

PEO 構造問題プロジェクト 研究成果概要 「太平洋地域における債務処理下でのマクロ経済運営」

(Macroeconomic Management under Debt Workouts in the Pacific Region)

金融グローバル化の進展と共に、資産市場のブーム・バスト（急上昇と急降下）はシンクロナイゼーション（国際波及による同時発生）を強めている。資産市場のブーム・バスト自体は過去にもあったし、同市場に固有の性質ということもできるが、そのインパクトや拡がりには変化してきており、マクロ経済への影響は無視できなくなっている。1990年代以降の太平洋地域に限ってみても、90年代初頭の先進国を中心とするバブル崩壊、90年代後半のアジア経済危機、そして最近では2000年のITバブル崩壊と繰り返す資産市場バストは確実に変容している実態が明らかになってきた。

いずれの場合も、企業部門の債務が累積し、返済困難に至る企業が続出すること、それを受けて金融機関の不良債権が累積し、金融システムへの信頼が揺らぐこと、また、それらの結果、民間投資、個人消費などの国内需要が低迷し、実物経済活動水準が損なわれること、においては既往の資産市場バストと共通している。

しかしながら、アジア危機が、金融自由化と資本流入を背景に非伸縮的為替レート制度の崩壊によって企業・金融部門のバランスシートが壊滅的打撃を受けたように、金融グローバル化の進展のもとで変化し続ける各部門のバランスシートは、それに適応できるマクロ経済政策フレームワークを必要としている。90年代以降の変容は次のようなものだ。まず、企業部門は銀行依存を低下させ、資本市場によるファイナンスの重要性が高まっている。この動きは、企業リスクを金融部門が負うリスクを低下する一方で、資産市場バストが企業行動、とくに投資活動を抑制する傾向を強める。他方、自由化のもとで、家計部門の資産市場へのアクセスが拡大している。この動きは、社会全体の資源配分効率の改善とリスクの分散の点で好ましいものである一方で、資産市場バストは、以前と異なり、資産効果を通じて家計行動、とくに個人消費を抑制する。最後に、金融部門は、過去の危機の経験から規律を強化し、効率化を進めてきた。それだけではなく、企業金融構造の変化もまた金融部門の相対的重要性を低下させる一方で、金融部門のリスク負担を軽減した。では、われわれは資産市場のブーム・バストの影響を封じ込めることができるのだろうか。太平洋地域の経験から2つの課題が浮かび上がってくる。一つは、家計部門の債務増加、もう一つは、インフレ・ターゲティングなど金融政策の名目アンカーの問題だ。家計部門のバランスシート拡大とそれに伴う債務の増加は地域で共通にみられる最近の傾向だ。資本市場と不動産市場という代表的な資産市場に家計部門が大きく関わってきている。幸い、ITバブル崩壊では不動産市場崩壊は起こらなかった（ただし、近々起こらないとも限らないが）。不動産市場バストは過去にも深刻なデフレを引き起こした（香港、日本、など）。企業部門の銀行離れを受けて、金融部門も家計部門との関わりを深めている現在、不動産市場バストは要警戒だ。

事実上の固定為替レート崩壊を受けて、タイなど新興市場でも金融政策運営にあたってインフレ・ターゲティングが採用されている。最近の世界経済のインフレ抑制の成功も同政策に夜部分が大きいとの評価も存在する。けれども、各部門のバランスシートが拡大してゆく中で、資産価格変動の実物経済に与える影響が大きくなって行くのは当然であり、生産物価格のみを対象にしたインフレ・ターゲティングで資産価格のブーム・バストに迅速に対応することは難しい。ここでもまた、新たな政策運営の枠組みが求められている。