

最近の物価動向と長短金利への影響

原油をはじめ商品市況の高騰が続いている。企業は徐々に価格転嫁を進めており、生活必需品を中心に消費者レベルまでコストプッシュインフレが波及してきた。足元の物価上昇は政策金利の引き上げに結び付くものではないが、インフレ期待の高まりを通じて長期金利には上昇圧力が加わり易くなる。

商品市況の高騰が続いている。原油価格(WTI先物最期近物)は年初に100ドル/バレルを突破した後も上昇を続け、新年度に入って史上最高値を更新した。原油だけではない。エネルギー、貴金属、工業用金属、穀物といった多種多様な商品の市況が纏登りの様相を呈している(図表1)。

市況高騰には様々な要因が作用しているが、特に近年の相場形成に対しては、新興国の台頭による中長期的な需要増加観測、鉱山経営権の寡占化や穀物耕作面積の減少などを背景とする供給力への懸念、金融資本による商品取引の活発化、などが大きく影響していると考えられている。需要面では、中国やインドといった新興国は人口規模などからみて経済成長の

余地が大きいことに加え、エネルギーや素材の利用効率も低いいため、商品に対する潜在需要は大きい。足元で市況高騰にもかかわらず需要がさほど減っていないことも、基調的な需要の強さを意識させる一因となっている。供給面では、原油市場において石油輸出国機構(OPEC)の生産調整行動が依然として注目されるほか、バイオエタノール需要の高まりから食用・飼料用穀物の耕作面積が減少し需給のタイト化懸念を誘発している。また、金属鉱山では経営権の寡占化が進み供給者の価格支配力が高まっている。このように、供給面も価格上昇に拍車がかかりやすい構造が形成されている。

これら需給構造の変化に加え、近年では、金融資本によるオルタナティブ投資(株式・債券など伝統的な投資対象以外への投資)としての商品投資が活発化しつつあ

ることから、実需に基づかないプライシングが起こり易くなっていることも重要な変化だ。商品市況高がインフレ懸念を生み、それが更なる商品市況高につながるという自己実現的な循環が発生してきたこともあって、金融資本による商品投資は増加を続けている。近年では証券会社の自己売買部門などによる短期売買だけでなく、年金や投信等の機関投資家が長期に商品インデックスに投資するような場面も増えている。これら金融的な需要により市況が押し上げられている側面も無視できない。

国内企業物価は27年ぶりの上昇率に

商品市況の高騰は国内物価にも強い上昇圧力を加

図表1 高騰を続ける各種商品の市況
(2000年第1週=100)



(資料) Bloomberg

えている。今年3月の輸入物価指数を契約通貨ベースで見ると、石油・石炭・天然ガス(前年同月比+56.3%)、食料品・飼料(同+29.5%)、金属・同製品(同+17.4%)などが大幅に値上がりしており、これらが全体を押し上げる形で輸入物価は前年比+21.6%も上昇している。

足元で主に米ドルに対し円高が進んでいることから、その分だけ円建て輸入価格の上昇は緩和されている。しかし、円ベースでも輸入物価の前年比上昇率は+8.3%に達しており、商品高の影響を完全に相殺するには至っていない。

輸入物価の上昇を受けて、国内での企業間の財取引価格を示す国内企業物価指数も上昇が顕著になっている。今年3月にはスクラップ類(前年同月比+38.8%)、石油・石炭製品(同+29.7%)、鉄鋼(同+8.4%)などを中心に大幅に値上がりし、全体の上昇率は+3.9%に達した。これは、第2次オイルショックの影響が残っていた1981年2月(前年比+5.6%)以来、実に27年ぶりの水準である。

消費者レベルにもコストプッシュインフレが波及

コストプッシュインフレは、消費者レベルにまで徐々に波及しつつある。身近な例では、レギュラーガソリンの全国平均価格は3月末まで1リットル当たり150円台半ばの史上最高値圏での推移が続いた(石油情報センター調べ)。新年度入り以降は揮発油税の暫定税率期限切れで大幅に値下がりしたが、税金を除いた実質価格は高止まったままだ。また、昨夏辺りから徐々に進んで来たのが食料品の値上げである。小麦など穀物由来の加工食品は値上げの理由も判りやすいが、それだけではなく、例えば、飼料価格上昇で畜産コストが増えた結果、食肉や乳製品なども値上げされている。更に、食材の値上がり外食などのサービス価格にも波及しつつある。

今年3月、消費者物価指数(生鮮食品を除く)の上昇率は前年比+1.2%となった。消費税率が引き上げられた97年度を除け

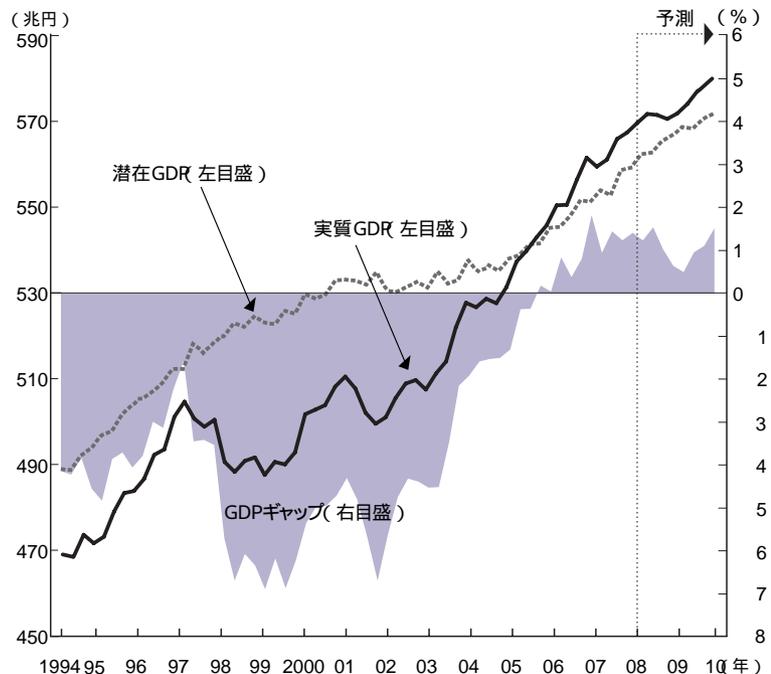
ば、94年3月以来14年ぶりの上昇幅である。財別にみると、ガソリンや灯油、電力料金といった「エネルギー」と諸々の加工食品の集合である「食料工業製品」が全体を大きく押し上げており、その他の項目はほぼ前年並みの物価水準が続いている。消費者物価の歴史的な上昇も、元をたどれば商品高が背景にある。

需給面からの物価上昇圧力は弱いが...

では、足元起こっている物価上昇は、どれほどの持続性があるのだろうか。まずは国内の基本的な需給動向から考えてみる。マクロ経済全体の需給は「GDPギャップ」によって推し量ることが出来る。足元のギャップは小幅に需要超過方向にあるが、今後は景気の減速に伴って現実のGDP成長率が潜在成長率を下回ると予想されることから、需要超過幅は縮小に向かうと考えられる(図表2)。つまり、需給面からのインフレ圧力は、今後和らぐ方向にあると予想される。

より肌感覚に近い議論をすると、足元で賃金が伸び悩んでおり、物価上昇分を考慮した実質賃金はほとんど増えていない。その中で、相次ぐ値上げ報道や株価の下落など消費者心理を冷え込ませる事象が続いて発

図表2 GDPギャップの推移と予測



(注) みずほ総合研究所推計。
(資料) 内閣府、経済産業省、総務省ほか

生しているから、財布の紐はどうしても固くなりがちだ。結果として、必需品は出来るだけ安い商品で済ませ、不要不急の財は十分値下がりするまで買い時を見極めるという消費行動が起こりやすくなる。このような環境では、当然物価も上がり難くなる。

このように、国内需要の低迷が予想される中では物価が基調的に上昇する懸念は乏しいようにみえる。しかし一方で、生産コストの増加を価格転嫁しようとする企業行動は今後一段と強まり、物価に強い上昇圧力を加えることが予想される。

例えば、鉄鋼石の輸入価格は昨年度に比べ約65%値上げされ、製鉄用原料炭は同約3倍の価格になることで決着した。各鉄鋼メーカーは需要家に対し数十%の値上げを要請している模様であり、鉄鋼が幅広い製品に利用されていることを考えれば、最終製品への価格転嫁が今後進む公算が大きい。また、火力発電用石炭の輸入価格は昨年度に比べて約2.3倍に引き上げられる模様だ。国内総発電電力量に占める石炭火力発電のウエート等を勘案すると、燃料費調整に伴って今秋からの電力料金には2%程度の値上げ圧力が加わるとみられる。また、輸入麦の政府売渡し価格は4月から30%引き上げられた。これを受けて製パンメーカーなどは製品価格の値上げを相次いで発表・実施しており、他の食材も含めた食料品の値上げは今後一層強まっていく可能性が高い。

結局のところ、今後の物価の帰趨は、需要低迷の影響とコストプッシュの影響のどちらが強いかに依存しているが、業績がピークアウトする中で企業部門が原燃料高を内部吸収する余裕を失い価格転嫁が進みやすい環境になりつつあること、サプライチェーン上流での価格変化が消費者段階まで波及するには時間的ラグがあり、仮に商品市況が落ち着いた場合でも国内物価への影響はしばらく残存する見込みであること、などを考慮すると、当面はコストプッシュの影響がより強く出る形で国内物価は高止まりする可能性が高いとみられる。

足元の物価上昇は利上げの材料にならず

さて、ここからはやや視点を変えて、物価高が金利に

与える影響について考えよう。はじめに金融政策(短期金利)への影響についてみる。

日本銀行はわが国経済の長期安定的な成長と共に物価の安定を図ることが使命であり、目安として『中長期的な物価安定の理解』を公表している。具体的には「消費者物価指数の前年比で0~2%程度の範囲内にあり、委員ごとの中心値は、大勢として、1%程度となっている」とのことであるから、消費者物価上昇率が基調的に1%を上回ってくるようだと、政策運営はインフレ警戒的、つまり利上げバイアスが掛かったものになるだろう。

上述したように、足元で国内企業物価は27年ぶり、消費者物価(生鮮食品を除く)は14年ぶりの上昇率を示しており、今後も当面高止まりする可能性が高いと考えられる。消費者物価の前年比上昇率は既に1%を上回っており、価格転嫁が進展する過程で1%を上回る上昇率がしばらく続く可能性が高い。

しかし、それを踏まえても、足元の物価上昇が利上げにつながる可能性は低いだろう。理由の一つは、日銀の政策委員の間でインフレリスクに関する合意が十分に形成されるに至っていないとみられることだ。政策委員間には、コストプッシュインフレが人々の期待インフレ率に働きかける波及パスを警戒する立場と、経済の需給面からみた物価上昇圧力の弱さを重視する立場で温度差があるようだ。例えば須田審議委員は「エネルギー価格や食料品価格の上昇が思いのほか長引けば、人々のインフレ予想が徐々に上方修正され、(中略)基調的な消費者物価も次第にプラス幅を拡大させていく可能性があります。今後とも、インフレリスクに対する警戒は怠るべきではないと思います(3/27)」とインフレ警戒的なスタンスを強調しているが、一方で白川総裁は「(国内経済は)過熱の状況でも、逆に需要が不足する状況でもない(4/9)」とマクロ的な需給面から物価に上昇圧力が加わる可能性が低いことを示唆している。

理由の二つめは、仮に政策委員間でインフレリスクの高まりに関する合意形成が進んだとしても、世界的な景気減速懸念の高まりや金融資本市場の混乱長期化の中であって、インフレ警戒感のみを取り出して利上げに踏み切るという選択肢は考えにくいとみられることだ。米国では景気後退の回避や金融システムの維持を目的として、財政・金融を挙げて政策が総動員されつつあり、

欧州でも英中央銀行のイングランド銀行(BOE)が利下げを開始した。ユーロ圏景気の減速感が高まる中、欧州中央銀行(ECB)も利下げに転じることが見込まれる。わが国経済も既に円高や株安といった金融の側面から悪影響を受けつつあるし、欧米景気の悪化が新興国の成長鈍化に波及すれば輸出も減速が避けられず、経済は成長のメインドライバーを失う形となる。足元の経済を取り巻く不確実性の高さを考慮すれば、政策委員間の議論においてインフレリスクは主要論点にはなりえても、政策変更の決定打とはならないだろう。

インフレ期待が長期金利の上昇圧力に

足元のインフレが短期金利に対して与える影響は軽微だとしても、金融政策からの直接的な影響を受けにくい長期金利についてはやや様子が異なる。

名目金利は実質金利と投資家の期待インフレ率に分解することが可能である。例えば、10年物の物価連動国債は消費者物価(生鮮食品を除く)の変化に見合う形で価格が調整される国債であり、その利回りは物価変動の影響を受けない実質金利である。ここで、名目金利である10年国債利回りから10年物価連動国債利回りを減ざると、抽出される値はその時点における投資家の期待インフレ率(向こう10年の平均値)とみなすことが出来る。

図表3は、このように国債利回りに織り込まれた期待インフレ率を、実際の消費者物価変動率及び投資家などへのアンケートによる期待インフレ率の平均値と比較したものである。昨年までは、実際のインフレ率が上昇すれば期待インフレ率も上昇するなど変化の方向性は類似しており、期待インフレ率は実際の物価変動率よりも水準が高い、という関係が成立していた。ところが、今年に入ってこの関係は崩れ、物価が大幅に上昇しているにもかかわらず期待インフレ率は低下を続け、水準面でも足元の物価上昇率が+1%を上回る中で期待インフレ率はゼロ%に近い値となっている。両者の関係が崩れた背景には、市場の混乱が深

刻さを増す中で海外投資家を中心に益出しを目的とした物価連動債の売却が膨らんだ、という需給面での要因もあるものとみられる。

では果たして、現在の国債利回りに織り込まれている10年均してほぼゼロという期待インフレ率は、物価の高止まりが見込まれる状況において持続可能といえるだろうか。仮に向こう1年のインフレ率が現状程度だった場合、足元の期待インフレ率が正当化されるためには、残りの9年間は平均してデフレでなければならないが、それは非現実的であろう。

足元で国債利回りに織り込まれている期待インフレ率は、需給的な要因から短期的に歪められている部分が多いと考えられる。やがて足元のインフレ率の動きを追う形で期待インフレ率も上昇する可能性が高く、その結果、名目長期金利に対しても期待インフレ率要因からの上昇圧力が加わり易くなるとみられ、景気減速懸念による金利低下圧力を減殺させることとなる。□

みずほ総合研究所 市場調査部
シニアエコノミスト 草場洋方
hirokata.kusaba@mizuho-ri.co.jp

図表3 期待インフレ率と消費者物価の推移



(資料) Bloomberg, QSS 債券調査レポート