



世界金融危機のさらなる考察: マクロ経済政策の再考

2013年5月1日

寄稿: ジョージ・A・アカーロフ
カリフォルニア大学バークレイ校

IMF 上席レジデントスカラー、4月16、17日開催の「マクロ政策再考: 初動対策と現時点での教訓」フォーラムを共同主宰。

今回のフォーラムからは多くのことを学ぶことができ、講演をしていただいた全ての方に大変感謝しております。私自身が全体像を把握しているか、また私のイメージがどなたかにでもお役に立つものかどうかは定かではありませんが、それはある「猫」が大木に上り、そこに居座ったまま、「なんとまだわれわれを窺っている！」とでもいえるかと思えます。その「猫」とはもちろん今回世界経済を襲った大危機を意味します。

そして、フォーラム参加の全員の方がこの愚かな「猫」に何をすべきか、どうやって大木から下ろし、そしてどうするかについての意見を述べられました。私が本当に素晴らしいと感じたことは、皆様がこの「猫」についてそれぞれ独自のイメージをお持ちで、意見も一つとして同じではなかったことです。さりながら、それらの意見が絡み合う局面もありました。そして、これがこれまでに我々が成し遂げてきたことに対する私のイメージです。

私はこの議論が非常に有益だったと思います。というのは各自の「猫」のイメージがそれぞれの視点に基づいて形成されたもので、それぞれに正当性を持っているからです。私の猫に対するイメージは、この「猫」がまだ木の上にいるはずれ落ちてくるのだけれど、われわれはまだどうしていいかわからないというものです。



ですから、これから今回の危機に対する私の考えと、この「猫」と比較しわれわれはかなり上手に対処してきたということをお話ししたいと思います。私の考察は、これまでの皆さんの説得力ある考え方と少々異なっています。

話は危機後の米国に集中しますが、ここでの分析は世界各国にも関連するものです。まず、オスカー・ジョルダ、モリス・シュラリック、アラン・テイラー各氏による大変優れた[研究論文](#)の存在を指摘したいと思います。彼らは1870年から2008年の間に14の先進国で起きた景気後退を、金融問題が原因となったものと、通常の原因によるものとに分類しました。そして、景気後退に先立つブーム期にGDP比でどの程度与信残高があったかにより、GDPの回復度合いがどう変わるかを検証しました。そして彼らの予想は確かに裏付けられました。それは**金融が原因の景気後退は通常の景気後退と比べ後退が深く、回復も緩やかになるということにとどまりません。与信残高のGDP比が大きければ大きいほど景気回復も緩やかになることが確認されたのです。**

これまではそうでした。

それではこうした発見は、今回の危機ではどうだったのでしょうか？面白いことにそれは与信残高の測り方により、結果が異なります。銀行ローンの民間部門に対する与信で計測すると、今回の米国の回復は、金融問題による過去の景気後退後の回復の平均と比べるとGDPの約1%分良いものとなります。さらにこれにシャドバンキングによる与信分を加えたもので比較すると、金融問題による景気後退後の回復の中央値よりGDPの約4%分よくなっています。先ほど紹介した論文に掲載されたグラフはその様子を表しています。

しかし。

金融デリバティブが使用され始めたことにより、われわれはどのように「与信」を計測すべきかが分からなくなりました。**デリバティブがもしリスクヘッジに使用されれば、金融破綻を和らげる効果を持つと予想されます**

たとえばクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の売り手ではなく買い手が債務不履行で破産した場合は、このCDSが破綻を和らげるとわれわれは予想するでしょう。その一方で、デリバティブがギャンブルを激化させると考えれば、これによって破綻がより厳しいものになると予想されます。2007年から2008年の米国で起きた金融破綻の伝統的な解釈は、デリバティブが違った形でギャンブルを加速させたとしています。たとえ話としてよく言われるのが、セントラル・バレーの最も危ういところで生じた住宅ローンが、Aまたはそれ以上の格付けのデリバティブのパッケージにいつのまにか紛れ込むなど、デリバティブにより住宅ローンの評価の格上げという連鎖が生まれました。こういった環境のなかではジャンク債が格付けに影響を及ぼすことはありませんでした。ですから住宅ローンのオリジネーターには、ローンを受ける人に頭金の支払いや過去の信用履歴を求めるインセンティブが働かなか

ったわけです。実際概ねこうしたことを求めませんでした。このデリバティブの創造と格付けの過程で、投資会社や格付け機関はフィデューシャリー（信託義務者）としての信用を利用していたのです。デリバティブのこういった付加的な役割は、シャドバンキングの分さえも含んだ融資残高に基づき、どれほどのクレジットが経済に存在するのか計測しても、われわれの経済のあるべき姿より低い数字をもたらすことを示唆しています。

この見方は 2008 年秋からの一般的認識と一致するものです。当時は、政府が介入しなければ何が起きるか。その基準は大恐慌でした。この視点に立てば今回のマクロ政策は単によかったというだけではなく、本当に素晴らしいものでした。アラン・ブラインダー氏の秀逸な著書「音楽が止まった後」も全く同じことを言っています。

これまでの対策のほとんどが、専門家が必要と訴えたものです。その対策には次のものが含まれます。

- 2008 年景気刺激法
- 保険大手アメリカン・インターナショナル・グループ (AIG) 救済
- 貯蓄貸付組合ワシントン・ミューチャル (WaMu)、大手地銀ワコビア、住宅ローン会社カントリー・ワイドをそれぞれ合併により救済
- 不良資産救済プログラム (TARP)
- 財務省と連邦準備制度理事会による金融機関ストレステスト (健全性審査)
- 金利のほぼゼロへの引き下げ
- 2009 年米国再生・再投資法
- 自動車業界救済
- IMF が先導的役割を果たしたピッツバーグで開催された 20 カ国・地域 (G20) 会合で合意された精神に基づく国際協力

策定・実施されたこれらの政策に対する主要な批判は一つだけです。対策の成否を現在の失業率で測るのではなく、景気後退に先立つブーム時に発生した金融脆弱性を考慮に入れたベンチマークで測るべきだということを公衆が理解するようわれわれは先導すべきだったというものです。われわれエコノミストは、マクロ経済を安定させる政策が有効だったという説明を十分に行ってきていませんでした。もちろん、公衆がなぜ耳を貸さなかったかについては十分な理由があります。マクロ経済学者やマクロ経済史学者になる前に、すべきことをたくさん抱えていたのです。

ただ、ちょっと常識を働かせれば政策が何故成功したのかが理解できると思います。リーマン・ブラザーズがわずか 1 ドルの赤字のために倒産し、1 ドルの黒字だったら倒産を逃れていたとすれば、適切なタイミングで 2 ドルを同社が受け取るような支

出をしておけば、このような大きな恐慌を避けられたかもしれないのです。蟻の一穴を防ぐのに必要な全ては、この2ドルだったのかもしれないのです。

金融危機救済額は当然2ドルを大きく上回りました。おそらくこれは大規模になり最終的には20~30億ドルに達することでしょう。しかし、この救済支出によって進行していた金融メルトダウンを文字通り阻止したのです。もし大恐慌が再燃し数十兆ドルに上るGDPが失われていた事態と比較してみれば、不良資産救済プログラム支出での損失節約効果は非常に大きかったといえそれを形而的にいえば、まさに蟻の一穴を防いだたった1本の指といえるでしょう。

ブッシュ、オバマ両政権で採用された財政刺激策は、確かに支出に対して最大限の効果を上げたものではありませんでした。ただ、ほとんど確実に効果のあるものでした。現在の政府支出の乗数効果はほぼ2と推定されています。この数字はわれわれの勘からも納得のいくものです。均衡予算乗数効果の流動性の罍の推計値は理論的にも試算してもおおよそ1です。そして課税乗数効果もほぼ1と計算されています。そして政府支出の乗数効果はこの二つの和となります。ですから刺激策はほぼ確実に大きな効果があったのです。

結論としては、われわれエコノミストは危機予測においては全くダメでした。しかし危機後の対応政策は賢いエコノミスト名医が指示したであろう政策に近いものでした。これらの政策はブッシュ、オバマ両政権とその指名された政策担当者によって直接実施されたものです。またこれらの政策は米議会からの支援も受けました。

将来への教訓としては、良好な経済政策と常識はしっかり成果を上げ、いろいろと試し、成果を勝ち得たということです。われわれが今後の政策を考える上でこのことを頭に置いておかななくてはなりません。