日本経済論

バブル経済とその崩壊

日本の資産価格が1980年代後半に急激に上昇した現象をバブル、その後急速に下落した現象をバブル崩壊と一般的に呼んでいる。そもそもバブルとは学術用語であり、資産価格が経済のファンダメンタルズ（潜在的成長力のような経済の基礎的な条件）と比べて、極端に上昇することを意味する。ちなみに、資産価格が上昇すること自体は必ずしも問題ではなく、巷では単なる資産価格上昇を何でもバブルと呼ぶ傾向があるが、これは誤りである。

資産とは、モノ・サービスとは異なる性質を持つ。例えば、鉛筆を購入した場合、使い切ってしまえばそれでおしまいであるし、パック旅行を購入した場合、旅行に行って帰ってくればそれでおしまいである（思い出は除く）。一方、土地を購入して貸した場合、購入者はその土地自体の価値（上下はするものの）を保有するとともに、毎年の地代を手にできる。土地を手放さない限り、これが将来にわたって続く。つまり、土地を所有すると、それを使い切ってしまうことにはならず、転売しない限りは将来にわたって価値を享受できることになる。このような特徴を持つのが資産である。

世の中には様々な資産の形がある。最も基本的なのは、金融資産と非金融資産に区別する方法である。金融資産としては、預金、保険、株式などがあるし、非金融資産としては設備資本（機械設備など）や土地などがある。

この中でも、バブル期に特に大きく価格が上昇した資産は、土地や株式である。バブル期と呼ばれる1980年代後半の資産価格上昇の一部は、ファンダメンタルズの向上を反映していると考えられる。しかし、ファンダメンタルズだけでは説明できないようなあまりに極端な価格上昇も観察された。例えば、資産価格が上がるという人々の予想が、資産価格を押し上げる自己増殖的な価格上昇がおきた。更に、金融機関は企業の潜在的な力や財務内容等をきちんと考慮せず、価格の上昇した土地を担保とした貸出を拡大させたといったことも、バブルを膨張させた。当時は未曾有（みぞう）の好況を謳歌したが、1990年代に入ると資産価格は急落（バブル崩壊）し、長らく景気の低迷期を迎えることになった。この低迷期を「失われた10(または15)年―Lost Decade―」などと呼ぶ。経済活動は低迷し、失業率も上昇、消費や投資が伸び悩み、政府の財政状況も急激に悪化した。そして、1990年代後半と2000年代前半の金融危機、バランスシート問題のような様々な経済的な問題に直面していくことになった。

金融危機と不良債権問題

金融危機は、その言葉の通り、金融に関する危機全般を意味するため、極めて広範な事象を指す。例えば、2007年からのサブプライム問題以降の一連の世界的

な金融問題も金融危機の一種であるし、1997-98年のアジア通貨危機も然りである。

ここでは1990年代後半（以降）におけるわが国の金融危機を取り上げたい。この金融危機は、1997年の北海道拓殖銀行、山一證券、三洋証券等の破綻、1998年の日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の国有化などで特徴付けられる。この時期、わが国の金融システムは極度に不安定化した。

この金融危機は、バブル期に実施された金融機関貸出が軒並み不良債権化したことなどに端を発する。元本と利子が問題なく返済されるような貸出は優良債権だが、不良債権とは借入企業の破綻や経営悪化のために返済されない（もしくは一部返済されない）貸出債権を指す。特に、不動産業や建設業向けの貸出は、これらの業種の急速な業績悪化もあり、不良債権化する度合いが極めて高かった。多くの貸出には、土地が担保として差し入れられていたため、仮に貸出が焦げ付いても担保を差し押さえれば、ある程度、損失を抑えられるはずであった。しかし、バブル崩壊後の地価の下落により、土地担保の資産価値が低下した結果、回収もままならなくなってしまった。そのような結果、多くの金融機関の経営が立ちゆかなくなったのが、この時期に金融システムが危機的な状況に陥った主たる要因である。当時、日本の金融機関が海外で資金を調達しようとすると、ジャパンプレミアムと呼ばれる、日本の金融機関のリスクを考慮して上乗せされる利子（一種のペナルティ）が標準的な取引金利に付された。

金融システムの安定性は、金融機関同士での取引が円滑に行われることではじめて確保される。例えば、ある銀行が急に破綻すると、その金融機関からの支払いが予定されていたにもかかわらず支払いがなされなかった金融機関は資金繰りに窮することになる。これが連鎖的に発生すると、金融システムが機能不全に陥りかねない。

そこで政府は金融機関の健全性を回復するために、金融機関の資本増強を図るべく公的資金（公的資金の元資は税金であり、将来的には返済する義務がある）の注入をおこなった。具体的には、1998年の金融機能安定化法、1999年～2002年の金融機能早期健全化法などにより、公的資金が各金融機関に注入された。

その後、紆余曲折を経て、2000年代半ばまでには、少なくとも大手金融機関に関しては概ね、不良債権問題は解消したと考えられている。しかし、中小地域金融機関（地方銀行や信用金庫など）については、まだ問題が未解決だといわれている。ただし、東日本大震災にともない、再び問題が再燃することが懸念されている。

バランスシート問題

バブル崩壊後（特に1990年代後半から2000年代前半）の各経済主体のバランスシートにかかる問題を、広く「バランスシート問題」と呼んでいる。

企業（金融機関を除く）のバランスシート問題とは、企業部門の債務過多の問題である。デフレが進行する中、負債削減を急速に進める企業もある中で、負債比率が上昇する企業が増加した。デフレ

下では債務の実質価値が高まるため、過剰債務は一層の重石となり、企業の設備投資活動にマイナスの影響を与えた。これは、デット・オーバーハングなどと呼ばれ、過剰債務の存在が新規の資金調達を困難化させたことを意味する。

金融機関（特に銀行）のバランスシート問題とは、いわゆる不良債権問題を指す。不良債権が累積して銀行の経営を圧迫したのが、不良債権問題である。不良債権処理が進まないと、金融機関の経営体力が低下し、その結果、家計や企業に十分資金が行き渡らなくなる（＝金融仲介機能の低下）。そして、円滑な資金の調達ができないことが、家計や企業の経済活動（将来の経済活動も含めて）にマイナスの影響を及ぼすことになる。

家計のバランスシート問題とは、家計部門の債務過多の問題を指す。企業の場合と同じく、借金（例えば、住宅ローンの借入）のような負債の実質価値がデフレ（物価下落）によって増大した結果、消費が抑制される。デフレ（物価下落）によって、また、資産デフレ（名目資産価格低下）により、保有資産（例えば持ち家）の価値が目減りすることによって消費意欲が減退する（逆資産効果）。

以上の民間部門における各バランスシート問題は、完全に解決したわけではないが、2000年代半ばまでにはかなり改善されたと考える向きが多い。

一方、累積する財政赤字の問題、すなわち政府のバランスシート問題は、解決にはほど遠く、国と地方の長期債務残高はGDPの約1.5倍（2008年度末）となっている。

構造改革

構造改革という言葉自体は、何か具体的な改革に関する名称ではなく、抜本的な見直しを行い、これまでとは大きく異なる仕組みに切り替えていく政治的・経済的取り組みを指す。病気の治療には、一時的に病気の痛みなどを緩和する緩和治療と抜本的に治療する根治治療がある。構造改革とは根治治療だと言える。経済の構造改革とは、短期的な景気浮揚策としての公共投資のような政府支出を行うのではなく、規制緩和や行政改革を通じて長期的かつ抜本的な見直しを行う。それにより、たとえ短期的には痛み（マイナスの影響）があるにしても、潜在的な経済力を引き出すことが構造改革の目的である。

ここでは、小泉純一郎内閣における構造改革に絞って考えてみたい。「構造改革なくして景気回復なし」という小泉改革のキャッチフレーズは、緩和治療による景気回復ではなく、根治治療を通じた景気回復の必要性を主張したものである。経済学的な側面から見れば、短期的な需要サイドの刺激策ではなく、長期的な供給サイドの改革による日本経済の浮揚策ということになる。具体的政策としては、郵政民営化、道路関係四公団民営化、地方分権推進のための税財政改革などが挙げられる[注]。

また、小泉改革では、政府の歳出削減を進め、財政規律を守ることを重視し、国の資金調達（借金）に相当する国債発行の新規分を30兆円以下に設定し、公共事業関連費の歳出を前年度に比べて3%減らしていくといった政策を断行した。ただし、これらの改革が本当に構造的な改

革であったかについては、議論の余地がある。

構造改革の問題点／宿命でもあるのが、短期的・中期的には改革によってマイナスの効果が生じることである。例えば、公共事業の削減は建設関連業種では公共事業の需要が減ることになる。実際、GDPに占める建設業のシェアは1996年には8.2%であったが、2007年には6.1%にまで低下している。こういったマイナスと考えられる側面を重視するか、長期的にプラスとなる側面を重視するかによって構造改革への評価は全く異なってくる。そのため、一連の小泉改革については、ポジティブな評価とネガティブな評価の双方がある。

注地方分権推進のための税財政改革とは、いわゆる三位一体の改革を指す。地方の権限と責任を大幅に拡大し、歳入・歳出両面での地方の自由度を高めることで、真に住民に必要な行政サービスを地方が自らの責任で自主的、効率的に選択できる幅を拡大するとともに、国・地方を通じた簡素で効率的な行財政システムの構築（2004年11月の平成16年第30回経済財政諮問会議議事資料より）を目指した。

経済政策

経済政策とは、広義の政策当局（政府と中央銀行＜日本では日本銀行、アメリカでは連邦準備制度（ＦＲＢ）＞）による民間経済に影響を与える経済活動である。究極的な目的は、市場の効率的な資源配分が実現していない時に、市場の歪みを調整したり、資源配分が効率的になるような対策を講じたりすることである。

経済政策には、大きく分けてマクロ政策とミクロ政策がある。マクロ政策は一国全体に影響を与えるような経済政策を指し、ミクロ政策は個々の市場や特定の分野に影響を与えるような経済政策を指す。原則的には、政府はマクロ政策とミクロ政策を司り、中央銀行はマクロ政策のみを司ることになる[注]。

マクロ政策とは、政府が政府支出や課税を変化させることで、経済の短期的な上昇や下降である景気変動（または景気循環）―business cycles―を安定化させる財政政策と、中央銀行が利子率を変化させたり、マネー（例えば、現金や預金）の量に影響を与えたりすることを通じて、物価や景気変動を安定化させる金融政策を指す。なお、両政策はお互いに独立に行われているが、両者間での情報交換は常に行われている。

マクロ経済政策論争で、財政支出を増やすべきか否かが議論されている場合、財政支出による景気浮揚策がどの程度効果的なのか、という点を議論していると考えればよい。また、中央銀行が利下げ（極めて短期間の資金の貸し借りに付される利子率の引き下げ）をする場合、企業が資金調達をしやすくなることなどを通じた景気浮揚の効果、マネーが増大することによる物価上昇への影響などが論じられる。マクロ経済政策の有効性は、マクロ経済学の最重要テーマの一つであり、古くより様々な論争が行われ、学会での研究成果が実際の政策にも活かされている。

ミクロ政策（一般に（狭義の）公共政策と呼ばれることもある）は、完全競争市場ではなく、不完全競争市場において行われる政策である。効率的な資源配分

が実現している完全競争市場でのミクロ政策はむしろ経済厚生を悪化させる。しかし、なんらかの理由で市場の失敗、すなわち市場だけでは是正できない非効率な資源配分（外部性など）が存在する場合、ミクロ政策は威力を発揮する。なお、経済の長期的要素である成長―growth―を促すような政策の多くはミクロ政策的なものが多い。

注ただし、中央銀行は金融部門へのミクロ政策を行っている側面はある。

インフレとデフレ

物価上昇をインフレーション（インフレ）、物価下落をデフレーション（デフレ）と呼ぶ。通常は、前年同期（または前期）に比べてどのくらい物価が変化したかでその傾向を判断する。なお、単にインフレ・デフレといった場合には、モノやサービスの価格の変化を指し、不動産や株式と行った資産価格の変化については、資産インフレ・資産デフレといった表現をする。

金融政策を行う日本銀行の政策目標は、通貨価値の安定、すなわち物価の安定である。望ましい物価水準については様々な意見があるが、物価の変動はなるべく少ない方がよいとされ、金融政策はその目標に資するべく運営されている。

では、物価が大きく変動するといったいどういった問題がおきるのだろうか。まずインフレの場合を考えてみたい。まず、原油高のような原材料価格の上昇にともなうインフレによって、生産活動が滞る可能性は高いだろう。だが、それだけではない。もしも、インフレが進行すると、（インフレ調整されない名目）所得や保有資産の実質価値が目減りすることになる。今日100円でチョコが１つ購入できるとしよう。手元に100円があるがとりあえず、その100円玉を手元に残したとしよう。翌年、物価が２倍になった（200円／チョコ）とすれば、手元にある100円ではチョコを買えなくなってしまう。これが実質価値の目減りである。その一方で、資金の借り手にとってインフレは歓迎である。なぜなら、抱えている借金の実質的な価値が減少するので、返済負担が軽減するためである。資金の貸し手や預金をしている者にとってはその逆が発生し、貸付や預金の実質的な価値が軽減し、損失を被ることになる。

それでは、デフレならばよいのだろうか。たしかに、デフレによって所得や保有資産の実質価値は高まることになるが、借金を抱えている場合には、その借金の実質的な価値が高まる、つまり返済負担が高まることになる。その結果、人々の消費活動は停滞し、企業収益が低下し、そしてマクロ経済情勢は悪化するだろう。

このように、物価の変化は、インフレであれデフレであれ、マクロ経済に大きな影響を与えることになる。

ＧＤＰギャップ注

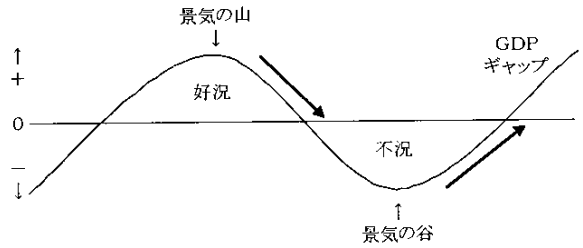
ＧＤＰギャップ（需給ギャップ）は、経済の潜在的な実力を示す潜在ＧＤＰと、実際のＧＤＰとの乖離度合いをパーセンテージで示したものである。ＧＤＰギャップは、下記式より算出される（すべて実質値で議論する）。

ＧＤＰギャップ（％）＝

$$\frac{\text{実際のＧＤＰ}-\text{潜在ＧＤＰ}}{\text{潜在ＧＤＰ}}\times 100$$

ＧＤＰギャップは景気の状態を示しており、ＧＤＰギャップの値がプラスとなれば好況、マイナスとなれば不況を意味する。ＧＤＰギャップが拡大基調から縮小基調に転じる点が景気の山であり、縮小基調から拡大基調に転じる点が景気の谷となる（図参照）。

図 ＧＤＰギャップの概念図



ＧＤＰギャップは、他の景気指標と比較して、好不況と景気の山谷の両方を説明できる点で有用であると言われている。

しかし、潜在ＧＤＰは、実際のＧＤＰなどのように直接観測できるデータではない。また、潜在ＧＤＰのとらえ方や推計手法は複数ある。例えば、現状の経済構造において、資本や労働が最大限に活用された場合に達成されるＧＤＰを潜在ＧＤＰとするものが１つの方法である。この潜在ＧＤＰは、定義上、常に実際のＧＤＰを上回ることになる。ただし、この場合は、ギャップのどの水準でインフレ（デフレ）が加速、もしくは減速するのかは不明である。また、仮にギャップがゼロとなった場合、定義上それ以上の供給が不可能となるため、インフレが加速し続けてしまうといった問題がある。そのため、ＮＡＩＲＵ（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment）と呼ばれる、インフレを加速も減速もさせないインフレ中立的なＧＤＰ水準を潜在ＧＤＰとする方法の方がより一般的に用いられる。

注ここでの内容は、深尾・平田他(2008)「エネルギー価格上昇下の物価と金融政策」『日本金融研究』（日本経済研究センター）に基づく。

原油価格と景気変動

原油価格高騰の実体経済(実質ＧＤＰ)への影響に関する最も教科書的な説明は、負の生産性ショックととらえる考え方である。原油価格が上昇すると、生産現場では原油の利用量を減少させる。すると、生産性が低下し、生産量を低下させる効果があると考える。資本を稼働させるためにはエネルギーが必要(原油と資本の補完関係)であるから、稼働率が低下して生産が減少すると考えてもよい。

ひとまず短期的には稼働率を低下することで乗り切るだろうが、中期的には当初計画していた新たな投資を控えたり、設備投資計画を変更したりする可能性もある。

また、長期的にはエネルギー効率的な設備への移行が進むと考えられる。更に、業種毎にエネルギー需要構造が異なるため、エネルギー依存的な産業から、エネルギー非依存的な産業へと資本や労働がシフトするため、失業や生産の低下をもたらすことにもなる。

わが国はＧ７諸国の中でも原油の輸入依存度が最も高い。そのため、原油価格の上昇は原油並びに関連商品を需要する企業や家計にとっては、まるで税負担を

増加させられるかのような効果を持つ。このため、国内の需要は弱まり、生産も減少することになる。とはいえ、産油国への所得移転（原油価格上昇により産油国の所得が上昇し、わが国の所得が減少する効果）が、わが国からの輸出(産油国のわが国からの輸入需要)の拡大に繋がれば、この負の影響は軽減する。最近の研究によれば、2000年代半ばからの原油価格上昇にともなう産油国への所得移転は、中国や欧州からの輸入を増やすことには繋がっているが、日本からの輸入拡大（つまり産油国向けの日本からの輸出）にはあまり繋がっておらず、軽減効果は限定的である。

原油価格が低下する時、実体経済環境は飛躍的に改善するのだろうか。実はそうではない。例えば、価格上昇局面では、必要不可欠な設備投資が相当程度延期される一方、低下局面において、設備投資を急激に増やすということはないであろう。このように、原油価格の上昇時と低下時とでは実体経済に与えるインパクトは異なり、原油価格ショックの影響の非対称性（原油価格上昇と低下が、経済に与える絶対的な影響度合いが異なる）などと呼ばれる。

世界金融危機

2007年より、米国においてサブプライムローンと呼ばれる低信用者（借金の返済力に乏しい人。通常は低所得者層）向け住宅ローンの焦げ付き（返済の不可能化）に端を発した「サブプライム問題」と呼ばれる金融不安が表面化し、その影響が全世界に飛び火した。その後は、より高い信用者向けのローンの焦げ付きも進み、いくつもの民間金融機関が破綻したり、政府系住宅金融機関の経営危機が顕現化したりした。当初は、「サブプライム」という文言が用いられたが、影響の拡大を踏まえ、その後、米国住宅金融危機とか世界金融危機などと呼ばれている。

この危機は、証券化という金融技術が活用されたことで、世界中に波及したことが特徴的であり、いわば２１世紀型の金融危機ともいえる。証券化は、ある経済主体の保有する資産をその経済主体から分離した上で、それを裏付けとした証券を発行して投資家に販売するという仕組みである。サブプライムローンの場合、ある経済主体とはサブプライム層に貸出を実施した金融機関である。通常、複数の様々な貸出を束ねて証券化する。より複雑になると、全く違う種類の資産（例えば、企業向け貸出や自動車ローン）を寄せ集めて証券化する。一度証券化されたものを複数束ねて再度証券化することも行われた。証券化関連の金融商品の投資家は世界中に存在したため、影響が世界に波及した。特に米欧の機関投資家（金融機関など）は多くの損失を抱えることとなった。

サブプライム問題は、証券化の利点である資産の流動化（銀行貸出のような、通常は銀行が保有し続ける資産を、他の主体に転売することが出来るようにすること）の落とし穴を象徴している。住宅ローンにせよ、企業向け貸出にせよ、金融機関は「情報の非対称（借り手に比べ、貸し手の金融機関は借り手の信用力等について情報劣位にあること）」のある中で、貸出先の信用力（返済能力）を

評価した上で貸出を実行し、そのリスクを金融機関自らが抱える。ただし、貸出を証券化するならば、資産は金融機関から分離されるため、リスクは証券化関連の金融商品の購入者（投資家）に移ることになる。証券化された個別資産のリスクについての十分な知識がないため、投資家にとってはリスクの適切な判断が難しくなる。そのリスク度合いを評価する第三者機関である格付会社による格付（rating）も、実際のリスクを適正に評価しておらず、非対称性の問題を解決することができなかった。つまり、投資家と証券化された債権の債務者（例えば、住宅ローンの借り手）との間の「情報の非対称」がこの問題の背後にあった問題であり、情報開示の重要性が改めて認識されることになった。

なお、この危機を契機に、欧州の一部の国における財政問題が市場で意識され、特にギリシャやポルトガル、スペイン等の国々の「国の破綻リスク（ソブリン・リスク）」が懸念されている。

景気の国際連動

日々のニュース番組の終わりには、必ずと言っていいほど日経平均などの株価に関する情報が報道される。その際、米国の株価下落の影響を受けて、日本の株価も下落したといった説明がなされたのを聞いたことが一度はあるだろう。このような株価の国際的な同調性のことを、株価の国際連動性と呼ぶ。

経済的な国際連動性は、グローバル化した経済の下では一般的に高まると考えられており（実は理論的・実証的には高まる場合もあるし、逆に低まる場合もある）、特に景気変動の国際連動性は、国際マクロ経済学の一大トピックとして古くから様々な研究が蓄積されてきている。景気が国際的に連動すると言うことは、ある国の景気の影響が、他の国の景気に波及していくことを意味する。比喩的には「アメリカ経済がくしゃみをすれば、日本経済は風邪を引く」といった表現で説明をされる。一方、ディカップリング―De-coupling―論などと呼ばれる、これとは正反対の見解、すなわち、各国間の景気の連動性が薄れているといった主張も一部では行われている。これは、特にアジア諸国の経済発展に伴い、アジア諸国が日本経済やアメリカ経済の影響をあまり受けなくなってきている（経済的に自立してきている）との見解である。

景気が波及するためには、どのような波及経路を通じて景気が国際的に波及するのかを考えることが重要である。多くの研究では、国際的なモノやサービスの取引（国際貿易）や国際的な資本移動（国際金融）を主たる経路と考えることが多い。これは、国際貿易取引や国際金融取引を通じて、両国間での経済的な相互依存関係が構築されるためである。むろん、海外経済に関するニュースなども、人々のマインドや予想形成に影響を与えることを通じて、連動性に多少の影響を及ぼすかもしれないが、ニュース自体が相互依存関係を構築する訳ではないため、景気変動の波及経路として学問上、重視されることはあまりない[注]。

なお、景気の国際連動性は、マクロ経済政策当局にとっても重要なテーマである。なぜなら、国際連動性が極めて高い

のであれば、政策立案・実施時に自国のことだけではなく、自国に強い影響を与える他国の経済動向も注視する必要があるためである。場合によっては、国際的に協調したマクロ政策を実施することも必要となる。実際、2008年秋には世界金融危機に対応するための国際経済政策協調が行われた。

注株式や債券の日々の金融取引に関する連動性を分析する場合には、ニュースの影響が分析される場合も多い。