

# 基礎研 レポート

## 良い物価上昇と悪い物価上昇

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎  
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

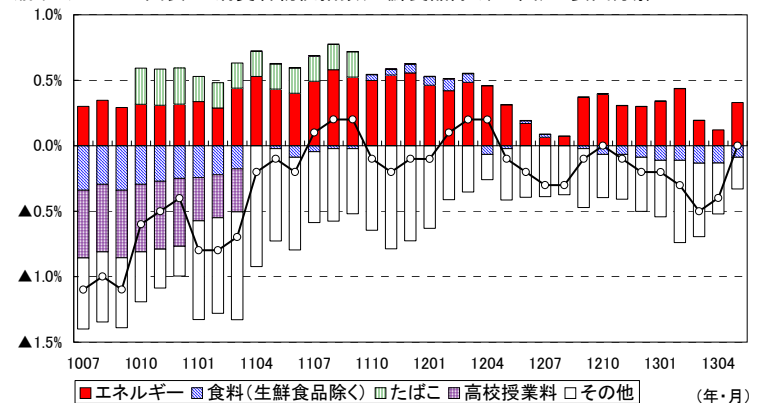
### 1——消費者物価上昇率は1年2ヵ月ぶりのプラスへ

政府はデフレからの脱却を経済の最優先課題とし、2013年1月にはデフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について共同声明を公表した。また、黒田総裁率いる日本銀行は2年間で2%の物価上昇率を達成するという目標を掲げ、4/4の金融政策決定会合では、マネタリーベースを2年間で2倍に拡大することなどを柱とした「異次元の金融緩和」を実施した。

消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は小幅な下落が続いていたが、2013年5月には前年同月比0.0%と7ヵ月ぶりにマイナスを脱し、6月には1年2ヵ月ぶりのプラスとなることが確実となっている(図表1)。先行きについても、景気回復に伴う需給バランスの改善、ガソリン、電気代などのエネルギー価格の上昇に加え、食料品などでも円安による原材料の値上がりを価格転嫁する動きが出始めており、上昇ペースは徐々に高まっていく可能性が高い。

このような消費者物価の動きはデフレ脱却に向けた第一歩とみることも可能だが、その一方でここにきて浮上しているのが悪い物価上昇への懸念だ。足もとの物価上昇は円安に伴う輸入物価の上昇を主因としたものであり、賃金の上昇を伴わない中で物価が上昇すれば、家計の実質所得が低下し、このことが消費の抑制につながるため、一時的に物価が上昇したとしても再びデフレに逆戻りしてしまうというものだ。

図表1 消費者物価指数(生鮮食品除く、全国)の要因分解



(資料)総務省統計局「消費者物価指数」

## 2—「良い物価上昇」、「悪い物価上昇」の出現確率

### 1 | 「良い物価上昇」、「悪い物価上昇」とは何か

そもそも、「良い物価上昇」、「悪い物価上昇」とは何だろうか。これらについて厳密な定義があるわけではないが、一般的には「良い物価上昇」とは、景気回復に伴う需要の拡大を反映したいわゆるデマンド・プル型の物価上昇のことを指す。この場合、企業の売上や収益が改善し賃金も上昇するため、このことがさらに個人消費の増加をもたらすといった形で物価上昇と景気拡大が持続するという好循環が生まれることになる。

一方、「悪い物価上昇」とは、主として資源価格の上昇や円安による原材料価格の上昇によって引き起こされる。企業はコストの上昇を最終製品に価格転嫁するため消費者物価は上昇するが、需要の拡大を伴っていないため、売上や収益は伸びず労働者の賃金も増えない。賃金が伸びない中で物価が上昇することにより家計の実質所得は目減りし、このことが個人消費の抑制、景気のさらなる悪化につながる。物価は一時的に上昇するものの、需要の拡大を伴っていないため、結局はデフレに逆戻りしてしまう。

図表2 良い物価上昇と悪い物価上昇



日本銀行は2年間で2%の消費者物価上昇率を達成することを目標としているが、言うまでもなく悪い形での物価上昇は望んでいない。黒田日銀総裁は7/11の金融政策決定会合後の記者会見で「物価上昇率が2%程度に達し、それが安定的に維持されるためには、物価だけでなく賃金が増加し、生産・所得・支出がバランスのとれた形で改善していかなければならない。そうでなければ、「物価安定の目標」の達成にはならない。」と述べている。

## 2 | 「良い物価上昇」の確率は低い

しかし、「良い物価上昇」という形で物価上昇率を持続的に高めていくことが果たして可能なのだろうか。ここでは、過去の物価上昇局面において、「良い物価上昇」、「悪い物価上昇」がどのくらいの確率で出現してきたのかを見ることにより、その実現可能性を探ってみた。アメリカ、イギリス、ドイツの4カ国を対象とし、OECDのデータをもとに1970年から直近までの40年以上の四半期データを用いて検証した。

検証にあたっては、消費者物価上昇局面において、需給バランスの改善と実質賃金の上昇が同時に起こった場合を「良い物価上昇」、需給バランスの悪化と実質賃金の低下が同時に起こった場合を「悪い物価上昇」、需給バランスが悪化（実質賃金は上昇）、あるいは実質賃金が低下（需給バランスは改善）した場合を「やや悪い物価上昇」とした。

なお、本稿における物価上昇局面とは、消費者物価上昇率が加速している局面のことをいう。たとえば、当期の消費者物価上昇率が前年同期比▲0.5%のマイナスでも前期の上昇率が同▲1.0%の場合、物価上昇率の加速度は0.5%のプラスとなり、この期は物価上昇局面となる。逆に、当期の消費者物価上昇率が前年同期比2.0%のプラスでも前期の上昇率が同2.5%の場合、物価上昇率の加速度は▲0.5%のマイナスとなり、この期は物価下落局面となる。つまり、物価上昇局面とは正確には物価上昇率が加速している局面のことをさす。

消費者物価の前年比上昇率は、長期にわたりデフレに陥っている日本ではマイナスの期が多いが、物価上昇率の加速度という概念でみれば、日本の加速局面が少ないということはない。

1970年1-3月期から2013年1-3月期までの173四半期（ただし、ドイツはデータの制約から171四半期）のうち、消費者物価上昇率の加速局面、減速局面の数は

日本：加速76回（44%）、減速83回（48%）、横ばい14回（8%）

アメリカ：加速75回（43%）、減速85回（49%）、横ばい13回（8%）

イギリス：加速90回（52%）、減速77回（45%）、横ばい6回（3%）

ドイツ：加速80回（47%）、減速78回（46%）、横ばい13回（8%）

であった（（ ）内は構成比）。

検証に用いた変数は以下の通りである。

・消費者物価上昇率～総合指数。前年比上昇率の前期差がプラスの四半期が物価上昇局面。

・需給バランス～需給ギャップ（＝GDPギャップ）。3四半期移動平均の前期差。

$$\text{GDPギャップ} = (\text{実際のGDP} - \text{潜在GDP}) \div \text{潜在GDP} (\%)$$

潜在GDPは実質GDPの時系列データにHPフィルターを適用することによって求めた。

・実質賃金上昇率～名目賃金上昇率（前期差）－消費者物価上昇率（前期差）。名目賃金は時間当たり平均賃金。

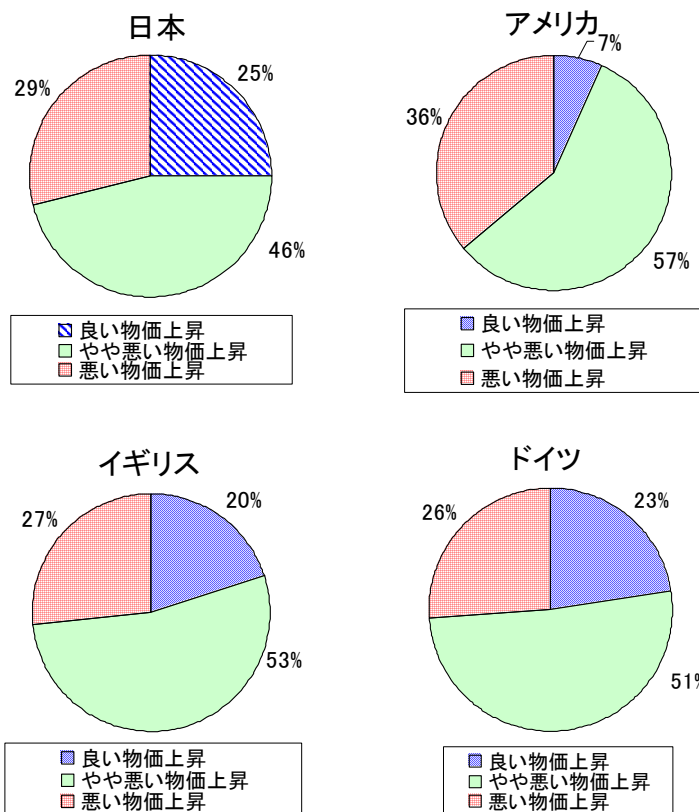
結果は図表3の通りである。特徴としてはまず、「良い物価上昇」の出現確率はいずれの国においてもあまり高くないことが挙げられる。最も低いのはアメリカの7%で、日本、イギリス、ドイツは20%台となっている。

また、「悪い物価上昇」の確率は概ね30%前後だが、全ての国で「良い物価上昇」の確率を上回っている。

全体の5割前後を占め、出現確率が最も高いのが物価上昇局面で需給バランスの悪化か実質賃金の低下のいずれかが起こる「やや悪い物価上昇」である。

このように、過去40年以上の実績からみる限り、良い形で物価上昇率を持続的に加速させることは非常に難しい課題であることが分かる。

図表3 「良い物価上昇」、「悪い物価上昇」の確率



(注) 消費者物価上昇率が加速した期において  
 ①需給バランス改善、かつ実質賃金上昇→「良い物価上昇」  
 ②需給バランス悪化、または実質賃金低下→「やや悪い物価上昇」  
 ③需給バランス悪化、かつ実質賃金低下→「悪い物価上昇」  
 OECDのデータをもとに、1970年以降の四半期データから算出

### 3 | 悪い物価上昇の主因は実質賃金の低下

次に、「悪い物価上昇」が需給バランス悪化と実質賃金低下のどちらによって引き起こされているのかをみた(図表4)。

まず、物価上昇局面では需給バランスが改善していることが多く、その確率は4カ国ともに60%前後でほぼ等しくなっている。

一方、物価上昇と実質賃金の上昇が両立している期は少なく、日本、イギリス、ドイツで30%台、アメリカで10%程度となっている。

悪い物価上昇は需給バランスの悪化よりも実質賃金の低下によってもたらされている場合が多いことが分かる。

図表4 「良い物価上昇」、「悪い物価上昇」の内訳

		<日本>			<アメリカ>		
		需給バランス			需給バランス		
		○	×		○	×	
		100%	57%	43%	100%	60%	40%
賃金	○	39%	① 25%	② 14%	11%	① 7%	② 4%
	×	61%	② 32%	③ 29%	89%	② 53%	③ 36%

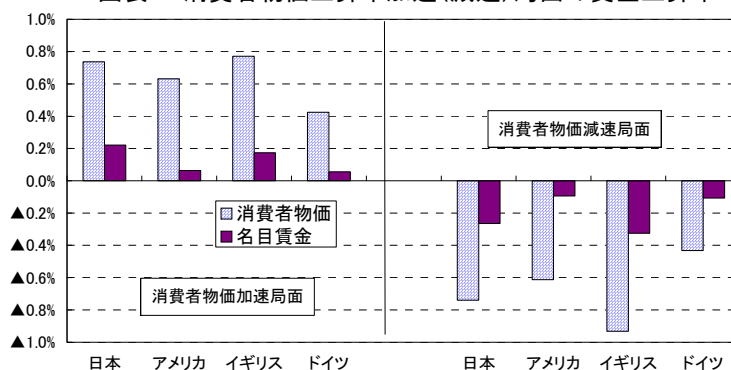
		<イギリス>			<ドイツ>		
		需給バランス			需給バランス		
		○	×		○	×	
		100%	62%	38%	100%	59%	41%
賃金	○	31%	① 20%	② 11%	38%	① 23%	② 15%
	×	69%	② 42%	③ 27%	63%	② 36%	③ 26%

(注) 需給バランスの○、×はGDPギャップの前期差がプラス、マイナスであることを示す  
 賃金の○、×は実質賃金上昇率がプラス、マイナスであることを示す  
 ①「良い物価上昇」、②「やや悪い物価上昇」、③「悪い物価上昇」

ここで、名目賃金上昇率を物価上昇局面と物価下落局面に分けてみると、いずれの国でも物価上昇局面では賃金も上昇するが、上昇率は消費者物価よりも低い。逆に、物価下落局面では名目賃金も下落するが、下落率は消費者物価よりも小さい(図表5)。このことは物価上昇局面では実質賃金が低下し、物価下落局面では実質賃金が上昇する傾向があることを意味する。

特にアメリカでこの傾向が強いのは、景気変動などに対応する際にアメリカでは賃金よりも雇用者数の増減で行う傾向が強いことが影響している。これに対し、日本では雇用者数の増減よりも残業時間やボーナスの増減によって調整する傾向が強く、結果的に賃金の伸縮性が相対的に高くなっていると考えられる。

図表5 消費者物価上昇率加速(減速)局面の賃金上昇率



(注) 前年同期比の前期差、1970年以降(四半期データ)の平均値。  
(出所)OECD

#### 4 | 輸入インフレ=悪い物価上昇とは限らない

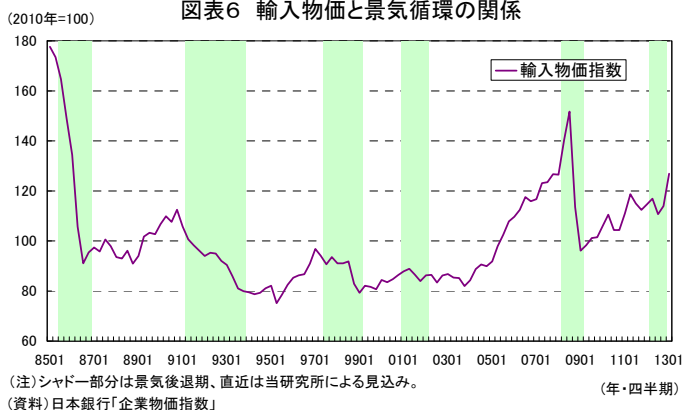
ここに来て、悪い物価上昇への懸念が高まっているのは、足もとの物価上昇が円安に伴う輸入物価の上昇を主因としたものであるためだ。ただし、輸入物価の上昇は必ずしも悪い物価上昇に直結しないことには注意が必要だ。たとえば、日本について「良い物価上昇」、「やや悪い物価上昇」、「悪い物価上昇」局面の輸入物価上昇率(前期差)の平均値をみると、それぞれ4.2%、2.4%、3.8%となっており、「良い物価上昇」局面の上昇率が最も高い。

これは輸入物価上昇には、交易条件の悪化やそれに伴う海外への所得流出などもたらすというマイナス面がある一方で、輸入物価の上昇が円安によるものだった場合には、輸出の拡大などを通じて景気拡大に寄与するというプラス面があるからである。また、輸入物価の上昇が原油などの資源価格の上昇によってもたらされた場合、それ自体は日本経済にとってマイナスであるが、資源価格の上昇は世界経済の回復を反映したものであることが多いため、輸出の拡大につながりやすい。

実際、過去の輸入物価と景気循環の関係をしてみると、輸入物価の上昇局面では景気が回復、輸入物価の低下局面では景気が後退していることが多い(図表6)。したがって、輸入インフレによる影響はそのことがもたらすプラス面とマイナス面を合わせてみる必要がある。

そもそも長期にわたるデフレが定着している日本では、ある程度の輸入インフレによる後押しがなければ国内物価の上昇も起こりえ

図表6 輸入物価と景気循環の関係



(注) シャド一部分は景気後退期、直近は当研究所による見込み。  
(資料) 日本銀行「企業物価指数」

ないだろう。行き過ぎた輸入インフレは経済の失速につながる恐れがあるが、一定の輸入インフレは必要悪と言えるかもしれない。

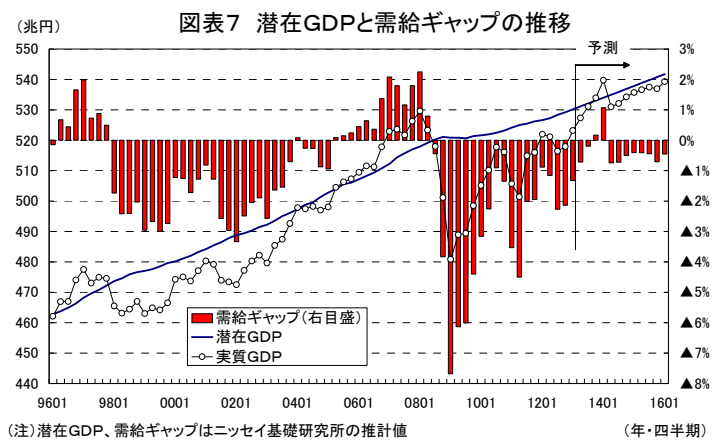
### 3—2%の物価上昇に向けた関門

#### 1 | 消費増税率引き上げと景気

安倍政権の発足とほぼ同時に底打ちした景気は、当初は期待先行の面が強かったが、2013年1-3月期の実質GDPが前期比年率4.1%の高成長となった後、4-6月期も高成長が見込まれるなど、ここに来て实体经济の回復基調も鮮明となっている。先行きについても、円安や緊急経済対策による景気押し上げ効果や消費税率引き上げ前の駆け込み需要などもあり、景気は堅調に推移する可能性が高い。

問題は、消費税率が5%から8%に引き上げられる2014年4月以降も景気回復基調が維持できるかということである。当研究所では、2013年度中は高成長が続くことにより需給ギャップがいったんプラス圏に浮上するが、2014年度は駆け込み需要の反動減に物価上昇に伴う実質所得低下の影響が加わることから成長率は大きく低下し、需給ギャップは再びマイナスに転じると予想している（図表7）。

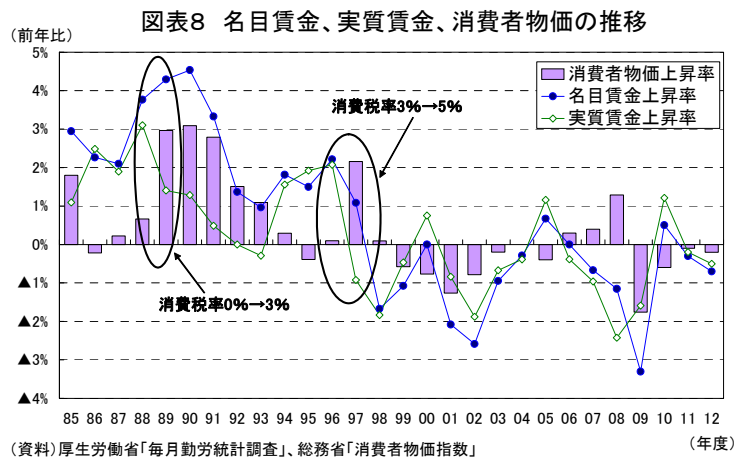
このため、消費者物価の伸びも頭打ちになるとみているが、仮に景気低迷下でも物価上昇率が高まり続けるのであれば、これはまさしく「悪い物価上昇」ということになる。



#### 2 | 消費税率引き上げと賃金

消費税率の引き上げは、実質賃金の大幅な低下をもたらす可能性が高い。2014年度の消費税率引き上げ（5%→8%）だけで消費者物価は2%程度上昇するため、名目賃金を2%引き上げなければ実質所得は目減りしてしまう。消費税率引き上げによる物価上昇分が全て賃金に反映されれば、実質賃金の目減りは回避できるが、企業の人件費抑制姿勢は依然として根強いため現実的には厳しいだろう。

実際、過去2回の消費税率引き上げ時（1989年度と1997年度）には、名目賃金以上に消費者物価の伸びが高まったため、実質賃金上昇率は前年度から大きく低下した（図表8）。また、過去の引き上げ時は名

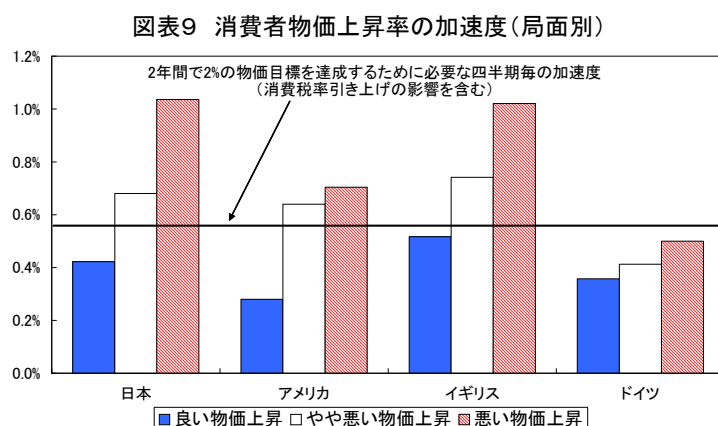


目賃金上昇率が明確なプラスとなっていたが、今回は賃金がほとんど伸びない中での増税となる可能性が高いため、影響はより深刻なものとなる恐れもあるだろう。

#### 4—おわりに

2013年3月に日銀新体制が発足してから4ヵ月あまりが経過したが、これまでのところ景気、物価ともに当初の想定どおりに推移しており、順調なスタートを切ったという評価ができる。ただし、消費税率の引き上げが予定されている2014年度には正念場を迎える可能性が高く、場合によっては、景気（需給バランス）の悪化と実質賃金の減少を伴う典型的な「悪い物価上昇」に陥るリスクも否定できない。

日本銀行の物価目標を消費税率引き上げの影響を含むベースで考えると、スタート時の小幅なマイナスから2年間で4%以上物価上昇率を加速させるというもので、達成に必要な四半期毎の平均的な加速度は0.6%弱となる。これは、日本、アメリカ、イギリス、ドイツのいずれに国においても、「良い物価上昇」局面における平均的な加速度を上回るペースである（図表9）。



(注)局面別の消費者物価上昇率(前年比)の前期差(四半期ベースの平均値) (出所)OECD

もともと、過去の実績からみて、日本に限らず需給バランスの改善と実質賃金の上昇が揃った形で物価上昇が加速するという「良い物価上昇」を続けていくことは困難である。さらに、消費税率引き上げ時期を含む2年間でこれを実現することは至難の業と言ってもよいだろう。何が何でも2%の物価目標を達成するというのであれば、初めから「悪い物価上昇」を甘受する覚悟が必要かもしれない。