

米国 構造変化によりスタグフレーションには陥らず

発表日：2008年6月26日（木）

～70年代のオイルショック時と異なり競争環境の持続、ULCの抑制でインフレ加速回避～

第一生命経済研究所 経済調査部
桂畑 誠治(かつらはた せいじ)

ポイント

○住宅バブルの崩壊、金融市場の混乱などによって、景気の低迷が続くなかで、エネルギー・原材料価格の上昇が続き、米国経済がスタグフレーションに陥るとの見方が市場で台頭している。

○スタグフレーションとは、高いインフレと景気低迷（失業率の上昇）が長期にわたり同時に起こることである。70年代には2度の石油ショック、不作による穀物価格の上昇によってインフレが押し上げられる中、当時は組合の組織率が高かったため賃金は物価に連動し易く高い伸びとなった。さらに、当時は各種の規制強化によって、競争が制限されていたため設備投資や技術革新が停滞、景気が低迷した。この結果生産性が鈍化したためULCが押し上げられCPIコアは高い伸びとなった。

○現在、失業率は生産性の向上、リセッションの短期化、景気拡大の長期化を背景に低い水準にとどまっている。原油価格の上昇率は70年代のオイルショック時よりも緩やかであり、経済の効率性が高まったこと、消費に占めるエネルギーの割合が低下したことから、CPIコアは70年代を大幅に下回っている。失業率が低下しても、CPIコアが加速し難い構造にシフトしている。

○80年以降の規制緩和の効果や、設備の情報化率の高まり等によって生産性が向上した。経済のサービス化に伴って組合の組織率も低下傾向を辿り一部の産業を除き労働組合の力が弱まったこと等を背景に失業率と賃金上昇率の逆相関関係が強まった。賃金の上昇は物価上昇率ではなく生産性の向上に見合ったものとなり、ULCの上昇ペースは総じて抑制され、インフレ圧力を吸収している。国際競争の激化によって価格転嫁率が低下傾向を辿っていることも物価上昇を抑制する要因となっている。米国経済は物価、賃金上昇を繰り返すスパイラル的なインフレ環境に陥り難い構造になっている。

○今後、需要の弱いもとでエネルギー価格の上昇に歯止めがかかれば物価上昇のスピードは鈍化すると予想される。また、エネルギー価格の急騰が続くとすれば需要が大幅に下ぶれし、エネルギー価格は下落、インフレ率も低下すると見込まれる。現在の経済構造、一段と強まる世界的な競争環境のもとでは、米国がスタグフレーションに陥るリスクは小さい。このため、エネルギー価格などの急騰持続によって米国経済がリセッションに陥っても金融緩和などでの対応は可能であろう。

資源価格上昇持続でスタグフレーション懸念台頭

米国では住宅バブルの崩壊、金融市場の混乱などによって、住宅投資が大幅に減少、個人消費も減速するなど景気の低迷が続いている。それにもかかわらず、エネルギー・食料品価格は世界的な需給逼迫観測、先物市場への投資資金流入などにより上昇を続け、消費者物価への上昇圧力が強まっている。今後も景気が停滞するなかで、エネルギー・原材料価格の上昇が続き、米国経済がスタグフレーションに陥るとの見方が市場で台頭している。

FOMC（連邦公開市場委員会）や各予測機関の見通しにおいて、成長率を下方修正する一方で、物価上昇率を上方修正する動きが相次いでいることも、この見方を強める一因となっている（図表1）。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表1) FOMCの予測値 (2008年4月時)
(%)

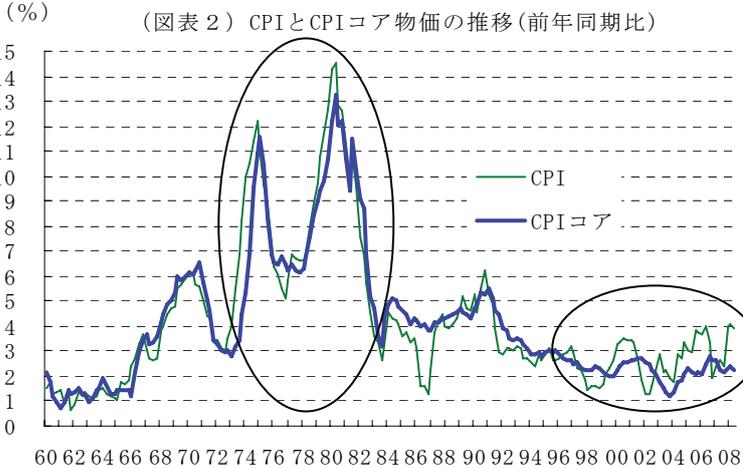
	2008年		2009年	
	中央予測帯	前回	中央予測帯	前回
実質GDP	0.3~1.2	1.3~2.0	2.0~2.8	2.1~2.7
失業率	5.5~5.7	5.2~5.3	5.2~5.7	5.0~5.3
PCEデフレーター	3.1~3.4	2.1~2.4	1.9~2.3	1.7~2.0
PCEコアデフレーター	2.2~2.4	2.0~2.2	1.9~2.1	1.7~2.0

(注) 実質GDP、PCEデフレーター、PCEコアデフレーターは10~12月期の前年同期比の伸び率。
失業率は10~12月期の平均値。

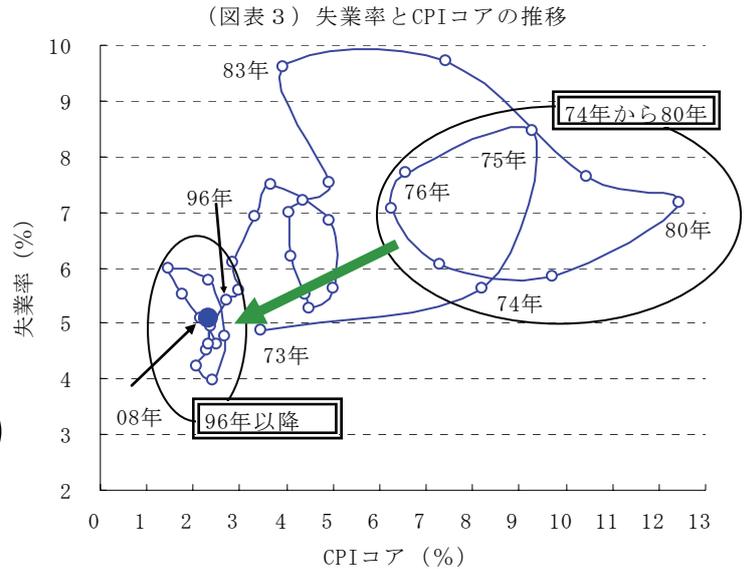
1970年代にスタグ
フレーション

スタグフレーションとは、高いインフレと景気低迷（失業率の高止まり）が長期にわたり同時に起きることであり、その主因は供給側の問題にある。米国が前回スタグフレーションに陥った時期は70年代まで遡る。CPI、CPIコアは総じて60年代後半から高まり、70年代に前年比+14%台まで上昇した（図表2）。実質GDP成長率が60年代に比べ大幅に鈍化し、同時期の失業率は高い水準で推移した。

CPIコアと失業率の関係をみると、73年~82年に高い物価上昇率と高い失業率が共存する状態にシフトしたことが分かる（図表3）。



(図表2) CPIとCPIコア物価の推移(前年同期比)



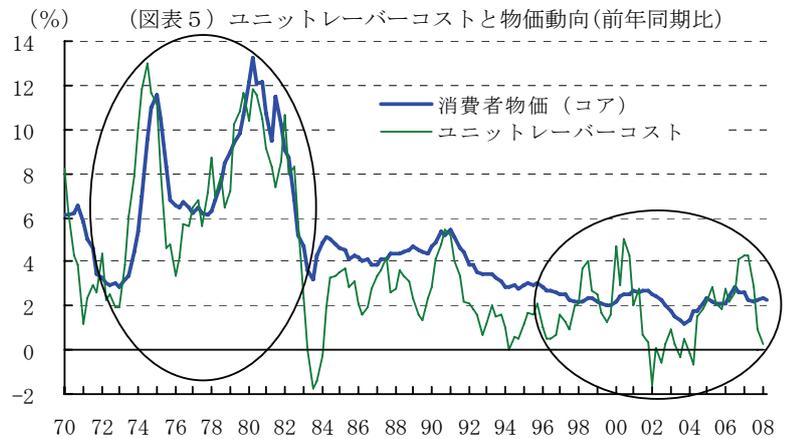
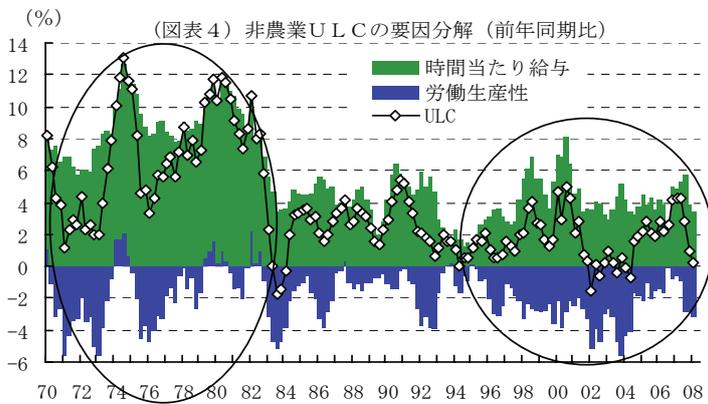
(図表3) 失業率とCPIコアの推移

1970年代には生産
性を無視した賃金
の上昇

このようなスタグフレーションに陥った要因をみると、70年代には2度の石油ショック、不作による穀物価格の上昇に加えて、当時は組合の組織率が高く賃金が物価に連動し易いという構造的な問題があった。このため、原油や穀物価格などの一時的な上昇が賃金の上昇ペースを加速させ、原油、穀物価格が下落に転じた後もインフレ率の高止まりの一因となった。さらに、当時は各種の規制強化によって民間の経済活動が阻害され、新規分野への参入を妨げるなど、競争が制限されたこともあり、設備投資や技術革新が停滞し生産性上昇率が鈍化した。賃金の高い伸びと生産性上昇率の低下の結果、ULC

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(単位当たり労働コスト)が高止まりし、CPIコアを押し上げた(図表4、5)。経済活動の停滞で失業率が上昇しても、物価が高止まりを続けたことが、さらに高い賃上げに繋がるという悪循環によって物価上昇率が高まった。



総合、コアともに高止まりも一段の加速は回避

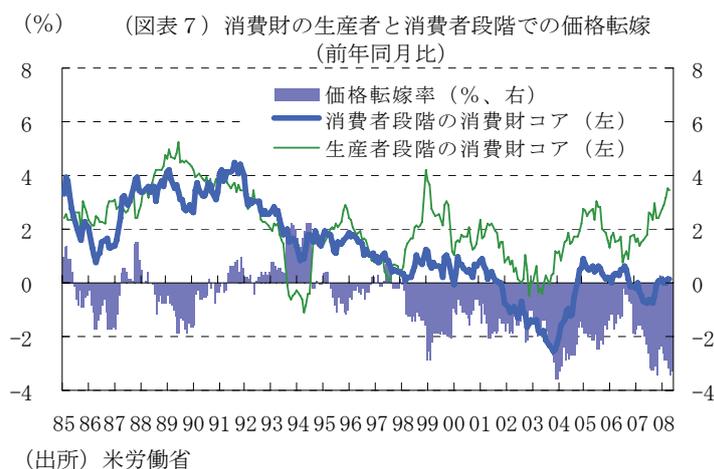
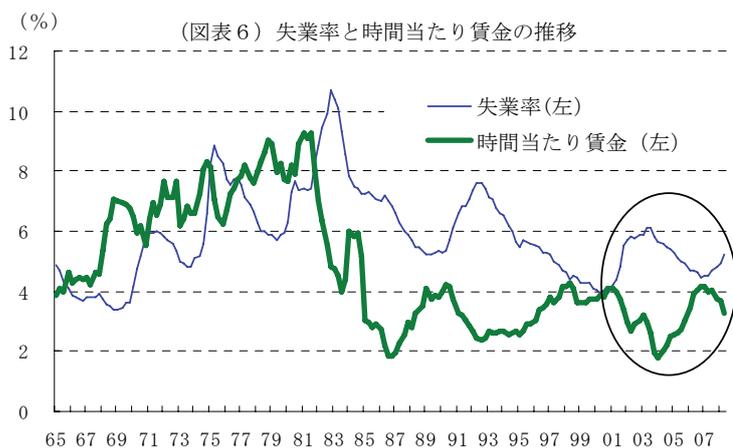
現在の経済環境をみると、景気低迷の下でエネルギー・商品価格の上昇が続いており70年代と似た状況にある。しかし、70年代のオイルショック時よりも原油価格の上昇率が小さいこと、経済の効率性が高まったこと、消費に占めるエネルギーの割合が低下したことから、4、5月平均でCPIが前年同期比+4.3%、CPIコアが同+2.3%と70年代の同+14%、同+13%を大幅に下回っている(図表2)。失業率の上昇は生産性の向上、リセッションの短期化、景気拡大の長期化を背景に限定的なものとなっている。足元で、失業率が低下しても、CPIコアが加速し難い構造にシフトした(図表3)。

構造変化でスタグレーションは回避の公算

経済構造では、70年代の経済停滞に対応するために80年代初めに賃金・物価安定ガイドラインの廃止、国産原油価格の統制解除、規制緩和作業部会の設置、未実施の規制の実施延期が行われた。そして、80年以降の規制緩和、減税政策を受け設備投資、研究開発投資が積極的に行われた。この効果に加えて、情報化投資の拡大による設備の情報化率上昇、アウトソーシング等によって生産性が向上している。さらに、経済がサービス化するのに伴って組合の組織率も低下傾向を辿り一部の産業を除き労働組合の力が弱まったこと等を背景に失業率が上昇(低下)すれば賃金の上昇ペースが鈍化(加速)する逆相関の関係が強まった(図表6)。賃金の上昇は物価上昇率ではなく生産性の向上に見合ったものとなり、ULCの上昇ペースは総じて抑制され、インフレ圧力を吸収している。また、国際競争の激化によって価格転嫁率が低下傾向を辿っていることも物価上昇を抑制する要因となっている(図表7)。

このように、米国経済は物価、賃金上昇を繰り返すスパイラル的なインフレ環境に陥り難い構造になっており、エネルギー価格の上昇が続くなかでも生産性に関係なく賃金、物価の上昇が繰り返されるような状況に陥るリスクは小さい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



エネルギー価格の急騰が持続し米国経済がリセッションに陥っても金融緩和などでの対応は可能

今後に関しては、需要の弱いもとでエネルギー価格の上昇に歯止めがかかればインフレ率は鈍化すると予想される。また、市場が懸念している需要が弱いもとでエネルギー価格の急騰が続くような場合には、増税を繰り返すのと同様に需要を大幅に下ぶれさせ、結果的にエネルギーが供給超過となり、エネルギー価格は下落、インフレ率も鈍化すると見込まれる。

以上のように、現在の経済構造、一段と強まる世界的な競争環境のもとでは、米国がスタグフレーションに陥るリスクは小さいといえよう。このため、エネルギー価格などの急騰持続によって米国経済がリセッションに陥っても金融緩和などでの対応は可能であらう。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。