

インフレ率の需要・供給要因への分解

～先行きに弱さの見られる需要要因のインフレ圧力～

<要旨>

国内のインフレ率は、2023年1月に前年比+4.2%まで高まった後、コモディティ価格の下落や電気代・ガス代抑制策の効果によって低下基調にあるものの、長引く食料品価格の値上げや、サービス価格への値上げの広がりを受けて、その低下ペースは遅い。

インフレの持続性を考察するため、統計的手法¹によりインフレ率を財・サービス別に需要・供給要因に分解した。財価格は、これまで大きく押し上げに寄与してきた供給要因が解消に向かい、足下の需要要因は限定的である姿が示唆された。一方、サービス価格は、足下で供給要因より需要要因が大きく押し上げに寄与している可能性が示唆された。

家計の消費環境を見ると、実質賃金は前年比マイナスでの推移が続いており、コロナ禍の制約が撤廃される中でも消費性向(2人以上勤労世帯)は2019年水準を下回っている。実際、国内の消費動向は、必需品を多く含む非耐久財は横ばいとなっており、半耐久財や耐久財の需要増加は経済活動の正常化過程における一過性のものと見られる。また、サービス消費は回復基調にあるが、日本人家計は必需的な基礎的サービスに節約志向が窺われ、需要拡大が期待される宿泊代などの選択的サービスも足下で僅かながら弱含んでいる。そのため、サービス価格を押し上げる需要要因は、インバウンドの寄与が大きい可能性がある。

インフレ率は、これまでの供給要因による財価格押し上げや足下の需要要因によるサービス価格押し上げから、2023年度平均で2%台後半となる可能性が高いが、インバウンドの回復が一服する2024年度は需要の弱さから低下基調が明確になると予想する。

1. はじめに

国内のインフレ率が高止まりするのではないかと見方が広がっている。日本経済研究センターが実施するESPフォーキャスト調査(民間エコノミストのコンセンサス)では、2023年度のインフレ率(生鮮食品を除く総合、通称「CPIコア」)の見通しがここ1年で1.5%前後から2.0%台後半へと徐々に上方修正されてきた。本稿では、上振れする国内のインフレについて、まず足下の動向を確認した上で、財・サービス別にインフレ率を需要・供給要因へと分解し、加えて背後にある家計の消費動向について整理することで、今後の国内インフレの持続性について考察した。

2. 国内のインフレ動向

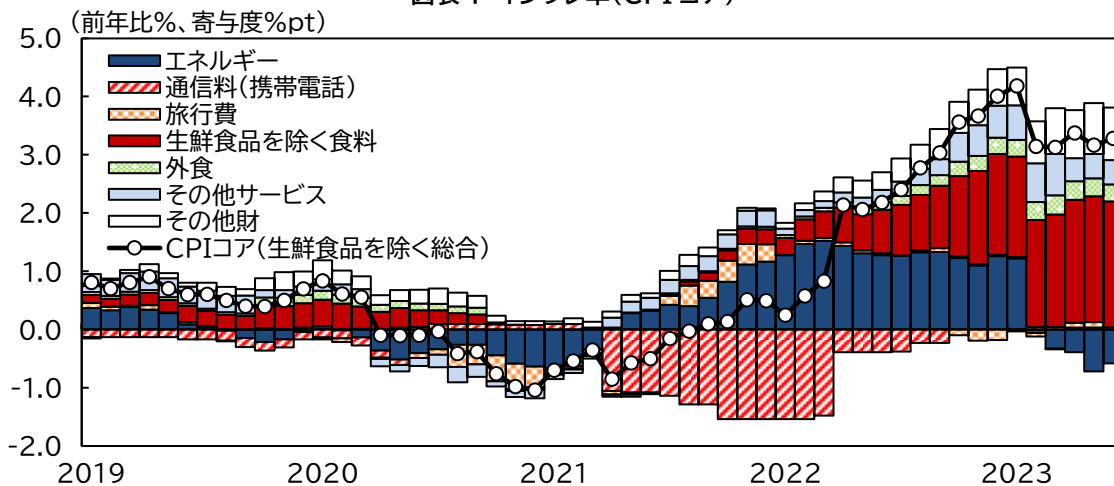
2021年半ば以降、コロナ禍の規制緩和を受けた欧米の需要回復や、2022年2月に勃発したロシアのウクライナ侵攻を受けてコモディティ価格が高騰し、国内でもガソリン代や電気代・ガス代

¹ 本稿の作成に当たっては、「符号制約付きベイズ構造ベクトル自己回帰(VAR)モデル」の推計に関して、日本経済研究センターの宮崎孝史・副主任研究員から多大なご協力を得た。ここに記して感謝したい。

などのエネルギー価格が大きく上昇してきた。また、小麦などの原材料価格の上昇を食品メーカーが製品価格に転嫁する動きも徐々に加速し、インフレ率は2023年1月に1980年代以来となる4.2%まで高まった(図表1)。足下、コモディティ価格が既にピークアウトしていることや電気代・ガス代を抑制する政策効果を受けてインフレ率は低下基調にあるものの、これまでのコスト上昇の価格転嫁の遅れから食料品価格の値上げが続いており、低下ペースは遅いものとなっている。

加えて、2023年以降は、サービス価格についても、これまでの原材料価格やエネルギー価格の上昇、飲食サービスなどの一部業種では人手不足に伴う人件費上昇を受けて、外食の他、家事関連や教養・娯楽などのサービスでも価格上昇が目立つようになってきた。インフレは、財からサービスへと広がりを見せ始めたと言える。

図表1 インフレ率(CPIコア)



(注)旅行費は宿泊料とバック旅行費。
(資料)総務省「消費者物価指数」

3. インフレ率の需要・供給要因への分解

今般のインフレは供給要因が主であるとの認識が一般的であるが、供給要因だけであればインフレの持続性は限られる。供給制約の解消やコスト上昇の価格転嫁の一巡によってインフレ率は低下に向かおう。また、日本が輸入に頼る原材料価格が下落しコストが再び低下すれば、インフレ率を更に押し下げる可能性が高い。

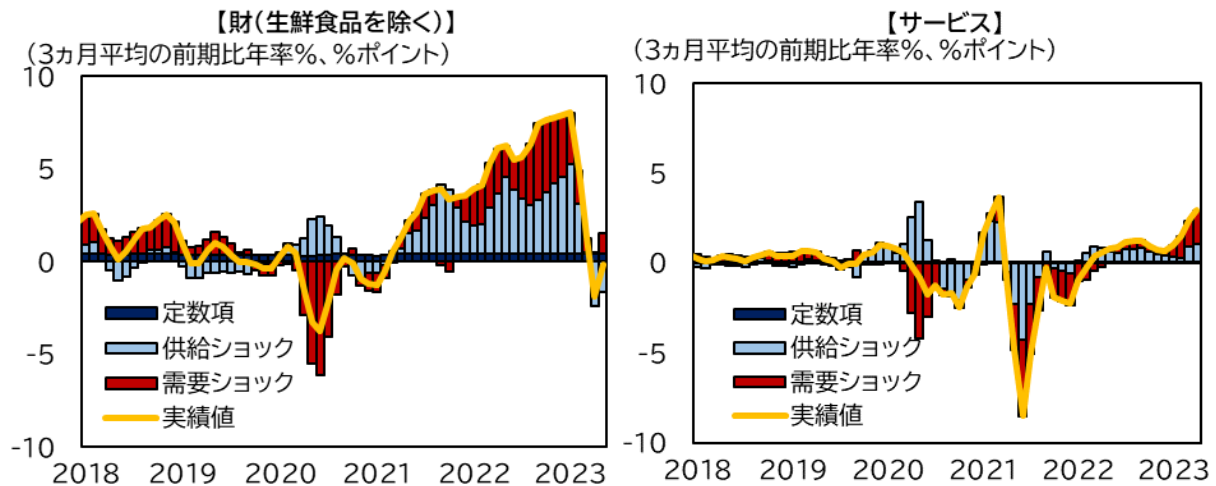
実際、輸入物価は既にピークアウトしており、原材料価格やエネルギー価格の上昇に伴う供給要因のインフレ圧力は徐々に緩和してきている。そのため、インフレ率が需要・供給要因のどちらで上昇しているのかを捉えることは、今後のインフレ率の持続性を見通す際の材料となろう。そこで、以下では統計的手法により、財・サービス別にインフレ率を需要・供給要因に分解した。

「符号制約付きベイジアン構造ベクトル自己回帰(VAR)モデル」を用いて、生産側の経済活動の指標とインフレ率の変動に符号制約を課すことで、需要ショックと供給ショックを識別した(詳細は補論参照)²。具体的には、財(生鮮食品を除く)のインフレ率の分解に際して、需要ショックは鉱工業生産(IIP)とインフレ率(CPI)を同方向に動かすショック、供給ショックはIIPとCPIを反対方向

² 日本経済研究センター「2022年度金融研究班報告② YCC見直し後の金融政策(2022年12月27日)、5.世界的インフレの行方―物価目標は多角的視点から評価を」にて用いられた手法に倣った。

に動かすショックとして識別する。また、サービスのインフレ率の分解に際して、需要ショックは第3次産業活動指数(ITIA)とCPIを同方向に動かすショック、供給ショックはITIAとCPIを反対方向に動かすショックとして識別する。以下では、推定モデルから得られたインフレ率の歴史的分解による要因分解の結果を示す(図表2)。

図表2 財・サービス別インフレ率(CPI)の供給・需要要因への分解



(注)推定モデル(符号制約付きベイズ構造 VAR モデル)によるインフレ率の歴史的分解。CPI は、総務省「消費税調整済み消費者物価指数」の作成方法を参考に、独自に算出した消費税調整済みの財およびサービス指数に対して、季節調整をかけた系列を使用。需要ショック・供給ショックの識別に際して、財は鉱工業生産指数、サービスは第3次産業活動指数の対数線形トレンドからの乖離を用いている。サンプル期間は2000年6月から2023年5月まで。ラグ次数は4(ヵ月)。

(資料)総務省、経済産業省、日本経済研究センター

まず、財(生鮮食品を除く)のインフレ率の要因分解を見ると、コロナ禍当初の2020年は負の需要ショックがインフレ率を押し下げたことが分かる。その後、2021年に入ってから、先述のコモディティ価格の高騰や食料品価格の値上げを背景とした定性的な評価と整合的に、正の供給ショックがインフレ率を押し上げてきた。しかし、足下では負の供給ショックが財価格を押し下げる結果となっている。食料品価格の値上げが続いているものの、コモディティ価格のピークアウトや政策効果によるエネルギー価格の低下が影響したと見られる。一方、正の需要ショックも、2021年半ば頃から徐々に広がってきたことが確認できるが、足下では限定的なものとなっている。

次に、サービスのインフレ率の要因分解を見ると、2020年は財と同じく負の需要ショックがインフレ率を押し下げた一方、正の供給ショックがインフレ率の低下を抑制する結果となった。コロナ禍当初の厳しい行動制限によって飲食・宿泊などの対面型サービスの営業が制限されたことが影響していると見られる。その後、繰り返された緊急事態宣言などの営業制限のほか、2020年後半の対面型サービスの需要喚起策(GoTo キャンペーン)やその反動、政府の働きかけによる2021年4月以降の携帯電話通信料の値下げなどの政策要因が、正・負の供給ショックとしてサービスのインフレ率を大きく動かしたことが窺われる。そして、2023年に入ると、コロナ禍の制約は概ね撤廃されたものの、人手不足が影響していると考えられる正の供給ショックが押し上げに寄与し、またそれ以上に正の需要ショックがインフレ率を押し上げ始めたことが確認できる。

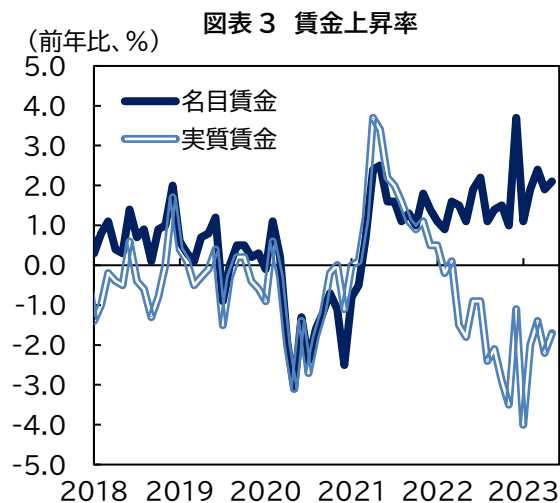
以上をまとめると、財価格は、これまで大きく押し上げに寄与してきた正の供給ショックが解消に向かい、足下の正の需要ショックも限定的である姿が示唆された。一方、サービス価格は、人手不

足が原因と考えられる供給ショックが押し上げに寄与するものの、それ以上に需要ショックによる押し上げ寄与が大きい可能性が示唆された。

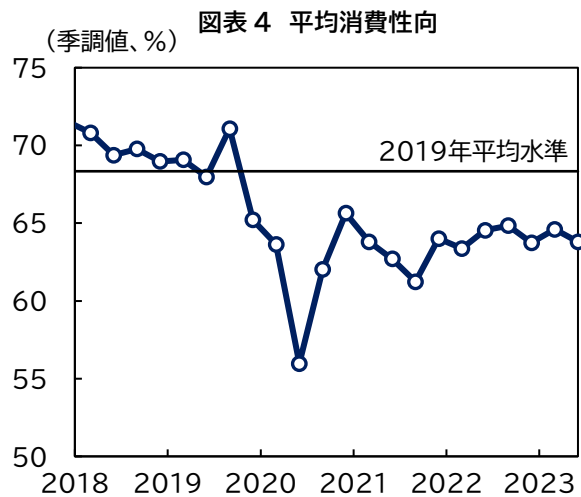
今後のインフレ率の持続性を測る上では、財・サービスともに需要要因の動向が重要となる³。次項では実際の家計の賃金・消費動向からも需要要因によるインフレ圧力の強さを確認したい。

4. 家計の賃金・消費動向から見たインフレ圧力

まず、賃金や消費性向といった家計の消費環境からみると、需要を押し上げるほどの強さは窺われない。2023年度には1990年代以来の水準となる2.0%超のベアを背景に、賃金上昇率(共通事業所ベース)は5月の速報値にて2.1%まで上昇したものの、実質賃金は前年比マイナスの状況が続く(図表3)。さらに、冒頭にて触れた通り、2023年度のインフレ率が2.0%台後半まで高まるとの見方が中心となる中、実質賃金のプラス転換は2024年度にずれ込む可能性が高まっている。そして、インフレによる家計負担が増える中、平均消費性向も、コロナ禍の制約が撤廃されていく中でも、2019年平均水準を大きく下回っており、家計は節約志向を高めている可能性が高い(図表4)。



(注)共通事業所ベース、現金給与総額。
実質賃金は、持家の帰属家賃を除く総合
(前年比、%)を控除して算出。
(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」



(注)2人以上勤労世帯。
最新値は2023年4~5月平均値。
(資料)総務省「家計調査」

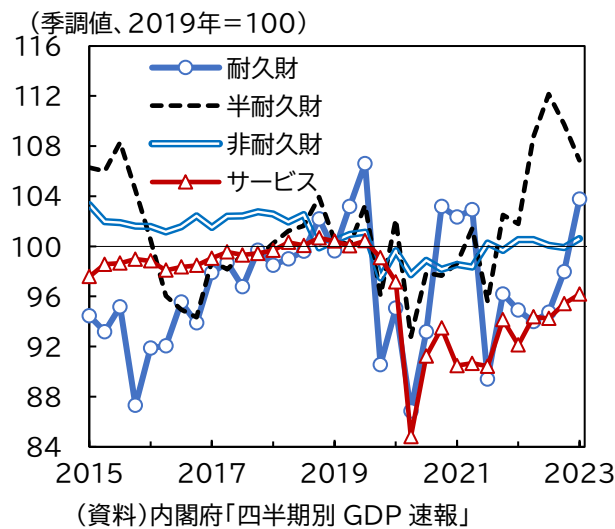
次に、消費の内訳を確認する。実質個人消費(SNA)の形態別内訳によれば、2022年以降、財消費に関しては、必需品が多く含まれる非耐久財消費は2019年並みの水準で横ばい圏の動きとなっており、財需要が日常的に高まっている状況ではない(次頁図表5)。一方、半耐久財消費や耐久財消費はコロナ禍の制約が解消に向かう中で上向き、2019年水準を超過しており、先に見た財価格への正の需要ショックが徐々に高まってきた姿と整合的である。もともと、被服関連などが含まれる半耐久財消費はコロナ禍からの経済活動の正常化過程にて外出機会が増えたことに伴

³ なお、本推計ではIIPおよびITIAと、インフレ率の変動の方向にて統計的に供給ショック・需要ショックの識別を行っているため、コモディティ価格上昇の直接的な影響などが十分に捉えられない可能性があり、結果は幅を持ってみる必要がある。

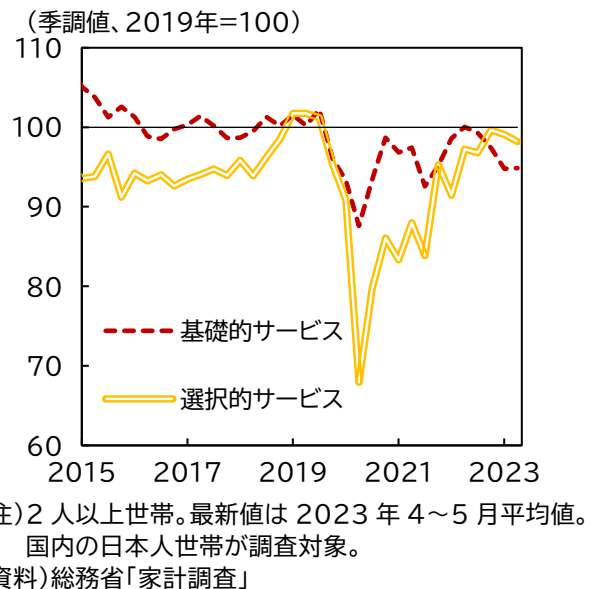
い増加したものと見られ、また耐久財は半導体等の部材供給不足の緩和に伴い自動車の生産・出荷が進んでいることが影響していると見られる。これらの要因は、経済活動の正常化過程における一過性のものと言えよう。

一方、サービス消費全体は、コロナ禍の行動制限が緩和されるにつれ、回復基調で推移してきた。SNA ではサービス消費の内訳が示されていないため、家計調査の2人以上世帯のサービス消費を選択的支出(贅沢品的なもの)と基礎的支出(必需品的なもの)に分解した⁴(図表6)。具体的には、家計調査では消費全体の選択的支出と基礎的支出の系列しか公表されていないため、サービス項目の選択的支出と基礎的支出の分類に従い、独自に集計した。2023年に入ってから必需品的な基礎的サービス消費は減少傾向にあり、消費機会の抑制やより安価なサービスの利用などによる節約志向の高まりが窺われる。対して、選択的サービス消費はコロナ禍での大きな落ち込みから2019年並みの水準まで回復しており、この経済活動正常化の動きが、サービス価格への正の需要ショックの背景と考えられよう。

図表5 形態別の個人消費(SNA)



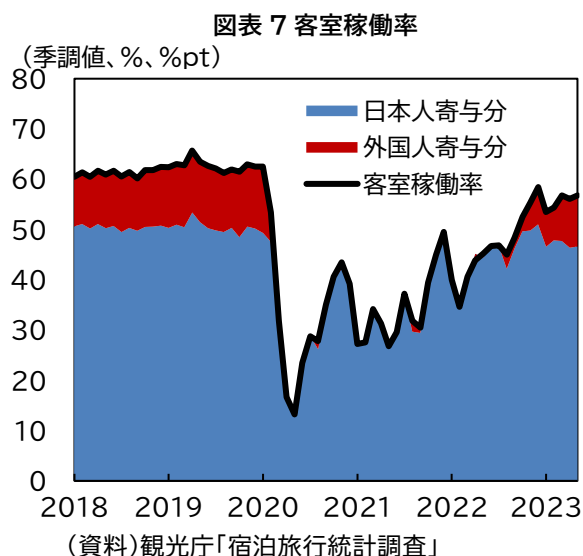
図表6 基礎的・選択的別の実質サービス消費



以上の通り、インフレによる家計負担が増える中、必需品的な非耐久財消費や基礎的サービス消費に需要の強さは見られないうえ、半耐久財消費や耐久財消費の需要増加は、経済活動の正常化過程における一過性のものと考えられる。

また、サービス消費の回復を支える選択的サービス消費については、図表6を見ると国内の日本人家計の消費は足下で僅かながら弱含む状況にある。2023年のゴールデンウィークでは各地の賑わいが報告され、宿泊・飲食などの対面型サービス消費回復への期待が高まっていたが、客室稼働率を見るとインバウンド需要が押し上げに寄与している部分が大きく、国内家計の動きは抑制的になりつつある(次頁図表7)。そのため、サービス価格を押し上げる需要要因は、インバウンドの寄与が大きい可能性がある。

⁴ 支出弾力性(支出総額が1%変化する時に各サービスが何%変化するか)が1.0未満の支出項目は必需品的なものである基礎的支出、1.0以上の支出項目は贅沢品的なものである選択的支出と区分される。家計調査は国内の日本人世帯を調査対象とする(外国人世帯を含まない)。



5. おわりに

国内のインフレ率(CPI コア)は、これまでのコモディティ価格高騰等を背景とした供給要因による財価格の押し上げや、足下で選択的サービスを中心とした需要要因によるサービス価格の押し上げによって、2023年度平均で2%台後半となる可能性が高い。しかし、国内家計の消費環境や消費動向からは、需要の強さは見られない。足下で、消費の回復を牽引するサービス消費にはインバウンド需要の寄与が大きい可能性があり、訪日外客数の回復が一服する2024年度は需要の弱さからインフレ率の低下基調が明確になると予想する。

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

<補論：財・サービス別インフレ率の供給・需要要因への分解>

本分析では、日本経済研究センター「2022年度金融研究班報告② YCC 見直し後の金融政策(2022年12月27日)、5.世界的インフレの行方—物価目標は多角的視点から評価を」を参考に、Baumeister and Hamilton(2015)が提案した「符号制約付きベイジアン構造ベクトル自己回帰(VAR)モデル」を用いて、生産側の経済活動の指標とインフレ率の変動に符号制約を課すことで、需要ショックと供給ショックを識別した。具体的には、財のインフレ率の分解に際して、需要ショックは鉱工業生産(IIP)とインフレ率(CPI)を同方向に動かすショック、供給ショックはIIPとCPIを反対方向に動かすショックとして識別する。また、サービスのインフレ率の分解に際して、需要ショックは第3次産業活動指数(ITIA)とCPIを同方向に動かすショック、供給ショックはITIAとCPIを反対方向に動かすショックとして識別する。

$$\begin{pmatrix} IIP_t \text{ or } ITIA_t \\ CPI_t \end{pmatrix} = \begin{bmatrix} + & + \\ + & - \end{bmatrix} \begin{pmatrix} \text{demand shock}_t \\ \text{supply shock}_t \end{pmatrix}$$

推定モデルは下記の通りである。

$$A y_t = B_0 + B(L) y_t + \varepsilon_t$$

各記号の詳細は下記の通りである。消費者物価指数は、財・サービス別の消費税調整済みの系列が公表されていないため、総務省の算出方法に従い独自に算出し、季節調整を実施した。

$$y_t = (IIP_t \text{ or } ITIA_t, \pi_t^{CPI})'$$

IIP_t or $ITIA_t$: 鉱工業生産指数または第3次産業活動指数の対数線形トレンドからの乖離

π_t^{CPI} : 消費者物価指数(消費税調整済み)の3ヵ月平均の伸び率(年率換算値)

B_0 : 定数項ベクトル

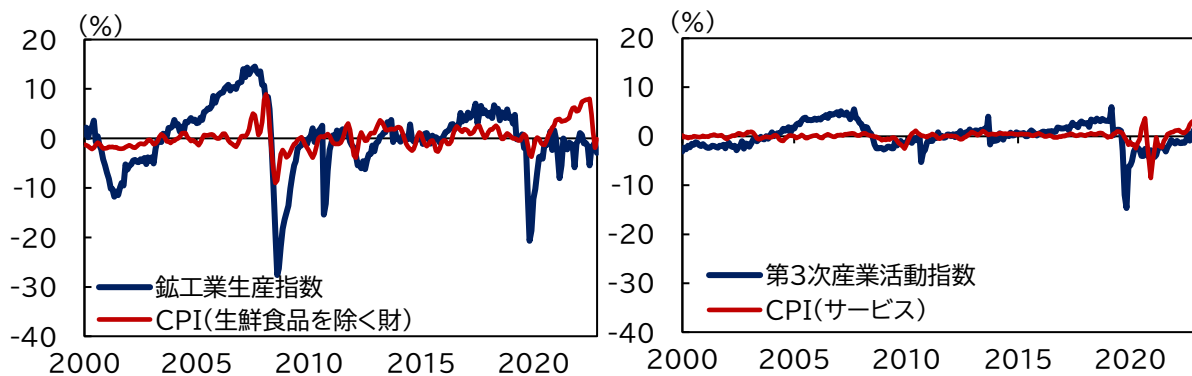
$B(L)$: 係数行列であり、 L はラグオペレーター

$\varepsilon_t = (\varepsilon_{d,t}, \varepsilon_{s,t})'$: $\varepsilon_{d,t}$ は需要ショック、 $\varepsilon_{s,t}$ は供給ショック

$A = \begin{bmatrix} -\beta & 1 \\ -\alpha & 1 \end{bmatrix}$: β は需要の価格弾力性、 α は供給の価格弾力性。

(需要曲線は右下がり、供給曲線は右上がりとし、 $\beta < 0$ かつ $\alpha > 0$)

推計に用いたサンプル期間は2000年6月から2023年5月であり、VARモデルのラグ次数は4ヵ月とした。推定に用いたデータは下記の通りである。



(注)CPIは3ヵ月平均の前月比、鉱工業生産・第3次産業活動指数は対数線形トレンドからの乖離。

(資料)総務省「消費者物価指数」、経済産業省「鉱工業生産指数」「第3次産業活動指数」

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。