

Contents

特集：米国版・公的資金論議の行方	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”I want your money” 「税金の投入が必要だ」	7p
< From the Editor > 麻生首相の卓見	8p

特集：米国版・公的資金論議の行方

本誌前号で”September Surprises”という言い方をしたところ、9月最終日の30日朝に飛び切りの大事件が飛び込んできました。「米下院が緊急金融安定化法案を 23 票差で否決」。7000億ドルという巨額の公的資金投入に対し、米国有権者の反発は強く、与野党の首脳間に合意があったにもかかわらず、多くの議員たちが反対に回った結果です。

経済と政治の論理が衝突する構図は、「これぞ金融危機」の本質。特に公的資金投入をめぐる心理の綾は、1990年代の日本の記憶がそのまま蘇るような印象です。このまま世界的な恐慌に至るのか、それとも賢明な判断によって回避されるのか。鍵を握るのは、10年前の日本の経験を活かせるかどうかかもしれません。

9月最後のサプライズ

まず、「否決」のニュースが伝わった9月30日に、共同通信社向けにまとめた筆者の見解をご紹介します。(内容の一部は、本誌9月17日号「2つのセプテンバーサプライズ」と重なっている)。

米国発金融危機

米国の共和党は9月初めにミネソタ州で開かれた党大会で、住宅政策について「われわれは政府による民間金融機関の救済を支援しない」という政策綱領を採択した。自由主義、市場重視、自己責任という共和党の経済観を再確認する文書を機関決定したのだ。

11月4日は大統領選挙だけではなく、議会選挙も同時に行われ、下院議員は全員が改選される。議員たちは自分の選挙区のこと頭がいっぱいで究極の内向き姿勢だ。議会の投票では党議拘束がないから、共和党の下院議員が「造反」するのは不思議なことではない。むしろ、かれらの行動は「党の理念」に忠実であると言えるだろう。

しかし、金融危機が起きている最中で、何よりも重要なのは政治問題にしないことだ。危機の中で「公的資金は是か非か」という神学論争をやってはいけない。「時間」という資源を浪費し、金融問題が長引くと实体经济への影響が底知れなくなるからだ。

デフレ・スパイラルに陥ったり、日本のように「失われ世代」が生じたりする。そうなるからは遅い。それこそ日本の経験が物語る最も重要な教訓だ。米国が貴重な前例を生かすように望みたい。

緊急経済安定化法案の否決という結果を受けて、世界同時株安が始まっている。これを止められるのは、米国議会の叡智だけだ。特に次期大統領候補であるマッケイン、オバマ両上院議員の責任は大きい。さもないと、自らの政権に大きな重荷を先送りすることになる。

公的資金投入の際の議論のポイントは 不可避性、 経営責任、 最小負担 の3点だ¹。しかし、この議論は最初から行き詰まるような矛盾を抱えている。

危機が不可避であることを証明することは不可能である。「市場が暴落するぞ」「責任が取れるのか」と言って反対者を脅すしかない。しかし納税者は、「公的資金が本当に必要だったのか」を心から納得することは難しい²。

税金で救済される経営者に責任を取らせるのは、あたり前のことに思えるが、その部分を厳格にすると、使い勝手の悪い制度となり、金融機関の側が利用しにくくなる³。

公的資金の規模は小さいほうがいいが、提示するときにはできれば金額は大きく積んで、実際には行使されないのが望ましい。今回の議論では、当初の7000億ドルを分割する「逐次投入」であり、仮に成立したとしても効果は著しくそがれる内容だった。

公的資金を投入する時には、世論は血に飢えるものだ。つまりスケープゴートを求めてやみない。かつての日本がそうだったように、今後の米国も逮捕者が出るなど、後味の悪い展開になるのではないか。

米国経済が底入れするまでには、2年ぐらいはかかるだろう。確かに、米国は、他国の忠告を受け入れない傾向があるが、「みずからの失敗から学習する偉大なる能力を持っている」。今回の株式相場の暴落で米国が何を学ぶか。米国の自己改革能力に期待したい。

(双日総合研究所副所長 吉崎達彦)

¹ 分かりやすく言い換えれば、「しょうがないから」(不可避性)、「落とし前はつけさせるから」(経営責任)、「その方が結局は安上がりになる」(最小負担)と言って説得することになる。

² 法案否決の翌日に株価が777ドルも暴落したことで、図らずも警告の正しさが立証されることになった。

³ これはまさしく、日本が体験したことである。1998年3月末の公的資金注入は、銀行からの申請を待たず中途半端な結果に終わった。同年秋に成立した金融再生法により、強制的な資本注入が可能になり、1999年3月に再び大規模な公的資本投入が行われた。しかしこの間に、長銀と日債銀が経営破綻してしまった。

米国政治は指導力が欠如？

否決という結果を受けて、一斉に米国議会に対する非難の声があがった。世界同時株安によって巨額の富が失われ、世界中に迷惑をかけるとともに、米国経済自体が大きなものを失った。世界における米国の指導力の失墜、といった文脈での批判も少なくなかった。

たしかに経済面から見ればその通りである。だが、米国の政治システムとしては、間違っただけをしたわけではない。法案成立を目指す政府（ホワイトハウス）に対し、立法府（議会）は「ウォール街を税金で救うなんてとんでもない」という国民の声を代弁した。**米国の政治システムは、チェック&バランスを旨として設計されている**。その意味では、否決は「米国政治がまともに機能している証拠」と見ることも出来る。

実際に、有権者の怒りは強烈なものがあつた。筆者がいつも定点観測している政治マンガサイト、「Daryl Cagle's Professional Cartoon」(<http://www.cagle.com/>)では、わずかな期間に「Bailout」（救済策）ネタがずらりと並ぶことになった。

ウォール街の「Bad Debt」を乗せたトラックがゴミ処理場に入っていく。管理人は「まあ、適当に置いてよ」。その先には「National Debt」という巨大な山が...

いつもの朝の食卓の風景。夫が妻に何気なく「今朝の新聞のBailoutセクションを見せてよ」。(なんと新聞には「救済欄」ができてしまった！)

1980年代に「規制を緩和しろ」と言っていた銀行員。2008年には洪水におぼれかけていて「政府はどこへ行ってしまったんだ！」と叫んでいる。

ウォール街の窓から飛び降りる人たち。地面に激突する瞬間に「Treasury」と書かれた巨額な札束の上に落ち、そのまま何事もなく去っていく。

沈み行く豪華客船。一般先客を尻目に、ブッシュ大統領が「Bailout」とかかれた救命ボートに乗り込んで「バンカーが優先です」。

こうした素朴な「怒り」に加えて、法案そのものに対する個別の批判も質量ともに相当なものがあった。

左派からは、銀行のCEOたちの高収入は変わらない、国内企業のみならず、海外の企業を救うことにも税金が使われる、住宅を差し押さえられた人たちは救われない、金融界に対する規制強化案が盛り込まれていない、などの異議申し立てがあった。

右派からは、これでは社会主義政策である、政府と市場の關係に歪みが出る、財政負担が巨大になる、ウォール街の不法行為を温存することになる、などの批判があった。これらの指摘に、ひとつひとつ答えていくことは容易ではない。

思うに、これが金融機関に公的資金を投入する際の難しさなのである。根本的なパラドクスは、「**法案が失敗すれば経済が破綻する。成功すれば政治が立ち行かない**」ことだ。法案がスイスイと成立するようだと、民意の立場がなくなってしまうのである。

政治と経済の世界の間には、一種の「バカの壁」がある。経済の面から見れば、法案否決は地獄への扉を開ける愚かな行為といえる。が、政治の面から見れば、法案を通すことは議会政治の自殺となってしまう。

そして米国が金融危機から立ち直るためには、この「民意」を味方につけるより他にはない。何となれば、日本がそうであったように、不良債権処理には長い月日が必要になるからである。

「TARPの世界」は地雷原

本稿執筆時点では、法案は修正の後で上院を通過したものの、成立するかどうかは分からない。先の下院の採決は23票差であったから、12人が賛成に回ればいいので、おそらくは通るだろう。そうやって「二度手間」になることは、馬鹿らしく思えるし、コストも巨大である。が、長い目で見れば必要なプロセスとなるはずである。

とはいえ、成立したとしても、この不良債権買取策("The Troubled Asset Relief Program" = TARP)には問題点が山積している。以下、いくつかのポイントを指摘しておく。

(1) 財務長官は誰になるのか？

TARPは、「財務長官に7000億ドルを託す」というおそろべき法案である。これが通った瞬間に、ポールソン財務長官は「75兆円の男」になる。公的資金を使って、誰から、いくらで、どんな風に不良債権を買うのかは、法律にはきわめてファジーにしか書かれていない。柔軟性を担保するためだが、まかり間違えば超巨大汚職事件となってしまう。

しかもポールソンの任期は来年1月19日までである。後任の財務長官は次期大統領が選ぶ。しかし、「75兆円の男(or女)」を選ぶというのは、恐るべき作業になるだろう。どうやって候補者を選び、どうやって「身体検査」を行い、どうやって議会が承認するのか。さらに、次期財務長官が決まるまでの「空白期間」をどうするのか。ポールソンとの引継ぎはうまくいくのか、などの問題点がある。

マッケインが当選した場合は、押し倒してポールソンに再任を迫るだろう(本人は「もう疲れた」と言うかもしれないが)。しかし、この間にポールソンの評判が急落する可能性もあり、そのときになって民主党議会が「承認しない」と言い出すかもしれない。その場合、普通の人間に務まる仕事ではないので、次のタマ探しは難しくなるだろう。

オバマが当選した場合は、民主党多数議会を背景にしているだろうから、しかるべき人間を立てれば承認は楽だろう。ただし、「75兆円の男 or 女」を決めるのは簡単ではないはずである。おそらくルービン元財務長官の弟子筋から選ばれるだろうが、議会やマスコミのチェックは相当にきついものになるだろう。

(2) 買い取り価格はいくらになるのか？

銀行が抱えている”Troubled Asset” = 問題資産が、仮に、簿価で 100 ドル、満期保有価格で 90 ドル、時価で 70 ドル、投売り価格では 40 ドルであるとしよう。さて、米財務省はいくらで買い取るべきだろうか。

現時点では「が適当だろう」ということになっている。それであれば、銀行は差し引き 10 ドルの損を出すだけで、問題資産をバランスシートから消し去ることが出来る。これならば話は簡単である。

これを で 買うことにすれば、銀行の損は 30 ドルに広がるが、逆に政府としては買い取った資産を満期まで持ち続けることで 20 ドルの利益が出る。サブプライムローンの延滞率は現在でも 2 割前後であるから、デフォルトになる比率はかなり少ないと見られている。政府には倒産の心配がないから、資産を持ち続けて儲けを目指すことができるのだ。

ただし銀行側としては、「30 ドルの損を出してまで、問題資産の処理はしたくない」と考えるかもしれない。それでは不良債権の買取が進まないことになってしまう。要するに「効率的な救済を目指すと、納税者負担が増えてしまう」というトレードオフが成り立つのである。

当然のことながら、納税者からは「政府は で 買うべきだ」という声が出るだろう。ただし、それではせっかくの 7000 億ドルも宙に浮いてしまうことだろう。

(3) 結局は資本注入が必要になるのではないか？

銀行が抱えている問題資産を政府が買い取ったとして、後に残ったのが過小資本の銀行ということになれば、金融不安は終わらないことになる。だとしたら、最後は金融機関に優先株を出させて、政府が買い取るしかないのではないか。ジョージ・ソロスなどは、最初からそうした方がいいという意見である。

とはいえ、銀行の経営にまで政府が参加することは、またまた猛烈な反発を食らうだろうし、これまた膨大な金額が必要になるはずである。

(4) 司法が介入するとどうなるか？

日本でもあったことだが、不良債権問題を追及していくとかならず司直の手が伸びることになる。すでにリーマンブラザーズ社には FBI が捜査に入っているとのことだが、おそらく（程度問題ではあるが）違法行為が発覚するだろう。

そうなると、有権者の怒りをますます煽り立てることになる。公的資金投入というときには、世論は殺伐としたものになり、スケープゴートを追い求めるようになりがちである。対応を誤ると、ますます解決は遠のくことになるだろう。

大統領選挙はオバマが優勢に

一連の危機は、大統領選挙の趨勢にも影響している。下記は毎度お馴染みの”intrade.com”のこの1ヶ月の変化だが、9月中旬には「ペイリン効果」で50セントを割り込んでいたオバマ株が、ここへ来て65セントへ高騰している。言い換えれば、半月前には勝率5割を割っていたオバマが、今では「2対1」でマッケインをリードしているということだ。

intrade.com でオバマ株が急騰



9月15日の「リーマンショック」以後の金融不安は、民主党にとって追い風になっている。「これは2期8年の共和党政治が招いたこと」なので、民主党議員は評判の悪いTARPに賛成することにも抵抗が少ない。特に今回の事態は、「1999年のグラススティーガル法廃止」が遠因であるという指摘があり、そうだとすると規制緩和を進めてきた共和党にとっては痛手となる（マッケインはもちろん同法の廃止に賛成している）。

法案成立を目指すオバマの態度が、一貫してブレなかったことも大きい。特に法案否決直後にネバダ州で行った演説は、「これはウォール街の危機ではなく、米国の危機だ」と国民に協力を呼びかける”Presidential”なものであった。ブッシュ大統領の説得に迫力がなく、下院共和党の大勢が反対に回る中では、こうした姿勢は光るものがあった。

それとは対照的に、マッケインの対応は経済を苦手とすることも手伝ってか、いささか迷走気味であった。「カントリーファースト」を標榜して選挙運動を中断し、法案成立のために超党派の協力を呼びかけたまでは良かったが、合意形成にはあまり役に立たなかった。「第1回のテレビ討論会に出る、出ない」と揉めたのも、「実はキャンペーンファーストなのではないか」という疑念を残した。

11月4日の投票日を1ヵ月後に控え、両候補の明暗がやや分かれてきた模様である。

< 今週の”The Economist”誌から >

”I want your money”

Cover story

「税金の投入が必要だ」

September 25th 2008

* 今週号の”The Economist”表紙は、アンクルサムに扮したポールソン財務長官が、”I want your money.”とすごんでいます。これも法案否決の一因になったのでしょうか？

< 要約 >

世界を救う仕事は報われない。7000億ドルの救済策は誰をも不機嫌にする。左派は納税者を犠牲にしたウォール街救済を批判する。右派はこれでは社会主義だと悪態をつく。経済学者は技術論をつつき、政治学者は権限が強過ぎると叩く。ブッシュがテレビ演説を行い、オバマとマケインは選挙活動を中止した。それでも議会は拒絶するかもしれない。

支出するのは、イラク戦争を賄えるほどの金額である。誇りある資本主義者ならば誰もが救済には戸惑うところである。しかしこのプランは効くだろう。そして何もしなければ、金融崩壊や世界同時不況を招きかねない。救済策のコストははるかに安上がりだろう。

米国の金融システムには2つの病がある。住宅価格の下落によって穴のあいた巨額の証券を有していること。それが資本不足を招いていることだ。2007年8月から1年、バーナンキは負債の流動化に努めたが、9月17日のリーマン破綻とそれに続くAIG国有化以来、市場の信頼は失墜した。このままでは消費者も企業も疑心暗鬼のスパイラルに陥るだろう。

ポールソンのプランは傷ついた債券を買うことを主眼とする。大量に買い続ければ、値段は上昇しよう。そうやって銀行の資本構成を改め、投資家を呼び戻し、金融システムを修復する。今週、パフェットや三菱UFJが、ゴールドマンやモルガンに出資を決めた。

政府が金融システムを支援すれば、パニックと悲観の蔓延を防ぐことができる。納税者は、勤労者であり消費者でもある。7000億ドルはGDPの6%に相当するが、一部は戻ってくるだろう。失業率が20%になり、GDPの16%が失われた大恐慌に比べれば小さなものだ。1990年代の日本は、このメカニズムを用意するのに7年を要している。

銀行に直接、資本注入して株を得る方が良いというエコノミストもいる。それでも危うい状態にある銀行は参加しないかもしれない。住宅価格がさらに劇的に下落すれば、株価はさらに下落するだろう。政府が株を得るとなれば、民間の投資家が怖れるだろう。

ポールソンのプランにも欠点がある。八百長取引は止められないだろう。納税者は損をするだろうし、銀行は愚行が報われる。それでも、すべてを市場に委ねるリスクに比べれば小さく見える。モラルハザードよりも、投資家のリスク回避の方が問題は大きい。

とはいえ、政治は残虐である。「問題を起こした人にお金を注ぎ込むのか」「介入で長期的安定は得られない」「住宅価格の下落は止められない」プランが失敗すれば経済は破綻、成功すれば政治が破滅する。起こらない大恐慌は有権者が気づいてくれない。

ポールソンの原案には家の持ち主への救済策がなく、迅速な支出権限を当然のこととし

た。しかし説明責任が伴っていない。不満が出てから、監視機構の設置などで修正した。更なる修正が必要になりそうだ。理想を言えば、譲歩を長引かせてはいけない。プログラムが煩雑になって失敗することがあってはならない。

ポールソンのプランは完璧ではない。だが、充分によくできている。それが失敗に終われば、再び市場は深淵を覗くことになる。議会は速やかに成立させるべきである。

< From the Editor > 麻生首相の卓見

TARP をめぐって米国内が喧しかった 9 月 25 日、首相の印綬を帯びたばかりの麻生太郎氏は、ニューヨークに乗り込んで国連総会に出席しました。首相としての初仕事でしたが、以下はその演説の冒頭部分です。

この度ニューヨークを訪れて、私はバンカー(銀行家)について昔聞いた話を思い出しました。バンカーには、いつも 2 種類しかいないそうです。少ししか記憶できないバンカーと、まったく何も記憶できないバンカーと。

金融に、マニアとパニックが相伴うこと、形あるものに、影の従う如くであります。一定の間隔を置いて、マニアは必ず胚胎し、パニックを招来します。

今から 10 年前のちょうど 9 月、世界は一度、流動性を突如失う悪夢を見たはずでした。この四半世紀余り、東京はもとより多くの国、市場を舞台としながら、マニアとパニックは数年おきに、あたかも終わりのないロンドを奏でてきたかに見えます。

この度の熱狂において、東京は比較的素面(しらふ)でありました。が、これとて、1980 年代から 90 年代にかけしたたかあおった酒の宿酔(ふつかよい・a hangover)が過剰債務(a debt overhang)となり、これに苦しむこと、あまりの長きにわたったゆえだつたに過ぎぬと言っていいでありましょう。

まこと、ロンドに終わりはなく、人類は、遠からず同じ旋律を聞くに違いあるまいと思います。そのたび 1 インチであれ前進し、賢明になろうとするほか、対処の方法はありません。

国際金融の仕組み(アーキテクチャー)を巡る侃々諤々(かんかんがくがく)が、いま一度始まるものと思います。日本として、持てる経験と、知識の貢献に心がけたいものであります。

「つかみ」のジョークはタイムリーですし、金融の本質を「マニアとパニック」と言い切っているのもなかなか鋭い。バブルの生成と崩壊の過程を「ロンドに終わりはない」と表現しているのもお洒落です。今までに国際舞台で、こんなスピーチをする日本の首相がいたでしょうか。もっとも日本の新聞が伝えたのは、「バブルの経験を生かして金融危機に貢献」という要旨だけでしたけれども。

内閣発足から 5 日で辞めてしまう大臣がいたり、野党に対してやたらと喧嘩腰であった

り、なかなか褒めるところが見つからない麻生首相ですが、この国連演説はまごうことなき傑作であったと思います。皆様も是非、全文をご参照ください。

http://www.mofa.go.jp/mofaj/press/enzetsu/20/easo_0925.html

* 次号は 2008 年 10 月 17 日（金）を予定しています。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03)5520-2195 FAX: (03)5520-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com