

# 金融機関救済資金が生む ハイパーインフレーション

本山 美彦

大阪産業大学経済学部教授

## はじめに

米国で、「緊急経済安定化法案」(EESA)<sup>1</sup>が08年10月3日に成立したにもかかわらず、世界的な株価暴落が止まらない。連日、戦後最大の下げ幅を記録したのが、法案成立後の08年10月の世界の株式市場であった(菊川[20080926]、<http://www.afpbb.com/article/economy/2435657/3375181>)。

金融崩壊と実物経済の縮小がスパイラルを描き始めた。そして、素材価格の暴騰という典型的な世界的スタグフレーションが姿を整えつつある。その暴騰の火種を加えているのが、米国政府による巨額の資金散布である。

## 1 心肺機能が停止した米国金融市場

金融機関が心肺の停止に陥りつつある。金融工学の計測値によれば、3.4%超の1日当たりでの株

価下落は、88年間に58日程度のわずかな日数だけで(実際には1001日)、4.5%以上の下落は6日程度(実際には366日)、7%超は30万年に1日しか起こらない(実際には48日)とされてきた。ところが、EESAが上院を通過した08年10月1日の翌日のニューヨーク市場の株価は4%、下院を通過した同月3日には3%、6～7日には、ピークから30%も下げた。それこそ、計算上は何十万年に1回、歴史の実績からしても数十年ぶりの大暴落が続いたのである(計測値と実勢値については、東洋経済編集部「20080906」、39～40ページ)。

08年10月の第1週は、MMF、インターバンク、クレジット、CP(コマーシャル・ペーパー)等々のすべての金融市場の崩壊現象が見られた。まさに、心肺機能停止寸前にまで金融システムは追い込まれていたのである(Roubini[20081003])。

300社を超える不動産貸付業者が倒産した。SIV(ストラクチャード・インベストメント・ビークル=証券化商品を積極的に運用する特別ファンドの一種)は毀損した。SIVブローカーの主要5社のうち、2社が破綻し(ベアとリーマン、残り3社は、FRBの監督に服する商業銀行に衣替えさせられた(メリル、モルガン・スタンレー、ゴールドマン)。巨大なヘッジファンドから出資者が資金を急激に引き揚げている。モルガン・スタンレーは、10月2日時点で、顧客のヘッジファンドからの預かり金の3分の1を解約された。しかも、投資銀行だけではなく、商業銀行からも預金が出

### もとやま よしひこ

1943年生。京都大学経済学部卒。経済学博士。専攻は世界経済論。京都大学経済学部教授、福井県立大学経済学部教授を経て現職。

著書に『金融権力』(岩波新書)、『格付け洗脳とアメリカ支配の終わり』(ビジネス社)、『姿なき占領』(ビジネス社)などがある。

している。しかし、EESAが成立するまでは、全預金の63%しか連邦預金保険公社 (FDIC) の保証を受けていなかった。2008年第2・四半期のFDICの報告によれば、米国の全預金は7兆360億ドルであった。うち、FDICが保証できるのは、4兆4620億ドルであった。法案成立後も、預金保護の上限、10万ドルを25万ドルに増額したが、それでも、全預金の73%をカバーできるだけであった。1兆9000万ドルがまだ保証されていない。現実的にも25万ドル以下の保証では意味をなさないであろう。どんな小規模のビジネスも25万ドル以上の現金を使用しているし、大規模なビジネス、とくに外国取引では数百万ドルの現金を投入していなければならないからである。外国の銀行とのインターバンク取引では8000万ドルに達している。25万ドル以下の預金保証ではほとんど意味をなさないのである。眼前に展開しているのは、「闇でうごめく銀行システム」(shadow banking system)の音を立てての崩壊である。

金融機関だけではない。企業も、CP市場が崩壊してしまっているために、通常の運転資金の調達に困難を覚えている。金融システムの崩壊が資金調達の重要な手段であったCP発行を阻止している。CPによる企業の資金繰りの悪化が続けば、金融の混乱が実物経済の崩壊を生み出してしまう可能性が非常に大きくなる。08年9月、1年以内に満期になり、借り換えが必要な資金は全米で5000億ドルであった。しかし、9月中にCP市場の縮小率は2000億ドルになった。市場規模の縮小率は毎週8.7%のスピードで進んでいる。

大恐慌の足音が確実に近づいている。預金者の資金が銀行を通じて間接的に企業に融資される間接金融システムに比べて、資金市場から証券を発行して資金を調達するという直接金融システムは、金融崩壊時にははるかに脆弱なものであったことが、08年の金融危機が示した。金融の構造変化を果敢に遂行するのではなく、短期資金を市場に放出するだけの救済 (bailout) 手段では、米国発の金融恐慌のグローバル化は阻止できないのである

(Roubini[20081006])。

## 2 金融危機の諸段階

ヌーリエル・ルービニ (Nouriel Roubini) は、金融危機が進行する局面を12段階に分けている (Roubini[20080205])。その段階区分からすれば、08年10月の金融危機は第9段を過ぎ、第10段階に突入しつつある。そして、最終段階の恐慌の発現は目前なのである。

第1段階は住宅価格の下落局面。住宅価格は、07年2月時点でピーク時の価格の20-30%下落し、それだけで家計の損失額は4~6兆ドルとなった。30%の住宅価格下落とは、1000万世帯が「ジングル・メール」を出すということである<sup>2</sup>。

第2段階は安易な貸付行動の付けが回る局面。頭金なし、所得証明なし等々の安易なローンがサブプライムローン問題を深刻化させた。しかし、ルーズな貸付は、プライムローンにも波及していた。これを忍者ローン (NINJA loans) という。すべてのローンの60%がそうした貸付競争に起因するものであった。08年2月段階で、ゴールドマン・サックスは、米国の住宅ローン取引で4000億ドルの損失に見舞われたと推計した。当然、銀行の財務内容は悪化した。

第3段階は、デフォルトが一般の消費者金融にも波及する局面。クレジット・カード、自動車ローン、学資ローンなどでデフォルトが多発する。

第4段階は、モノライン会社の資金繰り悪化の局面。ローン証券の支払いを保証していたモノラインが支払い不能に陥る。モノライン自体の格付けも下げられる。そうすれば、購入した証券価格も暴落する。金融システム内で相互警戒感が高まる。

第5段階は商業施設への波及局面。商業施設の新規建設も停止してしまう。

第6段階は中小の銀行が破綻。米国ではFHLB (the Federal Home Loan Banks=連邦住宅貸付銀行) による住宅金融会社への支援が広がっていた。すでに、07年11月には、カンントリーワイド (Countrywide)

という住宅ローン会社がFHLBから550億ドルの支援を受けていた(Salmon[20071127])。

第7段階は、レバレッジによる損失の巨額化が表面化する段階。

第8段階は実物経済への危機の波及。金融危機の直撃を受けて、実物経済を担う企業の倒産が激増する。米国の企業のデフォルト率は、1971～2007年平均では3.8%であった。06年と07年の2年間は非常に低かった。しかし、08年に入って、10%を超えるようになった。デフォルト率が高くなると、支払い保証をデリバティブとして売買するCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)市場が打撃を受ける。5兆ドルの証券額に対して、CDS取引は名目でその10倍の50兆ドルもあるという異常な事態が存在していた。このことによる損失は2500億ドルは下らない。

第9段階は、「闇でうごめく銀行システム」<sup>3</sup>が崩壊する局面。米国の現段階がこの局面である。闇でうごめく金融機関とは、すべてを秘密にし、活動内容を表に出さない金融機関である。誰から出資を募り、どのような手口で儲け、どのような利益分配をしているかを絶えず隠す組織、つまり、闇の組織である。金融が自由化される以前には、銀行は、大衆から小口預金を預かり、それを企業に融資して、わずかばかりの利子差を収入源にするという、旧い型の商業銀行であった。この種の商業銀行とは、預金者が誰であり、どこに融資し、どのような利益分配をしているのかをすべて明らかにするものであった。データが公開されるという意味で、それは「パブリック」(public)なものだったのである。もしも、銀行が倒産の危機に瀕すれば、当局からの救済を銀行は期待できた。救済されるという保証を得るために、銀行はすべての活動を表に出していた。そして、当局の監督に服していたのである。つまり、商業銀行は、影のない世界だったのである。

これに対して、闇(影)の金融機関は、活動の自由を得るべく、金融監督当局の監視を嫌う。経営危機に瀕しても当局の庇護を受けないという約束事で、

闇の金融機関は、活動内容を極力秘密にする。これが、「プライベート」(private)である。このプライベート組織(投資銀行など)が破綻した。しかも、約束違反を冒して、当局による救済を求めた。救済資金を出す代わりに監督を開始するという意図をもつ当局と、救済はして欲しいが当局による介入はいやだという闇の組織とのせめぎ合いが08年の米国の金融状況であった。

カネは闇の金融機関に集中するようになった(Krugman[20080914])。つまり、カネは非預金組織(nondepository institution)に集まった。こうした闇の金融組織の方が、金融を容易にし、リスクをより効率的に回避できると見なされていた。しかし、真のリスクは隠され続けてきたのである。

FRBと財務省は、足並みをそろえて、危機に陥っている組織を救済しようとしている。膨大な公的救済資金が注がれた。ファニーメイやフレデリックマックの救済は、米国の財政破綻を招くことになるであろう。救済資金は、空しく浪費されてしまう可能性がある。必要なことは、いかに、新しいルールを早急にするかにある。それなくして、公的な資金を垂れ流しても意味がないであろうとクルーグマンは述べている(Krugman[20080914])。

そもそも、短期の流動性を借りて、それをより長期の資産に転換するが、その資産はさらに流動化の度合いを深めるというのが、闇の組織の悪しき特徴であった(Roubini[20080228])。しかも、デリバティブを多用すれば、商業銀行の貸し付けに対して設定される自己資本比率の規制を迂回することができる。

この組織が輩出するようになってまだ10年そこそこしか経っていない(Tett & Davies[20071216])。彼らの手法は、ほとんど外部の人間には知られていなかった。SIVsにしても、CDOsという用語にしても、一般に知られるようになったのは、サブプライム・ローン問題が表面化した2007年夏以降のことではなかった。彼らは非預金組織なので、本来は、中央銀行からの資金援助など望むことができないものだったはずである。

第10段階はニューヨーク株式が大暴落する局面。そして、世界の株式市場の大混乱。モノラインの行き詰まりが引き起こす金融市場のパニック。世界は、この段階に入りつつある。

第11段階は金融市場から流動性が枯渇する局面。中央銀行による大量の短期資金散布もほとんど効果がないことが知られるようになる。

第12段階は恐慌の発現。損失の連鎖、資本の毀損、極度の信用収縮、強制的な企業整理、資産の投げ売り、等々が連鎖する。そして、世界恐慌の発現。ゴールドマン・サックスの試算によれば、金融機関の2000億ドルの損失は、2兆ドルの信用収縮をもたらす。自己資本の10倍の貸出を金融機関がしているからである。

こうした悲劇を阻止するには、政府の適切な機動性ある政策が不可欠であるが、現在の政府にそうした能力があるとは思われない。社会は最悪の事態の到来を覚悟しておくべきであるというのが、12段階を想定したルービニの結論であった(Roubini[20080205])。

### 3 「緊急経済安定化法」(EESA) が生むハイパーインフレーション

大統領府の経済救済措置は、多くの問題点を抱えている。7000億ドルの資金量で金融機関の不良債権を購入する権限を財務長官に付与したEESAは、多くの修正を加えられた。まず、最初に下院に提案された法案は、ブッシュ大統領とポールソン財務長官の連名によるものであった。08年9月に作成された最初の案は、わずか3ページの短さであった。これが、下院に提出されたときには様々の修正を加えられて110ページにまで増やされた。しかし、08年9月29日、下院で否決された(賛成205票、反対228票)。今度は上院に提出するために、法案は、さらに預金保護や1500億ドルの予備費を加えた修正によって、451ページの大部のものになった。08年10月1日、賛成74票、反対25票で可決された。そ

して、同月3日、下院を通過したのである。この程度の救済策では、事態の深刻さを打開できないとルービニは批判した("Nouriel Roubini: History shows the bail-out won't solve the banking crisis," *The Guardian*, Oct. 2, 2008)。

流動性を失った不良債権のモーゲージ証券(MBS = Mortgage Backed Security)を財務省が買い上げると言っても、実際の適正価格の算定は非常に難しい。適正な価格で購入した証券を適正価格で転売することは、値動きが激しい不良債権に関するかぎり、至難の技である。たとえば、メルリンチは、突然に、自己の保有する2008年第2・四半期のMBS価格を22%にまで下げた(Keon[20080729])。下落幅を大きくする一方の不良債権を公的資金で安定化させることは現実的には不可能に近いのである。

効果のほどが疑われるにしても、7000億ドルは巨額である。米国の人口は3億500万人である。したがって、一人当たり2295ドルの負担となる。働いている人口は1億5100万人である。働き手一人について、4635ドルである。

7000億ドルがいかに法外な大きさであるかは、国家予算との比較でも分かる。08年度の連邦政府予算は2兆9000億ドルである。EESA予算はその24%である。合計、3兆6000億ドルは09年度予算規模、3兆1000億ドルを大きく上回る。大統領府が金融機関救済のために用意する資金の総額は1兆ドルを超える。米国のGDPは14兆円である(Reddy[20080928])。

しかし、これだけの巨額の資金が散布されてしまえば、ハイパー・インフレーションを生み出す不安感が日々強くなっている。それは、ドル崩壊をもたらしかねない(Hudson[20080926])。■

#### 《注》

- 1 "the Emergency Economic Stabilization Act of 2008". 文字通り邦訳すれば、「緊急経済安定化法案」となるはずだが、日本のジャーナリズムでは、各社が異なった訳語を当てている。読売は、

「緊急経済安定化法案」と「金融安定化法案」の二通りを併用し、朝日は、「緊急経済安定化法案」と「金融救済法案」を使っている。毎日、日経、時事、NHKは「金融安定化法案」で通している。米国のジャーナリズムでは「米国金融制度救済」(a bailout of the U.S. financial system)という表現が一般的に使われている。この名称は、財務省の最初のものでは、「財務省が住宅ローン関連資産を買い取るための法案」(Legislative Proposal for Treasury Authority to Purchase Mortgage-Related Assets)、それを短くした「不良資産救済法」(Troubled Asset Relief Act of 2008)であった。08年9月19日にポールソン財務長官が声明で使ったTARP(Troubled Asset Relief Program)とか"bailout plan"という言葉が一般的に使われている。ブッシュ大統領は、"bailout"という用語より"rescue"を使って欲しいとしていた(*New York Times*, Sept. 28, 2008; Oct. 2, 2008)。「bailout」には揶揄的な意味が含まれているからではないだろうか。本論では、EESAと表現する(詳しくは、鳥居[20081007])。

- 2 「ジングル・メール」とは、住宅の鍵を封筒に入れて、それを不動産ローンを供与してくれた銀行に送りつける、つまり、住宅を返還するという意味である。日本と異なり、米国ではローンは人に付くのではなく、担保に出した住宅に付くために、鍵を返却してしまえば、ローンの受け手は借金返済から免れる(BBC[20080212])。
- 3 ピムコ(PIMCO)のアナリスト、ビル・グロス(Bill Gross)によれば、"shadow banking system"という表現を最初に使ったのは、同じピムコのポール・マッコレー(Paul McCulley)であった(Gross[20071127])。ピムコ(Pacific Investment Management Company LLC)は、債券専門の運用会社として1971年に、カリフォルニア州にて設立された。安定した高いパフォーマンスが信頼を集め、設立以来30年を経て、世界最大級の債券運用会社に成長した。米国をはじめ、東京、シドニー、シンガポール、ロンドン、ミュンヘンに拠点を設け、グローバルにビジネスを展開し、世界中の投資家の資金を運用している([http://www.smam-jp.com/image/wn/about\\_pimco.html](http://www.smam-jp.com/image/wn/about_pimco.html))。

#### 《引用文献》

BBC[20080212], "Jingle mail: The Awful Sound Of "Voluntary" Foreclosure,"*News* (<http://www.cbsnews.com/blogs/2008/02/12/couricandco/>

[entry3822384.shtml](http://www.cbsnews.com/blogs/2008/02/12/couricandco/entry3822384.shtml)).

- Gross, Bill[20071127], "Beware our shadow banking system," *Fortune*, November 27, 2007.
- Hudson, Michael[20080926], "The bailout is a giveaway that will cause hyperinflation and dollar collapse," *the Real News*, Sept. 26, 2008.
- Keoun, Bradley[20080729], "Merill Sells \$8.55 Billion of Stock, Unloads CDOs," *Bloomberg*, July 29, 2008.
- Krugman, Paul[20080914], "Financial Russian Roulette," *New York Times*, September 14, 2008.
- Reddy, Sudeep[20080928], "The Real Costs of the Bailouts," *the Wall Street Journal*, Sept. 28, 2008.
- Roubini, Nouriel[20081003], "Financial and Corporate System is in Cardiac Arrest: The Risk of the Mother of All Bank Runs," *RGE monitor* (<http://www.rgemonitor.com/roubini-monitor/253853>).
- [20081006], "The Fed keeps on wasting time while the mother of all bank runs is underway," *RGE monitor* ([http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/253907/the\\_fed\\_keeps\\_on\\_wasting\\_time\\_while\\_the\\_mother\\_of\\_all\\_bank\\_runs\\_is\\_underway](http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/253907/the_fed_keeps_on_wasting_time_while_the_mother_of_all_bank_runs_is_underway)).
- [20080205], "The Rising Risk of a Systemic Financial Meltdown: The Twelve Steps to Financial Disaster," *RGE monitor* (<http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/242290>).
- [20080228], "NYU professor predicting a whole of a bear market," *Financial Week*, February 28.
- Salmon, Felix[20071127], "Countrywide's FHLB Bailout," (<http://www.portfolio.com/views/blogs/market-movers/2007/11/27/countrywides-fhlb-bailout>).
- Tett, Gillian & Paul J Davies[20071216], "Out of the shadows: How banking's secret system broke down," *Financial Times*, December 16
- 菊川弘之 [20080926], 「金融安定化策(TARP)の行方が短期的な焦点」、『AFBBNEWS』 (<http://www.afpb.com/article/economy/2435657/3375181>).
- 東洋経済編集部 [20080906], 「不確実性とは何か」、『週刊東洋経済』2008年9月6日号。
- 鳥居英晴 [20081007], 「[54]Bailout、Rescue、TARP、EESA 金融救済法と政治用語」、『日刊ベリタ』 (<http://www.nikkanberita.com/read.cgi?id=200810070059262>).

# 世界経済の変動と日本経済

## — 新たなスタグフレーションへの対応 —

小峰 隆夫

法政大学大学院政策創造研究科教授

日本の景気は2002年から長期拡大を続けてきたが、2007年末頃から後退過程に入っている。その背景にはサブプライム問題、石油・食料品価格の上昇などの世界経済の混乱がある。世界経済の減速は景気を悪化させつつあり、石油価格の上昇は物価上昇率を高めつつある。日本経済は景気の後退と物価上昇というスタグフレーション状況に陥りつつある。本稿では、近年の日本経済の状況を整理し、直面しつつある新たなスタグフレーションへの対応のありかたについて考察する。

### 1. 2002年以降の景気拡大 実感なき景気上昇

まず、近年の景気の姿を内閣府景気動向指数のC.I.（コンポジット・インデックス）によって概観したのが図表1である。最近時点の景気は、2002年初から上昇しており、2007年後半からピーク・アウトしていることが分かる<sup>1</sup>。こうした動きを以下でや

や詳しく追跡してみよう。

内閣府経済社会総合研究所の景気基準日付によると、日本の景気は2002年1月に谷を打って上昇を続けてきた。その上昇期間は2006年11月に58ヵ月となり、戦後景気拡大期間としては最長記録となった。ところが、この戦後最長の景気拡大は多くの企業、国民から「実感されない」という大きな特徴があった。「実感なき景気拡大」これが2002年以降の景気拡大の最大の特徴であった。なぜそのようなことになったのだろうか。

そこでまず、景気の推移を整理して考えてみよう。私は、景気の局面の変化を考える時は、型（パターン）を意識するようにしている。私がいつも念頭においているのは、三段階の景気展開パターンである。それは、第1段階「輸出によって生産が増える段階」、第2段階「企業収益と設備投資が増える段階」、第3段階「雇用・賃金が改善し、消費が増える段階」というものだ<sup>2</sup>。日本の景気は大体この三段階を経て推移していくことが多い。

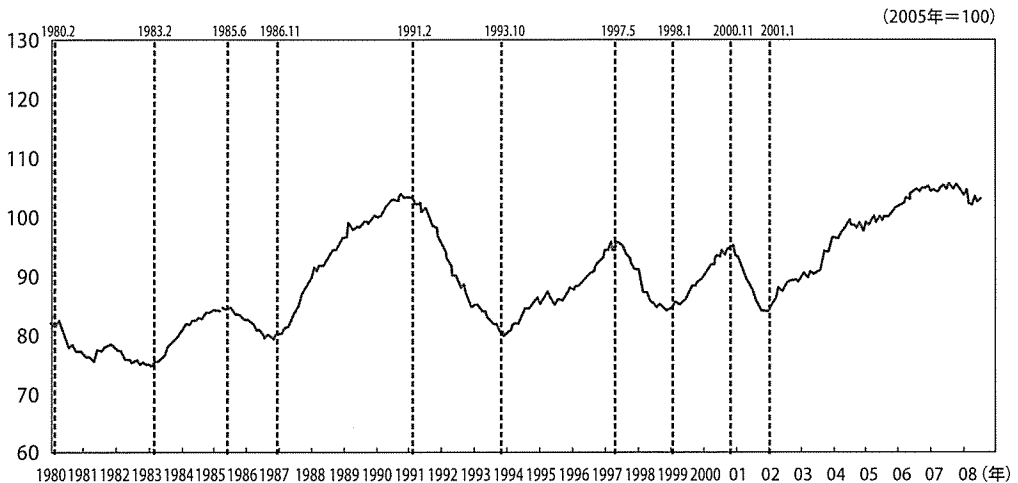
2002年以降の今回の景気拡大をこの型に当てはめてみよう。2002年は第1段階であった。輸出が大幅に増え、これをきっかけに生産が急増したからである。2003年からは第2段階に入った。企業収益が急増し、設備投資も増え始めた。2004年はいわゆる「踊り場」と呼ばれた時期で、景気の進行が頓挫したが、2005年からは第3段階に入った。企業の雇用過剰感が解消し、雇用情勢が改善してきた。

#### こみね たかお

1947年生。東京大学経済学部卒。専門は日本経済論。経済企画庁経済研究所長、物価局長、調査局長などを歴任。2002年より現職。

著書に、『日本経済の構造変動』（岩波書店、2006年）、『日本経済の新局面』（中央公論新社、2006年）、『老いるアジア』（日本経済新聞社、2007年）などがある。

図表1 C.I. (コンポジット・インデックス) の推移



出所：内閣府経済社会総合研究所「景気動向指数」(2008年7月) 2005年=100

ではこの間なぜ景気は実感されなかったのか。その最大の理由は賃金が上昇しなかったことである。厚生労働省毎月勤労統計によって一人当たり現金給与総額の動きを見ると、賃金は98年から2004年まで連続し下落してきた後（ただし2000年は微増）、2005年0.6%上昇、2007年0.3%の微増に転じた。しかし、2007年には再び0.3%の下落となってしまった。このため家計消費も景気の拡大をリードすることはできなかった。つまり、日本経済は、05年以降雇用情勢が改善し始め、景気の第3段階に入っているのだが、賃金がほとんど上昇していないため、所得面では家計に景気拡大の恩恵が及んでいない。これが、いざなぎ超えとはいうものの「なかなか実感がない」という声が出る最大の原因である。

「経済は人間のためにある」というのが私の基本哲学である。この哲学からすると、景気回復が求められるのは、それによって国民一人一人の生活が豊かになるからだ。今回の景気拡大は、肝心の生活水準の向上まで至らなかったということになる。

では、景気回復の恩恵が家計にまで至らず家計の消費が景気をリードしなかったにもかかわらず、こ

れだけの長期景気拡大が続いたのはなぜだったのか。その最大の理由は、日本を取り巻く国際環境が日本の景気を支えたことである。その一つが世界経済の高成長である。IMFの“World Economic Outlook”（2008年8月）によると、世界の実質生産は、2005年4.8%増、06年5.4%増、07年5.0%増であった。5%成長と言えば、日本のバブル期並みの高成長である。特に日本に近接するアジアの新興国はこのところ10%近い成長を続けてきた。

日本を取り巻く世界経済、特にアジア経済が高成長を続けたことは、日本の輸出を増やし、さらにアジアに進出していた日本企業の収益を増やした。かつて日本の経常収支黒字が経済摩擦の対象であった頃（70年代半ばから80年代）には、「世界経済の中で日本だけが繁栄の孤島になることはありえない」と言われたものだが、2002年以降は「世界経済がこれだけ繁栄している中で、日本だけが沈滞の孤島になるはずがない」という状況だったと言えるだろう。だからこそ政策的な支えがなくても、また賃金が伸びず、消費が景気を主導しないでも景気は拡大を続けたのである。

## 2. 2007 年末以降後退に転じた景気

こうして実感のないまま長期拡大を続けてきた日本の景気は、2007年の10-12月頃をピークとして後退局面に入ったようだ。景気の日付は、ヒストリカルD.I.という手法を基本として、専門家の意見も聞きながら内閣府の経済社会総合研究所が決定するのだが、これにはデータが揃うまで1年程度の時間がかかる。このため本稿の執筆時点（2008年9月）では、まだ正式に景気が後退局面に入ったと認定されたわけではない。

しかし、2008年が景気後退の年となったことは、官民ともに認めている。政府の月例経済報告は、2008年7月までは「景気回復は足踏み状態にあるが、このところ一部に弱い動きがみられる」としており、基本的には景気後退を認めていなかったのだが、8月には「景気はこのところ弱含んでいる」という判断に変わり、事実上景気後退期入りを認めている。また、民間エコノミストの景気予測を定期的に調査している、経済企画協会の「ESPフォーキャスト調査」によると、8月時点の調査では、調査対象となった37人の民間エコノミスト全員が「既に景気の山は過ぎた」と回答している<sup>3</sup>。

2007年10-12月頃から景気が悪化し始めた背景は次の二つである。

第1は、サブプライム問題である。2007年8月以降、アメリカの住宅価格の下落を背景に、低所得者向けの住宅ローンの焦げ付きが、債券市場に波及し、世界経済が大混乱に陥った。この混乱は、2008年に入ると一時小康状態となっていたのだが、2008年9月半ばにアメリカ第4位の証券会社リーマンブラザーズが破産するに至り、世界恐慌の再来かと言われるほどの大問題に発展していった。

2007年夏の当初の段階では、この混乱は金融面に限定されるという考え方もあったが、その影響は金融面から実体面に及び、アメリカの経済成長率は、2006年の2.8%から2007年には2.0%となった。

2008年にはさらに鈍化するものと見込まれており、IMFの2008年の見通し（10月）は1.6%成長となっている。その主因は言うまでもなく住宅投資の落ち込みである。実質住宅投資は、2007年は17.9%もの減少となり、2008年に入ってから減少が続いている。

こうしたアメリカ経済の減速によって、日本の対米輸出は2007年10-12月頃から減少し始めた。これが日本の景気を悪くしているのである。

第2は、石油価格の上昇である。2007年1-3月期にはバレル50ドル台だった石油価格は2007年を通して上昇し、2008年7月末には145ドルに達した<sup>4</sup>。要するに石油の値段は3倍になったのである。

石油価格の上昇は、日本の交易条件を悪化させることによって、所得の流出を招く。その規模はかなり大きく、2008年9月12日に公表された国民経済計算によると、2008年4-6月期の交易条件の悪化による所得の流出（交易損失）は、名目GDP比約5%（約26兆円）に達している。

交易条件が悪化すると、企業収益が悪くなるか、消費者物価が上昇するかのどちらかが（または両方）起きることは避けられない。輸入価格の上昇によるコストアップを企業が最終価格に転嫁できなければ企業収益が悪化し、転嫁すれば消費者物価が上昇して家計の実質所得が減少するからだ。

2007年の石油価格の上昇によって、この二つの悪影響がともに現れることになった。特に、中小企業はコスト転嫁力が弱いので収益が悪化した。そしてガソリン価格の上昇に象徴されるように、石油コストの上昇は消費者物価を上昇させた。日本の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は、2006年0.1%、2007年は0.3%の上昇にとどまっていたが、2008年8月には前年同月比2.4%に上昇している。

こうして、2008年の経済は、景気が悪化する中で物価が上昇するというスタグフレーション的状況に陥っている。



### 3. 交易条件の悪化が経済に及ぼす影響

前述のように、2008年の日本経済にスタグフレーション的状况をもたらしたのは石油価格の上昇による交易条件の悪化であった。この交易条件の悪化によるスタグフレーションという現象については、次の二つの点に注意する必要がある。

第1は、交易条件の悪化による悪影響は不可避だということである。前述のように、日本が輸入している石油の値段が上昇してしまった以上は、企業収益の悪化、または消費者物価の上昇による家計の実質所得の減少が生ずることは基本的には避けられない。

もちろん理論的には、必ずしも不可避というわけではなく、交易損失を取り戻す道はある。一つは、日本の輸出価格を引き上げることだ。輸入価格が上昇した分と同じだけ輸出価格を引き上げれば、交易条件の悪化は解消される。しかしこれは事実上不可能である。2008年4-6月期の輸入デフレ率は前年比10.2%上昇している。したがって交易条件の悪化を消すためには、日本の輸出品価格も10%引き上げなければならない。これは不可能である。現実には、4-6月期の輸出デフレ率は、価格を引き上げるどころか3.7%の低下になっているのである。

もう一つは、産油国への輸出を増やすことだ。石油代金として産油国に流出していった所得を、輸出によって取り戻すのである。しかし、これも全てを取り戻すことは不可能である。日本から産油国に支払う石油代金が3倍になったからといって、産油国がそれを全て日本からの輸入に当てることはありえない。現実には産油国には膨大なオイルマネーが滞留しているが、これは、産油国は輸出収入が増えてもその全てを輸入に使うわけではないということを示している。

第2は、企業と家計がその負担を分かち合うにはどうすべきかという点である。例えば、2008年8月22日付の朝日新聞の社説は次のように述べている。

「政府の試算では、原油高などにより日本経済全体で年間28兆円ものペースで所得が海外に流出しているという。それを誰がどう負担するのか。原油100ドル超時代に耐えられる経済社会へ移行するには時間がかかる。それまではこのコスト負担を、企業も消費者も、広く、薄く『割り勘』で分かち合う必要がある。」<sup>5</sup>では、「割り勘」にするためにはどうしたらいいだろうか。

この問題を理解するために、図表2に示したような例を考えてみよう。今、石油を原材料として輸入し、人件費をかけてこれを加工して、生産活動を行っているという企業を考える。売り上げが100万円で、このうち20万円が石油の輸入代金、40万円が賃金とする。すると収益は残りの40万円となる。付加価値は80万円で、賃金の分配率は50%である。

石油価格が2倍になったとしよう。ここで経済は二つの道に分かれる。ケースAは、企業が石油コストの上昇を最終価格に転嫁できない場合である。この時は、企業収益が20万円に減ってしまう。ケースBは、企業が価格に転嫁した場合である。この時は産出価格が20%上昇するから、消費者の実質所得が20%減少し、企業収益は元の40万円となる。

では、企業と消費者の負担を等しくするにはどうしたら良いか。実に意外なことに、ケースBが公平な分配になるのである。考えてみれば当たり前の話で、ケースBでは賃金も収益も40万円で不変だから、分配率も不変である。ケースAでは、分配率が66%に上昇しているから、企業の負担が多くなっていくのである。ケースBでは、企業収益は無傷なのに、消費者の実質所得が減少しているのではないかという疑問を持つ人も出るだろうが、企業所得も物価上昇によって20%目減りしているのだから、実質所得が減っているという点は家計と同じなのである。

さらに議論を進めて、ケースAでは、物価が20%上昇するので、これをカバーするために賃金を20%引き上げて48万円にしたらどうなるか（ケースC）。すると、価格を上げない限りは、再び企業の収益は32万円に減り、分配率は60%に上昇してしまう。企

図表 2 石油価格の変化と分配率

出発点			
100	=	20	+ 40 + 40
売上げ	=	石油代金	賃金 企業収益 (分配率 50%)
ケース A (企業が転嫁できない場合)			
100	=	40	+ 40 + 20 (分配率 66%)
ケース B (企業が転嫁する場合)			
120	=	40	+ 40 + 40 (分配率 50%)
ケース C (物価上昇を賃金に反映させた場合)			
128	=	40	+ 48 + 40 (分配率 55%)

業が収益を確保するためには再び値上げが必要となり、もう一度物価が上がる。つまり、石油コストによって生じた物価上昇を賃上げでカバーしようとすると、ホームメイド・インフレ(国内要因による物価上昇)が発生してしまうのである。

実はこの点こそが70年代から80年代にかけての2度にわたる石油危機の経験から得られる教訓である。すなわち、第1次石油危機では、石油コストの上昇によって物価が上がったとき、これにスライドして賃金も上昇した。このため第2ラウンドの物価上昇が生じ、調整期間が長引いてしまった。これに対して、第2次危機の際に賃金がスライドして上がらなかったため、比較的短期に石油価格上昇の影響を乗り切ることができたのである。

こうして、石油価格の上昇に対しては、企業はコストアップ分を価格に転嫁し、それによって物価が上昇しても賃金は上げないというのが正しい処方箋となる。もちろんこれは一人ひとりの国民には受け入れがたい処方箋であろう。言い換えれば、国民に不人気な対応策が求められることこそが、交易条件の悪化によるスタグフレーションへの対応の中で最も難しい点なのである。

#### 4. 実感されるスタグフレーション

本論の冒頭で、2002年以降の景気拡大は、国民の一人ひとりに実感されなかったことが大きな特徴であることを指摘した。

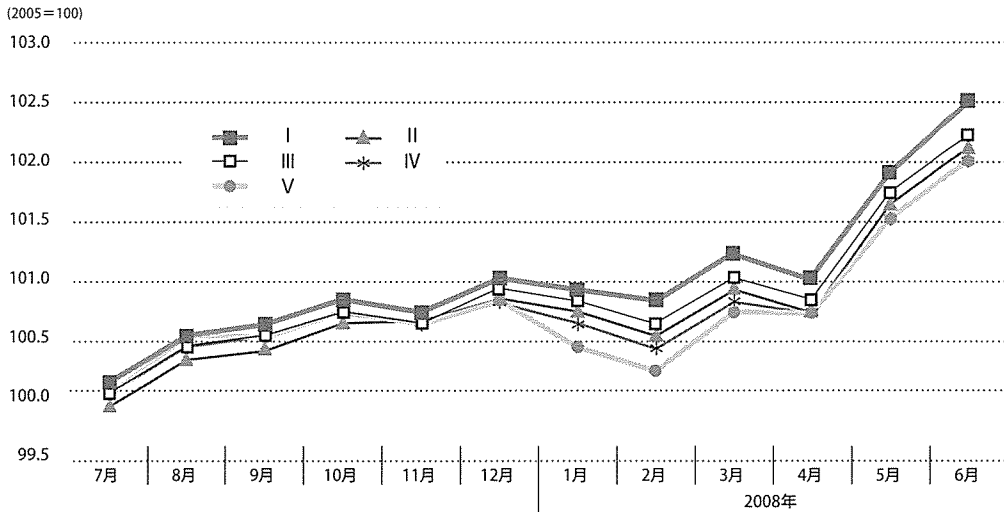
ところが、2007年後半以降の景気後退は国民全体がこれを強く実感しているという特徴が観察される。例えば、内閣府「消費動向調査」の消費者態度指数は、景気回復後4年間緩やかに改善してきたのだが、ここ1年間でこれまでの改善を上回る悪化を示している。

では、なぜ景気後退の方は強く実感されるのか。その理由としては、次のような点が考えられる。

第1は、実質賃金が大きく下がっていることだ。名目賃金が伸び悩む中で消費者物価が上昇しているため、2008年7月の実質賃金は前年比2.5%もの落ち込みとなった。

通常は景気のピークが過ぎた直後は、所得のレベルは高いが方向としては悪化しているという状態になる。しかし、今回の場合はそもそもピーク時においても所得のレベルがそれ程高まっていなかったため、実質所得の低下がそのまま実感されるのである。

図表 3 収入階層別物価指数の推移



出所:総務省「消費者物価指数」

注:勤労者世帯をその年間収入の低い順番に並べて、世帯数を5等分し、年間収入が低い順に、Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ、Ⅳ、Ⅴとしてある。

第2は、交易条件の悪化が、経済的立場の弱い層に相対的に強く影響していることだ。

石油価格の上昇による交易条件の悪化がもたらす悪影響のうち、コストアップによる企業収益の悪化については、最終価格への転嫁力が弱い中小企業の収益が特に悪化している。

物価上昇も弱者狙い撃ち型となっている。図表3は、総務省の消費者物価指数によって、所得階層別の物価指数の推移を見たものである。収入の低い第Ⅰ分位の物価が相対的に上昇していることが分かる。これは、2007年以降の物価上昇がエネルギー、食料など生活必需的な財の物価上昇率が相対的に高いからである。同じく、総務省の消費者物価統計によると、2008年8月は基礎的支出項目が3.6%、選択的支出項目が0.5%の上昇であった。

2007年以降の物価上昇は誰もが日常生活で必要とする必需的な品目が中心である。その必需品が家計全体の消費に占める比率は低所得層ほど高い。このため、最近の物価上昇は、特に低所得層の実質所得を低下させているのである。

## 5. 求められる経済対策

では、経済政策は今回のようなスタグフレーションにどう対応すべきか。福田総理は、退陣直前の2008年8月末に、経済的諸問題への対応として「安心実現のための緊急総合対策」を決定した。この対策は多岐にわたっているのだが、景気後退と物価上昇それぞれについての対応に絞って評価してみよう。

まず景気の後退については、定額方式による特別減税を実施し、臨時福祉特別給付金を支給している。これは、今回の景気後退の中で、消費者物価の上昇によって国民生活が苦しくなっていることを考えると妥当な政策であるかに見える。しかし、これには、①財政赤字を増やし、財政再建目標の達成が困難になること、②単年度の措置であるため、恒常所得には影響せず、消費を刺激する効果に乏しいといった問題がある。

更に、前述の交易損失に伴う負担は避けられないという議論に照らして考えると、交易条件の悪化によ

る家計の実質所得の減少を減税や給付金で補うということは、交易損失を将来世代に肩代わりさせているものだと言えよう。

一方、物価については、総論としては「物価動向に関する調査及び情報提供、不正監視を強化し、生活支援のための緊急対策を講じる」としているものの、具体策となると、トラック運送業やクリーニング業など各省所管の業界でコストアップを価格に転嫁させようとする政策が並んでいる。

一方、金融政策については特に目立った動きは見られない。日本銀行は2007年2月に金利を引き上げ、誘導目標金利を0.5%としたが、その後は長くその水準を維持している。これは、スタグフレーション的状况になると、金融政策の方向感覚が定まりにくくなるためである。すなわち、景気の後退を防ぐためには金利を引き下げなければならないのだが、物価の上昇を防ぐには金利を引き上げなければならないという板ばさみになるのである。

さらに、今回の物価上昇は海外に原因がある輸入インフレであり、コストプッシュ型の物価上昇である。需給が逼迫して物価が上昇した場合には、金利を引き上げて需給を緩和させるのが有効だが、輸入価格の上昇による物価上昇を金利の引き上げで防ごうとすると、国内の需給を大きく緩和させなければならず、その場合は経済活動が大きく鈍化することになってしまう。

では、どうすべきか。今回のような交易条件悪化によるスタグフレーションの場合は、次のような方向を目指すべきだと思われる。

第1に、交易条件の悪化が生じてしまった以上は、ある程度経済情勢が悪化し、スタグフレーション的状况が生まれるのは避けられないと考えるべきだ。海外に原因がある物価上昇の場合は、国内のマネー

サプライや需給条件に働きかける金融政策の効果は乏しい。また、海外に所得が流出してしまった以上は、基本的には国内の政策でその所得を取り戻すことはできない。財政政策で救おうとすることは、負担を将来世代に肩代わりさせることになるので適当ではない。

第2に、物価上昇については、物価そのものを抑制するよりも、新たな価格体系への適応を急ぐべきである。コストが上がった場合、そのコストは最終価格に反映されるのが自然であり、コストアップを価格に反映すると生き残れないような産業・企業は、無理に保護するよりも、市場から退出せざるを得ないと考えるべきであろう。

第3に、2007年からの物価上昇が所得格差を拡大させる方向に作用していることについては、一時的な減税を行ったり給付金を配るよりも、所得分配政策そのものの再構築を図るべきであろう。勤労へのインセンティブを生かしつつ、貧困層を救うため給付金付き税額控除制度などの抜本的な見直しが求められる。■

#### 《注》

- 1 内閣府では2008年4月から(統計の公表は6月から)、従来のD. I. (デフュージョン・インデックス)にかえて、このC. I. 景気動向指数の中心指標とすることとしている。
- 2 こうした景気観測の手法の詳細については、小峰隆夫「最新景気観測入門」(2005年、日本評論社)を参照のこと。
- 3 ESPフォーキャスト調査は、アメリカのブルーチップ調査に習って、2004年から始まったものである。詳しくは経済企画協会のホームページを参照。
- 4 石油価格はニューヨーク先物市場のテキサス・インターメディアイトの価格である。
- 5 朝日新聞社説「電気料金 原油高の転嫁は最小限に」(2008年8月22日)