

# 70年代のスタグフレーションの再来はあるのか

経済調査室 岳 梁

## 要旨

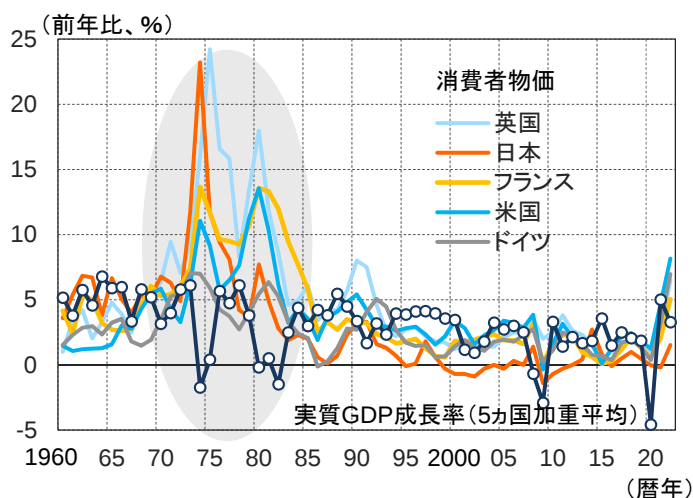
- 1970年代から80年代初頭にかけて欧米や日本などで発生したスタグフレーションに比べて、今回では、コロナ禍で財政・金融政策がともに拡大した点で類似する。
- 一方、70年代に比べて、自動車など順応的価格の上昇が大きく、粘着的価格の上昇は限られるため、需給が落ち着けば、インフレが迅速に低下する可能性があるほか、労働組合の弱体化などにより物価・賃金インフレスパイラルに陥る可能性は高くない。
- また、前回のスタグフレーションの経験後、多くの中銀がインフレターゲット政策を導入した。政策の予見可能性を高め、期待を含めたインフレを鎮静化させることに寄与している。
- エネルギー依存度が低下していることや、労働市場が好調であることもあり、総じて70年代のようなスタグフレーションのリスクは高くないと考えられる。

スタグフレーションとは、経済の停滞（低成長または景気後退）と高インフレが並存する状況を指す。コロナ禍からの回復過程で40年ぶりのインフレが進行する現在、かつて世界経済の深刻な課題とされたスタグフレーションへの懸念が聞かれるようになった。本稿は現下と前回の状況を比較しながら、スタグフレーション再来の可能性について検討する。

## 1.大規模な財政・金融政策、資源価格の高騰においては類似

スタグフレーションは1970年代から80年代初頭にかけて欧米や日本などで発生した（図表1-1）。当時のスタグフレーションは、国によって異なる部分はあるものの、石油危機による供給ショック、緩和的な財政・金融政策、物価・賃金のスパイラルといった条件が重なって発生した（図表1-2）。

図表1-1 主要国のインフレと経済成長



(備考) 1. OECD, Feenstra, Robert C., Robert Inklaar and Marcel P. Timmer (2015), "The Next Generation of the Penn World Table" American Economic Review, 105(10), 3150-3182  
により日本政策投資銀行作成  
2. 22年のインフレは1-5月平均、GDPはIMF予測

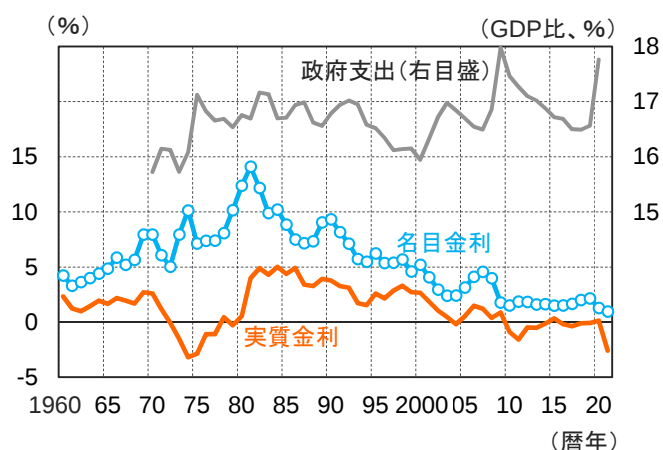
図表1-2 70年代のスタグフレーションにおける経済環境

|            |                                         |
|------------|-----------------------------------------|
| 供給ショック     | 73年と79年の石油危機で原油価格40ドルへ上昇<br>物価高と供給制約に直面 |
| 財政、金融政策の拡大 | 景気減速下、供給制約下での財政拡大や貨幣供給拡大などの金融緩和がインフレを助長 |
| 賃金の急上昇     | 欧州においてゼネストや山猫ストが急増し、賃金は大きくかつ継続的に上昇      |
| 通貨安        | 71年のニクソンショック以降、米、英では通貨切り下げが輸入インフレ圧力に    |

(備考) 日本政策投資銀行作成

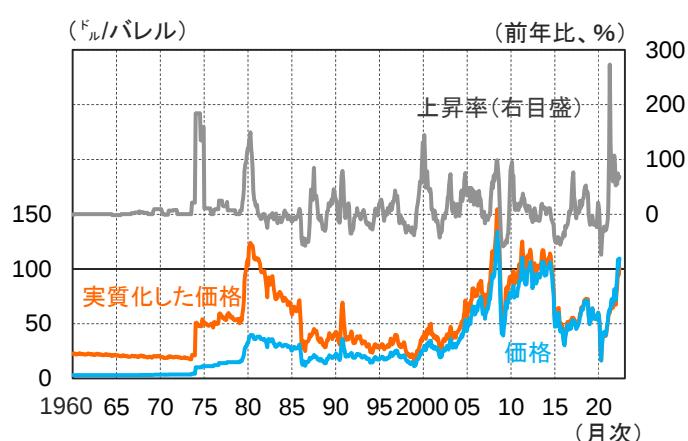
70年代には石油危機による景気減速に対し、拡張的な財政政策がとられ、クラウディングアウトにより金利が上昇した。これを抑えるために金融緩和が行われたが、マネー拡大によりインフレが高まった。今回は、コロナ禍で財政・金融政策がともに拡大した点で類似しており、現在は正常化に転じているが、依然として緩和的な金融環境が続いている(図表1-3)。また、今回の物価上昇の発端は、エネルギー、食品などの高騰であり、原油価格は石油危機時と同じく前年比で倍増した。なお、80年頃の原油価格は現在の価格に換算すると100ドルを上回る。当時は経済に占めるエネルギーコストの割合も高く、影響はより大きかったと考えられる(図表1-4)。

図表1-3 世界の金利と政府支出



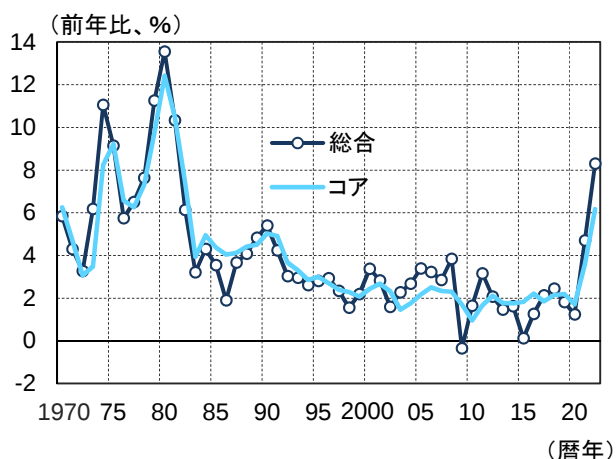
(備考) 1.世銀  
2.金利は21年、3ヵ月以下短期金利、政府支出は20年まで

図表1-4 WTI原油価格



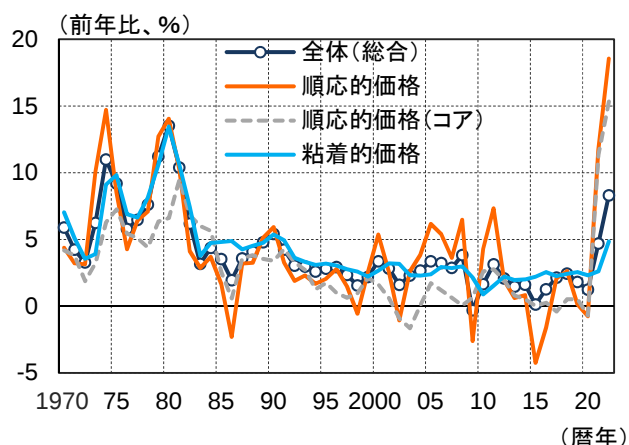
(備考) 1.FRB、米労働省 2.スポット価格  
3.実質化は日本政策投資銀行作成、2019年価格基準

図表2-1 米国の消費者物価



(備考) 1.米労働省 2.22年は1-6月平均

図表2-2 米国の消費者物価:需給感応度別



(備考) 1.米労働省、アトランタ連銀 2.22年は1-6月平均

## 2.粘着的物価、物価・賃金の上昇スパイラルの側面では70年代ほどの懸念がない

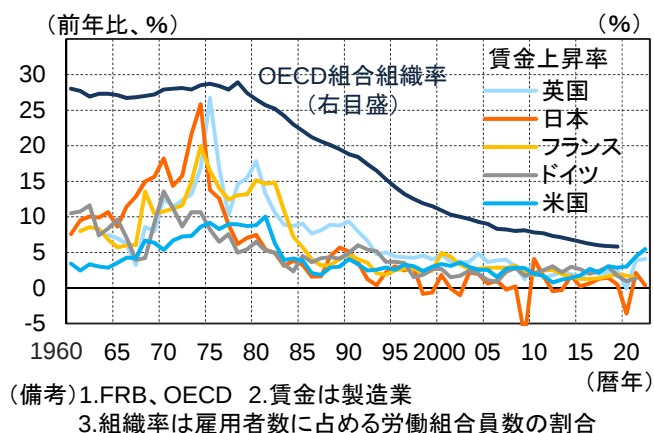
現在、欧米の消費者物価上昇率は二桁近くに上昇し、エネルギー、食品を除いたコア物価も高まっている。エネルギー価格はやや低下したが、中銀が目標とする2%からインフレが高止まる可能性が議論されており、高インフレが定着するか否かは、物価の粘着性や賃金、期待インフレなどが影響すると考えられる(図表2-1)。

物価は、需給への感応度に応じて、順応的価格と粘着的価格に分けられる。順応的価格は、燃料、車、衣服などの品目が含まれる。家賃、医療費、教

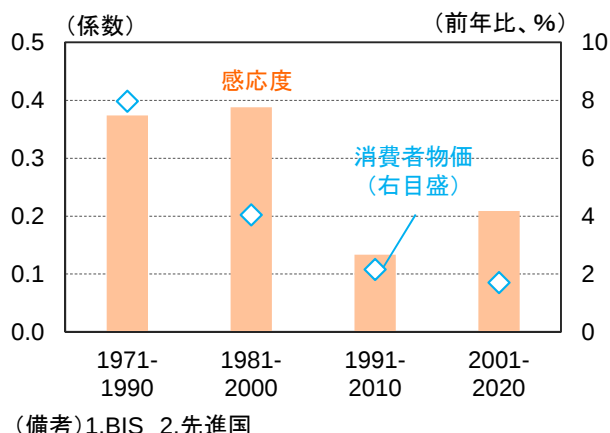
育費などは年単位で改定されることが多く、粘着的価格に分類される。米国では70~80年代に比べて、自動車などコアの順応的価格の上昇が大きい、粘着的価格の上昇は限られる。需給が落ち着けば、迅速に低下する可能性がある(図表2-2)。

70年代には欧州や日本で労働組合の影響力が強く、物価と賃金がスパイラル的に上昇した。90年代以降、雇用形態の多様化などで組合組織率が低下し(図表2-3)、組合の弱体化でインフレスパイラルの可能性は低下した。加えて90年代以降の低インフレ下で、労使協定から物価連動の調整項目を除く傾向もあり、インフレに対する賃金の感応度は低下した(図表2-4)。ただし、足元ではこれらの調整項目を再び盛り込む動きがあり、インフレに賃金が反応し、インフレ期待が高まるという悪循環の可能性は皆無ではない。景気悪化の中で賃金が高止まれば、労働需要減退の恐れもある。

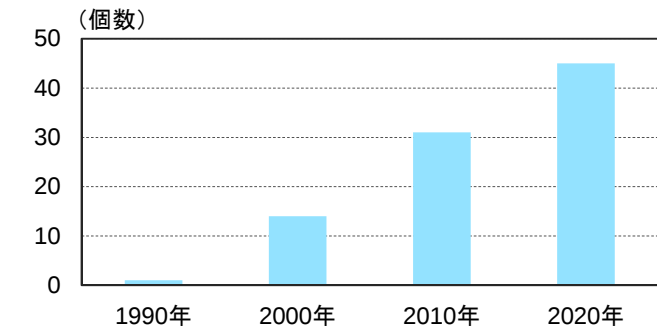
図表2-3 賃金上昇率と労働組合組織率



図表2-4 インフレに対する賃金の感応度



図表3-1 インフレターゲット政策を採用している中銀の数



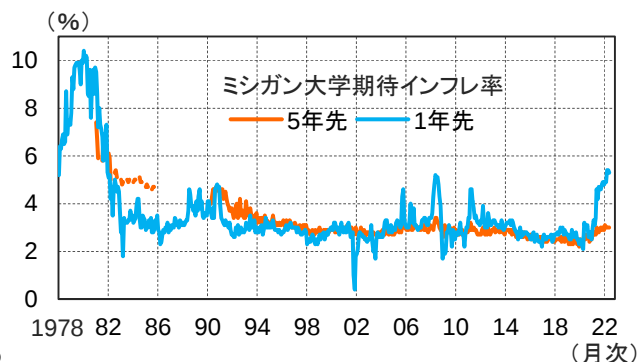
(備考) 1.IMFにより日本政策投資銀行作成 2.FRBは雇用と物価の二つを目的とし、ECBも物価以外に雇用や環境保護などの目標を有するなど厳密にはIMFの定義(物価は唯一の目標)に該当しないが、ともに物価を主要目標とするため、カウントに含めた

### 3.中銀はインフレ目標の明示により、期待を含めたインフレの鎮静化につながる

70年代のスタグフレーションの経験後、多くの中銀がインフレターゲット政策を導入し(図表3-1)、これがその後、世界的な低インフレが定着する一因になった。物価目標からの乖離に応じて金融政策を見直すことで、政治的な圧力を排し、政策の予見可能性を高め、期待を含めたインフレを鎮静化させる。低インフレが続いたことや、コロナ禍からの景気回復を支えるため、拙速な利上げを回避する枠組み修正もみられたが、21年後半からインフレ退治姿勢にシフトした。

米国消費者の期待インフレ率は、1年先は振れが大きいものの、直近では80年以来の5%超となった。一方、5年先については3%にとどまり、インフレは一時的とみられている(図表3-2)。中銀の利上げ

図表3-2 米国消費者の期待インフレ



(備考) 1.Refnitv Datastream 2.5年先の90年以前の調査は断続的

は、目先の需給緩和とともに、先行きのインフレ期待を抑えることが期待されている。

#### 4.スタグフレーションのリスクは高くないが、留意が必要

70年代と現在を比べると、エネルギー価格高騰によるコストプッシュ型インフレ、緩和的な政策環境などが類似している。

一方、粘着的物価の急激な上昇はみられず、物価・賃金の上昇スパイラルの可能性は低下したほか、中銀が強いインフレ抑制姿勢を示すこともあり、期待インフレの上昇が限られている。また、当時に

比べてエネルギー依存度(単位当たりGDP産出に必要なエネルギー量)が低下していることや、労働市場は好調であることもリスクの軽減要素となっている(図表4)。

一部のエコノミスト調査では、スタグフレーションのリスクは高くないと考えられる一方、むしろ景気悪化とインフレ低下、即ち従来型の景気後退の可能性が比較的高いとの結果が示されている。ただし、一次産品価格の上昇が続いた場合や、中銀の利上げが不十分な場合などに、賃金上昇や期待インフレの上昇が進むリスクには留意が必要となる。

図表4 スタグフレーションの要因比較

|               | 70年代～<br>80年代初頭 | 今回 |
|---------------|-----------------|----|
| エネルギーショック     | ○               | ○  |
| 緩和的な財政、金融政策   | ○               | ○  |
| 粘着物価や期待インフレ上昇 | ○               | △  |
| 物価・賃金の上昇スパイラル | ○               | △  |
| 中銀の物価安定への信任低下 | ○               | △  |
| 高いエネルギー依存と失業率 | ○               | ×  |

(備考)日本政策投資銀行作成

©Development Bank of Japan Inc.2022

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。  
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp