

白川浩道

クレディ・スイス証券 チーフ・エコノミスト

高田 創

みずほ証券 チーフストラテジスト

牛尾治朗

総合研究開発機構会長
ウシオ電機代表取締役会長

柳川範之

総合研究開発機構理事
東京大学大学院経済学研究科准教授

No.44 NIRA 金融危機座談会

世界金融危機にどう 立ち向かうのか

—アメリカと日本のケースを取り上げて

今回の金融危機に「処方箋」はあるのか

柳川 現在、サブプライム・ローン問題に端を発した、世界的な金融危機が進行しています。こうした状況は、潜在的にどのような問題をはらんでいるのか。そして私たちは、それに対してどのような対策を講じていく必要があるのか。この点に関してまず、お話を伺っていききたいと思います。

高田 まず結論から申し上げますと、私は今回の金融危機を相当悲観的に見ておりまして、現状では、「処方箋」を見つけるのは非常に難しいというのが率直な実感です。

サブプライム・ローン問題が顕在化したのは、2007年2月ごろでないと私は考えています。すなわち、サブプライム関連でヘッジファンドの一部に破綻が生じ、その後の2月下旬ぐらいから中国でかなり株式市場が変動し出しました。これが、ことの発端だと思います。

そういう状況の中で、たとえば悪いかもしれませんが、サブプライムという「腫瘍」がどこにあるのか、どのぐらいの深度なのかということ、私達は1年以上かけて調査してきました。結果的には、損失は金融資産で1000兆円単位

にまで達するのではないかとこの予想を立てています。

そうだとすれば、局所的だった腫瘍が2007年の秋ぐらいから、どうも体全体に転移してしまったのではないかと私は見えています。すなわち、サブプライムという局所的な金融問題が、初期の段階で金融システムに波及し、それが次の段階では実体経済にまで波及していったと考えられます。

最近をよく日銀の方が、ネガティブ・フィードバックという言い方をされていますが、現在はまさにそういう状態に入ってきているといえます。実体経済にまで波及した金融危機が、一般的なバランスシート調整や信用収縮を引き起こし、これがまた実体経済に波及しました。しかもそれが、当該国のレベルだけではなくて、新興国をも含めた世界的な規模で広がっている状況です。もはや2000年以降のアメリカの住宅市場の拡大といったレベルだけではとても捉えられない問題なのではないかと思っています。

処方箋を考えるには、私は、70年代以降のフロート制にまで遡る必要があるのではないかと考えています。すなわち、今生じていることは、これまで拡大した自由化やグローバル化といっ



高田 創 氏

みずほ証券 チーフストラテジスト

たものが、全部合わさった中で生じた転換だと思えます。

問題の把握とメカニズムの解明が 第一の課題

高田 私は以前、銀行に勤務していましたので、幸か不幸かこういうような状況を、10年前に貸し出しの現場等で体験しました。そのときの経験からすると、率直なところ10年前の日本における金融危機のほうが、今回の事態に比べて随分軽かったのではないかと思います。逆に言えば、今回の欧米の状況は、日本のときと比べて重くなりやすい様々な要素を持っています。

30年ほど前の大学生の頃に読んだフリードマンの本の中に、「大恐慌を振り返って」というような論文があり、施策の失敗として「マネーサプライのコントロールがまずかった」とか「FRBの対応が悪かった」などの議論がなされていました。しかし、その後、日本で10年前の事態を体験すると、「そう単純な問題ではないのではないか」と思うようになりました。

今の経済学は、インフレを収めるための技術は持っています。要は金利を引き上げればいいわけです。しかしながら、「信用デフレ」「信

用収縮」が起こったときに、これまでの経済学は、本当に「処方箋」というものを描いていたのだろうか、と思うと疑問です。すなわち、「あの恐慌の時代に、そんなに簡単にマネーを拡大するということができただろうか」「フリードマンとてもそんなに簡単な議論をしていたのではないのではないか」などと思うようになりました。大恐慌や10年前の日本の状況も踏まえた上で、本当の意味で何が処方箋なのかという問いに対しては、たぶん今の学会の中でも定説はないのではないのでしょうか。本当の意味での理論化と処方箋の構築は、これからの課題なのではないかと、私は考えています。

「処方箋」を考える3つのポイント① —短期的問題

白川 私は、「処方箋」を考える上でのポイントは3つあると考えています。

1点目のポイントは、短期の議論ですが、日本経済が戦後経験したことのない厳しい状況となるのではないかと、ということです。現在、日本の製造業界では、すでに気を失うような生産調整が始まっています。いまの状況でいくと、日本経済は製造業を中心に大不況になってしまふ。日本のGDPの伸び率に関してIMFが、2009年でマイナス2.6%という数字を出していますが、しかし私の予想では、いまの調整のまま、まったく生産がリバウンドせず、なおかつ大幅な設備投資の削減と雇用の削減が放っておかれれば、マイナス8%ぐらいまで行ってしまうのではないかと危惧しています。これは、1940年に経験したマイナス6%というGDPの下落率をさらに上回るものです。これに、政策当局者がどう対応するのか、というのが1点目のポイントです。

「処方箋」を考える 3つのポイント② —中長期的問題

白川 2点目として中長期的な議論があります。これまで世界経済を牽引してきた「パックス・アメリカナ」が終わった後、世界経済はどういう形になっていくのか、ということです。私は、アメリカにおける個人部門のバランスシートの調整に、今後10年はかかると強く信じています。アメリカに代わって需要を牽引できる国・地域があるのかということが、中長期的には大きな課題であると私は考えています。

加えて、パックス・アメリカナの終焉に伴い、アメリカの経常収支不均衡が大幅に変わることによるドルの基軸通貨体制が今後変わらざるを得ない状況をどう考えるかということです。アメリカは外国からお金を借りていますので、所得収支的には赤字は続きますが、しかし貿易赤字は急激に減るだろうと予想しています。どんなにオバマ政権が頑張っても、おそらく急激に輸入が減ってくると思いますので、たぶんアメリカは、フローで見た対赤字問題というのはかなり解消されるだろうと。

そういう状況であれば、普通に考えればドルがそんなに下落しなくてもフローではいいわけですが、実際のところ「パックス・アメリカナの終焉」という事態を受け、アメリカに対する中長期的な期待が低下し、ドル資産を持っている国からするとやはり非常に不安感が募るでしょう。そして金利も低い状態が長く続くと考えられます。そういう意味では、世界的な外貨準備の構成が変わっていくようなイメージを持たざるを得ず、したがってドル安傾向が続くであろうと予想しています。

「処方箋」を考える 3つのポイント③ —日本における経済構造の問題

白川 3点目のポイントは、先ほどご説明した



白川 浩道 氏
クレディ・スイス証券 チーフ・エコノミスト

短期的な問題と中長期的な問題を受けた場合、私たちは日本の経済構造をどのように変えていく必要があるのか、という議論です。

たとえば、対欧米の依存度が非常に高い製造業をケースに考えてみると、日本の海外子会社における現地での売上比率（第三国向け再輸出を除く）を地域別に見ると、やはり欧米の比率が圧倒的に高く3分の2以上もある。こうした状況のもとで、もしドル安が長引いたとすれば、製造業のビジネスモデルは完全に崩壊してしまいます。

したがって私は、本当に腰を据えて日本の成長というものを考えるのであれば、日本の経済構造を大転換させることが必要だと思っています。つまり、外需型であった構造をどうやって内需型にシフトさせられるかということが最大のポイントであり、それができなければ、日本経済の見通しは相当暗いと言わざるを得ません。

オバマ政権のコンセプトは 「景気の底割れを防ぐ」こと

柳川 どうもありがとうございました。これらの議論を受け、まずは、短期的な課題として「急激に落ち込む経済状況をどうするか」について

議論していただければと思います。具体的には、アメリカのオバマ政権がいま、いろいろな政策を打ち出そうとしているわけですが、この政策がどのような意味を持ち、どういう影響をもたらすといえそうか、ぜひ議論したいと思います。

白川 私の基本的な理解は、極端に言えば、オバマ政権の政策には、景気を回復させようというコンセプトはないと思っています。現在のアメリカ経済には、成長を考えるほどの余裕がないということもありますが、いまの舵取りを見ていると、やはり成長よりは、景気の底割れを防ぐというのが基本的なコンセプトになっているように見受けられます。

今回の景気対策である 8000 億ドルの中身を見ても、半分ぐらいは地方・州政府への支援や弱者対策など広義の社会保障政策にあてられており、景気対策に即効性のある公共投資などのウエートは非常に低い。低く見積もれば 500 億ドルぐらいしかないし、高く見積もっても 700~800 億ドル程度です。また、企業向け減税も、投資減税というのはあまり大きくなくて、赤字企業に対する税還付が中心になっています。

ですからオバマ政権の政策は、前向きの成長政策というよりは、どちらかといえば社会保障政策の色合いが強いと言えるでしょう。

ただ、「成長」という言葉の意味が問題で、「景気の悪化を避けられればそれは成長でないのか」と言われれば、確かにそのとおりであって、マイナス 4%になるところが、政策によってマイナス 2%に止められれば、それは成長政策だと言えなくはありません。これがまさに民主党政権の特徴だと思いますし、その意味で「景気に利かない」という言い方をするのは間違いですね。ただ、回復というイメージがなかなか持てないというのがいまのアメリカの状況ではないでしょうか。

底が見えない状態で 対策を模索するオバマ政権

高田 オバマ氏が政権を担当してから、まだ数週間しかたっていないので、さすがに評価を下すのは難しいですが、正直申し上げますと、私は「期待先行」だと思っています。あまりに期待が強すぎると、後になっての失望の反動のほうが大きくなるリスクがあるので心配です。

それと、先ほど日本とアメリカとの比較の話をしました。日本における金融危機は、企業の過剰債務の問題であり、しかもそれが銀行との関係であったので、今から考えれば比較的単純な構造でした。実際に、銀行と企業とをちゃんと精査しさえすれば、問題は把握できたわけです。

しかし今回の問題は、対象が企業ではなく個人であり、しかもレバレッジ度合いも、日本のバブル期と比べてみても相当積み上げが大きくなっています。

さらに、それが銀行のローンという形ではなく市場化されたものであり、しかもそれがストラクチャード・プロダクトやデリバティブのような複雑な形で世界中に展開されているので、その全体像たるや想像だにできません。

今回のアメリカの場合は、先ほど申し上げました資産デフレと金融システム問題、それに実体経済の問題が一挙に噴出してしまったケースであり、たとえて言うなら大雨が降ったときに、貯水池がない中で土砂崩れが起きてしまうような、そんな状況になっています。

日本の場合を考えてみますと、90年代前半に雨が相当に降ったのですが、10年間ぐらい銀行が支え続けて、そこになんとか貯水池を作りました。そして、ITバブルやアメリカの経済回復など、周りの国がいい時期を見定めて調整を行ったので、それなりの対応をとることができました。

しかし今回は、最大の経済国であるアメリカをはじめ、世界中の国が悪い状況で逃げ場がまったくありません。そういう中で、オバマ政権は相当な覚悟をもって事態に臨んでいるものと思われませんが、先ほど白川さんがご指摘されたように、オバマ政権は、景気の回復というよりは、何とかそこで土砂崩れのために防波堤を作ろうとしているのではないのでしょうか。

しかしながら、もともとの構造が、これだけの市場化、グローバル化に加え、リスク管理上もプロシク性が働いてしまうというような状況になってしまうと、少々つつかえ棒をやったところで、簡単に土砂崩れが防げるような状況にはならないのではないかと思います。

アメリカ人のマインドの変化が 最大の懸念材料

白川 実際に私は今年のはじめ、オバマ氏が大統領に就任する直前にアメリカに行き、いろいろな取材をしてきましたが、結果としては、私の予想を裏付けるかのような「アメリカ経済の先行きは相当暗い」という印象を持つにいたりました。その中でいま、私が一番心配しているのは、アメリカ人のマインドが変わることによって消費・貯蓄行動が大きく変化することだといえます。

私自身は、金融の問題は1年、2年もかければ何とかなると考えています。極論すれば、公的資金をどんどん投入したり、大手銀行を全部国有化してしまえば、結果的には安定します。ただそこで心配なのは、金融で立ち直ったところには、もう資金需要はなくなっているかもしれないことです。

今回の取材で実感しましたが、アメリカ人の高額商品に対するアレルギーが極端に出てきており、逆に低価格商品に対するディマンドが非常に上がっているように思われました。こうし



牛尾 治朗
NIRA 会長

た行動の変化が顕著になり、かつ長引いたときには、アメリカ経済は非常に厳しいものとなるでしょう。ですから私は、オバマ大統領の新しい仕事というのは「人心の建て直し」だと思っています。

柳川 逆に、先ほどの「マインドがなかなか変わらない」という議論を前提にすると、いくら社会保障の対策を行っても、「景気の底割れを防ぐことすら実現できないのではないか」という気もするのですが。

白川 アメリカのエコノミストに言わせれば、「ある程度の効果はある」と。それから、今年の後半から成長率が少しでも上がるとすれば、今までの金融緩和の累積的効果も期待できますし、それから差し押さえ回避策みたいなものの効果が出てくるのではないかと考えられます。しかし、これはなかなか数量化するのは難しいですし、多額の借金を抱えた結果、「今後貯蓄をしていこう」というインセンティブが相当大きくなったりすると、かなり効果は相殺される可能性が高いということになりますね。ただ、それは効果がまったくないということとはちょっと違うと思います。

各国が保護主義に陥る懸念も

高田 こうした状況だと、世界が本当の意味で一体となって対応しなければ問題を解決することはできませんが、各国の本音では、世界協調と言いつつ、実は自分だけは生き残りたいとみんな思って保護主義に走る、というのが最近の傾向なのではないでしょうか。どの国をとっても、自国の犠牲のもとに他国を救済するという発想は生まれにくいわけです。ですから、まずは自国の問題から解決していくということになるとと思いますが、そういう観点から考えると、先ほど白川さんがおっしゃったように、内需転換をというようなことが一つのやり方なのだろうと思います。

ただ、日本ほど外需に依存してきた国が内需に転換するというのは、現実問題としてそんなに簡単なことではありません。もしそれを本気でやるということになれば、国民生活のレベルを相当落とすというようなことにしていけないかぎり、難しいのではないかと思います。そう考えると、どの国自体もかなり発想の転換というか、マインドの転換というものをしていけないことには問題を乗り越えることはできません。しかしながら、一方でそれは国内の不満を募らせる要因ともなり得ますので、今度は政治的な課題も論点になってくるのではないかと見ています。

信用収縮における需要の減少に対して 財政政策の効果は薄い

柳川 先ほど高田さんのお話のなかで、アメリカの場合、個人の調整の問題がかなりシリアスだというご指摘ありましたが、そういう状況の中では、財政支出の拡大や減税のようないわゆるケインズ的な政策を行ってもあまり効果がないのでしょうか。



柳川 範之
NIRA 理事

高田 私は、公共投資なり財政政策なりに効果がないとは思っていません。ただ、効果がないということよりも、債務調整における需要減の規模と、ケインズ的な対策というようなもののアンバランスの問題です。つまり、いま失おうとしている信用収縮における需要の減少に対して、なかなか満足できるほどの結果が期待できないのではないかと、そして、その後の波及効果もなかなか実現しづらいのではないかと、という点です。

例えば公共投資で道路を作るにしても、本当に理想的なのは、道路を作ることによって、車の潜在需要が顕在化し、車がどんどん増えるという状況です。そして、それがまた新たな投資を生むようになれば一番いいわけです。しかし、いま単純に道路を作ったとしても、車の需要が飽和状態なわけですから、更に車が売れる状況にありません。問題は、資産サイドに車があつて負債が残っているわけですから、バランスシートからこれを落としてあげるような状況じゃないと、なかなか次の需要が生まれません。

そうすると、いまの公共投資というのは、キャンプファイアにたとえてみれば着火剤のようなもので、燃やしているうちはいいわけですがけれども、なかなか薪に燃え広がってくれない。

そして、着火剤を燃やしているときは、確かに火がついているのですが、それが消えてしまうと全体の火も消えてしまい、どこに効果があったのかわからなくなってしまい、そんな状態だといえるでしょう。

それでは、新しい技術をベースに需要を喚起すればいいわけですが、グリーンエネルギーと言ってみたところで、石油が 200 ドルであればみんな自発的に取り組むわけですが、今のような 30 ドル、40 ドル台に石油価格が下落してしまった状況では、取り組めば取り組むほど損を出してしまうので、インセンティブというのはなかなか湧きません。

ですから、オバマ大統領の「グリーン・ニューディール政策」の議論も、たぶん去年の石油価格が 150 ドルになったとき考えられて、それで選挙戦に入ったわけですから、今となつては、持続的な政策としては、なかなか考えづらいのではないのでしょうか。

柳川 一部の学者は、「オバマ政権が計画している財政支出の拡大が小さすぎるから失敗するんだ」などといって、いまから予防線を張っているようですが、先の問題意識でいけば、むしろ財政支出を拡大しても、何ら状況は好転しないということになりますか。

白川 極論すれば、例えば個人のモーゲージの債務を全部一律 3 割リダクションするようなことを行えば、間違いなく景気対策として効果は上がると思います。

ただ、こういうことは、まず政治的に非常に難しいだろうということと、それから「証券化商品になっている」「債権者が必ずしもみんな合意するかどうかわからない」「どういう人にそういうことをやるのか」という問題も出てきます。企業であればツー・ビッグ・ツー・フェールの論理が使えるのもあるかもしれませんが、個人の場合は一律に救うしかありません。だから極端に言えば、一生懸命汗水垂らして債務を返

済してきた人がいる一方で、まったく返していない人もいます。それを一律にデッド・リダクションするのかということになりますから、政治的には非常に難しいと思われます。

柳川 そうすると、先ほど白川さんの「オバマ政権はそんなに公共投資を拡大させているわけではない」というご指摘は、実はオバマ政権が裏側できちっとそういうことを考えた結果なのだと受け取っていいのでしょうか。

白川 私が思うに、8 年間の共和党政権の下で政府は、社会保障に問題が生じているのに若干目をつぶってきたきらいがあり、結果的に社会保障の水準と質の低下を招いてしまいました。民主党はその問題を、今回の景気悪化にある意味かこつけて、一気に解決しようという部分があります。それはどちらかというところ底上げ政策だと思います。しかし、そこでお金がかかってしまうがために、全体の金額をある程度固めると、公共事業等に回せる部分というのは実は大きくはありません。だから、一部には 2000 億ドルぐらい公共事業をやってもいいのではないかという議論がありましたが、実際にはそれよりずっと小さかったというわけです。

オバマ政権への期待と可能性

柳川 それでは牛尾会長、いままでのお二人のお話を受けて、アメリカについてのコメントをいただければと思います。

牛尾 アメリカ経済に関する、お二方の分析にまったく異論はありません。ただ、アメリカのバックボーンを考えた場合、そこにはまだまだ強い潜在力があるのではないかと私は思っています。

今回大統領に就任したバラク・オバマ氏という人は、アメリカの民主主義の発生から言うと、なかなか当選しづらい候補だったはずですが、それが、レイスフリーという、大きな障害を超え

ての奇跡的な当選を果たした。しかし、オバマ氏も当初からあんなに魅力的だったわけではありません。それが1年間の選挙期間を通じて、ヒラリー・クリントン氏という強敵との議論に鍛えられ、さまざまな批判も乗り越えた結果、強いリーダーシップを持った魅力的な大統領として成長したわけです。だからこそ、オバマ氏の当選は創造力に富んだ驚きであったわけだし、その驚きが喜びに転じて、世界中がいま、アメリカの民主主義の柔軟性に大きな期待を持って注目しているのではないのでしょうか。

確かにいま、アメリカは大きな危機に直面しています。そしてこの危機を招いているのは、90年以降のアメリカ経済のなかで成功してきた人たちです。彼らは、金利が下がれば借金を増やして物を買うという、普通の常識では考えられない消費行動に走った結果、アメリカ経済を危機に導きました。ただ、彼らがアメリカの全部か、というところではありません。

全然経済学的な発想ではありませんが、私の40~50年のアメリカとの経験から言うと、アメリカ経済というのは、いつもほんの5~6州がいい時も悪い時も牽引しているんですね。今回の危機もそうだったわけですが、しかし、アメリカの中には堅実な州だってたくさんあるわけです。そういう州を中心として今後、想像もつかないような新しい動きが出てくる可能性もあります。オバマ氏は、そういう人たちの力も借りて当選しているわけですから、これからのアメリカには大きな変革が期待できるのではないかと私は思っています。

短期的な安定と中長期的な成長を どうバランスするか

柳川 そういうアメリカの状況を踏まえると、次に日本が今後どういう政策を打っていくべきかという点に関しては、いかがですか。

白川 先ほども申し上げましたが、現在製造業は、大不況の真ただなかです。すなわち、今年の生産量を前年対比で見たら2割か3割減るという信じがたい数字になる可能性があるわけです。そこで現在、そういう企業をどうするかという課題がテーマになっており、政策投資銀行を使って、公的資金を銀行以外の一般企業にも入れる、という議論が起こっています。

こうした企業は、バランスシートはきれいなのですが、営業キャッシュフローが極端に悪化し赤字になっています。しかも、銀行からお金を借りようと思っても、営業キャッシュフローが赤字だと、やっぱり信用制約が生じ、資金を借りることができません。CPの発行も難しいでしょう。結果として、自らためてきたものを取り崩しながら給料を払っていくような形になっていきます。こういう企業が今後、増えていくことが予想されます。

これを政策的にどうするかが大きな問題です。とにかく営業キャッシュフローの悪化部分にはエクイティ・キャピタルを入れて、サバイブさせることが、当初は正しいかもしれません。例えば、生産のレベルが一気に30%も下落した場合、エクイティ・キャピタルを入れれば何とか走っていくことはできます。しかし、将来的にはたぶんものすごいオーバーキャパシティが生じることになります。

それを考えると、厳しい言い方をすれば大リストラをしなければいけない。それが正しい選択肢かもしれないわけです。

ただここで難しいのが、短期的な安定の部分と、中長期的なキャパシティの確保という問題を、どういうバランスで調整するかと政策課題です。これは、日本が考えなければならない一番の問題だと思います。

日本の製造業の課題①—為替の問題

柳川 今の白川さんからのご指摘にもありま

したが、牛尾会長は、今後の日本の製造業のありかたについては、どのようなお考えをお持ちでしょうか。

牛尾 私は日本の製造業は、短期的には為替の問題に、そして長期的には雇用の問題に取り組む必要があると思っています。日本が外需に頼りすぎだという議論がありますが、私の記憶に間違いなければ、10年ぐらい前までは、日本の外需比率はGNPの12%程度だったわけです。それがこの6~7年間に一挙に18%になった。ですから、12%に戻るぐらいのつもりになれば、日本の経済は十分想定できる範疇にあると思います。

ただ、そこで問題となってくるのが為替の急激な円高です。私も含め、製造業の経営者が集まるとたいてい、「世界中が不況に見舞われているときにわずか2カ月で20円の円高はきつい。」という議論になります。せめて短期的には、95円か100円に落ち着いてもらえば大分楽になるのではないのでしょうか。日本の製造業にとって、1995年の円高というのはすごい衝撃でした。これを自分の力で克服したわけですので、製造業はいまでも世界に比類のない競争力を持っておりまして、長期的に見れば、例えば一年ぐらいで90円から85円には十分対応できるといえるでしょう。

日本の製造業の課題②—雇用の問題

牛尾 一方、雇用の問題で言うと、長期的には労働の質を担保しながらも、徐々に総人件費を抑えていく必要があると考えています。そのためには、正規・非正規の枠を超えてワークシェアリングを導入していくことが避けられません。最近では、経団連や労働組合も、ワークシェアリングに積極的な姿勢を示しており、その動きは本流になってくることが予想されています。そしてそれが実現すれば、企業は、その中で新

しい選択ができるわけです。導入モデルとしては、同一労働同一賃金をベースにしたデンマーク型になるのではないかと考えています。これなら「自由な仕事を選びたい」というニーズにもフレキシブルに対応できるからです。

また、雇用の問題に絡めて話しますと、内需を高めるためには、やはり給与の再配分が重要です。給与が一部の大手企業の高齢者に固まっているのを、全部平均的に再分配していくわけです。全部に行き渡っても、日本の収入レベルはかなりの水準を維持できると思います。

戦後の日本の成長がインフレを乗り越えられた最大の理由は、進駐軍による民法の改正で、長男しか財産が相続できなかったものを平等に財産分与できるようになったことです。

それから、旧帝国大学以外にも新制大学を数多く設立したことで、多くの人が大学に通えるようになった。そうすると、中産階級の人々が増えて文化生活を求めるから、その二つの要素が消費を盛り上げていったわけです。それに加えて戦後は、労働組合も自由に設立できるようになり、組合が所得の平等な配分を要求した結果、給与水準も向上しました。こうした三つの要素が内需を拡大させたといえるでしょう。

私は、今後内需を拡大させるためには、そのぐらいの画期的なことをやらないとダメだろうと思っています。その中で目玉となるのが、若い層と高齢者との間の金銭の自由な贈与を認めることによって、高齢者が持っている過剰貯蓄の再配分を促進させることです。相続税の生前贈与も込めて、老・壮・青の間の再配分を行う。それから先ほど述べた、正規・非正規の間の再配分。加えて税制を通じての再配分というのをプランにのせ、この2年ぐらいの間で一気に実現していく必要があるかと思っています。

それで緩やかな通貨調整さえあれば、相当な見通しは立てられると思いますが、放っておけば、先ほどお二方も述べられたように日本経済

は手詰まり状態になってしまいます。そうやってしまってからでは、なかなか出口を見つけることは困難です。いまこれから1~2年ぐらいの間にやれば、まだ間に合うのではないかと思いますね。

中国の動向も重要なファクター

牛尾 非常に誤解されやすい表現ですが、この10年間というのはアメリカが世界中を過剰流動に押し込んできました。その結果、世界のほとんどの国が成長したわけですよ。成長しない国がないという状況でした。しかしこれは、波瀾の前兆であって、本来ならそんなことはあり得ないことです。普通なら、常に3割程度はマイナス成長で苦しんでいる層があって、それでなんとかバランスがとれている。それを、みんな成長しているという状態は、実は実力の3割以上の生活をしてきたわけです。

そんな中で、当然中国も、実力の3割以上の生活を享受してきました。今世界は、未曾有の不況に見舞われていますが、より高い生活を求めているたくさん的人口を持っている中国では、世界の動向には関係なく、今後も相当のレベルで内需が増えてくるだろうことが予想されます。

中国経済は、その多くを輸出に依存していますが、実はほとんどが加工貿易みたいなものなので、今回の不況下でも比較的大きな影響を受けないですむと言われていています。だから今後中国は、安い物価を上手に調整しながら、数量的な成長というものを実現していくのではないのでしょうか。いろいろな要因はありますが、社会主義市場経済の強みで、果敢な措置が講じられることが、中国の成長をさらに後押しすると私は考えています。その点では、中国というものを常にウオッチする必要があると思っています。

「中国の成長力」と「アメリカの競争力」が復興への大きなカギ

柳川 いまの牛尾会長のお話を踏まえて、今度は日本の中長期の将来戦略に視点を移していきたいと思います。先ほど牛尾会長が述べられたオバマ政権の話を私なりに解釈すると、日本がアメリカの需要に安易に頼るのは、ダメだと思うんですね。ただ、会長のご指摘されたポイントは、たぶんアメリカは今後変わってくるだろうと。それは、新しい成長のエンジンだったり、いろんな競争力であったりするわけです。そのときに日本が一体どういう戦略を描いていくべきなのかという問題です。そこをいまの時点で考えないと、非常に危ないというところだと思います。

これはお二方の議論がかなり共通するところですし、特に白川さんのほうからは、中長期的な日本経済の構造変化をさせないといけないんじゃないかというご指摘をいただきました。この問題は、短期的な政策と切り離して別個に考えるという方法もあるかとは思いますが。しかし一方で、今後日本が短期的政策を行っていく中で、それを様々な形で中長期戦略へと変えていくには、今がいいチャンスだと私は思っています。この時点でこの問題に取り組んでおかないと、後々では難しいのではないかと考えておりますが、いかがでしょうか。

高田 たぶん、アメリカの状況がなかなかすぐには改善しないという状況から考えると、牛尾会長のお話の中にもあったとおり、日本は中国なり需要が期待できる国に、当面は依存していくということになるのではないかと思います。

そういう意味では、確かにアジアに対しての期待が強いのですが、ただ問題は、アメリカのレジームが変わるといような状況があるにしても、技術の点では依然としてアメリカが圧倒的な地位を占めており、中国がそれに取って代

われるのかというと、けっしてそうではないと私は思います。

となると、日本の立ち位置が非常に難しいものとなってくるでしょう。ましてや、軍事的な状況を考えると、日本はアメリカに完全に依存しているのが現状なので、例えば日本が中国と一体となるような戦略も、もしかしたらあるかもしれませんが、しかしなかなかそれも実現できないだろうと考えられます。ただ一方で、確かに中国の成長性というのは、我々も非常に期待をしているところですし、たぶん今の日本の位置からすると、ある程度中国にシフトしておくというのは現実的な線であるということとは違くないと思います。

牛尾 「中国の成長力」「アメリカの競争力」という二本立てが、復興への道だと私は考えています。すなわち、中国の成長力は、日本の質の高さと技術力を加えることで大きな力となっていく。そして一方のアメリカの競争力に対しては、日本の標準化生産能力が協力してマイルドな世界に対する説得力をつくるというところに日本の出番があると考えています。つまり、アメリカの技術を日本で生産すると大衆化するわけです。この二本の道にこそ、日本が進むべき方向があると私は思います。

アジア金融市場の整備が日本の課題

柳川 その点、高田さんのご専門である国際金融の切り口から中国の成長率を取り込んでいくという課題を考えたときに、例えばアジアの金融市場改革とか、あるいは国際金融上の為替の調整も含めた改革とか、そういった大胆なドライビングフォースが何か考えられないですかね。

高田 そういう意味で言うと、アジアの中で日本の金融力というものをいかに貢献できるような形にするのがポイントです。ただ、そこでいつも議論となるのが、アメリカのヘゲモニー

の中で、日本はどのような対応をとってあげばいいのかということです。当然中国の問題が出てきますので、落としどころをどこに見出すかが課題です。やや誤解を招くかもしれませんが、保護主義に陥らない程度にアジア経済圏というものを構築し、見えないような形でそこに取り込んでいくというようなイメージです。

柳川 中国だけではなくて、アジアの中で金融市場を整備していく。最終的には共通通貨のようなことも考えられますが、そこまで行かなくても、金融市場全体を整備してお金が回るようになれば、技術の移転だとか、直接投資だとかも含めて、もう少しやりやすくなるのではないかと、学者の私としてはそのように思っております。白川さん、実際にそのあたりはどのようにお考えなのでしょう。

白川 いま、一番成長率が高いのは、間違いなくアジアだと思っています。私の理解では、アジアではいわゆる金融資本市場がまだ十分に発達していません。例えば大きな国債のマーケットがあるわけではないし、株のマーケットについても同様です。ですから、今後アジアで金融市場を整備・拡大していくというのは、実は直接投資を受け入れていく場になっていくかもしれませんし、証券市場を受け入れていく場になっていくかもしれません。つまり、様々な潜在的可能性があるということです。

ですから、私はよく投資家の方に「今後、アジアの時代というのが来る可能性は結構高いのではないか」と言っています。今回の局面でも、アジアというのは基本的には債権国であり、したがって耐久力がある状態なので、そういうときに金融資本市場を整備し、資本を受け入れていくことができれば、成長というものが期待できるのではないかと考えています。

そして仮にそういう状況になると、今度はおそらく為替自由化みたいなものがもっと進展することが予想されます。IMFの分析によれば、

新興主要国通貨というのは圧倒的にアンダーバリューされている状態なので、アジア通貨がドルに対してかなり上がるのではないのでしょうか。そうすると、円もかなりアジア通貨に対して下がります。ですから、実はアジア投資というのはものすごく日本にとってメリットがあると思います。

ただ、いまは受け皿になっている金融市場というのが非常に小さい状況です。これが変わってくれば、日本にも良い影響があるのではないかと思います。

あと、中国に関しては、やはり民主化や所得分配の問題がどうなるかによって大きく状況は変わってくるだろうと思います。いずれにしても全体のパイが大きい国ですから、少なくとも、富の一極集中という現状がもう少し改善されれば、車を買える人口も増加して、日本経済にとっても相当なインパクトになるのではないかと思います。

牛尾 私が一番懸念するのは、日本の金融機関や、いわゆる国としての金融力というものが、アジアと中国をまとめるぐらいの潜在力をもっているのかどうかということです。日本の金融力は、これまではわりと世界から遅れていたから、結果として今回の金融危機では大きな被害を被らなくてすみましたが、アジアと中国をまとめるという話になると、今度は逆に金融力を高度化していく必要が出てくるわけですね。

日本はいま、アメリカ、中国に伍して十分高い金融技術をもって、アジアをまとめ上げていく力が求められているわけですが、それを実現できる可能性というのはあるのでしょうか。

「金融力」とは制度の問題

高田 いま、牛尾会長が「金融力」の話をされていましたが、そもそも何を指して「金融力」というのかを議論する必要があると思います。

1年ぐらい前だと、例えばデリバティブや金融テクノロジーというようなことを「金融力」といっていましたが、私は「金融力」の要素はそれだけではないと考えています。たぶんそれだけだったら、結局何のことはない、「金融力はレバレッジだ」という話になってしまいます。

では、いったい「金融力」とは何なのか。私の考えでは、金融力というのは実は制度そのものなのではないかと思っています。そうした場合、外交、政治、あるいは会計の問題など、金融制度をとりまくすべてのファクターが「金融力」として試されることになるわけです。ですから、「金融力を高める」といった場合、民間の金融機関が汗を流さなければならないことは当然なのですが、国家も戦略的な発想をもって取り組んでいくことも必要です。そこがクリアできれば、日本がアジアの金融市場におけるリーダーになれる可能性が出てくると思います。

日本の金融機関も 個人の消費を視野に入れるべき

白川 アメリカの金融機関に共通するコンセプトは、最終的には「消費と需要」だと思っています。つまり、「金融がつけば、みんなお金を借りて物を消費する」という発想がベースにある。だから、アメリカの金融機関は「そこには需要があるはずだ」ということで、中国にもインドにも進出するわけです。しかし残念ながら、私には日本の金融機関にそういうコンセプトがあまり感じられず、良い意味での「強欲さ」に欠けているのではないかと思います。

私が外資系金融機関に勤務して思うのは、最後はいかに儲けるかなのですが、それは金融だけで儲からない。つまり、需要がリンクして初めて伸びていくわけです。ですから、需要があるとわかればいくつでも支店をオープンしていくわけです。それはやはり、需要というもの

を考えているわけで、そこには当然、アメリカの物を売りたいというモチベーションがあるわけですね。

牛尾 白川さんをご指摘するように、アメリカの銀行がお金を貸す対象は、あくまで個人の消費に対してであって、企業ではないんですね。しかし日本の場合は依然として企業がメインです。日本の銀行が伸びないのは、個人を相手にするビジネスモデルがないからですよ。日本の銀行は、「消費者が業界を育てる」という伝統的な資本主義の概念を忘れていています。これは、個人のほうにも問題がある。銀行をもっと上手に使えばいい生活ができるんだよということを理解し、そういう文化を作っていかなければなりません。

日本における倒産の問題を どう捉えればいいのか

柳川 そういう意味では、日本の銀行が「製造業を高める」「需要者を育てる」という方向から少しズレてきているような気がします。

その一つの側面として、昨今、中小企業を中心に黒字倒産が増えているというのをよく耳にします。資金が回らなくなり、本来業績があがっているにもかかわらず、会社が立ち行かなくなる状態のことです。この黒字倒産が、いまのところ大きな問題の一つのような気がするのですが、この点についてはどのようにお考えですか。

白川 いわゆる「貸し渋り」問題ですね。おそらく、銀行は銀行の論理をもってことにあたっているはずなので、私としては「貸し渋り」という表現はあまり好きではありませんが。銀行の基本スタンスとしては、やはりフローのビジネスで見ているんだと思います。今日の座談会の冒頭でも申し上げたように、最近の例を見ると、バランスシートはきれいだけれど、急

速に売上が減っていき、フローの悪化というのがかなりひどくなって倒産するケースが多い。私は、それは本来的な意味での黒字倒産というよりも、むしろ資金繰り倒産なのではないかと思えます。

牛尾 いま黒字でも、6カ月後は赤字になることが予想されれば銀行は貸せませんよね。

白川 売上高の下がり方が非常に激しいので、資金を貸すのは厳しいですね。先日聞いた話ですと、もう週ごとにデータが悪くなっていている企業が多いということですから、こうなると、もう着地点は見えません。

高田 今みたいにこれだけ実体経済が悪化してしまうと、今後ますます需要が落ち込んでまいりますから、大手の製造業はまだいいにしても、地方にある中小の製造業では倒産する企業も増えてくるのではないのでしょうか。

ただ、倒産の議論に関しては、別の切り口でも考えた方がいいのではないかと考えています。実は、ここ1、2年、上場企業の間で黒字倒産と言われている現象が起きていますが、これはまた異質な問題をはらんでいます。それはどういう点かというと、ポストバブル期の90年後半ぐらいまでは、日本企業の倒産は意外と少なく、特に上場企業はあまりつぶれませんでした。

これはなぜか。私はよく「擬似エクイティ」と表現していますが、本来の債権債務関係であれば、一番保護されてしかるべきはメインバンクの有担貸付です。しかし、逆にメインバンクは、株主よりも先に債権放棄に応じたり、場合によっては社債権者よりも先に債務調整に応じるような形で、全部クッションになっていました。ある面で言えば、プライベート・エクイティみたいなものでした。これはよくも悪くも、主力銀行の美德とさえも言われていました。ただ、私も銀行にいた立場として、これを続けていたら共倒れしてしまう。それがもうできなくなってきたのがちょうどITバブルの時期です。

一方、10年ぐらい前から、特に建設・不動産、一部の金融系のところを含めて、一部レバレッジを拡大した業種が、市場型金融のところ依存していったわけです。これはさきほどの「擬似エクイティ」ではないわけですので、伸びるときはいいわけですが、逆に市場が収縮すると、急に資金繰りがつかなくなってしまう。要は、バランスシートの右と左がアンマッチングになってしまいます。

ですから、これまでのいわゆる主力銀行の融資であれば、例えば不動産を持っていれば、それは長期の資産なわけですから、ある面では長期の負債に対応する必要が出てきます。それが実は、「擬似エクイティ」として機能していたわけですが、資産が市場性のファイナンスということになりますと、要は資産サイドが劣化してしまうと、急に資金繰りがつかなくなってしまう、倒産を余儀なくされてしまう。こうしたことが、この1年間の中で起こっている状況なんだと思います。そしてこのような事態は、今後も続くと思います。

「金融の役割」の再構築が今後の課題

高田 あと、そういう中での日本の金融機関の立ち位置ですが、先ほどご説明したとおり、以前は主力銀行という形のメリットが私は強かったと思います。ただ、このバブルの崩壊の中でそれを維持していたら、一緒に沈んでしまうという危機感があり、そこからいかに脱却するのか、というのがこの10年間の動きだといえるでしょう。

その結論が、ある面では市場金融でありましたし、欧米の金融機関の場合であれば、「金融だけで儲けよう」ということでした。そのため、金融資産にどんどんレバレッジをかけて、収益性を高めていくという方法がとられたわけです。

しかし、今回の欧米の金融危機を見てもわかるとおり、それもやっぱり大きな問題がありました。たぶんまだまだ底が見えてない状況だと思いますので、欧米では公的資金を注入するにしろ、いったいいくらまで納税者負担になるのかということすらわからない状況でしょう。

「確かに欧米の金融は優れ、アグレッシブであるにしても、これだけ金融を増殖させて、計り知れない納税者負担を負わせてしまう状況が、果たして本当にいいのだろうか」という問題も、この先問われてくるのではないかと思います。

牛尾 そういう意味では、アメリカの金融というものが過去の反省を踏まえて、世界に冠たる金融国に復活するには、何年ぐらいかかるのですか。

白川 相当かかると思います。先ほども議論になりましたが、私はそういう意味では、アメリカというのは外へ出ていくしかないだろうと基本的には思っています。

また私が思うに、民主党政権が取り組もうとしている政策で一番間違っているような気がするのは、基本的には公的資金を注入して貸し出しを維持する、という方法です。そうすると、直感的には非常に大きなオーバーバンキング状態になりますね。極端に収益が落ち込むことが予想されます。アメリカの銀行というのは、たぶんリストラというのは非常にやりにくいと思いますし。

ただ、彼らとしては、銀行や金融というものは捨てられませんので、結局は外に出ていくしかないわけですが、しかしいかに国内の問題を処理して外へ出るかという、そのメカニズムはまだよく見えないのが現状です。

柳川 今日は、すばらしいご議論をいただき、どうもありがとうございました。

NIRAにて
2009年2月2日

白川 浩道（しらかわ・ひろみち）氏略歴

1983年、日本銀行入行。金融研究所 エコノミスト、米国留学を経て、経済協力開発機構エコノミスト（91～94年）。その後、日銀に戻り、国際局、金融市場局で調査役を歴任、99年に退職し、UBS証券チーフエコノミスト。2006年4月から現職。著書『マネーサプライと経済活動』[1996]（共著）東洋経済新報社など。

高田 創（たかだ・はじめ）氏略歴

1982年東京大学 経済学部 卒業。86年オックスフォード大学経済学部大学院卒、開発経済学修士。82年日本興業銀行に入社。2000年みずほ証券 投資戦略部長。現在、金融市場調査部長 チーフストラテジスト。著書に『国債暴落』[2001]（共著）中公新書ラクレ、『金融不況脱出』[2003]（共著）日本経済新聞社、『銀行の戦略転換』[2004]（共著）東洋経済新報社、『金融市場の勝者』[2007]（共著）東洋経済新報社、など多数。

牛尾 治朗（うしお・じろう）略歴

NIRA 会長。ウシオ電機株式会社代表取締役会長。日本青年会議所会頭、社団法人経済同友会代表幹事、経済財政諮問会議議員、KDDI 株式会社会長などを歴任。

柳川 範之（やながわ・のりゆき）略歴

NIRA 理事。慶應義塾大学経済学部卒。東京大学 Ph. D。専門は契約理論、金融契約。96年東京大学大学院経済学研究科助教授、2007年同准教授に就任。著書に『法と企業行動の経済分析』[2006] 日本経済新聞社、など。

