



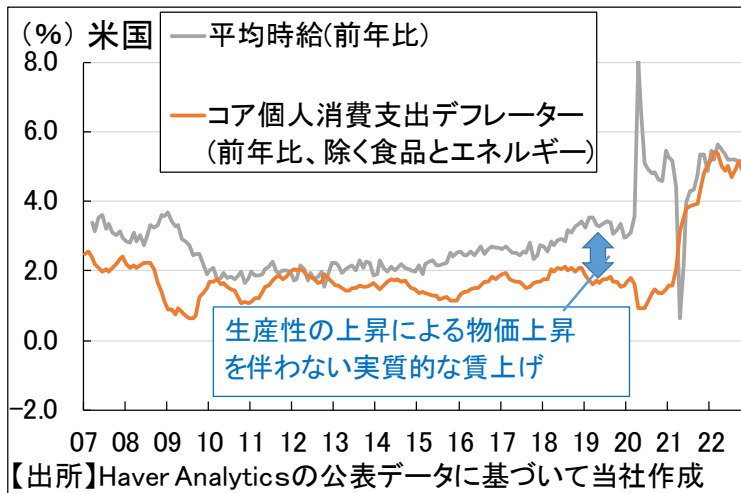
エコノミスト・ストラテジストレポート
資産運用のパラダイム・シフトシリーズ(4)

2023年は高インフレレジームが定着するかどうかの分水嶺になる

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

これまでこのシリーズのレポートでは、1990年以降に低インフレと低金利、その結果としての株高をもたらしたのは、グローバル化とITの技術革新であることを見た。これを実現した実働部隊は、株主資本主義を前提に行動したグローバル企業だった。グローバル企業は、世界中から最も安い部品を調達し、最も安い国の工場を組み立て、最も高く売れる市場に売り込んだ。このための取引先を為替レートや運賃など全てのコストをITを駆使して総合的に管理するサプライチェーンマネジメント(注1)という新しい言葉も誕生した。サプライチェーンマネジメントは雇用のシフトも伴った。一言で言うなら、賃金の高い先進国で雇用を削減して実質的な賃下げを行い、代わりに低賃金の新興国で雇用を増加させた。この賃金変化により世界的な所得分布が「象の鼻」の形状である事実を2012年に世銀のエコノミストだったミラノヴィッチは突き止めた(注2)。先進国の労働者が低賃金を渋々ながら受け入れたのは雇用不安があったからで、ストなど労働争議はほぼ皆無になった。製造業の空洞化が進んだ米国などの先進国では社会の分断も進行した。日本も例外ではなく賃金格差が広がる要因となった。一方、2019年頃からはESGやSDGsの流れもあり、株主資本主義を見直してステークホルダーの利害のバランスを取ろうとする試みも広がり始めた。

しかし、この流れはインフレを加速させるリスクを伴う。コロナ禍以降に顕著となった人手不足により特にエッセンシャルワーカーの賃金が上がる中、米中競合を背景とする反グローバル化や経済安全保障のためのコストの増加、脱炭素のためのグリーンフレーション、他にも動物福祉などSDGsの推進によるコストの増加などがあるからだ。ただ、どこまでインフレ率を高める要因になるかは今後次第である。この意味において2023年の最大の焦点は、一次効果であるコロナ禍による供給制約によるインフレがやっとならぬまま、点火しかけた第二次効果である賃金物価スパイラルが十分には鎮静化せず、高インフレが長期化するかどうかにある。



2022年中は、賃金物価スパイラルは十分に抑制されていた。左図の米国で見ると、オレンジの物価(コア個人消費デフレーター)は2022年2月に5.4%、グレーの平均時給は2022年3月に5.6%でピークアウトして低下し始めた。しかし、もし2023年に二次効果の発生に波及して賃金の再加速が始まれば、グレーとオレンジの線がスパイラル的に上昇することになる。ただ、世界各国が同じ動きになるわけではなく、国ごとにバラバラな動きになる可能性も高い。

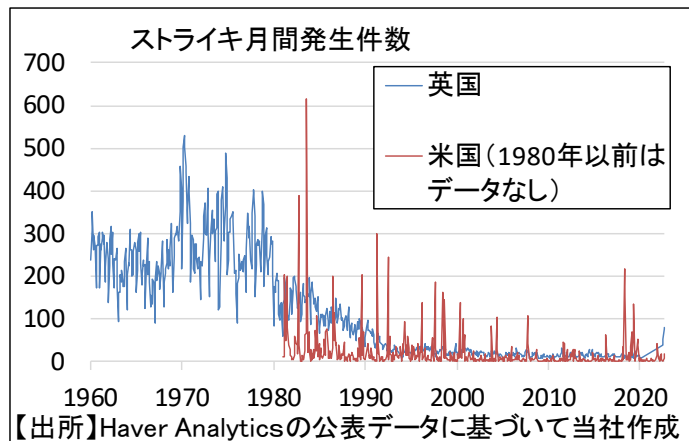
高インフレがどのようなメカニズムで定着するかについて、経済界でもようやく見方が固まり言葉が

定着し始めた。2022年6月にBIS(国際決済銀行)は年次報告で「インフレーション:水面下の様相」で「低インフレレジームから高インフレレジームへの移行」をテーマとして取り上げた(注3)。日本メディアでは、2022年12月に日銀HPに掲載された若田部副総裁の講演会要旨の中で「マイルドインフレレジーム」から「高インフレレジーム」への転換だと紹介されている(注4)。高インフレレジームは、消費者のインフレ期待、コスト増を売値に転嫁できない企業の破綻が増加することで起こる供給サイドの能力低減、など多くの複雑な要因が絡み合って定着するが、現実に観測しやすいシグナルは賃金増加率だ。

※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

2022年は、インフレの原因がコロナ禍による供給制約など一時的なものだと多くの人は直観的に理解できた。従って、賃金が物価に追いつかない実質所得がマイナスの状態でも、一時的に我慢すれば元の低(マイルド)インフレレジームに戻るといった期待があった。しかし、1年以上が経過しコロナ禍が収まっても、粘着性が高くインフレが収まらないことから、一部の国の一部の業種で労働者がストライキなど実行行使に出始めた。ストライキこそ、一次効果がタイムラグを置いて二次効果に波及する触媒の役目を果たすと言い変えても良いだろう。

他方、正反対の見方もある。賃上げすれば労働者のやる気が増えて生産性が上がり、全く逆に単位労働コストは低下してインフレ抑制要因になるという見立てだ。ESGを実践する一部の機関投資家はこの見立てに基づき、株主総会で賃上げを要求する。しかし、この賃金物価「逆」スパイラルは、経済史の検証には耐えられない希望的観測である。



そのストライキが英国や米国でわずかながら増加傾向にある。ストライキは、1980年代に英米から始まった新保守主義が社会に浸透し、無慈悲でドラスティックな雇用削減など株主資本主義を前提とする雇用慣行が制度として定着したことでほぼ死語となった。それが蘇りつつある。ストライキは散発的には報道はされるものの、長くほぼ死語であったため統計の精度が低く、実態がつかみにくい。そんな中、米国の新興メディアAXIOSは12月19日に「2022年にストライキ急増」(注5)と報じた。英国でも増加している。現時点では左図のように微増程度だが、注視しておくべきだろう。

野党がインフレに苦しむ庶民の歓心を買おうと政治利用するリスクもある。英米の社会の風潮はタイムラグを置いて世界に波及するため、日本も含め他の国でも注意が必要だ。ストライキでも、生産性の原理に基づく適正な賃上げを求めるのなら良い。しかし、行きすぎた株主資本主義を見直そうという社会の風潮の中、所得分配の振り子が反対の過度な労働者優遇に振れれば、高インフレレジームが定着する。

結論だが、もし本当に高インフレレジームが定着したら、1970年代に米国株価が10年の長きにわたり横ばいだった「株式市場の死」が再来するリスクがある。その観点でストライキが非常に重要な指標なのだ。「株式市場の死」の一方、インフレ時代の債券投資がどれほど高収益だったかは、次回以降に取り上げる。(脱稿 2022年12月27日)

以上

(注1) 日本企業がグローバル化に付いて行けなかった様子は、この言葉が日本で定着せず、その専門家がほとんどいない事実に如実に表れている。だが、法制化された経済安全保障の必要性から、やっと定着し始めたようだ。今年6月のグローバル企業の株主総会では最もホットなテーマになる可能性もある。

(注2) 令和元年版 総務省 情報通信白書でも図表と共に紹介されており、日本語で手軽に見られる。
<https://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/r01/html/nd122130.html>

(注3) BIS サイト <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e2.htm>

(注4) 日銀の若田部副総裁の講演「金融政策の未来：貨幣経済学の歴史に学ぶ」は以下サイト
https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2022/ko221203a.htm/

(注5) <https://www.axios.com/2022/12/19/worker-strikes-surged-in-2022>

<当資料に関するご留意事項>

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、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。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目録見書)」および一体としてお渡しする「目録見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。