

## 「マクロ経済学的視点による今後のアメリカ(及び世界)経済の行方 ~バブル崩壊後から長期低迷期にかけての日本の経験から得られることとは? ~」

神戸大学経済経営研究所  
附属政策研究リエゾンセンター  
講師 柴本昌彦

最近、「サブプライムローン問題がアメリカ及び世界景気を圧迫している」ということが新聞やテレビでのニュース等で大きく取り上げられている。実際、金融の自由化が進展するとともに、アメリカの景気悪化は世界全体の景気に影響を及ぼしている。日本においても例外ではなく、サブプライムローン問題の余波は、株価低迷や円高を通じた景気低迷として表面化してきている。なぜ、これほどサブプライムローン問題が経済を圧迫するのか? 今後、景気低迷が(90年初頭以降の日本のように)長期化するのか? 本コラムでは、多くのマクロ経済学研究から得られるいくつかの知見を紹介するとともに、自身の研究から得られた1つの見解を述べる<sup>1)</sup>。

まず、サブプライムローンとは何かを紹介したい。以前の筆者同様、「サブプライムローン」と世間で良く耳にするものの、いったい何か良くわからないという方々も多いのではないかと。通常、融資は条件が整った先に優遇金利(プライムレート)で貸し付ける。しかし、融資条件がそろわないような信用度の低い人(例えば過去に返済が滞ったとか、返済すべき金額に対して収入が足りないとか、収入が一定でないとか)に融資をする時、焦げ付く恐れが大きいと、その危険率を考えて金利を高く設定する。そこから、優遇(プライム)には及ばない下位(サブ)の融資だということで、サブプライムローンと呼ばれる。

では、サブプライムローン問題がアメリカ及び世界経済を圧迫すると考えられる理由は何か。この問いに対応するマクロ経済学の知見として、金融面の不安定性が実体経済の悪化を増幅させる、フィナンシャルアクセラレーター(financial accelerator)という理論がある。フィナンシャルアクセラレーター理論とは、名目負債(土地)を担保とした貸し手(金融機関)の貸出が、名目負債の価値の低下(地価や住宅価格の下落)により、景気循環変動(好況や不況のサイクル)を強めるというメカニズムを提示した理論である。

フィナンシャルアクセラレーター理論を下に、サブプライムローン問題について考えてみよう。サブプライムローンで融資を受ける場合、借り手(債務者)は十分な信用力を有しておらず、貸し手の取る信用リスクは高い。担保としての住宅価格が上昇している場面においては、本来は住宅ローンを組むことができない(実際には所得も上昇せず返済が滞る可能性がある)借り手でも、

<sup>1)</sup>ミクロ経済学的、法律学的な視点(借り手に対する信用力の評価基準等の制度的な問題点等)からのサブプライムローン問題に関連する議論は、別の文献やウェブサイトを参照。

住宅価格の値上がり分について担保余力が拡大するため、その部分を担保に、新たな追加借入を受けることが出来る。その結果、住宅価格の上昇は、住宅ブームを加速させる。しかし、住宅価格の上昇が止まり下落に転じると、高いリスクを有する信用力の低い借り手は債務不履行となり、貸し手は含み損を被る。住宅価格下落によって、貸し手の財務内容が悪化すると、一般の家計や企業の資金調達も困難となるため、個人消費や設備投資が抑制される。このようなメカニズムは、単に限定的な借り手に対する貸付の問題のみならず、経済全体に動揺をもたらすこととなる。フィナンシャルアクセラレーター理論は、サブプライムローン問題前の好景気とその後の現在における深刻な景気低迷とも整合的であり、サブプライムローン問題が経済を圧迫した背景であると考えることができるだろう。

金融面の不安定性が実体経済の悪化を増幅させた事例として、日本におけるバブル景気とその崩壊が挙げられる。80年代後半から90年代初めにかけて、日本では株と土地への投機が盛んに行われ、資産価格、特に地価が高騰した。銀行は土地を担保に貸し付けを拡大し、資産価格高騰は景気を過熱させた。しかし、株価及び地価が大きく低下すると、担保価値が融資額を下回る状態に陥った。その結果、銀行は大量に不良債権を抱え込むことになり、財務内容が悪化した。銀行貸出の縮小は、融資を受けられずに新規投資や融資を受けられない企業を倒産させる結果となった<sup>2</sup>。

フィナンシャルアクセラレーター理論は景気循環変動を増幅させるメカニズムであるが、景気循環変動自身は通常2,3年ほどのサイクルで起こると言われている。では、経済学の知見から得られる今後の経済の行方に対する予想は、「不況は深刻なものであるものの、景気低迷を約2,3年我慢すれば収まってくる」ということなのだろうか？残念ながら、それほど楽観的には言えないかもしれない。実際、バブル崩壊後の90年代初め以降、日本は「失われた10年(10年以上?)」とも呼ばれる長期低迷期を経験することとなる。

バブル崩壊後の長期低迷期に関して、その真因を巡り、非常に多くの議論が展開されてきた。様々な見方が提示されてきたが、それらは需要サイド(総需要不足)と供給サイド(生産性の低迷)に大別できる。需要サイドを強調する論者は、( )銀行の貸し渋りによる投資不足、( )日本経済の将来不安の増大、( )不十分な金融緩和及び拡張的な財政政策、による総需要不足を根源的原因として主張している。一方、供給サイドを強調する論者は、( )技術進歩率の低下、( )銀行の追い貸しや無駄な政府支出による資源配分の非効率性、( )名目賃金の硬直性やデフレによる実質賃金の上昇による労働市場の非効率性、などによってもたらされた生産性の低迷を根源的原因として主張している。

もちろん、経済の需要サイドと供給サイドは密接に関連するであろうから、長期低迷期において両者がともに問題であった可能性もある。しかし、経済学では、通常、需要サイドの変動と供

---

<sup>2</sup>実際のデータを見ても、バブル期前後の日本と現在のアメリカとの類似点は数多く存在する。Reinhart and Rogoff (2008) (Reinhart, Carment M. and Kenneth S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", NBER Working Paper No. 13761)では、18の先進国で起こった戦後の金融危機の類似点や相違点を定量的に調べている。

給サイドの変動は独立とされてしまうため、2つの大別した見方は別々に議論され、その関連性には注目されてこなかった<sup>3</sup>。

最近、神戸大学経済経営研究所の宮尾龍蔵教授と共同で、90年代初め以降の日本の長期低迷期の議論に関連する論文を脱稿した<sup>4</sup>。この研究のメインメッセージは、長期低迷期に関する一つの解釈として、需要サイドと供給サイドの相乗効果で悪化していくメカニズムが背後に存在していたのではないかと、いうものである。具体的には、需要不足が、短期的な景気変動をもたらすのみではなく、潜在成長をも低下させるというものである。例えば、需要不足により、企業が短期的に生産を減らすとしよう。生産量を減らす企業は労働需要を低下させ、雇用を減らすことになり、失業者が出てくる。職を失った労働者は、働くことによって得られるスキルを失うことになる（生産性低下）かもしれない。また、生産量を減らそうとする企業は、技術革新意欲を失い、研究開発投資を減らす（生産性低下）かもしれない。我々の実証結果によると、1992年以降、需要が不足すると生産性も低下するという需要サイドと供給サイドの正の相関関係が強まったことが明らかとなっている。さらに、需要サイド・供給サイド双方の悪化が、（物価の変動は限定的なものとなるにもかかわらず、）生産の変動を増幅及び長期化させることを明らかとしている。

もちろん、90年代以降の日本同様、今後のアメリカ及び世界経済の景気が長期に渡って低迷し続けることになるかどうかはわからない。しかし、アメリカ及び世界経済が90年代以降の日本と同じ轍を踏むかどうかは、今後の政策運営にかかっていると看做しても、過言ではないかもしれない。不安定化した金融システムの修復を早急に進めるとともに、景気の悪化を長期化させずにどれだけ最小限に抑えることができるのか？今後、適切な政策運営を行うためには、日本が経験したバブル及びその崩壊後の長期低迷期から得られる様々な知見を学ぶことが必要不可欠なのではないだろうか。

---

<sup>3</sup>経済学では、伝統的に、景気循環変動は長期の成長トレンドからの一時的な乖離、経済成長は長期的な均衡として捉え、両者は分けて議論されている。

<sup>4</sup>Shibamoto, Masahiko and Ryuzo Miyao (2008), "Understanding Output and Price Dynamics in Japan: Why Have Japan's Price Movements Been Relatively Stable Since the 1990s?", Research Institute for Economics & Business Administration Discussion Paper Series No. 219.