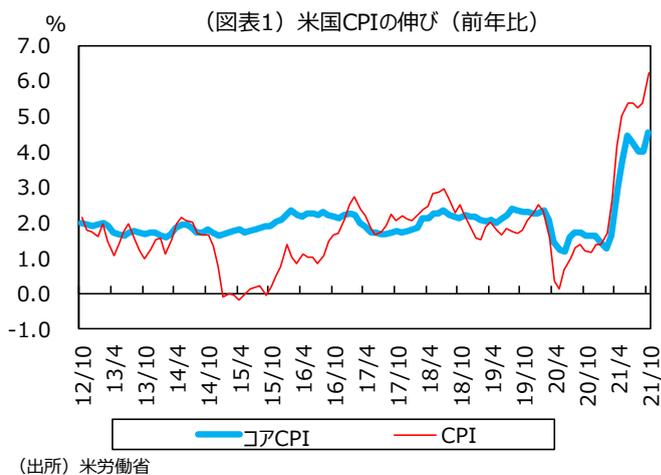


供給制約がスタグフレーションをもたらすのか

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 長期化する物価上昇局面

米国の物価には、目下、需要面、供給面の両サイドから上昇圧力がかかり続けている。主たる要因には、①エネルギー価格の上昇、②半導体不足、③労働力不足、④急速な需要回復などがあり、④以外は主に供給サイドの問題である。当初は、短期間で収まると考えられていたが、大方の予想以上に長引いているのが現実である（図表1）。供給サイド主導のインフレ圧力がもたらすワーストシナリオはスタグフレーションである。ただ、現状ではあくまでリスクシナリオの範疇であり、市場もそうした前提のもとで動いている。その証拠に株価は堅調で、長期金利の上昇圧力も限られている。個人的にも、先進国の間でスタグフレーションやインフレが起きる確率は極めて限定的と考えている。

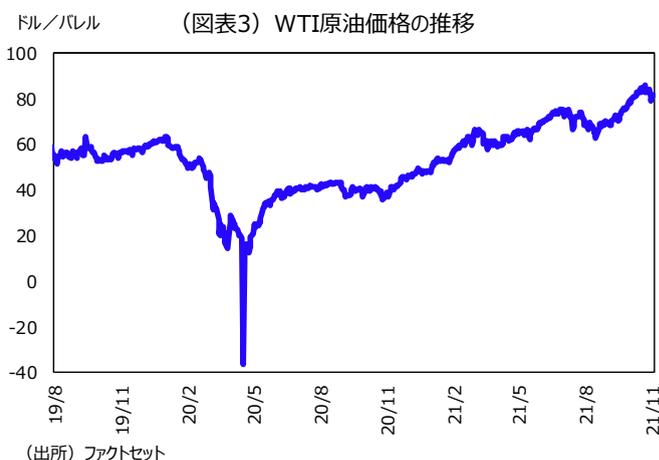


2. エネルギー価格の見通しはつきにくい

インフレ圧力をもたらしている諸要因のうち、最も不確実性が高いのがエネルギー価格の動向である。足元の相場変動を助長する一因となった天然ガス価格は、一時、年初の6倍の水準に達した（図表2）。足元では少し落ち着きつつあるものの、欧州におけるノルドストリーム2の承認が遅れていることもあって、ロシアからの安定供給が早期に実現するかは不透明である。ラニーニャ現象で今年の北半球は厳冬が予想されており、このまま供給不安が燻り続ければ、年末以降、再度上昇に転じてもおかしくはない。



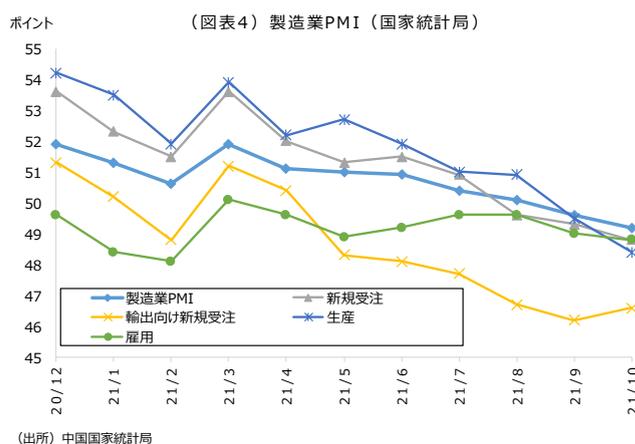
天然ガス価格の高騰による代替需要の影響で、原油価格にも上昇圧力がかかり続けている。WTI（ウェスト・テキサス・インターメディアイト）は7年ぶりの80ドル/バレルに到達した（図表3）。先進国からOPECプラスへの増産要求も高まる一方だが、11月4日の会合では、毎月日量40万バレルずつ原油を増産する従来の方針を維持、要請には安易に応じない姿勢を示した。



ただ、ここへきて一段と鮮明になってきた中国経済の減速が、エネルギー価格の高騰に歯止めをかける可能性がある。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、4-6月期の同+7.9%から大きく鈍化し、市場予想も下回った。10月の製造業PMIは49.2と、7ヵ月連続の低下。好不況の分岐点である50を2ヵ月連続で割り込んでいる(図表4)。

共同富裕を掲げる習近平政権が、経済成長をある程度犠牲にしても、公平な社会の構築を優先させる姿勢を見せていることもあり、当面力強い回復は見込みがたい。今後、経済対策が打ち出されるとしても、おそらくは景気失速を防ぐ程度の規模にとどまるだろう。

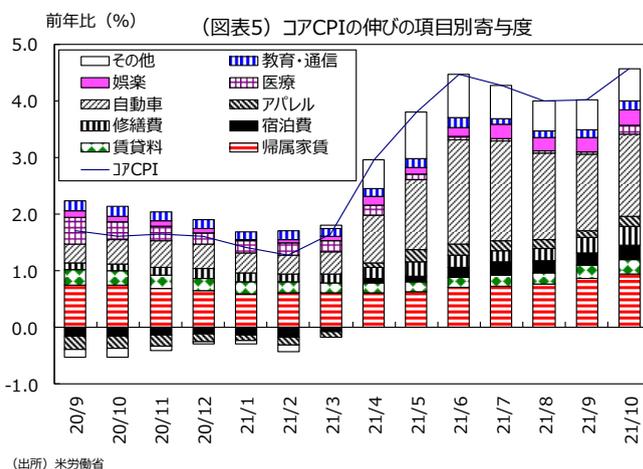
また、このままエネルギー価格の高騰が続けば、OPECプラスも先進国の増産要求を跳ねつけ続けるのは難しくなる。もともと従来の増産ペースを見直す予定になっていた、12月の会合が正念場になるだろう。後述するように、エネルギー価格の上昇が続いたとしても、主要先進国にとってはインフレ圧力というより、将来的なデフレ圧力として働く可能性もある。総じて、エネルギー価格が本格的なインフレ上昇をもたらす可能性は高くはないとみている。



3. 半導体不足も最悪期は過ぎる

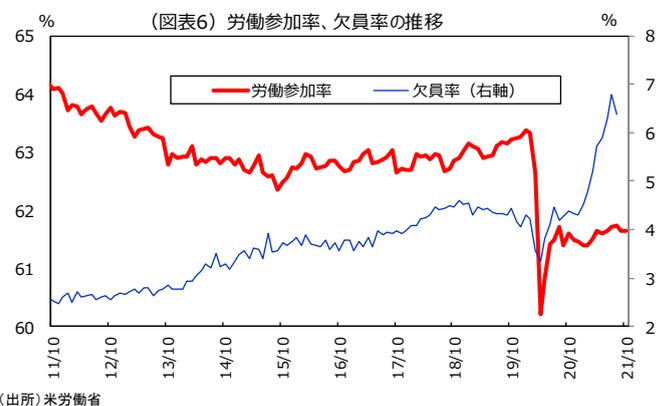
世界各国で自動車的大幅減産をもたらしている半導体不足も、今のところ解消のめどは立っていない。ただ、自動車メーカーの間では、少なくとも最悪の時期は過ぎつつあるとの認識が広がりつつあるようだ。実際、日本の自動車メーカーの多くが、12月以降の増産計画を発表している。安定供給といったレベルに達するまではまだかなり時間がかかるとみられるほか、自動車以外の産業でも根強い品薄感が残っているものの、今以上に不足感が強まる可能性は遠のいている。

米国の消費者物価への品目別寄与度をみると、10月のコアCPIの前年比+4.6%のうち、約3分の1の1.5%が自動車の寄与分であった(図表5)。帰属家賃の寄与も大きいですが、これは実際に消費者が支払っている取引ではない。自動車価格が落ち着くだけでも、物価上昇率はかなりピークアウト感が漂ってくる。



4. 米国の人手不足も徐々に緩和へ

10月の米雇用統計では、引き続き労働参加率の回復の鈍さが示された(図表6)。根強い感染リスクへの警戒感や、多額の失業保険給付金への安心感などから、積極的に職探しをしない層が多く残っていることを示している。これにより、失業率が一段と低下(図表7)、賃金も上昇トレンドが続くなど、雇用者数の伸び以上に労働需給が引き締まっている様子が示されている。労働力不足に燃



料価格の高騰が加わって、物流システムが支障を来していることが、供給制約に拍車をかけている。

ただ、失業保険給付の加算措置は9月で基本的に終了しており、手元資金が枯渇した人々が今後順次労働市場に戻ってくると考えられる。対面授業の再開も子育て世代の労働市場への復帰を助けるだろう。特に、プライムエイジと呼ばれる25歳から54歳までの雇用者数を見ると、コロナ禍前（2020年2月）の水準から未だに約250万人減少している（図表8）。この世代は生活を営むために働き続ける必要があり、最終的にはコロナ禍前の水準まで雇用者数が回復すると考えられる。

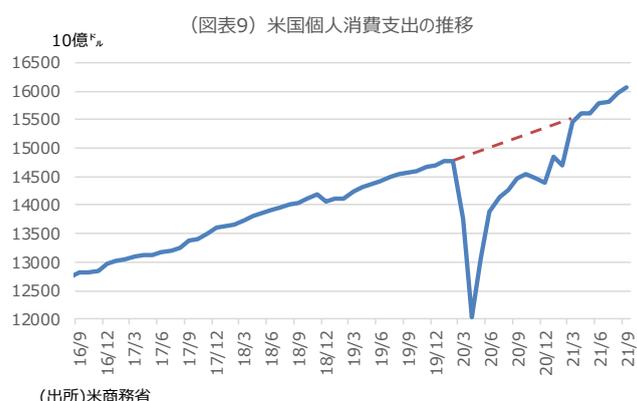
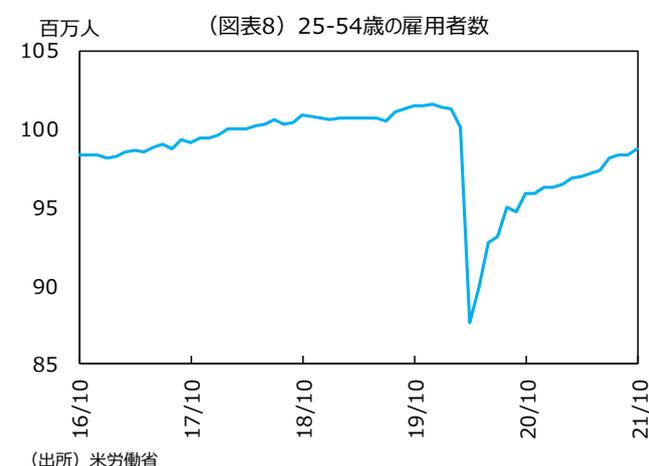
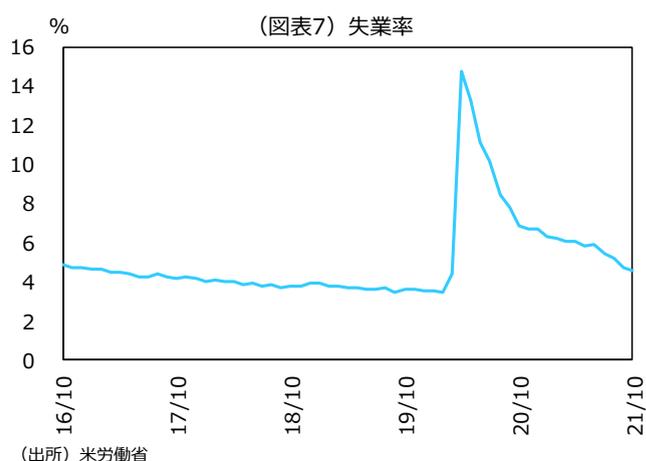
また、米ファイザー社は11月5日、開発中の新型コロナウイルス感染症の治療薬が高リスク患者の入院・死亡を89%減らしたとする臨床試験結果を発表した。アルバート・ブーラ最高経営責任者（CEO）は声明で、同薬は「パンデミックを終わらせるためのゲームチェンジャー」と述べている。今後他社も創薬を競うなか、相次いで新製品が市場に投入される展開が予想される。こうしたなか、感染への不安から就労を控えている人々のなかでも、次第に警戒感が薄れる展開が期待できる。労働者不足は今後徐々に緩和に向かう可能性が高い。

また、米国における個人消費は、すでにコロナ前のトレンド線に近い水準に戻っており、ペントアップ需要がすでにピークアウトしつつある様子が見える（図表9）。今のところ、トレンド線を小幅上回っているように見えるが、大型給付金効果も漸減しつつあることから、今後、個人消費は徐々に従来のトレンド線に沿った伸びとなる可能性が高い。それとともに、マクロベースでの需給ギャップのプラス幅、すなわちインフレギャップも徐々に縮小に向かう展開が予想される。

5. インフレ期待加速の兆しはない

懸念されるのは、物価上昇の期間が思った以上に長引いていることが、人々のインフレ期待に火をつける可能性である。インフレ率が高止まりした状況が続くと、人々の行動の前提に次第に高めのインフレ期待がビルトインされ、次第に下がりにくくなっていく。この場合、たとえ需要が冴えなくても、インフレ率だけが加速していくパターンもありうる。ここでインフレを抑えようと金利を上げれば、不況や失業は悪化し、不況に対処しようとして金利を下げれば物価上昇が定着、さじ加減を誤ればインフレが加速してしまう。これがスタグフレーションの状態である。

パウエル議長は、FOMC後の記者会見で、物価上昇の大きな要因である世界的なサプライチェーンが正常化する時期については不確実性が高いとしつつも、「来年4-6月期、または、7-9月期にかけて長期の目標である2%



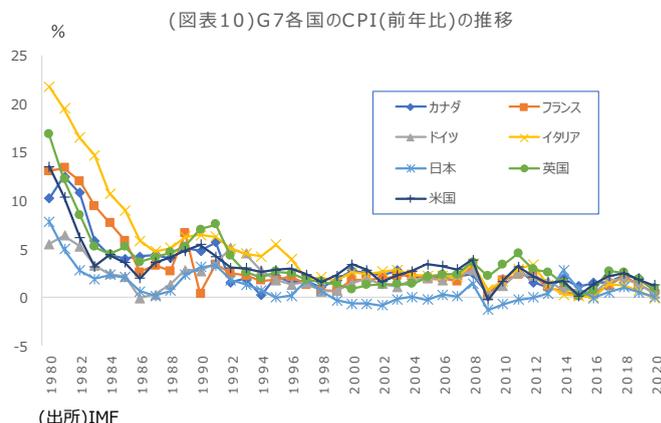
に向けて物価は低下していく」との見通しを述べた。こうした見立て通りにサプライチェーンの正常化が進むかどうか、あるいはそうなる前にインフレ期待が加速しないのかといった点が問題となる。今のところ、市場はそうしたリスクを深刻に受け止めていない。市場がインフレ、あるいはスタグフレーションを深刻なリスクと織り込み始めれば、まずは株価が暴落する。10年国債利回りも、とても1%台では収まらず、2%を超えてなお売りが止まらない状況に陥るだろう。個人的には、足元の市場が、インフレリスクに対し無警戒に過ぎるとは思わない。国によって消費者の「物価感」には一定の幅があるだろうが、総じて先進国のインフレへの耐性は予想以上に強いのではないかと考えている。

6. 「適応的期待」は日本以外にも当てはまる

主たる理由は、長い年月をかけて染みついたディスインフレ期待の定着である。この点、日銀が提示した「適応的期待」が、日本に特有なものとする理由はない。米国等の他の先進国にも、程度の差こそあれ、ある程度当てはまると考えるのが妥当である。なにしろ、先進国が最後に本格的なインフレを経験したのは、1979年の第二次オイルショックにまで遡る（図表10）。デフレの日本とはレベルが違うとはいえ、本格的なインフレを長らく経験していないという点は同じである。当時の記憶が鮮明に残り、インフレを肌感覚で知る高齢世代と、その下の世代では物価感が異なると考えるのが自然で、実際、そうした実証研究もある。いまや、第二次オイルショック以降に生まれた人々が、会社の中核人材として、自社製品のプライシングをする側に回っている。値上げに対しては、より慎重な態度で臨むようになっていると考えられる。

1990年代以降の先進国では、エネルギー価格の上昇が一般物価に波及するという展開はほぼみられなかった。インフレが起きにくくなった背景には、グローバル化に伴う「一物一価」的な価格収れんや、先進各国の経済の成熟に伴う需要面からのインフレ圧力の低下、労働組合の穏健化に伴う賃上げ圧力の低下など、さまざまな理由がある。こうして、ディスインフレの時代が長期にわたり継続するなかで、いつしか強固なディスインフレ期待が定着した可能性があるということである。

2008年には、WTIが一時150ドルに達したが（図表11）、それでもインフレ期待が定着することはなかった。また、近年、欧米諸国で問題になっていたのはいわゆるジャパニフィケーションで、むしろデフレに陥る可能性である。



(図表12) サマーズの長期停滞論

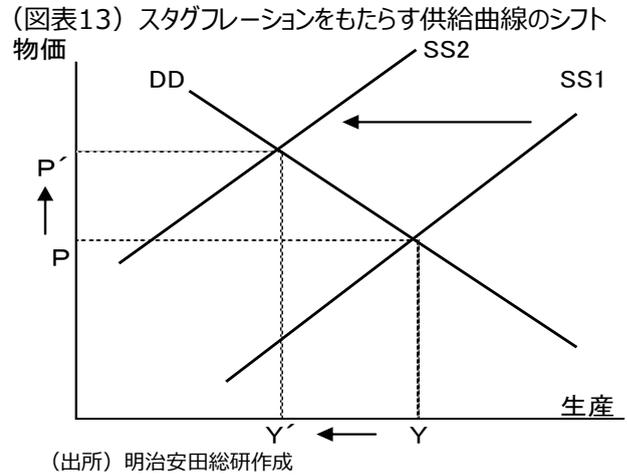
- サマーズは、①経済構造の変化により、貯蓄投資バランスが貯蓄超過方向へと変化し、②自然利子率（実質GDPが潜在GDPに一致している際に実現する実質金利）が低下したことにより、従来の政策対応のみでは、持続可能な成長、供給能力の安定的な活用、金融システムの安定を同時に達成することが困難と主張
 - 貯蓄投資バランスを変化させる経済構造の変化と、自然利子率低下の背景について、サマーズは下記の6個の要因を挙げている
- (1)負債を用いた投資需要の低下……B/S調整、金融仲介機能低下、IT企業の躍進
 - (2)人口動態の変化……人口減少、少子高齢化
 - (3)所得分配の変化……労働分配率の低下と富の偏在
 - (4)資本財の相対的な価格低下……より少ない資金で設備投資が可能に
 - (5)税金の存在……税率が高いほど実質金利は下がる
 - (6)中銀準備預金の拡大……名目金利に低下圧力

(出所) 各種資料より明治安田総研作成

サマーズ教授が2013年に「長期停滞」との考え方を提示したなかで挙げた要因の多くは、米国のみならず、先進各国の経済の多くに共通してみられる現象である（図表12）。

需要の低迷とインフレが同時に起きるスタグフレーションは、よほど大きな供給曲線の左シフトがなければ起きない可能性が高い。生産システムがズタズタになるような、強力な供給ショックに見舞われる場合である（図表13）。現時点ではそこまでには至っていない。

通常であれば、インフレと景気後退はどちらか片方のみ起きる。後者はデフレ圧力である。足元のエネルギー価格の上昇も、景気の下押し圧力を通じ、むしろ将来的なインフレの下押し圧力となる可能性が高いのではないか。先進各国の中央銀行にとって大幅な利上げが必要になるような展開は考えにくく、主要中銀の政策金利パスは足元の市場コンセンサスを下回る可能性がある。



7. 引き締めバイアスがかかる各国中銀

インフレ進行を背景に、世界の中央銀行の金融政策の潮流は金融引き締め方向に傾きつつある。NZ 中銀は10月に7年ぶりとなる利上げを実施、今月24日の次回会合でも追加利上げが有力視されている。カナダ中銀は10月27日に、量的緩和の終了を発表するとともに、利上げ時期の見通しを前倒しした。また、日銀同様、イールドカーブ・コントロール（YCC）を採用していた豪州準備銀行は、11月2日の理事会で、0.1%に置いていた3年国債の利回り目標を撤廃した。11月2、3日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、大方の予想通り、テーパリング（量的緩和の縮小）の開始が発表された。

ただ、一方で、利上げが確実視されていたBOE（イングランド銀行）は、4日の金融政策委員会で、政策金利をすえ置いた。メンバー9人のうち7人がすえ置きに賛成という大差であった。加えて、政策金利が市場の織り込む経路をたどった場合、2024年終盤の物価上昇率は2%の目標値から下振れるとの見通しを示すなど、市場の利上げ見通しに強く釘を指す内容であった。

この結果を受け、各国の長期金利は急低下したが、こうしたBOEの姿勢は妥当かもしれない。各国金利が低下すること自体、市場におけるインフレ期待の乏しさを如実に示している。市場が、BOEがビハインドカーブに陥っていると判断すれば、逆に長期金利が急上昇してもおかしくはなかった。BOEがFRBよりも早く利上げに踏み切るのは確かだろうが、そのペースは市場の織込みよりもゆっくりとしたものとなる可能性が出てきた。これはFRBも同様である。

8. 蚊帳の外の日銀

物価目標が遠い日銀は、引き締めの前倒しが噂になることすらなく、引き続き蚊帳の外の状況が続きそうである。10月27、28日に実施された日銀金融政策決定会合後の総裁定例会見では、足元の円安に関する見解を問う質問が多く寄せられたが、黒田総裁は「日本経済にとって総合的にはプラス」との認識を示し、現時点では日銀として特段の対応は不要との考えを示した。確かに、財政不安を背景とした急激な円売りが進むのでもない限り、日銀は今後も円安に関しては静観する可能性が高い。当社の経済モデルでも、130円/ドルまでの円安であれば、景気にプラスとの結果が示される。

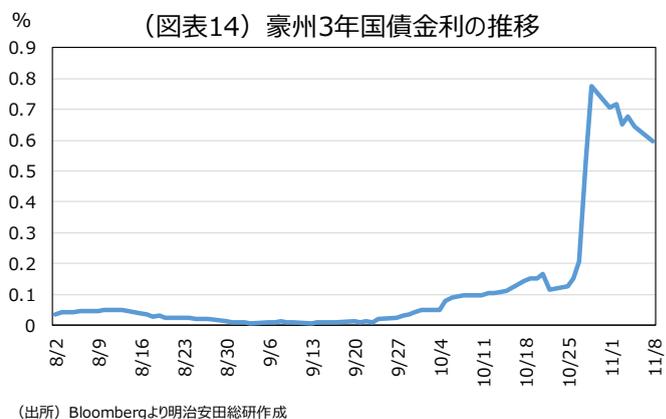
日本の長期金利は、日銀がYCCの枠組みを今後も長期にわたり維持するとの観測の下、海外金利の動向に左右

される形で、狭い範囲内での上下動が続くと考えられる。米長期金利は、しばらくは上昇圧力がかかりやすいかもしれないが、供給制約が早晚緩和するとの期待も根強いなか、一段の上昇余地は限られよう。日本の10年国債利回りは、0.1%近辺に達する水準では、安定した押し目買い需要が出てくると予想される。

副作用が指摘されるなか、日銀にとっても、いずれは金融政策の正常化が課題になるが、米国の利上げが十分進んでからでなくては難しく、マイナス金利の解除にこぎつけるまでには少なくともあと3~4年を要すると考える。

なお、豪州では、3年国債利回りが目標値を超えても、豪州準備銀行が国債の買入れを実施しなかった10月28日以降、3年債（2024年4月償還国債）利回りが一時0.8%近辺までジャンプアップした（図表14）。出口戦略に舵を切る際の、市場とのコミュニケーション戦略の在

り方にいろいろな示唆を与える動きであった。日銀はここまで、金融緩和策に関しては、世界の中央銀行のフロントランナーとして、数々の新機軸を実行に移してきた。ただ、出口に舵を切るにあたっては、逆に諸外国の中央銀行のケースをたっぷり参考（あるいは反面教師）にしたうえで、最後尾からそろりと足を踏み出すことになるだろう。



※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411