

なぜ「錬金術」が世界金融危機を救ったのか

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



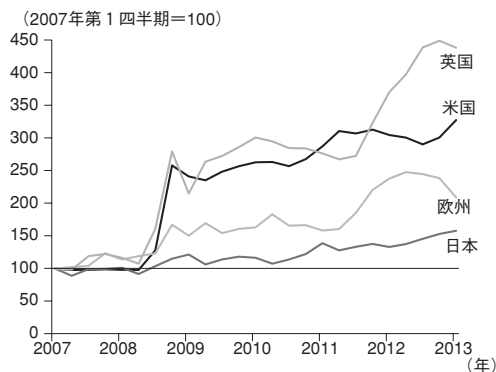
武者 陵司氏

想定外のリーマンショック後の日本独り負け

リーマンショックからの着実な経済と市場の回復をもたらしているものは、空前の量的金融緩和である。リーマンショック以降の各国中央銀行の金融緩和が如何に常識を超えたものであったのかを、中央銀行総資産/名目GDPで見ると、イギリス4.4倍、米国3.3倍、ユーロ圏（ECB）2.2倍、日本1.5倍となっている。日銀も量的金融緩和をしたにはしたが、その積極性において欧米に大きく劣っており、それが円の独歩高（韓国ウォンは1/2に、米ドル・ユーロは2/3に減価）をもたらした。

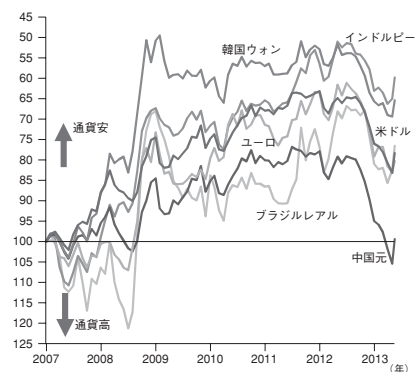
円の独歩高は日本経済に二つの新たな困難を引き起こした。第一は、日本企業の競争力の急激な低下である。例えばエルピーダメモリの破綻やシャープの経営困難化等は極端な円高が回避されていれば起きなかったであろう。韓国ウォンは円に対して半分に減価したが、それはサムスン電子のコストがシャープの半分になることを意味している。それではまともに戦える訳がない。第二に、円の急騰は日本でのデフレの再来をも引き起こした。今や世界は完全な地球規模の分業が成立しており、同一労働同一賃金の原理が貫徹しつつある。よって生産性が変わらないままで円高が起これば（例えば円が2倍となれば）、日本においては名目賃金が2分の1になるべく、デフレ圧力が発生する。リーマンショック後の円の独歩高の結果、世界で唯一日本だけがデフレに陥ったのである。4年前「米国や欧州はバブルが崩壊し、長期デフレに陥った日本の経路を後

(図表 1) 各国中央銀行総資産対GDP比



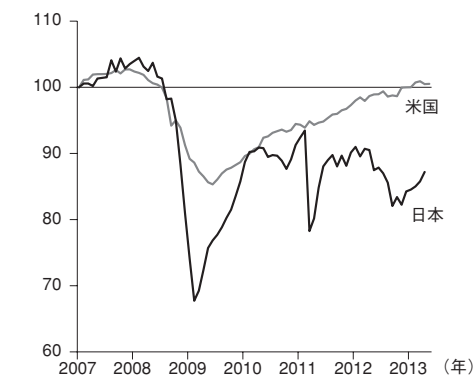
(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 2) 主要国通貨の対円レート



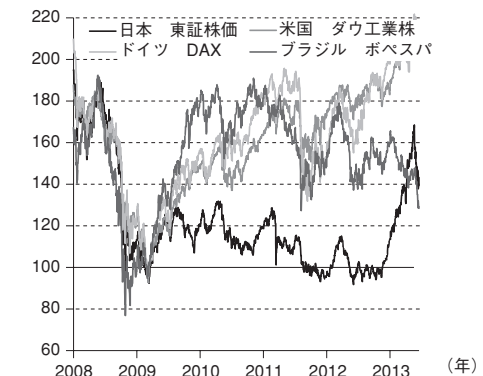
(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 3) 日米の鉱工業生産推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 4) 主要国株価指数推移 (2009年3月1日=100)



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

追いしている」という観測が蔓延した。しかし結果は驚くことに、米国や欧州はデフレに陥らず、唯一日本だけがデフレという病に陥ったままであったのだ。サブプライムローン危機、リーマンショック、ギリシャショック、ユーロ危機と相次いだ世界金融危機において、火元から最も離れていた日本が、最大の延焼を被った形となった。

鉱工業生産を日米で比較すると米国は2013年1月の時点で、リーマンショック前の水準に回復しているのに、日本は4月時点でも9割の水準にまだ届かないのである。そうした事情が2012年秋口まで日本株式を独り負けさせている理由であった。2012年に米国やドイツなど海外の主要株価指数はリーマンショック後の底値から2倍以上へ回復していたのに、日本株式は底値を這っていたのである。

危機を救ったバーナンキFRB議長の量的金融緩和とQE批判

なぜ、日本が独り負けに陥る羽目になったのであろうか。日本は世界金融危機の震源地から最も離れており、また、はるか前に金融不良債権の処理が完了しており最も金融機関は健全であると見られていたのに、である。その直接の要因が日本と米欧との金融緩和姿勢の相違であったとしても、なぜ米国主導の空前の量的金融緩和が成功裏に推移してきたのか、は十分に究明されなければならない。それには改めてリーマンショックとは何であったのか、を考える必要がある。

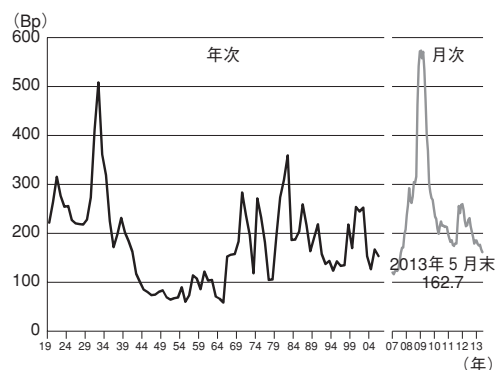
リーマンショックから4年が経過し、リーマンショックとは何であったのか、を検証する事実が揃ってきた。そして、事実をつなぎ合わせると、過去4年間を支配した経済常識が、根底から間違っていたことに気付かされる。人々は、2007年から2009年へと続いた世界金融危機（サブプライムローン危機からリーマンショックに至る過程）、つまり「株価と債券価格が1年半にわたって1930年代の大恐慌に匹敵する大暴落を続けた事態」とは、経済体制の破たんであり、暗い将来の入口と考えていたに違いない。特に日本人にその確信が強かった。1990年のバブル崩壊以降の日本経済の低迷、落伍を経験した立場から見れば、リーマンショックによって米国も同じ軌道に入ったとの連想が働いたのは当然である。日本のアカデミズムとジャーナリズム、経済論壇はつい昨日まで悲観論と宿命論によって席卷され、国民は諦観論を植え付けられてきた。その要諦は、「バブル崩壊と金融危機は過去の間違った繁栄、投機、経済行動の当然の報いである」であり、「これからは、そのツケを払う暗い将来がやってくる」ために、「経済政策で悪あがきをしても無駄であり、暗い現実を受け入れるべきである」という議論である。どのような高尚な議論も、全て平たく言ってしまうとこのようなものであった。

しかし、現実はそのようではなかった。悲観主義に基づく「宿命論」「諦観論」は米国経済の着実な回復、「最強のアメリカ」が復活することによって、根底から否定されつつある。米国経済は、1990年以降の日本のようなデフレや経済成長麻痺には陥らずに、本格成長軌道に復帰し、株価は史上最高値の更新を始めている。

なぜ米国は日本の「失われた20年」という長期停滞の道を回避できたのであろうか。その最大の理由は政策が適切であったということである。バーナンキ議長に率いられる米国の量的金融緩和政策(QE)は、崩壊の危機の淵にあった金融市場を立て直し、瀕死の状態にあったリスクテイク心、アニマルスピリットを復元させ、経済を正常な軌道に引き戻した。

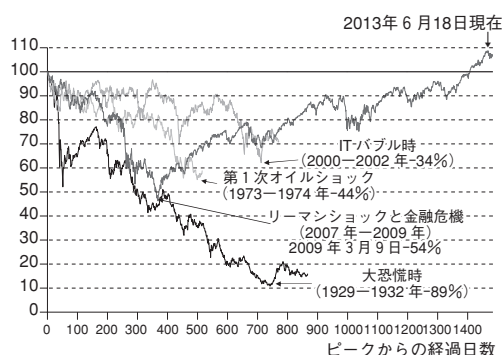
この量的金融緩和の特徴は、バランスシートを一気に3倍に膨らませ、暴落状態にあった証券価格を押し上げたことにある。中央銀行が市場において中立的立場を捨て、断固たる買い手として登場し、暴落した資産価格を買い上げることを通じて、信用秩序を回復さ

(図表 5) 米国BB格社債のリスクプレミアム推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 6) 米国株価暴落時推移比較



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

せた。その結果、大恐慌以上に上昇したリスクプレミアムは元に戻り、1年半で6割と大恐慌並みの暴落をした株価はその後2年間で2倍とショック前の水準に戻ったのである。

輪転機の高速回転による紙幣増刷で証券価格を押し上げるというのは、究極の錬金術ではないかとの批判が渦巻いていた。しかし、それが無ければ経済は大恐慌に転落していたことは、確実である。従って、中央銀行のこれまでの範疇を超えた禁じ手は、米国経済を回復軌道に乗せるうえで、絶対に必要なことであった。

こうしたFRBのQE (Quantitative Easing、量的金融緩和) について、「金融機関のモラルハザードを助長する」という意見がある。量的金融緩和により、潤沢な資金が市場に供給されることによって、経営危機に追い込まれた金融機関は一息つけるわけだが、正義感の強い経済学者や政策当局者に言わせれば、それがモラルハザードだというのだ。それは、おそらく次のような考え方に基づくものだろう。「金融機関は自らリスクを取ることであり、その見返りとして高いリターンを得ている。しかしリスクの成果だけは享受しつつ、それに失敗すると中央銀行や当局が尻拭いをしてくれるというのは不公平である。それに味をしめた金融機関は過度のリスクを取るようになり、金融システムは脆弱化する」、というものであろう。確かに、金融危機に際して巨大化しすぎた金融機関は影響が大きすぎて潰せない。「大きすぎてつぶせない (too big to fail)」はモラルハザードを強め、危機の原因を作ることにもなる。従って、甘えの構造を容認する金融制度は改革されなければならない。しかし、だからと言ってモラルハザードを懸念するあまりアニマルスピリット (リスクテイク心) を損なえば、逆効果となる。

「モラルハザード」と非難されるマネー増刷が経済発展の原動力に

ところで、過去の金融制度の発展を振り返ると、「モラルハザード容認とも見られる膨張的金融政策が経済発展の原動力」だったことが分かる。世界の通貨制度が「金本位制」から「管理通貨制」へと切り替わった時にも、同じような議論が戦わされた。金本位制は、各国が保有している金の総量に応じた通貨発行しかできないという、非常に堅苦しい通貨制度である。通貨当局が発行する通貨量は金準備に見合った量に制限される。つまり金本位制の下では、金融政策の自由度がないのであるから、経済規模が拡大し通貨供給の必要が高まれば、金本位制の維持が困難になることは当然である。しかし金本位制の廃棄には抵抗が強かった。米国では1929年に大恐慌がぼつ発してから4年間も金離脱ができなかった。「健全財政」、「健全通貨」、「自由貿易」を是とする思想と結びついて、金本位制が「節約、信頼、安定、世界主義」を代表し「健全」かつ「正常」なものの象徴とみなされていたことが影響した。正義感の強い経済学者は金本位制を遵守すべき倫理思想と考えていたのである。

当時、今では常識になっている管理通貨制度を提唱したケインズなどの先進的な人たちは、「モラルハザードを助長する」という批判を一身に浴びた。しかし管理通貨制度に切り替わったことによって、金融政策の自由度が飛躍的に高まり、無制限の通貨発行ができるようになった。管理通貨制度の下にあっても、きちんとしたルールに基づいて通貨を発行すれば、インフレリスクをある程度コントロールしながら、経済発展に必要な通貨を供給できる。実際、世界経済は管理通貨制度に移行したことによって、現在のように大きく発展することができた。つまり、正義派経済学者が「モラルハザードを助長する」と言って批判してきた政策こそが、その後の世界経済の成長を促進する原動力になったのである。

また1960年代末以降のドル危機の結果、1971年にニクソンショックが起き、ドルと金の交換が断たれた。つまりそれまでの金兌換の義務を負っていたドル基軸通貨体制（ドル金本位制）は、金の裏付けのないペーパードル制に変わったのである。その時にも、「金の裏付けなしに輪転機を回しドルを垂れ流す基軸通貨国米国のモラルハザード」が批判された。しかし悪評高いドルの垂れ流しが、世界経済と米国を大きく飛躍させた。米国のドル増刷による大量の輸入は日本などアジア諸国の経済離陸の最大のエンジンとなり、グローバル分業を大きく発展させた。また米国内では海外からの安価品の流入により1980年以降インフレが大きく鎮静化し、製造業のユニットレーバークストは横ばいとなった。さらに国内の低生産性部門は海外移転により空洞化し、国内産業構造はより付加価値の高い部門に高度化した。このように、過去モラルハザードと批判された新次元の通貨供給の仕組みが、新たな経済発展を導いたとすれば、今回究極のモラルハザードと見られている量的金融緩和も、同様の成果を出さないと、誰が言えるだろうか。

通貨増刷は触媒、脇役に過ぎない

それにしても、闇雲な超金融緩和が全てうまくいくわけではない。「そんなうまい話があるはずはない」という素朴な疑問には説得力がある。「超金融緩和で人々の期待が変わればすべてうまくいく」ということは、「麻薬を飲んで極楽の幻想に浸るようなもの」であり、「厳しい現実が変わるわけではない」という素朴な批判の何処に、落とし穴があるのだろうか。

超金融緩和による市場介入も、実態が伴わなかったら、その介入は失敗したはずである。中央銀行が債券市場に介入し、リスクプレミアムを一時的に押し下げたとしても、不況が深刻化し倒産が相次いだら、リスクプレミアムは急上昇し債券は紙くずとなり、中央銀行は不良債権を抱えることになる。結局、バーナンキFRB議長のオペレーションが成功したのは、リーマンショック時実際は、実態以上にマーケットが狂っていたからである。社債市場では空前の大倒産を、株式市場では利益の消滅を織り込んでいた。しかし経済の実態はまったく腐っていなかったので、バーナンキFRB議長の英断は成功したのである。成功は、「実はマーケットが考えているほど実体経済は悪くない」ということに対する、バーナンキFRB議長の深い洞察があったからだと言える。

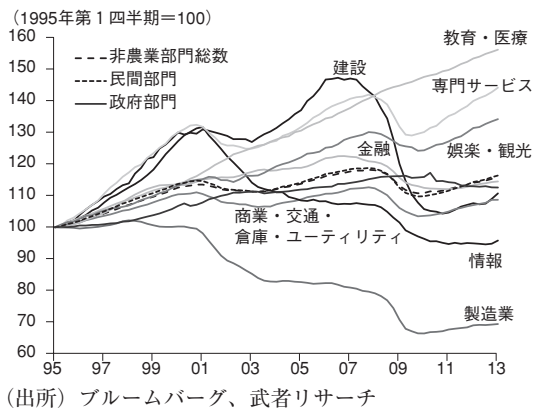
リーマンショックとは何だったのか

それではなぜ経済は腐っていないのに、ハブルが発生し、それが崩壊して大暴落し、世界的金融危機が起きたのだろうか。通説と異なり、リーマンショックの原因は重層的である。直接的な原因は市場の崩壊、つまりさまざまな理由により市場から買い手が消滅したために、異常に証券価格が暴落したことによって起こった。つまりミスプライシングの発生である。しかし、その更なる原因を辿っていくと住宅バブルの生成とそれを支えたモデルのない金融に辿りつく。しかし、その更に底流にはより重要な根本原因、すなわち「2000年ITバブル崩壊以降のヒト余り（失業の増加）、金余り（空前の金利低下）」があったと考えられる。ITバブル崩壊は大規模な労働と資本の余剰を発生させたが、それは2007年までは、住宅バブルに吸収され、更に経済を成長させた。しかし、住宅バブル崩壊で住宅部門に一時的に吸収されていた余剰労働力、余剰資本が再度顕在化した、というのが事実でないか。つまりリーマンショックの根源には、資本と労働の余りにあったのである。

それらのヒト余り、金余りをもたらしたのは、IT革命とグローバリゼーションによる「空前の生産性の上昇」である。それまでよりも短時間で、より多くのものを作り出せるようになったのだから、それだけ省力化でき、製造コストも下がる。つまり、企業利益が増大する一方で「人手と資金が余る」ことになる。

資本主義のみならず人類の歴史においては、生産性の向上こそが経済を発展させる原動

(図表 7) 米国 セクター別雇用者数の推移
(1995年第1四半期=100)



力であった。だとすれば、バブルの生成と崩壊は、生産性が高まっていることの傍証とも言え、経済がさらに発展していくうえでの一里塚とも考えられるのである。

つまりバーナンキFRB議長による超金融緩和が成功したのは、生産性上昇により労働と資本の余剰が著しく高まっているという現実があったからである。このような環境では「闇雲な超金融緩和は成功しない」という素朴な一般論は当てはまらないことがわかる。ここに黒田日銀総裁が主導した新次元の超金融緩和が妥

当であり、成功するという根拠もある。

リーマンショックが引き金を引いた新時代の輪郭がおぼろげながら見えてきた。それは「最強のアメリカ」が復活することによる新たな世界経済の発展である。バーナンキ議長による米国の量的金融緩和は、余っている人と金を活用して新たな需要を創造し、経済の長期成長軌道を敷設することに成功するだろう。

さて、量的金融緩和を錬金術であるとする一見もっともらしい批判に対して、筆者は昨今の量的緩和は、新規需要創造(=遊休資本+遊休労働力の活用による)を起こすための「触媒」であると捉えている。前述した「マネーの力では何も変わらない」という批判は、裏を返せば、マネーへの無いものねだりである。マネーは何処まで行っても新たな価値は生み出さない。但しマネーは

$$SL(\text{余剰労働力}) + SC(\text{余剰資本}) \rightarrow \Delta D(\text{新規需要創造})$$

という富を生み出す化学反応を引き起こす最強の触媒である。量的金融緩和を錬金術と捉える見方は、脇役である触媒を主役と考える倒錯から引き起こされる誤解である、と指摘したい。問題はあくまでも遊休労働力と遊休資本の存在であり、マネーの役割はそれらをうまく化合させて新しい需要を作るための「触媒」に徹することである。バーナンキFRBも黒田日銀も、そのことをしっかりと認識しているから、これだけの規模の緩和を続けているのだろう。乱暴な言い方をすれば、結果が出るまで(つまり実体経済が自律的成長軌道に戻ると確信できるまで)、緩和策を続ければよいだけのことなのである。

