スタグフレーション研究　30年前との比較

～原油需要は価格高騰後に減退した～

発表日：2008年5月27日(火)

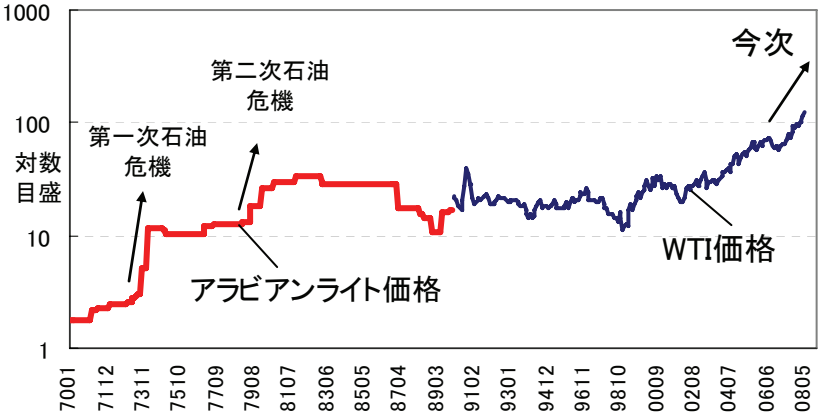
第一生命経済研究所　経済調査部
担当　熊野英生（℡：03-5221-5223）

原油高騰に見舞われている現在は、インフレと景気悪化が重なったスタグフレーションの構図になっている点で約30年前の第二次石油危機と似ている。当時、欧米の景気はオイルショックが終わっても長期金利の高止まりにより数年間停滞した。半面、原油高騰は、しばらくして原油需要が価格効果で落ち込む結果になって沈静化している。原油高騰に永続性がないことも教訓である。現在と30年前を比較することは、投機に踊らされないためにも重要だ。

第二次オイルショックの経験

第二次オイルショックは、1978年にイランの政情不安を契機に始まった。イラン情勢の不安定化で原油生産量が激減し、78年12月16日にOPECが原油価格を4段階に分けて14.5%値上げすると発表したことで、原油スポット価格が急騰する。1978年12月から80年6月に原油価格は12.92ドル→31.47ドルへ2.4倍に跳ね上がった（第一次ショックは72年12月から74年3月まで4.7倍、図表1）。

（図表1）長期時系列でみた原油価格の推移



政治情勢は、1979年2月にイラン革命が成立した後、1979年末にソ連のアフガニスタン侵攻というさらなる不安定要因が加わった。日米欧の消費者物価は、輸入物価インフレを基点にして1979年に入ると急上昇をはじめ、先進各国の中央銀行は79年春から利上げに動いた。

この利上げの影響が最も顕著に表れたのは米国であった。1979年からボルカーFRB議長によって行われた高金利政策は、一時的にFFレートが20%以上になることも容認する一種のショック療法だったからだ。70年代の米国は、労働組合の力が強く、インフレに反応して賃上げを要求する行動が、根強いインフレ体質をつくっていた。ボルカーは、この物価上昇トレンドを止めるに、断固たる引き締めが必要と考えていたのだろう。

もうひとつ、米国には1978年のドル防衛策以来、ドル高のために高金利政策を維持しなければならないという引き締めバイアスもあった。ドル高は、輸入インフレが抑制されるので、高金利政策はドル高・インフレ抑制の双方の作用を狙っていたと考えられる。

一方、日本は米国に比べると、第二次オイルショックの悪影響は軽微に済んだ。消費者物価の上昇は一時的に終わり、公定歩合の引き上げも短期間に済んだ。第一次オイルショックの教訓から、日本の労働組合は生活防衛的な賃上げ要求を控え、賃金が上昇しなかったことが、輸入インフレをホームメイド・インフレ（需要インフレ）に展開させなかった背景にある。企業も減量経営に努めて、第二次オイルショックではスタグフレーションに陥ることなく、乗り切ったとされる。

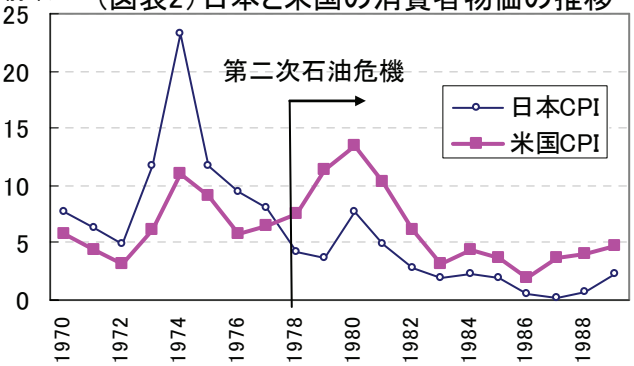
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

長引くオイルショック後の二次災害

米国経済がスタグフレーションに苦しんだ期間は、1980～82年にかけてである（図表2、3）。原油高騰のペース自体は1980年に入ってほぼ頭打ちになったが、インフレ期待がすぐには下がらずに、消費者物価上昇率と長期金利は高止まった。米国の経済成長率は、インフレ・高金利の悪影響を受けて、1982年まで悪化を続けた。

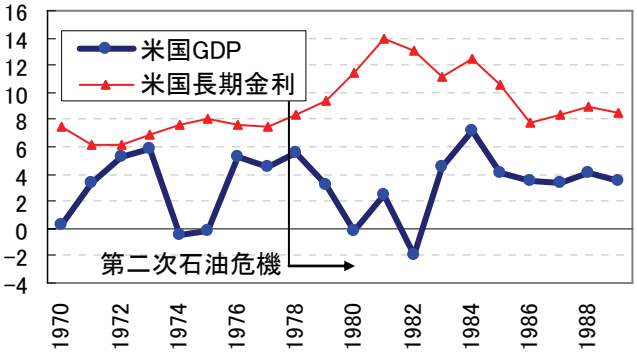
この長期金利の高止まりは、米国の財政赤字を悪化させていく。米政府の資金調達が、民間資金需要を押しのけて膨張している姿は、クラウディング・アウト（民間需要の圧迫）と呼ばれた。

前年比%（図表2）日本と米国の消費者物価の推移



出所：総務省、米労働省

前年比%（図表3）米国の経済成長率と長期金利



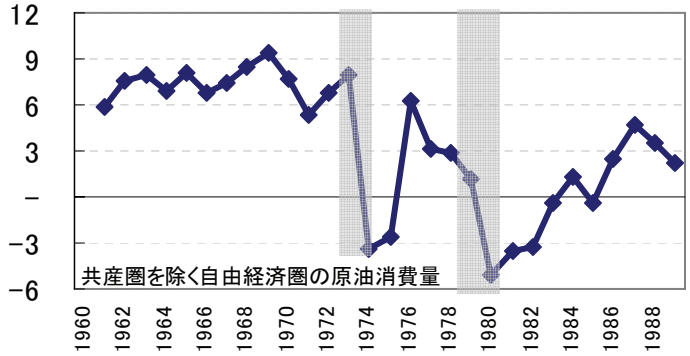
出所：米商務省

さらに、米国発で世界経済に悪影響を及ぼしたのは、インフレ下で高金利・ドル高が続いたことである。1979年からの米国の高金利政策は、米国がドル高である代わりに、他国には通貨下落の圧力となった。通貨下落は、輸入インフレを助長したので、各国にはインフレが輸出される。非産油・途上国の経常収支は輸入物価上昇で悪化する。また、米国から産油国には、第一次オイルショック以降、大量のオイルマネーが流入し、それが発展途上国などの開発資金として貸し付けられていたので、原油高騰に直撃された途上国経済の悪化は累積債務問題へとつながった。そして、80年代を通じて、累積債務問題は深刻な構造問題として残る。世界的なインフレに続く高金利は、先進国以外にも連鎖して、長い停滞局面をつくった。

どうやって原油高騰は収まったか

原油高騰は1980年に止まって、80年代前半はほぼ横ばいになった。どうして原油価格が落ち着いたかを振り返ると、原油需要の持続的拡大が意識されなくなったことが理由であろう。第二次オイルショックは、1980年9月のイラン･イラク戦争が相場の撹乱要因になったが、OPEC諸国がイラン・イラク戦争で減少した生産分を増産し、先進国も豊富な在庫を保有していたことが認識され、政治的ショックのインパクトが問題視されなくなったこともある。特に1981年に入ってからは、先進国の景気悪化が進み、原油需要が減少していることが指摘された（図表4）。加えて、第一次オイルショック以降の先進国のエネルギー効率向上も強調されている。

前年比%（図表4）世界の原油消費量の伸び率



出所：BP（「OPEC：その価格と政治」イアン・スキート著のデータ引用）

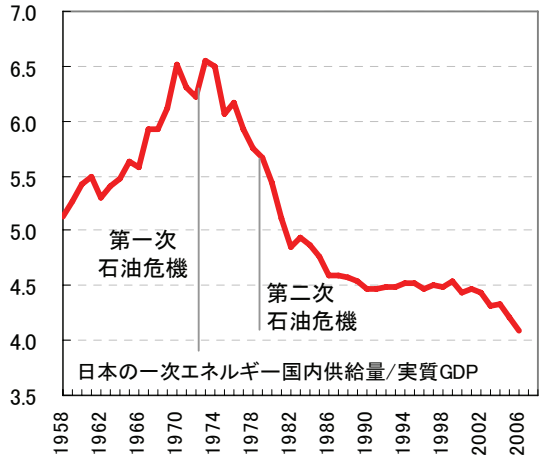
基本的に需要と供給の原理で考えると、政情不安のような事件は供給ショックをもたらして、価格を高

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。

騰させるが、需要が継続的に高まらなければ価格上昇も続かないということになる。供給ショックが起こったときには、往々にして供給能力が中長期的に増えないという見方が流布されて、構造的な供給制約論が台頭しがちである。しかし、景気が一旦悪化すると、原油需要に対する中長期的期待は下振れして、構造的な需給逼迫の議論は求心力を失う。スタグフレーションは、きっかけが供給ショックで始まっても、それが労働組合の賃上げなどに影響する期待インフレ率の高まりが同調してこなければ、持続的には起こらない。第二次オイルショックのときの米国は、高金利政策が採られやすい経済環境であったことが、クラウディングアウトにつながったという特質があった。

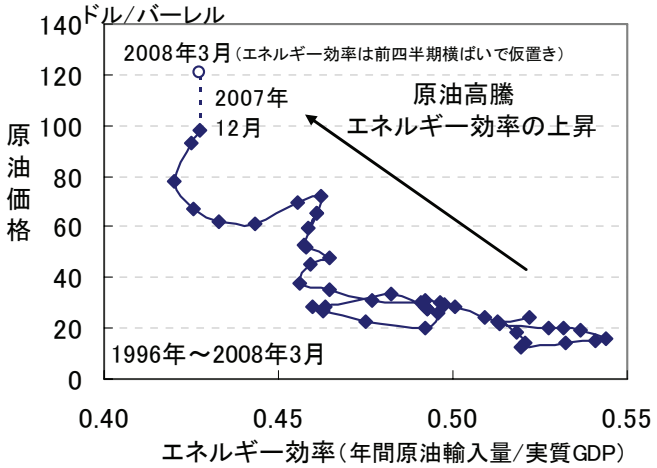
なお、エネルギー効率について、日本の状況を振り返っておきたい。一次エネルギーの国内供給量を実質GDPで割ったエネルギー効率の指数でみると、エネルギー効率は持続的に進んでいる（図表5）。特に、原油価格が高騰すると、それに反応してエネルギー効率が上昇する傾向もみられる。最近でも日本では2005・2006年とエネルギー効率が高まる変化が起こっている。また、直近の状況をうかがうために、貿易統計の原油輸入量について、実質GDPとの関係を確認してみると、ここでのエネルギー効率（年間換算原油輸入量/実質GDP）も趨勢的に下がっており、やはりタイムラグをおいて効率向上につながっていく傾向が見て取れる。

（図表5）エネルギー効率の長期時系列推移



出所：資源エネルギー庁、内閣府資料に基づき作成

（図表6）原油高騰とともに改善するエネルギー効率



注：財務省資料に基づき作成

バブルに踊らされないために歴史に学ぶ

現在、目の前にある原油高騰には天井が見えない。数ヶ月前ならば、大袈裟な話に思えた1バーレル200ドル説も、その信憑性を疑われにくくなってきた。バブルが起こったときにはいつもそうであるが、原油の構造的逼迫論を語る者が賢者にみえる。そうやって、価格高騰が半永久的に続くという強気の構造論が登場したとき、価格形成のオーバーシュートが起こる。

しかし、歴史に学ぶと、原油高騰はその後の景気悪化ないし原油需要の減退によって反落してきた。構造論に多少の真実が紛れ込んでいたとしても、時間が経つと、やがて原油価格はどこかで反落する。やはり歴史は繰り返すのだろう。

筆者は、このような達観した見方を提示したうえで、もう一方で過剰流動性がしばらくは原油価格を押し上げる局面が続きそうだと予想する。これは、今回のスタグフレーション懸念について考えるとき、第二次オイルショックと同じような面がある半面、当時と比べるとかなり大きな構造面での相違があるからだ。

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。

まず、現在のインフレが先進国と新興国の二重構造がある。第二次オイルショック時は、先進国の労働需給の逼迫が、原油価格の反落後もインフレ圧力として持続した。現在は、先進国の労働需要が潜在的に逼迫していないが、一方で新興国は70年代型インフレの様相を呈している。全体的に原油など資源・穀物の値上がり見通しは、先進国の景気が悪化しても、新興国の景気が悪化しなければ、下振れしないことになる。もともと先進国にとって今回の資源インフレは、ホームメイド・インフレにはなりにくく、外からやってきたインフレショックである。景気へのインパクトは外生的ショックである分、70年代以上に有害だとも理解できる。

さらに、この二重構造が複雑なのは、商品市況の上昇の背後には、先進国からの投機マネーの流れがあることである。先進国で金あまりが続けば、先進国の景気が悪化しても資源・穀物インフレへのエネルギーは供給される。つまり、先進国の金あまりが解消されない限り、新興国での需給逼迫が材料視されて、インフレが収まらないということになる。

金融環境に関して言えば、米国経済が超低金利政策から足抜けできなければ、世界的な過剰流動性が本質的に解消できない。米国が低金利政策を継続すると、ドルペッグ制を採用している産油国でも過剰流動性が生じて、インフレを生み出す。米国にちょうどよい短期金利水準でも、産油国では過度に緩和的な金利水準である場合がある。結局、原油高騰は、証券化バブルから退避したマネーが、資源バブルに転化したと解釈することができる。

少し心配される長期金利の行方

先進国の景気を考える上で、問題になりそうなのは、インフレ期待が刺激されることである。第二次オイルショック後も、原油高騰に続いて、実体面では、労働組合の賃上げや財政赤字による資金不足が、そうした刺激の材料になった。そうやってインフレ期待に拍車がかかったとき、長期金利が上昇して、実体経済を停滞させる作用をもたらす（前掲図表3）。筆者は、この長期金利上昇につながるか否かが、今回のスタグフレーションの悪影響の度合いを考える上で重要なファクターになると考えられる。

事前の予想では、世界的な金あまりは長期金利を上昇させにくくしているので、今回はスタグフレーションの悪影響も相対的に限定的だと考えられる。世界的な金あまりが当分は継続しそうである一方で、それが長期金利の上昇を鈍くしている図式である。

そうした観点に立ったとき、足元の長期金利は、徐々に上昇してきていることは不気味である。これは、商品市況などのインフレが徐々に経済全体のインフレ傾向につながっていきかねないという予想を債券市場がゆっくりと織り込んでいるからだろう。スタグフレーションの懸念については、ある程度は意識しておかねばならない。今後、長期金利上昇がどこまで進むかが、スタグフレーションの影響を見極める判断材料になりそうだ。

最後に、政策当局は、原油高騰に対して過去の教訓から学び、原油需要が価格効果によって減少することを強調すべきだろう。そうした教訓が広く知られると、インフレ期待は沈静化していく。債券市場もそうした教訓に学ぶ。また、日本には、省エネ技術に関して新興国に一日の長がある。こうした技術を輸出することは、二酸化炭素排出の削減にも貢献する。日本から新興国向けのビジネス拡大は、原油高騰に苦しむ日本経済の活路にもなるだろう。

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。