



日本記者クラブ研究会「2009年経済見通し」

# 本格的な産業構造転換のとき

池尾和人 慶応大学教授

2009年1月19日

米国のサブプライムローンに端を発した世界金融危機だが、直接の原因は米国だけが赤字という世界的な経常収支の不均衡だった。米国以外の国々が貯め込んだドルが求める安全なドル建て資産への需要に応えるため、米国の金融サービス産業は住宅ローンを材料に証券化を繰り返し、AAA資産を供給し続けた。そして、そこに起きた住宅バブルの崩壊、格付けの信用崩壊によって資本市場は機能停止に陥った。米国は量的緩和とリスク資産の買取という非伝統的な金融政策をとり、財政出動も行うが手詰まり感はぬぐえない。

輸出型の日本の製造業は世界的不均衡の拡大に乗り、円安の中で躍進し、日本経済は回復した。世界的な経常収支の不均衡が縮小し、円高に向かう中、日本は結局、20年前の宿題である、生産性の低い国内市場向け製造業や非製造業の構造改革に取り組み、脱工業化とか情報化という世界の動きに対応した本格的な産業構造の転換に向かわなければならない。

「2009年経済見通し研究会」ということで呼んでいただいたのですが、本年の場合、何といても米国の金融危機に端を発して、いまや世界的な経済危機にまで拡大しているこの状況が今後どう展開していくかということを別にして経済見通しはないわけです。それゆえ、ここでは、まずはどうして金融危機が起こったのかという原因にかかわる検討と、それが経済危機にまで拡大した理由を含めてお話をしたうえで、そうした危機に対してどのような政策的な対応がとられようとしているか、そして最後に日本経済の見通しについてお話をするという、3部構成でお話しします。

### 金融危機のマクロ的背景

まずはアメリカの金融危機のマクロ経済的背景、大きな経済的背景から議論を始めたいと思います。ちょうど30年前というのを考えますと、ことしは2009年ですから、1979年ということになるわけです。1979年というのは、第2次オイルショックの年だったわけですね。実際にオイルショックが来たのは78年の12月ごろだったと思いますが、経済的影響という意味では、1979年が第2次オイルショックの年だったわけです。我が国は、第1次のときは狂乱物価等の混乱をきわめたわけですが、第2次オイルショックについては、日本はうまく乗り越えたということになっています。それに対してアメリカとかヨーロッパは、第2次オイルショックで非常に悲惨な状況に陥るわけですね。いわゆるスタグフレーションという状況に陥るわけです。

その後、80年代の前半ぐらいまでは依然として苦しい経済状況がアメリカ等で続くわけですが、80年代の後半ぐらいに入ると、いまから振り返ると、アメリカ経済は再活性化を実現していくわけです。その当時の同時代的な認識としては、80年代の後半はまだアメリカが回復してきているという自覚のようなものは、アメリカ人自身にもあまりなかったと思いますし、逆に、80年代の後半は日本人が何かすごく自信満々だったわけですね。けれども、いまから後知恵的に振り返ると、80年代の後

半ぐらいから運命の逆転があったという感じで、アメリカが経済の再活性化を実現してくるわけです。

一方、我が国はプラザ合意を境に、バブル経済の道をたどって、その後、その崩壊、失われた10年ないし15年というふうに行くわけです。他方、アメリカは85年以降、直近まで約20年間にわたって、マクロ経済的には非常に平穏な、変動性の小さな、安定した時期を過ごすことになります。

### 20年の大平穏期を過ごした米国

アメリカは1985年から2005、2006年ぐらいまでの20年あまりにわたって、マクロ経済としては非常にボラティリティー(volatility)の小さな時代を経験するわけですね。日本は全然違ったわけですが、現在、経済学者は、30年代を「大恐慌(Great Depression)」と呼ぶのと類似の表現として、1985年から2005年ぐらいまでの20年間を「大平穏期(Great Moderation)」と呼んでおります。

このグレート・モデレーションをもたらした原因については、いろいろ議論がありますが、主に三つぐらいの要因が指摘されています。

一つは、金融政策がよろしきを得たからという平穏な時代が続いたのだ、という見方です。ご案内のように、この時期はグリーンズパンが連銀の議長をしていた時期にほぼ重なるわけで、グリーンズパンの金融政策のおかげで、こういう平穏な状況をもたらされたのだというのが一つの説ですね。それからもう一つは、IT技術の活用等が進んで、在庫管理等がうまくなって、在庫循環のような変動が避けられるようになったのだという説です。

3番目の説として「いや、運がよかったのだ」という意見。この20年間は外からのネガティブなショックというのがあまりなかったので平穏だったのだ、ラッキーだったのだという説もあります。

とにかく20年間、アメリカは平穏な時期が続いた。そのこと自体は非常に結構なことだったと思うのですが、人間の性というのか、平穏

な状況が20年も続くと、どうしてもリスクを過小評価するような傾向が生まれてくる。リスクに対する感度が鈍くなる、少々のことについてはタカをくくようになる。

そのことの別の言い方をすれば、何かあっても、グリーンスパンが何とかしてくれるだろうというような思いが世の中に広がった。実際、ブラックマンデーから始まって、ITバブルの崩壊等々が、この20年間の間にあったのだけでも、全部何とかしてくれたわけです。だから、今度何かあっても何とかしてくれるだろうという、そういうムードがアメリカ社会に形成されていたというのが、今回の金融危機の非常に大きな背景としてあると思います。

### アジア金融危機で拡大した経常収支の不均衡

アメリカはそうだったわけですが、世界的にみますと、この10年ちょっとを振り返ると、1997年にアジア金融危機があつて、翌年にロシア危機。その際にはLTCMの破綻等があつたわけですが、ここからちょっと状況が変わってきました。例えばアジア金融危機以前は、東アジア諸国は日本と違って、積極的に外資を導入して、外資を活用して経済発展を図るという方式で来たわけです。

ちょっと語弊のある言い方になるかもしれませんが、日本は従来から外資嫌いで、OECDから資本を自由化しろといわれても、何だかんだといって外資が入ってくることに対しては消極的な姿勢をとって、自国の貯蓄を基礎にして資本蓄積を図るという、そういう経済発展パターンで来たわけです。それに対して、アジア金融危機以前の東アジア諸国というのは、積極的に外資を導入して、それを活用して経済発展を図って来た。ところが危機を迎えてしまった。頼りにしていた外資が急に手のひらを返したように出ていった、入ってこなくなったということを経験するわけですね。

そういう事態を最近の経済学の議論の中では、「Sudden Stop (突然の停止)」と呼んでいます。外資が突然入ってこなくなった、突然止まってしまった。そういうことを経験して、東アジア諸国の経済発展のパターンも変わ

るわけです。ある意味では日本型に近づいて、自国の貯蓄をベースに資本蓄積を図るということで、経常収支も黒字化する。将来の不安に備えての貯蓄を、経済学で「予備的動機による貯蓄」と言いますが、将来の不安に備えて予備的にためておく、そういう行動を東アジア諸国もとるようになった。すなわち、サドンストップのような事態に備えて、予備的に外貨準備を積み増しておくことによって、新興経済諸国も経常収支が黒字になるのです。

東アジアだけではなくて、ラテンアメリカなどもそういう傾向になって、中国を含めてほとんどの新興経済諸国が貯蓄超過という状況になったわけです。貯蓄と投資は、世界全体では等しくならなければいけないわけです。そうすると、世界全体をみたときに、投資に比べて貯蓄のほうが多い国がたくさんあるとすると、どこかに貯蓄よりも投資のほうが多い国がなければいけない。それが事実上アメリカだけという状況が、2000年以降起きるわけですね。

そういう形で——2000年以前から国際的な不均衡、経常収支のアンバランスはずっとあつたわけですが——アジア金融危機以降、2000年を迎えて以後、世界的な経常収支の不均衡(Global Imbalance)が急拡大するわけです。このことが直接的な意味では危機をもたらした原因だと言っていると思います。

### ドル建て安全資産への需要が拡大

グローバル・インバランスが2000年代に入ってから急拡大する。インバランスですから、一方に経常収支の黒字を出している国と、赤字を出している国——アメリカですけど——があるわけです。日本を含めて、経常収支の黒字を出している国を考えると、要するに、輸出で稼いだドルに対して、輸入で使うドルのほうが少ないわけですから、ドルが手元に余ることになるわけですね。その余ったドルは運用しなければいけないわけです。

我が国の場合が典型的ですが、日本の投資資金というのは、リスクマネーではないのです。どちらかというと安全指向な資金なわけです。同じように、中国にしても東アジア諸国

にしても、予備的にためている部分についてはあまりリスクはとれない。けれどもその一方で、運用しなければいけないドル建ての資金というのが膨大に積み上がるわけです。

このように、一方で世界的な過剰貯蓄が存在して、それをアメリカが吸収していたわけですが、積み上がった世界的な過剰貯蓄は、実は、いま言ったように、積極的にリスクをとろうという資金ではないのです。もちろん一部産油国のマネーとかでリスク指向のものもありますが、全体でいうとそんなに積極的にリスクをとろうとする資金ではない。したがって、結果的にドル建ての安全資産に対する需要が世界的に増えるわけですね。こうして2000年以降、米国のAAAクラスの資産に対する需要が増大するということが起こるわけです。

この米国のAAAのドル建ての安全資産に対する需要の増大を、アメリカの金融サービス産業——投資銀行とかヘッジファンドですが——が絶好のビジネスチャンスだととらえて、それに対して積極的にこたえるような行動をとっていく。米国のAAA資産に対して世界的に需要が拡大している。だから大量に供給しましょう、という行動をとるわけです。だけど、AAA資産をどうやって大量供給するのか。需要があるからといって、AAAの資産をどこからどうやって供給するのか、ということになる。そこで不動産、住宅に目をつけるわけですね。

### 住宅ローンを材料にAAA資産を大量供給

企業部門にもっと借りろというのも、可能性としては考えられるわけですが、合理的な人はすぐお金を借りてくれません。そこであまり金融的に洗練されていない人に住宅ローンを組ませて、住宅ローンという形の資産をAAA資産の原料として増産する。住宅ローン自体は決してAAA資産ではないわけです。それを原料にして証券化をするわけです。ご存じかと思いますが、現在の証券化というのは、切り分けるわけです。だから、原料の住宅ローンというのがミドルリスク・ミドルリターンぐらいの資産だとしますよね。決してAAAではない、まあ、グレーぐらいのものだとします。それを

遠心分離器にかけて、透明な部分と不純物がコンデンスされた部分に振り分けるわけです。だから、原料自体の住宅ローンは決して安全資産ではなくて、AAAなんかの資産ではなくて、BBの資産かもしれないけれども、それからAAA資産とリスクがコンデンスされた部分とに切り分けるわけですね。

現在の証券化だと、最低三つのクラスに切り分けるわけです。まずシニアと呼ばれる、一番優先的に配当等が受けられる部分、そこはAAAになるわけです。それから、その次に受けられる、メザニン(mezzanine 中二階)と呼んでいる部分と、それから、すべてのリスクがそこに濃縮されるような劣後の部分、これは一般にエクイティーと呼んでいます。シニアの部分、メザニンの部分、エクイティーの部分に切り分けることによって、シニアの部分についてはAAA資産になるわけです。そういうことで、原材料としての住宅ローンをもとに証券化することによって、大量のAAA資産をつくり出して、それを供給するわけですね。

そうすると、その裏側ではリスクがコンデンスされているエクイティーの部分も当然生まれているわけです。そこは実は、米国の金融サービス産業自身がリスクテイクして、受けとめることによって、AAA資産を供給したわけです。この受けとめた部分というのは、一部はアラブの王様から出資してもらったヘッジファンドとかヘッジファンド化した投資銀行が引き受けて、AAAの部分は海外の投資家などに供給するというような形で対応したわけです。

### リスクを取りすぎた米金融産業

すごくリスクのコンデンスされたところを、米国の金融サービス産業自体がテイクしていた。いまから考えればすごく危ないことをしていたわけです。けれども、実際上そこまでリスクがあると思っていなかったというか、最初に説明したリスクに対する感度の問題があったと思います。もうちょっとちゃんとした言い方をすると、リスク管理上のいろんな問題があったのだと思いますが、結果的に、いまから振り返ると、アメリカの金融サービス産業自身——

ヘッジファンドとか、ヘッジファンド化していた投資銀行——が、最劣後部分であるエクイティ部分をとることによって、AAA資産を海外投資家に供給していたということなのです。

そういうビジネスが拡大して、投資家はどんどん商品を欲しがっているから、それにこたえるためには原材料となるサブプライムローンとかがもっともっと要るんだ、という圧力がかかって、どんどん増えていった。そのプロセスで住宅バブルが拡大して、遂には崩壊するというに至るわけですね。

コンデンスされたリスクの部分を米国の金融サービス産業がテイクしていたわけですから、サブプライムローンは世界の債券市場の1%ぐらいしかないはずなのに、アメリカの金融産業がガタガタになるというふうな事態につながった。不均衡が拡大していた過程では、資金供給がある意味ですごく増えているわけですから、アメリカの利子率とかリスクプレミアムが低下して、資産価格が上がって、それが資産効果で支出の拡大を招くというふうなプロセスになっていたわけです。それがバブルの崩壊以後は、完全に巻き戻されるわけですね。リスクプレミアムが急拡大する。だから、それまでタカをくくって、リスクを低くしか評価していなかったのを、急にリスクを再評価する、再価格づけすると、すごくリスクプレミアムが上がるということになるわけです。

ご案内のように、利子率そのものは金融政策で低く誘導していますから低いだけでも、その上に乗っかるリスクプレミアムがバーンとはね上がっていますから、資産価格を計算するときの割引率がバーンとはね上がることになった。資産価格が下落した結果、支出の縮小が生じるというような巻き戻しのプロセスになっているわけです。

### 金融危機の責任は米国だけにあるのか？

こういうふうに考えると、アメリカの投資銀行が強欲でビジネスチャンスだと思ってむちゃなことをやったから危機が起きたというようには確かに言えるわけですが、その大きな背景をつくり出したのは、何ととっても世界的な

金余りだったわけです。世界的な金余りがあったからこそ、投資銀行はビジネスチャンスだと思って、いま申しあげたようなことを大々的に、ある意味では野方図にやったわけです。

では、世界的な金余りをつくり出したのはだれなのだ、ということです。世界的な金余りをつくり出した主たる責任は、アメリカ自身の金融政策にあると言える面はあると思います。けれども、では、我が国の金融政策は何の責任もないのか。日本は不景気で、とにかく景気が悪いから景気を回復させなければいけないのだといって、90年代の後半から10年以上にわたってゼロ金利や量的緩和政策を自国の都合だけでやってきたのだけれども、それは世界的な金余りの発生に何の責任もなかったのか、ということなのです。

日本はアメリカが勝手に引き起こしたことの犠牲者だという自己認識は、本当に正しいのだろうか。主犯ではないにしても、何か従犯的にそういう事態の発生に、実は日本のマクロ経済政策運営は寄与したというふうになってしまっているのではないか。そういう問題はあると思います。

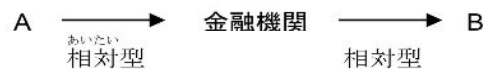
### 世界同時不況に至ったプロセス

それが金融危機ですが、その金融危機が全般的な信用危機にまで発展して、最終的には実体経済の悪化、世界的な同時不況というところまで拡大していくわけですね。そのプロセスを簡単に説明しておきたいと思います。

アメリカの場合、土地そのものではなくて住宅バブルと言ったほうがいいと思いますけれども、不動産絡みでバブルが起こって崩壊したわけです。この点で言うと、80年代の後半から90年代にかけて日本が経験したことと、まあ似たようなことではないか、共通しているのではないかという見方があります。確かにバブルが発生して崩壊したということ自体は共通していると思うのですが、それがいかなる金融システムのもとで起こったのか、バブルの生成と崩壊がどのような金融システムのもとで起こったのかという、金融システムのあり方という観点で言うと、全然違うわけですね。

## 金融仲介の概念図

## 伝統的な間接金融



## 直接金融



## 市場型間接金融



9

日本の場合は比較的伝統的な金融システムのもとで問題が起きたわけです。すなわち銀行中心の間接金融体制のもとで、バブルの生成と崩壊が起きたわけです。ただアメリカは決してそんな金融システムではない。アメリカは伝統的な銀行中心の間接金融体制でないのです。最先端に発展していた市場型の金融システムのもとで問題が起こったわけです。

その違いは、しっかり押さえておく必要があると思うのです。「バブルの崩壊だろう」と言われれば、確かにまあバブルの崩壊なのですけども、それが起こった金融システムのあり方が全然違うというところは、しっかり押さえておく必要がある。日本の場合とは違って、非常に発展した市場型の金融システムのもとで問題が起きたということで、金融仲介の概念図(図)をみていただきたいのです。

## 市場型間接金融下でのバブル崩壊

日本の場合、新聞を読んでいても、間接金融でなかったら直接金融だ、市場型の金融というのは直接金融だ、と書かれている場合が非常に多いわけです。が、図に書きましたように、金融機関が借り手と貸し手を直接つないでいる

のが普通の意味の間接金融なわけです。それに対して厳密な意味での直接金融というのは、借り手と貸し手がマーケットで直接出会うから直接金融といっているわけですね。

でも最終的な意味での借り手と貸し手がマーケットで直接出会うような、そんなプリミティブな金融は、少なくともアメリカではやっていない。金融システムが発展している場合の金融の姿というのは、概念図の一番下に書いたように、金融機関が介在するという意味での間接金融と、マーケットを通じた取引とが重層的に組み合わされたような金融をしているわけではなくて、金融機関を通じての取引の部分と、市場を通じての取引の部分というのが重層的に組み合わされたような、複雑な構造になっている。そういう形の金融の姿が現代的な金融、発展した金融の姿であるわけです。

日本の場合は、間接金融でなかったら直接金融だという表現や理解があまりにも定着しているので、それらとの違いを説明するために、一番下のようなものを市場型間接金融というふうに表現しています。本来、こんな持って回った言い方をする必要はないのですが、直接金

融という言い方があまりによくされるので、そうではないという意味で市場型間接金融と言っているだけなんです。アメリカとかではわざわざこんな言い方しませんよ。単に「モダンファイナンス」と言えば、それは一番下の姿のことを指すのだと思います。こういう金融機関と市場とが組み合わさったような構造、概念図ではその一番簡単な構造を示しているのですけれども、実際はそれをさらに数段組み合わせたような、非常に重層的な市場型間接金融のチェーンができ上がっていたわけです。

### 証券化商品をさらに証券化

話を戻しますが、まずサブプライムローンが組成されて、それをプールしてR M B S (Residential Mortgage-Backed Securities 住宅ローン債権担保証券)といわれる証券化商品をつくる。これをシニアの部分とメザニンの部分とエクイティーの部分に切り分けるわけです。シニアの部分は海外の投資家とか、機関投資家に売ります。エクイティーの部分もヘッジファンドなどに買ってもらうわけです。

ところが、一般にバーベル型の資産選好というふうな表現をしたりしていますが、A A Aで安全な資産に対するニーズは割とある一方、逆に、ハイリスク・ハイリターンに対するニーズも結構あるんですね。ところが、真ん中のミドルリスク・ミドルリターンに対するニーズはあまりないようで、メザニンは大体売れ残りやすいのです。だから、売れ残ったメザニンを再度かき集めてきて、第2次証券化商品というのをつくるわけです。それがC D O (Collateralized Debt Obligation 債務担保証券)と言われているものです。

このC D Oもシニアとメザニンとジュニアとか、エクイティーに分かれていくわけです。メザニンはやっぱりまだ売りにくいから、さらに集めて、C D O二乗とかつくったりもしたみたいですが、そういうことをして、最終的にそのC D Oを Money Market Mutual Fund が買ったり、S I V (Structured Investment Vehicle)と呼ばれるような大手金融機関がスポンサーになってつくった投資目的会社を買っ

たりしている。S I Vが買っているときには、S I VはC D Oに投資するための資金を、自分が買ったC D Oを担保にしてC P (Commercial Paper 無担保の割引約束手形)を出して資金調達するとか、自分が買ったC D Oを担保にして、レポ取引(買戻し条件付き売却取)をして資金調達するとか、金融機関と市場が組み合わさったものすごく重層的で複雑な構造ででき上がっているメカニズムなのです。

### 格付けの信用喪失で資本市場がダウン

そういうところでバブルの崩壊が起こったのと、日本みたいな銀行中心の間接金融体制のもとでバブルの崩壊が起こったのは意味が違うわけです。ガラス細工とまでは言いませんが、高度に組み上がっていたものにバーンというショックがかかりましたから、その結果、アメリカでは全面的なクレジット市場の危機にまで一気に拡大してしまった。一度格付が信用できなくなると、すべての市場が機能停止するようなことになってしまった。

いまでもそうですが、かつての日本みたいな伝統的な間接金融が中心の世界で、格付会社が信用できなくなったからといっても、別にナンボのこともないわけですよ、実は。でもアメリカは高度な市場型の金融の仕組みをつくり上げていたから、格付会社が信用できなくなったというのは、極めてクリティカルな話になって、全面的な信用危機へ拡大してしまったということです。

それで、資本市場のチャンネルが完全にダウンするわけです。C P市場とか、もちろんレポ市場とかも。レポ市場というのがアメリカで最大のクレジット・マーケットです。もちろん、国債を担保にしたレポは大丈夫なのです。アメリカの連邦債を担保にしたレポ取引は、いまでもちゃんと行われていますけれども、アメリカ国債以外の金融商品、証券化商品なんかを担保にしたレポ取引は、事実上止まってしまっているわけですね。金融危機の前は、例えば住宅ローン関係の証券化商品であれば、大体97%ぐらいの担保価値の評価で資金調達できたわけ

100のCDOを持っていたら、97ぐらいはそれを担保にして資金調達できたわけです。だから、あと3の部分だけ自分で出資すればよかった。3に対する97だから、要するに30倍強のレバレッジをかけて投資をすることができたわけです。

100に対してどれぐらいの評価をするかというのを、俗に「ヘアカット」と呼んでいますが、危機の前はヘアカット率が、証券化商品でも2%か3%だったわけです。だから、逆に言うと、20倍とか30倍のレバレッジをかけることができた。ところが危機以後は、証券化商品だと40%から60%というヘアカット率になっているので、100のCDOを持っていたても、その40%とか、半分しかそれを担保にして資金調達ができない。したがって、投資をするためには残り半分の50は自己資金で持っていないとできない。つまりレバレッジは倍しかかけられないということです。そうすると、そんなに自己資金はないわけですから、一挙に縮小せざるを得ない。そういうことで、資本市場のチャンネルが完全にダウンした。ただ幸いなことに、アメリカは複数のチャンネルを持っていて、もう一つ銀行を通るチャンネルもある。資本市場というチャンネルがダウンしたいま、全部の負荷が銀行チャンネルにかかるような状況になっているわけですね。

だから、銀行貸し出しは絶対額でいうと増えているのです。ただ、増えていると言っても、これまで二つのチャンネルでやっていた分を全部肩がわりするところまでは拡大していない。通常の場合は、例えばCPを発行して資本市場から資金調達しているという場合でも、いざというときに備えて、クレジットラインというのを銀行との間で結んでおくわけですね。マーケットが問題なくて、CPが発行できているときはCPで調達するのだけれども、何かあってCPの発行が難しくなったら、その分を貸し出してくださいねという、クレジットライン契約を結んでおくわけです。

その契約がいまや全面的に履行されているわけです。銀行は優良企業に対して契約上どんどん貸し付けなければいけないことになって、

銀行貸し出しが増えているのです。が、それはかなりの部分が優良企業向けになっていて、本来、銀行チャンネルしか使えなかったような零細な貸出先に対しては、実質的な意味では銀行貸し出しが減少している。貸出総額が増えているのは資本市場の分が回ってきているからであって、銀行チャンネルしか使えないような零細な中小企業なんかに対しては、やはりクレジットクランチが発生しているのです。信用収縮が起きて、実体経済が悪くなることによって、金融機関のバランスシートが傷んで、金融システムがさらにおかしくなる。そういうネガティブ・フィードバック——金融的アクセラレーターというのは加速ですけれども、その逆の金融的減速化というのですか——そういうメカニズムが働くことが恐れられる状況になっているということです。

### 手詰まり感の米マクロ経済対策

次に、米国政府のマクロ経済政策的対応についてお話しします。こういう金融システムの機能不全と実体経済の悪化が相互増幅プロセスに入っているのではないかと、という懸念が強まる中で、米国政府はそれを食い止めるためのマクロ経済政策的な対応を懸命にとっているわけです。が、はっきりいって、もう手詰まりになってきていることは否定しがたい。まず金融政策に関してですが、危機が表面化して以降、米国の連邦準備制度理事会は、本当に次々に新しい金融政策手段を導入しているのです。準備預金に利子を付すようにした後、Term Auction Facility=TAFを実施した。これは日銀が普通やっているのと同じような手段です。

余談になりますが、アメリカは短期国債(TB)のマーケットが発達していますから、普通は金融調節は短期国債のマーケットでのオペレーション、短期国債を連銀が売ったり買ったりすることで、やっているわけです。それに対して我が国は短期国債のマーケットはありません。短期国債は発行されているのですけれども、事実上それは直接引き受けになっていて、短期国債のマーケットがない。ですから、日本の場合は短期国債TBを売買して、金融調節す

ることはできないわけです。それで、金融機関にあらかじめ長期国債とかの担保を差し入れさせておいて、その差し入れさせた担保の範囲内で、入札で金利を決めて貸し出しをするという形のオペレーションをしています。アメリカはTB市場があるから、そんなことはやっていなかったのですが、やるようになった。日本風の、直接金融機関に貸し付けるような形の調節をやるようになった。もうちょっと長目のタームセキュリティ、担保の貸し付けもやるようになった。

以上の二つは商業銀行に対するものですが、3番目はベアスターンズの破産直後に導入されたPrimary Dealer Credit Facilityというものです。要するに、投資銀行にも最後の貸し手として機能しますよというのですね。商業銀行だけではなくて、プライムディーラーの資格があるような大手投資銀行に対しては、貸し出しをしますよというような制度をつくったわけです、ベアスターンズ破綻直後に。

それから Commercial Paper Funding Facility = CP市場が機能停止しているから、直接連銀がCPを買い上げたり、ABC P、MMMF、Liquidity Facility という同じような趣旨の金融政策を行っているわけです。さらに Money Market Investor Funding Facility とか、Term Asset-Backed Securities Loan Facility とか矢継ぎ早にいろんな新しい金融政策の手段を入れている。一言で言うと、こういう措置を導入することで、連銀自らがリスク資産の大規模な購入に踏み出しているということなのです。

## 二つの非伝統的金融政策を実施

伝統的な意味での金融政策というのは、金利操作で、それもTBとかの安全資産を売り買いすることによって金利を動かすというのが金融政策なわけです。ところが、金利をどんどん緩和の方向に動かしていったら、ゼロまで来てしまうと、それ以上下げられない。そうすると、そこで普通の意味では金融政策はお手上げなのですが、この状況でお手上げとは言えないから、何かやりましょうという話なのです。お手上げとは言わないで、名目金利がゼロになった

後もやる金融政策のことを、一般に非伝統的金融政策とか、非正当的金融政策と言っているわけです。この非伝統的な金融政策として考えられるものには三つあります。

一つは、量的緩和で、これは我が国が実際にやった経験のあることですね。それから、いま触れた、リスク資産を買い入れるというもの。金融政策は普通安全資産の売り買いをするわけですけど、中央銀行がリスク資産を自ら買うというものです。それから3番目に、極端なインフレ目標を掲げて云々、というのが考えられるわけですが、アメリカの連銀は、1番目の量的緩和と2番目のリスク資産の買い入れを実施している形になっています。

ただ、日本の経験から、量的緩和はほとんど意味がないという判断をアメリカ連銀はしているようです。だから、主眼はリスク資産の購入ですね。バランスシートとの関係がありますから、リスク資産を買えば、当然連銀の負債も増えます。そういう意味で量的緩和になっているのですが、ねらいが量的緩和なわけではありません。量的緩和だけがねらいだったら、別にリスク資産を買わなくても、長期国債を買うとかほかにもいろいろ安全資産でできるわけですが、リスク資産を購入した副作用というか、結果として量的緩和にもなっているわけです。日本の場合と同じで、リスク資産を購入して供給した資金の大半は、連銀の準備預金にそのまま積み上がっています。金融機関が連銀に準備預金として積み上げている額のほうが、アメリカ全体の要求払預金の額を超えているところまでできています。

つまり、ベースマネーというか、ハイパーズマネーというか、その供給量のほうがM1の供給量を超えているという状況が、アメリカで起きているくらいに、結果的には量的緩和にもなっているわけです。やっていることは、リスク資産の購入で、それはどういう狙いかというと、とにかくリスクプレミアムが拡大している、だからベースの安全資産金利はゼロかもしれないけれども、実際に企業がお金を借りるときのコストとか、家計が実際にお金を借りるときのコストは、ベースの安全資産金利にリスクプレ

ミアムが積み上がったものになりますから、実際上の家計とか企業からみた資金調達コストは高いわけです。それを下げてやるために、リスクプレミアムの圧縮をねらってリスク資産を買っている、というわけです。これは極めて実験的です。

これは連銀が自ら言っていることですが、こうやっているからといって、うまくいくかどうかかわからない。失敗すれば中央銀行のバランスシートがボロボロになるというリスクがあるわけです。けれども、それをいとわずやっている。それを果敢だというか、無謀だということというのは、今後の評価になると思います。

### 長期投資として財政出動するオバマ政権

こういうことをやっていますが、やっぱり金融政策でこれ以上できることはないのではないかと、ということで、裁量的な財政刺激、つまり財政出動に対する期待がアメリカで高まっています。日本の感覚だと、不況になると財政出動をするのは当たり前みたいに思われるかもしれませんが、少なくとも経済学者の間では、景気対策として裁量的な財政政策を用いることなんてナンセンスだというのがコンセンサスなのです。

それは冒頭にご説明した、第2次オイルショックのときにそういうことをやって、スタグフレーションに落ち込んだという苦い経験があるからです。そうしたことからずっと財政政策を景気対策として使うことは間違っているというのが、2年前までは経済学の常識だったのですが、ここに来てアメリカの高名な経済学者の中でも、財政刺激をやるべきだという声が高まったりしているわけです。

お正月にアメリカン・エコノミック・アソシエーション（アメリカ経済学会）の大会があって、そこでの議論をちょっと聞いてきたのですが、結局のところ、消去法で言っているだけなのです。「今回の景気後退は従来にないすごく大規模なものだ。そういう意味で大恐慌以来だ。金融政策が非伝統的な領域に踏み込んでいるけれども、これ以上追加的な効果があるとは思えない。だから財政政策だ」というよう

なことしか言っていない。言い換えると、積極的に財政政策が有効だという証拠が新たに出てきたとか、そういうことではないのです。

去年の春に、小切手を納税者に送り返すという定額給付のようなことをブッシュ政権がやりましたが、あれもやっぱり消費拡大という面ではあまり期待した効果を上げなかった。「もう財政政策しか残っていないのではないか」「だから財政政策だ」というムードにアメリカもなっていますが、だからといって財政政策が効くという保証はないということで、なかなかマクロ経済政策は手詰まりだというのが、率直なところですね。

オバマ政権も、有効需要創出という意味で、これをやることで300万人の雇用が作られるということを行っていますけれども、ねらいとする分野としては、①健康（ヘルスケア）、医療だとかバイオだとか、そういうところですね。それから、②エネルギー、特にグリーン・エネルギーですね。それから③教育、④インフラストラクチャー、加えて⑤貧困層への支援をしっかりする、こういうところに重点を置いてやる、と言っています。

だから、5番目を別にすると、投資だと言っているわけですね。あくまでも我々は米国に対して長期投資をするのだ、と。それによって米国の潜在成長率を高めることをねらいとして財政出動をするんだという、そういう話をしている。同じ財政出動でもやっぱり戦略性みたいなものがあるか、ないかというのは大違いだと思います。

### 縮小均衡へ向かう世界経済

それでは3番目の日本経済の見通しに行きますが、冒頭で危機の発生原因を議論させていただいたときに申しあげたように、直接の出発点は、世界的な不均衡の拡大です。金融が実体経済を振り回したみたいなことを言われていますけれども、そうではなかった。実体経済面での経常収支のアンバランスが金融をゆがめた。金融だけがひとり歩きして実体経済をかく乱させたのではなくて、やっぱり世界的な不均衡の拡大こそが金融システムをおかしくした

と、私は思っていますが、とにかく直接的には世界的な不均衡の拡大が出発点なのです。

この拡大が曲がりなりにもしばらく維持してこられたのは、やっぱり米国経済の期待成長率が高いというのがあって、米国に投資すれば、高い収益率が享受できるというのがあったわけですね。そういう期待があったからこそ、世界中から資本がアメリカに集まってきていた。世界中から資本が集まるから、大幅な経常収支の赤字を出してもファイナンスできたということで、しばらく続けてこられたわけですね。

ところが、今回の金融危機を契機に、アメリカの期待成長率が高いとか、収益率が高いという期待は、下方に水準訂正されざるを得なくなっているわけです。そうすると、米国が集められる資本の額は減りますから、米国が維持していける経常収支の赤字幅も小さくならざるを得ない。だから、否応なしに世界的な不均衡は是正されざるを得ないというのが、これははっきりしたインプリケーションです。改めていうまでもなく、いま、我々はそのプロセスを経験しているわけです。

世界的な不均衡の是正が進むというのは、好ましいことのようにも思えるわけですが、ただ、求められている構造調整がそんなに短期間でできるような種類の性格のものではないと思われます。したがって、この調整過程の途中では、世界経済は縮小均衡に陥る可能性が高いというか、現に陥っているというのか、陥りつつあるというのか、そういうことだと思うのです。

## 2002年のレベルに戻る日本経済

アメリカは経常収支の赤字を減らさなければいけないのですが、経常収支の赤字だけ減らせばいいのではない。世界中で沈んだ人が一人もいなくて、浮いた人だけいるということはあり得ないわけです。沈んだ人がいなくなるということは、浮いた人もいなくならなければいけないわけですから、アメリカが経常収支の赤字を減らさなければいけないということは、日本を含めたアジア諸国とか産油国は経常収支の黒字を減らさなければいけないという

ことです。少なくともこれまでのように北米市場に過度に依存した輸出主導型の経済成長パターンはもうとれないということが直接的なインプリケーションになっているわけです。

ところが、2002年以降の日本の景気回復というのは、データをちょっとみれば確認できることですが、外需の寄与度が著しく高いわけです。寄与度が非常に高かったところがなくなるわけですから、このインパクトはかなり深刻なものと考えざるを得ない。よくて2002年のレベルまで我々はいったん戻らざるを得ないということですね。

2008年レベルから2002年レベルまで戻るというのは、大変深刻なことだと言えば深刻なことだと言えますが、ただ、この間そんなに実質経済成長率が高かったわけでもない。2002年のレベルまで戻るとしても、「恐慌」と呼ぶのはちょっと大げさだと思いますね。何が恐慌かというのは定義があいまいですけども、イギリスの「エコノミスト」の最近の記事は、「実質GDPが年率で10%落ちないと恐慌と言うのは大げさだ」と書いています。去年の9月－12月期は10%落ちているのではないかとありますから、そこだけ瞬間風速で見れば恐慌的かもしれませんが、年率で10%以上落ちないと、大げさな言葉はあまり使うべきではないと思います。2008年から2002年の水準に落ちても10%落ちたことにならないと思いますけれども、深刻は深刻な事態だということですね。

## 輸出型産業を支えた世界の不均衡

それで、実は日本経済というのは、長らく2部門経済というか、二重構造になっています。一つの部門は輸出型の製造業ですね。もう一つの部門はそれ以外の全部で、製造業の中でも輸出型ではないもの、つまり国内市場向けの製造業と、非製造業が含まれます。大体輸出型の製造業は雇用者数でいうと10分の1未満ですね。10人のうち1人もそこで働いていなくて、残り9人以上がそれ以外の部門で働いているわけです。この2つに分かれた2部門経済にずっとなっていて、前者の輸出型の製造業というのは、国際的にみても生産性が非常に高い。伸び

率もそこそこある。それに対して後者の国内市場向け製造業及び非製造業というのは、低生産性にずっととどまっている。実はこの後者については、2002年以降も生産性の伸び率が回復したという事実は客観的にないわけです。80年代から90年代と同じペースというか、同じ停滞の中にずっととどまっていた。ただ、前者の輸出型の製造業が世界的な不均衡の拡大に乗る形で躍進したから、日本経済が全体として回復したような印象を持っただけで、後者の部門というのは、失われた30年の状態がずっと続いているという感じなのです。

前者は、世界的な不均衡の拡大に乗る形で躍進したと言いましたが、世界的な不均衡は二重の意味で、日本の輸出産業を支えたわけです。二重の意味というのは、一つは直接的な意味で需要を提供してくれたわけです。北米市場が直接的な意味で日本の自動車とか家電製品に対する需要を提供してくれた。

それと、不均衡が非常に大きいと、それを調節するための資本移動が起きるわけで、日本からアメリカに大量の資金が流出するという資本移動の結果、為替が安くなるわけですね。円安に振れるわけです。だから不均衡が拡大していった結果、為替レートが本来水準よりも円安に振れたということでも、輸出産業は支援されていたわけです。だから需要の提供と為替が円安に振れたという、二重の意味で支えられていた。それが消えてしまったわけです。

直近の為替の動きだけ見れば、急激な円高が進んだというのは、方向という意味ではそうだと思いますが、90円というのは本来の経済のファンダメンタルからいうと、全然円高でも何でもないわけです。1ドル110円とか120円というのが、よほど経済のファンダメンタルから見ると、過度の円安だったわけです。だから、過度の円安が正常なレベルに急速に修正されたということなのです。

だから、また100円とか110円になるというようなことは期待すべきではない——為替を予測するのは経済学者がやることではないので、これ以上発言しませんが——。だから二重の意味で輸出産業は支援されていたのが、その

両方が一度になくなってしまったわけですね。もっと言うと、アメリカの過剰消費に対して、けしからんとかなんとか言っていたわけですが、そのアメリカの過剰消費の恩恵を一番受けていたのは一体だれだったのか、という話になるわけです。

## 真の構造改革をしなかった20年

そういうことで、輸出産業に有利な環境が失われたいまの時点で振り返ると、我々は1980年代以来の課題を、実は何にも解決していないということが、残念ながら露呈してきたということです。「脱産業化」とか「情報化」とか言われているような世界の動きに対応する本格的な産業構造の転換というのは、実のところ、一切この20年間やれていなかった、ということが、残念ながら露呈してきたというのが、いまの現状です。

何かさんざん構造改革をやったみたいなのを言う人がいますけれども、何もやっていないんですよ。だって、例えば最大の構造改革が郵政民営化だと言っているわけです。郵政を民営化して、産業構造がどう変わるんですか。産業構造を変えるのが目的なのに、郵政を民営化して何か産業構造がドラスティックに変わりますか？それが最大の構造改革だと言っているわけですから……。要するに産業構造転換につながるような構造改革は一切できていない。しかし、やっぱり問題から逃げられない。逃げたつもりでいたのが、また同じ問題が追いかけてきてしまったというのが現状なわけで、その問題に取り組む以外にないわけです。マクロ経済政策によって、そういう構造調整の過程に伴う痛みを緩和することは考えられるにしても、マクロ経済政策があれば構造調整の必要がなくなるということは絶対あり得ないわけです。

日本の場合、非伝統的な金融政策に踏み込むこととか、財政のサステナビリティはもうないのに、さらにそれを壊すような財政出動というのは、私は弊害のほうが大きいというふうに思っています。長年の宿題に遂に取り組む以外に、再び長期停滞から避ける道はないだろうというのが私の見方です。

## 劣化した実力に見合った経済対策を

最後に「下振れか、水準の劣化か」ということについて説明させていただきたいと思います。

例えば、テストで40点しか取れなかったとするじゃないですか。これは大変な事態なわけですよ。60点以上取らないと単位はもらえないわけですから。試験で40点しか取れなかったら、単位は取れないので、ひょっとしたら落第するかもしれない。40点しか取れないという現状は、非常に大変なことなのです。

でも、そういう現状は大変だからといっても、それにどう対応すべきかということを考える際には、二つの場合を区別しなければいけないと思うのです。一つは、本当は80点ぐらい取れる実力が本人にはある場合です。本当は80点取れるだけの実力があるんだけど、たまたまその日体調が悪かったとか、風邪を引いて熱が出ていたとか、何かそういうことで40点しか取れなかったというときの40点という話と、もう一つ、そもそも40点ぐらいしか取れる実力しかないという場合では話が違います。同じ40点しか取れないという現実を目の前にしても、対応は違ってくるはずですね。

80点取れる実力があるのだったら、体調を回復させればよい。それこそカンフル剤を飲ませればよいわけですが、実力そのものがないのだったら、実力をつける努力をするしかないわけです。そうすると、その例えで日本経済を考えた場合に、日本経済の現状は確かに悲惨なわけですよ。テストで40点しか取れていないような状況で、やっぱり60点とか70点は最低取らなければ困るわけですよ、我々は。だけど、日本経済はそういう状況なのだけれども、日本経済の本来の実力は何点なんですか？日本経済は本来80点取れる実力をいまももっていて、なのに需要不足で40点しか取れない状況に甘んじているんでしょうか？それだったらマクロ経済政策をフル動員して需要を喚起すればいいと思います。

でも、そういうのが10年、15年、20年と続いているときに、本当は80点取れる実力があるんだというのは、ちょっと違うのではないかと

実力そのものが劣化してきて、50点ぐらい取れる実力はあって、それに比べれば少し下振れしているのではないかとさえ言えるとしても、80点取れる実力が40点まで下振れしているわけではない。下振れ部分が10点ぐらいで、80点まで持っていこうと思ったら、あと30点分は構造改革とかそういう性質の取り組みをしない限り、直らないのではないかと。その部分もマクロ経済政策で何とかしようというのは間違っているし、そういうことで10何年間過去やってきた結果が現状だ、というふうに考え直してみる必要があるのではないのでしょうか、というのが申し上げたいことです。

## 質疑応答

**司会・広瀬和彦企画委員(TV東京)** 先生は、日本の内需拡大に対して非常に悲観的な見方をされているのかなという印象を受けました。いわゆる国内向けの製造業、非製造業の生産性を高めるために、我々は何を考えればいいのか。「構造改革」とおっしゃる方は多いわけですが、内需を盛り上げる政策の具体的なイメージがなかなか浮かんでこないのです。この点について、まずうかがいます。

**池尾教授** 私が申し上げている構造改革は、あくまでも産業構造の改編、転換という意味です。もちろん日本の社会経済の仕組みをもっと変えなければいけないところはいっぱいあるとは思っていますが、直接的に申し上げているのは、産業構造を見直すということです。さっきちょっとご紹介したオバマ政策の話ではないですけど、日本もやっぱり一つはヘルスケアだと思います。日本は、いま需要不足で不景気だと言っていますが、例えば日本の医療の現場で何が起きているかということ、需要の不足じゃなくて、供給の不足が起きているわけですね。医師が足りない、看護師が足りない、病床が足りないと言っているわけです。サービスの供給が不足しているから、そのせいで適切なタイミングで治療が受けられなくて、亡くなったりするような事故まで起きているわけですよ。

サービスが十分に供給されなくて、サービスを受けるために人々が行列をつくっているというのは、資本主義とか市場経済での出来事なんですか？社会主義とか計画経済での話じゃないんですかと思わざるを得ない。そういう意味から言うと、日本の医療分野は、実体的に完全な計画経済システムのもとに置かれたような形になっているわけです。医療に関してそれを100%市場原理主義でしろと言うつもりではありませんが、いま申しあげたような供給の不足はあるわけです。

しかし、供給が不足しているのはわかっていても、病院は投資をできないわけですよ。投資したって採算がとれないような価格体系を強制されていますから。治療を受けられなくて困っている人がいることはわかっていても、病床が不足していることがわかっていても、そのために病棟を増設したり何かしたところで経済的に採算がとれない、そういう価格体系のもとに置かれているわけです。そういったところにもう少しマーケットメカニズムを入れるような改革をすれば、病院は投資をできるようになりますし、満足なサービスを受けたいんだけど受けられない、という形で抑えられている潜在的な医療サービスに対する消費需要が拡大するわけですよ。

だから、医療分野に関してもう少し積極的にサービス供給に向けた取り組みができるような環境を整えてやれば、繰り返しですけど、投資が増えると同時に消費も増えるわけで、需要が増えるわけですよ。

そういう需要喚起型の、適当な言葉がないから構造改革と言ってしまうかもしれませんが、そういう取り組みをきっちりやることが、0.1%までしかない金利をゼロにしるとかいうよりは、よほど意味がある話じゃないでしょうか。

**質問** 先生のお話も、日本経済を結果にして、原因に米国金融危機を置かれたお話をなさったと思うんですが、米国の金融危機のみならず、グローバリゼーションにヨーロッパとか、中国やアジアなど世界中が振り回されているわけですね。この話を聞かせてください。

**池尾教授** 最後のほうで申しあげたことに関係するんですが、私個人の思いとしては、日本経済が抱えている問題というのは、米国の金融危機が起こったから初めて発生した問題に直面しているわけではないと思っています。そうではなくて、実は日本経済がいま直面している問題は、少なくとも80年代の初頭ぐらいから直面するようになった問題で、それをずっと抱えたまま何とかしのいで、ないしはごまかしてやってきた。特に直近の5～6年間は輸出型の製造業が好調だったために、何とか覆い隠されていた問題が、米国の金融危機をきっかけに改めて露呈した、ということだと思います。別にアメリカの金融危機の影響で、初めて日本経済が問題を抱えるようになったとかという話ではないというのが、私の基本的な理解です。

金融危機の展開、それから世界同時不況という話でいえば、ある意味でヨーロッパのほうが大変だという議論もあります。世界経済全体をみたときに、まあ、神様は不公平なのかもしれないけれども、やっぱり最初に回復するのはアメリカだろうという見方が強いですね。

アメリカが最初に回復して、その後、日本とかヨーロッパが遅れて回復するというようなパターンになる公算が高いのではないかなと言われたりしています。世界経済はいろんな問題を抱えていて、ご指摘がありましたように、現在の日本経済は世界経済との関わりが非常に深くなっているわけですが、申しあげたように、いま日本経済が本質的に抱えている問題は、きょう、きのう初めて起こった問題ではないんだということを申しあげたかったのです。

**質問** 去年のこの「経済見通し」研究会では、すでにサブプライムローンの問題がやや顕在化していたわけですけど、「デカップリングであるからして、まあ日本経済への打撃は大したことにはなからう」というような解説が多かったように思うんですね。ところがどうもそうではないということで、エコノミストというのは何を考えておられるのか、甚だ不見識ではなからうかなと思っているんですが、それに対する先生のお考えをいただきたいというのが一つ。

それからもう一つ、80年代以降、日本経済はずっといろんな問題を抱えてきたのに、構造改革ができなくて、アメリカの過剰消費のもとで円安を享受して、バブルの経済を享受してきたとおっしゃたわけです。一方で、例えばさっきおっしゃった医療の不合理とか、そういう問題というのがあるわけですが、大体、経済体質の改革とか構造というのは、どっちを向いてやれるのか、そういうことが本当に可能なのかどうか。つまり外的要因のもとで我々はいつも振り回されていると思うわけですが、内在的に政治が旗を振ればそういうことができていくものなのだろうか。いつも日本経済は問題だ、問題だと言い、前川レポートとかいろんなものが出ましたが、何もできていなかったということは、どういう意味なのかということについて、ご見解をうかがいたいと思います。

**池尾教授** 大変厳しいというか……。まあ、日本ではエコノミストと経済学者というのを区別しますから、そういう意味では私は日本ではエコノミストと呼ばれる存在ではなくて、経済学者だと思っていますが……。確かに去年、それから一昨年もそうでしたね、年初と年末がすごく違っていたという年でしたよね。だから年初に思っていたのと、年末がまるで違う状況になった。2008年で言えば、前半まではまだ好況気分が残っていて、それが後半以後急速に暗転したという状況です。まあ、予測とか見通しとかいうのは、それまでのトレンドを伸ばした形の予測をするので、割と世の中が平穏なときには予測がつくし当たりやすいけれども、何か急激な変化があると、まるきり外れてしまうということが、当たり前ですけれども、起こりやすい。そういうことを鮮明にというか、明らかに改めて知らしめられたのが去年だったんじゃないかというふうに思っています。

厳密に言えば、予測とか何かをするときには前提条件を置いているはずですよ。ことはAだからBになるでしょうということを多分言っていると思います。それがAにならなかったから、結果もBにはならなかったということなんだと思いますが、まあ、そういうことで、経済

予測を本職としなくてよかったということですね（笑）。

それから、改革の話ですが、まだ日本は、イギリスでいえばサッチャーが出てくる前の状況なのかなという気はします。何だかんだと言っても日本経済は余裕があって、その余裕をいろんな意味で食いつぶしているのであって、本当にひどくなる状況を経験しないで過ごしてこられるだけの余裕をずっと持ってきた。いまもまだ少し持っているということだと思います。私の年齢を含めて上の人は、ひょっとすると食い逃げられるかもしれないくらいのストックがある。でも、いまの30代以下の世代は、そういう意味では悲惨だと思いますが、まだすべてを失うというようなところからはかなり距離のある状況にいるということだと思いますよね。

じゃあ、もう一段下になって、本当にすべてを失いかねないとなると、サッチャーみたいな人が日本に出てきてちゃんとなるのかというのは、それは保証の限りではないですよ。だから、それこそダメになる国もあれば、良くなる国もあるわけです。日本がどっちに入るかというのは、それは我々の努力次第というか、私も個人的には良くなるように努力をしてきているつもりですけども、それは保証の限りじゃないですよ。もしかしたら、「20世紀には日本という国がありましたけれども、やっぱりアルゼンチン化しましたね」ということで終わっちゃうかもしれない。

それはそうなんですよ、残念ながら。例えば情報革命が進んでいて、20世紀の初頭に重工業化した第2次産業革命に匹敵する変化が起きている。「脱産業化」という表現をされる方もいるし、「情報化」という表現をされる方もおられるけども、そういう第3次産業革命を世界的に迎えているんだと言いながら、日本はモノ作りでいくという選択をしたわけです。逆張り回したわけですね。

それがうまくいったように思っていたんだけど、やっぱりそうじゃなかった可能性も高い。それは国民一人一人の選択とか、いろんなものの合成の結果として、国の運命は決まるわけで

すから、国は栄えることもあれば衰退することもある、一人の国民としては一生懸命頑張りたいとは思っていますが、それは保証の限りではないということです。

**司会** 「エコノミストでないの見通しは…」ということでしたけれども、この会は経済見通しの会でございます。経済学者の先生に聞くのは非常に申しわけないのですが、ぜひヒントとして教えていただきたい。明日、オバマ政権がスタートします。先ほど、世界経済はアメリカが先に底打ちするのではないかという見通しをおっしゃいましたが、アメリカの底打ちの時期ですね、これはどういうタイミングでアメリカは底を打って、どのくらいの角度で反転するかどうかは、ぜひ知りたいところです。大体一番最初に蓋然性が高いアメリカから回復するというシナリオでいうと、そのアメリカの回復する時期についての先生の一つの見通しはございますか。

**池尾** アメリカの中の議論を見ている、明らかに1年半から2年ぐらい、人によって見通しの幅がありますね。一番早いのは、2009年、ことしの後半回復するだろうというもの。みんなが思っているよりも驚くほど早く回復するだろうという見通しを述べている方がいます。それもいわゆる、非常に学術的な研究をして

いるスタンフォードのセンターなんかの予測としてそういうのを出していたりするんですね。いろんな意味での不確実性が高まっているから、いまみたいな形になっているんだけど、そういう不確実性というか、不確実だと思ふような心理が急速に収束しつつあるというふうな研究結果が出ているんですね。

そういうのをもとに、2009年の後半という説が一つある。一方、JPモルガンのCEOなどは「アメリカの場合、住宅ローンだけでなく、個人にかかわるオートローンとかクレジットカードとかのデフォルトが今後増えていくだろうから、2009年いっぱいにはさらに悪くなると見るべきだ。したがって回復は2010年以降だ」ということをおっしゃっている方もいます。アメリカの専門家でそれだけ意見が分かれているわけですから、私がアメリカ経済の回復の時期を予測できるわけがない……。

ただ、私の個人的心情としては、先ほど申しあげたような調整の大きさからすると——後でまた来年の年頭になると不明を恥じなさいいけないかもしれないけど——2009年中でいうのはちょっとなくて、2010年もかなり後半とか2011年じゃないか、というふうに思っています。

**司会** ありがとうございます。

文責・編集部