

# 日本記者クラブ会報

■一九九八年一月九日（金）研究会「経済見通し」

## アジア危機の経過と今後

武者陵司  
(トイチエ・モルガン・グレンフェル)  
証券チーフ・ストラテジスト

アジアの現状分析を試みて、それと日本とのかかわりという方向で話を進めさせていただきたいと思います。

アジア危機の背景です。アジア危機をどう三つポイントをお話したいと思います。一つはアジア危機の背景です。亞洲危機をどうにとらえたらいのか、ということが第一点です。二点目は、それと同時に進行している日本経済の危機の行方。三点目として、日本とアジアとの関係、あるいは相乗作用といつたものが、いつたいどういうものであるのかということに関して、一つの考え方を申し述べさせていただきたいと思います。

まずはアジア危機をどのようにみるかです。最初は昨年七月のタイの通貨危機からスター

東京都千代田区内幸町二二一

日本プレスセンタービル

◎社団法人 日本記者クラブ

電話 ○三三三五〇二二二七二二

播しました。

短期的な対外債務に依存した地域だけではなく、もっと長期的な資本、海外資本に依存していたマレーシアであるとか、インドネシア、その他の国も投機の対象になつた。これは話がちょっと違うのではないか、おそらく経常収支の赤字が極めて大きい国が狙い撃ちされているのだろう、とわれわれは考えるに至りました。

その背景には、インフレ格差などからみて、分不相応に通貨をドルにペッグしている、このような通貨政策に問題があるのではないか、というふうに考えたわけです。

タイほどではないにしても、フィリピン、インドネシア、マレーシアは、いずれも GDP の 3% から 5% 強という高い赤字をキープしていくということで、深刻な経済危機の様相を呈していると思います。

最初タイで起つたときには、これはタイ独自の問題である、とわれわれは一瞬考えたわけです。タイという国は、国際的な資本収支がせい弱である。つまり、短期対外債務に

トしたわけです。当初は小さな問題であるかのように思われていました。ところが、時間が経つごとに危機は深まり、地域が一層拡大していくということで、深刻な経済危機の様相を呈していると思います。

最初タイで起つたときには、これはタイ独自の問題である、とわれわれは一瞬考えたわけです。タイという国は、国際的な資本収支がせい弱である。つまり、短期対外債務に依存しており、海外の資本事情に左右されてしまう国である。ということから、タイの通貨が売られたのは、タイ固有の問題であろうと考えました。ところが、それから一ヶ月ほどして、ASEAN諸国にこの通貨危機が伝

| 目次               | 1 |
|------------------|---|
| アジア危機の経過と今後      | 1 |
| 武者陵司             | 1 |
| トイチエ・モルガン・グレンフェル | 1 |
| 証券チーフ・ストラテジスト    | 1 |
| 日銀ジャブジャブ供給の光と陰   | 1 |
| ロバート・A・フェルドマン    | 1 |
| ソロモン・ブラザース・アジア   | 1 |
| 証券主席エコノミスト       | 1 |

### 資料（1）米銀による国際流動性の供給



ところが十一月になり、さらに今度は韓国にスペキュレーションが飛び火した。韓国の場合には、いま申しあげたような事情もありますが、さらにそこでクローズアップされることは金融システムの問題です。銀行のほかに特殊な金融機関が、不透明なレンディングを行うことによって、かなり国内に不良債権がたまっているのではないかとうか、ということが、ウワサでは前々からあつたわけです。それがこのスペキュレーションの対象になつた、というふうな状況です。

このような国が通貨投機の対象になつたということにより、対外赤字が原因ではない、むしろそれ以外のファクターがある、ということが明らかになつてきました。それ以外のファクターとは何か。おそらくバブルの存在ではないか。到底、正当化できないような資産価額の値上がりによつて、資本の投資効率が著しく悪化した。それによつて資本逃避が起つて、通貨が下落するというようなことが起こり始めたのではなかろうか。これが十ヶ月の時点での見方であつたわけです。

行しているのではないか、と考えられる。アジア危機の全貌は、そういうふた意味ではまだ姿を現していない、というふうに言うべきなのかもしれません。

このようなアジア通貨危機には、これまでわれわれが経験した通貨危機と異なるいくつかの特徴があります。従来の通貨危機の原因は主に二つぐらいあります。

通貨も同時に売られたわけです。香港、台湾というのには、計測方法にもよりますが、基本的には経常收支の黒字国です。それから膨大な外貨準備も持っている。そういう意味では

資本的には非常に安定したところであると考えられます。

つまり、このように外延的にどんどん通貨危機の範囲が広がつていった。そして、当初考えられていた通貨危機の理由というのがことごとく否定されて、問題はより根源的な部分に向つていった、というのがアジア通貨危機のこれまでの展開です。

アジアで、あと残された国というのは日本と中国です。この二ヵ国ともに、膨大な外貨準備を持つ対外黒字国です。しかし、韓国やスペキュレーションが対外赤字ということだけではなく、金融システムの不健全性、あるいはバブルの存在、不良資産の存在というようないいことにあつたとすれば、これは日本、中国も例外ではない。どうも市場は最後の大きな山である、日本と中国に向けてスペキュレーションをかけ始めている、という状況が進行しているのではないか、と考えられる。

アジア危機の全貌は、そういつた意味ではまだ姿を現していない、というふうに言うべきなのかもしません。

うことになると、アメリカが主要国に供給しているドルの流動性のアベイラビリティーが少なくなってしまいます。それが通貨システムの弱い国、あるいは外貨事情の悪い国を直撃する。こういったことで起きたのが、一九八〇年代前半の中南米危機です。

現在のアジアの通貨危機は、そういった国際流動性の縮小ということと軌を一にして起こっているかどうか、これが第一のポイントかと思います。

その辺をチェックしてみたのが資料(1)です。しかし、このところむしろ、米国銀行における対外負債残高は増加しているわけです。つまり、決して国際流動性の供給という理由によつて、アジアの通貨危機が起きたのではないということです。

それから二点目に、過去の通貨危機では、やはりそれぞれの国、地域におけるマクロ経済政策、通貨政策の誤り、あるいは不適当な政策ということがあつたと思います。

例えば九二年、ポンド危機が起きました。これは当時イギリスが欧州通貨統合に加盟しようとして、無理な金融引き締め政策を続けたためでした。したがつて、その後の政策転換によって、この投機は收まつたのです。それから、九四年のメキシコ通貨危機のときも、同様にマクロ政策の行き過ぎという

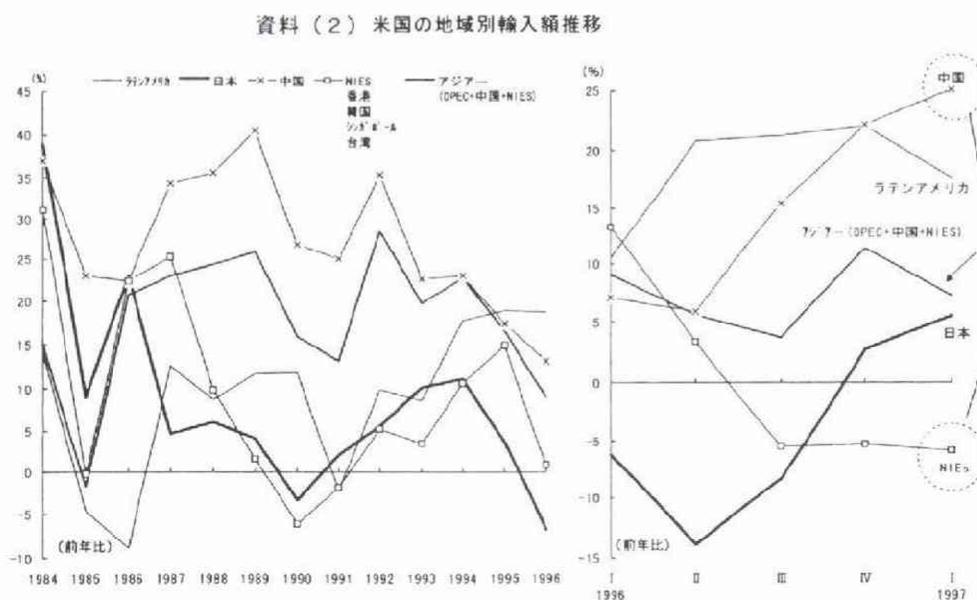
ことに問題があつたと思います。これはメキシコが通貨の切り下げと同時に、かなりタイトな金融政策をとつて成長にブレーキをかける、というようなことで再び黒字化して、正常化しました。

このように国内のマクロ政策が間違つていった場合には、比較的は正はたやすい、ということが言えるわけです。アジアの場合にはどうかと言いますと、確かにそれぞれの国において、同様の問題は存在したわけです。しかし、先ほど振り返つてみましたように、それだけですべてが語り尽くされるような問題ではない。つまり、いま起つているのは、一言で言えば、どうも単なる通貨危機ではなく、もうちょっと根の深い全般的な経済危機である可能性があるのではないか、というのがわれわれの印象です。

### 成長力の鈍化がまずあつた

このようなアジアの通貨危機に対して、強い批判も寄せられています。特にマレーシアのマハティール首相などは、投機家であるジョージ・ソロス氏に対して、非難を浴びせています。このような投機家が、今まで国民が蓄積してきた富を一気に奪い去つてしまふ、これは許せない、というような議論です。し

かし、引き金を引いたのは通貨のスペキュレーターである、というふうには言えないのではないかと思います。プロセスを振り返りますと、現地における



出所：米商務省

成長力の鈍化、資本の収益性の低下、さらに結果としてバブルとなるような不良資産、あるいは不良債権の存在、というようなものがあつたと思います。そして、そのあと国際的な銀行の資金の引き上げ、あるいは貸し出しの抑制ということが起こっています。

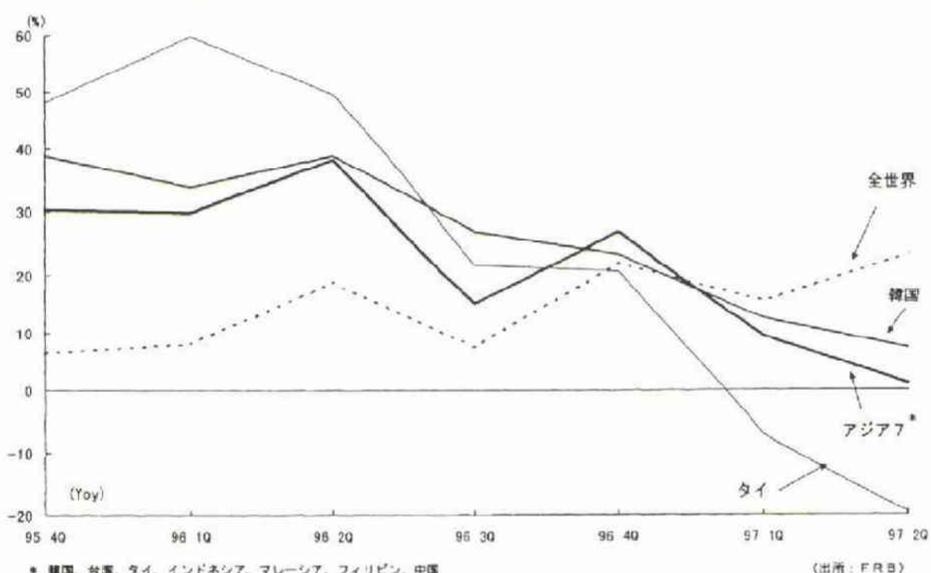
それに続いて起つたのが、外人の、株式などのポートフォリオ投資の縮小、ないしは引き上げということです。そして、最後が通貨投機です。この四段階のステップを経て通貨危機が進展していった、と考えられます。

資料(2)を見ていただきたいと思います。米国の地域別輸入推移額がグラフで示されています。アジア諸国の競争力の低下というようなこともあって、アジアNIES諸国の輸出に大きくブレークがかかりました。一九九六年の第三クオーターからマイナスに転じています。これと機を一にして、現地の経済成長率も鈍化している。経済の病気というのは、すでに九六年の第三四半期から現れていたということが言えます。

資料(3)は米国銀行の国別、地域別の貸し出しの伸び率です。九七年度の第一クォーターになりますと、米国銀行の貸し出しの伸びが、タイなどではマイナスになりました。それからまた、世界全体としては伸びているにもかかわらず、アジア主要国に対する

る貸し出しの伸びが大きく鈍化しています。つまり、第二段階の国際的な銀行の貸し出しの制限というのが、昨年の第一クオーターに起つていた、ということです。

資料(3) 米銀の国別貸出エクスポートジャー



資料(4) 米国人の海外株式投資(ネット)

|          | 1988  | 1989   | 1990  | 1991   | 1992   | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   | 97/1Q  | 97/2Q  | 97/3Q  |
|----------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ヨーロッパ    | 1,733 | 10,211 | 4,378 | 14,701 | 18,094 | 26,627 | 16,589 | 21,014 | 30,147 | 5,565  | 1,200  | 8,173  |
| フランス     | 435   | 1,948  | -292  | 1,558  | 498    | 2,049  | 2,077  | 1,413  | 4,826  | 1,199  | 1,362  | 1,017  |
| ドイツ      | 259   | 393    | 725   | 1,521  | 787    | 2,705  | 1,491  | 382    | 4,160  | 20     | -914   | 390    |
| 英国       | 425   | 5,032  | 1,444 | 8,299  | 11,495 | 11,177 | 6,168  | 9,585  | 16,105 | 3,467  | 2,937  | 8,159  |
| スイス      | 521   | 1,971  | -485  | 327    | 2,187  | 1,141  | -748   | 797    | 2,077  | 772    | -506   | -252   |
| カナダ      | -473  | 1,267  | 131   | -375   | -344   | 5,121  | 2,447  | -228   | 3,424  | -1,326 | 863    | 1,873  |
| アメリカ・カナダ | -88   | 361    | 2,258 | 2,662  | 5,003  | 12,532 | 4,062  | 1,882  | 3,404  | 3,286  | 1,911  | -929   |
| メキシコ     | 12    | 8      | 1,064 | 2,078  | 2,765  | 5,135  | 1,205  | 159    | 277    | 303    | 398    | -66    |
| ブラジル     | 149   | 372    | 22    | 328    | 1,067  | 1,780  | 844    | 1,402  | 2,512  | 438    | 1,793  | 412    |
| その他      | -249  | -19    | 1,170 | 258    | 1,171  | 5,617  | 2,013  | 321    | 615    | 3,045  | -280   | -1,275 |
| アジア      | 1,040 | 786    | 1,832 | 15,386 | 8,931  | 17,234 | 21,761 | 26,441 | 18,328 | 3,348  | 9,076  | 5,401  |
| 香港       | 313   | -262   | 557   | 1,069  | 2,832  | 6,389  | 2,404  | 2,179  | 4,575  | -894   | -371   | -1     |
| インドネシア   | 1     | 0      | 27    | 90     | 175    | 302    | 967    | 887    | 79     | 335    | 0      | 224    |
| 日本       | 751   | 974    | 616   | 13,922 | 4,444  | 6,237  | 14,715 | 19,471 | 9,615  | 1,935  | 8,660  | 3,064  |
| 韓国       | -28   | 38     | -31   | 0      | 466    | 1,253  | 1,680  | 1,637  | 1,956  | 518    | 540    | 495    |
| マレーシア    | 22    | 27     | 137   | -25    | 235    | 1,101  | 26     | -145   | 434    | 407    | -308   | -145   |
| シンガポール   | -32   | 222    | 527   | -165   | 508    | 1,350  | 9      | 854    | -603   | 429    | 225    | 956    |
| タイ       | 134   | -3     | 42    | 89     | 121    | 48     | 192    | -10    | 18     | -122   | 16     | 524    |
| その他      | -295  | 207    | 608   | -407   | 611    | 1,826  | 2,377  | 1,182  | 1,819  | 449    | 921    | 1,421  |
| 合計       | 1,917 | 12,832 | 9,205 | 31,967 | 32,295 | 63,340 | 47,236 | 50,291 | 57,122 | 11,822 | 13,971 | 15,739 |
| 日本ウェイト   | 39.2  | 7.6    | 6.7   | 43.6   | 13.8   | 9.8    | 31.2   | 38.7   | 16.8   | 16.4   | 62.0   | 19.5   |
| アジアウェイト  | 15.1  | -1.5   | 13.2  | 4.6    | 13.9   | 17.4   | 14.9   | 13.9   | 15.3   | 12.0   | 3.0    | 14.8   |

四半期データは速報値、年間は確報値

出所: Treasury Bulletin

三番目に、グローバル・ポートフォリオ・インベスター、投資家のアジアからの引き上げが起つたのが、九七年の第二クオーター

からです。

資料(4)は米国の投資家の海外株式投資の推移です。一番下にあるのが株式海外投資に占めるアジアの割合です。九二年以降だいたい一五%前後で安定していました。ところが、九七年の第一クオーターが一二・〇%，そして第二クオーターが三・〇%ということです。第二クオーターに急速にアジア向けの株式投資が落ちた、ということです。

どんな国へ向けてのものが低下しているのかと言いますと、その上に具体的な数字がありますからお分かりいただけます。が、香港だと、タイ、あるいはマレーシアが相当落ちています。

ちなみに、この第二クオーターで、アジアのウエートが急速に落ちたのは裏腹に、日本のウエートが著しく高まつた、ということでも特徴です。六二%でした。アメリカの対外株式投資の三分の二が日本に突つ込むというようなことが昨年の早い時期にはあつたということです。

このように見ていくと、七月、八月以降、通貨危機が起つたわけですが、それに先立つて、実物経済および資本移動において、かなりの条件が整つていた、ということがお分りいただけます。仮に日本で将来、このようなことが起こるとすると、やは

り通貨というのは最後に来るのだろうと考えられます。順番としてはそうなるだろうということです。

このように考えると、やはりマハティール首相などによる、国際的な為替投機家に対する批判というのは、あまり的を得てないといふことが言えるのではないかと思います。

通常、国際資本移動で非常に速く動く資本をホット・マネーと言います。ホット・マネーというのは「危険なお金」という意味です。したがつて、そういったホット・マネーは、時には非常にハームフルな役割を果たすというふうに考えられるわけです。が、このホット・マネーは実は「そのマネー自体が危険である」ことではなく、「そのマネーが逃げていく、逃げ出すその場所こそがホットなのだ、危険なのだ」というようなことを、グリーンスパン連銀議長が、この間の講演で言つております。まさしくそういうことなのではないかと思います。

### 壁にぶつかつた成長戦略

それならば、このようにホット・マネーが逃げ出していったアジアというのは、いかなる危機があるのか、どういつたりスクがあるのか、というのが次の問題です。ここから先

は、それぞれの個人のオピニオンによるところになります。私は、基本的にアジアの成長戦略がある意味で壁にぶつかつてしまつたとみています。アジアの成長を引っ張ついた二つの大きなファクターが共にもはやワーカしなくなつてしまつた、ということが言えないのでないかと思います。

二つのファクターとは何か。第一ファクターは、グローバル分業におけるアジアのポジションです。二つ目は、アジアの高成長を支えた高貯蓄、高投資のフレームワークが壁にぶつかつてしまつた、ということです。

それではグローバル分業におけるアジアのポジションとはいつたいい何か。アジアがテイク・オフする少し前からさかのぼつて考えてみると、七〇年代ぐらいまでは、アジア諸国では基本的にかなり閉鎖的な経済運営がなされていました。保護貿易で国内市場は閉鎖されており、さまざまな輸入抑制的な措置がとられていました。それからまた、国内産業を育成しようという、フルセット型の産業構造が求められていたということもあつたと思います。

ところが八〇年代に入ることから、アジア諸国は急速に開放化を強めていきます。そしてむしろ輸出振興を行う。そのため、資本の自由化をやつて、外資を積極的に導入する。

税制面での優遇措置をはかるというようなことによって、グローバル分業に自ら積極的に身を投する、というような戦略に変わつてきました。これが見事に功を奏したというのが、ここに至るアジアの経済発展の一つのバック・ボーンであつたと言つていいと思いま

す。

その引き金になつたのは、私は、レーガン・ミックス時代のアメリカのドル高局面であつたと思っています。この時期にアメリカ企業が国内のドル高に対応して、生産拠点の海外シフトを行いました。その受け皿としてアジアがうまくマッチした、ということがあつたと思います。

そのピークであつた一九八七年の時点で、対米貿易黒字というものが、それぞれの国のGDPに対して、どれほどあつたかと言います。D Pに対して、どれほど高いのです。例えば韓国と、これは驚くほど高いのです。例えは韓国で八%、台湾が一七%、香港が二一%、そしてシンガポールが一一%。軒並みGDPの一割を超える巨額な対米貿易黒字が計上されていました。

このような形で得た対外余剰というのが、その次の投資の資金源になっていく。というのは、アメリカから起つたグローバル分業と軌を一にしている、と言えると思います。

次に日本が九〇年代に入つて著しい円高になる。円高に対応した日本の企業、製造業の海外生産シフトの受け皿としてアジアが再び機能する。というようなことで、アジアは一層グローバル分業の中に突つ込んで行つた、ということが言えると思います。

このような形でグローバル分業を推進するということは、一国の産業構造としてみれば、極めていびつなものになつてしまつ。加工組み立て型のエレクトロニクス産業というような、単品に近い産業構造ができあがつてしまつ。グローバルな経済に対する依存度が強まり、それはリスクを高めます。しかしながら、グローバル経済が安定して成長していく限り成長力は一層強くなる。そういうハイ・リスク、ハイ・リターンの政策追求であったと思ひます。

特に日本では雁行形態的産業発展ということが言われました。つまり、アジアの諸国が発展段階に一定のラグを伴いつつ、それぞれ産業構造を高度化させていく、と。そうなりますとアジア諸国が、お互いに競合することなく、それぞれが産業構造のレベルアップがはかれるということです。

### 広域アジア経済圏ができる

つまり、アジア諸国が大幅な赤字を計上し続けたわけですが、この赤字というのは、実は大半が日本へのものであつた。対日赤字が

一つは、日本の産業構造の上方シフトといふことが、九〇年代以降完全にストップしてしまつた。日本が、古くなつた産業を海外にシフトするという、この力が極めて弱かつたということが一つ。

もう一つは、最後から追いかけて来た中国のピッチがあまりに急速であつた。特に九四年、人民元を切り下げる以降の中国の追い上げというのは非常に激しかつた。この結果、NIES、ASEANという、アジアの中間諸国の分業上のポジションがなくなつてしまつた。同じ市場をめぐつて、日本から中国まで、アジア諸国が競い合うという状況になつてしまつた。競争力が弱かつたNIES、ASEANがまず最初に落伍した、ということだつたと思います。

こういった中で、ASEAN、NIES諸国との貿易赤字が大幅に拡大する。そして、そのような貿易赤字に対する借金ができなくなつた、というようなことによつて、今回の通貨危機に至つたということです。

どんどん積み上がっていた、ということです。したがつて、雁行形態的発展という美名の下で実際に行われていたことは、日本の対アジア黒字の大幅な蓄積であった。アジアはその分のお金を借りなければいけませんが、それでも日本の銀行が中心的な役割を果たして、レンディングをするということになつて、いた。アジアにお金を貸して物を買つてもらうというような、広域アジア経済圏みたいなものができていたと思います。

このNIES、ASEAN八カ国とのGDPに占める対日赤字の割合というのは、ピーケでは六%、一昨年、九六年においても五%を占めています。ですから、アジア諸国の経済的な破綻が仮にあるとすれば、これは日本と極めて密接にかかわるという話です。

いずれにしても、このようなプロセスによつて、アジア諸国が追求してきたグローバル分業上のポジションというものの位置付けが分からなくなつてしまつた。さらに問題なのは、このアジア諸国以外に、ラテン・アメリカ、東欧といった、ある意味で労働力が極めて潤沢で、なおかつ通貨の安いところが産業化をしてきた。それでグローバルな意味で、アジア諸国の競争領域が一層タイトになつてきました。ここから抜け出す道となりますと、産業構造を情報にシフトする以外にない、とい

うようになります。

このようにアジア諸国が厳しい競争をやるとなりますと、唯一の手段は、自らの商品を値下げする、ということになります。結果としてアジアのプライシング・パワーが落ちる。アジア諸国の通貨の下落というのは、それぞれの国のプライシング・パワーの低下を如実に示している、ということです。

次は高貯蓄、高投資というフレーム・ワー

クの問題です。

アジアがテイク・オフした九〇年代の初頭以降、タイ、マレーシア、韓国、シンガポールなどの、それぞれの総固定資本形成がGDPに占める割合は四割近いところまで上昇しました。世界の平均が大体二〇%ですので、普通の国に比べると倍の投資をする、ということでした。極めてハイスピードの成長戦略であつた、ということが言えると思います。

ちなみに日本もこの比率は十分に高い。世

界のアベレージより上で約三割です。そういふた意味で、日本にもちよつと問題がある。これは民間企業で言えば、設備投資をたくさんやるところほど将来の成長力があるから、投資をすれば利益があがる、ということなのです。しかし、成長するということが前提です。このような形での投資を続いている過程で、成長力に何がしかの要因によつてブ

レークがかかる、となりますと、これは大変な過剰生産能力をもたらしてしまう。あるいは資本効率の著しい悪化をもたらす、ということになります。現在、アジアで起こつているのは、まさしくそういうことではないかと思います。

### 蓄積された過剰生産能力

アジアのどの地域においても、大変な過剰生産能力が存在しています。マレーシアのテレビだとかオーディオ、あるいは韓国の自動車、化学、家電製品、半導体、中国の家電製品、自動車など、枚挙にいとまがありません。大変な過剰能力がアジアにおいて蓄積されている。これは、だいぶ前から歐州諸国などが指摘されていました。が、アジアの成長にブレークがかかることによつて、一気にこれが顕在化しつつある。

それからもう一つ、この過剰貯蓄、過剰高投資の結果として、不動産に相当な資金が向かいました。これは不動産価格の上昇、そして銀行にとっての担保価値の上昇に結び付きます、したがつて、銀行はますます融資基準を緩和して貸し込むようになる。その結果、銀行の財務構成は悪化し、企業は企業で、相当負債比率が上昇する。非常にぜい弱な財務

基盤をもたらします。現在、象徴的に韓国で起こっていることは、まさしくこういつたことから起こった、と言えるのではないか。

それでは何で、こういつたアジアにおいて、貯蓄率、投資率のこれほど高い経済が短期間にできあがつたのか。

いろいろな分析があると思いますが、欧米でほぼ多数派になつてゐる説というのは、これはやはりアジアの政府主導の経済運営の結果だということです。早く追いつけ、追い越せ、というためには、上から計画的に産業をプランテーションの際に、資源を優先的に配分していくためには、やはり政策金融が必要である。そういつた上からの産業政策と、それに従属する形での金融政策というようなことが、ある意味では非常にチエックのききにくい、しかし一方で非常に高い投資が可能な経済の仕組みをつくつていつたのではない

か、ということです。

グリーンスパン連銀議長が、昨年十二月のニューヨークでの講演で次のようなことを言つています。

「アジアの問題、この高貯蓄、そしてその結果の過剰投資ということの原因として、官主導の経済体制がある。それは、追いつくべきモデルがあり、そして一定の技術投入が可

能な場合、高い成長が実現できた。例えば六〇年代から七〇年代のソビエトであるとか、あるいは八〇から九〇年代の東南アジアなどがあつた。しかし、その格差がもう縮小がそつだ。しかし、その格差がもう縮小してしまつて、そして追いつく対象がなくなつて、経済を制御する能力は著しく低下する。特にここ数年、金融と産業のグローバル化の進展によつて、そういうアシアの体制というのが極めて硬直的になつた」

このような見方が、最近の欧米では主流ではないかと思います。IMF、米国当局も、そのような基本的な認識の下で政策を遂行しているように思います。

## 百年か五十年に一度の危機

さて、アジアがこういう状態であるときに日本はどうか、ということです。私は、三つの困難が日本を襲つてゐると思います。

第一の困難は、国内経済におけるデフレです。昨年のやや楽観的過ぎた経済観測の下に、かなり性急な増税策が打ち出されて、それが経済を一気に冷やしてしまつた。それ以外にも、日本にはやはり内需の面でいろいろな問題があつたと思います。九〇年以降、さまざまな経済困難を回避するために、相当無理をして住宅だとか、公共投資をやつてきま

した。その結果、内需が相当かさ上げされてゐる。ある意味では、需要の先食いが長期にわたつて行われたということがあつた。加えて成長のフロンティアというか、新しい成長分野が見えにくくなつた。

現実には日本の情報化は完全にトーン・ダウンして、息切れしてしまつてゐるという状況です。日本の情報化というのは、システムの情報化ではなく、単なる物の情報化であつた。コンピューターを買う、あるいは移動体の電話機を買う、というだけの話で、それが行き渡つたらものはやそれでおしまい、というレベルの情報化であつたということができると思います。

このようないつの結果、新たな経済のフロンティアが見えにくくなつてゐる。そこへ、

増税。それで株価が下がつた。

それまで何とか騙し騙しきた株価が下がつたことによつて、二つ目の困難が露呈してきました。それは金融システム危機です。株価が下がつたことによつて、金融機関の財務状況が一層悪くなり、不良債権問題がもう隠しあれが経済を一気に冷やしてしまつた。それ以外にも、日本にはやはり内需の面でいろいろな問題があつたと思います。九〇年以降、さまざまなかつて、ほとんど何の体质改善もしていない。逆に、体质はますます悪化してきた、ということが、いろいろなデ

一夕から如実に示されています。

いまとなつては、ひよつとすると日本の金融機関の不良債権は、信じがたい天文学的なレベルにあるのではなかろうか、という疑いがかけられています。先日の日経に、出所不明なままに大蔵省、日銀筋のデータということで、日本の銀行全体で問題債権が七十九兆円ある、という数字が出ています。これは全く否定されていなかつたということからすれば、相当リライアブルなものと考えて良いと思います。この七十九兆円の問題含み債権といふのは、公表されている不良債権の三倍に当たります。

また、日本の低金利は史上空前ですから、いつ上がつてもおかしくない。正常化すれば、金利水準はすぐに二倍、三倍になるというレベルです。金利の上昇と景気の悪化といふのは、債権を一気に不良債権化する要素です。こういった火種のある債権が七十九兆円もある。

ちなみに、この七十九兆円に対して、日本の銀行の自己資本はどれだけあるのか。銀行の銀行勘定に計上されている自己資本は三十一兆円あります。それから貸し倒れ引当金が十二兆円あります。足して四十三兆円です。で、この七十九兆円の不良債権が、仮にそのすべてが問題になるということになるとすれ

ば、日本の銀行産業すべてが債務超過に陥るという状況になります。

これは単純な計算ですけれども、事実が明らかにされていないので、こういつた形で計算する以外にないので、事態はもつと深刻なのではないか、という見方すらできるようになっています。欧米は、当然、こういうところを見ていますので、もはや日本のバランスシートを信用しない。銀行だけではなく、日本の企業そのものにも疑いがかけられて、それがここのことろの外人売りの要因にもなっているということです。

このようない局面で、しかもおり悪くビッグバンを四月から進めてしまおう、というのが大蔵省の戦略なわけです。七年間かけて体质改善するどころか、ますます体质が悪化していた局面において、一気に市場原理を導入して、合理性の下でビジネスをやらせる、というのです。これは極めて乱暴な話です。これが景気の悪化と株価の下落と共に一気に表面化してきた。これが二番目の困難です。

おそらく、これはもはや通常の金融状況ではなくて、現在と比較できることすれば、昭和恐慌のときとかなり類似する情勢と、判断するべきではないかというのが、私の考え方です。

つまり、極めて深刻なクレジット・コント

ラクション（信用収縮）というのが、百年に一度か五十年に一度の割合でしかやって来ないような事態が、これから日本を襲う可能性がある、ということです。

これだけでも大変なことなのですが、これに加えて三つ目の困難がたたみかかってきた。それはまさしく先ほど申し上げたアジア危機です。アジア危機が、いかに日本にとつて深刻な問題なのか、先ほどの説明で理解していただけるだろうと思います。

日本は形の上では先進国でG7の一員です。世界第二の経済大国ですけれども、産業構造、経済構造の側面からいくと、発展途上国というのは言いすぎにしましても、中進国的な色彩を強く残している。極めて投資偏重の経済構造です。

つまりある意味では、日本では投資に対するきちんとしたチャーチ機能が働いていなかつた可能性がある。投資をしてもほとんどもうからない、あるいは投資を続けるればバブルになつてしまつというような対象分野に、いつもでもお金が流れ続けて行つた。そこに膨大な非効率がもたらされてしまうということは、これは韓国、タイでは極めて如実に明らかになつた例ですけれども、実は日本も同じような過ちを繰り返していたのではないか。

日本の主要産業の収益性を見ても、同様の

ことが言えると思います。日本の企業の株主資本の利益率、株主が投下した資本のリターンというのは、最近若干よくなつてきましたけれども、それでも四%しかありません。アメリカの株主資本利益率は二〇%ぐらいです。日本の企業の儲けの割合、儲けと言つても売り上げに対する儲けではなく、投下した資本が一年間でどれだけ増えるかという資本効率からする儲けですが、それは欧米に比して、四分の一という水準です。これだけ低い資本効率のビジネスが、そのまま温存されても何のチェックも働かない。これはある意味では、アジアと同根の日本の金融システムの問題になるのではないか。

そして特に重要なのは、アジアにおいて、日本よりも先にグローバルなルールで変わつていこうという動きがかなりはつきり出てしまった、ということです。これはアジアが主体的に選んだ道ではなく、IMFの資金援助と共にやつてきたものです。タイにしても韓国にしても、かなり抜本的な金融システムの改革をやろうとしている状況です。

ウォール・ストリート・ジャーナルなどは、韓国に行つて、金融システムの抜本的な改革を求めるローレンス・サマーズ米財務副長官に対して、現代のマッカーサーだという論評をしております。アメリカにおいて実現

している最もフェアで透明な市場原理そのものを、一気にアジアに移植しよう、としているというわけです。そういう形によつてのみ解決できるのだというのが、今やグローバルなファイナンシャル・ソサエティで、多数を支配している考え方です。

### 忘れてはならないバブル予備軍

もう一つ、日本の問題は、実はまだバブルが全部なくなつてしまつたわけではない、ということです。債券に膨大なバブルがあります。それから日銀が〇・五%という史上空前の低金利を維持することによつて、本来破綻してしかるべき企業経営が温存されている。

これは、日本企業が正常化したときには、次のバブルとして表面化してくる、バブル予備軍です。そのようなことまで考えると、将来解決しなければいけない課題は大きい、と言えます。

ということで、私なりに現在の情勢を考えると、やはり第二の敗戦というような表現といふのは、ある部分、相当に的を得たものなのではないかと思うわけです。

ここで日本が何をなすべきか、ということですが、私は、第二のジャパン・モデルをつくる時期ではないかと思います。第一のジャ

パン・モデルでは、欧米の植民地にされ、そして大きく経済的に引き離されていたアジアが、欧米に経済力でキヤツチ・アップするというモデルを確かにつくつた。

しかし、そのような上からの経済発展、そして時には鍊金術的なことをやりながら、意図的に富を創造するやり方というのは、最後には清算しなければいけないです。そしてこの清算の過程で、いつたいどのような望ましい次の建設ができるのか。これはおそらく日本が果たしていくなければいけない新しい役割ではないかと思います。

(文責・岩崎)

**武者 陵司（むしゃ・りょうじ）氏** 一九四九年生まれ。横浜国立大学経済学部卒。七三年大和証券入社。八二年大和總研へ。大和総研アメリカのチーフ・アナリスト、企業調査第二部長などを務め、九七年トイチエ・モルガン・グレンフエル証券へ。現在、同社チーフ・ストラテジスト。著書に『アメリカ生する資本主義』（東洋経済新報社）

■一九九八年一月九日（金）研究会「経済見通し」

## 日銀ジャブジャブ供給の光と陰

ロバート・A・フェルドマン  
(ソロモン・ブラザース・アジア)  
（証券主席エコノミスト）

日本経済の話をするというつもりで来たん

ですが、年末からグローバルな新しいテーマが現れてきて、その中の日本の役割は何なのか、ということがおもしろいので、話をまず少しきさせていただきたいと思います。どういうテーマかと言うと、これはアジア危機ではなく、グローバル・デフレが広がるのかどうことが、一番肝心なポイントだと思います。著名な二人の指摘に言及させていただきたいと思います。

### アジア発のグローバル・デフレ

一つは、ジョージ・ソロスさんの記事です。昨年十二月三十一日のファイナンシャル・タイムズにコラムを書きました。その中におもしろいアイデアが入っていました。グローバル・デフレを防ぐ一つのアイデアで

す。

もう一つはグリーンスパン連銀議長のスピーチです。彼のデフレに関する考え方をおもしろいので、それを簡単に紹介して、コメントさせていただきたいと思います。

まずソロスさんの考え方です。アジアなどからのいろいろな資産価格の下落により、グローバル・デフレが広がる、という考え方をしています。そうなつたら、もちろん世界全体が悪くなりますので、どうすればいいかというのが、彼の関心事です。現状は各国の問題が同時に発生したのではなく、むしろ制度が悪いためだということを、ソロスさんは言つてゐるわけです。ですから、どうやつて直すかが問題になります。とにかく資本の移動が非常に多い、ということをソロスさんは言つてゐるわけです。

資本の移動が多すぎる。その結果として問

題が起きている。それなら、その資本の動きを少なくすればいいかと言いますと、もちろん、そうではないのです。なぜかと言うと、貯蓄超過の国と良い投資プロジェクトが存在するところは全然別です。一般には発途上國の方に資本を投入した方が、工業国に投入するよりも利益率が高いわけです。ですから、資本移動を少なくするのは解決にはならない。解決になつたとしても、悪い均衡になつてしまうというわけです。

国際資本移動を減らさないような解決策が必要です。だから、どんどんグローバルな投資を進めるべきですけれども、やはり民間だけがやると市場欠陥が現れてくる、とソロスさんは言つてゐるわけです。自分もその中で働いているから、よく分つてゐるのだろうと思ひますが、民間の投資家は心理的なことで動く傾向があるのです。群衆行為というか、群衆行動でみんな一緒に動くというインセンティブが非常に強いということを、ソロスさんが指摘しているわけです。

その群衆行動が、一つの市場欠陥になつてゐるわけです。これは言えると思います。サマーズ米財務副長官も、財務省に入る前に、これに関する論文を書きました。いわゆる「雑音トレーダー」という論文で、これは大きな問題だということを指摘したわけで

す。

もう一つの市場欠陥もあります。各国がどれくらい対外債務を持つているか、という情報が不足しています。この前、韓国に行きましたけれども、いろいろな企業がどれくらいの対外債務を持つて、それがどういう時期に満期になるかという情報は、中央銀行でさえ持つていなかつた。情報が不足しているということは、典型的な市場欠陥になるわけであります。それも直さないといけない、ということをソロスさんは言つています。

### 「国際信用保証公社」の提案

そして、提案が出てきます。この二つの市場欠陥を直すために「国際信用保証公社（インターナショナル・クレジット・インシユアランス・コーポレーション、I C I C）」をつくりましよう」というものです。IMFの姉妹機関としてつくってはどうかというのが、ソロスさんの提案です。

この新機構の役割はいくつかあるのですが、一つは各国の対外債務情報を集めることです。そのコラムの中で、それを公表するかどうかは書いていないのですけれども、当然、公表しないと意味がない。ですから、それを集めて公表する、と思っていいと思いま

す。

もう一つの提案は、マクロ経済の状況を考慮に入れて、各国の安全債務総額の限度を計算することです。韓国なら韓国、タイならタイ、リトアニアならリトアニアが、いくらまで借りて大丈夫か、という数字を計算するわけです。そこまでの借り入れは、信用保証公社が保険をつけるわけです。もちろん手数料を取りますが、保険をつけるだけで投資できる。それ以上に債務だつたら、このI C I Cは保証をつけない。だから、自分でリスクを覚悟して投資しなさい、というわけです。もちろん、公社は手数料をもらつて、ビジネスとして成り立つはずだ、というアイデアです。

結構、おもしろいと思いますけれども、目

的と提案が果たしてつじつまが合つているかを検討すべきだと思います。もちろん、市場の欠陥を正すということは大事なことである。特に情報を公開することはそうです。

この前のメキシコ危機で、なぜあれだけ大きな市場混乱が起きたかと言いますと、外貨準備金の発表が數ヶ月遅れていたからです。例えば十月に発表されたものが六月末のものとか、情報がすごく遅かつた。そして、短期間に外貨準備金がドンと下がつたわけです。

市場が十分な情報を持つていなかつたところで、本当の数字が思つたよりも数ビリオン・ダラー少ない、ということが市場に知れパニックになり、ペソが切り下げになつた。この経験からしても、情報を早く開示する、ということは非常に大事だと思います。

ただし、情報を公開するために新しい公社をつくる必要が果たしてあるのか。もうすでに、B I Sがそういうものを銀行に関してやついているわけですから、アイデアとして情報開示はもちろん良いのですが、新しい公社をつくろうというのは、ちょっとどうかなという気がします。

もう一つは、債務に保証をつけるというアイデアです。もちろん、これもアイデアとしてはおもしろい。しかし、保証付きの債務と保証無しの債務を分けるだけで、投資家の群衆行動が終わるかというと、そうではないのです。ある意味で民間が、このI C I Cの信用度はどのくらいあるか、保険会社としての信用度はどのくらいあるか、ということになるだけです。ですから、集團行為が終わるかというと、終わらないでしよう。やはり、民間部門の投資インセンティブを変えないと、そういう集團行為は変わらないのではない

か、と私は思つています。

また、ちょっと微妙なところですけれど

も、次のようなことも言えるわけです。政府の行動と市場の行動は協力的な場合もあるし、非協力的な場合もある。市場が政府を脅かすときには、政府はもちろんいやがります。投機的すぎると批判するが、市場からの脅かしがなくなると、政府の政策が良くなるかというと、必ずしもそうではない。

資本逃避の可能性がなくなると、政府側が遊ぶ、という可能性もあります。ですから、保証付きの債務をある限度まで出すということには、一種のモラル・ハザードがついてまわります。誰か助けに来るから、あるいはある程度まで保証されているから、大丈夫だから安心して投資しなさい、ということを民間部門が言っているなら、政府は安心して、とるべき政策をとらない可能性も出てきます。モラル・ハザードは保険信用保証公社をつくれば悪化する可能性もあります。

それにちょっと技術的なことですけれども、新機構の債務限度をどうやって計算するかが結構難しい。マクロ経済を考慮に入れて計算する、ということであれば、どういうふうにマクロモデルを組むかが問題です。債務とその国のほかの事情との相互関係はどうなるか。これを数式に直すことは非常に難しい。やはり、ある種の判断を入れて決めるしかない。ある公的金融機関に、そこまでの力

を与えるということは、ちょっと私は躊躇したほうがいいと思います。それはむしろ、市場がやるべきことではないかと思います。

ソロスさんが提案している新機構の役割は、ほかのところがすでに果たしている部分があるのです。例えばBISがデータを集めている。あるいはワシントンのIIF（インステュティート・フォー・インターナショナル・ファイナンス）——これは民間銀行がつくったものですが、ここもいろいろな国を回って情報を集めて、会員に教えているわけです。ですから、新しい機構をつくる必要が果たしてあるだろうか、という気がします。

もう一つ、これもモラル・ハザードの関係ですが、借入側の責任がこの提案の中ではいつたいどういうふうに考えられているか、ということがはつきりしないのです。やはり、借りる側も悪い、ということを考えないといけないのではないかと思うわけです。

確かにソロスさんの「市場欠陥が二つあるから、これを直しましよう」というのは、問題提起として大変良いと思います。けれども、果たしてこの新しい機構は、世界のグローバル・デフレを直すために役に立つかどうか、私はちょっと疑問を持っています。

みなさんご存じかと思いますが、八〇年代

の債務危機の結果、南米諸国がかなり民主化してきた、という事実があります。すなわち、その時までの政府はいろいろなこともあります。その債務問題から脱出するまで、すごい苦労が必要だったのも事実です。それでも、もつと民主主義的なやり方でやれば良くなる、と人々が思つてやつた結果、民主主義はその分進んだわけです。

今度のアジア危機でも、その結果の一つとして、関係国の国民が官僚や政治家に政策をまかせつ切りにして、自分の金儲けばかり考えて政治を無視するという、そういう体制が直つてくれれば良いのではないかでしょうか。

この点で、韓国は非常に良い例を見せたのではないだろうか。この前、韓国に行つたときに「軍隊は静かですか」と聞いたのです。七〇年代後半の経済危機に際してはクーデターが発生したわけです。金泳三大統領が、そのあと片付けというか、当事者を厳しく罰するということをしましたけれども。しかし、今回は「軍隊が危機乗り切りのためにクーデターを起こすということはまずない」というのが、大方の意見でした。

これは大きな進歩です。やはり「民主的なやり方によって、この経済体制を直しましょう」という方向でやるなら、将来は明るくな

ると思います。これはちょっとグローバル・デフレと関係ない話ですけれども。とにかく、情報開示をする。あるいは民間部門の投資活動のインセンティブを直すということによって、問題が起きたときに、世界デフレが起ころにくくなるような改革をすれば良いことが、ソロスさんの指摘です。

### デフレには三種がある

次はグリーンズパン連銀議長のデフレについての考え方です。私も、昔からデフレという言葉はあいまいだと思っていました。議長のスピーチの中で「デフレにはいろいろ種類があって、種類によつて適当な対策も変わること」ということをはつきり言つたわけです。頭痛と同じようなことだと思います。どういうことが原因かということを考え、薬を飲まないと治らないわけです。睡眠が足りないとか、風邪をひいたとか、いろいろあるのですが、とにかく、原因を追及して治し方を考えるのがポイントです。

議長は「デフレの種類は三つある」と言っています。一つは資産デフレです。二つ目はいわゆる需要デフレ。三つ目は供給デフレです。

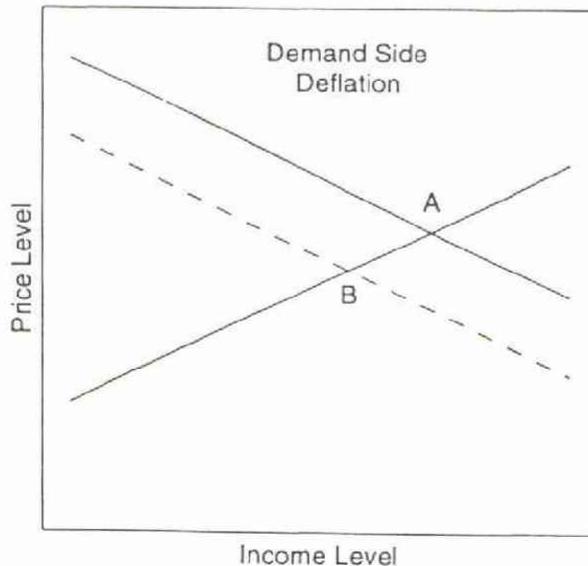
資産デフレというのは、例えば株価や地価がドーンと下がつて、それから負の効果が発生して経済に悪影響を与える。資産価格はもともと大きく変動するものですから、金融政策で鬼退治すべきではないと、グリーンズパン議長は言っています。資産デフレが実態経済に影響を与えるように、マクロ経済政策を使うべきだと、マクロ経済政策を起用は言っています。しかし、資産デフレが起きてはいけない、ということを明言しているわけです。

というのは、株価が下がるから金利を下げますよう、ということはグリーンズパン議長によると、禁物だというわけです。

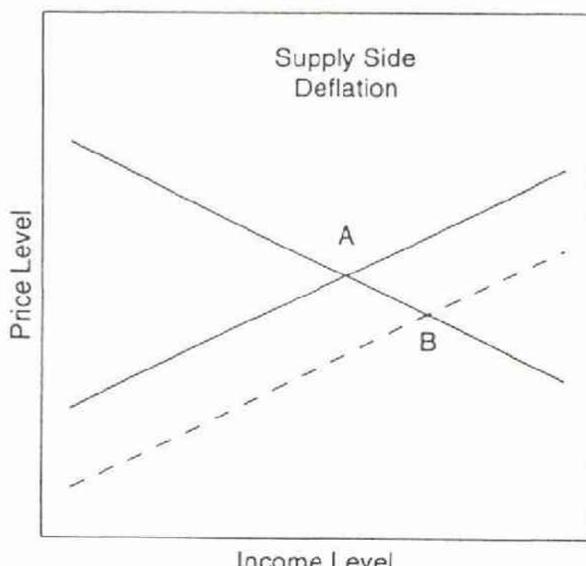
表の（1）と（2）を参照してください。

まず（1）の需要デフレから説明します。教科書通りに総需要曲線と総供給曲線が書いてあるのですが、需要デフレというのは、需要曲線が左へシフトした場合に起こるわけです。だから、原点がAだとしますと、右下がりの実線が左へシフトして、点線になるわけです。均衡点がAからBへシフトするわけです。横軸が所得、縦軸が物価水準ですので、AからBにシフトするということになります。所得水準が下がります。物価も下がります。したがつて、これはデフレです。でも悪

表(1)



表(2)



質なデフレです。こういうのは、やはりマクロ需要政策を使つて直すべきだ、ということが言えます。

もう一つは（2）の供給デフレです。原点は同じAですけれども、今度は例えば技術革新、あるいは規制緩和によつて供給状況が良くなると仮定します。そうしますと、右上がりの実線である総供給曲線が右へシフトする。そうすると、均衡点はAからBへ移ります。今度は物価が下がるのは同じですが、所得水準が上がっているわけです。だから、これは、悪質デフレではないのです。むしろ、みんなが喜ぶようなデフレになつていています。

こういうデフレを抑えるためにマクロ政策を使うのは、そもそもおかしいのです。だから、技術革新を抑えようとか、規制緩和をやめようとか、そういうことはもちろんダメですね。こういう良いデフレを抑えるために、金融政策を使うのはバカバカしいと、グリーンスパン議長は言つてゐるわけです。

さて、それでは今の世界デフレがどういう種類のデフレなのか、というのが次の問題です。実は三種類とも混ざつてゐるわけです。もちろんアジアも日本もそうですけれども、株価が下がつて、これが心理的影響を起こして、需要曲線を悪くしているわけです。日本

に関して言ひますと、九七年度の財政政策をみると、かなり緊縮財政になつています。これは普通の需要デフレになるわけです。もちろん金融政策は逆の方向で働くとしているのですけれども、やはり財政の影響力は大きい。もう一つ、技術革新が非常に速いわけですから、供給曲線が右へシフトしている。だから、三つとも同時に起きている、というおもしろい状況になつています。

米国の場合、どちらが一番影響力があるかは、（3）のグラフを見れば分かります。これは米国の消費者物価の前年度期比の伸び率です。ここ一年間ぐらいでドドドーンと下がつてきています。同じ時期の米国経済は大変に強いですから、数字がおかしいという議論もありますけれども：とにかく、物価が下がつて実質所得が伸びているというわけですから、これはほとんど供給デフレになつてゐるわけです。

### 短期的には米景気にマイナス

これからこの米国経済がどうなるかについて簡単に触れます。アジアからの混乱は、もちろん輸出業者は大変だから需要を悪くするわけです。けれども逆に、輸入はドーンと入ってくるですから、供給を良くする。ど

表(3) US Consumer Price Inflation  
(In Percent)



つちが大きいかということは、難しい問題ですけれども、短期的にはたぶん需要効果が大きいでしょう。だから、米景気にとっては良くない。  
ただし長期的にみれば、供給サイドの効果がだんだんと表れてきて、国民の購買力を良

くする。そういうことを考へると、良い面もたくさんあるということでしょう。八六年に石油価格が大きく下がったときと同じようなことです。

さて日本はどうか。かなり違います。日本の物価上昇率は消費税とかは別として、あまり減速してもいいし、加速もしていないと感じます。所得は伸びていない。だから、ネット・ベースではやはり需要デフレ効果が強い、ということです。若干、実態経済が悪くなっているわけですから。

以上のことからも分かるように、グローバル・デフレと言つても、具体的にどの地域で、どの種類のデフレが起きているかが明確にならないと、政策的にどう動くべきかということは言えないわけです。そういうことを考慮して政策の議論をするべきだ、というのが私の主張です。

### 日本は「ワニの池の綱渡り」

今年の日本経済の方に入ります。一言でいえば、「ワニの池の上の綱渡り」ということで極めて難しい選択を政府は迫られている。こちで間違つたら左に落ちてワニに食べられる、逆に右に落ちたら違うワニに食べられる、という大変な状況です。

まず、数字を申しあげたいと思います。八年のGDP成長率は他の機関に比べてかなり高い一・四%という予想です。ただしこれは、政策が私たちの思う方向で動くだろう、という前提で計算した数字です。

具体的にどういう前提でこれを計算したか。まず九七年度中にかなり強い補正予算が出る。また九八年の予算は全体的に見れば中立という前提でした。すなわち、八月の当初の予算案がそのまま採択される、という前提だつたわけです。ほかには、アジア危機の日本に対する影響は、GDPの約〇・五%の悪影響という前提もありました。設備投資は収益水準はそんなに悪くないし、金利が低いから多少伸びる、という前提もありました。ですから、そういうことが、今になつてどうなつてているかということを検討しなければならない。

ですから、さつき申しあげた一%足らずという実質GDPの予測は、これから九八年に關して、何かまた政策が打たれるという前提が入つているわけです。果たしてそれが来るのか、ということが一番大きなポイントだと思います。私は、そうなるだろうと思つています。

いつ来るかは不透明ですが、新進党が爆発して、いろいろな小さな政党になつて、民友連もできた、ということが非常に興味深いことになりました。特に財政政策に影響を与えると思います。現に民友連ができたときに、かなりはつきりした政策提案が出たわけです。金融機関に公的資金を優先株の形で投入しない、というわけです。これは、自民党にとって一種の脅かしだと思います。いずれに

れなかつた。

ただし、九八年度の当初予算は八月の時点の原案と違つて、特に地方への交付金が全然低いわけです。八月時点では地方交付税交付金が約一四%ぐらい伸びるという数字があつた。それが十二月末の数字を見るとたつた二・五%しかないのです。ですから、地方の単独公共事業は弊社が予想していたよりも三兆円か四兆円ぐらい少ない。予測の前提に比べて公共事業がGDPの約〇・六か〇・七%ぐらい少ないわけです。

結論を先に申しあげますと、この一・四%は無理にしても、一%足らずくらいになるかな、というのが検討結果です。ゼロとかマイナス成長になることは、たぶんないと思つています。

まず財政政策のことです。九七年度の補正予算、二兆円の減税もありましたけれども、弊社が考えたよりも多少強気だつたのです。昨年の十一月ごろは二兆円の減税など考えら

しても政治競争がかなり激しくなるわけです。

そういう意味で、政策が変わってくるのではないかと思います。これは橋本政権にしても、次の政権にしても、その方向で動くのではないかだろうか。

ですから、景気がちょっと良くなるような政策を政府が採択しないと、選挙が厳しいわけですから、合理的な動きになるのではないかと思います。韓国的事情と似たようなところだと思います。韓国も本当に危機に面したときに政策がしつかりしてきたのです。日本経済も、さらには在庫循環が悪くなつて、あるいはGDPが悪くなつて、市場がドーンと悪くなつたときに、本当に危機になるという意識になつたら、政策はまた動きます。

早い時期から理屈的に動いた方がもちろん良いのですけれども、やはり政治的に合理的な行動と、経済的に合理的な行動は違います。タイミングはちょっと難しいかもしれませんけれども、当初予算が国会を通つてから、わりと早い時期に九八年の補正予算が話題になると思います。たぶん四月あたりから動いて、それが採択されて、参院選に間に合う。選挙に間に合うようにお金が流れ出すのではないか。

そうすると、年の前半は景気が良くないか

かもしれないけれども、後半になつて減税にしても、財政支出にしても、そういう財政資金によつて良くなつていく。

しかし、残念ながら、チョンボする可能性がまだあります。そういうチョンボになつた場合にどうなるかというと、やはりゼロ成長かマイナス成長です。それを覚悟して政策を打つていただきたいと思います。

次はアジアのリスクです。前提としてマイナス影響が〇・五%ぐらいだろう、と考えていたのですが、韓国が思つたよりも悪くなつている。インドネシアがどれくらい日本に影響を与えるか分からぬのですけれども、インドネシアの政策反応は遅いということもあります。アジアからの悪影響を大きくして一%にしないといけない、というのが現状です。ですから、そこからマイナスの影響がきているわけです。

そうしますと当初の一・四%に比べて、〇・五か〇・六ぐらいの下方修正になるかと思いますが、政策が正しい方向で動き出すだろうという前提で考えると、一%足らずの成長が可能になるとみます。

### 株価六ヶ月先に一万八〇〇〇円も

現時点では、市場がおそらくゼロ成長を予測して、株価を安くしていると思います。ですから、どちらかと言えば株価が上がつていくというリスクが、下がつていくりスクよりも大きいと思います。もうすでに最悪のシナリオを折り込んでいるわけですから。ちょっと思ったよりも良くなつっていくということです。

設備投資はそんなに悪くないだろう、とみ

たわけですけれども、これはクレジット・クランチが本格化する前のことですから、予測値の三・六%という数字から一・二%差し引いて必要があるのではないか、といまは思っています。貸し渋りがどれくらい設備投資に影響を与えるのかは、非常に計算しにくいのですが、小さいところは大変になると、みんな心配しているですから、心理的な影響は大きいでしょう。ですから、ゼロになるとか一%のプラスになるか。今の時点では決めていないのですけれども、これはマイナス影響で

しょう。

たわけですから、これはクレジット・クランチが本格化する前のことですから、予測値の三・六%という数字から一・二%差し引いて必要があるのではないか、といまは思っています。貸し渋りがどれくらい設備投資に影響を与えるのかは、非常に計算しにくいのですが、小さいところは大変になると、みんな心配しているですから、心理的な影響は大きいでしょう。ですから、ゼロになるとか一%のプラスになるか。今の時点では決めていないのですけれども、これはマイナス影響で

表(4) 米国のマネタリー・ベースと広義のマネーサプライの伸び、貨幣乗数 82年～97年(前年比)



出所: Wharton Econometrics

あれば、株価もちよつと戻すのではないかと思ひます。例えば六ヶ月先に一万八千円とか一万九千円とか、そういうところまで行つてもおかしくない、と思つています。しかし、財政引き締めが継続された場合の最悪のシナリオでは、おそらくマイナス成長になると思います。

さつき一四〇円の話をしましたけれども、これは日銀のジャブジャブ資金供給が原因です。簡単に説明します。まず、劇的な数字を申しあげます。今の日銀のベースマネーは、十二カ月移動平均をとりますと、規模がだいたい五十一～二兆円ぐらいあります。月末データしかないので、一日の数字を使うのはいけないと思いますが、とにかく五十兆円をちょっと超えた水準にあるわけです。

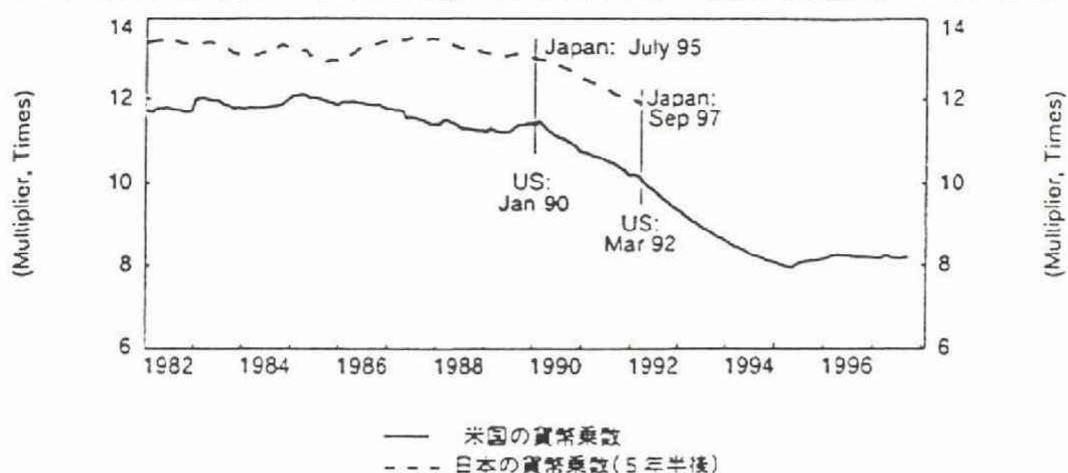
これからそれがどうなっていくか、というのがポイントです。金融セクターをサポートする支援策というのが発表されました。三十兆円を出してもいい、と政府が言つています。これは非常に高く評価すべき数字だと思います。けれども、いつたいだれがそのお金を出すのか、ということが問題です。納税者から拠出されるのか、支出を削減して捻出するのか、それとも日銀が印刷機を回してつくらるのか。このうちのどれかが基本的なポイントです。

その点で、F R B が S & L 危機の時に何をしたか、ということを調べてみたのです。米国の例にならつて日銀がお金を持つなら、日銀のバランス・シートは、現時点の水準よりも十二兆円ぐらい大きくなるという計算になります。場合によつては、それが二十兆円を超える可能性もあると思います。なぜかというと、日本の金融問題は、おそらく米国の S & L 危機よりも大きいと思うからです。

まず、連銀は何をしたかです。表の(4)を見てください。マネタリー・ベースというものは、日銀でいえば負債である日銀券と、リザーブです。そのベース・マネーの伸び率が実線になっています。点線は広義のマネー・サプライで、M 2 です。ご存じのとおり M 2 は、S & L が悪くなつて不況になつたときに、伸び率が極めて低い水準に落ちた。なんか似たようなことが、いま日本に起きているな、という気がしますけれども、とくにかくそういう事実があつたのです。

ただし、あまり知られていないのですが、その時期にマネタリー・ベースがものすごい高い伸び率になつっていました。フェデラル・ファンド・レート三%，つまり実質金利がゼロという水準まで、グリーンズパン議長が頑張つて金利を下げて、マネタリー・ベースの伸び率を高くしたわけです。

表(5) 日米の貨幣乗数の推移



出所: Wharton Econometrics, 日経データベース

そこが原点です。次からは専門的ですの  
で、簡単にします。この成長の政策によつ  
て、貨幣乗数（広義のマネーサプライをマネ  
タリー・ベースで割つたもの）の変化を調べ  
ました。一九九一年一月に十一倍くらいあつ  
た乗数がどんどん下がり、五年半ぐらいで、  
八倍を下回つたのです。それで、この乗数の  
低下を金額に直してみましたがところ、一、二  
七〇億ドルなのです。

さて、S&L危機はどれぐらいの納税者負  
担になつたのか。この前の日銀の調査レポー  
トにもありましたけれども、一、四五一億ド  
ルぐらいかかつたというわけです。この二つ  
の数字は、非常に似ていますね。ですから、  
結局あの後片付けは連銀がそのお金を出し  
た、という結論になるわけです。

それでは、これから日銀が同じように金融  
問題を片付けるためにお金を出す、という前  
提で数字を計算するはどうなるでしょうか。  
表(5)をご覧ください。この表を見たとき  
に私は、びっくりしました。

実線がアメリカの乗数変化です。点線は日  
本のそれです。すなわち、日本のマネタリ  
ー・ベース分のM2プラスCDです。ただし  
し、点線の方は五年半ずらしています。横軸  
は九〇年一月の米国の水準と日本の九五年の  
七月が同じ点になるようにしてあります。こ

れで分かるように、日銀がドーンと金利を下  
げたときから、日本の乗数が下がり出したわ  
けです。ほぼ同じベースで日本の乗数が下が  
り出しています。

### あと三年はかかる金融処理

これから日本の乗数がアメリカと同じぐら  
い下がつた場合、どうなるのか。五年半かか  
るという前提で計算してみました。すると原  
点（九五年七月からの延長線）に比べてシナ  
リオ線とのギャップが十三・五兆円になる。  
日本の金融セクターの片付けが十三兆円です  
むなら、まだいいほうではないかと思いま  
すけれども、とにかくアメリカがやつたよ  
うなことをやれば、十三兆円、日銀がお金を  
出せばいい、ということなのです。十二兆円  
とさつき申しあげた数字は、シナリオ計算の  
結果と九七年度上半期末の実際のベースマネ  
ーとの差額ですから、日銀がもうすでにやつ  
ている、ということは良いニュースです。悪い  
ニュースは、あと三年間かかるということ  
です。

ただし、これはいろいろな仮定上の計算で  
す。すなわち、貨幣乗数がアメリカと同じぐ  
らい低下し、マネー・サプライが約三%伸び  
るという前提です。貨幣乗数の下がり具合や

M2の伸び率などによつては、二十一兆円にも三十兆円にもなり得ます。

ともかく結論は、これからたぶん三年間ぐらいかかるでしようけれども、とにかく日銀がジャブジャブ資金を供給する、ということになるわけです。その中で、円が強くなることはあり得るかというのがポイントですけれども、M2の伸び率の格差で為替が決まる、

ということであれば、別に安くなる必要はないわけです。しかし、こういうマネー・サプライのジャブジャブ供給ですから、傾向としてはあと三年間、日本の通貨は安い。どこまで行くかはちょっと難しいですけれども。

最後ですが、最近日銀が、大蔵省が実際の責任者ですけれども、結構為替介入をやっています。十二月の外貨準備金が七十六億ドルぐらい減つて、毎月毎月、十億ドルぐらいの利子収入が入るわけですから、八五億ドルぐらい介入したのではないか、と私は思っています。ドル売り介入は日銀のバランス・シートを縮小する方向にはたらきます。

為替を安定させる。すなわち一三〇円で線を引いて、これ以上安くさせないというつもりだつたら、日銀は縮小の、引き締めの金融政策をしないといけないわけです。反面、金融セクターをサポートするためには、ジャブジャブ資金供給をやらないといけないわけで

す。矛盾しています。為替を選ぶか、金融の安定を選ぶか、これがいまの選択です。どちらかというと、もちろん金融安定です。ですから、いまの為替介入は、そもそも無理だということが言えると思います。

(文責・岩崎)

**ロバート・アラン・フェルドマン氏** 一九五三年生まれ。イエール大学卒業後、マサチューセッツ工科大学で経済学博士号を取得。IMF調査局、チエース・マンハッタン銀行、ニューヨーク連邦準備銀行などを経て、八九年ソロモン・ブラザーズ・アジア証券会社入社。現在、マネージング・ディレクター、主席エコノミスト。著書に『日本の衰弱』

(東洋経済新報社)