

(財) 国際通貨研究所
経済調査部長・チーフエコノミスト
竹中 正治

「高騰する原油価格に揺れる世界経済を読み解く、新版花見酒の経済論」

新版花見酒の経済論：掲載タイトル

【原油価格の高騰が成長のブレーキにならなかった本当の理由】

原油価格の高騰が続き、とうとう1バレル=100ドル(WTI) 越えをうかがう展開となった。2003年の30ドル前後から4年半で3倍強に跳ね上がったことになる(図表参照)。原油価格の高騰を2008年の世界経済のリスク要因であると指摘する意見は多い。しかし、そもそもなぜ原油価格の高騰にもかかわらず、2007年まで経済はそれが原因で失速しなかったのだろうか？ 2度の石油ショックに見舞われた1970年代には、原油価格の高騰で石油輸入国の経済成長は失速し、長期的な経済成長見通しも悲観論が蔓延した。その時と今では何が違うのだろうか？まずこの問題を考えよう。

この問いに対してエコノミストは通常次のような説明を用意している。第1はドル相場の下落である。原油はドル建てであるから、日本について言うと概ね1ドル=200~360円だった1970年代と1ドル=110円前後の現在では円相場が上昇した分だけ、コストは抑制されている。第2は先進国経済のエネルギー効率の向上であり、日本ではGDP1単位を生み出すのに必要な原油量は「70年度を100とした場合、06年度は41」に低下している(日経新聞1月6日「原油100ドルの時代」)。

こうした説明は間違っていないのだが、事実の一部しか説明できていない。例えば、ドル相場下落による恩恵を米国は当然享受できないが、原油価格の高騰は少なくとも2007年の第3四半期までは米国の経済成長の目だったブレーキにはなっていなかった。また、現在高成長を続けている中国のエネルギー効率は70年代の日本よりもずっと悪く、70年代に比べると人民元相場は対ドルで下落している。しかし近年の原油価格の高騰が原油輸入国でもある中国の成長のブレーキには今までのところなっていない。

原油価格が高騰しても昨年まで世界経済が失速しなかったことには、もっと原理的な理由がある。この点を、落語の「花見酒」をもじった「新版花見酒の経済論」でご説明しよう。

【新版花見酒の経済論で読み解く原油高騰の効果】

熊さんと与太郎がそれぞれ別々に酒樽を担いで花見客に酒を売りに来たと思って頂きたい。二人とも早く来たのでまだ花見客はいない。酒の香りに誘われて二人とも酒が飲みたくてたまらない。しかし自分の酒を飲んだら商売にならない。熊さんがポケットを探ると100円玉が出てきた。そこで熊さんは100円で与太郎の酒を一杯買って飲む。与太郎も飲みたくてしかたがない。そこで与太郎は受け取った代金の100円で熊さんの酒を買って飲む。

飲みだしたら止まらないのが酒飲みだ。熊さんは売上代金の100円でまた与太郎の酒を買って飲む。こうして100円が一回往復する毎に(これを1期間としよう)2杯の酒が供給され、消費される。何杯か飲んだ時、熊さんが与太郎に言う。「俺んとこの酒は純米大吟醸だぞ。今後は一杯200円でなければ売らねえ。」 与太郎は100円玉を握ったまま困っ

てしまう。そこに花見客の銀行員がやって来て、与太郎に「100円を貸しましょうか」と申し出る。与太郎は100円を借りて200円で再び熊さんから1杯酒を買って飲む。

さて、この後が分岐点である。もし熊さんが受け取った200円で一回に与太郎の酒を2杯買って飲むとすると、200円が往復する間に合計3杯の酒が消費されることになる。1期間に2杯の消費から3杯の消費になったわけだから、酒の供給と消費から成り立っているこの「花見酒経済モデル」の実質経済活動は1.5倍に拡大したことになる。

お察しの通り、熊さんの酒は原油の喩えであり、熊さんは原油輸出国、与太郎は原油輸入国であり、上記の場合は2007年までの世界経済の状態を喩えている。この花見酒の経済モデルは酒樽の酒が尽きれば止まるが、現実の経済では絶えず生産が行われているので、尽きることはない。

もし熊さんが200円受け取った後、100円をポケットにしまい込み、残りの100円で与太郎の酒を一杯だけ買うことを選ぶならばどうなるか？与太郎は次に100円で熊さんの酒を半杯しか飲めないことになる。この場合は1期間に消費される酒は2杯から1.5杯に減ってしまう。つまり実質経済活動は25%減少することになる。同時に熊さんの酒の価格が倍になった分だけ、全体の物価水準も上がっている。この場合が1970年代の世界経済の状態の喩えである。つまり物価の上昇（インフレ）と経済活動の停滞が同時に起こったスタグフレーションの状態である。

あるいはまた、熊さんが1回に2杯の酒を飲んだ後、与太郎が100円の返済を求められた場合には、与太郎が飲める酒は一回半杯に減り、1期3杯の消費から1.5杯の消費に半減してしまう。これは信用膨張の後に信用収縮が起こると経済活動を縮小させる効果が絶大であることを意味している。

1970年代のオイルショックでは、原油価格引き上げで中東の産油諸国に莫大な所得が石油輸入国から移転した。ところが、昨日まで砂漠でラクダに乗っていた人々は直ぐにはその全部を使い切ることができず、貯蓄に回された。つまり200円受け取った熊さんが100円ポケットに仕舞い込むことが起こったのだ。また、当時の先進諸国ではインフレに連動して賃金がスライドする労使慣行や合意があったためインフレが高進したので、金融が引き締められた。すなわち「銀行員に100円返済を要求された」状態（信用収縮）が起こったのだ。かくして、70年代にはインフレと経済活動の停滞が同時に起こった。

ところが、2000年代の世界では、中東の産油諸国は原油価格の高騰で急増した移転所得で消費や投資をガンガン増やして来た。ドバイの空前の建設ブームをそれが象徴している。つまり、熊さんの酒の値段は上がり続け、一度に飲む酒の量を3杯、4杯と増やし続けた。また、米国では住宅ブームを背景に信用の膨張は限界まで続いた。すなわち、与太郎は借金を200円、300円と増やし続けた。これこそが、2000年代と1970年代の基本的な相違であり、原油価格の高騰が世界経済を失速させなかった条件だ。

【米国金融当局FRBが直面する前門の狼と後門の虎】

さて、こうした熊さんと与太郎の花見の酒宴は2007年半ばから継続が難しくなった。理由は言うまでもなく、米国で勃発したサブプライム危機が膨張を続けた信用を一転して収縮させ始めたからだ。与太郎は銀行員に金を返さねばならなくなったわけである。米国FRB（連邦準備制度理事会）にとってサブプライム危機は「後門の虎」のようなものだ。後門の虎に追われて、FRBが（2001年にグリーSPAN議長の時に行ったように）なりふ

りかまわぬ金利引下げ・金融緩和に走れば良いかと言うと、そこには「前門の狼」、別のリスクが立ちまわっている。

死んだ魚は水をかけても生き返らないように、金融を緩和しても、破綻した（あるいは破綻しかかっている）債務者には新規の信用は供給されない。その一方で、金融緩和が生み出す過剰流動性が世界の商品市場や高成長途上国に流れ込み、そこで市況の過熱・バブルを助長している。仮に 2001 年の金融緩和に匹敵するようなドル金利の大幅引下げが今回起これば、円キャリートレードに換わって「米ドルキャリートレード」が急増し、ドルの低金利とレバレッジで一層膨れ上がった投機資金が世界の商品市況をバブルの頂点に押し上げるだろう。

実際、前掲グラフで見ると米国での金利引き下げ観測が強まった 2007 年夏以降、ゴールド、原油価格、その他のコモディティ価格の騰勢が一段と強まっている。FRB は中央銀行の常として大胆な金融緩和をためらう理由として消費者物価などに現れるインフレ懸念を口にする。しかし、2000 年代の米国住宅バブルは 2001 年の IT バブル崩壊不況を大胆な金融緩和で乗り切ったことの厄介な副作用であることを FRB は意識している。FRB の金融緩和への躊躇いの本当の理由は、実は住宅バブルがもっと悪性のバブルに転化するリスクだと思えて仕方がない。

まとめると、①FRB が今後の金融緩和をためらえば、米国経済の景気後退に引かれて世界経済も失速するリスクが高まる、②反対に大胆な金融緩和が行われれば世界商品市場は「バブルへ Go!」の状態になり、それが破裂する過程で何が起こるか判らない危険な局面に移行してしまう。その場合には、BRICS 諸国も全部ひっくるめたグローバルなバブル崩壊さえ起こりえるだろう。そういう極めて不安定な局面に米国と世界経済は直面しているのだ。

【不安な年も対応次第ではワクワクの年に】

果たして、前門の狼と後門の虎に挟撃されたバーナンキ FRB が両者の間にある細い道を上手くすり抜けることができるかどうか？ それは誰にも判らないが、恐らく背に腹は代えられずに結局は金融緩和への傾斜を強め、グローバルな商品市況のバブルが進むと私は思う。では、投資家はこの不安定な局面にどう対応したら良いのだろうか？

大きな下落が起こるかもしれない不安な相場環境で、一番強い投資家は十分な流動性（＝自由に使える資金）を持っている者である。流動性を増やせば、当然投資利回り全体は低下するが、今は割高になった資産は売って流動性を増やしておくべき局面だろう。今の高値を追ってゴールド、原油、高成長途上国の株の買い増しをするような投資は、私の目にはリスク感覚の麻痺した行為にしか思えない。勿論、多数の投資家が同時に投資資産の圧縮・流動性増加に走れば市況全体が崩落する。従って、多数が流動性に殺到する前に「魚の頭と尻尾はくれてやる」覚悟でやるしかない。

もっとも「バブル崩壊」と言っても大地が割れるわけでもないし、この世の終わりでもない。その局面で投資した資産を安く売る羽目になるか、反対に安く買えるかどうかは命運を分かっただけだ。そう考えると 2008 年はちょっとワクワクする年にもなるだろう。

以上