

経済政策A

2011 春期

第4章

景気変動の制御と

経済成長政策：

経済政策の目的と手段の選択



- 第4章 景気変動の制御と
- 経済成長政策：
- 政策目的と手段の選択
- この章の概観
- 景気循環論
- 景気と物価：インフレとデフレ
- バブルの発生と崩壊
- バブル崩壊と不況の克服
- 長期経済停滞と成長政策

この章の概観

- この第4章は非常に長いものになるから、最初に本章の狙いと結論について述べておくことが、よい道案内になると思われる。
- 経済の長期循環(サイクル)が下降局面にあるときに、財政支出の拡大や金融緩和政策によってこれを反転させようと企てても、その効果は薄い。なおも無理を重ねれば、バブルを助長したり、財政危機を招くなどの望ましくない副作用を生むことになるであろう。
- ただし、なんらかの外的原因や成り行きによって大きなバブルが発生してしまったときには、その崩壊による経済混乱と悪影響を緩和するため政府の行動が必要である。
- そのときは、迅速かつ果敢に金融の超緩和政策と財政支出をおこなうべきである。それでもなお金融システムの安定が損なわれる緊急事態においては、金融機関の経営への政府介入(資本注入など)も避けられない。

- しかし、同時に、そうした緊急政策は、その終了のタイミングを間違わないように注意深い運営が求められる。
- 他方では、国際経済と国際競争の動向をよく観測して、経済の長期循環の下降の力を弱め、上方転換の時期を他国に先駆けることができるように、適切な政策対応をおこなうことも必要である。イノベーションの促進や新しい時代に対応する制度・システムの形成などの構造改革政策が求められる。
- 経済政策論の役割は、経済の客観情勢を正しく把握し、そのうえで短期・中期・長期の政策課題を明瞭に整理し、国民と政府が適切な政策行動を判断するための材料を提供することであろう。これは難しい仕事である。
- 以下においては、まず始めに、景気変動や経済のバブル現象について基礎的な理論の解説や現実経済の動きについて説明する。

- それに続いて、1990年代以降の日本経済における長期停滞とデフレ傾向を克服し、景気回復と経済成長を安定的に実現するための政策について、いくつかの代表的な議論を検討する。

景気循環論

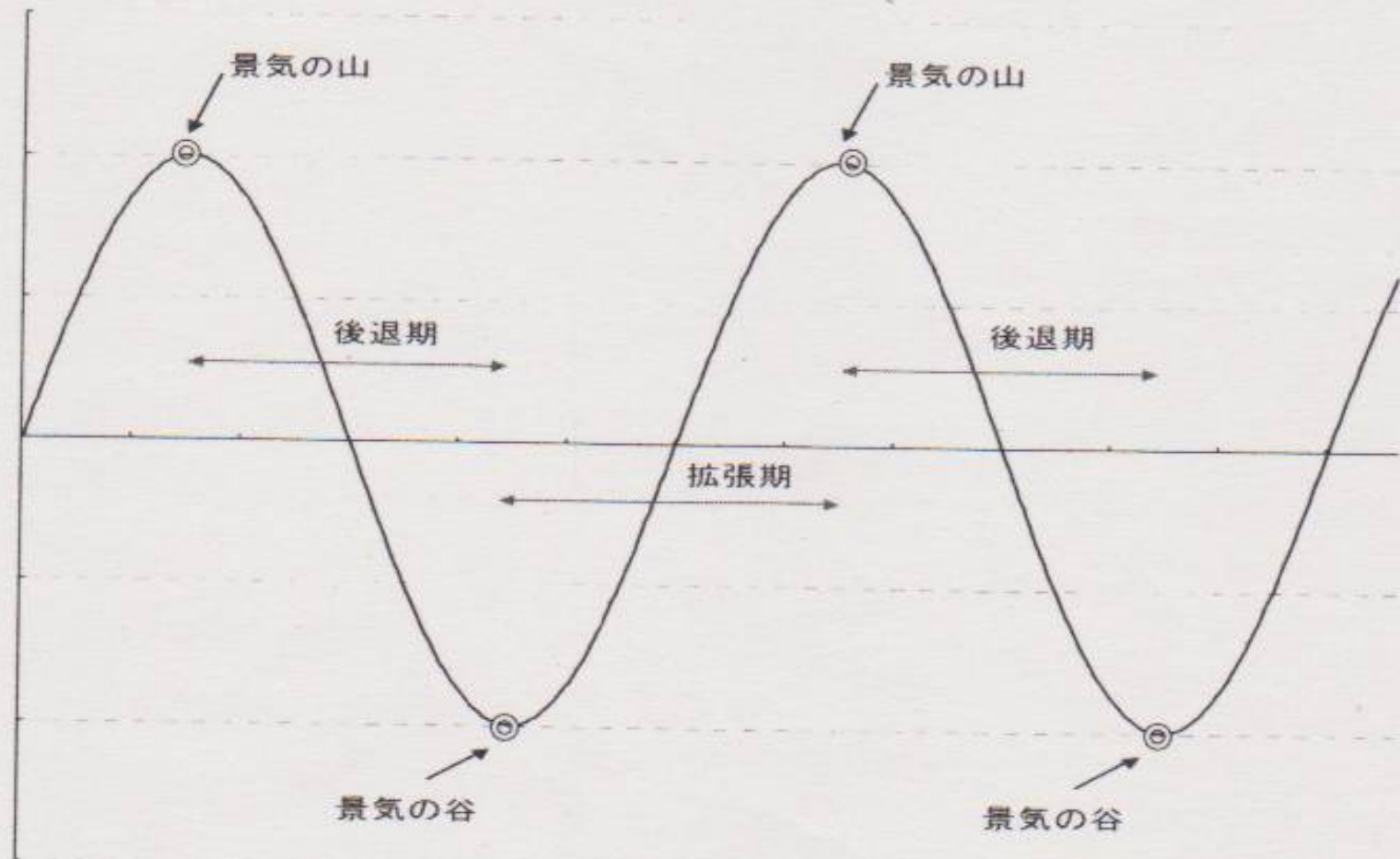
- 景気循環とはなにか：
- 国民経済の活動水準が上昇したり、下降したりという変動をある種の周期をもって繰り返すことである。
- 具体的には、生産活動や雇用、投資、消費などの周期的変動として観察される。
- 政府の担当部局（内閣府）が、それらの動きを多くの指標によって観測し、その統計数値を総合して「景気指標」を作成し、これによって景気の谷と山を確認している。

日本の景気循環の歴史

日本の平均的な景気循環の期間は50ヵ月

景気循環				拡張期	後退期	全循環
循環	谷	山	谷	期間 (月)	期間 (月)	期間 (月)
1	-	1951年6月	1951年10月	-	4	-
2	1951年10月	1954年1月	1954年11月	27	10	37
3	1954年11月	1957年6月	1958年6月	31	12	43
4	1958年6月	1961年12月	1962年10月	42	10	52
5	1962年10月	1964年10月	1965年10月	24	12	36
6	1965年10月	1970年7月	1971年12月	57	17	74
7	1971年12月	1973年11月	1975年3月	23	16	39
8	1975年3月	1977年1月	1977年10月	22	9	31
9	1977年10月	1980年2月	1983年2月	28	36	64
10	1983年2月	1985年6月	1986年11月	28	17	45
11	1986年11月	1991年2月	1993年10月	51	32	83
12	1993年10月	1997年5月	1999年1月	43	20	63
13	1999年1月	2000年11月	2002年1月	22	14	36
14	2002年1月	-	-	-	-	-
平均（第2循環～第13循環）				33	17	50

景気循環のパターン

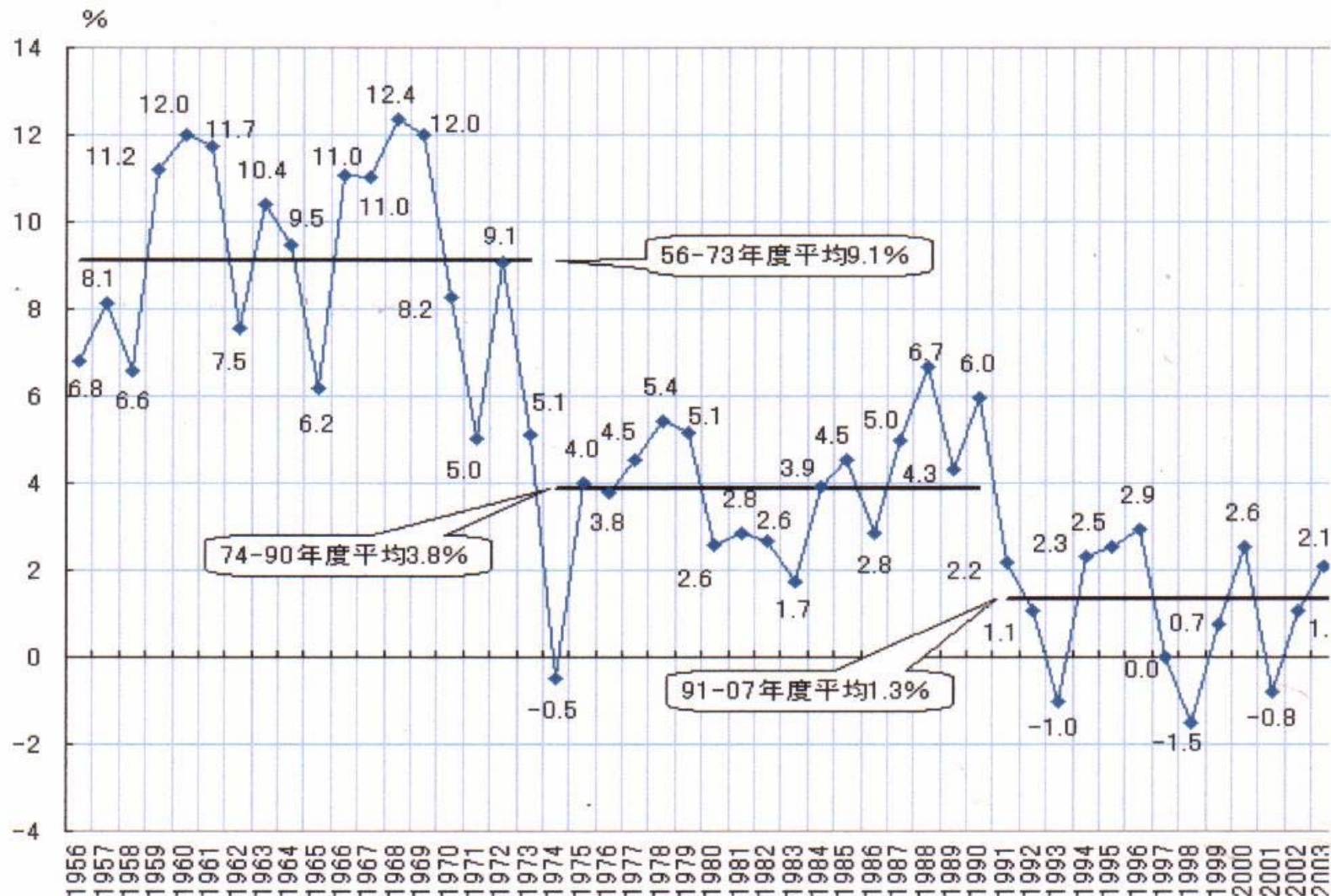


景気後退と不況

- 景気循環の波は経済成長率の変化として表現されるのが普通である。
- 現実の景気変動について考えるときには、景気後退（リセッション recession）と不況（depression）を区別しておく必要がある。
- 現実の景気変動においては、経済成長率がマイナスになることはすくない。マイナス成長とは今期のGDPが前期のGDPよりも小さくなることである。これが不況である。
- 今期の経済成長率が前期の成長率よりも目だって低くなるけれども、マイナスにはならないという場合が多い。この状況は景気後退とよばれる。

日本の経済成長率の推移と景気循環

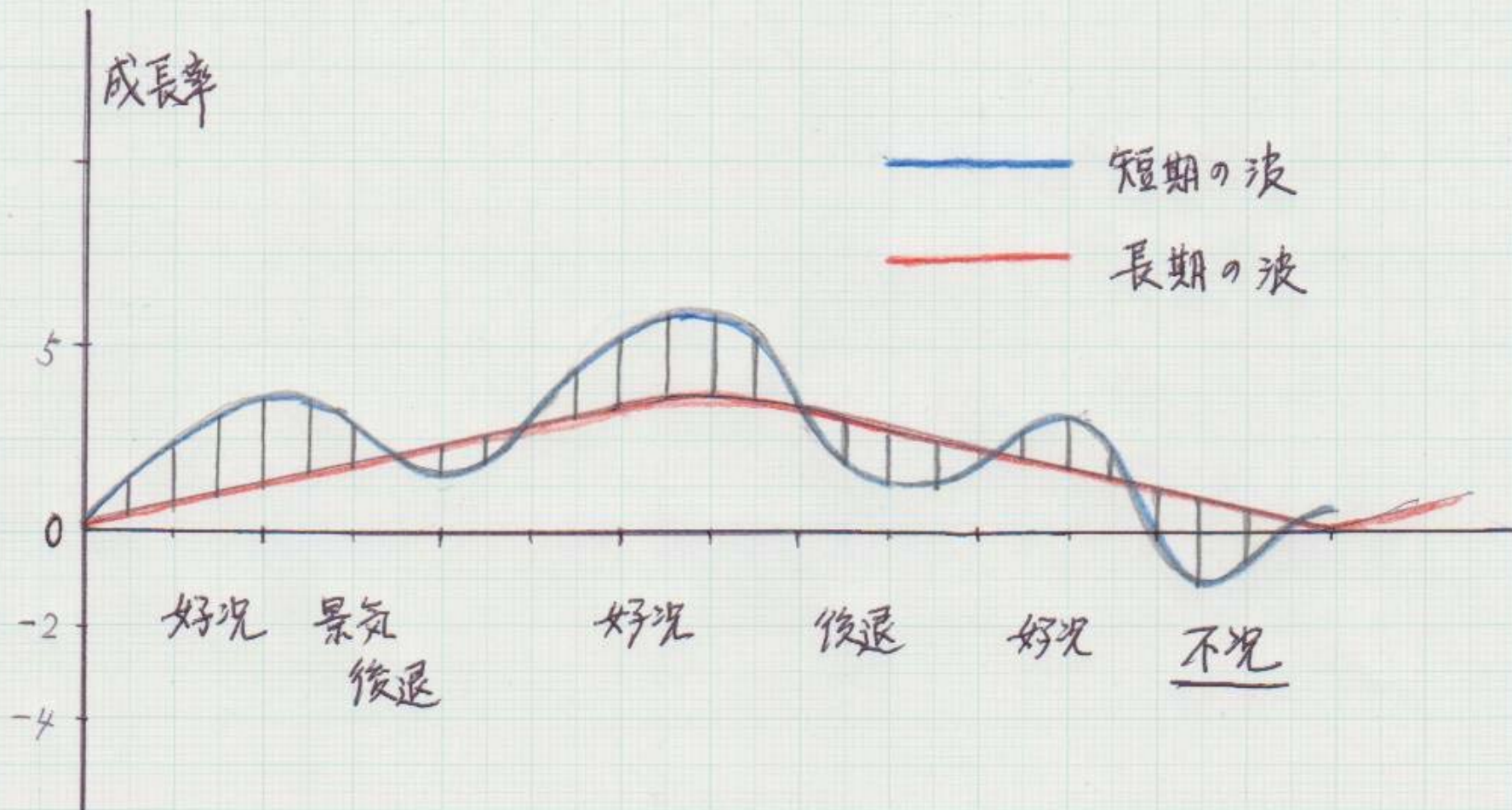
経済成長率の推移



景気循環の分類(シュムペーター)

- 小循環(在庫投資循環)
 - 在庫投資の増減による。およそ4年のサイクルをもつ。
 - キッチン・サイクルともよばれる。
- 中循環(設備投資循環)
 - 主として企業の設備投資の増減によって生じる。およそ10年前後のサイクルをもつ。
 - ジュグラー・サイクルとも呼ばれる。
- 大循環(主循環):
 - およそ50年という長い周期をもつ。コンドラチェフ波動とも呼ばれる。シュムペーターはこの循環の原因はイノベーションとその模倣が群をなして起こることによると考えた。

景気循環の波の重なり



- 現実の景気変動は、周期の異なるこれらの基本的循環のパターンが重なり合い、更には、これらの要因以外にもさまざまな要因が複雑に絡み合って生じる。
- 周期の長い波の上昇局面においては、それより周期の短い景気循環の波の上昇局面が長くなるという傾向がある。逆の関係も成り立つ。
- しかも、今日では、経済活動の国際化が進んで、どの国の景気変動も重要な諸外国の景気動向や為替レートの変化によって大きな影響を受けるようになっている。
- とくに、金融のグローバル化とよばれるように、巨額の短期資金が国境をこえて自由自在、かつ即時に移動する時代においては、1つの国で起きた金融システムの動揺が直ちに他の国々の金融システムに影響を及ぼし、世界的な景気の悪化をもたらすようになった。

景気政策の必要性について

- 通常の景気変動においては、景気の下降を引き起こす要因の作用がある程度まで進行すれば、自然にその作用が反転して、景気の波は上昇しはじめる。企業は在庫品をゼロまで減らすことはできないし、いつまでも設備投資を減らし続ければ設備が老朽化して困るからである。
- また、累進所得税による自動安定化装置も作用する。
- したがって、ふつうは政府が特別な景気刺激政策(赤字財政支出)を実施する必要はない。
- むしろ問題なのは、民主主義国において、政府が選挙民の支持を得ようとして、必要以上に景気政策にのめりこんでしまう傾向がつよいことである。
- 他方で、経済がバブル現象に引き込まれたような場合、バブルの破裂のあとに深刻な不況が生じることが多い。こういう時には、政府が景気回復のために積極的に政策を行う必要があると考えられている。

通常の景気安定化政策の手段

- ある程度規則的に繰り返される景気循環については、中央銀行による金融政策手段によって景気の安定化をはかるのが通常の姿である：
- 公定歩合や預金準備率の引き上げ・引き下げ
- 公開市場操作（公債の売りと買い）による通貨供給の調節
- 調節
- 1930年代の世界的大不況の時代から、政府の積極的財政支出の拡大（公債発行にもとづく赤字財政）による景気対策・失業対策が広く行われるようになった。いわゆるケインズ主義財政政策である。
- しかし、これには経済の非効率化や、政府の債務残高の膨張による財政危機のリスクがある。

景気と物価：インフレとデフレ

景気と物価：インフレとデフレ

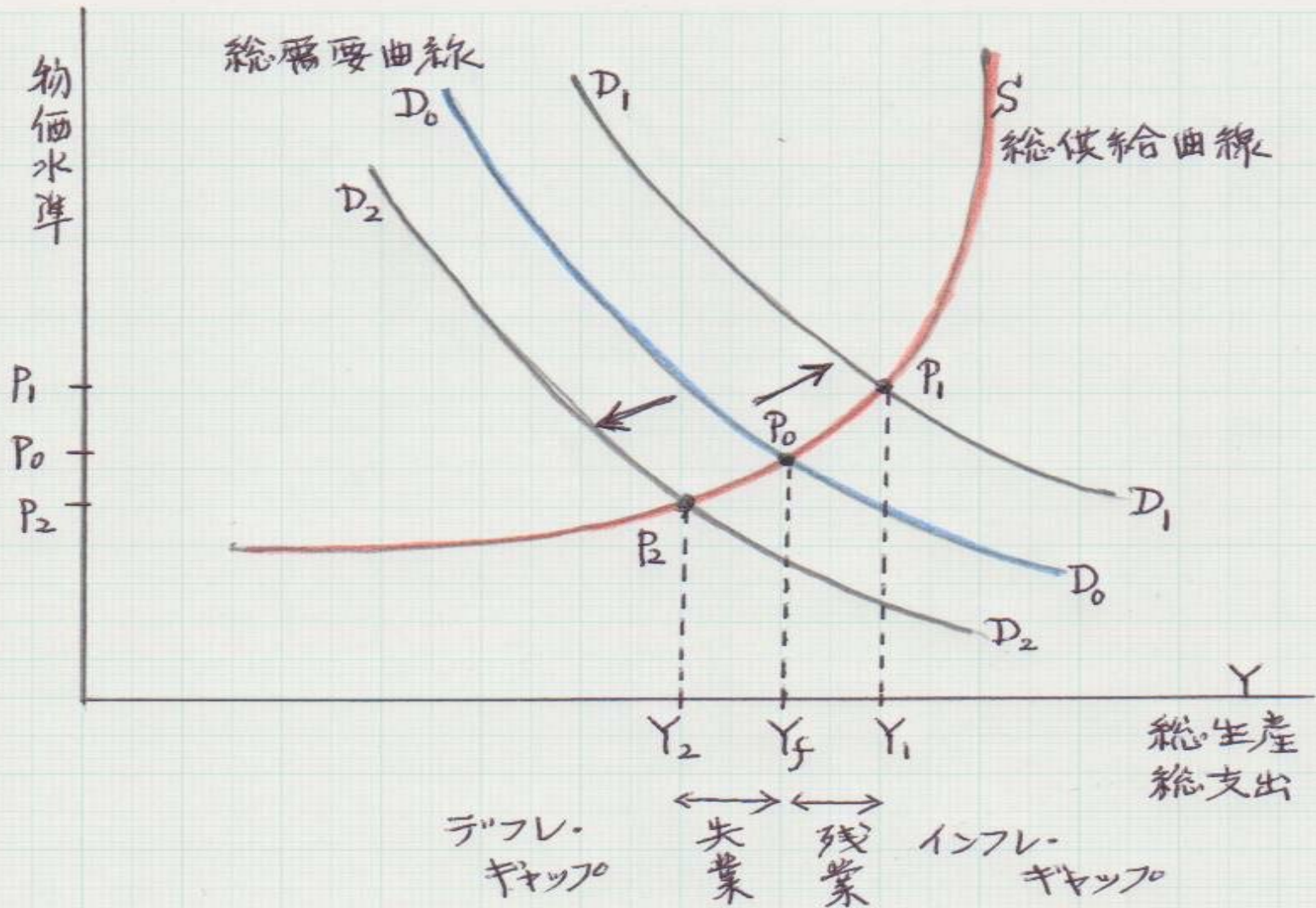
- 景気循環は物価の変動と深く関連している。生産や雇用の動きは経済の実物的側面であり、物価の変動はその貨幣的側面であるといっていよい。
- 物価も景気の上昇と下降に応じて周期的な変化があらわれるのが普通であるが、通常の景気循環がとくに問題とするに当たらないと同様に、物価の周期的な変化も特に問題とする必要はない。
- しかし、物価の上昇が相当の長期にわたって継続するような場合、この現象はインフレーションと呼ばれる。とくに、物価の上昇率が著しい場合には、経済政策による対処が必要となる。逆に物価の下落が長く続く場合はデフレーションと呼ばれ、同様に政策上の問題となる。

インフレーション

- 物価とは個別商品の価格ではなく、経済全般にわたる平均的価格指数のことである。これが上昇するのは、普通、経済全般の供給力に対して需要が上回る状況においてである。
- 経済の供給力を表現する総供給曲線は、次のページで示されるように、経済全体の生産設備や労働力を標準的条件のもとで完全に稼働させた時の生産(GDP)水準に到達するまでは、縦軸(物価水準)の数値がほぼ一定(水平)に近い状態をたもつ。しかし、この完全雇用生産量を過ぎると、上昇に転じ、そのあと次第に急角度で上昇する。
- なぜかと言えば、完全雇用レベルを超えて設備や労働力を使用すると、賃金率の上昇や残業代の支払いのような付加的費用が増えてくるからである。

- 経済の総需要曲線が完全雇用に対応する点で総供給曲線と交わっている状況においては、物価は安定している。
- 景気上昇がつづいて、総需要曲線がこの点より右側に移動してゆくと、物価は上昇することになる。景気の上昇期には賃金などの所得が増加し、在庫投資や設備投資も増加して、総需要を押し上げるからである。
- しかし、景気の下降にともなって総需要曲線が左方に移動し、物価が下がってもとに戻るならば、問題はない。
- インフレーションとは、物価の上昇傾向がつづく状態をいうわけで、これが起きるのは、大企業や労働組合の価格支配力によって不況期にも価格や賃金が下がらず、また、政府の景気対策や成長政策によって（公共事業の追加などの）需要拡張が継続的に行われるからである。

インフレ・ギャップ デフレ・ギャップ



[注釈]

- ★インフレ・ギャップ、デフレギャップの定義：
- 現存の資本設備と労働力をすべて稼働させたときの供給力を潜在的GDPという。現実のGDPすなわち総需要と、潜在的GDPとの差額をGDPギャップという。
- 通俗的に、このギャップがプラスの場合をインフレ・ギャップ、マイナスの場合をデフレ・ギャップとよんでいる。
- ★経済の「総需要曲線」は個別商品の市場需要とは意味がまったく異なることに注意。この背景にあるIS-LM分析とよばれるマクロ均衡理論については、次の文献参照。
- [参考文献]
- エーベル&バーナンキ『マクロ経済学第5版・下巻』
- スティグリッツ『入門経済学』、その他。

[注釈 続き]

- ★前掲の図における総供給曲線は短期の曲線であって、その形状については次に示すスティグリッツのテキストを参照している。
- スティグリッツ『入門経済学・第2版』邦訳435頁、および449-451頁（日本語版補論）。

デフレーション

- デフレーションは、物価が持続的に（一般的には2年以上にわたる）下落する状況をいう。経済の総需要が供給力を下回る状態が長く続くことで生じる。
- しかし、なぜ総需要が長い間にわたり停滞するのか、その原因をつきとめることは難しいが、次のような場合が考えられる：
- 大きなバブルの崩壊によって経済活動の正常な回転ができなくなったこと。
- 主要な輸出産業が国際競争力を失ったこと。
- 新しい雇用を生み出すイノベーションの衰え。
- 人口の減少による需要の縮小。

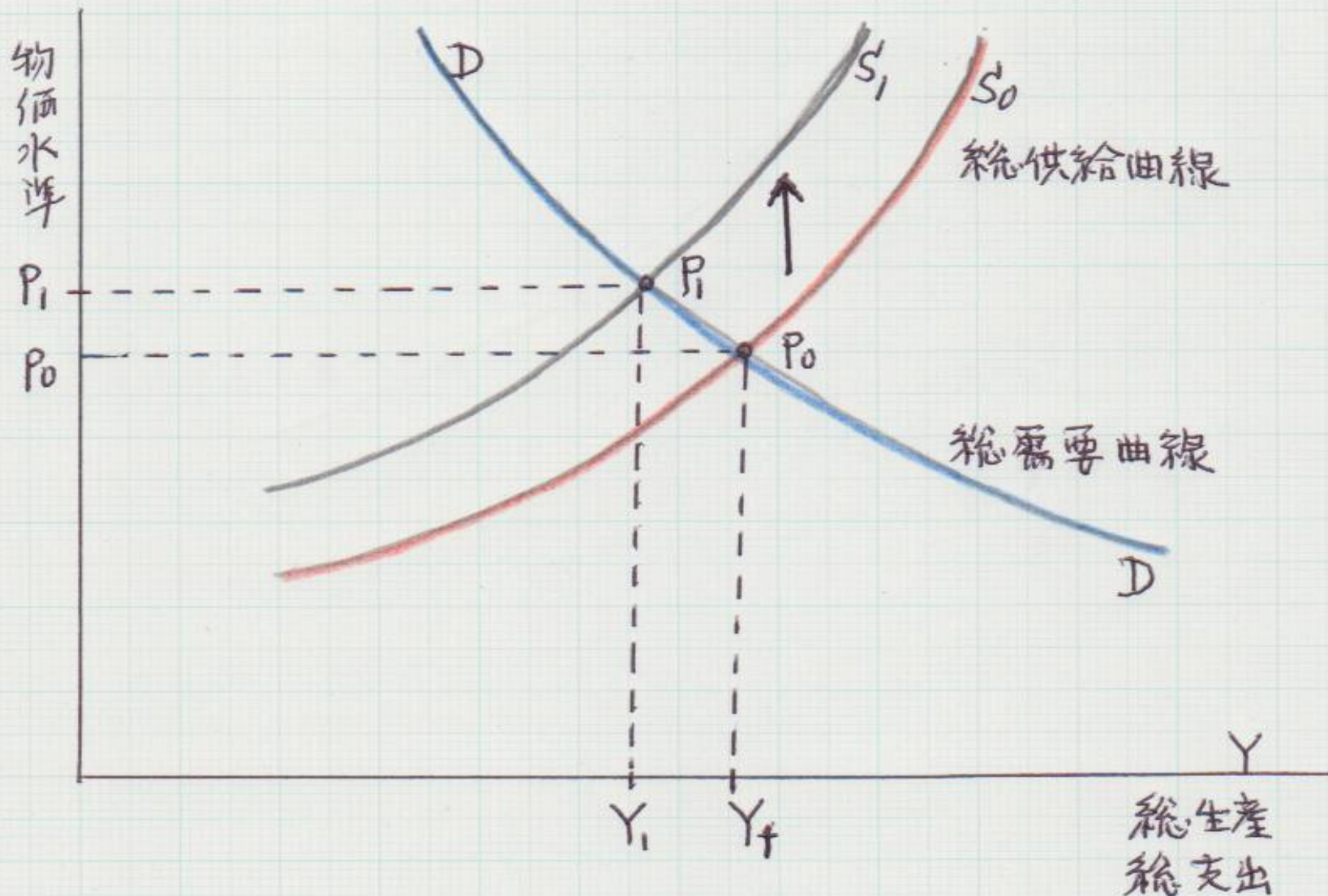
ハイパーインフレ vs. デフレスパイラル

- ハイパーインフレ(hyper-inflation) :
- インフレが国民の生活にとって破滅的なほど激しいものになってしまう場合がある。その原因は、大きな戦争での敗北とか財政赤字の累積によって国家債務が膨張して制御不能になってしまうことなどである。それによって国の通貨価値が暴落して、超インフレが発生する。
- デフレ・スパイラル(deflation spiral) :
- 証券・金融市場での暴落(恐慌)などを発端として金融機能が正常に働かなくなり、生産・投資・消費などの経済活動が大幅に低下し、それによって物価が下落すると、さらに経済活動が弱くなり、さらに物価が下がるという悪循環に陥ってしまうことがある。

スタグフレーション (stagflation)

- これはstagnation (停滞) と inflation という2つを接合した造語である。両方の性質がいっしょに現れるという不快な状態であって、次頁の図によって表現できる。
- スタグフレーションの状態におちいる原因はおおきく2つに分けられる。
- 1つは、財政赤字がゆるやかに続くなかで、経済の主要分野における生産性が停滞する (生産性上昇率が低くなる) ことである。
- もう1つは、石油危機のように、重要な資源価格の暴騰によって経済全体の生産費用が急激かつ大幅に上昇することでインフレが発生し、そのショックで経済活動が縮小してしまう場合である。

総供給曲線の上方シフトによる物価上昇



スタグフレーションへの対処法

- スタグフレーションに対処するには、やはり複数の政策を同時に処方しなければならない。
- 第1に、財政支出の合理的抑制である。
- 第2に、輸入原材料の使用を節約するとともに、その使用を根本的に減らすために代替的生産方法に転換したり、新技術を開発することに努力を傾ける。
- 第3に、生産性の向上によるコストの引き下げに最大限の努力をおこなう。
- 第4に、経済全体としても、資源配分を効率化する。

バブルの発生、崩壊、対策

バブルの発生と崩壊

- 新しく大きな成長が期待される産業分野が登場したとき、その新産業にむけて過剰な投資が集中することがある。あるいは、株式市場や不動産市場において将来の価格上昇に対する期待（または確信）が異常なまでに膨張し、投機的資金が集中して、価格が合理的に説明できないほどの水準まで暴騰することがある。
- しかし、やがて投資が過剰であったことが判明し、あるいは株価や不動産価格の高騰が合理的でなかったことに人々が気づいたとき、資産価格の下落がはじまり、資産取引に関連した企業の破産、投資の急激な減少が生じ、さらに資産価格の暴落へとつながってゆく。
- 金融引き締め政策が崩壊過程の発端になることもある。

バブル崩壊と不況の克服

- 近年の主要なバブルの歴史
- 1980年代後半の日本における株式・不動産バブル
- 1990年代末期のアメリカにおける「ITバブル」
- 2000年代中期のアメリカにおける住宅建設ブームと住宅抵当証券を組み入れた派生金融商品（デリバティブ）取引のバブル

1980年代後半の日本：株式・不動産バブル

- 1980年代末から90年代の初年に日本が経験したような、巨大な日本経済全体を巻き込むほどの資産価格の暴騰はなにか単一の原因によって発生したものとは考えられない。いくつかの重要な要因が重なり合って、バブルの始まり(端緒)とその拡大・波及そして暴走にいたるメカニズムを作り出したに違いない。そのような要因のうち重要なものを数え上げてみると、
- ① 過剰流動性供給
- 最初の要因として、1985年のプラザ合意とその後の急激なドルの切り下げ(すなわち円高)、これによる日本経済へのショックを緩和するために取られた大蔵省による巨額な円売り・ドル買い(円高抑制)の為替介入政策、その結果としての過剰流動性供給がある。

- ② 内需拡大のための拡張的政策
- 第二の要因として、自由貿易主義を掲げる米国のレーガン政権によって、内需拡大と製品輸入促進のための政策を強く要求され、これに応えるための拡張的経済政策を行わねばならなかったこと。
- ③ 金融政策への依存と資産バブルの軽視
- 第三に、健全財政主義という当時の政策運営思想のもとで、財政出動よりも金融政策手段に依存する方向が選択されて、資産価格の高騰が進行するなかでも極度の低金利政策と金融緩和が継続されたことである。円高と製品輸入促進の影響により、経済拡張にもかかわらず、国内の一般物価は安定的に推移していた。このため、日本銀行は歴史的な超金融緩和の危険に気づくのが遅れ、金融引き締め政策への転換の時期を見誤ったのである。

- 過剰な投機資金の発生 ⇒ 株価・不動産バブル
- 普通であれば、値上がり期待にもとづく投機的な株式投資や不動産投資には相当なリスクがともなうものであるから、投機的取引もほとほとの所におさまる。しかしながら、一般会社などに余剰資金が大量に蓄積され、そして金融機関や投資信託会社などに預金、信託などの形で大量の資金が流入するような状況においては、それらの会社は過剰な資金の運用先を見つけることがむずかしくなり、リスクに対する警戒心を失って歯止めのない投機的取引に走ってしまうようになる。これがバブルを導くのである。
- ④「新時代」への熱狂と拝金主義の横行
- また、第四の要因として、こうした政策判断の過ちの背後に、当時の日本経済全般を覆っていた過度の不動産選好というムードが存在した。

- 80年代の後半には、日本の銀行および各種金融機関は、巨額の流動性資産を積み上げて、これを背景に海外に事業を拡大し、東京がNYに次ぐ世界の金融センターになるという夢に酔っていた。こうしたムードのなかで、東京を始めとする日本の大都市では次々に建設される巨大商業ビルや豪華マンションを購入する不動産投資の熱狂が渦巻いたのである。そして、これらの建設用地を確保するための「地上げ屋」が横行し、巨額の札束が銀行から流れ出たのである。
- 株式市場もこうした過剰流動性に突き動かされるようにして、投機の渦に巻き込まれ、次々に市場最高値を更新し続けた。
- しかし、1990年には不動産バブルを抑制するために、日銀が金融引き締め政策を強化し、バブルが崩壊する。

バブルの基本的背景:「土地神話」と銀行過剰

- 上に述べた第四の要因の背後には、さらに根の深い歴史的・制度的要因が横たわっていた。その一つが、戦後の日本経済に深く根付いた「土地神話」である。高度成長期の始まりからずっと、「土地を持っていれば必ず値上がりする」という確信が人々の間に定着してきた。そして、日本の銀行は土地を担保に融資するという安易な商法にすっかり染まりきってきた。もう一つは、日本経済が高度成長期を終わり、成熟期に入って、金融機関が資金の安定的な需要者を失ってしまったという歴史的状況がある。すなわち、産業企業の手元には巨額の輸出代金が入り、株式市場での時価発行増資が普及したことともあわせて、設備投資やR&D投資に必要な額を超える余剰資金が積みあがってきた。その結果、銀行は資金の確実な貸付先を失い、不動産や株式投資に融資先を求めるほかなくなったのである。

- すなわち、間接金融に依存した高度経済成長の時代が終わったことによって、日本の金融市場においては「銀行の過剰」(オーバーバンキング)という事態が発生しており、郵便貯金などの公的金融機関の縮小や、民間銀行の整理・縮小などが必要な時代になっていたのに、それが大蔵省の保護行政のもとで隠蔽されていたという要因である。
- 本来ならば、1980年代の早い時期に、あるいはそれ以前に、日本の銀行業界は競争を通じた淘汰によって整理・再編されていなければならなかった。90年代の末期に日本長期信用銀行、日本債権銀行の破産処理、日本興業銀行および東京銀行の合併・再編が行われるまで、資金調達を預金受け入れではなく金融債券の発行によって行う「長期信用銀行」が5行も存在して、大手の都市銀行10行と並立していたのである。

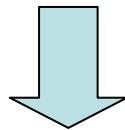
データで見る平成デフレ不況

資産バブルの発生 1980年代後半

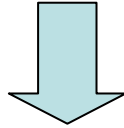
株価暴騰 不動産価格暴騰

・資産バブルの崩壊 1990-91年

日銀による金融引き締めと不動産融資規制



株価と不動産の価格暴落と長期低迷

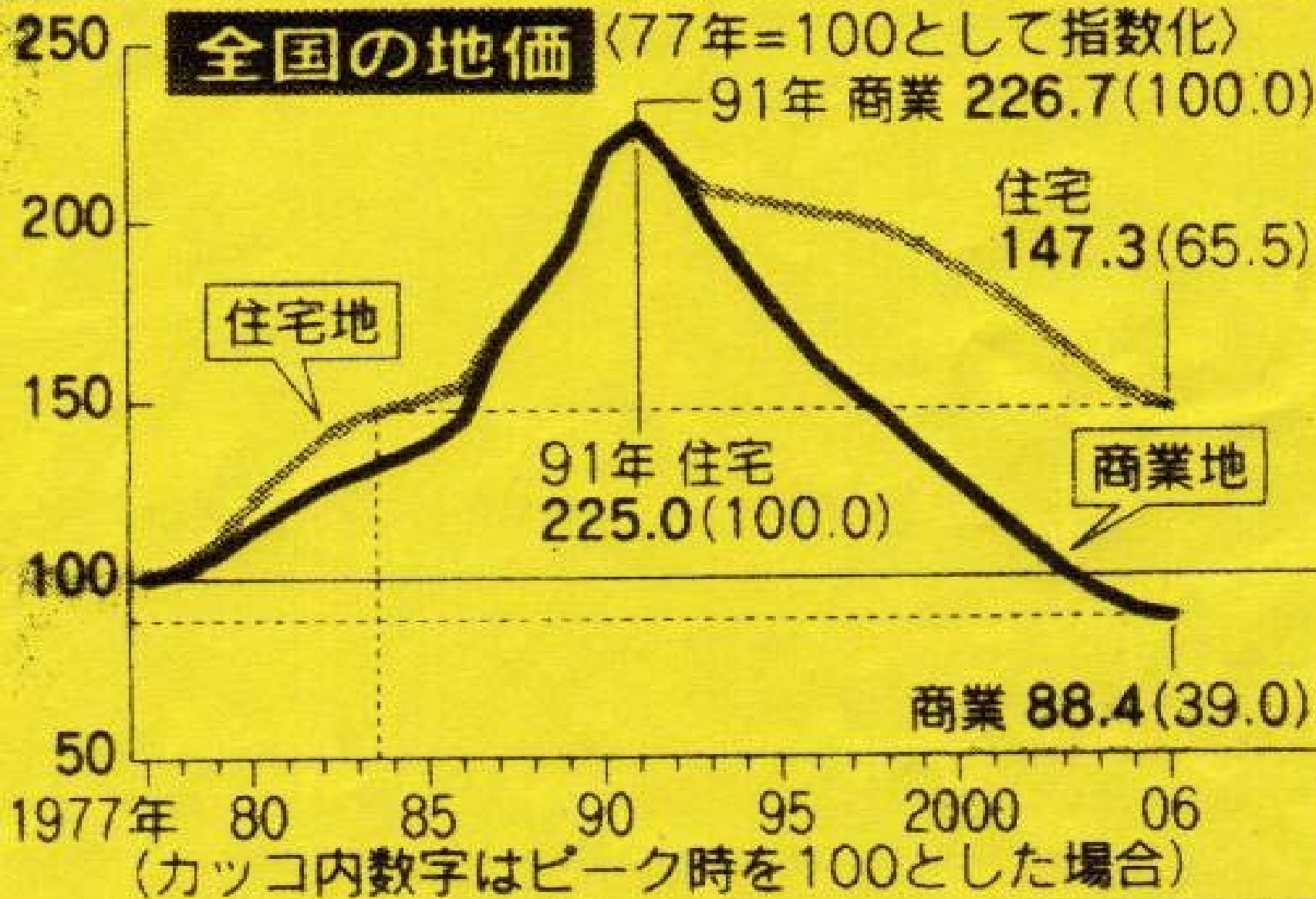


銀行など金融機関の不良債権が積み上がる
多くの一般企業でも不良資産が発生

- 銀行など金融機関の巨大な不良債権により
 - ①信用収縮：金融機関の資金繰り困難と信用不安
すなわち金融システム不安
 - ②信用創造機能の著しい低下
いわゆる貸し渋りの発生
- 一般企業は不良資産を整理するため借金の返済につとめ、設備投資や事業拡大を抑制する
- これらの結果として、景気後退が長期化する
- 需要不足・過剰生産能力、そして雇用の縮小
- 経済成長率の低下
- 不況と物価下落のデフレ・スパイラル(らせんの過程)に陥ることが懸念される

日経平均株価の推移



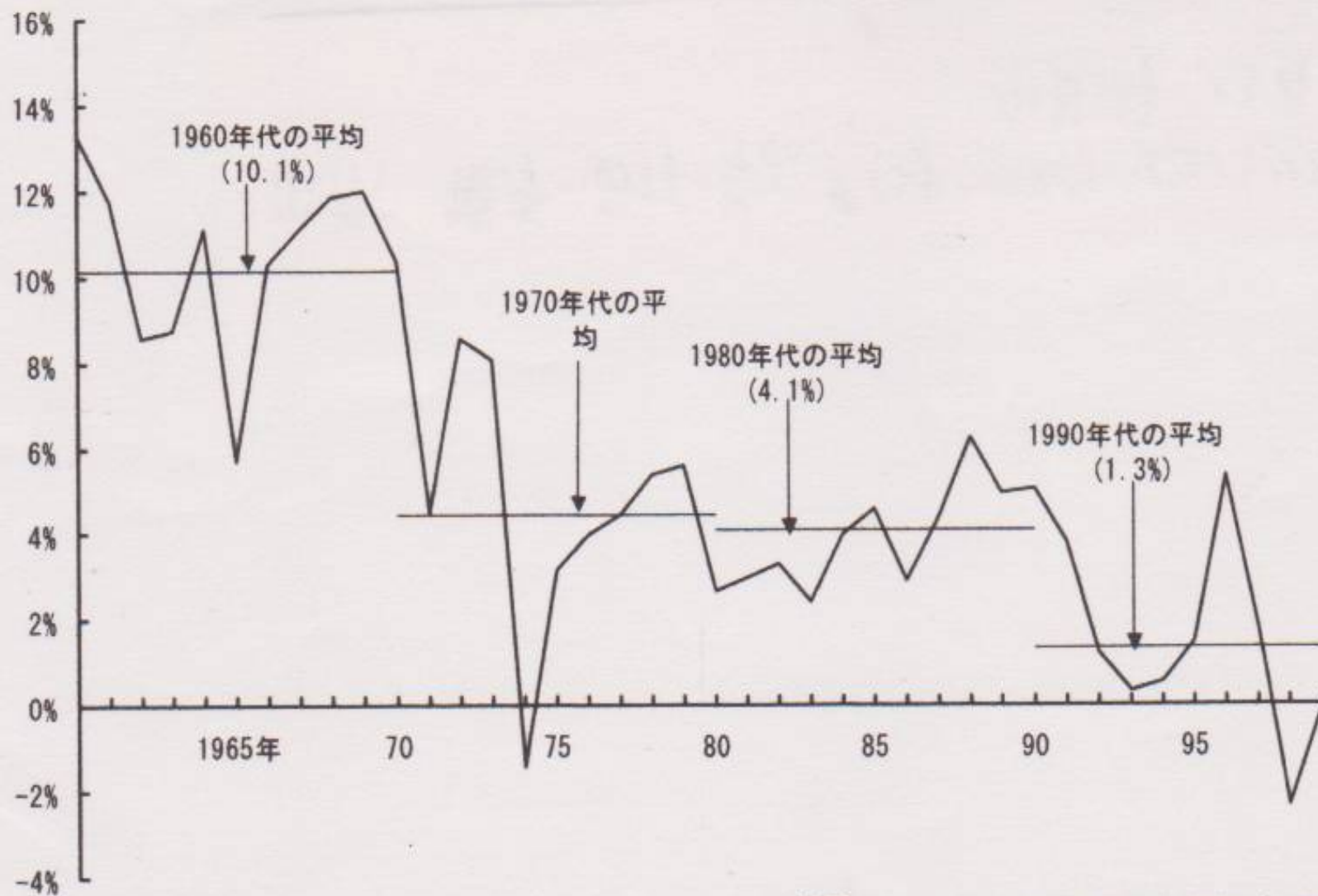




消費者物価とGDPデフレーター



日本のGDP成長率(実質)の推移



2002年3月末の不良債権残高

(兆円、カッコ内は前年同月比増減額、▲は減少)

	与信額	不良債権			
		総額	破産更生 等 債 権	危険 債権	要管理 債 権
全国銀行	512.1 (▲25.1)	43.2 (9.6)	7.4 (▲0.3)	19.3 (4.3)	16.5 (5.6)
大手銀行	327.0 (▲23.6)	28.4 (8.4)	3.5 (▲0.2)	13.0 (3.8)	11.9 (4.7)
地 銀 ・ 第二地銀	185.1 (▲1.5)	14.8 (1.2)	3.9 (▲0.1)	6.3 (0.5)	4.6 (0.8)
信金・信組 など	95.6 (▲0.9)	9.2 (▲0.1)	3.0 (▲0.4)	3.6 (0.0)	2.6 (0.3)
合 計	607.6 (▲25.9)	52.4 (9.5)	10.4 (▲0.7)	22.9 (4.3)	19.1 (5.8)

(注)金融庁集計。金融再生法基準の不良債権

2005年3月期の不良債権残高

〔単位兆円、カッコ内は2004年3月期比の増減率%、▲は減少〕

	総 額	破産更生 等・危険 債 権	要 管 理 債 権
全 国 銀 行	17.9 (▲32.6)	12.1 (▲22.4)	5.9 (▲47.0)
うち 大 手 行	7.6 (▲45.2)	4.8 (▲29.6)	2.8 (▲60.5)
うち 地域銀行	10.4 (▲19.0)	7.3 (▲16.7)	3.1 (▲23.8)
信金・信組 など	7.0 (▲12.9)	5.3 (▲11.3)	1.6 (▲17.6)
合 計	24.9 (▲28.0)	17.4 (▲19.3)	7.5 (▲42.5)

(注)金融庁集計。金融再生法基準の不良債権。地域銀行は地銀、第二地

平成デフレ不況の克服と小泉政権： 骨太の方針「構造改革なくして成長なし」

- 2001年春に小泉内閣が成立したとき、1990年代の初頭から続いた日本経済の長い停滞からの脱却が当面の最大・最優先の課題であった。この目標に対して、2001年6月に小泉内閣の経済財政諮問会議によって示された経済政策基本方針が、いわゆる「骨太の方針」である。「構造改革なくして経済成長なし」という、この内閣を象徴する旗印が掲げられた。以来、小泉内閣が終わる2006年夏まで、毎年この時期に「骨太の方針」が経済・財政政策の基本方針として更新された。
- 安定的な経済成長に復帰したというには遠いけれども、2002年春以降に景気が良い方向に動いてきた。
- 名目で2～3%のプラス成長率の達成、デフレからの脱却、

- 雇用情勢の明白な改善(完全失業率は最高時の5.5%から4.1%まで低下)などが実現した。景気上昇の期間で見るかぎり、2006年10月には戦後最長の「いざいなぎ景気」と並ぶ57ヶ月に達し、その後も緩やかな成長を続けた。
- 景気回復の原動力は何であったか
- 5つの要因:
 - (1)企業における「リストラ」、すなわちコスト削減や合理化、そして技術革新をはじめとしたイノベーションの実行。
 - (2)一般企業の過剰能力や不良資産の処分、とくに大手銀行の不良債権処理を積極的に進めたことにより財務体質が改善したこと。
 - (3)米国や中国の経済成長にともなって輸出が好調に伸びたこと。

- (4) 小泉内閣の構造改革政策により、規制改革がある程度進展し、官業の領域への民間企業の参入とか、規制の撤廃あるいは緩和にともなう新規参入と競争促進の効果
- (5) 最後に、マクロ経済政策として、財政政策ではなく、福井俊彦新総裁の下における日本銀行による思い切った量的金融緩和政策による金融市場の安定化の効果、および、外国為替市場における政府の大胆な円売り・ドル買い介入の継続によって為替レートを円安に誘導したこと。円安誘導が成功した背景には米国政府が小泉政権との協調関係を重視して円売り介入に協力したことも重要である。
- しかし、経済政策の効果として特筆すべき点は、2003年春に竹中平蔵金融担当大臣によって行われた「りそな銀行」への公的資金投入と実質的国有化である。これによって、大手銀行に対する政府の救援策が明確になり、それが資本市場に安心感を与えたことである。

- その結果、日経平均株価は底を打って上昇のトレンドに乗り、株価の回復が金融機関と企業のバランス・シートを改善させることにつながったのである。
- 「構造改革なくして経済成長なし」(2001年経済財政諮問会議「骨太の方針」)という有名になった小泉語録は、1990年代以来の長い経済停滞を終わらせて、経済を成長軌道に乗せるという政策目的が従来のような有効需要補給政策を主とする「経済経過政策手段」では実現せず、構造改革という「経済秩序政策手段」によってしか達成できない、ということを主張するものであったとすることができる。

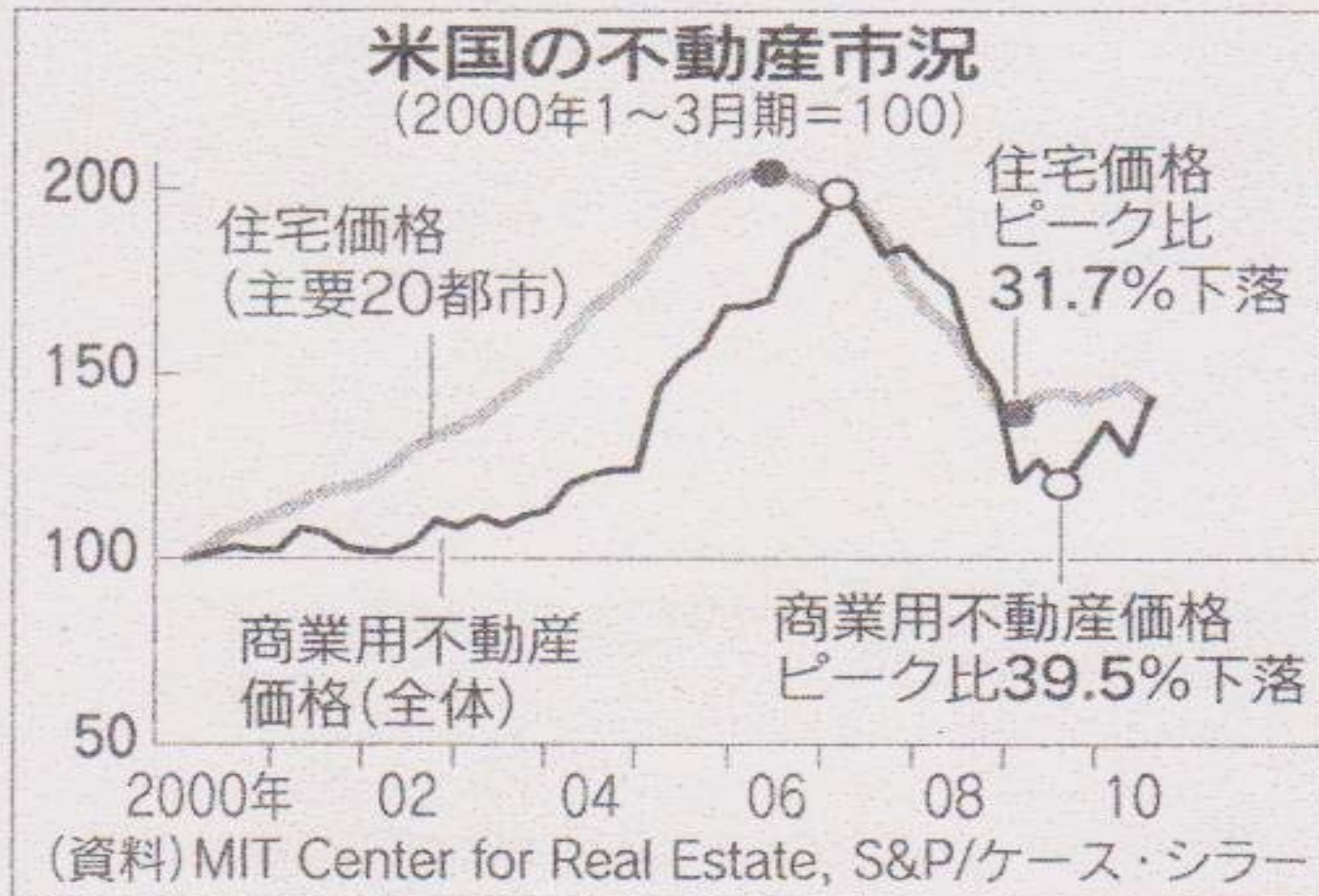
アメリカの住宅バブル崩壊、 サブプライム・ローン問題と世界金融危機

- サブプライム・ローン問題とは：
- 普通ならば到底のこと住宅ローンを組んでももらえないような所得の低い人々に対して、最初の数年間は金利が非常に低くて支払いが容易であるが、そのあと急に支払い金利が高くなるような変動金利型ローンを提供する。銀行側は、取得した住宅が値上がりし担保価値が上昇するので、貸付のリスクは問題ないと判断する。また、借り手に対しては、担保価値の増大した分で消費者ローンが受けられるので、支払い金利が上がっても心配ないと安心させる。
- このようにして銀行と住宅ローン会社が通常よりも高い金利で低所得者に貸し付けたものがサブプライム・ローンである。優遇金利が適用される高所得階層への貸付はプライムローンとよばれる。
- しかし、それだけのことならば問題がここまで大きく広がることはなかった

- 。住宅ローン会社と銀行は貸し倒れリスクの高いサブプライム・ローン債権をリスクの低い優良債権と一緒に混ぜ合わせて一塊のローン債権にまとめ、これを有価証券として他の金融機関や投資ファンドとかヘッジ・ファンドなどに転売する。
- このような債権の証券化と転売が何層にもわたって繰り返されたことによって、当初の低所得者向け住宅ローンのリスクがひろく分散されることにより、住宅ローンが異常な拡大をとげ、住宅・不動産販売のバブル化が進行していった。
- そして、住宅価格の値上がりが説明のつかないレベルまで上昇したあと、ついに値上がりが止まって下落がはじまる。住宅投機バブルの終焉である。
- そうするとサブプライム・ローンを組み込んだ証券やファンドの価格が値下がりし、ついには買い手が見つからない状態になってしまう。こうした現象が明らかになってきたのは2007年の7月頃であるが、2006年の秋にはすでにその懸念が指摘されていた。その現象が米国内にとどまらず、世界中の金融機関やファンドを巻き込んで波及的に拡大し、次第に深刻な金融危機となって進行していったのが、サブプライム・ローン問題である。

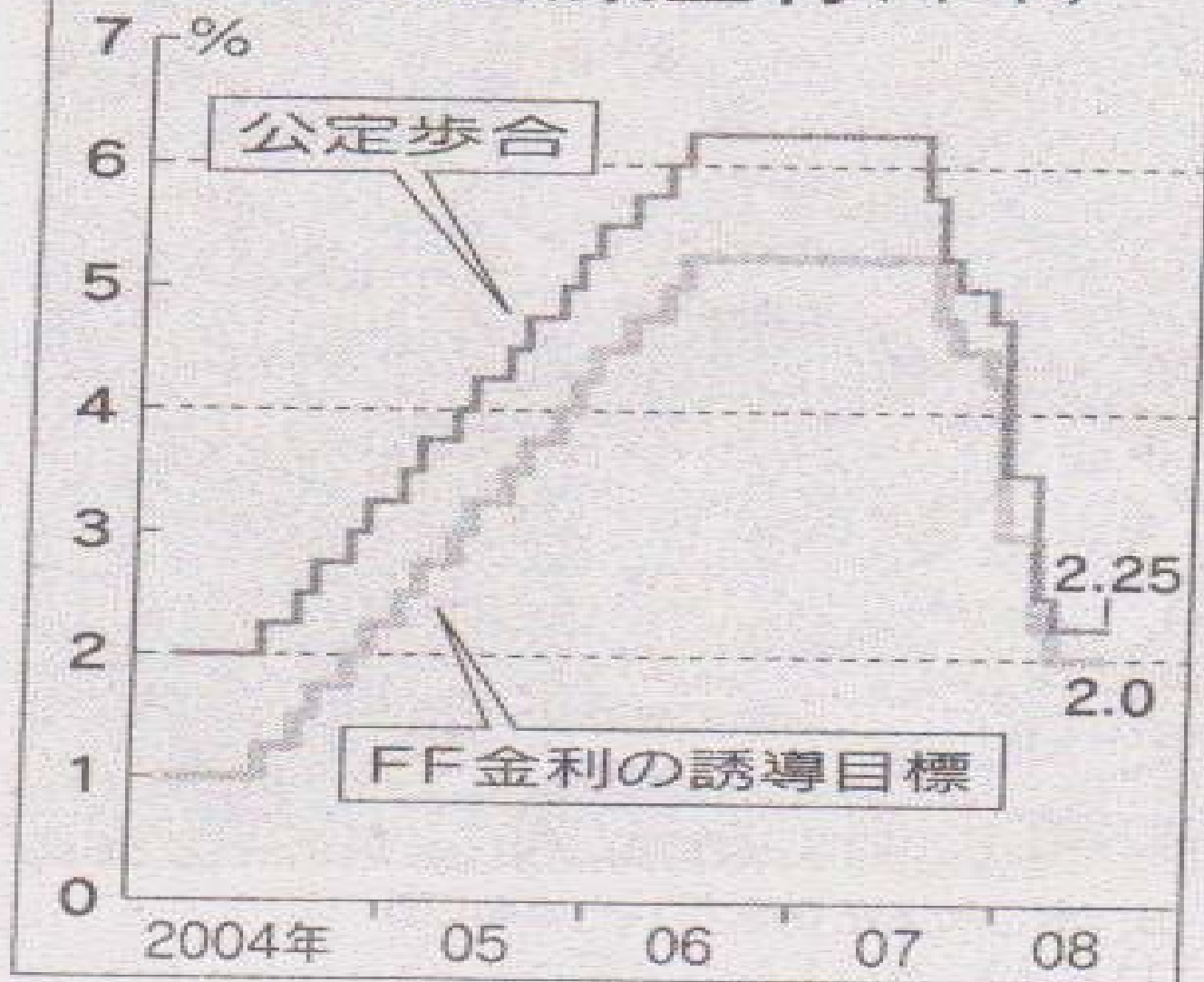
- この問題の恐ろしいところは、ローン債権の証券化商品の値下がりと買い手不在がサブプライム・ローン関連の証券に限られないで、他の優良証券にまで広く信用不安が伝染していったことである。
- その結果として、米国や英国の銀行において信用収縮（貸し出しの抑制や回収）が発生し、証券会社、投資ファンド、ヘッジ・ファンドなどが資金調達の困難に直面するという信用危機が生じた。
- それにともなって、世界の株式市場で株価の大幅な下落がもたらされた。
- 株価の下落と景気の減速は信用不安だけが原因というわけではなく、もう一つの重要な原因は2006年頃から始まった石油等のエネルギーおよび資源価格の暴騰である。これが物価上昇率を引き上げてインフレ懸念をもたらした。

米国住宅価格の推移



- こうして、世界経済は2004年頃からアメリカの住宅バブルと、資源・エネルギーを「爆食」する中国など新興国の高度成長にともなう国際商品（資源・エネルギー、食糧など）バブルという2つのバブルをともなって成長してきたのであるが、サブ・プライム・ローンの崩壊によって世界的な規模で金融システムの危機と1930年代以来の大不況に突入するかもしれないという危機に見舞われることとなった。
- 米国政府（ブッシュ共和党政権）の対応：
- 米国の連邦準備理事会FRBはすでに2007年9月から政策金利（フェデラル・ファンド金利の誘導目標）を連続的に引き下げる金融緩和を実施している。2008年1月末にはFF金利は6.25%から3.0%にまで引き下げられた。2月には共和党と民主党の合意により緊急の大型減税政策も決定され、さらに2度にわたって資本市場に対する緊急の

米国の政策金利(年率)



- 大規模な資金供給の拡大も打ち出された。
- しかしながら、金融不安と景況の悪化（経済成長の減速）は沈静化するどころか2008年に入ってますます拡大し、深刻化していった。この状況はかつて日本が1997年の山一証券の破綻から2001年にかけての金融危機で経験した光景によく似ている。2001年初夏に小泉内閣が登場して、金融再生法にもとづく不良債権の早期処理を銀行に強制し、大手銀行に政府の公的資金を注入するという金融システムの外科的処置によってようやく危機を収束させ、景気回復のきっかけをつくることができたのであった。
- しかし、アメリカにおいてはポールマン財務長官がこの手段の採用を否定した。2008年11月に大統領選挙を控えた米国においては、ブッシュ政権が現在この政策手段を採用することは政治的にみて非常に困難であった。

- この頃、事柄の性質上からして正確な数字は不明であったが、欧米の主要金融機関の住宅ローン証券関連の不良債権額（損失見込み）は約2600億ドル（26兆円）、世界全体ではおよそ40兆円以上と試算された。
- そこで米国政府は、住宅融資のための連邦政府機関であるファニーメイとかフレディマックなどを通じて住宅ローン担保証券の買取りを行うことで金融機関の資金繰りを助けるという施策をうちだした。
- 他方で、FRB（連邦準備制度理事会）は2008年3月には、証券会社が保有する住宅ローン関連証券を国債と交換するという「国債貸出制度」の発動をきめた。これによって証券会社が資金調達のため住宅ローン証券を投げ売りするのをやめさせて、証券の暴落に歯止めをかける効果を狙ったのである。

- さらに3月24日には、破綻の危機に瀕した大手証券会社
ベア・スターンズを救済するため、事実上の公的資金投入
の措置を実施した。
- 大手銀行のJPモルガン・チエースがベアーを買収すること
で危機を切り抜けることになったが、これを支援するた
めに、必要な資金をFRBがJPモルガンに融資するという仕
組みである。間接的な形をとりながらではあるが、FRBと
米国政府が金融機関救済のために公的資金の投入に踏
み込んだといえる。
- しかしながら、その後、2008年9月に投資銀行のリーマン・
ブラザーズが破綻の危機に陥ったときには、ポールソン財
務長官は公的資金の投入による救済を拒否した。11月の
大統領選挙を間近にして、政府の民間不介入を旗印とす
る共和党政権としての選択であった。

リーマン・ショックと世界金融危機、そして不況

- 米国政府がリーマン・ブラザーズを救済しなかったことは、金融業界に大きなショックを与え、NY市場をはじめとして世界中の証券市場で株価が大幅に下落し、巨額の住宅ローン担保証券のデリバティブ(派生金融証券)を抱えた欧米の金融機関が経営危機(信用不安)に見舞われることとなった。
- 金融市場の信用不安は、すぐに実物経済の活動に影響をおよぼし、住宅投資、設備投資、雇用、所得と消費の収縮をもたらした。その結果、先進経済諸国の経済成長率は目立って低下し、景気後退や不況におちいった。
- 米国経済の失業率は10%に達し、物価上昇率も1%台に下がって、日本と同様のデフレに陥る懸念もでてきた。

ニューヨーク証券市場の株価



米国経済のマクロ指標

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
• 実質成長率	▲2.6%	2.7	2.7	3.6	
• 名目成長率	▲1.7	3.8	4.0	5.2	
• 消費者物価	▲0.3	1.6	1.3	1.8	
• (CPI)					
• 失業率	9.3%	9.6	9.3	8.6	
• 連邦政府		1,293	1,645	1,101	768
• 財政赤字(単位 10億ドル)					
• GDP比率		8.9%	10.9	7.0	4.6

- [注] 2011年以降は予測値。暦年。
- 財政は会計年度。2012年度とは2011年10月～12年9月。
- [出所] 2012年度米国大統領予算教書、2011年2月15日。

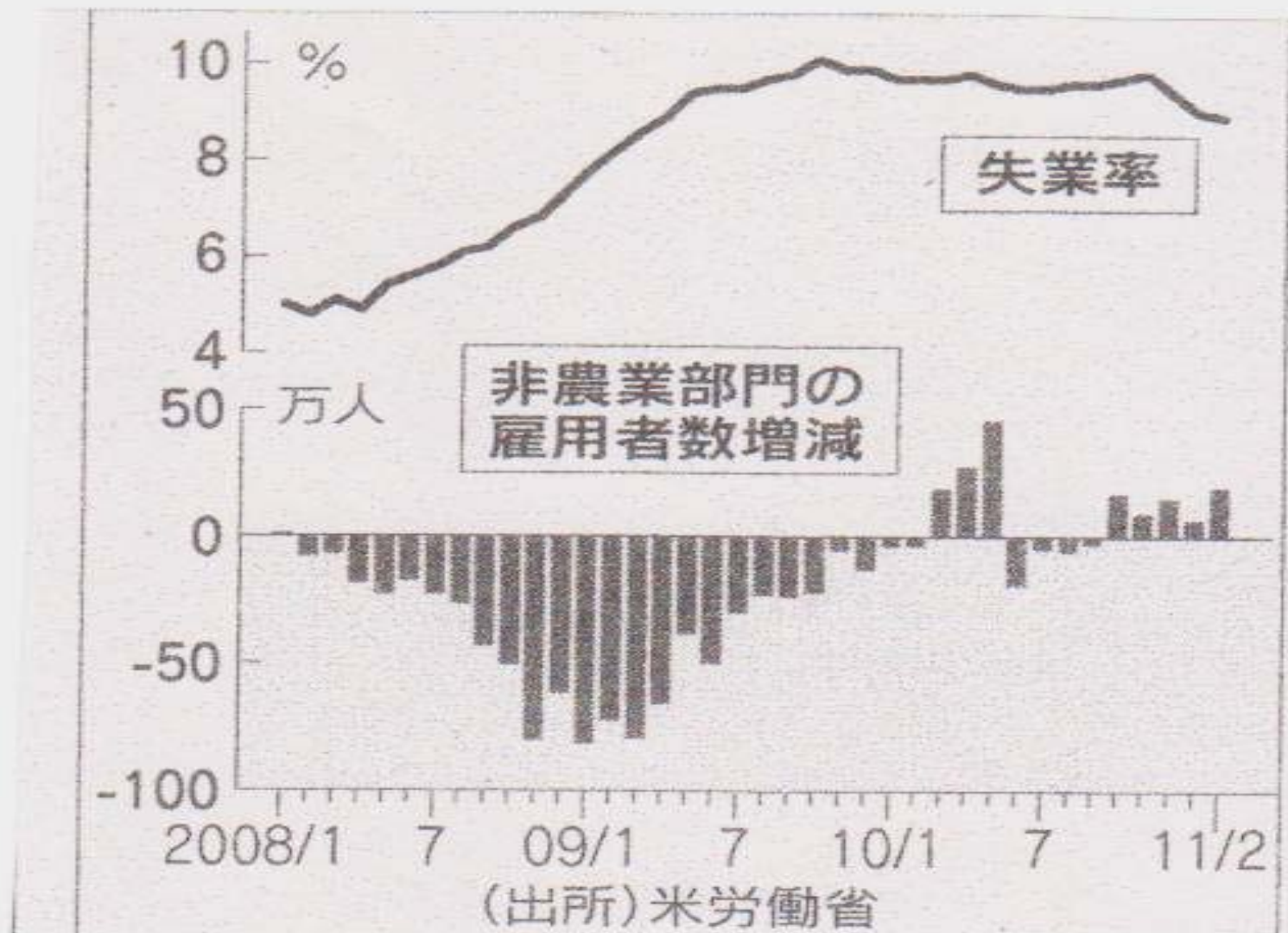
米国経済のマクロ指標



消費者物価指数の推移



雇用と失業率の推移



- オバマ民主党政権の政策
- オバマ政権に交替したあと、米国政府はバーナンキFRB（連邦準備理事会）議長と協力して、金融と財政の両面から大胆に景気対策を実施してきた。
- 大手銀行、大手保険会社、中小規模の地域金融機関などへの融資や信用保証の供与
- 2度にわたる財政支出拡大政策
- FRBによる2度にわたる金融の量的緩和政策
- 自動車メーカー最大手GM社の救済など、
- これらの政策の相次ぐ実施によって、アメリカの株式市場は安定を取り戻して、株価が上昇に転じ、経済全体としても深刻な景気後退から速やかに脱却して、ゆるやかな回復を示している。ただし、危機が去ったわけではない。