

# 金融経済危機後の世界経済の展望



IIPS

平成 22 年 3 月

財団法人 世界平和研究所

この報告書は競艇の交付金による日本財団の助成金を受けて作成しました。  
(本提言の内容は世界平和研究所の責任において編集したものです)



金融経済危機後の世界経済の展望  
2010年3月24日  
ANA インターコンチネンタルホテル東京

## 目次

議長 : 大来洋一 世界平和研究所常任研究顧問  
パネリスト: 山口泰 前日本銀行副総裁  
河合正弘 アジア開発銀行研究所長  
リチャード・クー 野村総合研究所研究創発センター主席研究員

(1) パネリストからの報告

(2) ディスカッション



## 金融経済危機後の世界経済の展望

世界平和研究所は、本年 3 月 24 日 ANA インターコンチネンタルホテル東京において「金融経済危機後の世界経済の展望」と題する公開シンポジウムを開催した。

シンポジウムでは、山口泰 前日本銀行副総裁、河合正弘 アジア開発銀行研究所長、リチャード・クー 野村総合研究所研究創発センター主席研究員の 3 名からそれぞれの立場からの報告とディスカッションが行われた。

### (1) パネリストからの報告

#### 【前日本銀行副総裁 山口泰氏】

1 年前、世界経済は恐慌の瀬戸際まで行ったが、その後振り返ると、思ったより早く景気回復し、各種経済見通しも回を追って良い方向に修正が進んでおり、比較的順調な展開であると言える。例えば IMF の今年 1 月に発表した世界経済の見通しでも世界全体として経済成長率が 2010 年は 4%としており、1 年前の 1.9%からずいぶん上向きの方向に考えが変わってきた。経済分析を見ても楽観論が増えている。

しかし、バブルの後遺症は色んなところでまだ深く残っている。例えば、危機の震源地アメリカでは 2010 年の経済成長率は 3~3.5%ぐらい。これ自体は低い数字ではないが、アメリカの第 2 次大戦後の景気の波を振り返ると、不況後の景気回復の初年度は平均して 6~7%の実質経済成長率があり、それと比較をすると 3%程度というのはスピードとしては半分しかない。今回の場合、相当深く落ち込み、しかも非常に大規模な財政金融政策に支えられた状態にも関わらずということ

ことを認識すべきであり、そういうところにバブル崩壊後の特徴が出ている。

日本でもかつてバブル崩壊後 3 つの過剰があった。その過剰が修正されるまでは、なかなか経済も自立回復力は中から生まれにくい状況が続いた。今のアメリカ、イギリス、ヨーロッパ大陸でも本質的にそういう状況が見られるが、このことには大変深い意味がある。例えば、3%の成長でもアメリカの失業率は、今年末になっても 9%の高い方と予想されている。インフレ圧力はなかなか高まりにくく、マクロ経済政策の出口を考える際に重要な考慮すべきポイントである。

低圧経済の下では先進諸国の低金利状態が長引く可能性が高く、発展途上国に向けて資



本流入が強い状態が続く。潜在的失業率が続くということはどうしても各国に保護主義的な誘惑が出てくる。保護主義に対する警戒心については、今回は不況が深刻だった割には、保護主義的な措置は小競り合い程度で済んでいた。これが長引くとどうなるかは一つの問題だ。

先進国についての話になるが、大きなテーマとして一つは、バランスシート調整。もう一つはマクロ経済政策の出口の問題に触れたい。大きな信用バブルが崩壊すると、借り手サイドには加重債務が残り、貸し手の債務には過剰債務の対局として不良債権が発生する。借り手貸し手両方においてバランスシートの立て直しが必要である。振り返ってみると日本には国内銀行の貸し出しが 1997 年にピークを打って、2004 年まで約 90 兆円まで 2 割近い減少が起こった。現在、先進諸国の借り手サイドは企業中心ではなく、家計が抱え込んでしまった債務、とりわけノーゲージ債務が多い。そういう国の債務に対する GDP の比率を見ると、2000 年前後までは長期トレンドに沿った動き、2000 年の変わり目ぐらいから急激に上昇する形が見え、今日まで続いている。

許容できる借金の範囲まで調整されるまで、ある程度長い時間がかかると予想されるような数字が色々ある。中でも重要なのは、アメリカの家計債務の状況だと、年間の家計債務が増えてしまい、貯蓄率が 0 から 5% まで上昇し、結果は 5% 台で安定しつつある状況だが、10% まで上昇するのではないかと恐れられた。貯蓄率の動向、家庭債務がどこまで減れば大丈夫なのかについては予想困難だが、はっきりしたのは、アメリカの消費者の過剰消費を経済の牽引力としてアメリカ経済が勢いよく伸びていく局面は終わった。世界経済がアメリカの消費者を最終的な消費者として成長を続けてきた状況が終わり、それに代わるものがあるのかが世界経済にとっての一番大きな問題だと言える。

バランスシート調整のもう一つの側面。貸し手サイドの方では、金融機関の様々な形の不良資産が発生し、証券化商品の大幅な値下がりと巨大な評価損があるが、その処理についてはかなりの程度進展しており、結果的に世界の金融市場が表面上安定を取り戻しつつあるのが現状である。リーマンブラザーズが 2008 年秋に破綻し、グローバルな経済が凍りついたのは、アメリカの政策当局にとって大きな失敗だった。意図しない効果として、日本などの過去の経緯に比べて、非常に早い段階で公的支援が大規模に出てきたことがある。大手銀行の資本増強もそれをきっかけにある程度進展した。かつてアメリカなどは、日本に来て早く不良資産を処理して資本を増強すべきだとずいぶん言ってきたが、アメリカでもヨーロッパでも不良資産を徹底的に洗い出した上で資本の増強が行われたかと言えば、そうではない。できたのは公的支援が大規模に出動し大手銀行への資本注入が大規模に行われたことだが、不良資産ないし予備軍が帳簿上に残った状態である。その残ったものが不良資産として表面化しつつある現状の金融システムの強さには疑問である。

こうしたことによる損失がどれくらいのスケールで出てくるのかは誰も正確には言えない。IMF が定期的に推計して出しており、直近の昨年 10 月ではグローバルバンクス銀行の潜在損失は 2 兆 8 千億ドルとしている。その後、景気回復が順調に進んでいるので少し減

っている可能性はあるが、昨年前半まで何らかの形で処理済みのものが 1 兆 3 千億ドル、今後に残っているものが 1 兆 5 千億ドルという推計である。つまり不良資産損失の処理というのは道半ばである。世界の銀行全体で 150 兆円という損失は非常に大きい、致命傷になるかは、同じ銀行がどれくらい収益でカバーできるのか外部から資本調達できるかなどが関わってくるので、この数字だけからでは単純に言えない。ただ、経済成長率が先に行くに連れどんどん加速していかなければ、相当規模の不良債権が潜在的に残っていることだけは言える。

こうした経済の特徴は、日本の経験から言って、ショックに非常に弱い経済と言えるが、決してこういう不良資産が国の中に残っていると、慢性的な不況、ゼロ成長から抜けられないということではない。日本経済の失われた期間の中にも好況もあれば不況もあり、株価なども 2 万円台をつけたことも何度かあった。しかし、何らかの大きなショックが外部から出ると一気に崩れてしまうというもろさがあるのが、今の世界経済の中の先進諸国の状態といえる。アメリカヨーロッパの状況が様々な形で日本にも跳ね返ってこざるを得ないが、幸い日本は不良資産の山を築き上げることをせずに済んだので、アメリカ、ヨーロッパと比較すれば、本来健全な金融システムといえる。

出口政策については、今のような判断が正しければ、先進諸国の経済は、まだまだ外的な状況に脆弱な状態であり、せつかく動き始めた景気回復を大事に育てなければならない局面にある。小急な出口政策を取ることや、発展途上国が何らかのことでブレーキがかかるということが起きると、先進国には大きなショックとなることから、出口政策の進め方というのが重要になってくる。今盛んに議論はされているが、出口から出るのは早過ぎてもいけないし遅すぎてもいけないと当たり前の話ばかり。各国個別で事情が違うので一般論にもなりにくい。また、財政政策というのは政治過程そのものなので、財政を拡大するのは簡単だが財政再建するのは難しいという非対照的な圧力が生まれる。現在のようにバブルの後遺症が残っている局面では、財政再建を進める困難さをさらに増幅するいくつかの事情があり、その最大のものが歳入の仕組みである。通常の景気回復で元のような歳入に戻れるのかということとは疑問であり、何らかの形で増税が必要かもしれない。最近ではアメリカでも付加価値税の導入の話が出てきており、財政再建が難しいということで、遅延させる力が働く。

経済状況のいかんに関わらず、出口から出ること強制させられるリスクがある。一つは、2007 年から 2010 年の財政政策は、財政政策があまりにも規模が大きいため、大きな政府への政治的な抵抗がある。その端的な例はアメリカ共和党の最近の姿勢が上げられ、政権与党側もそういう動きを意識せざるを得なくなっている。ソブリンリスクを意識せざるを得ないマーケットの状況も出ており、その最も象徴がギリシャ悲劇と言われる。こういうことによって財政再建を速めなければならないとなると、早すぎる財政再建が景気回復の阻害要因になる。財政の出口論というのは、逆方向に向けてのリスクが見られるのが現在の特徴である。先進諸国の多くは、2009 年に続き 2010 年も大規模な財政赤字による

景気刺激政策を維持する方針であり、経済の推移に照らすとそれがこれまでは妥当な経済運営だといえる。しかし、2011年以降の財政政策については、いくつかの乱気流というべき状況の中で、財政運営がすでに巨大になってしまったがゆえに経済の回復にとって攪乱要因になるリスクがある。その意味でも中期的な財政再建のプランは早急に作っておく必要があるが、実行するにあたっては現実の経済状況によって慎重に行っていくべきである。経済は波があるので思いもよらずフォローが吹く時がある。こうした税収が伸びてくるタイミングを使って財政再建を続けていくしかない。

金融政策についての出口は、インフレ圧力が目に見えて高まっていくということは先進国では考えにくい。金融政策が本当に出口から出るという定義は、金利を引き上げることによって引き締めを開始することとするが、これにはまだ時間がかかるように思う。かなり異例の流動性供給策は廃止、分業停止という状況になりつつあるが、それと金利を上げるといった判断は別のことである。経済成長と物価の変動というのが基本になるというのがメインストリームの考え方であり、このことからまだ若干時間があるということになる。

最後に一つ、経済成長と物価の展望を軸として金融政策を進めていくというのがこれまでの支配的な政策思想だった。こうした政策思想を明確な方法論まで持ちこんだのがインフレーションターゲットイングだが、それを忠実に行ったのがイギリスのイングランド銀行であり、暗黙理に行ったのがアメリカの連邦準備銀行だった。こうして忠実に行ったイギリス、アメリカが最も深刻な金融経済危機になったということはどう考えるかは最大の問題だといえる。つまり資産価格を視野に入れないという金融政策をこれまで通りにやっていったのかということであり、これには様々な考えがある。欧米の主流の考え方は今までの考え方であるというもので、資産価格が上昇する時は、レギュレーション、銀行監督で管理すればいいとしているが、個人的にはそれに対して懐疑的である。

#### 【アジア開発銀行研究所長 河合正弘氏】

欧米市場では成長、回復の兆しが出てきているが、しっかりと成長なのかは将来的に分からない状況。今日は、とくにアジアとの問題について取り上げていきたい。

日本は少子高齢化、公的債務などの問題があり、その中で日本の成長戦略を示すことが求められている。そのためには日本の内需を強くしていくことが非常に重要な路線だが、それだけでは不十分であり、アジアとの関係をもう少し考えていくべきではないか。つまり日本経済を孤立したものとするのではなく、アジアの中の日本と考える物事を整理していくべきである。

日本はこの20年間長期停滞を示してきた。1960年から2010年までの年々の各平均成長率は、1960年代が10.5%、



1970年代が5.2%、1980年代が4.4%、90年代が1.5%、2000年代には0.8%と下がっており、2009年はマイナス5%程度と大きく落ち込んだこともあるが、この2009年を除いても2000年台は1.3%と90年代より下がっている。このことから考えれば1990年代を失われた10年とするならば、過去20年は失われた20年といえる。日本の一人当たりGDPのOECD順位は下がり続け、2003年からは17位を維持していたが、最新では17位よりさらに転落している。また日本の合計特殊出生率は約1.3と非常に低い水準であり、日本の公的債務を見ると2010年の予測ではOECD諸国で最悪である。グロスの金融負債では200%近くもあり、ほぼ国家破綻の状況にあるアイスランドより大きい。金融資産を差し引いた純公的負債で見ると比率は100%強であり、これもOECD諸国中最大であり、非常に深刻といえる。

世界金融経済危機は、日本の中でも非常に大きいインパクトを与えた。これは、日本の金融システムやアジアの金融システムが不健全だったわけではないが、アジアがアメリカやヨーロッパのマーケットに過剰に依存していたことがある。欧米市場に対する直接的な消費財や資本財の急減のほか、その影響を受けて、アジアでも輸出が落ち込むとともに彼らの輸出に必要な部品や中間財も落ち込みダブルパンチを受けた。世界金融危機に至るまでの過程で、日本の生産構造は貿易財へシフトしてきていた。貿易財は製造業などであり、それ以外のサービスなどの部門が非貿易財と定義されているが、2000年ぐらいまでは非貿易財の方向に経済はシフトしていたが、2000年代の初めから貿易財の生産にシフトしてきた。こうした状況で日本経済が直撃を受けることになった。日本の輸出GDP比率は1990年代から2000年代まで10%程度だったが、その後、危機の直前までに18%と非常に速い速度で上がった。輸入も同様に上がっていたが、これが今回の危機でこの双方が大きなインパクトを受けて下がっていった。こういうことを踏まえ、これからの日本の経済成長戦略を考えていきたい。

鳩山内閣が2009年末に出した経済成長戦略は基本的に良い方向だと思うが、かなり足りない部分がある。第1は今のデフレからの脱却である。鳩山戦略では、名目成長率を3%、実質2%をターゲットと名目成長を重視するという立場が取られているが、これは正しい方向である。ただ現状ではデフレが続いており、デフレを何とか克服しなければ、実質金利は高止まりになるほか、これが賃金や物価に対しても影響しなかなかデフレから抜け出せず、企業から見てもなかなか積極的に出にくいいため日本経済の持続的な成長はない。日本経済にはまだ大きなGDPギャップが残っているが、これを財政政策だけで埋めていくのは難しく、金融政策との協調ということが必要になっており、金融政策の役割は非常に大きい。その意味でもデフレ回避デフレ脱却という強い政策メッセージや市場とのコミュニケーションが必要である。

今回の危機を踏まえIMFのチーフエコノミストなどは、マクロ政策の教訓というペーパーの中で、先進国の金融政策は今まで以上に高いインフレ率をめざした金融政策を取るべきとしている。彼らは4%のインフレ率をターゲットとして取るべきとしている。日本で

は4%というのは高過ぎだと思うが、日銀の意識は平均1~3%程度の明らかにプラスになるインフレ率を意識した金融政策をとっていくことが重要なのではないだろうか。

次に、日本経済にとっては、需要が弱いということと、供給力も弱くなっているということがあり、需要サイドと供給サイド両方を行っていく必要がある。消費を構造的に引き上げていく中で、消費傾向を引き上げていく、社会保障制度を拡充してより安心できる社会にしていくというのが自民党政権の最後の方と鳩山政権の背後にある考え方である。とくに少子高齢化に焦点を合わせた需要サイド政策を考えていくべきである。

OECD諸国の社会保障給付支出の対GDP比を見ると、OECD平均では約20%で、一番高いのはスウェーデンやフランスの30%近く、日本は高齢化が進む中で高くなってはきたが、OECD諸国30カ国で20位の18%と社会保障給付は総じて低い。とくに家族政策に対する支出は他国に比較して特に低く、中でも子どもを持つ母親たちがちゃんと働ける形でサポートしていくことが必要だとされている。ここで必要だとされているのは子ども手当ではなくて、保育所、幼稚園、高齢者に対する対応などで、若い母親に自分の子どもや親に時間を取られて働けないという状況をなくしていくという意味である。供給サイドでは、なんといっても規制緩和、生産性、技術力の向上ということが最大の問題である。とくに医療、看護、介護、教育等々で抜本的な規制緩和が必要であり、排出量取引制度、環境税の導入などこれからの緑の産業、低炭素型の産業を育てるなど枠組みをつくっていかねばならない。

また、今も取り上げられているが日本の法人税率は高いという問題があり、これを下げていくことが重要である。公的債務問題も解決していかねばならないが、これを解消するためには200%近い公的債務の対GDP比も安定的な水準に収束させておかなければならない。どの水準が安定かは決めなければならないが、このままほっておくと2010年代を通じてどんどん上がっていく。これを抑えるためには経済成長が必要であり、分子にある政府支出を抑えていかねばならず、そのためには社会保障制度改革が必要である。国際的にみても2009年時点で日本の国民負担率は、他の先進国と比較してまだ低い位置におり、やはり消費税をあげることを考えざるを得ない。社会保障目的税として使っていくこととした上で、現在の5%を15%程度に引き上げざるを得ないのではないか。そういう中で財政再建のためのフレームワークをつくる必要がある。

アジアとの経済連携については、ダイナミックなアジア経済と連携していくことが決定的に必要なことになる。日本経済にとっては輸出が対GDPで10%から18%に上がり、今12%に下がったが、日本の輸出は18%というのは国際的には高くなく低い水準である。これをもっともっと伸ばす必要があるが、欧米市場向けというのはこれからはなかなか難しいという状況の中で、ダイナミックな新興アジア経済を取り込むことで輸出が伸びていく。

1970年から2010年の先進国と途上国の実質成長率のトレンドを見ると、1990年前後はトレンドはほぼ同じ成長率だったが、それ以後は途上国の成長率は高いが、先進国は低く、その意味でデカップリングといえる。つまり基本的な途上国の強さ、取りわけアジアでは

中国、インド、ASEAN といったところの経済を取り込んでいく必要がある。アジアでは中産階層、高所得階級の人口が爆発的に増えている。1990 年では高所得層は日本がその主たるシェアを持っていたが、今では中国、インドがメインになってきており、そこに市場がある。そういった観点から日本だけを市場と考えずにアジアで広域的な経済連携協定を結んでいかなければならない。今、内需型の産業がアジアに出ていっているが、サービス市場でもアジアに出ていき日本の技術を活用する、あるいは人材を獲得していく必要がある。これを行うためにはアジアでは ASEAN を中心としてアセアン+1 (日本 or 中国)での FTA 自由貿易機構が出てきているが、ミッシングリンクは中国・韓国・日本であり、この間で FTA ができておらずこれが当面の一番の課題といえる。

広域的な EPA、経済連携協定の利益というのは ASEAN+1 より一段大きい利益があるがアジアの中ではまだまだインフラが足りない。これからの日本を除くアジアでは 2010 年から 2020 年にかけて 8.3 兆ドルのインフラ需要が出てくる。この膨大なインフラ需要に対して、日本はアジアに貢献できる。とくに交通、水、エネルギーなどトータルのインフラ整備をするのが重要であり、CO2 排出が大きくなる中国、インド、ASEAN の環境対策についても省エネ、低炭素環境技術など、そこにも日本の技術が使える。その意味でも日本は官民一体となって取り組んでいく必要がある。

金融協調も非常に重要になってきている。日本の中にある大量の貯蓄、金利が低い中でこれをダイナミックなアジアに移るような仕組みをつくること重要であり、これにより日本の貯蓄が有効に活用でき、アジアに貢献することができる。アジアの中で急激な資本流入が起きており、これからもっと起きてくるが、資本が入ってきてすぐ出てくることもあり得るので、しっかりとした金融の安定メカニズムをつくっていく必要があり、AMF アジア通貨基金の方向に発展させていくことが重要である。資本流入によってアジア全体が通貨高という局面はもうすぐそこまで来ている。その意味でもアジア全体として ACU などを道具にして為替レート協調を行っていくことが必要ではないか。

最後にアメリカとの関係だが、安保条約など日本とアメリカの関係は重要なので機軸として持っていくべきである。しかし、経済ではアジアに富の源泉があり重要なことから、日本はこれと連携するしか成長していく方法はない。アメリカとは APEC を通じて強調していくべきで、アジアの中で ASEAN+3 や ASEAN+6 で FTA をつくり、それをアメリカや NAFTA とつなげていき、より自由な貿易システムを地域的なアレンジメントを元にして作っていくことができる。

最後に、日本経済は過去 20 年停滞を続けてきた上、欧米を中心とした世界経済の回復もまだ弱いものである。こうした観点から日本はきちんとした成長戦略を取っていきながら、さらに同時に少子高齢化、債務問題にも対応していく形で成長戦略をつくり、その中でアジアとの連携を考えていくことが重要ではないか。

【野村総合研究所研究創発センター主席研究員 リチャード・クー】

今回世界で大変な金融危機が発生してしまった。この金融危機で各国が取ってきた政策は、大きな財政出動、銀行の負債の保証、銀行への資本投入、流動性供給、ゼロ金利、量的供給といった世界ではこれまでほとんど見られなかったものだが、これらの政策は全部日本がこれまでに取ってきた政策と同じである。

日本は1990年から2005年の間に大変厳しい不況を経験したわけだが、当時我々はこの不況についてほとんど理解していなかった。バランスシートが壊れた時に民間がどういう行動を取るのかは、大学などで教えていた経済学はほとんど何も教えてくれなかった。なぜならこれまで大学で教えてきた経済学は、民間は前向きであり、いつも利益の最大のために行動をとるという前提で経済



理論が組み立てていたからだ。ところが資産価格が大きく下がる、しかもそれを借金で買っていた場合、バランスシートは水面下、つまり債務超過になるが、債務超過になった個人、金融機関は、がむしゃらにこの状況を脱却しなければいけない。そうになると彼らの行動は、利益の最大化から債務の最小化に移ってしまう。こうなった際に経済がどうなるのかを我々は学んでこなかった。そのため日本は不況に陥った際に、何年もかかりながら金融緩和、財政出動と色んな事をためてきた。しかし、これは今までの病気と違うということに気づくのに相当の年月がかかってしまった。

そして現在、パリでもベルリンでもロンドンでも10数年前の日本とまったく同じ議論をしている。つまり、ちょっと風邪をこじらせただけだと、あれをやったら、これもやったらとしているが、実際は全く違う病気である。私はバランスシート不況と呼んでいるが、これは、民間債務の最小化をしようというところから始まっている不況であり、これまで行ってきた政策はほとんど機能しない。

海外の状況と日本の経験がどこまで類似しているかを見ると、アメリカの住宅価格の状況と日本の15年前の状況は、上昇幅と上昇期間、下落幅と下落期間そのほとんどが同じである。アメリカやイギリスに行って日本の過去の状況と同じだと言うと、海外の人たちはとんでもない、日本は全部間違いを起している、我々は全部正しいというが、グラフを見せるとこんなに似ているのかとみんな静かになる。今海外は、日本のことを学びたい、日本であの15年どういうことが起こったのかということに注目している。

不況になった時点で、アメリカの中央銀行をはじめ、各国の中央銀行が大幅に金利を下げた。FRBも最も早く最も大胆な金融緩和を行ったが、それが始まったのが2007年9月であり、当時5.25%あったレートをほぼゼロにまで下げたが、そのレスポンスは、ほとんど出てこないというのがアメリカの経済である。本来アメリカ経済は、ゼロ金利を2年も

続ければ、バブルが3つ4つ起こっても不思議ではないはずだが、現状は不況が続いており、同国の生産は大きく落ち込んだ後、今、何とか2003年の水準に戻ってきたところで、失業率もほぼ10%という状況が続いている。同じく金利を下げたヨーロッパもほぼ同じである。欧州中央銀行も金利を1%まで下げているのでバブルが2、3起きてもいいのに全然起きないほか、失業率も改善されない。

この背景には民間の資金需要がガタ落ちになっていることがある。ゼロ金利でもみなさんお金を借りない。FRBが銀行の融資担当者に3か月前に比べて企業の資金需要がどうなっているかを聞いたデータを見ると、一時に比べれば少し改善されているが、未だに資金需要は減少している。つまりゼロ金利でも企業はお金を借りようとしていない。まったく同じようなことがヨーロッパでも起こっており、資金需要はまだ減っている。ゼロ金利からは金利が下げられないため、こうした状態では金融政策が効く理由がない。これは10数年間日本で経験してきたことそのものである。

日本の民間企業の資金需要を見ると、80年代後半のバブルの時はお金を借りて色んなものに投資をしていた。日銀も景気が良くなってくるのでどんどん金利を上げて景気の過熱を抑えようとした。しかし、90年にバブルが崩壊すると日銀は、今度はどんどん金利を下げ、95年にはほとんどゼロ金利となった。その後の民間企業の資金需要は回復するどころかマイナスの状態が10年間続いた。つまり日本の企業は10年間借金返済を行っていたのだ。この借金返済は、多い時はGDPの6%に当たる30兆円にも上っていた。こういった状況が起きることはどこの経済学の教科書にも書いておらず、そのような経営者はあまりにも無能でゼロ金利でもお金の使い方を見つけられないのだから、そんな無能な企業は早く資産を株主に返済すれば、株主が別の良い物を見つけてくれるだろうという解釈になる。しかし我々は、そういう状況を10年間体験してきた。

どうしてこのようなことが起きたのか。それは、バブル崩壊で資産価格が大幅に下がり、多くの企業のバランスシートが壊れたからである。資産価格は下がり借金だけが残った企業が、キャッシュフローもないならどうしようもない状況になるが、この間日本は、生産能力、マーケティング力、新商品開発力などはまったく問題なく、大変大きな貿易黒字があった。ところがバランスシートは水面下で債務超過。こういう状況におかれた企業は、日本だけでなく最近の欧米諸国でもそうだが、キャッシュフローで早く借金返済しようという行動を取る。

しかし、こうした行動は個々の企業としては正しいが、全員が同時にやると大変な問題になる。一国の経済というのは、誰かが貯金や借金返済をしていれば、他の誰かがそのお金を借りて使ってくれなければならない。通常であれば銀行と証券会社が真ん中にいて、貯金されたお金を誰かに持って行って使ってもらう。そして、借りる人が足りない時は金利を下げる、多い時は金利を上げることで調整しながら経済が回るはずだった。ところがこの10数年の日本では、ゼロ金利にしても誰もお金を借りてくれないということが起こってしまった。それは企業のバランスシートが壊れているから借りないのであって、そうい

う人たちに量的緩和、インフレターゲットをやっても効果はない。彼らは資産価格に反応しているのであって、資産価格が下がり、バランスシートが壊れたから借金返済をしている状況である。さらに、家計が貯金したお金とみなさんが借金返済に回したお金の合計額がデフレギャップになり、これを放置するとデフレスパイラルに入る。

前回こうした状況が起こったのが 1929 年の大恐慌だった。あの時は、みなさんが借金してしまった反動で誰もお金を借りてくれなくなり、わずか 4 年間でアメリカの GDP が半分になった。日本の失われた 10 年でも、借金返済で GDP 比 6% あり、家計の貯金で同じく 4% あれば、それだけで GDP が 10% ずつ下がっても不思議ではなかった。しかし、日本はこの間 1 回も GDP がバブルの時を下回ったことがない。バブルが崩壊して土地本位制と言われたこの国で、商業不動産がピークから 87% 下がって企業は一斉に借金返済に回ってしまうといったとんでもないバランスシートの問題が国中に起こったのだから、これを放置すればそのまま大恐慌シナリオになるはずだった。ところが、それにも関わらずこの間の GDP が下がらなかったのは、政府が民間が借りてくれなかった金を代わりに借りて使ったことがある。日本は大変恐ろしいバブルとその崩壊を経験したが、政府がそのような行動をとってくれたため、一度も GDP 落とさずに済んだ。この経験を海外が学んでくれれば、海外も GDP を落とさず、雇用もキープできる。麻生前総理も緊急 G20 の際に、今は財政出動が必要だと説明し、実際に G20 全体がそういう財政出動を行っている。そういう意味でも今回の日本の極めて重要な経験、つまりどんなに民間がバランスシートの調整に入り、どんなに資産価格が下がっても、正しい財政政策を当初から打てば GDP はキープできるということとは理解されたのではないかと思う。

しかし、問題はここから先であり、この財政による GDP の維持は民間のバランスシート修復が終わるまで続けなければならない。しかしこのことは、橋本政権、小泉政権が大きく景気を落とした結果、経済の悪化が必要以上に長引いてしまったように、我々はこのことを何度も経験している。実際、日本は 97 年までは何とか頑張っていたが、時期尚早の財政再建に走って、5 期連続マイナス成長に陥り、もう駄目だとマインドが悪化してから経済を再び引っ張り上げるのに 2005 年までかかった。このように民間が債務超過になっている間は、政府がお金を借りて使わないと経済を維持できないという認識は、海外でもずいぶん広まりつつあり、バランスシート不況は危ないということは広まりつつあるが、全体的にはまだ浸透していない。

財政を出すのは簡単だが引き締めるのは難しいという話があったが、実は逆で、民主主義の国で戦争以外の平時に財政出動をキープするのは、ほとんど不可能と思えるほど難しいというのがこれまでの経験である。実際に我々がこの 10 数年間に目の当たりにしてきたことだが、例えば私は、財政をキープしなければいけないという今のような話をテレビなどでもし続けてきたが、守旧派だとか、バラマキだなど様々なバッシングを受け、テレビにまったく出られなくなった。なぜなら、財政赤字の拡大は民間がもっと有効に使えるお金を政府が無駄に使ってしまうことになることになると教えられてきたからだ。この議論の大前提に

あるのは、民間は政府よりも金を有効に使うということだが、逆に政府の方が民間より金を有効に使うことができ、よりリターンが高いのだったら、政府に渡した方がパイ全体が大きくなる。ところが、確かめもせずに政府はどうせ無駄に使う、民間はまともに使うと思うから財政赤字が悪だとされるのだ。バブルの時とその後のバランスシート不況の際には、こうした前提が成り立っていない。バブルの時には、民間は狂っており、その後のバランスシート不況時は民間はゼロ金利でもお金を借りにこない。それを放置すると経済はデフレスパイラルになってしまう。そこで政府がお金を使えば、経済のパイは政府が借りた方が民間に任せるより大きくなるので GDP をキープできる。ただ 70 年間財政赤字は悪だと逆のことを学んできたので、マインドをシフトできないのである。

この通常の経済学の大前提が成り立たない時に民間に任せたらとんでもないデフレスパイラルになるということが海外で理解されたら、力強さに欠ける回復であっても GDP を維持することはできる。しかし、ワシントン、ロンドン、ベルリンを回っていると、最後はこの問題にぶつかる。つまり民主主義の国で平時の時にどうやって財政を維持するかである。民主主義でなく独裁主義であれば文句を言えば牢屋に入れればいい。また、戦時の際にはすぐ財政が出せる。過去の例を見ても、各国がこうした状況から脱却できたのは、戦争の準備か実際に戦争に入った時だけであり、それ以外で唯一回復できたのは日本だけである。だから 15 年もかかったのだが、今はこういった過去の経験を踏まえても財政再建をやってはいけないんだということを海外にも理解してもらえるかが重要である。

今回の経済危機は、バブルが崩壊してバランスシート不況、つまり民間が利益の最大化から債務の最小化に向かうことから始まった。ところがその途中でリーマンショックという不必要な政策ミスが起こる。あの金融機関をつぶす必要はなく、これは完全な政策ミスである。

1982 年 8 月に、中南米債務危機というとんでもない危機があった。メキシコからアルゼンチンの最南端の国まですべての国がデフォルトするという大変なことが起こり、大手米銀 8 行のうち 7 行が債務超過といわれる状況になった。今回発生した危機とほぼ同規模の危機だったわけだが、当時のボルカーFRB 議長がありとあらゆることを行ったことで、实体经济に悪影響を与えるのを防いだ。その間、大きな貸し渋りは発生せず、一般の人たちがとんでもない銀行問題が発生したことを知らないぐらいうまく処理できた。

ところが今回はその種の発想も経験もなかった。リーマンを潰してしまえばと 2008 年 9 月にあんなに大きな金融機関を潰してしまい、結局大きなパニックになった。あまりにも事態が大きくなったこともあって当時のポールソン財務長官などは政策ミスに気づき、資本投入などを行うことになるのだが、リーマンショックの半年前から額賀財務大臣が早く資本投入しろと言ってきたにもかかわらず、それまで彼らにその気はなかった。それで彼らも慌てて資本投入を行うのだが、IMF によると日米欧は資本投入に流動性の供給などを含めると総額 9 兆ドルものお金をパニックに投入した。しかしこれは、本質的な問題ではなく政策的に問題があっただけなので、こういった対応策で株価も落ち着くし、必要以上に

心配した人が安心して景気も回復を始めた。

しかし、この部分はあくまで **easy part**（簡単な部分）であり、この部分は本質的な落ち込みでなく政策的な落ち込みなので元に戻せる。一方で、ここから先が **hard part**（困難な部分）になる。全世界で何千万というバランスシートを立ち直らせていかなければならない。ここまでは順調にきたが最近株価がにっちもさっちも行かなくなっており、経済の回復も一時期より急に速度が落ちている。お気づきの人もいるだろうが本質的なバランスシートの問題は残っており、アメリカでは家計も企業も金融機関も借金の返済を行っている。この状況はヨーロッパでも同じであり、やっとのことで本来のバランスシートの問題で景気が落ちていくところにまで戻って来ているというのが現状である。ここから先は、民間がバランスシートの修復に走る中で、どのくらい政府がサポートできるかである。本当に日本の経験が海外に正しく認識されてくれればキープできる可能性があるが、時期尚早の財政再建に走ると上手くいかなくなる。こんな大きな財政赤字を出してどうなる、孫のクレジットカードまで使ったなどと言われるが、ここで財政再建に走るとダブルディップになる。日本同様もう一回落ち込んだ経済を引っ張り上げるのは大変なことになる。その意味でも日本の経験が海外で正しく理解されて欲しい。

## (2) ディスカッション



報告後、以下の活発な議論が行われた。

【議長：世界平和研究所常任研究顧問 大来洋一氏】

山口泰氏、リチャード・クー氏は、両氏とも話の中心は欧米の話だったが、財政の時期尚早な出口対策はすべきではなく、その点から日本の今のような状況も財政再建は時期尚早ですべきでないという状況なのだろうか。一方で、河合正弘氏は消費税率を 15%まで上げるべきだなど財政再建の必要性を強調されており、この違いについてお話を聞きたい。

また、河合氏の話では、財政再建をすぐに行ったとしても、アジアのダイナミズムがあるので上手くするかもしれないと期待されたが、このようにアジアに期待することも可能なのか。この点についてもコメントして欲しい。

#### 【山口泰前副総裁】

中期的な財政再建の展望やプランはなるべく早く作った方がいいが、実際の行動は細心の注意を払って運営していくのがいいと提案した。機会主義的、アプトゥニスティックアプローチという言葉があるが、時を待ってかねてからのプランを実行するという事しかないのではないのか。財政再建という方向への実際の踏み出しは、どんなに早くても2011年度からであり、その予算案をつくるのが今年の夏以降から年末年始になる。そこまではアメリカをはじめとした世界経済がクリアーになっていくので、その間に考えていけばいいことで、今直ちにとするのは時期尚早に思う。

幸い日本の国債発行をめぐる市場環境は非常に落ち着いている。10年前に10年国債の利回りが1%というのは信じ難く長く続くことはあり得ないので、早急に金利が上がっても大丈夫な状況に脱却すべきだと指摘されたが、現状は10年経って何も変わっていない状況であり、これはこれで困った状況だと思っている。そういう状況にも関わらず中期的な再建プランは早く作るべきと提案するのは、日本の現状が長期的にサステナブルではないからである。サステナブルでないものはいつかは崩れるわけで、サステナブルでない以上備えとして再建プランはできるだけ早急に作り持っておくべきである。

財政再建を進める過程で、アジア経済の好調が、総需要をどの程度穴埋めをするかというのが提案だと思うが、アジアだけでなくアジアを含めて世界経済全体が対象であり、全体へのパフォーマンスがどれだけ順調にいくか次第だ。それについても今年の末から来年にかけてははっきりしていく。具体的には中国のマクロ経済政策が、ゆっくりと転換しつつある。それは協力を引き締めして成長率を落とすということが目的ではなく、もう少し持続可能な経済成長のペースに落としていくというものである。願わくばその元でインフレ率、資産価値の状況を国民に対して改善していくのが主眼であり、多少スローダウンしても世界経済の足かせにはならないと思うが、ここももう少し経たないと明確にならない。そのことも含め、世界経済全体の状況を見ながら、財政再建のタイミングを見ていけばいいのではないのか。

#### 【河合正弘所長】

基本的には山口泰氏と非常に近い。橋本政権の財政構造改革が上手くいかなかったが、機会的、経済情勢に対応する形でプログラムを組まなければうまくいかない。しかし、プログラムはしっかりしたものを作って、将来の経済状態に対して柔軟に対応できるようにしなければならない。

次に、かつて日本で起きた資産バブルと崩壊とそれ以降の企業の返済と、今のアメリカ

などで起こっていることとの関係について、リチャード・クー氏に対してだが、現状のアメリカで起こっているのは、企業が土地を担保にお金を借りて土地の購入、設備投資、雇用に拡大していくという形ではなく、むしろ個人の住宅など個人と商業不動産が打撃を受けている。このことからアメリカで起こったことと、かつて日本で起こったこと違うのではないか。

かつての日本は債務、設備、雇用の過剰があったが、アメリカの場合、企業はフレキシブルに雇用の過剰をなくしていき設備廃棄や M&A などでもスリム化することできるので、アメリカとかつての日本の状況はそれほど同じではないのではないかと。これは個人も個人破綻を比較的容易にすることができ、チャラにして行うことができる。このことから日本とアメリカの比較はそんなにすんなりいかないのではないかと。

#### 【リチャード・クー主席研究員】

財政再建を日本はどうするかという質問だったが、欧米はまだバランスシート不況の入り口の問題であるのに対し、日本は今、バランスシート不況の出口の問題に直面している。出口とは、10 数年間借金返済をやってきた企業経営者のみなさんが 2 度と借金なんかするかと思っている状況をどうしていくかだといえる。こうした状況はアメリカでも大恐慌の時に見られたが、大恐慌で借金を抱えた経営者は、その後、死ぬまで借金しないというほどのトラウマになったという。日本は当時のアメリカのように GDP が半分になったわけではないので、ここまでではないにしても、これだけ長い間借金返済を行い続けてきた方は、2 度と借金をしたくないという状況になっており、この状況を変えていかないと、財政再建が成功する前提が満たされない。

なぜ政府がお金を借りて使わなければならないかといえば、民間は貯金しているが、誰もお金を借りてくれないということが背景にある。だから金利が下がるのであって、民間がお金を借りていけばここまで金利が低いはずがない。やるべきことは、大きなエンジンをぶら下げることで、日本の企業経営者に対して、例えば 3 年間お金を借りて投資した人は、大きな投資減税を認めるとか、そこで購入したものは 1 年で償却してもいいといったことを行って、なんとかトラウマを乗り越えてもらう必要がある。トラウマは一回乗り越えればいいので、3 年間借金してやってみただけで、そんなに悪くなかったなと思って、ノーマルな世界に戻ってくれたら、そこから初めて財政再建が議論できる段階につく。今、財政再建を行っても、みなさんお金を借りていないという状況であり、民間の資金需要が戻ってきたことを見てから財政再建を行わなければ絶対に失敗する。こういう政策について麻生前総理と議論して政府もこうした政策を想定していたが、リーマンショックが起きてエンジンをぶら下げてもお金を誰も借りなくなってしまった。ぜひ民主党もこうした政策を引き継いで欲しい。

次に、河合正弘氏からの指摘だが、日本の場合はほとんどが企業だったのに対し、アメリカの場合は、個人、企業、地方行政とプレーヤーは全然違うが、基本的なメカニズムは

同じである。バブルが崩壊するまでにアメリカの経済はこのバブルになっていた人たちが引っ張っていたが、バブル崩壊でその人たちのバランスシートが崩壊した。その際にバブルになっていない企業が急に設備投資してくれればいいのだが、最終需要が非常に落ち込んでいるという状況の中では、彼らも設備投資をカットする。以前日本でも同じ議論があり、日本の企業はバランスシート不況だったが、個人は大丈夫だと言われたが、結局個人も企業からリストラを受けていたためお金を使わなかった。つまりバブルになっていた部分が経済の機関車だった場合、バブルが崩壊し動かなくなった際には、経済は落ち込んでしまう。このことからプレーヤーは違ってもメカニズムは同じである。

次に、アジアについてだが、誰よりもバブル崩壊後も拡大を続けた日本の GDP のグラフに注目してくれたのが中国だった。当時の中国は住宅バブルであり、株式バブルであり、これが崩壊した時にどうなるかということに危惧していた。今の中国の共産党政権というのは、選挙によって選ばれたというわけでもなく、共産主義も捨ててしまったような状況であり、いわゆる正統性という意味では脆弱なところに立っており、彼らとしての正当性を維持していくためには、国民の生活の向上性を維持しなければ成り立たない。しかし、その向上がバブルの上で成り立っているとすれば、バブルが崩壊した途端に政権自体が崩壊しかねない。そういう意味で彼らは、このグラフを見て、日本はバブル崩壊後も GDP を維持できたということで、彼らはこれを 100%活用している。

2008 年 11 月の緊急 G20 の 4 日前に中国は GDP の 17%に当たる 4 兆人民元の財政出動を発表したがそれもこの発想からきている。中国は独裁主義の国なので、財政再建と言う人はいないから、彼らはこれを実行できる。彼らは 2 年前に金融面でも、銀行に対して貸せるだけお金を貸し出しするように指示した。その結果、1 年後に中国は 8%成長を上回って、2 けたの方向に向かっており、国民も自信を持った状況になった中で、こうした財政出動のすべてに対して見直しを行っている。その結果、財政は適切だったが、金融はやり過ぎたという認識で、今は後者の方を調整している。

また、中国で気になるのは、独裁者の行っている経済が成功しているという点では、1930 年代のドイツとほぼ同じということである。当時のドイツがバランスシート不況だったと仮定すると、ヒトラーの政策はほとんど正しかった。ドイツの失業率は 1933 年にはアメリカを超えて 30%近かったのが、38 年には 2%になった。それはヒトラーがあ政策を継続できたからである。周りの国が財政再建だといった状況でドイツだけが 25%の経済成長であり、中国だけが独り勝ちで経済成長という構図は非常に似ている。こうした点は非常に気になる。