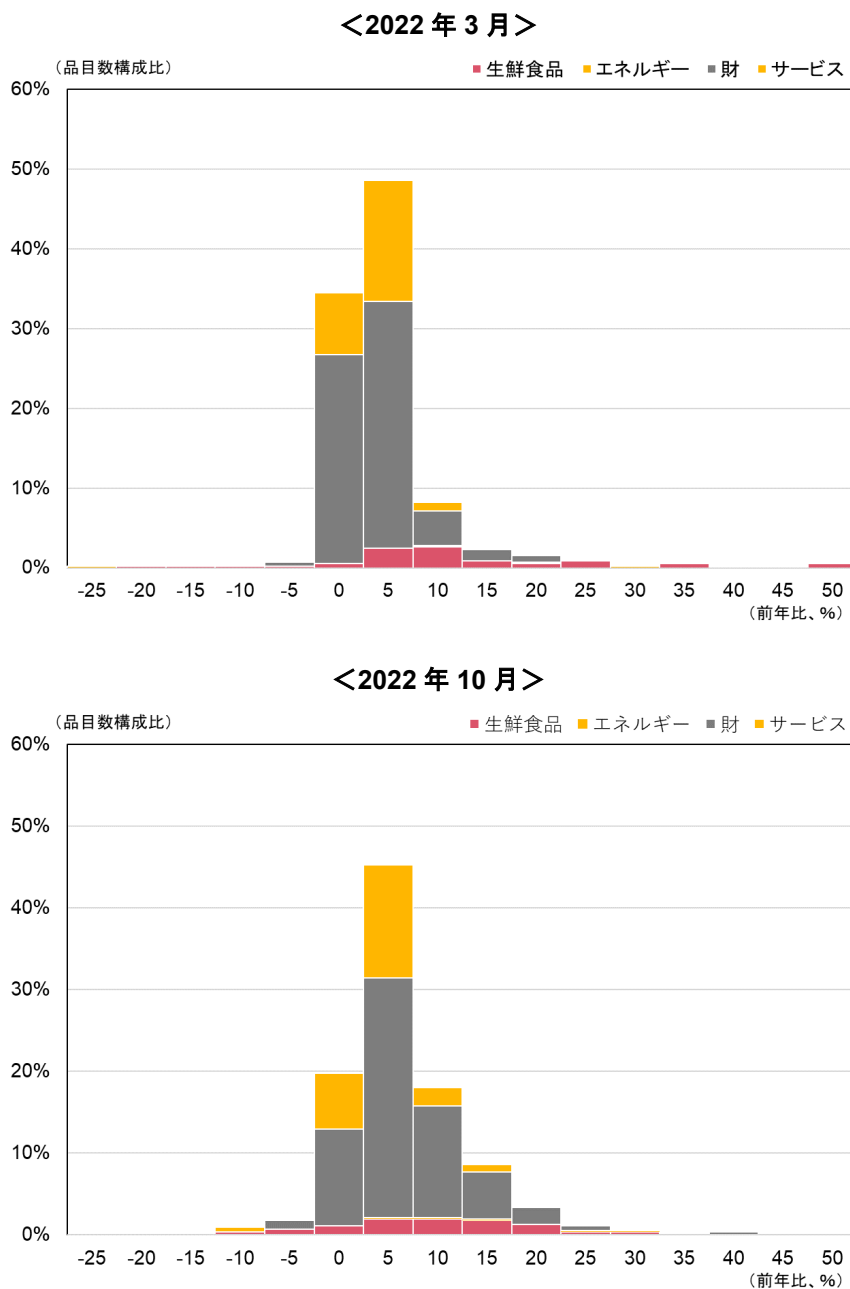
以上の議論をまとめよう。2022 年 4 月以降、消費者物価指数(コア)は前年比で+2%を超える伸びとなり、伸び率は強まっているが、こうした物価上昇率の高まりの背景にあるのが、COVID-19 後の企業収益の拡大と名目賃金の上昇、グローバルな需要拡大や供給制約といった内外の需給両面からの物価上昇圧力の持続である。もちろん、一国全体でみた需給ギャップは供給超過であり、財需給のタイト化が全ての品目で生じている訳ではなく、輸入価格上昇分を国内価格に反映させるという

価格転嫁の動きも十分とは言えない。だが、これらの物価上昇率の高まりを規定する諸要因の影響が持続すれば、物価上昇率は欧米型コアでも、自ずと持続的・安定的に2%近傍を維持する状況に到達することになるだろう。

仮に消費者物価の伸びが欧米型コアでも、持続的・安定的に2%を維持する状況になるとした場合、それは消費者物価指数を構成する各品目の伸びがどのような状況になることを意味するのだろうか。またそうした観点で現在の消費者物価指数を観察した場合、持続的・安定的に2%を超える状況からどの程度の隔たりがあると言えるのだろうか。

図表4はこうした点を考えるため、消費者物価指数を構成する品目のそれぞれにつき価格上昇率を計算し、それぞれの価格上昇率を記録した品目が全体の何%を占めるのかをヒストグラムの形で比較している。図表4の上にあるのが総合で前年比+1.2%、欧米型コアで同-1.6%の物価上昇率であった2022年3月のヒストグラム、下にあるのが総合で同+3.7%、欧米型コアで同+1.5%となった2022年10月のヒストグラムである。

図表4 ヒストグラムでみた物価上昇率比較(2022年3月、2022年10月)

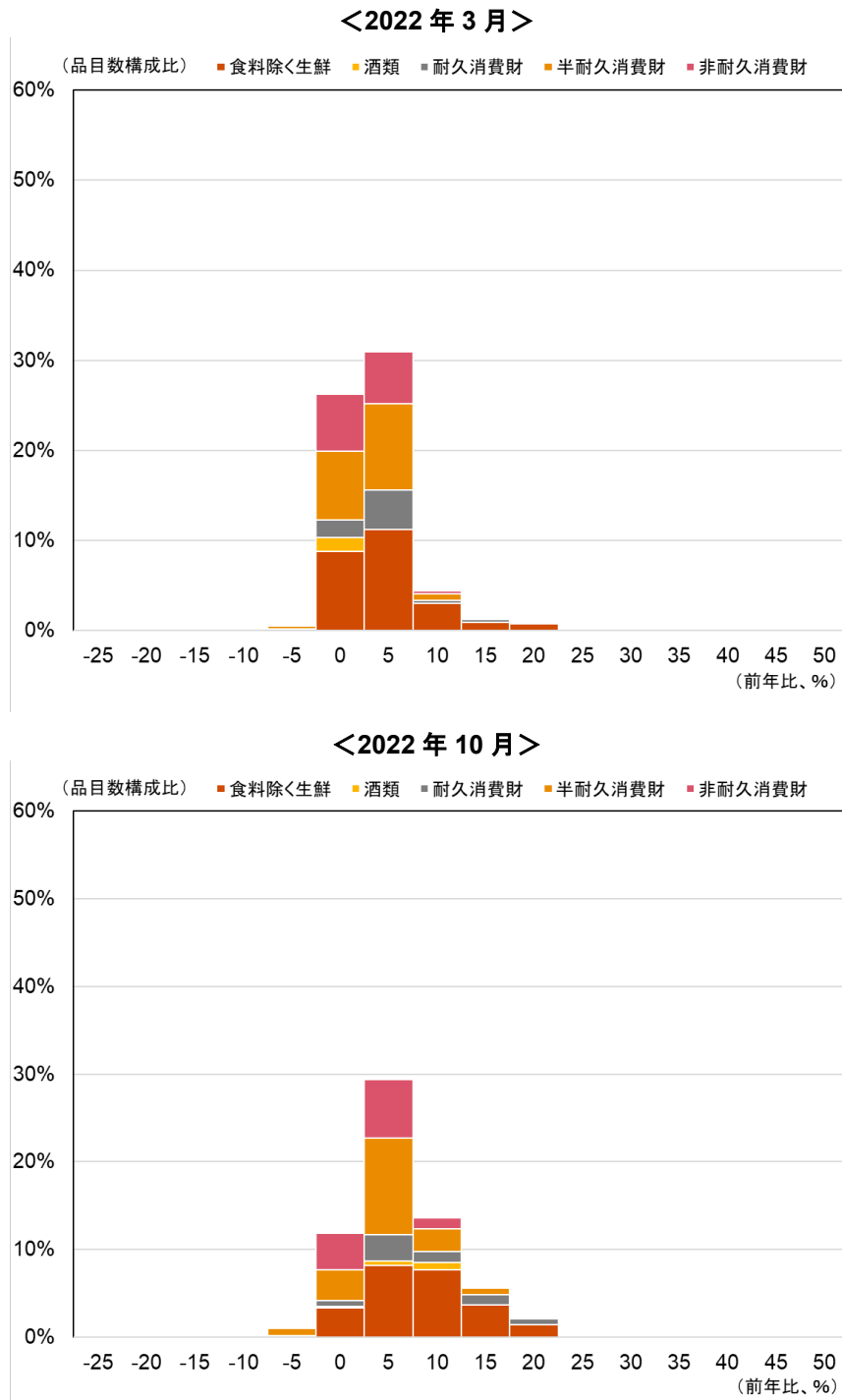


(出所)総務省より筆者作成。



2つの図を比較すると、2022年10月のヒストグラムは、生鮮食品、財、エネルギーともに右へと分布の裾野が厚くなっている(つまり前年比上昇率が高まった財の割合がより大きくなる)。特に財についてその傾向が著しい。図表5は図表4で示した品目のうち、財のヒストグラムのみを抽出してその内訳を示すことでより詳細な比較を行っている。図表をみると、食料を除く生鮮、半耐久財、非耐久財を中心に価格上昇率の高まりが生じて、分布の裾野が右にシフトしていることがわかる。

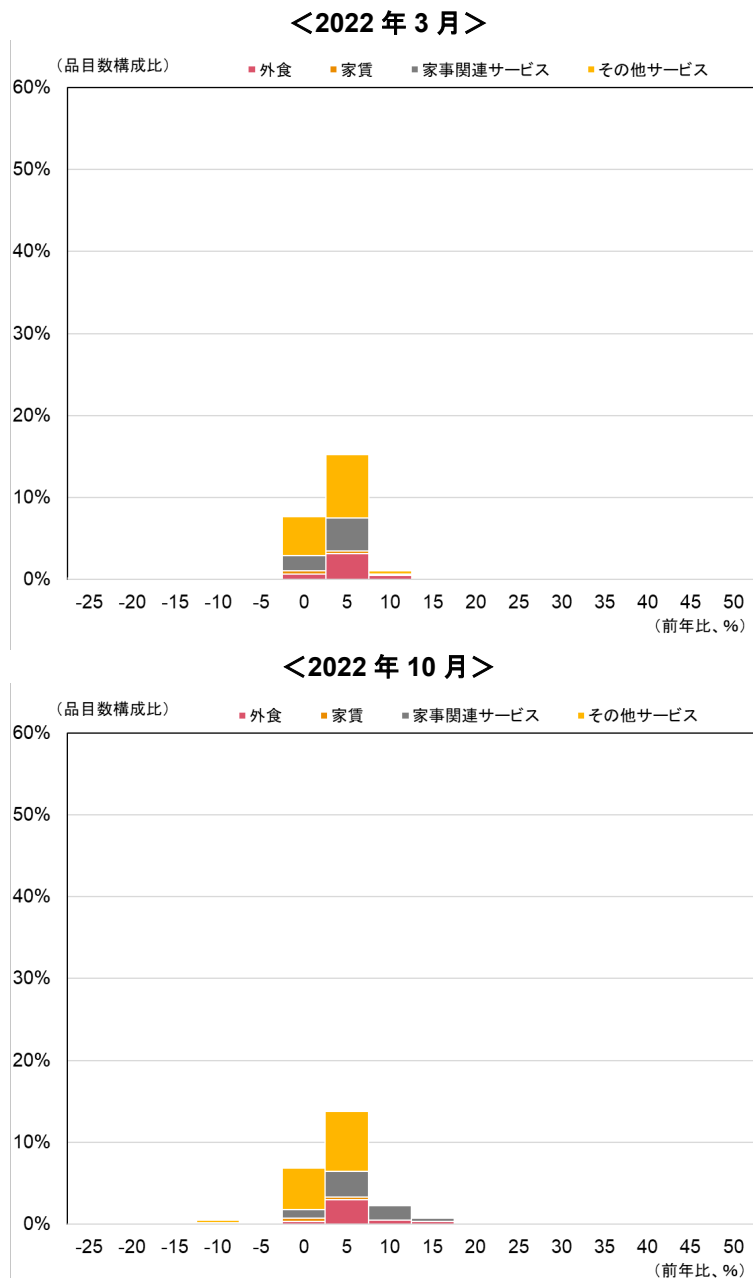
図表5 ヒストグラムでみた財の価格上昇率比較(2022年3月、2022年10月)



(出所)総務省より筆者作成。

図表6は図表4におけるサービスのヒストグラムのみを抽出してより詳細な比較を行っている。両者を比較すると、全体として財ほどは明確な変化を確認することはできず、財と比べてサービスは粘着的な価格変化といえるが、外壁塗装や壁紙の張替えといった家事関連サービスを中心に、2022年10月において価格上昇率が高まった品目が増えてきている。図表4におけるヒストグラムからは、0%~5%未満の価格上昇の財の割合が減り、5%~10%未満の財の価格上昇の割合が30%を超える状況が持続すれば、食エネ除く総合で前年比+2.0%の安定的な達成も可能となると見込まれる。

図表6 ヒストグラムでみたサービスの価格上昇率比較(2022年3月、2022年10月)



(出所)総務省より筆者作成。

### 1970年代の大インフレの経験から考える「急激な上昇」の可能性

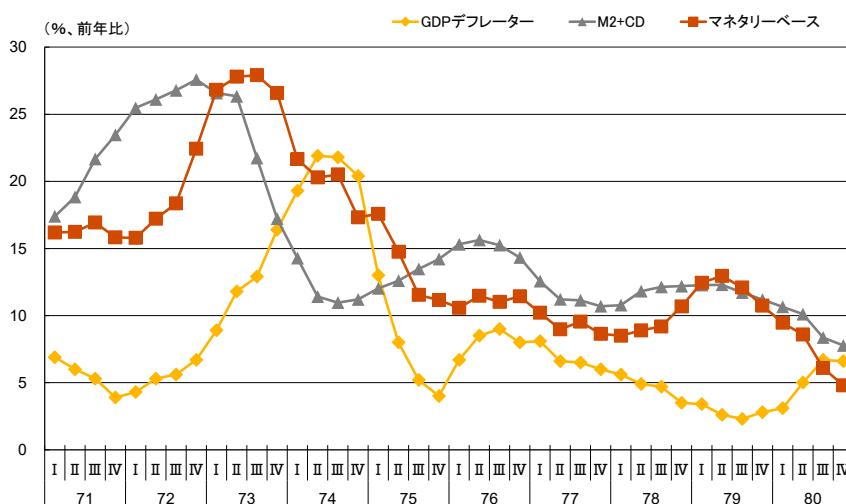
続いて2つ目の可能性について検討しよう。1970年代は平均10%超の実質成長を記録した1960年代の高度経済成長期と4%程度の実質成長となった1980年代の安定成長期の結節点として位置づけられる。そして景気循環から1970年代を区分すれば、長期好況から景気後退期に入った1970年から1971年、急激な回復を果たした1972年から1973年、戦後初の

マイナス成長となった1974年、停滞期からの回復過程である1975年から1978年、第二次石油危機を経験した1979年、以上5つの時期に分けることができるだろう。

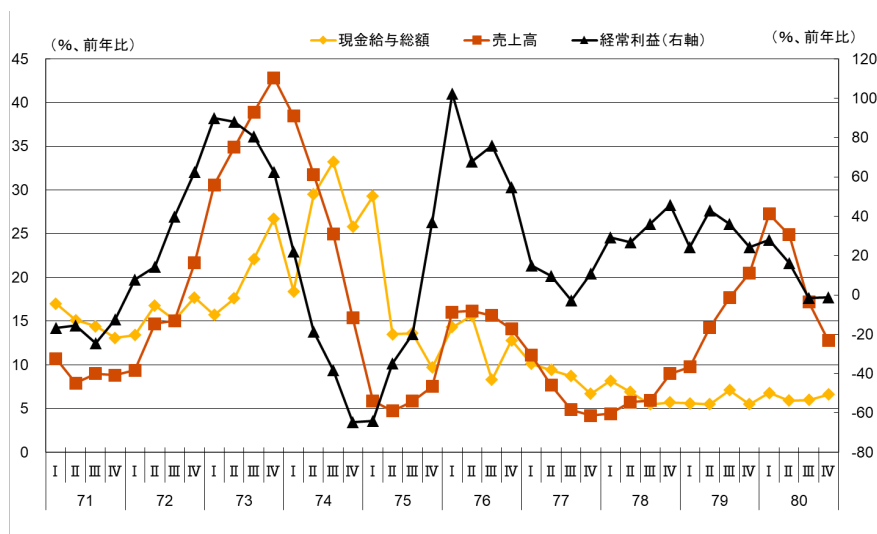
図表7は1970年代のGDPデフレーターでみたインフレ率、マネーの動き、企業収益・名目賃金の推移を示している。1970年代のGDPデフレーターは図表3で確認した足元の状況とは異なりプラスで推移し、特に1973年から1974年にかけて伸びを強めて1974年第2四半期には前年比+21.9%に達した。これは1973年10月以降の第一次石油危機による石油価格上昇に伴う輸入物価の上昇を上回る分の価格転嫁が十分になされるだけの、消費や投資といった国内需要の物価が上昇したことを意味する。図表7はこうした物価上昇の急上昇の背景に日銀が供給するマネタリーベースの急上昇と、マネーストック(M2+CD)の増加があったことを示唆する。そしてこうした動きを企業収益や名目賃金の側面から眺めると、1971年の景気後退期を経て1972年から1973年にかけて企業の経常利益や売上高は大幅に増加し、その動きに一呼吸遅れる形で前年比+15%程度の伸びを続けていた名目賃金(現金給与総額)が同+30%超にまで大きく伸びを強めたことがわかる。これが家計の購買力を高め、インフレ率を高める素地を生み、さらに名目賃金上昇が家計の購買力を高めてインフレ率を高める…というスパイラルにつながったという訳である。

図表7 物価、マネー、企業収益、名目賃金、価格見通し(1970年代)

<物価、マネー>



<企業収益・名目賃金>



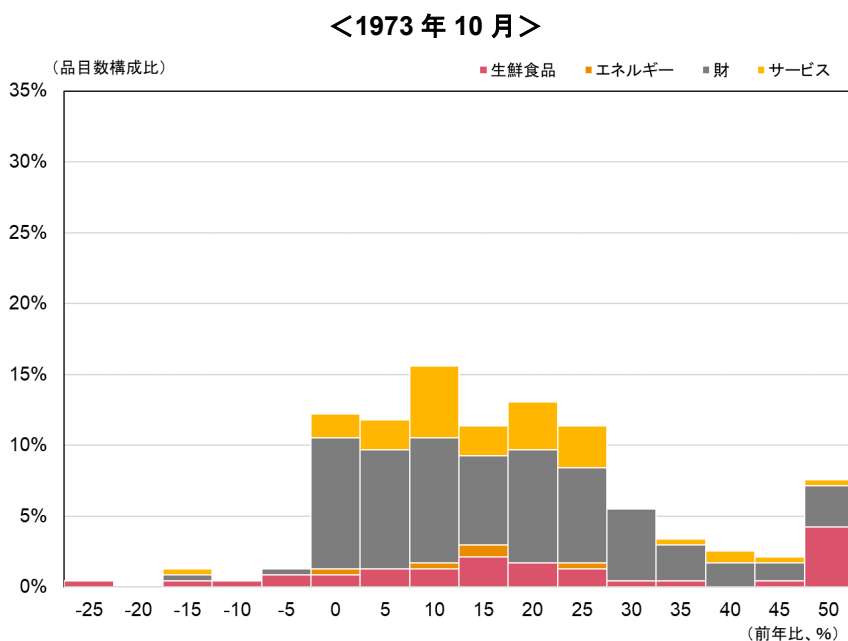
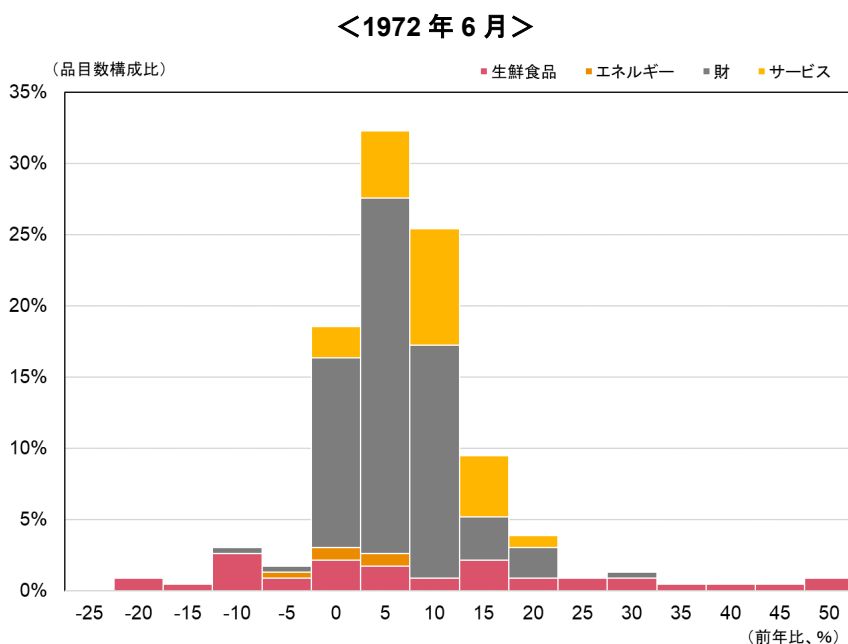
(出所)内閣府、日本銀行、厚生労働省、財務省より筆者作成。



1975年以降、物価は安定化するが、マネタリーベースの伸びは10%台と落ち着いている。企業の売上高や経常利益は変動する一方で名目賃金の伸びは抑制されて、1978年半ば以降は5%台の伸びで安定的に推移している。1978年末に第二次石油危機が生じて再び石油価格は上昇したが、マネタリーベースの伸びは拡大せず、1972年から1973年にかけて生じた名目賃金と物価のスパイラル的な上昇は生じなかった。

さて、1972年から1974年にかけてのインフレ率の高まりと1975年にかけての安定化の局面において、消費者物価指数を構成する各品目はどのような動きをしたのだろうか。図表8はインフレ率の高まりにおける各品目の価格上昇の変化を段階的にみていくため、1972年6月と1973年10月のヒストグラムを比較している。1972年6月のインフレ率は総合で前年比+4.8%、欧米型コアで同+5.1%であった。対して1973年10月のインフレ率は総合で同+13.9%、欧米型コアで同+13.1%

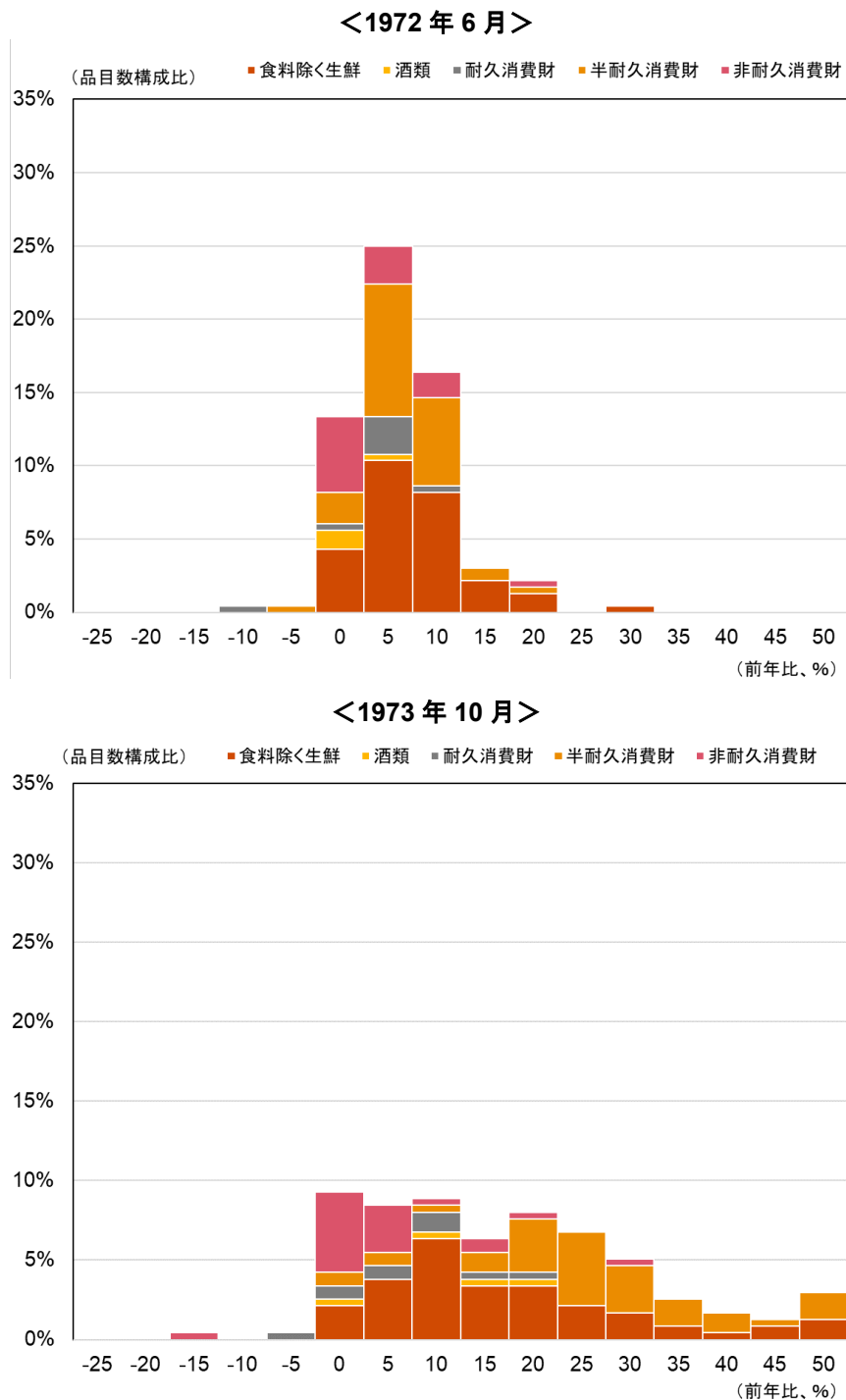
図表8 ヒストグラムでみた物価上昇率比較(1972年6月、1973年10月)



(出所)総務省より筆者作成。

であった。2022年のヒストグラム(図表4)と比較して、全体的に0%から10%未満の価格上昇率となった財の品目数構成比が低く、分布の裾野が右に厚い(価格上昇率の高い品目が多い)ことが1970年代のヒストグラムの特徴である。図表8からは、釣鐘型であった分布の形状が、財、サービスを中心に価格上昇率が高めることで全体として右にシフトして、台形のような形状に変化したことがわかる。図表9は同じ時期の財のヒストグラムの変化を抽出しているが、食料を除く生鮮食品、半耐久財、非耐久財を中心に価格上昇率の高まりが生じて、分布が右へとすそ野が厚くなり台形型となっている。

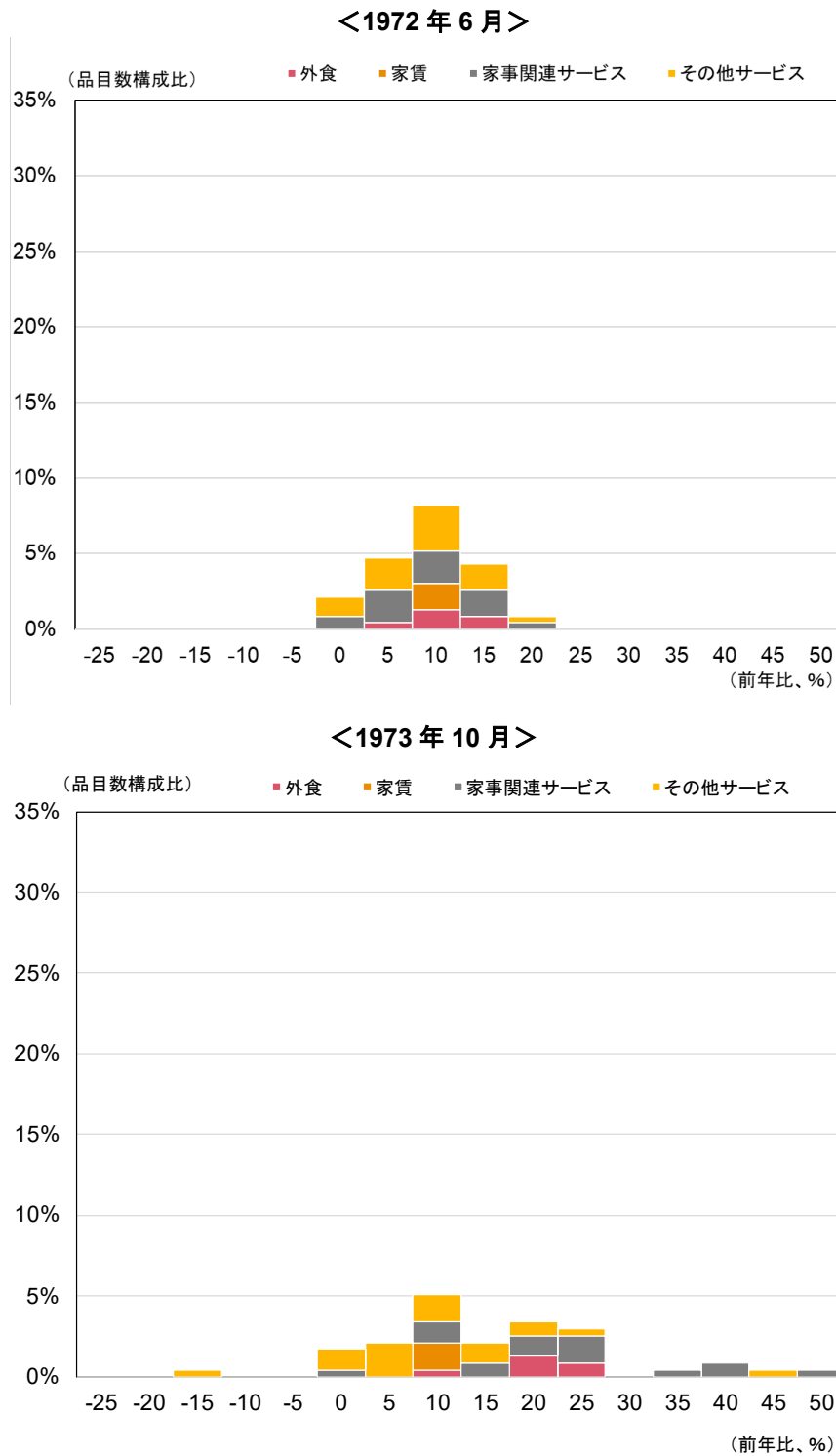
図表9 ヒストグラムでみた財の価格上昇率比較(1972年6月、1973年10月)



(出所)総務省より筆者作成。

図表10は図表8のヒストグラムからサービスを抽出して比較したものだが、外食、家事関連サービスを中心に価格上昇が進むことで分布が右に広がっている。なお、家賃やその他サービスは外食、家事関連サービスと比べると価格変化が大きくない。

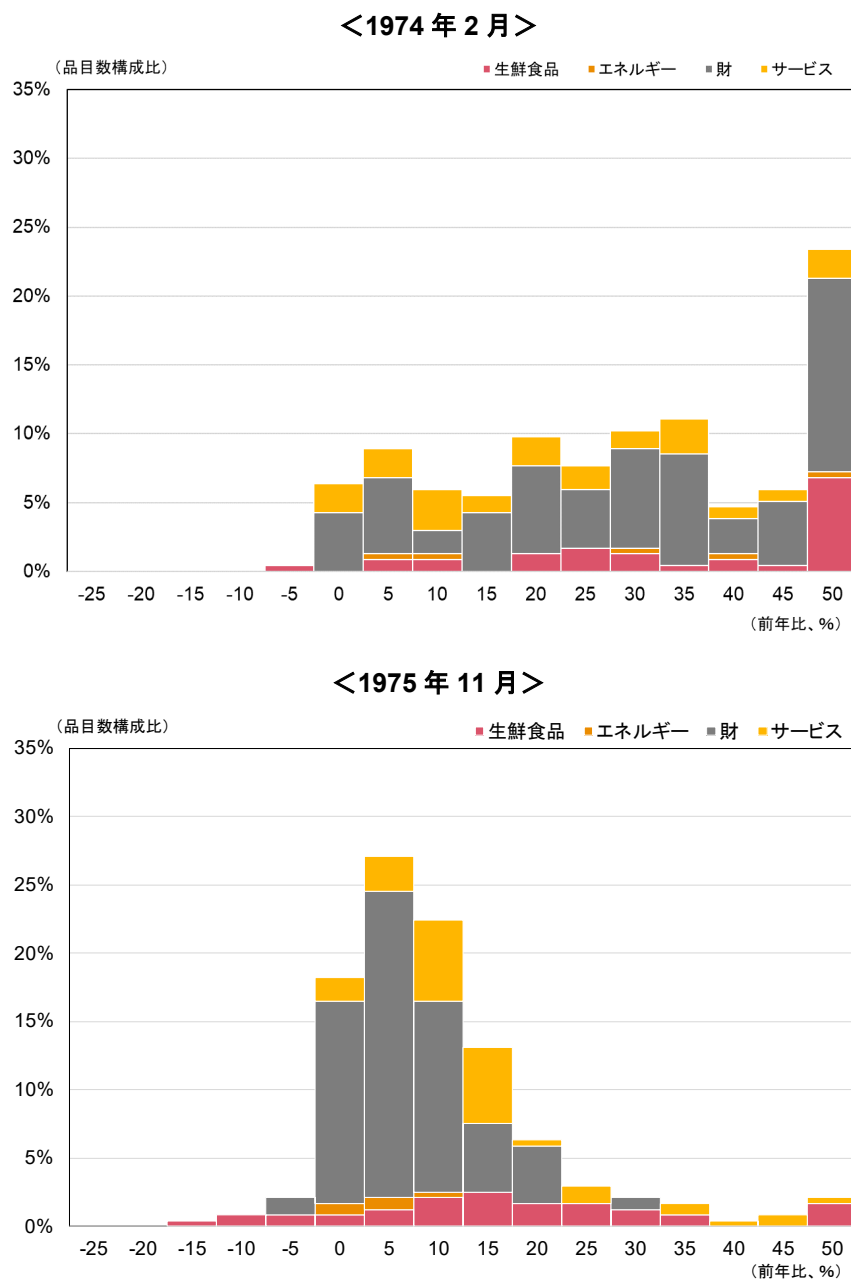
図表10 ヒストグラムでみたサービスの価格上昇率比較(1972年6月、1973年10月)



(出所)総務省より筆者作成。

今度はインフレ率がピークをつけ、減少に転じた局面におけるヒストグラムの推移をみていこう。図表 11 はインフレ率が総合で前年比+24.9%、欧米型コアで同+20.6%となった 1974 年 2 月と、インフレ率が総合で同+8.3%、欧米型コアで同+7.9%まで低下した 1975 年 11 月のヒストグラムを比較している。まず、図表 8 の 1973 年 10 月時点のヒストグラムと 1974 年 11 月のヒストグラムを比較すると、価格上昇率が 30%を超える品目の割合がさらに高まることで、分布が台形型からいくつかのコブを持ち、かつ価格上昇率が 50%を超える品目の割合が 20%を超えるものへと大きく変化したことがわかる。こうした動きには生鮮食品、財、サービスに含まれる各品目の価格上昇がともに影響した。1974 年 2 月から 1975 年 11 月にかけてのインフレ率低下局面では、ヒストグラムの分布は生鮮食品を中心に価格上昇が高止まる財が観察されるものの、1972 年 6 月における釣り鐘型の分布に戻っている。

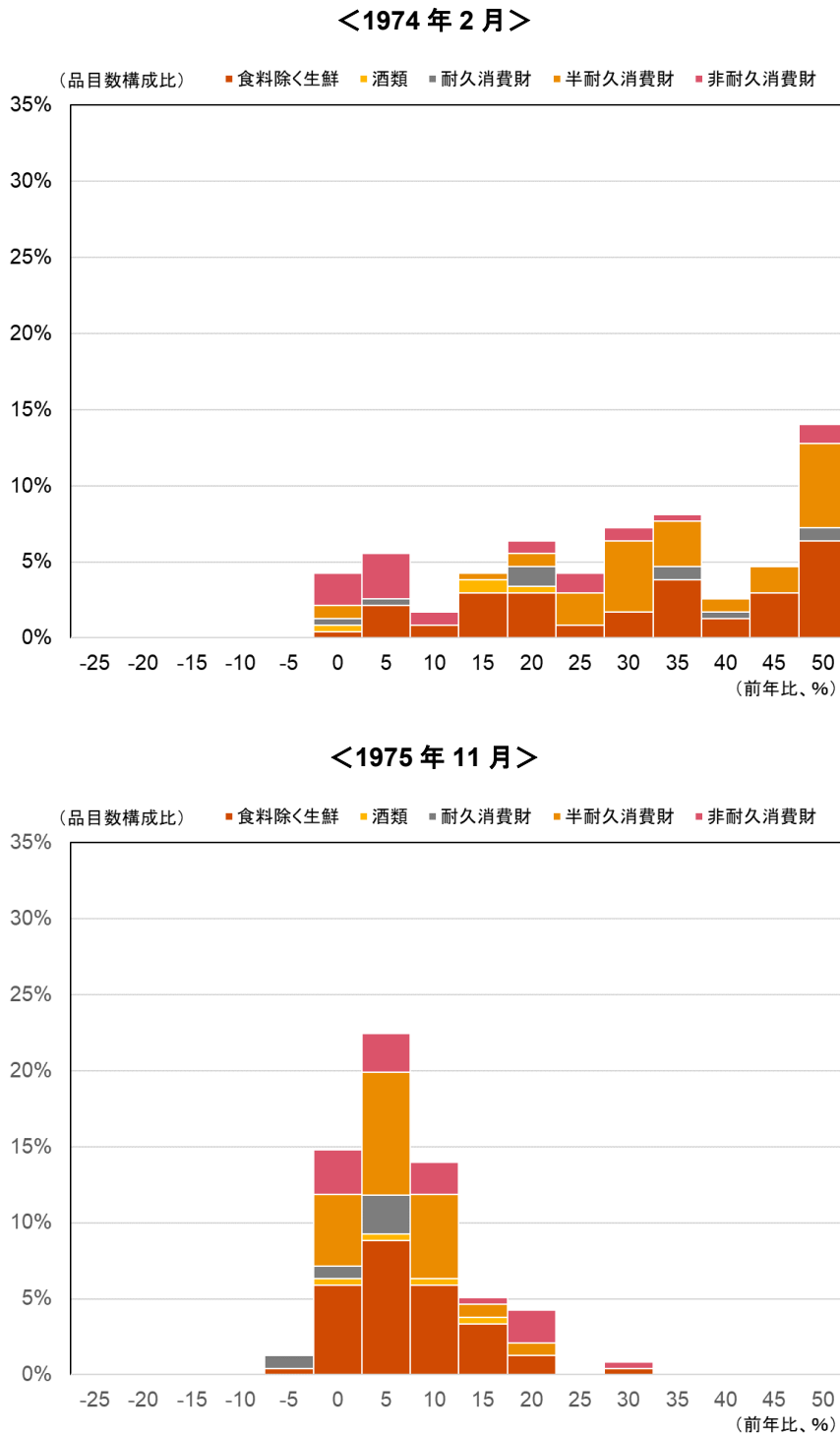
図表 11 ヒストグラムでみた物価上昇率比較(1974 年 2 月、1975 年 11 月)



(出所)総務省より筆者作成。

図表12は以上の時期における財のヒストグラムの変化を抽出している。図表からは、財の価格上昇率が2つの時期の間に大幅に変化したことがわかる。この変化は食料除く生鮮、酒類、半耐久消費財、非耐久消費財、耐久消費財の各品目で広範に生じており、1年半超の期間を経て元の釣鐘型に戻っている。

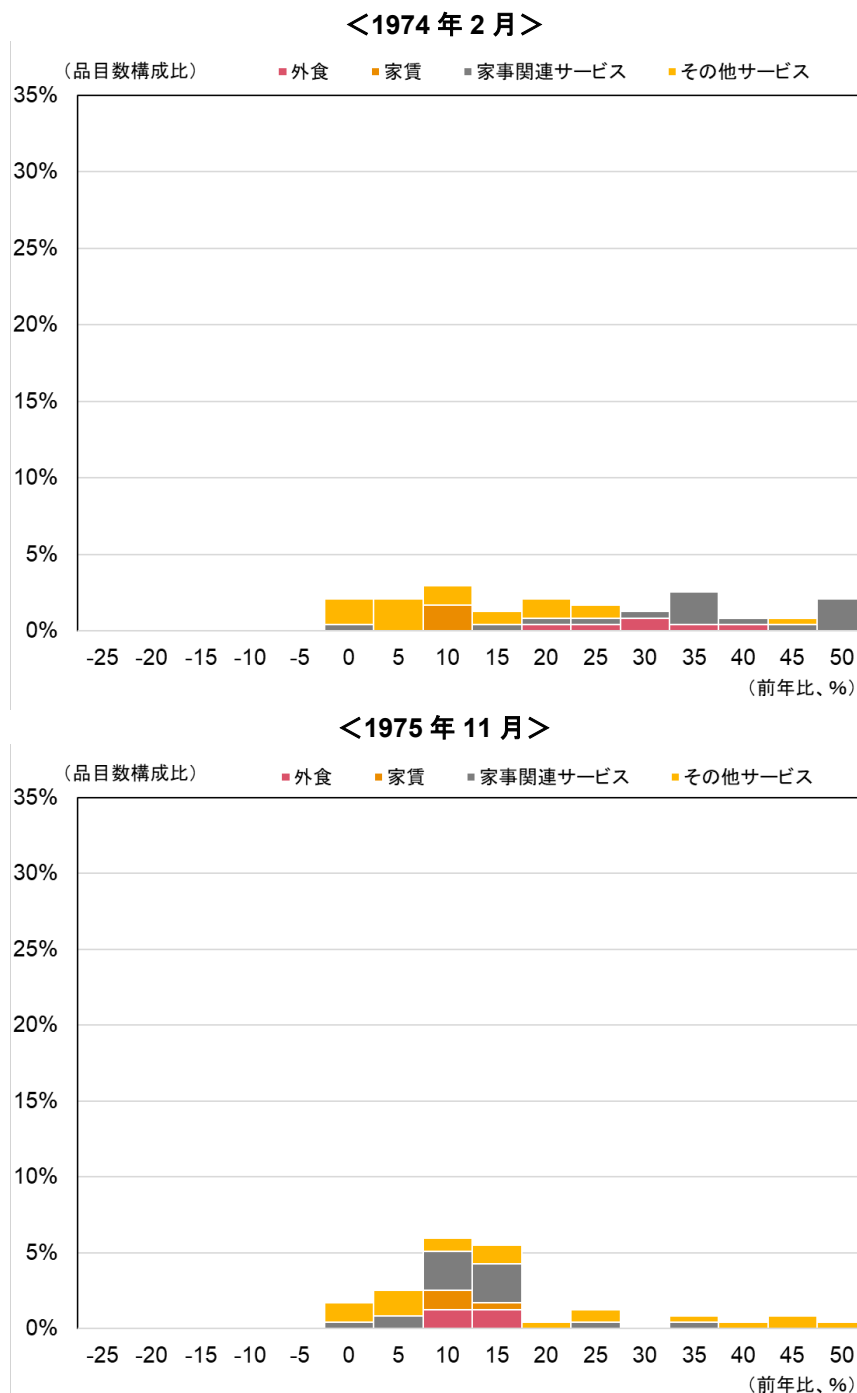
図表12 ヒストグラムでみた財の価格上昇率比較(1974年2月、1975年11月)



(出所)総務省より筆者作成。

図表13はサービスについてヒストグラムの変化を抽出したものである。図表からは、1974年2月に家事関連サービスや外食を中心に20%以上の価格上昇率を記録していた品目の伸びが1975年11月には20%未満の価格上昇率に低下することで、分布が左側に寄ったことがわかる。だが財の場合と比べるとサービスの場合の価格上昇率の低下の動きは緩やかで、その他サービスや外食の一部を中心に35%以上の価格上昇を記録した品目が存在している。

図表13 ヒストグラムでみたサービスの価格上昇率比較(1974年2月、1975年11月)



(出所)総務省より筆者作成。

以上、1972年6月から1974年2月までのインフレ率の急騰局面、1975年11月にかけてのインフレ率の安定化局面における財別物価上昇率の推移を比較した。インフレ率の急騰局面においては、ヒストグラムの分布は釣鐘型から台形型、そしていくつかのコブを持ち右方に裾野が広がる形へと変化し、インフレ率の安定化局面では元の釣鐘型の形状に戻っている。分布



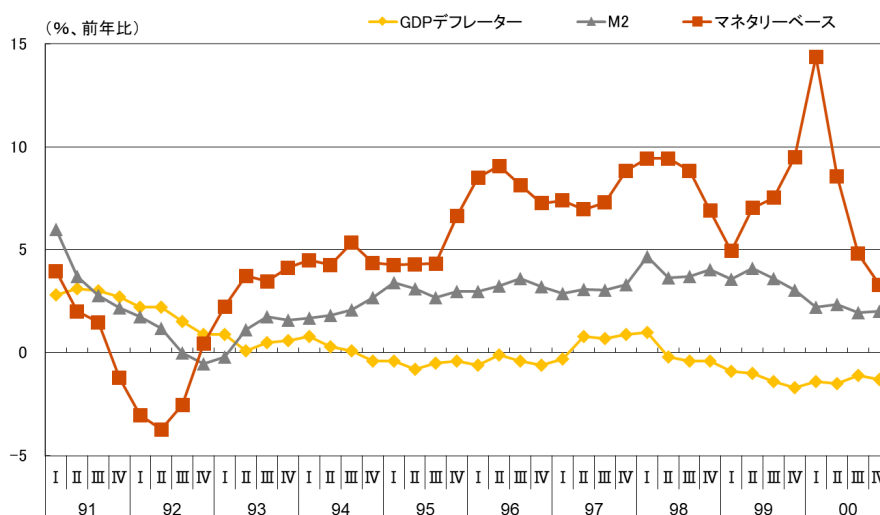
の変化に伴い財・サービス価格上昇率は高まるが、インフレ率の急騰局面では50%以上の価格上昇率となった財の構成比が高まっている。インフレ率の安定化局面では財は釣鐘型の分布に戻るが、サービスでは一部の品目で価格上昇率が高止まっている。

### 1990年代のデフレ化の経験から考える「再びの停滞」の可能性

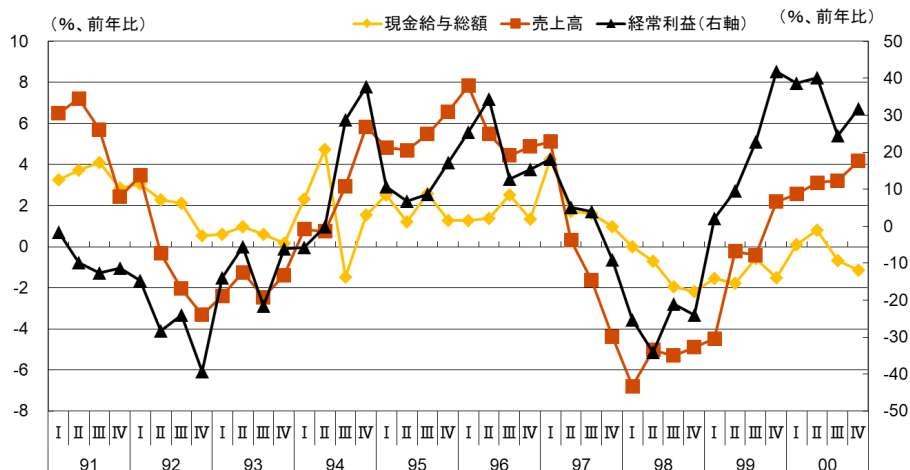
最後に3つ目の可能性について検討しよう。題材としたいのは、物価が2%近傍にあった1992年の時期から、物価がゼロ近傍へと低下していく1995年にかけての時期である。図表14は1990年代のGDPデフレーターでみたインフレ率、マネーの動き、企業収益・名目賃金、価格判断・需給見通しの推移を示している。

図表14 物価、マネー、企業収益、名目賃金、価格見通し(1990年代)

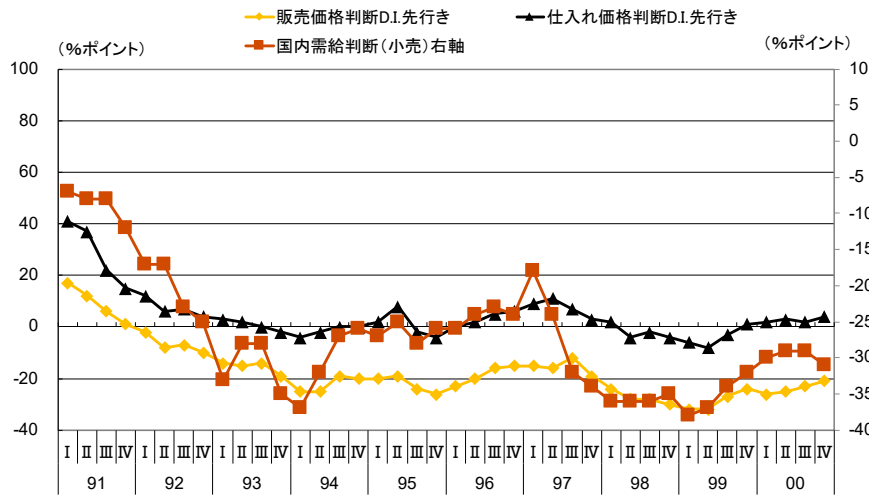
#### <物価、マネー>



#### <企業収益・名目賃金>



<価格判断・需給見通し>



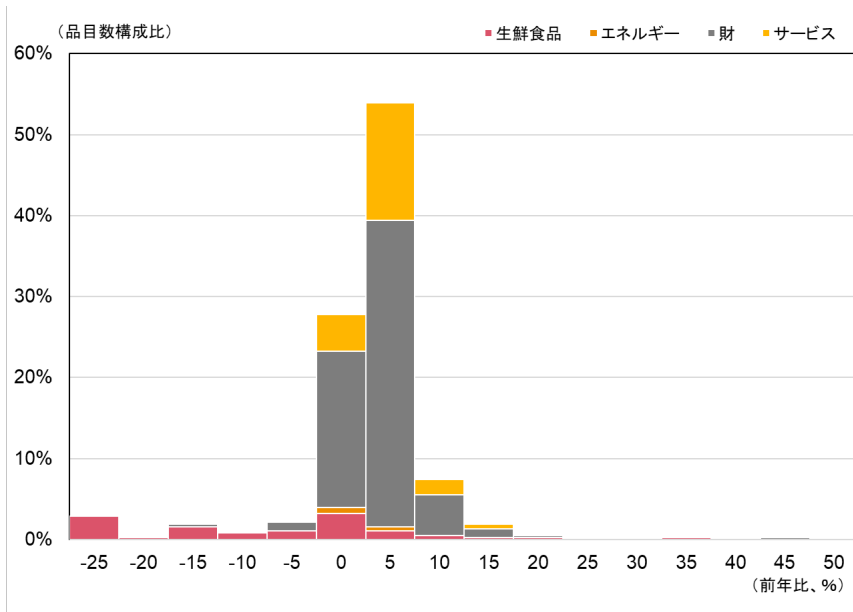
(出所)内閣府、日本銀行、厚生労働省、財務省より筆者作成。

まず物価およびマネーの動きから確認しよう。GDPデフレーターは1991年時点で3%程度の伸びであったが、その後緩やかに低下していき、1995年以降は消費税率を引き上げた1997年を除いて前年比マイナス、つまりデフレに突入していく。この間のマネーの動きとして特徴的なのは、1991年から1992年にかけて日銀が供給するマネタリーベースの伸びが前年比マイナスとなり、マネースtock(M2)の伸びも低下したことである。

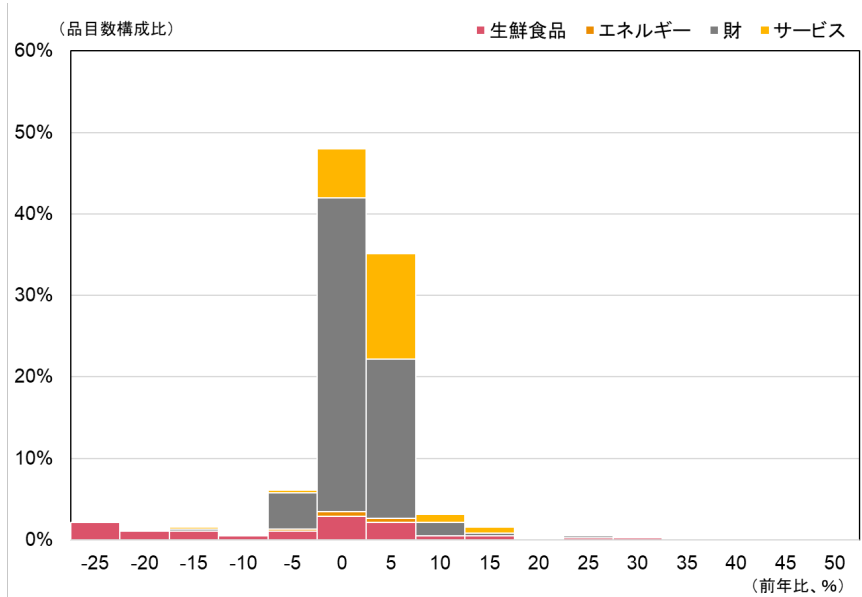
企業の売上高や経常利益は1991年から1992年にかけて減少し、名目賃金(現金給与総額)は1991年当時に前年比+3%であったものが1993年にはゼロ%近傍の伸びにまで低下する。1990年代はエネルギー価格が概ね安定的に推移した時期であり、これは図表14における企業の国内販売価格判断D.I.と仕入れ価格判断D.I.(3か月先の先行き)の下落につながる。財需給の動向をみても数値が低下して、需給に緩みが生じている。これらがインフレ率の低迷につながっていくのである。

図表15 ヒストグラムでみた物価上昇率比較(1992年12月、1995年11月)

<1992年12月>



<1995年11月>



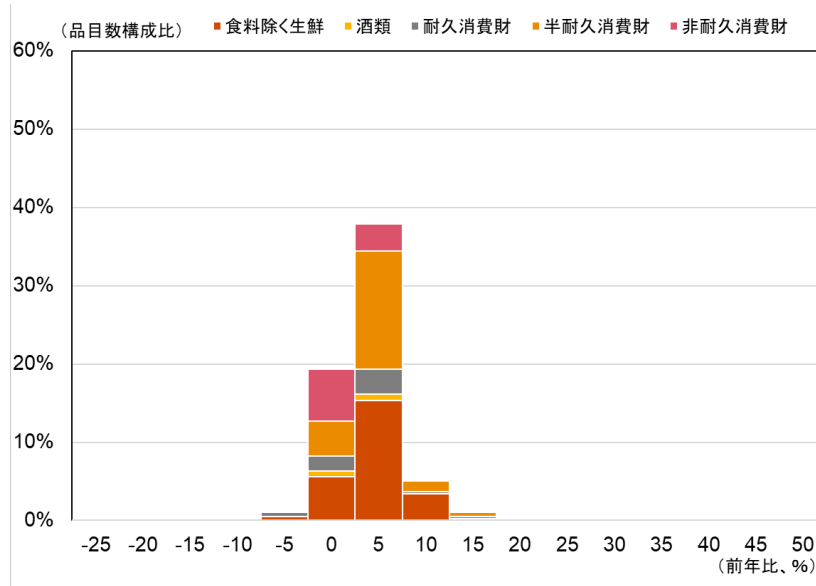
(出所)総務省より筆者作成。

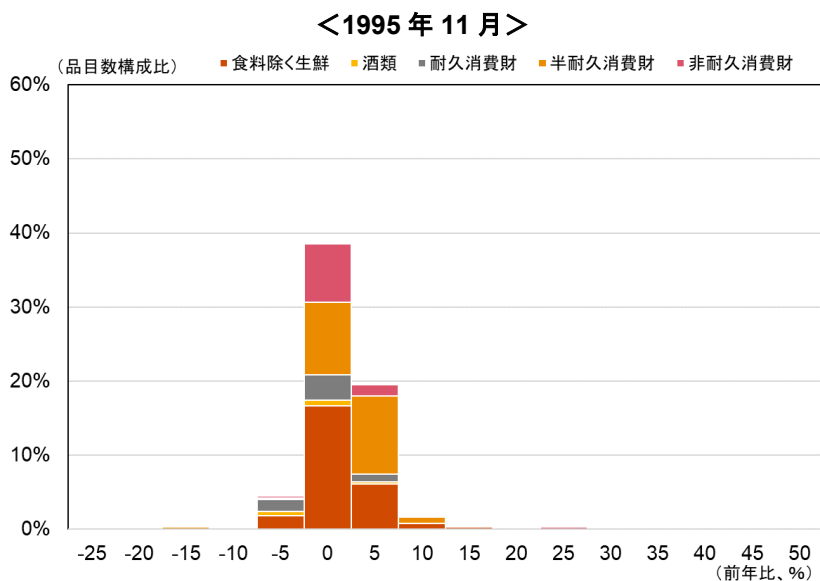
物価上昇率が低下していく局面において、消費者物価指数を構成する各品目の価格上昇率の動きはどのように変化したのだろうか。図表15はインフレ率が総合で前年比+1.2%、欧米型コアで同+2.3%であった1992年12月のヒストグラムと、インフレ率が総合で同-0.7%、欧米型コアで同+0.6%となった1995年11月のヒストグラムを比較している。図表からは、生鮮食品を中心に価格上昇率が低下した財が残存する中で、前年比+5%から+10%未満の価格上昇率となった品目の構成比が52%から34%へと低下する一方、前年比+0%から+5%未満の価格上昇率となった品目の構成比が28%から48%へと上昇したことがわかる。

図表16および図表17は財およびサービスのヒストグラムの変化を抽出しているが、品目構成比の変化に寄与したのは財に含まれる品目、特に食料除く生鮮、半耐久消費財、耐久財の価格上昇率の低下であって、サービスのヒストグラムには大きな変化が生じていない。これはサービス価格の硬直性を示唆していると言えるだろう。

図表16 ヒストグラムでみた財の価格上昇率比較(1992年12月、1995年11月)

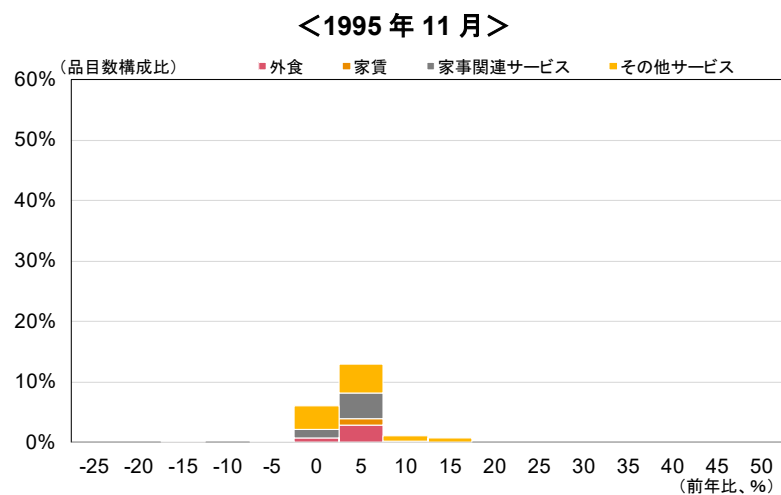
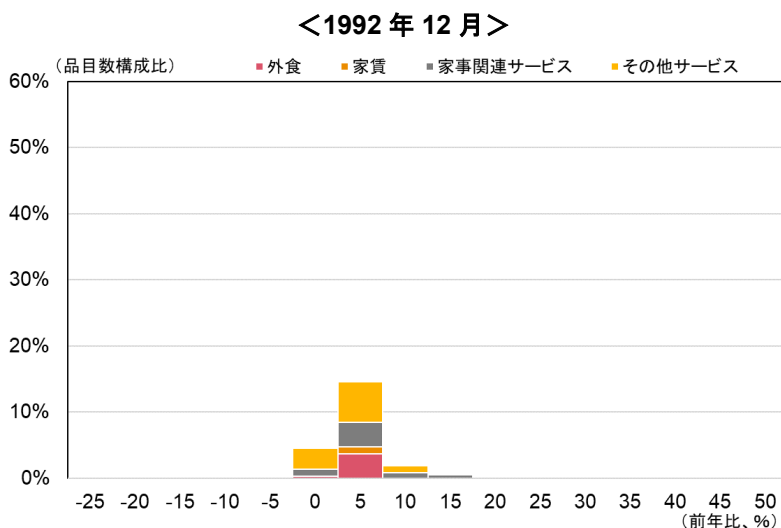
<1992年12月>





(出所)総務省より筆者作成。

図表 17 ヒストグラムでみたサービスの価格上昇率比較(1992年12月、1995年11月)



(出所)総務省より筆者作成。

## まとめにかえて—先行きのインフレ率をどうみるか

以上、日本のインフレ率が今度たどるであろう3つの可能性として、1970年代、1990年代、現代の経済動向と消費者物価上昇率の動きを分析した。

筆者は今後、日本のインフレ率がたどる経路を判断するにあたっては、月並みではあるが、①物価上昇率を規定するマネーの動きと金融政策、②企業収益と名目賃金の動向、③価格判断と国内財・サービスの需給動向が鍵になると考える。

本稿での分析を援用すると、2022年4月以降の消費者物価指数の高まりには、COVID-19後のコロナオペの影響もあって日銀が供給するマネタリーベースが大きく増加する中でマネーストックの伸びが維持されたこと、COVID-19後の世界的な需要拡大の中で企業業績が大きく改善し名目賃金も伸びを強めていること、そして世界的な需要拡大や供給制約、さらに地政学的リスクの高まりもあって食料・エネルギー価格の上昇と高止まりが企業の価格判断の高まりに影響するとともに、財の需給のタイト化が進んでいること、以上の要因が影響していると考えられる。

そしてこうした見方を念頭に先行きのインフレ率を検討してみると、次のような可能性が考えられるのではないかと。

第一の可能性は、日銀が様々な反対を押し切る形で「2%の物価安定目標」を安定的・持続的に達成できたと判断するまで、現在の金融緩和を継続することでマネーストックの伸びが維持され、世界経済の大幅なリセッション入り回避される中で企業業績の改善が続き、物価上昇を反映した名目賃金の上昇が強まるとともに、その下で企業の価格判断の高まりや財需給のタイト化が持続するというものである。この場合には、**図表4**で紹介した2022年10月の消費者物価指数のヒストグラムは、**図表15**のヒストグラムに近づく形で、つまり5%以上10%未満の価格上昇率の品目構成割合が50%により近づきつつ、釣鐘型の形を伴いながら欧米型コア2%近傍の物価上昇率が維持されることになるだろう。これが安定的上昇シナリオである。

ただし第一の可能性はリスクもはらむ。リスクの1つが、物価上昇が広がる中で日銀が現在の金融緩和を必要以上に長期に亘って継続して、それが名目賃金とインフレ率のスパイラル的な拡大につながるという第二の可能性である。これは企業利益が名目賃金の上昇を許容できるまで続き、物価上昇率が安定化するには、1970年代のアナロジーでは景気悪化(マイナス成長)が必要ということになる。本稿で紹介したヒストグラムの推移からは、物価上昇率が急拡大する中で、ヒストグラムの形状は釣鐘型から台形、そしていくつかのコブを持つ分布へと変化していく。足元の経済動向・政策環境を考慮に入れると、こうした物価の急激な上昇シナリオが生じる可能性は低いと思われるが、物価上昇率が順調に高まる中で日銀が金融緩和策からの転換を判断する際には、マクロ経済動向と合わせて、ヒストグラムでみた品目別の価格動向も参考になるだろう。

最後に、今後の展開を考える上でより蓋然性が高いと思われるのが、次のようなシナリオである。つまり、日銀の新たな執行部が早すぎる金融政策の転換に踏み切り、それがマネーの動きを停滞させる。海外経済をみると、主要国が現在行っている金融引き締めが景気悪化(リセッション)につながって、日本の企業収益にブレーキがかかり、名目賃金の上昇につながらない。食料・エネルギー価格は海外経済の悪化もあって下落に転じ、供給制約も緩和されることで企業の価格判断が低下する。以上から財・サービスの需給タイト化が進まなくなり、物価上昇率が停滞するということだ。これは再びのインフレ率の停滞につながる。日銀新執行部の金融政策スタンスが変化する可能性や、海外経済のリセッションリスクが相応にある中で、政府が増税や歳出削減といった形で消費者の購買力を奪う政策を行えば、再びの停滞シナリオの蓋然性がさらに増すことになる。ヒストグラムの比較からは、こうした物価上昇率の低下は財価格の低下を伴いつつ進むことになるだろう。

足元の統計を観察する限り、現在の状況が継続するという前提の下では「2%の物価安定目標」の達成確度は増している。日本のインフレ率を巡る先行き判断は難しい局面に入っている。

片岡 剛士

チーフエコノミスト

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2022 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.