

門間 一夫の
経済深読み

ゼロインフレの驚異的な磁力

～「0.2%の壁」は破れるか～

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 2021年12月16日

2022年は日本もインフレが話題に

世界的にインフレが問題になっており、米国では2022年春ごろには利上げが始まる可能性もある。一方、日本では消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が、直近の10月分も前年比+0.1%にすぎず、日本だけインフレとは無縁の隔絶された世界にいるように見える。しかし、次の二点を踏まえればそうとも言えない。

第一に、足元の消費者物価が弱く見えるのは、携帯電話通信料の大幅引き下げによって、物価全体が-1.5%も下方向に引っ張られているからである。それを除けば足元の前年比は+1.6%であり、1%の上昇さえ珍しい日本では、これはもう立派なインフレである。

第二に、原油など国際商品の価格上昇が、物価連鎖の「川上」には顕著な影響を与えている。11月の輸入物価の前年比は+44.3%、国内企業物価も+9.0%と、いずれも41年ぶりの上昇率となった。日本では、原材料価格が高騰しても消費者物価への転嫁は難しいとされるが、川上でこれだけ激しい価格上昇が起きれば、さすがにある程度は川下まで流れ着く。実際、ガソリンなどの燃料の価格が上昇しているし、食品などでも値上げがまだまだ続きそうだ。

2022年4月には、携帯電話通信料のマイナス寄与度が今の3分の1程度に縮小する。そのころには、足元の輸入物価や国内企業物価の影響が、その一部とはいえ消費者物価まで届く。同じころ、米国の利上げが始まり円安が進む可能性もある。コロナ感染がうまく管理されていけば、国内の消費活動も活発になる。

これら様々な物価押し上げ要因が、すべて少しずつ強めに出れば、2022年4月以降、消費者物価の前年比は2%に近づく、あるいは2%台に乗ってもおかしくない。2013年の異次元緩和の開始以来、一度もなかった2%インフレが、10年目にしてついに現実味を帯びる。日銀の金融政策に多少なりとも修正がありうるのか、金融市場の話題になりそうだ。

コストプッシュの物価上昇は自滅する

話題にはなっても、2%物価目標の達成の見込みは、来年も全く立たないだろう。2%物価目標の達成とは、インフレ率が2%にワンタッチすればよいという話ではなく、2%程度のインフレ率が常時当たり前のものとして、中長期的に人々の暮らしの一部になることである。仮に来年2%台の物価上昇が起きても、それが持続的な2%インフレへの足掛かりにすらならないのは、二つの理由による。ひとつは交易条件の悪化、もうひとつは「ゼロインフレの磁力」である。

第一に、足元で高まっている物価上昇圧力は、需要の強さよりも原材料価格の上昇を反映している面が大きい。これは、資源や原材料の生産者にはもちろんプラスだが、日本は各種資源のほとんどを輸入に頼っている。得をする人は国内にはあまりおらず、国内の買い手から海外の売り手へと所得が流出してしまう。これを交易条件の悪化と言う。

国内企業物価や消費者物価のような、普段よく目にする物価指標においては、交易条件が改善しようが悪化しようが、物価の上昇は物価の上昇である。これに対し、GDPデフレーターは、普通の意味での物価変動に交易条件の動きも加えたものである。価格の上昇が（売り手としての）所得を増やす面と、それが（買い手としての）購買力を低下させる面を、両方総合的に捉えたのがGDPデフレーターなのである。政府がデフレ脱却を判定する際に、GDPデフレーターも参考にするとやっているのは、一理ある考え方である。

そのGDPデフレーターの最近の動きを見ると、2021年1~3月に前年比-0.1%とマイナスに転じた後、4~6月-1.1%、7~9月-1.2%とマイナス幅が拡大している。先述の通り足元の輸入物価は41年ぶりの高い上昇率となり、交易条件が一段と悪化しているので、10~12月のGDPデフレーターはマイナス幅がさらに拡大すると見込まれる。この指標で見れば、日本ではインフレどころか、むしろデフレが進行中と言った方がよい。

GDPデフレーターに現れている交易条件の悪化は、家計や企業の実質所得が全体として目減りしていることを意味しているので、総需要には当然マイナス要因となる。世界経済の回復やコロナ情勢の改善など、全体としては景気押し上げ要因が勝るとしても、当面続く物価の上昇自体は、景気に冷や水をかける要因として働く。そういう物価の上昇が持続可能であるはずがなく、いずれ自滅する。

なお、最近の交易条件の悪化については、「円安がその一因であり、だから『悪い円安』だ」という議論を聞くことがある。最近の交易条件悪化と円安を結びつけるのは、完全な誤りではないが、ほぼ誤りである。確かに、円安の分だけ輸入物価は余計に上昇している。先ほどの輸入物価の+44.3%というのは円ベースの前年比であり、契約通貨ベースでは+35.7%である。その差は円安が追加的に輸入物価を押し上げた分である。一方で輸出物価も前年比+15.0%とかなり上昇しており、こちらにも円安が影響している（契約通貨ベースでは+9.4%）。円安が交易条件に与える影響は、輸出サイドと輸入サイドでかなりの程度相殺されるのである。

結局、足元の大幅な交易条件の悪化は、ほとんどがドルベースでみた輸入物価の上昇によるものである。日本が資源輸入国である限り、資源価格が大幅に上昇するときは、円高でも円安でも交易条件は必ず悪化する。

20年以上崩れたことのない「0.2%の壁」

2%物価目標の達成に近づかない第二の理由は、より根源的なものであり、物価上昇メカニズムに関する日銀の基本想定が、そもそも正しくないかもしれないという話である。

現在、日銀が想定している2%インフレへの道は、次のようなプロセスをたどる。第一段階として、何らかの理由で現実の物価が上がる。すると第二段階として、人々の「適合的な期待形成」により、中長期的な期待インフレ率が上昇する。第三段階では、そのことが現実の物価をさらに上がりやすくし、現実と期待の相乗作用で持続的な2%インフレに近づいていく。

このうち第一段階は、2022年にほぼ確実に訪れる。しかし、そこから第二段階に進むことはないだろう。日銀が想定しているような「適合的な期待形成」は、おそらく十分には働かない。その理由は単純であり、過去に働いたためしがないからである。

振り返れば2008年、2014年、2018年など、消費者物価がそれなりに上昇した局面は過去にもあった。しかし、そのいずれも中長期的な期待インフレ率の上昇にはつながらず、結局は実際のインフレ率が再び低下してしまった。逆に、リーマンショック直後のように物価が下落した局面でも、下落が加速することはなく、ゼロインフレ近辺へと戻っていった。あたかもゼロインフレ近辺に強い磁力でもあるかのように、そこからいったん離れたインフレ率は、必ずゼロ近辺に引き戻されるのである。

この磁力の正確な正体はつかめていないが、何かしら社会的な規範（ノルム）のようなものが存在するという解釈に、説得力があるように思う。「規範」とは、例えば「物価は上がらないのが普通であり、上がるべきでもない」というように、一定の価値観まで含んで人々が共有する常識的な感覚のことである。日本はバブル期を含む1980年代から低インフレだったので、そうした規範が2000年代のデフレの影響だけで形成されたとは考えにくい。おそらくもっと深いものであろう。

いずれにせよ「規範」と「期待」は違う。「期待」という言葉には、気の持ちようで変わりうるというニュアンスがある。だから「期待」という言葉を使うと、それに「働きかける」ことも難しくないように思ってしまう。しかし、本当は「規範」なのに、それを経済学者や中央銀行が勝手に「期待」と呼んでいるだけなのだとしたら、「期待に働きかける」「現実を見て期待が変わる」などという考え方自体が、初めからの外れだったことになる。「規範」は何が起きてもそう簡単には変わらない。言葉の選択は重要である。

興味深いデータが毎月、日銀から公表されている。消費者物価の加重中央値（メディアン）である。消費者物価を構成する各品目を、価格上昇率の順に並べた時、各品目が持つウエイト

の累積で「50%目」に当たる品目の価格上昇率のことである。消費バスケットの「ど真ん中」で起きている物価上昇圧力なので、究極の「基調的なインフレ率」とみることできる。

この加重中央値は、データが公表されている過去20年あまり、ゼロインフレ近辺で驚異的な安定性を保ってきた(図表)。表面的には物価が上昇した2008年、2014年、2018年、そして物価が下落した2009～10年も、消費バスケットのど真ん中で起きていたのは、ぶれることなきゼロインフレであった。ちなみに、この指標のこれまでの最大値は前年比+0.2%である。

2%物価目標の達成とは、この加重中央値が、ちょうど2%ではなくても、2%近辺で安定するような状態になることとほぼ同義である。とりあえず筆者の興味は、この加重中央値が近い将来に前年比+0.3%まで上昇し、最高記録を更新するかどうかにある。

もちろん、加重中央値が0.3%になったところで、異次元緩和を10年続けてようやく「0.2%の壁」を破れただけの話ではある。10年で0.1%前進なら、100年で1%、200年で2%である。それでも、2%物価目標が永遠に達成できないものなのか、200年待てば達成できる可能性があるものなのかは、違うと言えは違う。日本の物価に関し、筆者が今一番注目しているのはそこである。

【図表 消費者物価とその中央値】



(注) 2014年の消費税率引き上げを調整

(資料) 総務省、日銀

●当レポート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、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、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。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。