

かんぽセミナー

「世界金融危機と日本の経済」

東京大学大学院経済学研究科教授 伊藤隆敏氏

平成21年3月17日

本日は、前半、後半で2つのトピックをカバーします。前半は、国際金融危機、世界金融危機の原因となったアメリカのサブプライム危機、それからアメリカの金融危機は、本当のところ何だったのだろうかということをお話します。後半は日本経済の話で、どうしてアメリカの住宅問題が日本まで波及したのか、国際的な波及経路についてお話をします。これは日本だけでなく、ヨーロッパにも波及しているわけで、世界が同時に金融危機、不況にさらされているのが現在の状況であります。後半の最後で、日本の経済政策の課題について、私の所見をお話します。

1 アメリカのサブプライム危機

ではまず、新聞等でよく目にしているサブプライム危機についてお話します。ここ1年半ぐらい、サブプライムというのが日常用語になっていますが、なぜあれだけ先進的と言われたアメリカの金融機関がこんなことをしたのか、お話します。

○ サブプライム問題の原因

出発点は、本来貸すべきではない、財政力の弱い人に住宅ローンを出してしまったということです。これは考えてみると、日本も住専とかいう問題があったし、信用組合がバタバタつぶれたとか、15年ぐらい前の日本を考えると、時々そういった住宅市場あるいは不動産市場で、貸すべきではない人に貸してしまって、貸し手が困ることが起きることは考えられると思いますが、なぜここまで大きな問題になったのかというところが、日本と似ている面とあまり似ていない面が隠されていたということです。

基本的には住宅バブルがおきて、貸すべきではない人に貸してしまったということですが、そこから先が日本の場合と少し違って、アメリカの場合、これを証券化した。つまり住宅ローンを出すとローンの返済、つまり元利払いの返済が金融機関に入ってくるわけですが、日本の場合には、そこで金融機関が住宅ローンを貸出債権としてバランスシートに載せる。住宅ローン金利と預金等の利ざやがありますから、その利ざやでもうけるのが、日本の金融機関の基本的な姿ですが、アメリカはこれを証券化している。

証券化するとは、元利払いを受けとる権利を証券にして、これを売却・流通させることです。銀行は、住宅ローンを貸して入ってくる収入を受け取る権利を売り払って、現金にしてしまう。したがってローンを出したものがすぐに回収できる。そしてまた次のところにそれを貸して、貸したらまたそれを証券化して売ってしまうということで、次々と資金を転がしながら、手数料を稼いでいくというビジネスを開発したわけです。

したがって住宅ローンを出した最初の銀行は、住宅ローンを抱えないで、住宅ローンをつくる、組成するところの手数料をもうける仕事に邁進していったということでもあります。そうすると、すぐ

考えればわかるように、だれに貸すかというのはもちろん重要ですけれども、手数料さえ稼げればいいや、証券にして転売すればいいのだからといった考えが出てきてもおかしくないと考えられるわけです。そこが証券化の最初の一つの問題です。

では証券を買う人、将来にわたって元利払いを受け取る権利を買う人にとっては、もちろん元利払いが滞ってしまったら、この証券を買った意味がなくなりますから、本来はそれを吟味して、ほんとうに返ってくるのだろうか、この証券を今買う価値があるのかを吟味しなくてはいけないはずですが、どうもそこを怠ったみたいだ。どうして怠ったのかというと、そういった証券をたくさん集めて、またそれを再証券化する。つまり住宅ローン証券というのをたくさん集めてきて、それを束にして、束にしたものに生まれる元利払いの支払いに優先順位をつけて、これを再証券化する。証券をさらに証券にすることを、どうもやっていた。そこで証券を束ねるとは一体どういうことなのか、後で問題になってきた。

実際にそれを販売するときには、もちろん格付、AAAとかAAという格付がされて、普通の投資家はそんな証券の裏にどういう住宅ローンがついているかわかりませんから、AAAだったら安全だろう、証券会社が安全だと言っているからといって買っていくわけですが、実はその格付会社にも問題があった。どうもAAAを乱発していたらしい。AAAをつけると手数料が入るので、格付会社がどうも格付してもらいたい販売会社と話し合いをしたうえで格付をした。そこで審査が甘くなっていることがあったのではないかということが、問題にされてきた。格付会社の利益相反といわれる問題です。

○ リスク分散の失敗

さらにアメリカの金融機関は、これまで非常に金融工学に優れていると思われていましたが、実は企業会計が不明朗だった。どういうふうに不明朗だったかというと、子会社がそういった証券を販売するビジネスをしていたのだけれども、その子会社を連結決算にしていなかった。子会社に発生するであろうリスクを、きちんと評価していなかったことが、これも後でわかってきた。銀行とその子会社の関係が非常に大きな問題であることが、わかってきたわけです。

今言ったように、リスクが全部つながっていて、それぞれに問題があった。一たんこの仕組みが壊れたときに、鎖が逆回転するように、どんどん、もとのところにその問題が波及して行って、一たん売れなくなると、価格が暴落する。価格が暴落すると、さらに売れなくなるという形で、非常に大きな問題になってしまったということでもあります。

後半の議論に今つなげておきますと、サブプライムでそういった、非常に今まで認識しなかったようなリスクが突然わかってきて、証券化商品が売れなくなると、ほかの証券も危ないのではないかと、ほかの金融機関も危ないのではないかとという形で、金融業界全体、証券全体のリスクが高まり、次々と金融市場、資本市場の機能不全を起こしてきたことが、サブプライム危機から金融機関全体の危機につながっていった問題の根源になっているわけです。

サブプライム問題の流れは次のとおりです。モーゲージバンクが、最初に住宅ローンを組む銀行であります。貸す相手には、優良な借り手から問題のある借り手まで、その信用力によって幾つかカテゴリーがあるわけですが、サブプライムとは一番信用力のない、あまり資産を持っていない、あまり所得も高くない、ひょっとしたら仕事も持っていないような人たちであります。そこでモ

ーゲージバンクは住宅ローンを組んで、それを証券化して売却する。買い手はだれかという、投資銀行と呼ばれる、日本で証券会社に当たるところですが、それを再証券化して、今度はSIVという子会社を通して販売して、それが最終投資家に行く。最終投資家はだれかという、アメリカのヘッジファンド・投資ファンドであり、ヨーロッパの銀行・地方銀行・投資ファンド・年金基金・保険会社という長期の投資を目指す投資家たちにてであった。

日本では、日本の大手の金融機関では、ほとんどサブプライム絡みの証券を買ったところはありません。2社、みずほ証券と野村證券がサブプライム絡みの損失を公表していますけれども、全く大したことがない金額だったわけです。中小の銀行、信用組合等でも一部問題がありましたけれども、経営を揺るがすような問題にはなっていない。そういう意味では、日本はサブプライムという問題の当初では、それほど大きな影響を受けなかった。

この問題が発覚したのは2007年です。おととしの8月に最初に大きく報じられて、みんなの知るところとなったわけですがけれども、去年の夏ぐらいまでは、日本は大丈夫、日本はサブプライムに引っかかかっていないから比較的軽微に終わるのではないか、「蚊が一刺ししたようなものだ。」と言った大臣もいました。去年の8月ぐらいまでは、そのぐらいの認識だったわけです。その後、リーマン・ブラザーズという投資銀行が破綻して、そこから完全に世界の景色が一変するわけです。

したがって初期の段階で日本の被害はほとんどなかったわけです。つまり、最終投資家というところに、日本勢はほとんど入っていなかった。ヨーロッパのほうが、非常にそういう意味ではアメリカと並んで大きな投資をしていたということでもあります。

先ほど言ったように、最初のモーゲージバンクでは、証券化の段階で、住宅ローンの審査基準が非常に甘くなっていた。ニックネームでNINJAというローンが組まれていた。NINJAというのは何かというと、No Income, No Job or Asset という頭文字をとって、NINJAと言っているわけですが、全く所得も仕事も資産もないような人にまで貸していた。どうしてそんなことが可能なのか。そういった住宅ローンを出しても、自分でリスクを長期に持たないで証券化して売ってしまうわけですから、それならちょっと甘くてもいいのではないかと思ったのではないか。したがって、住宅ローンを本来出すべきではないところに、住宅ローンを出して、それを証券化していた。証券化するために、住宅ローンをわざわざ無理をして組んでいったのではないかということで、ここがいわゆるモラルハザードと呼ばれる現象になっていたわけです。

もちろん住宅ローンを組んで、それを証券化して売ったからといって、すぐに滞納が発生したら、それは文句が来ます。何でこんなのをおれに売りつけたのと文句が来るから、すぐには滞納が起きないようにする。どうするかというと、2年間、非常に低い金利で貸してあげます、2年たったら金利は上がりますよと。日本にもありましたよね。ゆとりローンとか、ステップアップローンとかいう名前で、2年間は非常に低金利で貸してあげますけれども、2年後には少し金利が上がりますよと。ただ日本の場合は、定期昇給があるとか、だんだん昇進していったら給料が上がるでしょうから、今はちょっと苦しいかもしれないけれども、低い金利にしてあげましょうという論理づけだったと思いますが、アメリカの場合はもうちょっと違って、2年たてば、住宅価格は2倍になりますから、2倍になれば住宅ローンを組みかえれば、上昇した部分をキャッシュで受け取ることが

でき、簡単に返済できますよという誘い文句で、仕事もない人にも住宅ローンをどんどん売りつけていったということでもあります。したがって2年間は滞納が発生しないので、先ほど言ったローンを組んだ銀行は、証券化して売り払っても、すぐに文句は来ないことになっていたわけです。

○ なぜ、サブプライムがAAA格付け

したがって、最初は住宅ローンを組んだ銀行のモラルハザード、それから、そのリスクがほんとうに理解されていたかどうかという問題です。次に、それを買った投資銀行は、先ほど多くの証券を集めて、束にして、それを再証券化しますというお話をしたのですが、その段階できちんとリスクが計算されていなかったのではないかと。そこが先ず、格付会社も絡んで、リスクが見えないような形でどうも格付がなされていたらしい。しかも投資銀行は、こういった証券を更に再証券化して非常に複雑にしてしまった。どうしたらAAAを取れるでしょうかという相談を受けて、相談に乗りながらAAAを出していたらしいこともわかってきた。ここは利益相反、本来中立であるべき格付会社、本来は投資家の側に立つべき格付会社が、投資家の立場ではなく、売り手と談合して、有利な格付を出していたのではないかと、利益相反の問題があると言われていました。そうすると、こういったモラルハザード、利益相反、流動性リスクの軽視と、子会社のリスクをきちんと評価していないという問題があったことが、後で理解されるようになってきたわけです。

なぜ本来返す力がない人につくった住宅ローン、サブプライムの住宅ローンがAAAに化けるのかということでもあります。

例をつくってみました。アメリカの場合、住宅ローンといってもアメリカ全土、広いですから、例えば、ボストン、ニューヨーク、ワシントン、フロリダ、ヒューストン、ダラス、いろいろな都市で住宅ローンが組まれているわけですが、これまでアメリカ全土で一斉に住宅価格が下がったことはなかったと言われていました。確かに原油価格が上がって、オイルブームが起きると、テキサスはオイルを出していますから、テキサスではものすごく所得が上がって、また、他地域からもオイルビジネスを求めて人が移り住んできて、住宅価格が上がる。ITバブルの時は、ITの革新を主導していた。サンフランシスコ郊外のスタンフォード大学周辺の都市の住宅価格があつという間に2倍、3倍になった。自動車産業が活発になれば、デトロイトの住宅価格が上がる。そういった所が衰退すれば、その町の住宅価格が下がるけれども、それはアメリカ全土から見ればごく一部の地域でしかない。日本でも似たようなことがあって、東京は上がるけれども、ほかの地域は上がっていない。トヨタがもうかるから、その車の輸出が好調であれば、名古屋圏の経済が非常に活発になって、名古屋の住宅価格が上がるけれども、ほかの地域は上がらないというような地域格差があるわけです。地域格差があるということは、住宅ローン一つだけ、例えばボストンの銀行が、あるいは名古屋の銀行でもいいですけども、住宅ローンをその町だけで出していると、その町の盛衰によって、住宅ローンを束にしたとしても、一緒に上がったリ下がったりして非常にリスクが大きいことになるわけです。

しかし、ここで分散投資という考え方をに入れて、つまりいろいろなものに投資すればリスクは低くなるという、投資の基本的な原則を適用して、住宅ローンといってもいろいろな町があるじゃないか。いろいろな町の住宅ローンを証券化して、それを全部集めてみようと考える。ボストンの住宅ローン、テキサスの住宅ローン、カリフォルニアの住宅ローン証券を、100枚、200枚集めてきて、

束にする。そうするとテキサスの住宅ローンはオイルが今ものすごく上がったので、これはもう絶対大丈夫です。ミシガンの住宅ローンはGMがだめだから、滞納がものすごく増えるかもしれないというような形で、幾つかのところ、盛衰の波が重ならないような町の住宅ローンを集めることによって、分散投資の住宅ローンの束ができます。日本で言えば、東京と大阪と名古屋の住宅ローンを集めて、束にすると、それはどこか一つの町の住宅ローンよりはリスクが分散しているわけです。リスクが分散するというのは、通常考えるとリターンは多少低くなるかもしれないけれども、リスクも小さくなる。つまり滞納になる確率は減る。ここまでは普通の分散投資の理論なわけですが、サブプライムの場合には、更に優先劣後の関係の組成をやっています。

優先劣後の関係とは何かというと、今ここに2つ、ミシガンとテキサスの住宅ローンを2つ持ってきて、束にしたとします。それぞれ、次の年に滞納になる確率が2分の1だとします。同じ都市だったら、都市景気は同じですから、どちらかが滞納すればもう一つも滞納するし、どちらかが払ってくれば、どちらかも払ってくれるので、あまり束にする意味はないですね。ところがこれをまぜて、スープに入れて、その上澄みをとるようなことをやる。つまり最初に支払われた住宅ローン、テキサスでもミシガンでもどちらでもいいですけども、どちらかが支払ってくれたらそれは優先証券の支払いに充てます。それで残りを、優先劣後の劣後のほうの劣後証券にこれを充てますという切り分けをしてみよう。それでミシガンとテキサス、日本であれば名古屋と大阪ですから、あまり相関関係がないというふうに考えてみます。

そうすると、両方の町で払ってくれる。ミシガンだけが払うけれども、テキサスは払わない。ミシガンが払わないけれども、テキサスが払う。それからミシガンもテキサスも払わない。この4つのケースがあります。そのときに、最初に払ってくれたものを優先証券に割り当てます。そうすると、両方払えばもちろんどちらかひとつは優先証券には回ってくる。ミシガンだけが払えば、これは優先証券に回ってくる。テキサスだけが払えばこれは優先証券に回ってくる。両方払わないときだけ優先証券は払ってもらえない。そうすると、さっき2分の1だった確率が、今4分の3になりましたよね。4つのケースのうち、3つのケースは優先証券に支払いがある。2分の1の確率だったのが、突然4分の3の確率になって、支払いの確率が高まる。これが優先証券のマジックになるわけです。

今は2都市の例でやりましたが、これを7都市ぐらいにすれば、99%ぐらいの確率で優先証券は支払いが横行するという証券ができてしまう。したがって束にして、もちろん分散投資の利益はあるわけですけども、それ以上に優先劣後の構造をつくることによって、どんなにひどい証券を集めてきても、優先部分はAAAになってしまうという錬金術をやった。これがサブプライムと再証券化のマジックになるわけです。

これをやったがために、サブプライムは何でもいいから、とにかく証券化して持ってこい、それをまぜて、上澄みをすくえばAAAができちゃうからということで、さっき言った投資銀行も、「どんどん持ってこい、再証券化をしてちゃんとリスクを切り分けたシニア証券というのをつくって、AAAにすれば必ずお客さんは買ってくれる」と。

では残り部分はどうなるか。「ちょっと上澄みではない真ん中あたり、ちょっと濁ったものも入っているし、まずそうだな。まあいいや、もうちょっといいものをまぜよう。社債とか地方債を少しま

せて、これは確実に返ってくるから、その優先部分をとれば、確実に返ってくる。真ん中のあたりもさらにいいものをまぜて、上澄みをすくえばAAAになる」という形で、再証券化の再証券化、そのさらに再証券化という形で、どんどんまぜて上澄みをすくうということを重ねていった。これが、シニア、メザニン、エクイティーという切り分けをして、さらにそれをもう一回再証券化するという形で、AAAをつくっていったというトリック、マジックの種明かしになっています。

格付会社も、先ほど言ったように、証券会社から、「AAAを取りたいが、どういった証券をまぜて、どれくらいの上澄みをすくえばよいのかー上20%の上澄みか30%の上澄みかーとにかくだれくらいの上澄みをすくえばAAAの判こを押してくれる？」というような相談等を、どうも受けていたらしい。「25%くらいの上澄みの優先証券であればAAAを出しましょう」ということで、ポンと判こを押して手数料をもらうというビジネスを格付会社はやっていたらしい。談合じゃないかということが、後になってわかったわけです。

したがってリスク分散をしたつもりが、実際に起きたのはアメリカの全国的な住宅価格の下落、つまりアメリカ全体で住宅バブルが起きていたことが、これも後になってわかったわけです。

○ 銀行の問題

もう一つ大きな問題が銀行の問題でありまして、投資銀行や銀行の販売子会社が、今言ったような証券を最終投資家に販売していた。「お客さん、これはAAAの判こをもらっていますから、絶対大丈夫ですよ」という形で、どんどん販売していたわけです。この子会社は、さっき言った、つくり上げた証券をお客さんに販売している販売子会社ですから、リスクはないはずだった。回転しているだけですから、仕入れて売って、仕入れて売っていただけですから、本来はリスクがないわけで、その子会社を本体の投資銀行は連結決算していなかった。バランスシートに組み入れていなかった。

ところが何が起きたかという、滞納が出始めた途端にお客さんが買ってくれなくなった。買わなくなったら、販売会社のところにどんどん在庫がたまっていく。親会社のつくった証券をほんとうは販売しているんですが、親会社から来るけれども全然売れない。そうすると、「仕入れている間は流動性を少し面倒見てあげる。」という契約が入っていたので、親会社、本店からどんどんキャッシュが送られてきて、とにかく在庫を抱えている、そのうち売れるようになるからという形で、子会社にお金が本社から流れるようになった。それがいつまでも解消せずどんどん膨らんでいった。子会社に発生した不良債権に、本店からどんどん送金が行われて、気がついてみたら本店のバランスシートが傷んでいた。

これも15年ぐらい前に日本で起きたようなことです。日本の場合はもうちょっと複雑なものもありましたけれども、子会社に隠れているロスが、ある日突然本体、本社に戻ってきて、それが資本を積まないと、準備金を積まないと債務超過になってしまうかもしれないという状況が発生した。これが、リスクが隠れていたために問題が大きくなるまで発覚しなかったということでもあります。したがって、会計監査の会社がこれをきちんと指摘しておかなくてははいけなかったわけですがけれども、指摘しなかった。会計監査をやっていた会社も、きちんとリスクを見ていなかったのではないかと。これも日本で同じようなことがあって、会計監査の会社も甘かったのではないかと言われたことがありましたが、同じようなことがアメリカで起きたということでもあります。

このような錬金術が2年、3年はうまくいっていたわけですが、もともとサブプライムですから、当然滞納が起きる。分散投資をしたつもりが、サブプライムですから、どこの地域でもサブプライムであって、全国的にサブプライムの人たちはやはり払えなかったということです。

先ほど言ったように、2年間は低金利というゆとりのローンを組んでいたわけですが、2年たったときに金利がはね上がった途端に、払えなくなる。毎月の支払いができなくなるということが起きた。したがって今言ったようなサブプライムの仕組みを考え出して、証券化をして上澄みをすくってということをやりはじめたのは、どうも2004年のあたりらしい。ということは、滞納が大量に発生し始めたのは2006年で、2005年に組んだのはもっとサブサブプライムの人たちに貸したわけですから、2007年はもっと滞納率が上がるということで、2006年から2007年にかけて滞納率がどんどん上がって行って、証券を買った人が、おかしい、ちゃんと返ってくると言ったものが入ってこないじゃないかということが起きてきた。

それで2007年、つまり2年前の8月に、BNPパリバという銀行が販売した証券の滞納率があまりにも高くなって、BNPパリバがそれを補てんするというのをやって、そんなに悪いのかということが発覚し、これが大きく報道されて、それ以降、今度はサブプライムの問題が大きく金融界で取り上げられるようになった。ということで、2007年8月が、この問題の発端で、何か大変おかしいことが起きているみたいだよという状況が認識された最初になるわけです。

これは日本で言うと、いわゆる住専の問題が出てきて盛んに議論されるようになり、それで住専に対してだれが損失補てんをするのか、母体行か、貸し出し行かというような問題が起きた頃、あるいは、信用組合がおかしくなって、その信組が破綻するといったようなことが起きていた。小さな金融機関だからあまり大したことはなさそうだけれども、どうも背後に大きな変なことが起きているみたいだよという、1992～95年の日本の状況が2004年のアメリカに当たるわけです。

後で詳しく話しますが、これが小さな問題だと思っていたのが、大きな問題で爆発したのが、2008年、去年の夏から秋にかけてで、その象徴的な出来事がリーマン・ブラザーズの破綻という9月15日の出来事になるわけです。これを日本に引き直してみると、小さな問題がだんだん大きな問題だというのがわかってきて、山一証券の破綻、北海道拓殖銀行の破綻という1997年11月の状況、ここで完全に日本の銀行危機というのが爆発したわけです。したがって1997年11月の日本と、2008年9月のアメリカを重ね合わせると、非常に大きな問題が爆発した、時限爆弾が爆発したというような意味合いでは、10年を経て、非常に並行的な出来事であると言えます。

したがって、住宅ローンを組んだ年が2004年、これが2年を経て2006年に突然滞納率が上がる。2005年は2007年という形で、いつの住宅ローンを証券化したかが、そこでだんだん問題になってきて、ビンテージ2004とかビンテージ2005という名前と呼ばれるようになった。ワイン通の方はご存じだと思いますけれども、ビンテージというのは何年のブドウを集めてつくったワインですかという。ワインを寝かせておいて、飲みごろになって栓をあける。したがって、これは1990年のビンテージです、2000年のビンテージです、このボルドーはおいしいワインですよというような売り方をするわけですが、今度の場合、逆に2004年のワインはもう腐っている、もう飲めない、毒だというような形で、ビンテージ2004、あるいはビンテージ2005はもっとひどいとい

う形です。アメリカではトクシクアセツ(猛毒の資産)あえて意識すれば毒まんじゅうというような呼ばれ方をしているわけです。これもできた年によって、毒の度合いが違うことが認識されているわけです。したがってバブルの最終期にこういったことが起きて、しかも今言ったような2年のゆとりローンを組んで、それを証券化して販売していたということで、2年後に起こるべくして起きた問題であったということになります。

もう一度まとめると、サブプライムという貸してはいけない人に貸したものの。それがなぜすぐに発覚しなかったかという、2年間のゆとりローンを組んで、その間にさらに証券化をして、それを再証券化して、上澄みをすくってAAAという判こを押して売ってしまったということでもあります。

○サブプライムから金融危機へ

さてサブプライム危機が大きくなると、先ほど言ったように子会社の問題だと思っていたのが、親会社の問題になる。親会社がどんどん損失を補てんしていくから、資本が足りなくなる。そうすると親会社そのものが危なくなるということで、非常に大きな投資銀行、証券会社に波及してきた。これが2008年3月以降の状況であります。3月にはベア・スターンズ社が破綻しそうになったのですけれども、破綻させずに救済合併をアレンジしたのです。アメリカの財務省と中央銀行であるFRBがそういったアレンジをして、ベア・スターンズで買ったものから出た損失については、補てんしますと。したがって政府が損失補償をして、ベア・スターンズを買ってもらったという救済合併をしました。これも日本でもよくやりました。どこかの金融機関が倒れそうになると、もうちょっと強い金融機関に買ってもらう。そのときに少し損失の補てんをする、あるいは買った側に預金保険機構から贈与をするという形で、なるべく破綻させないように健全行に救済合併をしてもらうことを、日本では繰り返しやったわけですが、アメリカでも、大手の証券会社、投資銀行に今言った救済合併をした。これはアメリカにとっては非常に異例なことで、財務省あるいは中央銀行が、直接その債務保証をする形で救済合併に乗り出したということで、2008年3月、ちょうど1年前ですけれども、非常に驚きをもって見られた。アメリカの政府もとうとうそこまで来たかと。非常に資本主義の原則には反するんだけれども、金融システムを守る、ベア・スターンズが破綻したら大変なことになるということにかんがみて、損失補てんをしてまでも救済合併をアレンジしたのかと思われたのです。

ところがその後、昨年の夏を経て秋になってまた再燃してくる。それはそうですね。先ほど言ったように、どんどん破綻率が上がった証券が突き返されてくるわけですから、事態がよくなるわけがない。ということで、次々にいろいろな投資銀行、あるいは銀行の資本不足が明らかになっていって、あるところは民間資本、あるいは中国やアブダビの資本を入れて資本増強をしたり、政府系の住宅、日本で言うと昔の住宅金融公庫みたいなどころがあるわけですが、そのようなところに政府が保証をするような形で、どんどんほかの銀行にも危機が広がっていったわけです。

2 サブプライム危機から世界金融危機

○リーマン破綻

今度はベア・スターンズに続いて浮上したのが、大きな投資銀行であるリーマン・ブラザーズの

破綻のおそれです。9月の第2週の週末に、リーマン・ブラザーズをどうするのかということで、アメリカの財務省とニューヨーク連邦準備銀行が入って、リーマン・ブラザーズを買ってくれるかもしれないという金融機関を集めて、どういう条件だったらリーマン・ブラザーズと合併してもらえますかという交渉をやったのです。民間のほうは、買ってもしないかもしれないと言っていたバンク・オブ・アメリカ、バークレイズ、韓国の韓国開発銀行も一時買ってもしないようなことを言っていたのですが、それは早目におりていまして、バークレイズかバンク・オブ・アメリカが買うのではないかとみんな思っていた。週末に入る金曜日にはどこかが買うだろう、どこかが買うようにアメリカの財務省とニューヨーク連邦準備銀行がアレンジするに違いないと。日本で言うと1997年11月に、どうも拓銀も危ないと言われているし、山一証券もうわさによると飛ばしで損失を出しているみたいだけれども、大蔵省と日銀が何とかするでしょう、どこか大きなところと合併させて救済するに違いないと、多くの人は思っていた。今回も、多くの人はベア・スターズを救済したのだから、リーマンも救済するに違いないと思っていた。

ところが何が起きたのかわかりませんがリーマンは救済されなかった。一説によると、民間のバークレイズとバンク・オブ・アメリカですけれども、ベア・スターズにはお土産をつけたじゃないか、損失補償したから救済合併されたのであって、ちゃんとどれくらいリーマン・ブラザーズの損失補償をしてくれるのか、金額を出してくださいと。財務省もニューヨーク連邦準備銀行も、今回は出せませんと突っぱねた。ベア・スターズを救済しただけで、ものすごく議会でたたかれて、どうしてそんな民間の損失補償をするのかという批判があったから、「今回はちゃんと評価して、自分たちのお金で買ってください、我々からお土産はつけられません」というようなことを言ったらしい。それでバンク・オブ・アメリカが、そんなのだったらリーマン・ブラザーズよりもメリルリンチを買いたいということで、メリルリンチと交渉をしてメリルリンチを買ってしまった。最後はバークレイズですが、バークレイズはイギリスの銀行ですが、「買ってくれ」「お土産はつけてくれ」「お土産はつけられない」「じゃあ買えない」というような交渉を、どうも日曜日一日かけてやって、最後に決裂した。それで月曜日にリーマン・ブラザーズが連邦破産法11条、日本で言うと民事再生法を申請して、事実上破綻したというのが、9月15日の状況になります。

今ちょっと詳しくお話しましたがけれども、一番問題だったのは、やはり救済されるとマーケットが思っていたのに、それがされなかった。市場の期待を裏切った事は大きく長い影響を持った。市場ではアメリカ政府は、もうこれからどんどん大きな銀行でも倒していくのか、じゃあどの銀行も信用できないな、取引するのをやめよう。オーバーナイトは大丈夫かもしれないけれども、とてもじゃないけれども、週末越えの資金なんていうのを貸し借りできない。どの銀行もどんなロスが隠れているかわからない。次の週末で、経営破綻するかもしれない。

1997年、北海道拓殖銀行がつぶれた後は、日本の銀行なんてだれも信用しない、日本の銀行同士でも信用しない、インターバンクの貸し借りが全くなくなってしまったということと、全く同じような状況が今回はアメリカで発生したということで、これがリーマン・ブラザーズ破綻の大きな影響になるのです。

もう一つ、今回のリーマン・ブラザーズ破綻が非常に悪い影響を持ったというのは、連邦破産法の11条に申請した途端に、管財人が出てきて裁判所が資産を管理することになって、そこで一

たん資産と債務が凍結されるのです。それはどういうことかと言うと、債務者が会社に乗り込んできて、「おれは金を貸しているから、この机を持っていくよ」というようなことを防ぐ。実際には、机ではなくてもうちちょっと大きな資産を差し押さえるという形で、資産の引きはがしというものが起きないために、この破産法というのがあるのです。債権者が押し寄せてきても、債権者はこの会社から勝手に資産を持って行ってはいけません、裁判所が管理して、ちゃんと返済できるものは平等に返済します。債権者の人たちには比例的に配分して返済します。というのが、この破産法なのです。日本の民事再生法でもそうです。したがって債権者は平等に扱うけれども、待ってくれ。残余価値を債権者にお支払いして、それでももし残っていれば、株主にも返します。これが破産手続というもののなのです。あるいは債権者が債権放棄に同意すれば、債務削減のうえで会社が存続するかもしれない。これも裁判所の下で交渉をする。これは普通の事業会社の場合にはこれでいいんです。売掛金を持っているところとか、それまで資金を回収していないところは、残念でした、3カ月待ったら1万円に対して8,000円ぐらい戻ってくるかもしれませんがけれども待ちなさいというのが、裁判所です。管財人の役割なわけです。

問題は、こういうことを金融機関にすると大変なことになる。オーバーナイトで巨額の金を貸し借りしているのが金融市場です。これは全く金融機関の信用に基づいてそういったものを貸し借りしており、担保すら取っていない場合もある。金融機関にこの破産法を適用すると、連鎖倒産が起きる。瞬く間に金融システムを通じて次々と金融機関が倒れていったり、あるいは倒れる危険を察知して、そういった取引がなくなってしまうということが、理論上も経験上もわかっている。だからこそ、1998年の日本長期信用銀行の場合、法律までつくって、国が資産を管理しつつ、債務については支払いを続けるという法律をつくったわけです。アメリカの場合、この法律なしに突然倒れたということで、連鎖倒産こそ出ませんでしたけれども、支払いが滞るヘッジファンドとか投資ファンドが続出したわけです。多くのヘッジファンドは解約停止ということに追い込まれた。

日本でもリーマン・ブラザーズが破綻したことで、金融庁から資産保全命令が出て、アメリカの親会社が来て日本の資産を勝手に持っていかないように、日本のお客さんに対する債務は日本の資産を使って返しなさいという命令を出したのです。これは日本のお客さんにとってはいいことなのですが、日本のお客さんがリーマンに預けた資産も、日本の中であれば今言ったような形で返せるのですが、幾つかの資産はアメリカに貸したり、スワップをとって円の資産とドルの資産を交換していたりする。それを巻き戻すのがものすごく大変だった。アメリカはアメリカで資産保全命令、日本は日本で資産保全命令、イギリスはイギリスで同じことをやっていますから、国際的に活動している銀行の資産、債務の巻き戻しは非常に大変です。この過程は今でも続いています。

ということで、リーマン・ブラザーズの破綻がある意味では予想に反して起きた。つまり準備なしに起きていきなり資産、負債が凍結されてしまうということで、そこで完全にアメリカの金融資本市場は機能不全に陥った。だれも相手を信用しない。だれも相手に貸さない。週末越えの資金なんていうのは絶対貸さないというようなことが起きて、そこからアメリカの金融資本市場は、奈落の底に向かっていったことになるわけです。1週間の間にいろいろな銀行が破綻寸前まで行って緊急に融資をしたり、AIGのように実質国有化ということになって、さすがにアメリカの政府や

中央銀行も慌てて、とにかくそこから先はまた振り子がもとに戻って、どんな金融機関でも助けま
すという方針になってしまった。これでアメリカが、サブプライム危機からついに金融資本市場危
機に転化して、あらゆる市場のあらゆるリスクに価格がつかないという状況になった。

○アメリカ⇒世界

したがって機能不全ということで、アメリカ市場が大変なことになるわけですが、これと同時に金
融危機が世界に広がっていった。アメリカだけの問題では済まなくなったわけです。ヨーロッパは
先ほど言ったようにサブプライム資産に直接汚染されていましたから、損失を抱えた銀行はいっ
ぱいあって、これはこれで国際的な波及の問題であったのですが、リーマン以降に起きたことは、
今言ったようにリーマンに口座を持っている人は資産が返ってこない。だから解約が来た場合に
は何とかお金を調達しなくてはいけないから、ほかの資産をどんどん売ってキャッシュを厚くする
ということをやったのです。投資銀行の自己勘定取引ポジションであるとか、ヘッジファンドある
いは投資ファンド、とにかく世界中で売れるものは売って、本店にキャッシュを送った。本店で、解
約が来たときに流動性がないというので破綻しないように、とにかく資産を売って本店送金をして
くれという指示を出した。

彼らが持っているものといえば、日本の株、韓国の株、ハンガリーの株、オーストラリアの株と
いうように、あるいは不動産も入っているし、不動産証券も入っている。とにかく世界中に持って
いる、そういった長期投資のために本来持っていたものを、投げ売りして本国送金をした。アメリ
カの投資ファンドが持っている日本の株を売って、それを本国送金するということは、日本の株価
が下がって、アメリカのドルが上がるはずですが、オーストラリア、インド、中国、ハンガリー、韓国と
いったところの株や投資ファンド、不動産を全部売って本国送金をする。その株が下がって、不
動産が下がって、ドルが上がる。本国送金していますから、みんなドルを買う。ドルが上がるとい
うことで、ドルは、円だけ例外で、円を除いた通貨に対しては急騰するわけです。ユーロが下がる、
韓国ウォンが下がる、バーツが下がる。とにかく全部の通貨が下がって、ドルだけが突出して上
がる。

日本だけが例外、円だけが例外で、円はドルよりも強くなっています。リーマン・ブラザーズ破綻
以降の動きでいうと、世界最強の通貨になってしまった。これはなぜか。確かに投資ファンドの動
きとしては同じ動きがあって、日本の株は確かに下がって、彼らは本国送金、つまり円を売った
わけですが、それ以上に円に戻ってくるお金（円を買う）もあった。それは何か。2つあったん
です。

一つは、今言ったようなヘッジファンドの人たちが持っていた投資ポジションも、実は例えばオー
ストラリアの株を買う場合に、円で借りてオーストラリアに投資している。円で借りてカナダに投資
するというようなことを、ヘッジファンドたちはやっていた。これをキャリートレードと言います。聞い
たことがあると思いますけれども、金利の安い通貨で借りて、金利の高い通貨の社債や証券に
投資するという戦略を、キャリートレードと言います。これを大々的にやっていたのが、アメリカの
ヘッジファンド、投資ファンドであります。したがってポジションを全部売り払って、キャッシュポジ
ションを厚くするときには、借りていたものは返さなくてはいけませんから、オーストラリアの株を
売って本国送金をして、でもそれ全部が自分の資産ではなくて、一部は借りた資金で回していた

わけですから、借りを返す。全部、今度は円に送る。カナダを売って本国送金をして、借りていた円を返すようなことをどんどんやっていた。だから円に対する需要が非常に高くなったんです。したがって日本の株を売って本国送金した以上に、世界中のほかの資産を売って本国送金した一部で、借りている円を返したという流れのほうが強かったということになります。彼らはそれだけ円を借りていた。

もう一つは、ウォールストリート・ジャーナルによると、キモノ(着物)トレーダーズという名前がついているのですが、日本の強力な主婦の人たちが、0.1%なんていう銀行預金の金利ではとてもお小遣いにもならない。5%オーストラリア何とか公社債はどうかしら、8%ニュージーランドドルの何とか社債はどうかしらと、証券会社にどんどん勧誘されて、貯金をそういったオーストラリア、ニュージーランド、カナダの高金利債券に投資をしていた。あるいは投資信託に投資していた。これがものすごい量あったらしい。通貨が暴落し始めますから、これが元本割れをどんどん起こしていく。とてもたまらないということで、そこは損切りをして、手じまって、日本の銀行預金に回帰してきた、戻ってきたということが、これもまたものすごい量で起きた。だから海外債券型投資信託の残高は急落しています。

そういうことで、この2つの力、アメリカのヘッジファンドと日本の主婦の力によって、円は最強の通貨になったということです。円はまだ、株は落ちて大変なことになっていますけれども、通貨は逆にどんどん上がっているわけですから、通貨危機でも何でもない。ただ輸出産業は大変だから、実体経済には影響が出ている。

ところが韓国あるいはアイスランド、ハンガリーといった国では、通貨は下がるは、資金は出ていく。そうすると外国からどんどん預金があったり、投資資金が入ってきて、それをアテにしていたプロジェクト、あるいは投資をしていたものが、全部ストップしてしまうわけです。その資金がどんどん引き揚げていきますから、ちょうど10年前のアジア通貨危機のときみたいに、すべての株価も債券価格も通貨も下落した。外貨建てで借りている人たちは大変なことになった。アイスランドで外貨建てで借りていた人たちは、返せなくなるわけです。その途端にそこで不良債権化、債務不履行になってしまう。これが韓国で起きかけて、今も戦っていますけれども、アイスランドではこれが完全に爆発して、ハンガリーでも爆発して、つまり通貨が下がることによって、外貨建てで借りていた人たちが不良債権化するということが起きているわけです。現在進行中です。これは、アジア通貨危機、97年、98年に起きたことと全く同じ現象です。タイやインドネシア、韓国で通貨のミスマッチ、借りている通貨と貸している通貨のミスマッチによって、不良債権がどんどん増えていくことが起きて、これが通貨危機の怖いところでありまして、これによって世界の通貨危機に発展していったということになります。

○ 巻き戻し(deleveraging)

今、deleveraging という言葉がはやっている。これは私流に訳すと巻き戻しということで、借りていたもの、それで投資していたもの、つまり借りて投資をするというポジションを全部解消する。つまり資産として持っているものを売って、そのキャッシュで借りていたものを返すということが、どんどん起きてきて、とにかくキャッシュポジションを厚くして、解約が起きたりすれば、そこにどんどん送金をするという形で、そのポジションを手じまっていくことが行われてきた。これが先ほど言っ

たキャリートレードの解消につながっていったということでもあります。

○ 米国の金融混乱はいつまで？

通貨危機は、アメリカから世界に危機が伝播していった過程は今お話したとおりで、ハンガリーとかウクライナ、ラトビア、アイスランドというようなところでは、非常に大きな問題になっています。したがってこれによって、一番最初はサブプライムという住宅ローンの問題だったのが、今、世界規模の金融危機、世界規模の通貨危機になったということでもあります。ではこれはいつまで続くのかということではありますが、根源が直らないことには今言っているような危機もおさまらないだろう。根源は何かというと、アメリカの住宅バブルの崩壊ですから、住宅バブルがはじけるところまではじけて、底を打ってまた上昇を始めるのはいつかということになるわけです。今ものすごい勢いで、住宅着工、住宅の建設は減ってきています。減ってきているというのは、売れない在庫が積み上がっているから、当然つくらないわけです。したがって在庫がどんどん積み上がっているのははけるまでは、あまり価格の回復は見られないだろう。また着工がまた増えていくことはないだろうということです。

日本の不動産バブルは80年代後半に価格が2倍、3倍になって、それから13年かけてそれを全部なくしてしまうという過程だったわけです。これと、アメリカの住宅価格指数、ケース・シラーという指数ですけれども、これを重ね合わせてみると、山を下り始めて今8合目ぐらいまでおりてきたところですから、まだまだ先は長く、住宅価格はあと20%、30%下がってもおかしくないということで、今の予想で言うと、大体、来年2010年の夏から秋にならなければ、アメリカの住宅市場は下げどまり感が出てこないだろうと言われています。したがってアメリカの住宅市場という点では、もうちょっと時間がかかるかなという感じであります。

3 日本経済への波及

次に、日本経済の話ではありますが、2008年の夏までは、日本経済に対する影響は非常に軽微だと思われていたわけです。それはサブプライムローンを持っていた金融機関、投資家が非常に少なかった、小さかったということです。ところが去年の9月に、リーマンが破綻して以来、非常に急速な勢いで日本の景気状況が悪化しています。GDPも年率換算すると去年の第4四半期は12%落ちている。この四半期、第1四半期もおそらく二けたのマイナス成長になるだろう。鉱工業生産指数の落ち込みもかつてない落ち込みになっている。さらに新聞紙上をにぎわしているような派遣切りであるとか、解雇あるいは一時休業という形の雇用への影響はものすごく早く出てきているということで、軽微だと思われていた日本経済が、突然、突如として不況の真っただ中に突き落とされたということでもあります。

どうしてこんなに早く波及しているのかということについて、確固たる結論はないんですけれども、企業の輸出依存の問題、つまりアメリカの景気が悪くなるので消費が落ち込むのだから、日本から輸出してもしょうがない、向こうにもう在庫もたまっている。輸出をどんどん控えていくことになって、その関連企業にそれが波及していく。これはスタンダードな説明になっています。それともう一つはやはり、企業の反応が早かった。つまり在庫を積み上げてまで生産を継続する、雇用を継続するといったような、30年前の日本企業の行動、あるいは20年前の日本企業の行動とは、

もう完全に違った行動になっている。なぜかという、15年前、10年前にあれだけ雇用を支えるというような形で頑張ったけれども、結局報われなかった。頑張って、頑張って、結局97年の金融危機で、98年、99年と大変なことになって、泣く泣く雇用を切らざるを得なかったという経験からして、90年代に10年かかって落ちるところまで落ちたことは繰り返したくない、切れるものは切ろうということで、派遣をまず切って、それから正社員も、あるいは生産のラインをストップする形で、休業者が増えるということが起きているのではないかと。

これは企業にとっては傷を浅くするという意味では、回復したときには早いと思います。したがって回復過程に入れば、非常に急速に企業業績は回復していくと思いますけれども、雇用されているほうはたまったものではないですよ。雇用が落ち込むことによって、将来に対する不安も出てきて、消費が落ちるといって、ものすごい勢いで消費に対しても影響が起きているということだと思います。

ここまでのところは、日本の金融機関は先ほど言いましたようにサブプライム絡みのものはないですから、比較的健全なバランスシートを保ってきたんですが、株価がここまで落ちると、さすがに株の評価損という形で資本が浸食されてくる。減損会計による資本不足を補うために資本増強したり、増資をしたり、あるいは劣後債を出したりしている。これでも増資をしたり、劣後債に応募してくれる人がいっぱいいるということは、日本の金融機関にとってはラッキーなことで、欧米の金融機関は増資をしようとしてもだれも引き受けてくれる人はいない。唯一買ってくれていたアブダビの政府系ファンドであるとか、中国系の政府系ファンドも、あまりにも時期尚早に資本増強に応じたために、今ものすごい評価損を抱えて苦しいわけで、今さらもう一回つき合ってくれと言っても、全然つき合ってくれない。株価が落ちっぱなしというのが欧米の金融機関になっています。したがってここまで来ても、日本の金融機関は、欧米の金融機関に比べれば、まだましという状況であります。

そうすると日本経済の復活のためには、外需が回復する、アメリカの景気頼みというのが一つです。もう一つは、それほど外需の回復が待てないのであれば、内需を振興するしかない。国内でとにかく需要を喚起していかなくてはいけないという、雇用対策、内需振興が政策の課題になってくるわけです。

4 日本の経済政策の課題

金融政策、株価対策、財政政策が、基本的に政府ができる政策手段、分野ということになっています。

○金融政策

金融政策であります。これも失われた十年でやったことに、また戻ってきた、つまりほぼゼロ金利、今0.1%が政策金利の目標であります。ほぼゼロと考えていい。重要なのは0.1%でどれくらい資金を出すのか、どれくらい流動性を供給するのかということであり、重要なのは、やはりこういう非常時には非伝統的な金融政策が必要です。つまり一番安全な資産、国債を買ったり売ったりしながら市場に出回っているお金の量を調節するのが、伝統的な平常時の金融政策ですが、金利がもうゼロになってそれ以上下がらないという状況では、そういった一番リスクのない

国債というものを売ったり買ったりするだけでは、経済には何の緩和効果も出てこない。ゼロ金利はゼロ金利ということですから、別のリスクのより高い資産、あるいはリスクが高いがために市場が機能していない、機能不全に陥っている市場の資産を買っていくのが、非伝統的な金融政策であろうということです。

これは失われた十年、ゼロ金利の時代に、日銀が量的緩和という名前で行った流動性供給と似ているのですが、あのころも我々学者の間では、もっとリスクのあるものを買ってもいいじゃないかという議論をたくさんしていた。ただ、日銀は動かなかった。今回はアメリカの中央銀行であるFRBが、どんどんリスクの高い資産を買うようになってきています。あるいはその保証をつけるという形で、そういうリスクのある市場の機能を回復させようとしている。これをFRBは信用緩和という名前で呼んでいます。したがって量的緩和と信用緩和の違いですが、FRBがわざわざ、我々がやろうとしていること、やっていることというのは日銀がやった量的緩和ではない。我々はこれを信用緩和と呼びますと言っている。

量的緩和と信用緩和というのは何が違うのかということですが、日銀のやった量的緩和というのは、日銀の当座預金残高、これは商業銀行が日銀に預ける無利子の口座だったわけですが、これの残高を目標とした。最大級は30兆から35兆を目標にしていた。商業銀行がゼロ金利の日銀の口座に預けるとはどういうことかということ、市場でとにかくゼロ金利以上で回せるものが、銀行にとってはなくなったので、しょうがない、日銀にでも預けるかという形で戻ってくるお金が30兆ということがあります。とにかく日銀がゼロ金利で国債をどんどん買う、あるいは買い戻し条件つきで買っていくという形で、流動性を出していったわけです。流動性を出していくことで、銀行はどんどん手元資金が潤沢になりますけれども、貸付先もない、投資するような証券もないということで、日銀に預け戻すということをやっていた。そういう意味では、直接リスクのある資産にお金が回るような仕組みではなかったわけです。つまり流動性は助けていたし、更に将来の金利に対する予想は変えたかもしれないけれども、資本市場や金融市場で壊れているところに価格をつけるような行動をとるということではなかった。これが量的緩和であります。

これに対してFRBが信用緩和と呼んでいる政策は、社債も買きましょう、CPも買きましょう、マネーマーケットファンドという金融商品の投資信託ですけれども、そこはもう元本保証しますという形で、公社債からいろいろな商品について、FRBがみずから買っていくという行動をとっている。信用が失われた市場の機能を回復するために、こういうことをしているのです。つまり量を出すことは目的ではなく、市場機能を回復することが目的なのですということを、FRBが言っていて、これを彼らが信用緩和と呼んでいる。日銀のやったことが効果がなかったということは、決して書いていないですけれども、彼らの意識にはそういうことがあるのではないか。FRBは、もっと直接的に機能不全に陥っている金融資本市場を立て直していくんですという、強い決意をあらわしているのだと考えていいと思います。

日銀もようやくそういったリスク市場に直接入って、つまり社債を直接購入するような形で、今回はより積極的な信用緩和に踏み込み始めている。まだもっとできることはあるわけで、そういう意味では、金融政策は金利ではなく、非伝統的なリスク商品の直接の購入という形で、より多くのことが理論的にはもっとできるということだと思います。

○株価対策

株価対策として、銀行保有株の買い取りが提案されて実行されています。政府の買取機構というところと、日本銀行の銀行保有株の買い取り制度があるわけですが、これは売るほうからしてみると、持っている株価の評価損が今生じているので、これを日銀あるいは機構に売り渡すことは、評価損を実現損に変えるだけですから資本対策としては何の意味もない。だから売る銀行はほとんどないということで、これは株価対策とはほとんど言えない。もうちょっと前に、株価が下がり始めたあたりで、これをやっていけば、「もっと下がるかもしれない、では今のうちに売っておこう」という行動があったかもしれませんが、ここまで下がると、さすがに今さら売ってもどうしようもない、資本増強して、とにかく3月を越えて株価が戻るのを待ったほうが賢明であろうということで、全く無益無害の政策だと思えます。そういう意味では、より株価がほんとうに何らかの理由で価格形成能力が失われているようなマーケットがあるとすれば、それはやはり直接入って買って買う。だれが買うのか。日銀かもしれないし、年金基金かもしれないし、何らかの公的な資本が、そういった壊れているマーケットを直すという名目で入っていくのはあり得るかもしれないけれども、今言ったような、壊れているマーケットをどう定義するのか。外国人が投げ売りする、そういったものを立証できるのか。あるいはかなりの論理構成によってそういったことが言えるのであれば、株式市場の機能回復という意味で入っていくのはありかなと思えますけれども、単純に株価を上げたいという形で買いに入るのはあり得ないと思えます。

○財政政策

次に財政政策ですけれども、これは90年代、あれだけ景気対策をやって、あれだけ赤字を増やしたのに、90年代はやはり失われた十年だった。だから財政は効かないという人と、あれだけやったから、もっとひどくなるはずだった危機があれでおさまった、プラス1%でおさまったんだ。あれだけやったのにプラス1%かという人と、あれだけやったから何とかプラス1%で十年もったんだという、2つの説があるのです。どちらの説にくみするかによって今の処方せんは違ってきてしまうわけです。効果があったという人たちは、実はあれだけ景気対策をやったといっても、実際に政府がお金を使った部分、つまり真水と呼ばれている部分はそんなに大きくない。効果はあるのに使わなかったという言い方をすると、もっとひどくなったのに何とか食いとめたという人と、二とおりいると思えます。真水の議論をする人たちは、1995年は確かに真水部分が大きかった。これが96年のリカバリーにつながったのに、97年に消費税を上げてまた景気を壊してしまったという議論をよくします。一方、財政は効かないのだという人たちは、そもそもそういう公共事業の質がどんどん悪くなっている。つまりだれも住んでいないところに高速道路を通して、建設費は確かにその建設会社に入って建設労働者に回ったけれども、それがさらに次の年に景気回復につながるような、生産性を向上するような効果はなかった。つまり乗数は1しかなかったというような議論を展開します。

さらに結局、景気がいつ回復したかといえ、2003年からでしょう。2003年に何をしたのですか。金融を最終的にきれいにした。つまり2002年から2003年にかけての小泉・竹中改革で、銀行のバランスシートをほんとうにきれいになりました。だれが見てもきれいになったと言われるぐらいに、圧力をかけて改革を促したのです。そこから先は何をしましたか。2004年、2005年、2

006年、景気対策なんて打っていません。赤字が増えないように、30兆円を超えるなという小泉指示のもと、公共事業は減らす一方、3%、3%で毎年来たのに、成長率は2%を超えるという小泉改革の成果があらわれた。だから景気対策なんてやらないで改革を続行すれば、成長率はまた上がるんです。これが小泉改革の信奉者ですね。今だんだん数は減っているんですけども。信奉者と、財政政策は有効でありますという人たちの考え方。したがって、この2つ、今真っ向から対立して、若干、小泉改革支持派は数が減ってきているんですけども、これは決着がついていない論争だと思います。

今はとにかく何でもありだ。何でもお金を使えというほうに流れていますけれども、本当にそれでいいのか。またぞろ公共事業はまさかしないでしょねというのが、改革論者の人たちの意見だと思います。よく言われている定額給付金は非常に評判が悪い。おそらく皆さんの中の過半数の人も、何でこんなことをするのか、もっとお金の使い方、2兆円あったら、もうちょっと使い道があるんじゃないのと思われる方が、過半数だと思います。私もそう思います。これはさっき言った公共事業は100万円使えば、100万円確かに建設会社に渡るわけですけども、消費のほうは100万円渡したところで、貯蓄が100万円増えるだけかもしれない。あるいは借金返済に100万円回るかもしれない。実際に消費に100万円回るとは思えないわけです。

これはもう既に1回、実験をやっているわけです。99年に地域振興券という形で、子供のある家庭、お年寄りのいる家庭に一人2万円配ったんです。その追跡調査というのがあって、2万円配って幾ら使いましたかというのと、2万円渡されて、もちろんそれは使うわけです。2万円の地域振興券は使ったわけですけども、本来であれば給料から買った食料品を、地域振興券で買っていた。だからその2万円、本来は給料の部分は貯蓄されていたかもしれない。お金とお金は代替がききますから、そういった意味で、ほんとうに地域振興券を受け取ったから、わざわざ支出したのは幾らですか。地域振興券を受け取ったから、普段であれば1,000円で買うものを、1,500円のものを買ったというようなものは、どれくらいありますか。非常に微妙な質問ですけども、そういったアンケート調査をやったことがあります。そうすると、4割ぐらい消費に回った。2万円渡すと、4割ぐらい消費を増やしたという推計があります。ただ若干危ないのは、確かに4割消費に回したのだけども、それで自転車を買いました。でもほんとうは、自転車はもうちょっと貯金をして買うはずだったのに、地域振興券をもらったから6月に買ったという場合です。でもこれは我慢して12月に買うはずだったものを、6月に買ったものかもしれない。そうすると地域振興券が4月から9月まで配られた後の消費は、実は落ちている。特に耐久消費財に関しては落ちているという結果があって、4月から9月までは4割増えたのだけども、翌半年は、むしろそういった、自転車とかそういうものは減っていて、通年にならしてみると4割も増えていない。1割ぐらいしか増えていないという調査結果もあります。ということで、どうやら2兆円をこれからばらまくわけですが、2兆円をばらまいて1兆円も消費は増えない。ひょっとしたら5,000億、ひょっとしたらもっと低いかもしれないという状況で、では何のために配るのかという疑問は残ったままであります。

政府紙幣とか無利子国債というアイデアもあります。これについて詳しく説明する時間はありませんが、結局これは赤字国債を出すのと同じでありまして、政府が全くコストなしにみんなにお金

を配ることはできないわけです。したがって、これは赤字国債を出すことと同じですから、財源がないというなら赤字国債を出せばいいんです。もし政府紙幣ということが有効であると考えるのであれば、変なものをわざわざ出すのではなく、赤字国債にすればいい。偽造の問題もあるでしょうし、自動販売機で使えないとか、海外に持っていても両替してもらえないとか、いろいろな問題があるわけですから、わざわざそういった政府紙幣なんていうものはつくらずに、赤字国債を出して必要であれば日銀に引き受けてもらうという、非常時の政策を提案すればいいのであって、こういった副作用の大きいものは出すべきではないと思います。

そうすると、非常時にもし財政政策をどうしてもやるということであれば、やはりだれも通らないところに高速道路をつくるのではなく、みんながほんとうに今必要としているもの、分野にこれを使うべきであろうということで、私は次の4分野が重要だと思っています。それは環境、医療介護、教育、農業といったところで、それにお金を使えば、今の雇用につながり、今の生産につながる。そしてそれが将来の生産性の向上につながって、成長力の回復に寄与するという意味を持っているのではないかとということで、これらに集中的にお金を使うべきであると思っています。

5 まとめ

ちょっと最後、駆け足になりましたけれども、最終的には今の世界金融危機がおさまるのは、来年の半ばから後半、アメリカがほんとうに落ちつきを取り戻したときであろう。それまでは世界は非常に不安定な時期が続くけれども、まさか保護主義であるとか、為替の切り下げ競争というようなことにはならないだろう。日本にできるのは、やはり内需の振興と、場当たりの政策ではなく、中期的には非常に意味のある政策である。こういったところにお金を使ってほしいということに、今お金を使い始めることが重要であろうと思っています。それを支えるために、金融政策が信用緩和、量的緩和ではなく信用緩和をもっと進めるべきである。ぜひこういったことは皆さんの声が政策につながって、何とかいい日本をつくっていきたいと思います。ご清聴どうもありがとうございました。(拍手)

— 了 —

(伊藤隆敏先生の略歴)

伊藤先生は、一橋大学経済学部卒業後、一橋大学大学院経済学研究科修士課程を経て、ハーバード大学大学院経済研究科博士課程を修了。ミネソタ大学経済学部助教授、一橋大学経済研究所教授、東京大学先端科学技術研究センター教授を経て、2004年に東京大学大学院経済学研究科教授に就任し、現在に至る。その間、国際通貨基金(IMF)調査局シニア・アドバイザー(上級審議役)、大蔵省大臣官房参事官(副財務官)、経済財政諮問会議の民間議員などの要職を歴任。