

門間 一夫の  
経済深読み



# インフレーション VS コモフレーション

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2021年6月16日

## 2000年代半ば過ぎのアグフレーション

「アグフレーション (agflation)」とは、「農業 (agriculture)」と「インフレ (inflation)」を合わせた造語である。この言葉を筆者が初めて目にしたのは、2007年の夏、それが英エコノミスト誌の表紙に大きく登場した時である。

当時は、穀物の国際価格が大幅に上昇していた。中国の需要が「爆食」と言われるほど急増し、産地の天候次第ですぐに需給がひっ迫した。リーマンショック以前の金融規制が甘かったころの話なので、投機マネーも暴れていた。トウモロコシ、小麦、大豆の国際商品市況は、エコノミスト誌が大々的に取り上げた2007年夏の時点で、2005年初に比べて約7割高になっていた<sup>1</sup>。それらの価格はさらに騰勢を加速し、2008年の春から夏にかけて、2005年水準の約3倍まで上昇してようやくピークアウトした。

食料価格の高騰は人々の暮らしを直撃し、とりわけ新興国・途上国では社会不安や政治の混乱を引き起こしうる<sup>2</sup>。「アグフレーション」という造語が生まれたのも、食料というものが持つそうした特別な性格による面が大きかったのだと思われる。

ただ、この時期に価格が高騰したのは食料だけではない。新興国の成長ストーリーを背景に、エネルギー関連、工業原料などあらゆるコモディティ価格が、約5年にわたり大幅な上昇を続けた。そもそも原油価格の高騰が、化学肥料などのコストアップやバイオエタノールへの代替を通じて、食料価格高騰の一因になったという面もある。この時期の価格現象は、農業関連に限らないコモディティ全般のスーパーサイクルだったのであり、より正確には「コモフレーション」（これは筆者の造語）とも言うべきものであった。

<sup>1</sup> 国際通貨基金 (IMF) の、Primary Commodity Price System による。

<sup>2</sup> 2011年を中心に起きたいわゆる「アラブの春」も、食料価格の高騰が引き金になったと言われている。

## 相対価格の変化がもたらす交易条件の変化

原油価格の高騰と言え、1970年代に起きたオイルショックが有名であり、その時は多くの国で激しいインフレになった。原油価格の上昇が様々な価格に転嫁され、生活費が圧迫された労働者は大幅な賃上げを求めた。それがさらに公共料金やサービス価格の上昇を引き起こし、物価と賃金の相乗的な高騰となったのである。

これに対して、先ほど述べた2000年代半ば過ぎの局面では、少なくとも先進国でインフレらしいインフレは起こらなかった。例えば日本では、コモディティ価格がピークへと駆け上がった2008年でも、消費者物価（総合）は前年比1.4%であった。実はこの1.4%でもそれなりに「大ごと」ではあった。なにしろ日本で消費者物価が1.4%も上昇した年は、消費税率が引き上げられた年を除けば、過去28年間でこの2008年ただ一度しかない。とくに2008年の6月から9月までは、消費者物価の前年比が4か月連続で2%台に達した。この夏は、燃料や食料の値上がりで困惑する人々の様子が、連日のように報道された。

なお、2013年に導入された日銀の2%物価目標が、仮に2008年の夏に存在していたとしても、「当時日銀の物価目標は達成されていた」ということにはならない。第一に、2%台に乗ったのは4か月間だけであった。第二に、2%インフレが連日ニュースになるようではだめなのである。日銀が目指す2%インフレとは、それがごく自然に人々の生活に溶け込み、何事もなかったかのように物価が毎年2%上がる状態のことである。

話を元に戻そう。確かに1.4%は日本の基準で言えば高かった。それでも、1.4%の物価上昇をインフレと呼ぶ経済学者はいない。つまり、資源や食料の多くを輸入に頼る日本でさえ、2008年にインフレは起きなかったのである。しかし、国際商品市況が3倍になったのに、消費者物価で見たインフレが起きなかったということは、「川上」の原燃料の価格と「川下」の最終製品・サービスの価格との間に、大きな相対価格の変化が起きたことを意味する。

企業は、仕入れ価格を製品価格に十分転嫁できず、その分収益が圧迫された。そこで企業は、設備投資や人件費など支出の抑制に努めた。すると家計は、28年に一度の物価上昇なのに賃金は上がらないので、消費を抑えて生活を防衛せざるをえない。日本全体として起きていたことは、輸入価格の大幅上昇に輸出価格が追いつかない「交易条件の悪化」である。交易条件の悪化は国内から海外への所得流出を意味するので、その痛みを企業と家計がそれぞれの形で負担しなければならなかったのである。

それでも、このコモディティ・スーパーサイクルの背景に、そもそも世界経済の好調があったわけだから、両者のバランスが取れていた間は日本の景気も良かった。実際、この時期は戦後最長の景気拡大と概ね重なっており、1960年代の「いざなぎ景気」を超えたという意味で「いざなみ景気」と呼ばれるようにもなった。ただ、その局面の終盤では、コモディティ価格の上昇があまりに加速したため、それが景気を圧迫するマイナス面の方が目立つようになった。

この「いざなみ景気」はリーマンショックの7か月前に終わりを迎えるが、それは海外需要の減速というお決まりのパターンによってではなかった。この時の景気後退は、国内民間需要、すなわち設備投資や個人消費の弱さが基本的な背景になっている。内閣府の消費者態度指数でみた消費者マイ

ドは、2006年の初めごろから緩やかに低下し、2007年～08年にかけて、ガソリン、食料、光熱費などが値上がりする中で一気に冷え込んでいった。今も「戦後最長」として記録に残る景気拡大を終わらせたのは、リーマンショックではなくコモプレッションだったのである。

## GDPデフレーターにも注目！

一般に、インフレは景気後退を引き起こすと言われる。その際に念頭に置かれるメカニズムは「インフレ→金融引き締め→景気後退」であることが多い。物価は経済の「体温計」なので、インフレは景気過熱を示す赤信号であり、その警告が発せられたら人為的に景気を冷やすこともやむをえない、という話である。

ここで一つの論点は、いろいろ存在する物価指標のうちで、どれが正確な「体温計」に近いのかである。まず実態から言えば、消費者物価ないしそれに準ずる物価指標が、どの国でも重視されており、金融政策上の物価目標にも使われている。ただ、それは主として「人々の生計費に近い」「わかりやすい」「速報性がある」などの実用的な理由による。つまり、消費者物価は「早くわかるし目盛りも読みやすい」から使われているのであって、必ずしも「体温が一番正しく測れる」から使われているわけではない。

それでも、物価や賃金が全般的に上がる普通のインフレーションの場合は、消費者物価で体温を測れるという考え方に大筋無理はない<sup>3</sup>。ところが、交易条件が大きく変わるコモプレッションの場合はそうではない。前述のとおり、2008年は日本の消費者物価が過去28年で最も上昇した年だったが、その年は日本経済が過去28年で最も過熱した年ではなく、内需から体温が冷えて年初早々景気の後退が始まった年だった。

実は、交易条件の影響も含んだ体温を測ることに、より適した物価指標がある。GDPデフレーターである。実際、2008年のGDPデフレーターは前年比-0.9%であり、消費者物価の上昇率との間には実に2.3%ポイントもの乖離が生じていた。しかも、そのマイナス幅は前年よりも拡大しており、プラス幅が拡大した消費者物価とは方向も逆に動いていた。GDPデフレーターには、コモプレッションによる日本経済の体温の低下が反映されていたのである<sup>4</sup>。

図表1は、消費者物価とGDPデフレーターのそれぞれの前年比である。コモディティのスーパーサイクルが起きていた2004～08年ごろは、両者の間に明確な乖離が生じている。それよりは小さな乖離が2010年代初頭に、さらに小さな乖離が2017～18年にも観察される。

図表2は、この消費者物価とGDPデフレーターの乖離を、国際商品市況の動きと重ねたものである。1997年や2014年の動きは消費税率引き上げの影響を受けているが<sup>5</sup>、全体として、国際商品市況の

---

<sup>3</sup> そもそも近年の先進国では、経済の過熱は物価にではなく債務やバブルなど金融面の不均衡として現れる、という見方も有力である。本稿ではそうした本質論には立ち入らず、とりあえず経済の体温は何らかの物価指標に現れるとして話を進める。

<sup>4</sup> なお、景気の良さを実質GDP（国内総生産）の成長率で評価することにも、同様の限界がある。国際商品市況が上昇していた2004～08年の5年間でみると、実質GDPの成長率は年平均1.1%であったが、交易条件も反映される実質GDI（国内総所得）の成長率は年平均0.3%に過ぎなかった。戦後最長の景気拡大でもその実感はないと言われたが、その理由はかなりの程度コモプレッションによる交易条件の悪化にあった。

<sup>5</sup> 消費税率の引き上げは、GDPデフレーターよりも消費者物価の方に大きく影響する。

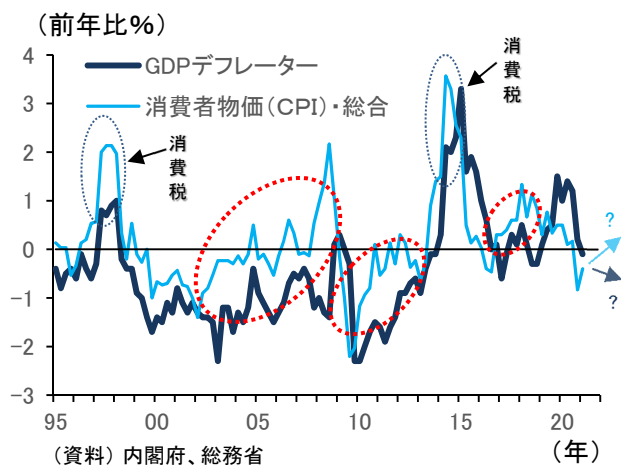
動向が、消費者物価（＝体温計）とGDPデフレーター（＝体温）の乖離をもたらす重要な要因となっている。

さて、国際商品市況の強い局面がまたやってきた。直近の前年比上昇率は、前年が低かったことによって高く出すぎている面がある。それでも、①コロナ禍で抑制されていた需要が世界的に回復する、②きわめて緩和的な財政金融政策がとられている、③脱炭素関連の資源需要が強まる、④化石燃料についても産油国が増産に慎重である、などを理由にコモディティ・スーパーサイクルの再来という見方もある。

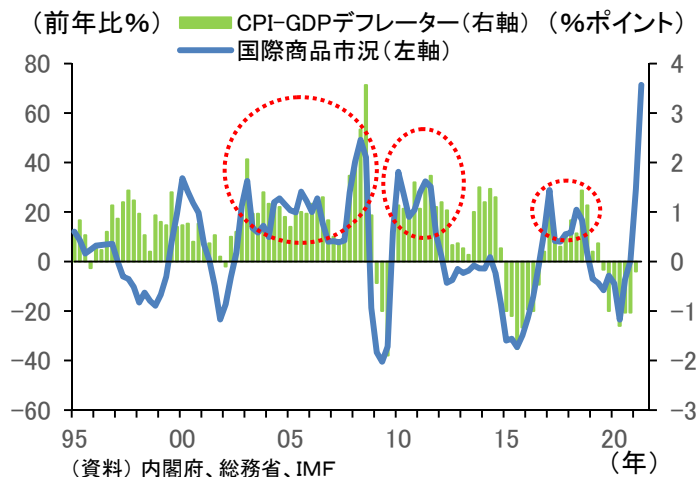
筆者はそこまでの大きな波が来ているとの見方には懐疑的だが、既に国際商品市況が大幅に上昇していることは現実であるし、銅など脱炭素関連の資源については、今後慢性的に需給ひっ迫が続くという見方に一定の説得性がある。「スーパー」ではなくてもそれなりのコモプレッションが起きつつあるなら、それは日本の消費者物価も押し上げる要因となる。ガソリン、電気料金、一部の食品・外食などにはすでに値上げの動きがある。

表面的であっても消費者物価が底堅く推移すれば、デフレのリスクが気がかりな日銀は胸をなでおろすかもしれない。しかし、その正体がインフレーションではなくコモプレッションなら、それは日本経済の体温を冷やす方向に働く。意外に堅調な消費者物価の陰で、実はデフレのリスクが強まっているかどうか、しばらくはGDPデフレーターの動向からも目が離せない。

図表1 消費者物価とGDPデフレーター



図表2 国際商品市況



●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。