

2022年3月15日 全9頁

高インフレが招く米国の景気後退リスク

過去のスタグフレーション時と比較した今回のインフレの特徴を探る

経済調査部 エコノミスト 久後 翔太郎
エコノミスト 鈴木 雄太郎
研究員 瀬戸 佑基

[要約]

- 高インフレに直面している米国ではスタグフレーションへの警戒感が強まっている。本稿ではインフレと景気の関係について価格上昇率分布を基に整理し、米国経済がスタグフレーションに陥るリスクを検討する。
- 価格上昇率分布が拡大すると、①品目ごとの需給バランスの崩れ、②インフレリスクプレミアムの上昇を通じて、实体经济に悪影響をもたらすとみられる。オイルショック時と比較すると、足元では価格上昇率が非常に高い品目の割合は小さく、こうした波及経路を通じて实体经济が下押しされる度合いも小さいとみられる。
- 足元のインフレには価格改定頻度の低い品目（粘着価格品目）で価格が比較的安定しているという特徴がある。背景には、FRBのインフレ目標に対する信認から長期の期待インフレ率が安定していることがあるとみられる。インフレ目標は粘着価格を中心に価格上昇を抑えることで、景気の悪化を防ぐ効果を持つ。
- 労働供給制約の深刻化と資源価格高騰の双方が一段と進んだ場合に米国経済が景気後退に陥る可能性をシミュレーションによって検討した結果、メインシナリオではスタグフレーションに突入することは回避されると見込む。しかし、テールリスクとみられていたロシアによるウクライナへの軍事侵攻が現実となったことで、米国経済がスタグフレーションに陥るリスクは以前よりも高まっている。

はじめに

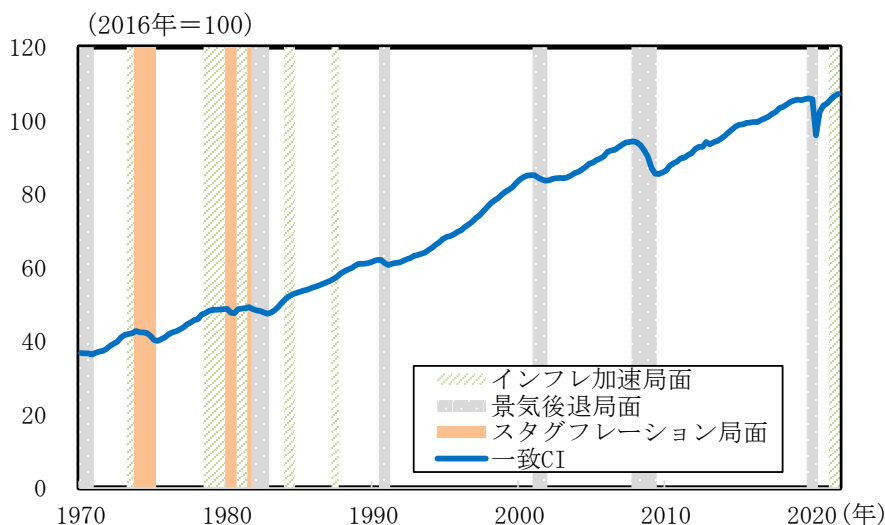
米国におけるインフレの進行が、金融市場・実体経済を見通す上でのリスク要因となっている。2022年2月のCPI上昇率は前年比+7.9%と1982年1月以来の高い伸び率に達し、FRBはインフレの沈静化を図るため、今後利上げを進めていく見通しだ。しかし、インフレの動向次第では、利上げペースについての不確実性の強まりが金融市場におけるリスク回避度を高めるだけでなく、米国経済の回復が阻害される蓋然性も高まり得る。とりわけ、ウクライナ情勢の緊迫化によって資源価格が急激に上昇していることには警戒が必要だ。こうした供給サイドからのインフレ圧力の強まりによって、米国経済は大きく下押しされる可能性がある。そこで本稿では、過去のスタグフレーション局面と足元のインフレの特徴を比較し、米国経済がスタグフレーションに突入するリスクを検討する。

1. 過去のスタグフレーション局面と比較した今回のインフレ局面の特徴

過去50年間の景気循環とインフレの動向

過去50年の米国経済における景気循環とインフレの歴史を振り返ると、時代を経るにつれインフレの安定化に成功してきた。**図表1**は、米国経済の状況を景気循環とインフレの動向に応じて、「インフレ加速局面」、「景気後退局面」、「スタグフレーション局面」に分けたものである。1970年代には2度のオイルショックが高インフレをもたらした結果、米国経済はその両方の期間において、インフレが進行したのちに景気後退に陥っており、いわゆるスタグフレーションを経験した。オイルショックが終息した後も1980年代には、インフレが進行する局面は見られたもののスタグフレーションに陥ることはなく、1990年代以降は2021年に至るまで、「インフレ加速局面」にさえ突入することはなかった。

図表1：1970年以降の米国における景気循環



(注) CPI 上昇率の循環成分 (片側 HP フィルターで算出) が 1 標準偏差よりも大きい状態が半年以上継続した期間、または CPI 上昇率が 10% 以上の時期のうち、景気後退局面と重複しない期間を「インフレ加速局面」、重複する期間を「スタグフレーション局面」とした。

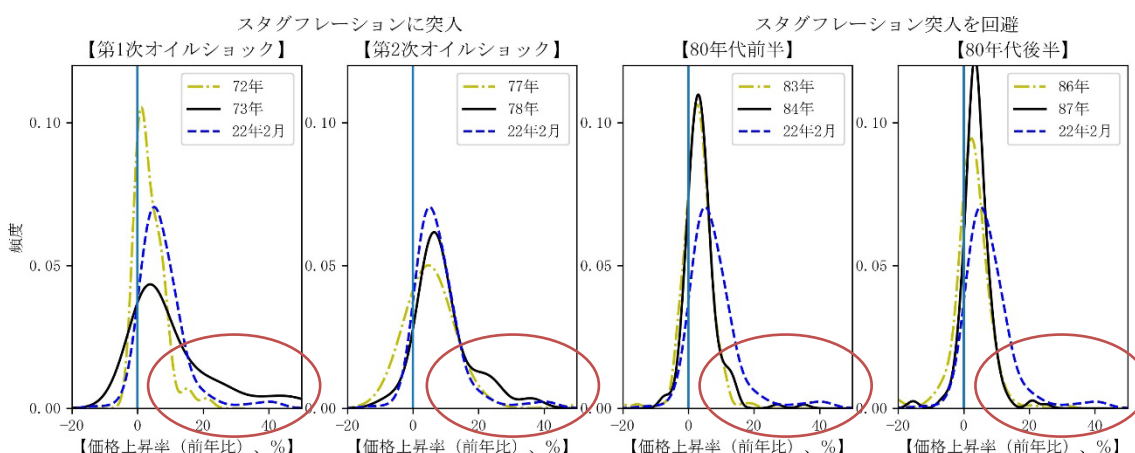
(出所) BLS、Conference Board、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

しかし、2021年中ごろから米国経済は急速なインフレに直面し、1980年代以来の「インフレ加速局面」へと突入した。スタグフレーションをもたらした1970年代のインフレと共通して資源価格の高騰が物価上昇の一因となっており、こうした経験則に照らせば、足元で進行するインフレが今後スタグフレーションを招く可能性を意識せざるを得ない。そこで以下では、1970年代の「スタグフレーション局面」、1980年代の「インフレ加速局面」と、足元のインフレの特徴を比較し、今後、米国経済がスタグフレーションに突入するリスクを検討する。

スタグフレーションを招いたインフレは価格上昇率分布に特徴

今回のインフレの特徴を価格上昇率分布から探ると、過去のスタグフレーション局面ほどには分布が広がっていないことを指摘できる（**図表2、赤丸囲み部分**）。直近の分布と、オイルショックが契機となり、後にスタグフレーションをもたらしたインフレの進行が始まった1973年や1978年の分布（**図表2**の左2つの図）を比較すると、1973年や1978年は価格上昇率が20%を上回る品目が占める割合が大きかった。一方、スタグフレーションを引き起こさなかった1980年代のインフレ加速局面では、そうした品目の占める割合が少ない。価格上昇率分布という観点からは、今回のインフレは1980年代と共通した特徴を有しているといえる。

図表2：1970年以降の米国のインフレ加速局面における価格上昇率分布



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

価格上昇率分布の広がりが景気を悪化させる2つの波及経路

価格上昇率分布と景気の間を整理すると、分布の拡大は資源配分の非効率性の高まりを通じて、实体经济に悪影響を及ぼす可能性が考えられる。直感的には、オイルショックなどにより品目ごとに価格上昇率が大きく異なる状況に陥れば、個々の財・サービスへの需要も大きく増減する。一方、資本ストック等の生産要素を需要の変化に応じて素早く増減させることは難しい。結果、品目ごとの需給バランスが崩れやすくなり、实体经济に悪影響がもたらされる。また、分布の拡大によって将来の物価見通しに対する不確実性が強まれば、投資家が要求する収益率は上昇する。これがインフレリスクプレミアムとして長期金利に上乗せされることで、景気を悪化させ得る。以上を踏まえると、足元でインフレが進行しているものの、価格上昇率分布の広がりは抑えられており、資源配分の非効率性の高まりやインフレリスクプレミアムの上昇によ

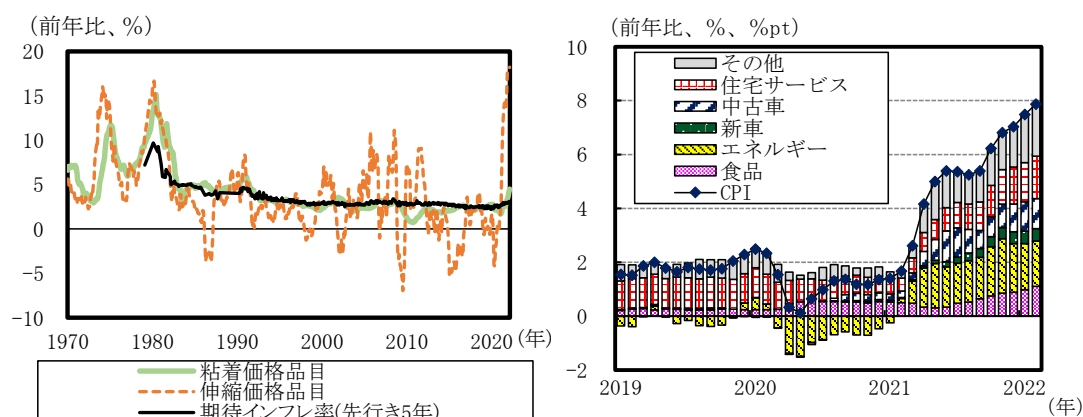
って実体経済が押し下げられる度合いは、1970年代と比較して小さいといえよう。

インフレ目標の導入が価格上昇率分布の広がりを抑制

今回は、1970年代のスタグフレーション時と共通して資源価格の高騰がインフレを引き起こしているものの、当時とは異なり、価格上昇率の分散の拡大が抑えられている。その理由の1つに、インフレ目標の導入が機能していることが考えられる¹。CPI 上昇率を価格改定頻度別に分けて見ると、伸縮価格品目（価格改定頻度の高い品目）は大幅に上昇している一方、粘着価格品目（価格改定頻度の低い品目）は原油高が物価を押し上げた1970年代と比較して足元で安定している（**図表3左**）。価格改定頻度の低い財・サービスを提供する企業にとっては、価格改定の機会が巡ってきた際に、その後価格改定を行えない期間に進行するインフレを考慮して最適な価格を設定することが合理的な行動となる。このため、粘着価格は期待インフレ率と密接に関係しているが、足元では長期の期待インフレ率が安定しており、この点が1970年代とは大きく異なる。日本銀行の分析²では、米国における長期の期待インフレ率はインフレ目標の影響を強く受けるとされており、1970年代に採用されていなかったインフレ目標が足元の期待インフレ率の安定に寄与した可能性がある。このように、インフレ目標によって期待インフレ率と粘着価格の安定がもたらされ、これが価格上昇率分布の広がりを抑制した結果、インフレが経済に与える悪影響も緩和されていると考えられる。

角度を変えてCPI 上昇率への品目別の寄与度を見ても、①住宅サービス、②自動車、③エネルギーといった特定の品目の寄与が大きいことが確認できる（**図表3右**）。後述する通り、それぞれ異なる要因が価格上昇に寄与している側面があり、先行きの米国におけるインフレの進行度合いやそれに伴うスタグフレーション突入リスクを評価するには、個々の品目が直面する状況を丁寧に把握する必要がある。そこで以下では、足元のインフレ率への寄与の大きい項目について考察する。

図表3：米国のCPI 上昇率の要因分解（左：価格改定頻度別、右：品目別）



(出所) アトランタ連銀、ロイター/ミンガン大学、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

¹ 詳細は、久後翔太郎「[日米両国で安定する期待インフレの背後にある相違点](#)」（2022年2月16日、大和総研コラム）を参照されたい。

² 日本銀行(2016)『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】

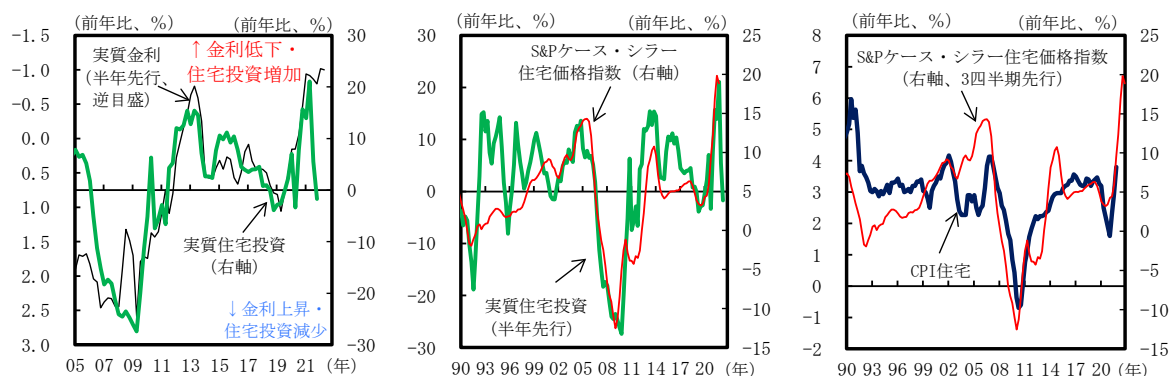
2. 品目別の物価動向

① 住宅サービス：実質金利上昇が住宅価格を押し下げるとみられるが、供給制約の影響に警戒

米国の実質金利（10年物インフレ連動債利回り）はGDPベースの実質住宅投資に対して半年程度先行する傾向にある（**図表4左**）。コロナショック以降の動きを確認すると、FRBが積極的な金融緩和策を実施する中で、実質金利は過去最低水準まで低下した。これに沿う形で住宅投資は大幅に増加した。足元では、建設従業者の不足など供給サイドの制約を受け、実質住宅投資は金利が低い中でも減少に転じているが、過去の金利水準との関係に照らせば、潜在的な需要は強いとみられる。また、実質住宅投資は住宅価格の代表的な指標であるS&Pケース・シラー住宅価格指数に対して、半年程度先行して連動する関係が見て取れる（**図表4中**）。さらに、S&Pケース・シラー住宅価格指数は、家賃などが含まれるCPIの住宅サービスに対して、3四半期程度先行する（**図表4右**）。つまり、実質金利の上昇は1-2年程度のラグを伴って、CPIの住宅サービスの低下圧力となるといえよう。

足元では、FRBの利上げに踏み切る確度が高まっていることを受け、実質金利のマイナス幅は縮小に転じており、2022年2月には▲0.5%となった。依然として実質金利はマイナス圏にあるものの、市場は前回の利上げ局面に比べて速いペースでの利上げを見込んでおり、利上げの進展とともに実質金利の上昇も見込まれる。過去の関係に照らせば、住宅価格の上昇傾向は当面は続くともみられるものの、23年終盤にかけてその押し上げ効果は徐々に剥落していくとみている。

図表4：米国の実質住宅投資と実質金利、住宅価格、物価の推移

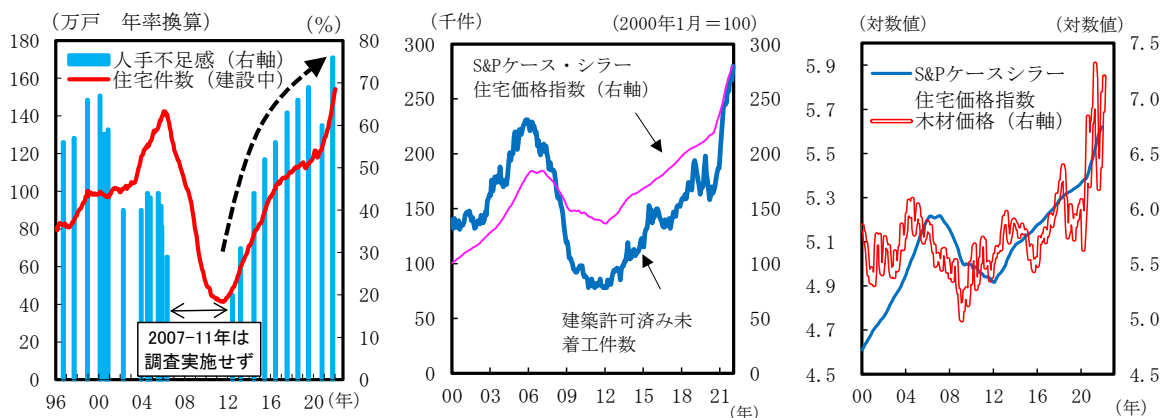


(出所) FRB、BEA、BLS、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

他方、住宅価格が高止まりするリスクには注意が必要である。**図表5左**は建設中の住宅件数と建設業における人手不足感を示したものである。建設件数の増加を背景に足元の人手不足感は1996年以降で最高を記録している。また、建築許可済み未着工件数も住宅バブルにあったリーマン・ショック前を上回っており、受注残が積み上がっていることが分かる。これは住宅需要に対して住宅供給が追い付いていないことを意味し、需給のタイト化によって住宅価格には上昇圧力がかかっている（**図表5中**）。利上げの進展とともに新規の住宅需要は減少することが見込まれるが、積み上がった受注残を消化するため住宅投資が発現する結果、過去と比較し住宅投資が金利に対して非弾力的となり得る。加えて、住宅価格に先行する材木価格も需要の増加

やコンテナ船価格の上昇を主因に高値を維持している（**図表 5 右**）。このため、供給制約の強まりを背景に、今後利上げが進展しても、住宅価格の押し下げ圧力は当面の間は緩やかになる可能性がある。

図表 5：米国の住宅建設と建設業の労働不足感



(注) 左図の「人手不足感」は「かなり不足」と「いくらか不足」と回答した割合の合計値。

(出所) NAHB、Census、S&P、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

② 自動車：供給制約の解消で押し上げ幅は縮小に向かう

自動車市場については、とりわけ中古車価格が CPI の上昇に寄与していることが分かる（**前掲図表 3 右**）。これは、感染予防策として公共交通機関の利用を避ける動きの広まりや、テレワーク等の普及による郊外への居住地のシフトを背景とした需要の増加に加え、半導体不足やサプライチェーンの混乱といった供給制約が重なったことが要因として挙げられる。その結果、自動車小売店の在庫は急速に減少しており、新車の納期遅延などによって購入が困難になったことで中古車に代替需要が生じたことや、買い替えが先送りされたことで中古車市場への流通量が減少したことなどが影響し、中古車価格が急上昇したとみられる。

足元では新車の価格も CPI の押し上げに寄与しているが、今後供給制約が解消され、新車販売台数が持ち直してくれば、新車価格は落ち着いてくるだろう。また、新車への買い替え需要が拡大すれば、中古車市場への供給量も増加するため、中古車市場の需給も緩み、中古車価格も上昇幅が縮小に向かうとみている。

③ エネルギー：ウクライナ情勢の緊迫化から当面は上振れ

原油価格の代表指標である WTI はウクライナ情勢の緊迫化を受け急速に上昇したのち、足元では乱高下している。また、米国は 3 月 8 日にロシア産の石油等の輸入禁止を決定するなど、需給の更なるひっ迫が懸念されている。こうした状況を踏まえると、原油価格については当面の間上振れリスクへの警戒が必要な局面であり、エネルギー価格が CPI を押し上げる状況が続くと見込まれる。

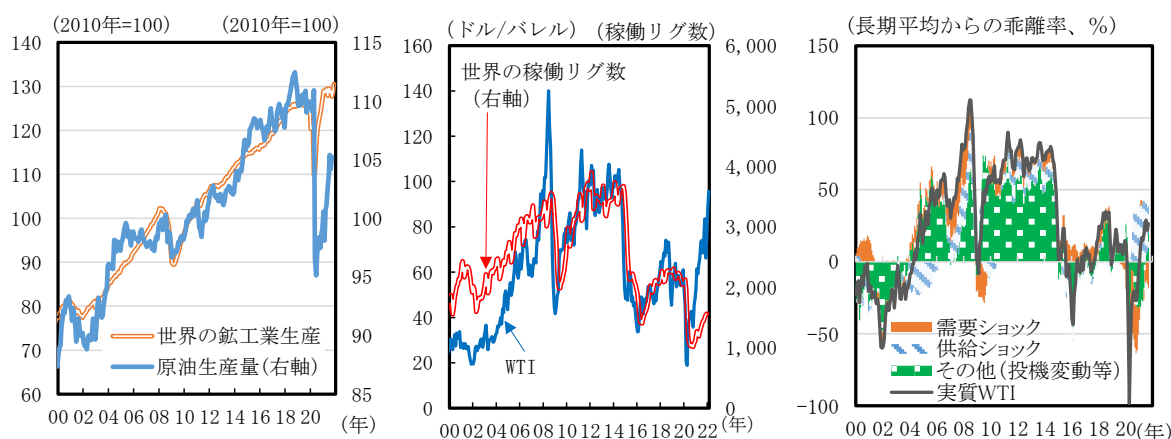
これまで世界の鉱工業生産（原油需要の代理変数）と原油の生産量（原油供給）はおおむね連

動して増加しており、需要と供給がバランスよく増加する中、投機的な要因が原油価格の変動をもたらしていた。しかし、コロナショック以降、鉱工業生産が回復する中でも原油生産量は水準を切り下げたままであり、需給バランスに大きな構造変化が見られる（図表 6 左）。

この背景の 1 つに世界的な脱炭素の潮流が挙げられる。図表 6 中は WTI と世界の稼働リグ数の推移を示したものである。コロナショック前までは、原油価格が上昇すると採算性が改善するため、稼働リグ数がやや遅行して増加する傾向にあったが、足元では WTI の上昇にもかかわらず、稼働リグ数の増加は緩やかなものにとどまる。長期的には脱炭素の流れから需要が増加しないと予想し、オイルメジャーが稼働再開や開発投資に積極的でないことが考えられる。

こうした供給側の構造変化がコロナショック以降の原油価格高騰に寄与している。図表 6 右は、WTI 価格を米 CPI で実質化したものの変動を、供給ショック、需要ショック、その他（投機変動等）に要因分解したものである³。コロナショック発生直後の 2020 年前半の原油価格の下落は需要ショックと投機変動によってもたらされたが、2020 年半ば以降に原油価格が急騰に転じてからは、供給ショック要因が原油価格を押し上げている。脱炭素化という超長期的な構造変化が原油生産を抑制しているのであれば、供給ショックによる原油価格の押し上げ圧力が解消するとは見込みにくい。さらに、短期的には原油価格は将来の供給量減少を見込んだ投機的な要因によっても高まりやすい局面となっている。ウクライナ情勢の緊迫化により原油価格の高止まりは避けられず、エネルギー価格が当面は CPI を押し上げる可能性もある。

図表 6：原油の需給バランスと世界の稼働リグ数、WTI の要因分解



(注 1) 原油生産量は大和総研による季節調整値。

(注 2) 実質 WTI は WTI を米国の消費者物価指数でデフレートした値。

(注 3) 右図は世界の原油生産量（対数差分）、世界の鉱工業生産、実質 WTI の 3 変数で構造 VAR モデルを推計し、ヒストリカル分解によりショックの影響を抽出した。

(出所) Baker Hughes、EIA、OECD、オランダ経済政策分析局、Bloomberg、Haver Analytics、笹木琢治・川本卓司（2009）「近年の原油価格の変動要因について—構造 VAR による試算—」（日銀レビュー、2009-J-3）より大和総研作成

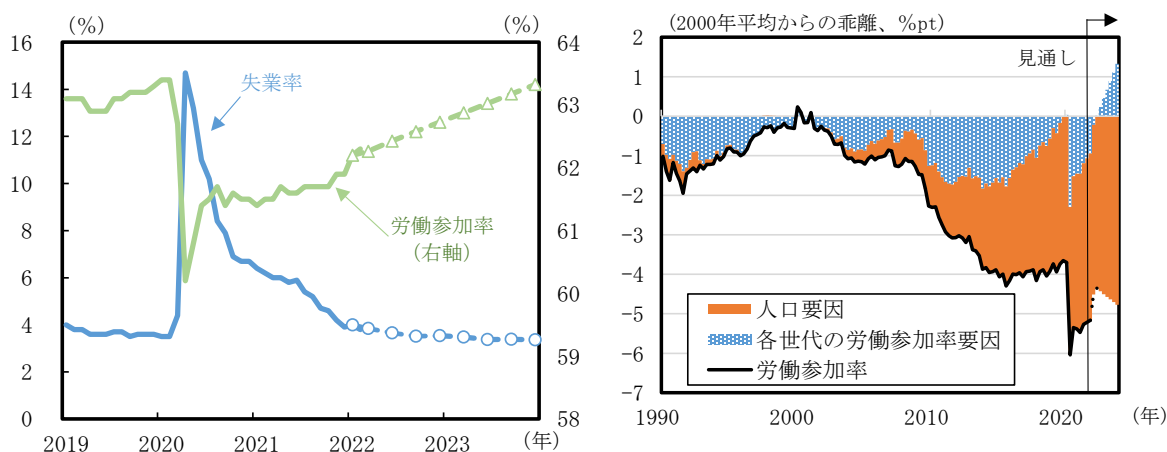
³ 笹木琢治・川本卓司（2009）「近年の原油価格の変動要因について—構造 VAR による試算—」（日銀レビュー、2009-J-3）を参考にした。

労働市場：労働需給はタイトな状況が続く

以上では CPI を特に大きく押し上げているいくつか項目について個別に考察してきたが、一般物価の先行きを考える上では、賃金上昇率に大きな影響を与えている労働供給の回復ペースも非常に重要なテーマである。そこで、当社の失業率と労働参加率の見通しを確認すると（**図表 7 左**）、失業率は予測期間の間、緩やかに低下する一方で、労働参加率は緩やかな上昇にとどまり、予測期間中にはコロナショック前の水準まで回復しないとみている。

背景には人口動態の変化を指摘できる。**図表 7 右**は労働参加率を各世代の労働参加率要因と人口要因に分けたものである。人口動態の影響が除かれている「各世代の労働参加率要因」に限れば、2022年7-9月期にコロナショック前の水準まで回復し、その後も上昇が続くと見込んでいる。しかし、センサス局による人口見通しに基づく、2022年以降も高齢化が進展し、人口要因が労働参加率を押し下げる見込みである。以上を踏まえると、人口要因を主因にヘッドラインの労働参加率の回復が鈍い中、労働需給はタイトな状況が続くと考えられ、人件費の増加が物価上昇圧力となろう。

図表 7：米国の失業率と労働参加率の見通し（左）、労働参加率の要因分解（右）



(注) 左図の白抜きは大和総研ニューヨークリサーチセンターの見通しに基づく。右図の「人口要因」の見通しは Census、それ以外は大和総研ニューヨークリサーチセンターの見通しに基づく。

(出所) CBO、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成

3. 更なる供給制約の深刻化・資源価格高騰はスタグフレーションを招くか？

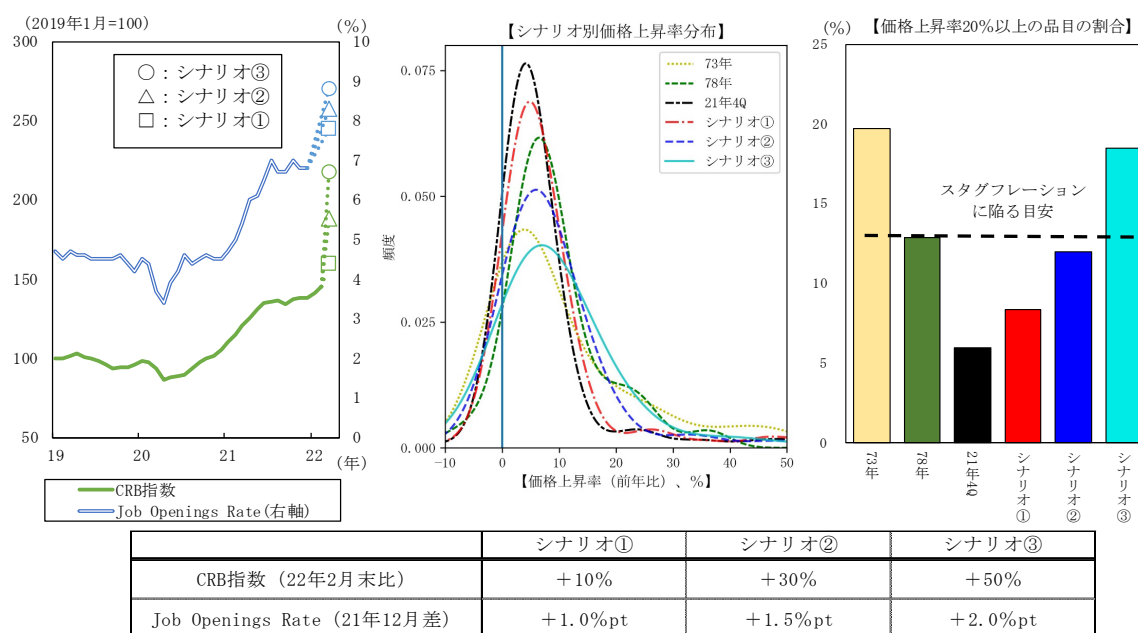
このように労働供給制約が深刻化する可能性は残っている。さらに、ウクライナ情勢の緊迫化を契機とした資源価格の高騰が急速に進んでいる。こうした状況を踏まえると、今後、価格上昇率分布の広がりを実体経済に悪影響を及ぼす結果、米国経済がスタグフレーションに陥るといふシナリオも考えられる。こうしたリスクが発現する可能性を検討するために、資源価格と労働供給制約について簡単な仮定を置いた上で、シミュレーションによって価格上昇率分布の変化を確認したものが**図表 8**である。いずれのシナリオも労働供給制約の深刻化と資源価格の高騰の双方が一段と進むものであり、シナリオ③が最も深刻な状況を表している。

図表 8 中は、各シナリオにおける価格上昇率分布と過去のスタグフレーションを招いたインフレが発生した局面の分布を比較したものである。シナリオ①、②及び③の分布を確認すると、労働供給制約の深刻化と資源価格の高騰が進むにつれ、最頻値の値が上昇（分布の頂点が右側にずれる）し、分布の広がりが大きくなっている様子が見て取れる。ただし、シナリオ①や②では過去のスタグフレーション局面と比較して、分布の広がり小さく、当時ほどには資源配分の非効率性が高まらなるとみられる。他方、シナリオ③においては、分布が相応に広がっており、景気への悪影響が強まる可能性が示唆される。

分布の形状をより数値的に捉えるため、各シナリオの分布から価格上昇率 20%以上の品目が全体に占める割合を算出したものが、図表 8 右である。足元(2021年4Q)はもちろん、シナリオ①や②においてもスタグフレーションが発生する目安となる割合を下回っている。ただし、シナリオ②ではこの目安の付近まで高まり、シナリオ③では明確に上回っている。これらの状況が実現すれば、価格上昇率分布の拡大が景気に悪影響をもたらす、米国経済がスタグフレーションに陥るリスクが高まるとみられる。

以上を踏まえると、メインシナリオではスタグフレーションに突入することは回避されると見込んでいるものの、テールリスクとみられていたロシアによるウクライナ侵攻が現実となったことで、米国経済がスタグフレーションに陥る蓋然性は以前よりも高まっている。さらに、欧米諸国によるロシアへの更なる制裁強化やそれに対するロシアの対抗措置の実施等により、資源価格は上振れリスクが一層と意識される局面に差し掛かっている。更なるインフレの進行に加え、金融市場における混乱が实体经济に悪影響をもたらす可能性には警戒が必要だ。

図表 8 : 更なる資源高と労働需給ひっ迫が発生した場合の物価への影響



(注)被説明変数にCPIの採用品目の前年比上昇率を、説明変数にGDPギャップ、Job Openings Rate (100*求人件数/(雇用者数+求人件数))、CRBの各指数(前年比)を採用し、Lasso回帰により推計。

(出所)CBO、BLS、Haver Analyticsより大和総研作成