

Ⅱ 特別インタビュー

米国経済：リセッションと金融危機

インタビュー先：ベンジャミン・フリードマン ハーバード大学教授

インタビュアー：ニッセイ基礎研究所ニューヨーク事務所

主席研究員 熊坂 有三

日 時：1991年2月8日

場 所：ハーバード大学

【前 文】

米国経済が'90年第4四半期にマイナス成長となり、'83年以来の景気拡大を終了させた。しかも、今回のリセッションの背後には金融システムの脆弱化があり、今後の米国経済への見通しを複雑なものにしている。そこで、ニッセイ基礎研では米国経済についての米議会の証言にも時々立ち、米国金融システムの脆弱化を指摘しているハーバード大学の金融、マクロ経済を専門とするベンジャミン・フリードマン教授にインタビューを行った（1991年2月8日）。教授には今回のリセッションの過去との相違、金融危機の原因と対策、また2月5日に財務省が提案した金融制度改革案について答えてもらった。

【Ⅰ】リセッションに入った米国経済

（過去のリセッションとの相違）

熊坂：'90年の第4四半期にGNP成長率がマイナス2.1%（1月25日発表）となり、米国経済はリセッションに入ったと思われるが、今回のリセッションが過去のリセッションに比べ異なる点はどこでしょうか？

〔ベンジャミン・フリードマン氏の略歴〕

1972年にハーバード大学教授。現在はハーバード大学のWilliam Joseph Maier Professorであり金融、マクロ経済を教える。'72年以前はモルガン・スタンレー証券会社に勤務。またニューヨーク、ボストン各連銀のコンサルタントを勤める。著書にはコロンビア大学のGeorge S. Eccles Prizeをとった『Day of Reckoning: The Consequences of American Economic Policy Under Reagan and After』（1988）、『View on the Likelihood of Financial Crisis』（1990）、『Implications of Increasing Corporate Indebtedness for Monetary Policy』（1990）など多数。

フリードマン：4つの点を指摘したい。まず第一に、今回のリセッションにはインフレの高騰が先行しなかった、そのため極端な金融引き締めが行なわれたわけではない。1969年、73年、80年、81年の過去のリセッションはインフレの高騰が先にあり、それを抑えるための金融引き締めによってもたらされた。金融引き締めの度合いがリセッションの長さを決める主要な要因の一つだと思う。

熊坂：今回のリセッションは湾岸危機によるというより、米景気の自然失速ととれますね。では第二のポイントは？

フリードマン：第二は、景気後退に向かった企業の在庫の積み増しが控え目であった。

熊坂：'80年代に企業の在庫投資に技術進歩が見られたのですか？

フリードマン：私は在庫投資の専門家ではないが、そうだと思う。もしも、'80年代後半に企業が以前と異なる在庫投資をしていることが観察できれば、今回の在庫調整が単なる偶然とは思えない。

熊坂：後で詳しく聞きますが金融システムの脆弱化はどうですか？

フリードマン：それは最も大事な残り2つの相違点のうちのひとつだ。米国は第2次世界大戦後の中で最もひどく脆弱化してしまった金融システムを抱えてリセッションに入ってしまった。今の金融システムの脆弱化の主な原因は、1984年以来企業部門が債務を急増させ企業の合併・併合などにはしり、生産設備などの投資に使用しなかったことにある。それが、債権側の銀行部門にも反映し金融システムが脆弱化した。

熊坂：では最後の相違点は？

フリードマン：景気回復に関してだが、今回は景気を急速に回復させる要因が見あたらない。過去において回復力の弱いリセッションは幾つかあったが、景気が急速に回復するパターンが多い。例えば、前回のリセッションの回復の最初の18カ月は非常に力強いものだった。最後の相違点は今回の景気回復が非常に緩やかになると思われることだ。

熊坂：今回のリセッションの深さと長さについてどう思われますか？

フリードマン：予測の仕事に従事していないのでコメントはできないが、いろいろな予測機関によれば今回のリセッションは平均的な深さであり、長さでもあるという。別にこれらにコメントするつもりはないが、私の言いたいことは今回の景気回復が非常にゆっくりとしたものになるだろうということだ。まして、今回のリセッションは非常に長い景気拡大の後の最初のものであり、しかも湾岸戦争の最中でもあるため、予測は難しい。

(企業債務の増加)

熊坂：先程の'80年体後半に企業債務が急増した話だが、債務増により企業のバランスシートが悪化したと同時に、キャッシュフローに占める利払いの比率とか債務返済比率が急速な悪化傾向にあるが、どちらが問題ですか？

フリードマン：企業のバランスシートの悪化は債務返済比率の悪化ほど重要ではない。収益、あるいはキャッシュフローに占める利払いの比率が非常に高くなったことが問題だ。過去のリセッション時において平均した企業の収益の落込みは約20%である。このことはもちろん20%以上の収益の落込みになった企業もいれば、それ以下の企業もある。しかし、今は20%以上の収益の落込みに堪えられない程に債務を増加してしまった企業がかなりあるだろう。既に、多くの企業が債務不履行、倒産となっている。そして、資金の貸し手の銀行も深刻な問題を抱えるようになっている。それゆえ、債務返済比率の急上昇が非常に懸念される。

熊坂：企業債務の急増が今のリセッションの直接の要因とみますか？

フリードマン：直接の要因とは思わない。私の知る限り債務が急増したからといって企業が突然に投資を減少させたわけではない。過去18カ月を見ても、投資活動が非常に強かったと言うわけではないが、突然に崩壊したというわけでもない。しかし、企業があまりに借りすぎ返済能力への疑問が生じたことは確かだ。しかしそれは同時に貸し手の倒産懸念をも引き起こすことになった。今回のリセッションの原因のひとつには銀行や銀行監督局からのクレジットアベイラビリティの驚くほどの引き締めがあると思う。つまり企業の信用度の悪化が銀行の慎重な貸し付け態度をもたらし、それがクレジットアベイラビリティの縮小につながった。だから間接的には、企業の債務負担の増大はリセッションを導いたといえる。

熊坂：では、企業の大きな債務負担が景気の回復の桎梏になるのでは？

フリードマン：そうなるだろう。銀行にしても、今年の本末までに今の脆弱化した体質を治せるとは思えない。仮に、このリセッションが平均の長さとするれば、今年の夏に始まったと思われる今回のリセッションは今年の中ごろには終わろう。しかし、銀行の抱えている問題が秋までに片付くとは思われない。それゆえ、企業の信用度の低下、銀行の貸し渋りは景気回復の足かせとなろう。

熊坂：'80年代の企業債務の増加といっても、ビジネスサイクルにそれ程センシティブでない非耐久財産業の債務負担増が目立つと思われるが？

フリードマン：数年前ならそれが言えた。昨年、ハーバード大学のある学生がLBOに関する面白い論文を発表した。それによれば、1984年から86年の最初のLBOと'87年以降のLBOではその性格にかなりの差があるという。'84年～86年のLBOはノンサイクリカルなキャッシュフローをもつ産業で盛んだった。この当時のL

BOは競争力が強化されるなどのLBOによる経済合理性に基づいていた。しかし、'87年～'89年におけるLBOは単に税金逃れの目的になってしまった。それらの企業にはもはや安定した収益はなく、債務資格もなくなってしまった。M&A（合併や併合）、LBOは当初経済合理性にもとづき適切な企業に焦点を当てていたものの、それがモーメンタムを持つに至って、経済合理性を失い、税金対策になってしまった。確かに、LBOの前半は非耐久財産の債務負担が増加したが、後半のLBOによる債務負担の増加は非耐久財部門に限らない。

（金融政策）

熊坂：昨年末より連銀は今まで（2月8日）かなり急速に金融を緩和しているように思えるが、教授はどう思われますか？

フリードマン：連銀は金融緩和をするのに長く待ちすぎた。また、連銀は政策を実行するのに名目金利を使用することによる昔からの間違いを犯した。米経済がリセッションに入った今インフレ期待が低下しているのを連銀は忘れていた。例えば、今日（2月8日）の3カ月TBレートは6%程度である。昨年の夏から2%低下している。それ自体かなりの金融緩和といえる。しかし、米経済がリセッションに入りたいま、インフレ期待は急速に低下したと思う。例えば、'90年第4四半期のGNPのインプリシットデフレーターはたったの2.8%である。今の実質のTBレートは3%以上であり、これは高すぎるといえる。勿論、インフレ期待の測定は難しいものなので、この実質金利が必ずしも正しいとは言えない。しかし、実質金利がもっと低くてもよいだろう。とにかく、今の時点で連銀が十分に金融を緩和しているとは思えない。

熊坂：金利の低下だけで十分に景気が回復するだろうか？

フリードマン：今の米経済の問題の大部分は金利水準の低下だけでは片付かない。即ち連銀の政策だけで解決することはできない。銀行監督局による銀行の資本規制の強化、'80年代に悪化した銀行のバランスシートの改善などの対策が必要だ。信用逼迫の度合を弱める必要がある。なぜならば、今のままでは金利が下がっても、銀行は貸し出しを増やすことが難しい。

熊坂：先程の実質金利に戻るが、確かに'90年第4四半期のGNPデフレーターは伸びは2.8%でも総需要、国内需要のデフレーターは共に5%以上伸びているが？

フリードマン：確かに、インフレ期待を測るのは難しい。もしも、今のインフレ期待が昨年の夏と同じ程度ならば、実質金利も2%低下しておりかなりの金融緩和と言える。これが金融政策を行うときに名目金利を用いる欠点といえる。しかし不幸にも、アグリゲートされた通貨指標が経済政策の良いガイドとなっていないのだから

ら金利に頼らざるを得ないだろう。

(通貨供給量M2の伸び)

熊坂：連銀は最近M2の伸びに再び注目するようになったが、金融政策におけるM2の短期的、長期的にみた重要性をどう見ますか？

フリードマン：長期的にはM2の伸びは経済に対して重要な情報をもたらすと思うが、それらの情報は他のいろいろな指標からも得られるものだ。大事なことは通貨供給量の伸びが短期的に利用可能な役立つ情報をもたらすかだ。この点に関して私の研究ではかなり否定的な結論になったが、今またM2が役立つ情報を提供する指標のように見られていると思う。私自身としては、M2の伸びに一応注意を払うが、重要視するようなものではない。

熊坂：では何故1980年代に所得、物価、通貨供給量の関係がそこなわれたのですか？

フリードマン：標準的な3つの理由がある。第一に、金融部門での技術進歩、規制緩和、新商品の出現などのファイナンシャルイノベーションが上げられる。例えば、当座預金、貯蓄預金の実質的な区別がなくなった。今や両方の預金が取引用、貯蓄目的に使える。また証券会社の金融資産総合口座などもできた。第二には、我々は金利とこれらの経済変数の関係を正しくつかんでなかったと思う。例えば、過去において金利の動きはスムーズであり、貨幣需要の利子率に関する弾力性が真の弾力性よりも過小推定されていたと思われる。逆に'80年代は金利の変動が大きく、その弾力性が過大推定されていたと思われる。

熊坂：第二の理由は結局LMカーブが以前よりも非常にフラットになったことを指摘していると思う。では第三の理由とは何ですか？

フリードマン：それは金融市場のグローバルイゼーションだ。このグローバルイゼーションの進展により、米国企業が外国の銀行からの借り入れを増やし、また米銀が外国企業への貸し付けを増加するなど米国内の銀行行動と企業活動の関係が非常に弱くなった。

(クレジットクランチ)

熊坂：連銀は今いわゆるクレジットクランチを懸念しているが、それは今のリセッションにかなり影響を与えていると思いますか？

フリードマン：クレジットクランチをいかに定義するかは分からないが、確かに銀行の貸し付け基準は急速に厳しくなった。特に、ニューイングランド地方、ニューヨーク州においてはなおさらだ。銀行が2、3年前ならば普通に貸し付けていた多くのローンがいまや貸し付けられなくなっている。2、3年前ならば銀行が喜んで

貸していた借り手が今はローンを諦めるように言われている。銀行の貸し出しが非常に厳しくなっており、これが今のリセッションを厳しいものになっていると思う。
熊坂：このクレジットクランチを解決するために、連銀はどうすべきだと思いますか？

フリードマン：連銀だけでできるものではない。連銀としては短期金利をもっと下げるべきだと思う。そして金融監督局は'80年代に膨らんだ不良債権を慎重に減らす柔軟なプログラムを導入すべきだ。問題はいかに早くそれを行うかだ。とにかく金融監督局は銀行のローンポートフォリオの質を向上させることだ。この時、銀行のローンポートフォリオの規模は小さくならざるをえないだろう。言うまでもなく資金の借り手企業へのローン供給も縮小することになってしまう。連銀の一層の金融緩和が必要だ。

(協調的金融政策)

熊坂：金融のグローバル化が進み、金融問題の世界的な同時化が進行するなかで、G7が金融政策で協調することは現実的なものだと思いますか？

フリードマン：現在のように各国の財政政策がバラバラな限り、金融政策で各国が協調するということは非常に難しいことだ。これまでG7諸国が集まり、米国の財政赤字を指摘してきた。しかし今や米国の財政赤字の縮小はもはや深刻な議論の対象にはならなくなってしまった。このように相手国の財政政策を変更させることなどできはしない。財政政策がまちまちなかぎり、G7諸国間での金融政策の協調などは無理だ。EMS間では確かに協調的金融政策が比較的うまくいっている。しかし、ドイツの統一からくる財政政策、金融政策への圧力が今後増加するために彼等の間の政策協調も難しくなるだろう。

熊坂：1月21日、22日のニューヨークでのG7国の中央銀行総裁、大蔵大臣の会議の後ブンデスバンクがすぐに金利を引き上げ、一方連銀は金融を緩和し、G7の政策協調の乱れと市場の一部は受け取ったが、教授はどう思われますか？

フリードマン：両国とも現実的だったと思う。ドイツは、ドイツ統一プログラムからの問題を心配すべきだと思う。

(財政政策)

熊坂：財政政策について一つだけお聞きしたい。'80年代に累進課税所得制度、失業保険制度、銀行預金保険制度、農産物価格補助などの自動安定化装置やセーフティネットがあまり機能しなくなったと思うが、この点についてどう思われますか？

フリードマン：1980年代に起こった財政政策の変化の多くがリセッションを緩和する自動安定化装置の機能を低下させた。これはセーフティネットに関してもまた税制の面でもいえる。また、レーガン政権及び1年半にわたるブッシュ大統領によって採用された財政政策は巨大な連邦政府の赤字を生んでしまった。このため人々は慢性的な政府の赤字が経済に与えるダメージに対してセンシティブになってしまい、リセッションに入っても誰も自由裁量な財政政策の発動などは考えなくなっている。誰も減税なんて考えないし、誰も政府の支出増について話はしない。財政政策による景気刺激を諦めているようだ。過去の財政政策の自動安定化効果をみるに、私の印象では減税も政府支出増も景気の後退を防ぐにはいつも間に合わなかったように思える。リセッションはいつでも我々の政策変更よりも早くきた。そのため拡張的財政政策は景気の落ち込みを防ぐというより景気の拡大を助けるのに貢献したことが多かったと思う。しかし今回のリセッションでは自動安定化装置がうまく機能しないばかりか、財政政策からの景気刺激対策の助けもない。

【Ⅱ】金融危機

(金融システムの脆弱化)

熊坂：現在の金融システムの脆弱化をもたらした主な原因は何だと思えますか？

フリードマン：二つの事がいえる。第一に1980年代を通じて企業はあまりに借入れを増やしすぎた。その結果、企業の債務返済比率が戦後最高の水準にまで上がってしまった。第二に、借入れの水準の高さはそれ自体たいした問題ではないかもしれないが、問題は借入れた資金を企業がいかに使ったかである。その資金のかなりの程度が株式の購入に使われ、新たな生産設備の投資に使われることが少なかった。'80年代にはM&A（合併、併合）、株式の買い戻し、LBOなどの巨大な波があり、企業は借入れをふやして自社、他社株の購入を行った。企業部門全体として見ればこれらの取引は株式のスワップにすぎない。このことから'80年代の設備投資活動は全く停滞した。その10年間のGNPに占める機械設備投資の比率は戦後最低である一方、企業の借入れの規模は巨大になった。

熊坂：もしも金融危機が起こるとすれば、何が引金になると思われますか？

フリードマン：歴史をみるに、金融危機は各々特異な原因に基づいているので、一般化するのとは不可能だ。私は金融危機を体系的な問題と捉えているが、その問題を引き起こす引金はいつも何か特異なものだ。

熊坂：金融危機をさける即効的な対策はあるだろうか？

フリードマン：まず始めに、現在のリセッションが金融危機をもたらす可能性が少ないことを言うておく。しかし、仮にそれが起こる確率が10%~20%と低くても、問題の深刻さから言うて金融危機について考えなければならない。やはり短期的には一層の金融緩和が望ましい。また金融監督局が銀行のバランスシートを改善しようと努力する間、我々自身がその間の不都合さに耐える必要がある。

熊坂：では長期的にはどうですか？

フリードマン：まず第一に、税制面での修正だ。企業がエクイティーファイナンスよりも借り入れによるファイナンスを好むような税制を変える必要がある。これにはいろいろな方法がある。最も徹底した方法は個人、法人所得の税構造を統合することだろう。もちろんこれには複雑なまた厄介なことが含まれる。あるいは、法人所得税制だけを改良することもできる。同僚のフェルドスタイン教授が言うように借り入れによるファイナンスとエクイティーファイナンスを同じ様に扱う法人キャッシュフロータックスが考えられる。もうひとつの例として、法人の利潤に対する税率を下げる一方、利払いの税控除を低くすればよい。また利払いをインデックス化し、借り手は実質の利払いに対してのみ控除を得る。もちろん、貸し手もその利払いされた額の実質部分に課された税金を払えばよい。とにかく、今の税制は借金による資金調達が可能になる制度になっている。これを改めることだ。

【Ⅲ】金融制度改革

熊坂：2月5日に財務省が金融制度改革案を発表した。それらは企業と銀行の資本提携、州際業務の拡大、銀行業務の多角化、監督機関の統合、預金保険改革の問題に大きく分かれている。これらの分野の改革について賛否両論があるが、教授の意見を聞かせてほしい。その前に教授自身の金融制度改革の意見を聞かせていただけますか？

フリードマン：私は銀行を最近話題になってきた“狭義の銀行”と“広義の銀行”とに分けるアイデアに関心がある。“狭義の銀行”は財務省証券などの本質的にリスクのない資産のみを所有できる銀行であり、負債側の預金などは政府によって保障されている。一方、“広義の銀行”では資産として債権、モーゲッジなどいろいろな金融資産をポートフォリオに組み入れられるだけでなく、証券、保険業も行える。しかし、“広義の銀行”への預金には保険がつかない。それゆえ、人々が保険付き預金を求めるならば“狭義の銀行”に行けばよい。逆に、人々が預金に保険がかかっていないが、予想される高い利回りを求めるならば、“広義の銀行”に行けばよい。

(企業と銀行の資本提携)

熊坂：では財務省の金融制度改革へのコメントに移りたい。まず第一に、企業と銀行の資本提携についてどうですか？

フリードマン：私は、企業が銀行を所有することには反対です。財務省は“狭義の銀行”と“広義の銀行”との区別をしていないが、私は企業の“狭義の銀行”の所有には強く反対するが、“広義の銀行”の所有となるとそれほどの反対でもない。

熊坂：利益の不一致が生じるからですか？

フリードマン：そうだ。通常企業が銀行を所有することになれば、利益の不一致が避けられない。米国の経済規制の政治的特徴は権力の集中を制限し、利益の不一致を前もって制限することだった。

(州際業務の解禁)

熊坂：財務省は州をまたいで銀行支店を設けたり、他州の銀行の買収をもっと簡単にできるようにと提案しているが？

フリードマン：私はインターステートバンキングには賛成だ。米国には銀行がありすぎる。これは二つの点で害がある。ひとつは資源の重複だ。我々は銀行部門にある全ての建物、銀行員の全てを必要とするわけではない。明らかに、資源の無駄使いである。もう一つは米国の銀行部門は巨大な資本をもっている。人々は今銀行が資本不足にあると思っているが銀行全体としては資本不足ではない。確かに、マネーセンターバンクは資本不足と言えるが。必要なことは銀行の吸収合併と取引を促進し、十分な資本をもつ銀行が資本不足の銀行を吸収できるようにすることだ。

(隣接業務への進出)

熊坂：銀行の保険販売を銀行を監督している州にまかすとの案についてどう思いますか？

フリードマン：財務省はこの問題を避けていた。しかし、この点に関して私は別に反対ではない。

熊坂：銀行が証券、保険、投資信託業務に進出することをどう思いますか？

フリードマン：“広義の銀行”ならば問題がない。問題なのは、過去20年間のファイナンシャルマーケットの構造変化によって、銀行が適当なリスクをとってもそれに対応する適当なリターンを得ることができなくなってしまったことだ。それ故、銀行はたえず次から次へと高いリスクをもとめ、より厳しくなる競争圧力をこうむってきた。銀行が'70年代初期の不動産信託問題に始まり、'70年代後半から80年代初期にかけての発展途上国への累積債務問題、そして'80年代後半のLBO、商業

不動産問題へとかかわっていったのは偶然ではない。'90年代にどのような新たな問題が起こるか今のところ確かな考えはないが、今金融制度改革をしなければ必ず何か起こるだろう。銀行が適切なリスクと交換に適切な収益を上げられるようにならないとだめだ。ただし、これは“広義の銀行”の範囲内で行われるものであって、連邦の保険の傘のもとではない。

(監督機関の統合)

熊坂：州法銀行はすべて連邦準備の監督下に、国法銀行、貯蓄金融機関は財務省内に新設する「連邦銀行庁」の監督下に置き、FDICは単なる保険者とするというが？

フリードマン：私自身特別なコメントはない。財務省の考えは監督機関を一本に絞るということだ、原則的に言って悪くないと思う。各々の銀行監督機関が互いに規制を緩めあったりして互いに競争し合い、米国経済に害を与えたこともあった。とにかくどんな場合でも“最後の貸し手”は中央銀行なのだから、銀行監督の統合が連銀から離れることはまずい。

(預金保険対象の限定)

熊坂：保険付き口座数を1行、1人当たり10万ドル、将来的には全行ベースで1人当たり10万ドルにする。財務省、連銀の判断でシステムリスクのある場合は、非保険付き預金に対しても保障を適用することになったが。

フリードマン：よい考えだと思う。ただ私は“狭義の銀行”と“広義の銀行”について考えれば100%の保険が付くのは“狭義の銀行”への預金だけだ。今の制度の下でも百万ドルを10の銀行に分けて10万ドルずつ預金すれば、結局百万ドルの預金がすべて保険付きになっているので、それほど大きく預金保険の問題が変わったわけではない。やはり、これまでしばしば言ってきたように“狭義の銀行”と“広義の銀行”とに区別することが大事だ。

熊坂：長い間どうも有難うございました。