

本年5月末の時点で、本報告の申込みのために準備した報告概要の書き出しは次のとおりであった。「近年の世界経済において特徴的な様相は、金融と実体経済、地域間において、変動の向きが複雑に分かれて、方向感がつかみ難い点である。」その様相は、このフルペーパーをまとめている9月初めでも基本的には変わっていない。ただ地域間の変動の向きは、8月末以降新興地域の筆頭格中国経済の高成長の行き詰まりが表面化するに及んで、いわば同じ方向—バブルから「デフレ」へ—に揃いつつある、ともいえる局面になってきた。

その上で以下、この大変動の背後にあってその全体に枠をはめている実体はなにか、これを見極めるためにはどのような基本視点が必要とされるかを問いつつ、今まさに大きな転換点を迎えていると思われる「バブルか「デフレ」か」の大変動の進展状況の検討と展望を試みることにしよう。なおその際、あらかじめお断りしておけば、本報告で「デフレ」といっているのは、たんなる一般物価水準の下落だけではなく、「デプレッション(depression 不況)」の意味も含む用語として使っている。

従来、筆者のみるところ、現世界経済における両極的な現象をめぐって、超金融緩和か金融引締めか、設備投資の拡張か抑制か、先進地域か新興地域かなど、政策当局や企業レベルの判断を巡って、かなりの混乱や困惑があると思われる。そしてなによりも困ったことに、米FRB議長、日銀総裁など金融当局首脳や多くのエコノミスト、経済学者達が、大リスクを賭けても資金注入をすれば、株価上昇—設備投資や雇用・消費の増加という好循環が続き、リスクマネーは回収されると、信じていることである。

それを批判して筆者は、これまで次のことを指摘してきた。すなわち、個々のめまぐるしい変化を追い、総括するにあたって、まずは現局面が世界の社会経済史上大きな転換点にあると認識し、これを画する基本要因として、中心国アメリカの地位後退とともに、スタグフレーション現象に注目し、その背後にある地球的供給制約の側面を重視してきた(安保 2009)。この供給ネックの下では、実体経済の伸びが制約されるので、相次ぐ超金融緩和によるリスクマネーの大量投入は金融面のバブルの増幅とその崩壊を招来し、その救済と称して一層巨大な国家債務が積み上がっていくことは避けられないのである。

本報告は、以上の問題関心から、次の諸点について実証・究明を試みる。

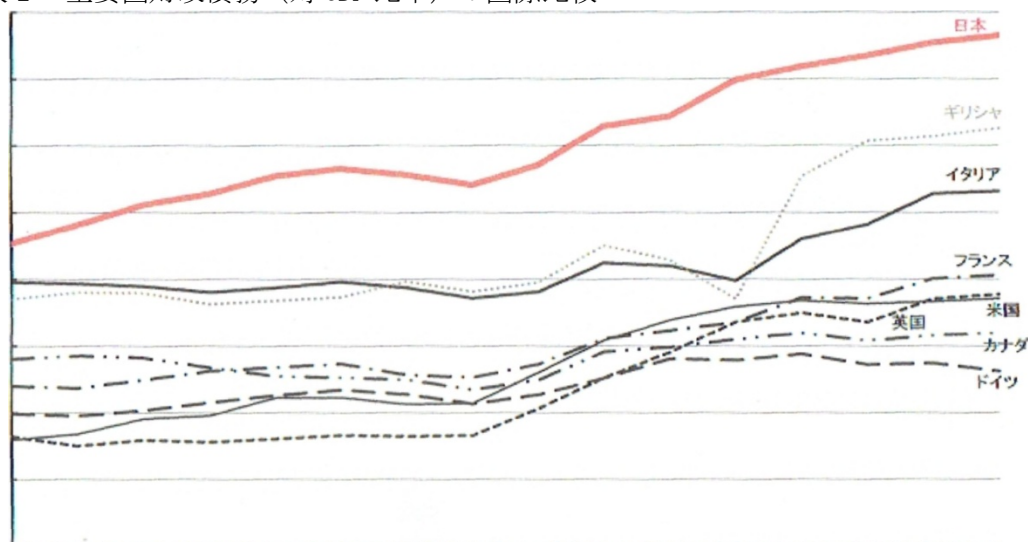
1. 世界的な国家債務残高の無限の累増傾向
2. 資産価格の不安定な上昇と工業生産-実体経済の停滞
3. スタグフレーションの概念規定と現局面
4. まとめ：世界経済の現局面と今後のシナリオ

1. 世界的な国家債務残高の無限の累増傾向

現世界経済を覆う大きな暗雲は、いうまでもなく積年の累積債務の広がり・膨張である。図表1から歴然とみてとれるように、07-08年のリーマンショック以降、どの国も例外なく、急速に財政債務の対GDP比率を高めてきている(唯一ドイツのみが近年やや比率を下げている)。中でも日本のそれが、すでに90年代末に断トツに高く、かつその後の伸び率も際だっていることがわかる。これは、安倍政権—黒田日銀の時代になってもまったく変わらず、各国との差は拡大する一方である。リーマンショック以後は特に、本図表にない中国、インド、ブラジル、ロシアなど新興諸国も含めて、世界中が一様に超金融緩和策により国債の中央銀行・政府買い上げを実施したが、その最大の狙いが、前述のこの資金の散布を通じた景気刺激による経済成長—税収増—財政債務削減の実現

にあったことは間違いない。しかしその目標は、どの国においても達成されず、むしろ裏目に出て国家債務の一層の上積みには帰着したのである。

図表1 主要国財政債務（対GDP比率）の国際比較



2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015
 出所：財務省 2015年9月18日付 (出典) OECD "Economic Outlook 97" (2015年6月時点)

その点を最も鮮明に看板に掲げて「脱デフレ」政策実施に努めたのがアベノミクス黒田日銀総裁であったことはいうまでもない。そしてこれまでのところ、この目標に関する限り、この政策が国家借金の上積みをもたらした点で従来とかわりないことは、同図に明らかである。もちろんそれが、安倍政権成立後の心理的円安誘導を背景に、「異次元」の大量通貨供給とそれによる「財政ファイナンス」を通じて株式市場の活況化と政府の公共事業拡大を可能にして、国際化と建設関連分野企業の業績改善に寄与し、長期低空飛行の日本経済を資産面から浮揚させる一つの契機となった点は、認められよう。しかしそれが、もはや誰にも解決策の出しようのない借金の雪だるまを肥大化させているだけではない。さらに実体経済から大きく離れた資産バブル現象を生み出し、今やいつそれがはじけてもおかしくない危険な分水嶺に近づいているというのが、筆者の見方である。むしろ、近い将来には、さらなる金融緩和の継続で資産価格の高騰が続き、崩壊の時期が先に延びるということは十分にありうるであろう。しかしそれは、その後の崩落の激しさを増幅するだけであろう。

2. 資産価格の顕著な上昇と工業生産・実体経済の停滞

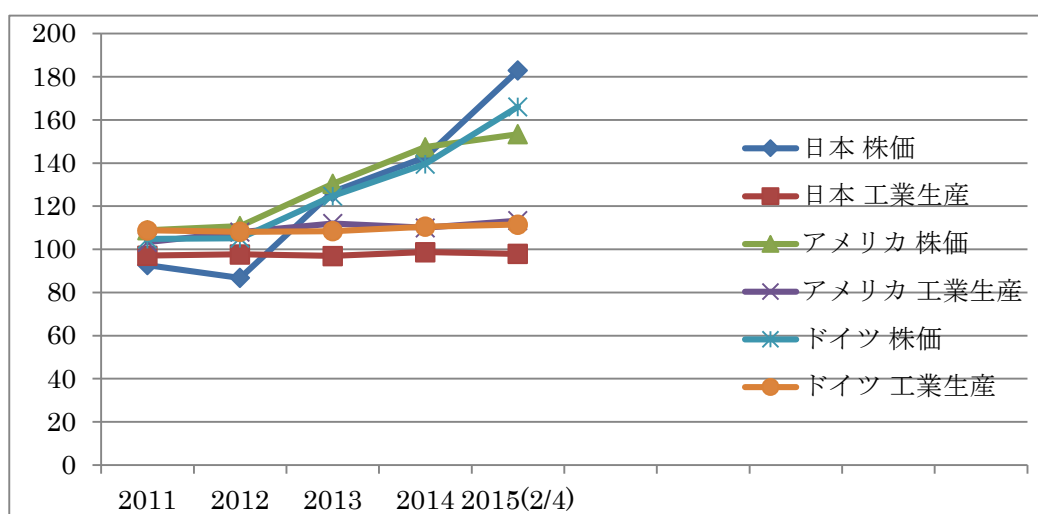
－金融経済と実体経済のずれ－

本報告で一番強調したいのは、いつバブルがはじけるかといった予想屋的な関心ではなく、そうした資産価格の高騰と実体経済の停滞というギャップの構造とその背景である。まずそのずれを端的に示すデータが図表2、3である。2011年～15年第2四半期平均の日、米、独の株価／工業生産の変化率の比較をみると、工業生産のわずかな変化に対して、株価は40～90%と大幅に上昇している。この対照的な事実関係を示すデータこそ、本報告の最も基本的な主旨に関わるものである。私には、今日の先進諸国の実体経済は、アメリカに限らず、相当な景気刺激政策を与えられたからといって簡単に成長率を伸ばせるほど弾力的な潜在成長力を持ち合わせていないという基本認識がある。これは後述するスタグフレーション論なしには説明困難であろう。

年		2011	2012	2013	2014	2015(2/4)	A/B
日本	A 株価	92.7	86.8	126.6	142.6	182.9	1.87
	B 工業生産	97.1	97.7	96.9	98.7	97.9	
アメリカ	A 株価	108.9	110.8	130.4	147.4	153.4	1.35
	B 工業生産	103.3	108	112	110	113.3	
ドイツ	A 株価	104.8	105.2	124.7	139.5	166.1	1.49
	B 工業生産	108.8	108.1	108.4	110.5	111.5	

出典) 18 Sept 2015 UTC(GMT) from OECD. Stat. より作成

図表 3 日米独の株価・工業生産の変化 (図) (2010=100)



出所) 図表 2 より作成

いずれの国についてもこの3年半の間に、工業生産はほとんど変化していないのに対して、株価は大幅に上昇して、両者の間の対照的なギャップは明瞭である。さすがにアメリカでは、工業生産が10%弱上昇しているが株価の40%強とは比較にならず、イエレン議長がそれほど安心できる数値ではない。ことに日本に到っては、工業生産は前水準から変わらず14年を1%程度下回っているのに、株価は97%余も上昇し、後述する不動産価格上昇と併せて、まさにアベノミクスー黒田日銀政策の影響の下資産バブルが生じているとあってよい。それに加えて黒田日銀は先の第2弾の金融緩和を決めたのである(後述)。先進国の中では唯一財政規律を重視しているドイツでさえ、工業生産は2.5%程度の上昇に対して、株価は60%近く上昇している。以上の経済実態は、まさに先進国におけるスタグフレーションの現状を特徴的に示すものである。

3. 株価・不動産価格の不安定な急上昇

そこで、この株価の動向と資産価格としてこれとよく似た動きを示している不動産価格のそれを、今少し具体的にみておこう。

図表4は、日米の主要株価について、2008年のアメリカにおけるリーマンショックに先行する2006年初以降2015年9月18日までの変化率を示したものである。両株価の推移は、ほぼアメリカ・ダウ平均値が先行し日経平均値がそれを追う形をとっている。ダウ平均は、07年末のピークから09年初めにかけて急落した後、4年ほどかけて

13年初めには前水準を回復し、そこから、FRBの新議長イエレンによる新たな超金融緩和策QE3の支えもあって、本15年春までに急ピッチで上げ足を強め約2倍の高みにまで達した(実数値では18,000ドル前後 後掲図表8)。しかし、後述するFRBの超金融緩和策からの転換—金利引き上げ—への思惑もなどあって、5月中旬をピークに緩やかな下落傾向をみせ、8月下旬以後、中国の株式市場などの大反落に調子を合わせて急落し、9月下旬までピークから10%以上低い水準にとどまっている。

これに対して日経平均は、リーマンショックに引きずられてダウ以上の下落率を示した後も、ダウとは対照的に12年の終わりまで低迷した。13年になってやっと、アベノミクス—黒田日銀の異次元緩和策に刺激されて上昇率を上げ、ダウが下落傾向に入った15年5月を境にそれを上回るようになったが(数値では20,000円前後 図表9)、8月の反落局面ではまたほぼ同調している。

このように、最近の下落局面については後述するとして、米日株価とも、この2-3年間にあのリーマンショック前ピークのほぼ2倍の水準まで上昇していたのであり、工業生産の横這いとは顕著な違いをみせているのである。

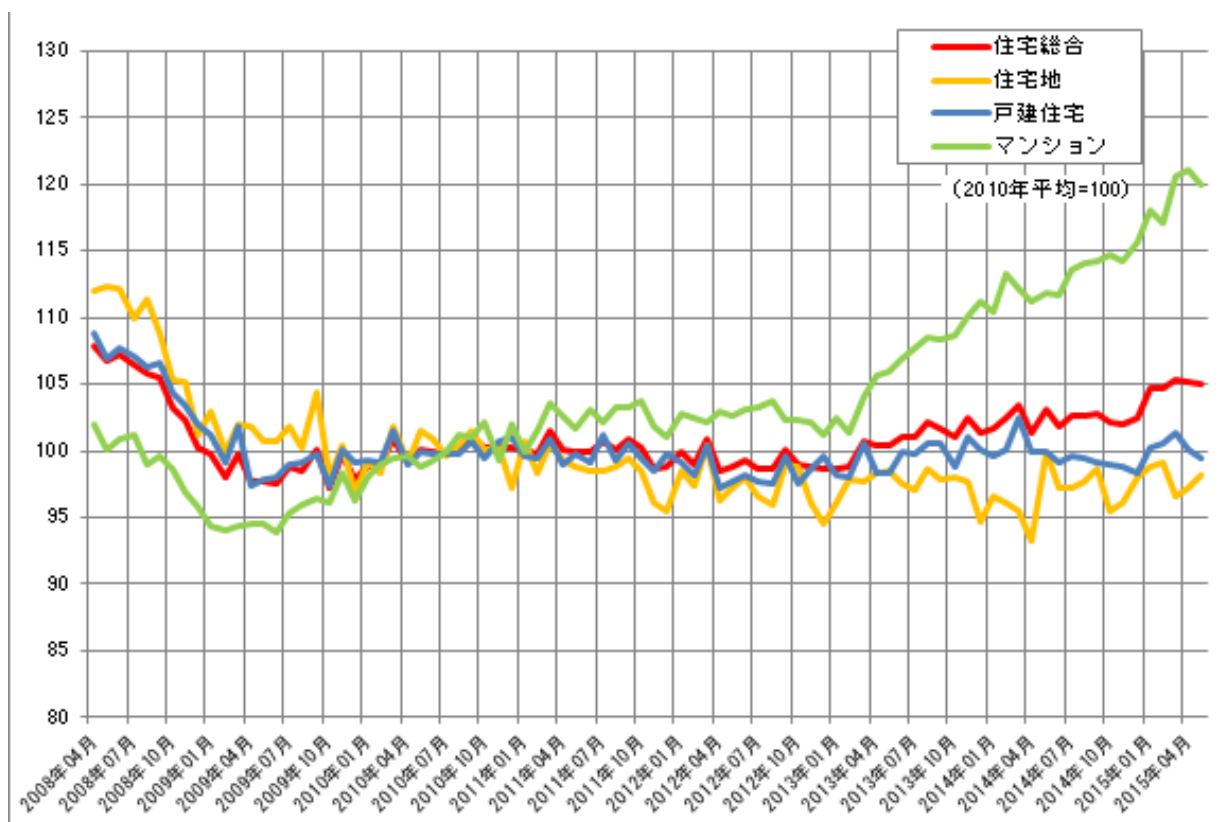
図表4 日米株価の変化率



次に、株価と並んで資産価格の動きを代表する不動産価格の動向を概観しておこう。

図表5は、日本の不動産価格の動向を指数化したものである。きわめて特徴的なのは、住宅地や戸建住宅の指数は15年4月で08年の前ピークの水準をなお下回っているのに対し、マンションが13年4月以後際立った急上昇を示し、前水準をはるかに超えて高騰を続けている点である。これはもう、バブルとしかいいようがなく、いつ反動がきてもおかしくないであろう。日銀の異次元マネーに加えて、中国などアジア系を含む外資も相当に流入しているといわれる。

図表5 日本の不動産価格指数（住宅）（全国）



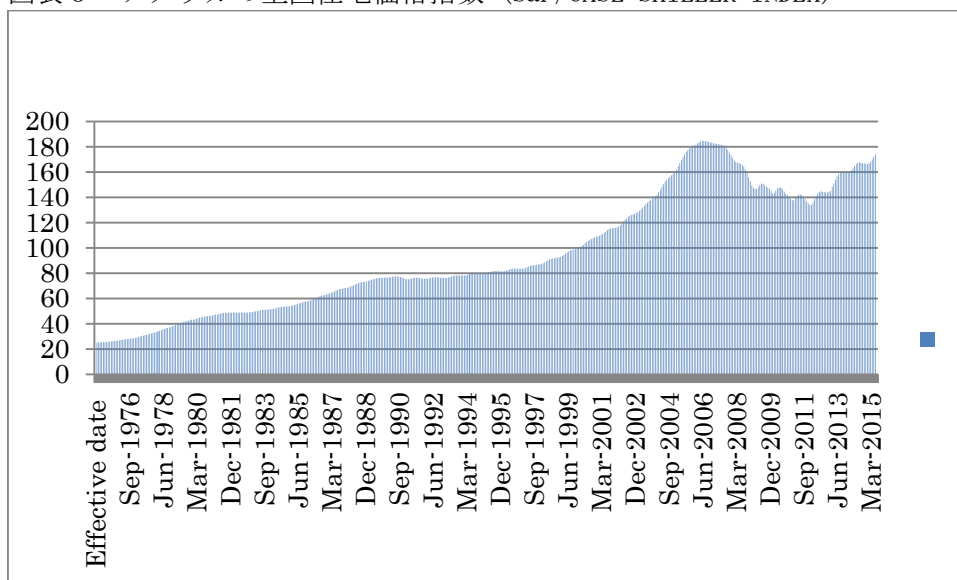
出典：国土交通省「不動産価格指数（住宅）」

注1) 2008年度平均 = 100とした指数である。

注2) 実際の取引価格情報をそのまま機械的に統計処理し、広域的なブロック単位で指標化（ヘドニック法による）している

アメリカについても、不動産市場の動向を図表6の全国住宅価格指数でみておこう。15年6月の時点で、あのサブプライム・ローンで投機的に盛り上がった07年のピーク水準に近づいている。そしてここでは示さないが、空室率が15年（予測）で6%と07年の8%を下回っていることからしても、9月には住宅価格指数は前ピークを越えていることは間違いなからう。

図表6 アメリカの全国住宅価格指数 (S&P/CASE-SHILLER INDEX)



出典) S&P/CASE-SHILLER U.S. NATIONAL HOME PRICE INDEX, PUBLISHED AUG 25, 2015, より作成

こうして、日米における株価、不動産価格に代表される資産価格のこの数年間の急上昇の実態を確認した上で、次に、それと対照的な実体経済のとの関係で、スタグフレーションの実態とその理論的含意の検討に移ることにしよう。

3. スタグフレーション論の背景と現局面

—資産価格の不安定な活況化と実体経済の鈍い動き—

主要国でのこの対照的な動向は、金融緩和政策による大規模な資金供給が工業生産に代表される実体経済の基幹部面の活性化にほとんどつながらず、もっぱら株式や不動産市場など金融関連資産の上振れに寄与したことを意味している。

1) スタグフレーション論の定義と現代経済学における含意

それをこれまで私は、スタグフレーション論をキーワードにして説明してきた(安保 1983)。ここでは、スタグフレーションの用語法について詳しく立ち入ることはしない。70年代にイギリス経済の停滞とインフレの進行という事態を説明する合成語として使われ始めたようであるが、これが広く市民権を得たのは第一次オイルショック後の70年代後半以降である。そのことからわかるように、その後その関連に対する関心が薄れてきているが、それは、石油に代表されるエネルギーなど資源の供給制約との関連で登場した点にまずは注目すべきである。

その点でそれは、現代世界経済を認識する際の極めて重要なキーワードであるが、その用語自身にそれほど理論的に深い意味があるわけではない。ただ、とりあえず定義のようなものとしては、stagnation (停滞) と inflation (インフレーション) を合成したもので、常識的にはありにくい経済現象が同時に生じるということで特別の意味をもっている。ことにオイルショック後に世界的にみられるようになった点で、ケインズ学派など従来の経済学の多くが需要サイド重視であったのに対して、供給サイド重視派が一定の影響を持つことになる契機となった(小椋 1981)。さらに関連して、70年代後半頃から、戦後の経済学におけるケインズ学派優位に対する自由主義—保守派からの反発の一環とし

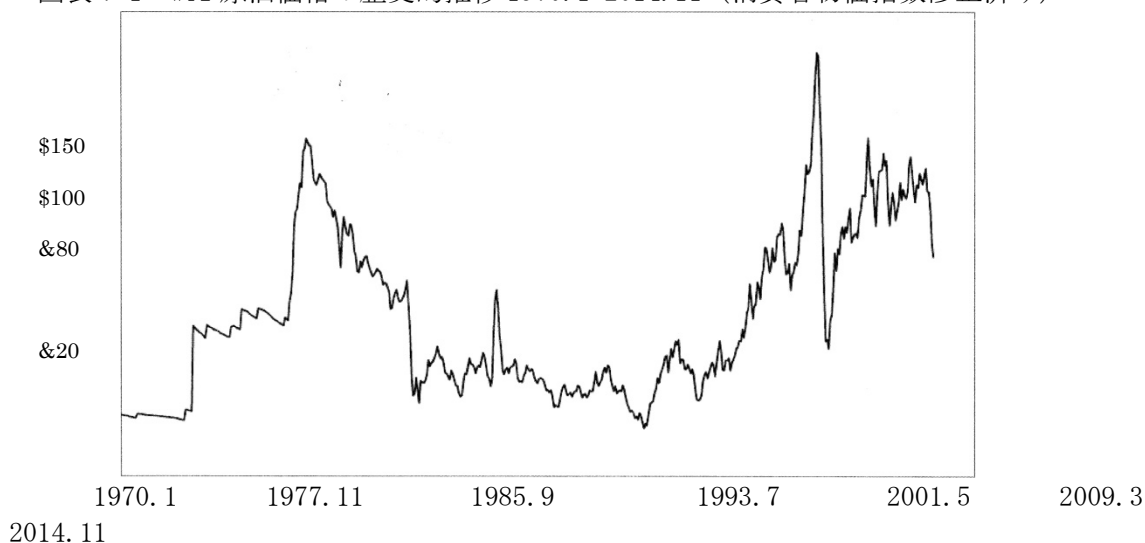
て、合理的期待形成論(rational expectation)を生み出すことになった。これは、国家の経済過程への介入主義が、実体経済への影響を与えず、たんに物価の上昇をもたらすだけだとするもので、その背後にスタグフレーション現象を想定している(安保 1983)。なお、供給サイド重視論の経済学の源流には、もともとマルクス経済学の基礎をなす恐慌論や地代論があり、その理論的意義を明確にしたのは宇野理論であるが、ここではそれを確認するにとどめる(安保 同上)。

2) スタグフレーション現象の歴史的経緯と現局面

こうして、スタグフレーション現象の基本的背景は経済活動に対する供給制約であるが、その最大のもは、20世紀最後の四半期以降は石油を中心とするエネルギー関連資源の供給制約、次いで温暖化に集約される環境制約、そして人的資源と呼ばれている労働力の供給制約である。これらの制約条件の作用の仕方は、その時々に関連技術や企業・人々の活動スタイルなどによって変化しているが、今日の世界経済の基本動向を規定する大枠としてはしばらくは大きく動くことはないであろう。企業の設備投資も人々の購買態度も、意識的無意識的にこの大枠の存在に大きく影響されているのである。

エネルギー・資源制約 これは、地球的制約のもっとも影響の大きい要因であるが、もちろん、時々開発技術によって大きく左右される。エネルギー源の最大のもが今日でもなお石油・ガスであることには変わらない。第2次大戦後の世界経済は、73年秋の第1次石油危機で原油価格動向に成長の限界を画される時代に入り、80-81年の第2次危機、2008年の第3次危機(筆者の認識)と油価の急騰とともに激動を余儀なくされた(図表7-1、7-2 参照)。同図のように、原油価格は、08年リーマンショック前にバーレル・140ドル台まで高騰した後一時急落するが、すぐに戻して100ドル前後の高水準を維持してきた。14年夏頃から下落し始めて、15年には50~40ドルの低い水準で推移しており、同年夏以降の「チャイナショック」の影響などもあって、当面反発の可能性はなさそうである。しかし筆者には、このまま引退するとはとても思えない。ともかくこれまでは、戦後アメリカの主要バブルにはすべて石油が絡んでおり、両者のピークはほぼ一致していた。つまり、アメリカ経済の好況は石油供給の限度によって画されていた面がかなりある、と行ってよいであろう。また歴史的傾向としても、2000年代後半以降、原油高価格時代が続いており、これが企業活動や人々の生活の大きな負担要因となってきたのである。

図表 7-1 WTI 原油価格の歴史的推移 1970.1-2014.11 (消費者物価指数修正済み)



出所: Macrotrends Nov. 20, 2014

図表 7-2 WTI 原油価格の歴史的推移 2010. 1. 1-2015. 9. 24



そこで最近の値下がり背景であるが、これは、この間の中国など新興諸国経済のスローダウンや一部再生エネルギーの増大、省エネ技術の採用などによる石油需要の減少や、特にアメリカではシェールガス・オイル生産増大の影響が関係している。アジアや中南米の新興諸国やヨーロッパなどの不況の様相には、スタグフレーションの下振れ局面（後述）といえるような諸状況がみられるといえよう。そこでは、内外で膨張した金融緩和マネーに押し上げられて一足先に生じた不動産や株のバブル化—一般物価のインフレの上昇を抑制すべく、あるいは累積国家債務のデフォルト化を阻止すべく、公定歩合引き上げや財政引締策が採用された結果、資産価格の過熱化はある程度抑えられ、逆に金融機関の不良債権増大など金融不安が生じている。

こうした世界経済の後退局面の下、「シェールガス・オイル革命」のインパクトを強調して、原油価格はもっと下がるという「楽観論」もあり、確かにアメリカでは大々的に取り上げられている。しかしシェールガスも、その採掘、輸送、液化コスト（その鉦害問題も含めて）は決して割安ではない。その一つの証拠として、前述のように、最近まで原油価格が100ドル/バレル前後で高止まりしてきた点が挙げられるが、最近これが80ドルを割って40ドル台になってくると、シェールガス・オイルの採算コストを割るところが出てくるといわれている。ことに、14年9月に発表された住友商事のテキサス開発事業の1700億円の損失を始め、伊藤忠商事、大阪ガスなど、採算の悪い鉦区をつかまされた後発企業では撤退を余儀なくされている（BLOGOS, 2014年10月05日；Newsweek日本版、2014年8月1日、など）。要するに、地下2-3000メートルの採掘場から高圧水で岩石を砕き（フラッキング）取り出すコストをかけても、その採掘年限が7~8年（サウジなどの油田は数1000年単位）という際どい事業なのである。

いま一つ、原油価格の動向に影響を与える重要な要因として、OPECの戦略があることはいうまでもない。14年11月に発表された減産はしないというOPECの決定は、今日もほぼそのまま守られている。それは、当面はシェールガス・オイルに対するOPECの敗北を

意味し、その直後に WTI 原油価格は一気に 70 ドル台を割った。しかしこのまま原油価格の低落が続くと、50-60 ドルといわれる平均採算点を切るシェール生産企業が続出し、供給が混乱して、原油価格の反発が生じる可能性も十分ありうると考えられる。OPEC の決定はそれを狙ったものだという見方もあながち否定できない。

こうして、エネルギー問題は、再生可能方式が本格軌道に乗り、本当に安全な原発が稼働可能になるまでは、人類にとって長く重い制約要因であり続けると考えるしかないであろう。原発について筆者は、現状ではこれまでの消極的見解を変えるつもりはない(注1)。

「人的資源」これは簡単には「モノ」として扱えない性格を含んでいるが、経済的にはやはり供給制約の究極の要素である(マルクス 1969, 宇野 1976, など)。これが先進国では、少子化、高齢化、高学歴化などで高価なものになり一雇用する側からみて一、アメリカや日本企業などは国内的には非正規雇用として差別化し、国外に進出するが、それも中国などにみられるように、やがて不足が表面化してくる。各国多国籍企業のグローバル化が地球の隅々まで浸透し、それが地球規模で労働力の需給関係を均し、国際的な賃金格差の縮小をもたらす。それはまた各国で労働問題を激化させるし、恐らく、近年の途上国における民族問題や宗教紛争の多発も、こうした労働の価値の上昇一それによる大衆の権利意識の高揚一が絡んでいる、といえは全くの見当外れであろうか。こうした動きはさらに、新興諸国産の資源価格や現地加工製品の先進地域への輸入価格上昇、そして物価上昇へと波及し、「デフレへの挑戦」などといわなくとも、近い将来に一般物価の低位安定の時代に終わりをもたらす可能性もあろう。人件費のコストプッシュ・インフレの再現である。

環境問題 これも、ますます逃げ場のない厳しい対応を迫られる局面に入りつつある。世界銀行は、14年11月23日に気候変動の第3次レポートを発表し(World Bank 2014)、地球温暖化の一層差し迫った深刻なリスクを訴えている。その科学的調査によれば、工業化以前の時期から2100年までに地球上の温度が1.5度上昇すると人類にとって破滅的な結果をもたらす可能性があるが、これは今日から数えて0.8度上昇分を余すだけであるという。そうなれば、地球上の海水の高さは30センチ上昇し、干ばつが広がり、珊瑚礁の90%は死滅することになるが、このプロセスは大嵐や大不作などの形で既に始まっている。まさに地球的制約そのものである。

とすれば、人類が生き延びるためには、石油・ガスや石炭など石化エネルギーの使用は値段にかかわらず大幅に抑制しなければならない。代替エネルギーの供給が間に合うまでは、ことにすでに「過剰富裕化」の時代(馬場 1997)を迎えた先進諸国では、多少の経済成長や生活水準の低下を我慢してさえも、CO₂の排出を削減しなければならないことになる。筆者を含めて、人類にその覚悟があるかどうか、その不人気を甘んじて受ける政治家がいるかどうか、分かれ目であろう。もしそれが程度実現すれば、バブル的価格上昇は一定範囲に抑えられしかし経済は停滞気味になるという、スタグフレーションの下振れ現象が生じるであろう。その場合には、国家債務の縮小のために所得があまり伸びない中で消費増税などを実行せざるをえず、この慣れない耐乏生活にどこまで現代人の合意が得られるかが、大げさにいえば、宇宙船地球号の今後の運命を大きく左右するであろう。

2) 世界経済の現局面の特徴一資産価格の上昇と実体経済の停滞一とそのスタグフレーション論に即した説明

第1の、構造的供給制約のうち、経済活動に直接関わる最大の要因である石油など資源制約は、前述のように、シェールガス・オイル登場の影響と中国など新興諸国経済の成長周期一巡などによる大幅値下がり、当面表舞台から退いている。むしろ、石油産業への打撃も含めてしばらくはデフレ要因であるが、遠くない将来に必ず再登場してくると予想している。

そして先進諸国の実体経済の停滞に大きく影響を与えているのは、設備投資など前向き

の経済活動の弱さである。そこでこれと供給諸制約がどう関係しているかが、問題の一つの焦点となるであろう。それは、先進国経済の硬直的な構造的体質の問題である。そこでは、一方ではお金の刺激ですぐ新規開発や生産力増強型の投資を活性化されるほど弾力性を備えていないのだが、他方金融証券市場は独自にマネーゲームを活況化させるような、絶えず高度化する IT 技術を駆使しある意味で洗練されたシステムを開発し続け、限りなくリスク追求型の投機活動を繰り返すものになっている点がある。そこでは、実体経済の成長に伴う資金形成が限られている以上、金融証券市場の活性化を賄う資金は中央銀行や国家など外部から注入する他はない。

では、先進国産業の主力部隊が積極的な投資に踏み切れない理由は何か。それは、漠然とした言い方に聞こえるかもしれないが、ここは「ビジネス・コンフィデンス説 (theory of business confidence)」を借りて、供給制約論との橋渡しをすれば、経済経営の将来に対する「ビジネス・コンフィデンス」の弱さとでもいった表現で説明できるのではないかと考えられる。「ビジネス・コンフィデンス説」とは、ローゼノフ(Rosenof 1975)が、30年代のアメリカ大恐慌期の長期不況を説明するのに考え出したアイデアで、企業が設備投資など重要な事業活動の判断・決定をするにあたっては、目に見える実数値だけでなく、先行き見通しに対する信頼感(コンフィデンス)といった心理的な要素がかなり規定的な役割を果たすというものである。当時企業が本格的な投資に踏み切らないのは、たんに計算できる採算の問題だけでなく、ルーズベルト民主党政権のニューディールという新たな社会経済改革の発想に企業の保守派が反発して先行き見通しに対する信頼感を持てなかったからだ、とした。もちろんこれと今日の状況とは違いもあるが、適用できる側面もあると思われる。事実、今日の政府統計で、消費者コンフィデンスを「消費者態度指標」(内閣府)として採用しているが、これはその応用例であろう。

さて、今日主要国の企業経営者達は、長引く超金融緩和と政策のおかげで、低金利資金の調達には事欠かないし、日本などでは大幅円安効果による棚ぼた式巨額利潤の獲得で、投資用内部留保資金も豊富である。にもかかわらず、どの国でも、前述のように、設備投資も工業生産もほとんど伸びていない。要するに、生産能力を質的・量的に拡張しても、その生産物の市場確保にしっかりした見通しが得られないのである。

その不安感について、次のようなことが考えられる。第1に、よほど単純で楽観的な経営者でないかぎり、政府・中央銀行による強引な金融緩和と政策の孕む大きなリスク要因に気付かないはずはないし、将来にわたって安定的な市場環境を約束してくれるとは思えないであろう。その結果としてのゼロ金利がもたらす超円安効果にしても、輸出企業の場合、当面輸出増、海外からの送金利益の水増しなどはありがたく受け取るとしても、これが正常で安定的な業績だとは思えないであろう。いつかはその反動が来る、さらには資産バブルがはじけた場合の対応策にも備えなければならないとすると、そう軽々に本格的な能力拡張に乗り出すわけにはいかないであろう。

第2に、アベノミクス・黒田日銀やアメリカFRBイエレン議長の場合も、金融緩和の経済刺激効果の重点を、雇用増大—所得・消費増—生産拡大—実体経済成長という筋書きでみているようである。これはまさに、需要サイド重視のアプローチであるが、それはスタグフレーション構造の下では危険を伴う道であろう。政府の音頭どりで雇用増・所得増—販売増が一時的に実現したとしても、それが企業の生産性を高める投資増に結びつかない限り、工業生産の拡大には十分つながらず、物価上昇をもたらすだけかもしれない(これは日銀の単純な目標には多少近づくかもしれないが)。物価が上がらなければ、人件費増は企業の収益を圧迫する要因でもあり、先のニューディール期にルーズベルト政権がそれを志向して、保守派企業経営者の反発を買い、ビジネス・コンフィデンスの低下—投資の停滞を招いたことは実験済みである(安保 1979)。つまり、雇用増—賃金増加は企業家側の先行き見通し悪化を招きかねないのである。事実、近年の日本では、人手不足による賃金押し上げ圧力は強まりつつあり、その傾向を加速しかねないのである。この点では、失業率が5%を割っているアメリカでもほぼ同様と思われる。

第3に、地球環境問題も、世界中で差し迫った対応を求められているとすれば、これが企業活動に影響を与えないわけにはいかない。CO₂の排出規制から各種環境保護規制、相次ぐ巨大災害対応の保安・保全対策などの諸コストは年々肥大化するばかりである。もちろん企業は、技術革新によってこれらに対応しうるが、そのための膨大な出費は、他の効率や品質レベルの向上の開発・投資の余地を狭める可能性は否定できないであろう。自動車産業の場合でも、排ガス対応の高機能蓄電池開発や安全のための自動運転技術の開発など、単純な能力拡大の生産販売と比べて、大きな重圧になっているであろう。

こうして、スタグフレーション現象の核心である経済の停滞—その背後にある非弾力的な供給構造—を以上のような地球的制約に由来するものとみれば、その様々な重圧が一種の閉塞感を生み、企業や人々の行動を鈍らせて、なかなか「第3の矢」につながらない事情もある程度理解できるであろう。しかしそれでもなおわが国では、その経済体質に敢えてむち打って、中央銀行の紙札をばらまいて国債を買いまくる（財政ファイナンス）、「デフレの克服＝2%物価上昇をめざす」というアベノミクス—黒田日銀の異次元金融緩和政策（第1弾～第2弾）があり、アメリカでは、イエレンFRBはようやく超緩和政策の打止めの信号を出したところで、またぞろ民間主導で自動車や不動産そしてオイルシェール企業などが低金利や原油安を利用した投機的ビジネスを拡張しているようである。こうした現局面の動向と今後の見通しについては、最後に触れることにしよう。

3) 新興諸国経済の場合

その多くは、なお潜在的な成長力を保持している分、いずれも先進国より一足先に景気過熱からピークアウトして、バブル化寸前でなんとか踏みとどまり、政策金利引上げなど金融引締めを主要手段としてなだらかな冷却に努めている局面にある。しかし、この夏以後の中国経済のように、ピークアウトする前にバブルが崩壊し、その存在感の大きさから、全世界に少なからぬ衝撃を与えつつある場合もある。その鋭さからみて、これが世界規模のバブル崩壊の引き金になりかねない、と思わせるものがある。

この中国経済の場合は、15年3月の全国人民代表大会（国会）で示されたように、土地・住宅、地方インフラ投資や理財商品取引（銀行を経由しない高利子の金融財）などの投機的拡大を抑制するべく、昨年後半から強化された金融引き締めにより（政策金利引上げ—レポ金利3%→5%—と超過準備率の引上げ）、過熱化の危険を回避する高成長から安定成長への転換を指向している。それが経済的政治的に安着陸できるかどうか、その瀬戸際にあるとみられていた。ここでも、スタグフレーションの制約ははっきり出てきており、その経済成長構造が新たな段階を迎えている点の認識はすでに出ていた。無尽蔵の労働力供給といわれたその人的資源のコストも、今やアジアでは国際的に割高になっており、それが世界の物価上昇抑制の重石になるという時代は終わりつつあるといえよう。上海のワーカーの賃金（495米ドル/月）は、ベトナム・ホーチミン（173同）の約3倍、インド・ニューデリー（224同）の2倍以上である（JETRO「国・地域別投資コスト比較」2013年10月、2014年11月26日検索）。

また北京など大都市の大気汚染のひどさはさすがに無視できなくなり、2013年6月の第9回二酸化炭素国際会議は北京で開催され、中国から最大の参加者数をみたら。さらにこれとの関係で、エネルギー源を石炭に大きく依存する中国の立場は厳しく、他のエネルギー源獲得のためのアジアの海洋地域への強引な進出など、国際紛争を多発させている。こうした潜在余力が低下する中で、個人も企業も不動産と株式投資に走った結果が、前述の本年6月以来の世界に先立った資産バブル崩壊であった。

インドでは、金融当局など政策管理に今少し洗練されており、昨12月の消費者物価指数が前年同月比9.87%上昇したのを受けて、準備銀行（中央銀行）は1月28日にインフレ防止を最優先してレポ金利を0.25%引き上げ8.0%にした（『日本経済新聞』Web刊、2014/1/28）。個人的な話しになるが、昨9月に同準備銀行の総裁に就任したR.ラジャン氏は、元シカゴ大学教授で、IMFのチーフエコノミストを務めるなど金融

界で著名だが、たまたま12年6月にソウルの会議で彼に会い話しをしたとき、ひどく感銘を受けた人物である。彼はそのスピーチでアメリカ経済の成長の限界を強調したので、その理由を聞いたら即座に「ボトルネックだ」と答えた。私としては、この点で見方が一致することは内外を通じて滅多にないので、大いにわが意をえた。その内容では労働面の硬直性を重視していたようであるが、彼はまた05年にその後のアメリカの金融危機を予告していたことを最近知って（東洋経済 ONLINE, 2013. 09. 07）、ますます親近感を深めた次第である。ともかく、その彼のことから、近年実体面の成長率を低めつつあるインドにおいてもインフレーション化の危険は容認できないのであろう。

こうして、15年に入ってインド経済のパフォーマンスは新興諸国の中で例外的によい。GDPの四半期平均成長率が13年6月期の4.7%から14年6月期の5.7%に上昇した中で、消費者物価は順調に下がって9月には6.5%へ、貿易収支の赤字は13年3月頃までの500億ドル前後から14年3月頃には300億ドルに縮小し、その結果外貨準備高は同期間にマイナス含みから3000億ドルの黒字に好転した。IMFによる10月時点での2014年成長見通しは、中国の7.4%に次いで5.6%と世界第2位であり、両者の順位は18年には逆転するという（以上、Nissay Asset Management, 「新興国市場レポート」2014年10月28日）。インドの場合は、準備銀行の適切な政策と9月に成立したモディ政権の積極策とがうまくかみ合った数少ないケースであり、原油・石油製品が輸入の3割、他の貴金属などを含めると約半分が価格下落の著しい資源関連という貿易構造や前記のようななお相対的に低位にある賃金水準なども、有利に働いたとみられる。とはいえ、この国においても、教育・訓練を受けた労働力の供給余力やインフラ整備・環境問題対応能力などの弱みの表面化はそれほど遠い先ではないであろうし、資源関連物資の価格が再上昇を開始すれば、引き続き好循環を長期に持続するのはそれほど容易ではないであろう。

その他の東南アジア経済については、ベトナムを別にして、ほぼ中国と同様の動向を示している。ドル高の影響で通貨安—物価高—利上げ—消費減—輸出減—成長率減という一連の動きである（『日本経済新聞』2014年11月28日など）。アメリカと中国の影響を受けつつ、インドより利上げが遅れた分、今になって物価高対応に高いコストを払って成長率の低下を招いている。ただ全体として、資源大国インドネシアとそれ以外で重要な違いを含みつつも、労働力供給や日本式経営への適応能力などなお経済・経営の弾力性を保持している地域である。

ブラジルでも、本年4月に政策金利が0.25%引き上げられ11%になった。昨年後半に下がりかけていたインフレ率が2月に再度上昇（5.68%）したためであるが、これはその後さらに高まり、10月には6.59%をつけて政策金利は11.25%に引き上げられた。ここでも、ドル高のほか、やはり資源大国として対中国輸出減の影響が大きい経常収支赤字増大、汚職がらみの政治不安などから、ブラジルレアルの対ドルレートは14年春—夏の2.2レアル前後から年末には2.55に低落、15年に入っても一貫して大幅下落を続けて、9月22日の急落で危機的な4.05を付けた（野村証券「マーケットアウトLOOK—ブラジルレアル—」2014/11/25、『日本経済新聞』2015/9/24、など）。高物価—高金利—経済成長率低迷では、多くの新興国と共通している。こうしたインフレ警戒の政策金利引上げの動きは、14年後半から南アフリカ、インドネシア、ロシア、トルコなどに広がったが、直近ではやはり資源国の対中国輸出減に影響されている。

要するに、新興途上国の多くでは、ゼロ金利どころか、インフレ退治と対ドル為替レート急落対応のために、超高金利政策を導入せざるを得ないという、先進国とはまったく対照的な事態が進行しているのである。しかも実体経済の方はインフレ的膨張をしているというわけではなく、その時代は過ぎて成長率はいずれも低下傾向に入っており、それをまた金融引締めが加速するという苦しい循環に入っている。つまりここでも、実体経済の若い潜在成長力は相当に減殺されてきており、同じ地球的制約の下で、景気刺激を続けるとすぐインフレが加速されるというスタグフレーション構造が、労働力供給の面でさえ一

部定着しかけている、ということになる。経済成長の面で先進国を追いかけやがて大きくリードする形になっていた新興途上国群が、先にインフレ激化―その抑制策導入―成長率鈍化に向かい、サイクルが逆転したかにみえる。

4. まとめ バブルから「デフレ」へ―その瀬戸際にある現世界経済―

以上、近年のアメリカと日本、先進諸国と後発諸国における資産価格と実体経済の間で目立ってきた2極化現象を示す世界経済の動向について、スタグフレーション現象の現局面という観点からとらえ、説明を試みてきた。そしてこの両極化現象も、一方で資産価格の投機的バブル化のピークが見え始め、中国バブルの破綻を契機として「デフレ・不況」局面への反転の瀬戸際まできているという観測もできそうである。以下それを、その基本的背景にある地球的制約枠組みとの関係において、現局面が人類史的大転換期にあるという歴史的位相の中で捉えつつ、今後の方向を展望してみよう。

1) 15年の春*頃から調整色を強める現世界経済の中で、ほとんど唯一実体経済面で上向きの指標を示してきたのはアメリカ経済である。それを睨んで、積年の課題である超金融



緩和策(QE3)からの脱出の「出口」―政策金利の引き上げ―を表明してきたのがFRBのイエレン議長である注2)。アメリカの財政債務の対GDP比は、前図表1のように、日本の突出した2倍以上ほどではないが1倍強で、その財政赤字は憲法の厳しい法定上限を超えている。ことに昨秋の中間選挙で上・下院とも共和党多数となった議会の勢力配置のもとでは、野放図な国債依存は許されないのである。しかしその上向き指標がどこまで続くかはそれほど楽観できるものではないと思われる。その実態は、特に好調を維持している自動車の売れ行きに代表されるが、これは、第2のサブプライムローン問題ともいわれる返済能力の弱い低所得層への低利信用販売の押し込みと、株価高騰の恩恵を受けた高額所得層の高級車購入に支えられており、いずれも金融緩和によるだぶついたマネーの影響を大きく受けている。

絶好調の資産価格動向を代表して前ピークを大きく上回ってきた株価も、図表8のように、15年春頃からは停滞気味になり、8月の中国資産市場異変を契機に急落して、ダウ平均価格は18,000ドル前後から200ドル、10%強下げた後16,000ドル前後から戻る気配はない。先のバブルとその崩壊の主役となった住宅・不動産問題も、その整理が十分なされないままにやはり金融緩和で支えられており、前図表6でみたように、その引締めによって再発する危険性を抱えている。

要するに、比較的好調といわれるアメリカ経済も、累積された金融緩和マネーの中にどっぷり浸かった状態で維持されている点を忘れてはならず、そこからの脱出がどこまで可能かは、かなり際どいといわざるをえない。イエレンFRBが、国の債務残高の大きさを正面から問題視し、オーソドックスな公定金利引き上げによって対処しようとする姿勢には敬意を表するとしても、その最終決定を巡ってその都度世界の金融証券関係者が緊張を迫られ、結局容易には上げられないであろう。こうして、しばらくは調整局面が続けばまだしも、またしてもだぶついたお金の行き先が投機的に株式市場に向かった時、今一度上がった後の反動は一層大きくなることは避けられないであろう。

図表9 日本の日経平均株価



2) 他方日本では、第2次安倍政権成立の12年末から13年春の黒田日銀出発を経て、図表9のように、日経平均株価は13年末にかけて1万円以下から1.5~1.6万円まで急上昇した。まずは、リスクを賭けたアベノミクスによる超金融緩和の「成果」といってよい。しかし14年に入ると、消費税導入前後の重荷もあって低迷し、10月の黒田日銀のサプライズ異次元緩和第2弾によってやっと1.7万円台を付けたが、それでも07年夏のバブル・ピーク時の1.8万円台には届かなかった。それが、15年に入って春には一挙に2万円台に急上昇したのは、アメリカ経済の好調と金利引き上げ思惑を背景としたドル高一円安の効果が大きく、前図表4のように、05年以降の上昇率でダウ平均価格に追いついた。他方工業生産の方は、14年にはわずかに上昇したものの、15年前半ではまた後退したから(図表2, 3)、資産価格と実体経済の2極化はさらに進んだのである。

こうした日本経済の潜在成長率の低さを、河野は「完全雇用」を挙げて問題にしているが(河野 2014)、本論では、上述のように、地球的な諸制約をあわせて重視している。物価動向に関しては、原油価格の一時的下落などは、日本の場合、この間5割も低下した円安(2012年末の対ドル80円前後から15年9月下旬の120円前後へ)に相殺されてほとんど恩恵はない。現に、国内のガソリン価格(レギュラー)は、同じ時期に135円/リットル前後から一度150円台まで上がって下がったが、130えんていどであり、大差はない。一方で、輸入原料、食料などの価格はじりじりと上がっており、筆者は、これが将来のインフレの伏線になる可能性があると考えている。

他方で黒田日銀は、物価引き上げのために大幅円安誘導を目指しているが、とんでもない話である。そもそも近年は、一国の金融調整の大本締めである中央銀行が、ドイツなどを除いて、為替レートの大幅な操作をすることが常識化しているが、これ自身が大問題である。筆者はかねがね指摘してきたように(安保 1996)、為替相場は国際的な市場

関係の結節点であって、それを一国の通貨当局が意図的に操作することがまかり通れば、市場システムは死んでしまうはずである。相撲に例えていえば、競争の基準であるの土俵をその都度都合のいいように勝手に変えてしまえば、勝負にならないのである。

まして、極端な円高を一時的に阻止するといったレベルではなく、短期間に5割減といった価格体系を根本から変えてしまうような暴挙が市場経済で許されるはずがない。輸出や海外事業の比率の高い企業にとっては、大幅円安で、当面は労せずして輸出競争が楽になり、海外の稼ぎの円換算が膨らむが、これは、中長期的には日本の国富の実質価値や、ひいては企業のブランド価値の目減りであり、競争体質の脆弱化にも影響するであろう。それは価格関係の問題だけでなく、消費増税延期と相まって、日本の国際的信用の基本部分の失墜—近い将来における国債価格暴落—金利急上昇—日本の財政の破綻といった非常事態を招きかねないであろう。事実、米格付け会社ムーディーズは14年12月1日日本国債の格下げを発表したし(Aa3→A1)、日本国債の信用力を示すクレジット・デフォルト・スワップの保証料は急上昇(信用力の低下)しているという(「大機小機」(無垢)『日本経済新聞』2014年12月3日)。最近では、アベノミクス=黒田日銀方式にも、当初の賛成多数からかなり異論が増えているとあってよいであろう。すでに、世界が驚いた14年10月の超金融緩和策第2弾の決定においても、あのお堅い日銀の政策委員会の議論が激しく真二つに割れて、総裁の一票差で決着したといった点に、それが象徴的に表れていたといえよう。

3) さて、これから世界経済と日本経済はどこに向かうであろうか。経済「好調」で金融引締めに入る意図を表明しているアメリカと異次元緩和を強行する日本、そしてギリシャ問題などを抱えて日本に近いが「異次元」にまでは踏み込めないEU諸国、景気過熱・バブル化の破綻がすでに表面化しつつある中国を筆頭に、やはり過熱化と通貨安対策でやむなく金利引き上げを取らざるをえない多くの新興諸国。こう見渡すと、本報告の当初の問題提起—バブルか「デフレ」か—に即してみれば、現局面は、なおバブル化への要因をはらみつつ、それも終盤を迎えていて、その崩壊から不況の意味合いを含む「デフレ」に向かう瀬戸際にある、といった言い方ができるのではないかと思われる。

こうした世界経済の現況を捉える分析枠組みとして提案したスタグフレーション論に即していえば、その現局面は、スタグフレーションに内在する2側面—インフレと「デフレ」—のうち、インフレに当たる資産価格高騰—バブル化—が崩壊を間近に控え、それに接して「デフレ」の局面が見え始めている、ということができそうである。その「上振れ」の局面では、資産価格の高揚が目立ち、「デフレ」は隠れているが、实体经济の拡張はほとんどない。やがてこの2極化のギャップが拡大し、資産価格の水ぶくれ=バブルが肥大化すると、どこかでそれがはじけて、「下振れ」の局面に転じ、「デフレ」が表に出てくる。しかし、政府や中央銀行が更なる金融緩和策や各種救済政策を強行するから、資産価格の全面的崩壊はなく、低迷しながら次の上昇局面を待つことになり、スタグフレーション構造は基本的に持続する。結局際限なく、一層の国家債務が積み上げられていく。

その際、政府や中央銀行の対応がバブル化の早めの段階でとられれば、例えばアメリカFRBが金利引き上げを早めれば、その分崩壊過程は早く来るが、反動の激しさや深さは比較的軽度で済むであろう。しかしなかなかそうはならないのである。最近の中国の場合に即していえば、市場経済の歴史が浅く、制度が不備な上に参加者も当局も経験に乏しく、株式市場、不動産市場などの過熱化が極度に進んでしまった可能性があり、それが経済実体面での過剰投資をも加速しているとすれば、その事後整理には相当な時間とコストを要すると推測される。もちろん長期的には、中国経済の潜在力はまだまだ世界で抜きん出ているとみられるが、その後始末には少なくとも今後数年は掛かるのではなかろうか。

ただ、以上の考察から明らかなように、この夏以降の主要国における株式や不動産市場の大きな反動や混乱は、一般に論じられているような「チャイナショック」だけで片付けられるものではない。すでに現在の世界経済全体が、そのバブル化を十分進行させ、崩壊

の間際にあるところで、その最初の綻びが中国から始まったとみるべきであろう。そこで究極の問題は、本報告者の考えでは、政府や当局の政策だけでなく、現代のわれわれ人類の経済・生活環境が、地球的制約を背後に持つ各種供給制約の下にあり、それが各地域の経済実体の構造的硬直性を作り出している点を理解する必要があるということである。

ここで改めて、直近の世界におけるスタグフレーションの向きは「上振れ」か「下振れ」か。興味深いのは、上振れの恐れのあるのは、一見逆方向にいつているアメリカと日本とみられる点である。アメリカのFRBの量的金融緩和停止時期が遅れており、直近のFRBの会議(FOMC)は9月の利上げを見送った。イエレン議長は、その直後の24日の講演で年内の利上げが適切と繰り返したが、しかし報告者としては、そうならない可能性の方が高いとみざるをえない。そして、ドル高もあって世界のだぶついた資金がこの国に集まった結果、株式に先導された資産バブルが史上最高レベルに過熱化し、そこで政策金利引き上げが出勤すれば、リーマンショックを上回る一大ショックがアメリカと世界を襲うであろう。これは破滅的な下振れになり、株式市場のみならず、自動車や不動産にも種々深刻な破綻は避けられないのだが。

そして日本では、新安保法案を国会で強行採決した安倍首相が9月23日に自民党党首に再選され、今後は経済関連の政策遂行に集中するという。その下で、2%物価上昇を最優先の目標に掲げる黒田日銀がさらに強引な「なんでもする」超金融緩和策を続けると、これまた「上振れ」の方向しかあり得ないかもしれない。さらに異次元緩和の「財政ファイナンス」が拡大続行されて、やはり資産価格の一段のバブル化が進行する恐れは大いにある。もっとも、先に指摘したように、日本では、最近黒田路線に対する批判的な議論が広がり、日銀の政策委員の中にさえ、疑問視する意見が少なからずあるようである。これが、バブル崩壊のショックを多少とも少なくすることを期待したいところだが。

そこで、以上の経済分析に関連して、現代という時代の様相について、筆者の感想を述べておきたい。以上のような経済現象に輪をかけて、極端な自然災害の増大、政治・軍事的軋轢の多発まで相まって、人類は、今大戦後のもっとも不安定で危険な時代を迎えているといつてよいと思われる。ここではあまり立ち入らないが、今日のような世界の不安定化、分散・分極化傾向の背景に、私の中心国論でいえば、パックスアメリカナ崩壊の影響がみてとれる。戦後世界の全体に秩序を与える枠組みの大転換期である。しかし今回の大変動の基本要因はさらに根が深く、それが地球的供給制約という人類史の分かれ目にまで関係しており、それがスタグフレーションという二律背反的な現象をして現れてきているというのが、本論の主旨である。したがって今後しばらくは、いずれにせよ安定的な世界経済、日本経済は望むべくもないといわざるをえない。世界規模で、あるいは各国一地域規模で、スタグフレーションの両極への上振れないし下振れが同時にあるいは分かれて進行し、対応を間違うとどちらかへの大振れ一大崩壊につながる危険性ははらんでいるであろう。

最後に、以上のむすびに加えて、当面すぐにはあり得ないとしても、筆者のスタグフレーション論としては、指摘はしておきたいことがある。本稿では、インフレ物価上昇を資産価格の上昇に置き代えて論じてきて、そしてそれはそれなりに意味があったと考えている。ただ本来のスタグフレーション論は、一般物価と実体経済の動きのずれないし相反する動きを指し、したがって政府の不況対策がインフレを加速して行き詰まるという二律背反の関係が問題になるのである。もちろん資産価格のばあいでも、一方的な上昇は放置できないが、人々の日常生活関連品価格の上昇とは緊急度が大きく異なる。

さてそれでは、今日においては、一般物価の大幅上昇はないであろうか。ここは黒田日銀と奇妙に一部符牒が合うところだが、筆者も今後一定の環境条件の下では、それはあり得て、文字通りのスタグフレーション現象が現出しうるとみるのである。今日それが現れないのは、最大の理由が原油価格の低落であるが、いま一つ中国のような巨大な労働力(人的資源)の供給源が世界経済の中に取り込まれたことである。しかし今や、「メイド・イン・チャイナ」も決して安価品の代名詞ではなくなりつつある。そこで多国籍企業はアジアの

その周辺諸国に生産拠点を移しつつあるが、インドも含めてなお中国には及ばないであろう。

したがって、今後中央銀行などが安易な金融緩和策で「財政ファイナンス」を続けた場合、供給制約要因で唯一外れている石油・ガスに状況変化が生じれば、また一気にオイルショックの物価高騰が生じうるであろう。それはどのような場合であろうか。今回の原油安の最大の原因になったのはシェールガス・オイルの出現であったが、既述のように、これはコスト面、環境問題などの点で、部分的補完でしかないであろう。原発にも大きな制約があり、再生可能エネルギー諸要素が原油に大幅に代替できるにはなお数十年は要するのではなからうか。

こうして、今後数年は今回のバブル崩壊の後遺症の手当てに要するであろう。そしてそれが終わって、また中国を筆頭にインド、南アジア、アフリカなどの新興国勢の復活が始まったとき、原油安は様変わりし、今度は一般物価上昇をも伴うスタグフレーションが戻ってくる可能性は大いにあると考えられるのである。その時人類は、なお地球的供給制約の枠から解放されているとはいえないであろうから。

(注1) ただ、14年10月に知り合いの関係者のご好意で、青森県六ヶ所村の原子燃料サイクル施設(原燃)をしっかりと見学する機会を与えられて、この始めてしまった原発事業の重さを深く感じないわけにはいかなかった。青森県六ヶ所村の原子燃料サイクル施設(原燃)は、海に続く沼を抱えた広大な原野に、使用済み核燃料の再処理工場を中心とした一連の関連施設の建造物が点在し、日本のエネルギー供給の相当部分を担うべく期待された原発事業の要と位置付けられた壮大な城下町の景観を呈していた。そこには、これに賭けた国と電力事業者の決断とその後積み重ねてきた実績の存在感がある。また、放射能というやっかいな物体を取扱う関係で、絶えず様々な安全上の問題が発生しているが、現場では、想像を超える安全性確保のための処置や試みが種々実施されていることに感銘を受けたこともまた事実である。例えば、再処理後にさらに残る低レベル放射性廃棄物の埋設センターでは、その施設の検討の情報収集のためにちょっぴりとした鉱山ほどの長く巨大な洞窟が建設されていた。ここまでやるかというのが実感である。

(注2) なお、ここで指摘しておきたいのは、中央銀行の景気刺激的金融政策がこれほど金融経済動向に直接影響を与え注目されるようになったのは、それほど古いことではない点である。今日のように、FRBの定例のFOMC(連邦公開市場委員会)の審議結果に一喜一憂する事態は、バーナンキの前のグリーンズパン議長の時以来であろう。中銀の政策は景気動向には中立的であるべきという古典的な議論は別としても、70年代-80年代にもはやされた「合理的期待形成論」では、政府や中央銀行の財政・金融政策は経済実体の拡張にはそれほど大きな影響を与えないという議論が主流になっていた。他方、景気過熱期のインフレ抑制には、19世紀以来公定歩合引き上げによって役割を果たしてきたし、グリーンズパンの前のボルカーは、第1次スタグフレーションの上振れである70年代末の高率インフレを通貨供給の直接規制(新金融調節方式)によって食い止めたことで知られている。グリーンズパンは、90年代末のITブーム下株式市場の高揚にはバブル化への懸念を示しながらこれに対応せず、さらにそれがはじけた2001年以降ブッシュ2世政権の意向に沿って1%の歴史的な低金利政策を長期に継続し、その後のサブプライム住宅バブルの下地を用意したのである。

この異例の低金利政策が、その後バーナンキやイエレン、そして黒田へと引き継がれる超金融緩和政策の最初の試みであったが、それを、たまたまグリーンズパンの思い付きでない「独創性」だけから説明するのは十分ではないであろう。私の議論に引きつけていけば、その背後に、少々の景気刺激策では不況からの脱却も回復軌道への展望も描けないという70年代以降の先進国経済のスタグフレーション構造があつたことである。この事態に対する財政金融政策の有効性の議論は、一旦は先の合理的期待形成論で否定されたものの、「金融ケインジアン」と呼ばれたグリーンズパン流が肯定的に継承されている。おカネをジャブジャブと供給しておけば、(予想インフレ率上昇-予想実質金利低下を通じて)株や不動産などの資産価格の上昇-資産家のキャピタルゲイン増を通じて高額商品などの売れ行き増-企業の生産・設備投資増-雇用増-一般消費増といった好循環が期待できるとする議論である。その日本における代表例は、日銀副総裁の岩田規久男(2012, 2013)である。なお他方で同氏(2009)は、グリーンズパンの歴史的な低金利政策をバブルの真犯人として酷評しているから面白い。

しかし、スタグフレーション論なしにこの超金融緩和政策を論じて、なぜその政策が株価など資産価格上昇には寄与しながら、实体经济を押し上げることにならないかを説明することはできない。その理由の最重要なものは、経済の供給サイドへの視点がまったく欠如しているからである。上述の好循環期待説では、他の多くの景気変動論と同様に、需要面ばかりに関心があって、バブル的ではあれ高額・一般

商品の消費増がみられたとき、それに対応した供給面の制約諸条件—その硬直性・ボトルネック—があまり視野に入っていない。そしてそれを規定している基本的な大枠を、筆者は、20世紀末以来人類社会が直面している地球規模の供給制約とってきたのである。

参考文献

- 安保哲夫[1979]「ニューディールの『反独占政策』と37年恐慌」『経済学批判』5
- 安保哲夫[1983]「経済学の危機は克服できるか—大恐慌・石油危機と景気循環論」『世界経済評論』1983年10月号
- 安保[1996],「枠組みなき為替変動下の日本システムとアジア通貨圏の展望」『世界経済評論』1996年7月号
- 安保(2009)「アメリカ発世界金融危機の構造、2009年初—1930年代世界恐慌との比較—」『世界経済評論』2009年4月号
- 馬場宏二(1997)『新資本主義論』名古屋大学出版会
- BLOGOS, 2014年10月5日
- 岩田規久男(2009)「グリーンスパンは何を間違えたのか」『選択』2009年4月号
- 岩田(2012)「なぜ、日本銀行の金融政策ではデフレから脱却できないのか」『経済研究所年報』第25号、2012。
- 岩田(2013)『ブルームバーグ』Bloomberg.co.jp: 2013/08 (以上岩田関係は、2014年11月21日検索)。
- JETRO「国・地域別投資コスト比較」2013年10月、2014年11月26日検索
- 河野龍太郎『日本経済新聞』2014年11月30日
- マルクス、K.・向坂逸郎訳(1969)『資本論』(岩波文庫[六])
- Newsweek 日本版、2014年8月1日
- 『日本経済新聞』各号
- Nissay Asset Management, 「新興国市場レポート」2014年10月28日
- 野村証券「マーケットアウトLOOK—ブラジルレアル—」2014/11/25
- 小椋正立(1981)『サプライ・サイド経済学』東洋経済新報社
- Rosenof, T. (1975), *Depression, and the New Deal*
- 東洋経済 ONLINE, 2013.09.07
- 宇野弘蔵(1976)『恐慌論』岩波書店
- World Bank (2014), (Third Report) *Turn Down the Heat: Confronting the New Climate Normal*, 2014/11/23