

1970年代のような高インフレは再来するか？

Topics

- ▶ 米国では1980年代以来の高いインフレ率となり、賃金も上昇している。インフレと賃金が双方上昇した1960年代後半と現局面には共通点があり、高いインフレ率が長期化するとの懸念がくすぶっている。
- ▶ 1960年代後半には、FRB（米連邦準備理事会）などの政策対応が長期に亘る景気過熱をもたらした。インフレと賃金が上昇して人々のインフレ期待が揺らぎ、その後の1970年代以降のインフレ加速を招いた。
- ▶ コロナ後の賃金上昇は、短期的な経済ブームによって起きた側面があり、経済成長の減速とともに落ち着く可能性がある。今次局面では、FRBは金融引き締めを素早く転じており、インフレ期待は安定している。

シニアエコノミスト 村上 尚己

1970年代の高インフレが到来する懸念

米国では2022年3月CPI（消費者物価）コアベース（エネルギー、食品除く）で前年比6.5%まで上昇、1980年代以来の高いインフレ率になりました。FRBは昨年半ばまでインフレを一時的とみていましたが認識は大きく変わり、高止まるインフレへの警戒を強め、2022年に積極的な引き締め政策に踏み出しました。利上げや量的引締め政策を前倒しで行うだけではなく、5月FOMC（米連邦公開市場委員会）では、1回の会合で50bpsの政策金利の大幅利上げを行いました。

最近1年間の大幅なインフレ上昇をきっかけに、1990年代半ばから続いた低インフレの時代が終わったのみならず、1970年代から80年代前半同様の更なる高インフレの時代が再来するとの懸念が、金融市場において浮上しています。

一方、インフレに対して機動的に対応するのは中央銀行の役割であり、FRBの政策対応が適切であれば、上振れているインフレを制御することは可能とされます。FRBの政策対応の観点から、1970年代のような高インフレ・高賃金が、今後再来するリスクについて以下では考えます。

1960年代後半と最近の賃金上昇

1970年代の高インフレの遠因とされる、米国の1960年代後半のインフレ、賃金を振り返ってみましょう。1960年代前半まで米国ではインフレが極めて落ち着いていました。1965年ころからインフレ率が少しずつ上昇、1966年まではインフレ率は3%台、名目賃金は前年比4%前後で推移していました。その後、インフレ上昇とともに、1967年初から1968年半ばかけて賃金は6%台、1969年には7%台に一段と加速。この局面では、賃金上昇に対する人々の期待が強まり、インフレが自己実現的に高まるメカニズムが強まったと推測されます。その後1970年代からは、賃金は7%を恒常的に上回り、高インフレの状況が定着しました（図表1）。

最近の賃金の状況を的確に表す賃金トラッカー（アトランタ連銀算出）は、2021年1月の前年比3.4%から、2022年3月に同6%と伸びています。同統計が発表された1997年以降、1年余りで大幅な伸びをみせるのは初めてとなります。1967年前後と2020年の賃金上昇率がほぼ同じであり、この単純比較からは、今後賃金上昇と相まって、インフレ率が更に高まるリスクが懸念されます。

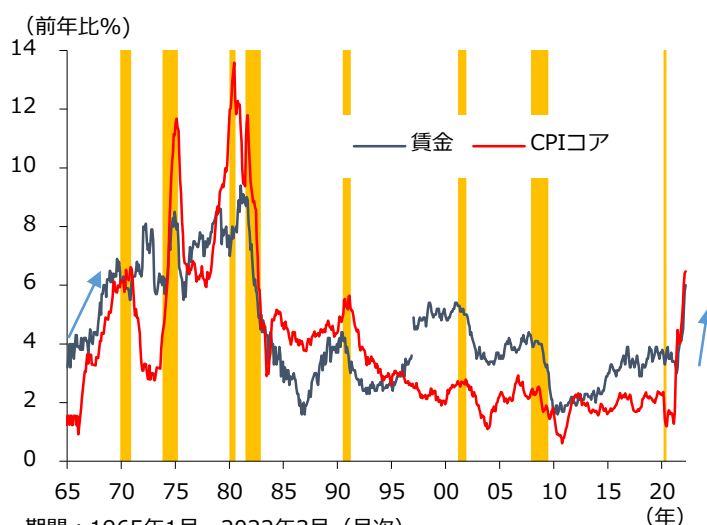
次ページへ続く

※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。

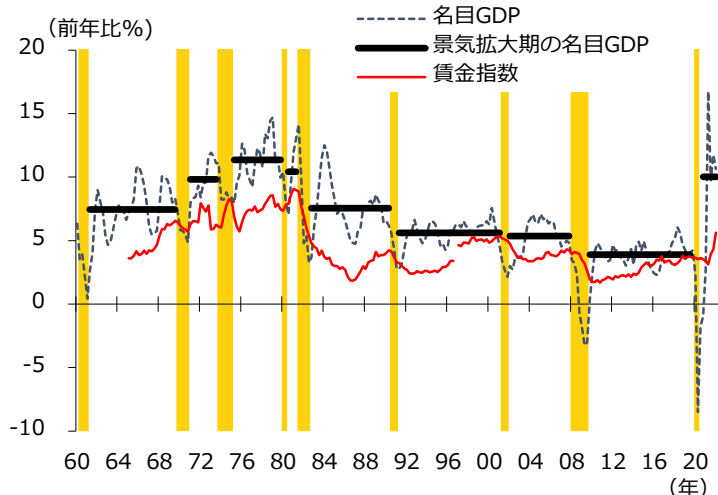
図表1

CPIコアと賃金の推移



図表2

名目GDPと賃金の推移



コロナ後の経済ブームと供給制約は異例

ただ、1960年代後半に賃金上昇が起きた時と、現在の経済回復局面で状況は異なる部分があります。コロナ後の今次局面は、経済対策が強く効いたので、経済回復が異例の強さとなりました。コロナ禍のリバウンドが一服した直後の2020年10-12月期からの1年半にわたり、年率換算ベースで名目GDPは約10.0%拡大しました（前頁図表2）。

最近の、インフレを伴う経済活動膨張は、過去の景気拡大局面と比べてもかなり大きな伸びです。企業側からすれば売上が急増している状況であり、この経済環境であれば現在の約6%の賃金上昇は吸収できると思われます。

コロナ後の短期的な経済ブームによって起きた労働市場の供給制約の強まりが、米国における賃金上昇をもたらした側面が大きいと評価されます。今後、コロナからの正常化とともに、名目GDPの伸びが持続可能な成長経路に戻ると予想されます。こうした中で、労働市場の供給制約が和らぐとともに、短期的に高まった賃金の伸びも落ち着く可能性が高いと思われます。

1960年代のインフレに対するFRBの対応

一方1960年代後半には、景気回復が長期化する中でインフレと賃金の高進が、時間をかけて起きた特徴があります。1960年代の景気回復局面では名目GDPは平均7.5%拡大しましたが、名目経済拡大ペースに賃金の伸びが近づく中、1960年代後半に賃金の伸びが高まりました。賃金とインフレが相互的に上昇しながら、家計、企業のインフレ期待が時間をかけて高まったとみられます。

当時、賃金インフレを高めた要因の一つは、金融財政政策が、長期にわたり緩和的に作用していたことだと推察されます。FRBは1966年に政策金利を一旦6%程度まで引き上げましたが、その後1967年には利下げに転じ短期間で政策金利を再び戻しました（図表3）。結果論ですが、当時のFRBによる利下げは、労働市場を一段と過熱させたとみられます。

1968年からFRBは利上げに再び転じましたが、この時点で労働市場の過熱は強まり、そして民間のインフレ期待は揺らぎ、賃金とインフレのスパイラル的な上昇が起きたと推察されます。1960年代後半は、FRBによる緩和的な金融政策が労働市場を過熱させる状況が2~3年続きました。当時、FRBの金融政策運営において、インフレ目標政策が明示的に採用されなかったことが、インフレ期待の制御がうまくいかなかった一因とみられます。FRBは1969年には政策金利の大幅な引き上げを余儀なくされましたが、その後の1970年代の景気停滞と高インフレを招きました。

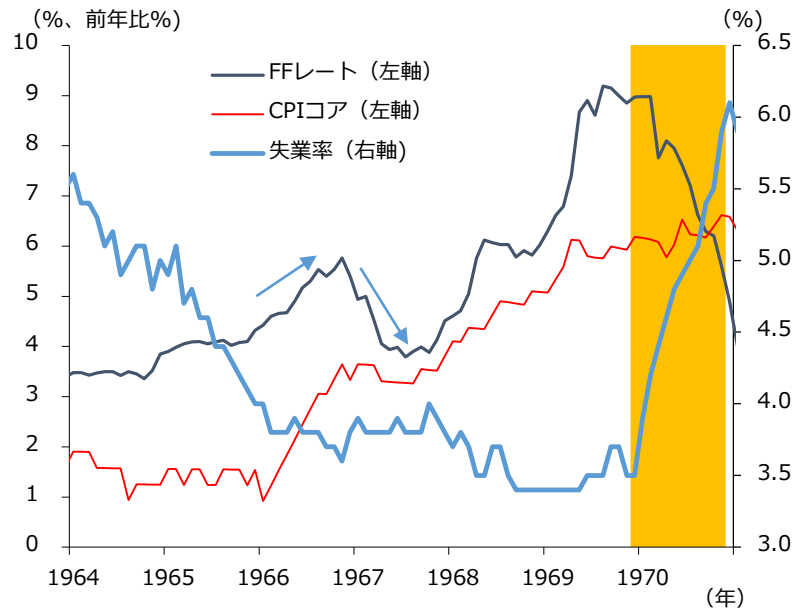
1960年代後半に景気過熱期間は長期化

また、1960年代後半の需給ギャップは、4年に亘り大幅なプラス領域で推移していたとCBO（議会予算局）は試算しています。当時1964年から、ジョンソン政権によって拡張的な財政政策が強まり、金融財政政策の双方が、数年に亘り、経済を過熱させる方向で作用していた可能性を示しています（図表4）。

需給ギャップの正確な試算は難しいですが、2022年時点の需給ギャップは、ようやくプラスに転じた程度です。コロナ後も米政府は未曾有の財政政策を発動しましたが、1960年代後半同様に将来の高インフレをもたらすほど、2022年時点で経済全体を過熱させるには至っていないと言えます。

図表3

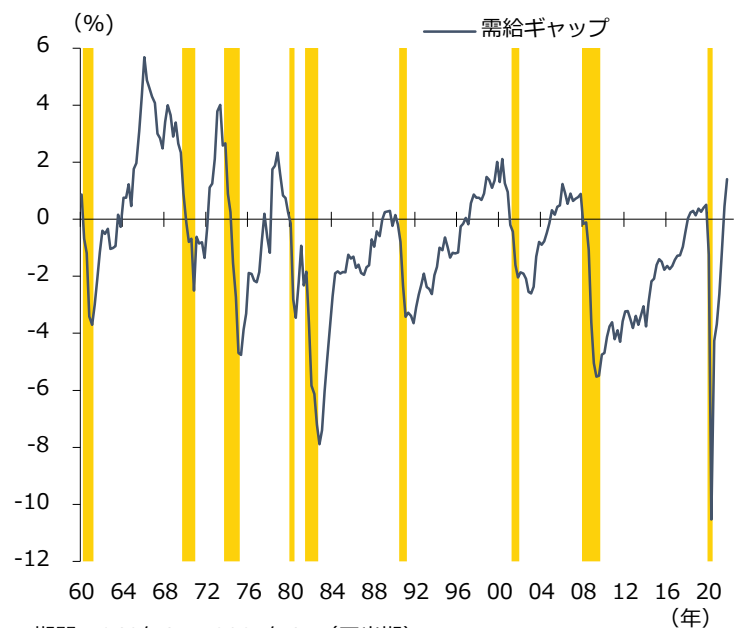
1960年代後半のインフレ、政策金利、失業率



期間：1964年1月～1970年12月（月次）、シャドーは景気後退局面（出所）ブルームバーク等よりアセットマネジメントOneが作成

図表4

需給ギャップの推移



期間：1960年Q1～2021年Q4（四半期）
（出所）CBOよりアセットマネジメントOneが作成、シャドーは景気後退局面

※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。

インフレ目標を重視するFRBは素早く転換

最近のFRBの政策対応を振り返ると、景気回復局面の2020年4月から2021年半ばまで、1年半にわたりFRBは景気回復を重視しました。インフレに対して楽観的で、金融緩和を緩やかに手仕舞いする姿勢でした。

ただ2021年秋口からインフレへの認識が変わり、政策姿勢をインフレ鎮静化モードに一気に転換しました。このFRBの積極的な引き締め転換は、インフレ目標が明示化され、インフレ期待の安定が重視されているが故に、実現したと言えます。2,3年に亘り緩和的な政策運営を続けた1960年代後半と比べれば、迅速に引き締め政策への転換が始まったと位置付けられると評価されます。

高インフレ再来の可能性は高くない

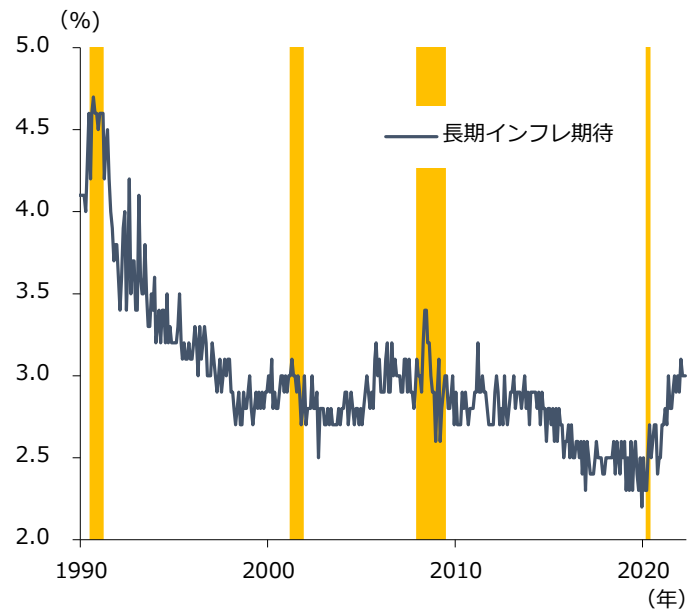
現在の米国の賃金インフレの上昇は、コロナ禍後の、稀にみるブーム的な経済拡大がもたらした側面が大きいと思われる。このため、コロナ後の高成長のフェーズが終わりつつあるので、短期間で高まった賃金の伸びが、今後鈍化する可能性があります。

また、1960年代後半に起きたとみられる、インフレ期待の上昇を伴う、インフレ・賃金の上昇が自己実現的に上昇するフェーズまでに、現時点では至っていないとみられます。家計へのサーベイをみると、ガソリン価格に左右されがちな1年後までのインフレ期待は高まっていますが、長期（5-10年先）のインフレ期待は3%前後で依然として安定しています（図表5）。

そして、緩和的な政策対応が長引いた1960年代後半と比べると、2021年秋口から金融政策は短期間でインフレを鎮静化させる方向に、素早く転換しました。パウエル議長率いるFRBが素早く政策転換したことが功を奏することが一因となり、今後、1970年代のような、高インフレの発生には至らないだろう、と筆者は予想しています。

図表5

家計の長期（5-10年先）のインフレ期待



期間：1990年1月～2022年4月（月次）

（出所）ミシガン大学よりアセットマネジメントOneが作成、シャドーは景気後退局面

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。