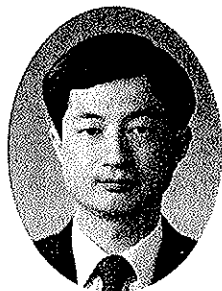


# 日本のバブル崩壊に 学ばなかった米国 (4)

— 米国危機の日本への示唆 —



塚崎 公義

## はじめに

前回、米国政府と議会の対応について記したので、今回は「積み残し」であるFRBの対応について記し、米国金融危機の総括を行なう。

次いで、今次一連の騒動が日本に与えた示唆について考察する。日本的システムは、それなりの合理性を有しており、米国の文化とは馴染まないが、日本的な文化の中では、それなりの望ましい結果が見込まれることを記し、グローバル・スタンダード信仰が崩れ、世界経済が多様化する中で、日本的システムの再評価が必要であることを論じる。

最後に、日米経済回復の見通しにも触れておきたい。暗い話が続いたシリーズの最後に、ささやかな明るい話題が提供出来ることは幸いなことである。

## 中央銀行独立性のコスト

民主主義と同様に、中央銀行の独立性も、「他のシステムより優れているが、満点ではない」。中央銀行が政府から独立している事は重要であるが、それにはコストがかかる。相互に独立しているが故に、政府と中央銀行がお互い

に自分の庭先を掃き清めるインセンティブを有しかねないからである。

日本では、小泉改革当時、景気悪化にもかかわらず政府は財政再建の旗を掲げ、「中央銀行に金融の量的緩和を迫ることで財政に対する出動要請の圧力を逸らす」戦略に出た。しかし、実際に量的緩和を行なったところ、総需要・物価への直接的な押し上げ効果は限定的であった。政府の主張は「誤り」であったのか、「確信犯」であったのか、知る術は無いが、当初から「日本では量的緩和は需要を拡大しない」という反対論も強かったことを考えると、後者であった可能性も疑われる所である。結果としては幸いに輸出が伸びたことで日本経済は事無きを得たが、それが故にかえて米国が「政府と中央銀行が一致団結しないと悲惨な結果を招く」ことを学ばなかったのかもしれない。

日本では政府が庭先を掃き清めたが、米国では反対にFRBが庭先を掃き清めた。FRBのバーナンキ議長は、議会証言で財政出動の必要性を訴えたのである。100年に一度の危機に際しては、越境発言も必要だと考えたのであろうが、100年に一度の危機に際して中央銀行が先ず行なうべきことは、自己の業務分担の範囲で可能な施策を総て行なうことである。

少なくとも、バーナンキFRB議長自身が12

月初の講演で、担保条件の緩和、長期国債買い切り等々の手段が残っていると述べているのであるから、それを先に行なうべきであった。それで足りなければ財政出動を要請する、というのが筋であったはずである。

こうした施策が困難である特段の事情があれば別であるが、一次産品価格が暴落している中でインフレの懸念は小さく、ユーロが急落している中でドル安の懸念も小さかったのであるから、特段の事情は無かったはずである。

担保条件の緩和に関しては、様々な反論があり得よう。たとえば、「FRBは何をやっても良いというわけではない。たとえば議会が救済しない事を決めた先にFRBが融資を行なうのは民主主義に背く行為で許されない。FRBが緩和された担保条件で自由に融資を行なえとすれば、そうした可能性が生じかねないので、それは許されるべきではない」という批判はあるであろう。しかし、政府が潰さないと宣言した大手金融機関に対して中央銀行が緩い担保条件で資金を貸出すことは、民主主義の精神に反するものとは言い得ないであろう。反対に、厳しく担保を要求し続ける事の方が、「中央銀行は政府のコミットメントを信じていないから、担保を取る必要がある」と宣伝するようなものであり、問題であると思われる。

また、たとえば、「緩い担保条件で融資を実行して回収に失敗すると、中央銀行のバランスシートが劣化して通貨の信用力が低下する」という懸念は当然あるであろうが、これも中央銀行が融資を行わない理由として今一つ説得力に乏しいであろう。大手銀行が中央銀行借入を返済出来ないような事態に陥れば、政府がコミットメントにしたがってこれを救済することになり、財政赤字が膨らみ、いずれにしても通貨の信用力は低下することになるからである。通貨の信用力は、中央銀行のバランスシートのみで決まるものではなく、政府の財政状況等々を含めた総合評価で決まるものなのである。

## リーマン破綻後の当局の対応は迅速

以上、米国金融機関の行動や米国当局の対応について、批判的に考察して来た。バブル期の金融機関行動、バブル崩壊後の性急な不良債権処理、リーマンの見殺し、といった事項に関しては、大いに残念である。日本の経験に学ばなかった「見落とし」もあるであろうし、日本とは文化や基本理念が異なるために真似が出来なかった部分もあるであろうが、いずれにしても残念である。

一方で、リーマン破綻後の政府とFRBの善後処理については、迅速に対応したことを高く評価してよいであろう。その上で、強いて欲を言えば不満が残る、という点について敢えて論じたということである。

選挙前という最も民主主義のコストが高まっている時期に、あれだけの金融機関救済策が採られたことは、素晴らしいことであったと言えるであろう。選挙から政権交代までの空白期間にも、おおむね適切な諸施策が採用された。株価が暴落したから迅速に対応せざるを得なかった、といった面はあるが、それを差し引いても、見習うべき点は少なくない。

## 暴走する市場と如何に付き合うか

これまで見てきたように、市場は、バブル期のみならず崩壊期にも暴走する。特に、崩壊期の影響は予期せぬ衝撃をもたらすことが少なくない。实体经济であれば、「米国の住宅バブル崩壊で大工さんが失業して日本車を買わなくなる」、と言った影響が読みやすいが、金融市場では、たとえば「サブプライムローンを組み込んだ住宅担保証券を保有していたヘッジファンドが資金繰り難から日本株を売り出す」、といった影響が生じ得るのである。その場合、日本は大国であって経常収支も黒字であるから株

価が暴落する程度で済むが、経常収支が赤字である小国は、ヘッジファンドが資金を引き揚げると（借り手に非がないという点では、究極の貸し渋り）、通貨危機が発生して経済全体が破綻しかねないのである。

もっとも、暴走するからと言って、これを禁止することは難しい。途上国は外資を禁止すれば発展のチャンスを失うかもしれず、日本でも外資は規制できても為替市場は規制出来ないから、ヘッジファンドにより円相場が翻弄される事は避けにくい。投機取引を規制すると言っても、投機と実需を峻別することは難しく、たとえば海外の株式を購入するのは投資か投機かという問題に加え、「今後10年間に予想される輸出の代金分だけドルを売る」ことは投機かヘッジか、という問題もある。そもそも外貨両替の際に実需であることの証拠書類を提出するのは大変面倒である。

こうした問題については、今後大いに議論される必要がある。たとえば自動車は危険であるが、これを禁止する法律は存在せず、速度制限を10キロにするといった話も聞かない。利便性と危険性の折り合いをどこで着けるのか、という議論が必要なのである。予期せぬ衝撃的影響が生じかねないこと、他国に迷惑がかかりかねないこと、などを考えると、隣国との国境付近に原発を建設することを如何に考えるか、という方が近いかもしれない。

## 民主主義のコストを引下げる工夫

金融危機が発生してから金融機関に公的資金を注入することは、納税者の納得を得るための努力と時間を要するのみならず、銀行経営者の責任を問うなどの条件が付き、使い勝手の悪い制度となる可能性も大きい。

そうした事態を回避するためには、危機が起きる前に法律・制度を定めておくことが有益である。緊急事態に於ける時間的なロスを最小化出来るであろうし、緊急事態に焦る政府の足元

を見た野党が法案を政争の具に用いるリスクも小さいであろう。

具体的な工夫の一案としては、公的資金ではなく、民間資金を投入するスキームが考えられる。銀行協会（預金保険機構でも可）が銀行の優先株を購入するのである。国民の血税を使わないことで民主主義のコストが低下すると同時に、政府の介入を懸念せずに気楽に使える仕組みとなることが期待されることである。

資金的には、購入する優先株および将来の会費収入（預金保険機構の場合は将来の保険料収入）を担保として銀行協会が債券（協会債）を発行し、たとえば個人向けに売り出すことが考えられる。これにより、各銀行は自己資本比率が上昇するため、BIS規制の制約を気にせずに融資を伸ばすことが可能となるであろう。

場合によっては、各銀行が「純粋な投資として」協会債を購入してもよい。その場合、銀行業界全体としてみれば、実質的には自分の資金で自分の株を購入して自己資本だと称していることになるため、銀行業界全体としての健全性は高まらないが、購入主体は第三者機関であるから、表面的には問題とならないはずである。あとは、「BIS規制の抜け道を探すのはアンフェアである」と考えるか、「ルールを守ると悲惨な結果が待っている時には柔軟な対応が許されるべきである」と考えるか、価値観の問題が残るのみである。

上記の案に対しては、「銀行の経営が傾いても救済してもらえると考えて、放漫経営をする銀行が出かねない」「資本注入を申請すると経営難とみなされて取り付け騒ぎが発生する」という批判もあろう。しかし、「金融危機に際して多くの銀行が資本不足に陥った場合に限って発動し、その場合には原則として全行一律に資本を注入する。」「優先株は5年後に買い戻させる」といった工夫をすれば、そうした問題は回避することが可能であろう。ちなみに、優先株に買い戻しの条件をつけておけば、普通株が希薄化することもなく、したがって株価に悪影響

を及ぼすこともないであろう。

私案は一例であるが、専門家が議論を深め、事前に対応策を定めておくことが望まれるところである。

## 日本のシステムを再評価すべき時

90年代以降、米国的な経済システムが「グローバル・スタンダード」として世界的に模倣されてきたが、その要因は米国経済がソ連に勝ち、その後も好調を持続していたことが大きい。そうであるとすれば、今回の金融危機により、米国式が必ずしも優れたシステムではないことを世界が学んだ以上、米国式システムがグローバル・スタンダードとは呼べなくなるであろう。

そうなれば、世界経済は多様な価値観と多様なシステムが共存する時代を迎えることになる。日本的なシステムが十分に存続し得る優れたシステムの一つとして数えられることは疑いない。日本人の国民性、日本の文化、慣習法等々にフィットしたシステムであるため、米国等々には真似できない部分も多いが、そのこと自体は何ら問題ではないのである。

ここで論じたい日本のシステムの特徴の第一は、「本音と建前の使い分け」による「ルール重視よりも結果重視の裁量」という価値観である。人々のためにルールがあるのであって、ルールのために人々がいるのではないのであるから、弾力的なルールの運用は望ましい。こうしたシステムが機能するためには、誰もが納得する裁量を下すような「ムラの長老」が必要であるため、「政府」を性悪説的に捉える米国には困難であろうが、性善説的に捉える日本であれば、今後とも機能していくことは可能であろう。そのためには、政府が国民の期待を裏切らないように長老の役割を果たし続けることが必要であることは、言うまでもない。

特徴の第二は、ムラ社会に於ける「評判の重視」である。同じムラで永年暮らすと思えば、自己の評判を犠牲にして短期的な利益を追求す

る事は得策ではない。人々がそう考えている社会に於いては、人々が御互いを信頼して取引を行なうことが可能であるので、取引コストが低くなる。日本の契約書が短いことは、その端的な例である。また、終身雇用制が採用可能なのは、「雇用が保証されたら仕事をサボる」社員が少ないからである。

金融面で言えば、明示的な契約が無くともメインバンクによる救済が期待できるのは、メインバンクが借り手を見殺しにした場合の評判の悪化を気にしているからである。これが不況の深刻化を防ぎ、借り手企業に蓄積された無形資産の散逸を防いでいるのである。リレーションシップ・バンキングの対極にあるトランズアクション・バンキングが一般的である米国に於いては、こうした景気平準化機能は期待し難く、むしろ景気悪化が銀行を一気に慎重化させて借り手の破綻を増加させる方向に作用しかねない。直接金融は、トランズアクション・バンキング以上に冷徹であり、景気増幅効果も大きい。「日本のような銀行中心のシステムは、小さなショックに際してはショックを吸収するが、大きなショックに際しては実体経済に多大な悪影響を及ぼす」と言われているが、大きなショックに際しては直接金融も機能を停止してしまうため、実体経済に大きな悪影響を及ぼすことは今回の危機からも明白である。ちなみに日本では、今次金融危機に際し、社債が出せなくなった企業が銀行借入に殺到し、銀行の貸出残高は増加した。大きなショックに際しても、これを吸収したのは日本型間接金融としてのメインバンクシステムだったのである。

このことは、日本型システムが日本の文化を土台としている一方で、日本国民の安定志向に資するという意味でも日本にフィットしていることを示唆している。失業を極度に恐れ、寄れば大樹的な発想をする日本人は、「わざわざ大西洋を渡ってきた人々」の遺伝子を受け継ぎ、失業を気にせず、起業にも熱心な米国人とは、必要とするシステムが異なるからである。

## 米国に学びすぎた日本

90年代後半の日本は、グローバル・スタンダード信仰が広まった時期であった。奇妙なことに、前向きと後ろ向きの動機がいずれも信仰を推進したのである。フリー・フェア・グローバルを謳ったビッグバンは、住専問題を乗り越えた政府が自信回復の証として前向きの改革を打ち出したものである。しかし、その直後には金融危機により自信を喪失した日本人が自己否定としてグローバル・スタンダードを信仰するようになった。

アジア通貨危機に押し潰された国々が次々に市場原理主義を掲げるIMFの軍門に降り、日本にもIT革命で繁栄を謳歌していた米国から高官が市場原理主義を「アドバイス」しに来た。そうした時代背景が、日本政府に不良債権処理を促進させる力として働いたのである。

小泉改革は、ある意味で日本経済の米国化を企図したものであったと言えよう。不良債権処理を徹底し、市場メカニズムを重視し、景気対策は財政出動ではなく金融緩和を中心とし、小さな政府を目指した。これに呼応するように企業も日本的経営から米国的経営に舵を切りはじめた。利益が出て役職員に配分せずに配当と内部留保に努めることで、従来の「役職員共同体」から「株主の道具」へと変身をはじめたのである。

意図せず米国化が進んだ面も多い。本邦の金融危機によってメインバンクが借り手を支える余力を失ったため、メインバンク制が緩み始めた。株価が大幅に下落したことで、持ち合いに耐えられなくなった銀行や借り手が増加し、持ち合いが緩んだことも、企業と銀行の関係を変化させた。

しかし、日本文化という土壌と、終身雇用制という根幹は維持されたので、これを前提としない米国的なシステムを接ぎ木しても、結局軋轢を増すだけに終わった部分も多い。日本の景

気が回復し、トヨタがGMに勝ったことが明白になると、グローバル・スタンダード信仰も勢いが失せて、徐々に日本的な制度に回帰する動きも見られ始めていた。

今般の米国発金融危機は、グローバル・スタンダードが必ずしも望ましいものではないことを広く理解させることとなり、こうした流れを大いに加速することになる。市場メカニズムを重視しすぎた事に対する反省の声は米国内からも聞こえてくる。時価会計については米国でも見直しの動きが出始めている。

不良債権処理を急ぐことが悲惨な結果をもたらしかねないことが明らかとなり、日本では金融庁が処理促進の方針を転換した。国内政治でも、米国金融危機と直接の関係は不明であるが、構造改革派の退潮が目立つ。

今後の世界は、英米流、日本流、欧州大陸流、華僑流、イスラム流、等々の経済システムが独自の体系の中で発展を模索し、互いに相手のシステムを尊重しながら交易や投資を行なうようになるかもしれない。そうなると、互いに学びあう際には自己の経済システムに無理なく接ぎ木出来るか否かを判断することが重要となるであろう。

## 望まれる「経済学の多様化」

今次騒動は、経済学に二つの課題を残した。第一は、新古典派の頼る「神の見えざる手」が金融の暴走によって機能しにくい場合がある事を印象付けた事である。

リングであれば、価格が下がれば需要が増えて需給均衡の力が働くが、株式の場合には株価の下落が投資家の投げ売りを誘って株価を一層下落させる力が働きかねない。さらに、今回のシリーズ第二回で記したように、金融には「売りが一層の売りを呼び、金融の収縮が一層の収縮を呼ぶ」「金融の収縮が景気を悪化させ、それが一層の金融収縮を招く」といったメカニズムも働きかねない。これは、景気変動を拡大し、

一線を越えるとメルトダウンを起こす可能性を持つものである。

そうした中では、危機を予防するための装置が危機時にメルトダウンを促進しかねない点にも留意が払われるべきであろう。たとえばBIS規制は、銀行の健全性を確保して危機を予防するためのシステムであるが、ひとたび危機に陥ると銀行の貸し渋りを招いて危機を深刻化しかねない。

また、金融が暴走する際には、非効率な企業から順番に淘汰されるわけではなく、たとえば技術力はあるが担保の無い企業が淘汰される一方で、投資機会が乏しく手元現金の多い企業は生き残るとすれば、不況が経済を効率化させるという保証もない。

こうしたことは、従来の経済学が想定していなかったメカニズムであるから、これを考慮して経済学を発展させる必要がある、ということである。

今次騒動が経済学に残した課題の第二は、グローバル・スタンダード志向が崩れたことで、世界の経済システムが多様化し、多様なシステムを前提として経済学も多様化し、それぞれのシステムと整合的な理論を構築する必要が生じたことである。

たとえば最近までの日本では、市場原理に対する信仰が弱く、政策決定過程に於ける経済学者の関与は限定的であった。極論すれば、不況対策の公共投資を正当化する際にケインズの名が語られたに過ぎなかった。グローバル・スタンダード信仰が広まり、日本経済の米国化を目指す小泉構造改革の時期に竹中教授が大臣として経済政策の策定に深く関与した例もあるが、一時的なものであった。これは、経済社会の根幹である終身雇用制と新古典派経済学の接ぎ木が困難であることが一因だと思われる。

しかし、たとえば日本経済の現状を前提とした経済学が発展すれば、無用な混乱なく、経済学が政策決定過程に参加できるようになるであろう。日本では、「メインバンクが借り手を救

済する暗黙の了解により終身雇用の保障を補強しているシステムに於いて、性急な不良債権処理が経済社会の根幹を揺るがして円滑な取引を困難にする可能性がある」こと、「株主主権の米国では、債務超過の借り手を放置すると、株主が起死回生の大打撃を打つ可能性が高いが、日本企業は株主の利益より雇用を重視するので、無謀な賭けに出る可能性が低く、したがって急いで不良債権を処理する必要性が乏しい」こと、等々を前提とした理論が登場することが望まれる。

更には、「人々が勤勉と節約に励むため、物が余りがちで、インフレより失業が問題となりやすい日本経済」「終身雇用制で人材の流動性に乏しく、保守的な国民性などから起業が少ない日本経済」では、「人々の需要が旺盛で失業よりもインフレが問題となりやすい米国の経済」「わざわざ大西洋を渡ってきたチャレンジな遺伝子を持つ人々が活発に起業する米国の経済」とは失業、倒産等のもたらすインパクトが異なるため、これを考慮した新しい経済学の体系が生じる可能性もあるかもしれない。

## 景気は程なく回復へ

初回に予告したとおり、シリーズを締め括るに際し、一連の騒動の後遺症である不況について、回復の兆しがあることを示しておこう。

米国に関しては、悪いニュース一色といった状況から脱し、良いニュースが混ざるようになってきた。米国当局の迅速な対応の甲斐があり、金融システムが凍り付いた状況は、徐々にではあるが正常化に向かいつつある。様々な後遺症は残っているが、資金仲介機能は徐々に回復しつつあり、今後も着実に回復していくであろう。

今次騒動の震源である住宅バブル崩壊の影響は、住宅価格低迷等の形で残存しているものの、住宅着工は既にこれ以上減らない所まで減っており、あとは回復を待つだけである。サブプライム・ローンの新規デフォルトも減少している。

銀行の危機は今後も断続的に生じ得るが、政府が都度確実に救済していけば、市場の不安が不必要に高まることは回避出来よう。シティバンクなどが黒字になっているという話も、明るいニュースである。

あとは、景気悪化が売上減少→生産減少→雇用削減→所得減少→消費減少→売上減少、等々の悪循環を辿る可能性を如何に考えるかであるが、この部分は金融危機とは大きく異なり、勝手知ったる不況であり、政府が財政金融政策の対応を誤まる可能性はそれほど大きくない。すでに大型の景気対策が決まっており、今後必要に応じて対策が採られていくであろう。

米国は日本と異なり、潜在的な需要の強い国であるから、金融仲介機能が回復すれば押さえ込まれていた需要が顕現化して景気を回復させる力が予想以上に働く可能性もある。今次不況で米国人の過剰消費体質が変化したわけではなく、「借金出来ないから過剰な消費が出来ない」だけであり、金融機能が正常化してくるにつれて消費も回復してくるであろう。現に、すでに個人消費には下げ止まりの兆しも見え始めている。そうだとすれば、景気が底を打つまでの時間は、さほど要さないのかもしれない。経済活動の水準が回復するには相当の期間を要するであろうし、結果として2009年度の成長率はマイナスが不可避であろうが、景気の方角自体が上を向くまでに要する時間は、それほど長くはない可能性があるのである。

中国経済に目を転じると、鉄鋼生産が一時的な落ち込みから回復しているなど、既に上向きはじめたと言われている。これを受けて、代表的な海運市況であるバルチック指数も暴落した水準からの値戻しが始まっている。そうであれば、アジア諸国にとって大変な朗報であり、日本経済にとっても大きな下支え要因となるであろう。

日本は、そもそも住宅バブルの後遺症が無く、金融機関も総じて健全である。輸出は激減しているが、海外輸入者の在庫調整の影響で、売上

の減少以上に対日輸入が減少している面も強く、その部分は在庫調整の進展とともに徐々に回復していくであろう。現に、すでに自動車は在庫調整が進展しており、日本の自動車各社には減産を緩和する動きが見え始めている。

一方で、欧米の景気後退、金融危機を契機として一次産品価格のバブルが崩壊したことは、大きなプラス要因となったはずである。原油価格下落で助かっている業者はマスコミに出ないが、原油高騰時にマスコミで窮状を訴えていた業者と同じ数の業者が大きな恩恵を受けているのであって、これが輸出減少のマイナス効果を補うため、全体としての打撃は一般に考えられているほど大きくない可能性がある。為替相場次第では、早期に底打ちから回復に向かう可能性もあろう。

そうした中で、人々が予想しているよりも早いタイミングで不況が終わる可能性は決して小さくない。そうなれば、日本が自信を回復し、日本的システムを再評価した上で新たな発展に向けて歩みだす絶好の契機となろう。そうなれば、バブル崩壊後20年にわたって自信を喪失していた日本経済にとって、新しい時代が来るかもしれない。暗い予想が支配的な中で、敢えて明るい兆しについて記すことで、今シリーズを締めくくるとしたい。

なお、上記は筆者の個人的な見解であり、筆者の属する組織の見解ではない。