



## 市川レポート

## スタグフレーションは起こり得るか

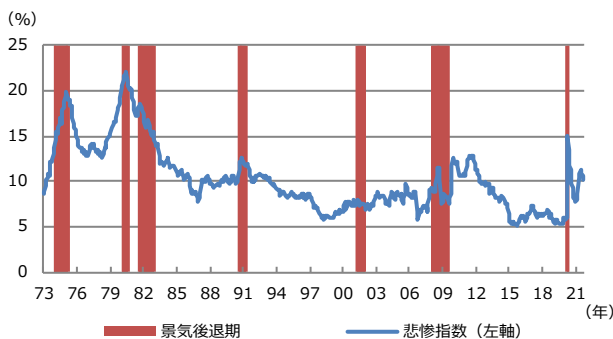
- 米中景気の先行き懸念と、世界的なエネルギー価格の上昇で、スタグフレーションを警戒する声も。
- 米国は過去、石油危機でスタグフレーションを経験、悲惨指数は20%前後に達し深刻な状況に。
- 悲惨指数は現在10%程度、過去この水準でスタグフレーションに至っておらず発生リスクは小さい。

## 米中景気の先行き懸念と、世界的なエネルギー価格の上昇で、スタグフレーションを警戒する声も

市場ではこのところ、景気停滞とインフレが併存する「スタグフレーション」を警戒する声が聞かれます。景気停滞が懸念される背景には、①米国では金融政策が緩和縮小に向かう一方、供給制約の影響を大きく受けている業種もあり、景気の下振れリスクがある、②中国では温暖化対策で火力発電が抑制されており、電力不足で成長ペースが鈍化する、との見方があります。

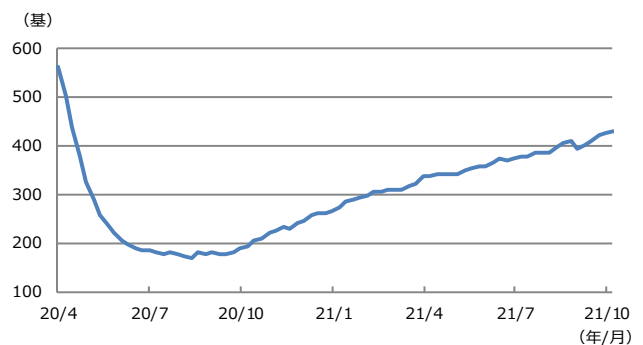
一方、インフレに対する懸念は、世界的なエネルギー価格の上昇が背景にあります。特に原油価格の上昇は顕著で、WTI原油先物価格は10月11日、一時1バレル＝82ドル18セントまで上昇し、約7年ぶりの高値をつけました。確かに、このような状況では、スタグフレーションへの警戒は高まりやすいと思われます。そこで、今回のレポートでは、スタグフレーション発生の可能性について、過去の事例を踏まえて考えてみます。

【図表1：米国の悲惨指数と景気後退期】



(注) データは1973年1月から2021年9月。  
(出所) NBER、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：米国の石油掘削装置の稼働数】



(注) データは2020年4月3日から2021年10月8日。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



## 米国は過去、石油危機でスタグフレーションを経験、悲惨指数は20%前後に達し深刻な状況に

では、具体的に米国の事例を振り返ります。米国では、1973年の第4次中東戦争に起因する第1次石油危機と、1979年のイラン革命に起因する第2次石油危機を受け、スタグフレーションが発生しました。スタグフレーションの度合いを示す一つの指標として、便宜的に米消費者物価指数の前年比伸び率と米失業率の和を用います。なお、この指標は米国の経済学者アーサー・オークン氏が考案した「悲惨指数（Misery Index）」です。

米国経済がスタグフレーションに陥った1973年から1980年代はじめにかけて、悲惨指数は20%前後に達する場面もみられ、スタグフレーションの度合いは極めて深刻だったことがわかります（図表1）。なお、この時期の米消費者物価指数と米失業率の水準をみると、前者は前年比でおおむね2ケタの伸び率となっており、後者はおおむね5%から10%で推移していました。

## 悲惨指数は現在10%程度、過去この水準でスタグフレーションに至っておらず発生リスクは小さい

直近9月の米消費者物価指数の前年比伸び率は5.3%、同じく9月の米失業率は4.8%となっています。そのため、現在の悲惨指数は10.1%と、10%を超えてきています。しかしながら、米国では、2度の石油危機でスタグフレーションが発生した後、悲惨指数が10%を超える場面は何度もみられました。ただ、結局、スタグフレーションに至ることはありませんでした。

この先、原油高が一段と進行した場合、米シェールオイルの生産が増え（図表2）、石油輸出国機構（OPEC）の協調減産見直しを促し、結果的に需給が緩和するという展開も想定されます。また、米国における人手不足などの供給制約は時間の経過と共に解消に向かい、中国当局も景気腰折れまでは容認しないとされます。以上より、スタグフレーションが発生するリスクは現時点で小さいと考えられます。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会