



この危機は構造改革の問題ではない

竹森俊平 慶応大学教授

2009年1月27日

米国初の金融危機から世界中で急速に景気の悪化が進んでいる。竹森教授は「サブプライム前の行動についていうならば、今回、日本に大きな過ちはない」という前提で今後の対策を考えなければいけないと主張し、構造改革議論との錯綜を批判する。問題は政府の対策だ、とし、リーダーシップの欠如を嘆いた。

オバマ米大統領については、敵をつくらない政治スタイルが、大胆さが必要とされる現在の経済状況においてマイナスになるという懸念を示した。

私は、最近出した本『資本主義は嫌いですか』(日本経済新聞出版社)の中で、サブプライム危機について割と悲観的な見通しを出しました。その予想が当たったとかなんとかいわれますが、サブプライム危機は、その問題が大きくなっていくだろうというような内容で、それほど予想ではなかったと思います。予想が当たったということでは、せつかくプレスクラブという場所なので、これは私の宣伝というか、あくまでも自慢だと思っただきたいのですが、配付した「地球を読む」という読売の記事(資料1 *本文後に添付)をご覧ください。8月31日に、当時は民主党大統領候補だったオバマ氏について書いたわけです。

8月31日というのは、どんなときかという、その数日後に共和党の党大会が開かれまして、共和党の候補、マケイン氏の人気上がり、両者の差がまだそれほどなかったという段階です。そのときにちょっとオバマ大統領候補のことを書いたのです。

私は、まだ日本でオバマ人気がそれほど上がっていなかったころからずっと彼の演説などを聞いていて、ファンだったものですから、盛り上げようと思って書いたのです。この原稿は、私がいままで書いたものの中では予想が一番当たったという例なのです。それをちょっとお話ししたいと思います。

この記事の中でわたしはこんなことをまず指摘した。“しかし欧州での人気は、今のところ米国内での支持率上昇に結びついてない。また軍事、外交問題での自分の「弱点」のカバーのために、副大統領候補にこの分野の専門家ジョゼフ・バイデン氏を指名した事実は、「イラク」が彼の得点になっていない証拠である。そして、その次に“しかるに幸か不幸か、おそらく大統領選の焦点は、今後経済問題にますますシフトする。金融危機の深刻化で景気不振がより鮮明になるからだ。過去の大統領選でも「経済」は勝敗の鍵となったが、共和党政権下で発生した現在の金融危機は、民主党にとり絶好の攻勢機会のはずだ。”

その後、9月15日にリーマンショックが起りまして、それ以降、本当に経済問題が大統領選の行方を決めるようになったと思うのです。そうい

う意味では非常によく当たった。あのころ、9月ごろに何か起こるだろうという議論は結構ありました。アメリカの証券会社は8月の終わりに休みに入りますから、もし8月の終わりまでに問題が起こってないとなれば、9月に起こるしかないということだったわけです。

「敵」をつくらないオバマ氏のスタイル

この記事ではオバマ氏のことを批判するようなことも書いております。“不景気の中での選挙では、「政策プログラム」に変革の目標を置くルーズベルト型の戦略が不可欠なことを、おそらく理解していなかったのだろう。「政治プロセス」を強調し、妥協を変革と呼ぶ独自の論法で、妥協を前面に出す戦略によって、これまでは成功してきたからだ。妥協するものは「敵」をつくらない。例えば左翼的な政治姿勢にも関わらず、オバマ氏の米国金融界での受けが悪くないのも、妥協する候補なら、金融規制の強化といった過激策をとらないだろうという安心感からだ。しかし、今後緊急な課題として浮上する経済政策は、金融危機への対応だ。その場合、政治家には大胆さが必要で、妥協はむしろマイナスだ。”

というような感じで書いておりまして、これは本当によく当たったと思っております。

この「妥協」というのが、オバマ大統領の政治姿勢にも出ていて、彼の大統領就任式の演説にも注目しました。彼はリンカーンのイメージを呼び起こそうといろいろと苦労していましたけれども、こういう金融危機のさなかだということを強調するのだったら、FDRというイメージをもうちょっと出して本当はいいはずなのです。しかし、それをあえて出さなかった。そのところに彼の政治家としての特徴があると思うのです。

要するに、ルーズベルトというのはアメリカでいいますと、イギリス系よりももっと由緒の正しいオランダ系の一番の旧家で、しかも、おじさんにセオドア・ルーズベルトがいるという、名家中の名家の家系です。そういう大統領というのは、「おれがボスだ」「おれが親分だ」という形で、自分のリーダーシップをどんどん出すということがいいんでしょう。けれども、オバマの場合、彼は自分がマイノリティーで、はっきり申しあげて、

黒人から命令されるというようなポーズが出た場合に、それに対して反発するアメリカ国民がいるということを非常によく計算しています。そこで、妥協というか、ライバルを自分の政権の中に取り込むというのも、ある程度そういう意味があると思うのです。

英語ではバッド・コップ・グッド・コップ・ルーティーン(bad -cop- good -cop routine)といって、日本でいうと仏役と鬼役という二通りの刑事がいて、容疑者を問い詰めていくわけです。例えばヒラリー・クリントンであるとか、ラリー・サマーズだとか、こういうのは本当にバッド・コップのイメージがバッチリ合う人です。そういう人を前面に立てて、自分は後ろにいて、むしろ和解するようなことをいって、まあ、裏から指導していくということを考えているのだろう。だから、彼があえて大統領就任式でルーズベルトのイメージを前面に出さなかったのだろう、と私は思っているわけです。

金融危機というのは、妥協とか政治プロセスのフェアネスとかいうよりも、どんどん手を打っていかねばいけないということですから、それができるかどうかというのが大きなポイントです。それについて、疑問を一番提示しているのは「ニューヨークタイムズ」に長く書いておりますポール・クルーグマンという人です。彼は経済学者で、2008年のノーベル経済学賞も受賞しました。民主党の支持者ですから、どちらかといえば支持ですが、点が厳しいわけです。その辺のことも後でお話ししたいと思います。

ちょっと話が前後しましたがけれども、予想ということで、最初にそういうことをお話ししました。いずれにしても、アメリカの政権というのは、非常に重要だということは、また話の最後のほうに持ってまいります。

いまの資本注入額では全然足りない

それで、資料を配りましたので、少しそれを見ながら、いまの経済の状況というのをお話ししようと思います。最初にみていただきたいのは、「The rapidly shrinking banking industry」(資料2)というもので、パイを描いたような絵があります。イギリスの「フィナンシャルタイムズ」からとっ

たものです。アメリカの主要銀行と、アメリカ以外の銀行の時価総額をみたものです。つまり、発行している株式に時価であらわしたものをみたものです。

グレーの部分が、2007年3月1日、つまり、まだサブプライム危機の影響が全然ないといわれるころの状態です。黒い部分は2009年1月21日の状態です。時価総額は、こんなに減ってしまっているのかというぐらいにきれいになくなっているわけです。例えばシティグループをみますと、これがパイだとすると、外側から食べていくと、最後に真ん中のほうこれぐらい残った場合、これぐらいだったら捨てたほうがいいかなと思うくらいです。いっそ捨ててもいいんじゃないかという程度しか時価総額は残っていないわけです。

時価総額というのは一体何をあらわしているかというのが問題ですけれども、一つは、銀行の資本金とある程度は対応しているわけです。つまり、資本金というのは株主に帰着するお金ですから、要するに時価総額が安くて、資本金がたくさんあるというのだったら、全部株を買い占めて、その資本金をいただければいいわけです。そういう意味では、資本金とも関係がある。もちろん、将来の収益とかも関係してまいります。

そのどちらでみても、いま銀行業というのは惨たんたる状態です。特に資本金がこんなに減っている。例えばシティグループでみると、時価総額が10分の1以下に減っているということは、もし資本金がこれだけ減っているということを反映しているのだとすると、資本注入というのは、いまアメリカ政府もヨーロッパの政府もやっていますが、いまの程度では全然不十分です。つまり、もしこの250というところまで資本金を戻す——これが資本金だとしてですよ————ということが必要だとすれば、52という資本注入の数字は、とてもとてもこんなものでは問題の解決にほど遠い。資本注入は、この5倍はやらなければいけないということですよ。

図の左側はアメリカの銀行ですですが、中でもましなほうを並べているわけです。証券会社は、ご存じのようにみんな改組されて、ここの中には一番ましなゴールドマン・サックスだけあります。ほかは改組されたり、吸収されたり、消えてなく

なったりしているわけですが、ましな銀行でさえもこんな状態だ、というのがわかるわけです。同じようなことがヨーロッパでもいえる。ですから、まずいえることは、金融危機というのは、とてもとてもこんな程度の資本注入では不十分だというような段階に来ているのだ、ということです。

バブルは簡単にはとまらない

次に石油価格と株価という図(資料3)をみていただきたい。これはある研究からとってきたのですが、非常にうまい表現の仕方、つまり、図の使い方がうまいなと思いました。横軸が株価、具体的にはS & Pの株価指数です。縦軸には石油価格をとっています。

問題は、この二つの間にどういう関係が書けるかということ、三つパターンに分かれているということです。一つは、もし線を描くとすれば、右上がりに描けるようなものです。これはサブプライム危機発生が2007年7月として、それ以前の形です。これは右上がりに書けます。つまりサブプライム危機が発生するまでは、株価が上がるときは石油価格も上がる。株価が上がっているというのは景気のいいときで、そういうときは石油需要もあるので石油価格が上がるという関係だったというわけです。

その次に、今度は、その右上ぐらいに、もし線を当てはめれば、右下がりにその線が描けるようなところがあります。これは第1期、Phase Iと書いてありますが、これは2007年7月から2008年6月30日までを表現したものです。要するに石油価格がどんどん上がっていく一方で景気が悪くなり、株価も下がり、「スタグフレーション」なんていわれたのがこのころです。インフレ率が高いのに景気も悪いというスタグフレーションが来るのではないか、というような議論がそのころされたわけです。私はそのころ、インフレとデフレがいつまでも共存することはない、本当にデフレがひどくなれば、つまり不況がひどくなればデフレが勝つというふうに考えていまして、そういったことを書いたりもしました。

結局どうなったかということ、一番左の少し上のほうにある部分の傾向を見てください。これがPhase IIというところで、2008年7月から11月ま

です。ここは、再び右上がりの線を当てはめれば描けるようになっています。つまり、石油価格と株価との間で正の相関があるということです。

つまり、こういうことです。第2期のスタグフレーションといわれたときは、株はもうだめだということで株を嫌がったマネーが、資源、一次産品といったものに流れ込んで、そこでバブルをつくっていたのです。それが、2008年7月以降、景気がものすごく悪くなるということがわかったときに、さすがに今度は資源価格も暴落した。それで、石油と株価との間の、いつもどおりの正の相関関係に戻ったということなのです。

いろんなことがここからいえます。アメリカ連銀は最初から、デフレの圧力のほうが怖いからということで、2008年の初めぐらいからバンバン金利を下げていましたが、それが正しかったという評価もできるでしょう。私は、あるところで、いま内閣府におられる岩田一政・日銀の前副総裁と、バブルが起こっているのに、何で連銀が金利を上げてバブルを抑制しなかったのかという話をしました。そういった批判があるけれども、それはそんな簡単な問題じゃない。つまり、バブルを抑えるくらいの金利の引き上げというのは、景気を完全にぶっ壊さなければバブルはとまらないということでした。

アメリカ人はよく、「中央銀行の総裁の役割はパーティーがたけなわなときにパンチボールを引っ込めるのが役割だ」といいます。しかし、私にいわせれば、パンチボールを引っ込めるくらいではパーティーは終わらない。まずそこに食べ物をけ散らしてテーブルをひっくり返して、「みんな出ていけ」といってたたき出さなければパーティーは終わらない、というのが本当のところだろうと思うわけです。

金融政策の話は、最後のほうでもう一度いたしますので、ここではそこまでにして置きまして、あといくつか資料がありますので、それをお話したいと思います。

いまの危機がどれくらい深刻になるのかというのを、過去の歴史の経験と比べて考えるという話がよくあります。私も何度かそういう企画につき合いましたし、そういうインタビューも受けま

した。ここに載せた一連のデータというのは、ハーバード大学のケン・ロゴフという先生が、1月のアメリカの経済学会で発表したものの中からとったものです。金融危機があって、その後、景気後退が起こる。そういうシークエンスのときに、どれぐらい景気の落ち込みが激しいか、どれぐらい続くか、そういうことを過去の重要な金融危機の例を全部集めて、そのサンプルをもとにここで議論しているわけです。

「Figure1」(資料4)をご覧ください。そこに「過去の金融危機における住宅価格の下落率」が示されています。まず主要な金融危機というのは、大体住宅価格の下落から起こっているということがあります。黒い線(Historical Average)はいろんな経験をまとめた平均を示しているものです。平均すると、住宅価格の落ち込み(図左側:Percent decline)が36%ぐらい落ちている。いま、アメリカの住宅価格というのは、ピークから20%ぐらい落ちていますから、これでいうと、さらにあと半分ぐらい落ちても不思議ではないということになります。では、何年ぐらいかけてそれが落ちたのかというデータもあります(図右側:Duration in years)。平均でいうと6年間落ちているということでもあります。いまのアメリカで申しますと、住宅価格のピークが2006年ですから、6年だとすると、2012年ぐらいがそのボトムになるということになるわけです。

この中に92年に崩壊した日本のバブルも入っています。日本の経験をみてもらいますと、とにかく長い。平均が6年なわけですが、日本のはぐーっと延びて、17年ですよね。こんなに引っ張ったというのは、いかに日本のバブル崩壊後の処理が下手だったかという証拠だと思うのです。

次に「Figure2」(資料5)、「過去の金融危機における株価の下落率」をみていただきたいと思います。過去の例を平均すると、56%ぐらいの落ち込みです。住宅価格より下落率が大きいわけです。住宅というのは、結局、底値というのがある。だれか人が住むわけですから、底値がある。株価のほうは、企業がつぶれれば紙くずになるということもあるから、底値はもっと下のほうにあるかもしれないというわけです。

ただ、株価については一つグッドニュースがあ

る。平均して何年間そのボトムまでにかかったかという、3~4年です。つまり、住宅価格の下落期間の半分ぐらいなわけです。株価のほう調整が早いということがいえるわけです。

次は「Figure3」(資料6)「過去の金融危機における失業率の上昇」です。失業率は平均してどのくらい上がるかというと、7%となっています。アメリカで申しますと、いま、失業率が平均すると4~5%だったと思いますから、11~12%という数字が出てもおかしくないということです。失業率について特筆されるのは、平均でそのボトムまで4.8年かかる。つまり、失業問題というのは5年ぐらい持ち越すということで、結構長いわけがあります。

次は「Figure4」(資料7)「過去の金融危機における実質GDPの下落率」です。平均で9.3%ですから、結構落ちるわけです。ただ、その期間が1.9年。要するに2年間でボトムに達するというのです。サブプライム危機の始まりが2007年とすれば、2年だったら、ことしの夏ぐらいで終わりだということになります。ただ、私の見方では、景気の悪くなったのは2008年7月ぐらいですから、2010年の後半ぐらいでボトムに達するというようなイメージだろうと考えています。

最初に危機からの脱出するのはどこか

ただ、これらはあくまでも平均の話をしているわけです。その元には、表に挙がっているような個々別々の金融危機、それから景気後退のケースがあるわけです。それらの中には、今回のように右から左まで全部の国が同時に悪いというケースはないのです。したがって、今回のケースは、ここに描かれているよりもさらに深刻なことになるかもしれない、ということは十分考えられる。

今回の金融危機が一体どれぐらい長く続き、どれぐらい深刻になるのかというのは、こんなような例ぐらいしか頼るものがないということです。一生懸命データを集めてもこの程度の気休めしかないということで、不確実性はいっぱいある。ですが、私は一つの点がはっきりしてきたと思うわけです。それは、これが終わるとすれば、どの国からどういう形で終わるのかということでもあります。

リーマンショックの前ぐらいは、まだいわゆるデカップリング論がありました。アジアの成長率が非常に高いのに、アジアの輸出シェアでアメリカ向けというのは2割ぐらい、中国なんかをとっても18%である。だから、アジアはアメリカと関係なく成長を続けて、世界経済を引っ張っていく、なんていう議論だったわけです。これが一番最近失墜したというか、だれも信じなくなった議論ですよ。IMFもそういう予想をしていて、「間違えました、申しわけございません」といっているわけです。

何で間違えたか。直接アメリカに向けているのは20%かもしれないけど、それらは最終財なわけです。20%以外の部分、アジアの中で回しているのは中間財です。もし最終財が売れないのだったら、中間財の貿易をやってもしょうがない。したがって、最終財が輸出できなくなった途端に、アジア内の域内貿易も消えてなくなるという、それだけの話なのです。ですから、アジアから立ち直るというシナリオは、いま非常に難しくなったといえます。

そうしますと、消去法で考えると、ヨーロッパかアメリカか、どっちが先に立ち直って引っ張ってくれるのだろうということになります。もちろん、日本が引っ張って立ち直ってほしいということを、私は書きました。日本経済はもっと頑張っていて、最初に立ち直るぐらいのつもりになってくれ、といったけれども、いま、だれもそういうことを信じていない。そうすると、そのどっちかということになるわけです。

では、ヨーロッパはというと、アメリカよりも激しいバブルが発生していた国があるわけです。アイルランドであるとか、スペイン、オランダ、ベルギーなどが不良債権をどんどん積み上げている。その政策対応にも問題があるということで、私は結局、アメリカが何だかんだいって立ち直って、それが世界経済全体を引き上げていくというのが、いまの時点ではそのコンセンサスになっているのではないかと思います。

諸悪の根源はアメリカであって、もとはアメリカの住宅バブルで、それが壊れて、こういうことになっているのに、結局、アメリカが立ち直らなければほかがだめだというのは随分変な話です

が。何でそういうことになるか。それは結局、政策対応が違う。政策がはるかに積極的だということに尽きるのだ、ということを申し上げたいわけであります。

アメリカの果敢な積極策

注目していただきたいのは、いま連銀が物すごく金利を引き下げて、政策金利をゼロに持っていた。ちょっと前までは日本のほうが低かった。いまは日本が政策金利はゼロを嫌って0.1にしている。向こうはゼロまで踏み込んだわけなので、逆転したという形ですよ。そこから先、次にどんなことをやっているか。今度はマーケットをターゲットにして、社債の取引があまりはかばかしくないというと、社債を売りたいところに対して、連銀が買い方を務めてやる。CPのマーケットがはかばかしくない、連銀が出ていって買ってやる、というようなことをやっています。

よく中央銀行の役割は何かというと、最後の貸し手という言葉を使います。「レンダー・オブ・ラストリゾート」ですね。いま、連銀がやっているのは「マーケット・メーカー・オブ・ラストリゾート」というようなところに踏み込んでいるわけです。

こうした政策について、ちょっと考えていただきたいのです。グリーンズパン議長が2001年から2004年まで金融緩和をやって、それがアメリカの住宅バブルを呼んで、ひいてはサブプライム危機につながった、というふうに批判されております。いま、その方向の政策を、輪をかけて強力に思い切ってやっているのです。私は、そこに注目したいと思うのです。それは、ある意味で非常にすごいことだと思うのです。

例えるなら、野球で、監督がリリーフピッチャーを立てて、そのリリーフピッチャーが9回の裏に相手の打者にホームランを打たれて、サヨナラ負けしてしまった。で、その次の日に同じ相手に同じリリーフピッチャーを立ててきた。「大丈夫なのか？」という声に対して「今回は配球を全部変えているから大丈夫だ」と。それは、非常に勇気のいる、ある意味では高度な判断を必要とする決断だと思うわけです。アメリカのやっているのはそういうことだということです。いま、こんな

に金融緩和をしていて同じ間違いを犯さないのか、という問いに対して、連銀なりに「今回は配球を変えているんだ、違いがあるんだ」ということがあるのだと思います。

こここのところが非常に重要だと思うのです。これについて少しお話をしたいのですが、そうすると、そもそもこのサブプライム危機というのは何で起こったかということも入ってくるわけです。

一つの考え方は、これはマクロのインバランスの問題、あるいは金融の低金利の行き過ぎの問題だということです。もう一つの考え方が、これは金融規制が不十分だったという問題です。

マクロのインバランスの問題という考え方について申しますと、アメリカは、もともと政府も過剰に支出をしているし、民間も過剰に消費をしている。所得からみて多目の消費をしている。そういう傾向があった。それが、金利を低くしたためにバブルが生じ、家計がますます豊かになったと錯覚し、過剰な消費を助長して、すさまじい対外収支赤字をつくった、というわけです。このときアメリカは、借りて借りて、借りまくっているのです。何でそんなにほかの国が貸したかという、アメリカの発行している債務というのがドル建てであって、ドルというのは国際通貨だからです。そういう特権があるため、ほかの国はその特権を乱用されて、仕方なくアメリカに投資をした。

この立場に立てば、このサブプライム危機の最終的な調整はどうなるかというと、アメリカの過剰消費がなくなって、バブルももちろんなくなって、貯蓄率が上がって、それと同時にドルの特権はなくなって、ドルがうんと下がって——そういうふうにならない限り問題はおさまらないということになる。

では、金融政策や財政政策はどうか。いや、これは効果がないか、かえって悪影響がある。効果がないというのは、ドル価値が下がり、帝国の力が落ちていくというのはどうしようもないことなので、それを止めることはできない。あるいは一時的に止められたとしても、止めるための手段はもう一回バブルを起こすしかなくて、またバブルが壊れたときには余計ひどいことになる。こういう見方をする人たちがいます。アメリカでは、

モルガンスタンレーの証券エコノミストで、ステイーブン・ローチという方がそういった主張です。日本だと水野和夫さん(三菱UFJ証券)が彼の発言をよく引用しています。それから、資料を挙げましたケン・ロゴフも結構そういうことをいっております。

もう一つの考え方は、金融規制の問題だというもの。要するに、そもそもろくに所得審査さえしないような住宅ローンを出す。これが大体問題だ。次に住宅ローンを証券に転じる。まあ、これはいいのですが、その証券に大々的に投資をするために、その証券自体を担保にして金融機関が金を借りて、どんどん証券を買う。日本でいうと、65年の山一不況のとき、山一が株を買うのに、株を担保にして金を借りて株を買い、またそれを担保にして金を借りということによってどんどん膨らましていたのと同じです。

グリーンスパンの反省の弁

今回、アメリカの証券会社は、金を借りるときに金利をちょっとでもケチろうと思って、すさまじい短期の借入をしたわけです。アメリカの証券会社が借入の4分の1をオーバーナイトの現先で借りていた。毎日毎日借りかえる、そういう借入をしていたのです。証券のほうは途中で売ることもできますが、何しろ住宅ローンのもとになっている証券ですから、満期まで30年かかるようなものです。30年満期の証券に投資をするのに、毎日借りかえをしなければいけないような資金繰りをしていたわけです。これだけ借金が膨れ、これだけ短期で借りていけば問題が起こるのは当然です。逆にいえば、そここのところを抑制すれば、金融政策自体にはさほど問題はない、ということになる。

私は、アメリカ政府も連銀も、後者の考え方、金融規制さえちゃんとすれば、マクロ政策には問題ないという考え方をとっているのだと理解しています。その典型というか、証拠が、日本でも話題になった、11月にグリーンスパン前議長が政策の間違いを認めたということです。グリーンスパン議長はかつては神様のような扱いをされておりましたから、議会でも非常に丁寧に扱われていたのが、最近は罪人みたいな扱いで、ガンガン

問い詰められてとうとう「私もミス侵した」と。ただし、彼の認めたミスというのは、金融規制を自分はしなかった。それは、市場には自分で自分をプロテクトする、保護できる能力があると考えたのでしなかった、ということを経験したわけでは

私は、その点が非常に重要だと思っています。彼はあえて金融政策のミスに触れずに、金融規制をしなかったことに触れた。これは、いまいったどちらの反省をとるかということで、後者の、連銀の金融政策の自由度を残すような形での解釈を彼は採用したのだ、と考えています。一体どちらのシナリオが正しいのかというのは、話せばきりのない問題です。けれども、反省というのは大事なのですが、自分の行動の自由を残すような反省もあれば、自分の手足を縛ってしまうような反省もある。反省というのは、建設的な行動がとれるような、そういう反省が必要だ、ということでもあります。

欧州は思い切った策がとれずに長引く

ここから二つのことがいえて、まずアメリカは、そういう反省の仕方をしているので、今回、思い切った金融政策をとれる。それから財政政策もこれからだんだん出てくると思います。それから、先ほどの繰り返しになるのですが、世界経済がどこから立ち直るとすれば、それはアメリカしかない。ヨーロッパからは立ち直れない。欧州中銀（ECB）は、2週間前に0.5%金利を下げました。けれども、それを下げるのに先立って、もう下げられない、下げるのは不道德だ、ゼロ金利なんて問題外だ、なんてことを延々というわけですね。そんなことをいえば、金利を下げて、これで店じまいだというふうに錯覚されて、効果が薄まるのに、そんな議論を延々とするわけです。

先日もルクセンブルクの中央銀行総裁のインタビューが「フィナンシャルタイムズ」に載っていました。ECBにもっと国債を買えという声があるかもしれないが、一体どこの国債を買うんだ。いま、ギリシャの国債とドイツの国債とでは2.5%の金利差がある。ギリシャの国債を買ってもらいたいというやつはいるかもしれないが、それでは、ギリシャの財政の規律のなさを助長するようなものじゃないか。そんなことはできない。と

いうものなのです。

もともと、私にいわせば、欧州中銀というのか、ユーロというのか、あんな仕組みそのものが無理なんですよ。こういう金融危機になったときは、そういう問題が出てくるのが当然見えていた。本当に欧州で国債の買いオペをするためには、欧州の財政を全部一個の統括機関に置いて、一種の連邦制にして、欧州の財政を全部統一してみても、金利差がゼロになるようにしなければいけないということになる。けれども、そんなところまで行くわけではないわけで、そもそも無理なわけです。そういう矛盾がどんどん出てきて、何もできないとはいわないけれども、足して2で割る、あるいは足して7で割る、15で割るといったような政策しかとれないので、欧州は長引くとみえています。

ただ、申し上げておきたいのは、アメリカは財政金融政策をやっているけれども、まだまだどんどんやらなければいけない。相当やらなければいけないということです。この点は、クルーグマンが一番明快に指摘しています。このクルーグマンの試算をちょっとお話しします。

クルーグマンは、アメリカの予算局がもし何も景気対策をやらなかったら、ここ2年、平均してGDPが7%正常値よりも落ちるという試算をまず出してきて、それを話のスタートにするわけです。アメリカのGDPというのは、日本の3倍で1,500兆円であります。いま、1ドルが約90円ですが、一応100円で計算させてもらいます。そうすると、平均して7%減ですから、2年間で通算して $3,000 \times 7 = 210$ 兆円。これだけ需要が不足するのです。それに対して、オバマ政権がいま出している景気対策は8,000兆ドルです。これも100円で計算しますと80兆円ということになります。

問題は、80兆円の財政プログラムで約200兆円の需要をつくれるかということです。財政プログラムも2年間のものなので、全部2年間で議論することにいたします。そうしますと、政府の払う1ドルが一体何ドルの購買力を盛り上げるかという、その効果が問題になるわけです。経済学ではこれを乗数効果と申します。1ドルが、例えば1.5ドルの需要を喚起するならば、これは乗数が1.5というわけです。

減税に消費刺激効果はない

大統領経済諮問委員会(C E A)の委員長で、クリスティーナ・ローマーという女性の経済学者がいます。彼女は何年か前に減税の乗数効果が1.5だという主張をしていたので、減税派だといわれていたわけです。最近、そのローマー委員長がオバマ政権のプログラムをバックアップするために試算を出しているのですが、それによるといま景気が悪いので、減税の乗数効果はとて1.5は見込めない、0.5だ、となっています。これは減税の場合ですが、これに対して公共支出のほうは、政府が実際に何か買うわけですから、もうちょっと高い。こっちのほうは1.5で計算しています。

6割が公共事業、4割が減税というような全体のプログラムですから、クルーグマンはまあ、平均して乗数効果は1とみたほうがいいのか、というわけです。となると、結果、210兆円需要が不足するところを、政府のプログラムでは80兆円しかつukれないということになって、全然力不足であるというわけです。

そこでクルーグマンは、オバマにどういうリコメンデーションをしているかということ、これはともかく乗数効果を高くしなければいけないのだから、減税なんかやめろ、全部公共事業に持っていけ、ということを提言するわけであります。ことしの1月のアメリカの経済学会、私は行かなかったのですが、その報道をみると、いま、アメリカの主要経済学者の中で、1人の例外を除いて、主要のマクロ経済学者はみんな、財政プログラム、公共事業の必要性が大事だということを強調している。そこはもう意志の統一がとれている。

例外の1人というのはだれかということ、ジョン・テイラーというスタンフォード大学の教授です。ブッシュ政権で財務次官をしまして、私は彼のことをいろいろと書きましたが、実は日本が2003年に行った30兆円の為替介入というのは、彼がやれといったようなものなのです。彼が、日銀や財務省に話を持ちかけて「やれ」といったのです。日本にとってもそういった関係がある人なのですが、どちらかというと共和党なので、あまりその財政プログラムが好きじゃない。

ここで**資料7**を見ていただきたいと思います。

「Figure1」「2008年の税金払い戻しの景気刺激効果」です。ブッシュ大統領は2008年に10兆円規模の減税をしました。テラーはその景気刺激効果がどれくらいあるかということを見たわけです。

上の右上がりの線が個人可処分所得(disposable personal income)です。2008年7月ごろまでアメリカのGDPが、2%ぐらい伸びていましたから、個人可処分所得も上昇トレンドを描いていた。この個人可処分所得にはもちろん税金の払い戻しというのが含まれています。その部分を計算して引いたもの、つまり、もし減税がなかったら個人可処分所得はどうなっていたか、というのがその下の部分(without rebate)です。

この図のように、減税の効果というのは、個人可処分所得を一時的に三角形みたいに、小さな山を盛り上げたわけです。これが税金払い戻しの効果です。さて、ここで重要なのは、その下にある個人消費支出(personal consumption expenditures)のトレンドをみてもらいますと、減税のあったあたりで下がりぎみになっているのです。要するに、減税の消費刺激効果というのはない、ゼロというのが、この結果であります。

私がこの「Figure1」の図を最後にとっておこうと思いましたが、この結果は非常に参考になると考えたからであります。つまり、どこかの国で似たような政策をやっている、どこかの政党が、党首が命運をかけてそれを通そうとしているわけです。が、その政策の効果もブラックホールに吸い込まれるように全く見えないだろう、というのがこの図からいえることだと思います。

こういうようなことを申しあげたうえで、残りの時間でいままでの議論をふまえて、どのように日本の政策を組み立てたらいいのだろうかについて話してみます。先ほどいいましたように、反省は大事だけど、ちゃんとした反省で、しかも、建設的な反省でなければいけないわけです。

話を分けて考えることにします。事前と事後に分けます。事前というのは、サブプライム危機が発生する前の行動です。事後というのは、サブプライム危機が発生してから行動です。それからもう一つ、行動については、それは民間の行動と、政府の行動とに分けて考えたいと思います。

日本が間違っていたわけではない

私がまず申しあげたいこと。これが一番大事だと思うのですが、事前、つまりサブプライム前の行動についていうならば、今回、日本に大きな過ちはない。ミスはない。これがまず大事な点だと思うわけです。

何でそういうことをいうかという、そこをはっきりさせておかないと、事後的な行動までおかしくなる可能性があるからです。どういうことかという、例えば、そもそも日本がこんなに悪いのは、それは日本自身が何か悪いことをしたのだからだという議論。我々は非常にまじめな国民なので、悪い結果ということは、原因に悪い行動がある、と考えてしまうわけです。でも、これは考えてみれば、サブプライム危機なのです。アメリカの金融機関発の危機であって、実際、日本の金融機関のバランスシートをみても、サブプライムなんてあまり持っていない。問題はないわけです。にもかかわらず、日本自身の行動の結果としてこういうことになったのだという議論をする人もいますよね。あえていえば、例えば野口悠紀雄さんとかです。よく雑誌などで、自虐的歴史観を改めろとか、自虐的世界観を改めろとかいう議論がありますが、私は、これは自虐的な世界観以外の何ものでもないと思うのです。

例えば、日銀がこんなに長いこと低金利を引っ張ったので、それが円キャリートレードを助長して、それがバブルを生んだという人がいます。けれども、インフレ率がゼロとかマイナスとか、そんな状態が続いているところで、低い金利に持っていくというのは、いまの世界の金融政策の常識から考えて何もおかしくない。現に連銀は今回、金利を0%に、当分はこの低い水準のままにしておくといっています。したがって、こちら側が金利を低く置くことには完全に正当な理由がある。

それに対して、例えばハンガリーとかオーストラリアの家計が、日本から円建てで住宅ローンを借りて家を建てていた。これは為替リスクがありますから、一種の変動金利になるわけです。アメリカでもサブプライムだけは変動金利の住宅ローンというのを認めていましたが、プライムではあまり認めない。そんなものは危ないわけです。これを規制しなかった側には何の問題もない。い

わんや、日本から借りた金をサブプライム証券につぎ込んでいた金融機関なんていうのは、自己責任というのか、自分でわかってやっているわけです。決して日本の問題ではない。

ハンガリーの家計はスイスからも住宅ローンを借りて家を建てました。ハンガリーの金利が8%でスイスは2%ですから、そういう選択は当然なわけです。2%でそうなんですから、日本がたとえ金利を1%にしていたところで、だれかが借りてやっていたはずですよ。それを、日本に責任があるというのはおかしい。そういう議論は自虐的です。そういう趣味の人がいても別に構わないのですが、結局、自分で手を縛ることになる。もう金利は下げるべきじゃないということになれば、日銀の政策はまた縛られるということになるわけです。その同じ人が、外需中心の経済に転換させたのがいけない、ということもいっている。これだって全然問題ではないわけです。外需中心というのは当たり前で、日本の人口が減っていくわけですから、製造業は大きなマーケットをねらって、輸出市場をねらっていかなければいけない。

ここをはっきりさせたいのです。要するに、日本がサブプライム危機のとばっちりを受けているというのは、構造改革が進み過ぎたわけでもないし、構造改革が足りなかったわけでもない。構造改革とは関係ないわけです。構造改革が、例えば今回の解決に役立つという人がいるのだったら、こういうことを考えてもらいたいのです。

例えば、よく構造改革重視派は、雇用政策が大事だけれども、雇用政策だったら、職業転換のための職業訓練をして職場をシフトするべきだ、ということをいうわけです。しかし今回にあてはめれば、いかにそれが場違いかということは明らかです。つまり、いま、ここが悪くてあそこがいいからそちらへ職をシフトすればいい、という問題ではない。雇用はどの産業も全部悪いわけです。景気はどの産業も全部悪いのです。ですから、ここからここへ移せば問題が解決する、というわけではない。単に需要が足りないのです。これは構造改革の問題ではありません。

次に、企業の事後的な行動について。私は、企業の行動も全然問題ないと思うのです。例えばトヨタなどの雇用調整が早いというふうにいわれ

ているけれども、雇用調整はかつては遅くて、企業は経済ショックがあったときに、雇用を抱え込んだまま負担を全部背負って、最終的にはバタツと倒れる、というような状態があったのです。

私は『経済論戦は甦る』（東洋経済新報社）という本を書いたときに、これは、タイタニック号のように乗員を全部船の上に乗せて危機管理をしようとするから、最終的には船もろとも乗員が沈むことになる。こういうときの究極の安全策というのは、乗員を外へ出すこと、解雇である、ということを行いました。今回は、これで最終的にサブプライム危機が終わったときには、日本の企業は、今回は体力を失わないで済むので、比較的強いポジションにあると思うわけです。

トヨタが昨年4%売り上げが減ったというので、日本では大騒ぎしています。私は大騒ぎすること自体が不思議でしよがなかった。景気が悪くなれば、耐久消費財が一番落ち込むというのは、理屈からいっても、データからいってもそうです。トヨタの落ち込みは4%だったけど、GMの落ち込みは11%です。それに比べれば、トヨタはずっとましだったとみるべきだと思うわけです。

政府の対策が一番の弱点

残るのが事後的な対策で、しかも、政府の事後的な対策だということになります。はっきりいって、ここに日本のいま一番弱いところがあると思うのです。民間はしっかりしている。事前的には間違いはない。だけど、政府の事後的な対応がなってない。昨年の10月ぐらいに麻生さんの生活対策というのが出たときに、読売から電話がかかってきて「どう思うか？」と聞かれました。時間が3分ぐらいしかなかったので、パパッと答えたのですが、まず企業減税というのは、企業なんていま利潤が出るわけないのだから全く無意味、といました。給付金に至っては、それで公共事業をするお金がなくなるから無駄、と。そのとき、そこまでいう人はいなかったのだと思います。が、事後的にはそれが正しいと思うのです。

先ほどアメリカの例でも見ましたがけれども、給付金というのは、おそらくブラックホールに吸い込まれるように効果がゼロだと思うのです。そうすると、結局、公共事業に頼らざるを得ないので

すが、そうすると“失われた10年”のときにやった無駄な公共事業はどうなのかというような議論が延々と出てくるわけであります。

そこで私は、先ほどの例えをもう一度出したいのです。ピッチャーをリリーフに立てて打たれた。そのピッチャーをもう1回出す。ただし、今回は配球を変えているから大丈夫だ、と。それがリーダーシップというものです。監督が、とにかく違うピッチャーを出せばそれでメンツが立つという考えだけで、よれよれのピッチャーを出すなんてことは、リーダーシップの欠如だと思うのです。

確かに無駄な公共事業はよいとはいえないけれども、もっと無駄な給付金はどうなんだ、ということなのです。

アメリカでは、例えば電気自動車ですね。この間、GMを救済しましたが、ただ助けるのではなくて、GMが一発逆転で何かマーケットを取り返すことができるとすれば、それは電気自動車だろう、と。アメリカの議会は大統領にもっと電気自動車関係の予算を増やすように、というような議論を持ちかけているようです。ところが、日本ではそういう議論が全然出ていませんね。というか、公共事業ということをもう出せない状態だというふうに聞いています。

例えば、年金の記録漏れということがあって、ああいうことをもう二度と起こさないためには、年金の情報のネットワークを変えなければいけないのだけれども、そういう関係の予算を持ち出すということができないのだと聞いています。ほかに有効な公共事業というのはいくらでもあると思うのです。が、それを持ってくるのができないというのがいまの問題です。いま、企業は雇用を抱え込むことをしない。したがって、どんどんそれは外に出ていくわけです。そうすると、あとは政府が需要をつくる以外に何もありません。今回の場合、構造改革というオプションは、全然最初から、頭から捨てていいわけですから、あとは需要をつくるしかないと思うのです。

構造改革に長期的にはつながるような景気対策、つまり、公共事業は何か。そのところのいま、議論が全然向かっていないというのが、いまの日本の危機的な状況だと思います。

< 質 疑 応 答 >

司会・長谷川幸洋企画委員（東京新聞） どうもありがとうございます。とても刺激的なお話だったと思います。それでは、質疑応答に移ります。

質問 バブルの効用ということを先生は、ジョン・ローからサミュエルソンに至る、管理通貨という問題に絡めておっしゃってます。なおかつ、バブルの性善説、性悪説がいずれまた繰り返すだろう、と。規制強化と規制緩和であろうということで、これは、ある意味、バブルの効用を認めるというか、同時に、これは避けられないものだという認識であろうかと思うわけです。これは一種の不可知論かなと思うのですが、そういうとり方でいいのだろうかということが一つ。

それにも絡むのですが、先生は、みずからの弱点を認める方向で、学者やエコノミストが仕事することによって、より堅牢な立場を築けるはずだとおっしゃっています。けれども、これは矛盾しませんでしょうか。つまり、私は不可知論という言い方で申しましたが、これはバブルには効用もあり、また必然の歩みも歩んでいるわけなので、それに対して堅牢な立場って何だろうということに非常に疑問を持ったわけです。

三つ目に、リスクと不確実性です。フランク・ナイトあたりの立場を先生は支持されて、リスクと不確実性というのを分けて危機の問題を分析しておられます。が、考えてみると、これはおかしいんじゃないか。リスクというのは、基本的に不確実でなもので、判断可能なリスクと不可能なリスクとに分けて考えることに一体どういう意味があるのだろうか。あわせて、ファンダメンタルズというものは無意味というようなことも書いておられるわけですが、ファンダメンタルズというものを全否定してしまって、物事の判断がつくのだろうかというようなことを素人なりにいろいろ思いましたので、お伺いいたします。

竹森教授 本話をしますときりがないので、いま、触れられた点について、ほかの方にもわかるように説明します。バブルについて、不可知論というのは、バブルというものの自体が何だかわからない。で、これはバブル、これはバブルじゃない

ということが分けられれば、結構その対策というのはとりやすいのです。例えば、資産価額が上がっているときに、それは本当に世の中が変わっている兆候なんだろうか。それとも単に投資が泡膨れを呼んでいるだけなんだろうか。これははっきりいってわからないわけです。

バブルの効用と申しあげたのは、例えば地価について、今回も地価のバブルということがいわれたけど、最も標準的な、一般的に見られる地価の上昇の傾向は何かというと、経済成長率と同じスピードで上がっていくというんですよね。要するに、大体年間所得の3倍を家に投資する、というようなことを考えると、年間所得が10%で上がっているときは、年間所得の3倍値も10%で上がってくる。それで、住宅の土地の供給自体は限定されているので、成長率と同じで、どんどん住宅に回すお金が増えていくということが、単に地価の上昇を招いていく。地価が成長率と同じで伸びていくという状態のときに、これがバブルなのか、バブルじゃないのか。これは非常に哲学的に難しい問題なんです。これは、みんなそういう目安で投資をしていて、単に上がっているだけであって、これもバブルなわけですよね。だけど、そういう地価の上昇というのは、長期的にも続くわけです。

ただ、それがあまりにも金がそこに集中してしまえば、バーッと上がり過ぎて、そこでもまたバブルのバブルが出てくるんでしょうけれども、こういう意味では、それほど害のないバブルというものもある。地価の上昇が、成長率と一緒に上がっているというのは、これはさほど害のないバブルだと思うのです。

むしろそのバブル、地価を抑えてしまおうというようなことを考えると、ひどいことになる。地価を抑えるためにはどうしたらいいか。成長率が低い経済というのは、あまりバブルが起こったためしがない。結局、バブルを抑制する政策と成長率を抑制する政策というのは、非常に似通っているわけです。先ほどみたデータでも、景気が悪くなれば、バブルは壊れるわけです。

ですから、バブルかどうかはわからない。ただ、いえることは、バブルが絶対起こらないような、物すごく成長抑制的な政策というのはおそらくとれる。それから成長を重視してバブルが起こっ

ても構わない、という政策もとれる。結局、その間を行ったり来たりする以外にないんじゃないか。その適当なミドルでバブルは起こらないけど、成長が起こるというような、そういう選別的な政策というのは手段もないし、それを感知する能力もないんだと思うんです。

それから、不確実性のもとの堅牢というのは、要するに、私は、ファナティズムというのは、今回、非常に痛い目に遭ったと思うのです。例えば、金融規制をすることが世の中にとって絶対プラスであるというような考え方は、ブローを受けた。ただ、私は、ある意味で堅牢な方向にも向かっていると思うのは、例えば大恐慌のときは、大恐慌のすぐ後、規制強化というふうに移ったのですが、今回、さほど規制強化が必要だというふうには向かってない。あるいはビッグガバメントが必要だという方向にもさほど向かっていない。

これは10分でも20分でも話せるのですが、要するに、こういうことなのです。どういう仕組みがいいのか。どういう経済システムがいいのかというと、これは結局、ある意味で確率の問題なのです。例えば、パスカルなんていう人が確率論をやったというのは、彼は、かけをやったかったので、かけの必勝法というのを考えたのです。かけの必勝法だけど、そのときに、小さなかけを延々、延々とたくさんやっていくのです。そうすれば、彼の考えている必勝法で勝てるということです。1回やったら、自分の必勝法は正しいから勝つというものじゃない。たくさんやっていたら勝つというのです。

ですから、資本主義にしても、あるいは市場経済にしても、たくさんやっていて、ほかのものと比べていけば、そのパフォーマンスの点でほかと比べていいところはあるかもしれないけど、だからといって、資本主義でやっていたら、全部問題がなくなるというのでもないし、いわんや資本主義に自分で自分をプロテクトする能力があるというのでもない。そういうことでは、何か大きな穴がぽこっとあくかもしれない。それを認識するということは、私は必要だと思うのです。

ボロはいっぱいある。自分の推している立場には問題もある。それを認識した上でその立場をサポートするということは必要だと思うんです。要

するに、何か大きな問題が起こってくるかもしれない。むしろそういう不確実性を頭に描いて行動するべきだと思うわけです。

それから、不確実性とリスク。これは、ナイトがそういう言い方をして、経済学的にモデルをつくることもできることはできるのですが、要するに、期待値がちゃんとわかるようなものというのは、リスクなのです。例えば、タクシーのビジネスで、車を何台走らせれば、いくらぐらいもうかるか。これは、その会社が期待値を計算して、これだったら利益があるというので、参入するわけですよね。これは計算できる。

じゃ、どんなものが不確実性かという、グリーンエナジーの開発費にお金を出す。これは過去のデータがないから、一体それでどれぐらい出てくるかわからない。あるいはIT革命というけれども、最初にITをやった人が、一体これでいくらもうかるか。そんなデータがあるわけない。いくらもうかるか、期待値なんか計算できない。期待値が計算できないものは不確実性、というふうに簡単にいえばいいわけです。その違いは大きいと思います。

なぜならば、私の本の最初に書いてあるのですが、タクシーというのは、徹底して利潤がなくなるところまで競争する。不確実性はあるけど、それはリスクだから、期待値が計算できるので、徹底して競争しちゃう。それに対して、わけのわからない商売、ITだとか、何かニュービジネスを始めると、これは期待値が計算できないから、競争相手が出てこないのです。だから、しばらく利潤がとれる。この違いは大きい。

今回のサブプライム危機は、もともと不確実性でしかないもの、つまり、期待値なんか計算できっこないものを、できるといってビジネスにした。これが諸悪の根源だったと私は思っています。

質問 いま、減税にはあまり景気刺激効果が期待できないというお話でしたけれども、私はこれは減税の規模にもよるのではないかと私は思うのですが、それが第1点です。第2点は、財政支出がどれだけ景気刺激の効果を持つかというのは、財政支出の内容にもよるのではないかと。確かにグリーン投資というんですかね、それは期待値があ

まりははっきりしないでしょうけれども、これまで相当研究がされてなければいけない国防支出というものについては、果たして財政支出の中で特別なものなのかどうか。先ほどからクルーグマンのお話が大分出ましたけれども、一方のスティグリッツが、今回のアメリカの経済の危機には、国防支出の拡大というものが相当響いていると。指摘ではサブプライムローンが直接の下手人のようにいわれていますけれども、もう少し根底は、国防支出による財政赤字の拡大ではないのか、ということが第2点です。

第3点は、国防支出とマクロ経済の関係を一般の経済学者は少し避けて通っておられるのではないかという気がするものですから、その3点をおうかがいしたいと思います。

竹森教授 まず財政の規模ですけれども、アメリカの減税は10兆円ぐらいの規模だったと思うんです。単純に日本の2兆円を3倍すると6兆円ですから、それと比較すると結構大きな規模だったと思うのです。だけど、それで個人消費が落ちている。アメリカの場合、そのとき、住宅ローンが払えないとか何とかという問題が出てくれば大変だったといえないことはないけれども、しかし、日本の消費パターンからして、この減税は、それほど効果はないというふうには思える。もちろん、規模を大きくすれば、それなりに少しはふえます。しかし、それだけ大きな規模にする意味があるかどうかですね。

正直に申しあげると国防費の経済刺激効果というのはあまり詳しくないので、そこに直接お答えすることはできません。ただ、私が考えている公共支出というのは、いくら拡大しても心が痛まないもの、ということなのです。

例えば、失業率は日本でも10%ぐらいになる可能性もある。10%になったときに、公共支出はもう50兆も使ったからこの辺でやめておきましょうか、とはならない。もっとふやさなければいけない。そのときに、無駄な道路、無駄なところに穴を掘るようなことは続けていられない。

ものすごく大きなウィッシュリストをつくって、これは日本の国民のためになる、生活のためになる、競争力のためにもなる、経済の革新にも

つながる、というようなもので、たとえ景気対策じゃなくても、いずれはすべきものを、前倒しするというイメージなんですね。日本の場合、単年度主義でやっていますから、これがなかなか難しい。アメリカだと、70兆円の予算を最初に上げて、これを2年間で使うのか、3年間で使うのか、なんていうようなことを議論できますけれども、日本はできない。だけど、イメージからすると、10年ぐらいの中でやるものを、必要があれば3年でやる、というイメージです。

国防費というのは、そういうようなコンセンサスはできにくいので、まあ、そうではないだろうと思うんです。

私も、こういうことをいい始めて、いろんな意見を聞いている段階です。けれども、選挙というのは、こんな景気の悪さなかに選挙なんかやられて、その間、空白ができたならもうかなわない、というふうに思っています。私は、どういうプログラムを入れることが需要の刺激と競争力あるいは生産性の向上につながるのか、ということで自民党と民主党が政策で競ったらいと思うのです。需要をつくるなんていう抽象的なものよりも、とにかく自分の選挙区に仕事を持ってきたいと動いてしまいがちなわけですが、選挙のプログラム、マニフェストのレベルで、こういうアイデアで公共投資をやる、というようなものを持っていったらいいと思うのです。

選挙が5月でも9月でも、これから9月までどんどん景気悪くなりますから、先になればなるほど、景気対策をしないというのは少なくとも政治的には選択肢としてあり得ない。ところが、間際になると、とにかく早く効果が出るということになると、減税以外にないというようなこととなり、結局、無駄に金を使ってしまうと思うんですね。

ですから、いまの段階から自民党にも民主党にもどんどん何をしたらいいか。もし国防費がいいというのだったら、国防費を入れて議論したらいいんじゃないかと思っています。

質問 どういうところに財政支出をしたらいいというふうにお考えか。例えば、アメリカの場合は、道路や橋が壊れたりしている率が高くて、日本はかなり整備されている。しかし、首都高速な

んかは、景気がよくなれば渋滞するのは目に見えているから、さらに投資したほうがいいんじゃないかとも思う。いろんな立場、お考えがあると思いますが、どういう方向に財政支出をすべきか。それから、日本の経済は、相当規模が大きくなっているのだから、財政支出ぐらいでてこ入れができるものなのかどうか、ということもうかがいたい。

竹森教授 2 番目のほうから答えると、これは、財政支出程度でというのは、やってみて、失業率がまだ10%あったら、まだ先をやるというようなイメージでしょうか。要するに、これは金融危機としては大恐慌よりもはるかに深刻な危機ですよ。だけど、経済不況がそこまでひどくならない、というふうにいまでも思っているというのうは、そのときと政府の役割についての認識が変わっているからです。大恐慌のときのアメリカの失業率が25%です。いまだったら、アメリカの労働人口が1億5,000万とすれば、25%というとならば、3,000万か4,000万ですね。これを全部政府で雇ってでも、そこまでの失業数は出さないということだと思います。要するに、失業が出れば、それは何か手当をする。この違いがあるかないかです。まだ刺激が不十分なんだったら、まだ何かやるということですよ。ですから、そのために、いま申しましたように、物すごく大きなプログラムを考えている。

いまは情報を少しずつ集めている段階なので、具体的な話はあまりないんですが、例えば、地震対策ですね。地震対策として、耐震建築の基準を強化して、同時にそれに合ったように全部家とか建物を建てかえる。これは20~25兆円でできる、というようなことです。これだって、いずれはするつもりだけど、すぐはやる金がないと思っていたわけ。いままで政府がやりたいと思っても、金がないからできない、ということをごんごんやったらいいと思うのです。

電気自動車なんかもそうです。アメリカは、この間、GMを救った。もし、あそこでGMが破綻して、債権者会議になって、社債を株式に転換するようなことをやったら、それでGMはとりあえず生き残るかもしれないけれども、社債のマーケットが壊滅する。いまでさえほとんど死にかけて

いるのが、もうGMの社債でさえだめとなったら、社債なんかだれも買うやつがないという状態になる。ですから、あれはしょうがなかったと思います。しかし、あそこで助けたことを何らかの意味のあるような政策にするためには、先ほどいったように、電気自動車で一発逆転をして、それなりのマーケットにする。そのために周辺技術も全部集めて、国防省も参画して、というような形ですよ。しかも、アメリカは消費マーケットとしてはナンバーワンですから、消費の企画についてはGMにはささやいて、こういうふうにするから、こういう開発しろとか、いろいろアンフェアなことをやってでも電気自動車では勝つとうとする。

逆にいえば、トヨタは、いまの標準的な車で、これだけいいから、電気自動車にシフトしたら売れ行きが落ちてしまうのではという懸念があつて、本腰で取り組めない、ということがあるかもしれない。ならば、ここで日本政府が電気自動車を思い切って推進する。例えば2年先には電気自動車率が何%になっているという目標を立てて、そのためのプロジェクトなんかをやるのもいい。あるいはリニアモーターカーにしたって、8兆円あればできる。2兆円ばらまく金があれば、それを例えばJR東海に、どう使うかはまた別として、うまく使えば3年あるいは5年ぐらい早くできるということがあるかもしれない。このように、やることはいくらでもあると思うんですね。ただ、政府が金を使ってそういうことをやるということに対して、いまものすごく抵抗が強い。だから、ウィッシュリストをつくるのがよいと思います。

質問 先ほど、事前と事後の話がありました。事前のところ、構造的な世界の経常収支不均衡というのは相当前からいわれていましたよね。今度の金融危機の原因は、インバランスの問題と、それから世界的な超金融緩和と、そしてその規制が十分じゃなくて、強欲資本主義がまかり通った、この3点セットで語られることが多い。先生のお話では、1番目2番目というのは問題なしで、3番目のところの規制のやり方がいけなかった、と。具体的には長短のミスマッチの問題であるとか、ヘッジファンドへの関心の問題とか、そういうと

ころかと思いますが、その辺をいじれば、あとは財政政策をやっていけばいいということなんでしょうか。やはり基本的にこれからドルがどうなっていくかということも含めて、大きな世界のインバランスの問題というのは、避けて通れないと思うんですが、またアメリカがよくなってどんどん国債を売って、アメリカが中心になって、世界経済を引っ張っていけるというふうにお考えになっているように聞こえたのですが。

竹森教授 何というんでしょうか、ずっと借り続けるというのが難しい、ということはいろいろと指摘されています。しかし、ここまで急激に、急速に減るのが必然だということではない。それは徐々に減っていくということでもいいのです。また、その過程で世界経済が縮小し、アメリカ経済も縮小している。それは正常な方向に向かっているんだから何もする必要はない、というのは間違いなわけですね。これは、いろんな形で、政策の対応によって、いくらでも変わる。

例えばの話、日本でいうと、先ほど示したように地価が17年間下がった。こんなことはどこにもなかったわけです。これは、途中で問題を放棄して、というかまあ処置が悪くて、ファンダメンタルが悪くなって、下がり、また地価が下がり、またファンダメンタルが悪くなり、という追っかけが続いていたからなのです。

ですから、アメリカについては、まず底値はどこにあるかわからないけれども、これはともかく、いまは経済危機を抑えるということで考えていけばいいと思います。全部おさまったところで、おそらくアメリカの消費はいまよりというか、サブプライム危機前よりも下がっていると思います。ただ、それは自然な誘導を図るとか、そこへ行けというのではなくて、いまはともかく景気を悪くしないようにする。それだけを考えていけばいいと思います。その過程で、消費はある程度おさまっていく。そういうことだと思います。

次に出てくるのは、インバランスというものにはコインの両側があるわけで、じゃ、アジアの側はどうなのかということになります。そうすると、内需拡大型の経済に変わればいいのかという議論があります。私は、はっきりいって、戦後で唯一、

内需拡大型の経済に変わったケースというのはアメリカだと思います。アメリカがなぜ変わったかということ、金融市場が出てきたからです。クレジットカードローンが、自動車ローンが出てきたからです。ありとあらゆる企業がマーケットに商品を並べて、ここへ投資してください、投資してだめなやつは消えていくという形で、その投資のオポチュニティーが非常に広がっていた。

それに対してアジアの状態依存型、あるいは関係依存型というのは、ドカッと金があるときに、どこにそれを回すか。それはお得意先の企業には行ってみるけど、お得意先の企業でもそんなには要らない。じゃ、その余った金はどうするのか。余ったらしょうがないからアメリカのマーケットはきれいに形だけは整っているから、そこに回っていた、というのがこれまでです。

先ほどから一つのキーワードみたいに、失敗したリリーフ投手でも、もう1回立てなければいけないという話をしていますが、長期的にはアジアでマーケットを育成するということですね。それが内需拡大型に変わるための一番の手で、日本もキャッチアップを終えて、その後どこへ行くのか、これはもう産業政策では選べないのです。これはマーケットにいろいろな企業が並んでみて、失敗もあり、成功もあり、それでだんだん次のルートが選ばれていく。これしかないと思うのです。

今度はIMFもいないし、アメリカが強固にマーケットをあけるともいえない。アングロサクソンモデルを当てはめられない。逆にいえば、これは日本の考え方、あるいは日本のモデル、あるいはアジアのモデルでマーケットをつくっていける機会だと思います。

ですから、私は、後者についてはも、しかししたらアメリカは崩壊するということがあるかもしれないけれども、それは政策を考えるうえで、さほど考える必要はないし、それを考えることはあまり行動を導くうえで建設的ではない、というふうに考えています。

司会 今日は大変刺激的なお話をうかがえたと思います。ありがとうございました。

(文責・編集部)

地球を
読む

昨年来の金融危機が原因で、今年の米大統領選挙は不景気の中で行われる。不景気下の大統領選として有名なのは大恐慌の時の1932年の選挙で、民主主義のルーズベルト大統領が勝利した。ルーズベルトは経済政策プログラムの変革を掲げて立候補し、金融規制の強化や「預金保険制度」、「銀行と証券の分離」など今日に残る制度を実現



竹森 俊平
慶大教授

オバマ氏の变革

金融危機対処が試金石

オバマ氏の著書「ともに」第一作は政治家の本としての異色で、政策プログラムではなく、自己のアイデンティティ（独自性）の探求がテーマとなっている。ケニア出身の黒人留学生と米国の白人女性との混血で、

が、「ニューディール（新政策）」を大統領選に掲げたルーズベルトとは異なり、彼が当初意図した変革は「政策プログラム」ではなく「政治プロセス」の変革だった。現在の米政治は狭小

(2面に続く)

地球を
読む

1面続き

この結果「米国の倫理」を受け入れるグループと、そうでないグループの間に溝ができ、妥協が困難な思いやりのない社会が出来上がった。富の格差拡大や、医療保険未加入者の増加といった問題が解決できない理由はこれだと彼は認識する。「米国の倫理」を押し付ける代わりに、グループごとの多様な価値観を尊重し、互いに妥協を図り、弱者救済のセーフティーネットを築かなければ、米国民は崩壊すると警告する。

選挙戦では素顔を出すことに気を遣う。興味深いことに共和党の大統領候補ジョン・マケイン氏の場合も、党利党略を離れ、率直に意見を述べてきた経歴が予備選の勝利を生んだ。金融危機の発生で「経済自由主義」が神通力を失い、イラク戦争も膠着する中で「米国的」という一律の倫理が崩れ、共和党内の勝利の方程式の歯車が狂った。今や勝利の方程式に依拠した政治そのものが嫌悪されている。米国民は政治のプロを信用しなくなったのだ。

政策プログラム明示を

オバマ氏が当初イラクを大統領選の争点としたのは、彼が重視する「妥協」という路線がイスラム社会との対話に生かせると思えたからだ。ドイツの首都ベリンでの演説に20万人の聴衆が集まった事実が示すように、彼の欧州での圧倒的な人気の理由もそこにある。欧州の国民は、米国の政治家がようやく妥協の必要性を理解したことを歓迎するのだ。

しかし欧州での人気は、今のところ米国内での支持率上昇に結びついていない。また軍事外交問題で自分の「弱点のカバー」のために、オバマ氏はその機

路に追い込まれている。その原因は、レーガン大統領からブッシュ現大統領に続く共和党の「ネガティブ・キャンペーン（対立候補の弱点を取り上げ徹底して攻撃する選挙戦略）」だと彼は言う。つまり共和党は「経済自由主義」を柱に、「宗教」、「愛国心」などの価値観を織り込んだ「米国的倫理」を作り上げ、それを受け入れるかどうかを政治家や国民に迫ってきた。受け入れない者には、「非米国的」という徹底した非難が下されるわけだ。

英文は本日のデイリー・ミウリに掲載しています

The rapidly shrinking banking industry

by Paul Voickler

12

US banks

Market caps** (\$bn)

▲ Mar 1 2007

▲ Jan 21 2009***

Bank of America

Government stake*

\$4.5bn

Deutsche Bank

Government stake:

None

Non-US banks

Market caps (\$bn)

▲ Mar 1 2007

▲ Jan 21 2009

JP Morgan Chase

Government stake*

\$25bn

HSBC

Government stake:

None

Goldman Sachs

Government stake*

\$10bn

UBS

Swiss government stake:

\$5.3bn

Citigroup

Government stake*

\$52bn

BNP Paribas

French government stake:

\$3.9bn

Potential value of hybrid debt plan*

* US government insures multi-asset preference shares and non-voting rights to ordinary shares

** Total value of outstanding shares

*** Market caps of US\$ bn, B&T Jan 21

【資料 2】

es. Thomson Reuters, Atlantic Financial companies

7/2009

12

of

by

Gi

Sp

do

me

1

any

to

with

the

the

the

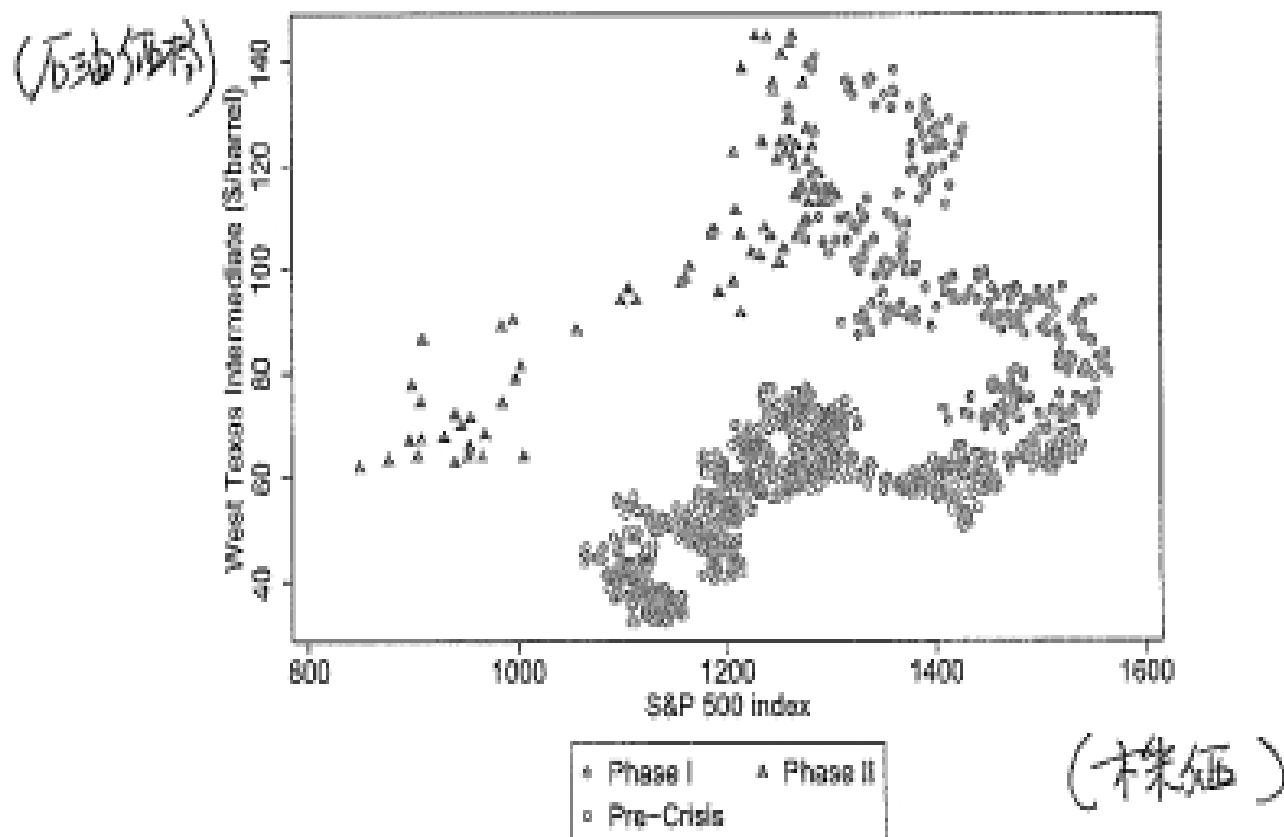
the

the

the

the

【資料3】



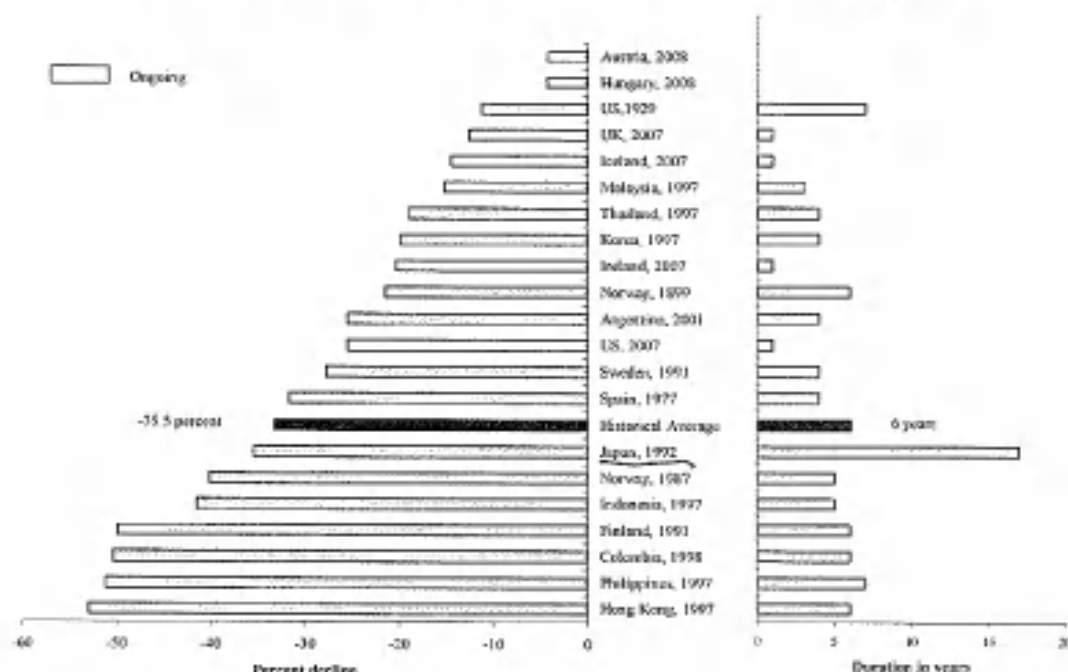
years of price declines), the average remains over five years.

【資料4】

Figure 1

過去の金融危機における
住宅価格の下落率

Past and Ongoing Real House Price Cycles and Banking Crises:
Peak-to-trough Price Declines (left panel) and Years Duration of Downturn (right panel)



Sources: Reinhart and Rogoff (2008b) and sources cited therein.

Notes: Each banking crisis episode is identified by country and the beginning year of the crisis. Only major (systemic) banking crises episodes are included, subject to data limitations. The historical average reported does not include ongoing crises episodes. Consumer price indices are used to deflate nominal house prices.

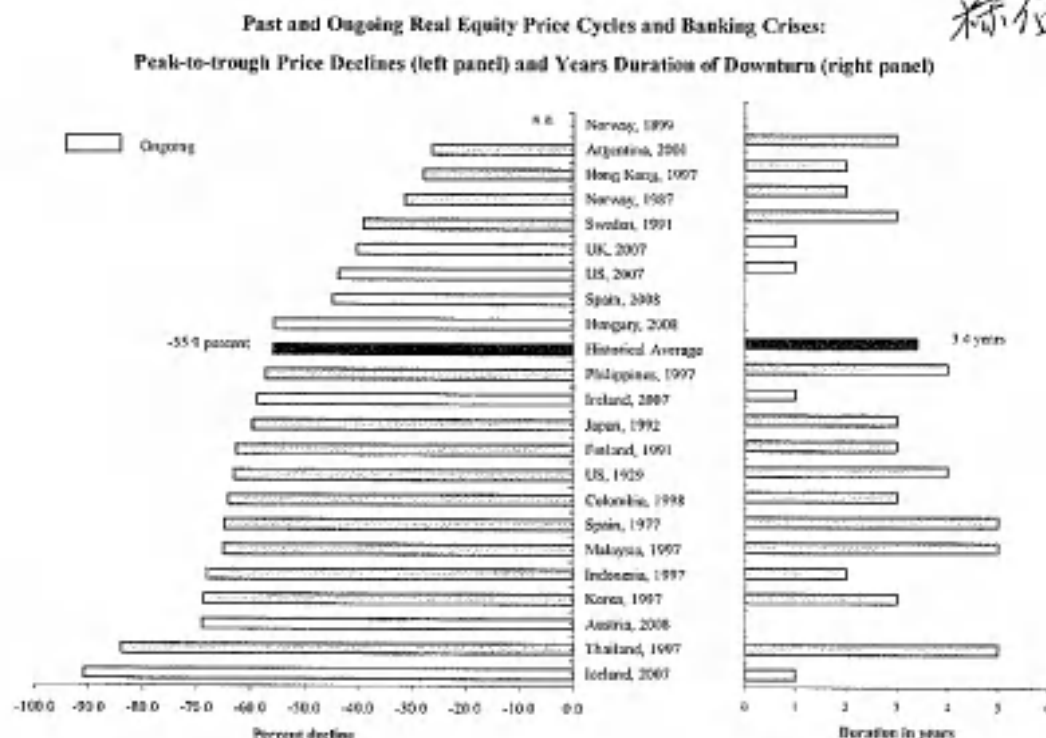
current cycle, Iceland and Austria have already experienced peak-to-trough equity price

【資料5】

declines far exceeding the average of the historical comparison group.

過去の金融
危機における
株価の下落率

Figure 2



(%)

(年)

Sources: Reinhart and Rogoff (2008b) and sources cited therein.

Notes: Each banking crisis episode is identified by country and the beginning year of the crisis. Only major (systemic) banking crises episodes are included subject to data limitations. The historical average reported does not include ongoing crises episodes. Consumer price indices are used to deflate nominal equity prices.

【資料6】

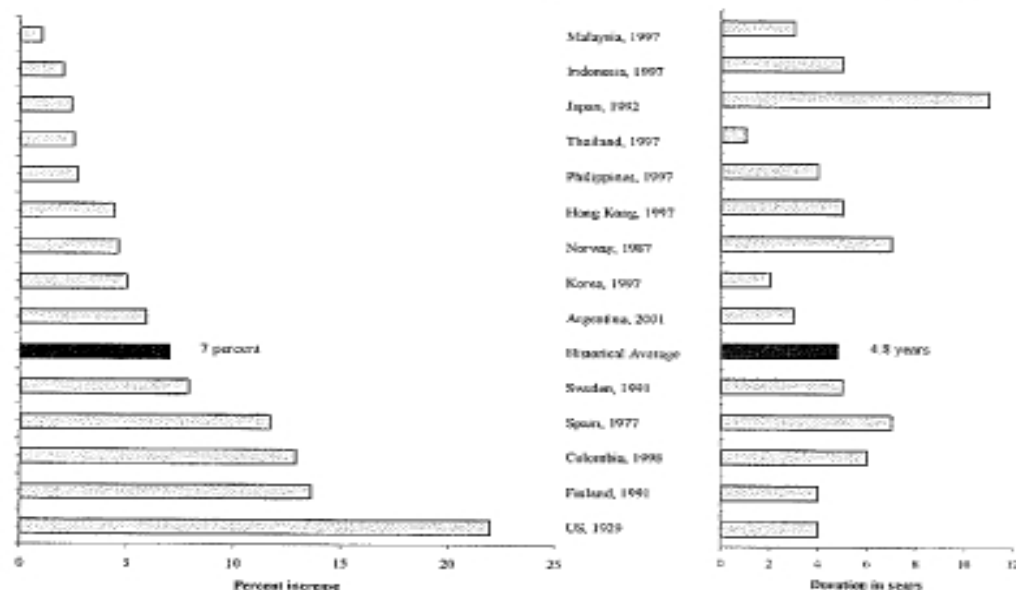
experienced by the United States during the Great Depression, the employment

consequences of financial crises are nevertheless strikingly large in many cases.

過去の金融危機
における失業率の上昇率

Figure 3

Past Unemployment Cycles and Banking Crises: Trough-to-peak
Percent Increase in the Unemployment Rate (left panel) and Years Duration of Downturn (right panel)



(%)

(年)

Sources: OECD, IMF, Historical Statistics of the United States (HSOUS), various country sources, and authors' calculations.

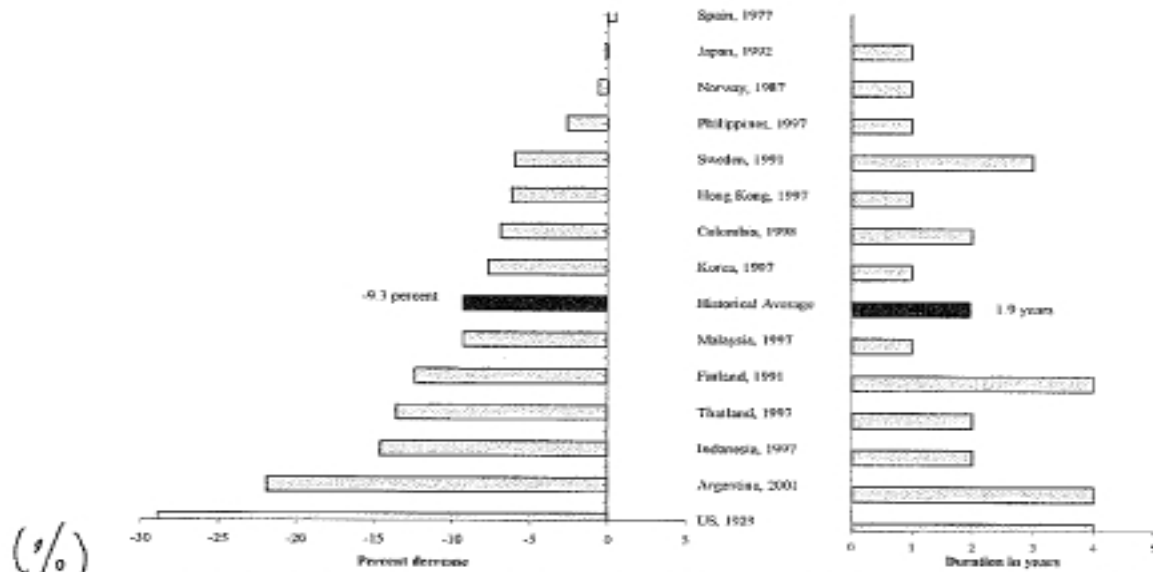
Notes: Each banking crisis episode is identified by country and the beginning year of the crisis. Only major (systemic) banking crises episodes are included, subject to data limitations. The historical average reported does not include ongoing crises episodes.

【資料7】

principle.

過去の金融危機
における実質GDP
の下落率

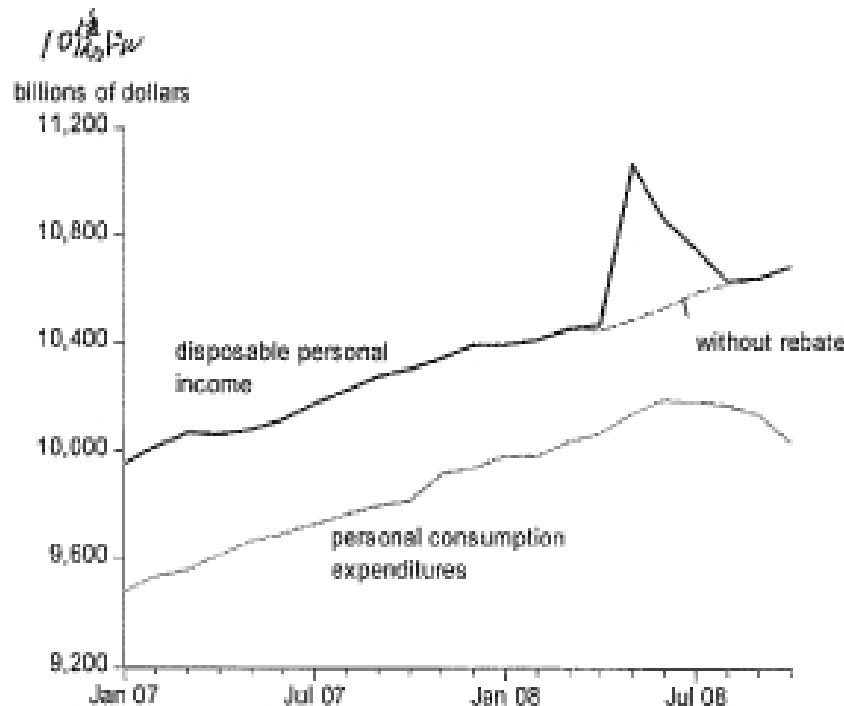
Figure 4
Past Real Per Capita GDP Cycles and Banking Crises: Peak-to-trough
Percent Decline in Real GDP (left panel) and Years Duration of Downturn (right panel)



Sources: Total Economy Database (TED), Historical Statistics of the United States (HSOUS), and authors' calculations.

Notes: Each banking crisis episode is identified by country and the beginning year of the crisis. Only major (systemic) banking crises episodes are included, subject to data limitations. The historical average reported does not include ongoing crises episodes. Total GDP, in millions of 1990 US\$ (converted at Geary Khamis PPPs) divided by midyear population.

【資料8】



← 個人可処分所得

← 個人消費支出

Figure 1 Income, Consumption, and the 2008 Rebate Payments

2008年の税金引き戻しの景気刺激効果

(ゼロ!!)