

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

この次に何が起こるのか？ (What comes next?)

—国際経済再構築の処方箋—¹

(財) 国際通貨研究所
理事長 行天 豊雄

世界経済の回復を議論するに先立ち、2007年以降実際に何が起こったのかを少し振り返ってみる必要があります。一言でいえば、これまでと同じお定まりの劇がステージを変えて演じられたただけであったということです。住宅バブルの発生とその崩壊はなにも新しいことではありません。それは、様々な時、場所で発生していました。しかし、今回ばかりは、それが新しく、全く変わった環境で発生しました。すなわち1989年の冷戦終結以来、世界経済は3つの強力な変化の波に洗われました。第一にグローバリゼーション、第二にグローバル・インバランス、そして第三に金融の肥大化です。これらの変化の結果、世界経済は伝染と機能不全に陥りやすくなりました。そのため昔と同じバブルの崩壊によって引き起こされた危機にもかかわらず、世界的な信用収縮と世界的な需要減退によって甚大な危機に発展したのです。

主要国政府と中央銀行は、一丸となって金融市場に多額の流動性を供給し、巨額の財政支出によって国内消費や投資を支援しました。こうした包括的刺激策によって経済は底なし沼に陥らずに済みました。株式市場は底入れし始め、経済活動全般も回復の兆しが出てきています。最初の恩恵に与ったのは金融部門でした。コストのかからない資金を無制限に利用でき事業を再編したことで、勝ち組の企業は力強いカムバックを遂げました。しかしながら、実体経済の回復は依然遅々としたものにとどまり、脆弱なままです。高レバレッジのつけが依然重くのしかかっており、特に住宅市場や労働市場には心理的な後遺症がまだにくすぶっているのです。

¹本稿は、2010年5月開催の the Group of Thirty における英文スピーチ原稿を訳したものである。

こうしたこと以上に深刻なのは財政の大盤振る舞いの後遺症です。危機前の時期に比べるとすべての国の財政の健全性は劇的に悪化しました。ギリシャのエピソードも構造的不全症状の初期段階にすぎないのです。今後危機からの回復をいかに図るかを考えるとき、我々はどんな努力をするにしろ、深刻な財政問題を抱えるという逆境の中でそれを成し遂げなければならないのだということに留意する必要があります。

このように、危機からの回復は一筋縄ではいかず、また容易でもないことは明らかです。それでも私は今日われわれが直面している挑戦は単なる危機からの回復にとどまらないのだということを強調したいと思います。私は、世界経済の底流には3つの断層があると思います。それらはたしかに危機以前にも存在していましたが、危機によりくっきりと浮かび上がってきたのです。これらの3つの断層に取り組まなければ安定的な成長を回復させることはできないと思います。それらは、①持続不可能な成長モデル、②膨れ上がった金融部門、③不安定な国際通貨制度の3点です。

次にこれらについて簡単に見てみましょう。

①持続不可能な成長モデル

過去数十年にわたって、世界経済の成長は飽くなきアメリカの家計消費によって支えられてきました。総じて緩和的であった金融政策にも助けられました。米国の消費財生産者は国際競争力を失って、国内需要を満たすことができずでした。その結果、輸入が急増し、経常収支赤字が増大することになったのです。他方で、これは輸出国側に多大の需要を生み出し、その成長を支えることになりました。そしてドルの債務証券を受け取った輸出国はそれを米国債券と株式に再投資しました。米国の金利は低くとどまり、消費を後押しすることになりました。このプロセス自体はグローバル・インバランスを悪化させましたが、これはみんなを幸せにする好循環だったのです。しかしながら今回の危機はこの砂上の楼閣を押しつぶしてしまいました。米国の家計は多額の資産価値の損失をこうむり、節約せざるを得なくなりました。市場は拡大するグローバル・インバランスを懸念するようになりました。輸出国も世界需要の急減により手痛い被害を受けたのです。

こうしてこれまでの成長モデルは持続不可能なものになってしまいました。米国経済が消費を失い、輸出国側も外需を失ったことから、双方はそれぞれの成長モデルの修正を迫られるでしょう。もし縮小均衡に陥ることを避けようとするなら、これまでの需要にかわる新たな需要を作り出さなくてはなりません。もしグローバル・インバランスを無視して何も考えず古いモデルにしがみつこ

うとするなら、市場が厳罰を下すことになるでしょう。成長モデルの変化は、一部、市場の力によって否応なくもたらされるでしょうが、本来は、適切な政策を実施しようとする意識的な努力により実現されなくてはなりません。実際、赤字国、黒字国双方ですでになんらかの進展が始まっています。ただし、この変革のプロセスが着実に動き出したと断言するには時期尚早のようです。

②膨れ上がった金融

経済活動全体における金融の役割がこれほどまでに顕著になったというのは、過去 20 数年の世界経済史上でも実に注目すべき現象でありました。資本主義はいわば金融資本主義になりました。この展開を推進した要因を探し出すのはそれほど困難ではありません。第一に、総じて緩和的な金融政策とグローバル・インバランスの拡大により過剰な流動性が創出されました。第二に、グローバル化の進展により、世界は一つの巨大な金融市場となり、金融活動を著しく活発化させました。第三に、コンピューター技術の革新的な進展により金融エンジニアリングの時代への扉が開かれ、さまざまな新サービスや新商品の開発に結びつきました。とりわけ注目されるのが証券化とデリバティブズの発達です。最後に、そして一番重要なことですが、世界中が拝金主義に毒されてしまったことです。

金融によって大きく膨張した経済が、高レバレッジのリスクを抱えることは不可避でした。2007 年初のサブプライム・ローン市場の崩壊は、いわば火薬庫に火をつけたようなものでした。世界中の規制当局者はだれも金融の世界で起こっていた大変革に気が付いていなかったということも注目すべきです。新しい市場ができ、新商品が出回り、新しいプレーヤーが現れているという事実があったにもかかわらず、当局者は準備できていませんでした。彼らはむしろ規制緩和で忙しかったのです。リーマン・ブラザーズの崩壊まで、世界の規制当局者は信じがたいほど安寧をむさぼっていました。リーマン・ショックで彼らは不意打ちを食らい、大慌てになったのです。そして金融制度を保護するために数兆ドルの資金を費やす結果となりました。

こうした状況で世界的により厳格な金融規制のトレンドが強まっているというのはむしろ当然のことと言えるでしょう。これについて二点コメントしたいと思います。ひとつは、どの国の当局者もバブル発生を防ぐ政策手段を持っているということです。重要なことは、その手段が利用できるかあるいは妥当かという点でではなく、実施する最適な時期を判断、適切な手段を選別、さらに正しい政策目標を見つけだす当局者の能力如何にかかっているということです。第二に、金融サービス業が誤った行動をとったという共通認識があるように見受けられます。では何をすべきでしょうか。新しい行動規範を作ればいいので

しょうか、それとも金融サービス業の構造を変革する必要があるのでしょうか。新サービスや新商品がリスク管理の機能をもち、市場の安定に役立っているということを否定する人はいないでしょう。しかしながら、問題は、これらの商品はリスク管理や市場安定といった本来の目的のためではなく、利益を稼ぐためだけに作られ、取引されたということにあります。ですから肝心なのは、人間の行動が中庸の域を超えることはないということを我々が信じることができるかどうかという点にあります。もし信じられないとすれば、我々には金融機関の活動に構造的な制約をはめ込む法的枠組みが必要であるという議論がでてくるでしょう。

過去 20 年の金融の拡大は明らかに所得と雇用の増大に寄与しました。金融業の活動を抑制しようとするなら、それに伴い失うものを受け入れ、別のもののでそれを埋め合わせる努力をする必要があるでしょう。これはとりわけ米国にとって当てはまる問題です。過去 20 年間米国の資本主義は消費と金融に著しく依存するようになりました。今回の危機はそうした放蕩の旅の行きつく先といえるでしょう。その意味で私は僭越ながら、規制改革の行方如何が米国の回復力と自浄能力を図るバロメーターになるのではないかと指摘したいと思いません。

③国際通貨制度の不安定

1971 年のブレトン・ウッズ体制の崩壊以来、世界経済は事実上のドル本位制の下でどうにか生き延び成長して来ました。ドルの価値はもはや金によって裏付けられなくなりましたが、ドルの発行国が世界でも覇権的な権力を持っているがゆえに誰もがドルを保有し、ドルを使いました。ブレトン・ウッズ体制下の国際通貨制度もブレトン・ウッズ後の制度も米国という超大国の存在があったからこそ生き続けることができたという点を改めて認識することが重要です。しかしながら、近年においては、米国の経済的、地政学的優位は後退しました。同時に、米国の一極支配を受け入れない国々からなるグループの影響力が強まっています。今回の危機によってさらに事態は深刻になりました。膨張一途の財政赤字と積み上がる一方の対外債務という見通しによってドルへの信認は蝕まれました。

しかし、今日国際通貨制度が抱える問題は、ドルの信認喪失ということにとどまりません。同様に悩ましいのはドルに代わるものがないということです。一国の通貨であれ合成通貨であれ、今後予見できる将来に世界の基軸としてドルに代わりうる通貨はありません。20 世紀初めにポンドからドルに交代した時の歴史を振り返れば、安定的な基軸通貨になるためにはその通貨が、経済力、軍事力、外交力、技術力、文化力、そして思想的な力などを総合した最強の力

を持つ国の通貨であることが求められます。また、安定的な基軸通貨になるためには巨大で、奥行きがあり、公正で、開かれ、かつ流動性のある国際市場を持つことも必要です。現在我々が直面する問題は、リーダーが弱っているがそのあとを継ぐ候補がないということです。選択肢は二つあります。ひとつは米国に目を覚まして再活性化するよう要請することです。もう一つは不安定な時代の長期化を受け入れることです。そうした状況では、IMF に国際通貨制度の最後の砦としてより大きな役割を果たすよう求めるのが正当でしょう。1944年の創設以来 IMF には二つの役割が与えられました。ひとつは加盟国へファイナンスすること、もう一つは加盟国通貨間の為替相場の安定を図ることです。

第一の任務については、IMF は常に積極的に取り組んできました。しかし、第二の任務については、コントロールできない津波のような変動の大きい資本移動や主要通貨国のマクロ経済政策に対して IMF が実質的なサーベイランスを実施できなかったことなどの事情から、近年 IMF は事実上その任務から距離を置いていました。私は、IMF が国際通貨制度安定の守護神としての役割を回復することは重要な課題であると思います。

以上のことを要約すれば、我々は今一連の課題を抱えているのは明らかです。もし今回の危機が一部の人が言うように 100 年に一度の危機であるなら、世界経済の根本的な再構築を行う用意が世界の国々にあるかどうかを問うべきでしょう。私は、世界はまだ思案しているのではないかと懸念します。実際、私の耳には、次のような皮肉なささやきが聞こえています。「我々はまだその困難かつ遠大な作業に取り掛かる準備ができていない。今後数年間は不安定な状況で低成長の時期を過ごすことになるだろう。その間あちこちで漸進的な改革が行われようが、全体としては 次のバブルが起こってはじけるまでは事態は変わらないだろうよ」と。これが単なる私の空耳であってくれればいいのですが。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>