

2000年代、アメリカ経済に インフレ再燃はあるか

60年代に回帰するフィリップス曲線

永田 雅啓 Masahiro Nagata

埼玉大学教養学部 教授
(財)国際貿易投資研究所 客員研究員

2000年代に入ってからアメリカ経済は、途中ITバブルの崩壊があったものの、90年代からの好調を引き継いで比較的順調である。特にインフレ率に関しては92年以降、2%前後(注1)の極めて安定した状況を維持している。しかし、近年はイラク戦費の負担増や減税措置に伴う財政赤字の増大に加え、石油価格の高騰などに直面し、物価もジリジリと上昇し始めている。アメリカの物価安定は今後も続くのだろうか、それともこれは世界的なインフレに転ずる兆しだろうか。歴史を振り返ってみると、物価や経済の安定していた60年代は、ベトナム戦争への介入拡大や70年代に入ってからオイル・ショックのために短時間でインフレ経済に転じてしまった。さらに今後ドルが下落すれば、輸入依存度の上昇した現在のアメリカ経済にとっては、かなりのインフレ要因となりうるだろう。本稿では現在のアメリカのインフレ問題に関して考えてみたい。

1. 90年代以降のアメリカ経済の特徴 -- 低インフレと低失業率の共存

90年代、特に90年代後半のアメリカ

経済の特徴としては、高成長、低インフレ、低失業率の3点がしばしば指摘された。この議論の延長線上に90年代の終わり頃から喧伝されたニュー・エコノミー論があり、FRB議長のグリーン・スパンも「現在の現象

は100年に1度か2度の事態かもしれない」(97年7月22日米下院での議会証言)と発言して、この考え方がアメリカ内外で広く支持を集めることとなった。また、IT技術の進展から高度の在庫管理が可能となり、景気循環が消え、安定した高成長が長期に続くとの楽観論も一部に見られた。しかし、01年のITバブルの崩壊で、現在ではこうした極端な楽観論者はほとんど影を潜めている。そもそも90年代のアメリカの経済成長率はどれほど高かったのだろうか。表1には、50年代以降の各年代における平均成長率を示してある。表を見れば分かるように、90年代のアメリカ経済の実質成長率は、他の時代と比較して特別高成長というわけではない。むしろ、この表に示されているのは、アメリカにおける長期的な経済成長率の驚くほどの安定

表1 アメリカの実質成長率の長期的推移(1950～2004年)
(単位：%)

1950年代	3.48
1960年代	4.19
1970年代	3.19
1980年代	3.26
1990年代	3.28
2000～04年	2.50

(資料) Gross Domestic Product, U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis

性である。確かに90年代には日欧の成長率が落ちたのでアメリカの成長率の高さが際立ったが、90年代のアメリカの経済成長率が、それまでの時期と比較して特別高まったわけではない。

この意味では、上に掲げた高成長、低インフレ、低失業率の三者のうち、90年代後半のアメリカ経済で特徴的なのは、低インフレと低失業率の共存であり、この特徴は2000年代に入っても基本的に続いている。

2. インフレとアメリカの景気サイクル

別言すれば、90年代のアメリカ経済の良さは失業率が低下してもインフレが昂進しなかったことである。実は、これがアメリカ経済が長期の好景気を享受できた大きな要因になっている。戦後、アメリカ経済は何度かの景気後退に見舞われたが、景気がなんとなく悪くなったという経験はほとんど無い。多くの場合は経済政策、特に金融政策が引き締め転ずることによって景気後退がもたらされている。すなわち、FRBが政策的にマネーサプライの伸びを抑制することで金利が上昇して景気が後退している。さらに、FRB

が金融引き締めへ転ずるほとんど唯一の理由はインフレ懸念である。これに対して日本の場合は、インフレだけでなく国際収支の不均衡も金融政策の大きな制約になりうるし、為替の動向が短期金利を決定する上での一つの重要な要因になることもある。しかし、アメリカの場合、国際収支上の理由で金融政策を変えることは経験的に無く、事実、現在のような巨額な経常赤字を抱えていても、それを理由に金融を引き締めたりはしない(注2)。

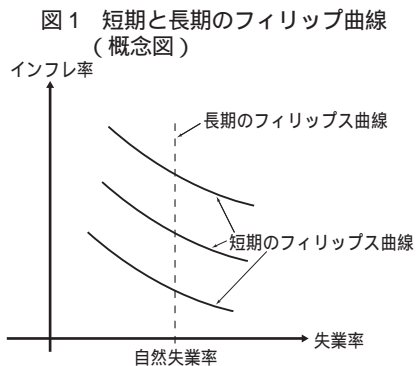
したがって、90年代のようにインフレ率が十分低いと、金融を引き締める理由が存在しない。80年代に平均5.2%だった実質短期金利(Federal Fund rate)は95年以降4%前後に低下して安定的に推移したが、これも90年代以降、アメリカが低失業にもかわらず低インフレになるという体質が根付いたからである。このように、アメリカが非インフレ体質になったことが、アメリカの金融緩和を維持させ、好景気を持続させた一つの重要な要因であった。

3. アメリカのフィリップス曲線とNAIRU -- 60年代への回帰

一般にインフレと失業率との間に

は、短期では逆相関の関係(フィリップス曲線)が成り立つとされる。ただし、長期では両者の逆相関の関係はそれほど明確にはならない(注3)。また短期でも逆相関の関係が成り立たない一つの理由は、期待インフレ率の変化である。図1には期待インフレ率の変化とフィリップス曲線のシフトに関する概念図を示したが、期待インフレ率が上昇(低下)するとフィリップス曲線自体が上方(下方)にシフトする。これをアメリカのインフレ状況で観察したのが図2~4である。

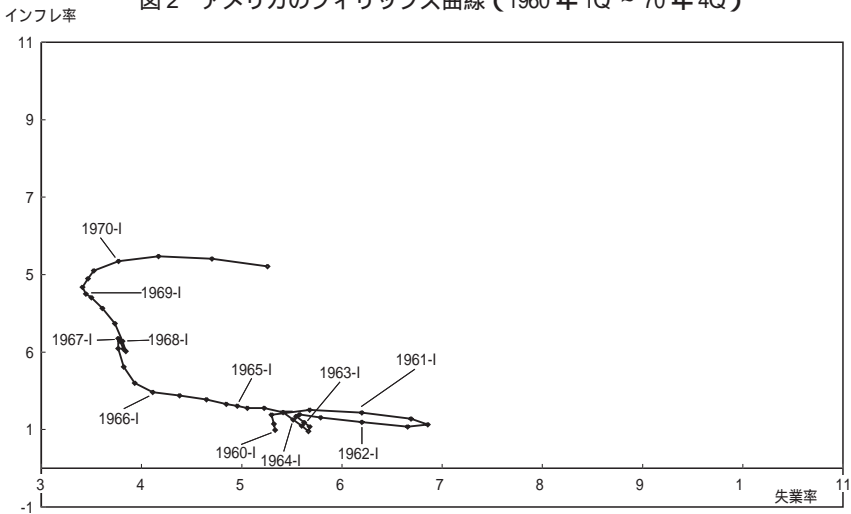
アメリカのインフレ期待は連続的に変化するというより、インフレ期待が比較的安定している時期と期待インフレ率が急速に変化する時期とに区別することができる。まず、50~60年代は、アメリカ経済が比較的安定してい



た時期である。この時期にも景気変動とインフレ率の上昇下降は繰り返していたが、概ね典型的なフィリップス曲線に沿った動きになっている（図2）。しかし、60年代後半に失業率が4%を切った辺りから4%を超えるインフレ率が続くようになり、これも一因となって、70～72年頃には期待インフレ率の上昇に伴うフィリップス曲線の上方への小幅シフトが見られる。さらに、第一次オイル・ショックが起きた73～75年にはフィリップス曲線の大幅シフトが見られ、インフレ期待が急

激に上昇したことを示している（図3）。この時期、失業率とインフレの関係は逆相関というより順相関に近く、高インフレと高失業率が同居する、いわゆるスタグフレーション状態に陥っている。こうした高いインフレ期待は、75～77年にかけていったん低下するが、第二次オイル・ショックの起きた80～81年にかけて再び上昇する。この高い期待インフレ率の状況は、概ね83年ごろまで続いたと考えられる。この間81、82年には、FRB議長だったボルカーの金融引き締め政

図2 アメリカのフィリップス曲線（1960年1Q～70年4Q）



（注）3期移動平均（図3～8も同）

（資料）US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, US Department of Labor, Bureau of Labor Statistics

策によって高い失業率を経験するが、高い期待インフレ率を保ったままのフ
 図3を見る限り、83年までの動きは イリップス曲線上の動きだったことが

図3 アメリカのフィリップス曲線（1970年1Q～92年4Q）

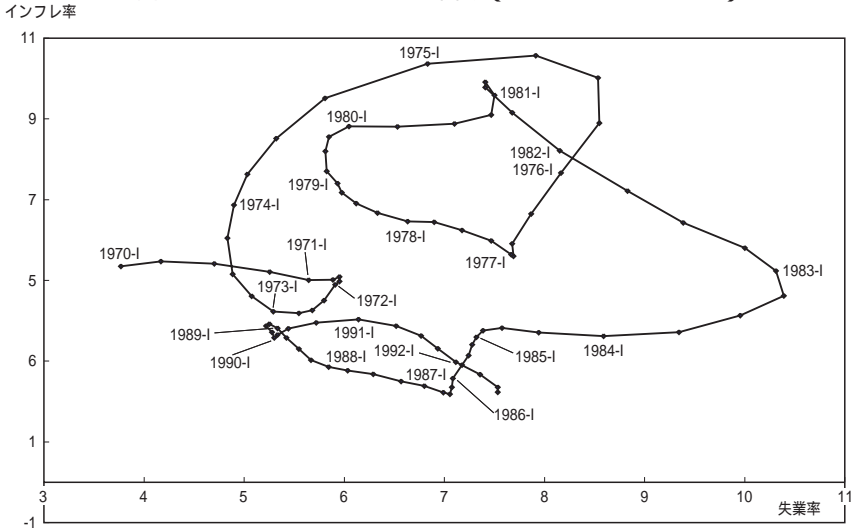
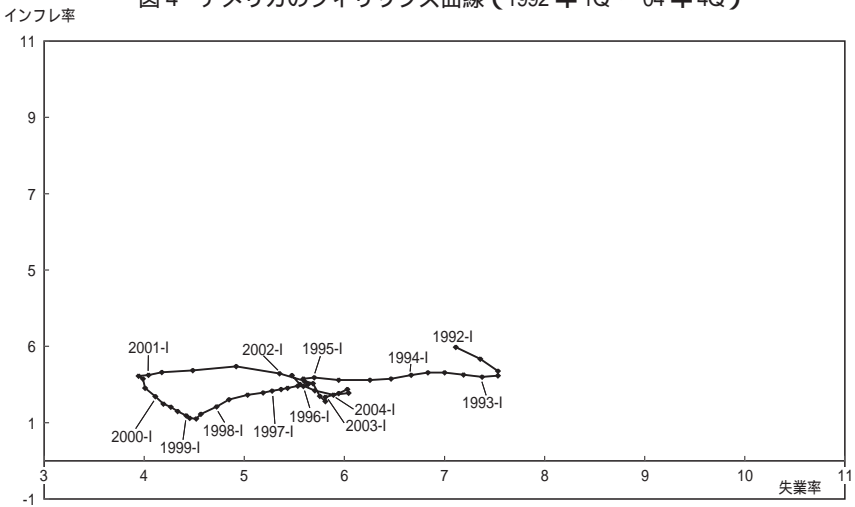


図4 アメリカのフィリップス曲線（1992年1Q～04年4Q）



分かる。しかし、こうしたボルカーのインフレ収束への強い意志が奏功し、83～85年にかけては短時日で急速なインフレ期待の低下が生じたと考えられ、フィリップス曲線は下方へ急速にシフトした。80年代後半からクリントン大統領が登場する92年までは期待インフレ率も安定していたが、図3から判断すると、85～92年ごろの期待インフレ率は第一次オイル・ショック直前のそれとほぼ同等に戻っている。その後、クリントン大統領が登場した93～98年には期待インフレ率のさらなる低下が生じたと考えられる(図4)。こうした期待インフレ率が低下してゆく時期に景気回復期が重なる、ちょうどスタグフレーションとは逆に、低インフレと低失業率が同居した状況になる。93～98年のアメリカ経済はまさにそうした時代だった。しかし、98～2000年にかけてはインフレ率の上昇の兆候が表れ始め、通常のフィリップス曲線に戻りつつある。この時期、期待インフレ率は60年代とほとんど同じになったと考えられる。この意味ではほぼ30年をかけてアメリカの期待インフレ率は60年代のそれに回帰したと言えるかもしれない。

期待インフレ率の変動はフィリップ

ス曲線を上下にシフトさせるが、自然失業率自体も経済状況に応じて変動しうる。これを見る指標としてトービンが命名したNAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment) がある。これは、インフレを加速させない失業率の意味で、インフレ率の“変化分”と失業率との関係を示したものである。例えば昨年8%、今年も8%のインフレ率ならインフレ率の変化分はゼロとなり、インフレを加速させない。図5～8は、GDPデフレータの変化と失業率の関係をそれぞれ60～70年、70～80年、80～95年、95～04年の4つの時期に区切って見たものであるが、インフレ率変化と失業率の間には、期待インフレ率が大きく動いた70年代を除けばかなり明確で安定的な逆相関の関係がある。それぞれの時代区分ごとに傾向線を推計してインフレを加速させない失業率、すなわちNAIRUを求めたのが表2である。NAIRUは、60年代には5.7%程度だったが、70～95年頃には6.5%程度に上昇した後、90年代半ば以降は再び5%に戻ってきている。すなわち、NAIRUは90年代以降は大きく低下してきており、このため、低失業率で金融を緩和し続けていてもインフレは

加速し難い体質になってきた。また、単に NAIRU の値が下がっただけでなく、70年代、80年代に比較してインフレ感応度が下がってきている。すな

図5 アメリカのNAIRU (1960年1Q～70年1Q)

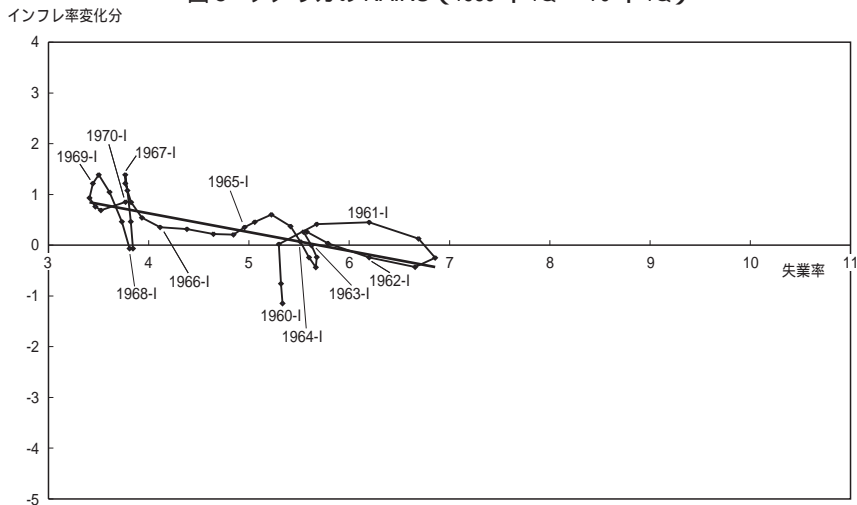
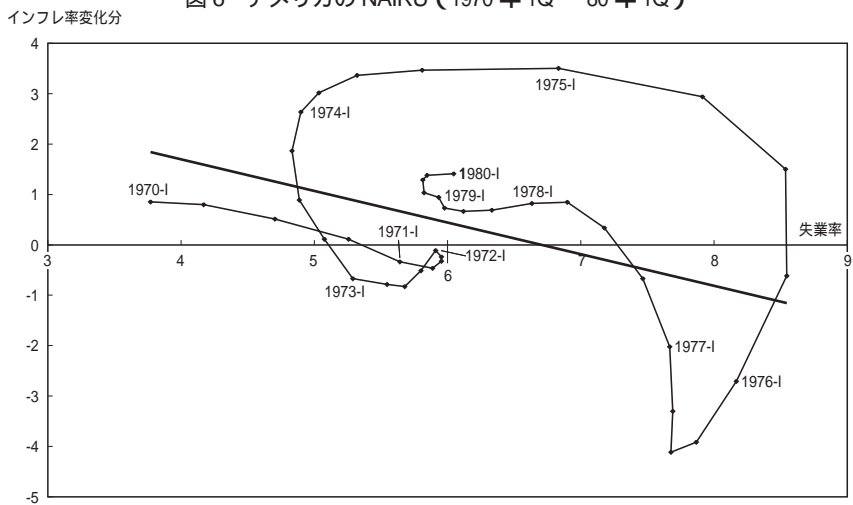


図6 アメリカのNAIRU (1970年1Q～80年1Q)



わち、失業率の1%の低下は、70～80年代にはインフレを0.6%以上加

速させたが、90年代以降は0.27%加

させるにとどまる(表2)。その意味

図7 アメリカのNAIRU(1980年1Q～95年1Q)

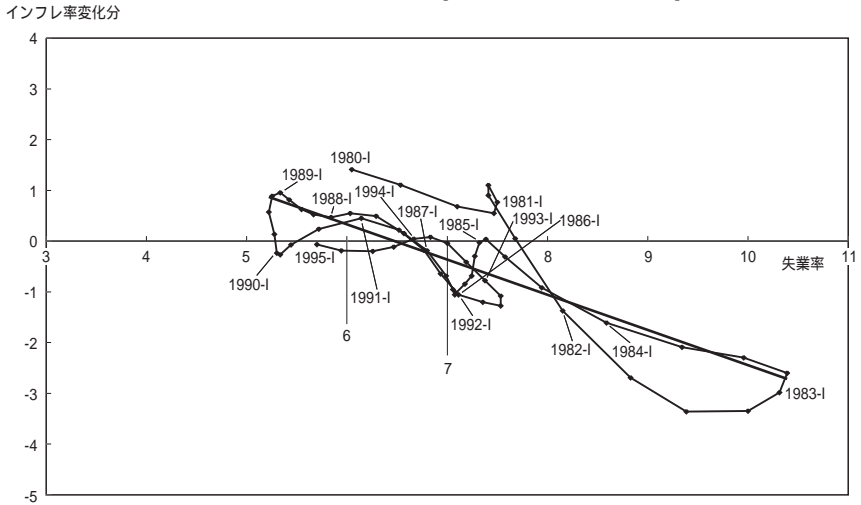
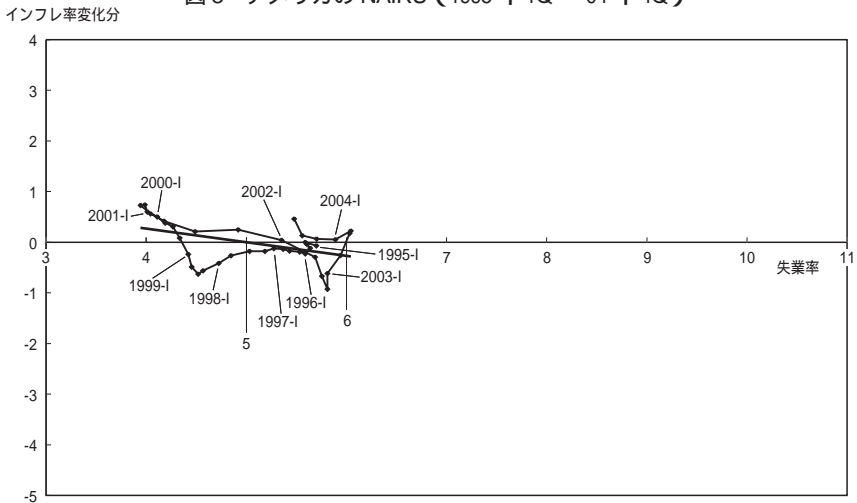


図8 アメリカのNAIRU(1995年1Q～04年4Q)



では、NAIRU の面から見ても 90 年代以降のアメリカ経済は 60 年代と同じかそれ以上に非インフレ的な体質が定着してきたと言える。

4. 90 年代にインフレ期待が低下したのは何故か

以上、フィリップス曲線のシフトや NAIRU の変化を見てきたが、それでは 90 年代にアメリカの期待インフレ率や NAIRU が低下した原因はどこにあるのだろうか。いくつかの可能性を検討してみよう。

安定的な金融政策による低いマネーサプライの伸び

図 9 には、マネーサプライ (M2) の伸びの推移を示してある。これを見

ると、87 年 4Q ~ 98 年 1Q の約 10 年間、マネーサプライの伸びが 6% 以下の比較的低い伸びで推移しており、歴史的に見ても非常に安定的な金融政策が実施されてきたことを示している。これはちょうどグリーンズパン FRB 議長の登場と軌を一にしている。この金融政策、グリーンズパン議長の安定したやや抑制気味の金融政策への信頼が期待インフレ率を下げた一つの重要な原因であろう。

現実のインフレ率が低下したこと

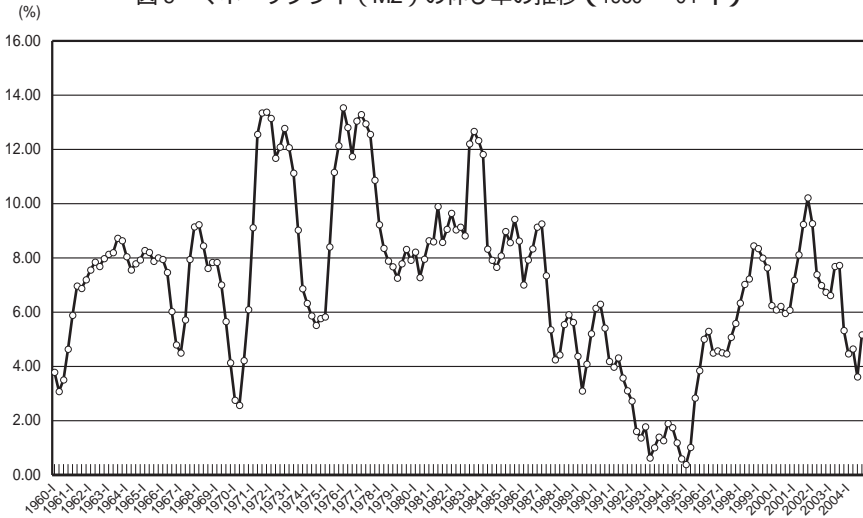
期待インフレ率は、いくつかの要因で左右されるが、その要因の一つとして挙げられるのは、現実のインフレ率の推移そのものである。インフレ率の過去の平均値 (注 4) が低下すれば、期待インフレ率も低下する。実際、60 年頃より後で 2.5 % 以下のインフレが長期に継続したのは、59 年 1Q ~ 66 年 1Q の 7 年間と 92 年 2Q ~ 04 年 4Q の 12 年間 (注 5) の二つの時期だけであり、90 年代に国民の期待インフレ率が低下するのも当然である。期待インフレ率が低下すると現実のインフレ率も低下するので、インフレ容認的な政策が出されない限り、期待インフレ率の低下と現実の低インフ

表 2 アメリカの NAIRU

	NAIRU	失業率 1% の上昇がインフレ率を上昇させる度合い
1960 ~ 70 年	5.7	0.37
1970 ~ 80 年	6.7	0.63
1980 ~ 95 年	6.5	0.69
1995 ~ 04 年	5.0	0.27

(資料) U.S. Department of Commerce, U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics

図9 マネーサプライ(M2)の伸び率の推移(1960~04年)



(資料) Federal Reserve Board

レとは、相互因果的に継続する。

生産性の上昇は主因とは考えられない

90年代末近くになって台頭してきたニュー・エコノミー論はIT革命を中心とする生産性の上昇に根拠を置くものだった。確かに一般論としては、他の条件が変わらなければ、生産性の上昇は物価の下落と生産の拡大(好景気)を同時に実現する。このため、90年代のアメリカの好調を説明する議論としては分かりやすい。しかし問題は、現実の80年代以降の期待インフレ率低下の主因が、生産性の上昇に

あると言えるのか、という点にある。

表3には、50年代からの生産性の平均伸び率の推移をまとめたものである。これを見ると、期待インフレ率が急速に低下した80年代から90年代前半にかけては、生産性の伸びはそれ以外の時期に比較してむしろ低めである。確かに90年代後半には生産性の伸び率が2.26%に上昇したが、これとても第一次オイル・ショックが吹き荒れた70年代前半の伸び率2.32%に及ばない。むしろ、生産性の伸びが4.27%と加速したのは2000年代に入ってからであるが、この時期のインフレ率は90年代よりもやや高めに推移

してきている。こうした生産性の伸びとインフレ率の推移との関係を見ると、生産性の上昇がインフレ率の抑制の主たる要因だと主張するのは難しい。

労働報酬の相対的な低下

インフレや雇用と直接関係しそうなものは、生産性の伸びそのものというより、むしろ生産性と比較した労働報酬の水準である。生産性がいくら伸びても、それ以上にコストである労働報酬が増大すれば、雇用も拡大しないしインフレも抑制されない。一方、生産性の伸びよりも低く労働報酬の伸びが抑制されれば、企業は安いコストで労働

力を雇い入れることができるので、雇用も増え（失業率の低下）、賃金上昇に起因するインフレも抑制される。図10は、就業者一人当たりのGDPと一人当たり労働報酬の推移（いずれも90年を100とする指数）を60年代から比較したものである。長期的にはこの両者は並行的に推移しているが、いくつかの期間においては両者の間に乖離が生じている。例えば60年代半ばには、両者は接近していたが、70年代から80年代初めにかけては、雇用コストが一人当たり付加価値（GDP）に比較して相対的に高く、企業側から見ると雇用を増やし難くし、賃金コスト面からのインフレ圧力がかかったことを示している。しかし、80年代半ば以降は両者が接近し、さらに90年代後半になると、雇用コストが一人当たり付加価値（GDP）に比較して相対的に低くなってきている。すなわち、生産における労働投入が相対的に安価になっているのである。企業の立場から見れば、これは雇用を拡大する十分な理由になるし、同時に低インフレをも説明できる。この時期、こうした雇用コストの上昇抑制が起きた理由にも諸説あるが、労働組合の組織率の低下や非常用雇用の増

表3 アメリカの生産性伸び率の推移
(単位：%)

1950～55年	2.94
1955～60年	2.06
1960～65年	2.77
1965～70年	2.07
1970～75年	2.32
1975～80年	1.58
1980～85年	1.42
1985～90年	1.63
1990～95年	1.57
1995～00年	2.26
2000～04年	4.27

(資料) Output per Hour (Nonfarm Business), US Department of Labor, Bureau of Labor Statistics より作成

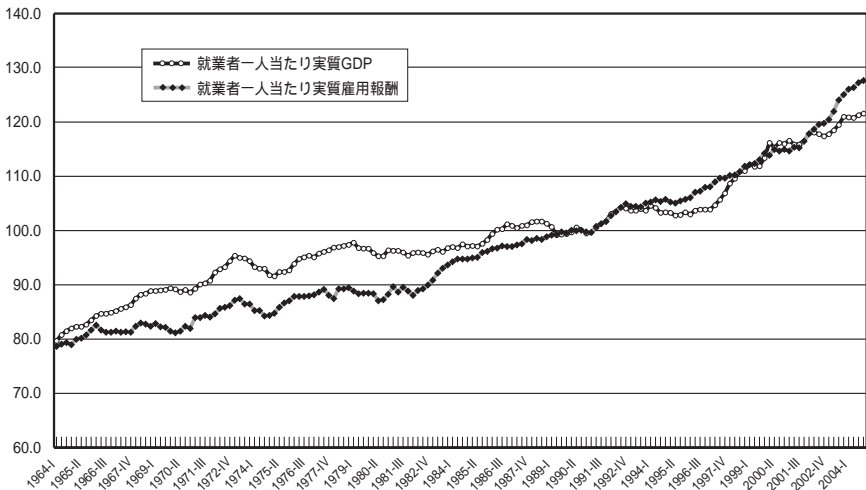
加、96年の社会保障制度改革により失業保険の受給期間が制約されたことなどが挙げられる。さらに、国内外での競争の激化が賃金の抑制に働いているという見方もある。いずれにしても、こうした労働市場の変革が労働報酬を抑制し、インフレ抑制的に働いたと考えられる。

その後98～01年にかけては実質雇用コストが上昇して両者は接近したが、02年以降、再び実質雇用コストの上昇以上の一人当たり付加価値の伸びが見られる。これは、02年以降、

再び企業にとっては望ましい労働環境になってきたことを意味している。同時にこうした労働市場の変革は、NAIRUを低下させる要因ともなっている。

以上の分析から、90年代の米国経済の期待インフレ率やNAIRUが低下してきた主たる要因は、生産性の上昇というよりは、80年代後半からの安定的かつやや抑制気味の金融政策によって現実のインフレ率が長期にわたって低く維持されてきた面に加え、

図10 就業者一人当たりGDP指数と雇用コスト指数(90年=100)



(注) 就業者一人当たり実質雇用報酬は、1時間当たり雇用者報酬(compensation)に労働時間をかけて算出。デフレーターはGDPデフレーター。

(資料) US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics より作成

労働市場の変革によって、90年代後半以降、生産性の上昇ほど労働コストが上昇してこなかったことだと考えられる。

5. 2000年代以降、インフレの時代の再来はあるか

以上のように90年代に大きく低下した期待インフレ率は、現在ではほぼ60年代と同じ2%になっている。しかし、冒頭でも述べたとおり、安定していた60年代は瞬間にインフレの吹き荒れた70年代に取って代わられた。同様に、安定した物価が続く今の時代に替わって、2000年代後半から2010年代が世界的なインフレの時代になる可能性はあるのだろうか。実際、長期的な投資を怠ってきたこともあって石油の生産が限界に近づく中、中国の経済発展で石油需要が急増しており、石油価格や一次産品価格の再高騰にも現実味がある。

しかし、石油等一次産品価格の上昇一般物価の上昇（インフレ）というロジックは、分かりやすくはあるが、必ずしも正しい論理ではない。一般に供給サイドのショックがあると、短期的には物価が上昇し景気が悪化する。

ここで金融政策面では二つの対応がありうる。第1の対応は景気を回復させるために金融政策を緩めることである。この場合、景気は短期的には回復するが、同時に物価はさらに上昇し、これが繰り返されると期待インフレ率が上昇していく。この結果、長期的にはインフレ率は高止まり、もしくはさらに昂進してゆく。金融政策の第2の対応は、何もせずに放置することである。この場合、不景気と失業は長期化するが、不景気が長引くにしがたがって物価が徐々に下落し、賃金も下落してくるため、労働需要が回復する。このようにして、長期的には物価の下落と雇用の回復が達成される。73年の第一次オイル・ショック時の金融政策は、正に第1の方向での対応だった。つまり、70年代にインフレが昂進した大きな理由は、単に石油価格が上昇したことだけではなく、それに対する金融政策の対応がインフレ容認的だったことによる。

事実、インフレの昂進は70年代の第一次オイル・ショックで突然生じたのではなく、60年代後半から徐々に進行していた。当時はジョンソン大統領の下で大砲もバターもという偉大な社会政策が推進されていた上に、65

年以降のベトナム戦争への介入拡大で、より景気刺激的になっていた。66年当時の失業率はすでに3%台で事実上、完全雇用の水準にあり、ここにさらなる景気刺激策が採られて一般物価の上昇が生じたと考えられる。しかし、60年代後半の長期実質金利は2%を切る水準であったのに対し、2000年以降の長期実質金利は2.8%であり、当時よりは引き締め気味の慎重な金融政策となっている。

もう一つ重要な点として、当時はケインズ経済学全盛期という経済政策面での時代背景も考慮しなければならない。大恐慌に対処するという時代の申し子として誕生したケインズ経済学は、戦後、アメリカの経済の運営に積極的に適用された。当時は景気回復のためには有効需要をつくり出せばよいというナイーブな考え方が支配的で、その後出てくる裁量的経済政策の無効性の議論や、国民が経済の将来にどのような期待(予想)を持つかによって経済政策の効果は全く異なってくる、という考え方は一般的ではなかったろう。したがって、当時は、失業率が十分に低い時に景気刺激策を繰り返すことは単に期待インフレ率を引き上げるだけに終わる、という認識が政策担当

者や議員の間には十分なかったかもしれない。現在は、70年代の経験や、合理的期待形成学派やマネタリストによるケインズ経済学への批判を経て、経済政策における「期待」の重要性が広く認識されている。したがって、近い将来、FRBが期待インフレ率を高めるような金融政策を安易に採るとは思われない。

最後にもう一つ、当時と比較する上での重要な違いを指摘しておきたい。それは通貨制度の違いである。当時はブレトンウッズ体制下であり、通貨制度はドルを中心とする固定相場である準備通貨本位制であった。この制度の特徴の一つは、アメリカとそれ以外の国での金融政策における非対称性にある。すなわち、日本等、アメリカ以外の国は金融を緩めたり引き締めたりの方策を採ろうとしても、通貨価値を維持するという介入義務のために各国の金融政策は無効化されてしまう。これに対して、アメリカだけは特権的な地位を占めており、アメリカが金融政策を緩める(引き締める)と他の国々も金融を緩め(引き締め)ざるを得なくなる。これは、各国通貨の対ドル・レートを維持するために各国もアメリカの金融政策に同調せざるを得なくなる

からである(注6)。60年代後半からアメリカが放漫な金融政策を採ったことは、単にアメリカをインフレにするだけでなく、各国の金融政策をも緩和させる結果となり、60年代末から70年代初めにかけて世界的なインフレ傾向に導くことになった。しかし、現在は変動相場制であり、仮にアメリカがインフレ容認的な政策をとったとしても、それが直ちに世界全体のインフレに結びつくことは無い。

以上、いくつかの角度から検討したが、現在のアメリカの期待インフレ率は60年代並みに落ち着いているだけでなく、近い将来70年代に見られたようなインフレが昂進する時代に突入する可能性は小さい。仮に需給逼迫から石油等一次産品価格がさらに急上昇することになれば、待っているのはインフレよりも世界的な景気後退であろう。景気後退によってこうした一次産品に対する需要が減退して需給が調整される方がインフレの再燃よりも可能性が高いように思われるのである。

(注1) GDPデフレーターによる。

(注2) カーターのドル防衛時の金利引き上げや85年のブラザ合意直後の金利引

き下げなど、アメリカも為替で強い政策をとる場合には、金利を変えることはあるが、他国と比較すればその頻度は低い。

(注3) むしろ、フリードマンの自然失業率の考え方からすれば、長期のフィリップス曲線は自然失業率の点で垂直になる(図1)。

(注4) 現在からの時間的な近さで重み付けした加重平均値

(注5) より正確には、01年2Q、3Qのインフレ率はともに2.51%で、2.5%をわずかに上回った。

(注6) これは準備通貨本位制におけるN-1問題といわれる。全体の国の数をNとすると、アメリカ(1番目の国)と残りのN-1個の国との間に金融政策上の非対称を生むからである。この問題の本質は、ドル以外の各国通貨価値を維持する義務がアメリカ以外の国にあることによる。例えば、円の対ドル・レートを一定に保つ義務は日本側だけであって、アメリカ側には無い。しかし、同じ固定相場制でも金本位制の場合は、全ての国に自国通貨を維持する義務があり、準備通貨本位制のような非対称性は生じない。

なお、EMSにおけるかつてのマルクのように、制度上、マルクが特権的な位置を占めていなくても、ヨーロッパの通貨価値の変動を抑える介入をドイツ以外の国が実施しドイツが実施しないようになると、同様の問題が生じてくる。この結果、事実上、ドイツの金融政策がEMS加盟国全体の金融政策となってしまう、ドイツ以外の各国の金融政策の自由はなくなる。