

グローバル・インフレの原因は パンデミックの「後遺症」



東京大学大学院経済学研究科 教授

渡辺 努

1. 欧米とのインフレ格差は 足元、拡大

インフレが世界中で猛威を振るっている。これだけの高インフレは1970年代の石油危機以来なので、半世紀ぶりだ。

〈目 次〉

1. 欧米とのインフレ格差は足元、拡大
2. 筆者の「コロナ＝インフレ」説
3. パンデミック1年目と2年目の日米比較
4. パンデミックが物価に及ぼす影響
5. パンデミックの「後遺症」
6. 労働者の行動変容
7. 米英では物価高と賃金高が同時進行
8. 消費者の行動変容
9. パンデミック終了後の新価格体系への移行

米国の消費者物価指数（CPI）の前年対比の上昇率は8%を超えている。Fedが目標として掲げているのは2%だから、それをはるかに上回る高インフレだ。

一方、日本のCPI上昇率は2%を少し超えた水準だ。国内では値上げラッシュが連日報じられているが、米国等との対比では、インフレ率は低いと言ってよい。もちろん低くてもインフレはインフレなので、相対的に低いからそれでよしということにはならないが、日本のインフレ率が欧米との対比で低めという事実はしっかりおさえておく必要がある。

米国や欧州の高インフレの原因としては、パンデミックとウクライナ戦争が挙げられることが多い。しかし、米国等のインフレは開戦の前から始まっていたので、インフレの主たる要因は戦争ではなく、パンデミックだ。

だが、新型コロナの感染自体はどこの国でも一応、収束の方向だ。経済活動の再開も急ピッチで進められている。2年以上にわたっ

て続いたパンデミックもようやく終わりが見えてきたと多くの人が感じているのではない。しかし、それならば、なぜ今、このタイミングで、パンデミックがインフレを引き起こすのだろうか。

米国や欧州で高インフレが起こる仕組みはどのようなものなのか。そして、日本のインフレ率が低いのは何故なのか。日本はこのまま低い状態が続くのか。それとも欧米並みの高い水準になるのか。以下ではインフレの先行きを考える材料を提供したい。

■ 2. 筆者の「コロナ＝インフレ」説

日本で感染拡大が本格化した2020年3月頃、パンデミックはこの先、物価にどのような影響を及ぼすのだろうかと筆者は考えていた。当時すでに、株価は急落していた。また、対面型のサービス消費の大幅な落ち込みも、クレジットカードの購買履歴を用いたデータから確認できていた。

当時は、「コロナ＝GDP低下＝デフレ」という構図が多くのエコノミストによって語られており、新聞等もそれを当たり前のこととして、いかに処すべきかといった議論がなされていた。また、コロナ危機とリーマン危機を比べる議論も盛んで、リーマン危機を上回る被害が出るとの見方も少なくなかった。

だが、筆者はこれらの議論に強い違和感を抱いていた。コロナ危機は自然災害だ。すべ

ての議論はそこから出発すべきと考えていた。

リーマン危機は当然、人災だ。人災に端を発する経済危機は、多くの場合、経済を「需要」面から破壊する。リーマン危機の場合は、金融機関の破綻の連鎖という嵐が吹き荒れる中で、企業や消費者が嵐から身を守るために、支出を控えた。これが需要を大きく減らし、経済停滞を招いた。

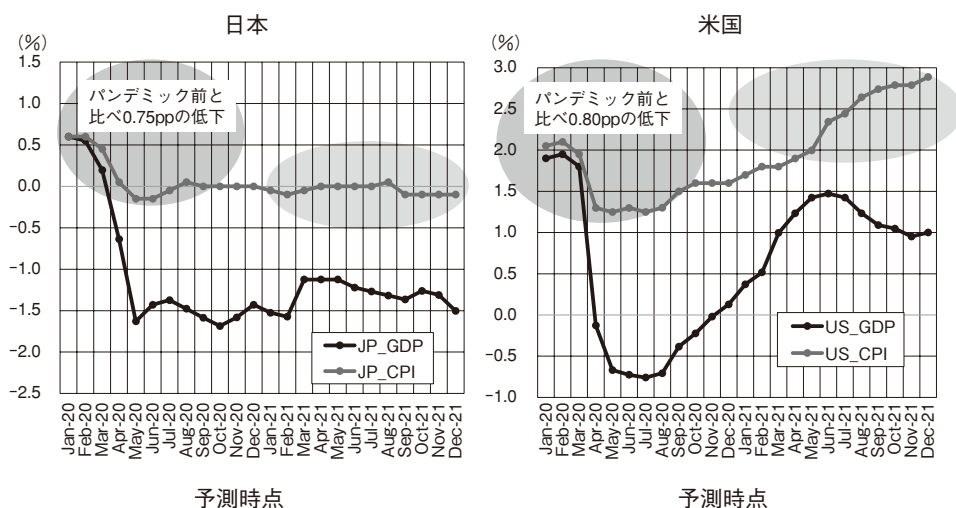
これに対して自然災害は、多くの場合、経済の「供給」体制を破壊する。例えば、東日本大震災は、機械や工場を破壊し、人々の命を奪うことにより、資本と労働という生産要素を棄損させ、モノやサービスの生産・供給を麻痺させた。

新型コロナウイルスの出現は自然災害だから、供給面のショックだ。だから、コロナ危機で起こるのは、供給能力が需要量との対比で落ちるということのはずだ。それによりモノ不足が発生する。そうするとインフレが起こるのではないかとこれが筆者の発想だった。

そう考えたのは、ひとつには、そういう実例を知っていたからだ。それは百年前のパンデミックだ（「スペイン風邪」）。当時のデータを用いた研究によれば、物価は上昇し、賃金も上昇した。なぜか。

理由はきわめて単純で、パンデミックでたくさんの方が犠牲になったからだ。死亡者数は当時の世界人口の2%に達した（ちなみに今回のパンデミックの死者数は世界人口の0.1%未満）。しかも犠牲者は働き盛りの世代

(図1) パンデミック下のGDPとCPI



(出所) Consensus Economics Inc.

に集中していた。つまり、現役世代がたくさん犠牲になり、その結果、労働力が大量に失われた。そのため生産活動が停滞し、モノ不足になり、これが物価上昇をもたらした。また、人手不足だったので賃金も上昇した。

百年前と同じことが今回のパンデミックでも起こるのかは正直わからなかった。もちろん百年間で医療は長足の進歩を遂げた。だから百年前のような悲惨なことにはならないかもしれない。しかしパンデミック初期の当時は、ワクチンや治療薬がいつ供給されるかも見えていなかったの、それなりの数の犠牲者が出るのではないかと筆者は考えた。そうならば労働力が不足し、物価高・賃金高が起るはず——これが筆者の結論だった。そして、この内容のエッセーを2020年5月の連休に発売された雑誌に寄稿し警鐘を鳴らした。

しかし、その後、筆者は、このエッセーは失敗作だったのではないかと後悔するようになる。2020年夏以降、サービス消費はさらに落ち込み、それに伴ってインフレ率も下落を続けたからだ。インフレになるどころか、デフレ（物価下落）に逆戻りという指摘も少なくなかった。

3. パンデミック1年目と2年目の日米比較

この間の事情をもう少し詳しく振り返ってみよう。図1は、2020年と2021年の2年間に、各国の経済予測機関（シンクタンクなど）が予測した結果をまとめたものだ。横軸はどの時点でなされた予測かを示している。

例えば、2020年1月の時点での日本の予測はGDP成長率もCPIインフレ率も0.5%を少し上回る水準だった。このタイミングではコロナ危機は起きていないので、コロナ前の時点ではそれくらいのGDP成長率とCPIインフレ率が予測されていたということだ。しかし、感染拡大が本格化した2020年4月－5月にはGDP成長率とCPIインフレ率の予測値は大幅に悪化した。

事情は右に示した米国も同じで、コロナ前(2020年1月)の予測値はGDP成長率もCPIインフレ率も約2%で、どちらも日本よりだいぶ高かったが、日本とほぼ同じタイミングで急低下を示した。

興味深いことに、パンデミック初期のCPIインフレ率の低下幅は、日本では0.75%ポイント、米国は0.80%ポイントであり、ほぼ同じだ。つまり、両国のコロナ前のCPIインフレ率の水準は異なるものの、感染拡大に伴う悪化幅は両国で同じだったということだ。パンデミック初期の感染拡大とそれに伴う健康被害は米国の方がはるかに大きかった。また、ロックダウンなど政府が行った介入措置も米国の方がはるかに厳しかった。そうした違いにもかかわらず、CPIインフレ率の低下幅がほぼ同じだったという事実は、感染に伴う健康被害や政府の介入政策の厳しさはCPIインフレ率の低下を決める重要な要因ではなかったことを示唆している。

1年目は日米の差は小さかったが、2年目は両者の違いが顕著になる。日本は2年目に

なってもCPIインフレ率は底這いだった。これに対して米国のCPIインフレ率は2020年夏を底に上昇し、2021年5月には2020年1月(コロナ前)の水準まで回復し、その後はコロナ前の水準を突き抜けて上昇した。

米国の2年目についてもうひとつ注目すべきは、GDP成長率はコロナ前の水準まで戻っていないにもかかわらず、CPIインフレ率がコロナ前を超えたということだ。これは、「需要持ち直し→GDP持ち直し→CPI持ち直し」という、需要面の経路では説明がつかない。供給面の経路もインフレ率押し上げに大きく寄与したことを示唆している。

■ 4. パンデミックが物価に及ぼす影響

パンデミック1年目のCPIインフレ率の低下はなぜ生じたのか。筆者が見誤ったのは何だったのだろうか。後講釈ではあるが、パンデミック1年目という大舞台での重要なプレイヤーは、筆者が注目していた「労働者」ではなく、「消費者」だった。消費者は感染を恐れ、外出を大幅に抑制した。その結果、対面型サービスへの支出が激減し、GDP成長率とCPIインフレ率を大きく低下させた。その一方で、筆者が注目していた「労働者」は脇役に過ぎなかった。

レストランを例にとると、百年前のパンデミックから私が連想したのは、店員(労働者)が大量に犠牲になり、出勤できない、そのた

めにレストランの客を捌ききれなくなるという事態だった。しかし1年目に実際に起きたのは客（消費者）の激減だった。レストランの店員も感染して出勤できなかったり、不幸にも死亡したりすることがあったかもしれないが、客の激減との対比ではそれらは軽微だった。その結果、レストランの店員はむしろ余り気味だった。筆者が読み違えたのはここだ。

しかし筆者の予想は、何から何まで間違いだったかという、どうやらそうでもなさそうだ。図1でみたように、パンデミック2年目には、米国のCPIインフレ率は、コロナ前を上回るまで上昇した。しかもGDP成長率がコロナ前の水準に達していないにもかかわらずCPIインフレ率はコロナ前の水準を大きく超えた。

これを再びレストランの例で考えると、2年目は、経済再開に伴いレストランに客が戻ってきた。経営者としては稼働率を上げたいので、出勤していなかった（あるいは、一時解雇した）店員を呼び戻そうとした。しかし店員が戻らず、その結果、人手不足が生じ、客を捌ききれないという事態が生じた。

これは筆者がエッセーで予想した、労働者の不足に伴い生産水準を引き上げることができないという事態とよく似ている。確かにそこは似ているのだが重要な違いもある。まず、今回のパンデミックの死亡者数は百年前の20分の1未満ときわめて少ない。また、今回の犠牲者の多くはシニア層で、働き盛りが多く

犠牲になった百年前とは異なる。だから、今回は、労働者たちが地球上からいなくなったわけではない。自宅に巣ごもりしていて、労働の現場に戻ってこないだけだ。

■ 5. パンデミックの「後遺症」

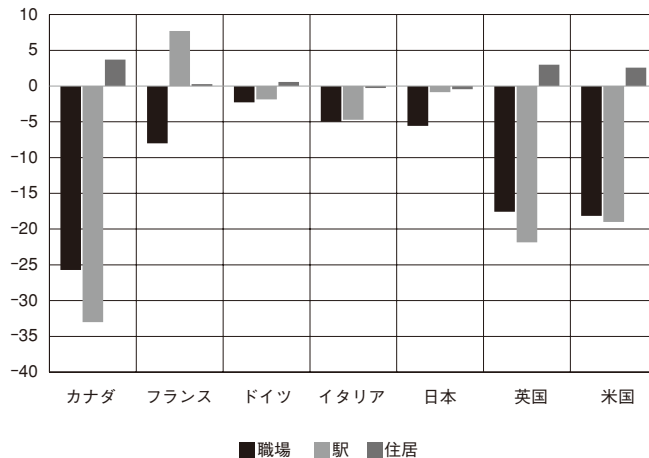
では、労働者たちはなぜ労働の現場に戻ってこないのか。有力な仮説は、社会が感染の「後遺症」に侵されていて、それが労働者の現場復帰の妨げになっているというものだ。そう考えれば、死亡者が少なかったのに労働供給が不足しているという現状を説明できる。また、パンデミック終盤の今になってインフレが高進しているのも説明がつく。

ただし、ここで「後遺症」と言っているのは医学的な意味での後遺症ではない。パンデミックの最中に起きた特筆すべき現象に、人々の社会的・経済的な行動パターンの変化がある。いわゆる「行動変容」だ。それがパンデミック最終局面の今もなお残っている。そして、パンデミック終了後も残存する可能性がある。その意味での後遺症だ。

■ 6. 労働者の行動変容

「後遺症」とはどのようなものか。図2はスマホの位置情報のデータを利用して人々の居場所を調べた結果を示している。「職場」や「駅」にあるスマホ端末の数は、足元、米英等でコロナ前を大きく下回っている。この

(図2) スマホ端末の所在場所 (コロナ前との対比)



(出所) Google「コミュニティ・モビリティ・レポート」

数値は2020年春に急低下した。各国でステイホームが推奨され、WFH (Work From Home、在宅勤務) が増えたからだ。この変化は、当初、一過性のものと考えられていた。だが、パンデミック終盤の現時点でも、多くのスマホ端末は働く現場に戻ってきていない。

職場の端末数が回復しないのはなぜか。労働者が労働の現場を忌避する傾向が、パンデミック終盤の今も残っているからだ。イーロン・マスクは、特斯拉とスペースXの社員に対して、WFHを直ちにやめて出社しないとクビだと言ったそうだが、そのことの是非はともかくとして、そうでも言わないと、社員を労働の現場に引き戻せないのだ。

WFHの方が通勤の苦勞もないし、パンデミック中に立派な通信機材を自宅に整えたので、仕事の効率も高く、申し分なしという人

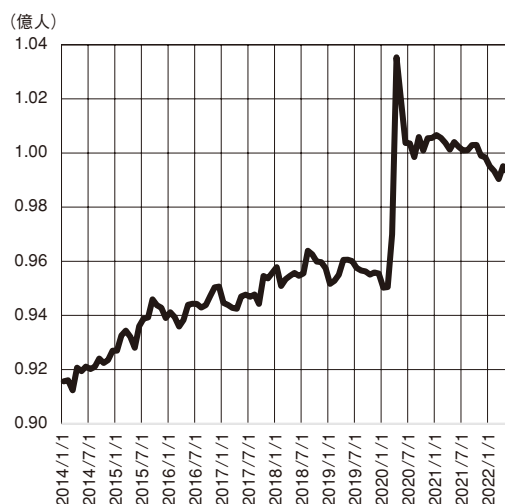
もいるだろう。そうであれば、「後遺症」はむしろ望ましいことだ。しかし、どうやらそういう前向きのケースばかりではないようだ。

米国では、シニア層が労働の現場に出かけて感染することを嫌がり、パンデミック前に計画していたよりも早めにリタイアするということが起きていると言われている。また、保育所や学校などで、感染に伴う職員の欠勤などが断続的に続くので、母親が勤務に復帰できないという事情もある。

WFHであれば、働いていることに変わりはないので、労働者が労働の現場に戻らないこと自体は問題ではない。しかしそれ以外の理由で労働の現場に戻らない（あるいは戻れない）場合は、労働供給が減少することを意味する。

米国の非労働力人口（就労できる年齢であ

(図3) 米国の非労働力人口



るにもかかわらず職についておらず職探しもしていない人たちは足元、約1億人に上る(図3を参照)。コロナ前は約9,500万人だったから、500万人の増加だ。この中には、ベビーブーマー世代(戦後から60年代前半に生まれた世代)が多く含まれている。

■ 7. 米英では物価高と賃金高が同時進行

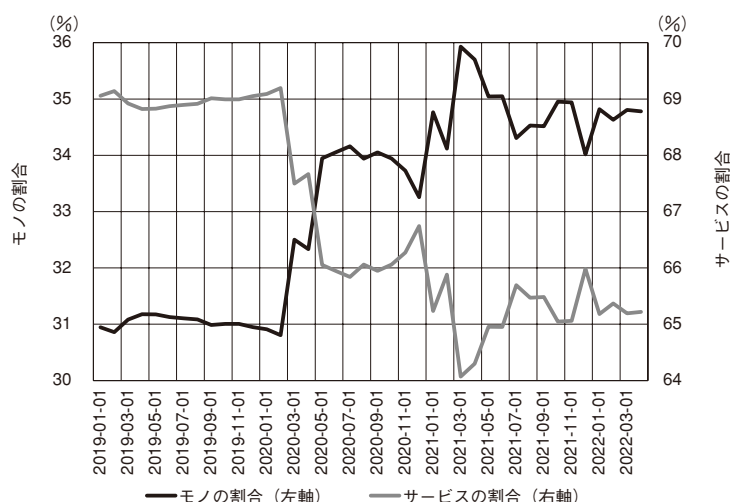
労働供給が長期にわたって落ち込むと経済にどのような影響を及ぼすだろうか。経済再開に伴って労働需要は回復する。しかしそのときに労働供給が十分でないと人手不足が起こる。すると企業は生産レベルを引き上げることができない。その結果、商品の供給が不足するので納期が遅れ、価格も上がる。いま米国等で起きているインフレの少なくとも一

部はこの要因による。また、企業は人手を確保すべく、高い賃金をオファーし、人材獲得合戦が繰り広げられる。その結果、賃金も上昇する。

賃金が急速度で上昇しているのは米国と英国だ。欧州諸国のいくつかも同様の傾向だ。これらの国々では物価高と賃金高が同時進行している。ただし、賃金上昇のピッチは物価の上昇速度に及ばず、賃金と物価の比率である実質賃金はどの国でも低下している。

こうした中で、日本では、経済再開が遅れていることもあって、今のところ人手不足は顕在化していないし、賃金の目立った上昇も見られない。日本の物価上昇は米国等に比べ小幅であるが、その一方で、賃金は不変または幾分下がり気味なので、実質賃金の低下が起きている。「実質賃金の低下」は欧米と同じ現象だが、賃金と物価のそれぞれをみると、

(図4) 米国消費に占めるモノとサービスの割合



両方が上がる米国等とは異なる動きとなっている。

8. 消費者の行動変容

マクロ経済学でしばしば登場する用語に「履歴効果 (ヒステリシス)」というのがある。経済の基盤を大きく揺るがすような出来事が起こると、それへの対応過程で経済構造が変質し、その結果、その出来事が終わっても、元の経済状態に戻らないという現象を指す。

労働者の行動変容がパンデミックの期間中だけのことであれば、パンデミック終了とともに労働供給は元に戻り、経済全体も元に戻る。しかし行動変容が永続的な場合は、パンデミック終了後もショックの影響が残存し、経済はコロナ前の姿に戻らない。米国等でいま起きている労働者の行動変容はこのような

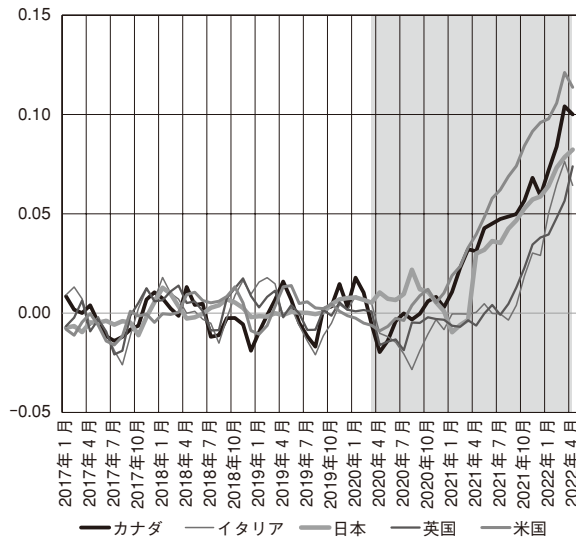
履歴効果をもっている。

実は、パンデミックに伴う履歴効果が観察されているのは労働者の行動だけではない。消費者の行動にも観察されている。それは消費パターンの変化だ。

パンデミック初期の頃、人々は感染を恐れて外出を控え、「サービス」の消費が激減した。一方で、人々はスーパーに押しかけ、食品や生活必需品をまとめ買いした。また、巣ごもり仕度のための耐久消費財の購入も大きく伸びた。その結果、「モノ」の消費が激増した。大雑把に言えば、「サービス」は対面の要素が濃く、「モノ」はそれが少ない。だから消費者は「サービス」から「モノ」へと需要をシフトさせたのだ。

米国のデータをみると (図4を参照)、消費に占めるモノの比率はコロナ前には31%だったが、それが2020年春には36%まで高まっ

(図5) モノ価格とサービス価格の比率



(注) パンデミック前のトレンドを除去。

(出所) OECD.Stat

た。ここまではよく知られた事実だ。しかし注目すべきはその後だ。いったん高まったモノの比率が一向に下がらず、コロナ前を大きく上回る高水準が続いている。

モノ消費の比率が高止まるという「後遺症」は、米国だけでなく、日本や欧州も同じである。なぜ高止まりしているのか。自分の周囲をみればある程度は見当がつく。例えば、WFHの労働者は、オフィス周辺のレストランで昼食をとることが少なくなり、代わりに食材を自宅近くのスーパーで買って自宅で調理して昼食をとることになる。このようなサービス消費のモノ消費への置き換えが、日常のあらゆる場面で起きている。

サービスからモノへの需要シフトは価格にも影響を及ぼしている。図5は先進各国のモノ

の価格とサービスの価格の比率を示している。各国で、2020年春頃から、モノの価格がサービスの価格との対比で上昇してきていることが確認できる。モノへと需要がシフトしていることを反映してモノの価格が上昇するという、価格調整が起きているのだ。

9. パンデミック終了後の新価格体系への移行

パンデミックの「後遺症」をどう理解すればよいのか。後遺症がいつまで続くのかは誰にもわからない。前例がないからだ。1-2年後にはコロナ前の水準に戻るのかもしれないし、もしかすると、高水準が永遠に続くのかもしれない。

一過性の後遺症と割り切って見て見ぬふりをするという手もないではないが、運悪くヨミがはずれたときには大騒ぎは必定だ。それよりは、後遺症が長い期間にわたって続くことを想定し、それにどう備えるかを今から考えておく方が賢明だ。以下では持続性が高いとの前提の下でどのような対応が必要かを考えてみたい。

労働者の行動変容という後遺症が永続的であれば、労働の対価である賃金が商品全般の価格である物価との対比で上昇し（つまり実質賃金が上昇し）、それがパンデミック後の新たな価格体系になる。一方、消費者の行動変容が永続的であれば、モノ価格はサービス価格との対比で高いというのが、パンデミック後の新たな価格体系となるだろう。

現在進行しているインフレは、この2つの意味での新しい価格体系へと世界経済が移行する過程で発生している現象とみることが出来る。こうした見方に立つと、インフレのこれからについて大事なことが見えてくる。

第1に、新たな価格体系への移行は、時間はかかるかもしれないが、いずれ完了する。そのときにはインフレも止まる。その意味で、インフレは一過性の現象であり、永続するものではない。ただし、新たな価格体系への移行にどれだけ時間がかかるかは今のところわからない。「一過性」が数四半期なのか、数年なのか、それ以上なのかは残念ながら誰にもわからない。

第2に、労働者と消費者の行動変容が永続

的とすれば、新価格体系への移行は不可避である。また、移行過程で発生する様々な価格の変化も避けて通れない。移行過程で発生する価格変化を「止める」のではなく、「受け入れる」という発想の転換が必要だ。

例えば、サービスからモノへの需要シフトについて言えば、モノの価格がサービスとの対比で高まることにより、企業はモノ産業の機械設備と労働を増やす誘因をもつ一方、サービス産業での設備と労働は相対的に減少させる。このような労働と資本の産業間の移転が円滑に行われるよう、環境整備を進める必要がある。

この点で懸念されるのは、日本でそうした移転がきちんとなされるかどうかだ。日本は、衰退産業から成長産業への資本や労働の移動がうまくいかないとの指摘がパンデミック前からあった。今回も同様の問題が起ることが懸念される。

労働供給の減少に伴う賃金調整についても日本の遅れが懸念される。米国等では賃金上昇というかたちで移行がすでに始まっているのに対して、日本では今のところ賃金調整が起きていない。

日本の現状からすると、人手不足で賃金上がるのは夢物語という声も少なくない。しかしパンデミックはウイルスと人類の闘いであり、過去2年間の経験から明らかなように、ウイルスの前では国籍の違いは意味をもたない。パンデミックの後遺症として労働供給の減少が起こるのであれば、日本だけ例外とい

うことはあり得ないだろう。

日本の労働供給は、パンデミック前から、シニア層と女性の労働市場への参入に頼る綱渡りを続けてきた。しかし米国等の足元の数値をみると、パンデミック後遺症に伴う労働供給の減少が顕著なのはシニアと女性だ。日本も労働供給減少への備えを今から始めるべきだろう。

