



日本記者クラブ研究会「2009年経済見通し」

「バランスシート不況」を知ろう

リチャード・クー

野村総合研究所

主席研究員

2009年1月25日

通常の不況であれば、このくらい中央銀行が金融緩和をやれば、何かが反応するはずであります。景気が反応するには若干時間がかかっても、資産価格が反応するというような動きがあるはずなのに、今回は全くそれが見えない。しかもアメリカだけではなく、全世界でみえないということですから、これはこれまで我々が経験した不況ではないということになります。

前回日本記者クラブに呼ばれたのは2002年だったということなのですが、大体景気が通常の尺度を超えて悪くなってくると、私が呼ばれるらしいのです。あんまりハッピーな職業じゃないと思うのですが、今回起きていることは、日本発ではなくアメリカ発、ヨーロッパ発ということなのですが、これは恐らく我々が戦後直面する最大の経済危機だろうと思います。

この会場には年配の方もおられるようですが、私のような戦後生まれの者にしては、これから世界で起きようとしていることは、おそらく我々が生まれてから初めて直面する最大の危機だろうというふうに思います。もちろん戦前の方は第2次世界大戦とかその前後の大変な時代や世界を憶えておられるので、「何だ、これしき」と思われるかもしれません。しかし戦後生まれの我々からしてみれば、これから起きることは一つ間違えれば本当に大変なことになってしまうというふうに思います。

いま起きていることは、アメリカだけで起きているのではなくて、ヨーロッパでも、オーストラリアでも、中国でも起きている。この3地域で同時に起きているということが大変恐ろしいわけでありまして。アメリカだけでも大変なインパクトがあるのに、これが全世界で起きてしまっている。いま、これに入っていないのが、つまり国内に同じような問題を抱えていないのがドイツと日本というくらいで、あとはみんな同じ問題を抱えてしまっているというのが現状であります。

これ(資料①)がアメリカの失業率、設備稼働率ですが、ごらんのように、急激な落ち込みを示しております。これ(資料②)がヨーロッパですけれども、ヨーロッパもごらんのように大変深刻な落ち込みを示している。ヨーロッパでも住宅バブルが破裂しておりまして、アイルランド、スペイン、フランスの一部、イギリス、別の理由でアイスランドと、こういう国々がバブルの崩壊という大変厳しい状況に置かれてしまっている。

中国でも(中国はいろんな別の資料でみなけ

ればいけないのですが)、最近「一つマンションを買えば、もう一つただで差し上げます」という広告が出ているそうであります。ということは、もう5割下がったということになるわけで、そういう意味では、中国もこれから大変な事態に直面する。中国の場合は、輸出の伸びと住宅価格の上昇と不動産ブームが非常に重要な成長エンジンだったわけですがけれども、中国の場合は両方とも撃ち落とされてしまった。輸出もガタガタになっていますし、不動産のほうも資産価格の下落という事態になってしまっている。

外需依存を高めすぎた日本

これ(資料③)が日本ですが、日本は国内に大きなインバランスは抱えていない、大きなバブルは抱えていないということですが、この数年間、小泉政権以来ですけれども、余りにも外需依存度を高めてきてしまった。以前は日本のGDPの中で輸出が10%といわれたのが、17%と、非常に大きくなってしまっている。その結果、海外のマーケットが大幅に悪化しますと、日本は直撃を受けるわけで、国内に大きな問題を抱えていないにもかかわらず、大変厳しい事態になってしまったということでもあります。

生産の数字は、右端の部分はまだ予測値なのですが、おそらくそこまで下落してしまうだろう。しかも海外がああいう状況ですから、とてもこの辺でとまるといえる状況ではないわけで、そういう意味では、日本も大きくこの問題にのみ込まれているということでもあります。

今回、海外で起きているこの不況は、大恐慌以来の大変な事態だということが盛んにいわれているわけですが、大恐慌と共通していて、しかも過去15年間で日本が経験したのと同じ点は何かといいますと、中央銀行がいくら金利を下げても事態が改善しないという点であります。ここ(資料④)にありますように、アメリカの中央銀行が金利を下げ始めてからもう1年以上たつのに全く何も反応しない。住宅価格は下がる一方、景気も悪化する一方で

あります。その他の中央銀行も、その後大幅に下げられていますが、やはり何にも起きない。景気もよくならないし、資産価格も上がらない。つまり今回の不況が通常の不況ではないということでもあります。通常の不況であれば、このくらい中央銀行が金融緩和をやれば、何か反応するはずであります。景気が反応するには若干時間がかかっても、資産価格が反応するというような動きがあるはずなのに、今回は全くそれが見えない。しかもアメリカだけではなくて、全世界でみえないということですから、これはこれまで我々が経験した不況ではないということになります。

資産価格の暴落

では、どういう不況かという、私はバランスシート不況だというふうに思います。バランスシート不況というのは、残念ながらまだ経済学界では定着した表現にはなっていない、私が勝手につくった言葉ですから、まだそこまで行っていないのですが、どういう不況かということの説明させていただきますと、資産価格の暴落が引き起こす不況だということでもあります。資産価格が暴落する。それを買うために皆さん借金していた、あの借金だけが残る。借金だけが残ったまま資産価格が下がりますと、バランスシートが壊れてしまうわけですね。多くの場合債務超過に陥る。

債務超過に陥った企業経営者、民間はどのような行動をとるかということなのですが、もしその企業に収益がなかったら、これは倒産ということで、そこで終わってしまうわけですが、その企業にそれなりの本業の収益があれば、それで何とか借金返済をやっていこうとするわけでありまして。これは株主にとっても、またその企業にお金を貸した金融機関にとっても従業員にとってもベストの選択肢です。

といいますのは、借金を少しずつキャッシュフローで返していけば、バランスシートというのはどこかで必ずバランスするからであります。資産価格は絶対マイナスにはなりませんから、どこかで追いつくわけですね。その時点で、「ああ、この問題は片づいた、これからまた元

気よくやろう」ということができますが、その間はとにかく頭を低くして、皆さんジャーナリストの方があまり企業のバランスシートをガチャガチャ書かないように、景気のいい話をしながら、実は後ろで借金返済に邁進する…こういうことになるわけでありまして。

なぜこれが企業の関係者にとってベストかといいますと、そうすることによって、その企業の株主は、自分の株が紙切れにならないですむ。そこにお金を貸した銀行は、それが全部不良債権にならないですむ。そこで働いている従業員は、あしたから職を探さずにすむということですから、これは関係者にとってはベストの選択である。私がもしも企業経営者だったら、同じ行動をとっているだろうし、皆さんがそういう企業にいたら全く同じ行動をとっているだろうと思います。問題は、全員が同時にそれをやったらどうなるかということでもあります。

一国の経済という中で、だれかが貯金している限り、だれかがお金を借りて使わなくてはいけないわけですね。大体は家計部門が貯金して、企業部門が借りるという形になるわけで、その真ん中に証券会社とか銀行がいて、資金の仲介をやる。経済というのは大体そうやって回っているわけでありまして。家計部門に1000円の所得があって、900円自分で使った。900円は次の人の所得になっている。100円が金融市場に来るわけですが、これを銀行、証券会社が企業に貸せば、企業がその100円を使って900円プラス100円の1000円…これで経済が回っているわけですね。

借りたい人が多過ぎるときには、金利が上がって調整する。借りる人が足りない、景気が悪いときには金利を下げ、だれかが低い金利で手を挙げて、「じゃ、借りたい」となって、そういう人が借りて使ってくれば、また100円全部が使われて経済が回っていく。これが普通の経済なのですが、民間のバランスシートが壊れてしまったということになりますと、こういう人たちは、ゼロ金利だろうがマイナス金利だろうが、絶対金を借りないわけでありまして。早く債務超過から脱却しないと、それこそきょう来られた皆さんジャーナリストに「あんた、あ

の企業は債務超過じゃないか」と書かれたら、どういことになりますか？こういう企業経営者の皆さんは大変な事態に陥るわけであり、次の日から銀行は取引停止だとか、商売をやっておられる方々からは、もう手形は結構だ、現金決済のみお願いしますと、こうなってしまうたら、もうビジネスもアウトですから、極力そういう状況にならないように、急いで借金を返済するわけです。

金の借り手がない

これが企業経営者の行動としては極めて正しいわけですが、全員がそういう行動をやっていると、貯金された金を借りる人がいなくなるという事態が発生します。というのは、ゼロ金利でもこっちは借りない。ところが家計部門、または借金返済自体、一種の貯金なので、マイナスになっているものをプラスに持っていくわけですから。そういう金が金融システムに入ってくる。でもこれを借りて使う人がいないということになります。

そうするとどういことになるか。先ほどの例でいきますと、あの 100 円の部分が金融システムに入ってくるわけですが、これをゼロ金利でも借りる人がいないということになります。そうすると 900 円しか使われていないわけですね。900 円はもう次の人の所得になっていますから、それが家計の所得になるわけですが、そこでまた 1 割貯金しようとやりますと、810 円が使われて、90 円が金融システムに来る。これまた借りる人がいない。810 円、また 1 割。730 円、また 1 割、600 何 10 円・・・こういう形で経済が悪化していく。これがバランスシート不況でありまして、通常は絶対こんなことにはならないのです。というのは、金利を下げれば必ずだれかが借りてくれる。それで、そこからまた経済が回復に向かうということなのですが、ひとたびこういう事態になってしまうといくら金利を下げても何にも起きない。

実際にアメリカでも、この間随分金利を下げたわけですが、これ(資料⑤)がアメリカの住宅価格であります。ここには過去の日本の数字も

2 つほど載せてありまして、首都圏と近畿圏のマンション価格をちょうど 15 年間ずらして載せてあるのですが、まずアメリカのこの太い線をごらんになっていただきますと、まあ派手なバブルが発生して住宅価格が急上昇してから大幅に下落しています。これだけの住宅価格の下落だけで、すでに世界の金融機関の半分ぐらいがおかしくなっているということなのです。アメリカには住宅価格の先物市場がシカゴに上場されておりまして、この黄色い部分がその部分なのですけれども、それをみますと、住宅価格は 2010 年の 11 月ぐらいまでは下がり続けるということ为先物市場がいております。

ということは、金融機関の問題はまだまだ続くということになるわけですが、日本と比べてみますと、上昇率も下落率もほぼ同じで、恐ろしいほど似ているのです。以前、アメリカの住宅バブルが発生したときは、特に欧米のオピニオンリーダーといわれる方々は「まあ日本の問題と比べれば、我々はまだ傷が浅い」というふうにいっていたのですけれども、これをみれば、実際は全く同じような問題がアメリカで発生していたということでもあります。

もちろんここ(グラフ右側)は先物になりますので、先物価格は必ずしも正しいとは限りません。1 年ちょっと前ですが、これが当時の先物価格だったのです。いかに先物価格もぶれるかということなのですが、この 1 年ちょっと前の先物価格というのは、これも実は日本と全く同じで、ちょうどバブルが崩壊して 1 年ぐらいですね。当時の日本を思い出していただきますと、大半の方が、「いやあ、この 1 億 2000 万の一生懸命働いている人たちがいる国で、不動産バブルが崩壊したって、大したことはない。まあ 1 割ぐらい下がってから、またよくなるでしょう」という論調だったわけですね。まさか土地本位制といわれた日本で土地神話が崩壊するとは誰も思っていなかった。

ところが、皆さんもご存じのとおり、その後、本当にめちゃくちゃに下がってしまったわけです。アメリカも全く同じで、1 年 4 カ月前になりますか、ちょうどこの問題が始まった時点

では、多くの方々が、「まあたいしたことはない、アメリカでは70年間全国平均でみた住宅価格は下がったことがない」と言っていた。日本は40年間下がったことがないから大丈夫だということで、土地神話ができ上がったわけですが、アメリカは70年なのですね。局地的に下がったところはあるのですが、全体で見ると70年間下がったことがない。だから大丈夫だということで、当時の先物市場ではあまり住宅価格は下がらないと見ていた。

住宅価格と家賃の関係

ところが、実際はどんどん下がってきまして、いまの先物市場は15年前の日本とよく似た数字になっているわけですが、私はこの先物市場の数字はそれなりに信憑性があると思います。なぜそう思うかといいますと、これ(資料⑥)が住宅価格と家賃の関係であります。アメリカの住宅価格と家賃の関係というのは、実は極めて安定していた。1997年まで何十年間も安定していた。これはいってみますと、「収益還元価格」という考え方ができるわけで、家賃がこのくらいなら住宅はこのくらいという関係がずっと維持されていたのですね。ところが97年から、ごらんのように大きく乖離し始めまして、2003年ぐらいから本当におかしくなりました。

いま、この住宅価格が下がっているということが、収益還元価格に住宅価格が戻ろうとしているというふうに考えれば、この時点から2003年頃の水準にまで戻ってこない、家賃との以前の関係に戻らないわけでありまして、もちろん今後家賃がどうなるかによっても数字は違ってきて、直近のアメリカのレポートをみますと、家賃もかなり上昇がとまったとか、下げ始めたという記述はあるのですが、大体、あまり変わらないという前提で置きますと、いまの水準から22%下がらなければいけないという結果になります。

仮に22%下がったときの住宅価格はいつかということになりますと、やっぱり2003年というところに行くわけで、そういう意味では、いまのアメリカの先物市場は収益還元価格に

戻らなくてはいけないというふうに動いているというふうに考えられるわけで、そういう意味では過去の日本の水準まで下がるというのはそれなりの信憑性があるのかなという気がします。

ただ、そうだとすると、いまの住宅価格がピークから少し下がったところなのですから、それだけでこれだけ多くのアメリカの金融機関がもうガタガタになってしまっている、と。あと10何%、20%下がったらどうなるのか？という懸念が当然出てくるわけでありまして。またその懸念があるからこそ、アメリカの金融機関がなかなか元気になれないわけで、というのは、まだまだこれから大きな問題が出てくるということを考えておかななくてはならない。

また、アメリカ人にとって住宅というのは貯金そのものです。日本はなぜか全世界で唯一非常に不幸な住宅市場になっておりまして、大体上物を建てても、15年ぐらいしたら、もうただになってしまうわけですね。20~30年もしたら本当に建てかえなくてはいけないくらいがたが出てしまう。ところが日本以外の国では、住宅というのは半永久的にもつということで作られますから、住宅価格というのはどんどん上がっていく。人口や経済が伸びているという前提で上がっていくという形になるわけでありまして。

「住宅は貯蓄」が通用しなくなった

アメリカも基本的に住宅は木造ですが、例えばジョージ・ワシントンが住んでいた家は、今でも使っているわけで、そういう家はどんどん値段が上がっていく。そうすると、アメリカ人は住宅価格が上がっていけば、どこかでこれを売って、その金をもってフロリダあたりで引退生活を送ろうというふうに考える。そうすると住宅価格が大幅に上がっていた時期は、ほとんど貯金というものをしていないのですね。貯金する必要がなかったというのが彼らの考え方になります。

住宅価格が上がって、その分だけ貯金がふえているのだから、所得は全部使っても構わない。だから貯蓄率が大幅に落ちているといわれた

のは、ここから来るわけで、住宅がその分貯金していたわけですが、こういう事態になってきますと、あるはずだった貯金がなくなっているわけで、その分だけこれから貯金をふやしていかななくてはいけない。何兆ドルもふやしていかななくてはいけないということになります。

貯金をふやすということは、その分消費を落とすということです。これがいま、世界的に起きている。日本の輸出が落ちている、海外の輸出が全部落ちているというのは、結局、アメリカ人が当初持っていると思っていた貯金がなくなってしまったので、慌てて貯金をふやしているということが背景にあるわけでありす。これが住宅価格が今後下がるということになりますと、まだまだ続くということになるわけで、そういう意味では、大変厳しい事態になってきてしまった。

別の言い方をしますと、住宅価格が上がっていることで、どのくらい日本や中国が儲かっていたかということなのですね。本来は買ってはいけないものまでアメリカ人は買ってしまっただけで、いま、その反動が出ているというのが現状だというふうに思います。

そういう意味では、これから非常に厳しい景気状況が続くということで、しかも同じようなことがヨーロッパでも中国でも起きていることですから、全世界的に大変な調整が入っている。こういう中で、いま「大恐慌」という言葉があらゆるところで使われているわけでありす。

唯一の希望は「日本の経験」

昨夜も、ガイトナー次期財務長官が議会でいろいろ審議を受けていて、私も夜中の3時、4時までそれを見ていたのですけれども、結構、大恐慌と比べてどうだ、大恐慌のあのかの間の違いは大丈夫なのか、こういう質問であります。皆さんの頭の中に大恐慌があるのは、大恐慌も実はこういう不況だったということでもある。資産価格の暴落が引き金になって、みんなが貯金する。しかもだれもお金を借りる人がいない。1000円、900円、800円、730円と、あのプロセスの中にアメリカは入ってしまいました。

大恐慌のときにアメリカでは、わずか4年間でGDPが半分になってしまったそうでありす。失業率は、都市部で50%、全米で25%強。全米というのは、あのかはまだアメリカも基本的には農業国だったので、そういう方々もたくさんいたわけですが、都市部では50%を超えていた。

今回の流れというのは、70年ぶりに同じような動きになっているものですから、みんな「大恐慌、大恐慌」と騒いでいるわけです。私は、放っておけば間違いなく大恐慌になると思いますが、この問題に対して一つだけ希望があると思っております。全世界の希望、望みは何かというと、実は、日本が15年前に全く同じ不況を経験したということでありす。先ほどごらんになっていただいたように、住宅価格の上昇、全く同じ。金融政策、金融緩和に対するレスポンス、全く同じ。つまり日本が15年前に「バランスシート不況」を経験していたということでありす。

日本で資産価格の下落でどのくらいの富が失われたのかを見たのがこのグラフ(資料⑦)なのですが、土地と株だけで、一番ひどいときには1500兆円。恐らく新しい数字が出れば、また1500兆円になっているというふうに思うわけですが、1500兆円という非常に覚えやすい数字でありす。日本の個人金融資産と全く同じ金額ということなのですが、逆にいいますと、日本の個人金融資産の反対側にあるものが全部なくなってしまうといつていくくらい大きなダメージだったということでありす。

皆さんもご存じのように、日本のGDPは500兆ちょっとですから、1500兆ということは3年分のGDPが吹っ飛んだということなのですね。これは人類史上、平時で失われた富としては、おそらく最大でありす。先ほど触れさせていただいた大恐慌ですけれども、大恐慌でアメリカの株も8分の1になって、GDPが半分吹っ飛んでしまうのですけれども、あのかアメリカでどのくらい国民の富が失われたかというデータをみますと、1929年のGDPの1年分だったそうでありす。我々が失ったのは3年分なのです。

しかも、日本でも多くの民間が一斉に借金返済に回ってしまった。この借金返済が景気を悪くするわけで、これ(資料⑧)は日本企業の資金調達なのですが、銀行から借りた分、資本市場から借りた分、両方足してありますけれども、ごらんのように、バブルの時は日本企業も一生懸命お金を借りて、いろんなものに投資していた。バブルが崩壊と一気に資金需要が減少していく。もう一方の線は、日本の短期金利ということなのですが、この時期は、日銀が短期金利を大幅に上げて何とかバブルを抑えようとしていたわけですが、ここから日銀もどんどん金利を下げてくる。95年ごろになりますと、ほとんどゼロ金利なのです。

ところが、それでは企業はお金を借りたのかというと、ゼロ金利でも借りず、どんどんマイナスになっていく。マイナスになっているということは、企業部門全体が借金返済をやっているということであり、ゼロ金利でも企業が借金を返済するというのは、どこの経済学書にも、どこのビジネス書にも書いていない事態であります。そもそも企業経営者はゼロ金利で借金を返済してはいけないことになっているわけで、通常のビジネススクールで教えている解釈でいきますと、ゼロ金利で企業が借金返済をするということは、その経営者はあまりにも無能で、ゼロ金利でもお金の使い方を見つけれない、ということです。そんな経営者がやっている企業は、早く解散して、お金を株主に渡して、株主が何か別の投資機関を見つけたらどうかという解釈になりますから、こういうことは起きないことになっております。

だからバランスシート不況というのは経済学書に載っていないのです。でも、日本ではこの10年以上、企業はゼロ金利下で借金返済をやっていた。でもこの理由は、先ほど説明させていただいたように、バランスシートに問題があったわけで、バランスシートが水面下になっている状況では、やはり借金返済しか彼らには選択肢がない。

そういう意味では、別に日本の経営者が全員発狂したわけではなくて、極めて合理的に行動していたということなのですが、その結果発生

したこの借金返済、年によっては年間30兆円を超えております。30兆円というのは、日本のGDPの6%なのです。本来、お金を借りて使うはずの企業が6%の借金返済をやるということは、そこに6%のデフレギャップが発生しているということになります。これに家計の貯金、これもGDPで3~4%あるわけですが、これが乗っかると、家計の貯金が例えば4%、企業の借金返済が6%ということになりますと、毎年10%需要が消えていた可能性があるということでもあります。この10%分が、先ほどお話しした100円になってしまうわけですね。したがって、日本はまさに大恐慌シナリオだったということでもあります。

バブル崩壊でもGDPが下がらなかった

にもかかわらず、日本のGDPは、この18年間、一回もバブルのピークを下回ったことがない。これは日本のGDPと、それから、日本のバブルは商業用不動産がリードしたわけで、住宅価格はそれを追いかけるような形になったわけですが、この商業用不動産価格と、それから日本のGDP、名目と実質と両方とも載せてありますが、バブルが大幅に拡大していく時点で皆さんがリッチになって、それでお金を使う。だからGDPが伸びる。これはだれでも理解できるわけですね。恐らく世界中で同じことが起きるわけですが、日本のすごいのはその後でありまして、ここでバブルが崩壊して、この商業用不動産は、まあ暴落ということになって、一番低い水準では何と1973年の水準、下落率からいきますと87%、日本では商業用不動産が六大都市の平均で下がっております。ということは、これよりもっと下がったところもあるわけですね(資料⑨)。

土地本位制といわれる国で、資産価格が87%下がった。通常これを考えれば、どんな経済が日本に残ったかということなのですが、恐らくGDPはダークと下がってきて、何百万人という人が失業して、何万という会社が倒産してもおかしくなかった。そのくらいのダメージが発生しているわけであり、何しろ1500兆円の富を失っているわけで、日本中の

バランスシートが債務超過。にもかかわらず日本のGDPはこの間一回もバブルのピークを下回ったことがない。

これは、考えてみれば大変なことなのです。本来なら、もう我々も含めて大半の人が失業していても不思議はないぐらいのダメージをこうむった経済が、実は一回もバブルのピークを下回ったことがない。何回かマイナス成長はあって、それなりに大変だったのですけれども、実際の国民の所得、生産、輸出を足し合わせますと、ちゃんとこういう形で推移していたということでもあります。

政府が金を借りてくれた

1500兆円も富を失って、企業があれだけ借金返済をやっている、どうして日本のGDPは落ちなかったのか？これこそ日本経済の七不思議ということになるわけですが、これには立派な答えがあるのです。それは、この間、政府が金を借りて使ってくれたということでもあります。つまり100円の部分を政府が借りて使ってくれれば、900円プラス100円は1000円ということになるから、GDPは落ちる理由がないわけです。次の年、また家計が貯金して、企業が借りない。なぜ毎年同じ家計が貯金して企業が借りないか？87%も地価が下がれば、1年、2年の借金返済でバランスシートがきれいになるはずがない。少なくとも5年か10年くらいかかるわけでありまして。もしかしたら20年かかるかもしれない。特にピークで買ってしまった人は、そのくらい借金返済しないとバランスシートがきれいにならないわけですが、次の年、また同じ問題が発生する。それをまた政府が借りて使う。

毎年毎年それをやってきたわけで、その結果、日本ではバランスシート不況に入って景気が悪くなりますから、税収は落ちたのですけれども、通常、これだけ税収が落ちれば、政府も財政赤字が心配だということで、歳出を抑えたり減らしたりするものです。日本の場合ふやしたのですね。これが財政赤字ということなのですが、このギャップが家計の貯金と企業の借金返済分、あれを借りて使ってくれたということ

あります。つまり、あれが100円分をもう一回所得循環に戻したわけで、それがずうっとGDPをキープしていたというのが、過去の日本の経験であった。(資料⑩)

公共事業の「無駄」は本当に無駄だったのか？

その金のかなりの部分が公共事業に使われたり、変な建物に使われたりして、そのことをジャーナリストの皆さんは叩きまくっていたわけです。無駄に使われたのではないかとよくいわれましたが、皆さんが「無駄」という、この表現を使うときのおそらく暗黙の前提になっているのは、「何もしなくてもゼロ成長だったのでしょ、この150兆円、200兆円使っても、やっぱりゼロ成長だったですよ、だから無駄だったんでしょ」と。意識されていたかどうかは別として、これが恐らく皆さんが「無駄だ」と書いた暗黙の前提だと思うのですね。

ところが、私の分析では、もしもあの金を使っていなかったら、日本のGDPは半分か3分の1になっていただろうということでもあります。そのくらいのダメージを我々はこうむっている。何しろ企業があれだけ借金返済をやっている。ゼロ金利でも全くお金を借りない。1500兆円も富が失われて、バランスシートは国中でぶっ壊れている。アメリカの大恐慌の比ではないわけです。3倍ひどいダメージをこうむっている。にもかかわらずGDPは落ちなかったというのは、この政府の行動があったからで、そういう意味では、私がこの間ずうっと税制出動といわせていただいたのは、そういう前提でお話をさせていただいたということでもあります。

資料⑨のグラフを海外の人に見せると皆さんびっくりします。というのは、海外の特派員の方も日本にはたくさんおられるわけですが、彼らも日本のことをぼろくそ書いていたわけですね。彼らも全く同じ前提で、何もしなくてもゼロ成長なんですよ、あんなに金を使って、やっぱりゼロ成長じゃないですか、よっぽど変なものに金を使ったんでしょ、と。

探しにいくと本当にヘンなものが幾つかあるわけですね。そればかりが強調されて、国民も、「もうハコモノをつくるのをやめてくれ、

無駄も甚だしい」という論調になっているわけですが、このグラフを見ると、大体の人が意見を変えます。つまり、本来ならGDPは落ちていなくてはいけなかった。にもかかわらず日本はこれをキープできた。失業率も、日本の場合、6%まで達していないのですね。5%台で反転している。本来ならもっともっとひどい状態になっても不思議はないのに反転している。

私もこれをかなり前からアメリカでも使わせていただいて、10月の時点でもワシントンに行っている方々に説明させていただいたのですが、このグラフを使って説明すると、彼らの意見ががらっと変わります。日本に対する見方ががらっと変わる。やっぱり日本は正しいことをやっていたのか、と。というのは、このグラフを見せて、アメリカの人たちに、「じゃあ、マンハッタンの土地が87%下がったと想定しましょう。サンフランシスコの土地が87%下がったとしましょう。アメリカにどんな経済が残っていると思いますか？」という、みんな「もう何も残っていない、ペンペン草も生えないような経済になっているよね」という表情をするわけです。

ところが日本はGDPを全く落とさなかった。したがって、この事実を、いま、世界の人々が知れば、どのくらい気持ちが楽になるかということなのです。つまり87%資産価格が下がっても、正しい政策さえ打っておれば、GDPは落とさずに済む。GDPが落ちないということは、国民所得が落ちないということです。国民所得が落ちなければ、彼らは借金返済の原資を手にすることができる。彼らが借金返済していけば、必ずこの問題はどこかで解決する。

解決したときには、今度は立場を変えて、そのときは政府側に大きなバランスシートの問題があるわけですから、今度は政府が財政再建をさせていただく。そのときには、民間は積極的にお金を借りて使ってくださいと、こういうことになれば、いま、もう、「ああ、大恐慌になるのか、本当に自分は職を失うのか、大変なことになるのか」と思っている人たちに対して、「いや、日本はこれをやりました、本当に成功しました。日本でできたことが何故アメリカ人

やイギリス人にできないのか」という話になっていって、皆さんがこういう行動をとってくれば、全世界は大恐慌に落ちずに済むということでもあります。

そういう意味では、日本が示したこと、これは全世界で初めてなのですね。こういう事態が発生して、GDPを落とさずに問題を片づけたというのは、日本が歴史上初めてであります。これまではどういう事態があったかといいますと、大体GDPが落ちて、メチャクチャになって、そこから戦争が起きるわけでありまして。戦争になると、一気に軍事費が必要になる。軍事費が必要になって、大きな政府になる。すると政府がお金をバツと使い始めますから、また景気ももとに戻る。これがこれまでの事例であります。あの「大恐慌」も、結局は第2次世界大戦というところで乗り越えるわけで、戦争を始めずに、平和のままでこの問題を解消したのは、日本が初めてだということでもあります。

このグラフ(資料⑨)は、実は、かなり前から私、いろんなところで使っていたのですが、中国で最も注目されました。アメリカはここ数カ月ようやくこのグラフに注目し始めたのですが、中国の方々はかなり前から注目していた。というのは、中国の方は、その時点でバブルの真っ只中にいたわけです。やがてバブルが崩壊するということは皆さんわかっていたわけで、バブルが崩壊して、GDPが落ちてきたら、いまの中国共産党政権は国民の生活をよくできるというだけで政権を担っているわけですね。それが、GDPが落ちて、失業者がどっとふえてしまうというようなことになったら、あの政権はもたない。中国全体が大混乱に陥る。

中国は必死に日本を研究している

したがって、彼らはこの日本のこのグラフをみて、必死になって日本の事例を研究していた。この前のG20の会議で、胡錦濤さんが盛んに麻生さんにいろんな質問をして、どうやってこういう事態をもっていたのかと、盛んに質問していたそうですけれども、それはまさにそういうことでもありまして、一回これを落としてしま

ったら、中国はどういうことになるか。また中国共産党はどういうことになるかというのを、彼らはかなり前から心配していた。

だからこそ、今回、中国はだれよりも早く、4兆元という景気対策を打ったわけでありませぬ。彼らはわかっていたわけですね。もうバランスシート不況になったら、財政政策で対応するしかない、と。それをいち早く出したということで、経済の安定を何とか確保しようとしているわけでありませぬ。

中国の成長率も、今日の数字だと6・8%くらいまで落ちてきて、本当に6・8%あるのかどうかもいろいろ議論があるところでありませぬ。電力使用がそれよりもずっと落ちてしまっているの、6・8も怪しいのではないかとわかってはいますが、中国の方々には日本の景気を学んで、何とかGDPをキープしよう、何とか大恐慌を避けようという行動をとっている。

アメリカのほうなのではけれども、当初は全く日本に対する見方は冷たいものがあった。というのは、残念ながら日本発の情報がたまたま多かったので、日本は本当に変なことばかりやって、150兆円を無駄にして、それで15年間もあんな状況が続けてしまったのだという発想になっていたの、ちょっと日本の経験を学んでくれと持っていても、ほとんど相手にされない。聞く耳持たず。ところが、このグラフ(資料⑨)をやると、「もう一回話をしてくれ」ということになりまして、財政出動の必要性については皆さんの理解が高まっているという気がします。

「とにかく金融緩和だ」の誤り

私もアメリカで、この前英語で本を出させていただいたとき、サマーズがエンドースメントを書いてくれました。サマーズは、アメリカでも数少ない日本の状況の実態をかなり近いところまで理解されていた方でありませぬ。思い出していただきますと、彼が財務長官をやっていたあの時期、アメリカはずっと日本に対して財政出動をやってくれといていたわけでありませぬ。クルーグマンとかフリードマンとかバーナンキのような日本のことを理解していない

連中は「とにかく金融緩和だ」と言っていた。金利をじゃぶじゃぶにして輪転機を回せば景気はよくなるという話をしていたのですが、サマーズは一回もそれに乗らず、ずうっと財政でやってくださいと言っていた。彼は、数少ない、アメリカ人でこれをわかっていた人でありませぬ。そのサマーズが、いま、ホワイトハウスに入っているということを考えますと、それなりの理解はあるはずだと思っております。

去年の夏にアメリカは減税をやりましたけれども、実は減税の旗振りをやったのもサマーズなのです。サマーズがワシントンに行って、とにかく早く何かやらなくてはだめだといって、減税をやったわけですね。しかしこういう問題には減税はほとんど役に立たない。あのサマーズがやった減税、きのうのガイトナーの公聴会のときには、結局、100ドル出して使われたのは12ドルだったそうでありませぬ。まあ、何もやらなかったよりはよかったですでしょうけど、12ドルではどうしようもない。やはりこれは政府支出でなくてはいけない。必ずしも道路や橋でなくてもいいし、医療や教育のような分野でもいいのですが、政府支出でなくてはいけないということでありませぬ。

日本も随分いろいろ減税を試したのですが、結局、本当に効いたのは政府支出だったということで、恐らくサマーズもこれから政府支出のほうに軸足を移してくるだろうと思っております。きのうのガイトナーの発言を見ても、政府支出の重要性を十分に理解している。アメリカで政府支出をやろうといても、かなり長い間やっていないものですから、これから、この道路直そう、あの橋を直そう、これを入札とかなんとかをちゃんとやっていると、やっぱりその金が出てくるのは9月以降だといわれております。減税であれば、とにかくもう少し早く出せるので、とにかく減税を先にやって、それから公共事業という流れになるようではけれども、アメリカも少しずつそういう方向へ向かっている。

アメリカで私がまだ唯一ちょっと懸念しているのは、アメリカの中には、「問題が発生したら、ドーンと金をつけて、一回でこの問題を

片づけてしまえ」という人が多いということです。「日本のようにずるずる、のろのろやるのはいかん。必要なら2兆ドル、3兆ドルでもいいから、ドーンとつけて、一発でこれを片づけよう」と、こういうことを考えるのが、アメリカ人には非常に多くて、一回ドーンとやればもういいだろうという考え方が根強いわけがあります。

ただし、この種のバランスシート不況、特に民間が全員でバランスシートを修復しようとしているときというのは、景気が非常に悪くなりますから、問題は一回では片づかないんですね。ましてやまだまだ住宅価格が下がる、収益還元価格に戻るのに、あと2割下がらなくてはいけないという状況では、そう簡単に事態は好転しませんから、その分ずうっと財政で支えなくてはならない。

しかも、このバランスシート不況といいますのは、民間のバランスシートがきれいになるまでは、絶対に自律回復には入らない。というのは、民間はずうっと借金返済を続けてしまうわけであり、その間ずうっと政府で支えなくてはならないのです。

日本で、もしも我々が間違えたことを一つやったとしたら、これをずうっと支えることをやらなかったということです。この18年間、景気が悪くなると財政出動で、橋だ、道路だとやったわけですが、景気がちょっとよくなると、もう大丈夫だということで、こんな大きな赤字財政再建と切ってしまったわけですね。切るとまた景気は急降下する。それはそうですよね。あの100円を政府が支えているわけですから、政府があれをやめてしまったら、また100円のデフレギャップでそっくりそのまま出てきますから、経済が先におかしくなる。また慌ててやる、よくなる、また切る、また落ちる、また慌ててやる…我々はこれを10数年間繰り返してきてしまった。

財政出動で国民的な合意を

もしも最初から、これはバランスシート不況なのだから5年か10年はどうしようもない。その間政府で支えなかったら、本当に大恐慌に

なってしまうという理解が、もしも当初からあったら、最初からそういうふうに説明して、民間の皆さん、バランスシート修復に走りますよね、と。我々政府がいくら皆さんにバランスシート修復やめてくれといたって、民間はやめられないわけで、早く直さないと、それこそ、「あんたは債務超過だ」といわれてしまいますから、民間はそういう行動をとるしかない。

そうすると、政府が何もしなかったら大恐慌になるわけですから、そういう局面では政府が民間と逆の行動をとる。つまり、民間が借りない金を政府が借りて使う。これを例えば10年続ける。10年間に民間の皆さん、早くバランスシートをきれいにしてください、そのかわりGDPは間違いなく政府がキープします。10年終わって、10年後に皆さんのバランスシートがきれいになったら、今度は我々政府が財政再建に走りますから、そのときは民間がお金を借りてください…こういう国民的合意(英語でいうとソーシャルコントラクトといいますけど)、社会的な一つの合意ができれば、その間、民間は安心してバランスシートの修復に走れる。必要以上に心配することはない。終わったアカツキには、今度は政府が役割をちょうど逆にする。もしもこれが最初からバランスシート不況だとわかっていたら、そういうことができたと思うのですが、残念ながら私も含めて、当初、バランスシート不況という考え方はどこにもなかった。

でも、いまからみれば、こういう形だったということがわかっているわけですから、アメリカも、ヨーロッパも、中国も、早くそういう形でやるべきです。しかし、これは少なくとも数年間かかります。したがって、中長期的な財政出動、しかも公共事業中心、政府支出中心の財政出動ということで、民間と話をつける。民間はその間に一生懸命バランスシートをきれいにするということができれば、日本で10数年かかったものを、おそらくもっと時間が短縮できるのではないかという気がします。

ただ、1~2年で解決するとは到底思えない。1~2年でようやく住宅価格が底を打つわけですから、本格的なバランスシートの修復はそ

こから始まるわけですね。そういう意味では、日本の経験はぜひ生かしてほしいと思うわけでありませう。

この点についてよく出てくる質問は、アメリカの財政赤字についてです。これまでも日本や中国にサポートしてもらったのに、これからもっとアメリカは国債を発行する。これから中国も国債を発行する、ヨーロッパも国債を発行する、日本も発行するかもしれない中で、「だれがアメリカの国債を買うのか？」という質問が必ず出てくる。これに対しても私は日本は結論を出したというふうに思います。90年代以降の日本の累積財政赤字と日本の長期金利の推移に着目（資料⑩）しますと、日本の累積財政赤字がどんどん拡大して、いま、GDPで150%、G7の中で最悪というところまで累積財政赤字が拡大しているのですけれども、この間、思い出していただきますと、当時の大蔵省からOECD、IMF、それに格付機関、ムーディーズとかスタンダード&プアーズは、このまま財政赤字が拡大したら、日本の金利はめちゃくちゃに高くなって、国家は破綻するぞということを盛んに言い続けたわけでありませう。あの予測は全部外れたのですね。

実際、日本の金利はどんどん下がってきて、この10年間、ほぼ人類史上最低の金利が続いている。なぜ外れたのか？これにはちゃんと理由があるわけでありませう。それは先ほどの900円、100円、1000円の話に戻りますが、バランスシート不況の中で、政府が借りて使わなくてはいけない金というのは、あの100円なのです。あの100円というのは何かというと、民間が借りなかつた金でありませう。貯金されたけれども民間が借りなかつた金、あれがその100円です。よな。

ということは、そこに新たに国内でつくられた貯金があるわけで、これを政府が借りればいいわけ。ほかにだれも貸してくれなくてもいいわけでありませう。国内に貯金が発生している。これを借りる人がいないからこそ不況になっているわけで、それを借りて政府が使えばGDPはキープできる、国民所得はキープできる。

ということは、アメリカもこれからはそうい

う状況になっていくわけで、国内にあれだけ貯蓄率が低いといわれたアメリカでも、これからこの金がどんどんできてくるわけですね。それを使わなければ本当の大恐慌に向かいますが、それはアメリカ政府が使えばいいわけですから、別に日本や中国に買ってもらう理由はない。アメリカの中でこれはファイナンスできるということになります。

国内貯金を政府が使う

アメリカの政府が借りて使わなくてはいけない金は、ちょうど新たに国内で発生した過剰貯蓄と同じ金額ですから、それだけを借りている限りにおいては金利が上がる理由もないし、海外から資金調達する理由もない。実際にこれだけオバマさんの財政赤字が大きくなると、1兆ドルが何年も続くということをおいていられるにもかかわらず、アメリカの長期金利は全然上がっていない。下がる一方でありませう。

ということは、まさにこのプロセスに入ったということになるわけで、私はそういう意味では、このファイナンスの問題は一切心配要らないというふうに思います。これはヨーロッパも中国も同じです。

そういう意味では、バランスシート不況になったときには、バランスシート不況を直す形があるわけで、これは政府がお金を借りて使うということになるわけでありませう。それを中長期的に正しくやってくれば、アメリカのGDPも下がる理由はないし、アメリカの人たちが必要以上に不安に陥る理由もない。

こういう話にアメリカの一部の人たちが耳を傾け始めたのが、まだこの1年ですから、どのくらいこの話が浸透して、「日本でもできたことがなぜアメリカでできないのだ」という話になってくればいいなと思うのですけれども、まだそこまでコンセンサスができたとは思えない。サマーズがエンドースしてくれた私の本は、このことを説明した本ですので、そういう意味ではサマーズも大分わかっているとは思いますが、ガイトナーも、きのうの話を聞いている限りは、かなりこの考え方に近い。ただ、しっかりしたコンセンサスで、日本の教訓を生

かしてやろうというところにはまだ行っていないかなという気はします。

バランスシート不況というのは、先ほど申しましたように、資産価格の下落がトリガーになるわけでありまして。資産価格の下落というのは、どうしても銀行をたたいてしまうのですね。というのは、銀行というのは多くの資産を担保といた、いろんな形で持ってしまうわけで、そこで資産価格が下がりますと担保価値が下がる、その他の問題が銀行には必ず発生する。これに対して、私は、だからバランスシート不況というのは、二正面戦争だ、と言っているのです。金融の問題と実体経済、両方とも対応しなくてはいけないという気がするのですが、この金融に対してはどうかということですが、この金融に対してはどうかということですが、最近、またシティバンクの株が大幅に下がってしまっているとか、バンカメがメリルをのみ込めるか、のみ込めないか、のみ込まれるのかとか、いろんな議論があって、全く完全に安定した状況ではないのですけれども、私は一応正しい方向には向かっているというふうに思っています。

4 種類の金融危機

といいますのは、私もニューヨーク連銀時代、中南米債務危機という、当時は戦後最悪の金融危機が私の担当だったので、随分いろんなことをさせられたのですが、日本に来てから、今度は日本の金融危機もいろいろ関係させていただきました。そういった経験から、私は金融危機には全部で4種類あるという認識を持っています。

資料⑫では、縦軸に局地的なもの、横軸に資金需要がある・ないというふうに置かせていただきました。「局地的」というのは、一部の銀行が腐っているけれども、ほかの銀行は元気という状況。「システムック」というのは、全部の銀行に同じ問題が発生しているという状況であります。

資金需要があるかないかというのは、通常の経済であれば、企業経営者が前向きの行動をとってれば、金利を下げてくれば、大体だれかがお金を借りにくるという意味であります。資

金需要がないというのは、バランスシート不況ですね。ゼロ金利でもお金を借りてくれないという世界であります。

こういうふうに分けると、アメリカの無責任な連中がよくいう、「不良債権処理を早くしろ」という議論というのは、実はマス(I)でのみ使える議論であります。局地的でしかも資金需要のある状況です。局地的で資金需要のある状況というのはどういうことかということ、皆さんお金を借りて、いろんな仕事をしたいけれども、一部の銀行にちょっと問題が起きて、その銀行が何をしてくるかかわからん。急に資産を投げ売りするかもしれない。それで、ほかの銀行もみんなちょっと怖くて、動けない状況。こういう状況のときは、その一部腐っている銀行にも、とにかく政府が入って行って、必要なことを全部やっちゃって、問題を片づけてしまおうと。早く片づけてしまえば、ここがボトルネックになっているわけですから、これが片づけば、あとはもうそのまま前に行けるという意味で、こういう状況であれば、早急に不良債権処理をやるべきであります。

アメリカでこれが起きたのが、貯蓄貸付組合。貯蓄貸付組合は当時6000行ぐらいあって、私のおふくろも当時そのときの一つに働いていたのですけれども、あれは随分騒がれたわりには、実は大変ちっぽけな金融機関でありまして、あの当時の資産を全部足し合わせても、アメリカの総資産の数%にしかならない。その中の数百行がおかしくなったということなのですが、その他の金融機関は当時元気だった。貯蓄貸付組合だけがおかしくなったということだったので、それはもう片づけて、早く処理して、持っている資産を政府が売却しても、数%が腐っていて、残り全部は元気ですから、残りの90%は買えるわけですね。だから、売ったものを彼らを買って、ちょっと資産価格が下がりますけれども、その後はもとに戻る。

中南米債務危機に学ぶもの

だから、それはできたわけですが、私自身が対応させていただいた中南米債務危機はマス(II)になりますが、あれはシステムックな問題

だった。というのは、メキシコからアルゼンチンの最南端まで、全部の国がデフォルトしてしまって、そこにアメリカの銀行が大変な金を貸し込んでいたものですから、当時、大手8行のうち7行が債務超過ではないかといわれるような事態になってしまった。そのときは、全部をつぶすという選択肢はなかったので、極めてゆっくりと問題の処理に当たった。

当時はボルカーという大変すばらしい方がこれを全部統括して、結局、15年かけてこの問題は解決しました。最初の数年間は、不良債権とわかっていても、あえて不良債権とは呼ばずに優良債権扱いした。そのかわり、放っておいたら債務超過になってしまうわけですから、銀行にそれができるような体力をつけていった。どうやって体力をつけたかという、ここにありますように、利ざやの拡大による財務体質の強化という方法をとったのです。Fat spread といって、「太った利ざや」という意味なのですが、当時はアメリカ国内にお金を借りたいという企業がまだまだたくさんあったので、あえて貸出金利をうんと高く設定する。プライムレートですね。政策金利、これは預金金利と直結するわけですが、これをうんと低くしてしまう。そうすると、この差額が銀行の利益になるわけですが、これをずうっと続けたわけであり

ます。とんでもない不公平なやり方なのですが、これをずうっと続けた結果、毎年毎年この利益が銀行に入っていった。それで銀行に不良債権処理するだけの原資を積み立てて、それで1989年ごろから、「やっぱりこれは不良債権ですよ」とやって処理を始めた。問題が始まったのが82年ですから、82年から89年まで、6～7年は、完全に不良債権になっているものも一応優良債権扱いして、とにかく体力を増強して、増強が終わってから不良債権を処理した。全部で15年ぐらいかかったのですが、納税者の負担はゼロであります。

皆さんが中南米債務危機の話をあまりアメリカの人から聞かない理由は極めて簡単で、納税者負担ゼロで片づいたので、だれも知らないということでもあります。ジャーナリストも政治

家も学者も知らない。で、問題があったときは、関係者は一切これを口にできなかった。私も当時ニューヨーク連銀におりまして、実際に担当者だったわけですが、何しろ大手8行のうち7行が債務超過なんて、口が裂けてもいえないわけですね。当然民間銀行だってそんなこといわない。みんな何にもいわずにこの問題に耐えて、ようやく不良債権処理ができるくらい体力がついてから、89年以降はどんどん処理していったわけです。

でも、日本の経験、または今回アメリカが経験している問題に関しては、こっちのほうがはるかに貯蓄貸付組合よりも有意義であります。日本が不良債権処理を急ぐべきかといっていたときに、アメリカの連中が「急げ急げ」と、ばかの一つ覚えのようというわけですね。しかしボルカーさんはわざわざ『東洋経済』に文章を載せて、絶対にそういうのはだめだ、と。システミックなリスクが発生しているときには、不良債権処理を急ぐということは、あの資産を売ることになるわけですが、反対側に買い手がいなかったら、もっと価格が下がってしまうわけですね。下がってしまうと、同じような資産を持っている銀行がほかにもいっぱいいるわけですから、彼らの持っている価値も下がる。ということは、不良債権処理をやろうと思えば思うほどできなくなっていくという事態が発生するわけで、あのときボルカーさんは、アメリカのほかの連中が何をいおうと、とにかく速度制限を設けなさい、といったわけです。スピード・リミットということですね。不良債権処理をある程度のスピード以上でやってはだめだという、速度制限を設けなさいとまでしております。したがって、この局面のときは、不良債権処理を急いではいけない、システミックのときは急いではいけない。

今回日本が直面した問題、いま、アメリカが直面している問題は、マス(IV)なのですね。資金需要がない。にもかかわらずシステミックだということです。マス(II)とマス(IV)の何が違うかということ、お金を借りて使ってくれる人がいないということですね。みんな借金返済ばかりやっている。そうすると、あの Fat spread

を使えないわけでありませう。Fat spread を使うには、それでもいいからお金を借りたいという人がいなくてはいけないうけで、お金を借りたいという人がいなかったら、Fat spread を使えない。そうすると、最後に使えるのは何か？政府が資本投入するしかないということだ。

だからこそ、97年に私が「とにかく日本の銀行資本投入で対応しなくてはいけない」といわせていただいたのは、こういうことだ。

今回も、私はアメリカに何回も足を運びまして、資本投入やらなくてはだめだといひ続けて、ようやくあの頑固なポールソンもそういう結論に達してくれた。私はそういう意味では、資本投入まで話が行ったのは非常によかったと思っております。

危機回避は英雄にならない

ただ、きのうのガイトナーのヒアリングをごらんになった方はお気づきになったと思いますが、ガイトナーはぼろくそいわれているんですね。最初は不良債権を買い取るといっておきながら、途中からこっちに用途を変えてしまつて、当初ポールソンが約束したいろんなことを何一つ達成されていないじゃないかと。銀行の貸し渋りはまだ続いているし、不安定な問題もまだ続いている。資本投入をやつて何の意味もなかったのではないかというたたかれ方をしていたのですが、ここは、本当に当局者の苦しいところで、ここはぜひ皆さんジャーナリストに理解してほしいポイントなのですから、けれども、「危機を回避した人は、絶対に英雄にならない」ということだ。

もしもあのとき資本投入やつていなかったら、どういうことになっていたかというのは、回避されているからみえないわけですね。そうすると、あんなに資本投入やつたのに何にも起きていないじゃないかというふうになるわけだ、だから、彼はたたかれまくっていましたが、さすがにガイトナーだけあって、それにはちゃんと反論していたんですね。もしもあのときやつていなかったら、どんなことになっていたか。それは想像を絶する事態になっていた可能性

があるんです。やつたからいまの状況がキープされているのだ、と反論して、それで議員さんからそれほど追及はなかったのだから、私もよかったなと思つたわけだ。皆さんが政策についていろいろ批評を書かれるわけですから、表面だけで判断してほしくないですね。日本の公共事業も全く同じであります。あれをやつたからこそ、どのくらいの生産活動、国民の所得がキープされたかというのは、見えないのです。でも、もしもやつていなかったらどうなつていたかということは、かなりの分析をしなければ出てこない。

でも、きょうのグラフをごらんになっていた方で、本当に公共事業は無駄だったといひまでも思っている方は、少し減っているのではないかと思ひます。というのは、本当に日本はあれをやつていたからずうとここまでGDPをキープできたわけだ、そこから比べれば、多くの方が実はいろんなことをやつてくれたから、いまの我々の生活がキープされているということだ。

ただ、英雄になるには、先に危機が発生しなくてはいけない。何千人の人が死んでしまつて、で、ハリソン・フォードか何かが出てきて、残つた数百人を助けたら、これが英雄になるわけですね。でも、先に危機が来るぞと思つて対応してしまつたら、何千人みんな生きていますから、英雄にはならない。英雄にならないどころか、「何だ、150兆円も金を使つて、何にも起きなかったじゃないか。よっぽど変なものに金を使つたんだろう」となつてしまふ。

だから、オバマさんも、ガイトナーにせよ、サマーズにせよ、これからそういう目に遭ひます。彼らの政策が成功すればするほどそういう目に遭ひます。そこをアメリカのジャーナリズムがどうやつてサポートしていくか。これがこれから非常に難しいポイントになるわけだ、特に政策を打つて景気がちょっとよくなつたときに、財政赤字が大きいから切れーっという声必ず出てきます。それをどうやつて乗り越えていくか。乗り越えられなかったら、そこでもう一回落ちる。このときの落ち込みは、当初の落ち込みよりもはるかに苦しいものになる。

橋本財政再建の教訓

これは日本の経験、特に橋本政権のときに最も端的に起きてしまったわけですが、あのときの落ち込みがなかったら、どのくらい日本は救われたか、と思いますね。橋本さんが財政再建をやろうといい出す前の年の日本の財政赤字はたった 22 兆円だったのです。でもそれが大き過ぎるということで、IMF、OECD、格付機関などがみんな財政再建の話をしてしまった。大蔵省もそれをやってしまったわけです。その結果、日本の財政赤字はどのくらいになったか？ 38 兆円であります。22 兆円の財政赤字を切ろうとして、結局、38 兆円にまで行ってしまったのです。

小泉内閣のときも、税収が落ちて赤字がふえる。小泉さんのときは、国債発行額 30 兆円という財政再建だったわけですが、結局、小泉さんは一度もあの目的を達成していない。財政再建をやると、必ず経済が先に壊れて、税収が落ちて、赤字がふえてしまうというのが、バランスシート不況の特徴なのであります。

財政再建やるのは自由ですが、成功するかどうかというのは、極めて簡単なポイントにかかっているわけですね。政府が財政再建をやって借りなかった金を、民間で借りる人がいるか、いないかということ。ここにすべてがかかっているわけでありまして。もしも政府が借りなくなった金を民間が借りて使うということであれば財政再建は成功する。つまり GDP はあまり落ちずに、とにかく民間が借りて使ってくれているわけですから、そこから税収はキープされて財政再建は成功する。

ところが、政府が財政再建やろうというときに民間が借りに来なかったら、借りなかった分がそっくりそのままデフレギャップになるわけでありまして。そこから経済は 1000 円、900 円、810 円、730 円という、あのプロセスに入ってしまうわけで、こっちが先に税収を落としますから、財政再建は絶対に成功しない。

したがって、財政再建をいつやるのか、消費税をいつ上げるのかという議論があるわけですが、ポイントは、民間が借りに来てい

るかどうかということでありまして。民間が借りに来ているのだったら、財政再建をやってもいい。民間が借りに来ていなかったら、財政再建やってはだめだということです。または民間が新たに借りてくれる分だけ財政再建ができるということでありまして。

この点、福井前日銀総裁はいろんなところで同じ話をしているのです。福井さんは「財政再建は民間の資金需要と見合った金額でなければいけない、整合性がとれていなければいけない」と何回もいっておられるわけですが、それはいま、私が話したのがメカニズムであります。政府が財政再建やって、借りなかった金を民間が借りてくれるかどうか。

そういう観点からしますと、いまの日本の企業の方々は、ゼロ金利でもなかなかお金を借りてくれない。民間がお金を借りないという状況であれば、どんなに財政再建やっても必ず失敗するわけです。

借金拒絶症を乗り越えるには

では、どうやったら民間にお金を借りてもらえるかというのが、日本の問題として出てくるわけです。これはやがてアメリカの問題にもヨーロッパの問題にもなりますが、日本の問題というのは、10 何年間、企業が借金返済をやっていた。これは日本の金融資産と金融負債ですけども、この時期が借金返済なのであります。借金返済を 10 何年間やった日本企業の皆さんは、もう骨の髄まで借金なんかもう嫌だとなってしまうわけでありまして。

これを私は「借金拒絶症」と呼んでいるのですが、皆さんだって、10 何年間借金に追われたら、もう死ぬまで借金なんかするもんか、孫の代まで借金は許さんという気持ちになってしまいますよね。いま、日本中がそういう状況になっている。したがって、日本の企業のバランスシートは、2005 年の段階で企業の借金返済は終わっているのです。バランスシートはきれいになっている。いまの日本企業のバランスシートはおそらく世界で一番きれいだと思います。にもかかわらず、だれもお金を借りに来ない。というのは、「もう二度と銀行員の

顔などみるもんか」となってしまうているわけ
であります。

でも、これでは困るわけで、彼らがお金を借
りに来てくれないと、日本経済は教科書にある
ような正常な経済に戻れない。それで必要な
は、大きなニンジンを経営の前にぶら下げて、
何とかトラウマを乗り越えてもらわなくては
いけないということでもあります。借金拒絶症と
いうのは一種のトラウマですから、これを大き
なニンジンをぶら下げて乗り越えてもらう。

麻生政権の中で、投資減税というのが強く打
ち出されているわけです。マスコミが注目して
くれないので、ちょっと寂しいなと思うので
すが、あの投資減税の部分はまさにこのために入
っているわけでもあります。何とか大きなニンジン
をぶら下げて、一回お金を借りて使ってもら
おうじゃないか。一回お金を借りて使って、い
い結果が出たとみんなが思えば、金利は物すご
く低いわけですから、そこからはどんどんお金
を借りて景気はよくなっていく。それが投資減
税なのですね。

まあ、2兆円の給付金だとか、変なところに
話が行ってしまって、一番重要な部分があまり
強調されていないので、私は非常に残念に思う
のですが、借金拒絶症を乗り越えることに成功
すれば、本当の意味で我々はバランスシート不
況を脱却できたということになります。ただ、
これが2年前だったら、まだ世界中の経済が元
気なときにこれをやっていけば、その時点で
我々は脱却できたと思いますが、いまの時点だ
と、何しろ全世界の需要が落ちになっている
わけですから、そんなときにいくらニンジ
ンをぶら下げて、おそろくだれも設備投資なん
かやってくれない。そういう意味では、これだ
けでは不十分で、もう一つ景気をサポートする
という部分もやらなくてはいけないというこ
とであります。

そういう意味では、中長期的な日本の問題、
すなわちバランスシート不況を脱却する最後
のステップに必要な投資減税または投資した
資金を早く回収できるように、いろんな政策を
打たなくてははいけないというのと、もう一つは、
まさにいまの景気をサポートするための対策

も必要だろうというふうに思います。

消費税を明記するかしないかということば
かりに議論が集中してしまっているのですけ
れども、麻生総理の気持ちは、早く景気対策を
打ちたいということのようで、しかも私は、今
後もっと打たなくてはいけなくなると思ってい
ます。それには2つの理由がある。

一つは、景気がどんどん悪くなっていくとい
うこと。もう一つは、いま、ワシントンでいわ
れていることですが、「我々アメリカの納税者
がこれだけ一生懸命景気対策をやって、結局そ
れで利益を得るのは、中国とか日本の輸出業者
だけだったら、とんでもない話だ」と。だから、
日本や中国がただ乗りしないようにしなくて
はいけないということが、ワシントンの中で随
分いわれております。

ということは、ただ乗りは許されない。つま
り我々がぼーっと待っていて、「オバマさんが
やってくれた、はい、じゃ、それで輸出でまた
何とかなるでしょう」というのはもう許されな
いわけでもあります。日本もちゃんと財政出動を
やって、内需拡大をやらなくてはいけない。G
20のあの合意の中にも、日本もちゃんと内需
拡大をやるということが入っているわけです
から、ちゃんとやらなくてはいけないというこ
とであります。

中国はそれを見越して、4兆元というのを先
にやったわけですね。中国はアメリカに対して、
「我々はただ乗りしていない。我々もGDP比
で17%の大きな対策を打っている」というこ
とで、ワシントンのその種の保護主義を何か
抑えようとしているわけですがけれども、日本を
みていると、まだそこまで危機感が高まってい
るとは思えない。

ただ、私がニューヨークで会ったオバマの側
近といわれる方は、もしも日本がちゃんとそう
いうことをやらなかったら、「為替は65円だ」
とか、そんなことを言い出しているのですね。
もちろん彼の政策がオバマの政策になるとは
思いませんけれども、そういう声がアメリカに
強くあるという点は、十分注意しておかなくて
はいけない。

これは、裏返しますと、いま日本でも、アジ

アでも、ヨーロッパでも、アメリカのいわゆる金融資本主義、あの金の亡者が世界をひっかき回していた、あれがぶつつぶれたぞ、パンザーイという声が結構あるわけでありませう。国内にもあるし、中国にもヨーロッパにもある。

誰がアメリカを借金漬けにしたのか？

でも、考えてみると、あの借金漬けのアメリカに金を貸したのはアジアなのですね。我々が貸したから向こうが使えたわけで、もしも我々が貸さなかったら、向こうは使えっこなかった。どういう意味で我々は貸したのかというと、結局、大きな為替介入、財務省証券をいっぱい買っていたと、こういう形で貸していたわけです。我々は財務省証券を買うというと、「買う」わけですから、「貸した」というイメージにはならないのですが、その行為は実は金を貸していたわけですね。そこに入っていた金をウォール街の連中が何とか高いリターンで回そうとやっているうちに、おかしな話になってしまった。

つまり、あそこで回っていた金は、我々の年金であり、我々の生命保険であり、我々が持っていた金のかなりの部分があそこで運用されていたということになるわけでありませう。しかも今回、アメリカの抱えている大きな貿易不均衡を解消しなければ、結局アメリカには金が入ってきて、それを運用しなくてはいけないといって、金融資本主義になってしまう。だから、アメリカの貿易収支を早く均衡させましょうというのが、一つ大きなアジェンダとして挙がっております。もちろんすぐやったら、もう大変なことになりますが、ある期間でこれは必ず出てくる。

それはどういうことかという、これまでのアジアの経済発展モデルも終焉を迎えたということです。つまり今までアジアがやっていたことは、日本が最初にこのフォーミュラーを發明するわけですが、通貨を比較的抑えて、いいものをいっぱいアメリカに売って、リッチになろうと、これが日本の成長戦略だった。見事に成功して、台湾、韓国、みんなこれに乗ってくるわけですね。最後に中国が乗るわけですが、これはそこで大きな貿易黒字を出しながら

経済発展させるということだったわけですが、もしもアメリカのほうからでも、アメリカもこれ以上背負えない、と。これからはアメリカも貿易収支を改善させていかなくてはならないということになりますと、アジアに一番大きな影響が出てくるということになるわけで、そういう意味では、単にオバマさんが何かやってくれたらいいなと思っているだけでは、もう立ち行かないわけです。やはりアジアとしてもこれからどうやってちゃんとした内需拡大、人々がリッチな生活ができるような内需拡大、こういうことを考える必要がこれから出て来ているというふうに思います。

いままでのように、とにかく為替をちょっと抑えて、アメリカにいいものをつくって輸出すればいいという、あの世界は、残念ながらこれからは通用しないのではないかと。そういう意味では、金融資本主義の崩壊を喜ぶのはいいのですけれども、結局、あれは半分我々がつくったものだったということですので、それがなくなった後のアジアと日本はどうするのかというのが、今度は我々に課せられた宿題ではないかという気がします。

質 疑 応 答

司会 アメリカの過剰消費のおかげで、中国も日本も利益を出すことができたという部分ですが、よくよく考えてみますと、日本のGDPがマイナスに落ち込まずに済んだのは、実はそのファクターが一番大きかったのかもしれないということですね。小淵・宮澤路線あるいは小泉構造改革のおかげでも何でもなく、実はアメリカが4%成長し、中国が10%ぐらいの成長を続けて、外需主導の回復、それに設備投資も当然ふえて、というファクターが最大かもしれない。そう考えるといかにオバマ政権が財政出動しようが、日本が財政政策をとろうが、日本のバブル崩壊後のデフレ不況脱却のようなお助けマンがいない世界では、よほどのことをやらないと成功しないのではないかと。

つまり、先ほどおっしゃった、成功した人間は英雄になれないという言葉の裏返しで、そも

そも成功できるのだろうかという疑問がわいてくるわけですね。グローバルなニューディールをよほど大規模にやるとかいうことでもない限り、この需要不足の経済から脱却できなくて、先ほどおっしゃったように、大恐慌ですらも平和的手段では克服し切れなかったという歴史的教訓も思い浮かんでしまうのですが、これはどのように考えたらよろしいでしょうか。

クー 確かに日本の場合は、日本一国がこういう問題を抱えたので、全世界のマーケットは生きていたわけでありまして。だからその分輸出でかなり景気を支えることができた。ただ、あまりそれを過大評価してもいけないというのが私の考え方でありまして。

といいますのは、日本の貿易収支を見ると、90年代にはそれほど黒字がふえてはいないんですね。減ってもいないんですけれども、それほどふえてもいない。ということは、外需は確かにマイナスにはならなかったんですが、大きなプラスになったわけでもない。もし日本の貿易黒字がバーッと拡大していったならば、それはまさに外がよかったから、それで中を何とかカバーしたといえるわけですが、日本の場合は、ずうっと黒字は安定していた。ということは、全体的に見て、GDPにはプラスにもならず、マイナスにもならなかったということですね。

で、この背景にあるのは、日本はもともと貿易黒字だった。したがって、円安にしてもっと輸出をふやそうと、実は日本は何回もやるんですけれども、必ずアメリカに反発されて、また円高になってしまっていたんですね。だから日本は、そういう意味ではもともと世界最大の貿易黒字国でしたから、全世界との貿易摩擦ばかり起こしていた。だからなかなかさらに黒字を拡大して、それで景気の回復には持っていけなかった。

アジア通貨危機の後の韓国やタイは、まさに通貨が半分になったことをうまく利用して、輸出をうんとふやして、バランスシート不況から脱却してしまうのですが、日本にはその選択肢がなかったということでありまして。そういう意味では、日本はプラス・マイナスはほとんどな

かった。

今回は、アメリカとかヨーロッパは、みんな輸出が落ちますから、その分はもっと財政出動やらなくちゃいけないというのは、全くそのとおりであります。グローバルなニューディールが必要かという点も、全くそのとおりでありまして、この点については、これまでずっと財政出動に反対していたIMFが去年の1月、ダボス会議以後180度スタンスを変えまして、いまは全世界が財政出動をやらなくちゃいけないというトーンになっている。

IMFというのは、設立以来財政再建しかいったことがないんですね。だからIMFの頭文字は何かというと、「It's Mostly Fiscal」といわれるくらい、財政再建ばかりいっていたのです。そのIMFが去年からスタンスを180度変えて、全世界が財政出動やらなくちゃいけないと言いだした。まさに、いま、おっしゃられたグローバルニューディールをやるしかないといっているのはそういうことで、そのくらい、我々がいま直面している問題は大きいということでもあります。

司会 麻生政権の政策および消費税に関しても言及されましたが、クーさんの理論によると、むしろ投資減税ですらも本当に効くのかどうか分からない。企業が借金返済に回っていった場合に、前向きな減税をするからといって投資するというほど簡単な話ではないのではないかとこのふうな印象も受けたりします。それから、全体像と絡んで恐縮ですが、世界経済と日本の成長率の見通しですね、09年あるいは09年度、そこら辺をどう考えていらっしゃる、この大不況から抜け出す時期及びその抜け出し方についてもお話してください。

クー 投資減税でも不十分じゃないかというご指摘ですが、私も投資減税をちょっとやっただけで、借金拒絶症が回復できるとは思っていません。これは非常に難しい問題だと思います。

実は前例がありまして、大恐慌を経験した当時のアメリカ人、あそこで借金返済をやらされたアメリカ人は、死ぬまで借金しなかったそう

であります。そのくらいトラウマがひどかったんですね。だから、いまでも90才とかいう年配の方、大恐慌を憶えておられる方はたくさんいますけれども、もう死ぬまで借金はしない。あまりにもあのときの経験がひどかったということでもあります。

当時のアメリカの金利がその後どのように推移したかということですが、大恐慌が起きるのは1929年。それまではアメリカも結構好況だったということですが、そこから金利が大幅に下がるわけですが、もとの水準、1920年代の平均値に戻るのに、30年かかっているのです。1959年になってようやく金利がもとの水準に戻る。そのくらいトラウマというのは続いてしまうわけですね。

ようやくお金を借りるようになったのはおそらく1959年になってからのことです。それは借りなくなった人が借りるようになったんじゃないくて、そういう人たちが引退して、若い人、つまり借金返済を知らない人が経営者になったから借りるようになったんだらうと思います。そのくらいこの問題は深刻なんですね。

バランスシート不況の回復には、少なくとも3～5年はかかると思いますが、その後全世界が、いま、我々が日本で抱えている問題に直面します。つまり借金拒絶症です。ということは、今後とも全世界の金利がおそらく極めて低い水準を続ける。いまの日本で起きていることが全世界で起きることになるわけで、そういう意味では、我々は少し先を走っているわけですが、日本はすでに18年目ですから、30年という、あと12年なんですね。

大恐慌の場合はGDPが半分になったわけですが、GDPが半分になるということは、半分の所得で借金を返済しなくちゃいけないということですから、いかに苦しかったか。日本はGDPが落ちていないんですね。だからそれで借金返済をする。収入は思ったほどふえなかったけれども、GDPは落ちていないということですから30年はかからないだらうなと思いたいんですが、いま、多くの経営者の方々に聞いても、もう二度と借金なんかしないという方が結構おりますので、ここは決して油断できな

い。

したがって、投資減税でだめなら、何でもいいから私はやるべきだと思うんですね。とにかくこのトラウマを乗り越えてもらわないと、いつになっても我々は財政再建できない。やることはいっぱいやっても、成功しないということですから、やっぱり民間にお金を借りてもらう、もしも皆さんにアイデアがあれば、全部それを実施しても、それはやるべきだというふうに思っています。

マクロ経済のほうですけれども、先ほどごらんいただいたように、住宅価格がまだ下がり続けている。ヨーロッパも中国もみんな同じ問題を抱えているということを考えますと、私はことしも、おそらく来年もかなり厳しい状況が続くんじゃないかという気がします。

オバマさんが一生懸命やるといっている、先ほど申しましたように、公共事業が実際に使われ始めるのが、早くても9月以降になってしまう。本気でやれば、私はもっと短縮できると思いますが、例えば6月だとしても、それまで我々がどこまで突っ込むのかというのがありますから、私はかなり厳しい状況が最低2～3年は続くだらうし、もしかしたらもっと続くかもしれない、というふうに思います。

これはもちろん国によって違います。先ほどはヨーロッパについてあまり触れなかったんですけれども、ヨーロッパは物すごく大きな問題を抱えていまして、それはマーストリヒト条約なんですね。マーストリヒト条約によりますと、財政赤字は国のGDPの3%を超えてはいけないというのがあって、こんなときにそれでひっかかっちゃったら、経済が落ち込んだらとめどなく落ちてしまうのです。いま、ヨーロッパの人たちもその間違いに気づいて、何とかしなくちゃいけないという。私もヨーロッパの方に会って、「いや、そんなに心配しなくていい、いくらでも裏道はあります」といわれる。裏口入学をいろいろ皆さん知恵を絞っているようですが、でも、表立ってこうするからこうだというのは、裏口でやっているときはいえないですよ。その分だけアナウンスメント効果も落ちてしまうわけですし、当然その分だけ時間も

手続もかかるということですから、ヨーロッパは要注意であります。

日本だったら、その気になって、民主党、自民党が集まって、とにかく経済改革やろうと思ったら、もう次の日にできるわけですけども、ヨーロッパはそうはいかない。マーストリヒト条約がひっかかっているということです。

中国はすでに動いている、アメリカはこれから動く、日本はちょっとねじれ現象でひっかかっている。ヨーロッパは、やろうと思ってもできない可能性がある、こういう形になっているなという気がします。

質問 金利を切り下げてもだめだということで財政政策で景気刺激策をやりますが、それでも追いつかないというときにどうなるか？日本の場合は国債だけで137%もある。アメリカは累積で70%ぐらいだからまだいい。アメリカの場合には基礎的な通貨国ですから、いくらやっても国の格下げはない。日本はかつてボツワナ並みに格下げされようと思いました。ヨーロッパもおそらくそういうふうになっていくと思う。そうなってきたときにどうしていけばいいか？

もう一つ、日本の経験というのは、アメリカの今度の危機を克服するために必要条件の一つかもしれないが、十分条件ではない。というのは、サブプライムローンだけではアメリカのGDPの0.6%ですね。ところが金融商品というのはGDPの4倍とか5倍もある。こういったものをどうやって解決するかということ、G20で4月までにいろんな方法を出してくるかもしれません。しかし不良債権というものをある程度アメリカが縮小していかなくや、日本の場合とは違った困難があつて、しかも世界的に波及すると思うんですが、この辺について妙案があるかどうか。

クー 先ほど日本国債の格付の話があつて、実際にボツワナのところまで行っちゃったんですけども、私は当初からあの連中はでたらめだと思っていました。というのは、理由づけを読むと、単に景気が悪い、デフレだと、そうい

う理由なんですね。彼らは財政再建しか頭にないわけですから、財政再建をとにかくやれ、と。しかしバランスシート不況のときに財政再建やったら、もっと景気が悪くなるわけで、もしもあのときに格付機関の話を受け入れて本当に景気が悪くなったら、格付機関が日本の失ったGDPを全部返してくれるんだったら、いくらやってもいいと思いますが、あの連中はいうだけです。アカウンタビリティはゼロ。

だから私は、「格付機関の話を聞くのはあなたの自由ですけども、そのとおりにやるかどうかは、我々が自分で考えなくちゃいけない」と申しあげたのです。当時の格付機関に働いていた人たちが、日本がバランスシート不況にあるということを知っていた痕跡はゼロです。だからあの連中の話を聞く理由はなかったし、最後は日本のマーケットも聞かなかった。

だから、当初は格付下げた、下げたと慌てて、それで国債が売られることがありましたけれども、しばらくすると、「何だ、あの連中は」ということになって、逆に国債の利回りは下がっていく、価格が上がっていく。つまりマーケットがもう格付機関を信用しなくなったということであつて、私は、本当に格付機関の方に注意してほしいと思うのです。これからもしも同じスタンダードを使って、あのときに彼らが日本に対して使ったものを今回も当てはめたら、アメリカだって絶対格下げの対象になるし、先進国も全部格下げしなくちゃいけないわけですね。こんなに財政赤字が大きくなる、こんなに金融の問題が大きくなる、景気はどんどん悪くなっている、デフレだということですから、全部日本と同じ条件になるわけですから、格下げしなくちゃいけない。

まあ、あの連中はおそらくダブルスタンダードを使って、アメリカの国債をボツワナ並みに下げるとは思いませんけれども、やはり現在のように教科書にないことが世界で起きているときには、それなりの配慮がなくちゃいけない。当時の格付機関にはそういう配慮が全くなかった。

唯一「フィッチ」だけは、私があつたことを英語の本に書いたのを読んで、人をロンドンから

よこしました。で、私のほうから、「こういう不況なのに、それでも財政出動に対してこんなことを書くのか」と言ったら、その2人はびっくりして、すぐ格下げをとめたんですね。だから、イギリスの「フィッチ」は少しまでもだと思っただけですけど、アメリカのほうは全然能天気のままです。

今回はおそらくこの格付の問題は非常に大きな問題になるでしょう。もしも同じように彼らが先進国の格下げを始めたなら、ただでさえ難しい財政出動がもっと難しくなる。難しくなったら、もっと経済は悪化する。だから、下手すると、格付機関が大恐慌を引き起こすかもしれない。それくらいあの連中は危ないということなのです。

サブプライムの問題だって、この連中がAAAをつけなかったら、あんなわけのわからないもの、だれも買うはずなかった。でも、どんどんAAAをつけたものですから、あれだけ売れてしまって、それがいまの問題を引き起こしているわけですから、本来ならこの連中はもう全部刑務所に入れなくちゃいけないんですけど、まあ、元ホワイトハウスの方がいっていたんですが、もしもアメリカに3つ以上格付機関があったら、1つは完全に血祭りに上げてやる、と。ところが、大変不幸なことに、いま、2つしかない。1つ潰したら、もう1つしか残らない。これは寡占になっちゃうわけですね。だから、「本当に3つあったら潰せるのに」って、つい数カ月前いっていましたが、そのくらい格付機関のミスは大きいと思いますね。

だから、今後、やっぱり格付機関に対して、まともにバランスシート不況を勉強してから格付しろということは、ぜひいいたいし、各国政府もいうべきだろうと思います。彼らは今回スペインなどの格下げを始めていますけれど、あれをやられて、各国政府が財政出動できなくなったら、もうそれは本当の人類の悲劇になってしまう。

金融商品がこれだけ拡大してしまっている問題をどうするかということですが、まあ、日本だって商業用不動産が87%下がったんですよ。アメリカの金融商品も80数%下がったの

が、いま、たくさん出てきていますけれど、それでもGDPをキープできたということが重要なのであって、まずそのメッセージを広めていかななくちゃいけない。

例えば、オバマさんが「日本だって87%下がった。GDP3年分の富が失われた。でもGDPをキープできたじゃないか。我々でできないことはないだろう」というようなことを言うことが必要だと思うんですね。一つそういう例があれば、みんなその分だけ安心するのです。

ただ、そうはいっても、大きな問題があるのは間違いないわけですし、さらに厄介なのは、このかなりの部分が簿外なんですよ。本当にアメリカの銀行はこんなひどいことをやってくれるかと思うくらいに、簿外にこういうものをつくっちゃった。だから、オンバランスの部分は、もちろんFRBやFDICがちゃんとずっとみているわけですけども、オフバランスの部分は別会社になっているわけです。金融当局はこれをみる権利を持っていませんから、シティバンクなどがしょっちゅういわれるのは、シティバンク自体はそれなりにちゃんとしていても、シティバンクが外に持っているものが1.2兆ドルもあるわけですよ。この中身がよくわからない、と。それでまた今回株が大幅に売られちゃうとかそういう問題になるわけで、この部分を完全に把握して、それからちゃんと対処していくには、私はやっぱり相当な時間をかけるしかないというふうに思います。おそらくそれに必要な資本投入は、いまの金額では足りない。だから、まだまだだろうなという気がします。

あと金融の問題で一つ残っているのは、アメリカの住宅ローンは世界の住宅ローンと違って、「ノンリコースローン」なんですね。だから、住宅価格が下がってきて、住宅ローンの残高を下回っちゃうと、もうこんなローン払ってられるかという人が、カギを返しちゃうわけなんです。家のカギを銀行に返しちゃう。荷物を積んで隣町へ行っちゃえば、もうこれはおしまいなんですね、その人は。これは合法的に認められている権利ですから、住宅価格が住宅ローン残高を下回っちゃうと、そういう人たちがこれか

らどんどんふえてくる。いま、そういう状況にあるんじゃないかといわれている人たちが最低 1000 万人はおります。サブプライムローン全部足し合わせても 200 万件です。この 200 万件がおかしくなったことで、これだけの問題が発生しちゃった。ところがこっちは 1000 万件です。これがどんどんこれからふえていくわけでありまして、住宅価格が下がっていくわけだから。

そのときに、銀行はどうなるのか？住宅価格どうなるのか？これは大変大きな問題でありまして、サブプライムとは桁が 1 つか 2 つ違うわけで、いま、ワシントンでも F D I C を中心にいろんなプランが提出されていて、カギを返す(リターン・ザ・キー)のが多発するのを防ごうじゃないかという動きがあります。私も幾つかの案をみて、なかなかよく考えておられるなと思うんですけど、ただ、これ、下がっているときって物すごくやりにくいんですね。一回、この辺かなというところまで落ちれば、そこで、じゃ、もうそれ以上やらないようにしましょう、と何らかの形でできるんですけど、下がり続けているというのは非常に難しい。そういう意味では、早く何らかの救済策を出さなくちゃいけないと思いますが、すぐできるのかなというのは、大きな疑問ですね。

だから、そういう意味では、アメリカの金融問題、このリターン・ザ・キーの問題と住宅価格がまだ下がり続けているという問題、この 2 つは関連しているわけですけども、それから簿外に彼らが持っている資産、また負債の内容、この 3 つの問題が残っている限り、かなり厳しい状況が続くだろうと思います。

質問 政府が、いま、2 兆円をばらまくとっておりますね。あれについての評価をお伺いしたい。それと、イギリスの資産価格も猛烈に下がって、最近、危機の様相がすごくなっていると聞かれますが、イギリスの状況、見通しについてお伺いしたい。

クー あの 2 兆円は、私も非常に不幸な 2 兆円だと思っております。公明党から出てきた話で、

連立を維持する意味でも、ということがあったんでしょうけれど、まあ、やらないよりはましだという程度で、社会政策にはなりますが、景気対策になるかということ、それはかなり限られたものになってしまうという気がします。

もしも私に選択肢があるんだしたら、もっと政府がみずから使う方向へ持っていきたいと思いますが、まあ、あれはもう経済の理論を超えて、政治のほうに入っちゃっていますので、あれはあれでもっと必要なものをこれから次々と出してほしいな、と。あそこで議論がとまっちゃうんじゃないかと、あれはあれでいいから、もっとほかにもやったらどうかというのが私の気持ちで、できたら、例えば民主党がいろいろ出している案もどんどん取り入れて、国民が本当に安心するようなものを早く出さないと、それこそおかしくなっちゃうわけですから、あの 2 兆円の話で全部の議論がとまっているというのは非常に不幸なことだと思います。

イギリスについてですけども、イギリスの住宅バブルもひどかった。それが崩壊して、しかもイギリスは結局金融立国ということだったわけですね。ほかの産業はガタガタになっているのに、金融だけが元気だったということですが、そこが撃ち落とされちゃったという今回の件で、おそらくほかの国よりも大きな影響を受けているんだろうなという気がします。やっぱりいろんな産業があれば、1 つか 2 つやられても、ほかの産業で頑張っていれば何とかありますけれども、イギリスの場合、かなり金融に特化してきた。日本も一時イギリスみたいに金融に特化しようなんていう声があったわけですけども、やっていなくてよかったなと思っている人がいっぱいいると思うんですね。

同じようなことは、シンガポールなんかでも起きているわけですね。あそこも金融に物すごく特化していて、それが急におかしくなっちゃったということですから、あれほどびかびかだったシンガポールも急に景気が減速して、マイナス成長ということになってしまっている。

そういう意味では、こういう局面では、金融に依存していないところがその分だけ頑張っていて、金融に物すごく依存していたところは

ガタガタになっちゃうという構図じゃないですかね。

質問 国民からみたら金融問題は非常にわかりにくいけれども雇用問題は非常にみえやすい。クーさんは雇用問題をどのように位置づけているのですか？

クー 雇用だけをほかの話から外してみるわけにはいかないわけで、これだけ全世界で需要が落ちていけば、当然雇用にも大きなマイナスの影響が出てくる。それを何とか公共事業、政府支出の拡大でカバーしなくちゃいけないということですが、すべての人をカバーできるわけではないですよ。何かモノをつくらうといったって、別の技術を持っている方は、政府が必要として仕事にはつけないかもしれないし、そういう意味で、ミクロの問題全部を政府のマクロ経済政策で対応することはほとんど不可能です。ただトータルで何とか経済の底が抜けないように、場合によっては公共事業も含めてやっていかないと、いまのような状況を放置しておきますと、本当に雪だるま式に経済が悪くなりかねない。

日本は、国内に大きな不均衡を抱えていないという点では、アメリカとかほかの国と違いますね。アメリカはまず国内で住宅バブルの崩壊という大きな問題を抱えている。イギリスも同じ、ヨーロッパも同じ。日本はそれを抱えていないということですから、いってみれば、財政出動などで景気を下支えすることができれば、それなりに効くはずなんです。みんな借金返済に回っちゃうとか、そういう部分は日本はほかの国に比べれば少ないはずだ。借金返済は終わっていますから。だから、その分はもう少しやってもいいんじゃないかと思います。

ただ、財政出動というと、すぐ、こんな大きな財政赤字で何を財政出動かという声が出てくるんですけれども、財政出動が経済にとっていいことなのか、悪いことなのかというのは、我々が決めることじゃないんです。これはマーケットが決めることなので、もしもマーケットがもうこれ以上日本の国債なんか持ちたく

もないとなって、金利が上がってくれば、それはもう絶対に財政出動なんかやっちゃいけないということですが、いまでも、国債の利回りが人類史上最低というのは、これはマーケットが、頼むからやってくれといっているわけです。しかし以前のイタリアの場合、同じような財政赤字で、当時の金利は14%あった。14%あるということは、大きな政府の存在がイタリア経済をめちゃくちゃにしているということですよ。だからもうマーケットは「やめてくれ」といっているのと、いまのように、民間が全く借りてくれないと。でも、貯金している人は貯金しているという中では、政府がお金を借りて使わないと、みんなが死んじゃうわけで、そういうときは、できるだけ政府はそういう行動をとってほしい。

きょうはちょっと時間がなくてお話することはできませんでしたが、日本のマネーサプライ、これも実は政府の借入れがキープしているんですね。バーナンキあたりが、とにかく日銀が金融政策をやれば、いくらでもマネーサプライふやせるだろう、と言ったりする。だからそれをふやしていけば、景気なんか何とでもなるという声がありますが、あの分析はとんでもないでたらめな分析で、マネーサプライというのは銀行の負債なんです。我々は現金に預金を全部足し合わせたものを「マネーサプライ」と呼んでいるわけで、これは銀行の負債。ということは、銀行の資産もふえなければ、負債は絶対ふえないわけで、この間、負債がどういう形でふえてきたかという、これが銀行の資産、マネーサプライという部分ですが、だれかが銀行からお金を借りなくちゃいけないわけですね。銀行の資産がふえなくちゃいけない。ふえたのは何か？実は、政府の借入れなんです。つまり銀行が国債を買うことで、日本経済は何とか回っていた。マネーサプライも回っていた。したがって、日銀がマネーサプライをふやせば、政府は財政赤字を出さなくても景気がよくなるんだというのはナンセンスであります。

今まで日本のマネーサプライが何とかもって来たのは、政府がお金を借りてくれたからで

あって、もしも政府がお金を借りてくれなかったら、日本のマネーサプライは激減していた。大恐慌のときには政府が当初お金を借りなかったものですから、マネーサプライが激減しちゃって、3割ぐらいなくなっちゃったんですね。日本でもみんなが借金を返済すれば、借金返済というのは、銀行預金を取り崩して返済するわけですから、マネーサプライが減らなくちゃいけなかった。減っていないのは、政府が借りていたからであります。

だから、いまの日本の財政というのは、マネーサプライをキープして、景気をよくしているということなので、本当に日本経済の最も重要なところを支えている。それをやって、それで雇用をキープする。こういうことはぜひやるべきで、単にGDP比で財政赤字が何ぼあるから、

もうやっちゃいけないというのは、私は極めて乱暴な議論だというふうに思います。

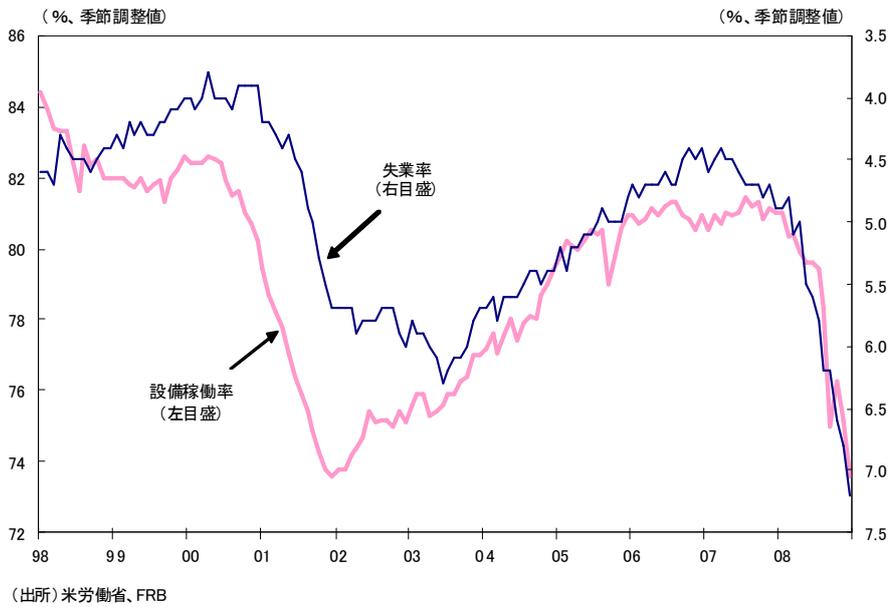
一応日本も市場経済ですから、価格と数量の両方をみなくちゃいけない。何か財政赤字になると、みんな数量ばかりみちゃうんですね。「GDP150%じゃないか、大変だ、大変だ！」と。でも、1945年のイギリスは、財政赤字がGDPの250%だったのです。それでもまだイギリスは消滅していないんですよ。

だから、数量だけを見るんじゃなくて、価格でみなくちゃいけない。価格はまだまだ問題ないといっているわけで、だからまだまだ私は日本政府はやることがあるし、できるというふうに思います。

文責：編集部

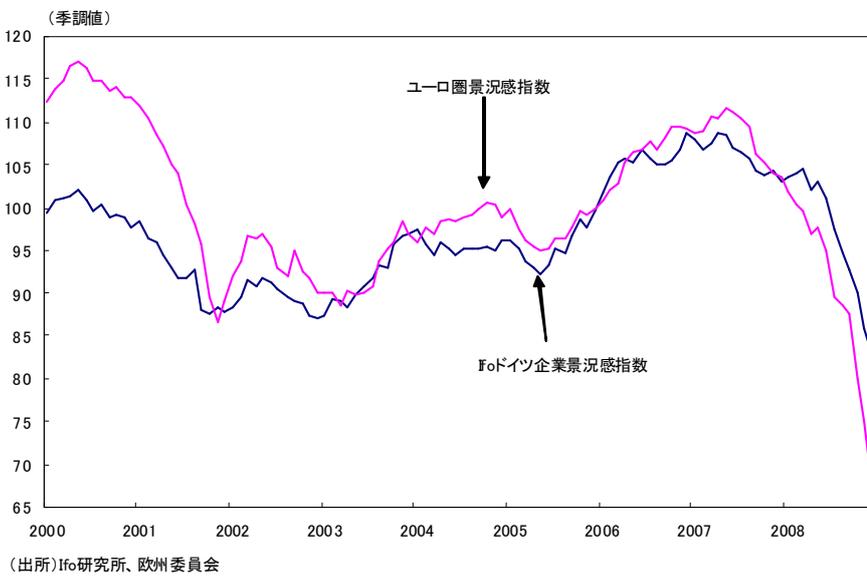
資料①

縮小する日本の輸出市場(1): 急激に悪化する米国経済



資料②

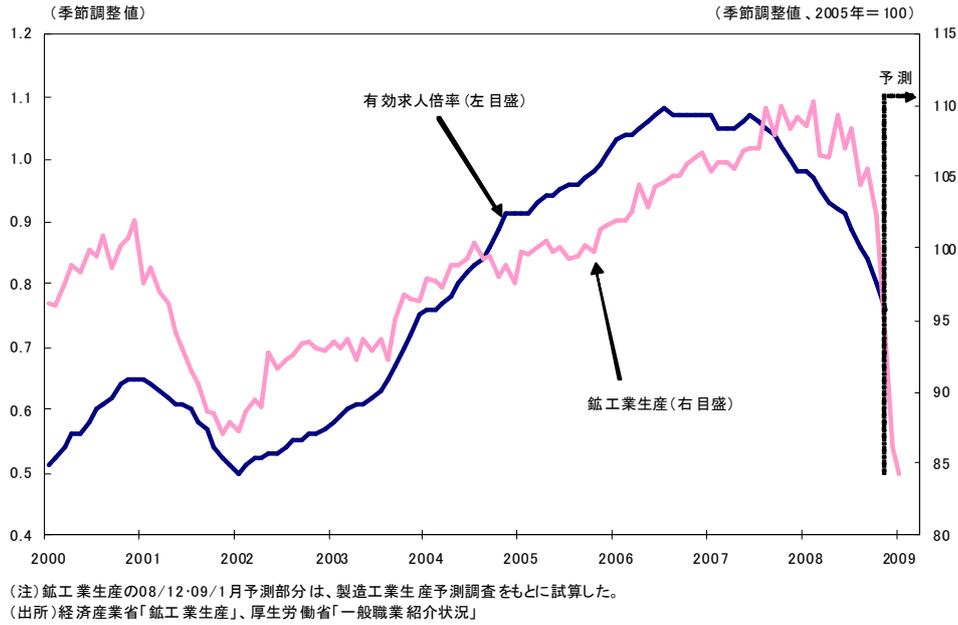
縮小する日本の輸出市場(2): 急速に悪化するユーロ圏の景況感



資料③



外需失速で激減する日本の雇用と生産

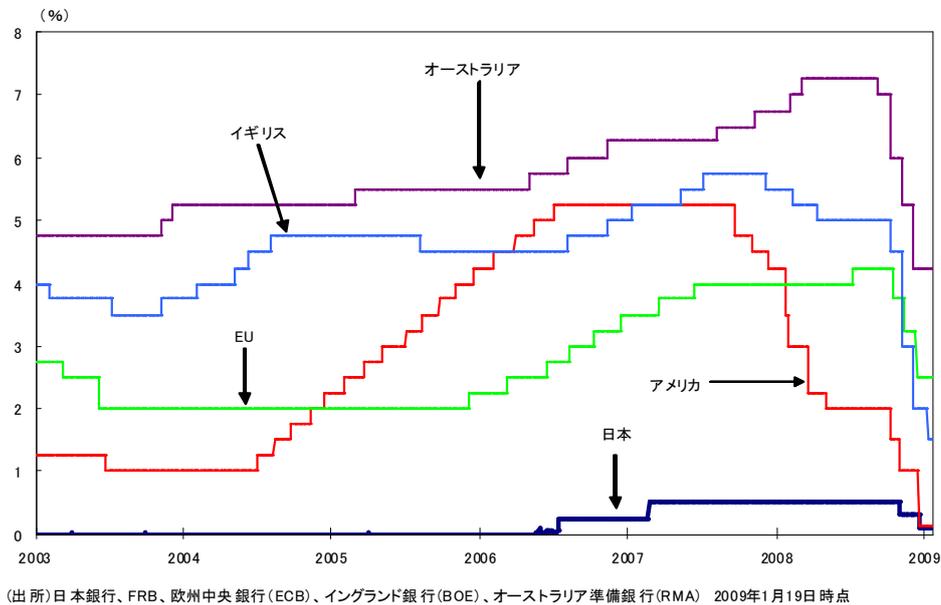


3

資料④



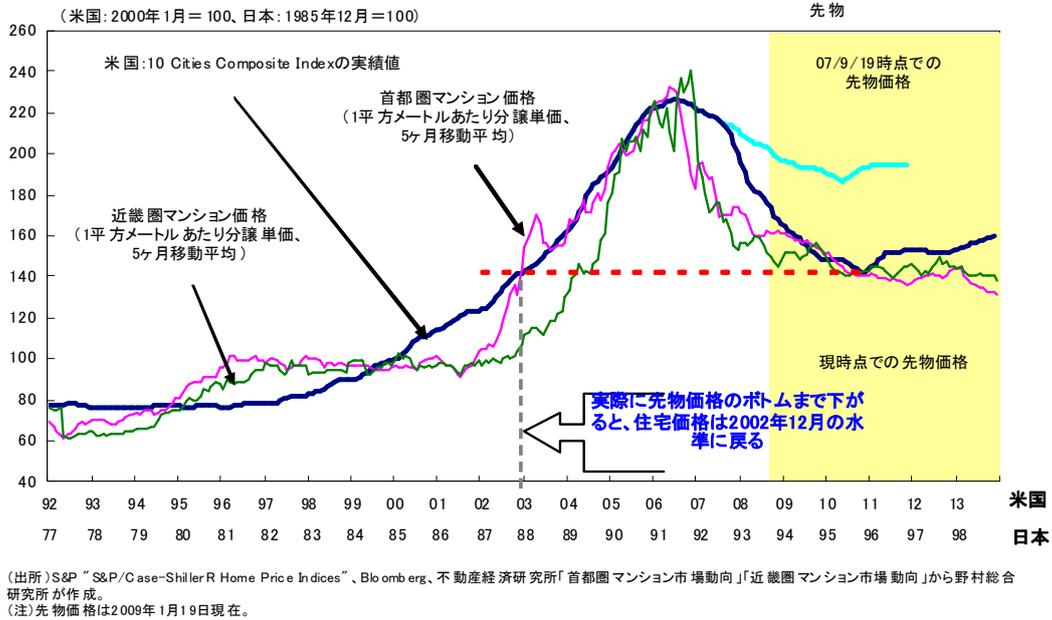
経済や資産価格の回復にはつながらない各国中銀の利下げ



4

資料⑤

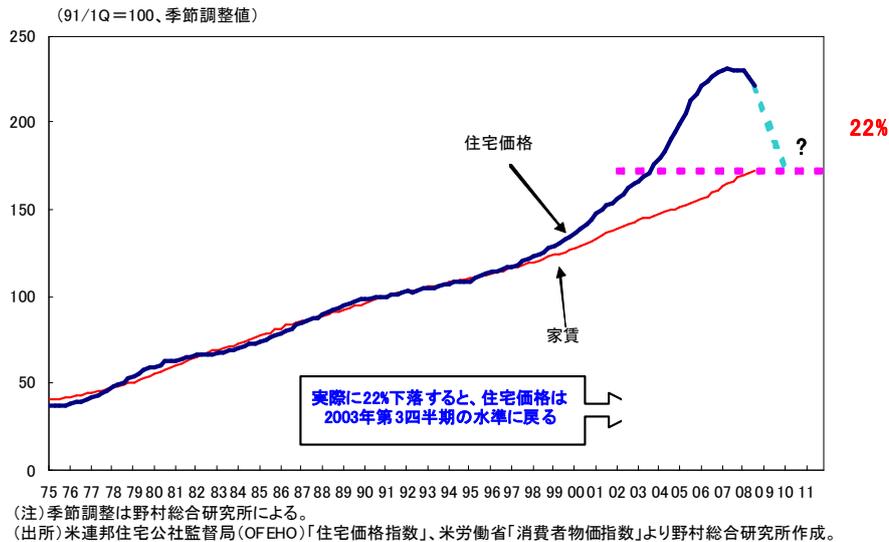
90年代の日本の状況に近づく米国の住宅バブル崩壊



5

資料⑥

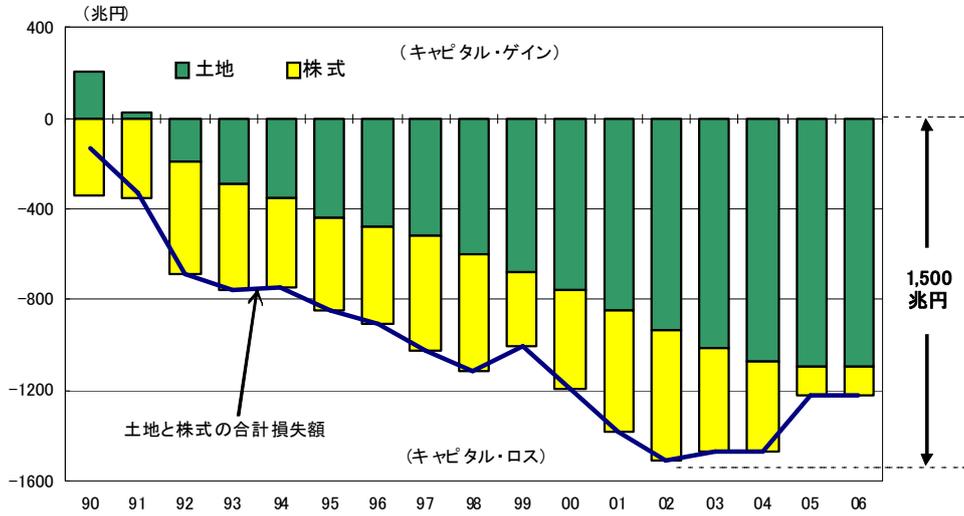
住宅価格と家賃の関係が過去の安定的なトレンドに戻るには、
家賃が現行の水準で推移するとして、住宅価格が現状から22%下がる必要がある



6

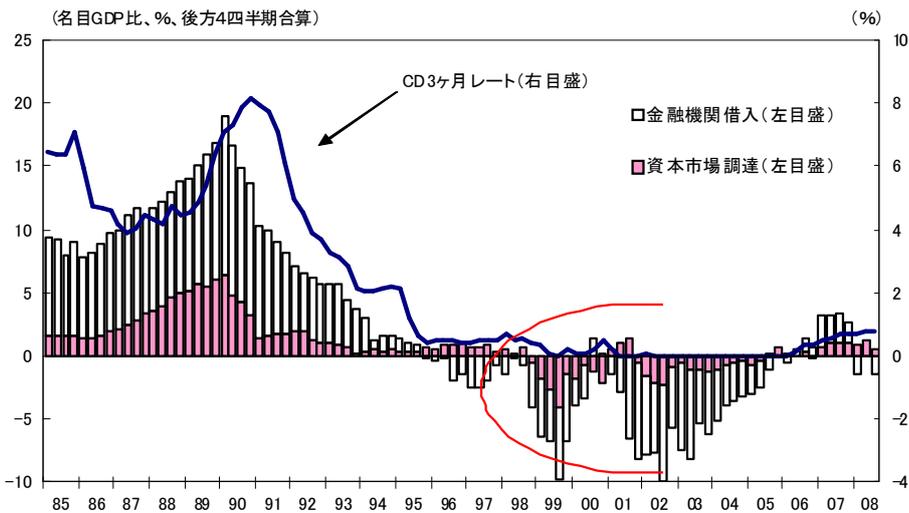
資産価格の下落によって失われた富は1,500兆円

1989年末からの土地と株式の累積キャピタル・ロス



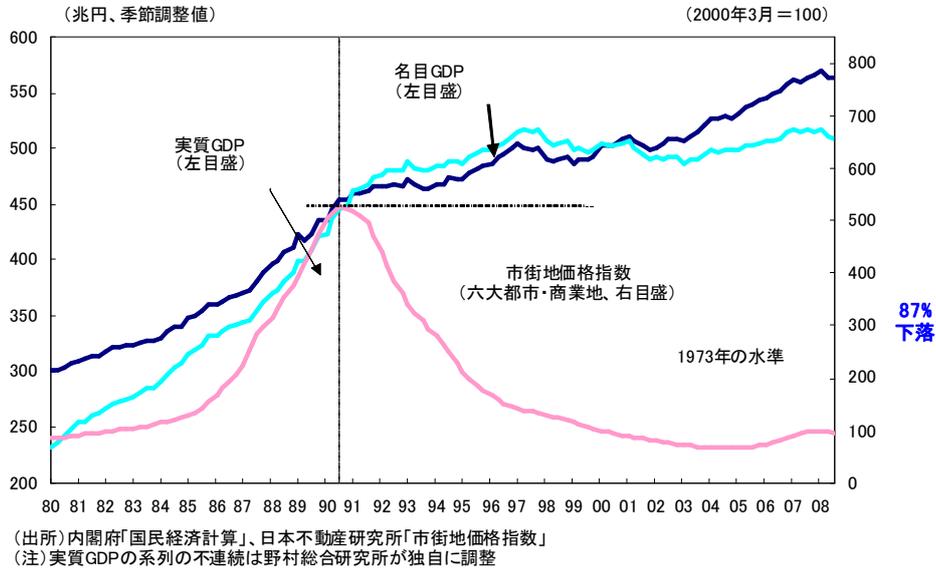
(出所) 内閣府「国民経済計算年報」より野村総合研究所作成

ゼロ金利下でも借金返済に走った日本企業

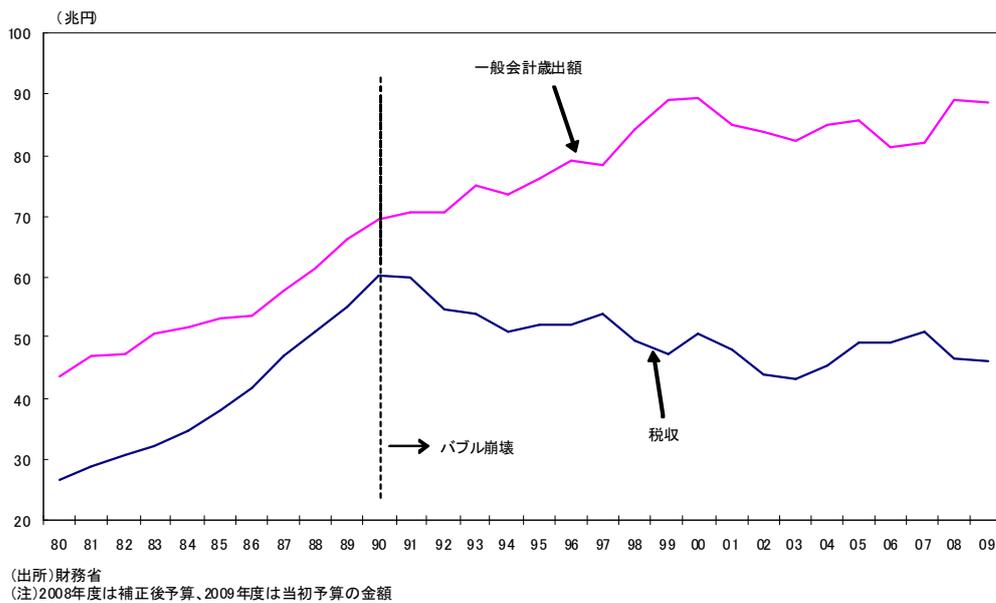


(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」より野村総合研究所作成
 (注) 2008年度は、07年10-12月期から08年7-9月期までの4四半期合算

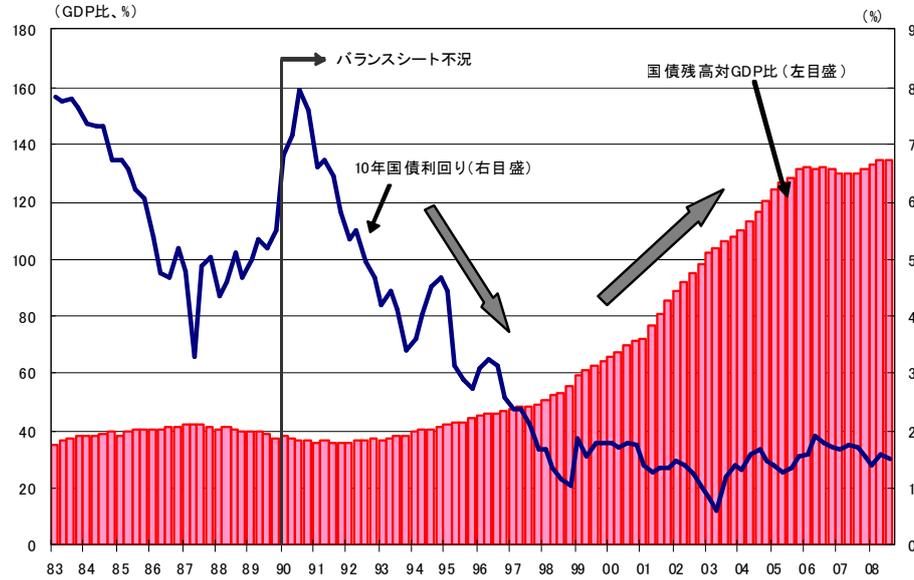
バブル崩壊後も拡大を続けた日本のGDP



税収減にも拘らず支出を伸ばした日本政府



国債が増えても低位安定を続けた日本の長期金利



(出所)内閣府、日本相互証券、日本証券業協会

4種類の金融危機とその処理策

		資金需要あり	資金需要なし
金融危機	局地的	(I) 早急な不良債権処理 経営責任の追及	(III) 通常の不良債権処理 経営責任の追及
	システミック	(II) 慎重な不良債権処理 利ざや拡大による財務体質の 強化 (Fat spread)	(IV) 慎重な不良債権処理 公的資金による資本注入

<具体例>

- (I) : S&L危機(1989年)
- (II) : 中南米債務危機(1982年)、全米的貸し渋り(1991-93年)、スウェーデンの金融危機(1990年代初頭)
- (III) : 1995年以前の日本(二信組問題など)
- (IV) : 1995年以降の日本、2000年以降の台湾、1930年代の大恐慌、米英のサブプライム危機

(出所)リチャード・クー『「陰」と「陽」の経済学』(東洋経済新報社、2007年1月)