

パネル・ディスカッション

「激変する世界経済と我が国経済の今後の展望」

財政金融委員会調査室
予算委員会調査室
決算委員会調査室
企画調整室

「100年に一度」とも言われる世界的な金融危機が広まり、実体経済に対する影響が深刻さを増す中、今後の世界経済の動向、金融危機の影響が我が国経済に与える影響、さらには政策対応の在り方等について検討が求められている。

こうした状況を踏まえ、2008年12月5日、「激変する世界経済と我が国経済の今後の展望」をテーマとして、外部有識者によるパネル・ディスカッションを開催した。以下、この会議における討議の概要を紹介することとする。



パネリスト（五十音順、敬称略）

芥田 知至（三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社
調査部 主任研究員）

飯田 泰之（駒澤大学 経済学部 准教授）

長谷川 克之（みずほ総合研究所株式会社 調査本部 市場調査部長）

司会

小野 亮治（予算委員会調査室 首席調査員）

○桐山正敏・決算委員会調査室長 現在、日本経済、さらには世界経済が一つの転換期を迎えるのではないかという状況になっております。この夏には原油価格が150ドル近くに上昇しましたが、今はもう50ドルを割って3分の1以下という状況になっていますし、株価や為替相場にも大きな変化が生じています。さらに雇用面でも、非正規社員の解雇等が続出し、会社によっては正規社員のリストラが出始めたというような状況になっております。「100年に一度」という表現も大げさではないといった状態です。

正にこうした激変する状況に、今日は3人のパネリストの皆さんにお越しいただき、大学、シンクタンクとそれぞれ違う立場から、多面的なディスカッションをお願いしております。本日のパネル・ディスカッションが皆さまの御参考になり、役立てられればと考えております。

1. 国際金融危機など諸情勢についての基本的な考え方

○司会 それでは早速パネル・ディスカッションに入ります。

日本経済は2007年の秋ぐらいから大分景気後退感が強くなってきて、08年8月の政府月例経済報告が事実上の景気後退宣言と言われています。しかし、その後9月15日に米国の証券会社リーマン・ブラザーズが経営破たんすると、一気に金融危機が表面化し、その影響がヨーロッパにも飛び火しました。そして世界同時不況、世界同時株安、そして国際金融危機ということになったわけです。今、正にそういった金融危機の実体経済への影響、そして日本経済への影響が次第に出てきていると思いますが、まずはこういう状況、事態についてのどのようにお考えでしょうか。今回の金融危機、一体その要因はどのようなところにあったのか。避けることができないものだったのでしょうか。

その辺りも含めて、今回の国際金融危機など一連の内外、経済情勢等々について各パネリストから、まずは基調的な御意見を伺いたいと思います。

○芥田 私は資源を見ている立場ですので、その面からお話させていただきたいと思います。夏場までの間は、資源価格はどこまで上がるのかということに答えを用意するのが私の役割だったのですが、今はどこまで下がるのかといった質問が多く、これに対する答えを用意するというように、随分と立場が変わったと思っております。

基本的に景気が大きく悪くなったということなのですが、どれくらいが金融

危機の要因で、どれくらいがほかの要因かといったことを分けることはできないと思います。ただ、私どもの経済見通しでは、2009年度については4～5%ぐらいGDPを下方修正しているのが現状ですので、日本経済にとってそれぐらいのインパクトはあったと、少なくとも私たちは今認識しているということです。

こうしたことがなぜ生じたかという点、基本的にはリスクの過小評価であったということだと思います。最初に言われていたのは、住宅市場、住宅価格についてのリスク評価が甘かった。あるいは、住宅ローン取得者に対する返済能力の評価が甘かったということが言われておりましたが、総じて言えば全くそれは一部に過ぎず、金融システムの中において広くリスクの過小評価というのは広まっていたということが明らかになってきているのが現状ではないかと思えます。

これを避けることができるのかどうかということですが、個人的には、どんなことをやってもこれを避けることはできないと思っております。もちろん、いろいろな対処方法というものが考えられるべきだと思います。例えば規制の在り方もあるでしょうし、金融政策のターゲットの設定の仕方もファクターだと思いますし、それらの市場環境の制度あるいは体制によって、資産価格の変動が大きくなったり小さくなったりということは起こり得るのだらうと思えます。ただ、人間の本質として、あるいは今の経済の本質として、どうしても避けられないのは、お金、貨幣ほど流動性のある商品は定義的に世の中には存在しないということです。そうであれば、どんな商品についても「買う」ということはやりやすいですが、「売る」ということはやりにくいというのが本質的にあるのだらうと思えます。

マーケットでは売りがあれば買いがあって、初めて取引が成立するというものであると思います。いろいろなマーケットの流動性が高まれば、売りと買いが拮抗しやすくなるというロジックはあると思いますが、どう頑張ったところで、貨幣よりも流動性があるものは出てこないのです。どうしても買いの方は行いやすく、売りの方は行いにくいということは本質的に変わらないだらうと思えます。そのため、どうしても勝った者は勝つ、負けた者が負けていくという



芥田 知至 氏

山一証券経済研究所等を経て、現在、三菱UFJリサーチ&コンサルティング主任研究員

トレンドが続いてしまう。そういう意味でバブルは発生してしまう素地はいつもありますし、それが崩壊する素地もいつもあるということではないかと思っています。

○長谷川 足元の金融危機、金融市場の現況に対する認識ということでは、各国における一連の政策対応に対する好感もあり、一時期の危機的な状況というものは、やや緩和された感があると認識しています。ただ、やや緩和されたといっても、正常化からは程遠く、まだまだその先に何があるか分からない、どこに地雷が埋まっているのか分からないという意味で、極めて緊張感が高い状況が継続していると認識しています。

金融市場のうち長期債市場では、FRBによる非伝統的な金融政策に対する期待ということから、相当買われており、金利の低下には期待先行の感もあります。短期の金融市場は、銀行間の金利が下がったとはいえ、安全資産に対するスプレッドの水準は歴史的には高いということですし、株式のマーケットについては、景気後退はこれから正に本番を迎えるということで、先行きに対する不透明感は強く、決して楽観的にはなれない状況だと思っています。

今回の金融危機の背景としては、大きく言って三つぐらいあると思っています。一つ目は市場の失敗というものがあつたと思っています。それは、発端となったサブプライム問題でも、借り手、貸し手、行政、格付け機関といったものが複合的に作用する形で問題が増幅されたと認識していますし、また投資銀行によるレバレッジの拡大が市場の危機を増幅していると認識しています。

また、二つ目においては、市場の失敗だけでなく、やはり政策対応の失敗というものもあつたのかと思っています。恐らくはリーマンの破たんを許容したことは、結果論だとは思いますが失敗だつたと思っていますし、また、例えばCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）市場の混乱も、かなり前から当局としては問題の所在を認識していたわけですが、十分な対応は取られなかつたという側面があると思っています。

三番目については、2000年代前半の超低金利政策の長期化というものがあつ



長谷川 克之 氏

日本興業銀行を経て、現在、みずほ総合研究所市場調査部長

たと思います。これはグローバルなマネーフローにおいて、オイルマネーやアジアマネーが大量に市場に還流する中で、長期金利がもしかしたら必要以上に下がっており、短期金利と長期金利の下がっていた期間がかなり長期化したということが、市場のリスク規律の低下を生んだ側面があるのかと考えております。

○飯田 まずは金融危機の要因、続いて実体経済に与える影響、そして日本経済への影響と、順番にお話をさせていただきます。ひとえに今回の世界的な経済停滞の発端になったのは、アメリカにおけるサブプライムバブル、住宅市場におけるバブルであるわけです。このバブルを生む要因として、マスメディア等では、金融工学、デリバティブ市場の行き過ぎであるという見方をされる傾向があるようですが、私はこれは全く間違えていると思っています。元財務長官のローレンス・サマーズ氏が指摘したように、80年代の日本にデリバティブもCDSもありませんでしたが、でも日本ではバブルが起きたわけです。それと同じで、今回のバブルもその本質はテクニカルなものではありません。古今東西何がバブルを生むかといえば、常に過度の楽観視がバブルを生んでいる、つまり、過度の楽観が「乗ったもの」が何かというのが新しいだけで、その根本にあるものは結局、リスクに対する軽視であるということです。



飯田 泰之 氏
駒澤大学経済学部准教授

しかし、この世界的な経済停滞を招いたバブルそのものを予防することは原理的に不可能であったと私も思います。その定義により、バブルかどうかというのは、バブルの最中には分からないわけです。だから崩壊した後にどのような対応を取るのかが重要になってくるのです。今回の場合は、リーマンに対する破たん処理の際に一つの間違いを犯したと、私は考えておまして、その結果、実際リーマンの救済にかかったら金額よりも大きなコストを払わざるを得ない状態になっていきつつあると考えています。

このような経済の停滞が実体経済に影響を与える最も単純な経路として、アービング・フィッシャーという1920年代の経済学者の債務（デット）デフレーション仮説というのがあります。現在、危機的な状況によってリスクマネーが滞っているため資産価格が下がったとしても、各企業が保有している負債の金

額は変わらないわけです。バランスシートそのものの話で、負債はそのままで資産額が小さくなるので、自己資本比率が極めて下がります。そうすると、リスクを取れないし、逆にお金を貸す方としても、到底自己資本を持っていないところには怖くて貸せません。これによって更なる信用収縮が起きる。つまり、お金を借りられないので投資ができない、買い物ができない。だから更に景気が悪くなり、更に資産価格が下がり、それによってまたもっとお金が借りられなくなるという古典的な経路です。

もう一つが、デット・ディスオーガニゼーションと呼ばれる考え方ですが、金融を通じてではなくても、例えば企業間の取引においても、状況が不透明になると、相手企業の継続的な取引能力に疑問が持たれる。そうなってしまうと、もしかしたら今取引をしている会社、今から売ろうとしている会社、買おうとしている会社が、今後つぶれてしまうかもしれないと思うと、取引に対して消極的になる。こういった経路からも、実体経済は悪化する可能性があるのです。

それが日本経済に対してどのような影響を与えるかについてですが、これは不幸にも非常にネガティブショックであるといえる。2008年の夏ぐらいに景気が後退局面にというのが公的な意見なのですが、恐らく07年央ぐらいでほぼ後退が明らかになったと位置付けたシンクタンクなどが多かったと思います。日本の場合は、日本の国内の景気が悪化しているところに、国際的な経済情勢の悪化が重なってしまうので、麻生総理は3年とおっしゃっていますが、かなりの可能性で、欧米、つまり震源地以上の大きなインパクトが日本経済に及ぶのではないかと考えています。

2. 金融安定化に向けた追加措置

○司会 続いて金融危機への対応について、御意見を伺っていきたくと思います。米国では金融安定化法が成立しました。そしてまたヨーロッパ諸国でも相次いで公的資金の注入が表明されました。米国では当面25兆円、最大で70兆円近い金額となっていますし、ヨーロッパも37兆円というような金額が報じられています。そして先の金融サミットでは、金融安定化に向けて「あらゆる追加的な措置を取る」という宣言も行われています。

かつて日本では90年代後半から2000年代にかけて、不良債権問題の対応で公的資金の投入が40数兆円にも上ったわけですがけれども、今回のこうした金融安定化に向けた諸外国の取組や対策についてはどのようにお考えでしょうか。

先ごろ、米国で追加金融対策なども表明されましたが、かなりのところまで対策が進んでいると考えてよいのか、それとも、まだまだ不十分で更に追加の対策が必要なのか。諸外国の金融安定化策について、御意見を伺いたいと思います。

○長谷川 金融安定化策、若しくは当局の対応ということであれば、金融機関に対する資本の注入と金融機関が発行する債務の保証というのが一つの大きな柱ということだと思います。また間接的には、市場機能が今滞っている中で、マーケットに対して中央銀行が積極的に流動性を供給することで、市場機能の復活を図るということが二つ目の大きな柱としてあると思います。また、三番目には、やはり金融というのは、実体経済の鏡ですから、実体経済のところを立て直さないと、金融だけを立て直すことは難しいという理解の下で、いかに景気を刺激するのかと、需要を創出するのかというのが大きなテーマとしてあり、各国とも競うような形で財政支出を拡大していき、日本もその例外ではないと考えています。

一つ目の、金融機関に対する資本注入ということ言えば、日本の場合は間接金融であり、当局が銀行に対する検査を通じて、恐らくその傷口がどこまで深いのかということについて、かなり正確な認識を持って対処することができたということで、銀行に対する特別検査、そして資本注入がかなり機能したと言えます。恐らく 1998 年の第一回目の資本注入時には間に合いませんでしたが、第二回目の 99 年の資本注入時には、かなり正確な現状認識ができていたのだろうと思っています。

また、その後の竹中プランの議論の中でも、実体経済、金融機関の実情というものを、かなり正確につかむことができたということだったと思っています。しかし今回の場合は、グローバルな証券市場、金融市場に不良債権若しくは不良な金融資産というものが埋まっているが、どこに埋まっているのか分からない、という状況の中で、恐らくはアメリカの当局も、傷口がどこまで広がるのかというのを、いまだに現状認識が十分できていないということなのかと思っています。それは取りも直さず、市場機能がまひしている中で、金融資産の価格が必要以上に下落しており、そのことが金融機関の損失の拡大につながっているわけですので、市場機能を回復させるということが、何よりも重要なファクターの一つだと思います。

三番目の財政支出の拡大ということであれば、需要がどこまで落ち込むのか、

恐らくは分からないという中で、とにかく今はアクセルを踏まないと、生産、消費、雇用がスパイラル的に金融からの負の側面にも追い打ちを掛けられる形で、需要が減っていくという状況ですので、金融面若しくは財政面の対策を総動員して、負のスパイラルを避けなければいけないという局面だと思っています。今の対策で十分かどうかという評価は難しいと思いますが、今は恐らく金融市場が、市場参加者、若しくはマスコミも含めて、過度な悲観論に逆に振れていると思っています。そういったマーケット全体の過度の悲観論が是正されるまで、アクセルをとにかく目いっぱい踏むということが一義的には選択されることと思っています。

○飯田 金融安定化に向けた措置については、率直な感想としては、それが最終的にどの程度の効果を持つかという以上に、よくもここまで短期間でこれだけの規模の対策を打ち出すことができたという、政策の機動性の方に非常に驚きました。その一つの原因になったのが、1990年代後半末から2000年代にかけてFRBを中心にジャパンプロジェクトがありまして、彼らの合い言葉は、アメリカ経済を日本経済にしてはいけない。つまり90年代の日本の失敗から学ぶことで、来るべきアメリカの次の不況の際には、早い対策を打って、日本の失われた15年を避けなければならないということでの研究蓄積とコンセンサスが、不幸にも役に立つ時が来てしまったのかと思います。

ただし、資本注入型のプロジェクトは、実は問題の片方しか解決していません。問題は二つあります。一つは、銀行の資本状態が非常に悪いので、貸したくても貸せないかもしれないという問題です。これは資本注入によって、銀行に流動性の供給を行うことによって、銀行は貸す能力を付けることはできるのですが、たとえ貸す能力があっても、貸す相手がいなければ仕方ありません。つまり、今度は貸出先が、実際にその返済能力があるかどうかという問題になると思います。

今回の問題が日本の問題以上に大きな難しさを抱えている理由として、アメリカ経済は非常に直接金融のウエートが高く、また仕組み債等の各企業の資産への組み込みも進んでいますので、むしろ今回の金融パニックによって、金融機関の貸出し能力が失われたというよりも、各企業がしっかりと借入れをできる能力を失ったのかもしれませんが。資本注入は銀行側の問題をある程度は改善したと思うのですが、どんなに銀行が貸すつもりがあったとしても、返ってこなければ仕方ないわけで、実際に安全でしっかりと返済ができる企業がどの程

度いるのかという問題は残り続けるので、やはり資本注入だけでは問題は解決しないと思います。

それを補うために出てくるのが、財政政策であり、経済全体への金融政策ということになると思うのですが、財政政策は、ごく一般論を言いますと、先進国においてその効果が非常に短期化しているということが指摘されています。その意味で、もしかしたら非常に大きな規模の財政政策をやって、目先の決算を乗り切る体力を付けることはできても、それが今後、企業の業績全体を押し上げていく力はないかもしれません。さらに、実際の回復までずっとアクセルを踏み続けることができるかという点、日本、アメリカの場合は、国債の総残高を見ても、ずっとアクセルを踏むには限界があるかもしれないという点があります。金融安定化は問題の一方だけを解決していて、もう一方については、これからもう一段階、別の対策が必要なのではないかと考えています。

○芥田 今回の金融危機は直接金融市場中心に起こった金融問題であったがゆえに、非常にグローバルに伝播するスピードが速かったというのがまず一点、指摘できると思います。それと同時に、アメリカと日本の違いというのはさておき、直接金融市場に根ざし、グローバル化、情報化が進んでいたというのが、日本の金融危機の時との違いとしてあるのかと思います。それで、特に 2008 年の後半については、金融問題が实体经济に波及するスピードも非常に速くなったと言えます。实体经济の中で悪いニュースが波及していくスピードも、非常に速かったということが起こったのかと思っています。

一方の金融問題に関しては、短期の資金繰りの問題ということについては、もう十分手当がなされているということだと思います。ただ、資金繰りをつけたり、資本注入をしたりするということだけでは、問題の片方側にしか対応したことになるということなので、金融機能が復活するためには实体经济面の回復、すなわち、資産収



益率の回復ということが必要になってくると思います。それは不良債権の処理や、不良資産の処理だと思ひますし、一方で、景気を支えて経済成長率を高めるということだろうと思ひます。これは、各国政府とも予想以上に速いテンポで進んでいるのかと思ひています。

アメリカ政府は日本の失敗を非常によく学んでいたがために、非常に対応がスピーディーだったということがある一方で、学んでいたのは政府だけではなく、金融マーケットも日本の問題をよく学んでいたと言えます。ですからアメリカ政府の対応策について、欠点をすぐに見付けてしまったということもあったのかと思ひます。情報化、グローバル化が進んだ社会では、リアルビジネスの方もよく学んでいたということで、先行き何が起きるかもしれないというリスクをすぐに察知してしまったということだったと思ひます。

3. 金融に対する規制強化の必要性

○司会 先の金融サミットでは、金融に対する規制強化の方針などが出されました。2009年3月までに実施する対策としては、各国の規制当局が連携を強めるといった方針が盛り込まれました。しかしその一方で、格付け機関に対する監督の強化は中長期的な措置ということにとどまりました。現在まだ、国際金融市場は非常に不安定で、これまでの行き過ぎた金融自由化への反省を求める意見が出されてきているのだろうと思ひます。实体经济とマネー経済、このバランスをどう取っていくのかという辺りが非常に重要になってくるのかと思ひます。

過剰な規制は非常に問題だと思ひますが、金融機能、あるいは金融監視機能の強化という問題、あるいは市場におけるルールの必要性などについては、どのようにお考えでしょうか。最近、市場に対する新たな監視機構の設立の必要性についても、意見が出されているようではすけれども、この問題についていかがでしょうか。

○長谷川 結論から言うと、規制強化は避けて通れない道だと思ひますが、その規制強化を今の時点で表だって議論をするということについては、やや違和感を持っています。まだ火事は燃え続け、火の粉が上がっている段階で、どうやったら火事は起きないようにできるのかということ議論ができるようなステージではまだないだろうと思ひます。今はもっと消火活動をやらなければい

けない時期で、そのタイミングで規制の議論をするということは、問題をより複雑化、長期化させてしまうリスクがあると思っています。

規制という点では金融機関に対する規制というのも当然出てくるでしょうし、今までは対象外であったファンドに対する規制も、当然視野に入ってくると思っていますが、今のタイミングでそういう議論をすることによって、ファンドから資金が流出すると、資金が流出したファンドが仕方なく資産を売却せざるを得ないということで、また株価が下がるという負のスパイラルがどんどん続いていってしまうリスクが、現実問題として高いのかと思っています。

ヘッジファンドは今、極めて深刻な状態にあります。世の中全体で大体2兆ドルぐらいのヘッジファンドの預かり資産があると言われていたわけですが、それが恐らく、足元では大まかな数字で言えば、1.5~1.6兆ドルぐらいにまで下がっています。その半分ぐらいは、資産運用のパフォーマンスが悪いということで下がっています。2008年はマイナスの運用パフォーマンスということで、ヘッジファンドにとっては過去最悪の年ということになると思います。そういった運用パフォーマンスの悪化だけではなくて、年金を始めとした機関投資家が、ヘッジファンドから資産を引き揚げているという動きがあるわけで、当然、規制強化の動きが出てくれば、そういう動きが加速化することが容易に想像できるわけです。

また、例えば金融機関のそのようなファンド向けの融資を規制するといった話も当然出てくるとは思います。それに先立って、今までヘッジファンドに対して積極的に信用を供与していたアメリカの証券会社が手のひらを返したかのように融資を渋るということが、現実問題として起こり、ヘッジファンドはポジションを整理しなければいけないということが、世界的な株価下落の極めて大きなファクターとして効いていると思っています。当局が中心となって業界と話をすることも当然必要かもしれませんが、今はまだ規制を表立って議論するというのではなくて、本当は水面下で議論をすべきだと思っています。



ただ、市場の失敗というものが今回の問題の背景にあり、規制強化の方向は避けて通れないということではあるのですが、難しいのは、規制をどこまで押し進めるのかということなのかと思います。過度の規制は好ましくないと、日

本やアメリカでは認識されていると思いますし、オバマ大統領でさえ、過度な規制は好ましくないということをお話しているわけですが、では何が過度で何が過度ではないのかということです。逆にヨーロッパでは、フランスやドイツにおいては、もっと規制すべきだということが議論されているわけです。11月に金融サミットで議論され、次は2009年の4月ということですが、その辺で恐らく、各国でかなり温度差が出てくるのだらうと思います。金融の規制強化というものが、もしかしたら各国の覇権争いの材料にもされかねないということに気がしています。

また、規制強化という中では、やはり協調的な対応を取ることが、何よりも増して重要なのかと思っています。金融危機への対応ということでは、金融面の利下げもそうですし、財政面というところでも、各国が協調してよく話し合っ、その対策が取られているということでは、勇気付けられるかと思いますが、規制の面でもマーケットプレーヤーの競争条件をそろえることが必要だと思います。そういった対応をしないと、規制強化に対して慎重な国というのが恐らく出てくるのだらうと思います。そこに市場がループホール（抜け道）をみつける形で、資金が逃げているということにもなりかねません。それはシンガポールかもしれませんし、中東かもしれません、そういった規制強化の間隙を縫って、資金を呼び込もうという政策を取る国も出てくるかもしれないということで、規制の実効性を担保するという意味においても、重要なファクターだと思っています。

また、その規制については、金融機関に対する規制も入ってくると思います。例えば会計制度、新BIS規制の在り方といった、幅広いところで規制というものが議論されていくと思います。

これまで過去二、三十年間、市場主義、規制緩和、小さな政府といった新自由主義的な大きな流れの中で走ってきた振り子が、財政支出の拡大に基づく大きな政府と規制強化という方向で逆に振れていくようなことは、長い意味で考えたらマイナスの側面も出てくるかもしれないということで、過度な規制に対する警戒というものを個人的には抱いています。

4. 国際金融危機の日本経済への影響

○司会 続いて少し、今回の金融危機の日本経済への影響について御意見を伺っていききたいと思います。米国に端を発した今回の金融危機ですが、よく日本

経済への影響は、三つのルートから影響すると言われていています。一つが、世界景気の後退と、それに伴う日本からの輸出の減少。二つ目が、株の大幅な下落と、それに伴う消費者、あるいは企業マインドの悪化、あるいは、逆資産効果。三つ目は、円高に伴う輸出関連企業への影響ということも言われています。今回の国際金融危機は、日本経済にどのような影響、そしてどの程度の影響を与えることになるのでしょうか。国際経済の動向などとも併せて、各パネリストの御意見を伺えればと思います。

○飯田 今回の国際金融危機において、日本は震源地からは大分離れたところにいるので、確かにその影響は世界的な景況悪化を通じた波及効果が中心です。ただしこれは、震源地ではないから影響が小さいということではありません。むしろ非常に大きな影響があります。その中でも特に注目したいのは、円高と円高による輸出の減少の面です。実際の海外の景気そのものの落ち込みによる、実需としての日本財需要への低下ではなくて、特に円高に起因する問題に注目したいと思います。

そう言いますのも、まず、資産価格の問題や海外景気の問題は、日本国内ではどうやっても対応や対策ができないもの、つまり、日本経済の外からやってくるものなのに対して、円高については避けることが可能です。実際、この円高は、ある程度回避可能だったという考え方もあります。特に現在のような 90 円台前半という水準を回避するためには、まず例えば、日本国政府にとって 90 円台が全く耐えられない円高水準であるということを目にアナウンスし、それに対応した介入、又は極端に言えば、目標為替レートの公表というのをやっていけば、ある程度回避できたのですが、それができませんでした。



より実体経済のほうに話を移しますと、特にこの円高が非常に怖いのは、円が高くなると雇用不安が非常に強くなるという側面があります。大体輸出産業において、採算ラインになる為替レートが 100 円前後だと言う方が多いのですが、それ以上に実は 100 円台後半になると、輸出という意味の需要ではなくて、国内生産が海外生産に比べて有利になる会社が増えてきます。現在購買力平価といわれる長期均衡レートは、120 円を少し割り込むぐらいなのですが、120

円になると明確に製造業は国内で操業した方が得になるわけです。実際、数年来の円安に伴って自動車産業の各地区への回帰、つまり製造業の国内回帰が起き始めていました。これは非常に良い流れだと思います。ロスジェネレーションと呼ばれる、1973年から82年生まれぐらいの層に滞留している非正規雇用、又は不安定雇用層を雇用ルートに吸収するチャンスが、この製造業の国内回帰だったと思うのですが、円が100円を切ってしまう状態ですと、やはり海外生産の方が得であるという状態になる。さらには90円台前半になると、これまで日本で採算が取れていた製造業ですら、採算が取れなくなってしまう。その結果、今までであれば海外に各企業は逃げていたわけですが、海外への製造業の移転といっても、現在国際的な経済状態がここまで悪いのでできません。そうすると、海外へ逃げることはできず、かつ国内で雇用を増やすこともないということになり、非常に大規模な雇用不安が起きるのではないかと思います。

現在日本の場合、もともと日本ホームメイドの不況が始まりつつあった時に、国際的な金融危機が発生していますので、その二つが重なって、さらなる雇用不安が起きてしまう。実はこの雇用不安というのは、一時的な問題ではありません。20代30代に正規の雇用に就けず、ビジネスマンとしての技能を蓄積しないまま30代になってしまったフリーター層、非正規雇用層が、今度は40代のフリーター、非正規層となってしまいます。今回の金融危機の影響というのは、この現在の危機という問題よりも、恐らく10年後に労働市場の問題として、重要になってくるのではないかと思います。

○芥田 私は資源、実物関連の話をさせていただこうと思います。実物面でも、情報の伝播が非常に速かったということで、いろいろと金融マーケットを中心にコンフィデンスの悪化が起こっていく中で、やはり実体経済面でも同様のことが起こっていったと思います。

金融面では、例えば下がるはずがないと考えられていた米国の住宅価格が下がり始めました。あるいは、絶対安全だと思っていたトリプルAの証券に実はデフォルトリスクがあるということが分かりました。大手生命保険会社の保証は有効に機能すると思われていましたが、機能しないことが分かりました。つぶれないと思っていた大手金融機関がつぶれると、このようないろいろな信頼感の喪失、あるいはそれが神話だったということが分かってしまったということでした。

実体経済でもかなり似たようなことが、2008年後半は起こってきたのだと思

います。減るはずがないと思っていた中国からの受注が減るところか、ぱったり入らなくなってしまう。そういうことが起こってしまうと、いろいろなところで、そういった噂がやはり聞こえてくるわけです。そうなってくると、自社の中でも、生産計画、購入・購買計画を下方修正していくということが起こっていったのだらうと思います。

また、海外の取引相手が、本当に大丈夫なのだろうかという懸念も出てきて、それで取引を控えてしまうということが累積的に増えています。これは日本の側から見てもそうであると同時に、海外から見てもやはり、日本の企業についてそう見えたかもしれないということだったと思います。



そうした中で、先日、日本の鉱工業生産指数が発表になり、2008年10月が3%減、予想によると11月が6%減、12月がさらに3%減ということで、2、3か月の間に、日本の生産水準は1割以上減ってしまうということが起こりそうだということが、みんな分かってきたということでした。これを金融危機の影響なのか、何の影響なのか難しいですが、それぐらい影響は大きかったということでした。

波及経路と考えると、どうしても輸出が減るからという形での影響が大きいのだらうということになってくるのですが、ふたを開けてみると、日本の自動車販売も大幅減でした。生産活動が1割減ってしまうということは、輸出が3割減るというようなことを思っていました。実は、輸出は2割減るかもしれませんが、国内の生産もかなり減るのだということが分かってきたと認識しています。その結果、夏場ごろまでに考えていた日本のGDPの経路（パス）よりも、2009年度辺りにかけて影響が大きくなるタイミングでは、4～5%低いと認識しています。

○長谷川 日本経済は外需依存で回復してきたわけで、その外需が今正に弱まっている中では、日本経済への影響は極めて大きいと思っています。とりわけ、日本経済、若しくは株式市場で中核的な位置を占める製造業では、資産、利益、売上げのいずれを見ても、全体の40%ぐらいは海外で稼ぐという構造になっているわけです。正に日本経済は、海外の需要に対してレバレッジがかかっている

る状況でもあるわけですので、そこが弱ってくると影響が大きい。日本の株式市場は、世界経済の先行指標的な位置付けでもあるので、世界経済が減速するということでは、影響は免れえないと思っています。

二つ目の、金融市場の株式や為替というルートで言えば、円高の影響は大きいと思います。問題は、今の為替の水準が、円高か否かということにもあると思います。ようやくこの2か月ぐらいで、対欧州通貨で相当な円高になってきましたので円高であるという認識を持っていますが、では本当に歴史的に実質実効為替レートで見て今が円高かということ、実質ベースで見たら必ずしも円高の領域にはまだ入っておらず、もう一段の円高もあり得ると思っています。

それは、海外ではとりわけ、日本経済は大丈夫といったイリュージョン的なものがまだ大きいということです。それはイリュージョンなのか真実なのかは、判断に迷うところではありますが、確かに日本経済は、循環的には厳しいですが、ファンダメンタルズから見れば、日本は経常収支の黒字ということですし、日本の金融機関はどこも預金超過です。日本の貸出しは大体400兆円の一方、預金は500兆円と、100兆円の預金超過です。海外で預金が不足している金融機関がみられ、大きな金融システムの不安に見舞われているということと比べれば、日本はまだまだ良好だという評価も妥当なのかと思いますし、また、世界的に金利が大きく下がり、ゼロ金利を目指して走っているという中では、ゼロ金利の日本は、金利面からは、今までとは違ってネガティブな材料がだんだん消えていくということです。どの程度のボリュームが残っているのかはだれにも分かりませんが、円キャリーの巻き戻しも続くということで、円高圧力は継続していく可能性が高いのかと思います。市場にオーバーシュートが付きものだとこのことを考えれば、為替マーケットが、円高が行き過ぎて、日本経済に対して、これはもう日本経済は駄目だなど思うところまで、円高が進んでしまうリスクが引き続き高いのかと思います。

また、グローバルに経済市場がリンクしている中では、海外の投資家が今まで、日本の株式だけではなくて、日本の不動産を相当買っていましたが、不動産マーケットに入ってくる外国人のマネーも細ってきます。また、日本のマーケットで積極的にローンを供与していた一部の金融機関、一部の外資系の金融機関が、オペレーションを縮小し、場合によっては、日本でゴルフ場を買っていた金融機関も証券会社も、銀行に免許が変わってしまったから、これまでのように日本のアセットを証券会社として買うことができなくなるかもしれません。そういうことで、外から入ってくるお金が細るということ、恐らく日本

の株価、資産価格、若しくは不動産等の業種における融資の細りというものに影響を与えているのかもしれないということで、日本経済への影響は極めて大きいと考えています。

5. 原油等資源、食料価格の動向

○司会 半年ぐらい前までは、日本経済の大きな問題といえば、原油高などの原材料や食料品などの価格の高騰だったわけですが、本当にこの二、三か月ですっかり経済の景色が変わってしまった感じがします。原油価格、米国のWTIでは、一時は1バレル150ドル近くまでいきました。それがもう最近を見ると50ドル以下です。そして、こういった中で、小麦や銅などもピーク時の半分以下ぐらいまで下がってきている。

果たして今後、原油などの資源価格、食料品などの価格はどのようになっていくのでしょうか。最近、円高もあいまって、こうした資源価格の低下は、我が国の交易条件を改善していきますので、その辺の効果も期待されているのですが、こういう点も踏まえて御意見を頂きたいと思います。

○芥田 日本の輸入総額は2007年に73兆円ありましたが、そのうち約半分は市況品であり、その中で非常に大きいのは、原油を始めとした石油製の燃料です。日本経済の先行きが非常に暗い中であって、ほぼ唯一と言ってもいいのかもしれませんが、明るい材料としては、資源価格の大幅な下落があるのかと思います。例えば、原油で1バレル10ドルほど値段が下がると、日本の原油輸入金額は1.5兆円分ぐらい減ってしまう効果があるわけです。7月時点で140ドルぐらい付けていたところと比べると、足元50ドル割れで推移しており、掛け算すると非常に大きな金額だということが分かると思います。

もちろん、ピーク時点で買い控えた人もいるし、下がる途中ではどんどん見合わせていて、もっと低いところで買おうとねらっている人もいます。この資源価格の下落をどれだけ享受できるかというのは、その時の経済情勢等によるのだらうと思いますが、非常に明るい材料なのではないかと思っています。

ですから、2007年の原油価格を08年の10-12月期で既に下回っていますが、09年1-3月期、4-6月期と進んでいくと、ますます前年同期比で見た原油価格の水準は、下がっていくということが見込まれており、相当な企業収益の押し上げ効果が生じてくるということだと思います。もちろん、企業収益の環境は厳

しいということは十分承知していますが、前年同期比で見た場合の企業収益は、原燃料安によって押し上げられる力も相当程度あるということ、若干希望を持って見えています。

ただ一方で、では原材料安がずっと続くかとなると、それもなかなか難しいのかと思っています。これほど世界経済の環境が厳しく、世界景気が非常に悪い、何もかも悪いということなのですが、何もかも2004年から07年までの経済が偽りだったということでは、多分ないのだろうと思う面もあるわけです。少なくとも新興国の経済発展は、相当程度リアルだったのではないかと考えています。中国の技術水準は上がりましたし、インフラのレベルも上がっています。そうなってくると、もちろん生産力、所得も増えるということが起こっているわけです。中国はまだ先進国から技術を移転するだけで、新たな生産力を増やすことができ、それによって所得を上げることができるような情勢にあるということで、中長期的にはまだ発展していきます。それに伴って、資源需要は発生してくるのだろうとも思っています。

先進国の石油需要は減っているのですが、何も今減りだしたわけではありません。2005年からずっと減り続けているというのが、先進国の石油需要です。一方で新興国の石油需要は、ずっと増え続けています。2009年にかけて先進国の需要の減り方は、これまでのテンポよりも早くなるでしょうし、新興国についても、石油需要の伸びは鈍化するかもしれないと思っています。しかしながら、普及してしまったインフラや、既に売ってしまった自動車を回収することはできるはずはなく、石油需要はなかなか減りにくいというのが、一方であると思います。

中国を始めとした新興国は、まだ経済発展の余地を残しているということですから、将来的には資源高が進むでしょうし、資源需給のひっ迫もまた問題になってくるだろうと思っています。足元の需給は非常に悪いわけですが、先行きは高まるだろうという観測は、多分、私が持っているだけではなくて、かなり広く共有されているのではないかと考えています。いろいろな商品について、先物市場のプライシングを見ると、例えば原油の期近物、これは2010年1月物の価格が2009年1月物の価格よりも15%ぐらい高いということを示しています。つまり、先物マーケットの中で、先高感というのが生じてきているということです。これは原油だけではなくて、金属を見ても、総じてそういう状況が出てきています。

先行き、新興国需要は高まると言いましたが、一方で最近はサプライの問題

も気にされてきています。石油の開発が進まない、鉱山の閉山が進んでしまう、精錬所も閉鎖されてしまう、高コスト案件が成り立たなくなっているということが、方々で起こってきているわけですし、今の価格は安過ぎてビジネスが成り立たないということが、たくさん出てきているわけです。ですから、中長期的にサステナブルな価格のレベルは、多分もう少し高いところにあるような気がします。

そういうことですので、資源価格が安くなりましたが、資源対策を怠ってはいけないということを申し上げたかったということです。

6. 経済対策

○司会 続いて経済対策についての御意見を伺っていきたいと思います。現在、諸外国では金融危機、景気後退に対応して、大型の経済対策の策定が相次いでいます。アメリカでは、民主党案で数十兆円規模といった案が出されました。また、ヨーロッパでもEU全体で二十数兆円といった対策。そして中国では57兆円という規模の対策が表明されています。我が国でも、2008年8月末の緊急総合対策を受けて、10月には第一次補正予算が成立し、そしてまた、国際金融危機等々への対応ということで、10月末には追加経済対策がまとめられました。今後、第二次補正予算、あるいは09年度の当初予算などで、これらが実施されていくこととされています。

今回の経済対策は「生活対策」と命名されています。金融安定化策のほかに雇用、中小企業対策、あるいは社会保障関連の対策まで、非常に幅広い対策が盛り込まれているわけですが、中でも特に定額給付金の問題、あるいは高速道路料金の大幅な引下げが非常に注目されているわけですが、こうした一連の経済対策について、パネリストの皆さんはどう評価されていますか。本来であれば、もっとこういう対策こそが必要だというものがありましたら、その辺りも含めて、各パネリストの経済対策についての御意見を伺いたいと思います。

○長谷川 短期的な需要の創出が急務という中では、財政政策発動は避けて通れないと思っています。各国が競うような形で、大型のパッケージを発表しているということは評価できるわけですが、アナウンスはするけれども、本当にそれが実現に移されるのかどうか、やや不確かなところがあるということで、その実行の即効性、若しくは確実性が正に求められていると思います。

例えばアメリカの財政政策の発動を一つ取っても、2008年の4月から7月にかけて小切手が各家庭に配られたわけですが、2月ぐらいに財政政策発動が必要だということが議論されて、それが共和、民主の超党派によって支持されて、2か月後には確実に家庭に配られるというところは、日本から見ればうらやましいと思います。

また、インフラ投資がアメリカですら求められるという中、日本で道路を作れと言うつもりは全くありませんが、老朽化した建物、地震対策というものも含めて、いろいろな意味でのインフラ対策はやはり必要だと思います。

また、ばらまき批判というのはありますが、なかなか企業が厳しい中で給料を引き上げることが難しいという中では、お金に色はありませんので、結果としては、賃上げと同じ効果を持つであろう個人に対する減税なり給付金の支給という形での経済対策の在り方が、もっと議論されてもいいと思います。今回の議論も、地方自治体によって対応が極めて混乱を来しているところがあると思いますので、個人に対する支給の在り方というインフラを整備するということも必要だと思います。

また、個人のお金をいかに株式マーケットに振り向けていくかについては、株式投資関連の税制面での優遇策も、日本に求められている策なのかと思っています。

○飯田 少し理論的なお話を付け加えさせていただきます。各国競って財政政策による需要のこ入れを図っていると思いますが、近年、世界中のどの計量経済学モデルでも、財政政策の効果は下がっているというのが、全経済学者のコンセンサスになっている感じです。中には、財政政策は効果が少ないのではなくてネガティブに効くという結果もだんだん増えてきていて、つまり財政政策をすると景気がかえって悪くなるという現象がよく見られるようになっていきます。その原因は、財政政策を行うと将来増税せざるを得ないので、むしろ投資や消費を手控える。つまり財政悪化によって、消費や投資に対してネガティブなインパクトが発生するというものです。教科書的には「リカードの中立命題」と呼んだりするのですが、日本の場合は非常に運が悪いことに、もともとの財政状況が非常に悪いので、財政政策そのものが、今行ったとしても早晚撤収せざるを得ないというか、大規模の補正予算を毎年数年間続けて行うというのは、恐らく政治的に不可能だとうことを、マーケットが十分に読み込んでしまうと、もともと効果を持ち得ないかもしれないという点が挙げられます。

財政政策が効く条件は三つあります。一つが、大国の閉鎖経済であること。つまり、世界全体に占めるウエートが大きく、かつ海外との取引のウエートが自国経済に比べて小さいこと。ものすごく短く言ってしまうと、アメリカであるということです。もう一つが、ハンド・ツー・マウスと呼びますけれども、非常に視野が短い、つまり、もらったお金をすぐ使ってしまうタイプの消費者の比率が高いこと。三つ目が、インフラが不足していること。この三つが、財政政策が効く条件です。

今回のアメリカについては、財政政策が効く条件をすべて満たしています。つまり、アメリカの景気が良くなるというのは、世界の景気が良くなることですので、需要が海外に漏れるという日本やヨーロッパの中小国だと必ず生じる問題は、アメリカにとってはそれほど重要な問題ではないわけです。さらに、ハンド・ツー・マウスというのは、その日暮らしといった意味なのですが、短期的な視野に基づいて消費をする。お金を給付されたらすぐそれを、ただ使ってしまうという消費者の比率が、ある推計では控えめな推計で30%、場合によっては半分近く、アメリカには存在すると言われます。ちなみに、私が同じ推計を日本についてやると、せいぜい10%で、これは先進国で一番低い国の一つでしょう。やや大きめの推計でも20%を超えるものはまれです。インフラについては、現在アメリカの公的な設備というのが、非常に損耗が激しい状態というわけなので、どの点に関しても、アメリカは財政政策の効きがいい条件が整っており、アメリカの財政政策の拡大は、一定の効果を上げるでしょう。

そして、実は今の話をすべて反対にしたのが日本の状態です。まず、需要がすぐに海外に漏れてしまうタイプの国です。つまり、政府が何らかの形で給付金を出しても、その給付金が中国製品の購入に回ってしまえば、ほとんど実体的な効果はないわけですし、日本の場合は、もらったお金をすぐ使ってしまうタイプの消費者の比率は極めて低い。さらにインフラについては、現時点で過剰かもしれないくらい整備が進んでいるという状態です。日本の場合はやはり、財政政策はごく目先の流動性不足、企業の収益不足に対応することはできても、基本的に対策にはならないのではないのでしょうか。その中で「生活対策」と名前は付いている状態ですが、実際のところ、財政政策そのものがマクロ的にはインパクトを持たない以上、やはり対策としては、労働市場及び為替市場に対して、主にアクションを取っていくべきではないかと思います。

一つには、為替を円安方向に誘導していくことです。直近で実質実効為替レートが、前回の好景気の開始前にちょうど戻ったぐらいの水準なのですが、実

際それよりも実質実効為替レートで円安になっていると確かに景気は良い状態になります。そして、より長期的なサプライサイドの問題としては、やはり労働市場に対しての雇用の安定化策を出していくべきではないかと思います。

○芥田 アメリカのほかにも、財政政策が効きそうな国として中国があります。中国はアメリカ以上にインフラ未整備、人口成長率が高いという国で、財政政策が非常に効きやすいですし、財政収支を今悪化させたとしても、その悪化への



のリターンが非常に大きい国だと思います。一方で日本については、効果は少ないとは思わざるを得ないところですが、そういう中で何をやってほしいかという、高い住宅を買ってしまった割には、そのリターンがやはり少な過ぎると思います。早急にはなかなかできないという気はしますが、今の地価に見合った住インフラを、是非提供してもらいたいと思います。住環境の整備というのは、家の質を高めるというよりはむしろ、まちづくり、あるいは地域商店街の活性化というような地域活

性化とか、あるいは子育て環境の充実といったことをやっていただけると、今払った住宅取得の対価を得られると実感できるのではないかと思います。ですから、日本の場合は、財政政策としての物量を増やすというよりは、本音としてはどちらかといえば質、しかも中長期的なビジョンを持った対策を是非やって頂きたいと思います。

国際協調に関しては、各国が財政出動をする中で日本だけ行わないというのはなかなかやりにくいのだろうと思います。日本は財政出動もせずに、円高だけ回避するということになる、非常に立場が悪いわけで、協調しているのだというところは、是非取り続けていただきたいと思います。

7. 景気対策の効果と理論的な考え方

○司会 景気対策としては、財政政策、金融政策、あるいは生産性の向上などが言われますが、日本においてこういう対策が一番有効だという辺りについて、もう少しお話をお伺いできればと思います。

○飯田 財政政策が効く条件として、ハンド・ツー・マウス、つまり、もらったらすぐ使ってしまうタイプの人間が少ないから、日本は財政政策の効きが悪いという話をしたのですが、それであれば、何とかしてハンド・ツー・マウスな人を探してくるといのも一つの手です。つまり、もらったお金をすぐに使ってしまわざるを得ない人に、優先的にお金が回る形で財政政策を行うことができれば、何とか効果を保つことができるかもしれません。その中で、どういう人がもらったお金をすぐ使うかという、低所得者層というイメージを持たれる方が多いそうなのですが、実は低所得者層は意外と貯蓄をされると言われています。つまり、最低限の貯蓄がないと生活環境が不安定なので生活できなくなってしまいますので、意外と低所得者はハンド・ツー・マウスではないようです。どういう層がとにかくもらった額をすべて使っているかという、子育て中の家計の支出性向が高いということが比較的よく言われることがあります。私自身は専門外なので詳細には見ていないのですが、子育て中の家計は比較的支出性向が高いと言われる。目先にお金をかける対象があるので、非常に消費性向、支出性向が高いと言われています。例えば今回の給付金についてですが、同じぐらいの金額で0歳から15歳の子ども全員に、25万円ぐらい配れる勘定にはなりません。給付については、所得を基準にするよりはライフステージを基本にした対策のほうが、有効性があるのではないかと考えています。

もう一つ、目先で必ず使わざるを得ないというのは、中小企業です。中小企業については、現実に現在収益状態が悪い中小企業も、それを貯蓄するよりは、何らかの形で使っていくしかないかもしれません。ですから、中小企業支援に重点を置き、さらには今までのような特定業界に偏る形ではなくて、どちらかというと資産規模や会社の規模に応じた対策のほうが良いのではないかと思います。

景気対策についてですが、国際協調の中で日本だけが財政政策をしないというのは、私も確かに不可能だと思っています。一つ、財政政策と金融政策というのが、現在のマクロ経済政策の二つの手段ということになるのですが、この二つは国際的に際立った特徴を持っています。財政政策は、隣の財政政策の成功、例えばアメリカの財政政策の成功というのは、アメリカ以外の様々な国にとっても、非常に良いニュースなわけです。つまりそこからの需要の漏れによって、周りにも幸福が及びます。それに対して金融政策の成功というのは、昔は近隣窮乏化とよく言われましたが、円安によって日本だけ助かるという政策なわけです。この前のG20などは典型的だと思うのですが、財政政策と金融

政策を同時にやることによって、財政でお互いがお互いに恩恵を及ぼし合おうということ。また、全員が一斉に、同時に金融政策をやることで、一人勝ちを防ごうというのが、協調的な利下げの継続と、協調的な財政支出の根拠になるかと思えます。その意味で、世界同時リフレと私は呼んでいるのですが、世界全体で財政政策を行い、金利を下げるという枠の中で、日本にとって最適なケースがあるとすれば、日本は少し金利の下げ余地がないので、各国は金利を下げることによって自分だけ助かろうとする。それをすべての国が一斉にやるわけなので、世界全体で流動性の供給が行われる中で、日本の場合は利下げができない状態にあると、円高がさらに進んで、世界中の近隣窮乏化策のしわ寄せが日本のみに来るとというのが、ワーストシナリオなわけです。それを避けるためにも、ある程度為替レートについて、固定為替にしろという提案があります。実はスベンソンという、昔のスウェーデン銀行、またニュージーランド連銀で実務経験がある経済学者が、日本は金利に下げ余地がないのだから為替レートで金融政策をやりなさいという話を昔からしています。私は極論だと思いますが、ある程度為替レートへの誘導が必要なのではないかと思います。

景気を動かすショックを生産性ショック、資産価格ショック、マネタリーショック、外生需要ショックの4種類に整理するのが、現在、経済学者がよくやるパターンです。この四つによって恐らく、ほとんどの景気の変動の説明がつかれます。一つ目の生産性ショックですが、これは企業や、個々人の能力という変動なので短期的な政策によってどうにもなるものではありません。例えば、長期的な競争環境を整えていくとか、教育を充実させるといった、非常にロングランの政策になります。また、資産価格だけを単独に上げ下げすることはできないので、特に目先の対策としての政策から外れてしまいます。そうするとやはり財政、金融どちらかということになると思います。つまり、マネタリーなショックを金融政策によって与えるか、外生的な需要を政府支出によって与えるかになるのですが、各国は両方ともアクセルを踏むつもりであるということです。日本は、財政はアクセルを踏むけれども、金融はちょっとアクセルを踏めない。そうすると金融政策の持つ近隣窮乏化の性質が、円高という形で極端に現れる可能性がある。それを防ぐために、何か為替に対してのアクションが今後必要になってくるというのがまとめだと思います。

8. 2009年度（平成21年度）予算の在り方

○司会 現在、2009年度の予算編成中で、これから佳境に入っていくところだと思いますが、我が国の財政状況、国と地方の長期債務残高がGDPの1.5倍というくらい、非常に厳しい状況にあります。また、景気も非常に厳しくなっているということで、財政出動による景気対策を求める動きが強くなってきています。こういった非常事態という中で、09年度予算はやはり景気重視ということでいくべきなのでしょうか。それとも財政健全化路線を堅持すべきだとお考えなのでしょうか。11年度プライマリーバランスの黒字化といった財政再建目標の問題も含めて、2009年度予算についての御意見を伺いたいと思います。

○芥田 私は財政健全化に重きを置くべきではないと思っています。今は国際協調モード、財政出動モードですので、それに従った動きが必要だと認識しており、2011年度のプライマリーバランス黒字化については、そう強調すべきではないとの認識につながっていくというのが、私の考え方です。

ただ、一方で信頼性のある財政再建計画を提示するというのも義務だと思っています。それによってマーケットが中立どころかネガティブな反応を起こすようであれば、それは財政支出のやり方が悪いからだと認識すべきだと思います。例えば、公共投資によって効果がないというのは、効果がない分野に投資を行うからであって、少なくとも民間企業がやっている程度のリターンのある分野は探せるはずだと思います。探すのが政策の在り方だと思いますし、政治の責任であるとも思います。

財政健全化に重きを置くべきではないですが、必ず信頼性のある再建計画と、高い公共投資、あるいは財政支出のリターンは追求すべきだという、非常に難しい選択を申し上げさせていただきます。

○長谷川 結論としては、今は景気対策重視ということで、日本経済、世界経済が正にデフレのかけっぷちにあるという中で、今は財政規律を議論するようなタイミングではないと思っています。それはアメリカもそうですし、ヨーロッパですら財政安定化協定というものを棚上げにすることが現実的に取られているわけで、今は需要を創出することに全力を挙げるべきだと思います。また、中期的な財政ビジョンを示すということも必要なことかもしれませんが、それは先々の増税を国民に示すということにもなりますので、短期的な効果を減退させるということで、逆効果になる可能性もあるかもしれないという懸念

をしています。

マーケットへの影響ということ言えば、今は財政規律を議論するタイミングではないということは、恐らく広く共有されていると思いますし、アメリカですら長期債相場のでこ入れということで量的緩和、若しくは時間軸効果という金融政策が議論されているわけです。日本の金融政策発動の余地は乏しいというのが一般的な見方かもしれませんが、そんなことは全然ありませんで、日本も金利の低下幅は限界的かもしれませんが、金融政策を行う余地は幾らでも残っていると思っています。

○飯田 近い将来にお金を返してくださいと言いながら、お金をわたしても効果はないのと同じで、財政健全化路線を強く強調した形だと、幾ら財政をやっても効かないという状態になりますので、例えば何か月連続の景気の拡大が見られるまで、財政の問題は見ないことにしようという程度の数値目標にしていくなのがよいと思います。

これは日本の経済政策全体への問題点になるでしょう。例えば今度アメリカはオバマ政権になりますが、オバマ大統領の政策公約は継続性を前提としています。そういった約束は、



ある程度の説得力を持つのですが、日本の場合は政権の継続性に非常に大きな問題があります。つまり、例えば再来年のいつまで財政再建路線については凍結したいと言ったとしても、再来年まで現行の内閣が続く、つまり2年以上同じ内閣が続くというのは、最近余りないことになっています。本来理論的に言うと、景気の拡大が何か月以上続く、又はGDPの成長率が何%を超える時期が何期続く場合は、改めて財政再建の話をするというようにある程度の幅を定め、それまではある程度のプライマリーバランス等の問題はちょっと目をつぶって、現在の景気対策に重きを置くべきであるというのが、教科書的な回答なのですが、日本の場合は、時間軸を使った政策が非常に難しくなっています。

その一方で金融政策は時間軸を通じた金融政策というのはまだまだ可能だと思います。さらに、一つ良いことは、国会又は内閣と違って、日本銀行の総裁又は審議委員の任期は極めて固定的ですので、約束したものに対して時間軸を通じて働き掛けていくことは、実は政治以上に容易なのではないかと思っています。日本銀行が、できれば数値目標付きで景気が明確な改善を見るまで、例えば金利は上げません、又はゼロ金利を続けます、又は量的緩和に再突入するといった形で、ある程度継続性のある政策立案が必要なのではないかと思います。

9. 日本経済は全治何年か

○司会 最後に、日本経済の景気後退脱出の時期について御意見を伺いたいと思います。麻生内閣総理大臣は、日本経済は全治3年と言われました。全治というのがどういう状況ととらえるかにもよりますが、昨今の国際的な金融危機の影響、世界的な景気後退という状況を見ると、どうも経済が普通の状態に戻るまでには、3年では難しく、5年くらいかかるのではないかという見方も目立つようになってきているように思います。かつて日本が不良債権問題で景気低迷が続いた時には、その間もちろん景気の循環はあったわけですが、不良債権問題から脱出するのに10年から15年という長い年月が必要だったわけです。今回の米国に端を発した金融危機、そして世界的な景気後退の中で、一体、日本経済は全治何年とお考えでしょうか。

○長谷川 極めて難しい質問だと思いますが、あえて申し上げれば、麻生総理のおっしゃるとおり全治3年なのかと申し上げたいと思います。2008年度はマイナス成長ということだと思いますし、09年度もマイナス成長。2010年度も回復はしますが、潜在成長率には及ばないというようなパスを我々としては考えていますので、09、10年度は厳しいということで、3年ぐらいなのかと思います。ただ日本経済は、アメリカの経済次第というところもあります。また、恐らく今は、過度な悲観論がまん延していると考えていまして、全治3年、5年、10年という意見もいろいろありますが、過度の悲観論が終息すれば、意外と景気回復が前倒しになる可能性も十分あり得るのではないかと思っています。100年に一度の金融危機といわれますが、それを裏返せば、100年に一度のチャンスがあるのかもしれないということで、市場機能さえ回復してくれば、それは

市場の回復というのも、あながち非現実的ではないと思っています。

ただ、世界経済が回復して、日本経済が回復するといっても、これまでの日本経済の構造的な問題、それは格差の問題や人口減少の問題、若しくは、財政については短期的には棚ざらしということになりますので、そういった構造的な問題については、残念ながら完治せずということで考えています。

○飯田 非常に難しい質問ですが、米国経済については、明確に全治3年といえると思います。一つは、金融政策又は資本注入策が効果を発揮するのは、大体1年半から2年かかります。特に、大規模な資金供給の効果は1年半、大体6四半期から8四半期かかって実体経済に影響を与えます。そうすると、リーマン以降の矢継ぎ早の資金供給が効果を持つのが2009年末というわけで、10年ごろからゆっくりと回復が始まって、11年にアメリカは潜在水準を回復するというのが、多くの計量経済学分析が出しているシナリオです。

実を言うと、100年に一度だとしても、1929年恐慌も、実は最悪期は1年半ぐらいです。何となく1929年に世界大恐慌が起きて景気が悪いまま、第二次世界大戦になだれ込んだというイメージをお持ちの方も多いと思いますが、アメリカ経済は29年から始まった恐慌を31年末ぐらいには、ある程度克服しています。その後、もう一回景気が悪くなる時期があるのですが、これは余りの回復のスピードの速さに、非常に大幅な金融引締めをして、もう一回不況に突入してしまい、慌ててもとに戻したという経緯があるので、多くの人が思っている以上に、100年に一度だとしても、米国の回復にそれほど長くかかるというわけではありません。

では一方、日本経済はどうかというと、日本経済に関しても私は、実は麻生総理の3年というのが、非常に控え目な意味で当たっているのだと思います。アメリカから影響を受けたことによる悪化の部分が回復するのはアメリカの回復によるので、やはり3年ということです。その意味では、余り日本は関係ないけれど全治3年ではないかと思います。ただし、一つ懸念するのは、アメリカやヨーロッパの場合、10年間ずっと景気が良くて、大きな不況がくるわけですが、日本の場合は15年間景気が悪かった中に不況がきてしまう。そうすると、同じ規模の不況であったとしても、これは労働を専門とした先生方がたまに「タメ」という言い方をしますが、不況になった時、失業した時、又は自分がやっているスモールビジネスがつぶれてしまった時に、バッファーとなるお金かもしれないし、人間的なつながりかもしれない。そういった「タメ」の部分

が、この15年間でほぼ壊れてしまっているのです、例えば貯蓄がない、親せきの援助はもう頼りようがないという状態で不況がくると、もしかしたら非常に大きな、ある程度長引くような影響が出るかもしれません。そうなってしまうと、日本経済の全治は3年では済まなくなるので、そういう意味で私はやや短期的な不安定雇用対策が必要ではないかと考えています。

○芥田 全治は3年だと思っています。ただし、治る期間が2010年ぐらいから、以降3年なのかもしれないという気が若干しています。とは言っても、その場合の回復というのは、例えば2007年時点で想定していた2009年の経済水準を回復するのに例えば3年かかるというイメージかと思っています。それから、日本が相対的にほかの国に比べて良いのか悪いのかという議論については、個人的には日本は停滞が長かったがゆえに、過剰ストックの調整が少なく済み、相対的に調整がほかの国よりも軽くなるというパスもあり得るのではないかと考えております。

過度の悲観があるとすれば、実は潜在成長率程度で景気が回復していくというのではなくて、段階的にずっと水準感が浮上するというタイミングが、もしかしたらやってくるのかもしれないという気もしますし、一方で、そういう過度の悲観が修正される過程の回復というのは、もし起こったとすれば、その後の回復は、それによって力強くなるということではなくて、問題は引き続きアメリカにあり、ヨーロッパにあり、あるいは日本にもありということだと思えますので、回復力はそれほど強くないという意見には、総じて同意するところです。

10. 会場との意見交換

○司会 それでは、若干まだ時間がありますので、会場の皆さまから何かパネリストに御意見や御質問があればお受けしたいと思います。いかがでしょうか。

○質問者 2007年後半から08年前半にかけて、いわゆる政府系ファンドということが盛んに言われまして、我が国でも設けたらどうかといった意見もあったわけですが、08年の夏を過ぎて秋ぐらいから、急速に政府系ファンドの話が途切れてしまいました。それも当初はアメリカの金融機関への増資に充てるとかいろいろな意見もあったように思います。これだけ原油価格が下がってしま

うと、政府系ファンドどころではないという話になるのかもしれませんが、政府系ファンドは一体どうなるのか、そして今後どうなっていくそうなのか、その辺を少しお話頂ければと思います。

○長谷川 確かに、政府系ファンド（ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF））に対する世の中の関心はやや後退しているのかと思います。それは、一つには金融機関に対する出資が、ここにきて大きく減退してきたということです。むしろ金融機関に対するこれまでの出資というものが、中国であれシンガポールであれ、若しくは中東であれ、それぞれの国において極めて酷評されています。それだけ大きな損失を計上し、担当者が批判をされているということです。場合によっては担当者が職を変えているというような現実であると思います。

ただ、グローバルなマネーフローの中では、SWFが途上国からの資金還流の一つの重要なルートであったということを考えれば、今後、中東若しくはアジアの経常収支が、引き続きこれまでのように拡大するというものでは必ずしもありませんが、大きなボリュームを占めていく中で、たとえ2008年、09年以降、世界経済が減速していったとしても、SWFがそのツール、媒体として重要な役割を果たしていくということに変わりないと思っています。ただその投資先として、これまでのように金融にかなり焦点を絞ったような形での投資が行われるということでは、必ずしもないということです。

それはSWFが、オイルであれ、中国であれ韓国であれシンガポールであれ、過去二、三年の金融業の大きな発展、大きな収益、ROE（株主資本利益率）の高さというものから成長的な業種と位置付けて、その中で金融の配当を取りたいということで、金融業に対して積極的に投資をしてきたということを考えれば、向こう数年間はいろいろな規制の議論もあり、金融だけがもうかるという時代では少なくともないということで、投資先は業種で見ても、若しくは地域で見ても分散化していく方向にあるのかと思います。

また、世界各国においてファンドとSWFを使った経済運営がされており、アメリカであっても不良債権の買取りは、超低金利、ゼロ金利で資金を調達して、それを金融機関に対する優先株の取得ということで、ファンド的な役割を担うととらえることもできると思いますし、フランスにおいても、そうしたものを作っていこうという議論があるわけです。そういう意味では、目先、日本としては為替面でかなり円高が進む可能性というものを、個人的には意識していますので、日本の資産を守る、はぐくむという意味で、SWFに関して国益

を踏まえた上での議論が、日本でも望まれると思います。

○司会 本日は大変貴重な御意見を頂きましてありがとうございます。