

供給制約下で静かに累積するインフレ圧力

～三つの過剰は、三つの不足へ～

<要旨>

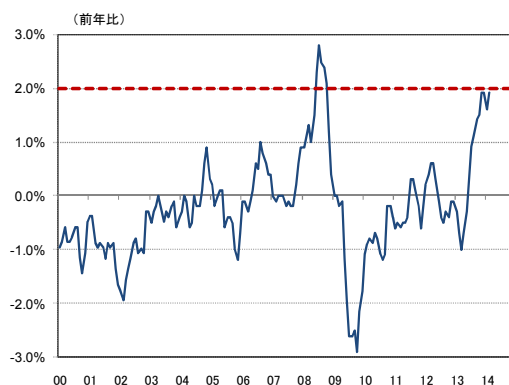
バブル崩壊後の日本経済は、過剰資本、過剰雇用、過剰負債のいわゆる“三つの過剰”への対応に苦しんできた。しかし、長期間にわたって設備、雇用、負債の削減を続けてきた結果、足元では生産設備や雇用の不足による供給制約が物価上昇要因となりつつある。モノの価格に関しては国内の生産能力低下と輸入浸透度の上昇から、輸入製品の価格が一次産品のように為替や国際商品市況などの外的な影響を受け易くなる変化が進展している。サービスの価格においては雇用情勢が逼迫する中で賃金上昇が価格上昇につながるとともに、建設業で顕著となっているように人手不足が経済成長のボトルネックとなりつつある。今後は雇用不足が運輸や飲食など他の業種に広がっていく可能性もある。

このようなモノとヒトの不足が直ちに消費者物価を押し上げ、インフレを引き起こすという可能性は低いと考えるが、雇用のひっ迫が消費者物価に大きなウェイトを占めるサービス物価への持続的な上昇圧力となることから、中長期的に物価は低下しにくくなるとともに、徐々に下限を切り上げていくことが予想される。将来的な物価の姿を考える上では設備や雇用の供給制約要因を無視しえなくなっている。

1. 上昇が続く消費者物価

消費者物価の上昇が続いている。日銀が物価目標のターゲットとしている生鮮食品を除くベースの消費者物価は目標値の2%には到達していないものの、生活実感に最も近いと言われている帰属家賃を除く消費者物価は既に2%近辺まで上昇している。(図表1)

図表1 消費者物価上昇率(帰属家賃を除く総合、前年比)

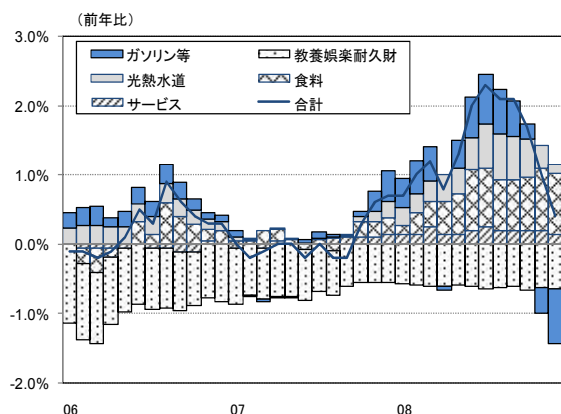


(資料)総務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

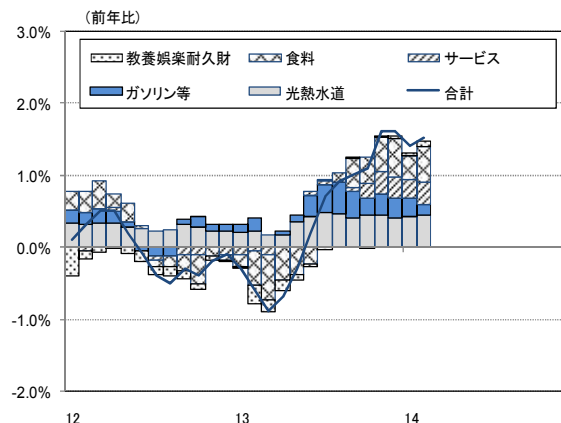
足元での消費者物価の上昇要因を直近の物価上昇局面であった 2006～2008 年と比較すると物価押し上げに寄与している品目の違いが目につく。今回は国際商品市況の上昇による食品やエネルギー関連などの影響が大きかったが、今回はガソリンや光熱費などに加えて、長期間物価押し下げに寄与していた教養娯楽耐久財(テレビ、パソコン、携帯電話などの情報通信機器)やサービスなどがプラスに転じている。(図表 2)

図表 2 要因別消費者物価上昇率

(2006～2008 年、前年比)



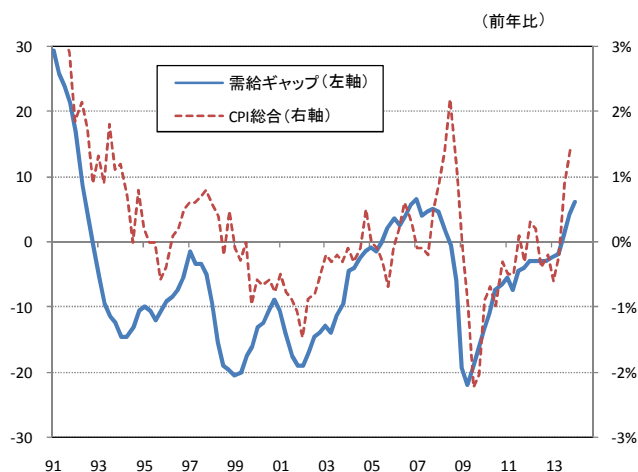
(2012～2014 年、前年比)



資料:総務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表 3 は日銀短観の設備投資判断 DI と雇用人員判断 DI から簡便的に需給ギャップを試算したものであるが、バブル崩壊後の最高値に接近しており足元の設備不足、人手不足が既に物価押し上げに影響している可能性がある。

図表 3 需給ギャップと消費者物価(総合)上昇率



(注) 需給ギャップは日銀短観における生産・営業用設備判断 DI と雇用人員判断 DI を労働分配率等でウェイト付けし作成

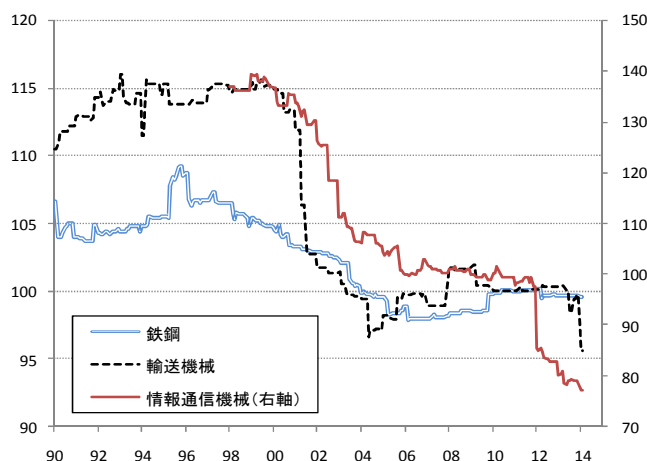
(資料) 総務省、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

2. 供給制約につながる設備不足

バブル崩壊後の日本経済は、過剰資本、過剰雇用、過剰負債のいわゆる“三つの過剰”への対応に苦しんできた。しかし、設備、雇用、負債の削減を続けてきた結果、足元では生産設備不足、人手不足という“二つの不足”が物価押し上げ要因となりつつある。

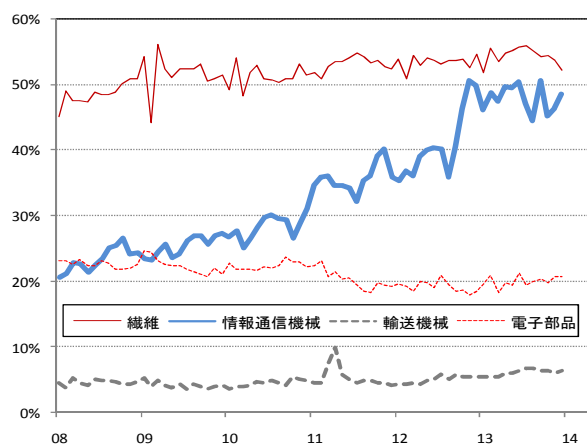
図表4は製造業の生産能力を見たものであるが、国内の高コスト構造から製造業が生産拠点の海外移転を進めてきた結果として国内の生産能力は総じて低下している。中でも情報通信機器は東日本大震災以降に生産能力が大幅に低下している。その一方で、図表5にあるように輸入浸透度は急速に高まっており、情報通信機械では50%近い水準にまで上昇している。

図表4 製造業の生産能力指数(2010年=100)



(資料) 経済産業省資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表5 業種別輸入浸透度



(注) 輸入浸透度＝輸入品/総供給

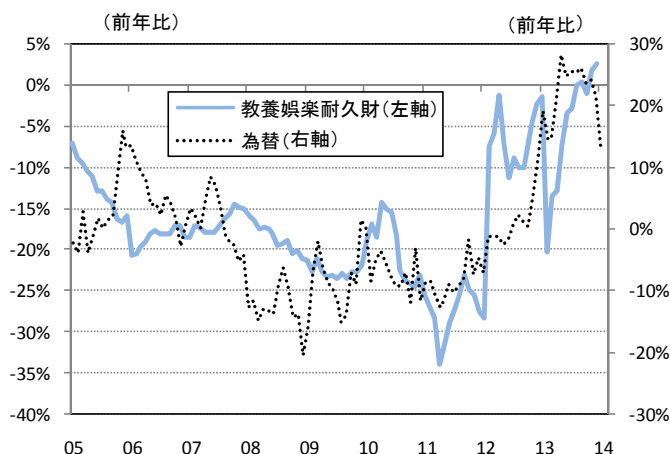
(資料) 経済産業省資料より三井住友信託銀行調査部作成

従来は円安により円建ての輸入品価格が上昇した場合には、国内生産へのシフトが進むことにより一定の物価抑制効果が発揮されてきたが、国内の生産能力減少による供給余力の低下が輸入浸透度の上昇につながり、国内品への代替効果が働きにくくなり、円安の影響が製品価格にダイレクトに反映されやすくなっている可能性がある。

次頁図表6は教養娯楽耐久財の消費者物価と為替の動きを比較したものであるが、為替の円安転換とともに輸入浸透度が上昇している教養娯楽耐久財（≒情報通信機器）の物価が急速に上昇に転じている事が確認できる。このことは前述したような国内の生産能力の低下と輸入浸透度の上昇により、輸入製品の価格が一次産品のように為替や国際商品市況などの外的な影響をより強く受け易くなったことが影響している可能性がある。

現時点では輸入浸透度が上昇している品目は情報通信機器や繊維製品など一部にとどまっているが、今後も国内での設備投資の抑制が進むと、設備の老朽化などから輸入浸透度が上昇していく品目が拡大していくことが見込まれる。

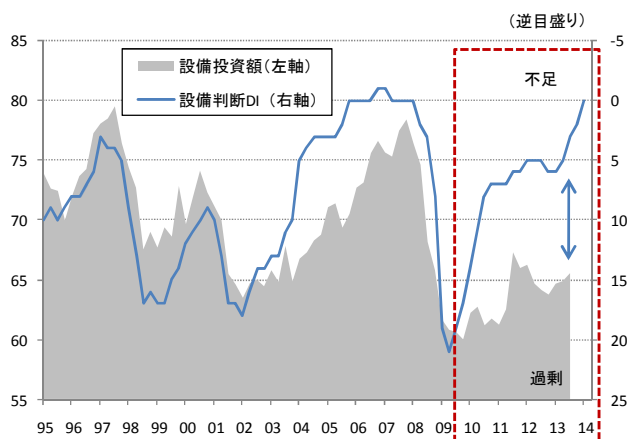
図表6 消費者物価(教養娯楽耐久財)と為替



(資料)総務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

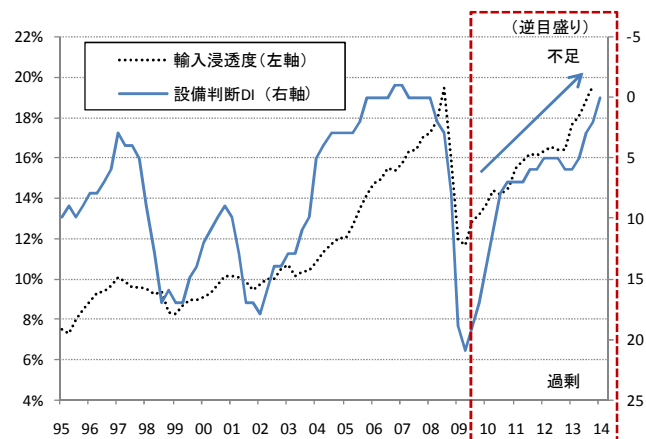
日銀短観からは企業が設備投資の抑制が続いている姿が読み取れる。図表7は日銀短観の生産設備DIと名目設備投資額を比較したものであるが、かつては設備の不足感と設備投資の動向には強い連動性がみられていたが、リーマンショック以降は設備不足感が高まる中でも企業の投資は抑制が続いており、企業が国内への投資に対して慎重なスタンスが続いていることを窺い知る事ができる。因果関係までは説明できないものの、図表8にあるように生産設備判断DIと設備投資の連動が薄れる一方で、生産設備判断DIと輸入浸透度の相関が強まっているかのような動きも見えており、企業が国内での生産設備不足を海外からの調達で充当していると考えられるのではないかな。

図表7 設備過不足感と設備投資額



(資料)内閣府、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表8 設備過不足感と輸入浸透度



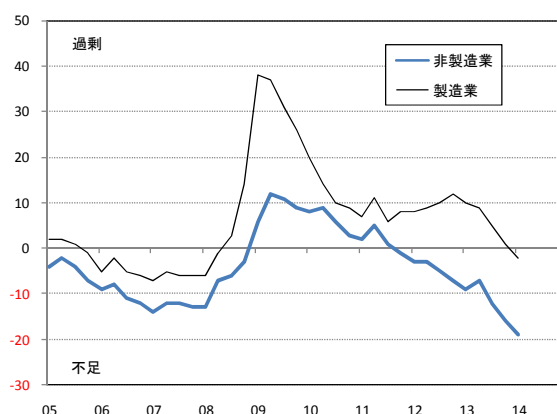
(資料)経済産業省、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

3. 長期化・固定化する雇用ミスマッチ

4月8日に行われた黒田日銀総裁の会見において「(日銀の推計による)構造的失業率は大体3%台半ばと思っており、3.6%という失業率はそれに近い、ほぼ等しいくらいになっている」と足元の雇用情勢が完全雇用に近い状態にあると述べている。

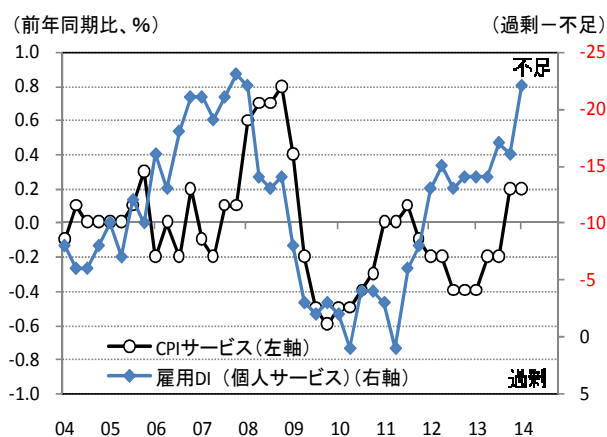
もう一つの不足である雇用においては、将来的な高齢化人口減少社会が確実な中でさらに深刻な状況が垣間見えており、日銀短観の雇用人員判断DIを見ると非製造業の雇用不足感の高まりが示され、サービス価格の一部には既に雇用不足の影響が表れ始めている。(図表9、10)

図表9 雇用人員判断DI



(資料)内閣府、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

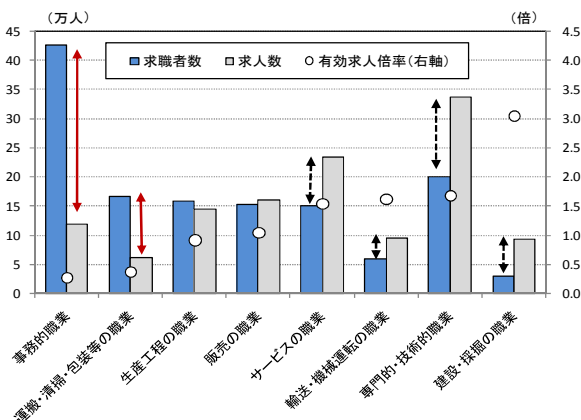
図表10 雇用判断DIとサービス物価



(資料)総務省、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

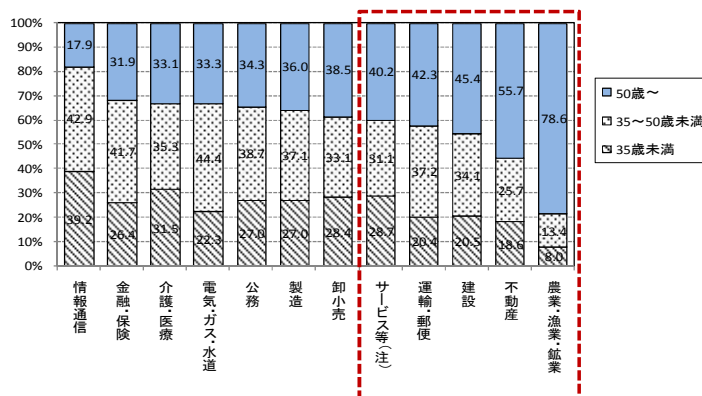
また2014年2月時点の職種別の求職者数、求人数を見ると、人手不足の深刻化が伝えられている建設以外でもサービス、運輸などで有効求人倍率が上昇している。建設においては有効求人倍率が既に3倍を超えており、東北地方における復興や景気対策による公共工事の執行が遅延するなど人手不足が経済成長のボトルネックとなりつつあるが、今後は運輸や飲食など他の業種に広がる懸念がある。(図表11)

図表11 職種別求職者数、有効求人倍率



(資料)厚生労働省資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表12 産業別年齢別就業者比率



(注) サービス等は介護・医療を除く

(資料)厚生労働省資料より三井住友信託銀行調査部作成

さらに建設など非製造業の雇用構造は 50 歳以上の就業者が多いなど高齢化している業種が多く、新規雇用が増加しなければ中長期的に就業者数が減少しやすい構造となっている。(前頁図表 12)

一方で求職者数は事務など一部の職種に集中しており、事務系の有効求人倍率は 0.28 倍と低水準にとどまっており、約 30 万人の求職超過の状況にある。高齢化・人口減少の更なる進行、低下が続く日本の労働参加率などを考えると、偏在が強まっている求職者数の流動化を進めることが不可避の状況にある。

4. 物価は 3 層構造へ

こうしたモノとヒトの不足が直ちに消費者物価を押し上げインフレにつながっていくという可能性は低いと考える。しかし、構造的な人手不足により消費者物価の約 50%を占めるサービス物価に上昇圧力がかかるということは、物価が下がりにくくなる事につながるとともに、物価の下限が切りあがっていくことを意味している。欧米の例を見てもサービス物価は下方硬直性が強いことが一般的であり、日本のサービス物価も正常化に向かうといえることができるのかもしれない。

一方で、設備不足による国内生産能力の低下は一層の輸入浸透度の上昇につながり、従来以上に為替の影響を受けやすくなる可能性があり、円安に対する物価感応度が一層高まっていくことが予想される。

物価に関してもう一点無視しえない要因は財政面からの物価押し上げ要因である。4 月から公共授業料無償化に対する所得制限の導入や高齢者医療費負担の自己負担分増加が実施され、消費者物価の押し上げ要因となるが、国と地方を合わせて約 1,000 兆円という長期負債残高という巨額な財政赤字を考えると、財政制約からの物価押し上げ効果も断続的に影響してくることが見込まれる。

当面の物価見通しとしては、昨年来の円安効果一巡により夏場にかけて物価上昇率は一旦鈍化することが見込まれているが、中長期的な物価を考える上では前述してきたような供給制約要因を加味して 3 層構造で考える必要がある。一層部分はサービス価格の動きで、ウェイトが大きいですが、変動は小さく、人手不足などを反映した持続的な上昇が予想される、二層部分は為替や商品市況の影響を強く受けるモノの価格で、為替変動への感応度が高まることから今後変動が大きくなっていくことが予想される。三層部分は財政要因による公共料金や医療になど公共サービスであるが、断続的な物価押し上げ要因となることが見込まれる。官民のサービス物価が持続的に上昇圧力を高める中で、為替変動により短期的な方向性が決まるような姿が予想され、様々な供給制約により物価が下がりにくくなると言うことができよう。

需要回復による良い物価上昇に加えて、供給制約による悪い物価上昇が見えつつある中で、物価安定化での成長持続というシナリオは徐々にナローパスとなりつつあるのではないかと。

(業務調査チーム 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融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。