

# 世界のインフレはどうなるのか?

経済研究部 准主任研究員 高山 武士  
takayama@nili-research.co.jp



たかやま・たけし  
06年 日本生命保険相互会社入社  
09年 日本経済研究センターへ派遣  
10年 米国カンファレンスボードへ派遣  
11年 ニッセイ基礎研究所 14年 日本生命保険相互会社  
20年 ニッセイ基礎研究所(現職)

## 1——インフレは一時的か、持続的か

22年の世界経済のサプライズは、インフレ率が予想以上に高進したことだった。

また、高インフレを起点に、主要な資産価格は軒並み下落した。主要中銀が利上げを加速させたことで、金利は急上昇(=債券価格は下落)、コロナ禍での財政・金融緩和環境(カネ余り相場)からの急転換により、株安が進んだ。

22年には、ロシアのウクライナ侵攻という地政学リスクが顕在化し、資源価格の高騰を招いたが、インフレが高進した要因は他にもある。特にコロナ禍で需給バランスが崩れたことは物価上昇の引き金となった。

需要要因のキーワードは「巣ごもり消費」と「過剰貯蓄」だろう。コロナ禍での自粛生活の中でモノ需要が増加、積極財政により、家計の貯蓄も急増した。

供給要因のキーワードは「供給制約」と「人手不足」と言える。モノ需要が高まる一方、感染対策として経済・社会活動が制限されたため、モノの生産・輸送・保管能力が追いつかなくなった。労働者不足も顕在化した。早期退職(余暇を楽しむ)意向の増加、家族の世話(育児負担など)、病气(コロナによる後遺症など)、接客や看護といった低賃金で感染リスクが高い産業への就職が忌避されるようになったこと、国境封鎖による外国での就労制限などは、いずれも労働供給を妨げる要因となる。

コロナ禍から3年以上が経過した現在、これらの要因はいずれも解消に向かうのだろうか。

米国では「巣ごもり消費」によるモノ需要の強さが残存しているが、「供給制約」はかなり解消に向かっている。「過剰貯蓄」は

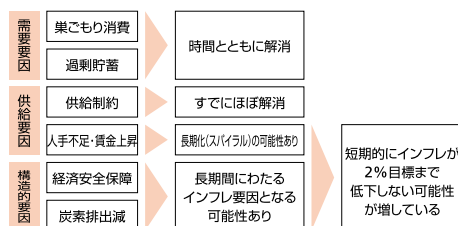
高インフレ下でも購買力を維持する耐性として機能しているが、積みあがった貯蓄を取り崩す動きも進んでおり、長期に続けられるわけではない。

一方、「人手不足」は労働意欲の変化が永続的なものであれば、人手不足の影響がより中長期に及ぶと考えられる。人手不足で賃金上昇圧力が強まれば、インフレはより持続的になる(「賃金と物価の上昇スパイラル」と呼ばれる)。

さらに、ロシアのウクライナへの侵攻は「経済安全保障」の観点から供給網を見直す大きな契機となった。加えて世界的に「脱炭素化」が進んでいる。いずれもグローバル化のなかで「低コストでモノをつくる」という従来の価値観を変えるものである(後者による物価高は「グリーンフレーション」とも呼ばれる)。これらは、より構造的な物価高要因となるだろう。

インフレがより持続的になる可能性は高まっているように思われる[図表1]。

[図表1]インフレを取り巻く環境



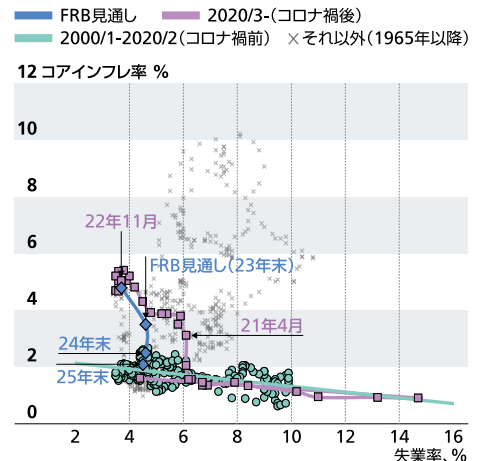
## 2——景気と物価のトレードオフ

インフレが鎮静化する場合でも、どれだけの景気後退を伴うのかという論点がある。失業率とインフレ率のトレードオフ(いわゆる景気と物価の逆相関関係)を表現する曲線はフィリップス曲線と呼ばれ、米国では、2000年以降コロナ禍前までは低インフレと低失業率が両立、この曲線は

下方に位置し、平らであった(図表2、緑色の●点および傾向線)。ただし、コロナ禍後の景気が回復する過程では、失業率が低下する一方でインフレ率が高まっている。つまり再びトレードオフの関係が生じているように見える(紫色の■点、曲線が上方シフトし、傾きがやや急になっている)。

[図表2]米国のフィリップス曲線

注:コアインフレ率はコアPCE価格指数の前年同月比、FRB見通しは22年12月の中央値 資料:Datastream



中銀は、浅く短い景気後退を経験するものの、現在の失業率とインフレ率のトレードオフは「一時的」だと考えていると思われる(米FRBの12月時点の見通し中央値は、約2年かけてコロナ禍前と同じ傾向線上に戻ると見ている、青色の◆点)。市場は、年末年始にはより早期のインフレ圧力低下を予想していた。

ただし、労働者の価値観が変わり、失業率(景気)と物価のトレードオフがコロナ禍以降に変化した可能性もある。景気が底堅い状況では物価が(2%目標まで)低下しない、あるいはインフレ抑制を実現しようとするれば、深い景気後退(高い失業率)を余儀なくされる、といったことも考えられる。リスクシナリオとしてこうした状況も視野に入れておく必要がある。