

ニッセイ基礎研究所・経済調査レポート

No.2008-02

日米バブルの比較

ーバブルとサブプライムー

2008年5月

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

経済調査部長 樋 浩一 (はじ こういち)

(03) 3512-1830 haji@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 篠原 哲 (しのはら さとし)

(03) 3512-1838 shino@nli-research.co.jp

〒100-0006 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

(要旨)

- ・サブプライムローン問題の原因となった米国の住宅バブルと日本のバブルには、下表のような類似点や相違点がある。

項目	日本	米国
バブルの背景	ブラザ合意による円高	ITバブル崩壊
長期にわたる金融緩和	87年から89年に公定歩合を2.5%で維持	03年から04年にFFレート誘導目標を1.0%に維持
金融政策の引き締め背景	地価の上昇が都心の商業地から住宅地へ波及	住宅価格の上昇
最終需要に対する影響	設備投資の拡大	住宅投資・消費の拡大
家計・企業部門への影響	企業部門の負債が拡大	家計部門の負債が拡大
物価上昇率	消費者物価上昇率がマイナス、デフレに	ガソリン価格高騰から消費者物価に上昇圧力
経常収支の状況	大幅な黒字	大幅な赤字
為替レートの動き	バブル崩壊後に円高に	バブル崩壊後はドル安で推移
金融機関の損失	日本の金融機関に限定	証券化を通じて各国に波及

- ・日本では企業部門のバランスシートの悪化が著しく設備投資が長期に低迷したのに対して、米国のサブプライム問題では、家計部門に大きなバランスシート問題が発生し、今後消費が長期に低迷する恐れが大きい。また、日本は経常収支が黒字、米国は赤字という違いが、日本が円高から輸出の不振とデフレによる資産価格の下落に悩まされたのに対して、米国ではドル安によって輸出が有利となり、輸入物価の上昇が資産価格の下落を防ぐことになると考えられる。

はじめに 深刻化するサブプライムローン問題

2003年から2006年まで実質3%程度の経済成長を続けてきた米国経済は、4月30日に発表された08年1-3月期のGDP速報値では、07年10-12月期に続いて、年率0.6%という低成長にとどまった。住宅投資は06年はじめから減少を続けているが、08年1-3月期も年率▲26.7%という大幅な減少を続けており、これまで増加基調が続いてきた企業の設備投資も▲2.5%と減少に転じている。米国経済を支えてきた消費の伸びも、年率1%という低い伸びに鈍化している。

07年8月にBNPパリバの傘下の投資ファンドが解約を凍結したことを発端に、欧州に飛び火したサブプライムローン問題は世界経済を揺るがす問題に発展した。米国だけではなく、欧州の金融機関も含めて損失の拡大から経営破たんに至るのではないかという懸念が広がり、金融市場では疑心暗鬼から信用収縮が生じていた。08年3月の米国大手証券会社ベアー・スターンズの救済で、FRBが資金繰りの支援に動いたことで、金融市場はひとまず落ち着きを取り戻している。

しかし金融市場が安定しても、米国経済が再び2~3%程度の経済成長軌道に復帰するには、多くの問題が残っている。逆に米国経済が順調に回復せずに深い景気後退に陥れば、やや落ち着きを取り戻した金融市場が再び動揺する恐れがあるだろう。

サブプライムローン問題の原因となった米国の住宅バブルの背景や進展は、日本のバブルの膨張と崩壊を想起させるが、実際類似点も少なくない。一方、当時の日本経済と現在の米国経済とは異なる点もあり、今後の問題の展開に違いを生じることになるだろう。

本稿では、まず日米のバブルを比較したうえで、サブプライムローン問題が今後の米国および世界経済に与える影響についてまとめてみたい。

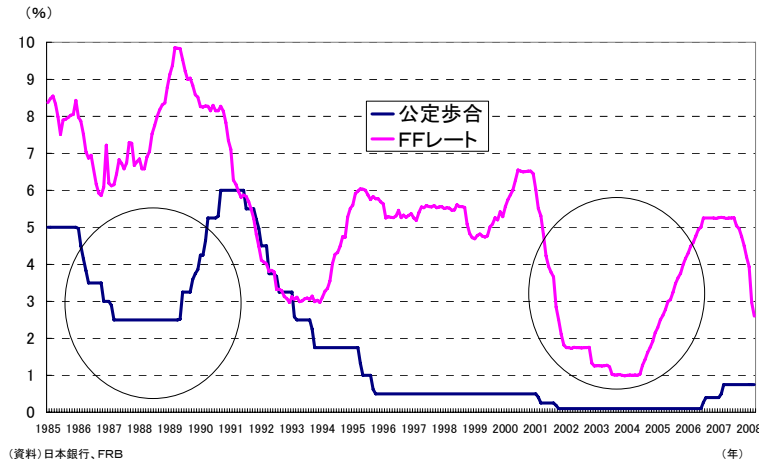
1. 日米バブルの類似点

1-1. バブルの発生

日本のバブルと米国の住宅価格上昇の類似点としてまず指摘できることは、消費者物価が安定していたために、長期にわたる金融緩和が続いたことである。これによって長期間にわたる景気の拡大が実現し、その間に資産価格の上昇が起こった。日米ともに問題が拡大した背景として、長期の金融緩和が続いたことが指摘できる(図表1)。

日本では1985年秋のプラザ合意によって急速な円高が進んで景気が悪化したことを受けて金融緩和が実施され、1985年に5.0%であった公定歩合は、1987年には2.5%にまで引き下げられた。消費者物価上昇率が1987年には前年比で0.1%の上昇にとどまるなど、安定していたことから、この水準は1989年まで続いている。

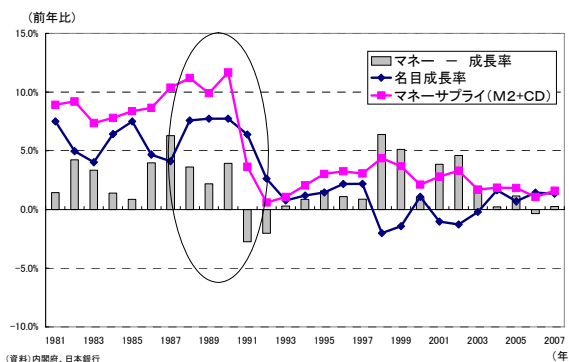
図表—1 日米の政策金利



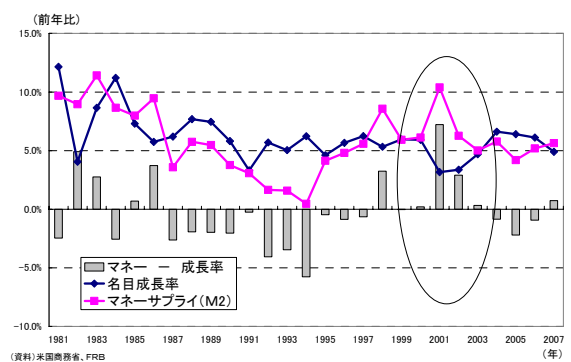
一方、2001年にITバブルが崩壊して米国経済は景気後退に陥った。この際には、当時のグリーンズパンFRB議長がFFレートを2000年5月の6.5%から2003年6月には1%にまで引き下げるといふ思い切った金融緩和を行って、米国経済は危機を脱している。米国でも物価上昇率が2002年には前年比1.6%となるなど、低水準で安定していたことから、低金利は2004年半ばまで続いた。

マネーサプライと物価や経済成長率などの経済変数との関係が弱まっていることから、マネーサプライの伸びは、近年あまり注目を浴びなくなっている。しかし、長期的に見れば金融緩和によるマネーの伸びが続いたことが、その後の問題の拡大に繋がったといえるのではないだろうか。

図表—2 マネーサプライと名目成長率(日本)



図表—3 マネーサプライと名目成長率(米国)



日本では、低金利が続いた1980年代後半は、マネーサプライ(M2+CD)の伸びは10%を超え、名目成長率を大きく上回っていた(図表2)。

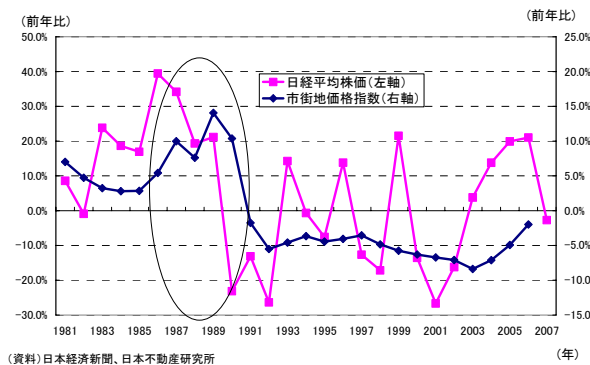
米国でも同様に、住宅価格が上昇する過程でマネーサプライ(M2)の伸びは5%を超える水準が続いており、2001、02年には名目成長率の伸びを3%以上も上回った(図表3)。

米国のM2の伸びは、1980年代後半から90年代中頃までは名目GDPの伸びを下回っていたが、大幅な金融緩和が行われた2001年から2003年頃までは、名目GDPを大幅に上回る傾向が続いており、この期間のマネーサプライの伸びが他の時期に比べて、相対的に高いものであったことを示唆している。

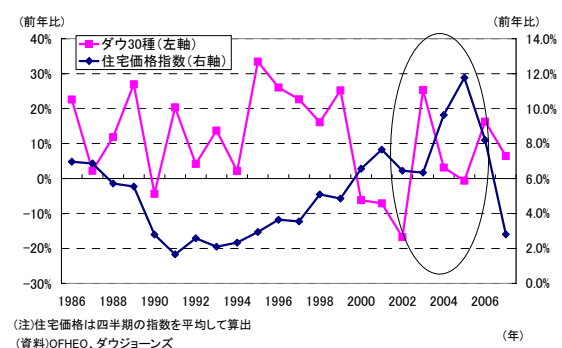
日本のバブルの膨張過程では80年代後半、株や地価などの資産価格が、大幅に上昇した。日経平均株価は、1986年度に前年比39.4%の上昇を記録した後、89年度まで前年度比20%以上の大幅な上昇を続けた。地価についても、市街地価格指数は、80年代後半から前年比の伸び率が拡大し、89年度下期は前年同期比14.1%もの上昇となった（図表4）。

米国では金融緩和を背景とした住宅投資のブームから住宅価格の上昇が加速していった。米国の持ち家率は過去数十年間にわたって64~65%で推移してきたが、2004年には69.2%にまで上昇した。これには、以前は住宅を購入できなかった層が、サブプライムローンを利用して住宅を購入できるようになったことが寄与している。住宅価格の上昇率は次第に高まっていたが、1990年代後半に株価が大幅に上昇した後、2001年頃をピークに急落するというITバブルの崩壊を乗り切るために思い切った金融緩和が行われたことから、住宅価格の上昇速度は加速して2005年には11.8%に達している（図表5）。

図表—4 日本の株価と地価の推移



図表—5 米国住宅価格指数と株価の推移



1-2. バブルの崩壊

金融政策の引き締めへの転換が、資産価格が下落に転じる大きな要因であったことも、日米に共通する点である。日本の株価・地価の上昇が反転するきっかけとなったのは、金融引き締めや土地取引規制の強化であった。2.5%で据え置かれてきた公定歩合は、89年5月に、9年ぶりに引き上げられた。さらに90年8月には6.0%にまで引き上げられて、株価や地価はその後大幅に低下することとなった。

米国のサブプライムローン問題も、FRBによる金融政策により表面化した。FRBはインフレ抑制のためもあって、2004年6月から金融引き締めへ転じて、1%にまで低下していたFFレートは2006年半ばには5.25%にまで引き上げられた。これによって過熱して

いた住宅投資は落ち着きはじめ、2006年以降は急激に落ち込むことになる。

このように日米ともに、バブル的な資産価格の上昇が起こった背景として、緩和的な金融政策が長期に続けられたことがあり、その後、金融引き締めがきっかけとなって崩壊が起こったことが類似点として指摘できるだろう。

図表—6 日米バブルの類似点

類似点	日本	米国
バブル発生の原因として、プラザ合意後、ITバブル崩壊後の景気低迷期に、長期にわたる金融緩和が続いた	公定歩合は、1987年に2.5%に引き下げ。この水準は1989年まで続いた。	FFレートを2003年6月に1%にまで引き下げ。低金利は2004年半ばまで続いた。
金融政策の引き締めへの転換が、資産価格が下落に転じた要因	2.5%で据え置かれてきた公定歩合が、90年8月には6.0%にまで引き上げられた。	1%にまで低下していたFFレートは2006年半ばには5.25%にまで引き上げられた。

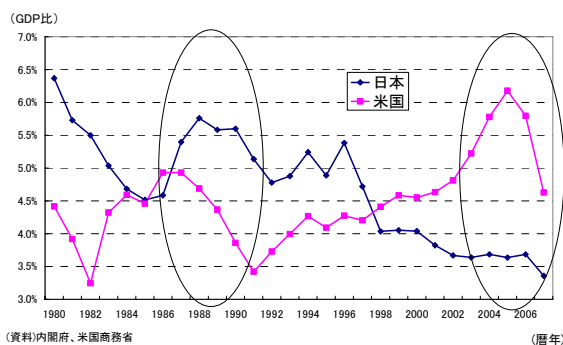
2. 日米バブルの相違点

2-1. 家計部門と企業部門の役割

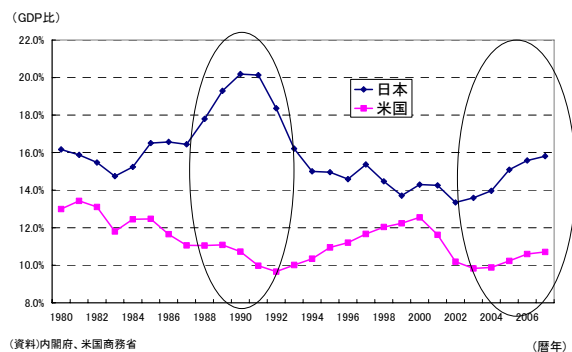
日本のバブルと米国の住宅価格上昇には、このように類似点が多いが、一方で、両者には相違点も少なくはない。これらの相違により、今後の米国と世界経済が、日本のバブル崩壊後とは異なった展開となる可能性もある。

まず大きな違いとして、日本の場合には企業部門の果たした役割とその影響が大きかった一方で、米国の場合には家計部門の役割が大きく、また影響も家計部門に大きく出る可能性が高いことが挙げられる。

図表—7 日本・米国の住宅投資 GDP 比



図表—8 日本・米国の設備投資 GDP 比



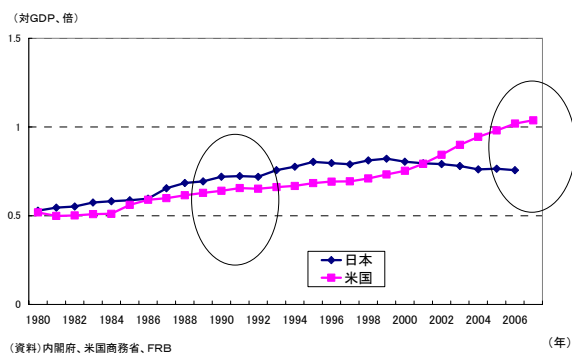
米国の住宅投資対GDP比は、1991年の3.4%から2005年には6.2%に上昇しており、住宅投資が非常に活発となったことが確認できる(図表7)。日本のバブルでも住宅投資の活発化と反動減はみられるが、米国ほど顕著なものではない。住宅投資の名目GDPに対する比率は、1985年の4.5%から1988年には5.8%に上昇し、1992年には4.8%に低下しているが、金利の低下と景気刺激策として住宅投資の促進が図られたことから94年には5.2%

になり、97年度からの消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生したことなどから、1996年には5.4%に達している。

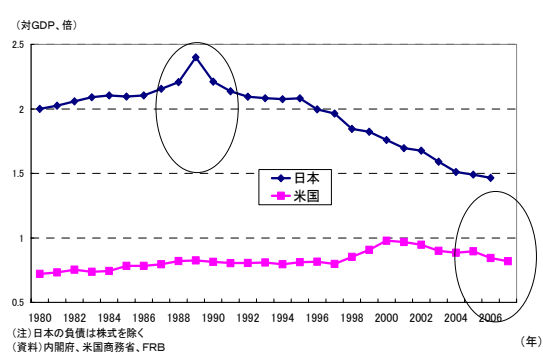
一方設備投資を見ると、日本のバブル期には名目GDP比が1987年の16.4%から、1990、91年には高度成長期並みの20%を超える水準にまで上昇しており、設備投資の拡大が著しかったことが確認できる。その後のバブルの崩壊によって1996年には名目GDP比は14.6%にまで低下しており、設備投資の急激な落ち込みが日本経済の低迷の大きな要因であった（図表8）。米国では、設備投資の変動はそれほど大きなものではなかった。設備投資の名目GDP比は1992年の9.7%からITバブルのピークとなる2000年の12.6%まで上昇しているが、ITバブルの崩壊によって2003年には9.8%へと低下している。その後の景気回復によって設備投資が持ち直していることが確認できるが、名目GDP比は2007年では10.7%であり、2000年と比べるとまだかなり低い水準にある。

こうした日米の違いは、家計と企業のバランスシートにも現れている。住宅価格や株価などの資産価格の上昇は、資産効果として家計消費を拡大させる要因となるが、米国では単純な資産効果で消費が拡大しただけではなく、積極的に負債を増やすという動きが顕著であったことも違いを際立たせる要因となっている。米国では、サブプライムローンに代表されるように、家計が住宅投資のために借入れを拡大しただけでなく、既に保有している住宅を担保に借入れを行うホームエクイティローンなどを使って借入れを拡大してきた。サブプライムローンの借り換えを行う際に、住宅価格が上昇してきたことから、担保価値の増加で借入れの拡大（キャッシュアウト）ができ、消費に使われていた可能性が高い。このため家計部門の負債の拡大が著しく、名目GDP比で見ても2000年頃から上昇速度の加速が見られる。

図表—9 日米の家計の負債の比較



図表—10 日米の企業の負債の比較



日本の場合でも、1980年代後半を通じて家計負債の名目GDP比は上昇しているが、その前後と比べて上昇速度が著しく加速しているようには見えない（図表9）。

一方企業部門は、日本ではバブル崩壊後に企業の過剰債務が深刻な問題となったように、企業部門の債務の拡大が著しかった（図表10）。企業の負債は1980年には名目GDPの2

倍程度であったが、ピークとなる 1989 年には 2.4 倍に達している。1990 年代後半以降日本企業が債務の削減を行ってきたために、2006 年には 1.5 倍を下回る水準に低下している。

一方米国を見ると、企業部門の負債の名目 GDP 比は、1997 年の 0.8 倍から 2000 年の 0.98 倍へと上昇した後、2007 年には 0.82 倍に低下している。

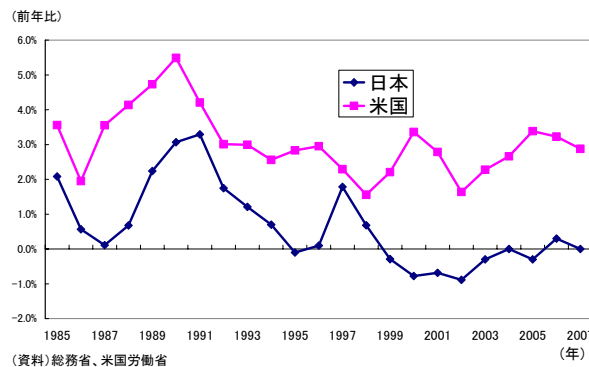
日本では住宅地の価格上昇よりも、商業用地の価格上昇が大きく、また、企業の設備投資の行き過ぎなどから、企業部門のバランスシートの悪化が著しかったのに対して、米国のサブプライム問題では、家計部門の借り入れ増加から、今後家計部門に大きなバランスシート問題が発生する恐れが大きいという違いがある。これは、バブルの崩壊後に、日本では長期にわたって企業の設備投資の低迷が続いたのに対して、米国では、家計消費の低迷が長期に続く可能性があるということを示していると考えられる。

2-2. 日米で異なる物価状況

日本では、バブル崩壊後に消費者物価上昇率がマイナスとなり、デフレが大きな問題となった。1991 年に 3.3% だった消費者物価上昇率は、1995 年にはマイナス 0.1% となった。1997 年には消費税率が引き上げられたことによって消費者物価上昇率は、1.8% に達したが、その後景気が大きく後退したこともあって、1999 年以降は前年比でマイナスが続くようになった。

一方、米国では 2007 年の消費者物価上昇率は 2.9% となっており（図表 11）、2008 年に入ってから金融緩和が原油価格の上昇に拍車をかけたこともあって、ガソリン価格高騰から消費者物価は前年比で 4% を上回る上昇を続けている。

図表—11 日本・米国の物価上昇率



日本の場合には、消費者物価の下落によって、企業の収益が圧迫されるとともに、不動産の賃料や地代も下落をしたため、株価や土地、不動産といった資産価格の下落に拍車がかかった。資産価格の下落は、企業のバランスシートを悪化させて設備投資を抑制し、さらに不況が深刻になって、物価を下落させるという、資産価格と物価のデフレスパイラルが発生してしまった。しかし米国の場合には、当面住宅価格の下落が続くとしても、ある

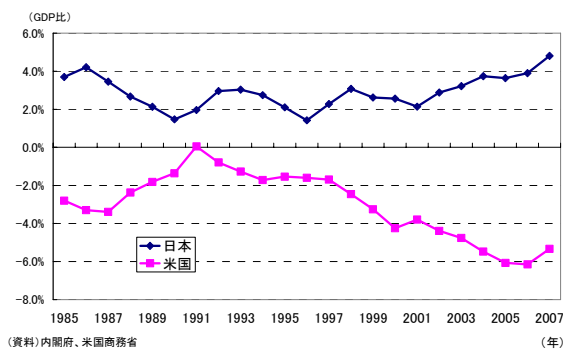
程度の消費者物価の上昇が続けば、日本のような物価と資産価格のデフレスパイラルに陥る可能性は小さいと考えられる。

2-3. 経常収支と為替レートの動き

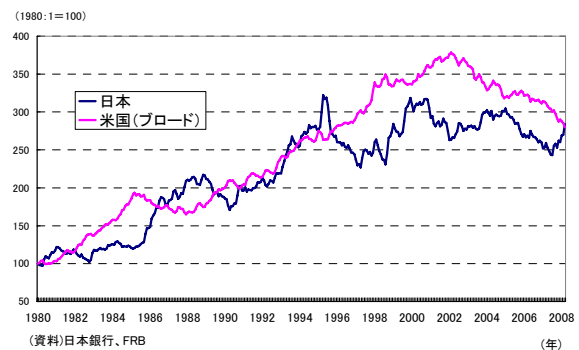
米国経済がリセッションに陥ってしまい、問題がさらに悪化した際に、日本は経常収支が大幅な黒字で、米国は大幅な赤字であるという状況の差が、日本のバブル崩壊後の展開とは大きな違いをもたらすだろう。

日本の場合には、バブル景気によって輸入が拡大したことで、経常収支の黒字幅は縮小していたが、景気後退に陥って輸入の伸びが鈍化すると黒字が再び拡大してしまった。1986年に名目 GDP の 4.2% であった経常収支黒字は、1990 年には 1.5% に縮小しているが、1992 年には 3.0% に拡大している（図表 12）。

図表—12 日米の経常収支



図表—13 日本・米国の実効為替レート(名目)



一方、米国はプラザ合意による大幅なドルの下落で経常収支赤字が縮小し、1992年には湾岸戦争による戦費の支払いという特殊要因で経常収支がほぼ均衡するまでになったものの、住宅価格上昇を背景とした消費の拡大から輸入の増加が続いたことから、2006年には経常収支赤字の名目 GDP 比は 6.2% にまで拡大している。

日本の場合には、経常収支の黒字が拡大したことから為替レートは円高になり、輸出の鈍化から景気をさらに悪化させるとともに、輸入物価が下落して国内物価の下落を誘い、デフレで資産価格が上昇しにくいという状況を悪化させた。実効為替レートは、1990年頃を底に円高に転じ、1995年にメキシコの通貨危機でドルが下落した際には、1ドル80円を割る円高となっている。一方米国の方は、これまで大幅な経常収支の赤字が拡大する中で、ドルの高止まりが続いてきたので、景気の悪化が明らかになればドルがさらに下落する可能性が高い。ドル安によって輸入価格が上昇し、国内の消費者物価を押し上げることになるので、日本のようなデフレに陥る危険性は小さいだろう（図表 13）。

図表—14 日米バブルの相違点

相違点	日本	米国	展開の差異
家計部門への影響	家計負債の名目GDP比の上昇は、加速してはいない。	家計部門の負債がGDP比で著しく上昇。	日本では企業部門のバランスシートの悪化が著しかった。米国では、今後家計部門に大きなバランスシート問題が発生する恐れが大きい。
企業部門への影響	企業部門の負債がGDP比で著しく上昇。	企業部門の負債の名目GDP比は、むしろ低下。	
物価上昇の差異	バブル崩壊後に消費者物価上昇率がマイナスとなり、デフレが大きな問題となった。	金融緩和が原油価格の上昇に拍車をかけたこともあって、ガソリン価格高騰から消費者物価の上昇が加速。	日本の場合には、消費者物価の下落によって、資産価格の下落が加速。米国の場合には、デフレスパイラルに陥る可能性は小さい。
経常収支	経常収支黒字の名目GDP比は、1990年には1.5%に縮小しているが、1992年には3.0%に拡大。	2006年には経常収支赤字の名目GDP比は6.2%にまで拡大。	①日本の場合には、円高もあり、デフレが悪化した。米国はドル安によって輸入価格が上昇し、国内の消費者物価を押し上げることになるので、デフレに陥る危険性は小さい。 ②日本の場合には、円高が、輸出の鈍化から国内景気をさらに悪化させた。米国は、ドル安によって米国の輸出が有利になるため、製造業の下支えになる。
為替レート	経常収支の黒字が拡大したことから為替レートは円高になった。	大幅な経常収支の赤字が拡大する中で、景気の悪化によりドルが下落。	

日本では、金融緩和による景気刺激を試みたが、短期金利をゼロとし、さらに量的金融緩和政策まで採用したものの、マネーサプライの伸びは低迷したままであった。金融政策の景気刺激効果が弱まった原因としては、まず、物価が下落してしまったため、名目金利がゼロとなっても、物価上昇率を差し引いた実質金利が高止まりすることになったことが一因として指摘される。米国ではこのような状態になる恐れは小さいだろう。

また、信用収縮が起こったために信用乗数（マネーサプライ/マネタリーベース）が急速に低下してしまい、中央銀行による資金供給がマネーサプライの増加に繋がらなくなったことも指摘される。日本の場合には不良債権の増加によって金融機関の自己資本が毀損したことがこの大きな要因として挙げられることも多い。米国のサブプライムローン問題では大手金融機関は自己資本の増強に努めており、日本のような信用収縮問題の悪化という事態には至らないとする見方もあるが、今後の成り行きをもう少し見極める必要があるだろう。

3. 実体経済への影響と先行き

最後に、日米バブルの類似点と相違点を踏まえたうえで、サブプライム問題による今後の実体経済への影響について考察してみよう。

まず、米国経済は、景気後退に物価の上昇が加わるという、スタグフレーションに似た状況となる恐れも大きい。しかし、金融機関や家計のバランスシート問題の解決には、物価の下落が続くデフレよりは好条件だろう。物価の上昇が続けば家賃や地代はいずれ上昇していくことになるので、資産価格は上昇の圧力を受けるようになる。債務の実質的な価値も物価上昇によって減少していく。日本がデフレで資産価格の下落が大幅となり、経済の低迷を長期化させたこととは大きな違いである。

さらには、ドル安によって米国の輸出が有利になるので、鉱工業生産の拡大要因となることが期待でき、製造業の下支えになるだろう。多国籍企業などでは海外の企業活動で得た利益がドルの下落によって膨張するので、企業収益が為替レート下落による追い風を受けることも、株価の下支え要因となるだろう。もっとも、日本をはじめとして米国への輸出に依存してきた世界経済にとっては、米国の輸入が大きく減速するとともに、国内で米国製品との競争が激化するので、景気の悪化要因となるだろう。

日本のバブル崩壊による金融機関の損失は、ほとんどすべてと言ってよいほど、日本の金融機関によるものであり、直接的な影響は日本国内にとどまっていたと考えられる。一方、今回の問題では2007年8月に欧州の金融システム不安に飛び火したことに見られるように、世界の金融システムを揺るがす問題となっている。これは、サブプライムローンが証券化されて各国の金融機関が購入していたということによるものである。

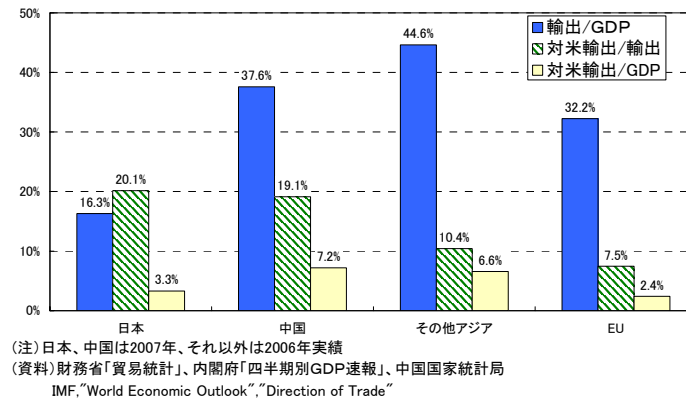
図表—15 IMFによるサブプライム関連商品による金融機関の損失見込額
(08年4月公表)

	(10億ドル)	
	損失見込額	構成比
アメリカ	144	50.0%
ヨーロッパ	123	42.7%
日本	10	3.5%
アジア(日本を除く)	4	1.4%
その他	7	2.4%
合計	288	100.0%

(資料)IMF

IMFによるサブプライムローンに直接関連した損失の推計を見ると、米国と欧州がほぼ同じくらい水準で、日本を含めてアジア各国の直接的な損失は少ない(図表15)が、米国経済の減速を通じてアジアにも影響が及ぶことは避けられず、日本やアジア経済への影響は、非常に大きなものになる可能性がある。

図表—16 アジアの輸出依存度



図表 16 のように中国やその他のアジア諸国は、輸出が GDP に占める割合が高く、対米輸出の比率も大きいので、米国経済が不況になれば、米国向けの輸出が鈍化して、減速を余儀なくされる可能性が高いと見られる。中国、インドなど新興国の株価も大きく下落しており、新興国経済にも影響が及ぶことは避けられないという見方が多くなり、すでにデカップリングは成立しないという見方が大勢を占めている状況だ。

アジア通貨危機以降の世界経済は、米国が経常収支赤字を拡大して世界からの輸出を一手に引き受けるという形で拡大を続けてきた。これが可能となったのは、米国で IT バブルや住宅バブルが続いてきたことが大きな要因であった。

サブプライム問題は、こうした米国一国にたよった世界経済の拡大が限界を迎えたことを意味しているのではないだろうか。内需中心の経済成長が必要だと言われて久しいが、日本経済はここまで外需に依存した景気拡大を続けてきた。

内需中心の経済成長を実現するにはどうすればよいのか、日本をはじめ、世界各国が対応を迫られている。