

世界経済はインフレ回帰

福井県立大学 客員教授 中島 精也
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

世界各地でインフレが加速している。消費者物価（総合）の前年同月比を見てみると、米国が8.2%、ユーロ圏が9.9%、日本が3.0%で、いずれもコロナ感染が一巡して経済活動が再開した2021年から伸び率が反転上昇に転じ、2022年に入るとウクライナ戦争で資源価格が急騰したことを受けて一気に加速しているのが分かる。また、食料とエネルギーを除く消費者物価の伸びは米国が6.6%、ユーロ圏が4.8%、日本が0.9%となっており、それぞれの賃金の伸び5.0%、4.1%、1.7%の高低が影響しているようだ。

いずれにせよ各国は2%物価目標を掲げているので、2%以上、特に欧米の8~10%インフレは受け入れ難い伸び率である。米連邦準備理事会（FRB）は3月の連邦公開市場委員会（FOMC）で0.25%の利上げを実施してゼロ金利を解除、5月には0.5%の利上げ、6月には一気に0.75%の利上げ、7月も0.75%の利上げ、そして夏休み明けの9月にも0.75%の利上げを行い、現在FF金利は3.0~3.25%のレンジとなっている。FOMCメンバーの見通しでは今年末の水準が4.4%なので、まだあと1%以上の利上げが見込まれている。FRBがインフレ抑制に躍起になっているのは、物価目標2%への復帰に時間がかかると、せっかく2%にアンカーされていた期待インフレが漂流しかねないからだ。一旦、コントロールを失うとインフレ制御が難しくなるというのが1960~70年代からの苦い教訓である。

ECBは7月に0.5%利上げして主要レポ金利が0.5%、限界ファシリティ金利が0.75%、預金ファシリティ金利が0%となり、6年ぶり

にマイナス金利から脱却した。更に9月には0.75%の利上げに踏み切り、主要レポ金利が1.25%、限界ファシリティ金利が1.5%、預金ファシリティ金利が0.75%となっている。ラガルド総裁は「2%インフレ目標達成に相応しい金利水準とはまだ距離があるので、理事会は今後も利上げを続ける方針であり、理事会の度にデータ次第で利上げを行うが、多分、今回の理事会を含めて2回以上、5回未満の回数になるだろう」と述べており、あと1~3回の理事会での利上げを示唆している。

これに対して日銀は9月の決定会合でも、短期金利に▲0.1%のマイナス金利を適用し、長期金利は10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう上限を設けず長期国債の買入れを行う、という従来の異次元緩和政策の維持を決めた。更に金融市場調節方針を実現するために、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを毎日続けることも決めている。このようにFRBとECBがインフレ抑制に躍りになっているのに対して、黒田総裁は「当面、金利を引き上げることはしない。当面とは数ヶ月でなく、2~3年の話」と述べており、少なくとも総裁任期が切れる来年4月までは現状維持を頑なに続ける構えだ。

欧米が今後も利上げを続ける一方で、日銀が利上げを行わなければ、金利差が一段と拡大する。為替市場では高金利通貨が選好される傾向があるので、引き続き円安が進行すると見るのが素直であろう。9月22日の日銀決定会合で金融緩和の維持が決まった直後、ドル・円は146円手前まで円安が進んだが、そのタイミングでドル売り・円買いの市場介入が実施された。ドル

売り介入は実に 24 年ぶりであり、市場が油断していたこと、介入規模が 2 兆 8 千億円と巨額であったことから 5 円ほど円高に動いた。しかし、介入にも関わらず 1 ヶ月ほどで円相場は介入水準を超えて円安が進行、151 円台後半で再び介入が実施され、144 円にドルが急落するなど大荒れの展開となっている。

そこで今回の介入の意味を 1983 年に発表された「為替市場介入に関する作業部会報告書」に沿って考えてみたい。米国はレーガン政権の 1980 年代前半、高金利政策とドル高政策、かつ為替市場への不介入政策を採用したことで、他の G7 諸国から批判が強まり、米国は批判をかわすべく 1982 年に開催されたペルサイユ・サミットで介入についての国際的研究を行うことを提案して了承された。そこで発足した作業部会の報告書は言わば為替市場介入のバイブルとも呼べるものであり、今、読み返しても非常に参考となる内容が散りばめられている。

介入の目的は主に 3 つほどあり、第 1 は為替市場の無秩序な (disorderly) 状況に対処するものである。無秩序の定義づけは様々な意見があるが、為替相場の買値 (bid) と売値 (offer) の開きが異常に拡大していること、市場心理のフレによって為替レートが自己増殖的な変動を示している (バンドワゴン効果) と判断される局面を指している。第 2 は相場の乱高下に対処して、相場変動をなだらかにするスムージングオペ。第 3 は為替変動がファンダメンタルズから見て正当化できないと判断した時に、市場に「誤り」を認識させるために介入するものである。

しかし、介入の効果となると一筋縄ではない。1 つは単独介入では効果が限定されるという点である。協調介入であれば、G7 の総意で為替変動を調整しようという意気込みが市場に伝わり、より介入効果が強まる傾向がある。第 2 は持続的な市場圧力に直面している場合に為替レートに有意義な効果を及ぼすためには、当局は補完的な国内政策の調整、

とりわけ金融政策面での調整が不可欠である。介入と金融政策の変更は相互に補強し合い、それぞれの個別的効果の大きさ及び持続性を高めるからである。

これらを念頭に考えれば、今回の政府・日銀による介入は日米金利差の一層の拡大でバンドワゴン効果が働き、円安が自己増殖的に進行する恐れがあったために実施されたと推測される。しかし、円安を止める介入と金融緩和が両立しないのは上記の報告書から見て明らかである。将来の適切な政策変更 (利上げ) を行うまでの「時間稼ぎ」の介入であるとすれば、政策変更がいつまでも行われないうちは、時間稼ぎはしばしば無益であるどころか、かえって弊害をもたらすとまで報告書は言及している。そういう意味で今回の介入は苦肉の策といった印象を拭えない。

さて、足元のインフレだが、これは新型コロナ感染拡大とウクライナ戦争による一時的なもので、各国の強い金融引き締め効果で元に戻ると考えて良いのだろうか。しかし、ウクライナ戦争、台湾有事、米中覇権争いと、世の中はきな臭く、国際情勢の潮流変化を感じざるを得ない。バイデン大統領は昨年 の就任直後からロシアと中国を念頭に「世界は民主主義と専制主義の闘い」と繰り返し述べている。ポスト冷戦時代は 30 年を経過して終焉し、世界は民主国家と専制国家の 2 つのブロックに分断される新冷戦時代に移行しつつあるのは明らかだ。

ポスト冷戦時代には労働力、天然資源、土地、資本、技術などがグローバルに開放された結果、賃金など生産要素価格が低下し、新興国では生産性が上昇して経済成長が加速する一方で、先進工業国では産業空洞化の結果、製造業の衰退とデフレが進行した。今後、新冷戦時代への移行でブロック経済化が進めば、グローバル化の巻き戻しで、全ての生産要素価格の上昇が始まる。労働力、天然資源、土地の制約が強まり、技術移転も制限されれば新興国の成長期待も低下して、先進国からの

資本流入は細るだろう。加えてインフレ抑制のため、先進国で金融引き締めが進むと、金利上昇による資金コストの上昇から資本移動は二重の意味で制約を受けざるを得ない。コスト上昇と生産性の伸びの低下はポスト冷戦時代を象徴するデフレからインフレ経済への回帰を意味するだろう。

同時に新冷戦時代に移行すると、経済安全保障への関心が高くなる。ウクライナ戦争による対ロシア制裁の結果、現地工場での部品調達が困難となり撤退する外国企業が増えている。また、ロシアがガスなど天然資源の供給停止に踏み切ったことで、EUでは混乱が広がっている。更に台湾有事や米中対立の激化を想定すれば、中国との貿易や現地生産も今後、再検討を余儀なくされる事態が来るかも知れない。事実、これまで中国は尖閣問題の際に日本へのレアアースの輸出禁止を断行したし、コロナ原因究明を求めたオーストラリアに対しては牛肉、木材の輸入禁止、韓国がTHAAD ミサイルを配備した時には韓国製品の不買運動など枚挙にいとまがない。

ポスト冷戦時代に開放された労働力、天然資源、土地、資本、技術を上手く組み合わせ、先進国の製造業は旧共産圏諸国など新興国に組み立て工場、部品工場を建設し、低コストの製品を生産し、最適な物流システムを使って世界市場に供給した。しかし、ブロック化が進行する新冷戦時代には専制国家に天然資源を依存したり、生産拠点を設置するのは経済安全保障の観点から極めてリスクが高い。国際的なルールを無視して、天然資源の供給をストップしたり、輸入禁止を行い、工場の接収を実施しかねないからだ。

国際的大手企業のグローバル・サプライチェーンの一例としてアップルを見てみよう。アップルはiPhoneやiPadなどの主力製品の90%以上が中国で製造されているが、生産を主に請け負っているのは台湾鴻海や台湾ペガトロンという世界的EMS（電子機器受託生産）

メーカーである。自社製半導体の生産についても台湾積体回路製造（TSMC）がメインで、あとイスラエルでも製造している。部品調達については世界の約600の事業所から調達しており、内訳は中国252（42.1%）、日本95（15.9%）、米国43（7.2%）、台湾37（6.2%）、韓国30（5.0%）となっており、基本的に生産、部品の調達の殆どが中国、台湾、日本、韓国の東アジア地域に集中しており、台湾有事などを想定すると、その脆弱性は大きな問題になっている。

バイデン大統領は就任早々、半導体製造など先端部品、希少鉱物、医薬品などのサプライチェーン強化を打ち出しており、生産の国内回帰だけでなく、同盟国との間でフレンドリー・サプライチェーンの構築を提唱している。具体的には米国主導のサプライチェーンに関するグローバルフォーラムなどの場を通して、新冷戦時代の経済安全保障を考慮した新たなサプライチェーンの構築を進める方針である。しかし、企業の視点からすれば、グローバルからローカルへサプライチェーンが移行すれば、生産コストに大きな影響が出るのは避けられない。

専制国家群がサプライチェーンから切り離されると、単に労働供給の減少だけでなく、労働の質という面から労働のミスマッチ（低付加価値の業種に高賃金労働者が従事）が生じるだろう。工場の立地に関しても最適な候補地が得られにくくなるので、物流コストも上昇する。技術移転の制約で生産性の伸びも低下し、インフレに伴って金利が上昇する。期待利益は減少するので、信用レーティングも下がり、銀行の融資態度も厳しくなり、資本コストの上昇は避けられない。このように新冷戦時代とは生産要素の全てにわたってコスト上昇をもたらし、更にサプライチェーンの再構築という投資コストを企業に負わせる。新冷戦下の成長鈍化とインフレ回帰は世界経済の観点から望ましくない環境変化である。