



2011年12月21日投稿

## 2011年を振り返って:4つの歴然たる事実

---

オリビエ・ブランシャール著

この1年間の変容ぶりは著しい。

2011年は回復基調で始まった。それが脆弱で不均衡なものとはいえ、希望はあった。米国での過剰な住宅ローン、ユーロ圏周縁国での政策調整、新興国への変動的な資本流入、金融部門の規制改善といった一連の課題も、いちだんに対応可能にみえた。

取り組むべき課題は多かったが、達成可能にみえた。

ところが、今年も終盤に近づくと、多くの先進国では回復が頓挫し、一部の投資家の間では、ユーロ圏解体が実現した場合の影響や、2008年の経済状況よりも悪化する可能性について探索する者さえいる。

この1年間の出来事から主に4つの教訓を引き出すことができる。

- 第1に、2008～09年の危機の後の世界は、複数均衡、すなわち、悲観的見方が悪い結果を呼び、楽観的見方が良い結果を呼ぶ自己実現的な現象に満ち、マクロ経済に重大な影響を与えている。

複数均衡の理論は昔からある。銀行の取付が自己実現的であるのは長く知られており、預金保険制度が設立された根拠にもなっている。固定為替レート制度に対する批判がやはり自己実現的であるのも経済学の教本に示される通りだ。さらに、市場からの資金調達と同様の結果を招きかねず、取付が銀行と銀行以外の企業に等しく影響しうることも危機の発生当初に学んだ。中央銀行が大手金融機関への流動性供給に乗り出したのも、まさにこれに対応するためだ。

今年、さらに明確となったのは、流動性問題とそれに伴う取付が政府にも影響することである。銀行と同様に、政府の負債は、主に税収からなる資産に比べ遥かに流動的だ。政府の財政が堅牢であると投資家が確信すれば、当該政府はリスクフリーの金利で借入が行えるが、投資家が懐疑的になり始め、高金利を求めれば、政府が返済不能に陥る可能性が高まる。また、債務の水準が高くなるほど、健全な財政から返済不能に転落するまでの期間と、返済不能に導くほどの高金利につり上がるまでの時間が短縮される。現在、イタリアがその典型例だ。公的債務が多額に上り、浮き足立った投資家で特徴付けられる危機後の環境では、多数の政府が危険にさらされている点を忘れてはならない。適度な金利に抑えるために十分な流動性を供給しない限り、危険は常につきまとう。

- 第2に、不徹底で部分的な政策対応は事態をいっそう悪化させかねない。

ハイレベル会合で解決策が公約されたものの、その半分も履行されない状況では、市場心理も往々にして悪化する。また、大々的に公表された計画が実は不十分であったり実行不能であったりするときも同様だ。その理由は、こうした会合や計画が、主に各国間の意見の折り合いがつかないために、結局、政策の限界を露呈するだけに終わってしまうからだ。そのような状況では、投資家は、実施者の能力に確信が持てず、達成に確率を課すことになる。脚光を浴びた試みも、少なくとも当初の時点では、完全な達成が無理なことがはっきりしてしまうのだ。明らかに、「何もしないよりも、試した上で失敗する方がましだ」という格言は必ずしも当てはまらない。

- 第3に、金融投資家は、財政再建と成長に関しては矛盾した行動をとる。

投資家は財政再建のニュースを歓迎しながらも、その後、再建作業が低成長につながると——これは多くあることだが——否定的な反応を示す。IMFが行っている予備的な推計によると、財政再建と低成長となる可能性は、さして大きな乗数効果を期待しなくても、最終的にソブリン債のリスクスプレッドの拡大(縮小ではなく)を招くことを示唆している。そのため、政府は、市場対応への姿勢にもよるが、債務の持続可能性の狭義の観点からみてもあまりに性急に財政再建を進めてしまう恐れがある。

ここで明確にすべきことは、大規模な財政再建と債務削減は不可欠であることだ。しかし財政再建とは、アンゲラ・メルケル独首相が言うように、「スプリント種目」ではなく「マラソン競技」であるべきだ。債務を適切な水準に戻すまでには優に20年以上かかるだろう。「急がば回れ」という格言はこれにぴったり当てはまる。

- 第4に、心理は現実を醸成する。

概念の枠組みは、良かれ悪しかれ、事象とともに変化する。それが一度変わると、もう元に戻ることはない。例えば、イタリアでは夏季を通じてほとんど何も起こらなかった。だが、同国が危ないという心理がひとたび働くと、それは根強く残った。市場心理は重要な意味を持つ。投資家が市場から一度資金を引き上げると、そう簡単には戻ってはこない。もう一つの例を挙げよう。ユーロ圏の経済情勢は、今年第2四半期にはほとんど変化がなかった。しかし、市場と分析家がユーロ圏解体について言及し始めると、それは執拗に続いた。金融投資家の多くは、万一、解体が実現した場合に備えた戦略作りに忙しい。

以上の4つの要因を総合すると、年末の情勢が年頭より大きく悪化した理由を説明できる。

希望はまったくないのだろうか。いやそうではない。しかし回復を元通りの軌道に乗せるのは1年前よりも難しくなる。そのためには、信頼のおける実際的な財政再建計画が必要となる。複数均衡を避けるために流動性を供給する必要が出よう。単に公表するだけでなく、実施を伴う計画が必要となる。そして、関係者間でこれまでより遥かに効果の上がる協調を行う必要があろう。

私は、これらが達成されるよう願って止まない。その代案はあまりに不快なものだからだ。