

現代のスタグフレーション

発表日：2008年5月26日(月)

～グローバル化と過剰流動性が引き起こすジレンマ～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

原油高騰が急速に進んで、景気悪化とインフレが並存するスタグフレーション懸念が強まっている。70年代とは違って、現代のスタグフレーションは企業のグローバル化と、世界的な過剰流動性によってもたらされている。景気悪化に金融緩和で対抗しようとする、過剰流動性や通貨減価を後押しすることになるので、景気と物価のジレンマはより深まる。80年代の教訓では、減税政策などのサプライサイド政策が対抗策として打ち出された。

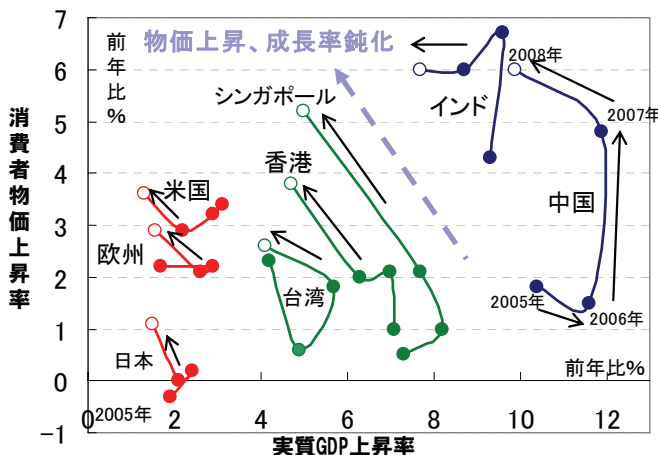
過去とは異なるスタグフレーション

日銀の白川方明総裁が就任してから利下げ観測は後退し、むしろ先々の利上げが織り込まれつつある。米国のFRBも、実体経済にはっきりした改善が確認できないにもかかわらず、4月29・30日のFOMC議事録では「インフレの可能性が成長下振れのリスクと同程度に高まった」との認識からぎりぎりの選択という見方を示している。これは、FRBが利下げ打ち止めが近づいたシグナルを発しているということだ。ここにきて各国金融政策が一段の緩和に慎重姿勢をみせている理由の核心は、まさしくスタグフレーションの状況にある。

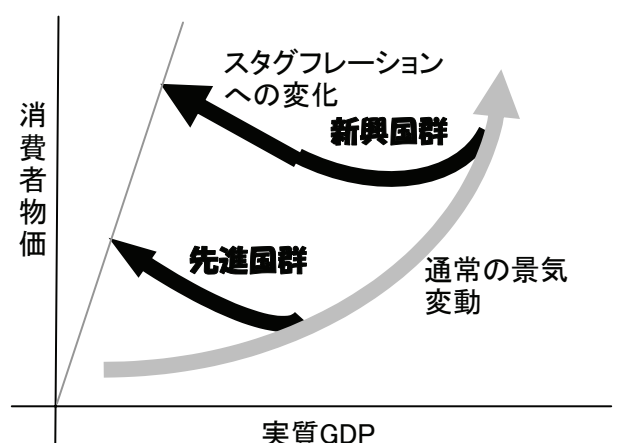
スタグフレーションは1970年代のオイルショック時に起こった。原油高騰で不況が起これ、その後労働組合が生活防衛的な賃上げに動いたためにインフレ加速が収まらなくなった。日本は第2次オイルショックで過去の教訓を学び、労働組合が賃上げを抑制し、企業がリストラ(減量経営)で耐えしのいとされる。当時、欧米ではケインズ政策が効かず、インフレ加速に中央銀行が強烈に利上げを実施したため、70年代末は景気が悪化した。その後、米国ではインフレ圧力が沈静化しなかったため、長期金利が高止まりして景気の抑制要因となる。サッチャー・レーガン政権がサプライサイド政策を打ち出したのは、不況下で金融・財政政策で緩和できないジレンマに、直面したからだとも理解できる。

一方、現代のスタグフレーションは、過去と同じくオイルショックと景気悪化の組み合わせだが、そのメカニズムを異にしている。(1) グローバル化、(2) 賃金上昇率格差、(3) 世界的過剰流動性、という3点で、今回は新しいタイプのスタグフレーションとなっている。

(図表1) 先進国と新興国の成長率・物価の関係



(図表2) 通常の景気変動とスタグフレーションの比較



出所: Consensus Economics Inc.「Consensus Forecasts」
白抜きの2008年データは予測値
日本のデータは日銀展望レポートの2008年度の見通し(中央値)

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。

グローバル化と賃金上昇率格差

日米欧の実質GDP成長率と消費者物価上昇率の関係は、徐々にスタグフレーションの様相を強めている。成長率鈍化と物価上昇率の高まりが、同時並行で進んでいるからだ（図表1、2）。

特徴的なのは、インド・中国といった新興国で、インフレがより強まっている点だ。新興国では、資源制約が意識されてインフレが起こると同時に、労働コストの上昇も加わっている。反面、先進国では、新興国との賃金格差もあって、賃金上昇圧力が小さい分、サービス価格のインフレがマイルドである。労働コストの上昇率格差が、先進国と新興国のインフレ格差を生み出している。むしろ、賃金上昇が進まない先進国では、家計部門が輸入インフレによって生活必需品の値上がりで苦しむ、消費者マインドを劇的に悪化させている。

こうしたコントラストの背後には、先進国企業のグローバル化がある。先進国企業は、新興国に資本と技術を移転して、豊富な労働力を利用しながら、先進国に逆輸入攻勢をかけている。この動きが先進国と新興国の間で、労働という要素価格を均等化させる作用を働かせ、賃金上昇率の格差につながっている。先進国では、70年代のスタグフレーションのときと違って、労働組合が弱体化しているうえ、貿易取引を通じて新興国の安価な労働コストとの裁定が働いていることが、賃金インフレを起こしにくくしている。

スタグフレーションの特徴は、通常、景気悪化になって物価も下落するという因果関係が、物価上昇が起こることと成長率が鈍化するという、因果逆転になっていることにある。物価上昇が起こる原因には、国際政治情勢の緊迫を背景にしたオイルショックのような供給ショックがある。

だが、次なる問題は、先進国で供給ショックを和らげようとして、中央銀行が金融緩和を打ったとき、それがインフレ期待を生み出して、物価上昇率を高止まりさせるという二次災害を引き起こすことだ。教科書的には、下手に需要を刺激したり、金融緩和のアクセルを吹かせすぎることの慎むべきだとされる。

過剰流動性のリスク

現在、日本経済は潜在的な賃金上昇圧力が弱い分、金融緩和の余地があるとの見方も可能だ。インフレ懸念が高まるまでは、金融緩和を続けられるという考え方である。

しかし、賃金インフレの圧力は弱くとも、インフレ懸念は別の道筋からやってくる。例えば、通貨を減価させる金融緩和は、輸入インフレを刺激する。2007年の円キャリートレードは日本の金融緩和が、世界的な投機を煽ってしまい、資源高騰が日本にフィードバックする弊害をもたらした。最近になって世界的に長期金利が上昇し始めたことは、債券価格が少しずつインフレ予想を織り込み始めた証拠かもしれない。FRBが金融政策の軸足を変化させたのも、先行きのインフレと成長率のリスクウェートの見方を変えたことがあるだろう。

もともと、世界の金融市場は過剰流動性の上に浮かんでいる。原油高騰が1バーレル＝130ドルを超えたのは、ドルと株価の下落によって、余剰マネーの奔流が商品市場という「小さな池」に資金シフトしたためだ。狂乱な原油高騰は新興国の資源需要だけでは説明できない。冷静に考えれば、300円のコストで掘り出した油が13,000円以上の価格で売られるのは異常だ。生産力拡張を伴わない資源国の購買力拡大が需要インフレに見せている。

では、スタグフレーションのジレンマから脱却するにはどうすればよいか。究極的には米国が利上げをして、世界的過剰流動性を吸収するしかない。ただし、米国の過剰債務体質は深刻なので、そこに辿り着くまでには時間がかかる。それまでの期間、日本では①細かな減税政策による産業競争力の強化、②生産性が上昇した輸出企業から家計部門への労働分配を促進する、③海外マネーを呼び込んで投資刺激をする——などでショック吸収に努めることが処方箋になる。

サプライサイドの強化は、さらに先の将来に、各国中央銀行が過剰流動性の吸収に走り出したときに生じる資源価格の暴落などの三次被害にも備える対応になるだろう。

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。