

# 国内外経済の動向

## コロナショックが及ぼす物価への影響

### 【ポイント】

1. 新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済活動の停滞の影響により、日本経済にはリーマンショック後を上回る大きなデフレ圧力がかかる。
2. ソーシャルディスタンスなどの感染防止対策、サプライチェーンの再構築によって増加するコストの大部分を価格に転嫁することができるほど、需要は強くない。
3. これまで効果が乏しかった財政拡張と金融緩和というポリシーミックスが、コロナショックを機にインフレをもたらすと考える根拠も見当たらない。
4. コロナショックが物価へ及ぼす影響としては、需要の弱さがもたらすデフレ圧力がコスト増加からくるインフレ圧力を上回るとみている。また、物価が上下いずれかの方向に向けて極端に不安定化する可能性も大きくないだろう。

世界的な新型コロナウイルスの感染拡大は社会・経済に甚大な影響を及ぼしている。現在、今回のコロナショックが企業や家計の行動様式など様々な事象に変化をもたらす可能性が議論されているが、その一つとして日本や世界においてデフレを引き起こすのか、それともインフレにつながるのか、といった議論がある。本稿では、歴史的な低金利環境の先行きを占ううえでも重要な物価動向に焦点をあて、主な論点を整理したい。

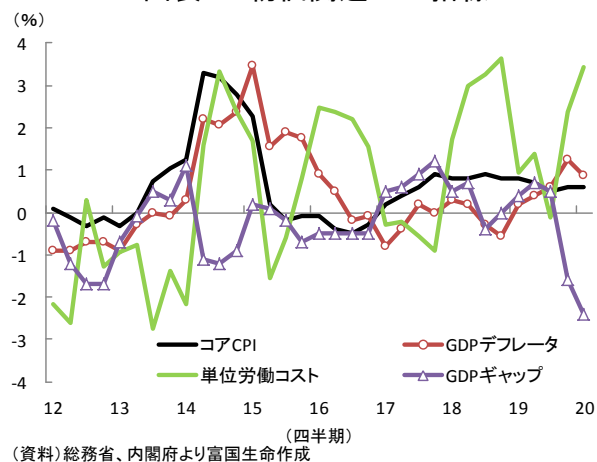
### 1. 需要の弱さがもたらすデフレ圧力

コロナショック以後の物価動向を見極めるうえで最も重要なポイントは、失われた需要である。感染予防のための「巣ごもり」によって、食料品や生活必需品への需要がなくなるわけではないが、旅行・レジャーなど不要不急の消費は停滞が続く可能性が高い。また、仮に感染拡大が収束しても、リモートワークの継続などから人の移動は以前より抑制されることも想定され、サービスを中心に早期の需要の回復が見込みにくい状況が続くとみられる。

日本の物価関連指標を、安倍政権がデフレ脱却の目安として重視してきた4つの指標で振り返ると、2019年前半は4指標が揃ってプラス圏で推移しており、少なくとも継続的に物価が下落するような状況ではなくなっていた(図表1)。しかし、2019年後半になると消費増税前の駆け込み需要やその反動などにより、需要と供給のバランスを示すGDPギャップはマイナスに転じている。

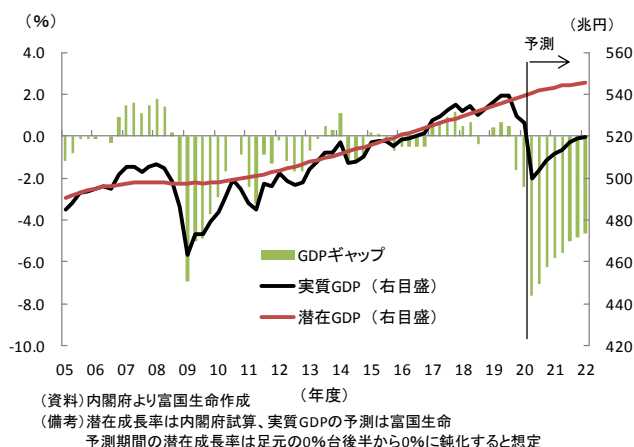
日本経済は、新型コロナウイルスの影響で極めて厳しい状況にあり、仮に感染が収束したとしても、需要の低迷が長期化し、元の経済水準を取り戻すまでにかかなりの時間がかか

図表1. 物価関連の4指標



る見込みである。当社の直近の予測は、本誌 2020 年 7 月号「日本経済の景気持ち直しは緩慢に」で示したが、実質 GDP がコロナショック前の水準を取り戻すのは 2023 年、概ね 4 年かかるとみている。この予測に基づいて GDP ギャップを試算すると、2020 年 4～6 月期にマイナス 8% 程度まで悪化し、その後も供給超過の状態が続く（図表 2）。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済活動の停滞の影響により、日本経済にはリーマンショック後を上回る大きなデフレ圧力がかかることが示されている。

図表 2. 実質 GDP・潜在 GDP と GDP ギャップ



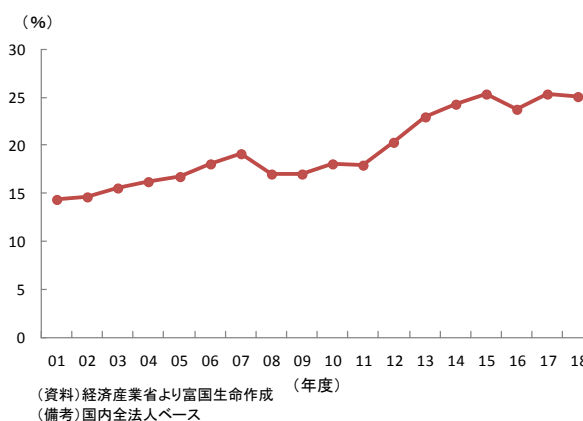
## 2. 企業・家計の行動変化に伴うコスト増加によるインフレ圧力

インフレを引き起こす可能性としては、コロナショックを契機とした企業・家計の行動変化に伴うコスト増加が考えられる。ここでは新型コロナウイルスの感染防止対策、サプライチェーンの再構築の 2 つを指摘する。

まず、感染予防策に投じたコストの増加を企業が消費者に転嫁する可能性について、ひと口に感染防止対策といっても様々なものがあるが、コロナショックを契機とした変化として影響が最も大きいのは、ソーシャルディスタンスの確保だろう。ワクチンなどの開発や普及により状況が変わる可能性はあるが、例えば小売業や飲食サービス業、映画館やテーマパークなどでは感染予防のために座席数や入場者数を制限することで売上減少を余儀なくされており、その売上減少分を価格に転嫁する可能性がある。

次に、サプライチェーンの再構築について考える。経済産業省の「海外事業活動基本調査」によると、グローバル化が進展するなか、2018 年度の国内製造業の海外生産比率は 25.1% と上昇傾向にある（図表 3）。もっとも、このところはグローバル化の進展が国内産業の空洞化や所得格差拡大の要因との指摘がみられるなか、米中対立激化などを背景に国内企業は海外生産拠点の中国への一極集中の是正を進める動きもみられる状況にあった。そうしたなかで、今回のコロナショックがサプライチェーンの脆弱性を浮き彫りにし、多くの企業にサプライチェーンのあり方を改めて問いかけた。そのポイントとして挙げられているのが、国内回帰である。

図表 3. 国内製造業の海外生産比率



新型コロナウイルスは世界がグローバル化し、国境を越えた人の移動が活発な世界であるがゆえに瞬く間に世界に拡大した面があるほか、海外に依存していたマスクや消毒液など急激に需要が増加した製品の供給不足が続いた。そうしたなかで、必需品の国産化など、国内回帰を求める主張がみられている。このような状況を踏まえ、わが国政府は顕在化したサプライチェーンの脆弱性を補うため、緊急経済対策の一環として、「サプライチェーン

対策のための国内投資促進事業費補助金」を創設した。生産拠点の集中度が高い製品や部素材の国内調達によって、サプライチェーンの分断リスクを低減し、国民にとって重要な製品・部素材に関する円滑な供給体制と、強靱な経済構造の構築を目指しており、国民の安全にかかわる製品などを中心に、国内回帰の動きが進む可能性がある。そして、これまでのグローバル化の背景の1つが労働コストの抑制であるとすれば、こうした国内回帰の動きは効率の悪化につながり、コスト増加要因となる。

以上、新型コロナウイルスの感染防止対策、及びサプライチェーンの再構築という2つのコスト増加要因を指摘したが、実際にコスト増加分を消費者に転嫁することが果たして可能なのだろうか。例えば、座席数を減らすかわりに、価格を引き上げるなどした場合、既に悪化がみられる雇用・所得環境に鑑みれば消費者がそのような値上げを素直に受け入れることができるかは疑わしい。増加するコストの大部分を価格に転嫁することができる（消費者が受け入れられる）ほど、需要は強くない。

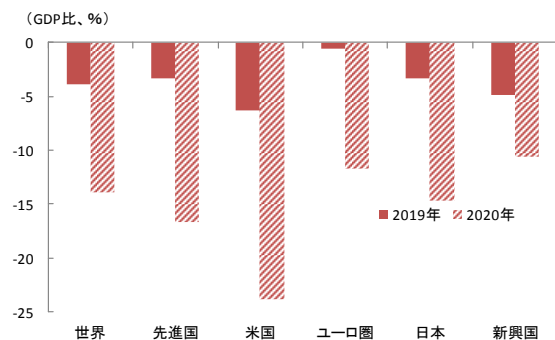
### 3. 財政拡張と金融緩和のポリシーミックスがインフレをもたらす可能性

昨今、コロナショックがインフレにつながる可能性として盛んに指摘されるのが、世界的な財政拡張と金融緩和である。財政政策と金融政策のポリシーミックスが、中央銀行の当座預金を中心にマネーを増大させ、そのマネーの増加がインフレ率の上昇につながる、という考えである。

各国政府はロックダウンなどの制限措置による大幅な需要減少などで収入が途絶えた企業や家計の救済、雇用維持などのため、財政支援を行っている。IMF（国際通貨基金）によれば、新型コロナウイルスの影響を受けて4月以降、世界の3分の2以上の国が財政支援を強化しており、その支援規模は全世界で、2020年4月時点の8兆ドルから6月時点で11兆ドルに達したと試算されている（うち5.4兆ドルは財政収支に影響しない、国有の銀行や企業を通じた融資や資本注入、保証などの流動性支援を含む）。

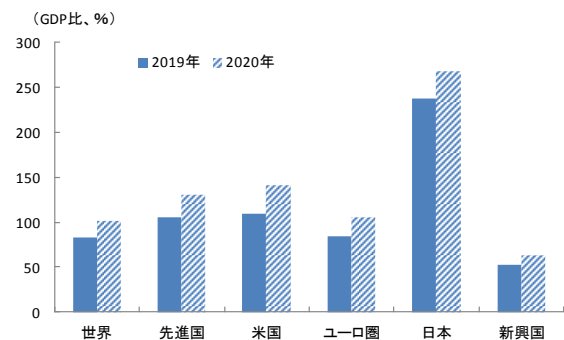
こうした、大規模な財政支援に加え、経済活動の停滞に伴う歳入の減少などを映して、世界全体の財政収支（対GDP比）は2019年の▲3.9%に対し2020年は10.0ポイント悪化の▲13.9%と予測されており、リーマンショック時の▲4.9ポイントを超える過去最大の悪化が見込まれている（図表4）。そして財政収支の悪化で当然ながら政府債務残高の増加も見込まれている。世界的に懸念されている感染再拡大などにより、一段の財政出動に追い込まれる可能性もあるが、既に現時点において2020年に世界の政府債務残高がGDP比101.5%（同+18.7ポイント）と初めて100%を超えると予測されるなど、いかに今回の経済的なショックとそれを受けた財政支援が大きな規模かを示している（図表5）。

図表4. 主要な国・地域の財政収支



(資料)IMFより富国生命作成  
(備考)IMFスタッフによる推計・予測

図表5. 主要な国・地域の政府債務残高



(資料)IMFより富国生命作成  
(備考)IMFスタッフによる推計・予測

なお、国・地域別では、財政収支（対 GDP 比）の悪化幅は米国が 17.5 ポイント、ユーロ圏が 11.1 ポイント、日本は 11.4 ポイントである。その結果、2020 年の政府債務残高は米国が 141.4%（前年比+32.7 ポイント）、ユーロ圏は 105.1%（同+21.0 ポイント）、日本は 268.0%（同+30.0 ポイント）となっている。

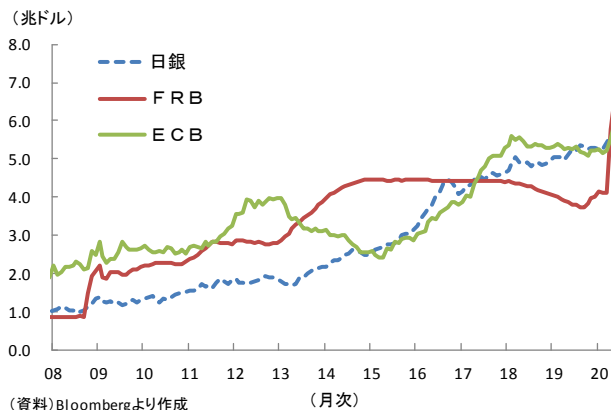
こうした大規模な財政支援の発動の背景には、財政赤字を容認しやすい環境にあることも影響している。もちろん、政府主導のもとロックダウンなどの制限措置を実施しなければならないほどの非常時であったことはもとより、それに加えて何よりも、歴史的な低金利環境のもとで利払いによる膨張が限られ、政府債務残高の増加は抑制されるほか、主要中央銀行がコロナショック以降、積極的に量的緩和の拡大に動き、国債などを大量に購入していることが大きい。FRB

（米連邦準備理事会）、ECB（欧州中央銀行）、日銀の資産残高をみると、足元で急増していることが確認できる（図表 6）。こうした中央銀行のバランスシートの拡大により、国債の需給バランスが悪化する可能性が低いことも影響している。

では、中央銀行によるバランスシート拡大を通じたマネー供給量の増大がインフレを引き起こすことがあるだろうか。

政府の財政拡張と中央銀行のバランスシート拡大というポリシーミックスはかねてより継続されており、日本やユーロ圏などで物価上昇率の下振れ傾向に大きな変化はみられなかった。過去の金融危機時のマネー不足がインフレを招いた経験などから、潤沢なマネーが供給されており、今後も必要以上にマネーの増大が長引く可能性は十分にある。しかし、余ったマネーは預貯金と金融資本市場に流れがちであり、一般的な物価や賃金の押し上げにはつながりにくい状況が続くだろう。このような状況が今回のコロナショックによって一変すると考える根拠は見当たらない。

図表 6. 主要中央銀行の資産残高の推移



#### 4. おわりに

コロナショックによる物価への影響としては、需要の弱さがもたらすデフレ圧力がコスト増加からくるインフレ圧力を上回るとみている。一方で、インフレの急上昇や世界恐慌時のような経済と物価が持続的かつ相乗的に縮小していくデフレスパイラルなど、両極端な見方も存在するが、筆者としては、そうした極端なデフレあるいはインフレへの懸念は杞憂に終わり、物価が上下いずれかの方向に向けて極端に不安定化する可能性は小さいと考える。

基調的な物価上昇率を高めていくには、早期の需要の回復はもとより、潜在成長率を高め、中長期的な企業の成長期待や予想物価上昇率を高めていくことが欠かせない。コロナショックを受けた消費者の行動様式の変化に、デジタル化などで柔軟に対応しつつ生産性の向上を図っていくことが求められている。

(財務企画部 大野 俊明)