

物価とインフレーションのメカニズム

日興リサーチセンター
研究顧問
吉川 洋

理事長
山口 廣秀

前室長代理
阿部 將

2024年5月8日

本論文の内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、日興リサーチセンターの公式見解を示すものではありません。

物価とインフレーションのメカニズム

吉川 洋*¹

山口 廣秀*²

阿部 將*³

2024年5月8日

【要旨】

世界経済は、2020年以降低インフレから本格的なインフレの時代に突入した。こうした物価上昇の背景を探るため、2020年以降の日米欧の物価動向を整理すると、いずれも国際的な資源・穀物価格といった国際商品市況の上昇が、川上、川下といった連関を通じて、消費者物価に波及している。また、賃金の変動も、生産コストの変動を通じて物価形成に影響を与えている。こうしたことを踏まえると、最近の物価の研究で見られるような、「人々のインフレ予想」が物価を決定するというのではなく、物価はあくまでも一次産品の価格や賃金といった生産コストと、企業の利潤であるマークアップ率によって決まると考えられる。

*¹ 東京大学名誉教授、日興リサーチセンター研究顧問。

*² 日興リサーチセンター理事長。元日本銀行副総裁。

*³ 日興リサーチセンター理事長室 前室長代理。

まえがき

日本経済は、1990年代初頭にバブルが崩壊して以来、30年の長きにわたりデフレ基調が続いてきた。この間、世界全体も低インフレの時代にあったが、それでも他の先進国ではモノやサービスの価格は年率2%程度上昇した。その結果、この30年で、米国や英国では物価が2倍、ドイツでも1.7倍になったが、日本では1.09倍とほぼ変わらない状況だ。

しかし2020年に、世界経済は低インフレから本格的なインフレの時代に転換した。日米欧の消費者物価の上昇率は、各国間で程度の差はあるものの、概ね同時期に上昇に向かっている。日本においても、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、22年4月に2%を上回り、23年1月には4.2%まで達した。

本論文では、物価の決定とインフレーションの発生について、事実を整理し（1章）、理論的な変遷を跡づけた（2章）あと、分析の基本的なフレームワークにつき考えることとしたい。

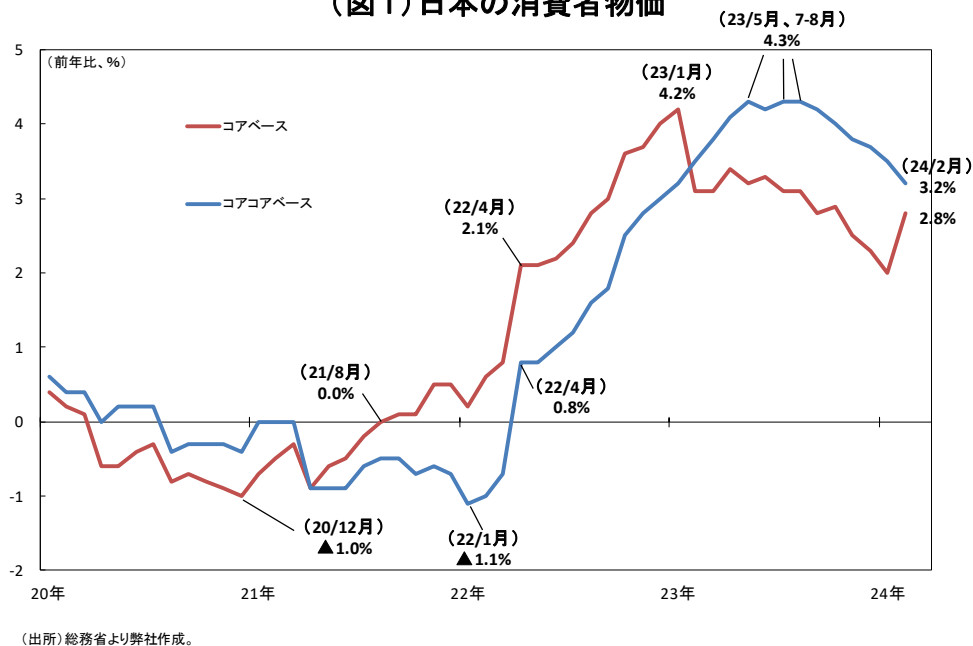
1. 最近の物価上昇

第1章では、2020年から直近までの日米欧の物価動向について整理する。

(1) 日本

日本の生鮮食品を除くコアベースの消費者物価の動きを概観すると、2020年末までは前年比マイナス幅が緩やかに拡大したが、その後はマイナス幅縮小に転じ、21年8月にはプラス圏まで上昇した(図1)。日本がデフレ基調を脱して「インフレ経済」に転換したのは、21年後半である。その後22年4月に前年比2%を超え、23年1月にかけて4.2%までプラス幅が拡大した。しかし、23年2月以降はプラス幅が縮小方向にあり、24年2月時点では2.8%となっている。コアベースの消費者物価からエネルギー関連を除いたコアコアベースの消費者物価も、タイムラグを伴いつつほぼ同様の動きであるが、24年2月時点の上昇率はコアベースを上回って3.2%となっている。

(図1) 日本の消費者物価

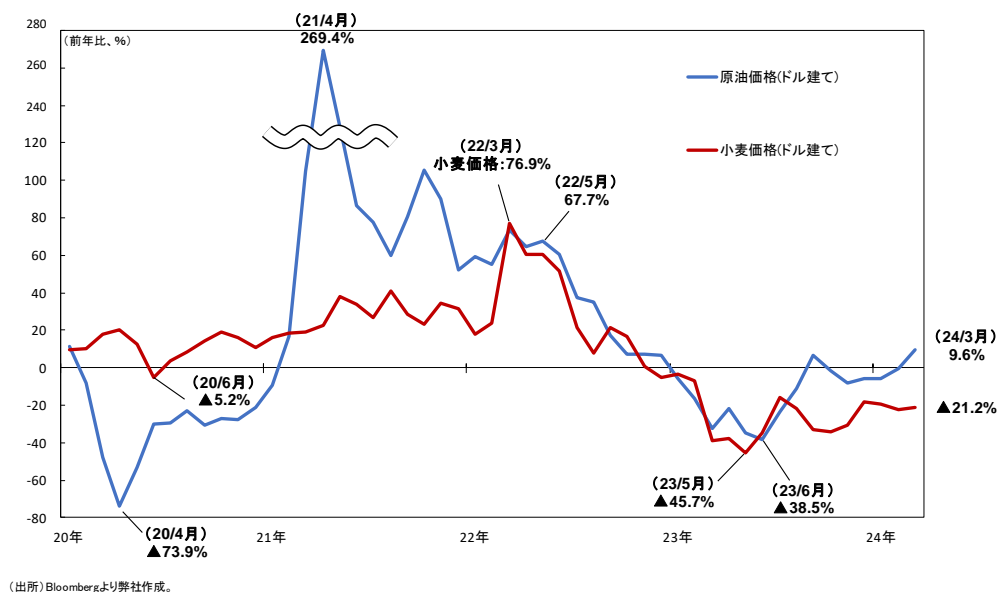


消費者物価がインフレに転じた契機は、原油価格等の資源価格や小麦価格等の穀物価格といった国際商品市況の上昇である(図2)。一次産品価格、円ドル相場の影響を強く受ける輸入物価を起点として、それが企業間の財・サービス

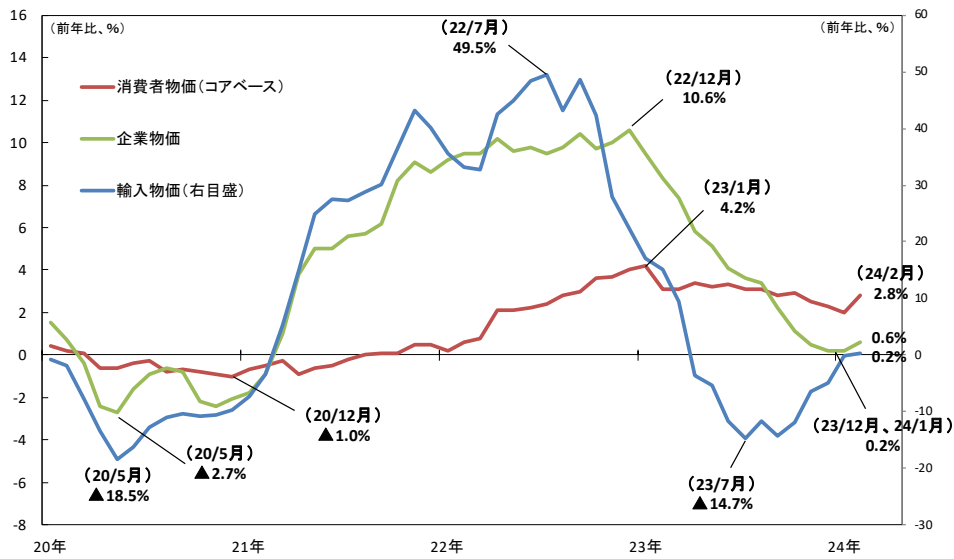
の取引価格である企業物価・サービス価格に波及していき、さらに半年ほどのラグを伴って消費者物価へと伝播していった（図3）。こうした川上を出発点として、川中から川下に至るプロセスに、賃金の動きも影響して、全体としての消費者物価が形成されているということである。

図2の原油・小麦価格は、本来為替相場を加味した円建て価格でみるのが望ましいが、ドル建て、円建ていずれも同様の推移をたどっているため、ここではドル建てでみている。まず、20年4月に原油価格が底打ちし、20年5月には輸入物価、企業物価がボトムに達している。消費者物価についても、20年12月によく底打ちしている。この間、小麦価格も、原油価格に遅れて20年6月にボトムをつけている。その後、川上、川中、川下の物価は、時間差を伴いつつ上昇を続け、小麦価格は22年3月にピークをつけ、原油価格も22年5月以降ははっきりと低下に向かい始めると、輸入物価は22年7月、企業物価は22年12月にピークに達し、それに続いて消費者物価も23年1月にピークをつけている。それ以降の展開も同様であり、小麦価格、原油価格がそれぞれ23年5月、23年6月にボトムをつけ、輸入物価、企業物価はそれぞれ23年7月、23年12月に底を打ったが、消費者物価はこれまでのところ明確な底打ちはみえず、上昇率の低下が続いている状況である。いずれにしても、物価の上昇局面であれ下降局面であれ、川上から川中、川下への伝播の流れははっきりしている。

（図2）原油・小麦価格



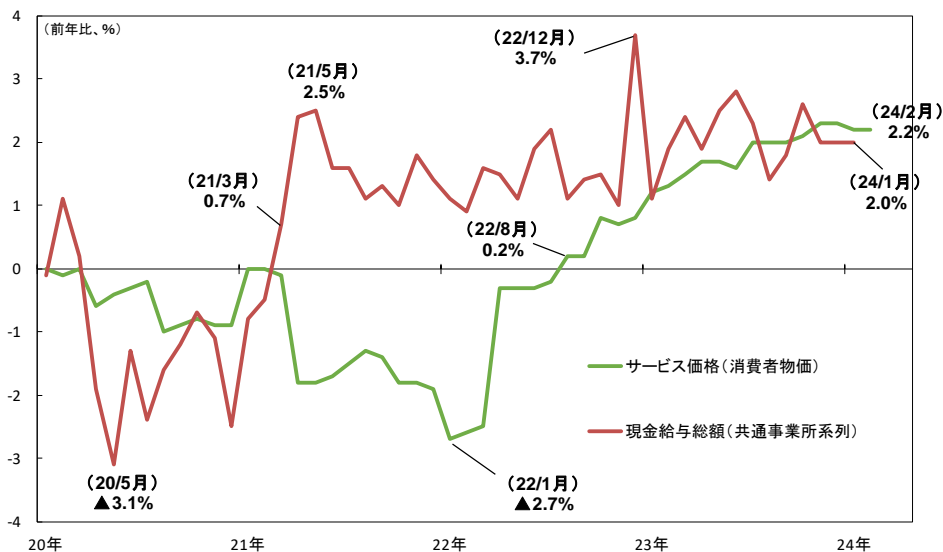
(図3) 日本の輸入・企業・消費者物価



(出所) 日本銀行、総務省より弊社作成。

この間、消費者物価のサービス価格と賃金の動きをみると、賃金は20年5月まで前年比マイナス幅の拡大を続け、その後マイナス幅を縮小させる段階に入り、21年3月以降は前年を上回っている(図4)。そうした賃金の動きを反映して、労働集約的なサービス価格も、かなり遅れはしたものの22年1月に底を打ち、その後22年8月からは前年比上昇率の緩やかな拡大を続けている。

(図4) 日本の消費者物価のサービス価格と賃金



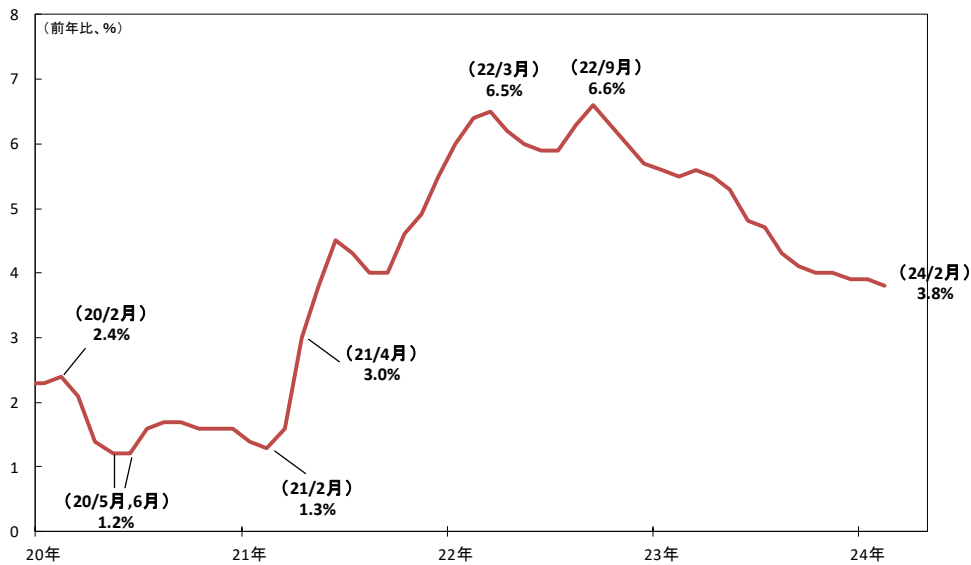
(出所) 総務省より弊社作成。

このように消費者物価については、大きくとらえれば、資源・穀物価格を外からのショックとして受けとめながら、それに賃金を加味した生産費用をベースに形成されているとあってよい。

(2) 米国

米国の食品、エネルギーを除く消費者物価の動きは、ならしてみれば、20年以降年率平均 4.8% で、日本のそれ (1.7%) に比べるとかなり高い前年比で推移しているが、変化のタイミングはほぼ同時期であった。消費者物価は、20年5月にボトムをつけ、その後も弱含みの展開を続けたが、21年2月以降は振れを伴いつつ、22年9月まで上昇基調をたどった(図5)。しかし、その後上昇幅は縮小に転じ、最近までその傾向が継続している。

(図5) 米国の消費者物価(コアベース)

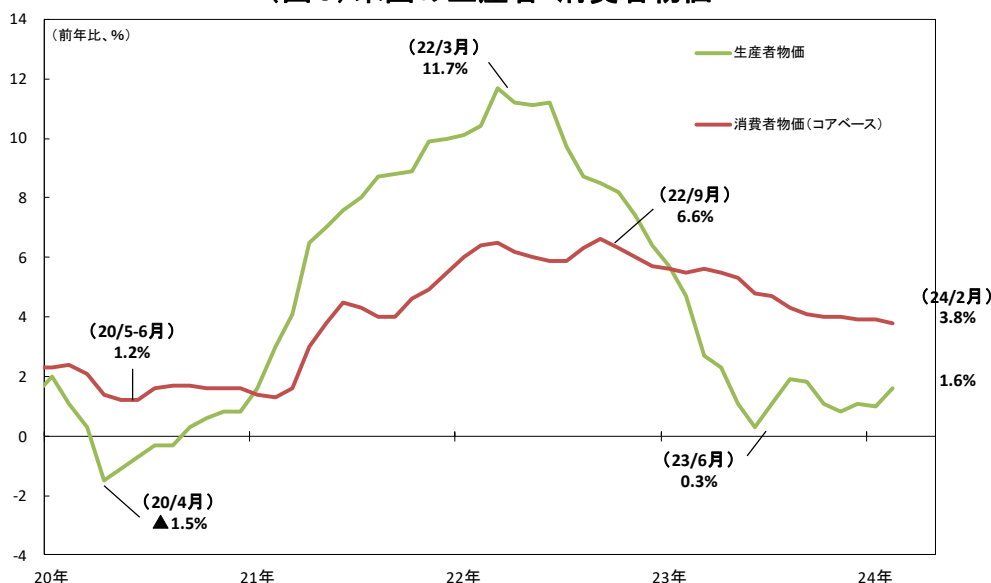


(出所) Bloombergより弊社作成。

こうした消費者物価上昇率の加速は、エネルギー・食料の自給率が高い米国の場合、日本とは異なり、資源・穀物価格がダイレクトに影響する生産者物価から消費者物価に波及するラグは短い。その動きを跡づけてみると、生産者物価は原油・小麦価格と概ね平行な動きを示す中で20年4月に底打ちし、消費者物価も1か月後の20年5月にはボトムをつけている(図2、6)。その後

も、生産者物価、消費者物価はラグを伴いながら上昇を続け、生産者物価は 22 年 3 月、消費者物価は 22 年 9 月にピークをつけている。それ以降は、生産者物価は 23 年 6 月にボトムをつけ、直近にかけて強含み横這い圏内で推移しているが、消費者物価はごく緩やかなペースでの鈍化傾向を続けている。米国においては、資源・穀物価格、生産者物価、消費者物価の動きは、時間差を伴いつつほぼ平行に推移している。

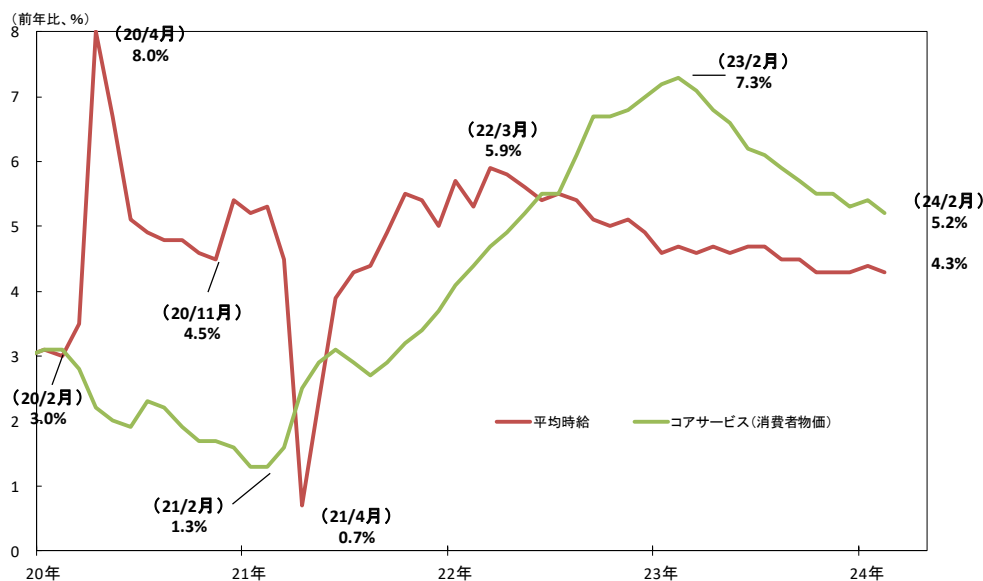
(図6)米国の生産者・消費者物価



(出所) Bloombergより弊社作成。

もちろん、以上のような消費者物価の変動プロセスに加えて、賃金上昇が消費者物価のサービス価格への主要な変動要因となっていることは言うまでもない。消費者物価のサービス価格と賃金の動きをみてみると、賃金の振れは大きく、消費者物価のサービス価格との関係はみにくいが、概して言えば、賃金の動きが先行する形でサービス価格も推移している (図 7)。

(図7) 米国の消費者物価のサービス価格と賃金



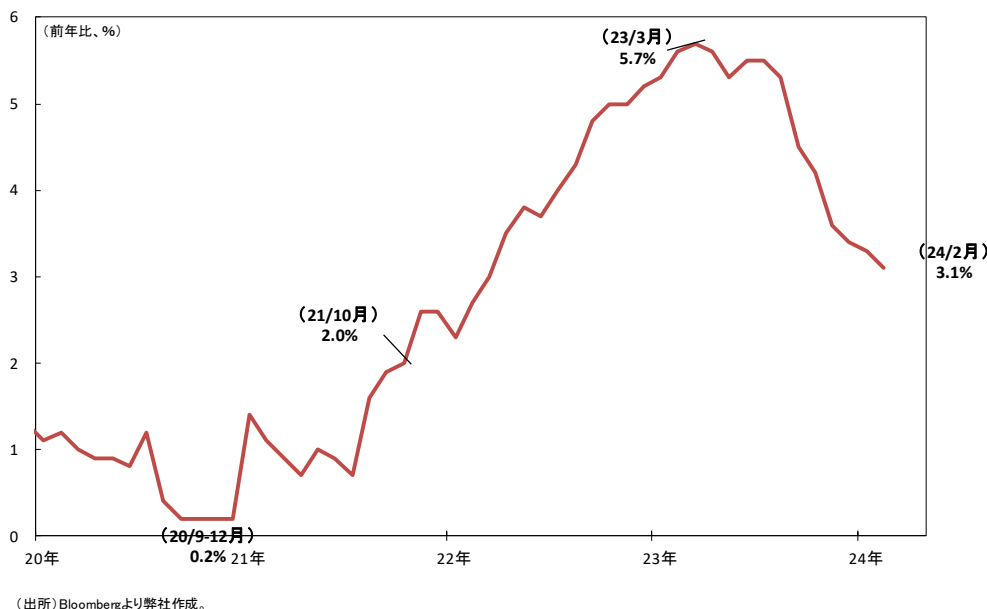
(出所) Bloombergより弊社作成。

以上みたとおり、米国においても、資源・穀物価格のダイレクトな影響を内包しつつ、生産者物価から消費者物価への伝播のプロセスは明らかであり、そうした中で賃金も消費者物価の形成過程に影響を及ぼしていることが確認できる。

(3) ユーロ圏

ユーロ圏の食料、エネルギー等を除く消費者物価をみると、それ自体の動きは日米と概ね同様であり、20年末にかけて上昇率は弱含んだあと、21年後半から23年3月までは上昇基調をたどっている。それ以降は、最近に至るまで伸び鈍化傾向が続いている(図8)。

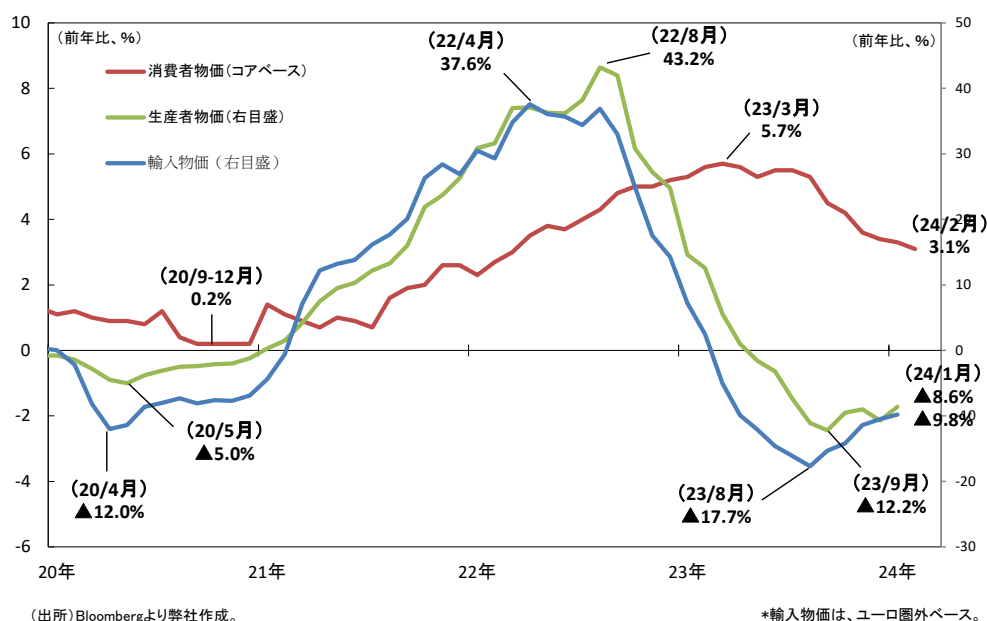
(図8) ユーロ圏の消費者物価(コアベース)



ユーロ圏は、原油、天然ガス等の資源価格や小麦等の穀物価格、ユーロドル相場の影響が、川上、川中、川下に波及する点で、日本の消費者物価の形成過程と同様であるほか、賃金も消費者物価の変動に大きく寄与している。こうした動きを、3つの図（図2、9、10）に即して跡づけてみる。なお、原油・小麦価格は、本来為替相場を加味したユーロ建てでみるのが適当だが、ドル建てとユーロ建てでいずれも大きな動きは変わらないことから、ドル建て価格でみる。

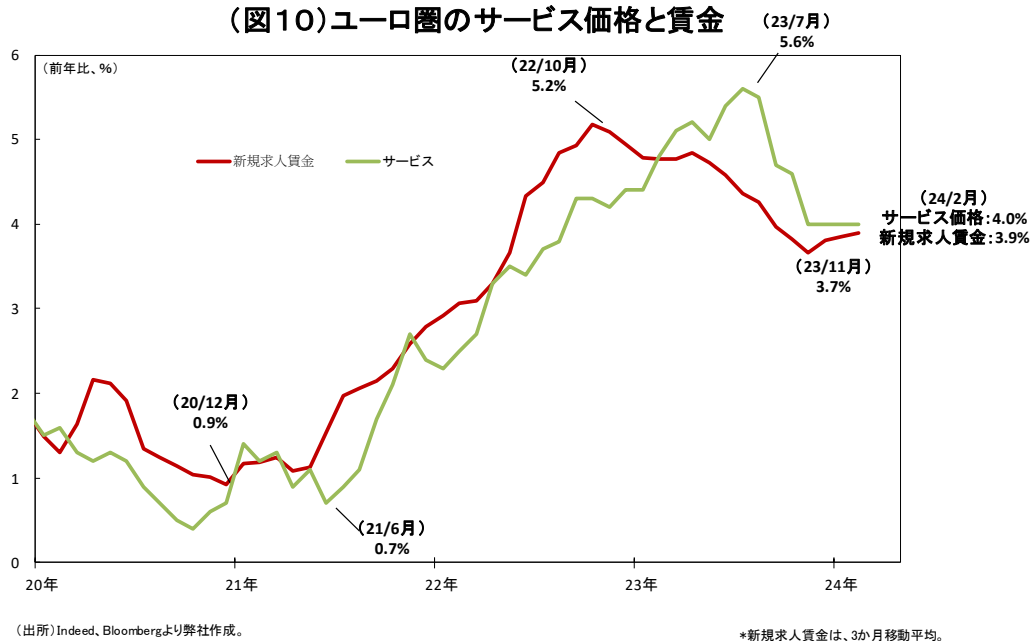
まず、川上、川中、川下の物価変動の波及プロセスを確認する。原油・小麦価格は、20年半ば頃から上昇率が上向き、それにつれて輸入物価は20年4月、生産者物価は20年5月にそれぞれボトムを打ち、消費者物価も20年9月に底を打っている（図2、9）。その後、輸入物価、生産者物価いずれの指標も上昇基調をたどり、各々22年4月、22年8月にピークアウト。消費者物価も遅れて23年3月にピークを記録している。それ以降は、原油・小麦価格に連動して輸入物価は23年8月、生産者物価も23年9月に底打ちしている。この間、消費者物価は鈍化傾向を続けている。

(図表9) ユーロ圏の輸入・生産者・消費者物価



次に、サービス価格と賃金の動きをみると、賃金はコロナショック以降緩やかに伸びを低めた後、20年12月から上昇が加速していき、22年10月にはピークに達している（図10）。その後は、23年11月まで緩やかに鈍化した後、小幅に反発している。なお、サービス価格は、賃金と連動して動いており、21年6月以降はつきりと上昇率が高まっていき、23年7月にはピークをつけている。その後は、直近にかけて上昇率は鈍化しているが、賃金と同様にそのペースは緩やかである。

(図10)ユーロ圏のサービス価格と賃金



以上を踏まえると、ユーロ圏においても、資源・穀物を輸入に依存する割合の高い日本と同じく、川上の輸入物価を通じて、川中の生産者物価、川下の消費者物価に伝播しており、その過程では賃金の動向も消費者物価の形成に大きな影響を与えている。

(4) まとめ

日米欧について20年以降の物価動向を整理すると、いずれも国際的な資源・穀物の価格変動を出発点として、それが各国とも川上、川中、川下といった連関の中で、消費者物価に波及していることが分かった。また、賃金の変動も、各段階の物価形成に影響を与えると同時に、とくに消費者物価の形成に影響を及ぼしていることが共通点として確認できた。図3、6、9から分かるように、いずれの地域においても、23年以降消費者物価は、輸入物価、生産者物価の伸びが急速に鈍化する中で、一定の上昇率が続いている。こうした消費者物価特有の動きを生み出すうえで大きな役割を果たしているのが、賃金の動きなのである。なお、米国の場合には、エネルギー・食料いずれについても自給率がほ

ば 100%となっており、その結果、資源・穀物の価格変動を出発点とした物価への波及プロセスが、輸入物価を起点とする3段階ではなく、生産者物価から消費者物価への2段階となっている点が、日本、ユーロ圏とは異なる。

2. 物価の決定に関する経済理論——マクロ経済学の変遷

物価の変動、すなわちインフレーション／デフレーションは、どこの国、いつの時代にも大きな経済社会問題となり、したがって同時代のエコノミストの分析対象となってきた。

最初に資本主義経済を生み出した英国では、早くも19世紀に Tooke と Newarch により *A History of Prices, and of the State of Circulation from 1792 to 1856* という浩瀚(こうかん)な書物が書かれた。第1巻が刊行されたのは1838年のことである。ちなみに、この本の主題は、物価が貨幣数量とどのような関係にあるかであり、Tooke は当時の通貨論争における銀行学派 (banking school) の立場をとっている。以来今日の「リフレ派」に至るまで、物価は貨幣数量 (stock of money) で決まると考える貨幣数量説 (quantity theory of money) が一つの有力な学説として学界の中で支持されてきたが、Tooke はそれを否定した。

なお、21世紀に生きるわれわれは、19世紀はもちろんのこと、20世紀でも第二次大戦前の「物価」を問題にするときは、それが今日の消費者物価とはかなり性格を異にするものであることに注意しなければならない。当時は、代表的な商品は比較的均一で、多くは卸売市場で取引されていた。そうした中には先物市場を伴うものもあり、小麦や石油など今日の一次産品の市場に近かった。Hicks (1989) が強調するように、Marshall が目にしていた物価、需要と供給の「部分均衡」のフレームワークで分析した物価は、このような市場で決まる卸売価格だったのである。しかし、20世紀に入り時代は大きく変わった。消費財の製品差別化が進み、多くの価格は生産者すなわち企業が決めることになった。

ケインジアン の 価格 決定 理論

20世紀の経済での価格について明快な考え方を提供したのは、Keynes の同時代人で独自に「ケインズ経済学」を生み出した異端の経済学者 Kalecki (1954) である。

短期的な価格の変化は、二つのグループに分けて考えなければならない。主として生産費用の変化によるものと、需要の変化を反映したものである。一般に、完成財の価格の変化は生産費用の動向によって決まる。他方、食料を含む原材料の価格は、需要によって決まる。もちろん完成財の価格も、需要の変化を反映した原材料価格の影響を受けるが、あくまでもそれは生産費用を通してである。

二つの価格形成は、供給の条件が異なることから生じる。完成財の供給は、生産能力が許すかぎり弾力的になされる。需要の増大には主として生産量の増加が対応し、価格はあまり変わらない。価格は生産費用が変わったときに変わるものである。

原材料をめぐる状況はこれとは違う。農産物の供給を増やすには時間がかかる。農産物ほどではないにしても、鉱産物についても同じことがいえる。短期的に供給が一定であれば、需要の増加は在庫ストックの減少をもたらす価格を上昇させる。こうした価格の動きは投機によって強められるだろう (Kalecki 1954)。

この Kalecki 流の「2 部門アプローチ」が、戦後ケインジアンに受け継がれた物価の決定に関する基本的なフレームワークである。Hicks は、一次産品のように需給の条件で価格が決まるセクターを「伸縮価格経済」(flex price economy)、企業が価格を決めるセクターを「固定価格経済」(fixed price economy) と呼んだ。今日でも小麦や鉄鉱石、石油など一次産品の価格が需給、しばしば将来の需給条件に関する「期待」によって決まることに、異論はなからう。問題は、消費者物価に代表されるような Hicks のいわゆる「固定価格」の決まり方である。

消費財に代表されるようなモノ／サービスの価格は「生産費用」で決まる。これがすでに述べたように Kalecki 以来の基本的な考えだ。この点に関する実証分析の嚆矢(こうし)となったのは、Hall and Hitch (1939)である。戦後、これは Godley and Nordhaus (1972)、Coutts, Godley and Nordhaus (1978)らによって再確認されてきた。供給曲線は右上がりだと常識的に考えられているが、現実には限界費用はほぼ一定、すなわちほぼ水平である。したがって需要の変化——不完全競争の下で企業が直面する個別需要曲線のシフト——は、価格を

変えることなく生産水準すなわち「数量」の変化をもたらす。改めて言うまでもなく、これこそが Keynes の有効需要の原理にほかならない。一方で、価格は生産費用に一定のマークアップ率をかけた水準に決められる。マークアップについては後に触れるが、価格は基本的に生産コストによって決まるのである。

現実の市場は経済学でいう不完全市場だから、価格を決めるのは、生産者である企業だ。価格の決定は重要な意思決定であるから、企業は慎重に価格を決定する。現実の価格の決定について、当事者である企業は何と言っているだろうか。

たとえば、2018年11月、塩事業センターは2019年4月から食塩の価格を6-25%値上げすることを公表した。日本では物価は上がらないと言われた「デフレの時代」にあえて価格を上げる理由として、同センターが挙げたのは、製造に必要な燃料である石炭の価格上昇、天日塩の輸入価格の上昇、さらに包装材料の価格や物流関連の料金の上昇であり、こうしたコストの上昇をもはや「自助努力」で吸収することが不可能になった、と述べている。これは、個別の価格を上げるときに生産者／企業が挙げる典型的な理由である。彼らは、マネタリーベース、マネーストックの定義を知らないのだから、もちろんそれに言及するはずもない。「人々のインフレ予想が上昇した」などとも言っていない。そもそも塩が値上げされたのは、一部の経済学者が日本では「インフレ予想」がまったく生じないと言っていた頃のことだ。

こうした例はいくらでも挙げることができる。消費者物価の上昇率が3.3%となった2023年6月、日本経済新聞は外食産業の値上げに関する独自調査の結果を報じた(6月21日付朝刊)。調査対象企業の9割以上は前年2022年度も値上げしたが、そのうち112社が2023年度も値上げを表明している。各社が挙げた主な値上げ理由(複数回答)は以下のとおりである。

食材価格	(107/112社)
光熱費	(99/112社)
人件費	(96/112社)
物流費	(72/112社)

大半の企業が、こうした費目の上昇が続く中で値上げに踏み切らざるをえなかった、と回答した。いずれも生産費用の上昇である。ここにも「消費者のマインドが変わった」などという回答はない。

食品の値上げ品目数の推移を見ると、2022年 25,768品目、2023年 32,396品目、2024年 5月まで 3,891品目となっている（帝国データバンク調べ）。こうした調査を行っている飯島大介氏は、読売新聞のインタビューにおいて、次のように解説している。

24年通年の値上げ品目は現時点で1万～1万5000品目の水準で推移すると予想しています。過去30年で記録的な値上げラッシュとなった23年の3万2396品目から大幅に減少する見込みです。

これは前年比で輸入物価が下落し、政府が製粉業者などへの輸入小麦売り渡し価格を3年ぶりに引き下げるなど、急激な食材高に一服感が出てきたことなどが要因です。

とはいえ、23年のようなハイペースではないものの24年前半は値上げが続くでしょう。食品メーカーの値上げの理由をみると、「円安」の割合は30%と、23年の水準から倍増しました。「人件費」も16%と23年を大きく上回っています。

24年後半はまだわかりませんが、トラック運転手の残業規制を強化する「物流2024年問題」への対応による物流費の上昇や、春闘の結果次第で、賃上げ原資の確保に向けた値上げが進むことも想定されます。電気代の激変緩和措置が縮小される見通しとなっていてエネルギーコストの高騰が再び値上げラッシュを誘発する可能性もあります。

一連の飲食料品の値上げが始まったのは、21年秋頃です。キャノーラ油など食用油が値上げされ、22年1月には食パンが値上げされました。

原油や食材の価格高騰が要因です。当初は様子見が多かったのですが、そのうち1ドル=150円台まで円安が進み、企業の間接決算でも悪影響が出始めました。この結果が22年10月の7000品目に及ぶ値上げです。それまで値上げを我慢していた分を一気に解消しようとしたのです（2024年1月24日付読売新聞）。

「インフレ予想」などではなく、輸入物価を起点とする生産コストの上昇が値上げの主因である。

物価に関する最近の研究

今世紀に入る頃から、ミクロの物価データ（数多くの品目の価格に関する日次データ）が利用可能になったこともあり、従来の月次の集計的データを用いた物価の時系列分析とは趣を異にする実証分析が行われることになった。情報量の豊かなマイクロデータの分析は、当然新しい知見をもたらすであろうが、以下に述べるとおり、それはマクロの経済現象であるインフレ／デフレの分析において、手放しで歓迎できるものではない。

この分野でわが国の研究をリードする渡辺努教授は、マイクロデータを用い、わが国の企業がどれだけ価格を変更したが、変更率の企業間分布を分析の柱にしている。しかし注意しなければならないのは、分布のシフト、たとえば値上げをした企業が増える右方へのシフトは、何ら集計的な物価の上昇の「説明」にはなっていないということである。分布の右方シフトと、集計的な物価指数の上昇は同値だからだ。後者すなわち物価指数の動きは、分布の平均に対応するものだから、分布が右方にシフトすれば当然「平均」は上昇する。

このように分布の右方シフトは物価の上昇、すなわちインフレを「説明」するものではないが、それにしても分布はなぜ右方にシフトしたのか。つまり、なぜインフレになったのかという問題が残る。この点に関する渡辺努教授の説明は明快だ。

物価を決めるのは人々の予想だ。本欄でかつて書いたように、「インフレもデフレも人々の気分次第」だ。だからインフレやデフレを抑えようとするときの要諦も、いかにして人々の予想をコントロールするかにある（渡辺（2023，P.9））。

2022年のわが国のインフレについて、米ヘッジファンドのチーフエコノミストから質問を受けた渡辺教授は、次のように述べている。

筆者の答えは極めてシンプルで「日本人のインフレ予想が上昇したから」だ。
このひと言で彼の疑問は氷解したようだった。

.....

インフレの持続性を決めるのは人々のインフレ予想だと、筆者も彼も、そして世界中のほぼすべてのマクロ経済学者が考えている。米欧の今回のインフレが1970年代の激しいインフレの二の舞にならずに済んだのは、米欧の人々のインフレ予想が終始落ち着いていたからだ。それと同様、日本のインフレに持続性があるのは日本人のインフレ予想が上昇したからだ（2024年1月11日付日本経済新聞、「経済教室」）。

繰り返しになるが、消費者物価指数を構成するモノやサービスの価格は、石油、石炭、小麦など一次産品価格と本質的に異なる。後者において「期待」は大きな役割を果たすが、先にみたとおり、前者においては「期待」の役割はない。

2022年に入り、日本でも欧米に遅れたとは言え、日銀の2%目標を超える本格的な物価上昇が始まったのは、渡辺（2024a, b）によれば、「22年春以降日本人のインフレ予想が上昇」したからだ。各種の世論調査で「物価は上がる」と回答する消費者が増えたというのだ。しかし消費者も金融市場のトレーダー、アナリストも価格決定の当事者ではない。当事者は個々のモノ／サービスの価格を決める企業である。先に言及した塩について言えば、塩の価格を2019年4月から6-25%値上げすることを生産者が決めたのは、2018年11月のことだ。渡辺によれば、日本人が物価は変わらないものだ、と思っていた頃のことである。それでも生産費用が十分に上昇すれば企業は価格を上げる、あるいは上げざるをえないのである。

かつて株価について、株価はもっぱら期待によって決まるものだが、期待はふわふわしたものだ、という「ふわふわ理論」というのが唱えられたことがある。物価の「期待理論」の問題点は、株価の「ふわふわ理論」がファンダメンタルズに関する考察への道を閉ざしてしまうのと同様、物価決定のメカニズムに関する分析を遮断してしまうところにある。

生産費用を重視する分析においては、今回も含めて、起点となる一次製品の価格が大きなポイントとなる。その上で、「川上／川下」という言葉で端的に表されているような産業連関的な生産ネットワークにおいて、価格上昇が転嫁されていくプロセスの分析が重要になる。「期待理論」においては、「人々の予想」の一言の下に、一次産品価格の上昇、生産ネットワーク上の価格伝播、いずれもが無視されてしまう。

「人々のインフレ予想」が物価を決めるなら、なぜ企業物価と消費者物価の動きに大きな乖離が生まれるのか。また同じ消費者物価の中でもモノとサービスの価格の動きに大きな違いが生まれるのか、説明できないではないか。それは、それぞれの品目について異なるインフレ予想があるからだと言うなら、そもそも1つの「インフレ予想」を語ることに意味はないではないか。

渡辺（2022）の第1章「なぜ世界はインフレになったのか——大きな誤解と2つの謎」には次のようにある。

戦争の混乱や経済制裁によってロシアからの原油や天然ガスなどの燃料資源、世界最大級の穀倉地帯であるウクライナからの小麦などの食糧、それらの供給が滞ったことによって、たしかにそれらの価格が高騰しました。それが経済全体に波及してインフレを引き起こしている——この明白な話の、いったいどこに謎があるのだと思われても不思議ではありません。

各種メディアではそのような解説が繰り返されていますし、一見してもっともらしい説明のように聞こえます。ですが私を含む専門家は、現在の世界的なインフレの主たる原因は、戦争ではないと考えています。

戦争はインフレの主原因ではない。（渡辺（2022，P. 14））。

ロシアのウクライナ侵攻は2022年2月24日のことだが、欧米のインフレはすでに2021年春から始まっていた。これがその根拠である。むしろ2020年のパンデミックによるサプライチェーンの混乱のほうが、可能性があるとした上で、しかしそれならば、コロナ禍が一服したのになぜインフレは沈静化しなかったのかと問題提起し、結局人々の「予想」へと主題は移っていく。しかし現

実のインフレが沈静に向かう中で、金融市場の参加者や消費者を対象にした調査における「インフレ予想」が低下しても、それは何の説明にもなっていない。

不思議なことに「予想インフレ理論」では、原油、小麦価格など一次産品価格の動きが詳しく検討されることはない。パンデミックが猛威をふるった2020年4月原油価格（ドバイ）は1バレル23ドルまで下落した。しかし、渡辺が戦争に先立ち欧米のインフレが始まったという、2021年5月には66ドルと3倍近くまで上昇した。上昇は続き、ロシアのウクライナ侵攻直前2022年1月に83ドル、さらに戦争開始後2022年6月にピークとなる1バレル116ドルまで上昇した。その後は2022年12月の77ドルから2023年12月の77ドルまで80ドル前後の安定が続く。

小麦価格も2020年4月には1トン当たり219ドルだったのに、2021年5月に297ドル、2021年12月377ドル、そして遂にピークとなる2022年5月には522ドルまで上昇した。それ以降は、2023年12月の291ドルまで緩やかに下落した。

要するに、22年2月24日のロシアによるウクライナ侵攻を今回のインフレの起点とするのは正しくないが、一次産品価格の動向を無視するのはもっと大きな誤りである。

こうした一次産品価格の変動には、それぞれの市場で「期待」がそれなりの役割を果たしたに違いない。しかし、消費者物価指数を構成するモノやサービスにとっては、「期待」の役割はなく、現実の一次産品価格の動きが大きな影響を与える。影響は、「川上から川下」にかけて諸価格の伝播を通して広がっていく。

もちろん企業が価格を上げることを決めたときには、次に「いつ」「どれだけ（how much）」上げるか、という問題が残る。この点については、たとえば先に引用した帝国データバンクの調査担当者は、2022年から24年5月にかけての値上げについて、次のように述べている。

値上げ幅も20%を一度に上げると消費者離れが起きてしまうので、3回に分けて値上げするような動きが見られました(2024年1月24日付讀賣新聞)。

現実の企業の価格決定行動については、こうしたこともあるだろう。しかし、これはミクロの問題であり、マクロの問題は別のところにあるということを確認しなければならない。1、2年の間に20%の値上げをする必要が生じたこと、それはなぜかということがマクロにつながる重要な問題なのである。

個々の企業の価格決定をミクロに考えれば、たとえば業界内のプライスリーダーの存在もある。興味深いことに複数の製品を製造している企業の場合、品目ごとにリーダーシップが異なるようだ。2022年2月に醤油と豆乳の価格を14年ぶりに値上げした食品大手キッコーマンの中野祥三郎社長は、インタビューで次のように述べている。

醤油と豆乳は国内でのシェアがトップで、決断しやすかったことが理由です。要するに、卸や小売りとの交渉力がある。

食品業界では、コーヒーの例がわかりやすいでしょう。シェアが高いネスレはなかなか値上げしませんでした。他メーカーが先に値上げを発表したものの、流通との交渉がうまく進まない。ですが、ネスレが「値上げする」と言ったら、他のメーカーの商品の値段もすぐ上がりました。

つまり、交渉力を持つシェアトップが「値上げする」と言えば、流通も「致し方ない」となるのです。ですから、(デルモンテブランドで展開する)ケチャップの値上げには頭を悩ましています。ケチャップはカゴメがシェアトップですから、カゴメが動かなければキッコーマンは動きにくい、というのはあります。――醤油や豆乳以外の商品については、ケチャップも含め、トップメーカーの動きによっては値上げする可能性もあると。

当然、可能性はありますよ。(編集部注：カゴメは22年1月24日にケチャップの値上げを発表。キッコーマンもその3日後の27日に値上げを発表) (『週刊ダイヤモンド』2022年2月12日号)。

興味深いのが、前述したように、これはあくまでもミクロの問題である。そもその値上げについては、同じインタビューで次のように述べられている。

醤油の原材料は大豆と小麦で、豆乳は大豆がメイン。こうした原材料が軒並み値上がりしています。

加えて、石油や重油の価格も上がったことで、配送関係の物流費も上がりました。原材料は基本的に海外から輸入していますから、その影響は大きい。

さまざまなものが値上がりし、コロナ禍でのグローバルインフレの波が急激にわれわれにのしかかってきたのです。これまでも原材料価格や物流費が上昇したことはありましたが、そのたびに（値上げを回避するための）社内努力を行ってきました。ですが、今回ばかりは努力できる範囲を超え、値上げを決断したのです（『週刊ダイヤモンド』2022年2月12日号）。

こうした説明は、塩の場合とまったく同じだ。生産コストの上昇こそが値上げの主因なのである。

それにしても、なぜ「生産コスト」がそれほど大きな役割を果たすのか。そのことを理解するためには、繰り返し指摘してきたように、消費者物価指数を構成するモノやサービスの価格は、19世紀にマーシャルが目にしてきたような卸売物価、あるいは今日の一次製品の価格とまったく異なる、ということを再度思い出す必要がある。こうしたモノやサービスの生産は、リーズナブルな範囲において限界費用をほぼ一定に保ちながら、伸縮的に変えることができる。Negishi (1979)が理論化したように、価格を決める個々の企業が直面する個別需要曲線が屈折していれば、需要の変化はすべて生産数量の変化に吸収される。価格は、限界費用に一定のマージンを加えた水準で変わらない。

利潤マージンであるマークアップ率はどのように決まるのだろうか。一次製品の市場と異なり、自らが価格を決める企業は、取引相手である買い手の意識を十分に考慮に入れなければならない。その際に重要な役割を果たすのが、「公正」(fairness)の概念である。このことをHicks(1974), Okun(1981)は強調した。安易に価格を上げた企業は、恒久的に買い手を失うかもしれない。

行動経済学の開拓者Kahneman, Knetsch and Thaler (1986)は、今から40年ほど前に米国の消費者を対象に、電話による興味深い世論調査を行った。企業ないし売り手が価格を上げるさまざまな状況に対して、消費者がそうした企業の意味決定をfairと考えるか、それともunfairと考えるか、尋ねたのである。

たとえば、近くの店では雪かき用のシャベルを長い間 15 ドルで販売していたのだが、大雪の翌日、店はシャベルの価格を 20 ドルに上げた。こう尋ねると、回答した消費者のうち 82 パーセントの人は、それは unfair だと答えた。一方、生産コストが上昇したため価格を上げた場合には、大半の消費者は fair だと答えている。一連の調査結果をふまえ、Kahneman らは「価格の変化は需要の変化よりもコストの変化により敏感に反応する」（論文の命題 3）と結論づけた。

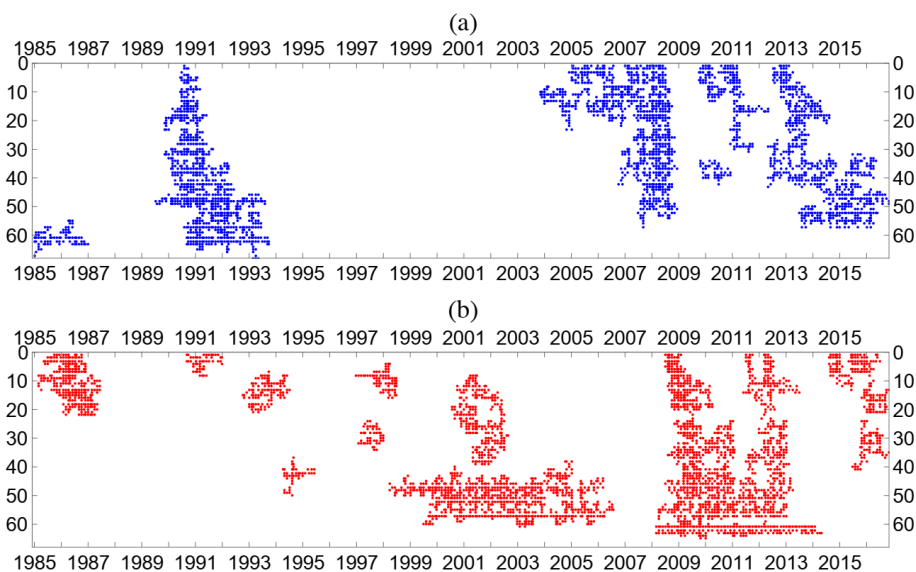
強調すべき重要な点は、もし「インフレ予想」に基づき企業が価格を決めたとしたら——定義により「インフレ予想」は企業自らの「インフレ予想」か、あるいはその企業が認識する世の中の「インフレ予想」でなければならない——消費者がそれを fair と思うことはありえない、ということだ。将来は不確かであるから、売り手である企業と買い手である消費者が、同一の「インフレ予想」を共有することはない。企業が値上げの理由として「インフレ予想」を挙げても、それは根拠のない「口実」として very unfair と言われるだけだろう。価格を上げる根拠となるものは、常に「すでに起きたこと」であり、とりわけ生産コストの（1, 2 カ月で終わる一時的な上昇ではなく）半恒久的な上昇なのである。そこに「将来」、したがって「予想」が関与することはない。

生産コストの変化により個々のモノやサービスの価格は変化するが、その際にはすでに述べたように、一次産品を中心とする輸入価格から始まり、素材を多く含む企業物価、さらに最終の消費者物価へと、いわゆる「川上」から「川下」へと価格の変化は伝播していく。このプロセスを新しい手法で分析した Kichikawa 他（2020）については、吉川（2020，第 6 章）に解説があるので、関心のある読者には参照していただきたい（図 11）。

図 11 Price Clusters

(a) Prices going up by sector (b) Prices going down by sector

Note: Fig. 6.8 (a) and (b) show the indices of individual prices which that significantly rise, (a) in blue, and decline, (b) in red, respectively. In both figures, ID's the IDs of individual prices (1-80) are shown on the vertical axes from upstream (top=1) to downstream (bottom=80). Source: Kichikawa et. al. (2020)



3. 結論

日米欧について 20 年以降の物価動向を整理すると、いずれも国際的な資源・穀物の価格変動を出発点として、それが各国とも川上、川中、川下といった連関の中で、消費者物価に波及していることが分かった。また、賃金の変動も、各段階の物価形成に影響を与えると同時に、とくに消費者物価の形成に影響を及ぼしていることが共通点として確認できた。図 3、6、9 から分かるように、いずれの地域においても、23 年以降消費者物価は、輸入物価、生産者物価の伸びが急速に鈍化する中で、一定の上昇率が続いている。こうした消費者物価特有の動きを生み出すうえで大きな役割を果たしているのが、賃金の動きなのである。なお、米国の場合には、エネルギー・食料いずれについても自給率がほぼ 100%となっており、その結果、資源・穀物の価格変動を出発点とした物価への波及プロセスが、輸入物価を起点とする 3 段階ではなく、生産者物価から消費者物価への 2 段階となっている点が、日本、ユーロ圏とは異なる。

今回の世界的インフレの起点となったのは、石油・小麦など一次産品価格の急騰だが、過去を振り返ると、賃金上昇が発端となったこともある。1950 年代末から 60 年代半までは物価／賃金が比較的安定した時期だったが、1968 年頃から 70 年代初頭にかけて多くの先進国で物価／賃金が加速した。この時期には賃金の「自立的」上昇が起き、その結果、賃金と物価上昇の悪循環が生じた。その解決策として「所得政策」(income policy) が提案された。この時期の物価／賃金の分析としては、Nordhaus (1972) がある。Nordhaus は、1970 年頃に影響のあった Friedman のマネタリズムを実証的に棄却した。賃金の動向が物価との関係で重要なのは、いずれの産業でも人件費が生産コストにおいて大きなシェアを占め、企業による物価の決定は基本的に生産コストによるからである。2021 年以降の世界的インフレーションは、決して新しい珍奇な現象ではない。(おわり)

【参考文献】

- 日本銀行 (2023) 『経済・物価情勢の展望』、2023年10月。
- 吉川 洋 (2013) 『デフレーション』、日本経済新聞社。
- (2020) 『マクロ経済学の再構築』、岩波書店。
- 渡辺 努 (2022) 『世界インフレの謎』 講談社現代新書。
- (2023) 「黒田総裁の70万字」、『公研』2023年3月。
- (2024a) 「2%定着へ所得補填強化を」、2024年1月11日付日本経済新聞。
- (2024b) 「This time is Different」、『公研』2024年3月。
- Coutts, K., W. Godley and W. Nordhaus, (1978), *Industrial Pricing in the United Kingdom*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Godley, W. and W. Nordhaus, (1972), “Pricing in the Trade Cycles,” *Economic Journal*, Vol. 82, No. 327, 853-882.
- Hall R. L. and C. Hitch, (1939), “Price Theory and Business Behavior,” *Oxford Economic Papers*, No. 2, 12-45.
- Hicks, J.R., (1974), *The Crisis in Keynesian Economics*, New York: Basic Books.
- (1989), *A Market Theory of Money*, Oxford: Oxford University Press.
- Kahneman, D., J. Knetsch and R. Thaler, (1986), “Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlement in the Market,” *American Economic Review*, Vol. 76, No. 4, 728-741.
- Kalecki, M., (1954), *Theory of Economic Dynamics*, London: George Allen & Unwin.
- Kichikawa, Y., H. Iyetomi, H. Aoyama, Y. Fujiwara, and H. Yoshikawa (2020), “Interindustry linkages of prices: Analysis of Japan’s deflation,” *Plos One*, <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0228026>.

Negishi T., (1979), *Microeconomic Foundations of Keynesian Macroeconomics*, Amsterdam: North-Holland.

Nordhaus W. D., (1972), “The Worldwide Wage Explosion,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.2, 431-465.

Okun, A. M. (1981), *Prices and Quantities: A Macroeconomic Analysis*, Washington D.C.: The Brookings Institution.

本資料は、学術研究の成果の情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はデータの正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではありません。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。