

スタグフレーション懸念がくすぶる

Topics

- ▶ 今年夏場以降、景気回復モメンタムが鈍化する一方、商品市況や物価が高止まりする中、インフレ下の景気後退、すなわちスタグフレーションへの懸念がくすぶっています。
- ▶ 1970年代の第1次石油危機時の世界景気後退が代表的なスタグフレーション局面とされますが、当時は石油危機前に既に需要が供給を上回って過熱していたことが、足元の状況と大きく異なるとみられます。
- ▶ 当面、中銀などの政策ミスによる早期引き締めへの留意は必要かもしれません。

シニアストラテジスト 浅岡 均

スタグフレーション懸念がくすぶる

今年夏場以降、米欧などで景気の回復モメンタムが鈍化する一方、商品市況や物価が高止まりする中、スタグフレーションへの懸念が浮上しました。FRB（米連邦準備理事会）のタカ派化への懸念とともに、今年9月の米国株式市場が調整色を強めた要因になりました。ウェブ上の「stagflation」というワードの検索人気度（検索数に基づく）の推移をみると、直近10月には2008年以来の高水準に達しており、関心の高まりがうかがえます（図表1）。

10月下旬時点の米国株式市場ではいったんそうした懸念は和らいでいるようですが、原油価格などの商品市況や物価の高止まりは続いており、景気悪化懸念がくすぶっています。

スタグフレーションとは何か

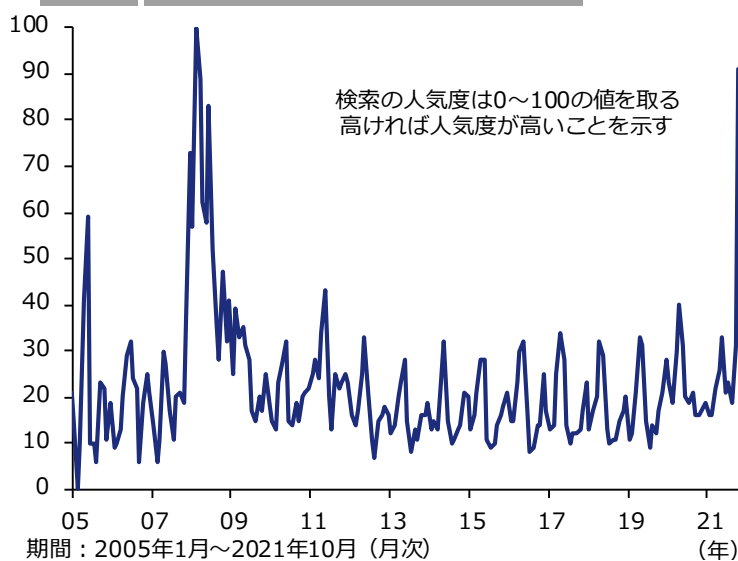
スタグフレーションは一般に、インフレ下の景気後退局面を指します。

縦軸にマクロ物価水準、横軸にマクロ総需要および総供給の数量（≒実質GDP）を取った総需要曲線と総供給曲線でこの状況を示すと、図表2のようになります。スタグフレーション局面の経済では、総供給曲線が何らかの理由（産油国における紛争・戦争などによる減産、コロナ禍でのサプライチェーン上の障害といった、外生ショック）で左方向にシフトし、需給均衡（総需要曲線と総供給曲線の交点）では、総供給曲線のシフト前に比べて物価が上昇する一方、経済は縮小します。

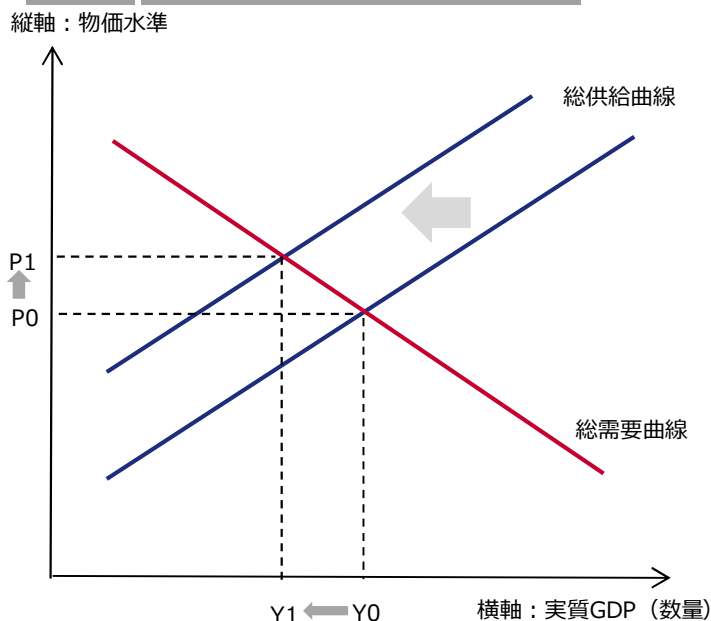
こうした状況では、通常の景気後退局面のように当局が金融・財政政策などの総需要管理政策によって景気と物価を同時に安定化させることが難しい状況となります。政策により需要を刺激すると、インフレが一段と加速する可能性があるためです。一方、インフレを抑えるために金融引き締めや緊縮財政を行えば総需要曲線が左にシフトし、インフレは沈静化しても、経済は何もしない時よりも悪化してしまいます。

供給面の様々な生産性改善措置（燃料使用効率や生産性の向上を図り、物価上昇を抑制）を行うことが、望ましい政策対応となりますが、総需要管理政策に比べ通常かなりの時間を要します。

図表1 「スタグフレーション」の検索人気度



図表2 スタグフレーション下のマクロ需給



次ページへ続く

出所：アセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

何もしない、つまり政策当局が総需要管理政策を行わない場合、インフレによる実質所得の減少などで消費や投資などの需要が冷え込み、いずれはインフレ圧力は低下しますが、痛みを伴う状況と言えます。

1970年代の石油危機時の景気後退は需要の過熱が先行

スタグフレーションの最も代表的な例としては、1970年代の第1次石油危機時の世界景気後退が挙げられます。1973年10月、第4次中東戦争勃発をきっかけに中東産油国が原油の供給制限と原油輸出価格の大幅な引き上げを行いました。世界経済は大きく混乱し、インフレが加速するとともに厳しい景気後退局面に入りました。

図表3は米国のGDPギャップと商品指数を示しています。上段の図で当時の状況を見ると、総需要の総供給（潜在GDP）からの乖離率を示すGDPギャップがマイナス方向となる中で、商品市況のインフレが加速していたことが分かります。

ここで留意すべき点は、景気が後退局面入りする前に、GDPギャップはプラス圏で推移、すなわち需要超過の状態にあり、景気が過熱していた点です。1972年から1973年にかけて米国など先進国では財政・金融政策による需要刺激もあって、世界同時的に景気が拡大していました（図表2の総需要曲線が右方向にシフトしていた）。第1次石油危機時の高インフレやその後の深い景気後退は、供給面のショックだけが要因ではなく、需要の過剰刺激も大きな要因だったと考えられます。

足元は需要超過とはなっていない

図表3下段の図は直近の米国のGDPギャップと商品指数を示しています。足元のGDPギャップは供給超過の解消過程にあるものの、需要超過には至っていません。足元のインフレは需要の過熱によるものではなく、供給面の問題であることが改めて確認できます。需要が過熱していれば供給面の問題が解消してもインフレには歯止めがかからず、景気も後退局面入りする可能性が高まりますが、そうではないということです。スタグフレーション懸念は行き過ぎとの見方は、こうしたことが背景にあると考えられます。

当面、先進国では「政策ミス」に留意

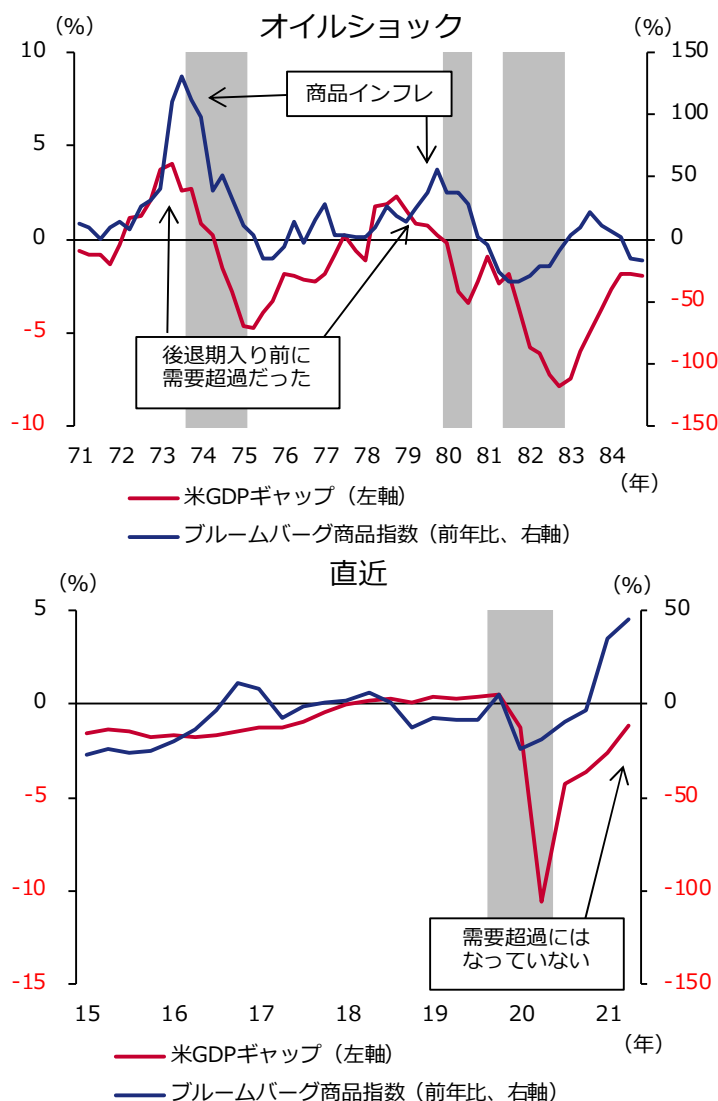
足元では、インフレによる景気後退を懸念する必要性は低いとみられる一方、中銀などがマクロ需給の動向を見誤る「政策ミス」には注意が必要な局面かもしれません。

ECB（欧州中央銀行）が2008年7月にインフレを理由に利上げに踏み切ったことは、政策ミスの例としてよく知られています。既に同4-6月期のユーロ圏景気が減速していた中で、当時のECBは原油高に伴うインフレを理由に利上げに踏み切りました。ところがその後すぐにリーマンショックが発生し、ECBは利下げ転換を余儀なくされました。この経験もあって、現在のECBはヘッドラインのインフレに機械的には反応しないスタンスに変化しています。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 米GDPギャップと商品市況の推移



期間：（上）1971年1-3月期～1984年10-12月期（四半期）

（下）2015年1-3月期～2021年4-6月期（四半期）

出所：ブルームバークのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）GDPギャップは米議会予算局（CBO）算出、プラスはマクロ需要超過、マイナスはマクロ供給超過を示すシャドーは景気後退期

現在、市場の一部ではインフレを受け中銀による金融引き締め転換が懸念されています。最近ではイングランド銀行（英中銀）の年内利上げ検討との思惑を受け、米欧も追随するのではないかと見方が浮上しています。

コロナ禍後の世界のマクロ需給の落ち着きどころを巡っては大きな不透明感が残るものの、少なくとも足元は需要は過熱状態ではなく、スタグフレーションを懸念すべき状況ではないと考えられます。こうした中、財政・金融面の引き締め転換は時期尚早とみられます。早期利上げに慎重姿勢を示しているFRBのパウエル議長などもこうした立場を取っていると考えられます。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。