

# 物価上昇か需要後退か

チーフエコノミストコメント

2022年4月6日

Chief Investment Office GWM

Paul Donovan, Chief Economist, UBS GWM, UBS AG London Branch

- 新型コロナウイルスのパンデミックは、各国・地域中央銀行の政策対応にとっては単純な問題だった。中銀がすべきことはただひとつ、財政政策を支援するのに必要な金融緩和を行うことだったからだ。
- 一方、ロシアによるウクライナ侵攻は、主にコモディティ価格の上昇という形で経済に影響を及ぼしている。結果、中央銀行は相反する政策課題に直面する事態になった。物価上昇の抑制に注力すべきか、それとも物価上昇を抑制した結果起こりうる景気後退を考慮すべきかということだ。
- 物価と経済成長が及ぼす影響には、一次的影響(直接的影響)と二次的影響の2つがある。
- 中央銀行は一次的影響に対する対応を急ぐべきではない。今回のインフレの高進はコモディティ価格の上昇を主たる要因としたものであり、コモディティ価格の上昇に対して中央銀行ができることはないに等しいからだ。
- だが、賃金コストと物価の上昇スパイラルという二次的影響が現れると、中央銀行には懸念材料となろう。こうしたリスクがない限り(現在のところないようだが)、中央銀行が懸念すべきは、需要の崩壊と労働市場が弱含む可能性が経済成長に与える直接的な影響だろう。

世界的なパンデミックに対して取り得る政策対応は1つしかなかった。政策の緩和である。議論的的は、財政緩和と金融緩和の適切な構成(および程度)に絞られていた。

一方、ロシアによるウクライナ侵攻は、主にコモディティ価格の上昇という形で世界経済に影響を及ぼしている。中央銀行は、コモディティ価格の上昇に対し、経済成長への悪影響を食い止めるために金融緩和を行うか、それとも物価上昇を抑えるために金融引き締めを行うかという、相反する政策対応を迫られている。どちらかを選ばなければならないが、どちらを選ぶ可能性が高いだろうか？

## コモディティ価格の上昇はどのくらいの影響力があるか？

世界の総合インフレ指標のバスケットに占める純粋なコモディティ価格のウェイトは、およそ8~10%である(2019年のデータ



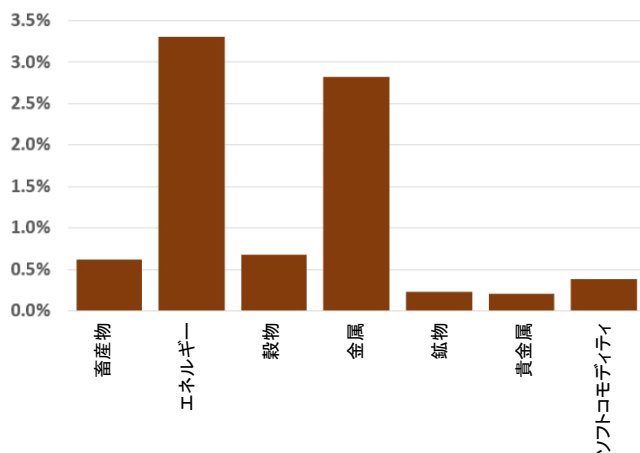
出所: Getty Images

と価格水準に基づく)。だが、状況は各国で異なる。先進国ではインフレ指標バスケットに占めるコモディティ価格の割合は約4%である。この数字には、消費者が購入する石油だけでなく、原油価格が輸送費、発電、電力集約型の製品等に及ぼす影響も含まれている。つまり、毎朝飲むコーヒーにかかる石油も含まれているわけだ(コーヒーを淹れるのに使う電気は石油を燃焼して生成される。またコーヒーは農場から加工業者、加工業者から卸売業者、卸売業者から店舗、店舗から家庭へと輸送されており、それぞれの段階で石油が消費される)。コモディティがいかに重要であるかは、世界の国内総生産(GDP)に占める世界のコモディティ生産額をみてもわかる。

# チーフエコノミストコメント

図表 1 – コモディティ価格はインフレ率にどの程度影響するか

世界の GDP に対する各種コモディティの寄与度(2019年のデータに基づく)



出所: Chartbook of Real Commodity Prices, 1850–2020, David S. Jacks, February 2021、世界銀行世界開発指標、UBSによる算出

米国労働統計局のデータを見ると、食料だけで消費者物価指数 (CPI) の構成バスケットの13%以上を占めているが、先進国のバスケットに占める純粋なコモディティの割合は4%未満である。食料に含まれるのは純粋な食料だけではないというのがその理由だ。コモディティをそのままの形で消費している人はほとんどいない。先進国では、食料消費支出額のうち、農産物そのものへの支出額は約2割にすぎない(米国ではこの数字をさらに下回る)。残り約8割のほとんどは、コモディティ生産後に発生する労務費なのだ。

だからといって、コモディティ価格を軽視してよいというわけではない。バスケットに占めるウェイトは小さくても、価格が大きく変動することもある。例えば、仮に原油価格が100%上昇すれば(そして利益率が下がらないと仮定すれば)、世界のCPIには平均2.3ポイントの押し上げ効果が及ぶと考えられる。

## コモディティ価格の上昇はどのような影響を及ぼすか？

コモディティ価格は2つの経路を通じて経済に影響を及ぼす。インフレ率の上昇と、経済成長率の減速だ。

### インフレ経路

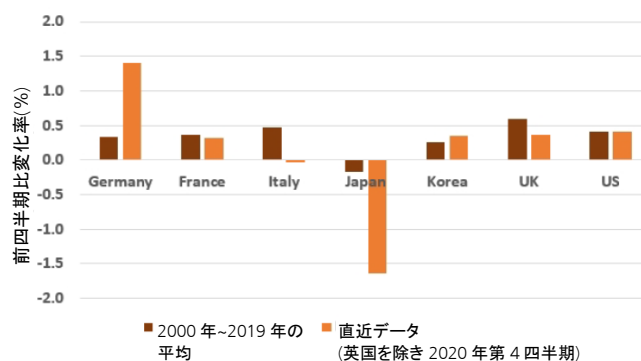
コスト増は明らかにインフレの高進をもたらす。さきほど述べたように、原油価格が2倍になれば、世界のCPIは約2.3ポイント上昇する。コモディティ価格の上昇は、あらゆる製品とサービスのコストが上がることを意味する。そうしたコストは最終的に消費者に転嫁されるか、利益を圧迫するかのどちらかだが、もちろんその両方ということもある。これが一次的影響だ。

中央銀行にとってより重要なのは、二次的影響が起こるかどうかということだ。インフレを構成するバスケットにおいて最も高いウェイトを占めるのは労務費だ。労働者が一次的影響による物価上昇を理由に賃上げを要求すれば、それは企業にとって新たなより深刻なコスト増になりうる。賃金を引き上げた企業は、今度は労務費の上昇分を価格に転嫁する。これが二次的に物価上昇を引き起こす。つまり賃金コストと物価の上昇スパイラルが発生するのだ。さらに厄介なことに、賃金コストはコモディティ価格よりも反転しにくい。

ここで、賃金コストは賃金と同義ではないことに留意しておきたい。より多くの労働を提供する人に対して賃金を上げる場合はインフレにはつながらず、追加労働が賃金上昇を相殺するならば、企業が価格に転嫁する動機とはならない。例えば、エコノミストが週60時間の労働時間を90時間に増やす代わりに10%の昇給を受けるとしたら、それは逆にインフレを押し下げることになる。企業側からみれば、10%の賃上げで労働力を50%増やすことができるからだ。

図表 2 – 単位労働コストはまだ上昇スパイラルにはない

前四半期比、直近データ



出所: 経済協力開発機構

よって、価格の二次的影響において重要なのは、単位労働コスト、つまり1単位生産するのに必要な労働コストであるといえるだろう。図表2のとおり、最近の単位労働コストは上昇してはいるものの、取り立てて懸念するほどの水準ではない。ただし、このデータはロシアのウクライナ侵攻を受けた物価上昇が起きる前の期間のデータであり、中央銀行は二次的影響の可能性を引き続き警戒する必要がある。

特筆すべきは、賃金コストと物価の上昇スパイラルは、賃金と物価の継続的な上昇から起きることだ。一時的な賃金コストの上昇は構造的調整であり、インフレ要因と見なすべきではない。例えば、2021年に見られたオンラインショッピングへの移行や製品需要の拡大時には、長距離トラック運転手の需要が著しく高まり、それにより運転手の賃金が跳ね上がった。だが、こうした賃金上昇により長距離運転手に対する需給は再び均衡を取り戻し、2022年にはこうした賃上げの必要はなくなった。

## チーフエコノミストコメント

生活費の上昇から賃上げ要求が強まる可能性はあるが、これは労働供給量の増加(賃上げ要求の後退)につながる可能性もある。実質所得の足しにしようと副業に就く人もいるかもしれない。また、インフレの進行で不労所得頼みだと生活水準が徐々に低下してくるため、労働市場から離れていた人(早期退職者など)が労働市場に戻ってくる可能性もある。さらに、労働者が職の安定に不安を感じ始めれば、賃上げも頭打ちになる可能性がある。だからこそ、経済成長の経路が重要なのだ。

### 経済成長の経路

コモディティの消費が多い地域では経済成長が鈍化する(一方、コモディティ価格の上昇を受け、コモディティの純生産地域の成長率は上昇する)。原油価格の上昇はニューヨーク州の経済にとっては悪材料だが、石油業者の多いテキサス州の経済には追い風になる。繰り返しになるが、経済成長にも一次的影響と二次的影響がある。

食料や燃料への支出が多いと他の品目に回す資金が減少するため、需要が減退する(一次的影響)。需要がどのくらい減退するかは、家計所得が増加しているか、貯蓄を消費に回して急激な消費減退を補うことが可能か、消費者が支出行動を変えられるかによって異なる。

現在大部分の主要国では、所得の伸びが消費者物価の伸びを下回っているため、需要の変化は避けられそうにない。だが、パンデミック下で積み上がった貯蓄を維持している家計もあり、それを消費に回すことで需要の急激な減退が抑えられる可能性もある。ただし、コモディティ価格上昇の影響を相対的に大きく受けやすい低所得者層は、残念ながら頼りにできる貯蓄が少ないかもしれない。

原油需要の減少が起きる可能性もなくはない。これまでも原油価格が急騰するたびに、消費者は燃料効率の改善努力をしてきた。その成果で、2022年にGDPを1ドル生み出すために必要な原油の量は、1973年比で半分以下に低減した。また、日本では2011年に東日本大震災で起きた原発事故を受けエネルギー需要が急激に減少したが、この例は、危機に直面するとエネルギー需要が急減する可能性があることを示している。原油消費量が減少すると、原油価格の上昇がその他製品需要に与える影響は小さくなる。

今回は、過去の原油価格の高騰時よりもエネルギー需要の落ち込みが大きくなる(エコノミストが言うところの、原油需要の価格弾力性が高まっている)可能性がある。第4次産業革命はまさに効率性の改善と言うべきものであり、またパンデミック下で複数の変化が急激に進んだ結果、効率性は以前よりも大幅に改善している。例えば、在宅勤務が普及してオフィスに通勤する必要がなければ、高騰するガソリン代を払ってまで通勤することはしない。国際エネルギー機関(IEA)の予測では、先進国が最大週3日の在宅勤務を実施すると(可能であれば)、原油需要は1日当たり34万バレル減少するという。石油の購入量が減少すれば、石油以外の消費を切り詰める必要性も薄れる。

コモディティ以外の製品やサービスの消費が減少した場合、二次的影響が現れている可能性がある。需要が減退しているセクターで働いている人は、職を失ったり雇用が不安定になったりし、そのため全体的に需要を絞る可能性がある(二次的影響)。例えば、食料コストが上昇すれば、外食を控える動きが広がるだろう。そうなれば外食サービスの需要減が経済全体の需要を後退させる。レストランの従業員は職を失うかもしれず、職を失った場合には支出を控えるため、さらに経済全体の需要が後退するという具合だ。

足元では、二次的影響による需要後退の兆候はほとんどみられない。昨年末には採用難に直面していたセクターもあったため、需要が後退していても、雇用者が解雇に慎重になっている可能性もある。だが、需要減により企業が倒産したり、長期的に需要が一段と冷え込むことが予想される場合には、将来的に二次的影響が強まる恐れがある。

### 中央銀行はどう対応するか？

各国中銀は、物価の二次的影響と、需要の一次のおよび二次的影響に注目している。世界のコモディティ価格に対して中銀ができることはないに等しい。特に、今日のようにリスクと供給懸念が価格変動の要因となっている場合はなおさらだ。米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長がワシントンDCで油田を掘ったり、欧州中央銀行(ECB)のラガルド総裁がフランクフルトで小麦を栽培するとは思えない。コモディティ供給不安への直接的な対策をとるとすれば、コモディティ需要を大きく減退させるほどの景気後退に向けてかじ取りをすることとなるだろうが、そんなことが容認されるはずもない。景気が大きく後退すれば大量の失業者が発生することになる。物価の安定が重要とはいえ、雇用の最大化も中央銀行の使命であることを忘れてはならない。

一方、中央銀行は価格の二次的影響には対応できる。潜在成長率を下回る水準に経済成長率を抑えるか、広く経済全体の需要を減少させると、現状維持の場合に比べて労働市場に需給の緩みが生まれる。これは、必ずしも失業率の上昇という意味ではない。労働市場の需給を均衡状態に近づければ、賃金上昇圧力を緩和させ、賃金コストと物価の上昇スパイラルの可能性を断ち切れるはずだ。

賃金コストと物価の上昇スパイラルが起こらない限り、各国中銀は景気を潜在成長率辺りに落ち着かせようとするだろう。だがこれは、政策変更をしないということではない。ウクライナ侵攻後の中立金利の水準は、パンデミック時よりも高くなっているはずだ。中央銀行は需要サイクルを管理しようとしているが、リアルタイムの経済指標の質が悪化していることがその妨げとなっている。政策ミスリスクは高まっている。手に負えないほどの需要後退に陥らないよう、一定の緩やかなペースで金融引き締めを行う慎重な政策運営が求められるだろう。

# チーフエコノミストコメント

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があります。現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

## 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

## チーフエコノミストコメント

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれません。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5%または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1%を上限とします。

### UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

### その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2022 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者  
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者  
商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号