

テーマ：スタグフレーションの可能性

2014年9月16日(火)

～需要不足の日本では所得の海外流出によるデフレリスクの方が高い～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

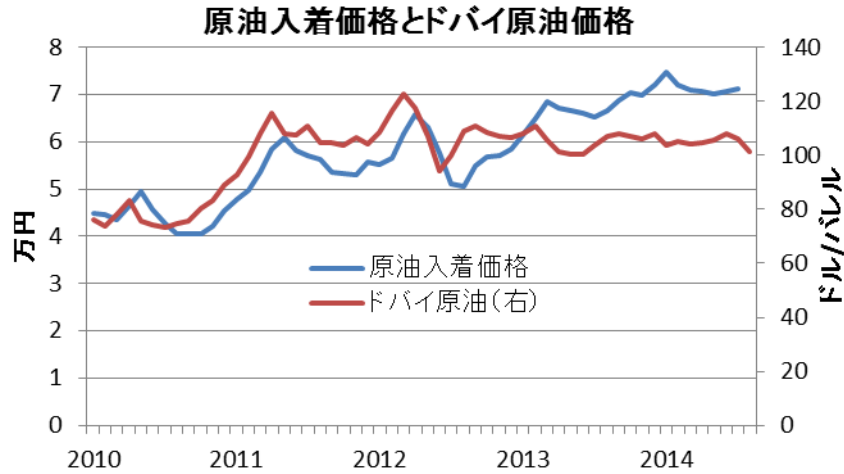
(要旨)

- 原油入着価格が過去最高値圏にある。背景には度重なる地政学リスクがあり、運賃や為替も最高値をもたらす要因となっている。原油入着価格が上がればガソリン、軽油や重油等が連動する。LNGを通じて電気ガス料金も値上がり余儀なくされる。消費税率引き上げにより負担が高まっている企業や家計の負担は一層重くなり、15年ぶりの賃上げ率により漸く動き始めた経済の好循環に水を差しかねない。
- 最も影響が大きいのは、原油を主原料とするガソリンやジェット燃料油、灯油、軽油、重油、ナフサ等の「石油製品」、それに続くのが天然ガスを主原料にする都市ガス等の「ガス・熱供給」「電力」となる。それ以外でも、エチレン、プロピレン、ベンゼン、トルエン、キシレン等の「化学基礎製品」、鉱物等の「鉱業」、鉄道輸送、道路輸送、水運、航空輸送、貨物運送取扱、倉庫等の「運輸」やそれに付帯する「サービス」に影響が出る。
- 化学基礎製品の価格が上昇すれば、ポリエチレンやポリスチレン、塩化ビニール等を含む「合成樹脂」への影響が大きく、それに石鹼・界面活性剤・化粧品や塗料、印刷インキ、写真感光材料、農薬等の「化学最終製品」が続く。一方、鉱業部門の価格が上昇すれば、銑鉄・粗鋼や鋼材、鍛造品等の「鉄鋼製品」、ガラスやセメント、陶磁器等を含む「窯業・土石製品」にも影響が出る。足元の日本経済は消費税率の引き上げで負担が増えており、更に原油・天然ガス上昇の価格転嫁が進めば、影響は無視できない。
- 原油入着価格の上昇により、物価の持続的な上昇と経済活動の停滞が共存すれば、スタグフレーションに陥ることになる。供給面に問題があった過去の英米では規制緩和等の改革を中心にスタグフレーションを克服してきた。しかし、GDPギャップがまだマイナスの現在の日本には当てはまらない。むしろ、需要不足の状態にある現在の日本では、スタグフレーションよりも、2000年代後半に生じたようにコストプッシュの中でも所得の海外流出に伴う実質購買力低下によりデフレに陥るリスクのほうが高い。
- 需要不足から完全に脱却していない日本では、需要喚起策を縮小することが最も危険。ただ、公共事業が人手不足等により民間投資の足を引っ張る状況になっている。公共事業や軽減税率導入のための予算を月1500億円の減税規模となるトリガー条項発動にシフトできれば、ガソリンや軽油価格の低下を通じて消費増税の悪影響を緩和できる。
- 省エネや資源の高値掴みからの脱却に注力すべきだろう。資源の高値掴みによる国富の海外流出を抑えるためにも、北米産シェールガスの輸入やロシアからのガスパイプライン敷設をはじめ、資源を安く買うためのあらゆる選択肢を一刻も早く実現する必要がある。発電コストの安い石炭火力発電所の新設や電力・ガス事業の地域独占まで踏み込んだ改革も有効。

●原油入着価格が最高値圏に

国内のエネルギー価格を図る上で重要な目安となる原油の入着価格が過去最高値圏にある。原油の入着価格とは、ドル建ての原油価格に為替や運賃、保険料を加味して1キロリットルあたりの円建て原油価格を算出したものである。

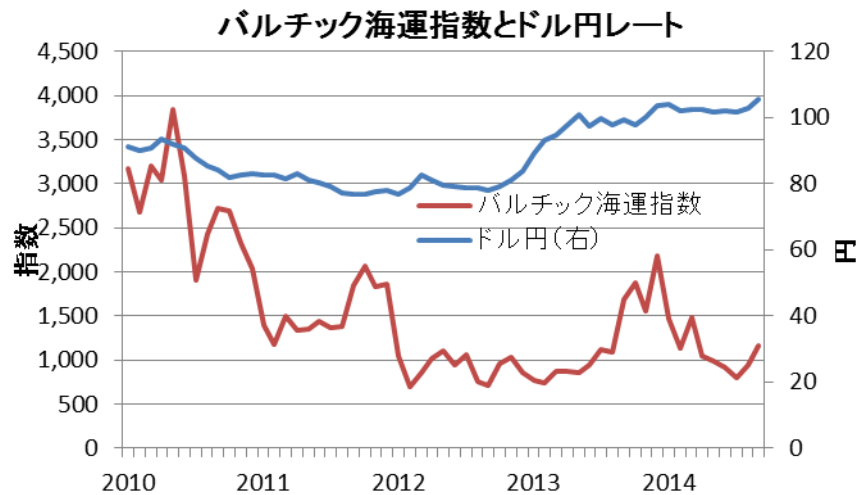
背景には、原油価格の指標となるドバイ原油が1バレル100ドル台前半の高値にとどまっていることがある。更に、ドバイ原油が高水準を維持している背景にあるのが、度重なる地政学リスクである。イラクの混乱を筆頭に、ウクライナをめぐるロシアと欧米の対立、パレスチナ情勢悪化、リビア政情不安、イラン核問題と供給不安の枚挙に暇がない。



(出所) 財務省、トムソンロイター

運賃や為替も最高値をもたらす要因となっている。タンカー運賃については、中国の景気持ち直しや調達先拡大等の影響により、バルチック海運指数がここに来て急上昇している。為替についても、このところ円安ドル高気味に動いている。

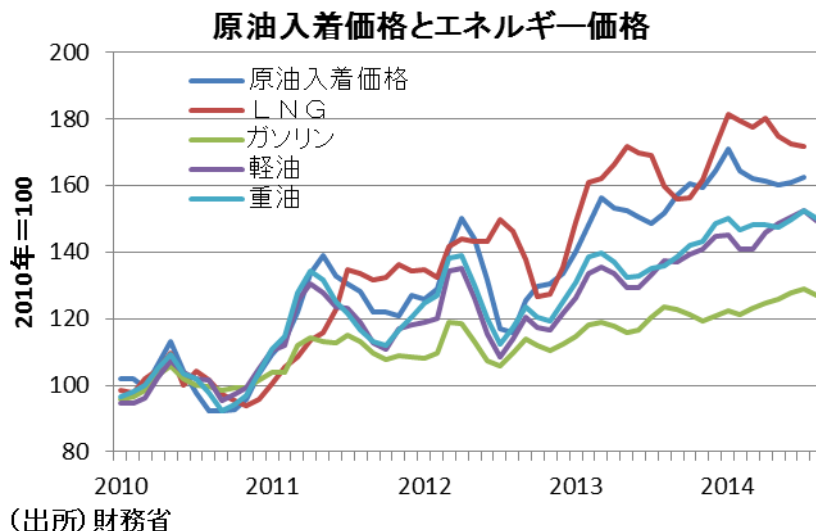
為替については、来月以降にGPIFの基本ポートフォリオが発表され外貨建資産の構成比率が高まることや、来年にかけて日銀の量的緩和継続期待等から円の先安感が強い。一方、米国では10月のFOMCでテーパリングが終了することが規定路線になっており、その後の出口戦略の道筋が提示される期待からドルの先高感も強い。このため、ドバイ原油価格自体は最近下落傾向にあるが、円建て原油価格は高値を維持する可能性がある。



(出所) バルチックエクスチェンジ、トムソンロイター

原油入着価格が上がれば、ガソリンをはじめ、軽油や重油等のエネルギー価格も連動する。更に、原油の入着価格は液化天然ガス（LNG）取引の長期契約の値決め指標にもなっている。このため、原油入着価格が上がればLNGを通じて、電気ガス料金も値上がり余儀なくされる。

従って、原油の入着価格が高止まりすれば、それだけでなく消費税率引き上げにより負担が高まっている企業や家計の負担は一層重くなり、15年ぶりの賃上げ率により漸く動き始めた経済の好循環に水を差しかねない。



●物価への波及経路

では、原油入着価格の上昇が、物価にどのように波及するのか。経済産業省が公表している「平成24年簡易延長産業連関表」をもとに試算してみよう。

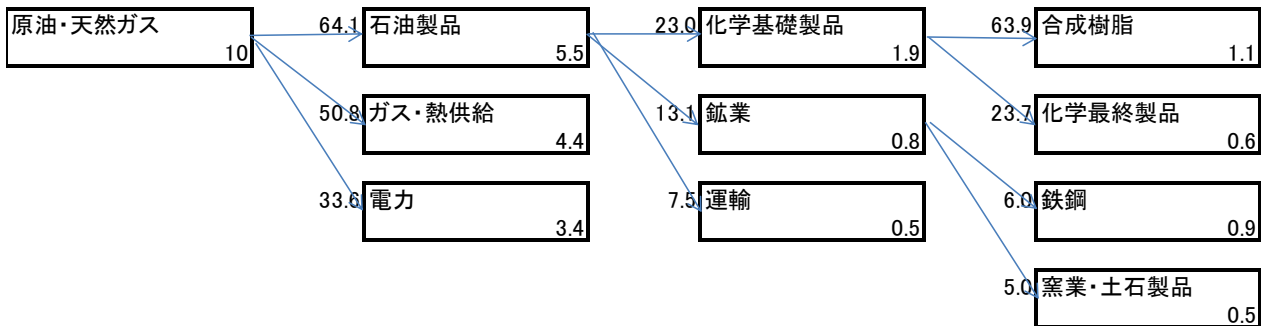
産業連関表に示されている原材料の投入産出額をもとに原油・天然ガスの価格が10%上昇し、100%転嫁された場合に与える関連部門への影響をフローチャートにした。最も影響が大きいのは、原油を主原料とするガソリンやジェット燃料油、灯油、軽油、重油、ナフサ等の石油製品の+5.5%となる。それに続くのが天然ガスを主原料にする都市ガス等のガス・熱供給の+4.4%、電力の+3.4%となる。それ以外でも石油製品の波及は大きく、エチレン、プロピレン、ベンゼン、トルエン、キシレン等の化学基礎製品で+1.9%、鉱物等の鉱業で+0.8%の影響が出ることがわかる。また、投入割合は鉱業ほどではないにしても、鉄道輸送、道路輸送、水運、航空輸送、貨物運送取扱、倉庫等の運輸やそれに付帯するサービスも+0.5%となる。

更に、化学基礎製品の価格が上昇すれば、その川下部門にも影響が出る。具体的には、化学基礎製品が+1.9%上昇すると、ポリエチレンやポリスチレン、塩化ビニール等を含む合成樹脂への影響が一番大きく+1.1%の上昇となる。それに石鹼・界面活性剤・化粧品や塗料、印刷インキ、写真感光材料、農薬等の化学最終製品の+0.6%が続く。

一方、鉱業部門の価格が上昇すれば、その川下部門にも影響が出る。鉱業部門が+0.8%上昇した場合、銑鉄・粗鋼や鋼材、鍛造品等の鉄鋼製品が+0.9%、ガラスやセメント、陶磁器等を含む窯業・土石製品が+0.5%となる。

足元の日本経済はただでさえ消費税率の引き上げで負担が増えており、更に原油・天然ガス上昇の価格転嫁が進めば、設備投資や個人消費への影響は無視できないものになる。

原油・天然ガス価格上昇に関するフローチャート



(注) 枠囲いの数値は、「原油・天然ガス」の価格が10%上昇し、価格が100%転嫁された場合の価格上昇率(%)
 矢印の数値は、その部門の生産額に占める割合。なお、価格上昇率が0.5%以上の部門のフローチャートに限定した。
 (出所) 経済産業省「平成24年簡易延長産業連関表」より作成

●スタグフレーションになるリスク

このように、原油入着価格の上昇により、物価の持続的な上昇と経済活動の停滞が共存すれば、スタグフレーションに陥ることになる。

そもそもスタグフレーションとは、景気の悪化にもかかわらずインフレ率の上昇により経済が停滞することを意味する。通常のフィリップス曲線では、雇用・所得環境が悪化するとインフレ率は低下する。しかし、雇用・所得環境が悪化中でもインフレ率が上昇すれば、実質的な購買力が減ることに加えて預貯金の実質的な価値も下がるため、国民生活の困窮が生じることになる。

こうしたスタグフレーションの条件としては、何らかの外的ショックによって生産コストが上昇し、それが販売価格に転嫁されるいわゆるコストプッシュインフレの場合に起こりうる。需要の増加以上に価格が上昇するため取引量も減少し、インフレと経済の停滞の共存が生じるためだ。

国民生活への影響について過去の事例を踏まえれば、まず1960年代末から1970年代のイギリスでインフレと失業が深刻となった。このため、当時のサッチャー首相はいわゆるサッチャリズムといわれる改革により規制緩和や民営化、競争促進や福祉削減を実行し、イギリス経済を立て直した。その後、米国でも1979年の第二次オイルショックによりスタグフレーションが深刻化した。これに対して当時のレーガン大統領による減税や規制緩和を柱とした「レーガノミクス」や当時のボルカーFRB議長による強力な金融引き締め策によってインフレは終息した。

このように、むしろ供給面に問題があった過去の英米では規制緩和等の改革を中心にスタグフレーションを克服してきた。しかし、GDPギャップがまだマイナスの現在の日本には当てはまらないだろう。むしろ、需要不足の状態にある現在の日本では、スタグフレーションになるリスクよりも、2000年代後半に生じたようにコストプッシュの中でも所得の海外流出に伴う実質購買力低下によりデフレに陥るリスクのほうが高い。

従って、需要不足から完全に脱却していない日本では、需要喚起策を縮小することが最も危険である。とりわけ、アベノミクス第一の矢の金融政策は引き続き重要な位置づけを担おう。ただ、第二の矢である機動的な財政政策には見直しの余地がある。柱の公共事業が人手不足等によりむしろ民間投資の足を引っ張る状況になっているためだ。公共事業や軽減税率導入のための予算を月額1500億円の減税規模となるトリガー条項発動にシフトできれば、ガソリンや軽油価格の低下を通じて消費増税の悪影響を緩和できる可能性が高い。

また、エネルギー資源の効率的調達に本気になって取り組む必要がある。世界的には、米国のシェール革命により天然ガス価格が下がる中、原油価格に連動させた割高なガスを海外から輸入して

いる。こうした資源の高値掴みによる国富の海外流出を抑えるためにも、北米産シェールガスの輸入やロシアからのガスパイプライン敷設をはじめ、資源を安く買うためのあらゆる選択肢を一刻も早く実現する必要があるだろう。更に、発電コストの安い石炭火力発電所の新設や電力・ガス事業の地域独占まで踏み込んだ改革も有効といえよう。

