

## 2%達成可能性を高めるインフレ期待の上昇

足もとで加速する消費者物価の上昇はコストプッシュ型インフレであり、日銀の目標である「2%程度の安定的なインフレ率」を達成するには、需給ギャップの改善や、インフレ期待の上昇が重要となる。コアコア消費者物価を需給ギャップやインフレ期待、過去の物価動向（慣性効果）で説明する関数（ハイブリッド型フィリップス曲線）を推計すると、物価はインフレ期待の影響を最も強く受け、過去の物価動向の影響も大きいことが示された。足もとの物価上昇が長期化しつつある中で、企業がコスト増の価格転嫁を進めれば、将来の物価は上昇するとの期待（予想）が広く共有されるようになり、インフレ期待が上昇すると見込まれる。そして、慣性効果による物価の押し上げや景気の回復に伴う需給ギャップの改善も加われば、日銀が目標とする「安定的な」2%の実現可能性が高まってくるだろう。

### 輸入物価の上昇が波及し、消費者物価は4月に2%超えも

主要国による対露制裁を受けた原油など資源価格の上昇や、円安の進行によって、輸入物価や国内企業物価の上昇が続いている（右図）。原材料コストの上昇は、川下段階の消費者物価にも波及し、3月は生鮮食品を除く総合（コア消費者物価）で前年同月比+0.8%と前月から上昇幅を拡大した。4月には携帯電話通信料の値下げの影響剥落もあり2%超えとなる見通しであり、コスト高に伴う物価上昇（コストプッシュ型インフレ）が進む見込みである<sup>1</sup>。

ただ、物価が上昇する要因には、このようなコスト上昇だけでなく、景気回復に伴う需給ギャップ（潜在的な供給能力と実際の需要の差）の改善や、インフレ期待（人々の将来の物価予想）の高まりなどもある。特に日銀が「物価安定の目標」とする「2%程度の安定的なインフレ率」を実現するには、これら3つの要素のうち、特に需給ギャップの改善とインフレ期待の高まりが重要となるだろう。

### 消費者物価と需給ギャップの関係

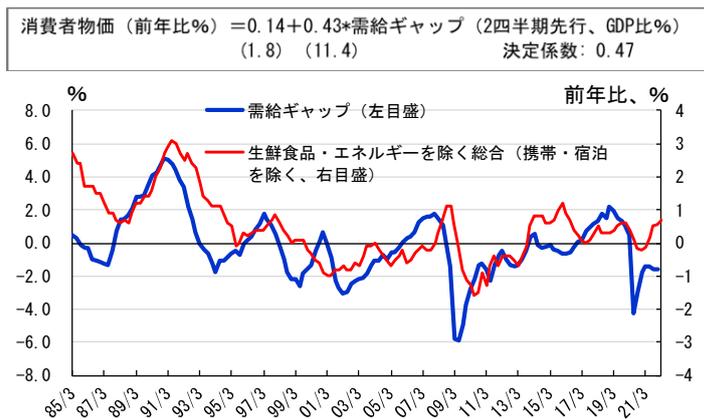
まず、需給ギャップ<sup>2</sup>と物価の関係をみると、需給ギャップ（GDP比）は、コア消費者物価からエネルギー価格を除いたコアコア消費者物価<sup>3</sup>の上昇率に対して2四

物価関連指標（前年同月比%）



（出所）総務省、日本銀行

消費者物価（コアコア）と需給ギャップ



（注）推計期間は1985年第1四半期～2021年第4四半期。推計式のカッコ内はt値。  
 需給ギャップは日本銀行の試算値。

（出所）総務省、日本銀行

<sup>1</sup> 詳細は、「日本経済情報 2022年4月号」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2183/>

<sup>2</sup> 代表的な需給ギャップの試算値には、内閣府作成のものと日銀作成のものがあるが、ここでは日銀の試算値を用いた。

<sup>3</sup> 一時的な制度要因である携帯電話通信料の値下げとGOTOキャンペーンによる宿泊料の値下げの影響も除いた。

半期程度先行する傾向がある（前ページ右下図）。コアコア消費者物価を需給ギャップで説明するフィリップス曲線を推計すると、両者の1985年以降の関係からは、需給ギャップがGDP比+1.0%であれば2四半期後の消費者物価上昇率は平均的に+0.43%ポイント押し上げられることが確認された。2021年10-12月期の需給ギャップは▲1.55%と引き続きマイナス（供給超過）が続いており、上記の関係に照らせば物価上昇率を0.6~0.7%ポイント押し下げる方向に働いていることになる。したがって、景気が回復し需給ギャップが解消すれば、消費者物価上昇率は現在より0.6~0.7%ポイント押し上げられる可能性がある。

## インフレ期待を考慮したハイブリッド型フィリップス曲線

次に、需給ギャップに加えて、インフレ期待と、さらに慣性効果として過去の物価動向（最近1年間の消費者物価の実績）の要素も変数に加えた消費者物価上昇率の関数（ハイブリッド型フィリップス曲線）を推計した。なお、インフレ期待は、日銀短観の5年先の販売価格見通しを用いた。

推計結果をみると、コアコア消費者物価と需給ギャップの直接的な関係は前述の分析より低下した。また、インフレ期待の影響を最も強く受け、過去の物価動向の影響も大きいことが示された（右図）。

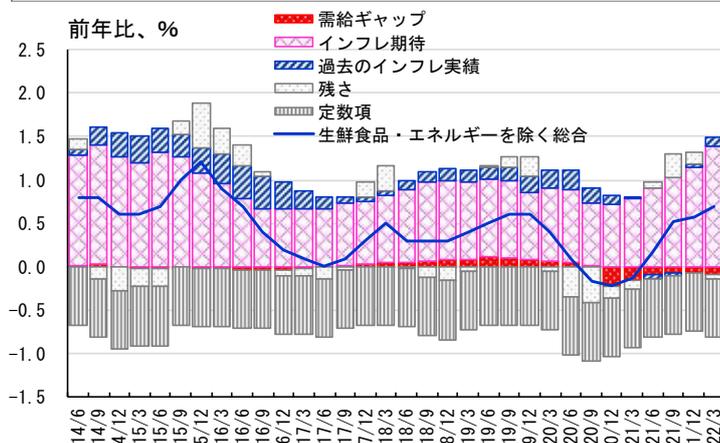
この関係を用いて、コアコア消費者物価の動向を需給ギャップとインフレ期待、過去の物価動向の3つの要因に分解すると、2021年以降の物価上昇は大部分がインフレ期待の上昇によるものとなる。また、物価上昇が続いたことで、過去の物価動向の要因もここにきてプラスに寄与し始めている。一方、需給ギャップは未だマイナスであり、物価を押し下げる方向に働いている。さらに、推計結果では定数項として表れる一定のデフレ圧力が物価を大きく押し下げており（▲0.67%）、上記の物価押し上げ効果を減殺している。

国際商品市況では原油価格が高止まりしていることに加え、円安も進行しており、足もとのコスト高に伴う物価上昇は「一時的」ではなく、長期化・常態化しつつある。こうした認識のもとで企業がコスト増の価格転嫁を進めれば、将来の物価は上昇するとの期待（予想）が広く共有されるようになる。つまり、将来のインフレ期待は、現在の物価上昇率の影響を受ける「適合的期待形成」の性質が強いため<sup>4</sup>、現在の物価が持続的に上昇することで、インフレ期待も高まっていくだろう。また、実際の物価上昇が続けば、過去の物価が上昇することによる慣性効果も物価を押し上げる。さらに、景気が回復していくもとの需給ギャップが改善すれば、いずれ物価を押し上げる要因に転じよう。

### ハイブリッド型フィリップス曲線の推計と 消費者物価（コアコア）の寄与度分解

$$\begin{aligned} \text{消費者物価（前年比％）} &= -0.67 + 0.05 \times \text{需給ギャップ（2四半期先行、GDP比％）} \\ &\quad (-6.6) \quad (2.1) \\ &+ 0.6 \times \text{インフレ期待（％）} \\ &\quad (7.2) \\ &+ 0.4 \times \text{過去の物価動向（過去1年の実績、前年比％）} \\ &\quad (7.2) \end{aligned}$$

決定係数：0.61



（注）推計期間は2014年第1四半期～2021年第4四半期。推計式のカッコ内はt値。  
インフレ予想とインフレ実績の回帰係数は合計で1となるよう推計している。  
（出所）総務省、日本銀行

<sup>4</sup> 詳細は、日銀「総括的検証」補足ペーパーシリーズ①『量的・質的金融緩和』の3年間における予想物価上昇率の変化（2016年10月6日）参照。

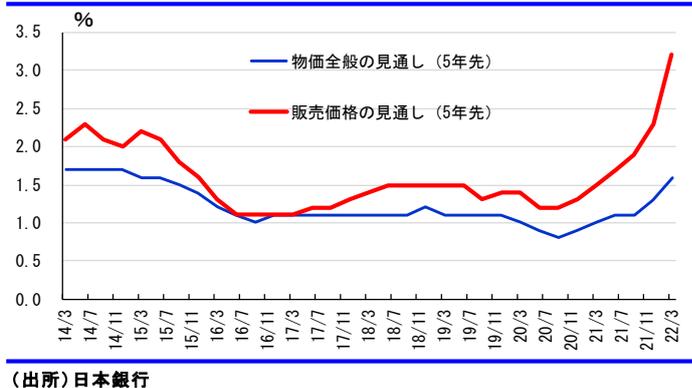
## 「安定的な」2%の実現可能性

コア消費者物価指数は今年4月に一旦前年同月比で2%以上となる見通しであり、夏場には伸びが鈍化する局面があるものの、これまでの原油高を受けて電力やガス代の価格上昇が進み、10月には再び2%を超える可能性が高い。ただ、先に述べた通り、足もとの物価上昇は財を中心とした外生的要因によるコストプッシュ型インフレであり、日銀の目標である「安定的な」2%の物価上昇を達成する状況ではない。

ただ、実際に物価が上昇することでインフレ期待が高まっていることも事実である。日銀短観の3月調査では、企業の5年先の物価見通しは+3.2%と前回調査から+0.9%ポイント上昇し、2014年の調査開始以来の高水準を記録した(右図)。先述のハイブリッド型フィリップス曲線の結果を用いると、これはコアコア消費者物価を+1.9ポイントも押し上げる試算となる。また、物価の実績が2%程度続く状況が1年程度続けば、過去の物価が上昇することによる慣性効果で+0.8%ポイントの押し上げとなるだろう。今後、景気が回復に向かい、年内にかけて需給ギャップが解消されれば、これも2四半期程度のラグを伴って+0.08%ポイント程度の上昇に寄与する見込みである。これらの寄与を合計すると、+2.78%となり、物価の押し上げ効果を減殺している定数項の▲0.67%を差し引いても、2.1%程度となる。つまり、最短で来年度前半には「安定的な」2%の実現可能性が視野に入ってくることになる。

日銀は、4月27~28日に金融政策決定会合を開催する。資源高や円安の影響を受けて2022年度の物価見通しを1%後半から2%程度に上方修正する可能性が高いが、2023年度や今回から示される2024年度の物価見通しの数字や、足もとのインフレ期待の高まりをどのように評価するのか、注目される。

### 企業の物価見通し(短観)



(出所)日本銀行