

世界経済の展望—何が最善のポリシー・ミックスか？

2012年5月27日

去る4月23日、ニューヨーク経済倶楽部で行われたヴァイドマン、山本利久
ドイツ連銀総裁の講演要旨：ドイツ連銀 Auszuege aus Presseartikeln Nr.18 から

バーナード・ショウはかつてリンゴに付いて非常に面白い評言をしたと言われる；”もし貴方が一個のリンゴを持ち、私が同じく一個のリンゴを持ったとする。そして我々はこれらのリンゴを交換する。すると貴方も私も互いに引き続き一個のリンゴを持つことになる。しかし貴方が一つの考えを持ち、私も一つの考えを持ち、そして我々がそれらの考えを互いに交換するとする、すると我々のいずれもが二つの考えを持つことになるだろう。

私は、この言葉がニューヨーク経済倶楽部の意図と今日の出来事を完全に凝縮している、と思います。アイデアは皆さんがそれを共有する時増幅し、そして皆さんが討論する時、改善されます。

そんな訳で、私は本日この様な著名な参加者といろいろなアイデアを共有することが出来ることを大変嬉しく、そして光榮に存じています。

講演をされた方々の長い名簿の中で、私は當經濟倶楽部で御話をする3番目のドイツ連銀総裁です。最初が1991年のカール・オットー・ペール氏で、次が1996年のハンス・ティートマイアー氏でした。

それから幾年か経ちましたが、世界経済の景観はこの間完全に変貌してしまいました—ちょっとグローバリゼーションの広がりを考えて見て下さい、ユーロの導入を考えてみて下さい、アジア危機或いはドットコム・バブルを考えてみて下さい。これらの出来事やその他全てが常に我々の世界を形成し、そして作り直してきました。

直近に我々は危機に遭遇しました。この危機は再び我々の知る世界を変えることになるでしょう—経済的に、政治的に、そして知性的に。私の本日の話の背景となっているのがこの新しく展開する景観であります。

私は二つの疑問を取り上げますことにします：”我々は現在どこに立っているのでしょうか？”
そして”我々はここから何処に向かうのでしょうか？”

勿論トリッキーな質問は2番目です。それに答えるには、我々は、今我々が進める全ての小さな歩みが、我々が将来立つ処を決めることを知るべきです。

特に私は回復に向け目前のリスクを払いのける方法が危機の原因を克服するための努力と緊密に相関していることを検討してみることにします。これらは非常に密接に相互に連結していて、より強力な安定化に向けた努力の推進者が通常想定するより実際は遥かに強いものです。

それはさておき、先ず我々は一体今現在何処に立っているのか見ることにしましょう。

我々が現在立っているところから振り返ってみると、深い爪痕を残した危機が見えます。

WTO は危機発生の結果、5600 万人に及ぶ人々が職を失った、と推定しています。この数字はカリフォルニアとニューヨーク州の合計した人口に匹敵するものです。

或いは政府債務を見て下さい：2007 年と 2011 年の間、GDP 比の総政府負債額はユーロ圏で 20%以上増加し、米国では約 35%増えました。

私は、今回の危機はその尺度と範囲が未曾有のものであった事を万人が認めるもの、と思います。そして先ずやるべきことは、景気後退がデフレに陥ることを阻止することでした。世界中の政策当局者と中央銀行の努力のお陰で、これは達成されました。

2011 年に於ける若干の後退局面に続き、世界経済は今、回復基調にある様に見えます。その最新の世界経済展望で、IMF は世界経済の先行きが徐々に力強くなり、そして急激な停滞の恐れは後退したことを確認しています。

今後を展望して、IMF は世界経済の成長が 2012 年に 3.5%そして 2013 年に 4.1%に達すると予測しています。同じそれぞれの年に先進国のインフレは 1.9%と 1.7%になるところでは見られています。

基本的に私は IMF の考え方を共有しています。しかしながら、我々皆はこれらの推測は割引して聞かなければならないことを知っています—多分大きく。一人の中央銀行家として、私はインフレに関して平静ではありません。上昇するエネルギー価格と旺盛なコア・インフレーションを考慮すると、価格は IMF の想定より速く上昇する可能性があります。

インフレ期待は引き続き確りと繋ぎ止められ、そして価格の安定と合致していることに十分留意しなければなりません。期待が一線を離れることは容易に非次元行程に転化することを意味します。もしこうした事態が起きると、期待を再び抑え込むことは困難となり、非常に経費の掛かることとなります。

成長の見通しはこの数カ月で改善しましたが、依然幾つかのリスクが残っています—欧州国家財務危機はその一つです。そしてこれが人々の心に最も重く押し掛かっている一つのリスクです—単に欧州ばかりでなく、ここ米国でもです。

ユーロ圏諸国は、野心的な改革を行う事をコミットし、そして防火壁を実質的に拡充することでこれに答えてきました。それにも拘わらず、国家財務危機は未だ解決していません。この2週間の新たな緊張が適例です。このため我々は常に行動していなければなりません。しかし我々の踏み出すそれぞれの歩みは慎重に考慮されなければなりません。既に申し上げましたように：我々が今踏み出す小さな歩みが、将来の我々の立つ場所を決めることになるのです。

結局ユーロ圏で三つのことが起きなければならないことになるでしょう。第1にギリシャ、ポルトガル、スペインの様な国が一層競争力を持つようになるため、構造改革が実施されなければなりません。第2に公的債務が削減されなければなりません—これはユーロ圏に限定された挑戦ではありませんが。第3に通貨同盟の機構としての枠組みが強化されるか或いはオーバホールされなければなりませんし、更に我々は通貨同盟がいずれの方向に向かうのか今以上に明確にする必要があるのです。この点に関して私は我々すべてが合意するもの、と思います—直近の世界経済展望に於けるIMFを含めて。

しかしながら、それらの導入の適切なタイミングについて、合意形成には大きな隔たりがあります。危機発生以来、私が只今申し上げました必須事項は短期的配慮から不明瞭なものとなる傾向になりました。そして驚いたことに、世界経済が軌道に戻りつつある今、この傾向はますます強くなっていくように見えます。

この考え方は、4週間ほど前ローレンス・サマーズ氏がファイナンシャル・タイムズ紙に掲載した論文で述べたことに投影されています。米国に付いて彼は次のように述べました”・・・今後数年間に克服しなければならない最も深刻なリスク [・・・] は政策が適切な需要の維持を強調することから、伝統的な財政・金融のプルーデンスへの関心に急激に移行することであろう。”

或るオブザーバー達が最終的に”同じことを更に”煎じ詰める政策を強引に押し通そうとするのはこの様な意図にあるのです：防火壁とユーロ圏に於ける事前のリスク・シェアリングは拡張されるべきであり、公的債務の地固めは延期されるか、或いは少なくとも一定期間に跨るべきで、そして金融政策は危機管理上、より大きな役割を果たさなければなりません。

私は公然と危機封じ込めの必要性を否定しようとするつもりはありません。しかしそこで得られるすべては根本問題に取り組む時間です。提案された対策は時間を稼ぐことになるでしょう。しかしそれは永続性のある解決策を齎すことにはならないでしょう。

サブプライム・バブルの崩壊後 5 年が経ち、リーマン破綻の混乱後 3 年が経過、今我々は自問しなければなりません：もし我々が繰り返し、繰り返しこうした対策を実施した場合、我々は何処に連れて行かれるのでしょうか—これらの対策は明らかに危機症状の緩和に向けられたものですが、しかし根底に横たわる原因と対峙することは出来ません。

私の意見では、これは解決にはなりません。それには二つの理由があります。一つはそうした戦略が長期間にわたり適用されればされるほど、路線の変更が益々困難になります。もっともっと沢山の人がこのことに気づく結果、信頼を失い始めるでしょう。彼等は我々の問題に対する恒久的解決策を齎す政策当局者の権能への信頼感を失うでしょう。そして我々は、危機は基本的に信頼の危機であることを肝に銘ずべきです：公的金融の持続性、競争力、そして或る程度までの EMU の機能への信頼です。

しかし何故”同じ事について更に”全然進歩に繋がらないのかと言う二つ目の理由があります。我々が処方する鎮痛剤には副作用があります。そしてそれは長く使えば使うほどこうした副作用は大きくなるのです。そしてそれらが将来我々に付き纏うようになるのです。

結局物事を短期と長期を分けることは不可能です。今日あなた方が行う事が、明日の貴方方になるのです。

これら二つの警告を胸に収め、提示されたポリシー・ミックスを更に詳しく見ることにしましょう。簡潔を期すため、金融と財政政策に照準を合わせお話しします。

危機封じ込めのため、EMU 加盟国は、最近になり 7000 億ユーロと言う驚くべき水準に達した通貨の壁を築き上げました。既に御話ししましたように、囲い込みの垣根は確かに必要です、しかし重ねて申し上げますが：それは永続性のある解決ではありません。そして限界のあるのは空間ではありません—限界は金融上そして政治上にあるのです。

こうした限界に直面し、ユーロシステムは今や”最後に立っている人”と見られています。その結果、一部のオブザーバー達は、危機管理に当たり、それが一層大きな役割を果たすよう求めています。更に言えば、これらの要請には、より低い金利、より高い流動性そして資産のより多くの購入が入っているのです。

しかしこれらの要求の基になっている前提条件は、それをよく観察した場合、はたして正しいのでしょうか？結局金融政策は万能薬ではありません。そして中央銀行の”火力”は無制限ではありません、特に通貨同盟にあっては。

確かにこの危機はその度量と範囲で例外的なものです。そして異常な時代は異常な対策を求めます。しかしユーロシステム下の中央銀行は既に危機封鎖のため多くのことを遣ってきました。そして今我々は、一つの危機を解決することで、又次の危機の素地を用意することのない様にしなければなりません。

例えば低金利の副作用を例に取って見ましょう。研究の成果は次の様なものです：金融膨張是正に対抗しようと中央銀行が非伝統的金融手段を採択すると、リスク・テイキングが一層活発になります。特に金融政策が金融の不均衡造成に対し対称的に反応しなくなる場合です。結局金融安定化への喫緊のリスクを取り除こうと、余りに多くの重圧を掛けることは将来の金融安定と価格安定に向け更に大きなリスクを作り出すことになります。

ユーロシステムはこれまで多くの非伝統的手段を金融安定化の維持のため採択して来ました。これらの対策は金融の混乱の更なるエスカレーションを阻止し、そして銀行への実質的に無制限な流動性の供給を支援してきました。しかし金融政策は他の政策の代行は出来ません。そして金融以外の分野に於ける無作為に対する代償を行ってはなりません。

仮にユーロシステムが金融面で健全性を欠いている銀行に融資を行い、そして適切な担保もなしにその様な事を行えば、それは国家の納税者の間にリスクを再配分することになります。その様な不透明な移転はユーロ圏の中央銀行の権限を越えるものです。納税者の資金を使って銀行を救済することは唯一国会によって決定されるものです。

さもなければ、金融政策が主権国家の通貨同盟に内在する債務偏向をはぐくむことになるでしょう。この点に関して、ユーロシステムの状況は米国の連邦準備制度やイングランド銀行の事情と基本的に異なるのです。

更にユーロシステムによる銀行の拡大・延長金融は民間の投資家と交代するか或いは転置します。これが幾つかの銀行が成長不能なビジネスモデルを改革しようとするリスクを産みます。これまでのところ、この点に関する進展は多くのユーロ圏諸国で非常に限定的なものとなっています。

ユーロシステムは又国債市場の緊張を解きほどこきました。しかし我々は、市場金利が財政状態に関する政府の重大なシグナルであり、それらが改革のための重要な動機であること

を忘れてはなりません。

勿論、市場は常にそれを正しく受け止める訳ではありません。市場は国債のリスクを長きにわたり過小評価し、そして現在は過大評価しています。しかし過去の経験が市場のシグナルは依然として我々にとって最も強力な刺激であることを教えてくれました。兎に角私は政治的洞察或いは政治的ルールだけに依存することはしたくありません。

結局、金融政策はその一番の目的を見失ってはなりません：ユーロ圏全体の物価の安定を維持すること。これは何を意味するのでしょうか？金融政策が例えばドイツで過分に拡大している、としましょう。もしそうした事態が起きれば、ドイツは他の国家的手段を使いこの問題に対処しなければなりません。

しかしその上我々はこう言う事が出来ます：仮に我々が周辺国への影響を心配しているとしても、金融政策の立案者はユーロ圏のインフレの上方リスクが増加したら直ちに必要なことをしなければなりません。物価安定の維持と言う最高の目的を果たすことは中央銀行が御すことのできる最も貴重な財源を保護するために必須であります：信頼性。

ここで纏めをしてみましょう：我々が短期的に行う事は我々が長期間に達成しようとする事と整合性が保たれなければなりません—物価の安定、金融の安定そして健全な公的金融。これは微妙なバランス術を暗示しています—もし我々が危機管理に当たり、金融政策に過分に依存すると、我々が狂わせてしまうバランスです。

ところで、地固めと構造改革はどうなっているのでしょうか？ここでも又我々は短期と長期の適正なバランスを保たなければなりません。

地固めと構造改革を先送りする提案をする人々は野心的な地固めに向けた努力や或いは遠大な構造改革に現時点で取り組むことは景気回復に過大な負担を掛けることになる、と論じます。彼等は中期的にはこうした手段の必要性を否定してはいませんが、しかし短期的には彼等は適切な需要を維持し、人々を動揺させないようにして、景気回復を育成することがより重要だと考えています。

しかし最終的に、現行の危機は多分に信頼の危機であります。そしてもし既に発表された地固めと構造改革が延期されるとなると、人々は危機の根源に至る政策当局者の能力に対するより多くの信頼を失う事にならないのでしょうか？もし我々が過剰債務を削減し、競争力を向上すれば、それだけで我々は信頼を回復出来るのです。そしてそれはまさにこうした政策が不人気なので、政治家達は代わりに金融調節に依存したがるのです。

特に地固めは通常総需要と経済成長を抑制することは確かです。しかし問題は：現在は通常の状態なののでしょうか？誰でもが公的債務を重大な脅威と見ていることは極めて明白です。市場も、政治家もそして目抜き通りの人々もそう見えています。

公的金融に対する信頼の増幅した欠落が経済成長に大きな重荷となっています：潜在的な将来の増税についての不確実性がある一方、民間、公的部門の債権者を問わずその資金調達コストは上昇しています。こうした状況下では、地固めは信用を鼓舞し、実際に経済の成長を支援することになるでしょう。

私見では目先の地固めは誇張されているようです。いずれにせよ、代替案は余りありません。結局、皆さんは債務から解放されようと金を借りることは出来ません；道を切り開くには唯一将来を約束する取り組みだけです。

様々なアイデアを共有し、議論する効用に付いて述べたこの講演の最初に立ち戻ること、私の話を閉めさせて下さい。

私は、危機に見舞われた国々に一層競争力を付ける改革に着手しなければならないことを強調しました；我々は公的債務を削減し、通貨同盟の機構上の枠組みを改善しなければならないのです。

しかし私の議論の核心は凡そ 20 年前にカール・オットー・ペール氏によって簡潔に言い表わされていました。この経済倶楽部での講演で彼はこう述べました”しかしながら、中央銀行の真の機能は長期的見方をすることでなければならない。”

危機から 5 年後、長期は我々の予想より速く我々に追いつくかも知れません。その為、我々は将来に付いて今考えなければならないのです—そして我々は又それに呼応して行動しなければならないのです。

後書き：

混迷を極めるユーロ圏情勢にあって、ドイツの動向が当面の事態をブレイク・スルーの鍵となってきた。そうした中、ドイツ連銀の動向が益々注目される。筆者は 1990 年代前半の欧州駐在中ドイツの或るプライベート・バンクの設立したし投資運用会社の非常勤役員をしていたことがある。その折既に現役を退いていたペール元総裁と役員会でご一緒する機会があった。今回それを大変懐かしく思い出した次第である。

(了)