

世界のスタグフレーション的様相と金融政策の正常化

来年にかけて世界経済は、物価上昇率の上振れと景気減速とが共存するスタグフレーション的様相を一時的に呈するだろう。物価上昇率上振れは、各国中央銀行の金融政策正常化を促している。ただし金融市場に大きく影響する米国の利上げ時期は、景気減速に配慮して2023年まで先送りされるのではないかと見られる。

一時的なスタグフレーション的様相に

幅広い分野で物価上昇率の上振れ傾向が続いており、それがコロナショック後の世界経済の回復に水を差す可能性が高まってきた。来年にかけての世界経済は、物価上昇率の上振れと景気減速とが共存する、スタグフレーション的様相を一時的に呈するだろう。

物価上昇率の上振れ傾向は様々な要因が重なって生じたものだが、その根底には、新型コロナウイルス問題を受けた個人の消費行動の変化があるとみられる。例えば、個人は感染リスクを警戒して外食、旅行、教養娯楽サービスなど対人接触型サービスの消費を減らす一方、巣籠り消費の傾向を強めて、家での食事を増やし、また家具、家電、日用品、ネットショッピングなどへの支出を増やしている。コロナ禍のもとで新たに需要が高まった業種では供給が追いつかず、需給ひっ迫から価格が上昇する。製造業での生産活動拡大は、原材料や電力への需要を高め、足元での商品市況上昇、特に原油などエネルギー関連の価格高騰をもたらしている面がある。さらに、感染リスクへの警戒が労働者の間に残る中、運転手など物流に携わる労働力の確保が難しく、それが人件費を上昇させている。さらにその人件費上昇が物流コストを押し上げ、それがエネルギー関連を含めて多くの製品に価格転嫁されているのが現状ではないかと見られる。

世界で進む物価上昇率の上振れは、新型コロナウイルス問題をきっかけに生じた個人の消費行動の変化と、それが引き起こす産業構造の変化の移行期に生じる、いわば「生みの苦しみ」とも言えるだろう。価格や賃金の上昇が促す形で、企業は新たに消費が増加した財・サービ

スの生産を拡大させ、労働者はそうした分野に移っていくことで、需給のひっ迫傾向は徐々に解消していくだろう。価格メカニズムが働き、いずれは需給が一致することになるのである。その結果、資源価格の高騰、物価・賃金上昇率の上振れ傾向も徐々に薄れていき、産業構造と価格体系は新たな均衡点へと至るだろう。

ただし実際には、その新たな均衡への移行に時間がかかっているのが現状だ。感染リスクがなお残る中、労働力確保の難しさが続いていることや、消費者の新たな需要の増加が一時的に終わることを警戒して、企業が生産拡大を十分に進めないことなどが背景にある。感染リスクが長期化すれば、部分的かつ一時的な価格上昇率の上振れ傾向が、一般的かつ継続的な物価上昇率の上振れへと転化してしまうリスクも強くは否定できないところだ。

米国の利上げは2023年か

こうした物価上昇率の上振れ傾向に、中央銀行は具体的な対応を見せ始めている。8月以降、韓国、ノルウェー、ニュージーランドなどで、中央銀行が利上げ（政策金利の引き上げ）を決めている。

ただし、世界の金融情勢に与える影響の観点からは、米国の金融政策の動向が極めて重要だ。米連邦準備制度理事会（FRB）は11月から、資産買い入れの段階的縮小、いわゆるテーパリングを開始することを決定した。前回の金融政策正常化の局面では、2013年5月にFRBがテーパリングの実施を示唆したことが金融市場を動揺させるテーパータントラム（癩癩）を引き起こした。米国への資金回帰で新興国市場が混乱し、FRBは強い批判を浴びた。FRBが再びテーパリングに踏み出す中で、同

様の事態は今のところは見られていない。それはFRB、市場とも、資産買い入れ策がかつてほどには重要な政策と考えなくなったためではないか。短期の政策金利を直接動かす金利政策と比べ、資産買い入れ額の調整が長期金利の変化を通じて生み出す政策効果は不確かだ。

世界の金融市場に与える影響は、今回はテーパリングではなく、それに続いて実施される利上げの際により大きく出やすいだろう。FRBは、物価上昇率の上振れは一時的現象と考えていること等から、他の中央銀行に比べて利上げの時期は遅れそうだ。

9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、メンバー18人のうち半数の9人が2022年に1回以上の利上げ、2023年末までに合計で4回以上の利上げを見込んだ。しかし利上げ開始の時期は、楽観的な経済見通しに支えられたこのFOMCメンバーの見通しよりも、実際には後ずれするのではないかと懸念されている。不動産市場の悪化や電力不足の影響などから中国経済は減速を強め、その影響は米国経済にも及んでくる可能性が高まっている。また、エネルギーを中心とした物価上昇の悪影響やコロナ関連の経済対策の効果が剥落してくることなどが、2022年の米国の成長率を予想以上に下振れさせるだろう。

「利上げタントラム」に備える

前回2015年12月の利上げ開始は、テーパリング開始から2年後のことだった。これを今回のケースに単純に当てはめると、利上げ開始の時期は2023年末となる。実際のところ、利上げ開始時期は2023年後半になるとみておきたい。2021年から2022年にかけての世界の金融市場はまだFRBの利上げ観測に大きく攪乱されず比

較的安定した状態が期待できるのではないかと懸念されている。

問題は、FRBの利上げが市場に強く意識され始めると予想される2023年以降だ。2020年3月の金融市場の混乱、いわゆるコロナショックに対して、FRBは政策金利を一気にゼロ近傍まで下げるなど、かなり迅速な対応を見せた。これが、金融市場の混乱を比較的早期に収束することに貢献したことは確かである。しかし、この対応は結果的に過剰なものとなり、金融市場の行き過ぎを助長したのではないかと懸念されている。特に、コロナショック前から割高であったCLO（ローン担保証券）、CMBS（商業用不動産担保証券）などの証券化商品、ハイイールド債、投資適格債の中で最低位のBBB格社債など、高リスク資産の価格をさらに過大に押し上げた。それらはFRBが今後利上げを進めていく中で、調整されていく可能性が高いように思われる。その調整が急速に起これば、それらを多く保有するヘッジファンド、ミューチュアル・ファンド、MMFなどのノンバンク（シャドーバンク）に大きな損失を生じさせる。そして彼らは、顧客の解約要求に応えるために様々な金融資産を投げ売りすることを余儀なくされ、市場全体に大きな混乱を引き起こしかねない。

市場が備えておかねばならないのは、テーパタントラムではなく、その先にある「利上げタントラム」の方だろう。

Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト
専門はマクロ経済、金融政策
focus@nri.co.jp