

# グローバル・インフレのゆくえ と責任ある積極財政

責任ある積極財政を推進する議員連盟 勉強会

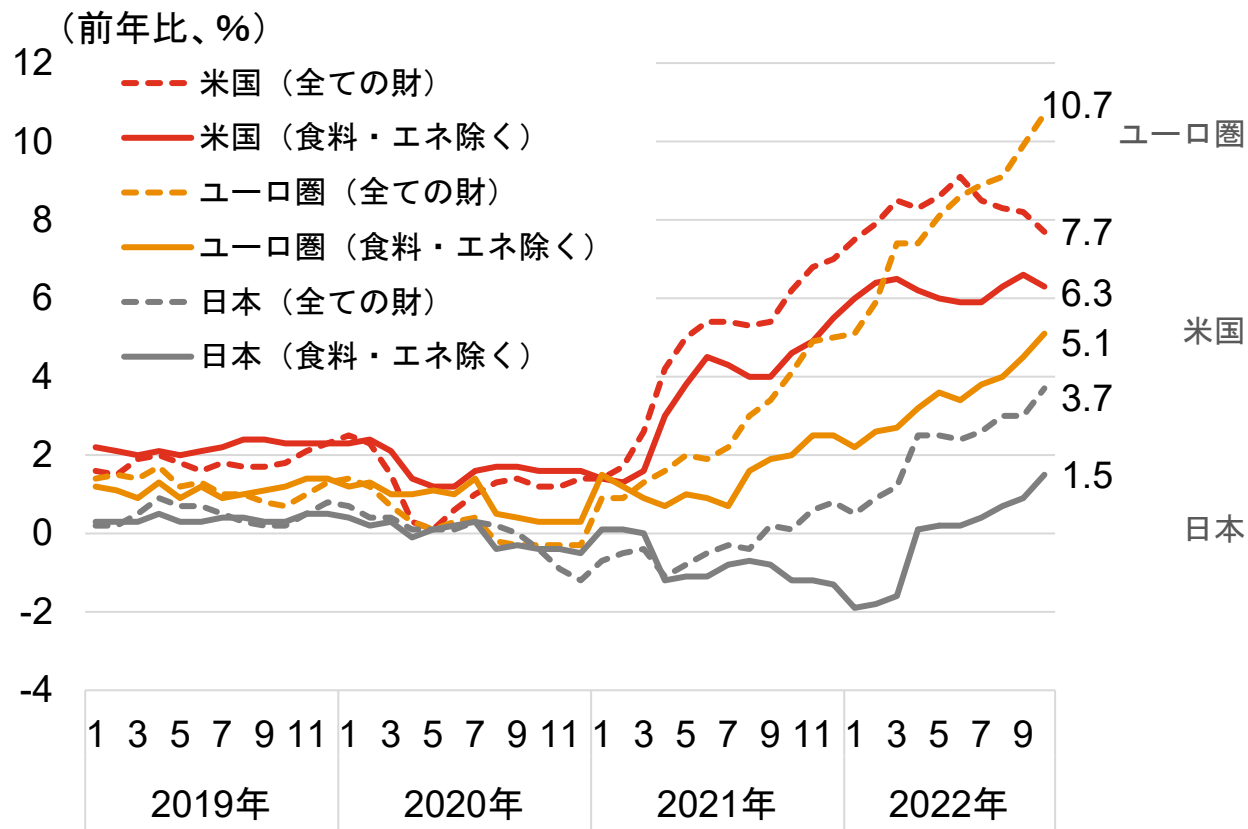
於 衆議院議員会館

2022年12月1日（木）15：00～16：00

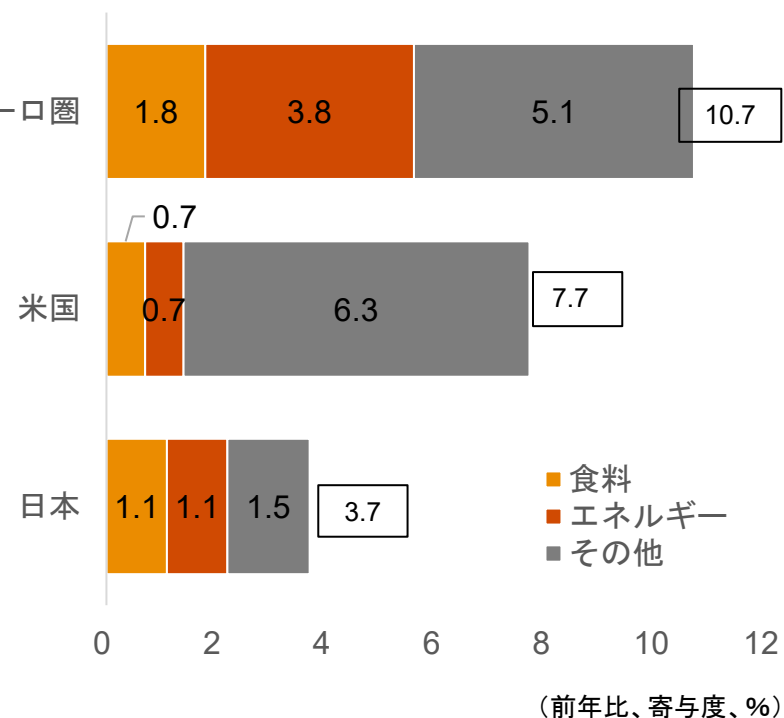
元日本銀行政策委員会審議委員 片岡剛士

# 日本は欧米型コアで1.5%に到達、米国は高インフレが続く、ユーロ圏は物価上昇率の高進が続く

日米欧の物価上昇率の推移



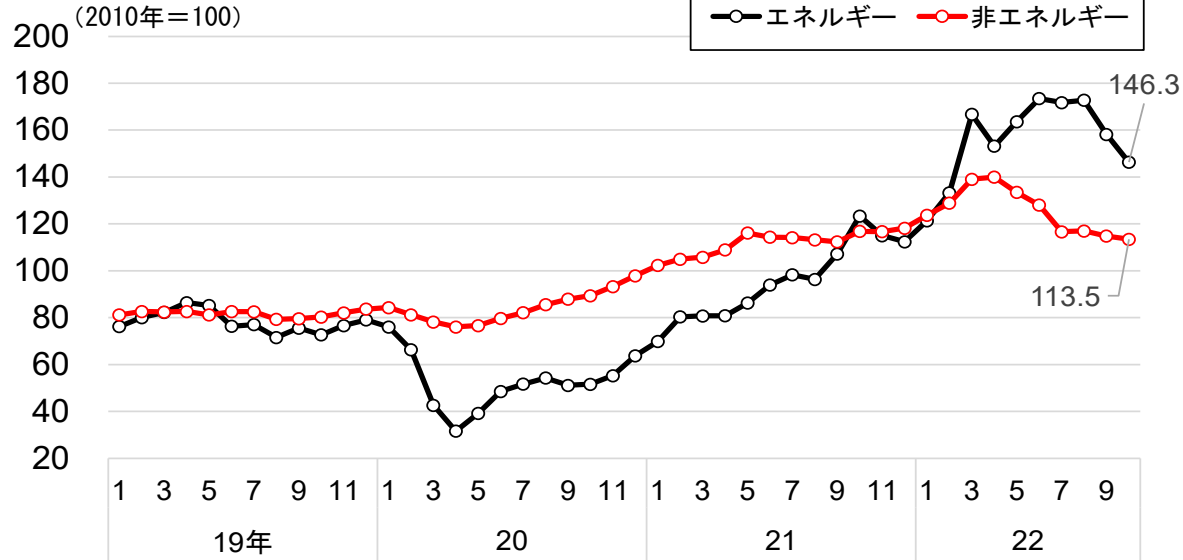
日米欧の物価上昇率の品目別寄与 (2022年10月)



(出所) 総務省、BLS、Eurostatより作成。

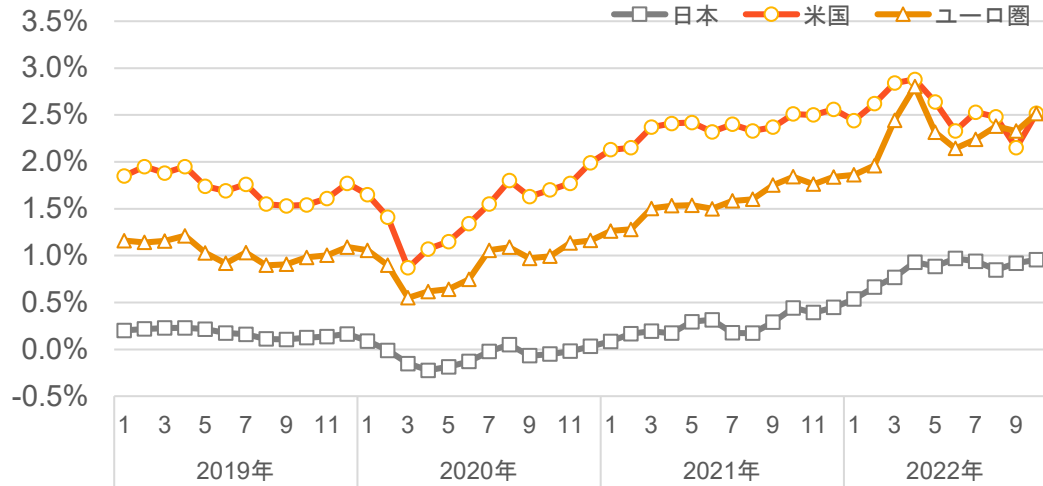
# 物価の先行きを考える手がかり

## 原材料価格



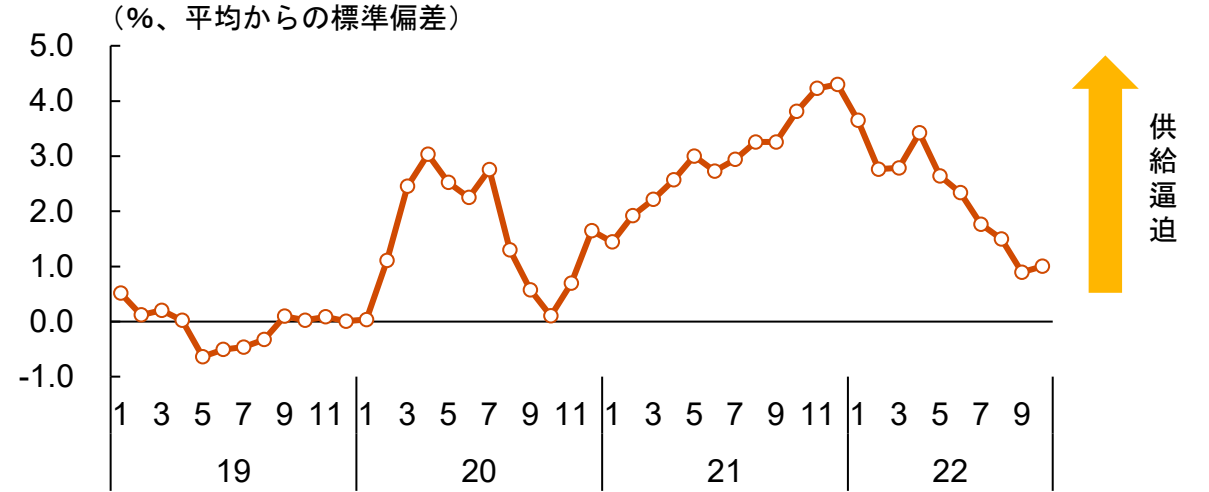
(出所) UN

## 予想インフレ率 (BEI)



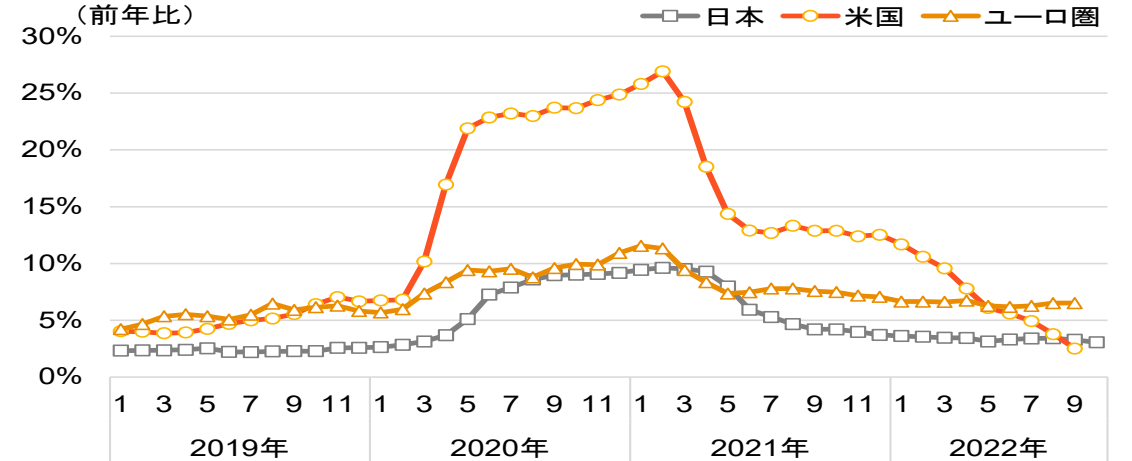
(出所) ブルームバーク

## サプライチェーンの逼迫度合い



(出所) NY FED

## マネーストック (M2)



(出所) 日銀、FRB、ECB

# グローバルインフレの原因と帰結 ー 経済政策を軸にすると4つの可能性あり

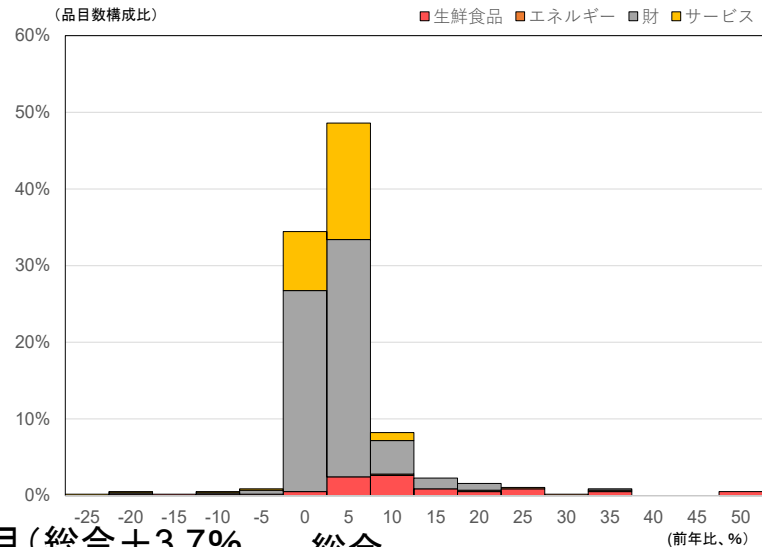
グローバルインフレが収束するには、インフレ抑制のための景気悪化が不可欠。高インフレが持続する場合、グローバルインフレの原因により二つの可能性（景気下げ止まりと高インフレvs景気悪化と高インフレ）。

原因	帰結
金融緩和 (70年代大インフレ)	金融引き締め策を行えば、インフレは止まる。 <ul style="list-style-type: none"><li>● 景気悪化と引き換えにインフレ率は低下 (case1)</li><li>● 景気悪化を避けるなら、高インフレ持続 (case2)</li></ul>
財政支出拡大 (コロナ禍を通じた財政支出大幅拡大を通じた財政への信認低下)	金融引き締めを行っても、インフレは止まらない。 <ul style="list-style-type: none"><li>● 金融引き締め下での景気悪化と高インフレ持続 (case3)</li><li>● 財政引き締めによる景気悪化とインフレ率低下 (case4)</li></ul>

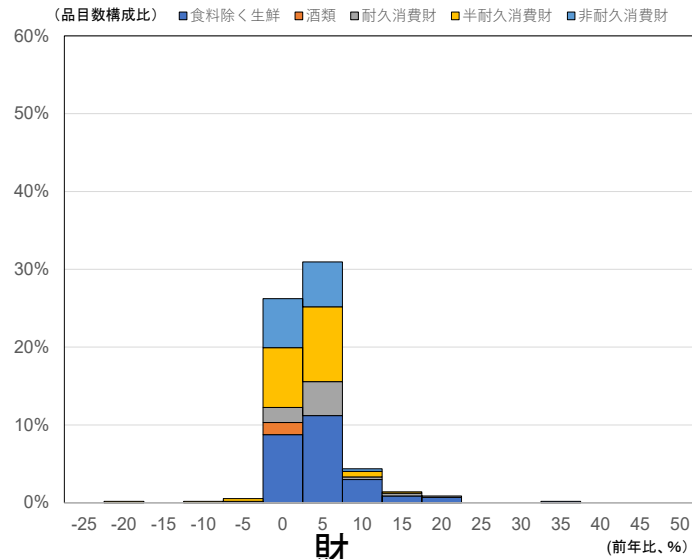
# ヒストグラムでみた日本の物価上昇率（22年3月・10月）

2022年3月（総合+1.2%、  
欧米型コア-1.6%）

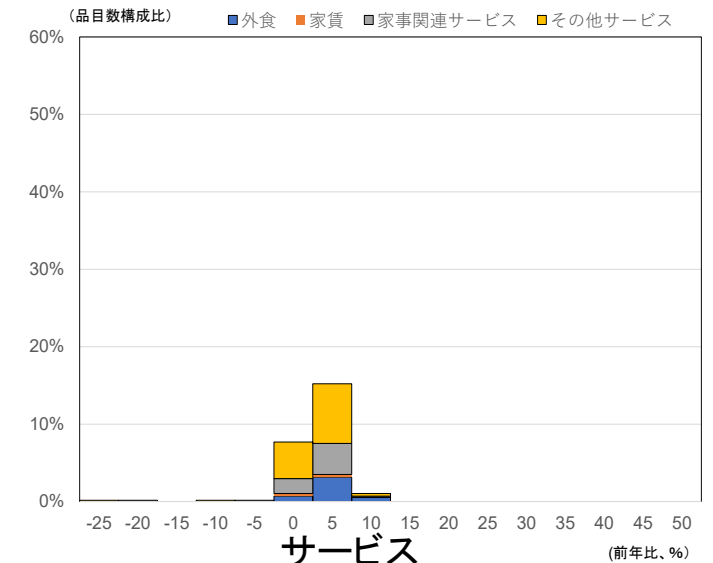
総合



財

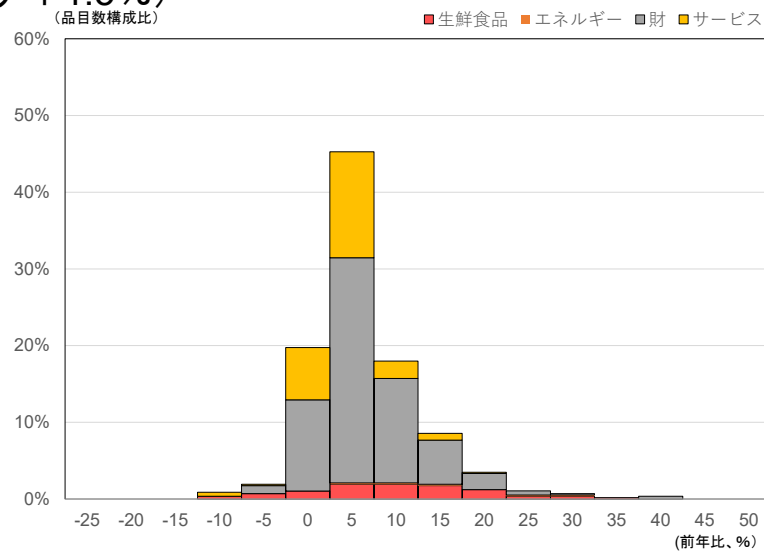


サービス

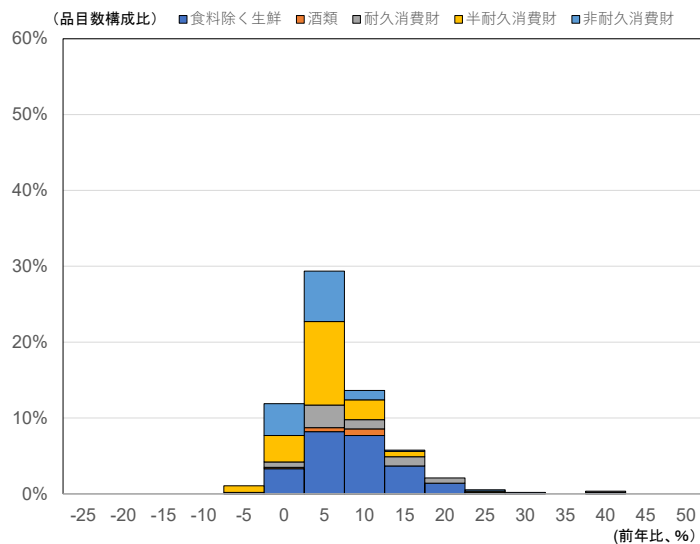


2022年10月（総合+3.7%、  
欧米型コア+1.5%）

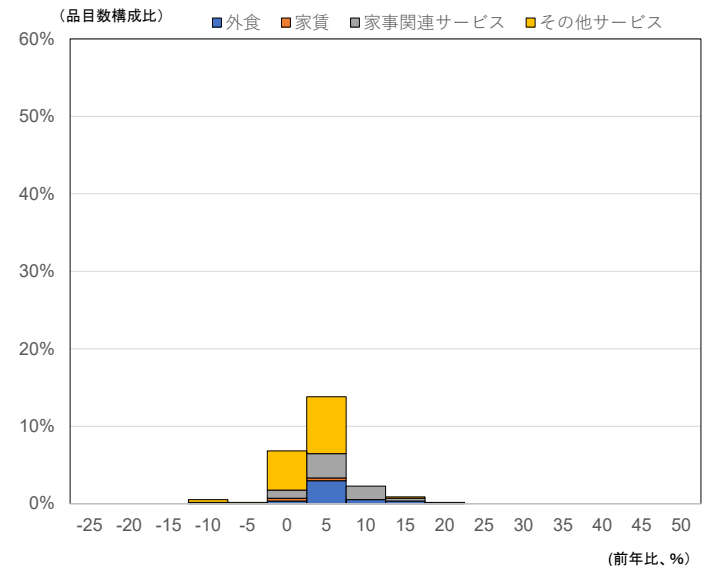
総合



財



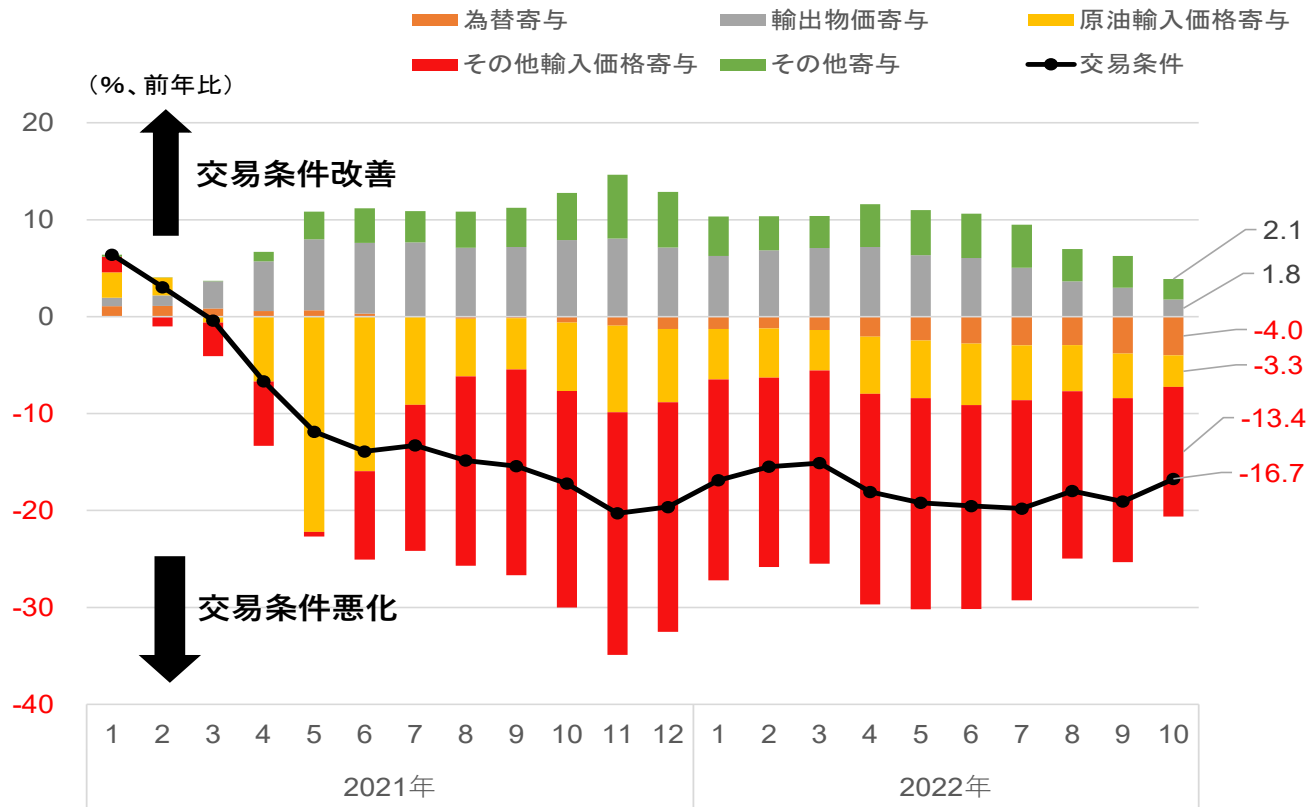
サービス



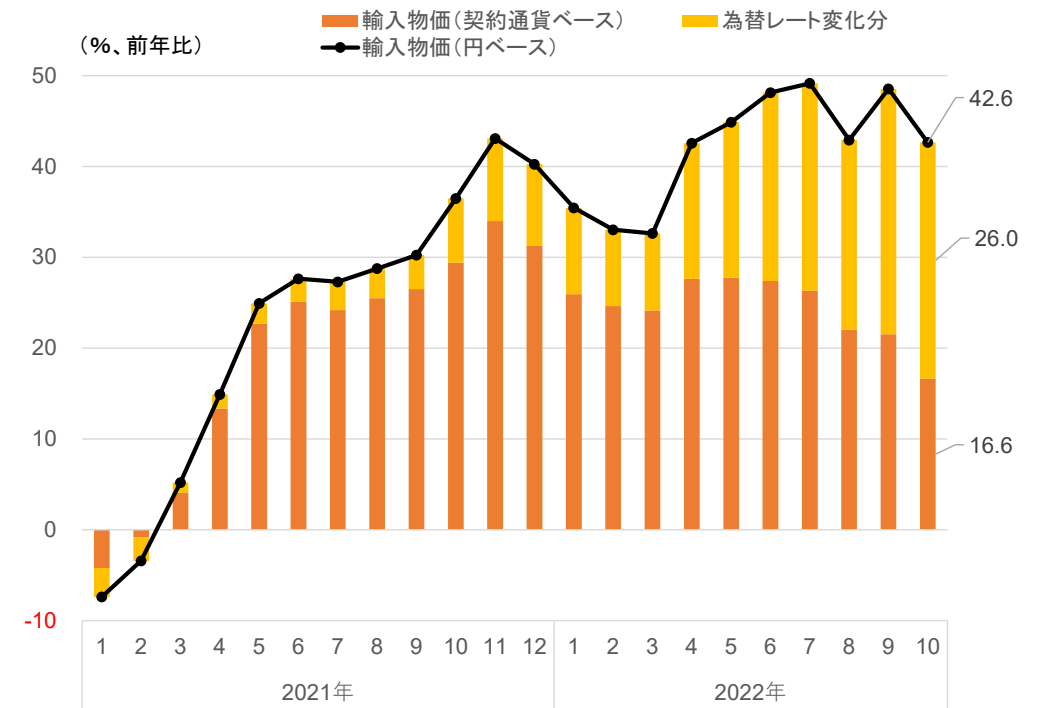
(出所)総務省より作成。

# 交易条件の悪化（所得流出）の主因は輸入物価上昇

## 交易条件変化（前年比）と各項目の寄与度



## 輸入物価（円ベース）前年比と各項目の寄与度

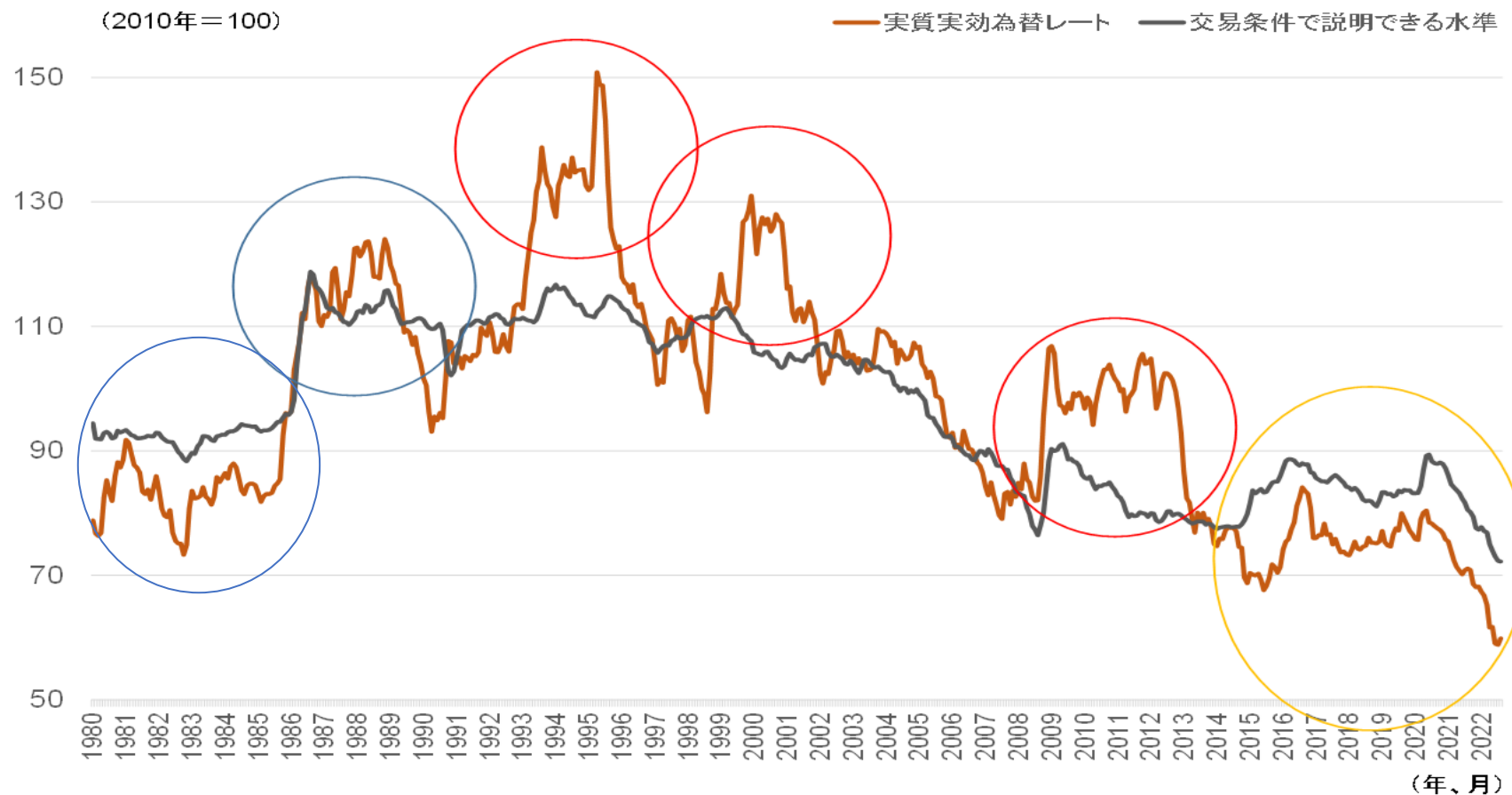


出所：日本銀行「企業物価指数」から筆者作成。  
 注：為替寄与は交易条件指数（円ベース）前年比と交易条件指数（契約通貨ベース）前年比の差として計算している。  
 原油輸入価格寄与は原油輸入価格（契約通貨ベース）前年比に原油の輸入品目全体に対するウエイトを乗じて計算した値。その他寄与は為替要因に輸出物価要因の積として定義される寄与

出所：日本銀行「企業物価指数」から筆者作成。

# 円安による輸出企業の国際競争力は 足元では1982年に匹敵する勢いで改善

実質実効為替レートの推移と交易条件の寄与

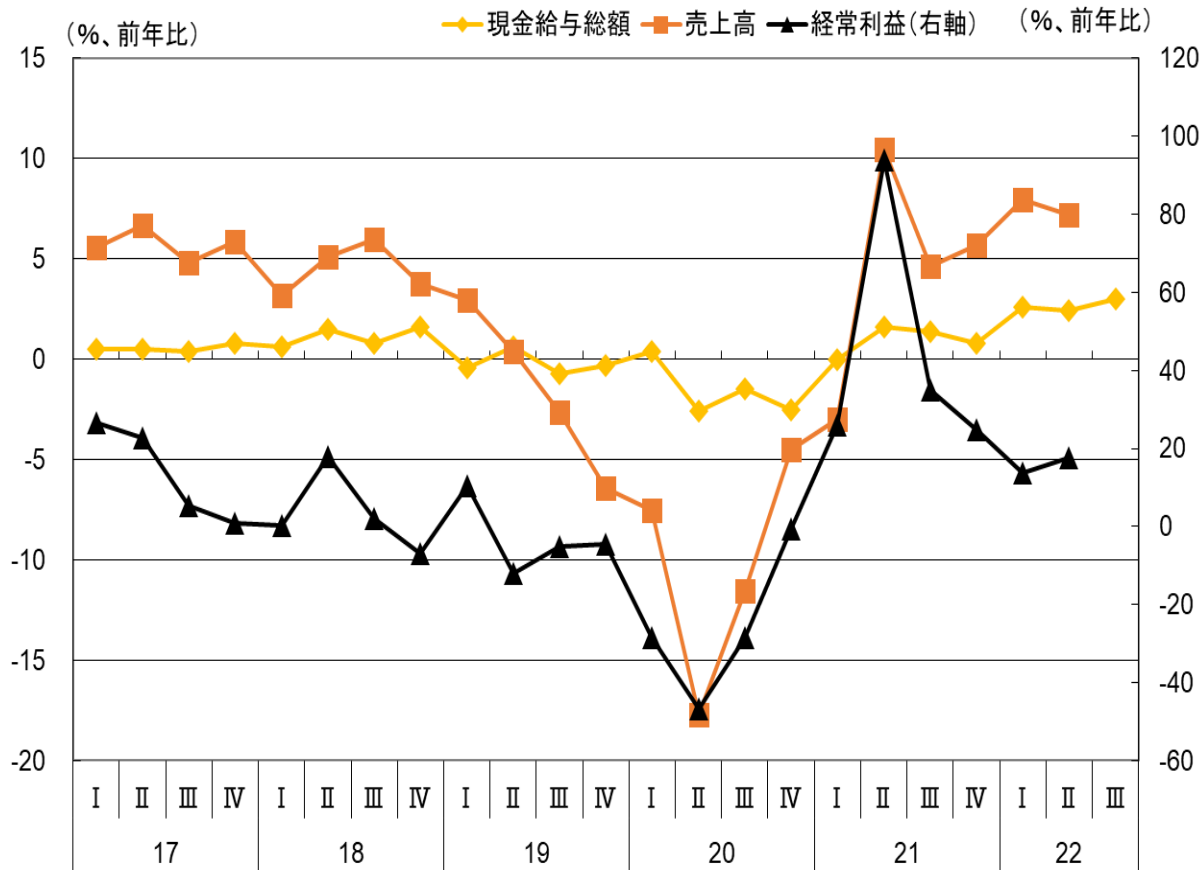


注:「交易条件で説明できる水準」とは、実質実効為替レートの変化のうち、交易条件の変化によって変動した部分を指す。具体的には、岡田・浜田(2009)より、 $\ln(\text{実質実効為替レート}) = 4.49 + 0.55 \times \ln(\text{交易条件指数}) + 0.17 \times \ln(\text{名目賃金指数} / \text{輸入物価指数})$  (各係数のパラメータは1%有意、自由度調整済決定係数0.74、推計期間:1980年1月~2022年8月)に(名目賃金指数/輸入物価指数)の平均値と各月の交易条件指数を代入した値を「交易条件で説明できる水準」としている。

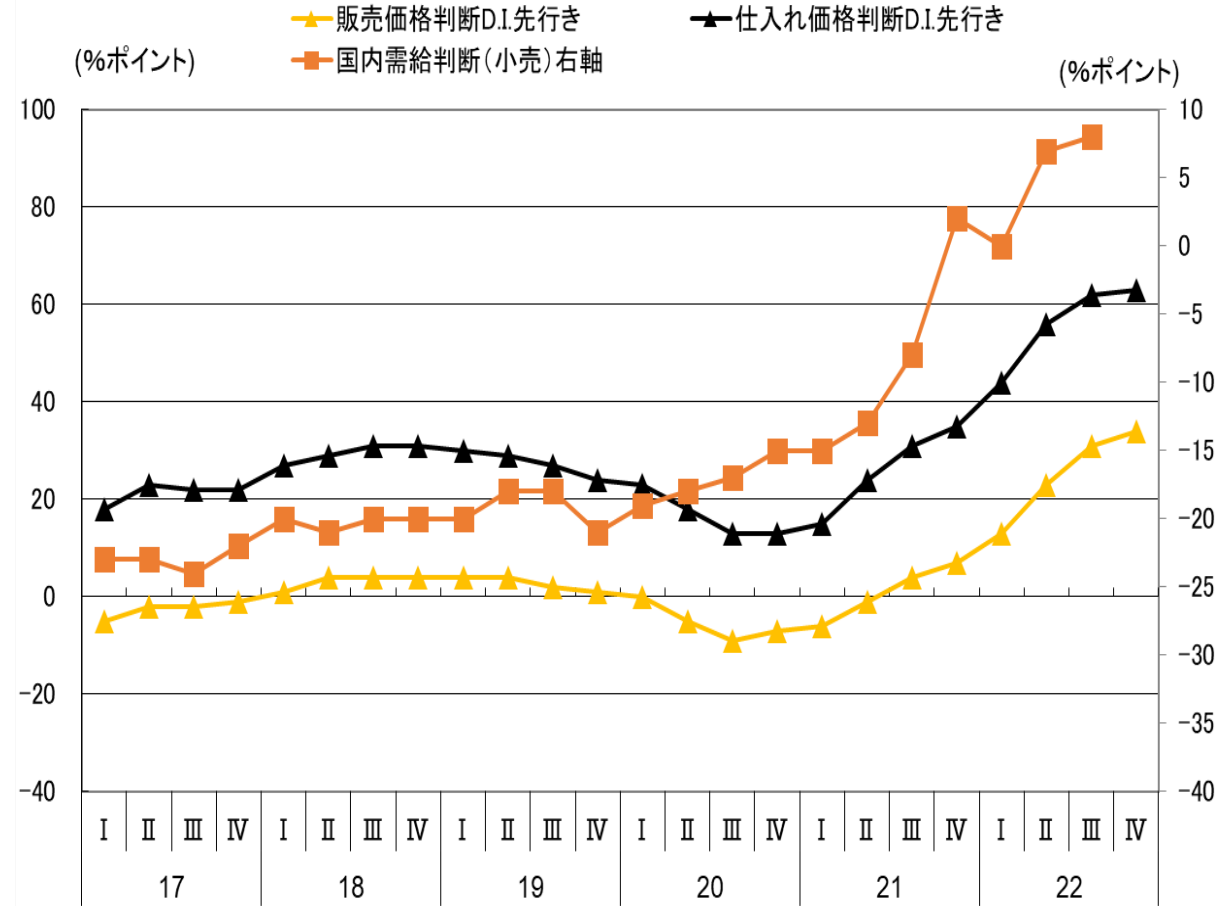
出所: 日本銀行「実質実効為替レート指数」、「企業物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」より筆者作成。

# 企業収益・賃金、価格・需給見通し (2017年～2022年)

## 企業収益・名目賃金



## 価格・需給見通し



(出所)日本銀行、厚生労働省、財務省より作成。



# 日本のインフレ、3つの可能性

## 安定的上昇

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

- 足元の物価上昇率の高まりを反映して名目賃金が増加
- 名目賃金増加、企業収益の改善が維持されるも、エネルギー価格の暴落後も2%近傍で安定化

## 急激な上昇

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

- 名目賃金増加→物価上昇率の高まり→名目賃金増加・・・という形で賃金増加とインフレ率の高進が同時進行
- 政府・日銀の経済政策も以上の状況をサポート

## 再びの停滞

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

- 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
- 名目賃金増加、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

# 政府・日銀がなすべき事、政官財で考えるべき事

○食料エネ除く物価を安定的に2%程度に  
→金融政策の維持が必要

○輸入価格上昇に伴う交易条件悪化の家計への悪影響  
→減税・給付による財政政策が必要

○实体经济と物価上昇の両立  
→3%名目賃金上昇（定昇除く）に向けた  
政官財の「ノルム形成」が必要

# 総合経済対策（物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策）のGDP押し上げ効果は+1.2%

総合経済対策（国費・追加歳出規模）の金額と経済効果（試算）

内 容	金 額、経済効果
①物価高騰・賃上げへの取組	7.8兆円、1.5兆円
②円安を活かした地域の「稼ぐ力」回復・強化	3.5兆円、0.4兆円
③「新しい資本主義」の加速	5.5兆円、0.6兆円
④防災・減災、国土強靱化推進、外交・安全保障環境の変化への対応など、国民の安全・安心の確保	7.5兆円、3.8兆円
⑤新型コロナウイルス感染症および原油価格・物価対策予備費	3.7兆円、0.0兆円
⑥ウクライナ情勢経済緊急対応予備費	1.0兆円、0.0兆円
合 計	29.1兆円、6.3兆円

注：合計と各内容の合計値は、端数の関係で一致しない。

出所：財務省資料より筆者作成。

# 責任ある積極財政のポイント

## 1. 正しい情報

- ・ 日本の常識は世界の非常識（60年償還ルール、債務償還費）
- ・ グロスとネットの違い
- ・ 予算と決算の違い

## 2. 正しい認識

- ・ デフレとインフレで財政政策のあり方は異なる

## 3. 正しい戦略

- ・ 本予算と補正予算の位置づけを明確に

# (参考) 長期停滞下での財政政策

- 長期停滞などを背景に「 $r < g$ 」が趨勢的に続く場合、政府債務／GDP比は発散しない。金融政策がゼロ金利制約に服する下で、必要な規模の財政政策を躊躇なく行うべきである。
- 国債保有には、安全資産・流動性資産選好に基づくバブル需要が存在する。よって、利回りが低くても、国債発行は消化される。
- 国債保有にバブル需要が存在する場合には、FTPLは成立せず。財政赤字が続き、政府債務が累積してもインフレは生じない。
- 国債保有のバブル需要には上限がある。ただし、政府債務の上限がどこにあるかは不確実。