

## 経済金融研究会

野村総合研究所主席研究員 リチャード・クー氏

平成20年9月26日（金）

現在のアメリカの金融情勢は、1997～8年頃の日本と考えていいと思います。

サブプライム問題がなぜここまで大きくなったかという、アメリカ当局、特にその中でもポールソン財務長官に油断があったんだと思います。まずは、インディマックというカリフォルニアの銀行ですが、これだけアメリカの銀行の経営不安が騒がれている中で、何とペイオフで処理してしまいました。ペイオフで処理するというのは、システミックな危機が発生しているときには絶対にやってはいけません。

ただ、運がよかったのか、悪かったのか、インディマックという銀行は、それほど全体のシステムに影響を及ぼさなかった。つまりペイオフで処理して、それなりの人が預金を失ったのですが、その時は大きな問題には発展しなかった。それでおそらく大丈夫だろうということで、リーマンを処理したわけです。リーマンに関しては最初から、公的資金は出さないとポールソンは主張し、民間は、あんな巨大で、しかも財務の内容が外部からよくわからないものを政府の保証なしで引き継ぐわけにはいかないと言ったそうですが、ポールソンは最後までうんと言わなかった。これで、皆さんもご存じのように、本当に地獄の月曜日となりました。

ここで最初に犠牲になったのがAIGだった。AIGについてもポールソンははっきりと、公的資金は入れないと言明していたのですが、もうマーケットがめちゃくちゃになってしまうという事態になりまして、ようやくAIGは救うとスタンスを変えたんです。しかし、AIGを救うのはいいのですが、なぜリーマンを救わずにAIGを救ったんだ、ダブルスタンダードじゃないかと言われて、そういう状況で絶対に言っちゃいけない「ケース・バイ・ケース」という言葉を彼は言ってしまった。システムリスクが起きているときに、ケース・バイ・ケースで判断するという事は、すべての民間金融機関はその他のすべての民間金融機関を峻別しなくてはならないわけで、これは救われるだろうか、これはだめだろうか、もう面倒くさいからインターバンク市場に金を出さなんてやめておこうということになってしまう。これで、せっかくAIGをあれだけの金を投入して救うという話になったにもかかわらず、マーケットはますますおかしくなってしまった。

さすがにポールソン、それにバーナンキも、これはだめだということになったのか、木曜日になってRTC方式を考えているという話がふわっとマーケットに出てくるわけです。その話が出てきたら一挙にマーケットが改善した。

RTC（整理信託公社）というのは、1989年にアメリカのセービング・アンド・ローン（S&L、貯蓄貸付組合）を処理するためにつくられた機関です。当時のアメリカの状況を思い出していただきますと、S&Lの問題は1979年10月1日から始まり、それがとうとう耐えられなくなって爆発したのが1989年、フルに10年後だったわけですがけれども、このときにこの問題があるぞということで、アメリカの金融市場、金融機関

の多くの人たちが、実はものすごく不安を持っていた。というのは、こういう危なくなったS&Lが資産のたたく売りに出始めると、そこで資産価格がまた下がりますから、また自分たちも損害を被るかもしれない、こういう不安心理が蔓延していたところで、それは全部政府が一回引き取って、それから売却しますということで作られたのがRTCだったわけです。

その場合、この金融機関は全部つぶれているわけですから、そのつぶれたものを全部このRTCに持ってきて、RTCが順序よく、しかもかなり安く売って、それを買った人が大もうけする。大もうけしたという話がマーケットに出てくる。そうすると、ああ、もうこれがマーケットのボトムだということになり、そこから経済が改善していったわけです。そういう意味では多くの金融機関にとって、RTCというのは非常に聞こえのいい言葉なのです。その聞こえのいい言葉がマーケットに出てきたものですから、その連想ゲームから多くの方が株を買ったのです。

そして週末になって、7,000億ドル、75兆円のお金を投入して、不良債権を銀行から買い取るという話になってきた。しかし、私はこれは問題の解決につながらないと思います。なぜかといいますと、例えば銀行が持っている資産のうち100円で買ったものが、今、20円の価値になってしまった。ということは、もう80円の損失が出ているわけですが、この20円分を政府が買い取った場合、20円の減価した資産が20円の現金に変わりますけれども、銀行の自己資本が棄損しているという事実は全く変わらず、80円分棄損しているわけです。

また、コミュニティバンクと言われる小さな銀行もみんな不良債権を抱えているわけですから、ここがこれから貸し渋りに入っていく。これが今、大変大きな問題になっているわけです。ただ、そういうコミュニティバンクに対して、一般の投資家が資本投入に応じるかということ、みんな同じ問題を抱えていますから、これはなかなかうまくいかない。そういう意味では私は、公的な資本投入というのが最終的に絶対不可欠だろうと思います。

この点については、なぜ日本の例をバーナンキやポールソンは学んでくれなかったのかと、私は大変大きな不満を持っています。日本でやった手法は、実は1933年にルーズベルト大統領がとった手法を使ったわけですが、この知識がバーナンキはゼロだということです。バーナンキは大恐慌の専門家として知られているんですが、もしも本当の専門家だったら、この1933年にアメリカが使った手法を当然知っているはずですよ。

この日本でやったやり方、またルーズベルトのやったやり方というのは、RFC（復興金融公社）方式と言います。ここが銀行の優先株を買う形で資本投入を行い、それで10年間ぐらいたって、銀行が元気になったらそれを返してもらうというやり方です。

これをやった結果、それまで大変な金融不安で、それこそ坂を転げ落ちるように悪化していたアメリカの経済と金融システムは回復に向かい、ルーズベルト大統領のニューディールと言われる財政出動とが重なって大恐慌からはい出してきたということなんです。このRFC方式をアメリカで多くの人に話しても、やっぱりほとんどの人が知らないのです。

また、私も随分ペーパーをいろんなところに回していますし、総理大臣が国連総会のスピーチの中で日本のや

り方についてすこし触れていました。また、今、ブッシュ政権が出したこの案についても、やっぱり政府は銀行の株を持つべきだという議論が出てきていまして、こっちがメインになれば、最終的にはR F C方式になるわけで、私はそこまで行けば、かなり今の状況は安定に向かうのかなという気がします。

次に日本のお話をさせていただきます。日本はバブルのときに企業が大変な資金調達をやって、バブルの崩壊で資金調達が大幅に減っていった。日本の短期金利は、8%以上から、一気に95年にほとんどゼロというところに行ったのですが、それで資金需要が回復したかという、全然回復しなくて、みんな借金返済に回ってしまった。10年間、日本企業はゼロ金利下で借金返済をするという事態になったわけです。

麻生総理大臣が、経済学にないことが起きている、だから普通の経済学の発想では対応できないと言っているのは、まさにこの部分を指しているわけであって、ゼロ金利で企業は借金返済すべきだと書いた経済学書、ビジネス書は、世界中どこを探しても一冊もない。ゼロ金利で企業が借金返済するということは、その経営者はあまりにも無能だ、ゼロ金利でもお金の使い方を見つけれないということですから、そんな企業は存在するはずはないし、もしも存在するのだったら早く解体して、株主にお金を渡して、株主がもっといい投資先を見つけるべきだ、という解釈になっていますから、こんなことは起きないということになっているわけです。

でも日本では起きていた。みんなが借金返済ばかりやっていた。なぜかという、それだけ日本で資産価格が下がってしまったからで、特に商業用不動産は皆さん借金で買っていますので、借金は残ったけれども資産価格は下がるという債務超過のような状況に置かれてしまった。こういう方々が一斉に借金返済に回った。

しかし、日本のGDPはこの間全然下がらなかった。バブルの前は、土地の値段が大幅に上がっていく中でGDPが上がっていく、みんなリッチになっているわけですから、お金を使うというのは理解できるわけですが、日本がすごいのは、これだけ土地本位制と言われる国で1973年の水準まで土地の値段が下がってしまったにもかかわらず、日本のGDPはずっとバブルのピークを超えていた。一回もバブルのピークを下回ったことがない。名目で見ても実質で見ても下回ったことがない。これは考えてみれば大変なことです。

なぜこれが可能になったかという、この間、政府がお金を借りて使ってくれた。バブル崩壊で景気がどんどん悪くなり、税収は低迷したわけです。本来なら税収が低迷すれば、それに合わせて支出もカットしなくちゃいけないということになるわけですが、日本はこの間、自民党が、景気対策をやろう、道路だ、橋だとやってくれたおかげで財政支出を減らすどころか増やしてくれた。この税収と支出の差額が財政赤字ということですが、この財政赤字は結局、家計が貯金して企業が借りなかったお金であり、それを政府が代わりに借りて使った分です。だからGDPはバブル後も落ちなかったのです。そういう意味では、財政赤字は随分批判されていますけれども、このメカニズムを見れば、GDPを落とさなかったのは、結局政府の財政出動だったということなんです。

今はどうかという、日本企業のバランスシートは大変きれいになっております。日本企業のレバレッジ、つまり自己資本に対してどのくらい借金をしたかということですが、高度成長期の日本企業は、すさまじい借金漬けだった。ただ当時は資産価格も上がっていたし、成長率も高かったんで、あまり皆さんこのことを心配しなかったんですが、低成長またはゼロ成長、それに資産価格の下落となれば、高いレバレッジだと一発でやられてしま

うわけで、これも借金返済の一つの大きな理由だったのです。

今はまだアメリカよりもちょっと高いんですけども、日本の株を持っている海外の投資家は、もう日本のレバレッジは低過ぎると言っています。日本の金利はほとんどゼロだったということを考えると、もう少しレバレッジが高くてもいいじゃないかということになるんですが、さすがに十数年間にわたって借金返済を強いられた日本の経営者の皆さんは、現時点で全くお金を借りる気になっていません。借金返済は終わったんですけども、ゼロ金利でもお金を借りないという状態が今でも続いています。

一方、家計の方もようやく景気が少し良くなってきたおかげで、パートタイマーを正社員にするという話が出てきて、雇用環境も若干改善した。そうすると、こういう人たちはすぐそれで液晶テレビを買うかという、そうではなくて、今、貯金しているわけです。ということは、企業の借金返済という最悪期はもう脱したんですけども、まだ家計が貯金しているのに企業は借りない。借りないどころか貯金を増やしているという状況が続いているわけです。従って、この間は政府がお金を借りて使わないと、またデフレギャップが表面化してしまうということになるわけで、まだ財政再建はできないということになります。

こういう状況で財政再建をやるとどうなるかということなんですが、過去の例を見ると、97年の橋本さんのときに、あれだけ財政再建をやって消費税も上げたのに、実際の税収は下がり、赤字が大幅に拡大している。2001年から小泉さんがもう一回、国債発行枠30兆円という財政再建を打ち出してどうなったか。また税収が落ちて赤字が増えている。つまりこのような局面では絶対に財政再建は成功しません。

その理由は極めて簡単で、通常の場合であれば、政府が財政再建をやって借りなくなったお金を民間がすぐ借りて使ってくれたわけです。だからこれはデフレギャップにならなかった。今の世界はゼロ金利でも民間が金を借りない。そうすると政府が財政再建で借りなくなったお金、それはだれも借りて使う人がいないわけですから、そっくりそのままデフレギャップになってしまうわけです。

すると、そのデフレギャップが最初に経済を悪化させて税収も減ってしまい、ますます財政再建ができなくなる。こういうメカニズムに今の日本は入っているわけで、そういう意味では、民間の資金需要が回復するまでは、絶対に財政再建をやっても成功しないということです。

麻生総理大臣が3年間かけてとにかく経済をノーマライズするというのは、つまり何とかして日本の企業に、この3年間にもう一回お金を借りてもらおうようにしなければいけないということです。だから彼は投資減税の話をしているわけで、この背景にある考え方は、民間がお金を借りるようになるまでは、絶対に財政再建は成功しない。では、どうやって民間がお金を借りてくれるようになるのか。

なぜ民間は借りないのかということ、15年間彼らは借金返済に追われて、トラウマになっているわけです。もう二度と借金なんかするものかと。これを何とか乗り越えないと、日本は永久に財政再建ができない、永久に財政赤字を出し続けなければいけないということになりますから、大きなニンジンをここでぶら下げて、この3年間にお金を借りて投資した人たちに対しては、大きな優遇措置を行うとか、設備投資の償却期間を半分にするとか、3分の1にするとか、こういう政策を打ち出して、とにかく1回乗り越えてもらう。そして、金利も低いか

ら投資効果がある、と経営者が思ってくれば成功で、そこから財政再建ができるようになるわけです。

それが麻生さんが言っている投資減税で、私はそれは極めて今の状況では適切だろうと思います。単に財政再建をやるのはだれでもできるんですけども、過去の失敗を繰り返さないようにするにはどうするかというと、それはもう一回企業にお金を借りてもらうのが先決であるということで、この指標は今の金利にもあらわれているわけです。

もしも民間に普通に資金需要があれば、国債の利回りが1.5%なんてあり得ない話です。我々はそういう世界にあまりにも長い間身を置いているので、当たり前になっているんですけど、バブルの前の、つまりノーマルな水準の日本の10年国債の利回りは、5%から6%ぐらいだった。今1.5%でいかに低いかというと、アメリカの大恐慌のときに失業率が25%まで行ってGDPが半分になりますが、あのときに、一番アメリカの10年国債で低いところはどこまで行ったかということ、1.85%なんです。ということは、今の10年国債の1.5%がいかに低いかということです。

それは何を意味しているかということ、政府以外にお金を借りる人はいませんよという、これはマーケットの声なんです。政府がお金を借りるのをやめてしまったら、その金はそっくりそのままデフレギャップになって経済をつぶしてしまう状況に今我々はいるわけで、そういうところをもっと政策に反映させてほしいわけですし、麻生さんが今回、財政再建のための財政再建はやらないと言っているのは、私は100%正しいと思います。

ただ、悲しいかな、企業は投票しないんです。だからどんなに投資減税がいいんだといったって、それで麻生さん万歳と言ってくれる人は一人もいない。そうするとやっぱり、民間の普通の人たちがちょっといい気持ちになることを少しはやらなくてはいけないわけで、それで定額減税とかいう話もつけ足さないといけなくなる。私はあれは本当に必要悪ぐらいに思うんです。

アメリカ、ヨーロッパ、中国、3つとも住宅バブルが崩壊に向かっている。今まで米、欧、中が住宅バブルであった分だけ日本の輸出は伸びていたわけですが、これが望めないとなると、やっぱり直接的な内需拡大もやらなくてはいけない。やらないとGDPが先に落ちていきますから、GDPが落ちているときにどんなに投資減税を行っても、だれも設備投資なんかやらない状況になってしまいます。やはり何らかの形でGDPを下支えしないと、せっかく定額減税をやっても空振りに終わってしまう。というのは、GDPが落ちているときに企業はなかなか設備投資なんかやりません。本来の問題、企業の借金拒絶症を何とか克服しなくちゃいけないという点に加えて、外需ががた落ちになって、景況感が大幅に悪化している。これを何とかしないと、幾ら投資減税を行っても設備投資は増えない。

マスコミは依然として、麻生さんや中川さんがやろうとしていることを、バラマキとして反対すると言っていますけれども、これは私はマスコミのほうが問題であって、こういうメカニズムを彼らは全然わかっていない。もう一点は、マスコミでああいう記事を書いている人は、全員東京の住民であるという事です。今、地方がどんなに疲弊しているかということが全くわかっていない。東京はグローバリゼーションの勝ち組なんです。つまり大手輸出メーカーというのはみんな東京にいるわけで、だから東京はどこに行っても、高級レストランにみんな

な人が入っている。

ところが、グローバル化の負け組というのは地方零細企業ということですから、こちらはもう瀕死の状態になっているわけで、東京に日々いると、結構景気もいいので、そんなときにまた地方でバラマキか、勘弁してくれとジャーナリストが書くのは、その気持ちもわからないことはないが、危機感が全然ない。でも政治家はそうはいかない。

前回の参議院選で多くの新聞が、構造改革を続けなくちゃいけないと言ったのに、構造改革の話をした人達が全滅して、ほとんどが民主党にとられてしまった。今回の件を見ても、小泉さんがプッシュした小池さんは地方の票がゼロだった。あれは大変ショッキングな話だったと思うんです。だからもう引退ということに小泉さんもなったようですけれども、それはいかに地方が自民党を見捨てたかということです。

本当に総選挙に入ってしまうのであれば、今、民主党が実は自民党の右のほうに来ているわけで、地方をあれだけ小沢さんが回り、地方の声をくみ上げて、それを政策に反映させようとしている。小沢さんは民主党を自民党の右に持ってきて、地方を回り、零細企業を回り、そういう人たちの声をくみ上げるという政党につくり変えた。それが前回の参議院選で自民党が大敗した最大の理由です。地方の1人区の大半が民主党にとられてしまった。それで今、何とかそれを取り返そうと自民党も動いているわけで、そう考えると、一部のマスコミが何を言ったって、行かなくちゃいけない方向は1つしかない。

いずれにせよ、経済はかなり厳しい状況にある。全世界も非常に厳しい状況にあるし、日本も同じということなんです。ただ日本の企業のバランスシートは、今世界で一番きれいです。今まで日本にあまり金が来なかった背景にあるのは、東南アジアとか周りがバブルで、日本で1~2%の議論をしているのが、向こうに行ったら20%、30%の議論をしている。当然金はみんなあっちに行ってしまうし、国内の金も随分出ていった。

ところが今はどうかというと、全部がおかしくなっているわけですから、そういう中で地道に技術開発をやってきた日本企業、まだちゃんと世界では大きなシェアをいろんなところで持っている日本企業、これが注目されてきている部分もあるわけで、世の中が大分落ちついてくれば、ああ、やっぱり日本がやっていたことは正しかったんじゃないかという声、特にアメリカが、過去15年間日本がやった政策を次々と打ち出してくれば、日本に対する評価もかなり変わってくるという気がします。

ただそれまで、我々としては生き残らなくちゃいけないわけで、アメリカが本当に資本投入ですとか中長期的な公共事業という政策を打ち出せばそこがボトムとなって、その時点からアメリカは買いたということになるかもしれません。それ以前はまだシートベルト着用サインがついている状況ですので、皆さんもそこは十分注意されたほうがいいんじゃないかと思います。