

政策分析インタビュー

世界金融危機後の緩慢な回復について

—その要因・背景と政策含意—

一橋大学経済研究所 准教授
陣内 了

2008年のリーマン・ブラザーズ証券の破綻をきっかけとした世界金融危機後、我が国を含む世界各国の景気動向について、これまでとは異なる動きがみられることが指摘されています。具体的には、経済停滞からの回復が弱く、我が国においては「回復が実感できない」との指摘がなされることもあります。今回は、これらの経済の動きを解明する研究を行っている、一橋大学の陣内准教授に、その研究の内容と、そこから得られる政策含意についてお話を伺いました。

●世界金融危機以後の緩慢な景気回復

——リーマンショック以降、景気回復が非常に緩慢であり、回復しているという実感が無いと言われるようなことがあります。その背景をどうお考えでしょうか。

(陣内氏) 今までよく信じられていたのは、経済の成長のトレンドは安定的であるということでした。しかし、世界金融危機後は、それに対して大きな疑義が持ち上がっており、私はそれについて研究をしています。

具体的に言うと、トレンドが一定であれば、大きくマイナス成長となった分を取り戻さなければいけないので、回復期は通常のトレンドよりも強い回復が期待されるのですが、今回のリーマンショック後はそうはなっていない。

また、今回の場合、回復パターンは一様ではなくて、日本やアメリカでは落ちた後に回復しているものの、



その回復は弱く、元のトレンドまで十分に戻りきらず、下方シフトして元のトレンドと並行に動いている。一方で、ヨーロッパ、特に南欧を見ると、むしろ成長率自体が弱くなってしまって、もとのトレンドのラインからどんどん下方に乖離しているように見えます。——その疑問を解くカギとして、陣内准教授が現在取り組んでおられる研究が注目されていると伺いました。

(陣内氏) 最近では、同じ考え方で研究する人が増えてきていると思うのですが、それは、トレンドもモデルの中で変わる、というものです。具体的に言うと、今年のノーベル経済学賞受賞者のポール・ローマーがやっていた内生的成長理論の考え方を、リアル・ビジネス・サイクル・モデルのフレームワークに取り入れて、トレンド自体がモデルの中で変わり得るというモデルをつくっています。すると、大きな不況があった後に例えばトレンドがシフトしてしまうファクトや、回復してくれないファクト等が説明できます。

——内生的成長理論では、イノベーションが重要になります。内生的成長理論を組み込んだモデルを構築されたとのことでしたが、大きなショックが起きたときに、どのようなメカニズムが働くのでしょうか。

(陣内氏) 今回の経済危機の大きな特徴は、金融セクターのショックがあったということです。我々のモ

デルでは、「アイデアを生み出す」という意味で生産的な人たちに資金が滞りなく回っている、ということが経済の成長のエンジンになるのですが、経済危機により金融市場に悪いことが起こってしまったために、彼らに資金が流れなくなってしまい、それが成長をぐっと押し下げた。その後金融市場は回復したが、経済成長は、今までのアイデアの蓄積の上にまたアイデアを蓄積して、と積み上げていくものなので、一度大きく失われてしまったアイデアの蓄積は回復していない。その結果、大きな金融市場のショックがあった後に、それをはね返すだけの大きな反動というのは見られていません。

つまり、ショックはあまりにも大きくて、イノベーションなことをする企業の研究活動が滞ってしまった。ショックがなかった場合に生まれていただろう研究の成果は、まだ取り返せていないということです。——過去にも、大きく景気が落ち込むことはありましたが、その後は元のトレンドに戻っています。過去のショックと今回のリーマンショックで一番違うのはどこでしょうか。

(陣内氏) 我々の分析によると、二つ要因があります。ここまで大きな金融面のショックはこれまではなかった、というのが一つ目の理由です。今回のリーマンショックは、過去にはなかった、非常に大きなネガティブなショックだったというものです。

二つ目の理由については、過去の不況の後には、それをはね返すだけのポジティブなショックというのが、その後に運よく起こっていたが、今回はあまり起こっていなかったというものです。

●経済フレームワークの変化

——ポジティブなショックとは、例えば、大恐慌時にはニューディール政策などがあったということでしょうか。

(陣内氏) その点は、まだきちんと分析していませんので直感になってしまうのですが、そのとおりだと思います。例えば、1920-30年代の世界大恐慌の話を見ると、ニューディール政策に代表されるように政府の介入を非常に沢山やったのです。

また、内生的成長理論の大きな柱の一つなのですが、研究開発が成長のエンジンだと我々は考えており、それに即して言っても、世界大恐慌後の研究開発

は政府のトップダウンで一気に進めたという歴史があると考えています。戦争という特殊要因もあるのですが、一つ例を挙げると、オペレーションズ・リサーチという研究分野です。これは、戦争の時に、前線に物資を送りたいのだが、どのようにしたら一番効率的に滞りなく送れるのか、あるいは目標にミサイルを飛ばしたいのだが、どうしたら燃料を一番安くできるかというもので、数学者や経済学者が数多く動員され、研究したのです。金融工学という分野がありますが、これは、オペレーションズ・リサーチの派生分野です。

このようにドラスティックな、政府が引っ張るような介入が世界大恐慌後に行われたと私は考えています。うまくいくケースと悪くなるケースがあるのですが、当時はかなり成功したのではないかというのが私の今の一つの仮説です。

——そうすると、今回の経済危機において、大規模な研究開発が行われていないというのは、昔はある程度、大規模な研究開発を政府が主導でできたのが、今はAmazonなどのIT企業に代表される民間の企業が主導であり、そこにお金が回らなかったという面があるのでしょうか。

(陣内氏) 最近の研究開発の主体が民間企業になっているので、そういう面はあると思います。昔は、各国が軍関係の開発や宇宙開発を競い合う中で、いろいろな研究開発を、政府が音頭をとってやっていたことが、その後、民間に転用されるという事例がたくさんあった。それが経済成長の源泉になっていったという歴史があります。

もちろん、それがうまくいくこともあるし、うまくいかないこともあるのだけれども、過去のショック時には、概ねうまくいっていた。一方、最近、研究開発活動がかなり民間主導になっているので、リーマンショックのような金融ショックがあると企業が困ってしまって研究が停滞すると考えられます。

●短期と長期の融合

——経済学の教科書では短期と長期の動きを分けて考えますが、陣内准教授の研究だと短期分析と長期分析が融合しているように感じます。

(陣内氏) 私は、短期と長期を分ける理由というのではないと思っています。これまでの経済学の研究において、短期と長期を分けていたこと自体がある意味で

不自然なことをやっている、というように私は思っています。

——研究では、流動性制約、技術革新的な投資をする人たちの資金制約と、内生的成長の二つを組み合わせています。

（陣内氏）我々の研究のストーリーというのは、次のようなものです。あまりにも悪いことが金融市場で起きて、それが研究開発を遅らせた。そのときに、人々がとんでもないことが起こった、長期的にもトレンド自体がシフトしてしまうようなショックではないか、と思った。この将来に対する弱い見方が、短期の行動にも影響を与えてしまったということです。このあたりが長期と短期を組み合わせる点のおもしろい点だと我々は思っています。

今回のようなリーマンショックみたいなイベントがあった後には、人々が長期的な予測というのを悪い方向に改定してしまった。そうすると、ここからリアル・ビジネス・サイクル的な考え方で、そのときに人々は、典型的には消費水準をぐっと下げるということをやるわけです。これは恒常所得仮説そのものなのですけれども、個人は毎期の消費をなるべく生涯にわたってスムーズにしたいと思っているので、何かすごく悪いことが起こり、今後にも影響を与えそうだと思うと、消費の水準を今からならしておこうと思ってしまうのです。そうして、その消費の落ち込み自体が景気に悪い影響を与えます。

リーマンショックのようなイベントがあって、それが研究開発を遅らせてしまって、長期にも目で見えてわかるぐらいトレンドが変わってしまったというのが我々の研究のストーリーの出発点だったのです。でも、今の説明だけだと足りない点があって、それはリーマンショックや世界大恐慌のときは、GDPの落ち込みも激しいし、日本の話だと鉱工業生産の落ち込みは、マイナス30%とか、そういうレベルで落ち込むわけです。このように短期に何で落ちたのかというのは、研究開発活動が落ちたというだけでは説明できない現象です。ここで短期のメカニズムがまさに効いてくる。長期の見通しが悪くなると、恒常所得仮説により一気に人々が消費をアジャストしてしまう、というようなメカニズムがまさに働いてくる。こういう視点が、長期と短期にどう影響があるのかを両方一緒に考えることのメリットです。

●研究成果から導かれる政策含意

——短期的に大きく実物面で落ち込んだことと、トレンドが下がったということ、それぞれに対して行うべき政策が異なるのでしょうか。

（陣内氏）短期の痛み止めみたいなものを得意とする政策手段というのがあると思います。一時的な補助金を配るといような、そのようなものは短期的にはきくかもしれない。でも長期に影響を与えるのはもっと地道な研究開発への補助だったり、あるいは教育への補助だったり、そのようなことなのかもしれない。しかし、それらの政策を完全に分けるというのは恐らく間違っているし、必ずしも完全に分けることはできないのではないかというのが、私が取り組んでいるようになりサーチからの含意です。つまり、短期の景気対策というのも長期的なインプリケーションというのは必ずあり、また、長期的な研究開発の補助のような、長期にむしろ影響を与える、それを得意とするような政策も、短期的なインプリケーションが強くあるのではないかというのが私の考えです。

——具体的な政策としては、今回については流動性制約が非常にキーポイントの政策となるのでしょうか。

（陣内氏）抽象的にはそのとおりです。神様みたいな目線で見ると、世の中の経済成長率を上げるためには、例えばApple創業者のスティーブ・ジョブズだったり、Amazon創業者のジェフ・ベゾスだったり、すごくいいアイデアを持っている人たちをうまく見つけてやって、彼らに潤沢なお金を流してやればいいということになります。ただ、現実にはそれは難しいことなので、長期に影響を与えるような効果的な政策とは地道なものにならざるを得ない。

——流動性制約への対策として、各国とも世界金融危機の後に大規模な金融緩和をしましたし、金利だけではなく中央銀行もあらゆる手段を使ってお金を流そうとしました。

（陣内氏）多くの人たちは、アメリカは世界金融危機後の対応はうまくやったと思っているのではないかと思います。それは金融市場が機能不全に陥った際、動かなくなった資産を中央銀行が買い取ることによって銀行や企業にお金が回るようにすることをやりました。そのような政策は非常に効果的だったと思います。

——我が国で指摘されている企業の内部留保につ

いて何か含意はあるでしょうか。

（陣内氏）内部留保については、いいのか悪いのかというのは、私はいずれかの立場をとるほどしっかりと整理ができていません。

リスクに備えて抱えているというのも一つあり得る説明です。また、最近では成長の源泉として知的財産生産物が大事になっていて、例えばGoogleや、日本でいうとソフトバンクやZOZOTOWNなどはほとんどアイデアだけでやっているのであって、いわゆる固定資産はほとんど持っていないのです。そのような企業がすごくいいアイデアがあったときに、恐らく銀行の借入れではなくて自分の自己資金でやってしまう、そのくらいのスピード感がないとやっていけず、だから積んでいるだけなのではないかという気もしているのです。

——金融危機によりトレンド自体が変わることを防ぐためには、どのような政策が考えられますか。

（陣内氏）非常に難しいですね。一つの考え方としては、ああいう危機の芽というものをそもそも最初から摘んでやろうという考え方です。こういう研究というのはありますし、実際に、アメリカの前の政権のときには、それはかなり具体的な形で法律にもなったと思います。

一方、私は専門家ではないので自分の研究に基づいて言うのではないのですが、やはり事前に規制をするということが危機の芽を摘むかもしれないけれど、それによって成長の芽も摘んでしまうかもしれないため、そのバランスは非常に難しい。

現在、私は別の課題として資産価格のバブルを研究しています。その分野でも、今言った議論は中心的なテーマであって、lean vs. cleanといいます。leanというのはバブルというのが発生しそうなときに、初めから摘んでしまうということです。cleanというのは、バブルというのは発生させてしまっただけ後にさっさと片づけてやるという政策がいいということです。これは今まさに研究されていて、どちらがいいのか、決着はついていません。

では、リーマンショックみたいなものを防ぐために、危機の芽を摘むのがよいか、あるいはある程度任せて、悪いことが起こった後に介入して、なるべく早く平常時に戻すのがいいのか。非常に難しい問題で、正直、自分の中でも分かりません。

——先生の研究は主にアメリカを対象としたものですが、日本に対する政策的含意としては、どのようなことが考えられるでしょうか。

（陣内氏）日本の政策に関しては、長期的な成長というものに働きかける政策を地道にやっていくことがすごく大事なのではないかと思います。研究開発や、高等教育や高等研究、基礎研究などにお金をきちんと出すということや、社会保障を安定させるということ等の長期に働きかけるような政策を地道にやっていくことが大事だと私は思っています。

特に大事な視点としては、実は短期と長期というのはそんなに簡単に分けられるものではないので、長期に働きかける政策を地道にやるということは、短期的な政策にもなっているということです。その効果は、補助金をばらまくということほどにはすぐには見えなかもしれないのですが、そういうことを地道にやるというのが大事だと思っています。起業家やその卵の人たちにちゃんとお金が流れるようなことを制度の面から一つ一つ作ったり、税制を変えて企業が知的な生産活動を地道にやっていくことができるような環境を整えたり、それらは短期にも長期にもいい影響がある。長期を措いて短期にというふうに偏ってくると、私は非常に危険だと思っています。ある意味でカンフル剤を打って一時的に元気になっているような状態です。でも、そのようなことを続けていき、長期の足腰が弱っていくと、だんだんカンフル剤も効かなくなってくるのではないかという危惧を持っています。だから、長期にヘルシーに影響があるような体力づくりみたいなことを地道にやるのが多分、今日も元気に生きるということにつながるのではないかと思います。

（聞き手：経済社会総合研究所景気統計部長・澤井 景子）

（本インタビューは、平成30年10月12日（金）に行いました。なお、より詳細なインタビューの内容を、以下のページから、ご覧いただけます。

http://www.esri.go.jp/jp/seisaku_interview/seisaku_interview2012.html

参考文献

Guerron-Quintana, Pablo, and Ryo Jinnai. Forthcoming. "Financial Frictions, Trends, and the Great Recession," *Quantitative Economics*.