

70年から80年代にかけてよく耳にしたスタグフレーションという言葉が最近経済紙面でよく見かけるようになった。スタグフレーションとは物価の上昇と景気停滞の同時進行を意味する言葉である。

実際、原油が1バレル=110ドルを突破する等、様々な一次産品が市場高値を更新ないしは高値圏にあり、商品高を背景にインフレ懸念が急速に高まっている。また、先日に行われた議会証言でバーナンキ米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、初めて今年前半の米国経済成長率がマイナスになる可能性に言及、景気の先行きに懸念を表明した。また国際通貨基金（IMF）も直近の世界経済見通しの中で、米国を中心に世界経済成長率を引き下げた。

インフレ懸念と景気悪化懸念に共通のキーワードは欧米金融機関の信用悪化懸念である。住宅バブル崩壊に伴う住宅価格下落から住宅ローンを組み込んだ金融商品の価値が大幅下落し、それらを保有する金融機関の自己資本が毀損、金融機関の信用低下に繋がっている。金融機関は保有資産の内容改善のために与信基準の厳格化を行い、それが景気に悪影響を与えている。一方で、景気悪化に対処し、米金融当局は金融緩和策を講じているものの、金融機関による与信基準の引き締めが続く中、実態景気に好影響を及ぼしていない。逆に、金融緩和による流動性が商品市場に流入し、好調なエマージング経済を背景とした実需要因に加えて、商品価格を押し上げるという構図になっている。

商品高に伴うインフレ懸念と信用引き締めを背景とした景気悪化懸念が並存する現在の状況の終着点はどこであろうか。3つのルートが考えられる。(1) 70年から80年代にかけて起きた商品だけでなく物価の一般的な上昇を伴う本格的なスタグフレーション、(2) 通常の景気サイクル後半に見られる景気低調持続と物価上昇圧力の後退、(3) 数年前まで市場で語られていた景気回復と物価の安定の共存、のどれかとなる。

米国信用悪化懸念が残る中、景気の本格回復も見込み難い上、金融緩和継続から流動性の商品への流入継続も見込まれ、(3)は直ぐには起こりそうにない。そうすると、終着点は(1)もしくは(2)となる。

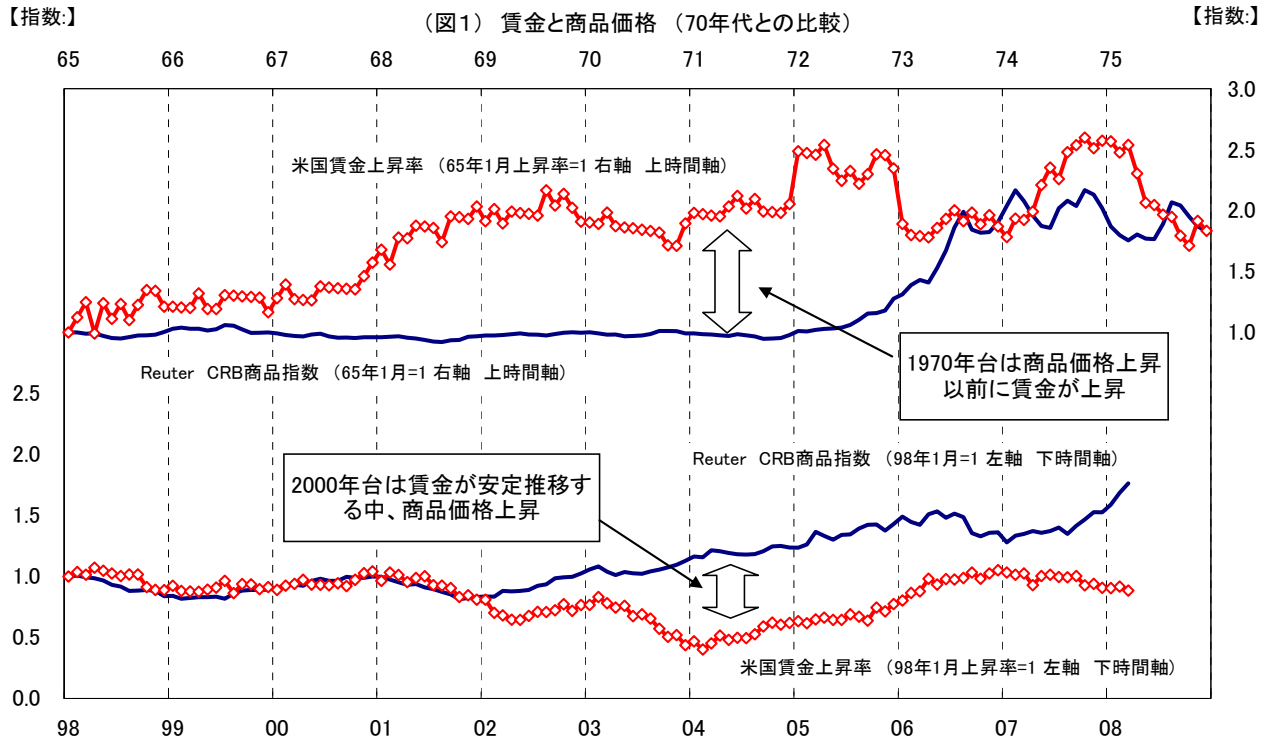
ここで忘れてはならないことは、過去のスタグフレーション局面と異なり、現在は商品価格の上昇が続いているものの、先進国での賃金安定が継続していることだ。1970年代には商品市況が大きく上昇する以前に賃金が大きく上昇、その後は商品・賃金の連鎖的上昇が続いた。一方、現在では商品市況の上昇トレンドが始まって久しいが、先進国では賃金上昇は確認されていない。(図1)よって(1)の可能性は低いだろう。

一方、賃金が安定推移する中で商品価格の上昇は、未だに世界経済の主要分を占める先進国内需に抑制圧力をもたらしている。また、底固く推移しているエマージング経済も米国の景気減速による外需鈍化に加えて、中国やブラジルではインフレ懸念から引き締め策が取られており、内需も先行き鈍化すると思われる。(図2)世界経済の減速を背景に足元で上昇基調にある商品市況も徐々に安定化に向かうだろう。

以上から足元の商品高の終着点は先進国内需とエマージング経済減速による商品価格の落ち着きということになるだろう。その場合の金融市場へのインプリケーションは何であろうか。まずは、インフレ圧力後退による債券金利の低下であろう。一方、株式はどうだろう。金利低下を好感して上昇するのであろうか。もしくは景気低迷による業績悪化懸念から軟調推移となるのだろうか。鍵を握るのは信用問題の先行きとエマージング経済のソフトランディングの可否であろう。

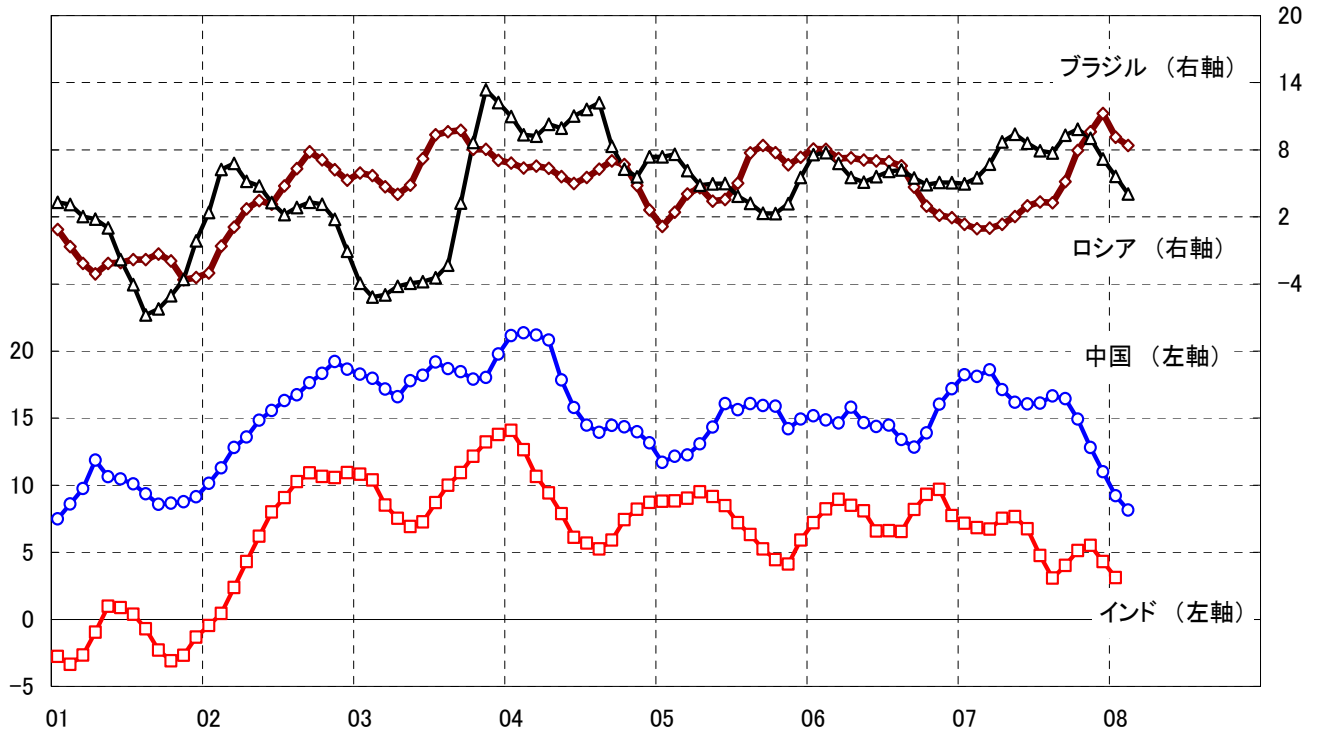
先日のG7（先進7カ国蔵相・中央銀行総裁会議）では、金融機関に対して情報開示の徹底と自己資本増強が促された。加えて、中国に対して人民元の一層の柔軟化を求める声明が発表された。中国当局は今後インフレ抑制に向けて人民元高の容認等の引き締めの政策運営を継続するであろう。信用問題解決に向けての当局と個別金融機関の取り組みに加えて、経済ソフトランディングに向けてのエマージング諸国の政策対応も今後は注目を集めることになる。

(4月18日記)



出所) データストリームより三菱UFJ信託銀行作成

【6ヶ月前比年率:%】 (図2) 主要新興国の景気先行指数 【6ヶ月前比年率:%】



出所) データストリームより三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）