

「世界レベルでリスクは上昇するも、回復への道は存在する」
ジャクソンホールでの演説

国際通貨基金 専務理事
クリスティーヌ・ラガルド

2011年8月27日
ジャクソンホール

はじめに、私をこのジャクソンホールでの素晴らしい会議に招待して下さった、トム・ホーニグ氏に感謝いたします。ホーニグ氏は、米国・連邦準備制度で偉大な功績を残されるとともに、経済および金融政策の考察に大きく貢献されています。また、私の友人のジョン・リップスキー氏も紹介いたします。リップスキー氏は、国際通貨基金（IMF）の筆頭副専務理事として5年間、尽力してまいりましたが、その職を辞することになりました。本日は当初、リップスキー氏がお話をする予定でしたが、寛容にもその機会を私に譲ってくれました。

ここ数日、私はジャクソンホールで多くの賢明な意見を耳にする機会がありましたが、幾つかの重要で共通したテーマが存在することに、驚きを覚えました。世界経済は引き続き成長していますが、依然として十分ではありません。2008年の危機の要因の一部への対処は行われたものの十分ではありません。回復の道は残っていますが、時間的猶予は我々に残されていません。

2年前、危機の解決には二つの再調整作業が必要だということが明らかになりました。すなわち、内需については公的部門から民間部門へと軸足を移行し、世界の需要については、対外赤字国から対外黒字国へと軸足を移行するというものです。第一の考えは、民間部門の財政の強化をすることで、公的部門から民間部門へ成長のエンジンを移行させることができるというものです。第二の考えは、黒字国の需要が拡大すれば、赤字国の消費の縮小傾向を補うことができるというものです。しかし、これらの再調整作業は期待通りの結果となっておらず、また世界経済の下振れリスクが拡大しています。

信認の悪化とともに、政策立案者が必要な決定を下すにあたり信念を持っていない或いは消極的という認識が広まっていることから、これらの下振れリスクは、さらに悪化しています。

今夏の様々な動きは、我々が新たに危険な段階に入ったことを示しています。我々が直面している課題は明らかです。脆弱な回復が頓挫するリスクに直面しているのです。我々は、早急に行動をおこななければなりません。ビジョン、勇気そしてタイミングが重要です。断固たる措置は、世界経済の成長の回復・再調整に不可欠な信認を強化するのです。

我々には選択肢が残されていないわけではありません。成長を支え、債務を削減し、金融危機の再発を防ぐためには何をなすべきか、我々は理解しています。しかし、我々には、全ての政策部門を巻き込んだ一貫した計画を伴った、大胆な政策措置に基づく新しいアプローチが必要です。

バランスシートを巡る問題

先の危機の主な原因が、主要先進国の過剰な債務およびレバレッジであったことは、周知のとおりです。金融機関は、リスクを拡大し、隠し、細分化するような慣行の下でビジネスを行い、家計は過度の借入を行っていました。これらの過剰（住宅と金融危機をあわせたもの）の解消には、長い時間が必要であり、断固とした措置が不可欠であることは、これまでの経験から明らかです。ある程度の進捗が見られましたが、成長の更なる押し上げには十分ではありません。

私は、決してこれまでの成果を軽視しているわけではありません。2008年、政府は需要の悲劇的な崩壊を防ぐべく大胆な措置に着手しました。民間部門の支出・消費の縮小を財政拡張で補い、公的資金で金融機関の資本増強を行いました。金融部門の規制を強化し、国際機関の能力と財源を強化しました。金融当局も果たすべき自身の役割を果たしました。

しかし今日、問題となっているのは公的部門のバランスシートそのものです。大半の先進国のソブリンであり欧州の銀行であり、米国の家計部門が、大きな問題となっています。これに加え、一部の主要新興市場国では需要を抑える政策を取っており、これも世界経済成長の抑制要因となっています。一方、他の国々ではバランスシートのリスクが拡大しています。

根本的な問題は、これらの先進国では、弱い成長と、政府、金融機関そして家計の脆弱なバランスシートが、互いに悪影響を及ぼし合っていることです。成長がこのままモメンタムを失っているようであれば、バランスシートは悪化し、財政の持続可能性が脅かされ、政策措置は回復を維持することができなくなるでしょう。

政策アジェンダ

では、どうすれば良いのでしょうか。今日の政策措置の余地は、2008年当時と比較し著しく限られたものとなっていることは明らかです。解決は容易ではありません。しかし、解決策が存在しないわけではないのです。

簡単に言いますと、財政再建は依然として喫緊の課題であり、また、マクロ経済政策は成長を支えるものでなければなりません。財政政策は、信認の喪失と回復の減速・低迷という、二つの危機の間の適切な道を通っていくものでなければなりません。具体的な道は国によりこととなります。しかし、信認のテストに合格するには、第一に二つの視点に立脚した永続的な措置が必要です。すなわち、明日のための節減を行い、今日の成長を支える可能な限り多くの余地を生み出すことができるような措置です。明日のための節減を行うことで、少なくとも、可能な範囲で再建スペースを緩めることが可能となるでしょう。例えば、給付金や医療或いは年金の伸び率を変える施策などが考えられます。

また、景気後退のリスクは、インフレリスクよりも深刻であることから、金融政策も引き続き著しく緩和的である必要があります。これは、1) 大半の先進国でインフレ期待は十全に安定しており、2) 燃料および食料価格の圧力は弱まっていることから正しいといえます。ですから、政策立案者には、必要に応じ、再び大胆な措置を取る用意があることが求められます。

また、家計、銀行そして政府のバランスシート圧力を緩和するマイクロレベルの政策措置も等しく重要です。我々は根底的な問題に対処しなければなりません。さもなくば、我々は痛みを伴う調整プロセスを長期に渡り経験することになるのです。構造改革も、長期的には、生産性および成長の押し上げに寄与することになりますが、我々は当面、需要を弱めることがないように留意しなければなりません。

我々は取るべき施策の大まかな枠組みについては合意することができますが、具体的な詳細な点についての同意は、常に困難が伴います。ここでは、欧州と米国の様々な問題について、詳しく見ていきたいと思えます。

欧州

まず、欧州から見ていきましょう。欧州では、銀行およびソブリンを覆う不透明性の問題を解決するために、断固たる措置を早急にする必要があります。欧州全土にわたる金融の結びつきにより、市場から市場へ、国から国へ、そして周縁国から中核国へと、脆弱性が伝播し不安が広がっています。

欧州は、以下の三つの措置を取る必要があります。

第一に、各国の財政は持続可能でなければなりません。これは、更なる財政措置とより多くの歳入を意味します。しかし、これは必ずしも、急激な引締めを意味するものではありません。もし拡大する年金関連コストや医療保険支出など、長期的な財政のリスクに対処するならば、成長と雇用を支えるより大きな余地を短期的に確保することができるでしょう。しかし、確実な歳入の道がなければ、財政調整は失敗することになるでしょう。赤字拡大という決定と、そのための資金源を見出すことは別のことです。十分な資金は民間或いは公的部門から得ることが出来ます。例えば、ユーロ圏加盟国の完全なバックアップを伴った、ECBからの支援の継続も考えられるでしょう。

第二に、銀行は早急に資本増強に取り組まなければなりません。銀行は、ソブリンリスクや成長の低迷リスクに十分に耐えられるほど、強くなければなりません。これが、波及という鎖を断ち切るカギとなるのです。さもなくば、経済の脆弱性が中核国へと拡大し、深刻な影響をもたらす流動性危機をも引き起こす可能性があるのです。最も効果的な解決方法は、大掛かりな資本増強の義務化でしょう。まず民間の資金、その後必要ならば、公的資金も活用することができるでしょう。銀行を直接資本増強するにあたり、EFSFや他の欧州規模での資金提供の発動も、選択肢のひとつであり、脆弱なソブリンへの更なる負担の回避となるでしょう。

第三に、欧州はその将来について、共通のビジョンを持っていなければなりません。現在の経済の混乱により、ユーロ圏の構造上の深刻な欠陥が浮き彫りとなりました。プロジェクト全体の持続性を脅かす欠陥です。このような状況では、今後の針路について、相反する考えを持つ余裕はありません。不明瞭な、あるいは混乱したメッセージは市場の不透明性を増し、ユーロ圏の経済的緊張を高めることとなります。ですから、欧州は共通のビジョンに再び確実にコミットしなければならず、そのビジョンは、効果的な財政ルールをはじめとした、堅固な基盤に立脚したものでなければなりません。

米国

米国では、政策立案者は公的債務の削減、および慢性化した失業率の大幅な改善などを通じた回復の維持の、適切なバランスを取る必要があります。金融部門の健全性の改善に十全に対応してきたものの、住宅価格の値下がり引き続き家計のバランスシートの弱体化につながっています。住宅価格の下落が、依然として消費を抑制しているとともに経済の不確実性を生み出しているなど、中途半端な施策や対策の遅れの猶予はありません。

このことから、米国では以下の二つの面での対策が不可欠です。

第一に、成長を伴った財政再建の実現です。一見したところ、これらは相反するものに見えるかもしれませんが、これらは相互補完的なのです。将来の、歳入・歳出を含む再建に関する現実的な決断は、今日の成長と雇用を支える政策の余地を生み出します。同時に、成長は財政の信頼性の維持に不可欠です。慢性化した高失業率と社会的不満が渦巻く低迷が続く中、支出削減へのコミットメントを維持できると信じていることができるでしょうか。

第二に、差し押さえ、住宅価格の下落と家計支出の悪化という下方スパイラルに歯止めをかけなければなりません。これは、住宅所有者を対象とした、より積極的な元本減額プログラムや、政府の住宅融資機構のより強力な介入、または、住宅所有者の低金利の活用支援のための措置などが考えられます。

世界的側面

世界に目を向けますと、最初に申しましたとおり、赤字国の緩慢な成長にもかかわらず、再調整は十分な進展を見せていません。一部の主要な新興市場国では、完全にブロックしているわけではありませんが、内需を伸びを過度に抑え、通貨の上昇を過度に遅くする政策をとっています。これが、自国あるいは世界の利益にならないにもかかわらずです。また、自国通貨の上昇を認めている国々も含めた一部の新興市場国の中には、資本流入に起因する、経済・金融の安定性のリスクへの対応に追われている国もあります。

再調整が実現しない場合、万国の痛手となります。同時に、デカップリングは神話に過ぎないということを理解しなければなりません。先進国が景気後退局面に突入すれば、新興市場国も逃れることができないのです。

さらに、我々が世界のことを考えるとき、低所得国を忘れてはなりません。低所得国の人々は、世界の他の地域での経済の混乱に特に脆弱です。これらの国では、将来の嵐からの自国の保護を重視するべきであり、政策のバッファの立て直しやソーシャル・セーフティ・ネットへの投資などが対策として考えられるでしょう。そして、国際社会は、支援を行う準備がなければならないことは、言うまでもありません。

総括ーリスクは上昇するも、回復への道は存在する

総括しますと、世界経済のリスクは上昇していますが、回復への道は依然として存在しています。政策の選択の幅は以前よりは限定されていますが、まだ道はあります。不透明性が覆っていますが、断固とした措置が、懸念の一掃に役立つでしょう。

私は、適切な措置により、力強い持続的かつ均衡ある成長が回復すると確信しています。

危機の最初の段階の時と同じように、我々は、全ての国が可能な施策を全て取ることで、一部の国による行動の成果をはるかに上回るという段階にあるのです。

メッセージは明確です。我々は、早急に連携し問題に対し大胆に取り組まなければならないのです。

この点において、IMFは今後もこの実現に向け全力を尽くし、支援への要請を受けかつ重要な場合は、現実的な形ある支援を行うことを、皆様にお約束いたします。

ご清聴ありがとうございました。