

門間 一夫の
経済深読み

コロナ後はインフレが来るか

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫 2020年7月1日

様々なコストが上昇するウイズコロナ

社会現象にもなった漫画の「鬼滅の刃」。そのアニメ版でヒロイン役を演じた人気声優の鬼頭明里が、この秋ライブツアーを行う。ちょっとした波紋を呼んだのは、チケット価格が当初予定の6800円から1万2千円に改定されたことだ。感染症対策のガイドラインに沿って収容人数を制限せざるをえないためだと言う。ミシェランの星を獲得しているフレンチ・レストランで、席数を減らすことに伴い、ディナーコースを2万円から2万8千円に引き上げた例もある。

ある程度の人口密度を前提に成り立つビジネスモデルの場合、「社会的距離」は大幅なコストアップと同じである。ほかにもアクリル板や消毒液の設置、オペレーションの複雑化など、感染症対策は様々なサービスのコストを確実に押し上げる。サプライチェーンや物流の面でコストアップが生じている例もあるようだ。

このように、コロナ不況は需要減少の一方で様々なコストアップをもたらすからであろう。日銀の黒田総裁は6月16日の記者会見において、「新しい生活様式」が一方向的に物価上昇率の低下につながるわけではない、との見方を示した。それはおそらくその通りである。原油価格が昨年と比べて大幅に低く、需給ギャップが極度に悪化している割には、物価は当面、底堅く推移するのではないだろうか。

しかし、そういう形の物価の底堅さは喜べるものではない。人気のあるライブイベントやレストランの値上げは客も受け容れるであろうが、これらは例外的なケースである。とくに雇用所得環境が大きく悪化している中での、より身近な財・サービスの値上げは、消費者マインドをさらに冷え込ませる。逆にコスト上昇分を価格に転嫁できなければ、採算悪化から事業の縮小・撤退を決断せざるをえない企業も出てきて、それはそれで景気のさらなる悪化要因になる。コストアップは経済にとって何も良いことはなく、一部に生じる価格上昇は経済が上げる悲鳴のようなものである。

結局、ウイズコロナの経済を全体として見れば、供給ショックによる物価上昇は部分的なものにとどまり、需要ショックによる物価押し下げの力の方が大きくなるであろう。インフレ率はそれなりの底堅さを示すとしても、低いままで推移する可能性が高い。日米欧の中央銀行はそろって、2022年まで物価上昇率は目標を下回るとの見通しを出している。

アフターコロナで物価にレジームチェンジは起きるのか

一方、これだけ大きなショックが世界を襲うと、これまでの常識が根底からくつがえるきっかけになる、という議論も当然出てくる。その一つが、コロナ収束の後にはインフレが来るという見方である。理由として挙げられるのは、①ペントアップ需要（抑えられていた需要）が急速に高まる、②それに供給の一部が追いつかない、③空前の財政金融政策がインフレ圧力を高める、④グローバル化の後退などにより労働者の交渉力が復活する、などである。かつて英中央銀行の金融政策委員も務めたチャールズ・グッドハート氏は、30～40年続いたデフレ圧力はインフレ時代の再来に取って代われ、長期停滞論や慢性的な低金利は過去のものになると言う¹。

確かに、インフレが高まる方向の考えうる様々な要因だけを集めれば、コロナを境に物価のレジームチェンジが起きる、というストーリーがそれなりの説得性をもって聞こえるかもしれない。しかし、冷静に考えれば、これはほぼありえない話である。コロナ後は一段とインフレ圧力を抑制する、と考える要因も少なくない。①財政赤字縮小への政策転換、②企業のバランスシート調整、③予備的貯蓄（precautionary saving）への家計意識の高まり、などである。

仮にインフレ方向へのレジームチェンジが起きるとすれば、筆者が必要条件だと考えるのは、労働者の賃上げ交渉力が高まることである。ただし、グローバル化が多少後退する程度のことではそうはならないであろう。これは、システムとしての経済のあり方自体を深く問い直す、革命的な思想転換が起きるかどうかという次元の話だと思う。

日本では、アベノミクスの下で政府が企業に幾度となく賃上げを要請し、官製春闘なる言葉も常識となった。政府がそこまで労働者に味方したにもかかわらず、賃金の上昇は極めて限定的であった。

米国では、コロナ危機の直前まで史上最長の景気拡大が続き、失業率は半世紀ぶりの低水準まで低下していた。トランプ政権は米国ファーストを掲げ、輸入関税の引き上げを含めた保護主義的な政策に舵を切った。移民の受け入れも厳しくした。グローバル化の後退は既に起きていたのである。これらの条件の下でも、期待された賃金上昇率の加速は起きなかった。

先進国の賃金が上がりにくい理由として、グローバル化や技術革新が挙げられることが多いが、おそらくそれは表面的な観察である。システムの最深部において、経済のパフォーマンスは資本に対するリターンで評価できるという価値観がまず存在し、あくまでそれと整合的な形でのグローバル化や技術革新が強く動機づけられてきた、と考える方が説得的だ。実際、グローバル化や技術革新は過去数十年、ほぼ一貫して株価上昇の重要なドライバーにはなってきた。株主リターンに高いウェイトを置く経済システムのあり方そのものに踏み込まない限り、労働分配率の長期低下傾向は理解できないように思う。

人々はそのことに気づき始めている。コロナ危機の前から株主重視への一定の懐疑論は見られるし、投資においてもESGのような考え方が広まってきている。コロナがそれをさらに加速させるという見方もある。しかし、今起きている程度の人々の意識の変化では、国家、資本、労働の間の社会契約が劇的に変わり、景気が少し過熱すれば賃金がすぐに上昇する、という1970年代以前の経済に戻るとはと

¹ Goodhart, C and M Pradhan (2020), “Future imperfect after coronavirus” Vox CEPR Policy Portal, 27 March 2020.

でも思えない。コロナ後も、低インフレ・低金利が延々と続く、と筆者は予想する。

最後に一点。今上昇しているウイズコロナの各種コストは、アフターコロナになれば下落して元に戻ることも忘れてはならない。冒頭に紹介した鬼頭明里の公式SNSには、「コロナ禍が収束し日常が戻った折には必ず価格を元の水準に戻します」とファンへの約束が綴られている。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。