

「100年に一度」の後始末

第一生命経済研究所 代表取締役副社長 長谷川 公敏

2008年9月のリーマン・ショック後、グリーンズパン前FRB議長は今回の世界的な大不況を「100年に一度の津波」と表現した。世界中の株価が前年の高値から軒並み数十%も下落し、景気の先行きが全く見えない状況だったことから、「100年に一度」のフレーズは瞬く間に世界中に広がった。だがその後、世界景気が底打ちから回復に向かっていることから、このフレーズはいつの間にか人々の脳裏から消えつつある。

「100年に一度」といわれた大不況は、「100年に一度」ではなかったのだろうか。

リーマン・ショックによる世界的な株価の下落率や生産の落ち込みは、間違いなくかつての世界恐慌を彷彿させるものだった。しかしその後の株価や経済の動きは大方の予想よりも順調で、今回の不況は「10数年に一度」の不況を少し大きくした程度で済みそうな気配である。

米国を始め各国政府が「100年に一度」の大不況を正しく認識し、現実には政策を大転換し、今も継続していることが大不況を軽減させていることは言うまでもない。しかし、人々が「100年に一度」のフレーズを忘れつつあるのは、このフレーズが政府や企業が平時では決してできないような政策や行動を、容認・正当化させたからではないだろうか。各国政府が小さな政府（市場中心）から大きな政府（政府中心）へ容易に転換できたのも、企業経営者が大幅な業績悪化の責任を問われずに済み、大胆なコスト削減を決断できたのも、このフレーズが「免罪符」のような役割を果たしたからではないだろうか。だが、今回の未曾有の大不況の直接の原因である米国の住宅や商業用不動産のバブル崩壊は、依然修復されていない。更に、各国政府が果敢に「民間リスクや民間需要の肩代わり」という非常時の政策を取った結果、各国政府の財政や

金融政策に大きな歪みが生じている。

「100年に一度」の未曾有の大不況は現実には起きたのである。資産価格や財政や金融システムは大きく傷つき、その修復は極めて困難だ。フローの景気が各国政府の非常時の政策に支えられて回復過程に入っても、その回復はいわば「見かけの景気回復」で、拙速な政策転換があればたちどころに「100年に一度」の現実に逆戻りしかねない。市場はせっかちに「出口」を議論しているが、ここは時間をかけてゆっくりと歪みを是正すべきだろう。

ところで、各国政府は「民間の肩代わり」をどのような方法で解消するのだろうか。各国政府の大幅な財政赤字や債務残高は、結局民間が埋めるしかない。その手段としては増税が手取り早いのが、非常時の政策に支えられている中での増税は、無理をすると世界恐慌や日本のバブル崩壊後のように経済を長期に渡り停滞させる恐れがある。結局、経済が回復していく中で、インフレによる政府債務の実質的な減価と、景気回復に伴う増税で清算することになるのではないかと。すると、需要が回復傾向を見せても、各国の金融政策はインフレ抑制ではなく、むしろインフレ容認というスタンスになるのではないだろうか。

なお日本の場合、国債の保有主体の90%が国内投資家であることから、財政の持続可能性を楽観視する向きがある。だがデリバティブを含めた国債市場の外国人投資家の売買シェアは60%を越えており、市場での価格決定権が保有主体ではなく売買主体にあることを考えると、内外の投資家から見て日本国債を魅力あるものにしなければ、ファイナンスの安定性は高まらない。そのためには早急にデフレを脱却し、日本経済を魅力あるものにしなければならない。