

「アジア危機とギリシャ危機」

今年前半における世界経済に対する最大のマイナス・ショックはギリシャに始まるヨーロッパの財政、金融的混乱であった。7月以降、事態は落ち着きを見せているものの、混乱への対応の過程で当事者のヨーロッパ各国だけでなく、米国が状況の推移に強い懸念をいただいていたように見えたことが印象的であった。この点に関連して、先頃来日した米国のヘッジファンドが今年ギリシャ危機の米国にとっての意味は、アジア危機と日本経済との関係のようなものだと指摘した。これはいったいどういう意味だろうか。

アジア通貨危機前後の日本の状況を思い出してみよう。日本は1990年前後にピークを打った地価・株価バブルが崩壊し、様々な対応を余儀なくされた。日本銀行は1991年夏から公定歩合を引き下げはじめ、当初6%であった水準を1993年秋には1.75%へと低下させた。それでも経済ははっきりとは改善しなかったばかりか、1995年前半には円高の嵐がおとずれ、一時1ドル80円割れという史上最高の円高を記録した。これに対応する形で公定歩合は同年秋には0.5%という史上最低水準へ引き下げられた。おおむね、伝統的な金融政策は使い切ったわけである。また、バブル崩壊後の税収の落ち込み、1992、93年度の大型の景気対策等もあり、1990年にはGDP比2%程度の黒字だった一般政府財政も1996年には5%程度の赤字へと急速に悪化した。さらに、いま振り返ってみれば全く不十分だったわけであるが、東京協和、安全両信組対策、住専への公的資金注入等様々な金融システム不安対策も採用されていた。

こうしてバブル崩壊後の経済悪化、金融システム不安に様々な政策対応を、特に金融政策はギリギリまでの対応を実施したのが1995-96年の状況であった。限界までの対応を実施したということであれば、それによって経済が好転しないと後がないということになるが、経済情勢は実は好転しつつあった。1995年度は2.3%、96年度は2.9%の成長率を記録したのである。

ギリギリの政策対応による経済の回復の腰を折ったのは、1997年に勃発したアジア通貨危機、その後の日本の金融危機の深刻化、また消費税の引き上げであった。アジア危機はタイに始まり、またたく間にアジア全体を覆った。その後、政府による一段の景気対策、日銀によるゼロ金利政策等が採用されたが、日本経済が本格的に回復するには至らなかった。図は日米の消費者物価指数上昇率を示している。(日本は1990年以降、米国は左端を2007年夏、すなわち今回のバブル崩壊の直前に合わせている。)日本のインフレ率は1990年代半ばにかけて低下傾向を示した後、上述の景気回復に少し遅れて98年にかけて多少の上昇を見せたものの(図は消費税増税の影響を控除している)、その後デフレに突入していったことが分かる。

今回の金融危機以降の米国経済も以上の1990年代の日本経済に重なった経緯を経てきている。FEDは日銀よりも素早く2008年末には金利をほぼゼロに引き下げているし、様々な非伝統的政策も実行した。財政からの対応も強力かつ迅速であり、それもあって2

007年には均衡に近かった連邦政府財政は現在 GDP 比10%前後の赤字となっている。こうした政策対応の効果もあり、経済は2009年春から回復基調にある。しかし、日本の1990年代半ばのように追加政策対応の余地は非常に限られている。

ここで勃発したのがギリシャ危機である。これを1997年のタイの通貨危機と見れば、それがアジア全域に広がったように、ヨーロッパ全体を巻き込み、結果として米国経済にも大きな影響があるということになれば、日本の二の舞である。これを米国政策当局は大変恐れたと思われる。

これまでのところはヨーロッパ各国、IMF 等の政策対応もあり、ギリシャ問題の深刻な波及、例えばスペインへのはっきりとした波及は食い止められている。実際、ピークでは275bpsほどであったスペイン国債のCDSプレミアムは7月末現在190bps程度に低下している。いわばタイ通貨危機がアジア全域に広がるのを防いだわけである。

しかしながらギリシャ危機は欧州を中心にきわめて厳しい財政再建策の採用という副作用を発生させている。特に経済状態が悪い地域が通貨を切り下げるというオプションも閉ざされている。これが時間をおいて米国を含む世界経済全体の足を引っ張るリスクは高い。図の米国のインフレ率を見ると、金融危機発生から1年を経たあたりから継続して下がり続けている。現在では年率0.9%程度の水準にあり、奇しくも1990年代半ばの日本の水準とほぼ同じ位置にある。政策余地が限られているため、ここからの大きなマイナスのショックはデフレだけでなく、日本型の長期経済停滞のリスクを高めると言わざるを得ない。

