

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：再考・金融危機と財政危機	1p
＜今週の”The Economist”誌から＞	
”Europe’s three great delusions” 「欧州の3つの大いなる幻影」	7p
＜From the Editor＞ 鳩山政権&岡田ジャパン	8p

\*\*\*\*\*

### 特集：再考・金融危機と財政危機

今週の市場は大荒れでした。NY 平均株価は1万ドル割れ。日経平均は9500円割れ。長期金利は1.2%に接近し、WTI 価格は1バレル70ドル割れ、為替レートは1ドル90円割れ、1ユーロ110円割れ。何か異常なシグナルが発せられているのでしょうか。

素直に考えれば、「世界経済は緩やかな回復過程に入る」というシナリオが怪しくなってきたと見るべきではないかと思います。混乱の発端は、ギリシャ問題とユーロ危機。本誌2月19日号「経済危機から財政危機へ」では、リーマンショック後のギリシャ財政危機と日本の財政赤字を取り上げました。それから3ヶ月、あらためてこの問題を検討してみたいと思います。

#### ●「今回だけは違う」の法則

誰も予測していないようなことが起きたときに、必ず登場するのが「私が言っていた通りだ」と言い切る人物である。今回のギリシャ問題に関しても、ちゃんとそういう人が存在する。こういう場合、多少うさんくさく思っても、丁重に話を聞いておいて損はないだろう。その人がハーバード大学教授で、元IMFチーフエコノミストであると聞けばなおさらである。

以下は、5月17日にボストンで行われたCFA協会の年次総会において、当のケネス・ロゴフ教授が行った講演”Understanding Financial Crises”の内容を、出張していた菊地正俊メリルリンチ日本証券チーフ株式ストラテジストから筆者が伺った話である。以下、菊地さんの報告を引用させていただこう。

## ○ロゴフ教授の見解

- \* 金融危機の後に、ソブリンデット危機が来ることが多いため、現在のユーロ危機にサプライズはない。
- \* 歴史を振り返ると何度も債務危機を繰り返している国がある。IMF 融資の後にデフォルトを起こした国も少なくない。ギリシャもその可能性がある。
- \* 政府の過剰債務脱却のために、中央銀行にはインフレ政策採用の圧力がかかる。
- \* ドイツも財政赤字が大きく、高齢化が進行しているので、他の弱いユーロ参加国の面倒を見る余裕はない。
- \* 米国経済は失業率が高いし、家計のバランスシート調整がまだ終わっていないので、消費回復をもてはやすのはまだ早い。中国経済も内需主導のモデルに変える必要があり、現在の世界危機脱出を依存することはできない。日本の本格回復も難しい。
- \* ユーロは完全にブレイクアップすることはないだろうが、ギリシャなどは一時的にユーロから離脱して、本格的なリストラを行う必要がある。

ロゴフ教授は、メリーランド大学のカーメン・ラインハート教授とともに**”This time is different”**（今回だけは違う）という著書を出版している。同書は過去 8 世紀間の 66 カ国を対象に、数百回に及ぶ金融危機を実証的に分析しているが、そこから浮かび上がってきた結論は、「金融危機は傲慢さと無知が原因で起こっている」「投資家と政府は、金融危機の歴史的な事実にもかかわらず無知であった」「今回だけは違う、と言っているうちに深刻な事態に立ち至る」などであったという。

上記は、われわれが知識として知っている事実だが、今のわが身のことと思えば急に新鮮に思われてくる。リーマンショックというメガトン級の金融危機が起きて、それからまだ 1 年半しかたっていないのに、景気の先行きには強気論が浮上し、「谷深ければ山高し」「FRB の利上げは近い」といった観測が増えている。つまり、われわれはまたしても「今回だけは違う」と勘違いし始めていたのである。

だが、やはり歴史は繰り返す。金融危機という激震の後には、かならず財政危機という形で余震が来る。その余震は、まずギリシャのような小さな経済に大打撃を与える。米国や日本のような巨大赤字国は、とりあえずは安泰であろう。問題は、その財政危機の揺り戻しを軽微な段階で止められるかどうか、である。

しかるに欧州首脳への対応は後手を踏み、ユーロは下落が続いている。そして今週の株式市場は大きく下げた。こういうとき、強気派は「上昇相場における一時的な調整局面」という決まり文句を口にする。しかし、それこそ”This time is different.”のパターンではないか。むしろ、今までの期待は修正する必要があると考えるべきだろう。

## ●デカップリング・シナリオは可能か？

一例をあげれば、4月下旬に上方修正された IMF の World Economic Outlook がある。世界経済の成長率は、2010年、11年と2年連続で4%台の成長になるとの見通しであった。これは米中の好景気に世界経済がけん引され始めた2004～05年頃の水準である。まさに「V字回復」のシナリオと言っている。

IMFによれば、先進国経済はなおも低成長が続くが、新興国経済が受けた傷は浅く、高い成長が見込まれる。例えば中国は2010年が10.0%で2011年が9.9%、インドは8.8%と8.4%、ブラジルは5.5%と4.1%と活況を呈するだろう。従って貿易量は急増、石油価格は再び上昇に転じるが、世界経済は堅調な回復が続くという見通しである。

### ○WEO, April 2010

	2008	2009	2010	2011
<b>World Output</b>	<b>3.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>4.2</b> <b>(+0.3)</b>	<b>4.3</b> <b>(-)</b>
Advanced Economies	0.5	-3.2	2.3 (+0.2)	2.4 (-)
Emerging and Developing Economies	6.1	2.4	6.3 (+0.3)	6.5 (+0.2)
World Trade Volumes (Goods and services)	2.8	-10.7	7.0 (+1.2)	6.1 (-0.2)
Oil Price	36.4	-36.3	29.5 (+6.9)	3.8 (-4.1)

\* ( ) 内の数字は、前回 WEO, Jan. 2010 からの変動

現時点でも、「ユーロ危機は好調な新興国経済には及ばない」との見方が少なくない。いわば2010年版のデカップリングシナリオだ。しかし本当にそうだろうか。市場レート、名目 GDP ベースでみた場合、世界経済の7割はなおも先進国であり、ユーロ圏も22.4%と無視できないシェアを占めている(2008年)。これは中国、インド、ASEANなど、アジア新興国トータルのシェアのざっと2倍の水準である。

何より今回のユーロ危機では、石油価格も一緒に下げている。WTI 価格は、5月3日の86.19ドルから5月24日の65.96ドルまで、わずか3週間で20ドルも下げた<sup>1</sup>。新興国を中心とするエネルギー多消費型の経済発展という期待が崩れつつあるのではないか。

興味深いことに、ユーロ危機と同時に豪州ドルも対円で急落している。豪州は資源国の代表格で、世界に先駆けて利上げに転じ、「世界経済の堅調な回復シナリオ」の最大の受益国だった。それが崩れると同時に、これまでの円キャリー取引の巻き戻しが生じている。やはりユーロ危機と新興国・資源国の経済はリンクしているのである。

<sup>1</sup> 本稿執筆時点の5月27日には74.55ドルまで値を戻している。

## ●ユーロは危機を克服できるのか

さて、鍵を握るのは欧州の対応である。EUは7500億ユーロの基金を積み、ECBが国債を買い入れるという異例の決断で事態の收拾を図ったが、今週のThe Economist誌（今週号P7参照）によれば、彼らは3つの勘違いをしている。

- (1) ドイツの国債空売り規制など、欧州首脳が問題の所在を理解できていない。
- (2) みずからの大型対策を過大評価しているが、それは時間稼ぎに過ぎない。
- (3) 南欧諸国は、財政再建などの本格的な構造改革が避けられない。

問題の規模は決して大きくはない。ギリシャの経済規模はたかだか3500億ドル。問題の財政赤字も2300億ドル程度と言われる。変な話、ゆうちょ銀行の総資産280兆円を注ぎ込むことができれば、問題は悠々解決してお釣りが来るだろう。とはいえ、それを言い出したら、「サブプライムローンの発行額は小さいから、問題はたいしたことはない」と言っていた2007年夏の再現となってしまう。ギリシャ政府が作った赤字を、肩代わりしてくれる物好きはこの世に存在しない。IMFも資金を貸すことはできるが、赤字を消せるわけではない。最後はギリシャ人が自分たちで借金を返さなければならないのである。

現状は、ユーロという通貨が抱えていた本質的な欠陥が露呈したことを意味している。哀しいかなEU内には、この問題を解決するメカニズムがない。ギリシャ政府は確かに悪質だった。財政赤字が対GDP比で13%もあったのに、6%だと偽っていた。しかるにEU内には、各国政府の財政状況をサーベイする機能もないのである。

ギリシャ側にも同情すべき点がある。スペインなどの住宅バブル対策により、ECBはユーロの金利を高めに誘導した。当然、為替レートも強くなってくる。ギリシャのように競争力の弱い国では、自国経済を守るために財政エンジンをふかすほかはない。つまり「財政・金融・為替」という3つのマクロ経済政策のうち、ユーロ加盟国は金融と為替という2つの政策手段を手放すことになる。

その上で財政も健全に維持せよと迫るのは、”PIIGS”経済にとってはある意味、イジメのようなものであろう。「お前たちもドイツのようになれ」と言われるのは、観光産業と海運業が頼りのギリシャ経済にとっては過酷な要求であろう。しかも、そのドイツ企業がEU内を席卷しているのが現状ではないか。域内の経済を一定水準に収斂させるには、まだまだユーロの歴史は浅過ぎるのである。

それではギリシャ財政危機はどうすれば解決できるのか。ロゴフ教授が言うように、「ギリシャを一時的にユーロから離脱させ、本格リストラした上で再加入させる」といった果敢な措置を取る必要があるだろう。もちろん他国に問題が波及する前に完了させなければならず、それはかなり困難な作業と言わざるを得ない。

そもそもユーロに関する法体系には「出口」が用意されていない。最近、5年ぶりに文庫化された『通貨燃ゆ』（谷口智彦／日経ビジネス人文庫）の表現を借りるならば、ユーロとは「一度入れば永遠で、『足抜け』することを全く想定していない制度」であり、いわば平和条約に似ている。「平和条約が破られるときは、平時が終わるときであり、システムが道連れにされるときである」（P212）からだ。

## ●米国経済とドルの地位は安泰か

少し視点を換えて、米国経済にとってのユーロ危機は何を意味するだろうか。

昨今の米国経済は、急速に自信を回復しつつあった。経済危機の震源地であった住宅市場では、住宅着工件数が2005年の200万件から2009年には55万件まで減少し、「未曾有の不況」と呼ばれた日本市場の77万件を下回るほどだった。しかし今年4月の着工件数は年率67.2万件に回復し、前年同期比4割増と活況を呈している。

リーマンショック当時は「100年に1度の不況」と呼ばれたにもかかわらず、今の米国では大型景気刺激策が本格稼働し、金融市場は安定し、国有化されたGMも公的資金の返済を始めている。オバマ政権の危機対応は概ね奏功したと言っていいだろう。またiPadに代表される新製品が誕生していることも、米国経済の活力を示している。

ただし、このような「短期楽観」を喜んではいられない。リーマンショックが残した傷跡は深く、米国経済はまだまだ「中期悲観」の時期が続くと見るべきだろう。例えばFRBのバランスシートを見れば、その半分程度をMBS（住宅債務担保証券）が占めている。こうした状況を正常化し、実質的なゼロ金利から脱する「出口戦略」に取り組むまでには、まだまだ時間を要するはずである。

今回の欧州経済の混乱も、こうした「中期悲観」の材料のひとつと言える。欧州は、米国にとって重要な輸出市場であるから、昨今のドル高ユーロ安はオバマ政権の「輸出主導型の景気回復」プランの妨げとなるだろう。それ以上に、米欧の経済は金融機関を通じて直接結びついている。ソブリン危機によって欧州金融機関の混乱が生じれば、今度は「財政危機から金融危機へ」の逆流が生じてしまう。それによって信用不安が再燃することが、当面最大のリスクといえよう。

他方、少し長い目で見ると、今回のユーロ危機は米国にとって、基軸通貨としてのドルの価値が再認識されたというプラス面があることを忘れてはならない。ユーロがこれだけの問題を抱えてしまった現在、ドルの地位を脅かす存在は当面見当たらない。いや、ドルの覇権に挑戦しようとする通貨さえ、向こう数十年は登場しないだろう。

前掲の『通貨燃ゆ』の基本メッセージは、「通貨とは権力現象である。権力なきところ、通貨は通貨たりえない」であった。欧州は「平和条約」のように、各国の通貨を統合してドルに代わる地位を目指した。しかし、加盟各国が持つ財政や銀行監督などの主権を奪うことはできず、それがユーロにとって決定的な弱点となった。

対照的に、米国は危機対応のために財政赤字を急増させ、FRB は非伝統的な対策を濫発してみずからの資産内容を悪化させている。しかしそれは自国経済を守るための権力の行使であって、そのことによってドルの価値は守られている。たとえ米国政府が3年連続で1兆ドル以上の財政赤字を垂れ流すと分かっているにもかかわらず、他に選択肢がなければ投資家はドルを買うしかない。通貨の力は常に相対的に決まるのである。

今回のユーロ危機は、「通貨とは権力現象である」の典型例であったかもしれない。

## ●日本の財政赤字をどう見るか

最後に、日本経済にとってのギリシャ危機の教訓とは何だろうか。おそらくいちばん無難なワンフレーズの答えは、以下のようなものであろう。

**「ギリシャ問題は対岸の火事ではない。もって他山の石としなければならない」**

ところが実際問題、世の中はそんなに単純ではない。日本の長期金利が低下しているということは、国債の買い手が増えているということだ。おそらく、先進国のファンドや新興国の外貨準備の運用担当者は、ユーロ資産の一部を他の通貨に振り替えることを考えているはずだ。その中でも円は有力な選択肢となる。なにしろ円は「孤高のローカル通貨」だった。分散投資を考えるだけで、円資産は買われるチャンスがある。大方の予想とは逆に、ギリシャ問題は日本の財政危機の到来を遅らせてくれそうだ。

振り返ってみると、日本の財政赤字は1990年代の金融危機後に急増したが、それはロゴフ教授の指摘通りであった。しかるに日本国債の利回りは低下を続け、「財政危機」の警鐘は常に「オオカミ少年」であり続けた。興味深いことに、日本では「金融危機→財政危機」の法則が通じなかったのである。

その理由は2つある。第1に、日本国債は95%までが国内で消化されてきた。1400兆円と言われる国内金融資産があるから、たとえ政府債務が800兆円を超えても「まだ大丈夫」である。ただし、今の調子で「子ども手当」などの支出が増えるようなら、数年後にはもたなくなるかもしれない。

第2に、日本には恒常的な経常黒字がある。その正体は貿易黒字や所得収支黒字など、大半は日本企業が海外で稼いでくる資金である。企業はその資金の多くを（少子高齢化などの問題もあり）、設備投資や賃上げに使うより、銀行に預けてしまう。そして銀行もリスク資産への投資を避け、政府債務を買い進んできた。デフレ経済が続く限り、この構図も続くだろう。だが、日本の経常黒字もいつまでも続くとは限らない。

おそらく上の2つの理由は、10年後には有効性を失っているだろう。幸いギリシャ危機が時間を買ってくれたこの間に、財政赤字を減らす努力を進めなければならない。未来の日本人がロゴフ教授に向かって、**”This time was different.”**と言えるかどうか。すべては今後の努力に懸っている。

<今週の”The Economist”誌から>

”Europe’s three great delusions”  
「欧州の3つの大いなる幻影」

Leaders  
May 22<sup>nd</sup> 2010

\*大陸の指導者たちは、ユーロ危機のことを分かっちゃいない…。いつものことながら欧州のことになると、英”The Economist”誌は「岡目八目」の感があります。

<要約>

またしてもユーロ大荒れの1週間だ。投資家は欧州財務相会合で発表された7500億ユーロの救済案にしばし沈黙したが、不安は払拭されなかった。ユーロは下落し、救済策は実施されないとの怖れが芽生えている。しかし真の懸念は、救済策が作ったせっかくの時間が、欧州首脳たちの3つの幻影によって無駄になってしまうかもしれないことである。

第1の幻影は見当外れのバッシングである。すべてを投機家やヘッジファンド、格付け機関のせいにする政治家が多過ぎる。ドイツは国債の空売りを禁止したが、金融当局も意味がないことを認めている。ほとんどの空売りはロンドンで行われているが、禁止はドイツ国内でのみ有効だ。効果といえば、せいぜい国債が売れにくくなるだけだろう。

ヘッジファンドや投信に対して厳しい規制を課すブラッセルの決定は、これら企業が金融危機を招いたという愚かな見解によるものだ。金融規制が必要であることは誰も否定しえないが、国債市場の災厄を邪悪な投機家のせいにするのは間違いだ。内外の投資家はユーロ圏諸国の財政の脆弱性に気づいてしまった。ゆえに財政削減は今や必至である。

第2の幻影は、救済策への過度な自信であろう。7500億ユーロは文句なしに大きい。パロツ欧州委員長は、ユーロ圏は必要なことはすべてすると声明した。イタリアのような国も財政引締めを始めている。それでもギリシャは場違いであった。公的債務は対GDP比で150%を超え、成長予測も冴えない。ギリシャ債務問題は流動性の不足ではなく、返済が不可能なことである。いくら負債を積み上げても問題は片付かない。ユーロ圏政府は秩序ある債務リストラ（ギリシャ債権を持つ銀行のロスカットなど）を始めるべきである。

第3のもっとも悩ましい幻影は、本格的な構造改革を不要とするものだ。とにかくギリシャなどが赤字を減らせばよく、メルケル首相に対して「奴らをとにかく鞭打つ」と語る財政至上主義者もいる。これはマゾ的で臆病なやり方だ。需要を急激に減らせば景気回復は弱くなり、不要な痛みをもたらす。財政均衡へのこだわりは、欧州の慢性的不均衡と南欧における競争力欠如という問題を、政治家が見過ごすことの言い訳となってしまう。

ギリシャ、スペイン、イタリアは、皆ユーロにふさわしく努力をしてきた。だが彼らは、競争を喚起し、労働コストを下げて生産性を高める改革を緩め、諦めてしまった。実際は金融政策と為替の柔軟性がないからこそ、改革は必要だったし、そこにユーロ危機の背景があった。ドイツはもっと内需を喚起すべきである。ユーロ圏政府がなおもこれを理解していないのは哀しむべきことだ。その代わりにヘッジファンド批判は何と痛ましいことか。

## <From the Editor> 鳩山政権&岡田ジャパン

いよいよ5月も大詰めです。懸案の普天間問題について、日本政府は米国とは辺野古移転で決まったことで合意文書をつくり、閣内では移転先をぼかして社民党の離脱を防ごうとしている。これで5月決着が果たされたというのは、強弁もいいところでしょう。

それでは鳩山首相は責任をとって辞めるべきでしょうか。正直なところ、もうどうでもいいや、という気がしてきました。

喩えていえば、FIFA ワールドカップに臨む岡田ジャパンみたいなものでしょう。それは筆者だって、日本チームを応援してますし、戦うからには勝ってほしいですよ。でもどんなに最良目に見ても、ベストフォーは論外で、トーナメント進出だって限りなく困難でしょう。というか、「せめて0勝3敗は勘弁してくれ」と祈っているのが大方のファンの期待値だと思います。そんな中で、サッカーファンの中からは、「このまま負けるくらいなら、監督を代えてギャンブルすべきではないか」との声が出ています。負けてもともと、失うものはない、というのは合理的な判断というべきでしょう。

ただし、岡田監督を代えるにしても、しかるべき候補者が見当たらない。「これなら勝てる」というほどの自信はない。さらに本番を来月に控えた今からでは、いささかタイミングも逸した感が強い。だったら、負けてさっぱりしてからチームの再建策を考える方がいいのではないか。どうせ負けたらトップが替わることは間違いないのだし。

ということで、民主党政権も同じこと。7月の参院選では敗色濃厚なるも、このタイミングで鳩山代表を引き摺り下ろしたところで、状況が大きく改善する保証はない。だったら、「きれいに負けてから考える」ことでいいのではないか。

ふと思いつきましたが、泥沼連敗で辞任したヤクルトの高田監督は、国家を背負っていないだけ気楽な立場だったのかもしれないですね。皆さん、お疲れ様です。

\*次号は2010年6月11日(金)にお届けします。

編集者敬白

---

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03) 5520-2195 FAX: (03) 5520-4945

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)