



北大西洋危機から学ぶ経済理論と政策への教訓

2013年5月3日

寄稿：[ジョセフ・スティグリッツ](#)

ニューヨーク、コロンビア大学

「マクロ経済再考Ⅱ：初動対策と現時点での教訓」フォーラム共同主宰

直近の金融危機を分析することで、最近数十年間の逆境をなんらかの形で役立てることが出来ます。自由化政策が主流となるなかこれまで30年間で約100の危機が発生しました。これらの危機を通し我々は多くの経験と山のようなデータを得ることが出来ました。150年という期間でみると、データはさらに膨大なものになります。

150年間で次々と発生した危機に関する明確かつ詳細な情報を前に、「どうして危機が起こったのか」ではなく「長期に渡る詳細なデータや教訓を何故生かすことができなかったのか。何故ビジネスサイクルで解決できたと考えるに至ったか」という疑問に対し是が非でも答える必要があります。経済の大きな変動を過去のものにしたとの確信は、まさに思い上がりだったといえるでしょう。

市場は、安定しておらず効率的でもなく自己修正能力を有しているわけでもない

今回の危機を通し身に染みて良く分かったことは、実は我々がどうの昔に知っていなければならなかったことなのですが、経済というのは必ずしも効率的でも安定しているわけでもなく、また自己修正能力を備えているわけでもないということです。

この遅すぎた発見には二つの側面があります。一つ目は標準的モデルが外生ショックに重点をおいていたということです。しかし、経済の振動の非常に大きな部分が内生的なものであることは明白です。短期的な内生ショックだけではありません。長期的な構造転換や根深いショックといったものもあります。外生ショックに重点を置いたモデルは我々の判断を誤らせるものでした。真に大きなショックの大部分は、経済の内部から起こるものなのです。

第二に、経済は自己修正能力を備えていません。今回の危機の教訓として既に学んでいるべきこの重要な教訓は、依然として完全に取り入れられてはいません。危機後においても、米国と欧州の経済の修復に向けた中途半端な試みは失敗に終わっています。進捗は十分ではなく、結果我々は今もなお危機が再び発生する大きなリスクを抱えているのです。

また、危機への対応にもかかわらず、我々の経済は完全雇用から程遠いところにあります。潜在 GDP と実際の産出量の間のギャップは何兆ドルにも上ります。

もっと悪くなる可能性もあったという人もいるでしょうしその通りです。危機の打開を指揮する人々の中にはそもそも危機の発生にかかわった人々も含まれていたことを考えると、これ以上の惨事にならなかったことは驚くべきことだといえるでしょう。

レバレッジ解消、バランスシート危機以上：構造転換の必要性

今日、人的資源、資本ストックそして天然資源の面では、危機前とほぼ同じ水準にあります。一方で、多くの国は、危機前の成長軌道は言うに及ばず**危機前の GDP 水準を回復していません**。非常に基本的な意味では、危機は完全に解決したわけではなく、解決していないと説明できる経済理論は存在しません。

レバレッジ解消のペースが遅いことも関係しているでしょう。しかし、**レバレッジ解消が進んでも完全雇用には回帰しないと確信すべき理由が大いにあります**。危機前の家計貯蓄率ゼロという状態に戻ることはないでしょうし、そうなったとしても良いことではないでしょう。製造業が多少回復しても、製造部門で失った雇用の大半は回復しないでしょう。

過去のデータを検証した人の中には、この不幸な状況を受け入れるべきだという人もいます。深刻な金融危機からの回復ペースは総じて緩慢です。しかし、**金融危機後の状況が好ましくなかったケースが多かったのは事実ですが、これは必ずそうなるということの意味するものではありません**。

これは単なるバランスシートの危機ではなく、より深い原因があります。米国と欧州は構造転換の過程にあります。経済の中心が製造部門からサービス部門へ移転することに関連した構造転換が進んでいます。さらに、比較優位の変化には、北大西洋諸国の構造の大々的な調整が必要となります。

改革は、せいぜい良くても措置として不十分

総じて、市場はそれだけでは効率的で安定的かつ社会的に受け入れ可能な結果をもたらすことはありません。つまり、どのような経済構造が、成長、真の意味での安定、そして適切な所得分配につながるのか、もう少し掘り下げて考える必要があります。

現在の経済構造を少々調整すればよいのか、或いはもっと抜本的な改革が必要なのかを巡って議論が行われています。私は二つのことを懸念しています。ひとつは既にそれとなくですがお話ししましたが、**これまで行われてきた改革は小手先のものに過ぎないということです**。次に（危機前・危機後にかかわらず）経済パフォーマンス

スを向上させると期待された経済構造の変化のなかには、そうではなかったものも一部あるようです。

例えば、小規模なショックに対する経済の耐性を高めると期待される改革の中には、実際には大きなショックを吸収する能力を削るものもあります。これは金融部門の統合の大半についてもいえることで、これによりより小規模なショックの一部を吸収することができるようになったかもしれませんが、通常起こりえないようなショックに対する耐性は低くなっているのです。

危機前に見られた市場の「改善」の多くは、実は各国のリスク・エクスポージャーを高めてしまったというのは明白でしょう。資本や金融市場の自由化で期待できる利点は何であれ（そしてそれらは疑問の余地があるのですが）、リスク上昇という面で深刻なコストが存在します。我々はこういった改革への態度を**再考**すべきであり、近年再考を進めているIMFは称賛に値します。どのような形であれ資本勘定の管理の目的のひとつは、国際的な取引に関与することで発生する国内のボラティリティの低下であって良いはずで

より一般的には、**危機によりマクロ経済の安定性に金融規制がいかに重要であるかが明らかになりました**。しかし、危機からの一連の動きを検証すると、失望を禁じえません。危機後の合併により「大きすぎて潰せない」銀行を巡る問題は一段と悪化しました。しかし、問題は「大きすぎて潰せない」銀行にとどまりません。余りにも他との結びつきが強く相関が高いために潰すことができない銀行があります。こういった問題に対し我々はほとんど対策を講じていません。「大きすぎて潰せない」銀行についての議論が盛んに行われていることは言うまでもありません。しかし「あまりにも結びつきが強い」銀行は全く別の問題です。銀行間の過剰な結びつきへのインセンティブを減らした安定性の向上へつながるような、様々な金融機関が存在する多様な「エコロジー」が強く求められています。この点への注目は決して十分とはいえません。

同時に、銀行の自己資本増強のための策が不十分です。多くの協議において自己資本増強にかかるコスト対利益の評価が欠落しています。政府による救済措置や2007年・2008年を騒がせたような事象の再発リスクを低減する一利益は周知の通りです。しかし、コストについては、モディリアーニ＝ミラーの定理の基本的洞察を十分に考慮しているとは決して言えません。同定理は、自己資本の増強は資本コストを高めるといった議論がまやかしかることを説明しています。

改革とモデリングの不備・不足

経済の効率性と安定性の改善の手法に重点を置いて改革に着手したのであるならば、自然と次なる疑問が沸き、次なる疑問に突き当たります。興味深いことに、我々の改革努力の欠点と我々エコノミストがたびたびマクロ経済で使用するモデルの不備に類似点があります。

信用の重要性

例えば、金融部門の主要な役割は何かそして金融部門が自らの役割をより良く果たすためには何ができるかを考えるとしましょう。主要な役割の一つが（特に中小企業を対象にした）資本の配分と与信です。危機以前、その機能は十分果たされておらず現在においても同じであると言ってほぼ間違いないでしょう。

これは疑う余地がないと思われるかもしれませんが、**与信を重視する**—これは**政策協議や標準的なマクロモデルにおいても中心に据えられることはありません**でした。我々は焦点を金から信用にシフトしなければなりません。あらゆるバランスシートにおいて両サイドのつながりは非常に緊密です。しかし、特に経済摂動が著しく高い場合は常にその限りではありません。こういった場合我々は信用に焦点を絞るべきです。標準的なマクロモデルで信用メカニズムの性質について十分な検証が行われていないことに私は驚きを覚えました。無論、銀行業務や与信に関するマクロ経済の文献は数多くありますが、標準的なマクロモデルでその洞察が取り入れられることはありませんでした。

信用管理の失敗に関する理解が我々のアプローチの唯一の欠陥ではありません。**様々な金融に対する理解の欠如という問題もあります**。金融市場のリスク分析の主な側面は債務と自己資本の違いです。そして標準的なマクロ経済学では、これにほぼ注目することはありません。私とブルース・グリーンウォルド氏は共著の「新しい金融論：信用と情報の経済学（Cambridge University Press, 2003）」で、これを改めようと試みました。

安定性

上述のように、従来の一般的なモデル（及び一般的通念）では、市場経済は安定しているとしていました。ですから、より安定した経済システムをどのように構築するかといった基本的な疑問がめったに呈されなかったのは、驚くに値しないのかもしれませんが。これに関するいくつかの側面、すなわち、リスクの影響が少ない或いは内生的なボラティリティの発生が少ない経済システムの設計については、既に触れました。

必要な改革の一つでありながら十分に重視されていないものが、自動安定化装置の拡大であり自動不安定化装置の縮小であり、これは金融部門のみならず経済全体について言えることです。例えば、確定給付年金システムから確定拠出型年金システムへの移行は、安定性に劣る経済につながったかもしれません。

またその他に目を向けると、リスク分担制度（なかでもその設計が適切でなかった場合）は、実はシステムミック・リスクの拡大を引き起こす可能性もあることは既にご説明いたしました。多角化は本質的にリスクを排除するという危機前の一般的な

通念は誤りなのです。詳細は、こちらの[ペーパー](#)と[こちら](#)、そしてこの[記事](#)を参照ください。

配分

配分もまた重要です— 個人間、家計と企業、家計間、企業間での配分です。マクロ経済では、伝統的にレバレッジの平均的な対 GDP 比率など特定の総計に注目してきました。しかし、こういった平均的な数字というのは、往々にして経済の脆弱性の実態を表すことはありません。

金融危機の際に、こういった数字は警告としての機能を果たすことはありませんでした。しかし、多くの貧しい人々が債務の返済に窮していたことは事実であり、何かがおかしいと我々に警告する手がかりとなるべきだったのです。

我々のモデルには例外なく、不均一性とその経済の安定性への影響に対するより深い理解を組み入れる必要があります。

政策枠組み

不備のあるモデルは欠陥のある政策に結びつくのみならず、政策枠組みの不備にもつながります。

金融政策は、短期金利のみに焦点を絞るべきなのだろうか。

金融政策では、中央銀行は短期金利の設定のみに介入すべきだと考える傾向にあります。介入は多く行うより「一度きり」が良いと確信しているのです。80年前のラムゼイの分析以来、我々は、一つの制度のみに注目することは総じて最善のアプローチでないと理解しています。

「介入は一度」を掲げるアプローチの提唱者は、これが最も経済に歪みをもたらさないことから最善であると論じています。金融政策を行使するそもそもの理由（すなわち、政府が経済に介入する理由）は、市場は自動的に適切な短期金利を設定することはないと信じているからです。もし、設定すると考えるならば、自由市場に金利を決定させていたでしょう。金利の設定に介入すべきだとの考えにほとんど全ての中央銀行総裁が賛同すると思われるのに、その他に関しては、税制の一般論や市場介入の一般論から一つの価格にのみ介入することは最善ではないと知っているはずなのに、戦略的に介入すべきと全員が考えているわけではないのは奇妙なことです。

我々の分析の焦点を信用ヘシフトさせ明確に分析にリスクを導入すれば、複数の手段を行使する必要があると理解することができるでしょう。実際、一般的に我々は使用できる全ての手段を使うべきでしょう。金融のエコノミストがマクロプルーデ

ンスとマイクロプルーデンス、そして従来の金融政策手段の間に境界線を引くことが良くあります。先ほどご紹介した著書のなかで私とブルースは、こうした区別は実態を反映したものではないと論じています。各国政府はこうした手段全てを *協調*して（この点については後でまたお話いたします）活用する必要があるのです。

もちろん、市場の失敗を一つ一つ「修正」することはできません。それでも大きな失敗、すなわちマクロ経済的失敗には必ず介入する必要があります。私とブルースは、情報が不完全で非対称性が存在し、またリスク市場が不完全であるならば、市場は決してパレート最適ではないとの立場をとっています。そして常にこうした条件が当てはまることから、市場は決してパレート最適ではありません。最近のリサーチにより、これらに加え他の制約要因もマクロ経済には重要であることが明らかになりました。しかし、ここでもやはり、この重要な分析から生まれた洞察は、主要なマクロ経済モデルにも政策協議の本流にも適切に組み込まれていません。

価格対量的介入

こういった理論上の考えは、一部のエコノミストが掲げた価格面への介入が量的介入より好ましいとした古い仮定が何故間違っているかを理解する上でも役に立ちます。量的介入がより良い経済パフォーマンスにつながるケースも多くあります。

ディンバーゲン

一部のグループでもてはやされた政策枠組みとは、目的の数と同じだけ手段があれば経済システムは管理可能であり、そのような環境における経済の最善の運営手法は、一つの目的と一つの手段を担当する機関を設置するというものです（この観点から考えると、中央銀行は金利という一つの手段とインフレという一つの目的を有しているわけです。金融政策を一つの手段のみに限定することが何故誤りであるのかについては、既に説明したとおりです）。

そのように境界線を引くということは、機関や官僚的観点からみるとプラスでしょうが、不透明な世界で成長、安定と配分を重視したマクロ経済政策を運営するという観点からみると、全く意味のないことです。 **全ての案件と利用可能な全ての手段の間で協調することが重要です**。金融政策と財政政策の密接な協調が不可欠です。様々な手段を有し様々な目標を掲げた人々が集う。こういった自然な状態は、総じて、社会全体の目標達成に向け決して最善というわけではありません。より強力な連携、そして更なるツールの活用が、例えば、経済の安定性を高めるのです。

欠陥あるモデルの抜本的改革のチャンスに

今回の危機については、その防止と影響の軽減において明らかに我々はもっと上手く対処できたはずであり、また、間違いなく危機の再発防止においてもこれまで以上に優れた対策をとることができるはずです。我々のこれまでの歩みは十分ではあ

りませんが、それでも、[今回のフォーラム](#)などを通し、少なくとも我々は、著しく大規模な市場の失敗、大規模なマクロ経済の外部性、そして高成長、安定性の向上、所得のより良い配分のための最善の政策介入を明確に特定するようになってきました。

成功に向け我々は、市場は自らの力のみでこういった問題を解決することはなく、短期金利といった一度の介入でも解決することはできないということを常に頭の片隅にとどめておく必要があります。こういった事実は、過去 150 年間で幾度も繰り返し証明されてきたことです。

我々が現在直面している経済問題と同じく難しいことですが、これを認識することにより、経済的トラウマというこの時代が与えてくれた一つの大きな機会を有効に活用することができるでしょう。つまり、我々の不備を抱えたモデルを抜本的に改革するとともに、この終わりなき危機というサイクルから抜け出す機会なのです。