

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：国際金融危機の中間報告	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”The better part of valour” 「勇気よき部分」	7p
< From the Editor > 景気対策のあるべき姿	8p

\*\*\*\*\*

## 特集：国際金融危機の中間報告

先週末は G20 の財務相・中央銀行総裁会議が行われ、今週は AIG の幹部へのボーナス支給が全米で怒りを呼ぶなど、金融の世界はあいかわらず多事多難です。でも気がついてみたら、事の発端である昨年 9 月 15 日の「リーマンショック」からもう半年が経過しています。「どんな嵐の中であっても、時は過ぎる」<sup>1</sup>とばかりに、さすがに危機にも慣れてきた。3 月初旬にバブル後最安値をつけた日経平均も 8000 円近辺まで戻しています。

とりあえず心理面の「危機モード」は一服したとして、これからは慢性化してしまった「危機」に対処していかなければなりません。発生から半年を経過した「金融危機」の現状と今後の展望についてまとめてみました。

### 意外と距離がある「7」と「20」

不思議な偶然というべきか、2 月 14 日のバレンタインデーには G7 会議がローマで行なわれ、3 月 14 日のホワイトデーには G20 会議がロンドン近郊で行われた。別に G20 が G7 の「お返し」というわけではないが、G7 はバレンタインデーのように古い歴史を持ち、G20 はホワイトデーのごく最近になって誕生した。従って世間の男性の大多数は、バレンタインデーの到来はしっかり認識しているものの、得てしてホワイトデーをスカッと忘れてしまって顰蹙を買う<sup>2</sup>。が、G7 にこだわって G20 をないがしろにすると罰が当たるであろう。今や G20 の方が重要な存在となっているからだ。

<sup>1</sup> シェイクスピア『マクベス』の中のセリフであったと思うが、自信がない。

<sup>2</sup> 筆者の場合は、会社の分はちゃんと覚えていたのに、家庭内の分を忘れてしまった。

G20 の首脳会合は、昨年 11 月 15 日にワシントンで第 1 回会合が行われた。間もなく 4 月 2 日にロンドンで、第 2 回の首脳会合が行われる。「リーマンショック」以来の国際金融危機に対する国際協調は、この 20 カ国が舞台となっている。

新聞報道をもとに、G7 と G20 の声明骨子を比較してみよう。下記の 2 つを見比べると、たいして中身が違っているとは思われない。

#### G7 声明骨子 (2月14日、ローマ)

- ・ 世界経済と金融市場の安定が最優先課題。政策手段を総動員
- ・ 2009 年中は世界経済の低迷続く
- ・ 財政政策は各国の一斉行動で効果高まる。財政出動を前倒しで迅速に実施
- ・ 内需と雇用の刺激には適切な歳出と税制の組み合わせが重要。中期的な財政の持続可能性と整合させる
- ・ 中国の財政出動と人民元柔軟化を評価
- ・ 過度な為替変動は成長に悪影響。市場を注視し適切に協力
- ・ 保護主義的な通商政策の回避を約束

#### G20 共同声明骨子 (3月14日、ロンドン)

- ・ 経済成長の回復に必要な努力を継続する
- ・ 金融機関の健全性確保のため、あらゆる必要な行動をとる
- ・ 中央銀行はあらゆる金融政策手法を活用し、必要な限り緩和的な政策を維持する
- ・ ヘッジファンドと格付け会社に登録制を導入し、情報開示を徹底
- ・ 途上国支援のため、国際通貨基金 (IMF) の財源強化を急ぐ
- ・ 有力金融機関に対する国際監視団の創設に向けた協議を継続する

ただし 7 カ国の意見と 20 カ国の意見ではまるで重みが違う。参加国の GDP を合計すると、7 カ国では全世界の 5 割程度だが、20 カ国では 85% にもなる。外貨準備も、日本以外の G7 国ではそれほど多くは保有していない。そして今後の景気回復にしても、BRICs に代表される新興国の動向に懸かっている部分が大きい。

とはいえ、7 人しかいない取締役だけで合意を得ることと、20 人の執行役員全員で議論をする場合では、おのずとかかる時間やコストが違ってくる。G7 はかつて知ったる先進国同士ゆえ、気兼ねのない議論ができる。しかし今の世の中、7 カ国だけでは物事が決められない。それではと 20 カ国が集まると、今度は中国やインドといったうるさ型がいるので、議論の集約は容易ではない。中には、「わが国は被害者である」というスタンスの国だってあるわけで、すべての参加国が「責任あるステークホルダー」とは限らない。

3 月 14 日の会合では、案の定、「景気刺激策の数値目標」や、「金融規制の具体策」といったややこしい問題は先送りされた。やはりお金の話は、大勢では話しにくいものであるし、先進国と新興国の立場にも開きがある。それでも今日の国際金融危機は、あくまで G20 の枠組みで解決していくほかはない。ちょうど貿易交渉の分野において、WTO の加盟国が急増したためにドーハラウンドが難航しているのと同様に、金融分野も新しいルールに慣れていかなければならないのである。

## 日本の景気対策もギアシフト

日本の立場に着目すると、2月のG7と3月のG20では役者が入れ替わることとなった。2月14日のG7では、中川昭一財務相が酩酊状態で記者会見をして辞任し、3月14日のG20では、「ここ2年間、お酒は飲んでいない」という与謝野馨財務相がデビューすることになった。事故のような交代劇であったが、それが意味するところは小さくない。

まず新旧の財務相の性格が、G7とG20のように好対照を成している。中川氏は積極財政論者であり、与謝野氏は財政再建論者である。その中川財務相の下で打ち出された景気対策（一次補正、二次補正）は、表向き「総額75兆円」（オバマ政権の7870億ドルより大きい！）ということになっているが、その大部分は貸し渋り対策などの金融措置であって、財政支出という真水は12兆円程度であった。その後を受けた与謝野氏は、「財政タカ派」ではあるものの、「戦後最大の経済危機」に対して、「史上最大規模」の景気対策を打つことになりそうだ。

すでにG20に先立って行なわれた日米財務相会談の席上で、与謝野財務相は「GDPの2%」に当たる財政出動を公約している。日本のGDPの2%というと約15兆円程度であるから、数字合わせ的にはあと3兆円の追加支出で足りることになる。しかし「GDPマイナス二桁成長」という現況を考えると、期待値としては「真水で10兆円以上」「事業規模で20兆円程度」ということになるだろう。

ここで重要になってくるのが、与謝野氏が「財務兼金融担当兼経済財政担当相」という3つのポストを兼ねるスーパー経済大臣であることだ。追加景気対策を実施する上で、官邸側と財務省側の責任者が同じなのだから話が早い。おそらく平成21年度予算が成立し、4月2日のG20首脳会議が終わった直後から補正予算の編成が始まるだろう。ということは、春先の解散・総選挙の可能性は非常に低くなったということになる。

もっともこのような人事は、危機的な状況においてのみ許されるものであろう。なぜなら、春以降には平成22年度予算の編成が始まることになるが、ここで官邸と財務省の関係が微妙なものになる。従来、財務省が握っていた予算編成を、官邸主導にするために生み出された仕組みが「経済財政諮問会議」であり、「骨太方針」である。ところが官邸と財務省の責任者が同じとなると、2001年の省庁再編以前のように、「予算は財務省主計局に丸投げ」ということになりかねない。

話を戻して、追加景気対策にはいくつもの追い風が吹いている。意外な伏兵は、「西松建設の違法献金問題」により、これまで「ねじれ現象」で滞りがちであった国会審議が一転して無風状態になっていることだ。とはいえ、ゼネコンに関する疑惑がある中で、「景気対策のために公共事業を増やせ」という話になるかどうか。今後の捜査の進展次第では、この点が景気対策論議にとっての障害となるかもしれない。

## 「米国は日本ではない」？

さて、問題は米国経済だが、状況面でも政策面でもあまり進展が見られない。本誌 2 月 20 日号「日米の不況と経済対策」で述べたように、今日の米国においては「財政出動は控えめに、金融処理は迅速に」が正しい処方箋になるはずである。

ところが、肝心の金融安定化策の具体策が見えてこない。「銀行の国有化」はあまりにも世論の反対が強く、「官民共同ファンド」による不良債権買い取り策には政府の資金が少な過ぎ、「バッドバンク構想」は複雑過ぎて広範な支持を得られない。NY ダウ平均はオバマ政権発足後に 2 割程度低下し、市場は金融安定化策を催促しているように見える。

ところが米国内の経済対策論議は、いつも「1930 年代の大恐慌時代」が出发点になっている。その結果、ケインズ的な政策に重きが置かれ、財政出動というボタンが押されることになる。しかし「日本の経験」をベースに考えるならば、むしろ金融処理のボタンを押さなければならない。にもかかわらず、「日本の経験」と比較することは、今日の米国では不人気のアイデアなのである。

象徴的な事例として、Foreign Affairs 最新号の巻頭に掲載されている”The Japan Fallacy”（日本の誤解）という論文がある<sup>3</sup>。「今日の米国における金融危機は、日本の失われた十年とは違う」という趣旨であり、筆者のリチャード・カッツは、「東洋経済」誌の米国特派員を長く続けており、日本の金融危機に関する著作もあるジャーナリストである（エコノミストではない）。

日米の金融危機の違いに関するカッツの指摘は大筋以下の通り。

- ・ 2008 年の米国金融危機は、1990 年代の日本の長期低迷とは違う。日本のそれは構造的な問題であったが、米国は規制緩和という政策の失敗によるものであり、実体経済に問題は少ない。
- ・ 米国は 1990 年代から、サブプライムローンや CEO の年収、デリバティブズなどを規制すべきだったが、金融界のロビイングもあって民主党、共和党ともにそれができなかった。
- ・ 不動産価格の上昇と下落は、米国では日本ほど激しくなく、不良債権の規模は相対的に小さい。それが時価会計の問題などによって損失が拡大した。
- ・ 政策対応の速さでも米国は日本とは違う。公的資金投入や財政出動も素早く、危機管理に優れている。
- ・ 両者の比較から学ぶべきは、金融の安定は経済にとって重要である、米国で必要なのは十分な規制である、（一般の認識とは違い）財政政策は有効である、ということ。
- ・ 米国も『失われた十年』を迎える、などと怯えることはない。間違った政策（規制緩和）で生じた問題なのだから、正しい政策（規制強化）によって修復することができる。

<sup>3</sup> <http://www.foreignaffairs.com/articles/64823/richard-katz/the-japan-fallacy>

## 日本の経験との共通点、相違点

この論文は、いろんな意味で不十分であると思う。少なくとも、ハンティントンの「文明の衝突」論文やクルーグマンの「アジアの奇跡は幻想」論文により、国際的に大きな反響を呼んだ”Foreign Affairs”の掲載論文としてはいささか力不足ではないか。

まず日米の金融危機を比較するなら、以下のような共通点を挙げることができる。

- ・ いずれも不動産価格の下落によるバブル崩壊現象である。
- ・ 金融危機が、实体经济に影響を及ぼしている。
- ・ 対策として、政府が大規模な財政支出を行なっている。
- ・ 世論は金融機関に対して怒っていて、公的資金投入に消極的である。

これらの点において、米国は日本の事例から多くを学ぶことができるだろうし、少なくとも米国経済の前途が「失われた十年」となる懸念がゼロとは言い切れないはずである。

また、日米の金融危機の相違点として、以下を指摘することもできる。

- ・ 日本では不良債権が発生したのは一部の企業であったが、米国では主に家計部門に巨大な債務が発生している。日本経済は企業の再生とともに復活したが、米国経済は時間をかけて家計部門のバランスシート調整を行なわねばならない。
- ・ 日本の金融機関は（表向きの態度とは違って）かなり正確に不良債権の実態を把握していたが、現在の米国では、金融商品の中身を正確に把握すること自体が難しく、不良資産の規模は1~2兆ドルから5~6兆ドルくらいまで諸説入り乱れている。
- ・ 日本の問題は国内に限られていたが、米国の問題は全世界に広がっている。サブプライムローンを含んだ金融商品の買い手には、海外の投資家が多く含まれていたし、欧州の金融機関などは、中東欧の金融危機という形で二次災害に見舞われつつある。
- ・ 日本の場合は、不良債権処理に必要な資金を国内で調達している。政府は赤字国債を大量に発行したが、そのほとんどを国内で消化できた。現在の米国の場合は、今後発行が増加する米国債の買い手として、中国や日本など海外に多くを期待しなければならない。

これらの点に注目すれば、今日の米国の方が過去の日本よりもはるかに深刻な状況だということになる。というより、この見方に対する異論がそれほど多いとは思えない。カッツもさすがに、「だから米国経済は大丈夫だ」とまでは言っていない。それでも、1990年代に日本の金融問題取材して、その愚劣さをよく知っているカッツとしては、「まさか米国があれと同じになるとは信じがたい」のであろう。そして米国人読者の多くも、そういう気分を共有しているのではないかと思う。

## 金融叩きボビュリズムの誘惑

ところが、米国の状況は日に日に「日本の経験」に似てきている。そのことをさらに感じさせたのがこのニュースである。

経営再建中の米AIG、幹部400人に160億円...米紙（読売：3月16日）

15日付の米紙ニューヨーク・タイムズは、米政府の管理下で経営再建中の米保険大手AIGが、約400人の幹部社員に対し、2008年分のボーナスの一部として計1億6500万ドル（約160億円）を同日中にも支給する計画だと報じた。

1人あたりの最高支給額は650万ドル（約6億3700万円）。米財務省が考え直すよう求めたが、AIGは「雇用契約で支払いが義務づけられている」と説明したという。

AIGは政府などから計4回、1700億ドルを超える支援を受けており、政府や議会からの厳しい批判が起きそうだ。

公的資金で経営再建中の米保険最大手のAIGが、幹部社員にボーナスを大盤振る舞いして世論の輦轡を買っているわけだが、まさに「ウォール街の常識は世間の非常識」。オバマ大統領までもが滅多に見せない怒りを顕わにし、ガイトナー財務長官は「ボーナスの返還が追加支援の条件になる」と表明した。

とはいえ、この手の「金融叩き」は後で祟るといのが「日本の経験」である。日本もかつて、住専の経営者や総会屋に利益供与をしていた銀行に非難が集中した。それがどんな結果を招いたかといえば、公的資金の投入が遅れたり、経営再建のための人材が散逸したりといった形で、金融危機を長期化することにつながった。「金融問題における勸善懲悪は悪魔の囁き」なのである。

AIGのボーナス支給は、確かに納税者を憤激させる話であるけれども、使われる1.65億ドルは全体の支援額1700億ドルから見ればごくわずかな金額である。このボーナスを召し上げることによって訴訟を招くとか、人材の流出を招くといった事態は、オバマ政権としても望むところではないだろう。ところが、世論の怒りはあまりにも強いので、指導者としてはつい流れに棹を差すことになってしまう。さもないと、支持率の低下という形で政治的なコストを支払うことになるだろう。

結局、米国は着実に日本の轍を踏みつつあるように見える。できれば「日本の経験」を有効に活かして欲しいところだが、日本としても過去の経験をきちんと総括しているわけではなく、反面教師としても役に立ちにくいのが心苦しいところである。

米国は「みずからの失敗から学習する」という偉大な能力を持つといわれる。しかるに他人の失敗から学んだり、他国の忠告を受け入れたりすることが得意とは言えない。従って今回も、ある程度の回り道をした上で正しい答えにたどり着くのではないだろうか。

なるべくなら、米国の回り道が短く済むことを祈りたいものである。

## < 今週の”The Economist”誌から >

”The better part of valour”

「勇気のよき部分」

Leaders

March 14<sup>th</sup> 2009

\* 前例のないことだけに「G20 で何をなすべきか」は難しいテーマです。20 カ国に対する”The Economist”誌の提言は、「2つの課題に専念せよ」です。

< 要約 >

4月2日のG20 ロンドン首脳会議には、錚々たる顔ぶれが集まる。誰もが一言いいたい問題ばかり。しかし、今は規制の再構築や将来の危機を云々すべきときではない。救わねばならないのは世界経済の貿易システムだ。家が燃えているときは、火事の再発防止ではなく、鎮火に専念しなければならない。

来るロンドン首脳会談は、ブッシュ政権末期にワシントンで行われた会合の第二幕である。成果といえば漠然とした確認程度であり、もっとも有益だったのは既存のG8に中国、インド、ブラジルといった新興国を含めたこと。それ以来、世界経済は不況に沈んだし、各国政府にはプランを練る時間があつた。多くの人々が会議の成功に期待している。

そんなことは百も承知で、ブラウン英首相が采配を揮う。景気を刺激して保護主義を拒絶するのみならず、IMFなどの金融機構を増強し、規制を刷新し、早期警戒システムを創設し、貧困を救済するという。まるで不調の経済が、政府の意思に跪くと言わんばかり。

こだわり過ぎると、政治家たちの努力が損なわれることになるだろう。時間は1日しかなく、人も時間も足りない米国スタッフには、会議を主導する準備ができていない。議題が大きいと参加者の関心も高くなるが、異論も多くなる。米国は、欧州が国際規制システムを求めることで主権を脅かされないと疑念を持つ。欧州は、米国が財政支出を呼びかけることに同意しない。アジアは、危機を起こした米英を批判する一方で、IMFの運営には一家言あるので単なる増資は望まない。タックスヘイブンや銀行員のボーナスといった些事では合意するかもしれないが、重要な面では失望を招く公算が大である。

ロンドンに集まる首脳たちは、他の問題は脇においてもっとも今日的な2つの課題に専念すべきである。ひとつは財政支出の規模を大きくすること。民間部門の需要が崩壊したときは公共部門が経済を主導すべし、という米国の主張は間違っていない。中国はすでに支出しているが、もっとすべき国もある。IMFがもっと途上国を助けられるように、出資金を7500億ドルに3倍増するのもよい。あるいはIMFの呼びかけ通り、各国がGDP比2%の景気刺激を行うべきだ。その方が効果的だし、海外への流出分もなくなることになる。

第2の課題は、保護主義に対する統一戦線を組むことだ。不作為に流れるのは容易である。来るロンドン会議は、関税を下げてアンチダンピングなどの通商保護を避け、補助金が内外無差別であることを公約すべきである。この2点を世界の首脳が果たせば、できる限りの最善を尽くしたということになるだろう。

## < From the Editor > 景気対策のあるべき姿

「事ここに至ったからには大型の景気対策が必要である。これまで、支出を減らすことばかりを考えてきたが、今は思い切ってお金を使ういいチャンスである。将来の日本にとって役立つような課題に、戦略的に資金を投入しなければならない。その分野とは…」

以下、少子化対策、環境・エネルギー関連、食料自給率の向上などの課題が続く。この手の政治家の発言を、最近よく聞くようになりました。でも、正直なところ思うのです。

「戦略的な事業分野なんて、あんたらに決められるんか？」

筆者も「真水で 10 兆円以上の財政支出が必要」とは思いますが、具体的にどんな分野でお金を使うべきかと聞かれたら、名案は持ち合わせておりません。ずるいエコノミストは、「質の高い公共投資が必要」などと逃げを打ちますが、そんなにいいネタが残っているはずがない。多くの人が挙げる「羽田空港の拡張」だって、既にやりかけていることですし、使える金額はたかが知れていますからね。

だったら何をすべきか。定額給付金は意外(?)と好評みたいだし、いっそのこと金額を 10 万円にして第 2 弾を配ってみるのはいかがでしょう。いわば究極のバラマキ政策ですが、公共投資のような腐敗は起きないし、春闘はゼロ解答という企業が多い中、「これで一息つける」という人は少なくないと思います。

「単なるバラマキではいけない」というのは 100% の正論ですが、「何に使うべきか」を議論しているうちに、あっという間に数ヶ月たってしまうのでは本末転倒。まして夏までには選挙をしなければならず、その後は政権交代もあるかもしれません。景気対策は拙速を重んじる必要があります。有識者を呼んで、一人 10 分ずつ意見を聞くななんて悠長なことをしていいんでしょうか。

\* 次号は 2009 年 4 月 3 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あてにお願いします。

〒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](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)