

## コロナショックは物価を押し上げる

研究員 古金 義洋

### 1. 都市封鎖等による需要減少で物価は下落

年前半の都市封鎖などの措置で各国の経済活動は麻痺し、個人向けサービスを中心とする多くの部門で需要が大幅に落ち込んだ。原油などエネルギー価格が下落したこともあって、物価は下落した。米国では航空運賃やレンタカー料金、日本では観光関連の宿泊料金やパック旅行の料金などが下落した。

移動制限の解除などにより経済活動は徐々に上向きつつあるが、当面、経済全体の需給ギャップ解消は見込みにくい。失業増加による賃金低迷も予想されるため、デフレ状況が続くのではないかという見方が多い。

ただ、以下の通り、需給要因、コスト要因、政策要因（通貨価値の問題）など物価に影響する要因をみていくと、物価を押し上げる要因も多いことがわかる。

### 2. 企業倒産や失業増で供給力も低下する

まず、需給要因からみた物価上昇のおそれはないのか。

新型コロナウイルスの影響は需要面だけでなく供給面にも表れる。例えば、身近な例では、飲食店や映画館で席を1つおきに空けて座らなければならず、それだけでサービス供給力は半減する。そうしたなかで人が戻ってくれば需給はむしろ逼迫することもあるだろう。

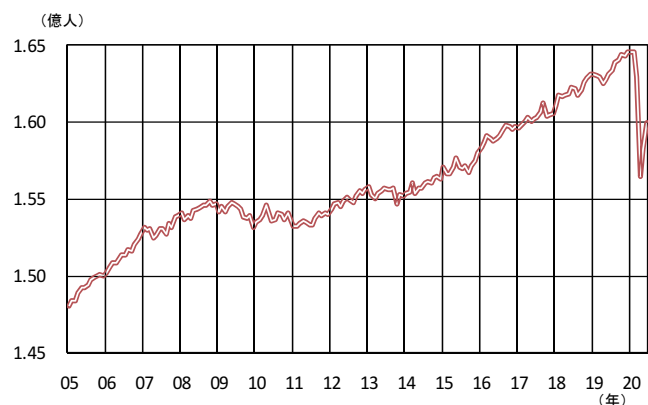
経済全体で言えば、企業倒産などによって失業が増えていけば労働投入面から供給力を

低下させる。また、利益減少と先行き不透明感から多くの企業は増産投資を手控えるとみられる。資本蓄積が妨げられて、それが供給力を低下させるおそれがある。

実際、米国の労働力人口は2月時点の1億6,455万人から4月に1億5,648万人と2か月間で4.9%減少した。その後、5月、6月とやや増加し、6月には1億5,993万人に増加したが、なお前年同月を2%程度下回る水準だ。感染を恐れて、この先も人々が働きにできることをためらい、労働参加が増えなければ、経済全体としても供給力は高まらないかもしれない（図1参照）。

実際、ここまで実施されている大規模な財政・金融面での対策も、落ち込んだ需要を押し上げるための需要喚起策ではなく、企業の資金繰り対策や失業対策に重点が置かれている。経済全体としては、感染が落ち着けば需要はある程度戻るだろうが、企業倒産や長期の失業増加が経済の供給力を損なうことが懸

（図1）米国の労働力人口



（出所）米労働省

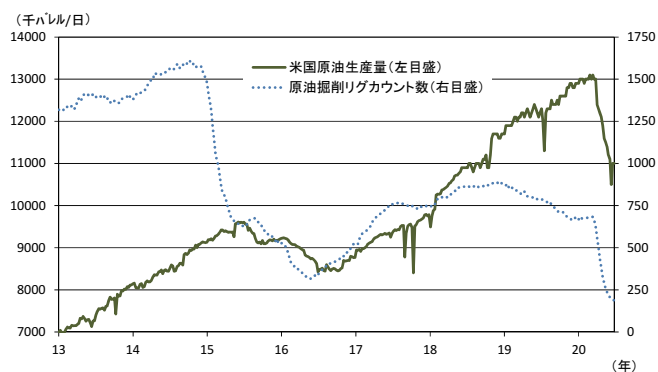


念されるためだ。

エネルギー価格はすでに供給減少を反映して上昇している。原油WTI価格は需要の大幅な落ち込みにより4月に一時マイナスとなったが、その後40ドル／バレル近くまで反発した。サウジアラビア、ロシアなどOPECプラスの協調減産が主因と考えられるが、米シェールオイル企業の破綻などにより米国の原油生産量が予想以上に大きく落ち込んだことも一因と考えられる（図2参照）。

長期的にはエネルギー開発などへの投資不足が供給力を低下させる要因になっている。IEA（国際エネルギー機関）によれば、世界のエネルギー関連投資は2017年1兆9,120億ドル、18年1兆9,040億ドル、19年の1兆8,910億ドルと年間1.9兆ドル程度のペースで推移してきたが、20年は1兆5,200億ドルと約2割落ち込む見通しだ。こうした投資削減は先行きのエネルギー供給を減少させる可能性がある。

（図2）米国の原油掘削リグカウント数と原油生産量



（出所）ブルームバーグ

### 3. グローバル化の反転によるコスト増加も

次にコスト増加によるインフレ（いわゆるコストプッシュインフレ）のおそれについて

はどうか。

まず、グローバル化の反転がコスト増加につながるおそれがある。これまで、経済のグローバル化は、①サプライチェーンなどを利用した国際分業による世界的な供給力増大と生産効率の高まり、②貿易障壁の削減による国内市場の価格競争促進、という形で、先進国の物価上昇を抑制してきたとみられる。

特に、1990年代以降、物価が上昇してもおかしくない景気過熱局面でも、安価な輸入品の流入が物価上昇を抑制する場面がしばしばみられた。

しかし、今回のコロナショックでグローバル化にブレーキがかかれば、こうした安全弁も効かなくなる。医療品、食料品など広い意味での安全保障確保に必要なものは、高コストでも国内で生産するか、そうでなければ、万一の場合に備えて、これまで以上の在庫を保有する必要がある。

また、感染予防のためのコスト（例えば、飲食店での消毒、PCR検査、検疫強化など）なども大きい。そうしたコストは、企業が負担することになれば企業の利益が圧迫されるが、最終製品価格に転嫁され、物価上昇という形で個人が負担しなければならなくなる可能性がある。

財務省・法人企業統計によれば、1～3月の売上高は季調済み前期比1.9%増と消費税引き上げの影響で落ち込んだ10～12月の反動もあって増加したが、経常利益は同11.6%減少した。売上増加にもかかわらず、利益が減少したのは、コストが増えたからにほかならない。

低水準で推移していた変動費比率（変動費÷売上高）が上昇し、固定費も増加した（図3参照）。こうしたコスト増加がすべてコロナ



ショックによるものかどうかは不明だが、安価な輸入品に依存していたものを割高な国内生産に切り替えざるをえなくなったことや感染予防などのためのコスト増などがコスト増加につながった可能性がある。

1～3月はコスト増加分が企業の利益減少につながったが、もし利益が減少しないように、企業がこのコスト増加分を売上に価格転嫁していたとすれば、売上単価を0.8%引き上げていなければいけなかった計算になる。つまり、1～3月のコスト増加は物価を0.8%ポイント程度押し上げていてもおかしくなかったということになる。

どで膨大に膨れ上がる財政需要を賄うべく、緊急避難的に財政赤字のファイナンスを行っている。日銀や米FRBは無制限の国債買い入れ姿勢を表明している。

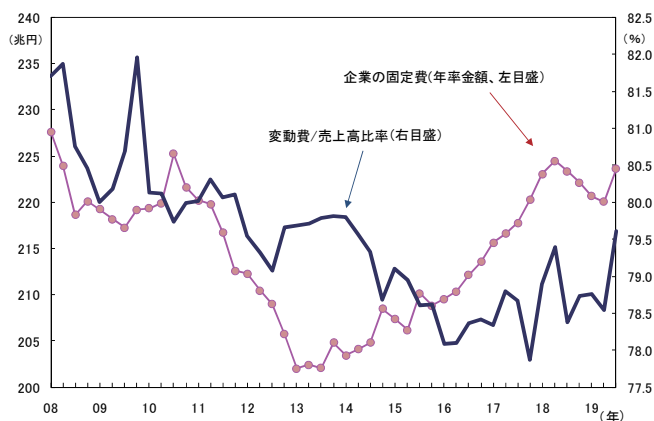
確かに、現在のような感染の第二、第三波が懸念されるような状況では、早すぎる緊縮政策への転換は景気の二番底を招くおそれがある半面、中央銀行が財政赤字をファイナンスし続ければ、政府は財政節度を守ろうとしなくなるだろう。政府やその政策、ひいては通貨に対する信頼度が低下し、それが期待インフレ率を徐々に高める可能性がある。特に、日本のようにすでに巨額な財政赤字を抱える国で赤字が恒常化すれば、財政赤字問題が今以上にクローズアップしてくる可能性がある。

今回のように、当初は一時的あるいは緊急避難的な措置であると考えられていても、いったん始めたことをやめるのは難しい場合がある。1931年12月に犬養内閣の蔵相となった高橋是清が主導した財政ファイナンス（日銀引き受け）がまさにその典型的な例だ。

高橋蔵相による日銀引き受けは、1929年の米国株暴落を契機に起きた世界恐慌（日本では昭和恐慌）のさなか、イギリスの金本位制離脱（1931年9月）、満州事変勃発（同年9月）、前蔵相井上準之助暗殺（1932年2月）、五・一五事件（犬養首相暗殺、1932年5月）など不安な世情のなかで、日本経済をいち早く立ち直らせた政策だったといわれる<sup>1</sup>。

しかし、この財政ファイナンスによって政府は財政資金調達についての日銀依存を強め、日銀も政治的な圧力や市場の動揺に配慮

（図3）日本企業の固定費、変動費



（出所）財務省、法人企業統計

#### 4. 財政ファイナンスが続けば通貨に対する信用低下のおそれも

最後に、今回のコロナショックが通貨価値の低下という形でのインフレ（いわゆるハイパーインフレ）につながるおそれはないのか。

各国中央銀行は企業倒産防止や失業対策な

1 島謙三（1983）「いわゆる『高橋財政』について」『金融研究』2巻2号 1983年7月発行 pp.83-124は、「当時、濃厚な先行き不安感が存在しており、これをドラマチックな手段により一挙に解消する必要を高橋蔵相は感じていた」とされ、高橋蔵相自身、日銀引き受けを経済にマクロ的需給ギャップがある間の「一時の便法」で、短期的な景気押し上げ手段と考えていたのではないかと述べている。さらに「日銀引き受けによる国債発行は安易な方法であるだけに、ひとたびこの方法が採用されると、それを中止したり、あるいは市中公募に切り替えたりすることは極めて困難になる」と述べている。

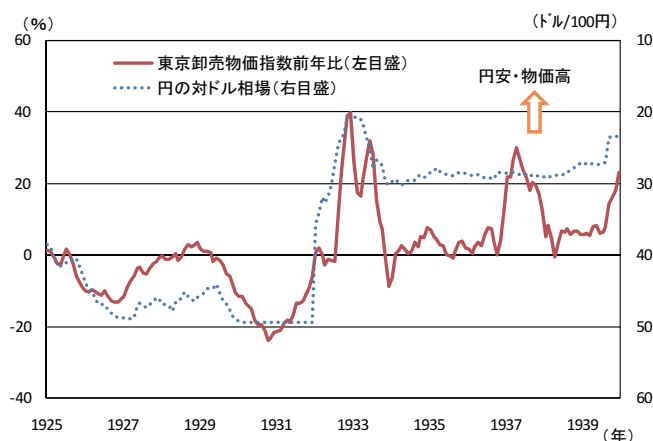


して、一時的な政策であったはずの財政ファイナンスをやめることができなかつた。日銀引き受けは一種の制度として永続してしまい、政治的には軍事費の拡大を容認し、経済的には通貨価値の急落を伴う急速なインフレを招く結果になった（図4参照）。

もちろん、中央銀行の政治的な独立性が十分保たれていれば、こうしたことが起こる懸念は少なからう。しかし、今は「有事」であり通常では許されないことも容認されるべきとの見方もあり、しかも、MMT（現代貨幣理論）<sup>2</sup>のような財政ファイナンスを正当化する理論も出てきている。こうしたなかでは、財政ファイナンスが通貨価値の低下という形でインフレを招いたという、過去の歴史が繰り返されることも否定できない。

合、再度の都市封鎖などによって個人向けサービスなどの需要が大幅に減少し、それらの価格が一段と下落するおそれがある。しかし、コロナショックは必ずしも需要面だけに影響するわけではなく、供給面やコスト面などにも影響し、政策の信頼度低下による期待インフレ率の上昇も懸念される。長期的にみるとインフレ率は徐々に上向いていく可能性が高いのではないと思われる。

（図4）昭和恐慌時の物価と為替相場



（出所）日本銀行金融研究所、歴史統計

## 5. 長期的にみるとインフレ率は徐々に上向いていく可能性

確かに、感染の第二・第三波が到来した場

2 自国通貨建てで借金ができる国の政府は、政府は徴税権を持ち、しかも中央銀行に国債を引き受けさせる形であれば国債も無限に発行できるため、物価の急上昇が起こらない限り、財政赤字が大きくなっても問題ない、とする考え方。