

アジア経済事情：インフレ抑制に引き締め政策が求められる

～実質金利マイナス化、過度な財政措置による過剰消費・投資はインフレ加速の影響を深刻化させる～

発表日：2008年6月26日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 西濱 徹（03-5221-4522）

（要旨）

- アジアの新興国では、世界的な原油及び穀物価格の上昇に起因したコストプッシュ型インフレの高まりがインフレ懸念を強めている。コストプッシュ型インフレは供給懸念に基本的な原因があり、必ずしも金融引き締めが対応として「正解」となる訳ではない。しかし、ここ数年の高成長を支えた堅調な内需が、足元の実質金利のマイナス化によって過剰需要を生む等、需要インフレへの懸念を高めている。
- コストプッシュ型インフレの解消には一義的には供給懸念を除去する方策が不可欠である。その一方、需要インフレを放置すれば、インフレ亢進により景気浮揚から景気過熱感を誘発する懸念も高まる。過剰需要を生む原因となっている実質金利の適正化に向けた金融引き締めが求められる上、特に原油の過剰消費を生んできた補助金等による過度な財政措置を止めることが求められよう。
- 石油価格の引き上げは短期的にはインフレ圧力の押し上げに繋がる。しかし、原油価格の騰勢が当面収まる見通しが低い中、原油の過剰消費はそれらを輸入に依存するアジア新興国にとって国際収支の悪化、インフレ残存を通じて通貨を減価させる。結果、輸入物価の押し上げがインフレを亢進させる悪循環を生む。こうした悪循環を断つには、不人気を覚悟しつつ中長期を見据えた政策が不可欠になろう。

《「投資商品」としての商品先物価格の高騰が新興国にインフレ圧力をもたらしている》

- 昨年春の米国サブプライムローン問題発覚以降、世界の金融市場では証券化商品に対する信用不安が増幅している。証券化商品は、利回りの良さに加えて、比較的流動性が高い資産として金融市場で選好されたものの、一転して取引不全に陥ったことで不良債権化し、世界の主要金融機関には収益の圧迫材料となっている。そうした動きの中、先行きの需要増加期待を伴い、かつ単純な「金融商品」として注目を浴びるようになったのが、先物市場を中心とする商品である。特に、ここ数年の新興国経済の成長やそれにとともなうライフスタイルの変化に伴い、世界的な需要増大期待が高まっている原油をはじめとする鉱物資源や穀物は、足元においても価格の騰勢が続いている。
- 統計によると、2000 年からの 7 ヶ年で世界の原油消費量は約 12% 増大している。しかし、同じ期間の新興国の代表格とされる「BRICs」の原油消費量を比較すると、中国以外の国では必ずしも原油消費の大幅拡大には繋がっていない（図 1）。この動きは、巷でも囁かれ始めているファンド等の投資資金が先物市場を運用先として選択し、実需以上に先物に対する需要が高まっていることを示すヒントと言えよう。とはいえ、現実には年明け早々、代表的な原油先物指標 WTI が 1 バレル＝100 ドルを突破して以降、その価格の上昇ペースは加速度を増している（図 2）。アジア新興国の多くは国内に多くの低所得者層を抱え、そうした層への配慮から補助金等の財政政策により石油製品価格を低く抑えてきた。しかし、足元の原油価格の騰勢により、そうした政策に伴う負担が財政を過大に圧迫する事態に陥っていた。そうしたこともあり、インドネシアは先月、補助金の大幅削減による石油製品価格の大幅引き上げを行ったが、その流れはインド、マレーシアに波及、今月 19 日には中国も価格引き上げを行うに至っており、エネルギー価格の上昇が足元でインフレを上振れさせている。
- 一方、穀物価格が上昇し始めた当初、その舞台は主に米国の主要穀物に関する作付意向面積を巡る争

いであった。しかし、原油価格の上昇が進むと共に、化石燃料の消費に伴う温室効果ガスによる地球温暖化問題がクローズアップされると、「地球にやさしい」代替燃料としてバイオ燃料が注目を集めるようになった。こうした流れは、バイオ燃料の原料となるとうもろこしに食料と燃料という利用目的の間競争を生じさせ、さらに、米国が食物由来のバイオ燃料の生産を補助金により支援したことで、こうした動きは一気に加速する。穀物間の作付面積の奪い合いに加えて、利用目的間の奪い合いが生じ、先行きの需要を見越した投資資金が穀物先物市場に流入、足元の価格騰勢が決定的となった。そこに、小麦の大生産地である豪州での 2 年連続の早魃、コメの生産地であるインドでの天候不順やベトナムでの疫病発生、ミャンマーでの大洪水そして、今月初めには米国中西部で洪水が起こる等、供給懸念が露になることで、それらを材料に投資資金が市場に流入する状況になっている（図 3）。

図 1 世界の原油消費量の推移

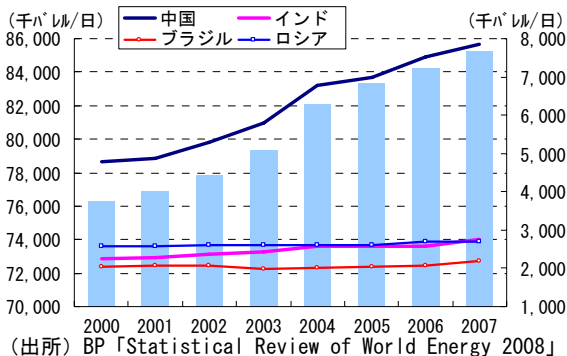


図 2 原油先物価格の推移(WTI)

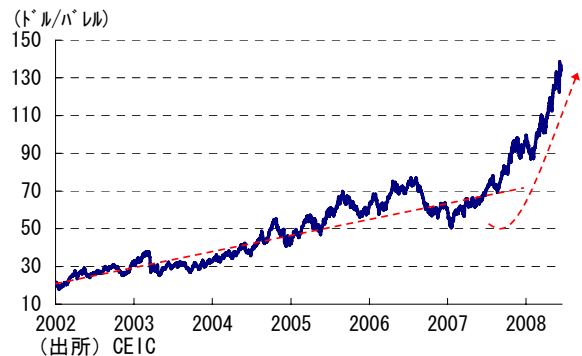
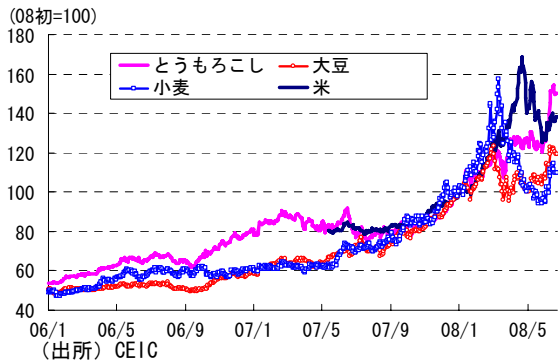


図 3 主要穀物の先物価格の推移(シカゴ)



《アジアの新興国には、資源価格上昇によるインフレ圧力と内需の底堅さによるインフレ圧力が混在》

- 世界的な原油及び穀物価格の上昇は、日本においても同様であるが、様々な経路を通じてアジア新興国にコストプッシュ型インフレの懸念を強めている。特に、アジアの新興国は依然として国民に占める低所得者層の比率が高く、家計所得に占める食料及びエネルギー支出の割合が大きくなる。それ故、足元のコストプッシュ型インフレの圧力は、先進諸国に比べて相対的に新興国にとって購買力の押し下げ効果が高くなり（図 4）、GDP の太宗を占める個人消費を下押しすることによって景気が減速する懸念が強まっている。
- 一方、多くの新興国ではここ数年の高成長により、経済の安定化によって金利が低位ないし低下基調で推移したことで（図 5）、家計所得の増大に加えて負債等によるファイナンスの機会が増大、個人消費を拡大させてきた。こうした個人消費を中心とする内需の堅調さは、新興国経済を語る際のキーワードとして、昨年 4 月に IMF が提唱したことで世界中に広がった「デカップリング論」の拠り所となった。しかし、米国サブプライムローン問題を発端に、世界の金融市場を巡る状況に変化が生じたこ

とで新興国経済の投資環境は一変する。その結果、これまで内需の押し上げや国内投資の原資となってきた海外からの投資資金の流入が減速したことで、インフレや経常収支といったマクロ経済のファンダメンタルズが投資判断により重要性を増すようになった。

- 「教科書的」なインフレ抑制策としては、金利の引き上げを含む金融引き締め策が挙げられる。ただし、足元のコストプッシュ型インフレは供給要因に基づく需給ギャップがもたらすため、根本的なインフレ圧力の解決には供給懸念の解消が不可欠であり、金融引き締めは必ずしも「最善策」ではない。また、堅調な内需を中心とする高成長を享受してきた新興国にとっては、コストプッシュ型インフレによる内需の下押し懸念が強まる中、金利引き上げにより家計及び企業の債務負担増大から景気に冷や水を浴びせることへの警戒感は強い。アジア新興国は、経済政策の失敗が総選挙で政権基盤を左右することが度々起こるため、金融引き締めを逡巡する間にインフレ圧力が亢進してきた国が多い。今月に入って以降、金融引き締め策に動き始めた国も出て来ているが、既に多くの国では実質金利がマイナスに陥っている（図 6, 7）。
- 実質金利のマイナス化は、国内の過剰な消費や投資の誘発に繋がり、一定の景気浮揚効果を持つものとみられる。しかし、コストプッシュ型インフレに対する圧力が強まる中で、需要インフレ懸念が高まれば、景気浮揚を超えて景気の「過熱感」を生み出すことになりかねない。

図 4 ASEAN 諸国の食料インフレ率(前年比)

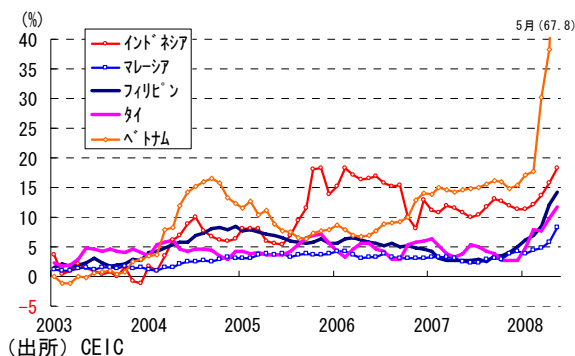


図 5 アジア主要国の政策金利の推移

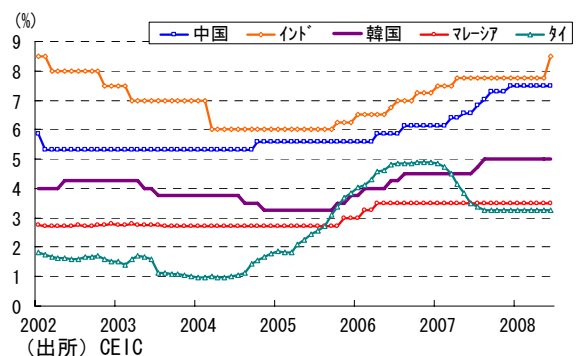


図 6 アジア主要国の実質金利の推移

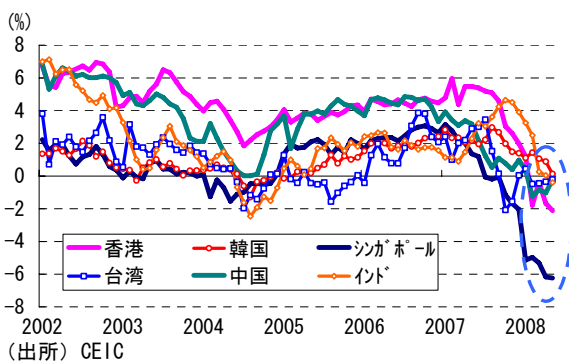
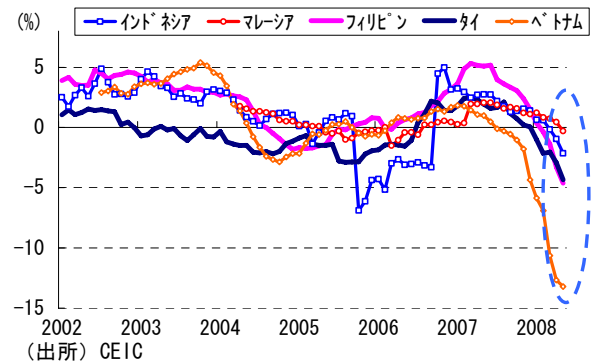


図 7 ASEAN 諸国の実質金利の推移



《インフレ抑制に向けた取り組みには「供給不足」と「需要過剰」の解消への取り組みが求められる》

- アジア新興国では、コストプッシュ型インフレと需要インフレという 2 つのインフレ圧力懸念が強まる中、コストプッシュ型インフレについては供給懸念の解消が不可欠であり、新興国単独で解決を模索することは難しい。しかし、食料品、とりわけ穀物価格の騰勢は、アジア域内には農業国が多く、コメ等の穀物輸出国が数多く存在することを考えれば、各国内での食料自給率を高める取り組みを進めること、さらに、アジア域内でのセーフティーネットを構築する等、供給懸念解消への取り組みが

求められる。そうした枠組みの元では、農業技術の普及等、日本としてアジア域内でのプレゼンスを高める場面は十分にあるものと思われる。

- 原油については、多くの国で補助金削減を通じた石油小売価格の引き上げが行われている。しかし、今月 19 日に中国が実施した石油製品の価格引き上げは、1 リットル当たり 1 元の引き上げに過ぎない等、依然として補助金は残されており、低価格に抑えられた石油製品の過剰消費が解消には至らないであろう。価格を引き上げることは短期的にはインフレ圧力を増大させることになる。しかし、先行きの米国の金融政策について、さらなる緩和策を行う可能性は大きく低下したとみられる一方、引き締め姿勢に転じるには依然相当の時間を要するとみられる。そうした中、原油先物への投資資金の流入が収まる見通しは低く、原油価格の騰勢も当面は持続するものとみられる。原油等のエネルギー資源を輸入に依存するアジア新興国では、輸入物価のさらなる上昇が国際収支の悪化に繋がろう。その上、インフレ圧力の残存により通貨の減価基調が顕著になり、輸入物価の押し上げがインフレを上振れさせる悪循環に陥ることになろう。そうした循環からの脱却には、過度な財政措置による価格抑制により誘発された原油の過剰消費を抑えることで、輸入を抑制することが求められよう。輸入が抑制されれば貿易収支の改善、さらに、通貨の安定にも繋がり、輸入物価の抑制からコストプッシュ型インフレの緩和も期待されよう。
- 一方の需要インフレについては、インフレの亢進による実質金利のマイナス化が過剰需要を生む懸念から、金利の引き上げにより需要の過剰感を抑えることが求められよう。多くの国では、金利引き上げに伴う景気への影響を懸念して実施を尻込みする動きがみられるものの、景気浮揚策を金融政策に求めようとすることは根本的に間違っている。足元のように景気減速懸念が強まる中で実質金利のマイナス化により消費や投資期待を創出することは、一定の景気浮揚効果を持つものと考えられる。しかし、足元ではインフレ期待が上昇しており、消費や投資の過剰感がインフレをさらに亢進させ、景気過熱感を生み、ハイパーインフレに陥る可能性は否定出来ない。そうなれば、景気減速どころでなく、特にかつてアジア諸国が経験した通貨危機の際に比べ、世界的に金融システムが発達し、さらに資金の流れが複雑化しているだけに、処方箋はより深刻さを増すものとみられる。
- ここ数年の新興国の高成長を下支えした要因のひとつに、海外からの投資資金の流入がある。インフレの放置は海外からの投資資金の逃避に繋がり、資産価格の下落や為替の減価を通じて景気の下押し懸念を強めることになろう。インフレ抑制に向けた金融引き締めと、過剰消費を抑えるための補助金等の過度な財政措置の削減は、短期的には国民生活に影響を与えるため、政策の実施には相当の不人気を覚悟する必要があるだろう。しかし、中長期での成長を見据えた政策を履行することが政府の役割であることを考えれば、インフレが深刻化する前の今こそ、こうした政策に舵を切るチャンスであろう。ベトナムでは、5 月のインフレ率が対前年比+25.2%と未曾有の高水準に達したが、この要因は 2 月の石油製品価格の引き上げより、昨年 1 年間に亘り過剰流動性による懸念が指摘された中で適切な金融引き締め策を採らず、景気過熱を放っていたことの跳ね返りと考えられる。アジア新興国は、1998 年のアジア通貨危機時に比べると外貨準備が潤沢である等、ファンダメンタルズは格段に良くなっている。危機に陥る可能性が極端に低下している中、市場から「レッドカード」を突き付けられる前にすべき方策は自ずと決まって来よう。

以 上