

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

（ドイチエ・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。

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。アジア危機をど
のようにとらえたいのか、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
用といったものが、いっ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ひます。

まず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

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ひます。

最初タイで起こったときには、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
支がぜい弱である。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、それから一カ月ほ
どして、ASEAN諸国にこの通貨危機が伝

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、もつと長期的な資本、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った。これ
は話がちよつと違うのではないか、おそらく
經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ベッグしてい
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GD
Pの3%から5%強という高い赤字をキープ
していたわけです。

ところが、十月に至りまして投機の対象は
今度は香港に飛び火しました。そして台湾の

目次

アジア危機の経過と今後

武者 陵 司

1

ドイチエ・モルガン・グレンフェル
証券チーフ・ストラテジスト

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

11

資料(1) 米銀による国際流動性の供給



通貨も同時に売られたわけです。香港、台湾というのは、計測方法にもよりますが、基本的には経常収支の黒字国です。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

資金的には非常に安定したところであると考えられると思います。

まだ全貌みせないアジア危機

このような国が通貨投機の対象になったという事により、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ってきました。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って、資本の投資効率が著しく悪化した。それによって資本逃避が起こって、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らうか。これが十月の時点での見方であったわけです。

ところが十一月になり、さらに今度は韓国にスベキ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たの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からうか、ということが、ウワサでは前からあったわけです。それがこのスベキレーションの対象になった、というふうな状況です。

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っていった。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ことくどく否定されて、問題はより根源的な部分に向っていった、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。この二カ国ともに、膨大な外貨準備を持つ対外黒字国です。しかし、韓国のスベキ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ことにあったとすれば、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ベキ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、そういっ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。

第一の理由は、国際流動性の収縮、減少という事です。例えばアメリカでインフレが起こり、急速な金融引き締めが起こる、とい

うことになる、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が少なくなってきました。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こったのが、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っています。

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って、アジアの通貨危機が起こっ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、あるいは不適當な政策ということがあったと思います。

例えば九二年、ポンド危機が起こりました。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。したがって、その後の政策転換によって、この投機は収まったわけですが。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

ことに問題があったと思います。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っ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っていた場合には、比較的是正はたやすい、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、先ほど振り返ってみましたように、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、いま起こっているのは、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。

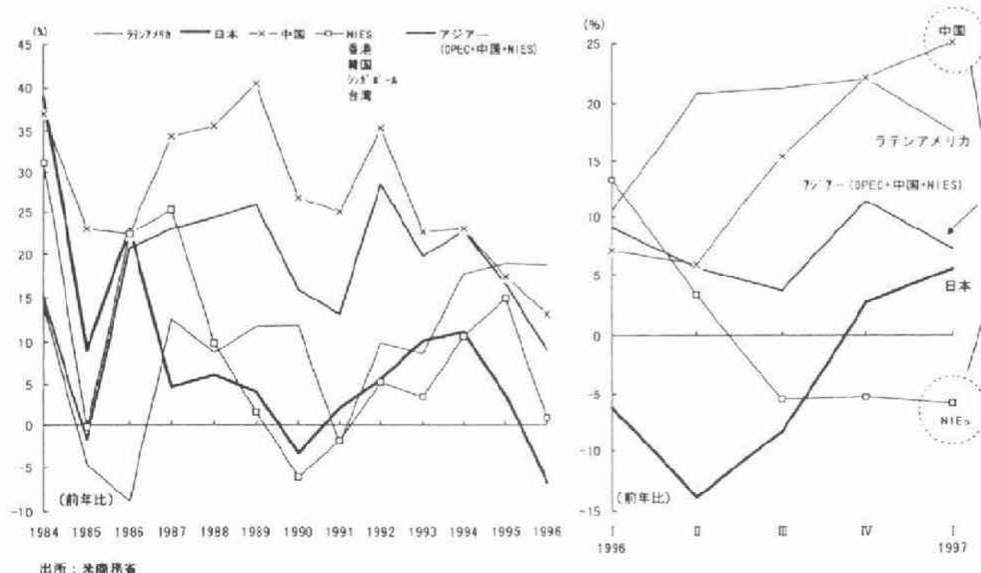
成長力の鈍化がまずあった

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ってしまう、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

資料(2) 米国の地域別輸入額推移



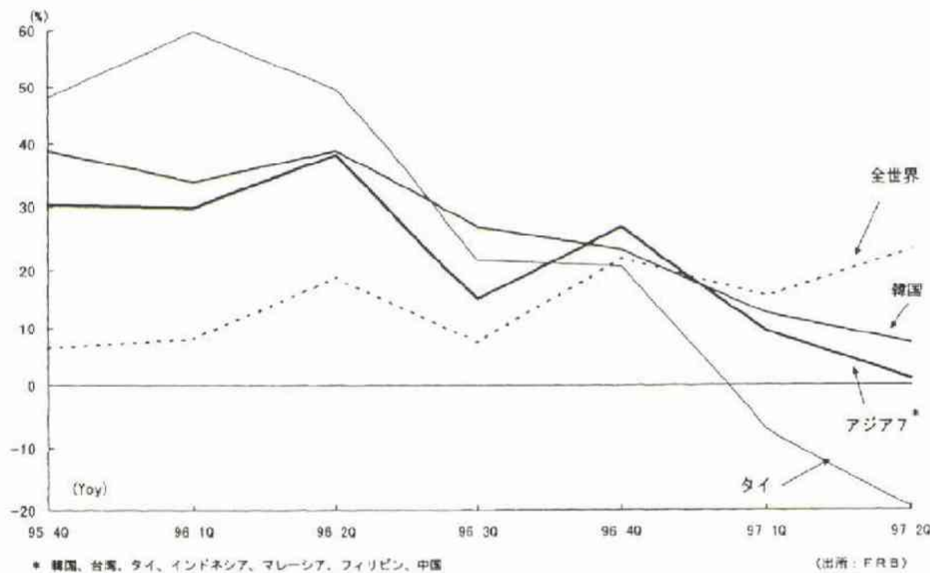
成長力の鈍化、資本の収益性の低下、さらに結果としてバブルとなるような不良資産、あるいは不良債権の存在、というようなものがまずあったと思います。そして、そのあと国際的な銀行の資金の引き上げ、あるいは貸し出しの抑制ということが起こっています。

それに続いて起こったのが、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、最後が通貨危機です。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NIE諸国の輸出に大きくブレーキがかかりました。一九九六年の第三クォ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)は米国の銀行の国別、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ぐらいになりますと、米国の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

資料(3) 米銀の国別貸出エクスポージャー



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、昨年の第一クォーターに起こっていた、ということなのです。

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	18,589	21,014	30,147	5,565	1,200	8,173
フランス	435	1,948	-292	1,556	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	9,685	16,105	3,467	2,937	8,159
スイス	521	1,971	-485	327	2,187	1,141	-746	797	2,077	772	-506	-252
カナダ	-473	1,267	131	-375	-344	5,121	2,447	-228	3,424	-1,329	863	1,673
アメリカ・カリブ	-88	361	2,256	2,662	5,003	12,532	4,062	1,882	3,404	3,786	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	326	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	1,089	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	687	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	25	-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こったのが、九七年の第二クォーター

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、九七年の第一クォーターが一三・〇%、そして第二クォーターが三・〇%ということ、第二クォーターに急速にアジア向けの株式投資が落ちた、ということなのです。

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ると思います。が、香港とか、タイ、あるいはマレーシアが相当落ちています。

ちなみに、この第二クォーターで、アジアのウェイトが急速に落ちたのとは裏腹に、日本のウェイトが著しく高まった、ということも特徴です。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っ込むと、いうようなことが昨年の早い時期にはあったということです。

このように見ていくと、七月、八月以降、通貨危機が起こったわけですが、それに先立って、実物経済および資本移動において、かなりの条件が整っていた、ということがお分かりいただけると思います。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なのです。

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、あまり的を得ていないという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。したがって、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ということではなく、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、グリーンズパン連銀議長が、この間の講演で言っております。まさしくそういうことなのではないかと思えます。

壁にぶつかった成長戦略

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、どういったリスクがあるのか、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ってしまったとみています。アジアの成長を引っ張っていた二つの大きなファクターが共に今はやわらかくなくなってしまった、ということが言えるのではないかと思います。

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ってしまった、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ったい何か。アジアがティク・オフする少し前からさかのぼって考えてみますと、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きたと思えます。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ったと思います。

ところが八〇年代に入るところから、アジア諸国は急速に開放色を強めていきます。そしてむしろ輸出振興を行う。そのため、資本の自由化をやって、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ふようなことによつて、グローバル分業に自ら積極的に身を投ずる、というような戦略に変わってきました。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、レーガノミックス時代のアメリカのドル高局面であつたと思つています。この時期にアメリカ企業が国内のドル高に対応して、生産拠点を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と、これは驚くほど高いのです。例えば韓国で八%、台湾が一七%、香港が二一%、そしてシンガポールが一%。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つていく。というようなことで、アジアのテイク・オフというのは、アメリカから起こつたグローバル分業と軌を一にしている、と言えらると思います。

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っ込んで行つた、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ふことは、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う。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う。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・リターンの方策追求であつたと思います。

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ふことです。

こういったフレーム・ワークがうまく機能していれば良かったのですが、現実にはこれがワークしていなかった。なぜか。

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、古くなった産業を海外にシフトするといふ、この力が極めて弱かつたといふことが一つ。

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、人民元を切り下げて以降の中国の追い上げといふのは非常に激しかった。この結果、NIE S、ASEANといふ、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。同じ市場をめづつて、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NIE S、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、NIE S諸国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ふことです。

広域アジア経済圏ができていた

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

どんどん積み上がっていた、ということですから。したがって、雁行形態的發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、それに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っていた。アジアにお金を貸して物を買ってもらった。アジアのような、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八カ国のGDPに占める対日赤字の割合というのは、ピークでは六%、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って、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ってしまう。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ってきた。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

うような形になります。

このようにアジア諸国が厳しい競争をやるようになりますと、唯一の手段は、自らの商品価値下げる、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った、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。そういった意味で、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が続けている過程で、成長力に何がしかの要因によってブ

レーキがかかる、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、アジアで起こっているのは、まさしくそういうことではないかと思えます。

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、だいぶ前から欧州諸国などから指摘されていたことでした。が、アジアの成長にレーキがかかったことによって、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、したがって、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、まさしくこういったことから起こった、と言えるのではないかと。

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

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っている説というのは、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トしていかなければいけない。産業の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。そういった上からの産業政策と、それに従属する形で金融政策というようなことが、ある意味では非常にチェックのききにくい、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っていったのではないかと、ということだと思います。

グリーンズパン連銀議長が、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っています。

「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そうだろう。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いくと、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、そういったアジ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えます。IMF、米当局も、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えます。

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、ということだと思います。私は、三つの困難が日本を襲っていると思えます。

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えます。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いる。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いくという状況です。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えます。

このようなことの結果、新たな経済のフロンティアが見えにくくなっている。そこへ、増税。それで株価が下がった。

それまで何とか騙し騙しきた株価が下がったことによつて、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。株価が下がったことによつて、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通せなくなつた。これが昨年の後半に起こつたことです。振り返ってみると、日本はバブル破裂後、七年間かかつて、ほとんど何の体質改善もしていない。逆に、体質はますます悪化してきた、ということが、いろいろなデ

一タ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らうか、という疑いがかけています。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っ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うのは、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うのは、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。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ども、事実が明らかにされていないので、こういった形で計算する以外にないのです。事態はもつと深刻なものではないか、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るので、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てられて、それがこのところの外人売りの要因にもなっているということです。

このような局面で、しかもおり悪し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。七年間かけて体質改善するどころか、ますます体質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、ということなのです。

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あげたアジア危機です。アジア危機が、いかに日本にとって深刻な問題なのか、先ほどの説明で理解していただけだろうと思います。

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ェック機能が働いていなかった可能性がある。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ればパブルになってしまうというような対象分野に、いつまでもお金が流れ続けて行った。そこに膨大な非効率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った例ですけども、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な。

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、最近若干よくなっ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、儲けと言っ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と。

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っていく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ってきたものです。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るようになっている状況です。

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কার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。そういった形によっ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ったわけではない、ということ。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って、本来破綻してしまふ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、と言えると思います。

ということ、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うのは、ある部分、相対的に得たも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っています。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、欧米に経済力でキャッチ・アップするというモデルを確かにつくった。

しかし、そのような上からの経済発展、そして時には錬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わけです。そしてこの清算の過程で、いっ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かなければいけない新しい役割ではないかと思っています。

(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。八二年大和総研へ。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、九七年ドイチエ・モルガン・グレンフェル証券へ。現在、同社チーフ・ストラテジスト。著書に『アメリカ蘇生する資本主義』(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、話をもう少しさせていただきたいと思います。どういうテーマかというと、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ということが、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ズ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がおもしろいので、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はです。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、ソロスさんは言っているわけです。ですから、どうやっ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っているわけです。

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。一般には発展途上国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。解決になったとしても、悪い均衡になっっ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。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、とソロスさんは言っているわけです。自分もその中で働いているから、よく分っているのだろうと思いますが、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っているわけです。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、これは大変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。各国がどれぐらい対外債務を持っているか、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ぐらいの対外債務を持って、それがどういう時期に満期になるかという情報は、中央銀行でさえ持っていないかった。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、をソロスさんは言っています。

「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・インシュアランス・コーポレーション、ICIC）」をつくりましょう」というものです。IMFの姉妹機構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、と思っていきたいと思います。

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ということです。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、保険をつけるわけです。それまでなら、民間の投資家は安心して投資できる。それ以上の債務だったら、このICIC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って、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っているかを検討すべきだと思います。もちろん、市場の欠陥を直すということは大事なことです。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数カ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、情報がすごく遅かった。そして、短期間に外貨準備金がドンと下がったわけです。

市場が十分な情報を持っていなかったところで、本当の数字が思っ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った。この経験からしても、情報を早く開示する、ということ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、BISがそういうものを銀行に関してやっているわけです。アイデアとして情報開示はもちろん良いのですが、新しい公社をつくらうというのは、ちょっとどうかという気がします。

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、そうではないのです。ある意味で民間が、このICICの信用度はどのぐらいあるか、保険会社としての信用度はどのぐらいあるか、ということになるだけです。ですから、集団行為が終わるかという、終わらないでしょう。やはり、民間部門の投資インセンティブを変えないと、そういう集団行為は変わらないのではないかと、私は思っています。

また、ちょっと微妙なところですけど

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せん。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、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われているなら、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。

それにちよつ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、ちよつ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っています。

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（インステテュート・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けれども、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いったいどういうふうにかえられているか、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、これを直しましょう」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、私はちよつ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ったのですが、経済政策で失敗をしたわけですね。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、もっと民主主義的なやり方でやれば良くなる、と人々が思ってた結果、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、そういう体制が直ってくれば良いのではないのでしょうか。

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、韓国に行ったときに「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「軍隊が危機乗り越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。これはちよつとグローバル・デフレと関係ない話ですけども。

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、世界デフレが起こりにくくなるような改革をすれば良いということが、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、種類によって適当な対策も変わる」ということをはっきり言ったわけです。頭痛と同じようなことだと思います。どういふことが原因かということを考えて、薬を飲まないで治らないわけです。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。

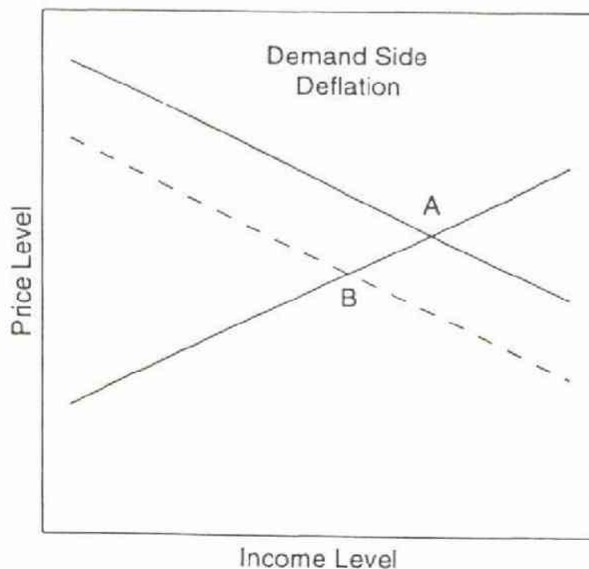
資産デフレというのは、例えば株価や地価がドーンと下がって、それから負の効果が発生して経済に悪影響を与える。資産価格はもとと大きく変動するものですから、金融政策で鬼退治すべきではないと、グリーンズパン議長は言っています。資産デフレが実態経済に影響を与えるように、マクロ経済政策を使うべきだということを、グリーンズパン議長は言っています。しかし、資産デフレが起らないようにするためには、政策を使うべきではない、ということも明言しているわけです。

というのは、株価が下がるから金利を下げましょう、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。

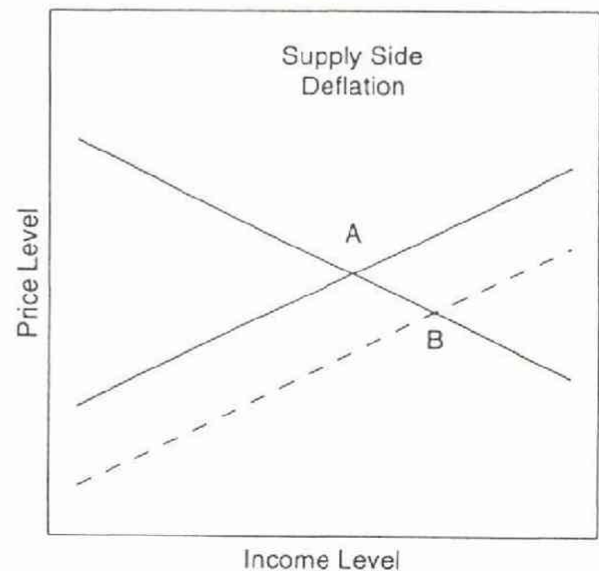
表の(1)と(2)を参照してください。

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と、所得水準が下がります。物価も下がります。したがって、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って直すべきだ、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っ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っているわけです。

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よ。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、グリーンズバン議長は言っているわけです。

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っているわけです。もちろんアジアも日本もそうですけれども、株価が下がって、これが心理的影響を起して、需要曲線を悪くしているわけです。日本

に関して言いますと、九七年度の財政政策をみると、かなり緊縮財政になっています。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こう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っています。

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ーンと下がってきています。同じ時期の米国経済は大変に強いわけですから、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、物価が下がっ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っているわけです。

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わけですから、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。そういうことを考えると、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ないし、加速もしていないという感じです。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、ということなんです。若干、実態経済が悪くなっているわけですから。

以上のことから分かるように、グローバル・デフレと言っても、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。こっちで間違っ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。九八年の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、という前提だったわけです。ほかに、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、今になってどうなっているかということを検討しなければならぬ。

結論を先に申しあげますと、この一・四％は無理にしても、一％足らずぐらいになるかな、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、たぶんないと思っています。

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ったのです。昨年の十一月ごろは二兆円の減税など考えられなかった。

れなかった。

ただし、九八年度の当初予算は八月の時点の原案と違って、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った。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。

ですから、さっき申しあげた一％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っているわけです。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っています。

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って、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たいと思います。現に民友連ができたときに、かなりはっきりした政策提案が出たわけですね。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

しても政治競争がかなり激しくなるわけですね。

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だろうか。

ですから、景気がちよつ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。韓国も本場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、さらに在庫循環が悪くなって、あるいはGDPが悪くなって、市場がドーンと悪くなったときに、本当に危機になるという意識になったら、政策はまた動きます。

早い時期から理性的に動いた方がもちろん良いのですが、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。タイミングはちよつと難しいかもしれませんが、いけれども、当初予算が国会を通じてから、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な。

そうすると、年の前半は景気が良くないか

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

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っ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っていただきたいと思っています。

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、韓国が思ったよりも悪くなっている。インドネシアがどれぐらい日本に影響を与えるか分からないのですけれども、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。

逆に円相場は、私たちが考えたよりも安い。一二五円を前提にしているのですけれども、一三〇円になったり一四〇円になったりするとも十分あります。とにかく、この予測をつくったときよりも円安になるわけですから、アジアの悪影響をちよつと埋め合わせるぐらいの結果になるのではないのでしょうか。

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。予測値の三・六%という数字から一・二%差し引く必要があるのではないかと、いまは思っています。貸し渋りがどれぐ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わけですから、心理的な影響は大きいでしょう。ですから、ゼロになるか一%のプラスになるか。今の時点では決めているのですけれども、これはマイナス影響でしょう。

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。

株価六カ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っていくというリスクが、下がっていくリ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ますから。ちよつと思つたよりも良くなっていくということでは

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います。例えば六カ月前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ってもおかしくない、と思っけています。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っています。

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。月末データーしかないのですが、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よつと超えた水準にあるわけです。

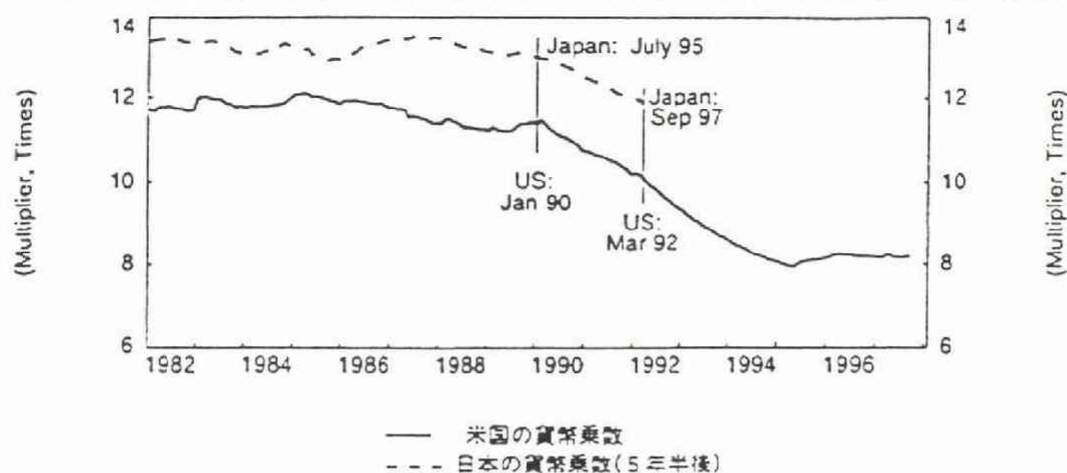
これからそれがどうなっていくか、というのがポイントです。金融セクターをサポートする支援策というのが発表されました。三十兆円を出してもいい、と政府が言っています。これは非常に高く評価すべき数字だと思っています。けれども、いったいだれがそのお金を出すのか、ということが問題です。納税者から拠出されるのか、支出を削減して捻出するのか、それとも日銀が印刷機を回してつくるのか。このうちのどれかが基本的なポイントです。

その点で、FRBがS&L危機の時に何をしたか、ということ調べてみたのです。米国の例にならって日銀がお金をつくるなら、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。場合によっては、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)をみてください。マネタリー・ベースというのは、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、M2です。ご存じのとおりM2は、S&Lが悪くなって不況になったときに、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、とにかくそういう事実があったのです。

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って、貨幣乗数(広義のマネーサプライをマネタリー・ベースで割ったもの)の変化を調べました。一九九一年一月に十一倍くらいあった乗数がどんどん下がり、五年半ぐらいで、八倍を下回ったのです。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ったのか。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だったというわけです。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と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、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。ほぼ同じペ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った場合、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、まだいいほうなのではないかと思えますけれども、とにかくアメリカがやっ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っている、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ょうけれども、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ります。

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ったら、日銀は縮小の、引き締め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)