

失われた10年と誤った「価格シグナル」

竹森俊平

戸田淳仁

序

07年に世界的金融・経済危機が発生して以来、90年代の日本の経験に注目が集まっている。主要先進国も、かつての日本のように「失われた10年」を迎える危険があるかどうかという点におそらく興味が抱かれているのだろう。だが、他方において、07年の世界的な経験が観察されることによって、日本の「失われた10年」についての理解が深まってきた面もある。日本のケースについてこれまで見落とされてきた問題が、世界のケースにおいては重大な事件として浮上したので、日本でもそれが重要であったと再確認されたわけである。

一例を挙げるならば、97年において三洋証券が破綻した際に、無担保翌日物のコール市場で戦後初のデフォルトが発生したことが大きな事件だったことは、当時の日本で市場関係者はたしかに認識していた。しかし08年のリーマン・ブラザーズの経営破綻の後に、短期市場が凍結状態になり、金融危機が全世界に波及するまでは、短期市場の信用崩壊（日本の場合にはそれは三洋証券ショックという形を取った）がどれだけ重大事件であるかを、経済学者は十分に認識していなかったといえるだろう。

08年のリーマン・ショック後、危機は欧州に波及して、ギリシャ政府の債務危機に発する「ユーロ危機」を生んだが、この出来事の本質は「資本逃避」の深刻化だったと捉えることができる。そこで「ユーロ危機」と日本の「失われた10年」を比較するならば、後者においては「資本逃避」がほとんど発生しなかった点が重要な特徴である。つまり、日本の危機は「資本逃避なしの金融危機」だった。本稿の目的はこのようなポスト・リーマン、ポスト・ギリシャの視点に立って、日本の金融・経済危機の性質を再評価することにある。議論を通じて明らかになってくるように、このような再評価は、12年に安倍新政権が成立して以来、経済政策の目玉として注目を浴びている「デフレ克服」についても、示唆を与えるものである。

どのような示唆が得られるのか、かいつまんで説明すればこうだ。92年にバブルが崩壊して以来の日本の経験を振り返ると、一つの重大な問題がそこに一貫して存在したことに気が付く。「価格シグナル」が経済を正しい方向に調整する働きをしてこなかったのである。

ひとつの例を挙げよう。後に詳しく見るように、多くの場合、ある国で金融危機が発生すると、その国の為替レートは減価する。そのため、金融危機によって国内需要にダメージを受けたその国は、通貨安の恩恵を受けた輸出拡大により、経済を回復することができる。一時的に生産を国内需要向けから、海外需要向けへと振り分ける為替レートの自国通貨安という「価格シグナル」の働きにより、経済は早期に金融危機による打撃から立ち直ることができるわけだ。ところが、日本の場合には、92年もしくは98年に起こった金融危機の後に、為替レートは自国通貨安（円安）になる代わりに、自国通貨高（円高）に振れた。これでは経済は、受けた打撃から立ち直ることが難しくなる。金融危機ばかりではなく、日本は、経済が他の種類の打撃を受けた場合にも、為替レートが円高に振れる傾向がある。たとえば11年に発生した東日本大震災のあとにも、為替レートは円安になる代わりに、大きく円高に振れている。

もう一つ例を挙げよう。通常、ある国の財政状態が悪化し、対GDP比でみた政府債務残高が拡大した場合には、国債金利は上昇する。ところが、日本ではそのような傾向はまったくと言っていいほど見られない。それだけではない。08年からの世界経済の下降に伴い、日本の政府債務残高も急速に拡大したが、この間、国債金利は下落している。このような状態が長期化することは、ある意味で重大な問題である。なぜなら、財政悪化が国債金利の上昇を生むような「健全な関係」が見られるならば、国債金利の上昇を観察した政府は、それを下落させるように財政健全化を図るだろう。さもなければ財政破綻となることが明白だからである。これに対して、財政悪化が国債金利の下落を伴って発生するような場合には、同様な財政健全化のための努力は起こりにくい。つまり財政悪化が国債金利の下落と同時に起こるような、日本における経済変数間の「不健全な関係」こそが、日本の財政が長期にわたり悪化させ続けた一つの大きな原因だったと考えられる。

本稿は、このような日本にだけ見られる「価格シグナルの歪み」にも焦点を当てる。その発生理由を検討するとともに、それを解消する方法についても考える。つまり、「デフレ克服」の重要な意義は、それによって日本においては経済の調整をつねに誤った方向に導いてきた「価格シグナル」を、正しい機能を持つようにさせること、すなわち政府の財政健全化努力や輸出を通じた経済回復を生むようにその機能を正しく調整することにある。

1. 国際比較—予備的考察

まず、国際比較を通じて、本稿の基本論点を明確にする。歴史的なデータを含めた金融危機の国際比較については、Rogoff、Reinhart (R-R) の重要な研究があるが、金融危機の総合的な研究である R-R に対して、金融危機発生前後の経常収支と為替レートの動きにとくに注目したというのが本稿の特徴である。R-R は不動産バブルの崩壊に伴っ

て発生する金融・経済危機が長期化する傾向があることを明示し、さらにそれがどれだけ長期になるかは経済政策の対応に依存することを指摘する。しかし他方において、危機収束までの時間に影響する他の要因、たとえば本稿の検討対象であるその国の経常収支や為替レートの変化のパターンといったものにはまったく言及がない。

金融バブルの発生原因としての資本流入の重要性を強調したものとしては、2010年の現連銀議長、Bernanke のスピーチがある。住宅価格の上昇と経常収支赤字の拡大との間に明確な正の相関関係が見られるというのが、このスピーチの基本的な主張である。本稿の研究は、この視点を拡大し、金融危機が発生した時点（これをゼロ年とする）の前後の経常収支と為替レートの変動にさらに注目していく。さらに、バーナンキの指摘する経常収支と資産価格変動の一般的なパターンと異なったパターンが、92年の危機発生前の日本で見られたことが、危機を長期化させる原因だったというのが、本稿の重要な論点である。

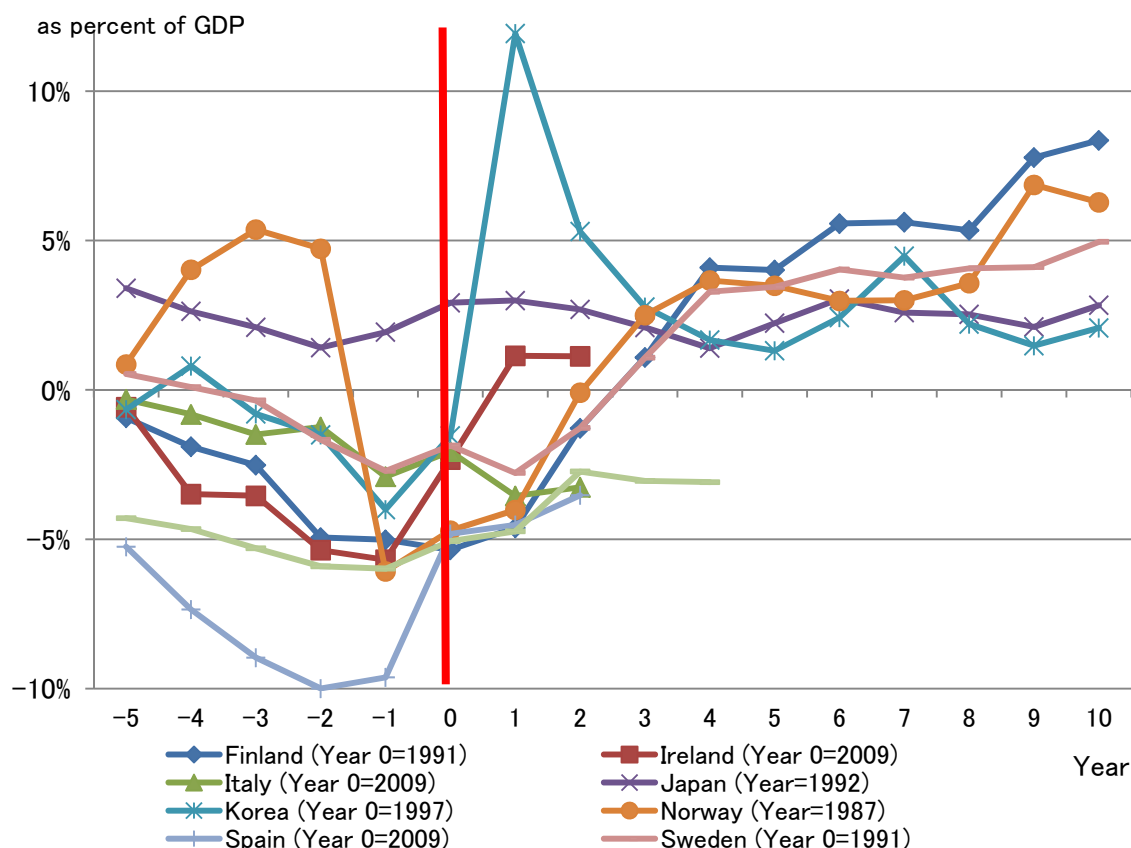
対象国としては次の国を選ぶ。スカンディナビアの国々は、日本と同時期の90年代初めにバブル崩壊による金融危機を経験したということで、しばしば比較対象に挙げられる。上述のR-Rも戦後の最も深刻だった金融危機のケースとして、日本とともにスカンディナビア三カ国を取り上げている。そこでここでは、スウェーデン、フィンランド、ノルウェーを対象国に選ぶ。97年に金融、経済危機を経験した韓国は、その後の立ち直りの速さで日本と対比されることが多い。そこでここでは韓国も対象に取り上げる。07年に発した世界的金融、経済危機は、アメリカに端を発し、欧州に飛び火してユーロ危機を生んだ。そこでアメリカ、ならびユーロ危機で被害を受けたスペイン、アイルランド、イタリアも対象国に選ぶ。

なお、ユーロ危機について選択した国の中で、イタリアだけは、国債金利が大幅に上昇したという意味で、財政危機に見舞われたという評価は妥当だろうが、その一方で、住宅バブルも、金融危機も経験していないという点では、スペイン、アイルランドとは状況が異なる。しかし、金融危機の発生がどのような意味を持つかを明確にするために、ここではイタリアも対象国として選択した。

まず、危機発生時点（0年）の前後のこれらの国の経常収支の動きを示した第1図に注目してもらいたい。日本を除いたケースでは、住宅価格上昇と資本流入の相関関係を指摘したバーナンキの議論と整合的に、海外からの資本流入の発生を反映して0年までは経常収支の悪化の傾向、すなわち赤字の方向に動く傾向が見られる。これに対して日本の場合は、そのような傾向が見られなかったばかりでなく、黒字基調にある経常収支が若干ではあるが、さらに黒字化した傾向が見られた。これは不自然な現象と言える。なぜなら、バブルというのは、事後的には非合理的な現象として判明しても、事前的には投資家にとり「絶好の投資機会」を意味するはずからである。そうであるなら、国内にバブルという「絶好の投資機会」を抱えた状態で、それでも投資家が海外に資本を輸出するというのはやはり不自然な現象といえよう。

80年代末の日本でこのようなことが起こったのは、日本経済の活力、とくに投資意欲がきわめて高かったためだと考えられる。あるいはそこには、近年、Hyun Song Shinが指摘しているような、銀行のバランスシートの自己増殖のメカニズムが強く機能しているかもしれない。つまり、銀行の保有している株式などの資産の価値が、バブルの影響で増加した場合、資産から負債を引いたものとして定義される銀行の自己資本が上昇し、法的な下限を大きく超える。このような状況で、銀行は自らの貸し出し余力が増加

第1図 危機前後の経常収支（対GDP比）



Source: IMF "International Financial Statistics"

したという判断を下し、貸し出しの拡大を図るのである。

このような場合、銀行が、国内の不動産市場をすでに飽和状態と判断していたり、大蔵省や日銀が不動産融資への規制を強化していたりするならば、銀行の貸し出しは仕方なく海外に流れることになるだろう。ようするに、国内のバブルによって生じた邦銀の資産の膨張があまりに大きかったために、国内のバブルと海外投資を同時にファイナンスするといった器用な芸当を、当時の邦銀が実行したのかもしれない。

今度は、0年の後、すなわち金融危機発生後の経常収支の傾向に注目してみよう。第1図から分かるように、日本以外のケースでは経常収支は黒字化の傾向が見られる。つまり、流入していた海外資本の少なくとも一部が、今度は流出に転じている。なぜ、そ

のようになるかといえば、理由として二つのものが考えられる。

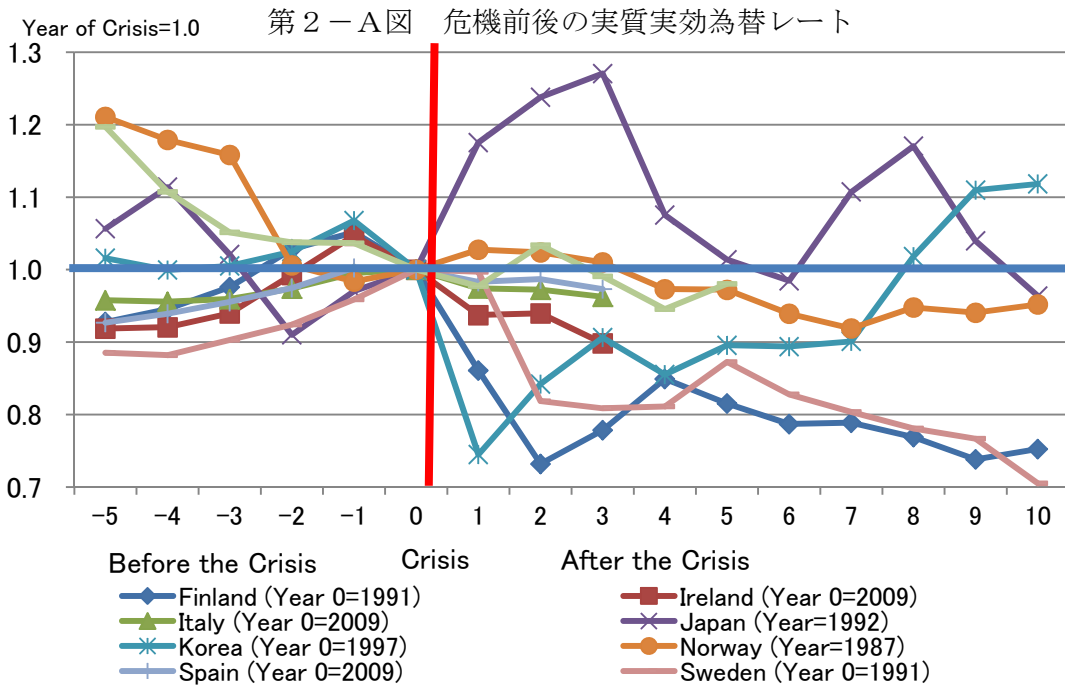
第一は「資本逃避」のケースである。すなわちそれまでは投資の危険に気が付かず、金利差などだけに注目して流入を続けてきた海外資本が、突然、危険を感知してその国から逃避しようとするのがこのケースだ。

第二は、「キャリー・トレード」のケースである。つまり、突然の金融危機に見舞われた国の金融当局は、資本逃避を恐れなくてよい場合には、金融システムを梃入れするために金利の引き下げを図るものだが、そうすると他国の金利との間の金利差が発生し、それが原因で資本が流出していく。つまり「キャリー・トレード」が発生する。このいずれのケースにおいても、金融危機発生後には資本が海外に流出するので、経常収支が改善する傾向が見られる。

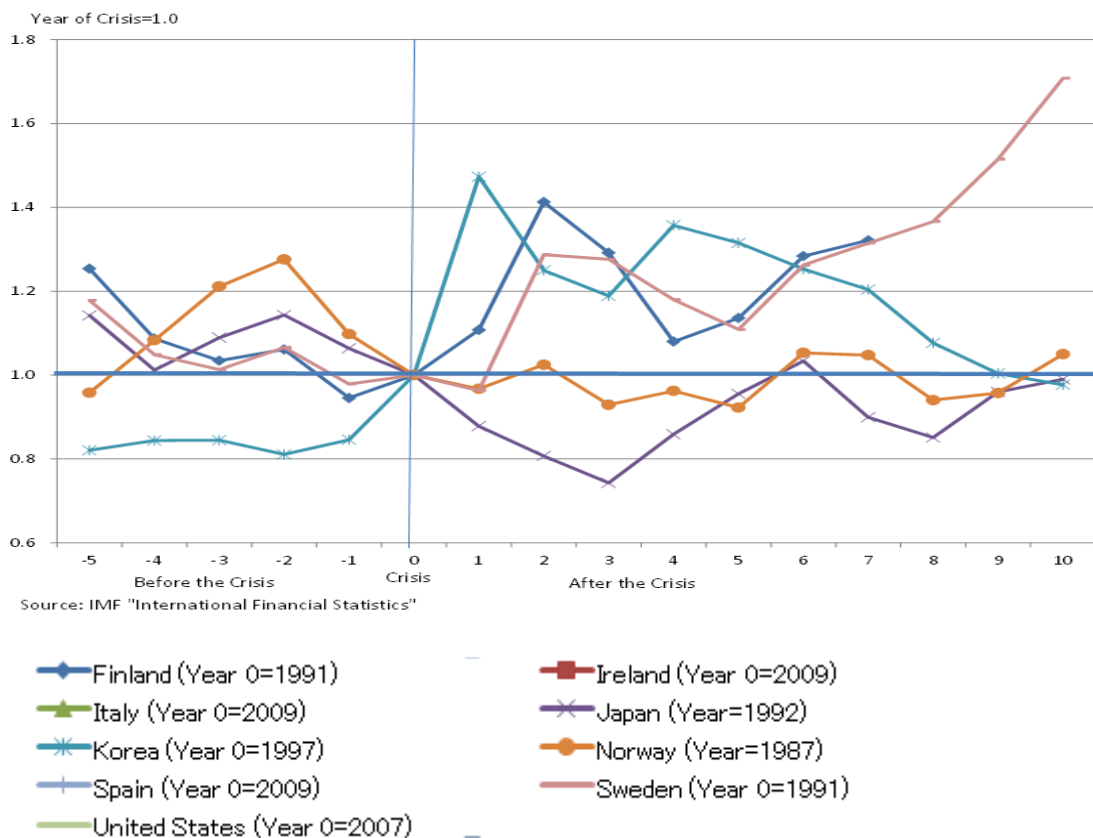
ところが、日本のように危機発生前にも資本輸出が続いていたようなケースでは、上の場合と異なった展開が生まれると予想される。こういうことだ。危機前に資本輸入が起ころうと、資本輸出が起ころうと、危機発生によってひとつのことが発生することだけは確実である。つまり金融逼迫である。危機によって貸し出しの際の信用問題が深刻化するために、金融機関は資金繰りに困るようになる。

この場合、資本逃避を恐れなくてもよい国では、中央銀行が大々的な金融緩和をして、金融システムのメルトダウンに備えることができる。しかし、危機前に資本輸出をしていたような国、つまり対外資産を十分に保有しているような国では、資本逼迫に対して民間レベルでの対応が可能である。つまり、対外資産を取り崩して、国内で差し迫った支払いに充てるのだ。日本の場合に見られたのは恐らくこれである。

日本とそれ以外の国との間の経常収支の展開の違いは、そのまま為替レートの変化の違いにも反映される。すなわち、その他の国の場合には、経常収支の改善とともに、自国通貨を売って外国通貨へ転換する動きが起こるので、為替レートは自国通貨安に変動する。これに対して、外国資産の取り崩しに伴い、外国通貨を売って、自国通貨へ転換する動きが起こる日本では、為替レートは反対に自国通貨高に変動する。この点を確認するために第2図一A を見てもらいたい。



第2-B図 危機前後の為替レート (名目、米ドルあたり)



注：1.0 以上は危機の時に比べ本国通貨安、1.0 以下は危機の時に比べ本国通貨高

この図に掲載されたのは、実質実効為替レートである。われわれにとって関心のあるのは、対ドルの為替レートである場合が多いが、ここではアメリカにおける為替レートの変動も視野に置きたいために、IMFの統計から取った実質実効為替レートのデータを使うことにした。この場合、国内におけるインフレ率の推移も為替レートの指標に影響を与えることになる。しかし、金融危機が起こる前、起こった後といった短期に着目するならば、その間の変化は名目為替レートの変動によるところが大きいであろう。それを確認するために、対ドルレートを載せた第2図—Bを見てもらいたい。二つの図の比較をすれば分かるように、上の為替レートの変化についての結論には大きな違いはない。

第2図—A,Bの検討から分かるように、0年の後にはっきりとした自国通貨高が見られているのは日本だけであって、それ以外の国では、通貨危機後の為替レートは減価の方向に向かっている。もっとも、ノルウェーの場合、若干、日本と近い自国通貨高の傾向が見られるが、これについては後ほど詳しく検討する。

先ほど述べた、金融危機発生後に「資本逃避」が起こるケースと、「キャリー・トレード」が起こるケースはどのように見分けたらよいのだろうか。

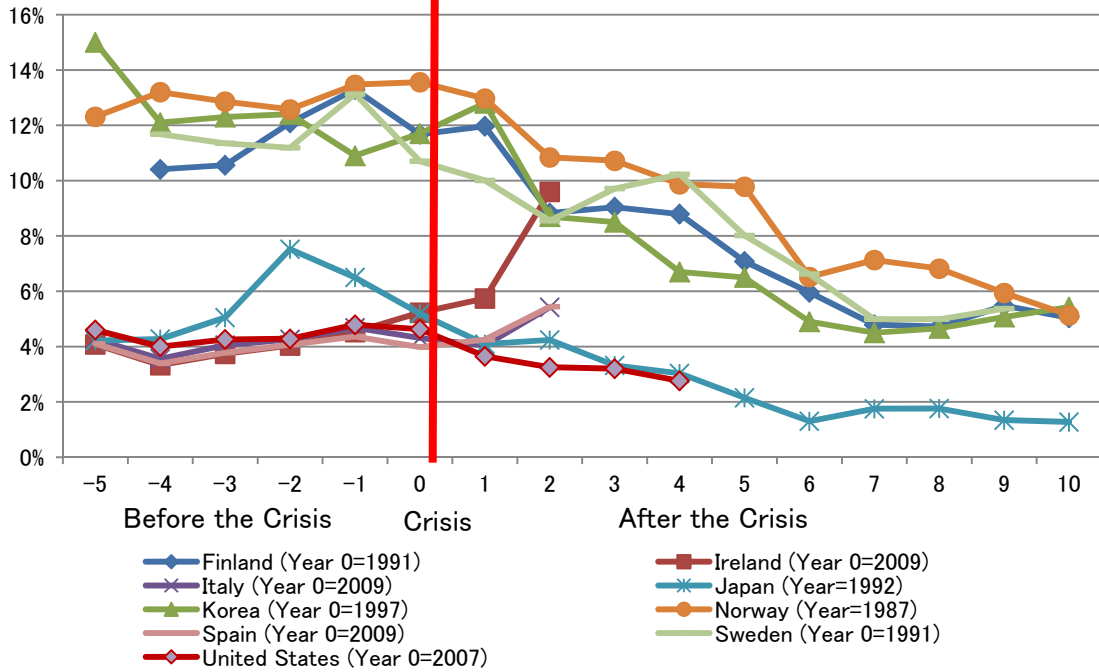
資本逃避が起こる場合には、国内の資金需要を海外からの資金供給で満たすことは困難になるだろう。そればかりではない。もしその国が資本逃避による金融逼迫を恐れるならば、その国の中央銀行は政策金利をむしろ引き上げて、資本逃避を防ごうとするだろう。このどちらの理由によっても、金融危機が発生した後に、その国において金利は上昇する。これに対して、資本逃避を恐れなくてもよい国の場合、先ほども述べたように中央銀行は金融逼迫に対抗するために金融緩和をする。その結果、その国における金利はむしろ下落するだろう。

第3図のAからEまでは、対象国における金融危機後の金利の変化を見たものである。金融危機後の金融引き締めが短期間で収束する場合もあるので、3—C以降の月次データが一番明確に事態の推移を伝えるだろう。これらの図を検討することで、いくつかの点を確認される。

第一に、スウェーデン、フィンランド、韓国、ユーロ三カ国は、少なくとも一度金利が上昇する局面を迎えており、資本逃避の発生があったことが伺える。これに対して、小国であってもノルウェーは、金利が上昇する局面が見られない。

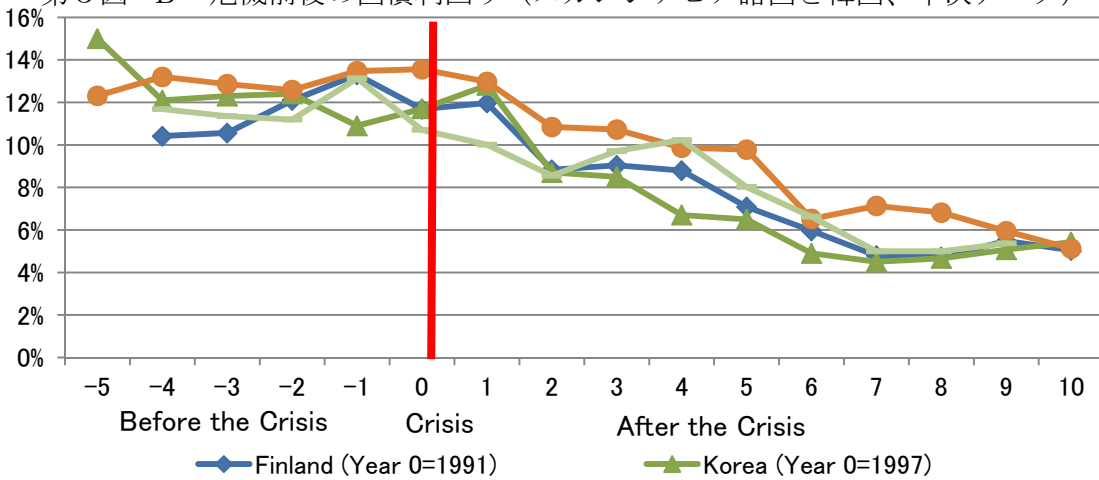
第二に、アメリカでは金利は一方的に下落しており、資本逃避は生じなかったことが明らかである。そうだとすれば、アメリカにおける経常収支の改善、通貨の減価はともに連銀の低金利政策の結果生じた「キャリー・トレード」によるものだったと結論できるだろう。

第3図-A 危機前後の国債利回り（年次データ）

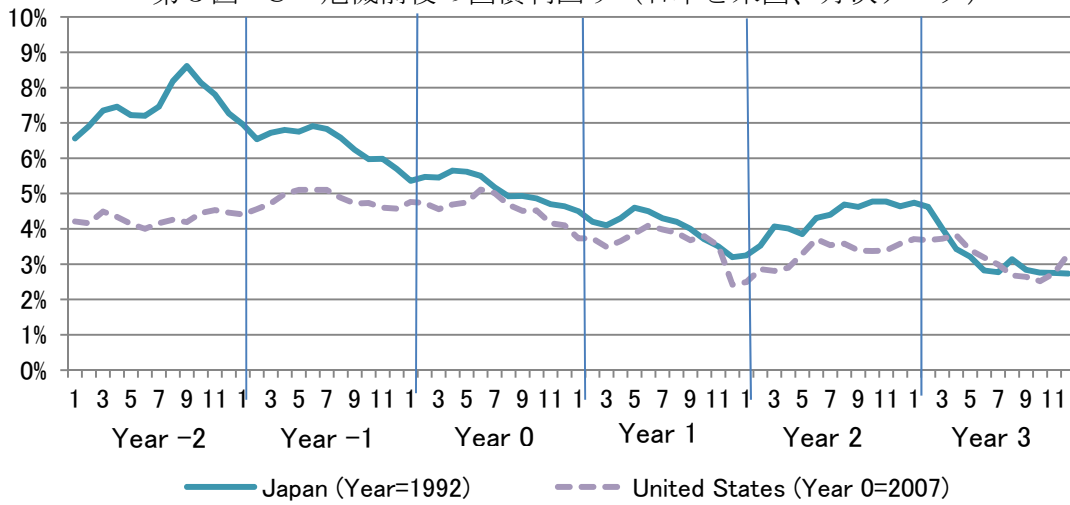


Source: IMF "International Financial Statistics"

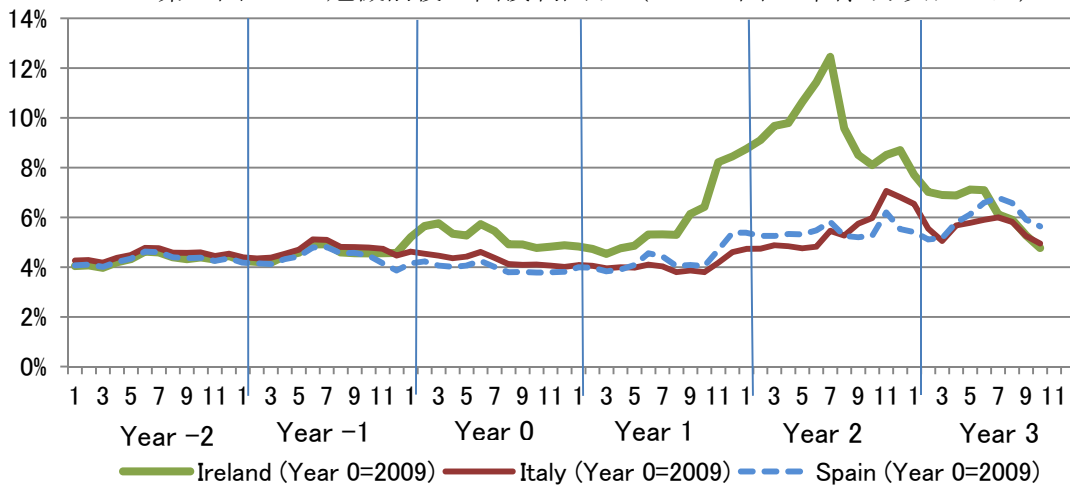
第3図-B 危機前後の国債利回り（スカンジナビア諸国と韓国、年次データ）



第3図-C 危機前後の国債利回り（日本と米国、月次データ）

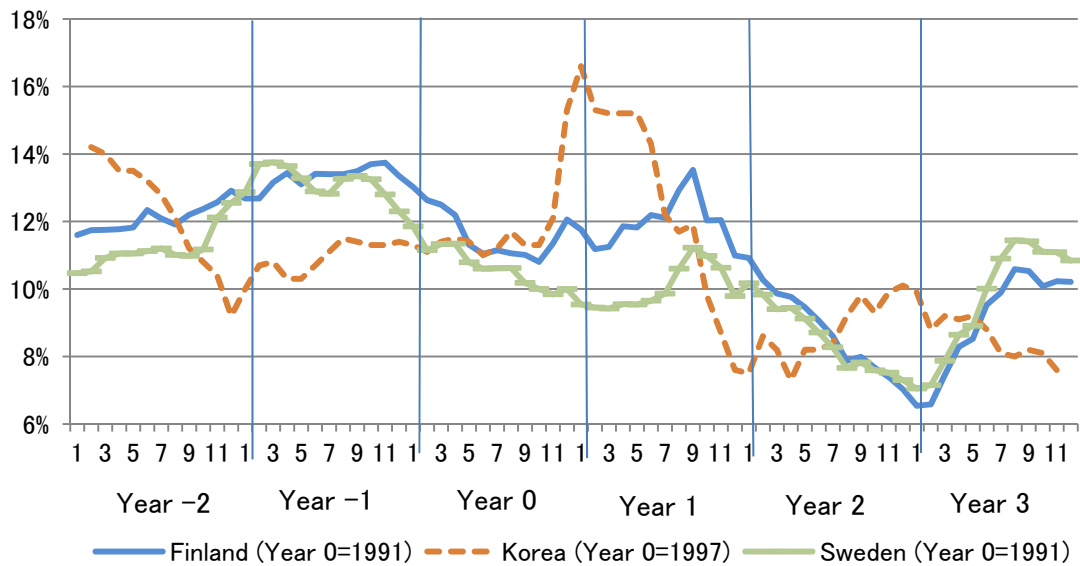


第3図-D 危機前後の国債利回り（ユーロ圏3か国、月次データ）



Source: IMF "International Financial Statistics"

第3図-E 危機前後の国債利回り（スカンジナビア諸国と韓国、月次データ）



Source: IMF "International Financial Statistics"

第三に、日本の場合には、アメリカと同様、金利は一方向的に下落しているが、アメリカとは異なり、経常収支はむしろ赤字に向かっている(黒字が減っている)。また為替レートは円高に振れている。これは先ほど述べたように、国内の資産バブルと対外資本輸出が同時並行して発生したという日本独自の状況に理由を求めることができるだろう。

2. 経常収支の動きを決める要因

金融危機が発生した時点で経常収支が黒字か、赤字かによって、なぜ、これほどまでに大きな違いが生じるのだろうか。そこに何らかの「市場の失敗」があるのかもしれないが、そうだとすれば、それは何だろうか。いくつかの要因を考えてみることにしよう。まず、今後の議論を進めるに当たり、ひとつの前提を置くことにする。それは以下のものである。

(前提) 金融危機発生前後の経常収支と為替レートは資本取引によって決定される

資本取引で動く金額は、貿易取引で動く金額よりも遥かに大きい。また、資本取引は貿易取引と比べて、短時間の間に大きく動く場合が多い。とくに、金融危機といった投資家の判断に大きく影響する出来事が起こった場合はそうである。

そもそも、経常収支と資本収支は裏表一体の関係にあるが、経常収支を裏の資本取引の関係から決定されるものとするならば、経常収支の黒字とはその国がネットで海外に資本を輸出している局面であり、日本の場合、これは円を売ってドル資産を購入する

ケースが多いので、円安、ドル高につながる。他方で、経常収支の赤字とは、その国が海外からネットで資本を輸入している局面であり、日本の場合、ドル資産を売って円に転換するケースが多いので、円高、ドル安につながる。

これに対して、経常収支を表の貿易取引の関係から決定されるものと考えれば、為替レートの変動についての結論が全く逆になる。この場合、経常収支の黒字とは、その国の財・サービスの輸出が財・サービスの輸入を上回る状態で、資本取引の関係を考察した場合とは異なって円高、ドル安をもたらす。他方で、経常収支の赤字とは、その国の財・サービスの輸入が財・サービスの輸出を上回る状態で、資本取引の関係を考察した場合とは異なって円安・ドル高をもたらす。

たとえば、2013年2月現在、日本では円安。ドル高が続いているが、これをもたらした可能性のある要因として経常収支黒字の縮小が挙げられている。(日本経済新聞2月9日トップ記事「縮む黒字 円安後押し」を参照)もし、本当に円安の要因が経常収支黒字の縮小にあるとすれば、現状においては、資本取引よりも、貿易取引が為替レートを決めていると言えるだろう。

貿易取引によって為替レートが決められる場合、経常収支赤字によって為替レートで円安となる理由を簡単に確認しておくことにしよう。まず、話を簡単にするために、日本が国際資本取引をしていないと仮定することにしよう。また、現在の為替レートの下では、財・サービスについて輸入が輸出を上回っているとする。輸入はドル建て輸入代金の調達のためのドル需要を生み、輸出はドル建て輸出代金を円建て所得に転換するためのドル供給を生む。したがって現在の為替レートの下では経常収支が赤字となるような場合、ドルの需要はドルの供給を上回るわけで、その状態から経常収支の均衡(ドルの需給均衡)が導かれるためには、為替レートがドル高、円安に変化する必要がある。

もし、この時に為替レートを不変に留めようと思うなら、かつての1ドル=360円の時代の慣行であったように、政府が為替介入をしなければならない。すなわち、政府は自らのドル準備を取り崩して、民間市場で不足するドル供給を補填する必要がある。他方でもし、政府が為替レートを不変な水準に完全に維持する代わりに、ドル高、円安を一部だけ認めるつもりなら、必要とされる為替介入の、たとえば半分だけを実行すればよい。そうすると、為替レートではドル高、円安が若干発生し、それと同時に日本の経常収支は赤字となり、政府の外貨(ドル)準備がその赤字額と等しいだけ減少することになる。

ここで国際資本取引を一部復活させてみよう。つまり、今度は政府が為替介入をし、市場に不足するドル供給を補填する代わりに、民間銀行(邦銀でも米銀でもよい)がドル供給の補填をすると考えるのだ。具体的には、民間銀行は輸入支払のためにドルを必要とする企業に、上の例で政府が為替介入を行ったのと同じ金額だけを貸し付けると考える。そうだとすると、結果はやはり、日本の経常収支は赤字で、為替レートはドル高、円安になり、政府の外貨準備は変化せず、その代わりに民間の対外資産が経常

収支の赤字額の分だけ減少することになるだろう。

このように、資本取引が先に起こるか、それとも貿易取引が先に起こるかによって、経常収支の変化と為替レートの変化の関係は異なってくる。経常収支黒字の縮小が円安を生んだという現在の局面では、むしろ貿易取引が先行しているのかもしれない。もっとも、上で説明したのは日本の経常収支が赤字になる場合であり、現実には起こっているのは黒字の縮小であるから、たとえ貿易取引が為替レートの動きを左右していたとしても、そこには投資家の思惑が関わっていることは間違いない。つまり、投資家が、日本の経常収支の黒字が縮小したことをもとに、いずれ経常収支が赤字になった場合の上のようなシナリオが起こることを予想し、そのシナリオに基づいて円売り、ドル買いの行動を取るために、現実にはいまだに経常収支は黒字であるのにもかかわらず、赤字になった時と同様な円安が生じるのである。

最初に述べたように、以下の金融危機の発生前後に焦点を当てた分析では、経常収支の動きは資本取引により決定されると考え、それに従って為替レートの変化を考察することにする。

次に問題になるのは、金融危機として具体的にどのような出来事を考えるかである。この点については、Rogoff, Reinhart とほぼ同様のシーケンスを考えることにする。つまり、次のような3段階で発生する出来事である。

- (1). 不動産価格の非合理的な上昇 (バブル)、
- (2). 不動産価格の急落 (バブルの崩壊)、
- (3). 金融機関のバランスシートの急激な悪化、

バブルとその崩壊というサイクルが非合理的なものである以上、非合理性が議論の前提とされるべきことは確かであろう。その非合理性については、いくつかの定式化が可能なのだが、ここでは議論を簡単にするために、次の要因を仮定することにしよう。

(A) 経済主体は近視眼的 (Myopic) な行動を取る。

つまり、経済主体は資産価格のファンダメンタル・バリューを推測することができず、資産価格の近時点における変動だけを見て、将来の価格を予想すると考えるのだ。理論的には正当化するのが難しいが、バブルという現象を説明するのに手っ取り早い仮定であるし、この仮定を置くことで、価格シグナルの重要性を明確にすることができる。つまり、経済のファンダメンタルを知らず、直近の価格シグナルだけによって予測を立てる主体は、誤った価格シグナルが与え続けられることによって望ましくない方向に行動してしまうのである。

本稿を特徴づけるのは、次の (B) と (C) という要因の存在を想定することである。この二つの要因こそが、アメリカと日本の金融危機の体験を、他の国々の体験と異なら

せたものだと思えるからだ。順番に、まず（B）である。

（B） 大国向け投資と小国向け投資で投資家は異なった行動を取る

「覇権国」という概念が、経済学で完全に明確にされたことは、いまだかつてないのではなかろうか。たとえばドルがなぜ、基軸通貨として扱われ、他の通貨とは異なった扱いを受けるのかという点について、完全に納得の行く経済学的説明はいまだに存在しないように思う。大国と小国の違いとして具体的に挙げられるのは、国際的な貸借が行われる場合、大国であれば、たとえ借りる側に回ったとしても、その国の通貨建てで貸借関係が結ばれるだろうということである。その結果、その国が債務を不履行する危険が低くなるので、金融危機が発生した際に資本逃避が起こる可能性も低くなる。なぜ、債務不履行の危険が低くなるかと言えば、その国の中央銀行が自国建て通貨を無制限に発行できるからである。（もっともその国の中央銀行が債務の返済のために無理なインフレ政策を行うなら、通貨価値の下落による投資家は損失を被るが、そのような危険はその国のスケールが大きいほど小さくなる）

（B）はアメリカのケースを考察する場合に特に重要な前提だが、次の（C）は日本のケースを考察する場合に、特に重要になると考えられる要因である。

（C） 自国の投資家と外国の投資家の間には非対称性がある

もし、自国の投資家と外国の投資家の間の相違を無視することができるならば、巨額な対外資産を抱えつつ、国内で不動産バブルの崩壊による金融危機を経験することになった日本と、その他の国のケースとで、その後の展開が変わってくるということもなかっただろう。この場合、すべての投資家は同質で、同じ価格シグナルを受けたら、同じ行動を取る。ある国の投資環境が悪化した時や、海外の金利が自国の金利よりも高い時には、国内投資家も、海外投資家も海外に資本を流出させるだろう。

しかし、実際には、自国の投資家と海外の投資家の間には非対称性があるものと考えられる。同じ金利差のシグナル（たとえば海外の金利が自国よりも高いというシグナル）に直面した時に、海外の投資家はすぐさま資本を海外に流出させるだろうが、自国の投資家の場合、そのような行動には、より粘着性（よほどの金利差でなければ海外に資本を流出させないという意味で）があるだろうと考えられる。また、自国で金融危機が発生した場合、危険を察知した海外の投資家はすぐさま資本を海外に逃避させるだろうが、自国の投資家の場合には、資本を逃避させないばかりでなく、対外資産を取り崩してまで自国で発生した金融逼迫に対応しようとすると考えられる。これは特に自国の投資家が自国銀行であった場合に当てはまるだろう。

なぜ、このような非対称性が存在するのか。金融理論においては、情報の非対称性の存在を理由に、企業にとって内部資金が外部資金よりも有利だとする理論がある。すな

わち、一般情報によってしか企業の保有するプロジェクトの価値を判断できない投資家と比べて、企業のインサイダー（経営者、取締役）は内部情報による判断ができるので、インサイダーの提供する内部資金の方が、企業にとっては有利な条件で利用できるというのである。それゆえ、外部投資家が企業外の投資プロジェクトの期待収益率を5%と判断し、その企業の持つ投資プロジェクトの期待収益率を3%と判断するような状況の下でも、内部資金を動かすインサイダーだけは、その企業の投資プロジェクトのファイナンスに回るというようなことが起こりうるわけである。

もし、一つの企業の外部と内部の間で発生する情報と行動の非対称性が、一つの国の内部と外部の間でも起こるのであれば、ここで考えているような自国投資家と海外投資家の間の行動の非対称性が説明できることになる。単純な例を挙げると、金融危機の発生で存亡の危機に立たされたのが国内の銀行である場合、もしその銀行が対外資産を保有しているならば、たとえその対外資産から得られる収益率が、金融危機の発生した時点でのその銀行の融資の期待収益率（これは海外投資家によって計算されるもの）を上回っていたとしても、その銀行が対外資産を取り崩して、自行の資金繰りのために用いるということが理論的には考えられるのである。もちろん、そこには情報の非対称性ばかりではなく、組織の存続を図らせるようなエージェンシー問題も存在しているのだろうが。

以上の(A),(B),(C)という3つの要因が、以下の議論で「市場の失敗」が起こる原因となるものである。それ以外に、一国の経常収支のパターンは次のような正常な要因によって左右されるものとする。

(D) 自国と外国の間の金利差

投資家は自国と外国の金利を比較し、より高いところに資本を動かす傾向を持つものとする。上で述べた要因(C)により、自国投資家は金利差に対する感応性が少ないが、それでも長期的には金利差に従った行動が見られるものとする。

(E) 自国通貨の減価（増価）は輸出の拡大（縮小）要因となる

先ほども述べたように、経常収支勘定は資本の面からみれば、資本輸入（赤字）もしくは資本輸出（黒字）を反映するものであるが、貿易の面からみれば、輸出超過（黒字）もしくは輸入超過（赤字）を反映するものである。「前提」に設けたように、本稿では金融危機前後の為替レートは、資本取引により決定されるものとする。これは経常収支についても、資本取引が牽引して決定されると考えることも意味する。他方において、ひとたび決定された為替レートは(E)に述べられたようなパターンで貿易に影響し、後者は金融危機後の経済の動向に影響を与えるものとする。もっと簡単に言うと、自国の通貨の減価は輸出拡大を通じて、金融危機後の経済の回復を助けると考える。

以上の5つの要因をもとに、金融危機が発生した前後の経常収支、為替レート、GDP

の変化について3つのケースを考えられる。具体的にはまず、金融危機前にその国が資本輸入国だったか、それとも資本輸出国だったかが問題である。資本輸入国だった場合には、次にその国が大国であるか、それとも小国であるかが問題である。この区別をすると、次の3タイプのケースが浮上する。

- (I) 資本輸入をする小国（以下、小国のケースと呼ぶ）
- (II) 資本輸入をする大国、（以下、大国のケースと呼ぶ）
- (III) 資本輸出国

このうち、(I)の小国のケースを本稿では「基本モデル」と呼ぶことにする。なぜなら、それが19世紀以降、活発に行われる国際資本取引の下で一番標準的に見られた金融危機のパターンだったからである。また、このケースにおいては金融・財政政策の介入がなくても、価格シグナルを通じた市場経済メカニズムだけによって、金融危機に見舞われた国が、一時的には深刻な景気後退を経験しつつも、その後、迅速なV字型景気回復を遂げることができる。

経済変動に対するマクロ経済政策による安定化があまりなされなかった19世紀において、金融・経済システムのメルトダウンに至るような危機の深刻化が回避できたのは、このことが理由だと思われる。そこで、(I)のパターンの国における金融危機前後の経済変数の変化をまず図式化してみることにしよう。

(X) 小国における金融危機前後の経済的な動き

まず、金融危機に先立ってこの国では資産（多くの場合、不動産）のバブルが起こるが、これが投機的な海外資本の流入を招くので、金融危機が発生する年、0年に先立ってこの国の経常収支は悪化する。つまり、もともとの経常収支の基調が赤字であれば、赤字が拡大するし、経常収支が黒字基調であっても、赤字に転じるか、黒字が激減する。外為市場に注目すれば、これは外貨売り、自国通貨買いを意味するので、為替レートは自国通貨高に振れる。

さて、0年において金融危機が発生したとしよう。これは通常、資産（不動産）バブルの崩壊に伴って起こる。それまで投資のリスクを十分に感知しなかった海外投資家は争って脱出口から逃げ出そうとするので、自国資産と自国通貨の売り（外国通貨の買い）が激増する。(C) 海外投資家と自国投資家の非対称性という要因により、自国投資家の方はそれほど敏感には反応しないが、小国の資本市場では海外投資家のプレゼンスが重要である場合が多いので、市場取引は海外投資家の行動によって支配される。自国通貨売り、外国通貨買いの殺到を反映して、自国通貨は大幅に減価する。また「資本逃避」を反映して経常収支は大幅に黒字化する。（黒字に転じるか、赤字であっても大幅に赤字が減少する）

次にGDPの動きに着目すると、金融危機の発生によって、国内の金融機関は資金繰りの逼迫に直面するが、中央銀行が金融緩和をすれば、資本逃避を激化することになる

ので、金利はそのままか、かえって引き上げられる。その結果、短期的に国内貸し出しは激減し、それがGDPの激減を招く。しかし、その後、為替レートにおける自国通貨安を反映して、自国の輸出が急増し、経済は輸出を梃にしたV字型の回復を遂げる。以上をまとめると、急激な景気悪化の後に、輸出主導の急速な経済回復が見られるというのが、資本を輸入する小国の場合である。危機発生後に経済に起こることがこのようなものであるならば、金融、財政政策の介入の必要性も少なくなる。オーストリア学派の経済学者が、経済危機に対してレッセ・フェール（自由放任主義）を主張したのも、あるいはこのような経済を念頭に置いていたのかもしれない。

19世紀における国際金融での覇権国がイギリスであったのは間違いのないところだが、そのイギリスも、次に検討する資本輸入をする大国のモデルよりも、いま検討した小国のモデルに従っていたことは、19世紀の著名な金融思想家ウォルター・バジョットの提唱する中央銀行の行動ルール、いわゆる「バジョット・ルール」から見て取ることができる。すなわちバジョット・ルールでは、危機に陥った銀行に対して中央銀行は「無制限の貸出し」を実行すると同時に、金利を引き上げることを要請される。金利を引き上げるのは、金融緩和と無制限貸出しがその国からの資本逃避を生む危険を抑制する必要性から生まれたものだとして解釈されている。つまり、19世紀においてはイギリスのような覇権国であっても、資本逃避の危険にさらされるために、小国のモデルに従って経済が動いていたのである。

覇権国でありながら、資本逃避の危険にさらされたのは19世紀のイギリスばかりではない。1930年代の大恐慌の経過を見ると、1931年にイギリスが金本位制を離脱した後は、当時の世界経済における圧倒的な大国であるアメリカからも資本逃避が発生している。当時のフーバー大統領が、1932年に「悪名高い」増税を実施したのは、この資本逃避に歯止めをかけることが目的だったことは、多くの経済学史家が指摘するところである。金という「代替的で安全な国際通貨」が存在した時代には、アメリカにさえも「小国」の議論が当てはまったということなのだろう。つまり、「金」という代替的国際通貨がある以上、「ドル」は資本逃避の対象となり得る通貨だった。この点を考えるならば、次に見る「大国のモデル」が重要となったのは、1971年にニクソン大統領が金とドルとの兌換を停止した時点、いわゆる「ニクソン・ショック」以降のことだったと見ることができるだろう。しかし、「大国のモデル」を議論する前に、ひとつだけ確認しておきたい点がある。

（ヒューム・プロセスと小国モデル）

金融危機のパターンとして、もっとも標準的なのが上で説明した「小国のモデル」であり、しかもこのモデルの場合には、政策介入がなくても経済は自律的回復を遂げる可能性があるとして上に述べた。しかるに、国際金融における自律的回復のメカニズムとしてもっともよく知られたものは、18世紀のイギリスの哲学者、デビット・ヒュームによ

る古典的な「ヒューム・メカニズム」であろう。上に説明した小国モデルとヒューム・メカニズムの間には類似点があるので、その点を簡単に説明しておくことにしよう。

ヒュームの考えたのは、国際的な支払いに用いられる通貨が「金」であり、しかも国際間の取引は貿易だけで、国際資本取引はないという世界だった。このような世界で、一時的に国際収支の赤字を経験した国（自国）が、その後、国際収支の均衡（金準備の回復）を取り戻すまでのプロセスを彼は次のように予想する。つまり、一時的なショックによる国際収支の悪化に伴い、自国から外国へと金の流出が発生するが、金本位制の下で、金は自国のマネーサプライを決定する要因でもあるので、マネーサプライの減少を受けて、この時自国では物価と賃金の下落が発生する。他方で、金準備の増加した外国では、マネーサプライの拡大を受けて、これと逆のこと、すなわち物価と賃金の上昇が起こる。こうして金の流出を通じ、結果的には、自国にとっての国際競争力の改善（交易条件の悪化）が生じることになり、そのために自国の輸出は拡大、輸入は縮小して、自国は当初失った金準備を国際収支の黒字化を通じて回復することに成功する。

本稿の小国のモデルでは、金融危機にあった小国が、国際競争力の改善（交易条件の悪化）を通じて、自律的回復（V字型回復）を遂げる点はまったく同様である。ヒューム・モデルにおける「金」を、小国のモデルにおいては「ドル」と読み替えれば、話はほぼそのまま話がつながる。

しかしながら小国のモデルには、二つの点でヒューム・メカニズムとの相違がある。第一に、小国のモデルでは、国際資本取引が重要な役割を演じ、小国が当初、「ドル」の喪失というショックを受けるのは国際資本取引（資本逃避）を原因とする。第二に、小国のモデルでは、自国が国際競争力の改善（交易条件の悪化）を達成するのは、物価と賃金の下落ではなく、為替レートの減価である。このような違いはあるものの、小国のモデルにおいては、ヒュームの考えたのと同じように、ショックからの自律的回復過程が「価格メカニズム」の働きを通じて実現するという点は特筆に値する。

（Y） 大国における金融危機前後の経済的な動き

前項でも述べたように、金融危機が発生した後でも、資本逃避を恐れる必要がない大国（これは現時点ではアメリカを意味する）が出現したのは第二次大戦後、恐らく金とドルの兌換が停止された1971年のニクソン・ショック後のことだったと思われる。金本位制の下では、いかなる大国の通貨であっても、安全な金との比較の上で、逃避の危険にさらされていたからである。

金融危機発生の後、資本逃避の心配を抱かなくて済む大国には、小国のケースと比べての有利な点と不利な点の両方がある。まず、有利な点は、資本逃避を恐れなくて良いので、金融システムの挺入れをするための金融緩和を迅速にできるという点である。そのため、金融機関が深刻な資金繰りの問題に直面して貸し出しを大幅に圧縮することもないので、金融危機発生後のGDPの落ち込みも軽微で済む。これに対して不利な点は、

小国の場合と異なり、資本逃避に伴う大幅な通貨安が生じないということである。

だが、この点については政策的に調整する余地がある。ようするに、中央銀行が政策金利を引き下げ、「キャリー・トレード」を発生させて、自国通貨安に導けば良いのである。金融システムの梃入れのために必要なのも金融緩和、通貨安に導くために必要なのも金融緩和なのだから、金融政策の実施を困難にするようなジレンマは生じない。以上の観察を下に、小国の場合と比べた大国の場合の経済変数の展開の違いをまとめると次のようになる。

まず金融危機に先立つ時期においては、バブルという「良好な投資環境」を見込んだ資本流入があるために、大国の経常収支は悪化し、為替レートは自国通貨高になる。ここまでは小国のモデルと変りがない。問題は金融危機が発生する0年以降の変化である。まず、資本逃避がなく、金融機関の問題に対して中央銀行が金融緩和で応じることができると、金融危機発生後のGDP下落は小国の場合と比べて軽微で済む。また、資本逃避が起こらないために、金融危機発生後には経常収支の大幅な改善も、為替レートの大幅な下落も起こらない可能性があるが、実際にそうであるかどうかは、金融政策の対応、つまりどれだけ積極的な金融緩和政策が実施されるかに依存する。

積極的な金融緩和がなされた場合、キャリー・トレードが盛り上がることを通じて、経常収支は恐らく小国の場合よりもゆるやかに改善し（資本輸出の発生）、為替レートも自国通貨安に振れる。この場合も経済はV字型の回復を遂げるが、小国の場合と比べると、谷が浅く、山も急ではない。小国と大国との違いは、大国の場合、V字型回復をレッセ・フェールによって実現することは困難で、積極的な金融緩和が実施されるかどうかはすべてが掛かっているということだ。

(Z) 資本輸出国における金融危機前後の経済的な動き

このケースは、金融危機発生後に資本逃避が起こらないという点では、(Y) 大国のケースと似ている。しかし、自国の投資家が、自国に対する投資を優先するという傾向があるために、金融危機発生後に経常収支を黒字拡大の方向に動かし、通貨安をもたらすことは一層困難になる。つまり、この場合には自国通貨安をもたらすためには、大国の場合と比べてより一層強力な金融緩和が必要となるわけである。

そのような緩和が怠られた場合には、価格シグナルは、経済を正しい方向に調整するのとは逆の方向に働くことになる。つまり金融危機発生後には自国通貨安の代わりに、自国通貨高が導かれるのである。さらに資本輸出国のケースでは、経常収支の動きは、資本輸入国とは大きく異なる。これは大国のケースであってもそうである。まず、この経常収支のパターンに着目してみよう。

まず、資本輸出国の場合、定義からして国内で資産（不動産）バブルが発生している最中にも経常収支は黒字を続ける。なぜ、国内にバブルという格好の投資対象がありながら、日本がネットで海外投資をしていたのかは一つのパズルである。そもそも国内で

バブルが発生した理由が、対米黒字が政治的問題として浮上し、その対応に政府・日銀がプラザ合意によって円高誘導を試みたところ、円高が進みすぎたので、慌てた政府・日銀が過剰な金融緩和に走ったというドタバタした政策対応にあったことはよく知られている。そういう特殊な政治的経緯もあったのだろうが、その当時の日本経済は国内のバブルを抱えながらも、同時に对外投资をするだけの旺盛な投資意欲があったというのがより根本的な要因と考えられる。ここで、先述の Hyun Song Shin の指摘するような銀行システムの資産膨張のメカニズムが重要な役割を演じたことはおそらく間違いないだろう。

对外投资それ自体は、為替レートを円安にする要因だから、「円高」への対応として金融緩和をした判断自体は誤りでなかったことになる。ただ、それが無用な不動産バブルを発生させた点が政策的な誤りだったのである。

それでは金融危機が発生した後はどうなるのか。資本輸入国で大国である場合との違いは、国内で発生した金融逼迫に対応するために、金融機関が対外資産を処分し、資金を国内に持ち込もうとすることである。その結果、経常収支は、資本輸入国の場合とは異なって、黒字化する代わりに赤字化する。これを反映して為替レートについては、円安ではなく、円高が生じる。

GDPについてはどうかと言えば、金融機関がバランスシートに生じた穴を、対外資産の取り崩しによって埋めようとするために、重大なバブル崩壊が生じたのにも関わらず、金融システムはあたかも深刻なダメージを受けなかったように振る舞うことができる。その結果、銀行貸し出しも大きくは減少せず、GDPの下落もわずかに留まる。

他方において、為替レートが円高の方向に振れるために、金融危機の発生で、国内に生産余力が生じるにも関わらず、輸出ドライブはさほど掛からない。その結果、資本逃避が起こった国の場合のような、輸出を梃としたV字型回復は未遂に終わる。景気の大きな下揺れが起こらない代わりに、経済低迷は長期にわたって継続するわけである。「失われた10年」が発生した背景には、このような動学的メカニズムがあったと考えることができる。

3. 経常収支とGDPの動学再考

以上の議論は、金融危機発生前後の経済の推移には、「深い谷と、急な山」を伴う小国における資本逃避型パターンと、「浅い谷と、浅い山」を伴う、大国もしくは資本輸出国型パターンの二種類があることが分かる。これをデータの上で確認するなら、資本逃避型パターンでは、金融危機発生時点（0年）の前後における経常収支の変化（赤字から黒字に向けての変化）が大きいと同時に、0年以降のGDPの一時的変化（GDPの急激な落ち込み）も大きいはずである。これに対して、大国もしくは資本輸出国の場合には、経常収支の変化がよりマイルドである一方で、GDPの一時的変化もやはりよ

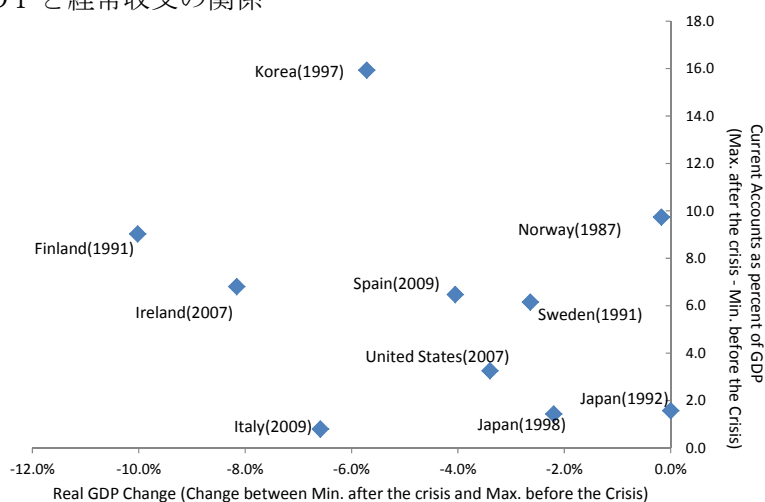
りマイルドなものと考えられる。

このような経常収支の変化とGDPの変化の関係が実際に見られるかどうかを確認したのが、第4図および第1表である。まず、二つの変数の間には、大国（アメリカ）と資本輸出国（日本）を全体のサンプルから除外すると、若干ながら予想通りの有意な関係が見られるが、サンプル数の小ささを反映し、統計的な有意性は低い。（第4図一Bを参照のこと）

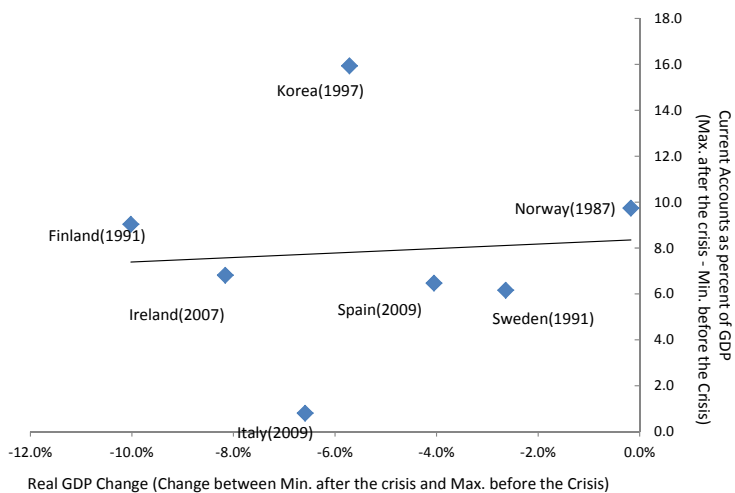
他方において、GDPの急激な落ち込みを経験した国が、その後、急速な経済回復を遂げている例があることは、第1表から見て取れる。谷が深い時には、山も急であるという喩が当てはまり、深刻な資本逃避型危機を経験した国では、その後の回復も急激だった実例が存在したのである。なお、大国のモデルとして想定したのとは異なり、アメリカのGDPの落ち込みはかなり大きい、それは今回の世界的経済危機が戦後かつてないほど深刻だったことによって説明されるだろう。

第4図 実質GDPと経常収支の関係

(4-A)



(4-B 一部の国を除き回帰直線を挿入)



第1表 危機前後の実質GDP

	Crisis Year (Year 0)	GDP, Constant Price, Percent Change						
		Year -1	Year 0	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Average Year 0 - 2
Finland	1991	0.5%	-6.0%	-3.5%	-0.8%	3.6%	4.0%	-3.4%
Ireland	2009	-2.1%	-5.5%	-0.8%	1.4%			-1.6%
Italy	2009	-1.2%	-5.5%	1.8%	0.4%			-1.1%
Japan	1992	3.3%	0.8%	0.2%	0.9%	1.9%	2.6%	0.6%
Korea	1997	7.2%	5.8%	-5.7%	10.7%	8.8%	4.0%	3.6%
Norway	1987	4.0%	1.8%	-0.2%	1.0%	1.9%	3.1%	0.9%
Spain	2009	0.9%	-3.7%	-0.3%	0.4%			-1.2%
Sweden	1991	1.0%	-1.1%	-1.2%	-0.4%	3.9%	4.1%	-0.9%
United States	2007	2.7%	1.9%	-0.3%	-3.1%	2.4%	1.8%	-0.5%

注：表中の濃い赤はGDPが2%以上下落した年、薄い赤はGDPが0~2%下落した年、青は危機後にGDPの回復（3%以上のプラス）が見られた年を示している。

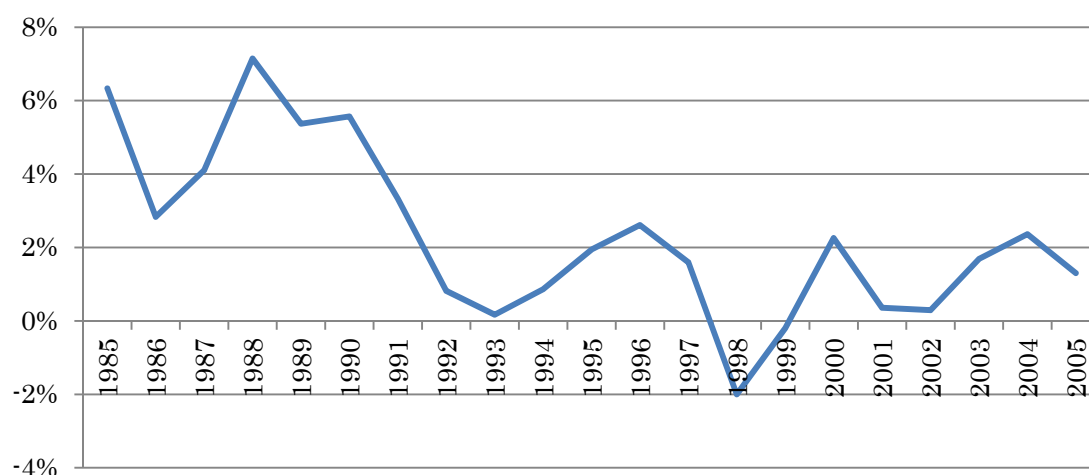
Source: IMF “International Financial Statistics”

（日本における二度の危機）

次に日本についての動きに注目してみることしよう。GDPの時間的推移を見た第5図から分かるように、失われた10年の間に日本は二回、GDPの急激な落ち込みを経験していることが分かる。不動産バブルが崩壊した92年、それと拓銀、山一（97年）および長銀、日債銀（98年）といった大型倒産を受けた98年である。実際、「金融危機」ということ言うなら、基準年とするべきなのは92年よりも98年だったかもしれない。92年には銀行株が大きく値下がりし、時の宮沢首相が証券市場の閉鎖を考慮したというような展開はあったが、それはいわばニアミスで、現実には金融機関が経営破綻する事態にはいたらなかった。これに対して、97年および98年には、実際に大型倒産が発生し、金融市場が凍結するという典型的な金融危機の兆候も見られた。

GDPについて見ると、90年代そこまでは、バブル崩壊のあった92年を入れても、経済成長率がマイナスになることはなかったのに、97年、98年は二年連続して成長率はマイナスを記録した。さらに日本の場合には、金融危機が起こった後でも資本逃避は発生しなかったと先に述べたが、98年における急激な円安の進行は、一時的な資本逃避の発生を反映したものと伝えられている。

第5図 実質GDP成長率（日本）



Source: IMF “International Financial Statistics”

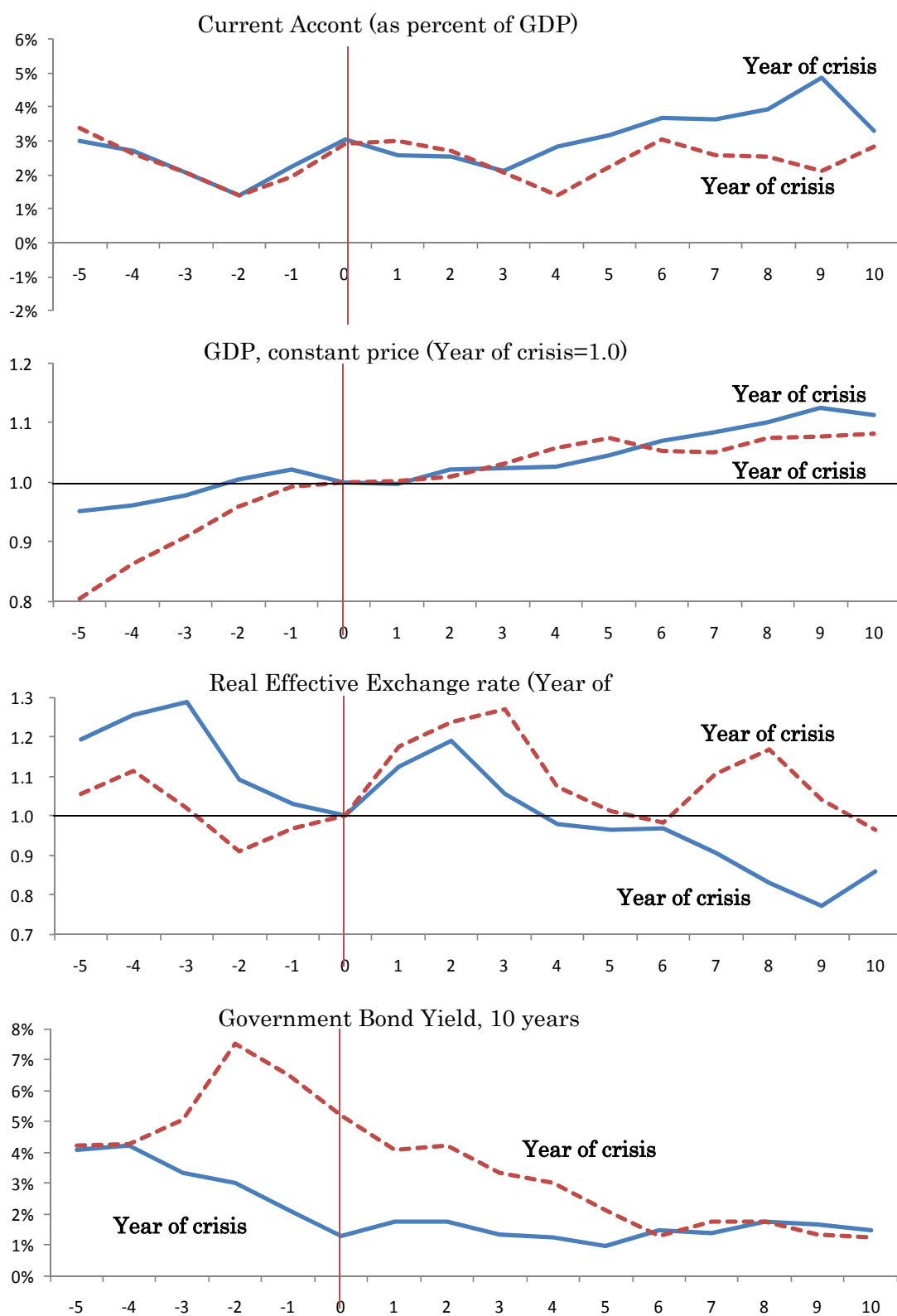
ここで、一つの実験を試みよう。金融危機の発生時点として92年をとるシナリオと98年をとるシナリオの二つを比較してみるのである。つまり、バブル崩壊の起こった92年の近辺で起こった出来事と、金融機関の大型倒産のあった98年の近辺で起こった出来事の間類似性があるかを確認するわけである。

それを見たのが第6図である。この図から分かるように、ただ一つの点を除いて両者はきわめて類似している。たとえば、経常収支について見ると、基準年（0年）までプラスの方向に動いていた経常収支は、0年以降、マイナスの方向に動いている。深刻な金融危機に直面した場合、資金の逼迫に備えるために対外資産を取り崩すという日本の金融機関の行動の特徴が、ここにも明確に表れているのだ。

経常収支の動きを反映して、為替レートの方は、2回の危機のいずれにおいても、危機後には円高の方向に動いている。ただし、98年の方が実質為替レートの増価の度合いが大きい。このように日本の経験は、経済が脆弱であるほど円高が進むといった性質のものだった。

二回の危機においてただ一つの違いは、長期金利の動きである。つまり92年の第一回目の危機の場合、長期金利はしばらく高い水準にあって、その後下落を始めたのに対して、第二回目の98年の危機では、長期金利はひたすら下落を続けている。金利が高いということは、経済の活力の反映である場合が多い。つまり、それは投資のための資金需要が旺盛であるために、資本市場で需給の逼迫が生じ、そのために金利が上昇しているような状態を反映する。92年において金融危機が発生した後もしくはしばらくは長期金利が高い水準にあったということは、その時点において市場が日本の投資需要が長期にわたり旺盛であることを予想していたためだろう。

第6図 日本における二回の危機の比較

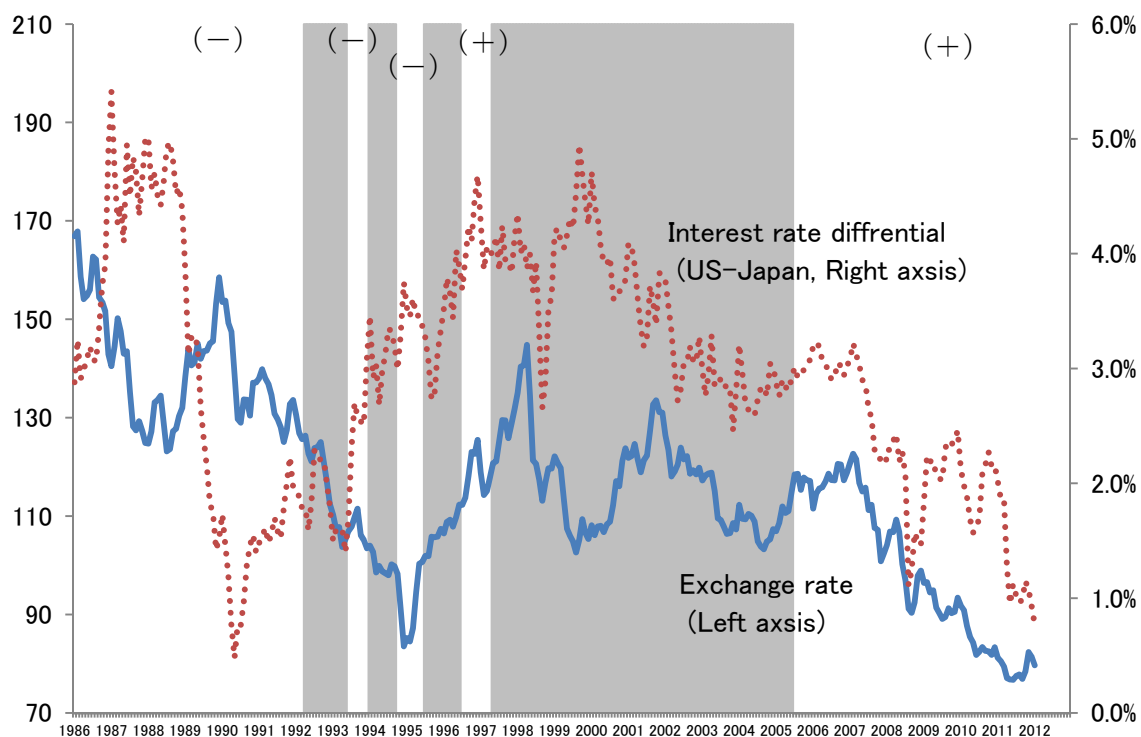


Source: IMF "International Financial Statistics"

これに対して、98年の金融危機では、長期金利が一方的に下落を続けたということは、市場の日本経済に対する見方がすでに大きく変化したことを意味する。もはや、日本経済はかつての活力を失っただけではなく、デフレまでが発生し、しかも市場は、それが長期にわたるものと市場は予想していたのだろう。

このように考えると、日本経済がまだ活力を持っていた一回目と比べて、すでにデフレが定着していた二回目の金融危機は、日本経済にとってより大きな痛手だったと考えることができる。より大きな痛手と考えられる理由は、そればかりではない。政策金利が高い水準にあり、引き下げの余地が十分にあった一回目と異なり、二回目の危機が発生した時点では、政策金利はすでに低い水準にあったから、引き下げの余地は少なかった。もはや引き下げの余地が乏しいことは、その後における為替レートの動きについても暗雲を投げかけた。なぜなら、92年に一回目の危機が発生し、対外資産の取り崩しに伴う円高が生じ、それがひと段落した後は、先ほど(D)の要因として挙げた金利差が、為替レートの推移に効きはじめてきたからである。

第7図 日米金利差と円ドルレート



Source: IMF "International Financial Statistics"

灰色の部分、金利差と円ドルレートの相関係数絶対値（前後6か月）が0.4以下を表す
 上記の（+）は金利差と円ドルレートの相関係数（前後6か月）が0.4以上、（-）は金利差と円ドルレートの相関係数（前後6か月）が-0.4以下を表す。

この点は、日米金利差と円ドルレートの関係を見た第7図によって確認することができる。この図から分かるように、金融危機の発生時点（0年）のあとしばらくは、為替レートは金利差のトレンドを外れて独り歩きする（大体円高の方向に揺れる）が、それがひとたび収まると、金利差に従って動くことが分かる。二回目の危機の発生前の状況はそのようなものであって、この頃から日銀の金融緩和が遅ればせながらも為替レートを円安の方向に動かすことに効果を持ち出したのである。残念ながら日本経済に取り良好なこのようなトレンドは、二回目の危機の発生によって中断してしまった。

この図からは07年にサブプライム危機が発生してから、なぜ円・ドルレートがドル安の方向に動いたのか、その理由についても示唆が得られる。つまり、連銀の金融政策は、ほぼゼロという下限の政策金利に到達してからは、長期金利を引き下げることに向けられてきた。恐らくその効果があったため、アメリカの長期金利は日本の長期金利に対して下がり始めた。特に連銀が長期国債の買い入れを進めた2011年頃から金利差が急速に縮小していることが、この図から見て取れる。この時期は為替レートの金利差への感応性が強かったようで、それがために為替レートはドル安の方向に動いたのである。この観察は、今後、日銀が円高とデフレへの対策として長期国債に焦点を当てた買いオペを進めるべきであることを示唆する。

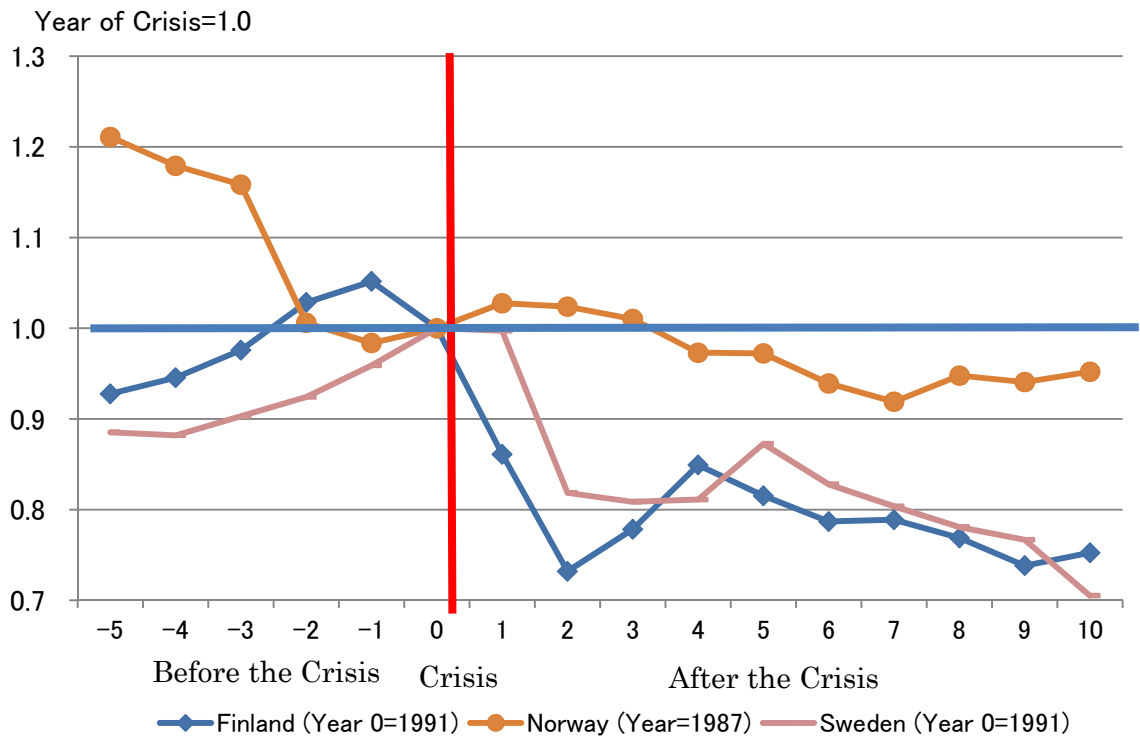
4. 小国の経験から観察できること

これまで対象国を、(I) 小国、(II) 大国、(III) 資本輸出国、の3つのグループに分けて議論を進めてきた。ここで (I) 小国のグループについては、初めに述べたように、いくつかの連鎖的危機によって影響を受けた国々が含まれている。つまり、90年代のスカンディナビア危機によって影響を受けたのが、スウェーデン、フィンランドであり、09年からのユーロ危機によって影響を受けたのが、アイルランド、スペイン、イタリアである。そこで、次にこの二つの連鎖的危機に焦点を絞り、各国ごとの影響を観察することにしよう。

(スカンディナビア危機)

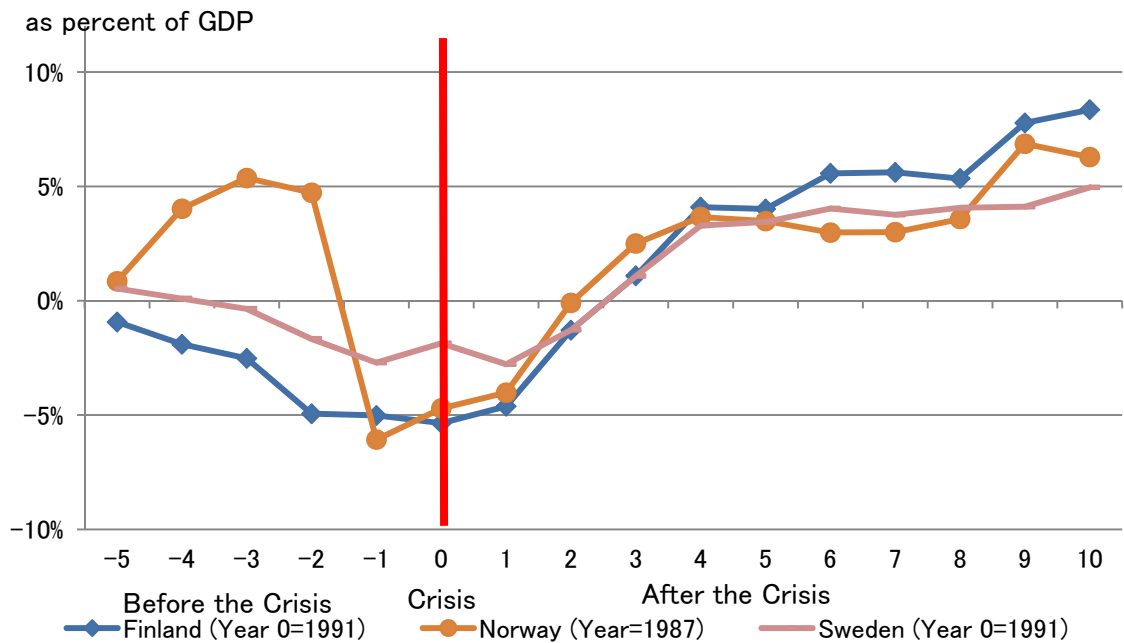
スカンディナビア三カ国の比較は第8図から第10図A-Bで行われている。まず、注目されるのは、第8図が明確に示すように、ノルウェーの為替レートについての展開が、他の二か国と異なっている点である。すなわち、先に述べたように、スウェーデンとフィンランドでは、金融危機発生後に通貨の大幅な減価が見られるが、ノルウェーではそれが見られず、むしろ通貨は若干ではあるが増価しているようである。なぜ、このような違いが生まれたのか。それを解く鍵は、金融危機発生前の三カ国の間の経常収支の推移にある。

第8図 実質実効為替レート（スカンジナビア諸国）



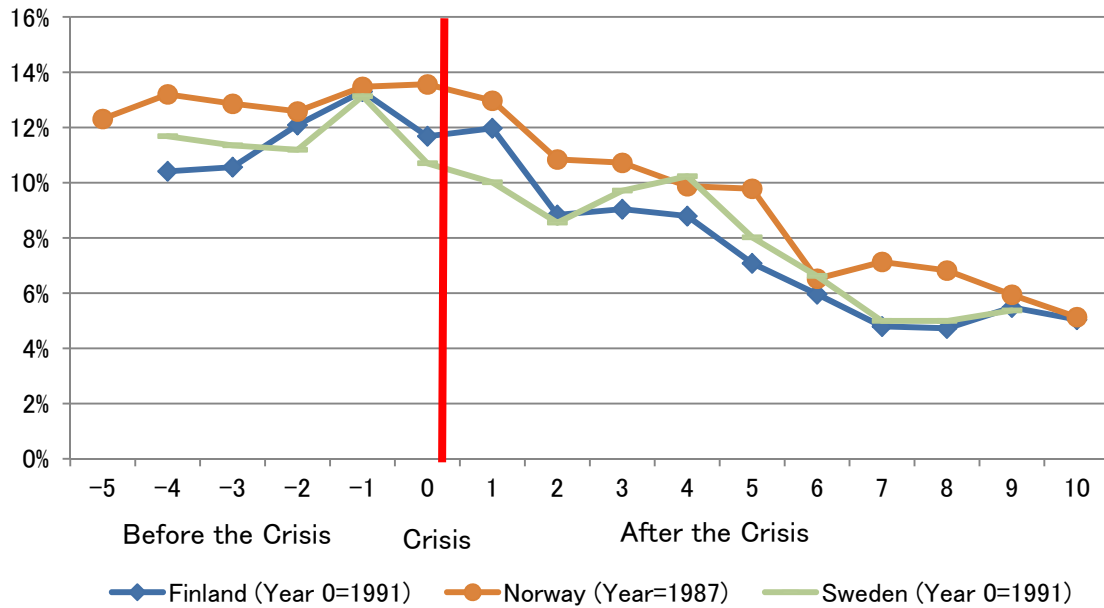
Source: BIS

第9図 経常収支（対GDP比、スカンジナビア諸国）

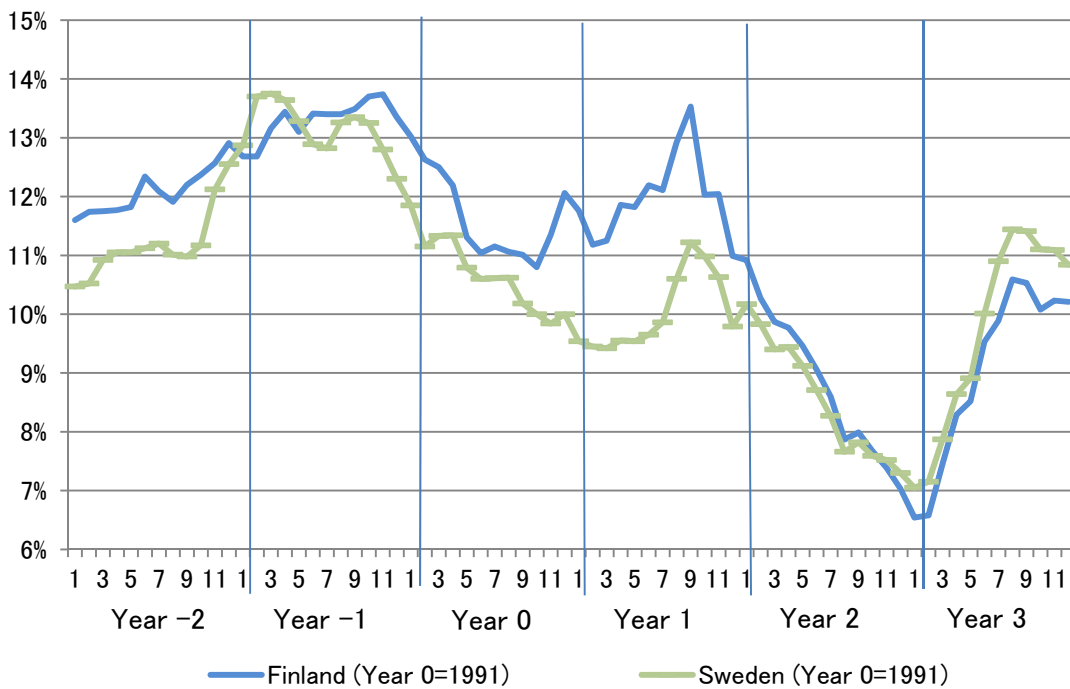


Source: IMF "International Financial Statistics"

第10図-A 危機前後の国債利回り（スカンジナビア諸国、年次データ）



第10図-B 危機前後の国債利回り（スカンジナビア諸国、月次データ）



Source: IMF "International Financial Statistics"

第9図を見てもらいたい。この図から分かるように、スウェーデンとフィンランドでは、金融危機に先立って経常収支はかなり長期にわたって赤字だった。これは不動産バ

ブルを見込んだ海外資本の流入だったのかもしれない。これに対してノルウェーの経常収支は危機発生の直前に赤字になっているが、その前の数年は黒字であった。他の二か国と比べて、ノルウェーには北海油田という資産があり、それがこのような対外ポジションの違いにつながったのかもしれない。ノルウェーの危機発生は、他の二国より早い87年であり、それよりマイナス5年という1982年頃で、石油価格は第二次石油ショックの余波が残っている高騰期だった。恐らくそれを受けて、ノルウェーの経常収支は黒字拡大の傾向を示していたのだろう。

そうだとすると、0年近辺でノルウェーの経常収支が赤字に転換したのは、不動産バブルがあまりに活況を呈したために、対外資産の一部が国内に逆流したか、さもなければ0年に先立って金融機関の資金繰りがすでに苦しくなり、それに対処するためにノルウェーの金融機関が対外資産を呼び戻したかのいずれかということになる。どちらにしても、ノルウェーの場合には、「資本逃避」という他の二か国が経験した問題は、経験することがなく、むしろ日本と同じように対外資産の呼び戻しといった行動が起こったので、為替レートについては自国通貨安が導かれる代わりに、若干の通貨高が導かれたと考えることもできるだろう。

また、金利については、国債金利の上昇が見られなかったノルウェーとは対照的に、スウェーデン、フィンランドの二国は、金融危機発生後に金利上昇の経験をしており、それは月次データを見た第10図-Bに明確に表れている。

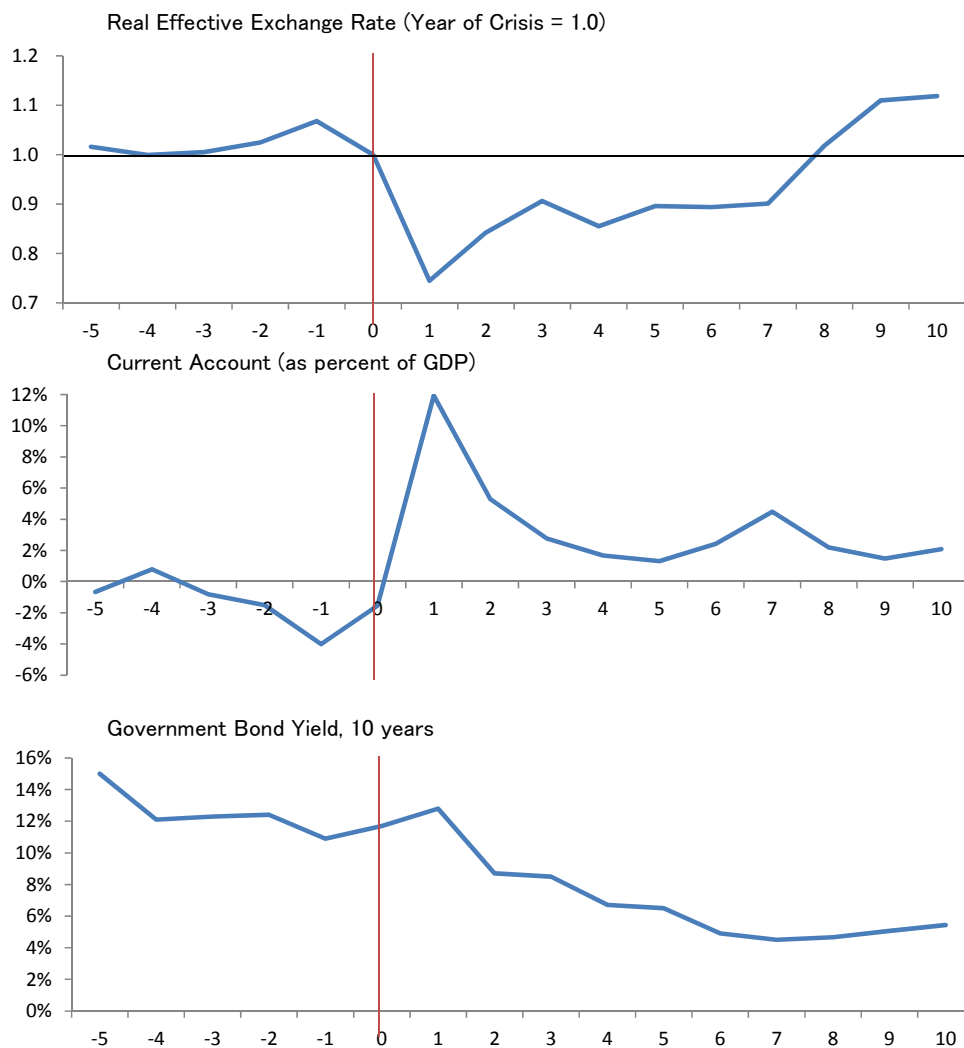
なお、スウェーデンもフィンランドも、92年に変動相場制に踏み切るまでは、為替レートを維持するために高金利政策を取るという誤った選択をしており、それまで危機は深刻化の一途を辿った。しかし92年末に為替レートを変動にする決断を政府が下し、その結果、両国の通貨が30パーセント以上の減価を遂げてからは、輸出主導の経済回復が実現している。当時の輸出ブームは旺盛で、しかも長期に及ぶものだった。93年から98年の経済回復期にフィンランドの輸出は61.6%、スウェーデンの輸出は68.8%も拡大している。

この輸出ブームはフィンランド、スウェーデンの経済を構造的に変貌させた。たとえばスウェーデンの場合、1992年にGDPの28%であった輸出が、1999年にはGDPの45%にまで上昇しており、フィンランドでも同期間に、92年の20%から40%へと倍増している。(以上の点については、Lars Jonung等の論文を参考のこと)

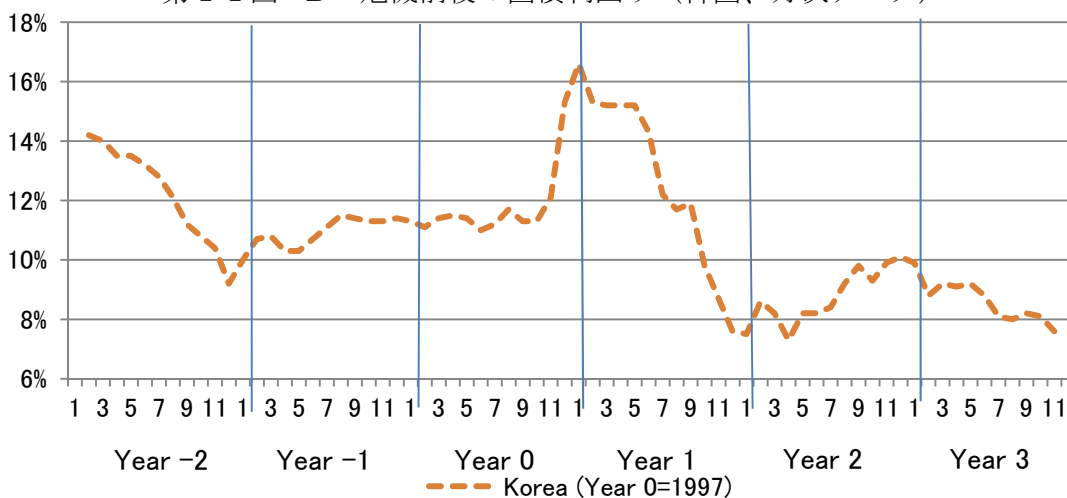
(韓国危機)

韓国のケースは、小国型、資本逃避型の危機の典型と言えるだろう。そのことは第11図および第12図によって確認できる。第11図が明確に示すように、危機発生後、経常収支は赤字から大幅な黒字へと大きく転換している。これが本稿の前提通りに、貿易ではなく、国際資本取引が主導した動きであったために為替レートは危機後に大きく減価している。これが資本逃避型の危機だったことは、国債金利の動き、とくに月次デ

第 1 1 図 韓国の為替レート、経常収支、国債利回り



第 1 1 図-B 危機前後の国債利回り (韓国、月次データ)



Source: IMF "International Financial Statistics"

ータを示した第11図—Bに明確に表れている。

すでに検討したGDPの変化を見た第1表、および第4図をもう一度眺めると、危機発生による韓国のGDP落ち込みはまことに激しかったことが分かる。たとえば、第4図によると、韓国のGDPは危機前のピークと比べて14パーセントもの落ち込みを示している。しかし、その後の回復が目覚ましかったことも事実で、第1表によると、韓国のGDPは、危機発生後1年目に5.7%減少した後、危機発生後2年目には10.7%の増加を示している。

緩慢だが、長期にわたる危機を経験した日本と、急激で深刻だが、短期でV字型回復を遂げた韓国とは、しばしば対比されるが、両者の違いは韓国の危機が小国型、資本逃避型という、これまでの危機の通例であったのに対して、日本の危機は資本輸出型という前例のないパターンであったことにも原因があるというのが、本稿の立場である。

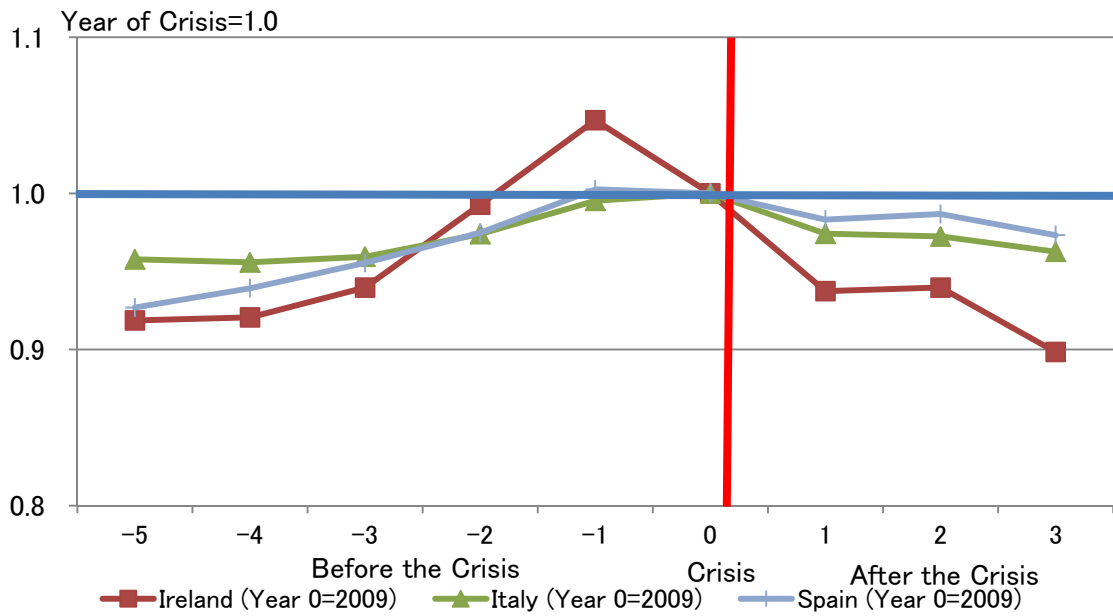
(ユーロ危機)

ユーロ危機に遭遇した3か国の経験は、12-14図(14-Bを含む)によって観察することができる。ここで注目されるのは、金融危機と財政危機の両方を経験したスペイン、アイルランドのケースと、金融危機は経験せず、財政危機だけを経験したイタリアのケースで、経常収支について大きな相違が見られることだ。つまり、スペイン、アイルランドでは危機発生後、経常収支は大きく黒字化し、資本逃避の発生を示唆している。特にアイルランドのケースは、韓国と同じように、典型的な小国型、資本逃避型である。すなわち、危機発生前まで赤字拡大を続けていた経常収支が、危機発生後は一気に急激な黒字拡大へと変化している。

これに対して、深刻な金融危機を経験しなかったイタリアのパターンは異なっている。イタリアは危機発生後も経常収支赤字が拡大しているのである。イタリアの経常収支は危機発生前、ほぼ均衡していたが、それは海外との資本取引がなかったのではなく、グロスで見た資本輸出が、グロスで見た資本輸入とほぼ均衡したためにそうなったのである。したがって、イタリアの経常収支が危機発生後に悪化したということは、このうちグロスで見た資本輸出に対応する部分、つまり蓄積された対外資産を取り崩して、国内における資金の逼迫に対応したというような解釈も可能だろう。

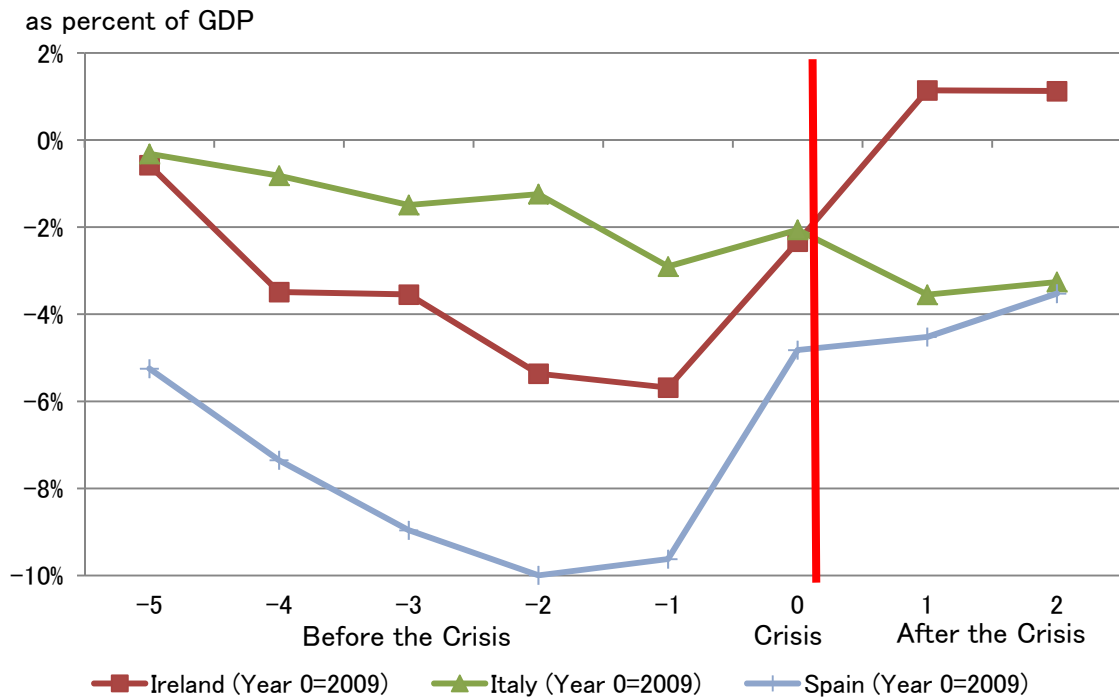
興味深いのは為替レートの動きである。イタリア、スペイン、アイルランドの3か国はいずれもユーロを国内通貨として使用しているから、名目為替レートの変化は3か国についてまったく同じはずである。それにもかかわらず、実質実効為替レートの動きに明確に違いが見られるのは、賃金の変化、およびそれを反映した国内物価の変化に違いがあるためだろう。特に際立っているのは、深刻な資本逃避（これは第13図に示された金利の動きに明白に表れている）を経験したアイルランドの実質為替レートの減価の度合いが急激なことである。これはアイルランドにおけるデフレの度合いが急激だったことを物語る。

第12図 実質実効為替レート（ユーロ圏3か国）



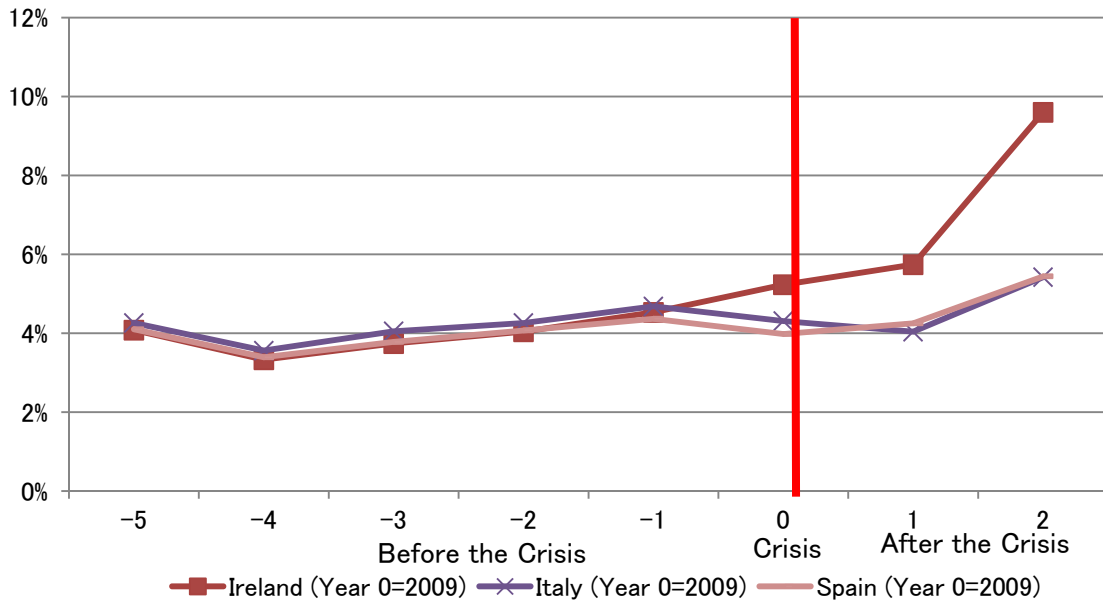
Source: BIS

第13図 経常収支（対GDP比、ユーロ圏3か国）



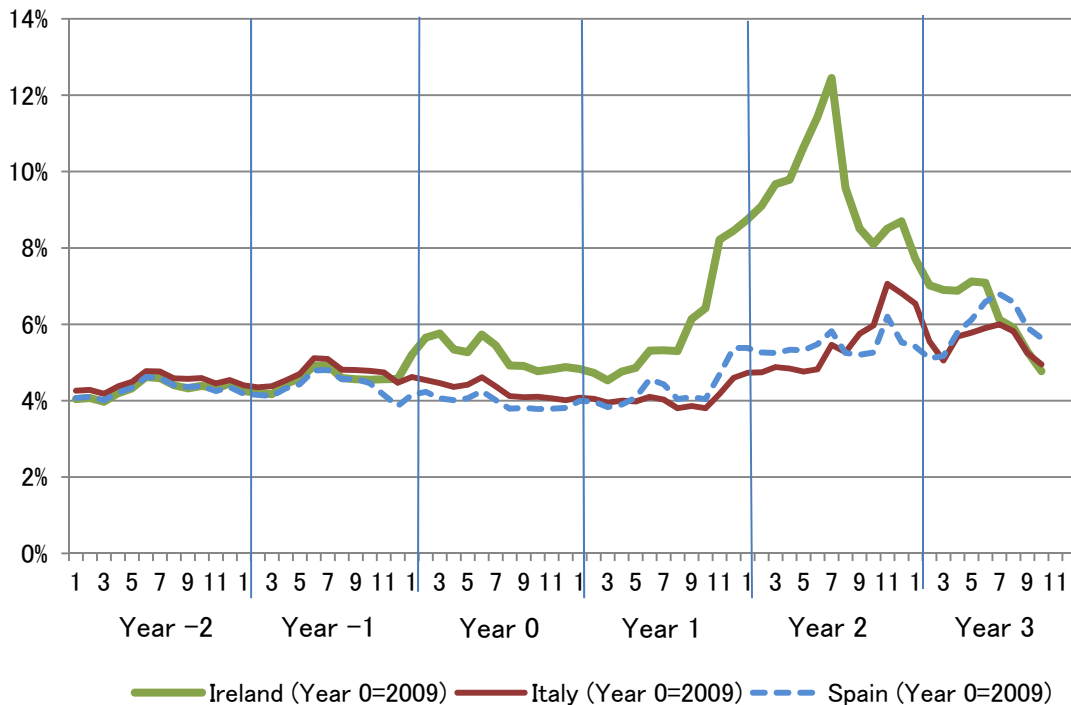
Source: IMF "International Financial Statistics"

第14図-A 危機前後の国債利回り（ユーロ圏3か国、年次データ）



Source: IMF "International Financial Statistics"

第14図-B 危機前後の国債利回り（ユーロ圏3か国、月次データ）



Source: IMF "International Financial Statistics"

アイルランドと韓国は、危機に直面してほぼ同様な実質為替レートの変化を経験したのだが、名目為替レートの変動に大きく依存した韓国とは異なり、アイルランドはより大きな調整をデフレによって行わなければならなかったという違いがある。デフレに頼る回復メカニズムは、為替の減価に頼るメカニズムにはない、一つの深刻な問題を生む。すなわち、デフレによって債務の実質価値が上昇してしまうという、「デッド・デフレーション」のメカニズムを発動させてしまうのである。

結論

本稿では、金融危機が発生した後の為替レートという価格シグナルが、日本とそれ以外の国で異なった理由に焦点を当てた。すなわち、金融危機発生後には、ノルウェーの場合を除いて、為替レートの減価が見られた。この背景には、金融政策の手を待たなくても、自然にそのような変化が起こる小国型、資本逃避型と、金融政策によってそのような変化をもたらすことができる大国型の2つの場合がある。ともかく金融危機発生前に資本流入が起こっているような「通常」のケースであれば、金融危機発生後には為替レートの減価が見られる。

これに対して、資本輸出国でありながら、国内に不動産バブルを形成し、それが原因で金融危機を迎えた日本の場合には、金融危機後に発生したことは為替レートの増価だった。日本経済は危機の第一歩から、誤った「価格シグナル」を受け取ることになったのである。

日本経済の停滞が長期化し、さらにデフレが定着したという「失われた10年」の展開の背景には、このような為替レートについての誤った「価格シグナル」があったものと思われる。だが、「失われた10年」と「デフレの長期化」の原因はそればかりではなかろう。より大きな問題は、立ち直りかけた日本経済が97年、98年と2年間続いた2回目の金融危機を経験したことである。もしかしたら、これは2回目ではなくて、これこそが真正な危機で、92年はニアミスと呼べたかもしれない。ただでさえ、日本型の停滞は克服までの時間が掛かるのに、この2回目があったために克服はまことに困難になった。政策金利がゼロ近くまで下がっていたところで、デフレ期待が定着したことは重大な問題を発生させた。

デフレがどのような問題を生んだのか。この点については、もちろん多くの論者の指摘がある。ここで一点付け加えるならば、それは国債金利についての第二の誤った「価格シグナル」を生み出したということである。

現在のユーロ危機問題国のように、経済危機が起こり、それが財政状況を悪化させたという場合に、急激な国債金利の上昇が起こるならば、その国の政府は財政状況の改善を目指した政策に、すぐにでも踏み出さなければならない。ところが、日本においては、財政状況は悪化を続け、ことに07年の世界経済・金融危機の発生で一層深刻になった

というのに、国債金利は低下傾向を続けている。

その理由は、危機が起こると、景気の後退を受けて財政状況が悪化するが、それと同時に企業の投資意欲が喪失して、資本市場の金余りの状態が深刻化するという日本経済では常態化した展開に求められる。これが景気後退によるデフレ予想の拡大と相まって国債金利の一層の低下を生むのである。

デフレ対策についての本格的な議論をするのは、本稿の枠組みでは不可能であるが、ひとつのポイントだけを最後に示唆することにしよう。今後、為替レートと国債金利の二重の誤った「価格シグナル」を改めるためには、やはり積極的な金融政策が必要となる。その第一歩は、長期金利の低下を目指した金融政策だろう。本文で見たように、これは円高のトレンドの修正に効果を持つはずである。同時に、長期金利の下落による投資刺激効果がデフレ克服への第一歩となるだろう。

(参考文献)

Bernanke Ben S. (2010) : "Monetary Policy and the Housing Bubble"
Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta,
Georgia
January 3, 2010

Jonung Lars, Kiander Jaakko and Pentti Vartia (2008): "The Great Financial
Crisis in Finland and Sweden: The dynamics of boom, bust and recovery, 1985-2000"
Economic Papers 350, European Economy, European Commission.

Rogoff Kenneth and Carmen Reinhart (2009): This Time Is Different: Eight
Centuries of Financial Folly
Princeton University Press

Shin Hyun Song and Adrian Tobias (2010): "Liquidity and Leverage"
Journal of Financial Intermediation, 19 (3), 418-437, 2010