

Contents

特集：債務危機時代の政治の条件	1p
＜今週の”The Economist”誌から＞	
”An unpalatable solution” 「気乗りがしない解決策」	7p
＜From the Editor＞ 夏休みの読書から	8p

特集：債務危機時代の政治の条件

大きな為替変動や金融危機は、不思議と夏休み期間中に起きるものです。市場参加者が少なくなる夏にひと儲けを狙う欲深な投機筋や、遅れた政治課題を手掛けて世間を驚かそうという為政者の思惑が重なり合って、数々のドラマを演出してきました。

この夏もまた、米欧債務危機に慌てふためくこととなりました。しかし今年の場合は、邪悪なヘッジファンドや政治家の野心は見当たりません。知恵よりは無能さが、貪欲さよりは臆病さが招いた危機と評したら言い過ぎでしょうか。

おそらく債務危機の時代はこれからも長く続くことでしょう。政治はどうやって対処すればいいのか。米国、英国、そして日本と、それぞれのケースについて考えてみました。

聖地・ジャクソンホールの因縁

今週の金融市場は、バーナンキ議長による「ジャクソンホール演説待ち」である。1978年以來、カンザスシティ地区連銀が年次経済シンポジウムを開催してきたジャクソンホールは、中央銀行版のダボス会議であり、金融政策の聖地のような存在である。

毎年恒例のこの会議において、金融政策をめぐる重要な議論が行われてきた。2005年には、最後の出席となるグリーンSPAN議長の面前で、『フォールト・ラインズ』の著者ラグラム・ラジャンが「金融機関にリスクが高まっている」と述べて、その後のサブプライム危機を予言した。リーマンショック後の2009年には、白川日銀総裁が出席してやんわりと欧米流の金融監督を批判した。そして何より昨年、バーナンキ議長が追加的な金融緩和の可能性について触れ、「QE」発動へと巧みに舵取りを行ったことが記憶に新しい。

それだけに今年のジャクソンホールでも、バーナンキ議長が緩和のシグナルを送ってくるのではないかと、「QE」があるのではないかとの期待が市場では高まっている。実際にはその確率は非常に低いのであるが、株安・ドル安・金利安に振り回されている現状では、一種の「催促相場」となることは避けられない。

ところでこの地名を英語でどう綴るかは、意外と盲点になっているようである。

ジャクソンホール (Jackson Hole) は、アメリカ合衆国ワイオミング州北西部に位置する谷。また、谷に位置する唯一の都市であるジャクソン市を指してジャクソンホールと呼ぶこともある。地名に Hole (穴) とあるが、これはこの谷の北側と東側の山が余りに高く、斜面が急であることから、初期のわな猟師たちが穴に入ったかのように感じたことからついたものであり、カルスト地形に見られるドリーネのような穴があいているわけではない。(Wikipedia から)

”Jackson Hall”ではなくて、”Jackson Hole”である。「サントリーホール」のような立派な建造物を想像している人が多いかもしれないが、実際には人口 8500 人の小さな田舎町に過ぎない。かつてポール・ボルカー連銀議長がフライ・フィッシングを趣味としていたために、この田舎町が会議の場所として定着したのだという¹。

「会堂」(Hall) ならぬ「穴」(Hole) において、過去にさまざまな論争が行なわれた。1999 年には日銀の山口副総裁と、当時は気鋭の経済学者であったバーナンキ・プリンストン大学教授が、バブルに対する評価をめぐる厳しいやり取りを行った。バーナンキ教授は日銀の不作為を厳しく批判し、山口副総裁は現実論でこれに応えた²。

それが今では、米連銀議長となったバーナンキ氏が、かつての日銀とそっくりな状況に身を置いている。そして当時の自分の主張 (バブル崩壊後の中央銀行は、素早く大胆に金融緩和を行なうべし) を実施し、なおかつ効果がないという現実直面している。今の米国経済は、「低金利、低成長、財政赤字」という「日本化」状態にある。

まるで日米が「同じ穴のムジナ」ではないか。そしてまた、他人に対する批判がそのまま自分に返ってくるという点では、「人を呪わば穴二つ」ということわざ通りではないか。”Jackson Hole”というのは、つくづく因縁に満ちた名前に思えてならない。

米国：手痛い景気回復の読み違い

米国経済の「日本化」は、本誌でも何度も紹介している『国家は破綻する』(This time is different) の予言通りである。最初は金融危機が起きる。そのまま捨て置けないので、政府は救済 (bail-out) し、金融部門の債務は政府部門に移し変えられる。そこで財政赤字が急増し、経済は停滞状況に陥ってしまう。

¹ この話、筆者はワシントンの政治金融アナリスト、トム・ギャラガー氏から聞いた。同氏は2009年のジャクソンホール会議に招待されたが、この仕事をしている者としては、まさに「勲章」のようなものであろう。

² 「日銀はケチャップでも買えばいい」などの名言が飛び出したり、バーナンキ教授に「ヘリコプター・ベン」のあだ名がついたりしたのはこの頃である。

もしもバーナンキ議長の従来主張通り、金融政策のよろしきをもってバブル崩壊後の経済を立て直せるのなら、今こそそのことを試す好機といえる。そしてこの春には、米国経済の先行きには楽観ムードが流れて株価は上昇し、6月末には予定通り QE が終了となった。これにて一件落着、となるはずであった。

ところが、7月末に4-6月期 GDP 速報値が発表されると、米国経済の景色は一変してしまう。過去に遡って修正が行なわれてみると、今年に入ってから米国経済は成長率にして1%前後まで低下していることが判明した。米国経済の潜在成長率は、少なくとも2%台はあると思われていたものの、それには遠く及ばないことになる。この調子では、雇用の回復も覚束ないことになる。

米国経済四半期 GDP 成長率の推移

	2010				2011	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
改定前	+3.7	+1.7	+2.6	+3.1	+1.8	?
改定後	+3.7	+3.8	+2.5	+2.3	+0.4	+1.3

さらに言えば、今の事態を米連銀が読めていなかったことが、悲観ムードを強くしている。アラン・ブラインダー元連銀副議長は、Wall Street Journal 紙への寄稿の中で、S&P が米国債を格下げ (Downgrade) した 8 月 5 日ではなく、FOMC が米景気認識を大幅に下方修正 (Downgrade) した 8 月 9 日の方が重要であったと指摘している³。

ひとつにはコンセンサスを重視する FOMC において、3 人の反対票が出たこと自体が異例であった。そしてバーナンキ議長は、「常にあらゆる選択肢をオープンにしておく」という中央銀行の鉄則に逆らい、今の超低金利を向こう 2 年間にわたって継続することを確約した。しかるに、「有効な武器は遠い昔にすべて使いつくされて」いるのである。

金融政策が有効性を失ってしまい、成長率が低迷する中で、格下げされた国債が買われている。これこそ米国経済の「日本化」そのものではないか。だとしたら、この先の米国がどうなるかは大よその見当がつく。長期金利が上がらない中で、財政赤字は増大の一途をたどる。かといって財政再建を急げば、脆弱な景気は失速してしまう。増税を急いではないし、支出削減もあまり大胆にはできない。そうこうするうちに潜在成長力が低下していく。いわゆる「失われた十年」のメカニズムである。

それから先は、日本にとっても未体験ゾーンである。警戒すべきは民間部門にカネが回らなくなるクラウドディングアウト、そして最後はインフレということになる。『国家は破綻する』の予言はここで完了している。

³ 8月17日付オピニオン“A tale of two downgrades”

英国：「政治の決断」が招いた悲劇

米国の場合は政策努力が空回りしているケースであるが、これとは対照的に、政策努力が行き過ぎてしまったのが英国のケースではないかと思う。

8月の英国は、まるで国全体がフーリガンになったような騒動を体験した。若者を中心に全土で略奪が横行し、1900人以上が逮捕された。来年のロンドン五輪開催を危ぶむ声さえ出たほどである。

荒れる若者たちに対し、徴兵制を復活せよという論議が湧きあがったり、ツイッターやフェイスブックなどのSNSが悪者扱いされたりした。アラブで民主化を求める「ジャスミン革命」が歓迎されたのはわずか半年前のことなのに、先進民主主義国たる英国で「ネット規制」が行われるとしたら、これは悪い冗談としか思えない。

今回の騒動の背景には、昨年5月に発足したキャメロン政権による過激な財政支出削減策がある。一律2割の歳出カットにより、大学の授業料など多くの公共サービス料金が引き上げられ、16～24歳の若年層の失業率は約20%にも達するという。なおかつ失業手当の受給資格は厳格化されている。

キャメロン政権の緊縮財政政策に対しては、当初「そこまでやるとはさすが英国流」と評価する向きが多かった⁴。真面目に債務の削減に取り組んできた結果、英国債は「トリプルA」の格付けを維持している。そして格下げになった米国債や、ギリシャ危機でユーロ資産から逃げ出した資金の格好の受け皿となっている。英ポンドもつられて高値となっている。しかるに暴動による社会不安が起きてしまった。いわば財政や通貨の健全性を守るために、国民生活が犠牲になっている形である。

今日の米国経済と欧州経済を襲っているのは、大型のバブル崩壊後の財政悪化という問題である。偉そうなことは言いにくいけれども、日本の経験を当てはめて言うならば、今の状況であれば財政が悪化してもすぐに長期金利が上がるわけではない。まして格付け機関の判定などは、あまり真面目に取り合う必要はない。財政再建は、景気失速を招かない程度にゆるゆるやった方がいい。むしろ金融システムの安定化を急ぐことが肝要である、ということになる。

思えば日本国債も格下げされ、ボツワナよりも下になったこともある。でも、その結果何が起きたかと言えば、ますます日本国債が買われるという現象だった。同じことが今の米国では起きている。米国経済の見通しが悪くなったから、投資家が慌てて株を売って債券を買っている。だから格下げされた米国債が、ますます買われている。つくづく格付け機関の判断には、振り回されたくないものである。

⁴ The Economist誌もキャメロン政権の支出削減を支持していた。同誌は今回の事態に対し、政府の公共支出削減が犯人であるという見方は「左派の一部による怠惰な空想」であるとし、若者のモラルの低下に原因を求めている（8月13日付「Anarchy in the UK」）。が、いささか無理のある決めつけのように感じられる。

英国の事例は、景気回復を遅らせたばかりか、社会不安も招いてしまったというわかりやすい経済失政である。「政治の強い指導力」はご立派だが、かならずしも意図する通りになるとは限らない。要は財政再建には熟慮とバランス感覚が必要であって、闇雲に急げばいいというものではないのである。

日本：課題先進国からの教訓

まことにもどかしく感じられるのは、われわれは米欧よりもはるか以前から今の状況を熟知しているのに、いまだ有効な経済政策の処方箋を持っておらず、説得力のある助言ができないことである。ただし、米欧が揃って債務危機問題を抱えるという今の状態は、今後も長期間にわたって継続するはずなので、「課題先進国・日本」の経験を整理しておくことはそれなりに無駄ではないだろう。

日本経済は 1990 年代にバブル崩壊を体験した。このことは成長率の低下と金融システム不安をもたらした。前者は公共投資の乱発を招き、後者は金融機関への公的資金投入を必要とした。結果として政府債務はとめどもなく増大した。普通だったら長期金利が上昇し、悪くすればクラウディングアウトかインフレになるところである。ところがそうはならなかった。おそらくは 2 つの理由によるものだろう。

ひとつは日本の場合、家計部門に潤沢な高齢者マネーがあったことだ。安定した投資先を求める高齢者にとっては、たとえ利回りがゼロに近くても、リスクフリーの日本国債は望ましい資産であった。皮肉な言い方をすれば、日本政府は医療や年金など高齢者のコストを支払うために、高齢者からカネを借りたことになる。そして高齢者は、低い利回りに文句を言わなかった。一種の共犯関係と言っていいかもしれない。

もうひとつは、日本が恒常的な経常黒字国だということである。貿易黒字と所得収支の黒字があるために、海外からのコンスタントな資金流入がある。お陰で金利がゼロに近くても、あるいは大きな天災に見舞われても、通貨が売られることはない。昨今は円高による「空洞化懸念」が大きな問題になっているが、政府債務の問題や火力発電用の燃料購入費用などを考えれば、円高によるメリットも少なくないのである。

これら 2 つの特殊事情のお陰で、日本は対外債務をさほど増やすことなく、対内債務を積み上げてきた。いわば政府債務の問題で、時間を買うことができた。だからといってこの間、財政再建の努力が行われなかったわけではない。

政府債務を解消するためには、増税、支出削減、経済成長という 3 つの方法がある。日本の場合、1997 年の増税が失敗に終わったし、少子・高齢化現象が支出削減を困難にしていたので、経済成長に賭けるほかはなかった。実際に小泉政権下の日本経済では、外需主導による 2% 程度の成長を続けることができた。2005 年 3 月にはペイオフが解禁され、金融システム不安が解消したことが確認された。そして 2007 年度当初予算では、プライマリーバランスはあとわずかで黒字化できるところまでこぎつけたのである。

あいにく景気は 2007 年から下り坂に差し掛かり、その後はリーマンショック、東日本大震災というダブルショックを受け、財政状況は以前よりも悪くなった。ただしそれ以前の努力が間違っていたわけではない。財政再建は、「経済成長 支出削減 増税」という手順で慎重に実施すべきなのである。

日本：民主党代表選での政策論議とは

米国政治における問題点とは、共和党が増税に反対し、民主党が支出削減に反対し、結果として赤字が増えるという構造そのものにある。そんなに大雑把な議論をしてはいけないのであって、財政再建にはすべてのオプションを使わなければならない。まずは経済成長力を高め、次いで支出削減を行い、2012 年末にはブッシュ減税をさりげなく失効させる、という筋道が望ましい。

英国政治の場合は、支出削減を急ぎ過ぎたことに問題がある。若きキャメロン首相としては、就任早々「強い指導者」が「決断力」を発揮するところを見せたかったのだろう。英国政治には、この手の過激さを良しとする伝統がある。サッチャー改革にも同様なスピリッツがあった。ただし、今となって見ると、拙速に過ぎた感が否めない。

さて、日本では「ポスト菅」を決める民主党代表選挙が始まろうとしている。今のところ公示から決定まではまことに短期間で、政策論争を深めることはおろか、全候補者の名前と顔を覚える以前に終わってしまいそうである⁵。

結果として誕生するのは、またしても「弱い指導者」なのかもしれない。ただし財政再建を目指す際に、かならずしも強い指導者がいいとは限らない。むしろ重要なのは、思慮深い政策プロセスによって、バランス良く歳入増と歳出減を図ることである。その意味では 3 人目の首相には、民主党の創業者たる鳩山、菅氏とは一味違う地道な指導力を期待したいと思う。

代表選では当初、野田財務相が先頭ランナーとなった。ところが、持論である「増税」が批判を浴びると意見を後退させ、それと同時に候補者としての勢いも削がれてしまったようだ。もちろん増税は重要な論点の一つであるが、「増税か否か」といった単純な問題設定をしてはいけない。増税はもちろん必要であるが、問題はやり方と順序である。

思うに財政再建を目指すうえで、大言壮語ほど有害なものはない。それは有権者に過大な期待を持たせるだけでなく、政治家を自縄自縛に陥らせてしまう。その意味では、2009 年選挙で民主党が掲げた「マニフェストの見直し」も見直しも必須条件であろう。言葉が軽い首相ではなく、Low-Key で Prudent な政治家の登場を待ちたいと思う。

⁵ 民主党代表選の候補者を“ABK 4 to 8”と呼ぶらしい。その心は“Anybody But Kan 4 ~ 8”（菅でなければ誰でもいい候補者が4~8人程度）。AKB48と同じく、ピンでは売れそうにない候補者ばかりで、なかなか顔と名前が一致しない。

<今週の”The Economist”誌から>

”An unpalatable solution”

「気乗りがしない解決策」

Economics focus

August 20th 2011

*** 欧州債務危機への処方箋として、浮上しているのが「ユーロ圏債」(Eurobonds)。果たして信認回復への特効薬となるか。ドイツはあまり気乗りがしていないようです。**

<要約>

この夏の欧州債務危機は、小国ギリシャから大国イタリアへと急速に拡散した。ECB はイタリアとスペインの政府債券を購入して、しばしの平静さを回復した。だがより根本的な解決策として「ユーロ圏債」を発行し、通貨同盟に財政的な土台を、との声がある。

通貨と発行国を切り離そうとした 1960 年代初頭のユーロ債とは違う。今日のそれは、国の信用と借り入れコスト切り離そうとしている。参加 17 か国はユーロ債務発行の債券で借り入れできる。すべてのユーロ圏国家が保証し、特に信用力のあるドイツが裏書きする。

他の先進国に比べて、ユーロ圏全体の政府財政はまっとうだ。ユーロ圏の公的債務は GDP 比 88% と、米国の 98% より低く英国の 83% に匹敵する。予想財政赤字は 4% と、米国の 10% や英国の 8.5% より良い。そして米英はともに信用を失っていないのである。

脆弱さを見透かされた国は、市場から波状攻撃を受ける。もはや単一通貨の陰で、切り下げやインフレを逃れることはできない。財政見通しへの信認が失われれば、債券利回りは上昇する。ECB は債券を買って市場を落ち着かせることはできるが、やり過ぎると独立性が危うくなる。ユーロ圏債は流動性危機への反撃になるだろう、とエコノミストは言う。

既存の防衛策の綻びも一因だ。昨年組成された EFSF には 4400 億ユーロ (6340 億ドル) の救済資金がある。ギリシャ、アイルランド、ポルトガルへ拠出すると、後はスペインの救済が精々で、イタリアには不十分。増資が必要だが、個々の国による保証は負担となってしまう。もしもフランスの格付けが下がれば、EFSF の貸し出し余力も失われてしまう。

他方、ドイツなどはユーロ圏債を恐怖している。17 か国の公的債務を集めれば、財政が弱い国の金利が下がり、強い国の金利が上がる。ドイツの負担は GDP 比 1.9% となる。

不用意な政府への圧力を減らしてしまう。イタリアは今の緊縮予算を通せるだろうか？

ユーロ圏債支持者は、これら反論に巧みな答えを用意している。昨年発表されたシンクタンクの提言では、どの国も GDP 比 60% までの債務に制限し、それを超える分はユーロ債で発行する。債務が 60% を超えた国は「赤」と呼ばれ (ユーロ圏債は「青」)、その分の借り入れコストは高くなるから、債務を減らすインセンティブが働くというのである。

問題点は 2 つあり、赤債の犠牲によって青債の安全が高まるので、弱い国が微妙な立場に立たされること、債務危機の時代に 60% ルールは続けられにくいことがある。

ユーロ圏債は信用のある国にとって犠牲が大きい。ドイツは、ユーロ救済の代償として見合うかどうか。他の加盟国は、財政政策のさらなる集中を我慢できるかどうか。ドイツはユーロ圏債に賛成する代わりに、財政規律の緩みを防ぐべく一層の集中を求めている。

< From the Editor > 夏休みの読書から

今年はゆったり2週間使って、北海道観光と、富山への帰省と、宮城の被災地を回ってきました。以下はその間に読んだ本のご紹介です。

『ふたつの故宮博物院』(野嶋剛/新潮選書)

札幌の北海道立近代美術館では、北京・故宮博物院展を開催中で、清代の文物を大量に展示しています。「質」において北京を上回るとされる台北の故宮博物院は、日本ではなかなか展覧会を開けないそうです。これら「二つの故宮」が誕生したのは、実は日本軍のせいなのですね。丁寧ないい仕事をしている本です。

『旭山動物園のつくり方』(原子禅/柏艸舎)

上野動物園が日生ホールの劇団四季ならば、旭山動物園は下北沢の小劇場の栈敷席。あの迫力に接すると、もう普通の動物園には戻れません。感動さめやらず旭川市のジュンク堂で本書を購入。先代と今の園長さんは旭山市職員という地方公務員なのですが、つぶれかけた動物園を再生するという実験と改革に成功しています。

『動的平衡』(福岡伸一/木楽舎)

ジュンク堂でもう一冊購入し、福岡八カセ節を堪能。細胞はいつも入れ替わっている、人体もいつも変化している。だとしたら、われわれが持つ過去の記憶とは何なのか。八カせいわく。「過去とは現在のことであり、懐かしいものがあるとすれば、それは過去が懐かしいのではなく、今、懐かしいという状態にあるに過ぎない」。納得。

『「マルちゃん」はなぜメキシコの国民食になったのか?』(安西洋之&中林鉄太郎/日経BP社)

富山中部高校の同窓会に出席したら、恩師から本書を頂戴しました。世界でモノを売るためにはローカリゼーションが鍵。その豊富な事例が紹介されています。特に欧州における日本文化の受け止め方は、われわれの印象とはずいぶん違うものですね。

『馬上少年過ぐ』(司馬遼太郎/新潮文庫)

二泊三日で仙台に行き、石巻から女川の被災地を見てきました。最終日は仙台城(青葉山)に登ってふと伊達政宗のことを考えました。慶長三陸津波(1611年)のときに、彼はどう対処したのだろう。あいにく当時を物語る資料は少ない。帰宅してから、司馬遼太郎は政宗をどう描いたかと数十年ぶりで読み返しました。さすがシバリョウ、上手いです。

結論として、今年の夏はたいへん良く遊びました。溜池通信は、次号からいつも通り隔週ペースでお送りいたします。

* 次号は 2011 年 9 月 9 日（金）にお届けします。

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