

# 資源価格高騰と インフレリスク

真壁 昭夫  
(信州大学経済学部教授)

現在、わが国経済はデフレ状況が続いている。大規模なデフレギャップの影響もあり物価水準が低下し、それに伴って人々の賃金水準も低下する。それが、わが国の人口減少・少子高齢化現象との相乗効果によって、消費水準の盛り上がりを阻害し国内経済活動を下押しする悪循環に陥ってきた。そうしたデフレと関連する経済の悪循環から脱却することが、わが国経済の最大の課題にもなってきた。

一方、世界の穀物やエネルギー資源の価格を見ると、足許で、上昇傾向が明確になっている。その背景には、多くの人口を抱える新興国の高成長がある。新興国の経済が高成長すると、それに伴って国民の所得水準は上昇し購買力は大きく増加する。購買力の増加に伴って、食料品や工業製品の原材料であるエネルギーに対する需要は拡大する。その結果、世界的に商品市況の上昇傾向は鮮明になる。

それは、デフレ状況が続いているわが国にも影響を与える。食料品やエネルギーなどの原材料価格が上昇すると、企業の生産コストが上昇することは避けられず、次第に消費者物価にも跳ね返ることになるからだ。今後、商品市況の上昇がさらに続くと、わが国経済にも次第に、インフレ圧力が高まる可能性は高いだろう。

## わが国経済=デフレの現状分析

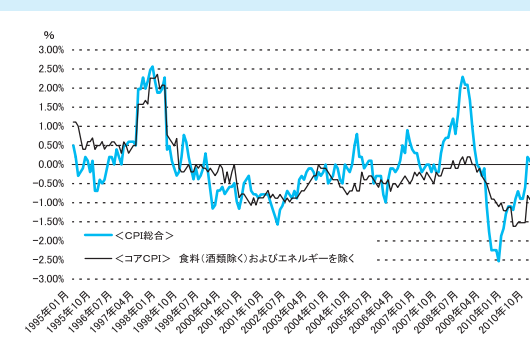
図表1に示す通り、わが国はすう勢的にデフレ圧力に苦しめられてきた。その背景にはいくつかのファクターが考えられる。まず一つ目のファクターは、大規模なデフレギャップの存在だ。90年代初頭、わが国では大規模な資産バブルが崩壊した結果、大規模なバラ

ンスシート調整と、バブル時代の遺産として過大な供給能力が残った。それらの問題は徐々に解決に向かって歩んできたものの、経済全体のデフレギャップの解消には至っていない。内閣府の試算によると、2010年7-9月期ではGDP対比3.9%のデフレギャップ=金額にして約15兆円の需要不足が生じている。

また、物価動向に関して無視できない要素は、中国等の新興国の工業化の進展だ。中国を中心とした有力新興国の工業化の進展に伴って、世界的に賃金水準の低い諸国の生産能力は飛躍的に高まり、安価な商品の供給が拡大した。安価な製品群は、当然、わが国にも流入することになり、輸入物価の低下という経路を通して、わが国の物価水準に下方圧力をかけることになった。

安価な輸入品の増大と同時に、賃金水準の低い新興国の生産能力の拡大は、わが国や欧米諸国などの賃金水準にも影響を与える。企業サイドから見ると、労働集約性の高い製品群を作る場合、賃金水準の高い諸国で生産活動を行うことには必ずしも合理的ではない。安価な労働力を求めて、企業が生産拠点を新

図表1 わが国の消費者物価指数の推移(前年同期比)



興国へと移転すると、先進国での雇用機会は減少し、労働市場の需給関係は緩むことになる。労働市場の需給が緩むと、賃金水準は低下する可能性が高まるからだ。そうした生産要素価格収斂の動きによって、主要先進国では賃金デフレの現象が発生しやすくなる。わが国でも、そうした現象が様々な分野で観察された。さらに、様々な分野での技術革新が進展することによって、主に技術集約的な製品群の価格は顕著に低下傾向を示し、それが物価水準を押し下げる要因の一つになったと考えられる。

### 世界的な資源価格上昇のトレンド

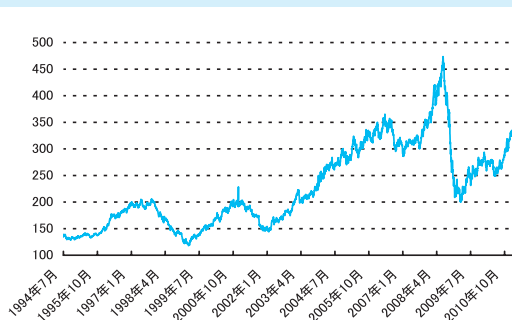
わが国がデフレ圧力に苦しめられる一方、2000年代初頭以降、見逃すことのできない変化が起きている。それは、穀物などの食料品、鉱物やエネルギー資源の価格上昇が顕著になっていることだ。穀物やエネルギー資源などの価格動向を表す代表的な指数であるCRBインデックス(図表2)を見ると、2000年代前半から上昇傾向が見られ、2005年以降、上昇のペースが加速していることが分る。

穀物や資源価格の上昇については、その背景にある二つの要素を考えると分かり易い。

### (1) 人口の多い新興国の高成長に伴う需要の増大

中国を中心とするBRICsなど、多くの人口を抱える新興国が工業化の段階を迎え、高成長の局面に入った。それら諸国の工業化進展に伴い、原材料となる鉱物やエネルギー資源に対する需要が飛躍的に増大する。また、多くの人口を抱える新興国の所得水準が上昇することによって、食料品に対する需要も大幅に拡大する。その結果、世界的に穀物や鉱物などの需給状態がタイトになり、それらの商品の価格を押し上げることになる。

図表2 CRB指数の推移



### (2) 主要先進国の金融緩和策

リーマン・ショック以降、世界的な不動産バブルの崩壊で主要先進国を中心に景気が落ち込んだ。それに対して、多くの国が景気刺激策をとるため金融政策を緩和して、多額の流動性を供給するスタンスを取った。その資金の一部が、投資資金として商品市況のデリバティブ等流れ込み、穀物やエネルギー資源の価格を押し上げたことが考えられる。

CRBインデックスの動きを見ると、新興国の高成長が顕著になるのに合わせて、インデックスは上昇傾向を辿り始め、2008年に入ると、一時、上昇速度が一段と加速した。しかし、インデックスの上昇傾向は、2008年9月のリーマン・ショックの発生によって、一旦、大きく落ち込むことになった。それは、リーマン・ショックの発生によって、世界的に景気が大きく落ち込んだことがあった。

その後、リーマン・ショックの影響が徐々に薄れるにしたがって、再び、上昇傾向を鮮明化している。CRBインデックスが示す過去の穀物や資源の価格の動きを総括すると、主要新興国の高成長による需要の拡大によって、2000年代初頭以降上昇傾向を鮮明化していたのだが、リーマン・ショックによる世界的な景気の落ち込みで、その上昇傾向が一時的に調整局面に入った。ところが、世界的な不動産バブルの影響が相対的に低かった新興国経済の成長に伴って、再び、CRBインデックスは上昇傾向が鮮明化しているのである。

### インフレ懸念台頭の新興国VSデフレーション傾向の先進国

世界的に穀物や資源の価格上昇が続くと、当然、食料品や工業製品の価格が上昇し易くなり、インフレ懸念が高まってくる。既に、中国やインド、ブラジルなどの主要新興国では、インフレ懸念が本格化する兆候を見せている。それらの諸国では金融政策を引き締め型に転換して、インフレを抑え込む政策運営が採られている。

例えば、中国の消費者物価上昇率は、昨年11月の段階で5.1%となり、政府のインフレ目標値である3%を大きく超える水準まで上昇している。12月には4.6%とやや低下したものの、今年に入って食料品価格の上昇が目立っており、国民からも不満の声が上がり始めている。そうした国民の不満を緩和するために、中国政府は、預金準備率の引き上げや、金利

水準の引き上げを実施している。その他の新興国でも、ブラジルやインドなどでは、既にインフレ対応型の経済政策運営が実施されている。

インフレ懸念が本格化している新興国とは対照的に、わが国をはじめ欧米などの主要先進国では、今のところ、インフレの脅威が本格化していない。むしろ、世界的な不動産バブルの崩壊によって、多くの先進国は、大規模なバランスシート調整を余儀なくされており、景気の回復のペースは極めて緩やかだ。米国では、バランスシート調整に伴う景気低迷に対する対策として、実質的なゼロ金利政策がとられ、FRBによる多額の国債のマネタイゼーションが実施されている。また、欧州の一部の国では、国の信用力に対する懸念が発生しており、長期債の流通利回りが急上昇するケースが散見される。そうしたケースは“ソブリン・リスク”と呼ばれている。

新興国に比べて景気の回復が遅れている先進国では、国内需要が盛り上がっていないこともあり、現在のところインフレ懸念はそれほど顕在化していない。その結果、インフレ懸念が台頭する新興国VSディスインフレ傾向の先進国という、世界経済の構図が出来上がっている。

#### 今後、先進国でもインフレ懸念台頭の可能性

ただし、これからも、世界的に穀物やエネルギー資源等の価格上昇が続く場合には、状況は違ってくる。主要先進国でも、インフレ懸念が台頭する可能性が高まるとみられる。まず、世界的に穀物などの価格上昇が続くと、一般的に食料品の価格が上昇し易くなる。また、穀物を原材料として作られる、二次的な食料品の生産コストも上昇する。生産コストの上昇部分が価格に転嫁されると、当該製品の価格は徐々に上がることになる。

現在、景気回復が遅れている先進国では、生産コストの上昇を直接、価格転嫁することが難しい商品もあるため、食料品の価格上昇のペースは緩やかになることが考えられる。しかし、企業の収益状況を考えると、いずれかの段階では、生産コストの上昇部分が価格に転嫁することが想定される。今後、先進国でも景気の回復が鮮明化すると、価格転嫁による物価上昇の圧力は増すことになる。その場合には、食料品価格の上昇が、消費者物価水準を押し上げるペースが速まるはずだ。

また原油などのエネルギーや、銅やレアアースなどの鉱物資源についても、同様のことが言える。相対的に生産効率の低い新興国の高成長によって、それらの資源に対する需要が拡大すると価格には上昇圧力がかかる。先進国企業がそれらの資源を購入する場合にも、上昇した価格で取り引きがなされる。景気回復が遅れているからと言って、新興国企業よりも安価な価格で購入することはできないからだ。

それらを原材料として作られる、製品群の価格水準はどうしても上昇し易くなる。もちろん、製品群の価格上昇の速度は、生産コストの上昇分をどれだけ価格に転嫁できるかに依存するのだが、どこかの段階で価格転嫁は避けられない。原油やレアアースなどの鉱物資源の価格動向を見ていると、そのタイミングは予想よりも早くなることも考えられる。それが現実味を帯びてくると、消費者物価指数が比較的安定していた先進国でも、物価水準に押し上げ圧力が強まることが予想される。

#### 重要なポイントは先進国の景気動向

今後、世界的にインフレ懸念が台頭するかどうか、台頭するとしたら、その時期は何時になるかを考える場合、最も重要なポイントは主要先進国のバブル後始末の進捗状況と、それと関連した景気回復の進捗状況になるだろう。

現在、堅調な展開を示している新興国経済に加えて、先進国の景気回復の足取りが一段と鮮明になると、穀物や資源に対する需要はさらに拡大する。短期間で供給能力を高めることが難しい、農業生産物や天然資源などの需給関係は、一段とタイトさを増すことが予想される。その場合、価格動向はさらに上昇傾向を辿りやすくなる。

もう一つ無視できない要素は、先進国の景気回復の加速によって、価格転嫁のペースが速まることだ。今のところ、バブル後始末に追われる格好で、米国では労働市場の回復が遅れ気味であったり、欧州諸国の中には、ソブリン・リスクの顕在化に苦しめられている。そのため、生産コスト上昇分を価格転嫁することが難しい分野も多かった。ところが、景気回復のペースがはっきりすると、様々な財やサービスの需給がタイトになりやすい。また、人々の景気に対する心理状況が好転すると、価格上昇を受け入れやすくなるだろう。



いくつかの国で金融政策が引き締め型に移行されても、物価水準が上昇傾向を辿る可能性は高い。

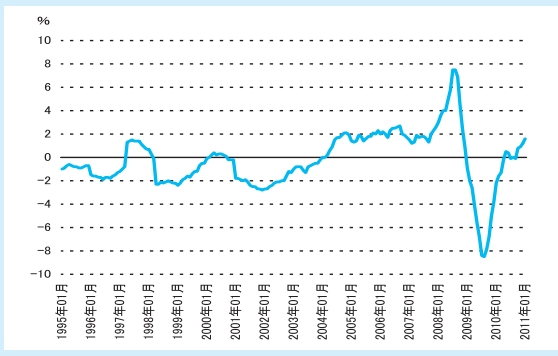
現在の世界経済の状況を見ると、2011年の早い段階で、主要先進国の景気回復が鮮明化するようだと、年後半以降、世界的にインフレ懸念が台頭する可能性が高まると予想する。

### 今後の展開予想＝わが国だけが世界のすう勢から蚊帳の外ではられない

世界的に、商品市況の上昇が顕在化しつつある現在、その影響は少しずつ、わが国経済にも波及している。図表3をみると、2004年ころから上昇に転じた企業物価水準は、リーマン・ショックの発生によって一旦、大きく下落した。その後、リーマン・ショックの沈静化や、世界的な商品市況の上昇等の要因によって、再び上昇傾向を辿り始めていることが分る。つまり、原材料価格の上昇は、既に企業の生産段階では浸透し始めているといえる。

問題は、今後も穀物や資源価格の上昇が続くとみた場合、わが国の消費者物価水準がどのような展開を辿るかだ。それを判断するために、以下の二つのファクターを考慮する必要がある。

図表3 わが国の企業物価指数の推移(前年同期比)



#### (1) わが国の景気回復の動向

リーマン・ショック発生後、世界的に景気が大きく落ち込んだ。わが国も例外ではなく、戦後最大の落ち込みを体験することになった。それに対して政府は、エコポイントなどの大規模な景気対策を実施し景気の下支えを図った。その効果に加えて、新興国の高成長や一部先進国の景気の立ち直りなどによって、わが国経済も徐々に明るさを増している。重要なポイントは、そうした動向が今後も継続できるかだ。景気対策効果の剥落などの要因で、一時的にGDPがマイナス圏に落ち込むことが予想されるものの、現在の世界経済の状況が

維持されるのであれば、おそらく、わが国経済も緩やかながらプラス成長を維持することができる。それが現実のものになると、資源価格等の上昇による生産コストの上昇分は、少しずつ価格に転嫁されることになる。そうすると、わが国経済にも徐々にインフレ懸念が出てくるのは避けられないだろう。

#### (2) 消費者物価指数の基準改定

一方、わが国個別の特殊事情を忘れることはできない。それは、2011年8月、わが国の消費者物価算定の基準年が2005年から2010年に改訂されることだ。基準年の改定は基本的に技術的な問題なのだが、算定される消費者物価の動向には変化が出ることは避けられない。現在、分かっている情報で基準改定の影響を試算すると、新消費者物価指数(コアCPI=生鮮食料品を除く総合指数)は、旧指数と比較して0.6%程度下落する可能性が指摘されている。つまり、消費者物価指数の基準年が変わることによって、消費者物価指数で見える物価水準は低下することになるのである。具体的には、2011年8月以降に発表される消費者物価指数は、前年対比でマイナスになる可能性が極めて高いことになる。その点は、十分に頭に入れておくべきだ。

これらの要素を総合的に考えると、世界的な景気回復過程が今後も続くことを前提とすると、穀物・資源の価格上昇が続く可能性が高いとみられる。それが現実のものになると、わが国の消費者物価指数は少しずつ上昇圧力が強まることは避けられないだろう。早ければ、今年の春先以降、物価指数が前年対比でプラスになることも考えられる。

一方、消費者物価指数算定の基準年の改定によって、今年8月に発表される7月分の指数からは、おそらく前年対比の指数はマイナスになるだろう。その結果、消費者物価指数の動向から見ると、8月以降、「わが国はデフレから脱却できていない」との判断になるとみられる。しかし、冷静に考えれば、それは技術的な要素による現象であり、物価動向のすう勢を考えれば、徐々に上昇傾向に転じる＝インフレ懸念が少しずつ台頭する可能性が高いと考える。