

不確実性の経済学

～財政・金融政策は柔軟性が重要～

発表日：2009年1月29日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

現在、企業は、崖の下が見えないような景気急落に直面し、不確実性を強く意識している。大胆な雇用調整に踏み切ったり、資金繰り不安に悩むのは、そのせいでもある。この状況は、確率分布も描けない「ナイトの不確実性」に似ている。真性の「ナイトの不確実性」かどうかは議論が分かれるところだが、仮に、情報不足による一過性の不安ならば、時間が経てば世界的な経済対策が過剰になるリスクもある。政府・日銀は、大胆に行動すべきと考えられるが、万一、不確実性を過大評価していたならば、そこから後戻りできる柔軟性を付与しておくことも重要である。

不確実性とは「崖の下が見えない恐怖」

今次景気局面の特徴は、景気悪化に直面している企業経営者の多くが先行きが見えない不安に襲われているということだろう。不況期は、常に先行き不安ではあるが、現在、自信喪失が蔓延している様子は、そこに特別さが見出せる。なぜ、企業経営者の不安が大きいのかと言うと、

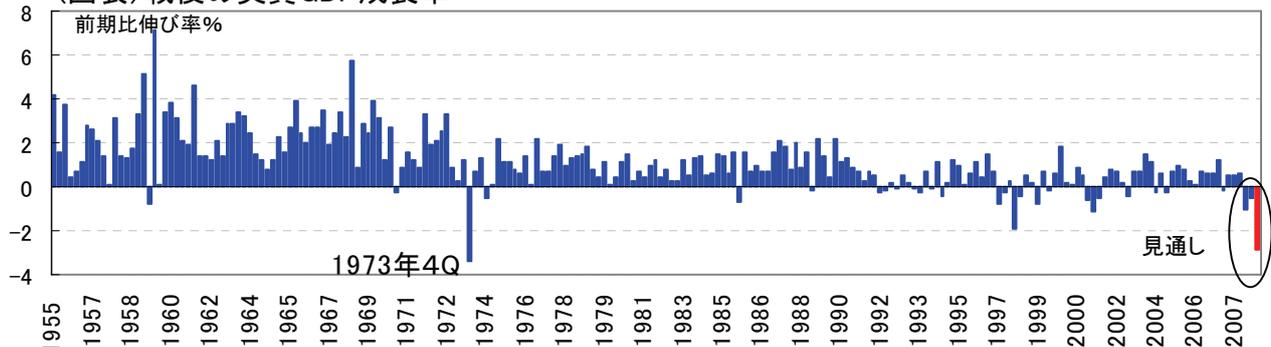
- (1) リーマンブラザーズ破綻以降の景気悪化が急速であること＝前例のないスピード
- (2) 外需が一斉に落ち込み、産業全般が悪化方向に動いたこと＝ポートフォリオの不全
- (3) 昨夏までの原油高騰で弱っていた企業収益が、輸出減の追い打ちを受けたこと、

が複合しているのではないか。

おそらく、2月16日に発表される2008年10～12月のQEは、前期比マイナス幅が▲3%近くになり、過去の落ち込み幅は第一次石油危機の1973年4Q以来となるとみられる(弊社予想前期比▲2.9%、図表)。ちょうど、1月27日に都内で講演した白川総裁は、この景気情勢を「崖の上から落ちるという比喩がまさに当てはまる」と述べていた。白川総裁の言葉は、崖の下が見えない恐怖心が存在することを暗示している点で、企業経営者の心理をうまく表現している。筆者は、問題の本質は、恐怖感の根源が景気落下の着地点がどこになるのかが見えない不安、すなわち先行きに対する不確実性にあると考える。

この不確実性は、「先行きがどうなるかという合理的予測を人々が喪失した」という見方よりも、「人々がどうなるかわからないという不安心理に取り憑かれている」点が重要だと強調したい。また、不確実性の恐怖感、人々の判断を特別に変化させる魔力がある点が怖いと思える。

(図表)戦後の実質GDP成長率



出所:内閣府

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

流動性危機の構図

「崖の下が見えない恐怖」は、確率分布すら描けない「ナイトの不確実性」になぞらえられる。確率分布が描けないことは、企業など経済主体に、最悪をイメージしながらその中で最善のシナリオを採らせることを迫る。ミニマックス原理に基づく企業行動である。現下で起こっている（１）急激な雇用調整、（２）資金繰り不安は、不確実性に囚われた経営者が暗黙のうちにミニマックス原理にそって行動していることの表われだとも考えられる。

しかし、急激な人員削減は、それを多くの企業が実行すれば、個人消費を冷え込ませる需要抑制効果があるので、景気が自己実現的に悪化するスパイラル現象へとつながる。「合成の誤謬」や「囚人のジレンマ」と表現される状況である。

実は、金融面では、ナイトの不確実性に似た状況に陥ると、投資家の流動性需要が急激に高まり、金融取引が極端に慎重化することが知られている。例えば、インターバンクでデフォルトが起こると、誰も資金を市場に放出することを極度に怖がって、短期金利が急上昇する。これは、流動性危機と言い換えられる。そのメカニズムは、ナイトの不確実性でなくとも、極端にデフォルト率が高まると、保険料上昇のようなかたちで金融取引のリスクプレミアムが上昇するのと似ている。流動性危機の場合は、はっきりとデフォルトなど損失の期待値が予想できない分、誰もが厚めにキャッシュを持ちたがる行動に走らせる。また、ターム物金利や長期金利が上昇するのは、投資家にとって従来の「期限の利益」が魅力を失うので、換金売りが起こるからだ。投資家が流動性確保を望むときは、従来の利回りで債券を保有しているよりも、もっと高い金利でないと資金を固定化させたくないと感じる。要求される金利は、キャッシュの確保をあきらめて資金を固定化するコストを反映しているので、債券市場でも金利上昇が起りやすい。こうした副作用は市場金利の上昇を通じて、経済活動をさらに悪化させていく。企業にとって、内部資金は通常は設備投資を行う原資になるが、流動性需要が急激に高まったとき、キャッシュを取り崩して設備投資をしようという意欲を急速に減退させてしまう。今もマクロの設備投資が抑制されているのは、2008年10月以降のショックがあまりに大きく、企業でもキャッシュ選好が強くなっているためだと考えられる。

こうした突然の経済的ショックに直面したときの政策対応としては、中央銀行が速やかに短期金利を引き下げ、大量資金供給を行うことが重要である。事態を改善するためには、不確実性に直面した金融市場に資金を供給することで不安感を解消していくことが不可欠になるからだ。

財政政策の有効性

確率分布の描けないようなショックに見舞われたときには、財政政策が有効性を発揮する。政府が特定の分野を指定して、そこに需要を付けるとアナウンスをすることは、企業経営者に対して新しいビジネスチャンスの所在を示すようなものである。歳出拡大の恩恵に与れる企業は、直接的に収益拡大を図れる点で、不確実の防止になる。政府の歳出増は、疑心暗鬼に囚われた民間部門に対して、政府が前向きな期待を付与して、景気のスパイラル的悪化に歯止めをかける作用を持っている。政府が、「グリーン・ニューディール」と銘打って、新産業の支援に動くことも、不確実性の下では有効性が高いとみられる。

これに対して金融緩和は、巨大なショックに見舞われた直後には、その対応が不可欠になる反面、前向きな効果については相対的弱まってしまっただろう。短期金利を引き下げても、流動性危機のダウンサイドリスクを未然に防止するに止まり、前向きな需要拡大や企業経営者の期待形成への影響力は弱いと考えられるからだ。特に、金融機関のバランスシートが信用バブルの崩壊で傷ついているときには、低金利政策などよりも、より積極的な資本注入などの措置（広義の財政政策）の方が有効性を発揮しやすい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

「ナイトの不確実性」を疑う

学問の世界では、経済学者フランク・ナイトが語った「不確実性」の概念は、確率分布が既知である「リスク」とは区別される。不確実性に対して、民間部門は自衛手段がないから、政府の介入が合理性を持つとされる。往々にして、非常時でなければ採用されない劇薬の投与にも反対意見が少なくなる。場合によっては、通常は副作用が強く使用しにくい公的介入政策も、一時的に認められることになる。

しかし、非常事態に直面したときでさえ、「確率分布の描けない不確実性」という概念を不用意に使うことには慎重であらねばならない。今の状況が、真性の「ナイトの不確実性」なのかどうかをもう一度吟味する注意深さが求められる。

なぜならば、「ナイトの不確実性」に陥っているということを所与の環境として用いることは、公的介入を動員する都合のよい口実になり得るからだ。この不確実性という概念は、経済主体が合理的期待を基本にしているという見解とは相容れない。元来、フランク・ナイトのような伝統的シカゴ学派の人々は、人間の合理性を疑うという保守的な立場を持っていた。知性に対するヒュームの懐疑主義の伝統でもある。一般的にはシカゴ学派の流れを組む人たちは、合理主義を拡張させて、市場メカニズムを信奉する傾向があるとされるが、ナイトのような伝統派は、公的介入を徹底的に嫌う意味において新しい保守主義とは一線を画する。景気がよいときは市場メカニズム優先主義を唱えて、景気が悪くなったならば政府の役割に依存するという論調とは、本質的に異なる。

筆者が、「ナイトの不確実性」という概念にやや警戒感を持っているのは、そうした脈絡がある。金融不安が、現在のような混乱を引き起こした経緯を、注意深く振り返ってみてほしい。サブプライム問題に端を発する信用バブルの崩壊は、人間の合理性を絶対視したリスク管理手法が失敗した結果だとも言えないだろうか。例えば、正規分布に基づくリスク管理手法やプライシングが、信用バブルの崩壊によって機能不全に陥ったことは、「確率分布が描けない」のではなく、広く信じられてきた確率分布が間違っていた（必ずしも常に真実でなかった）ということだろう。もっと積極的に言えば、リスク管理手法を過大評価するような心理が、金融バブルを引き起こしていて、その樂觀が覆ったからこそ、経済主体が一様に方向感を失ってしまうような錯覚に陥っているとも言える。ナイトのような古典的保守主義者が批判していた対象は、合理性を無制限に拡張する人々なのである。ある日突然に「ナイトの不確実性」に見舞われたと議論を始めるのはおかしい。つまり、現状認識を一刀両断に「ナイトの不確実性だ」と断じるのは、なぜサブプライム問題がこのような混乱を招いたかという経過を一足飛びに抜かしてしまう危うさがある。バブル崩壊が起こったときに、アドホックに「ナイトの不確実性」の議論を持ち出すことは、そこから導き出される政策対応の副作用への関心が乏しくなる点において要注意であろう。

企業が直面する「ナイトの不確実性」は、一時的な環境を説明することはできても、普遍性を持っているかどうかは不安定なところがある。ケインズ主義が短期の経済学として批判されるのと同じような側面がある。それに、不確実性の存在を危機時に限定して特別視することも議論が分かれるだろう。そもそも企業経営者が、投資行動を迫られるときには、常に不確実性とは隣り合わせである。だから、企業の投資行動は、主観的な確率分布に基づいて、随時活動に判断を下していると言える。企業の投資行動をリアルオプションで説明する手法は、現実への妥当性は高いと考えられる。「ナイトの不確実性」は、確率分布が描けなくなるという前提を持ち込むことで、オプション価格の設定ができなくなる論理になる。しかし、実際の企業は確率分布が描けなくなると、一時的には不決定に追い込まれるが、そのときはしばらく様子見を決め込んで、蓋然性の高い状況を見極めてから再び投資行動を再開する。米国のロバート・ルービン元財務長官はその自伝で、「確実なものなどはない」という立場から、蓋然性アプローチを政策判断で重視していることを書いている。この蓋然性アプローチは、「ナイトの不確実性」のような不確実さも包含して考える概念であろう。先が読めなくても、一定の蓋然性を探っていく、政策判断を誤らないことを重視しているのである。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

「100年に一度の経済危機」の真贋

不確実性の解釈の仕方としては、既知の確率分布が成り立たなくなつて、人々が別の確率分布への大規模な修正を余儀なくされているケースもある。事前には、ナイトの不確実性に見えても、時間が経つと、「10年に1度の不況だった」という間違いもあり得る。事前と事後の評価が変わってくるケースである。

これは、間違つたシナリオを真実として誤解するケース（第二の過誤）である。しばしば、時間が経過すると、当初は大事件に見えてもそれが大した問題ではないことがある。この状況は、不完全情報（情報不足）がリスクを不確実性（ナイトの不確実性）に見せていることが原因である。

ただし、時間が経過しないと、リスクの評価がはっきりと下せない場合には、未曾有の大不況に対して巨大な財政政策を動員してしまうリスクがあると同時に、未曾有の大不況に対して必要な対策を打ち損じるというリスクもある。間違つたシナリオを真実として誤解するケース（第二の過誤）とは裏腹に、正しいシナリオを間違っていると誤解するケース（第一の過誤）が心配される。

現在の景気悪化が、「100年に一度の未曾有の大不況」なのかどうかは事前の段階ではわからない。その場合には、大胆な経済対策を動員すると同時に、事後的に大した不況でなかった場合には、増税して財政状況を元に戻す選択肢があつてもよい。後になって、2兆円の定額給付金を家計から回収して、財政赤字を還元するような手当てがあつてもよい。

一旦、大胆な経済対策を打つた後で、その恩恵を回収するような措置は、エグジット・ポリシー（出口政策）のひとつだと解釈できる。日銀が政策金利を思い切って下げたならば、容易に利上げできる自由度も与えておくという柔軟性でもある。このエグジット・ポリシーが存在するとき、減税政策を要求してもらい得になるような弊害は防止できる。モラルハザードを防止するメカニズムが、エグジット・ポリシーである。

こうした措置を大胆な経済対策の発動に併せて組み込んでおくと、もうひとつの効用がある。それは、後戻りができるから、大胆に財政出動・金融緩和を拡張できるという柔軟性である。つまり、エグジット・ポリシーを容認することは、当局者が政策発動を柔軟にするインセンティブ・メカニズムを設けることでもある。

筆者は、しばしば米国の歴代政権が実行する経済政策の大胆さに驚きを感じる。なぜ、あれほどに大胆な財政・金融政策を採用できるかという、政策当局が事後的に政策を修正できる柔軟性を持っているがゆえではないかと考えられる。今の日銀が、白川総裁の下で過去に比べて大胆な対応を素早く採用しているのも、今回は昔に比べて下手に金融政策の意思決定に対する批判がないことが大きいからではないだろうか。

また、麻生政権が、積極的な財政出動を行うとともに、「経済状況を好転させることを前提として（中略、消費税率引き上げに向けて）2011年度までに必要な法制上の措置を講じる」（麻生総理の施政方針演説より）と説明しているのも、暗黙のうちにエグジット・ポリシーを念頭に置いているということであろう。麻生政権の政策運営では、規律のメカニズムを麻痺させずに容易しておくことが、レントシーキングな活動（ロビー活動のようなこと）をあらかじめ封じるためには重要である。