

公益財団法人
りそなアジア・オセアニア財団セミナー
講 演 録

世界の成長センター・アジア
～その成長をどう取り込むのか？～

(平成24年1月20日 講演)

第2部 世界経済の行方

〈講師〉野村総合研究所 主席研究員・チーフエコノミスト

リチャード・クー 氏



RESONA

公益財団法人
りそなアジア・オセアニア財団

● プロフィール



〈講師〉野村総合研究所

主席研究員・チーフエコノミスト

リチャード・クー 氏

Mr. Richard Koo

1954年1月25日 神戸 生

1976年	3月	カルフォルニア大学バークレー校卒業	専攻：政治、経済
1976年	4月	サンフランシスコ・エクセルシア社入社	ピアノ生産・新製品開発に従事
1979年	9月	米国連邦準備制度理事会（FRB）ドクター・フェロー	
1981年	8月	ジョンスホプキンス大学大学院	経済学博士課程修了
1981年	9月	ニューヨーク連邦準備銀行入行	調査局、外国局を歴任
1984年	11月	野村総合研究所入社	
		外国人初の主任研究員として経済調査部、投資調査部を歴任	
1998年	10月	野村総合研究所	主席研究員・チーフエコノミスト

公職等

経済審議会専門委員、経済企画庁物価安定政策会議委員、同経済協力政策研究会委員（'91～'92）

建設省道路事業評価懇談会委員（'97～'99） 大蔵省金融審議会第一部会委員（'98～'00）

経済審議会構造改革推進部会委員（'99） 小渕総理ものづくり懇談会委員（'99～'00）

内閣府経済動向分析・検討会議委員（'01～'02） 国土交通省航空局 航空に関する懇談会委員（'03～'04） 早稲田大学客員教授（'98～'09） 国土交通省道路局 社会資本整備審議会道路分科会委員（'02～'10）

防衛研究所防衛戦略会議委員（'99～'11） 米国 Center for Strategic and International Studies シニア・アドバイザー（'11～）、米国 Institute for New Economic Thinking アドバイザリー・ボード・メンバー（'11～）

著書

1994年	7月	『良い円高 悪い円高』（東洋経済新報社）
1995年	12月	『投機の円安 実需の円高』（東洋経済新報社）
1998年	3月	『金融危機からの脱出』（PHP研究所）
1999年	2月	『日本経済・回復への青写真』（PHP研究所）
2000年	12月	『良い財政赤字 悪い財政赤字』（PHP研究所）
2001年	10月	『日本経済 生か死かの選択』（徳間書店）
2003年	3月	“Balance Sheet Recession” John Wiley & Sons, Singapore
2003年	11月	『デフレとバランスシート不況の経済学』（徳間書店）
2006年	12月	『「陰」と「陽」の経済学』（東洋経済新報社）
2008年	4月	“The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession”, John Wiley & Sons, Singapore
2008年	6月	『日本経済を襲う二つの波ーサブプライム危機とグローバリゼーションの行方』（徳間書店）
2009年	8月	『世界同時バランスシート不況』（共著、徳間書店）

その他

日経金融新聞アナリスト・ランキングのエコノミスト部門で3年連続（'95、'96、'97）第1位。

日経公社債情報の債券アナリスト人気調査のエコノミスト部門で3年連続（'98、'99、'00）第1位。

米インスティテューショナル・インベスター誌のエコノミスト部門で第1位（'98）。

米 National Association for Business Economics の The Abramson Award 受賞（'01）。

【第2部】

司会 皆様、お待たせしました。それでは、第2部「世界経済の行方」につきまして、野村総合研究所主席研究員・チーフエコノミスト、リチャード・クー様のご講演を始めさせていただきます。リチャード・クー様のご経歴を簡単にご紹介させていただきます。

1976年カリフォルニア大学バークレー校をご卒業後、米国連邦準備制度理事会（FRB）のドクターフェローを経て、1981年ジョーンズ・ホプキンス大学大学院経済学博士課程を修了されました。同年ニューヨーク連邦準備銀行にご入行後、1984年に野村総合研究所にご入社されました。経済調査部、投資調査部等を経て1998年10月に主席研究員・チーフエコノミストにご就任され現在に至っております。日経金融新聞や日経公社債情報のエコノミストランキングで第1位に選ばれたり、また2001年には全米ビジネスエコノミスト協会アブラムソン賞を受賞なさっております。

お待たせいたしました。本日第2部の講師であるリチャード・クー様にご登壇をお願いしたいと思います。皆様、大きな拍手でお迎えくださいませ。よろしくお願いいたします。（拍手）

リチャード・クー ただいまご紹介にあずかりましたリチャード・クーと申します。本日は「世界経済の行方」ということでお話をさせていただくわけですが、その世界経済の中の明るい部分、つまり、アジア経済、これはもう皆さんお聞きになられたと思いますので、残った部分、つまり、日本、アメリカ、ヨーロッパというところを言及させていただきたいというふうに思いますが、残念ながらこの三つ、特にアメリカとヨーロッパはいま大変な試練を迎えております。特にヨーロッパ、ここがいま大きな問題を抱えているわけですが、これは一つ間違えますと全世界、このアジアも含めて、また発展途上国も含めて大きなマイナスの影響を受けかねないということでもあります。

アメリカ、ヨーロッパは2007年に住宅バブルが破裂して、そこからいろいろなことが発生しているわけですが、このいまヨーロッパとアメリカで議論されている本当に財政赤字がこんなに大きくていいのか、もっと財政再建をやらなければいけないのか。いや、ちゃんと財政を続けなければいけないのだとか、金融政策をもっと緩和すべきか。いや、もう十分緩和した、これ以上やったらインフレになる。または、格付機関にどういう対応をしたらいいのか、構造改革はどうしたらいいのかという、こういう議論がずっと続いているわけですが、これはすべて15年前に日本で経験した話ばかりであります。全部同じような議論、同じような混乱が発生しています。

そういう意味では、このアメリカ、ヨーロッパで起きていることを我々日本にいる者は次にどういう展開になるかというのはだいたい分かるはずであります。というのは、我々は全部これを経験しています。したがって、ここ1、2年間、私も海外で話すことが多いのですが、海外の皆さんに対しては日本が全部これを経験してきた。その経験を踏まえて考えると次はこういう展開になるはずだから、ここを注意してくださいとか、こちらの方に政策を持っていったほうがいいですよという話をさせていただくのですが、そう

すると何が起きるかという嫌な顔をされます。

それはこの 20 年間、欧米で日本に対する報道、これが極めてマイナス面を強調したものが多かったということです。日本から学べと、とんでもないと。日本というのはこの 20 年間すべて間違っただけばかりやってきたのでしょうと。金融政策も十分やらない、財政政策も十分やらない、構造改革はもっとやらない、不良債権処理はもっと遅れている。こんな反面教師のような国の話を聞いてどうするかと。反面教師としては参考になるかもしれないけれども、日本から学べとはどういうことかと、こういう顔をされます。だいたい 8 割の人がそういう顔をする。2 割は私を呼んだ 2 割ですから話を聞こうという顔をしていますけれども、残りの 8 割は何かゲーッという顔をしているわけです。

それに対して私は、1 ページにあるこのグラフから話を始めるようにしております。これは何かというと今回のアメリカの住宅価格の動向とちょうど 15 年前に起きた日本の住宅価格の動向、近畿圏、それから東京、首都圏のマンション価格ということですが、一番比較できる数字を二つ持ってきて重ねたわけです。これをご覧になっていただきますと上昇幅、上昇期間、下落幅、下落期間、そっくりであります。だいたいこのグラフから始めると、あのうるさいアメリカ人なんかも急に静かになります。「えっ、俺たちこんなに似てたのか。知らなかった」と。

2009 年に入ってからアメリカの住宅価格は安定し、落ち込みが止まるのですが、2009 年の終わりにこれはボストンで講演をさせられた時にアメリカの不動産関係のいろいろな方が講演の後に私のところに来まして、なぜここでアメリカの住宅価格が安定したかご存じかと。あまりにも多くの方がこのアメリカでこのグラフを見て、ここで日本の住宅価格は安定したのだと、もう買っていいのだと、買ったから安定したそうであります。

ちょっとこの話は出来過ぎているなと思うのですが、実際このグラフはそのだいぶ前からもうアメリカのネットを介していろいろな人の目につくようになりまして、実際にその後の動向を見ても、だいたい日本の住宅価格のような動向になっているということです。ということは、今回アメリカで起きたこと、我々が十数年前に経験したこととまったく同じことが起きているということです。

2 ページ目のグラフが商業用不動産であります。商業用不動産に関しては、青い線がアメリカの数字で日本が赤いほうなので、確かに上昇率のほうは日本のほうがひどかった、めちゃくちゃでした。東京の皇居の土地がカリフォルニア州と同じ価値だと言った人がいるぐらいめちゃくちゃだったのですが、この下落のほうを見ますと結構似ております。2009 年の終わり頃からアメリカの商業用不動産価格は安定したように見えますが、実はこの背景には一つトリックがありまして、この 2009 年の終わり頃、アメリカの当局、これは FRB、それから FDIC、これは日本でいう預金保険機構です。それから、財務省がやっている通貨監督庁という三つのアメリカの銀行行政に携わっている機関がありますが、この三つの機関が同時にある命令といいますか、通達を出しました。

それは何かというと、その時点でもうすでにアメリカの価格は 42% もピークから下がっ

ているわけであります。そうすると、アメリカのこの商業用不動産ローンというのはだいたい 5 年ですから、5 年の借り換えの時期が来た時に 42%も下がっていれば、借り換えに応じることができない。通常の loan-to-value ratio（資産に対する借入金の比率）でやりますと 42%分借り換えられなくなるわけですが、あの時点でもしも銀行がもう借り換えに応じられないとなったら、もうアメリカの商業用不動産はその時点で崩壊したはずであります。それを当局も気づきまして、これは大変なことになると。

そこで、ここに出されたのが pretend & extend ということなのですが、この pretend という英語はどういう意味かという、アメリカで子供が遊んでいる時にこの言葉をよく使うのですが、日本式に言えば「僕はスーパーマン、君はエイトマン」と、これが pretend なのです。自分はもちろんエイトマンではないのですけれども、自分はエイトマンとしよう、あなたはスーパーマンとしよう。それで、そこから遊びが始まるわけですが、pretend というのはそういう意味で、実際はそうではないけれどもそうだと。この extend というのは何かというと、これは金融の言葉で extend というのはつまり、ローンを出すという意味であります。

したがって、実際は 42%も下がっていて大変な事態になっているわけですが、pretend、つまり 42%も下がっていないと、ほとんど下がっていないと想定してローンの借り換えに応じてくださいという通達をアメリカ当局が出した。それを受けて、ここでようやく不動産価格が安定しているというのが今のアメリカの状況であります。ということは、これはもしも本当にもうマーケットどおりにやっつけてしまえということになったら、どこまで下がったか分からないというぐらい危険な状況であるということでもあります。

このバブル崩壊を受けて各国当局は大幅に金利を下げまして、私が元おりました FRB はこの 5.25%あった金利を今の日本の水準、つまり、ほぼゼロにして、しかも、その水準がフルに 3 年間続いております（3 ページ）。アメリカでゼロ金利が 3 年間続いている。にもかかわらず、ではアメリカの経済はどうかというと、4 ページは鉱工業生産と失業率を載せたグラフですけれども、鉱工業生産は大幅に落ちた後いま一応、2005 年の水準まで戻っております。でも、まだ 2005 年の水準でしかない。ピークに比べると、まだかなりの距離があるということでもあります。失業率はどうか。8.5%です。一時に比べれば若干改善したとはいえ、これはまだ 1983 年の水準、大変な事態であります。

さらに、アメリカ経済を細かくフォローされた方はもっとこれはご理解いただけると思いますが、私は元アメリカの中央銀行、ニューヨーク連銀で計量モデルを回しておりました。アメリカ経済の計量モデルです。そのアメリカ経済の計量モデルの特徴というのが日本やヨーロッパの経済に比べてアメリカ経済というのは金利感応度が高いと言われていたことであります。つまり、ちょっと金利を上げるとすぐ反応する。金利を下げるとすぐ反応する。それはなぜかというアメリカの場合は雇用を自由に調整できますから、すぐ労働者をクビにできるということで企業が非常にそういうシグナルに反応しやすいということでアメリカの経済は金利感応度が非常に高いという設定になっていたわけであります。

その金利感応度が高いはずのアメリカ経済でゼロ金利を3年続けて失業率が8.5%というのは想像を絶する世界であります。本来ならこれはもう失業率が2%とか1%になってバブルが三つか四つ発生していても決しておかしくない。それがゼロ金利を3年続けて、金利感応度の高い経済でゼロ金利を3年続けて失業率がまだ8.5%、何百万人という人がまだ失業しているというのは通常の想定では考えられない。いったいどういうことなのかということなのですが、ヨーロッパでも実は似たようなことが起きております(5ページ)。

ヨーロッパもバブルのピークから大きく鉱工業生産が落ちて、いま2005年のところまで戻ってきている。ところが、失業率はどうかというと10.3%、ユーロ発足以来最悪であります。このヨーロッパの数字も実は若干ミスリーディングだ。ミスリーディングだというのは国別に見ると全然状況が違うということでもあります(6ページ)。ドイツを見ますと、この赤い線がドイツなのですけれども、ドイツを見ると何と過去のピークにドイツはもう戻っている。実際、先進国の中で過去の生産の水準に戻ったのはドイツだけあります。

ところが、他のフランス、イタリアはどうかというと、今のフランスの鉱工業生産の水準は1997年、イタリアは1993年、もう二十何年前の水準でしかないということでもあります。スペインは1996年です。ここが一つまずヨーロッパの問題の始まりであります。ドイツからしてみると、もう過去のピークに戻っている。今のドイツの失業率が5%台に落ちておりまして、これは20年ぶりの低い失業率だそうであります。そうするとドイツの人たちは生産も過去のピークに戻っている、失業率は20年ぶりの低水準、皆さんはインフレを心配している。

こちらの3カ国はどうか。もちろんこの3カ国以外、いま話題になっているポルトガルとか他の国もみんなこちら側に入っているわけですが、これはもう、20年分の生産が失われていて、もう大変な状況にある。こちらはデフレを心配しているわけでもあります。でも、メルケルさん率いるドイツはインフレを心配している。話が合わないわけです。もう完全に食い違ってしまったということでもあります。回復していないのはこの鉱工業生産とか失業率だけではありませんで、実はマネーサプライ、つまり、民間が使えるお金、これもほとんど増えていないというのが現状であります。

なぜこのポイントが重要かといいますと、恐らく皆さんも新聞等を見ていると、特にリーマンショック以降、アメリカのFRBが量的緩和をやった。もうジャブジャブに金融を緩和した。いや、ECB(ヨーロッパ中銀)もそれをやっている。イギリス中銀、これもいっぱい流動性を供給している。ちょっと景気が悪くなるとまたやっている。QE2だと。またオペレーションツイストだと。もうどんどん、ジャブジャブにお金が供給されているという印象を受けた方も多いと思いますが、あの新聞報道だけを見ているともうあたかも世界中がこの流動性でジャブジャブになっていて、ちょっとどこかに火がつけばもうすぐとんでもないインフレになるのではないかなという印象を持ってしまう。実際に持ってしまう方もたくさんおられるのですが、現実とはまったくそうならないということでもあります。

7 ページには上に三つの指標を載せてあります。赤い線、青い線、緑の線です。これはどういうことかといいますと、赤い線が中央銀行が供給した流動性（マネタリーベース）です。これは銀行の準備金というかたちでだいたい供給されるわけですが、これは確かにリーマンショックの直前から今までを見ますと、リーマンショックの前を 100 としますと今は 300 を超えております。つまり、そのぐらい大量に流動性が供給されたということです。

今までの経済学、恐らく今でも大学でそういう経済学を教えていると思いますが、それによりますと中央銀行が例えば、流動性を 1 割供給すれば、最終的にマネーサプライ＝マネーサプライというのは民間が使えるお金という意味であります。マネーサプライというのは我々民間が持っている銀行預金、これを全部足し合わせたのをマネーサプライと呼ぶわけですが、これも最終的に 1 割増えて、民間の借入、信用、これも 1 割増えると、こういうふうに大学で教えているわけであります。確かにリーマンショックの前はこの三つの線は同じように動いていた。だから、そういう時代があったわけであります。

ところが、この流動性の供給は確かに 100 から 300 まで行ったにもかかわらず、マネーサプライ、この青い線ですけれども、ほとんど伸びていない。まったく伸びていないと言っていいぐらい伸びておりませんで、この緑の線（商業銀行のローン・リース残高）、これは民間がどのぐらいお金を借りたかという指標ですけれども、これは逆に減少しているということであります。このようなマネーサプライの伸び、つまり、民間が使えるお金は全然増えていないということですから、これで明日インフレになるとか、もう、ちょっとこれ以上金融緩和をやったらとんでもないことになるというのはまったく当てはまらないわけであります。

もしもこの指標もこの辺まで来ていれば、もう大変だと、マネーサプライが 3 倍になればインフレも 300% になると、こういう議論ができますけれども、マネーサプライは全然増えていない。民間向け信用は逆に減少している。これでインフレになるというのはまったくあり得ないわけであります。結果的に一番下の指標がインフレですけれども、全然加速していない。あれだけ中央銀行が金をつぎ込んでいるのに何にも起きていないということであります。同じことがヨーロッパでも見られる（8 ページ）。欧州中銀、これは 3 回に分けて、直近また増やしてはいるのですけれども、マネーサプライの伸びは極めて低いということで当然インフレもなかなか加速していないということであります。

三つ目（9 ページ）がこのイギリスの状況なのですけれども、イギリスもまったく同じで、リーマンショックの前までは三つの線が同じように動いていた。リーマンショックの直後にイギリス中銀の総裁、マーヴィン・キングという方ですけれども、彼がああとき何を言ったか。この動きに関してですけれども、ああときイギリス中銀の総裁マーヴィン・キングさんは、我々は日本のようなバカな真似はしない。我々は一気に流動性を増やして、一気にマネーサプライを増やして、一気にイギリス経済を回復に持っていくのだ。我々は日本のようなバカな真似はしないと、公の場で言っていたわけであります。

我々日本にいる者は「へえ、ほんとにできるんですか。お手並み拝見」と言ったわけで

すが、確かに流動性は増やせたのですけれども、マネーサプライはどうか。まったく増えていない。民間向け信用は逆に減少している。つまり、まったく彼の言ったとおりには世の中は動かなかったわけで、数ヵ月前にイギリスで全国的な暴動が発生したわけですが、これだけマネーサプライが伸びなければ、当然景気も非常に悪い。インフレ率もほとんど加速していないということで、いまイギリス経済は大変な状況に直面しているわけであります。

この世界、中央銀行がいくら流動性を供給してもマネーサプライも増えない、民間向け信用も増えない、インフレも加速しない、景気も良くならないというのが我々がこの 20 年間経験してきた世界であります。

10 ページが日本の状況ですが、これはもっと長い期間ですが、バブル以前は三つの線が同じように動いていた。バブル崩壊後もしばらくは三つの線が同じように動いたのですが、その後、日銀が必死に流動性を増やして景気を良くしようとするわけですが、マネーサプライの伸びは極めて緩やかである。民間向け信用は逆に減少している。その結果、皆さんもご存じのように日本のインフレ率は全然加速していないどころか、どちらかというとデフレだと言われるような状況が続いているわけであります。

なぜこんなことが起きるのか。教科書的に言えば、これだけ流動性を日本で増やせば、インフレ率もこのぐらい加速していなければいけないのにまったくそうならない。これにはちゃんとした理由がありまして、11 ページのグラフは日本の企業、今日来られている皆さんもこの中に入っているということになりますが、日本の企業がどのくらい銀行、それから資本市場から資金調達をやってきたかというのを見たグラフであります。

バブルの時はご覧のようにすさまじい勢いで皆さん資金調達がされまして、景気もどんどん良くなってきた。景気が良くなってくるものですから、この折線グラフが日本の短期金利ということですが、日銀はどんどん短期金利を上げて、一番高いところでは 8% まで上げていた。1990 年、1991 年にバブルが崩壊して何が起きたか。バブルが崩壊しますと一気に民間資金需要が減少していくわけであります。

景気も悪くなっていったので日銀は 8% あった短期金利を 1995 年にはほぼゼロというところまで持っていくわけですが、その後何が起きたか。ゼロ金利が 10 年続いているにもかかわらず、日本企業の資金調達がマイナスになるのです。マイナスということは企業部門全体が借金返済をやっているということであります。世界中どのビジネス書、経済学書を見てもゼロ金利で企業が借金を返済すべきだと書いた本は 1 冊もない。こんなことは起きるはずがないということになっております。

なぜ起きるはずがないか。ゼロ金利で企業が借金返済をする。通常の解釈で行けば、その企業の経営者はゼロ金利でもお金の使い方を見つけられないという解釈になりますから、そんな無能な経営者がやっている企業がなぜ存在するのだと、早く株主にお金を返して株主が何か面白いものを見つけたほうがいいではないかということになりますから、こんなことは起きないことになっているわけであります。ところが、日本ではご覧のようにこの

状況が10年間続いている。これがいま全世界で起きております。アメリカでもヨーロッパでもこういう状況になっている。

なぜこんなかたちになっているのか。ゼロ金利でも皆さんが必死に借金返済に走る。これは当然ここに関わった、今日来られた方はご存じだと思いますが、結局バブルの時に皆さんお金をいっぱい借りていろいろなものに投資をしてしまった。その投資した土地、ゴルフ会員権、いろいろなものがあつたと思いますが、あれが大暴落したわけでありまして。ところが、あの時に借りた借金、あれがまだ残っているわけでありまして。借金が残ったままで資産価格が下がれば、バランスシートは壊れてしまうわけで債務超過になるわけです。

債務超過ということはもう倒産しているということなのですが、実は倒産にも2種類あるわけです。通常の倒産、つまり、その会社が作った自動車やカメラを誰も買ってくれなかった。一生懸命それを売り込もうと広告費を費やしているうちにやがてお金がなくなって倒産した。この場合は、この企業が世に問うた製品が社会的に評価されなかったわけですからもうしょうがないねということになるのですが、もう一つの倒産があるわけです。

それは何かというと自動車もカメラも売れている。すさまじく売れている。この間ずっと日本は世界最大の貿易黒字国だったわけでありまして。世界中の人が日本のモノを買いたかった。ところが、この1980年代に経営陣が変なものに投資してしまって、実は債務超過と。つまり、バランスシートは債務超過だけれども、キャッシュフローは十分ある。こういう状況に置かれた企業経営者はどういう行動を取るかということになりますと、これは日本人でなくてもアメリカの人でも台湾の人でもインドネシアの方でも取る行動は同じであります。キャッシュフローで借金の返済をやってしまえということです。

キャッシュフローがある限り借金返済はできるわけで、資産価格というのは絶対マイナスにはなりませんから、ずっと借金を返済していけばどこかでバランスシートはバランスするわけでありまして。その暁にはまた元気よく金もうけに走ろうと、こういうことになるわけで、それがこの部分だということになります。

皆さん一生懸命バランスシートをきれいにしようと、キャッシュフローで借金返済をやっている。これは個々の企業からしてみれば正しい行動であります。こうすることによって株主の皆さんに対して、「すみません、みんな紙切れになりました」と言わずに済むわけですし、銀行の方に対しては「あれ全部不良債権になりました。すみません」と、従業員の方に対しては「もうあしたから仕事ありません」と言わずに済む。つまり、ちゃんとこれは一応、回っているわけです。そうすると、いわゆるステークホルダーという方からしてみれば、企業がこういう行動を取るというのは正しい行動なのですが、問題は全員が同じこういう行動を取った時にどうなるかということでありまして。

ここからミクロからマクロに話は行きますけれども、一国の経済というのは誰かが貯金している、または借金返済をやっている。借金返済というのは貯金しているのと同じことなのですが、ということであれば、反対側に必ず別の誰かがいて、お金を借りていないとこれは回らなくなるわけでありまして。

簡単な例で説明させていただきますと、例えば、私に 1000 円の所得があつて自分で 900 円使った。この 900 円はもう次の人の所得になっているわけですから、これは問題ない。私が貯金した 100 円はどうなるか。これはいそ銀行か野村証券に渡って誰かに貸されるわけでありす。その人が借りて使ってくれば、私が使った 900 円に対して、この借りて使った人が 100 円、そうすると 1000 円。当初の 1000 円の所得に対して 1000 円の支出が発生していますから経済は回っていく。

お金を借りたい人が多すぎる場合はどうするか。金利が上がっていくわけでありす。そうすると何人かがドロップアウトしていく。お金を借りたい人が少なすぎる場合はどうするか。金利を下げれば、誰かがどこかで手を挙げて残りのお金を借りて使ってくれる。これが通常の経済でありす。

この世界はどうなるのか。これはゼロ金利でありす。ゼロ金利であるにもかかわらず、みんな借金返済をやっている。企業部門全体が借金返済をやっている。そうなりますと私に 1000 円の所得があつて 900 円使って 100 円貯金しても、この 100 円を借りる人がいない。ゼロ金利でもない。そうなるとうなるか。あの 100 円は銀行の中で止まるわけでありす。

そうすると 900 円しか使われていない。経済は 1000 円から 900 円にシュリンク（縮小）してしまうわけす。その 900 円を受けた人が 1 割貯金しよう。810 円使って 90 円貯金しますと、810 円は次の人の所得になっていますから、これは回っているわけすけれども、この貯金された 90 円がまた止まる。これが 10 年続くわけでありす。そうするとこれは下手をすると経済は 1000 円、900 円、810 円、730 円と、あつという間にシュリンクするわけで、しかも、それがゼロ金利で発生するということになります。

そんなこと実際起きるのかと思われる方もおられるかと思いますが、実はこれは 1 回起きているのです。アメリカの 1929 年 10 月に始まった大恐慌でありす。あの大恐慌の前も、アメリカの方はもうお金をいっぱい借りて株や不動産に投資をしていた。1929 年 10 月ニューヨークで株が大暴落して他の資産価格も下がる。皆さん慌てて借金返済に回る。ところが、反対側に借りる人が誰もいなかった。そうすると、アメリカ経済はこの 1000 円、900 円、810 円、あのプロセスに入ってしまったて、わずか 4 年間で GDP が 46% 消えてしまったそうでありす。失業率が大都市部で 50%、2 人に 1 人です。全米でも 25% を超えていたという大変な事態になってしまう。

この日本の状況を見ますと、この借金返済の多かった年、優に年間 30 兆円を超えております。30 兆円というと日本の GDP の 6% なのです。これは企業の借金返済だけで 6% です。皆さんもご存じのように日本の家計部門、日本の皆さん、特に奥さん連中は貯金が大好きでありす。これがだいたい GDP の 4% 分ある。例えば、20 兆円あるとしますと、あの 20 兆円もこれを借りる人がいないわけすから銀行に入ったまま出られなくなる。ということは、借金返済の 30 兆円、新たに出てきた貯金 20 兆円、合わせて 50 兆円、日本の GDP の 10% 分、この間日本の GDP がシュリンクしていったリスクがあつたということになります。

これは大恐慌シナリオそのものであります。

では、日本の GDP はどうなったかという、12 ページにあるのが日本の GDP と商業用不動産価格であります。この商業用不動産価格が大幅に上がっていたあのバブル期、皆さんお金持ちになったつもりでいろいろお金を使われて GDP が上がったと、急激に上がったという、これは誰でも説明できるわけです。バブルになってお金持ちになった気分で皆さんがお金を使えば、当然 GDP は上がるわけであります。

ところが、日本がすごいのはその後であります。バブルがここで崩壊して何と商業用不動産、87%全国平均で下がってしまう。一番ひどい所で 1973 年の水準まで行くわけですが、この土地本位制と言われた国でその土地が 87%下がったわけですから、本来ならもうペンペン草も生えないようなとんでもない事態になっていても決しておかしくなかった。ところが、日本の GDP はこの間 1 回もバブルのピークを下回っておりません。

この点線がバブルのピークなのですけれども、名目値で見ても実質値で見ても 1 回もバブルのピークを下回っていない。民間があれだけ借金返済に回ってまったくお金を借りない。土地の値段はピークから 87%も下がって、国民の失った富は累計で 1500 兆円もある。にもかかわらず、日本の GDP は 1 回もバブルのピークを下回っていない。いったいどういうことなのかということなのですが、これには極めて簡単な答えがありまして、この間政府があつた 100 円を借りて使ってくれたということであります。

特にこの間、自由民主党というばらまきが大好きな政治家がいっぱいいる政党がやっていたわけで、景気が悪くなるとすぐ道路を造ろう、橋を造ろうとやったわけであります。彼らは当然短期的にそれをやれば、ポンプの呼び水みたいになって景気が良くなると思ってそれをやったわけですが、政府が 100 円を借りて使ってくれば、900 円+100 円で 1000 円、当初の所得に対して 1000 円の支出が発生していますから GDP が落ちる理由はない。ああ、よかった、よかった、ではもう大丈夫かと思って彼らが財政を切ろうとすると、また景気が悪くなるわけでありまして。そうすると、また慌ててやって、また良くなる。

なぜ財政はやった時は効くけれども、やめたら落ちるのか。なぜポンプの呼び水みたいにならないのかということ、これは民間がずっとこの間、借金返済をやっているからであります。借金返済をやっていないのであれば、ポンプの呼び水みたいに景気が良くなる可能性はあったのですけれども、先ほどご覧になっていたように 10 年以上、日本の民間は借金返済をやっていたわけです。

その結果、どういうことになったか。日本の税収、これは GDP は落ちなかったのですけれども、資産価格が落ちたので税収がずっと落ちていた。減税も若干入ったわけでありまして。それに対して政府支出、本来なら税収と同じように落とすはずなのに、逆に当時の自民党は大幅に増やしまして、このギャップが財政赤字ということになるわけでありまして。

この財政赤字を足していきますと、どのぐらいになるか。1990 年から 2005 年、なぜ 2005 年かといいますと、2005 年に先ほどご覧になっていたように企業の借金返済が終わるわけでありまして。つまり、民間のバランスシートがきれいになる。この 15 年間どのぐら

いこの累積財政赤字があったか。460 兆円です。460 兆円というのは日本の GDP の 92%、大変な金額であります。ただ、私はこの 460 兆円は非常に有効に使われたというふうに思っております（13 ページ）。

なぜそう思うかということ、12 ページに戻っていただいて、もしもこの間政府がこういう行動を取らなかったら、日本の GDP はどうなっていたであろうかということのをちょっと考えて見ていただきたいのですが、土地本位制と言われた国で土地が 87%下がって、民間はもう借金返済ばかりやって、全然お金を借りて使わない。恐らく少なく見積もっても日本の GDP はバブルの出発点ぐらいまで落ちた可能性があるわけであります。恐らくもっと落ちていたのではないかというふうに思います。

といいますのは、アメリカは先ほど申しましたように大恐慌の時に GDP の 46%を失うわけですが、あの時のアメリカ経済が被ったバランスシートのダメージ、どのぐらい国民の富が失われたかというので見ますと 1929 年の GDP の 1 年分だったそうであります。我々は土地と株、このたった二つの資産だけで失った国民の富、1989 年の GDP の優に 3 年分であります。1500 兆円です。ということは、日本の被ったバランスシート上のダメージはアメリカの 1929 年の 3 倍だったと。GDP 比で見て 3 倍です。

ということは、当然 46%以上 GDP が落ちてでも不思議はなかったということになりますが、そこまでやるとちょっと私の心臓にもよろしくないということですので、ここで書かせていただいたこの線、これは 1985 年、つまり、バブルが始まる前の年まで GDP が落ちたという極めて楽観的な線をここで書かせていただいたわけであります。この GDP と実際に我々が経験した GDP の差額、これを 15 年分足し合わせますと、2005 年まで足し合わせますと 2000 兆円であります。差額が 2000 兆円です。ということは、日本は 460 兆円の政府支出で 2000 兆円の GDP を買って来たということになるわけで、これは私は大変安い買い物ではなかったかと思うわけであります。

そういう意味では日本が今回世界経済で初めて示したことは、どんな大きなバブルが発生してそれが崩壊しても、当初から政府が正しい財政政策で GDP を落とさずに行けば、結果的に問題は解決する。国民の生活は落とさなくて済むということを私は証明してきたのではないかというふうに思います。GDP をキープした結果、民間は所得がある。所得があって、その所得から借金返済をして、ようやく日本の民間のバランスシートはきれいになったと、こういうことでもあります。

ここから先は政府のバランスシートをきれいにしなければいけないということなのですが、人類史上これを初めてやったのが日本だったのです。今までのこういうケース、大きなバブルが発生して、それが崩壊しますとだいたい恐慌、大恐慌という事態に入ってしまった。日本だけは当初から財政出動をやっていたので、それを全部回避してきたということでもあります。

この教訓はどのぐらい生かされたかということ、これは実は G20 の今回の不況の中で生かされまして、2008 年の 11 月にワシントンで緊急 G20 というのがあったのを覚えておられる

方もおられると思いますが、これはまだブッシュ大統領の時でありましてリーマンショックから 2 ヶ月後に緊急 G20 がワシントンで開催されたわけですが、その時に日本の麻生総理大臣がこのグラフを使って、残りの 18 ヶ国に対して今は財政出動をやらなければいけないと、みんなで財政出動をやれば世界経済を救うことはできるはずだと力説されたわけがあります。

当初は財政出動に対してもいろいろな抵抗があったようですが、最後は全員が合意して 2009 年に全世界が財政出動をやった。日本もやったし、ドイツもやったし、アメリカもイギリスも全部財政出動をやったわけであります。それで、先ほどご覧になっていたこの鉱工業生産の V 字型回復というのが達成されたということで、日本の経験がそういう意味では正しく生かされたと言えるわけであります。

ここで、ではハッピー、ハッピーでもうハッピーエンディングになるかということ、残念ながら、日本の経験には前半部分と後半部分がありまして、いまお話をさせていただいたのが前半部分であります。では、後半部分は何かということ、これはこの日本の GDP を見てみますと、名目で見ても実質で見ても 2 ヶ所マイナス成長があるのです。1997 年と 2001 年です。これは何かということ、1997 年は橋本さんの財政再建であります。消費税を 3% から 5% に上げたあの時です。2001 年は何か。小泉さんの財政再建です。国債発行枠 30 兆円というあの財政再建であります。両方とも物の見事に失敗しました。

14 ページが日本の税収と財政赤字を載せたグラフですが、白い部分が税収、紫の部分が財政赤字ということなのですから、1997 年、この橋本政権が財政再建、消費税アップ、特別減税の廃止、大型補正予算見送り、社会保障負担費アップ、こういう一連の動きで当時のことを覚えておられる方もおられると思いますが、15 兆円赤字を減らすのだということで打ち出されたわけであります。

結果はどうなったか。日本経済はあのとき政府が 100 円借りて使っていることで回っていたのに、その 100 円をやめたわけですから、一気に経済がおかしくなって 5 期連続マイナス成長。結局、税収が落ちて赤字は増えてしまったわけであります。何と 16 兆円赤字は増えております。だから、15 兆円減らすつもりが 16 兆円赤字が増えるという惨憺（さんたん）たる結果になってしまった。小泉さんの時にも同じことになりまして、国債発行枠 30 兆円とやったら税収が落ちて赤字が増える。結局、この状況から日本がはい上がってくるのに 10 年間かかってしまった。しかも、よけいに 100 兆円も累積赤字が増えてしまったということでもあります。

これは何を意味するかということ、民間が借金返済に回っている時、ゼロ金利でも借金返済に回っているという時には絶対に財政再建はやってはいけないということでもあります。やったら逆効果になってしまう。景気がまず先におかしくなって、結果的に税収が落ちて下手をすると赤字が増えてしまうということでもあります。それでは、この教訓が海外でどのくらい学ばれているかということ、全然学ばれていない。2008 年の 11 月緊急 G20 の時に麻生さんは恐らくそこまで話はできなかったわけです。

15 ページが今のアメリカの状況であります。これはどういうグラフかといいますと、資金循環表というちょっと特殊な統計から引っ張ってきているので説明させていただきますが、ここにゼロのところに横線が引いてあります。ゼロよりも上、これを資金余剰と言うのですけれども、これは貯金している人たちというふうに理解していただければというふうに思います。ゼロよりも下、これは資金不足という呼び方になっていますが、これはお金を借りて使っている人たちということでもあります。

ここに 4 本の線がありまして家計部門、海外部門、政府部門、法人部門、この 4 本の線を足すとゼロになるというふうに作られております。ということは、毎年毎年アメリカ経済の中で誰がお金を借りて誰が貯金していたかと、これを見たグラフだということでもあります。バブルの時を見ますと赤い線、家計部門はゼロよりも下です。つまり、みんなお金を借りていた。企業部門、これもすさまじくゼロよりも下と、必死にお金を借りて使っていたということでもあります。

今はどうか。両方ともゼロより上であります。かなり顕著にゼロよりも上です。家計部門も上だし、企業部門も上です。しかも、これはゼロ金利で起きているわけでもあります。この円で囲った部分がゼロ金利ということなのですが、ゼロ金利で家計部門は貯金を増やし、企業部門も貯金を増やしている、借金返済をやっている。これは先ほどご覧になっていた日本の状況、ゼロ金利でも企業は借金返済をしている。あれがまさにアメリカでも起きているわけです。

そうすると、こういう状況で絶対に財政再建はやってはいけないわけでもあります。むしろ、増やさなくてはいけない。では、いまワシントンでどんな議論をやっているか。これはもう皆さんも半年前からずいぶん騒がれているのでご存じだと思いますが、財政再建一色であります。特に野党の共和党、社会党と言われる方々はもう財政再建のためなら何でもやってしまえというすさまじい、手段を選ばないということをやっていて、これがアメリカの政治をかなり厳しい状況に持ってきているということでもあります。

このような局面、つまり、民間の家計部門も企業部門もゼロ金利で貯金をしている時に政府も財政再建に向かったら、ちょうど日本の 1997 年と同じことになるわけですが、これに対する理解がアメリカでどのぐらい進んでいるかという、少なくともアメリカに関しては日本の経験から学ぼうという声はかなりここに来て出てきております。

茶会党とか共和党、この辺は全然そういう機運はないのですけれども、今のホワイトハウスの方々、FRB の例えばバーナンキ議長は私の本を全部読んでくれて、このバランスシート不況、これは私が作った言葉ですけれども、これを実際に使われております。この 1 年半、バーナンキ議長の議会証言、その他の発言を見ても、そこには必ず今はアメリカは財政再建をやってはだめだと毎回言っております。いま財政再建をやろうとしたら、全部がおかしくなる。

これはバーナンキ議長もこのバランスシート不況のリスク、つまり、民間がゼロ金利でも借金返済をやっているような時には絶対に財政再建をやったらだめだということに百パ

ーセント気づいているからであります。私ももうこの間何回も議長とお会いする機会があったのですが、これはもうバランスシート不況だ、こんな時に財政再建をやったらとんでもないことになる、はつきり彼は言うておられます。これはもう副議長から FRB のスタッフ全員がそういう発想を共有しています。

ホワイトハウスに行っても皆さん、いまジーン・スパーリングという方が経済政策を担う国家経済会議の議長をやっておりますけれども、彼も私の本を読んでいましたし、多くのスタッフにも読ませている。そういう意味ではホワイトハウスと FRB、この二つはこのリスク、こんな時に財政再建をやったらとんでもないことになるというのは分かっているということでもあります。

ただ残念ながら、いま分かっているのはそのぐらいしかなくて、他の一般議員、国民、ここにはまだその話は伝わっていない。こういう時に財政再建をやったら危ないのだという話がまだ十分浸透していない。しかも、下院はいまもう共和党が握っていますから、なかなかオバマ大統領やバーナンキ議長がいま財政再建をやったら危ないと言っても、もう共和党は聞く耳を持たずと、もうどんどん財政再建の方向に向かってしまっているということでもあります。

ただ、少なくともこのバーナンキ議長あたりがこの警告を発しているということは、本当にアメリカ経済がおかしくなったら、バーナンキ議長がそういえば警告を発していたよねという話になってきますから、そうすると、どこかで財政再建にブレーキがかかるということは十分あり得るのかなというふうに思います。

では、イギリスはどうかというとイギリスもまったく同じ状況でありまして、16 ページにあるように赤い線も青い線もかなりゼロよりも上です。これもイギリス史上最低の金利で起きているわけですから、もう完全なバランスシート不況状態だということでもあります。それに対してイギリス政府は大きく財政赤字を増やして何とか景気を維持しようとしたわけですが、それはブラウン政権の時は成功したのですけれども、その説明が十分なされなかった。イギリス国民に対してなぜ財政出動が必要なのかという説明が不十分であった。その結果、ブラウンさんは選挙に負けまして、いまキャメロンという方が財政再建を掲げて政権を握っているわけであります。したがって、今のキャメロン政権はもう財政再建一色です。だから、イギリスの経済は全然良くならない。どんどん悪くなっているわけであります。

数日前にイギリスの財務長官、オズボーンさんが来ていたので、私も彼のレセプションに呼ばれたので行きまして、「オズボーンさん、あんた大変危険なことをやっとなよ」と。まったく違う病気にかかっているのに通常の風邪の扱いでしかあなた方は対応していないと、これは肺炎なのだから財政をちゃんと出さなくてはだめだと言わせていただいたのですが、もうオズボーンはすごく逃げ腰で、いやいや、別に財政を切っているわけではないと、今でも財政赤字は GDP 比で 9%もあるのだと、我々はちゃんと財政をやっている。中長期的に切ろうとしているだけだと盛んに彼は逃げていましたけれども、彼も恐らく分かっ

たのでしょう。いま財政再建をやらなければいけないと言ったら大変なことになる。

だから、少しずつイギリスでもこの理解は広まっております。十分とは言えませんが、とも少しずつ、オズボーン長官が逃げ腰になるぐらいですからオズボーン氏自身もしまった、間違えたというふうに恐らく彼も気づいた。だから、彼は私に、いや、こういう財政もやっている、ああいう財政もやっている、大丈夫だ、安心してくれと、こういう言い方になっていたわけでありまして。イギリスではなかなかこれが理解されています。

17 ページにはイギリス、アメリカ、スウェーデン、スイス、日本の金利、金利と言ってもこれは10年国債の金利であります。これを見ますと、以前アメリカやイギリスが住宅でバブルだった頃、日本の10年国債の金利と海外の10年国債の金利は3%も開いていた。この3%も開きがあったものですから、日本の投資家の皆さんも含めて国内でこんな低い金利は面白くないよねと、外債を買いましょうと言って、お金がどんどん日本から出て行って、これが円安を演出していたわけでありまして。つまり、外債のほうが面白いよねと、国内の債券は金利が低い。みんな円を売ってドルを買う。円を売ってオーストラリアドルを買う。それで、お金が外へ出る。それで、円安だったわけでありまして。

今はどうか。アメリカもイギリスも日本とまったく同じ病気になっているわけです。その結果、金利はどんどん下がってきて、いま日本とイギリス、アメリカの金利差は1%もない。10年国債で1%もない。そうすると、お金はもう出て行かなくなるわけでありまして。それどころか今度はこちらのお金が日本に入ってくる。日本は安定しているよねと、俺たちガタガタだと。そうすると日本に金が入ってくるわけで、これが円高の背景にあるわけでありまして。

以前はこんなに金利差があって、お金が外へ出ていた。いま金利差はほとんどない。むしろ、日本は安定して見えるし、経験もある。アメリカはもう議会もめちゃくちゃですし、ヨーロッパはもっとひどいとなると、ではちょっと日本にお金を持ってこようかと、こういう人も出てきているわけでありまして。

この金利が下がってくる点、この長期金利が下がってくる点、海外でもこれはバブルではないかと。これは国債バブルではないか。日本でも十数年前にこの議論はあったので覚えておられる方もおられると思いますが、日本の金利が2%を割ってきた時にずいぶん多くの方がこの金利はいくら考えても低すぎるわと、これはバブルでしょうと。アメリカのヘッジファンドだとか、ああいう暇人の方がずいぶん国債を投げ売って、国債市場を潰して金もうけをやろうとやったわけですが、全部失敗した。日本の国債の利回りは上がるどころかどんどんどん下がり、今は1%を割るところまで来ているわけでありまして。

なぜこういうことが起きるのか。いまイギリスとアメリカもまさに日本と同じ方向へ向かっている。これは理由は極めて簡単でして、これは私は完全にバブルではないというふうに言わせていただいているのはこういうことなのです。もしも皆さんが日本のファンドマネジャー、今だったらイギリスとアメリカのファンドマネジャーの立場にいて、それで民間が一斉に借金返済に回ったとします。借金返済に回ったということはファンドマネジ

ヤーにどんどんお金が入ってくるわけです。誰かがこのお金をマネージしなければいけないわけで、みんな借金返済で民間がやっているとお金が入ってきます。

このお金を運用しなければいけないファンドマネジャーの皆さん、ヘッジファンドだったら何でもかんでもできるのですけれども、通常ファンドマネジャーはいろいろな規制があるわけでありまして。あまり変なことをやって国民の年金がパーになったら困るわけですから、そうすると為替リスクをあまり取ってはいけません。元本リスクもあまり取ってはいけません。元本リスクをあまり取ってはいけないということは全部株で運用してはだめですよと、一部は債券で運用しなさいという意味であります。

為替リスクがあまり取れない。元本リスクもあまり取れない。つまり、債券で運用しなければいけない。民間が全然お金を借りてくれない。この三拍子そろいますと、では日本のファンドマネジャー、イギリスのファンドマネジャー、アメリカのファンドマネジャーは何で運用できるのですかとすると、これは答えは一つしかないわけで、国債しかないわけでありまして。

そうですね。民間はお金を借りてくれない。為替リスクは取りたくない。元本リスク、株、全部株に入れるわけにはいかない。そうすると残った金はどうするか。これは国債に行くしかないわけでありまして。唯一お金を借りているのは国ですから、そうするとそこにお金が行く。だから、こういう私が言うバランスシート不況になりますと。国債の利回りは通常では考えられないような水準までみんな下がってくるわけでありまして。ここでしかお金を運用できなくなる。だから、アメリカでもイギリスでも下がってきている。日本ではもう 10 年前から下がってきていたということでありまして。

それでは、いま問題が起きているユーロ圏です。ここはバランスシート不況なのかどうか。18 ページがユーロ圏全体の資金循環表であります。これを見ると青い線もゼロよりも上、赤い線もゼロよりも上です。しかも、これがユーロ史上最低の金利で発生しているということですから、明らかにユーロ圏はバランスシート不況であります。ユーロ圏でも大きな住宅バブルが崩壊して、そこにお金を投資してしまった人たちのバランスシートは壊れているわけですから、皆さんが借金返済をやっているというのは十分理解できるわけです。そうすると、ユーロ圏もバランスシート不況であるということであれば、当然ユーロ圏の金利も日本やイギリスのように、またアメリカのように 3%とか 2%とか、こちらのようになんて下がるはずであります。

では、ユーロでそうなっているかというと、19 ページがユーロ圏の金利であります。10 年国債の利回りです。ドイツとか、かろうじてフランスあたりはかなり下がってきている。もともと低かったのですけれども下がってきていると言えますが、それ以外の国、もうギリシャの 35%を筆頭にもうてんでんばらばら、もうめちゃくちゃと言えるような金利がついているわけでありまして。

これがいわゆるソブリン危機という大問題をいま引き起こしているわけで、こんな高い金利で国はもうファンディングできない。そうすると、国が破たんしてしまうのではない

か。それを心配して皆さんますますお金をそういう国から引っ張り出しますから、ますますそういう国は金利が高くなって破たんに向かっていく。これがいまユーロ圏の中で起きているわけであります。

では、こういう国々、金利が高くなっているスペインとかアイルランド、あそこはバランスシート不況ではないのかと見てみますと、20 ページのグラフがスペインであります。スペインを見ますと、確かにバブルの時には家計部門も企業部門もめちゃくちゃにお金を借りていた。でも、今はどうか。両方ともゼロよりも上、かなり顕著にゼロよりも上であります。ということは、スペインも間違いなくバランスシート不況です。あれだけ金利が低いのににもかかわらず、民間は借金返済ばかりやっている。アイルランドはどうか。同じです。両方ともゼロよりも上です。すさまじい規模でゼロよりも上であります(21 ページ)。

ポルトガルでさえ、ポルトガルは企業部門はまだゼロよりも下ですけども、バブルの時に比べれば家計部門も企業部門もこの右肩上がりになっているわけですから、かなり貯金を増やしてきている(22 ページ)。ポルトガルもバランスシート不況だと。そうすると、この三カ国の金利はうんと下がっているはずであります。少なくともイギリスとかアメリカぐらいの水準まで下がってきてもおかしくない。ところが、先ほどご覧になっていたように全然そうになっていない。むしろ、この三カ国の金利はめちゃくちゃに上がっているわけであります。

なぜなのか。ここがユーロ圏の問題のいわゆるコアの部分であります。なぜユーロ圏で正しく金利が反応しないのか。本来ならこれだけ民間が貯金ばかり増やしていたら、金利はめちゃくちゃに下がるはずなのになぜユーロ圏では下がらなかったのか。これには極めて簡単な答えがあります。それは何か。先ほどイギリス、アメリカ、日本のファンドマネジャーの皆さん、こういう局面に置かれたら自分の国の国債を買うしかない。つまり、為替リスクが取れない、元本リスクが取れない、民間はお金を借りてくれない、国債を買うしかないという話をさせていただいたわけであります。

では、スペインのファンドマネジャー、ポルトガルのファンドマネジャー、ギリシャのファンドマネジャー、同じように自国の国債しか買えないかというと、そうではないわけであります。スペインのファンドマネジャーはドイツの国債を買える。ドイツの国債を買っても同じ為替ですから、同じ通貨ですから為替リスクがないのです。元本保証はあちらも国債でこちらも国債ですから、元本保証もある。そうすると、どうなるか。

例えば、スペインのファンドマネジャー、自分の国の財政赤字、これが 20 ページの緑の線ですけども、かなりひどいと言われている。GDP 比で 10% ぐらい赤字がある。みんなこれは暇人がギャー、ギャー言うものですから、そうするとファンドマネジャーの皆さんはやはり怖くなるわけです。自分の国には財政赤字が 10% もあって騒いでいる連中がこんなにいると、これは大変なことだと。

そうすると、スペインの方はどうするか。ドイツの国債を買うわけであります。ドイツについては、いま財政赤字はもうほとんど均衡していると、ほぼゼロに近づいていますか

ら、これはもう一番安全だと。為替リスクもないし、元本保証もある。別にスペインの国債を買う理由はないわけです。みんなドイツの国債を買う。同じことがギリシャでも起きる。同じことがポルトガルでも起きる。同じことがアイルランドでも起きる。

そうすると、スペインで貯蓄が創出されているにもかかわらず、これがスペイン国債に行かないわけであります。ドイツ国債に行く。このお金が出て行くと当然スペインの金利は上がっていくわけです。スペインの金利が上がっていくと、スペイン政府は「うわあ、大変だ。資金調達できない。早く財政再建やなくちゃいかん」と。また、暇な連中が EU とかあの辺にはいっぱいおりまして、もうバカのつづきみたいに財政再建、財政再建と言うわけであります。そうすると、その連中からは財政再建と言われて実際に資金調達ができないわけですから、やはり財政再建だと。

ところが、こういう局面で民間が貯金ばかりしている時に財政再建をやったらどうなるか。当然、経済は崩壊するわけであります。1997 年の日本のような状況になる。これが今のスペイン、ポルトガル、アイルランドが陥っている悪循環であります。つまり、彼らはしょうがないから財政再建をやる。財政再建をやると景気はますます悪くなる。景気がますます悪くなると、こんなに景気の悪い国の政府が国債償還なんかできるはずがない、破たんするぞと、もっとお金が出ていく。ますます金利が上がる。ますます財政再建を強いられる。ますます事態が悪化する。こういう悪循環に彼らは入っております。

私も 2 ヶ月前にマドリッドに行く機会がありまして、そうすると野村証券のお客さんをいっぱい呼んでセミナーをやったわけですが、その時についてだからこちらからもちよつと聞いてみようと思ひまして、今日来られた皆さん、これはみんな大手の機関投資家の皆さんばかりだったのですけれども、今日来られた皆さんでスペインからドイツにお金を動かしている方はどのぐらいおられますかと質問したのです。答えは全員でした。エブリバディと、みんな手を挙げている。それが問題なのです。

これは日本では起きない。なぜなら、円建ての元本保証のある国債を発行しているのは日本政府しかないわけですから日本政府の国債を買うしかない。アメリカでも起きない。ドル建てで国債を発行しているのはアメリカの国債だけです。アメリカの国債を買う必要がある。イギリスも同じです。ポンドで発行されている国債だったら、イギリスの国債しかないわけです。だから、イギリス国債を買う。それで、こういう国の金利がバランスシート不況になると下がってくる。下がってくるから、政府は財政赤字を出すことができる。それで、経済が安定する。ところが、ユーロ圏ではそうならない。あの金が全部出るわけであります。

この出た先、ドイツとフィンランド、それからオランダ、この三つがこの金が入っているわけですが、ではそういう国々が入ってきた金、これを全部借りて使ってくれば、そうするとトータルのユーロはおかしくならないで済むわけであります。ドイツがさらにお金をガンガン借りて使ってくれば、ドイツ経済はもっと良くなって、所得が上がったドイツ人がスペインでもっと長いバカンスを楽しんでくれば、トータルではち

やんと回っているわけであります。

では、いまドイツでそういう行動が取られているかというと、皆さんもご存じのようにメルケルさん、まだ財政再建一色であります。どんなに周りの国がもう少し財政を緩めてよと言っても一切聞かない。それは聞かないですよね。先ほどご覧になっていただいたようにドイツの失業率は20年ぶりの低水準です。先進国の中で唯一過去のピークまで生産が戻ったのがドイツであります。ドイツからしてみれば、これ以上財政をふかして景気を良くする理由はまったくない。そうすると、あの金はドイツに入りますけれども、そこで止まってしまう。そうすると、その分だけユーロ経済全体がシュリンクしていくわけです。これが今のヨーロッパの問題であります。

これは今のヨーロッパの問題といま自分で言ったわけですが、この資本逃避は実は5年前、7年前は逆に動いていた。どういうことかといいますと5年前、7年前、フランスとかドイツの銀行は、自国の金利はものすごく低いわけであります。全然面白くない。ところが、ギリシャだとか、スペインだとか、ポルトガルの国債を買うとかなり高い金利が取れるわけで、ギリシャの国債を買ってもポルトガルの国債を買っても同じユーロですから為替リスクは取らなくて済む。あれは全部国債ですから、元本保証はある。高い金利が取れる。

なぜこれを買わないのだということで、あの時はドバーッと金がドイツやフランスからスペインやポルトガルに行ったわけであります。あのときなぜスペインやポルトガルが高い金利を払っていたかということ、あそこに住宅バブルが発生していたのです。バブルが発生していたら、もうどんどんお金がそこで吸い込まれていくわけです。

今度、もしも皆さんがスペイン政府でその場に、7年前、5年前のスペインにいたとしたら、自分の国の中ではとんでもない住宅バブルが発生している。止めたいわけであります。ところが、止められない。資本規制が設けられないということになっていますから、ドイツやフランスからガンガン金が入ってくるわけで、バブルはどんどん大きくなっていくわけです。いざバブルが崩壊して今度はバランスシート不況になりますと、その時はその金が必要なのにそれは全部国外へ出て行ってしまいます。

ということは、このユーロの問題、これはユーロ圏にしか発生しない問題であります。だから、ユーロでギリシャがひどい目に遭った、スペインがひどい目に遭った、だから、日本が財政再建をやらなければいけない。これはでたらめな議論であります。日本では絶対にこれは起きない。アメリカでも起きない。イギリスでも起きない。ユーロ圏でしか起きない。でも、このユーロ圏で起きている事態は大変深刻でありまして、どうしたらいいのかということになるのですが、私はこれに対して一つ提案をしております。

つまり、こういう事態、このユーロ圏でしか起きないこの資本移動、しかも、非常に不安定な資本移動、建設的なものは何一つなく事態をどんどん不安定にしていく資本移動に対しては、ユーロ圏の国は自国の国民にのみ国債を発行できると。だから、ドイツ国債はドイツ人しか買えない、スペイン国債はスペイン人しか買えないと、こういうふうなすべ

きではないかという提案をさせていただいております。こうすればスペインの金がドイツの国債で運用されるということはないわけで、できないわけですから、ドイツの金がスペインの国債で運用されるということもあり得ないわけであります。

もしもこのルールが10年前に入っておれば、いまヨーロッパで発生していることは何一つ発生しなかった。この話を出すと、私は1年前からこの提案をさせていただいているのですが、ユーロの人たちはやはり嫌な顔をされます。何か東洋人の我々がのこのこやって来てこうしろ、ああしろと言われるから、あまり気持ちはいいものではないらしい。最初は、いや、そんなことをやったらもうユーロの資本、自由な市場、大きな市場をつくろうと、統一市場をつくる精神に反するからそんな考え方はとんでもないと、まず反論が来るのですが、でも統一市場にすることのメリット、それによって市場に深みがつき、またその流動性が高まるというのは民間にはプラスになります。

でも、政府にプラスになるかどうか。統一市場にしてギリシャ政府がそれだけ国債を売ったりやすくした結果、ではギリシャ政府がそれだけ効率的になったか、それだけギリシャ政府の生産性が上がったか。まったく逆のことが起きたわけであります。ますます放漫財政がひどくなったのです。したがって、私の提案というのは国債の部分だけであって、スペインの人がドイツの株を買ったり、ドイツの銀行がスペインの社債を買う。これに対しては一切規制を設けるつもりはない。国債だけは、しかし、こうすべきではないか。

そういう話を20分もしますと向こうの態度がだいぶ変わってきて、ちょっとペーパーはあるかと、読ませると、こうなるのですけれども、まだこの考え方はフランスとかスペインのごく一部にしか広がってなくて全体の大きな流れにはなっていませんけれども、そういうふうに考えれば、ユーロを救う方法はあるわけであります。このルールを入れればいいのです。

もちろんいま入れると、すぐは適用できないわけです。あまりにも、例えば、ギリシャの国債というのはもう7割が外国人が持っているわけであります。あしたから外国人は持つてはいけないとやってもこれは上手くいかないわけですから、恐らく5年とか10年期間を設けて、それで、その間に少しずつ調整をしていって最後はこういうかたちに持っていくというようなことが必要だと思いますが、何らかのそういう処置が取られない限り、残念ながらこのユーロの問題、いい時も悪い時もこの非常に不安定な資本移動で振り回されてしまうリスクがあるということであります。

もっと根底の話に行きますと、ヨーロッパの国々はマーストリヒト条約というのを作ってユーロに参加したわけですが、そこには財政赤字は一国のGDPの3%を超えてはいけないというルールが書かれているわけであります。このルールはずいぶん今まで違反されて、ある人によりますとユーロが発足してからこのルールが無視されたケースが60回あるそうなのですが、いまドイツがやろうとしていることは、もう二度とこのルールを違反できないようにがんじがらめにしてしまえというのがメルケルさんがやっているいろいろな憲法改正の動きであります。

でも、考えてみますと例えば、このスペイン、この家計と企業、これはゼロよりも上ですから皆さん貯金をしているわけですが、この家計と企業を足し合わせますと 6%になります。ということは、スペインの民間がゼロ金利でも 6%貯金している。それに対して政府はその中の 3%しか借りて使ってはいけなくなったら、残りの 3%はどうなるのですかと。これは誰かが借りて使わないと経済は 3%シュリンクするわけでありまして。それに対して今のマーストリヒト条約は何の言及もしていない。つまり、こんなことが起きると最初から想定していないわけでありまして。バランスシート不況なんてあり得ないと。

1998 年にこの条約ができた時には確かにバランスシート不況という言葉もなかったし、日本だけは私が使っていましたけれども、世界的には全然なかった。でも、もう現実として、ここに 6%の民間貯蓄が発生している。それに対して政府が 3%しか赤字が出せないとなったら、残りの 3%分は誰も借りて使ってくれないわけですから、その分だけスペイン経済がシュリンクしていく。大恐慌シナリオになるわけです。こういうところもユーロはこれから手をつけていかなければいけないということでありまして。そういう意味ではユーロの問題はかなり深刻な問題です。

ただし、先ほど申しましたようにちゃんとこういうふう理解して、つまり、この理解が正しいとすればちゃんと手立てはあるわけです。では、5 年後にはユーロ圏の国は自国民にしか国債を売れないというルールにしましょうと。では、今から 5 年後どうやってそこに行くのか。それをこれから議論しましょうと、こういうふうに話が変わってくれば、後はもうブリッジファイナンスの話ですから、もうそれ以上パニックは起きないし、5 年後そのルールが入れば、今回ユーロ圏で起きたような話はもう二度と起きないのです。

しかも、そういうルールに変えますと各国のフレキシビリティ、つまり、柔軟性も高まるわけでありまして。バランスシート不況になってしまったと。民間が 6%貯金している。では、6%財政赤字を出しましょう。これは国民を説得することができれば、国民が納得してくれば、6%出してもいいわけでありまして。今の 3%ルールはそれができない。したがって、この自国民にしか国債を売れないというのはある意味で規律をもたらす。国民が納得しない財政赤字は出せない。逆に、同時に柔軟性も出てくる。国民さえ納得すれば、必要な時に大きな赤字を出せる。そうすると、この 3%ルールの代わりにこちらを入れれば、かなり事態はいい方向に向かうのではないかというふうに思うわけですが、何しろドイツが全然そういう理解を示していないわけです。

私もフランスの高官、オランダの高官、それからスペインの高官とはこういう議論をさせていただいて、皆さんすごくこの提案には興味を持ってもらったのですが、最後に言われたのは、「じゃあ、頼むからベルリンに行ってその話をしてくれ」ということでありました。そこまでお人よしでやる気もちょっとないのですけれども、もしかしたらそこまでやらないと世界経済は本当におかしくなってしまうのかもしれない。これが今のヨーロッパの状況であります。

では、最後に日本について一言だけ付け加えさせていただきますと、29 ページが日本の

資金循環表であります。これをご覧になっていただきますと、バブルの時に企業部門はものすごいお金を借りて、バブルが崩壊して一気に借金返済に回って 2003 年頃はめちゃくちゃな借金返済をやっていた。これは GDP 比で 10%であります。そこからバランスシートがきれいになってどんどん改善していった。そろそろこの青い線がゼロよりも下になるということを私はもう本当に心待ちにしていたのですが、そこでリーマンショックが起きてしまった。ドカーンとまた皆さん防衛本能を発揮されまして、バランスシートの強化のほうに行ってしまったわけです。

いま残念ながら、日本も企業部門も家計部門もゼロよりも上であります。ということはこういう時に消費税を上げる。財政再建をやるというのは相当景気に大きなマイナス影響を与えかねない。あの 1997 年の時と同じような状況になりかねないわけです。そういう意味では私は野田さんの言っているこの一体改革、一体全体何が一体なのか全然分からないのですけれども、単に消費税を上げただけではないのかと思うのですが、これはやはり要注意だろうというふうに思います。

日本政府の中でも例えば、日銀の方なんかはだいぶこのリスクについてはもう理解されているというふうに思いますが、政治家のほう、つまり、自民党の方々はこの 1997 年の橋本さんの時ですとか 2001 年の小泉さんを全部覚えていますから、自民党の方は DNA のどこかにこれがあるわけです。だから、安易な財政再建をずっと避けてきたわけですが、民主党の方はその時は野党ですから全然そういう苦しみを味わっていない。そうすると大蔵省あたりにもう赤字が大きいから早く財政再建をやりましょうよ、やらないとギリシャみたいになるなんて一言を言われたらコロリと行くわけです。ちょっとそれがいま気になるなという気がします。

こういう状況で、ではどうすればいいかというと、私はまず最初にこのトラウマに陥っている民間企業の皆さんにお金を借りたくなるようなインセンティブ、税制面から、また会計上の処理、早い期間で全部償却できるとか、オバマ大統領が一昨年の 12 月に打ち出した 2011 年のうちに設備投資をやったら全額 2011 年に償却できる。こういうルールをまず先に打ち出して、民間がそこまで話を面白くしてくれるならちょっとお金を借りてみよう。こうなってから消費税を上げるというこの順番でやらないと、まだ企業部門は全然お金を借りていないという時に財政再建に向かうと、また 1997 年みたいなことになりかねないという気がします。そこがそういう意味では日本を見る上での一つのリスクかなと思います。

多くの方はこういうバランスシート不況という理解ではなくて、単に財政赤字の大きさだけ見て大変だ、大変だと言ってずるずる話がそちらのほうに向かっていますけれども、過去の日本の経験をずっと遡って見ていくとやはりこの家計部門、企業部門、両方ともお金を借りていない。ゼロ金利でも借りていない。借りていないどころか返しているという状況の時の財政再建は極めて慎重にやるべきだというふうに思います。はっきり言ってやるべきではないと言うべきだと思いますが、ちょっと今の日本の流れを見ているとまたそ

ちらへ行って、またそこで何年かが失われるようになってしまうのかなということを危惧しております。

これが世界の今の状況かなと思うわけですが、あと一言だけ中国について言いますと、中国は誰よりも先に私のバランスシート不況論に乗ってきた方々であります。私の本が最初に英語で出たのが 2003 年なのですが、中国のエコノミスト全員がそれを読んでいた。新しく出たこのバーナンキさんも読んでくれた本、これは欧米で注目されるずっと前からもうすぐ中国で翻訳されて皆さん読んでいただいています。

中国の政策はそういう意味では、中国もリーマンショックの時は本当にバランスシート不況に向かっていたのですけれども、というのは住宅価格も下がっていたし、株も下がっていた。でも、あそこで 4 兆人民元というとんでもない財政出動をやって一気にそこからは上がったわけであります。そういう意味では、中国はバランスシート不況のことをどの国の政府よりも理解しております。実際に彼らと話をしても、「もうここはこうするんですよね。こうするんですよね。こうするんですよね」とはつきり言ってきます。

ただ、あの時に一つだけ中国は私の想定外のことをやりまして、だいたいバランスシート不況になるとお金を借りる人がいなくなりますから金融政策が利かなくなるということなのですが、中国だけは金融政策が利いた。なぜかというと地方政府がお金を借りたのです。

2008 年の 11 月に 4 兆人民元の財政政策が打ち出されるわけですが、その時に同時に中国の銀行は貸せる金は全部貸せということを政府当局が打ち出すわけであります。本来なら借りる人がいないはずですからここは空振りに終わるはずだったのですけれども、中国は地方政府がそれをドバーッと借りた。それまでは地方政府は中央政府からお金を借りてはいけないといういろいろなルールを入れていたので欲求不満みたいなのがあったようで、リーマンショックの後にはもうそうも言っていられない、地方政府はお金を借りてもいいということを中央政府が言った途端とんでもない金を地方政府が借りまして、それをいろいろなメガプロジェクトに使い始めたのです。

その金がいまインフレと、それから住宅バブルを引き起こしておりまして、いま中国政府がやっているのはあの金をもう一度回収しなければいけないということで大変厳しい金融政策をやっている。その結果、不動産関係はもうほとんどバランスシート不況と言われるような状況になっております。

でも、中国政府のことですから、そういう部分が一部に出てきて、不動産関係、ディベロッパーみたいな方がいくつか倒産すると言っても、その別の部分で景気が少しでも落ち込んでくれば、ではもっと奥地でドーンと公共事業をやろうと。共産主義というのは独裁主義でありますから、独裁主義の国は政府がその気になれば何でもできるわけであります。民主主義の国はもう財政出動をと言ったら、もう孫のクレジットカードを使うのかとか、いっぱいそういう暇人の方が大きな声を上げますからなかなかできないのですけれども、あそこは独裁主義ですからやろうと思えばできる。それで恐らくトータルではバランスさ

せるだろうというふうに思います。

ただ、都市部、特に住宅バブルがひどかった上海とか、そういうところでは局地的にはこれからバランスシート不況みたいなことが起きるところが出てくる。いくつか業者が倒産したとか、不良債権が発生した、銀行がおかしくなった。こういう話は恐らく一部で出てくるだろうというふうに思います。ただ、トータルで見た中国経済、これはそういう地域以外のところで恐らく中央政府はかなりの財政出動をやるというふうに思いますので、そうするとトータルで見た中国経済はそれなりの成長を維持する。局地的にはかなり厳しいところが出てくるというのが中国の経済になるのではないかとこのように思います。

だいぶ時間を超過してしまったのですが、世界経済は理解できないことはないというふうに思いますが、では正しい方向に政策が動くかということ、特にヨーロッパ、特にその中でもドイツはかなり時間がかかりそうであります。したがって、そこは十分注意されて対応されるべきではないかというふうに思います。どうも今日は長い間ご清聴ありがとうございました。(拍手)

司会 ありがとうございます。お時間はちょっとございませんが、せっかくの機会でございます。どなたかお一人だけご質問をお受けさせていただきたいと思います。どなたかご質問がございましたら、挙手にてお受けさせていただきます。お一人様だと申し上げるとなかなかお手を挙げづらいかと思いますが、スタッフのほうがお席までマイクをお持ちいたしますのでお待ちくださいませ。

質問 今日はどうも本当にありがとうございます。とても分かりやすい説明で非常によく理解できました。ありがとうございます。それで、一つ質問なのですが、ちょっと私の記憶違いかも知れないのですが、先ほどおっしゃられました小泉政権が財政再建をした時に、それから安倍政権に行くまでは株価が上がっていたと思うのですが、それはなぜそれから株価は上がったのかというのを教えていただきたいのです。

リチャード・クー 株はいろいろな理由で上がったり下がったりしますが、あの時は小泉さんの構造改革というのが特に海外の投資家の間で結構もてはやされて、構造改革をやって日本が新しく大きな飛躍をするのではないかと、そういうことが言われたのが少なくとも一つの理由としてはあったと思います。

ただ、今から言うのも申し訳ないのですが、日本の基本的な問題は構造問題ではなかった。バランスシートの問題だった。したがって、構造改革と言って大きく騒いだわけですが、本当に景気を良くしていくにはまずバランスシートをきれいにして、民間のバブルでおかしくなったものを全部ゴミを排除して、そこから次の展開にならなければいけなかった。でも、そういう理解は当初あまり、特に欧米ではなかったのも、今は皆さん持っていますけれども当時なかったのも、ちょっとそれに乗って浮かれた部分があったのかなという気がします。

あとは、小泉さんの場合も 2001 年の国債発行枠 30 兆円とやったわけですが、これは 3 年やって 3 年見事に全部失敗して 1 回もあれは 30 兆円に収まっていないのです。全

部歳入欠陥だった。2003 年にあの頑固な小泉さんが「こんな公約どうでもいいんだ」と捨てたわけであります。そうすると一気に景気は良くなっていったわけです。つまり、財政がいわゆるオートマティック・スタビライザー機能というのをそこで回復しましたから、それで景気も良くなっていった。それに合わせて株も上がっていった。この二つがあったと思います。

質問 ありがとうございます。

司会 ありがとうございます。まだまだご質問されたい方がいらっしゃるかと思いますけれども、後日財団を通じてご連絡を賜りますようよろしくお願い申し上げます。以上で第 2 部は終了でございます。最後にリチャード・クー様にいま一度大きな拍手をお送りくださいませ。(拍手) ありがとうございます。