

Contents

\*\*\*\*\*

特集：米国経済・短期楽観の終わり	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”The lessons of 1937” 「1937年の教訓」	6p
< From the Editor > 景気底入れ宣言？	7p

\*\*\*\*\*

特集：米国経済・短期楽観の終わり

昨年秋から、本誌では何度も繰り返していることですが、「米国経済の行方は、短期楽観・中期悲観・長期楽観」ではないかと考えています<sup>1</sup>。人間の心理とは面白いもので、リーマンショックの直後は文字通り「お先真っ暗」でしたが、それから半年を経た今年3月上旬を大底に、じわじわと株価が上昇し始めました。大型景気刺激策、金融安定化策、FRBの「何でもあり」の金融緩和策など、あらゆる政策手段を総動員したお陰なのですが、楽観ムードが生じていることは間違いありません。

ただし、今の楽観論の持続可能性は疑わしい。米国経済の前途はそろそろ「中期悲観」に思考をシフトすべきタイミングではないかと思えます。「日本の経験」を物差しとして考えると、そういう結論に達してしまうのです。

「米国の方がもっともっと悪い」

やや旧聞に属するが、本誌の3月19日号「国際金融危機の中間報告」において、Foreign Affairs3/4月号に掲載されたリチャード・カツツ論文”The Japan Fallacy”をご紹介した。「米国のケースは日本と違って構造的な問題ではなく、政府の対応もしっかりしているので、1990年代の日本のように失われた十年にはならない」と論じたものである。カツツは長年にわたって「東洋経済」誌などを舞台に、日本の金融問題を扱ってきた金融ジャーナリストであるだけに、事実認識に誤りがあるわけではない。ただしこの議論には根本的に無理があると感じたのは、筆者だけではなかったはずである。

<sup>1</sup> 拙著『オバマは世界を救えるか』（新潮社、09年2月）では、この言葉が帯にも派手に使われている。

その後、同誌の 5/6 月号ではロバート・マドセン（MIT 国際研究センター・シニアフェロー）による反論が掲載された。こちらは正反対の結論を導き出しており、題名に”Worse and Worser”とある通り、「昔の日本よりも、今の米国の方がもっと状況は悪い」と主張している。その言わんとするところは概ね以下の通り。

「北米のみならず、今は全世界が日本型の危機に陥らんとしている。かつての日本のように、過剰貯蓄が資産バブルを生み、それが崩壊して金融不安が起きてしまった。今年の世界経済は、1945 年以來のマイナス成長の見込みである」

「今の世界は 1990 年代初頭の日本に近い。カッツは米国経済の回復は早いとしているが、以下の 4 点で間違っている」

20 年前の日本に比べれば、今の米国の方がはるかに事態は深刻である

当時と比べ、今は保護主義圧力を招く怖れがある

2002-07 年にかけての日本経済の回復は、改革の成果というよりは中国や米国向けの輸出拡大によるものだった

米国政府の行動は確かに大胆だが、けっして十分とはいえない。今後 GDP が急成長に転じるとは思えないし、市場の信認も回復していない

もちろんカッツの再反論も載っていて、その内容は「ブッシュとオバマの対策は確かに場当たりのだが、90 年代の日本はもっとひどかった」「日中の過剰貯蓄と米国の過剰債務が問題の原因という説には賛同しかねる」などである。ただし、「昔の日本よりも、今の米国の方が”Worse and Worser”である」という指摘に対する有効な反論にはなっていない。

余談になるが、変な論文が出た後に、すかさずこんな形で反論が載るというあたりが「さすが Foreign Affairs」であると思う。論壇誌というものは、名論卓説を載せるばかりが能ではない。ときには暴論や大胆な仮説も登場させて、論争を生み出すことで世間の関心を集めることにも意味がある。今日における経済政策のように、緊急性の高い問題においては、ますますその必要性が高いといえよう。

今回の場合も、「日本の経験をどう活かすか」というテーマについて、カッツ対マドセンの議論は価値ある一石を投じてくれたと思う。

## なぜ「日本に学ぶ」べきなのか

ロバート・マドセンという名は初耳だが、オックスフォードとスタンフォードで博士号を取得した経済学者だそうである。金融界で活躍し、以前はジョージ・ソロスのファンドで東アジア担当ストラテジストを務めたこともある。おそらくは理論派というよりは実戦派なのであろう。そんな彼が、「かつての日本も、今の世界経済も、過剰貯蓄と需要の不足に問題の根源がある」と観察している点は非常に興味深い。

貯蓄があるのに需要が足りないという経済では、バブルが生じやすい。バブルはやがて崩壊して資産デフレを招く。それが金融不安を引き起こして経済の長期低迷をもたらす。これが日本の「空白の十年」の経験だが、マドセンは今や世界全体が同じ状況になっていると説く。

この理論が正しいとしたら、先進国全体が高齢化しつつある現在、**年金などの高齢者マネーが常に増え続けるので、過剰貯蓄は世界的に慢性化することになる。**高齢者マネーは金利に飢えており、ファンドなどに流入しては「次のバブル」を求めて動く。例えば IT ブーム、あるいは新興国市場、さらには米国内の住宅市場など。こんな風に過剰貯蓄が、次々とフロンティアを求めて移動し、至るところでバブルとその崩壊の物語を繰り返す。それが国際金融危機の原因であるとしたら、この問題は「大型景気対策」や「金融規制と監督の強化」といった対症療法では解決しないはずである。

米国における経済政策の論議は、往々にして 1930 年代の大恐慌時代が発想のベースとなっている。そこから対策として浮上するのは、ニューディール政策（大型財政支出）であったり、グラス・スティーガル法（投資銀行と商業銀行の区分け）であったりする。が、問題の原因が違えば、対応策も違わなければならない。

その点で米国が参考にすべきは、むしろ日本の経験ではないか。そして 90 年代の日本の経験をベースにするならば、**「財政支出は控えめに、金融処理は迅速に」が正しいアドバイス**となる。例えば、7870 億ドルの景気刺激策の一部を TARP（金融安定化基金）に充当することができれば、それだけで金融問題の処理は大きく前進したはずである。

同時に、それは政治的に極めて困難であるという事情もよく分かる。金融機関を救済することは、民主主義国ではきわめて不人気の政策となる。リーマンショック後の大混乱が続いていた昨年 9 月末、米国下院は土壇場で TARP 法案を否決して全世界を驚愕させた。とはいえ、それは一概には責められることではない。政治の論理と金融の論理は大きく食い違うからだ。そしてその手の実例に関しては、住専国会から竹中バッシングまで、日本ほど豊富なサンプルを持っている国はないだろう。

もう一点、米国が日本の経験から学ぶべきことがある。米国経済の現状については、少しずつ明るいデータが見受けられるようになっている。とはいえ、かつての日本経済が何度も「見せ掛けの景気回復」を演じて腰折れしたのと同様、**深刻な金融問題を抱えた経済は、たとえ回復軌道に乗ったように見えても、非常に脆弱である**と心得ておくべきであろう。財政赤字が増えたからといって増税を急ぐべきではないし、低金利が長期化しているからといって出口政策を慌てるべきでもない。日本の場合、前者は 1997 年 4 月に（消費税増税）、後者は 2000 年 8 月に（ゼロ金利解除）それぞれ痛い思いをしている。

現在の米国経済は、日本が 10 年以上かけて経験してきたプロセスを、何倍もの速さで追いかけているように見える。以下、日本の経験を当てはめつつ、米国経済の問題を考えてみたい。情けない話だが、これほど役に立つ反面教師はないのである。

## 「楽観論」がもたらすマイナス効果

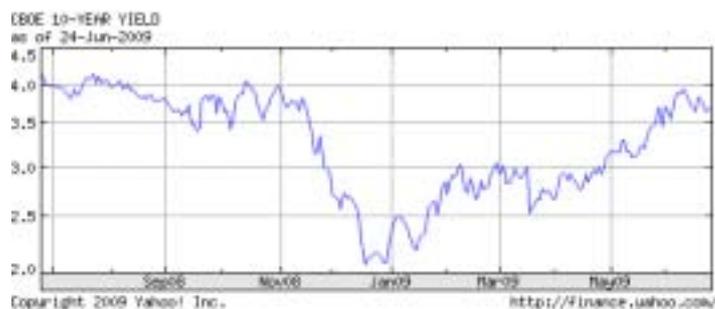
5月8日のストレステスト結果発表からこの方、米国の金融不安は峠を越したという雰囲気は漂い始めている。不健全行とされた10行は、自力で増資ができたので経営への危機感は一時的に遠のいた。そして優良行とされた9行は、一斉に公的資金の返済に動き始めた。米財務省の手元には、残り少なくなっていたTARP資金が増えつつある。表面的にはまことに結構な状態である。

しかし少し以前に戻って考えてみれば、米財務省はTARP資金の残額が乏しかったために、ストレステストの結果を手加減していたという経緯がある。仮に不健全行の増資ができず、揃って公的資金の投入を求めてきた場合は、議会に対して新たな金融安定化のための予算を請求しなければならなかった。その場合の世論の反応は容易に想像できた。従って、ストレステストが前提としたシミュレーションは甘めの想定となった。

言葉悪く言えば、絶対に生徒を落第させてはいけない立場の先生が、いくら見かけ上は厳しく振舞っていても、生徒からは「どうせ試験には通るから大丈夫」と見透かされているようなものである。しかるに実際の経済は、ペーパーテストとは違う。仮にGMで進行中のリストラが予想外に広範な影響を及ぼし、实体经济が二番底をつけるような展開になった場合はどうなるか。個人消費がますます冷え込み、住宅価格がさらに下落し、金融機関の不良債権が増加するようなことになれば、金融安定化のシナリオは根底から見直す必要が生じるだろう。

ところが金融市場で楽観ムードが流れることにより、思わぬマイナス効果も生じるようになってきている。お先真っ暗であった昨年末時点では、投資家は米国債以外の金融商品は怖くて手が出ないという状態であった。従って10年もの国債が買われ、長期金利は2%程度まで低下した。

ところが状況が好転するにつれて、社債などのリスク資産もじょじょに買われ始めた。必然的に米国債の買い手は減少し、5月以降は長期金利が4%前後にまで上昇した。これはもちろん景気にとってマイナスである。特に住宅ローン金利が上昇してしまうことが痛い。せっかくFRBが住宅ローン債券を買い入れてきたことが無意味になってしまう。



## 米国でも「CRIC サイクル」が？

楽観ムードがもたらすもうひとつのマイナス効果は、不良債権処理の遅れである。現に3月23日に発表された PPIP(官民不良債権買い取りファンド) が、3ヶ月たってもまったく動いていない。当たり前の話だが、銀行のバランスシートが健全になったという政府のお墨付きが得られたからには、不良債権処理を急ぐ必要もなくなってしまふ。米財務省が銀行の尻を叩こうにも、「優良行」は公的資金を返済してしまっている。だとしたら、PPIP などという制度は無用の長物になってしまう。

PPIP という構想の「キモ」は、不良債権の買い取り価格を「時価」でも「簿価」でもない、複数の官民共同ファンド間の自由競争による「市場価格」とする点にあった。多くの参加者が不良債権ビジネスに参加し、なるべく 大勢で「値付け」することによって、買い取り価格を公正なものに近づけることを目指す。そうやって「効率の良い不良債権処理」と「納税者の負担の最小化」の中庸を得るというアイデアである。

このような発想は、日本ではついぞ生まれなかった。いわば「市場メカニズムによって生じた問題を、市場メカニズムによって解決する」「強欲の結果として生じた不良債権を、新たな強欲で処理する」という、いかにも米国らしい解決策である。従って、これがうまくいくかどうかは「日本の経験」からは推し量れない。というより、PPIP は是非とも成功してもらいたいスキームなのである。

ところが、金融機関は「ウチの経営は安全ですから心配ご無用」と言い、それゆえに不良債権処理が進まない。しかるに実態は以前と変わらない。何のことはない、日本が経験したのと同じプロセスが進行中なのである。

かつて、外資系エコノミストのロバート・フェルドマンは、こういった状況を CRIC サイクルと命名したものだ。

**Crisis**：危機が発生する

**Response**：対策が打たれる

**Improvement**：改善が見られる

**Complacency**：自己満足して怠慢になる

CRIC サイクルは日本社会に特有の悪癖、というのが当時の認識であったが、最近の米国はちょうどこの Complacency 段階に入りつつあるように見える。ということは、近いうちに再び危機 = Crisis が訪れるということになる。

「問題の先送りが新たな危機を招く」というパターンを、われわれは近いうちに目撃するのではないか。米国経済の「短期楽観」の寿命は残り少ないと見るべきだろう。

## < 今週の”The Economist”誌から >

”The lessons of 1937”

「1937年の教訓」

Economic Focus

June 18<sup>th</sup> 2009

\* オバマ政権の経済諮問委員長にして、大恐慌時代研究の権威でもある経済学者、クリスティーナ・ローマー氏が”The Economist”誌の「経済学」コーナーに寄稿しています。

< 要約 >

議会公聴会において、私は年後半にも景気が反転する「かすかな望み」があると証言した。ならば7870億ドルの財政支出は取りやめるべきかという質問があり、景気刺激策あつての回復なのだと言ったが、1937年のことを語ればよかったと後で気がついた。

大恐慌からの脱出は、第2次世界大戦勃発のお陰だといわれている。しかし1933年にルーズベルト大統領が就任した4年後には、回復は驚くほど早く、GDP成長率は9%、失業率は25%から14%に低下していた。ところが1937-38年には景気は再び深刻に悪化し、失業率は19%に上昇した。2度目の不況を招いたのは、財政と金融の緊縮政策である。1936年の好況の一因は、ルーズベルトの拒否権を覆して議会在第一次世界大戦の復員兵に巨額のボーナスを支払ったからだ。37年にはその財政刺激効果は消え、同時に初の社会保障税が徴収された。これによりGDP比2.5%の赤字が減ったが、引き締め圧力は重大だった。

同時に金融政策も転換された。1936年にFRBは「出口戦略」を模索し始めた。金融緩和が数年続いた後で、米銀には巨額の準備が蓄えられていた。インフレか、過剰な投機の再燃があるかもしれない。そう思ったFRBは、36年7月に過剰な準備は有害な信用拡大をもたらしかねず、予防的措置として取り締まると宣言した。金融危機後に神経質になっていた銀行は、ここで貸し渋りに転じる。ミルトン・フリードマンらの古典的な大恐慌研究によれば、その結果として起きた金融収縮が1937-38年不況の主因とされている。

1937年のエピソードは重要である。勝利を宣言して正常な政策に戻りたいという気持ちは強い。だが、それは経済が完全復活してからにすべきだ。金融危機は、金融機関や家計や企業に傷跡を残す。もし政府の支援中止が早過ぎれば、再び景気悪化や恐慌に陥りかねない。景気刺激策の満了にも細心の注意が必要だ。2010会計年度の支出は4000億ドルだが、2011年には1300億ドルとなる。ここでGDP比2%の財政収縮が生じる。個人需要が伸びてギャップが埋まれば良いが、さもないと政策的な支援はさらに継続する必要がある。

より根本的な教訓は、政策当事者は建設的な手法で対応すべきということだ。例えば、FRBのB/Sは危機以前に比して倍増していることが注目されている。経済が回復する際には、FRBに対して自らB/Sを縮小させる新たな機能を与えてはどうか。他の中央銀行と同様に、FRBも負債を発行する権限を付与すべきとの議論がある。そうすれば、金融システムから過剰な現金を取り去る能力が強化される。実際に金融引締めすることなく、FRBはいつでもインフレ圧力に対応できるという信認を与えることができるのだ。

長期的な財政状況についても考慮すべきである。前政権から引き継いだ巨額の財政赤字に加え、現在の危機への対応で赤字はさらに増えている。急激に引き締めへ転換すれば、1937年のようなリスクを冒すことになる。しかし長期の財政状況への懸念は高まっている。だからこそオバマ大統領は、赤字を半減させると繰り返している。この点で医療制度改革は絶好の機会といえる。医療コストの増大を遅らせる改革と、保険の適用範囲の拡大を組み合わせることで、長期的な財政状況を劇的に改善することができるのだ。

1930年代の政治家が短期的視野であったと批判する文章を読むたびに、私は気恥ずかしく感じる。彼らもまた巨大な圧力を受けていたのだ。今日の政治家はその経験から学び、回復を遅らせることがないように、建設的に対応する必要がある。

### < From the Editor > 景気底入れ宣言？

6月17日の月例経済報告では、7ヶ月ぶりに「悪化」という文言が削除され、与謝野経済財政担当相は、「1-3月期が底だったのではないかと強く推定される」と、事実上の景気底入れ宣言を行いました。本誌の5月29日号「景気底入れ後の日本経済」でも詳述したとおり、この判断自体は妥当なものだと思います。景気は水準こそ相当に低いけれども、方向は明らかに上向きであるからです。

ただしちょっと嫌な予感もする。以前にも、「政府が6月に景気底入れ宣言をして、結果的にフライングになった」ことを思い出したからです。それは1993年のこと。時の経企庁長官は船田元（はじめ）氏。弱冠39歳で、当時は史上最年少閣僚でありました<sup>2</sup>。当時の情勢は今と似ている点が少なくないのです。

不況だったが、民間企業の在庫調整は最終局面にあった。

米国では若き民主党の大統領が誕生し、期待を集めていた。

政府は本予算の編成後、直ちに4月に大型補正予算を組んだ。

ところがその後、夏頃から景気は二番底をつける展開となる。以下のような予期せぬ事情が重なったのです。

- (1) 日米通商摩擦を背景に、急速な円高が進行した。
- (2) 冷夏と長雨でコメの作柄が悪かった（平成の米騒動）。
- (3) ゼネコン疑惑により、せっかく用意した公共投資が消化できなかった。
- (4) パブル崩壊後の金融システムの不安定さが認識されていなかった。

<sup>2</sup> 昨年、小淵優子少子化担当相（34歳）の誕生によってこの記録は破られている。

結局、この年の11月になって、「景気底入れ宣言」は白紙撤回を余儀なくされます。とはいえ、船田長官の若気の至りとばかりは言っていない。この年の月例経済報告は、下記に示すとおりまさしく迷走の軌跡でした。なんと悩み多き「月例文学」でしょう。

- 3月：日本経済は調整過程にあり、引き続き低迷している
- 4月：日本経済は調整過程にあり、引き続き低迷しているものの、一部に明るい動きがみられる（ ）
- 5月：日本経済は調整過程にあり、なお低迷しているものの、一部に回復の兆しを示す動きが現れてきている（ ）
- 6月：日本経済は調整過程にあり、総じて低迷しているものの、回復に向けた動きが現れてきている（ ）
- 7月：同上（ - ）
- 8月：日本経済は調整過程にあり、総じて低迷している中で、回復に向けた動きにやや足踏みがみられる（ ）
- 9月：日本経済は調整過程にあり、総じて低迷している中で、回復に向けた動きに足踏みがみられる（ ）
- 10月：日本経済は調整過程にあり、急激な円高や冷夏・長雨の影響もあって、回復に向けた動きに足踏みが続いており、総じて低迷している（ ）
- 11月：日本経済は調整過程にあり、円高などの影響もあって、総じて低迷が続いている（ ）

2009年と1993年のアナロジーが気になるのは、「1993年は自民党が下野して細川政権が誕生した年」であるからです。細川政権は国民の絶大な期待を背負って登場しましたが、政治改革4法案やウルグアイラウンド妥結とコメ開放、そしてクリントン政権との激しい日米摩擦などに追われ、経済対策はつい後回しに。不良債権処理も先送りとなって、1995年の二信組問題、1996年の住専問題が浮上して、はじめて国会で取り上げられるようになったのでした。

ちなみに1993年の細川政権において、官房副長官を務めていたのが鳩山由紀夫氏。今や首相の座を窺う民主党代表ですが、果たして何を考えていることでしょうか。

\*次号は2009年7月10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までお願いします。

〒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)