

REPORT I

サブプライム問題と日本のバブル

- 類似点と相違点 -

経済調査部門 篠原 哲・樋 浩一
shino@nli-research.co.jp
haji@nli-research.co.jp

1. はじめに

昨年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大問題に発展している。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では異なる点もあり、今後の問題の展開に違いを生じさせることになるだろう。ここでは、米国のサブプライムローン問題の現状と先行きを、日本のバブルとの比較で検討したい。

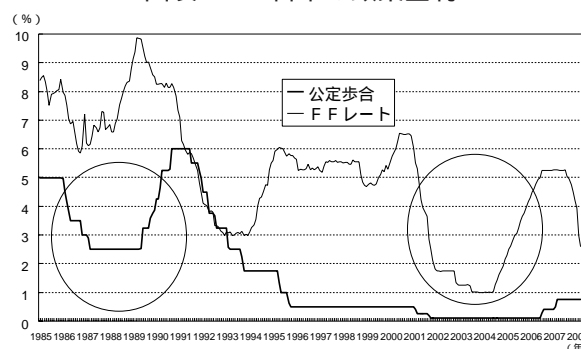
2. 日米バブルの類似点

(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だろう(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



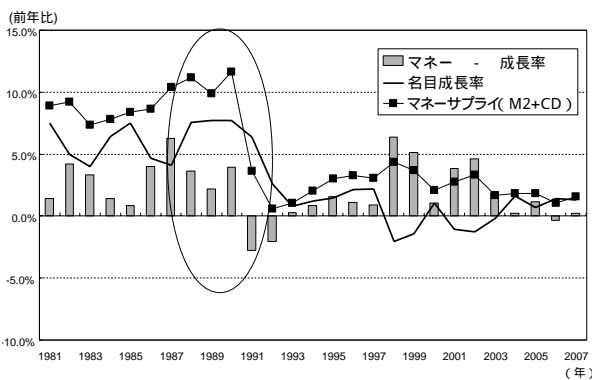
(資料) 日本銀行、FRB

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った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。

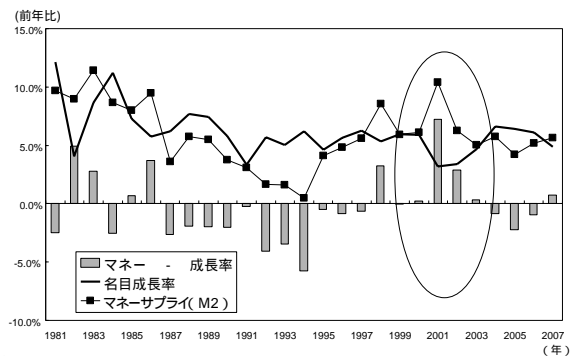
日本では、低金利が続いた1980年代後半は、マネーサプライ(M2+CD)の伸びは10%を超え、名目成長率を大きく上回っていた(図表-2)

図表-2 マネーサプライと名目成長率(日本)



(資料) 内閣府、日本銀行

図表-3 マネーサプライと名目成長率(米国)



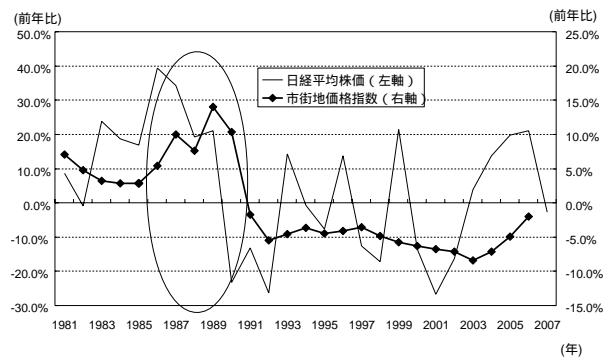
(資料) 米国商務省、FRB

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)

図表-4 日本の株価と地価の推移



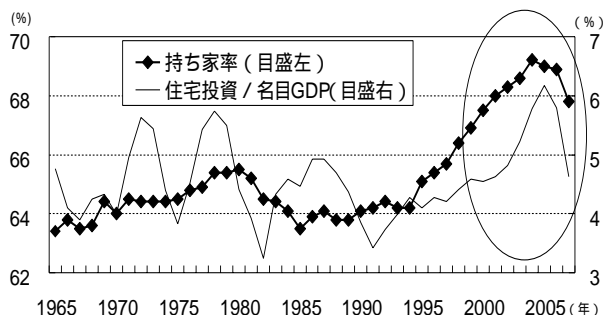
(資料) 日本経済新聞、日本不動産研究所

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。1990年代半ば以降10年近くにわたって住宅投資の名目GDP比も上昇を続けていた(図表-5)

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

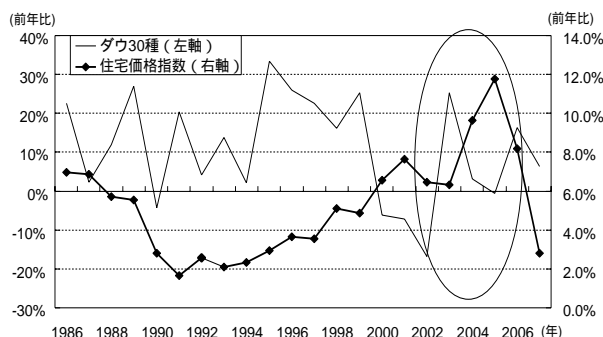
壊を乗り切るために思い切った金融緩和が行われたことから、住宅価格の上昇速度は加速して2005年には11.8%に達している(図表-6)

図表-5 過熱した米国の住宅投資



(資料) 米国商務省

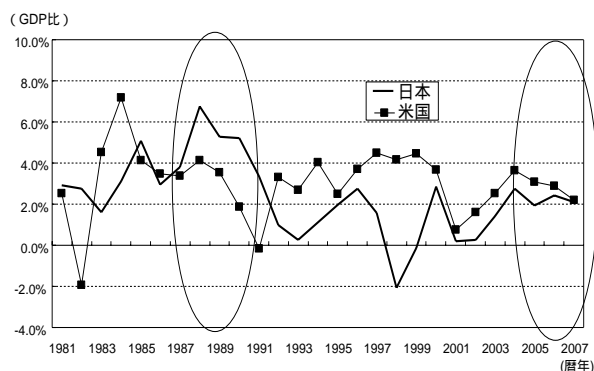
図表-6 米国住宅価格指数と株価の推移



(注) 住宅価格は四半期の指数を平均して算出
(資料) OFHEO、ダウジョーンズ

さて、バブルとは経済のファンダメンタルズでは説明できない価格の上昇とされるが、実はファンダメンタルズ自体がバブルの影響を受けており、資産価格の上昇をバブルとそれ以外の部分に厳密に切り分けることは難しい。

図表-7 日本・米国の実質成長率



(資料) 内閣府、米国商務省

消費、設備投資の拡大により、日本の実質成長率は、88年度には6.8%、89、90年度も5%を超える高成長となった。米国も2004年から2006年にかけて年率3%前後の高成長を実現している。株や地価などの資産価格上昇の一部は、このような成長率の高まりというファンダメンタルズの改善で正当化されていた。しかし、実は経済成長率の高まりなどファンダメンタルズの改善自体が、資産価格のバブル的な上昇によってもたらされたものだったのである。

(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とされている。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。

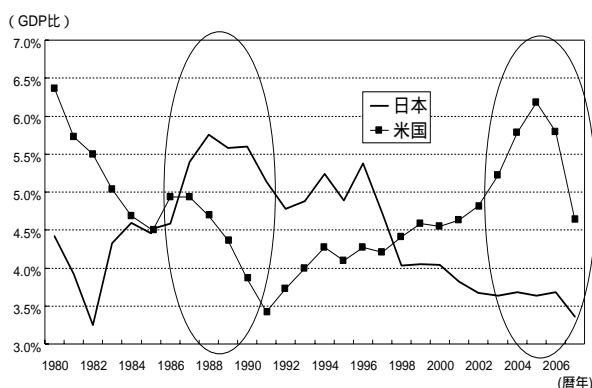
3. 日米バブルの相違点

(1) 家計と企業の役割

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。

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 - 8 日本・米国の住宅投資 GDP 比



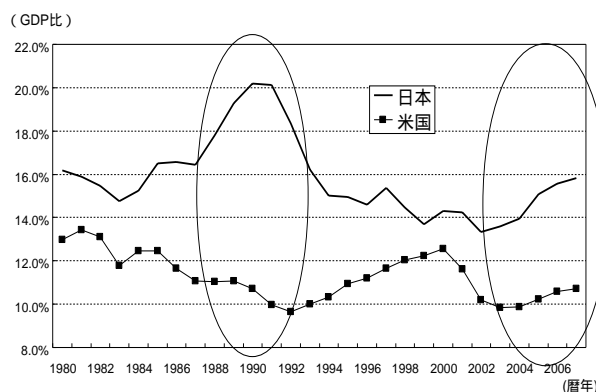
(資料) 内閣府、米国商務省

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-8)。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-9)。

図表 - 9 日本・米国の設備投資 GDP 比



(資料) 内閣府、米国商務省

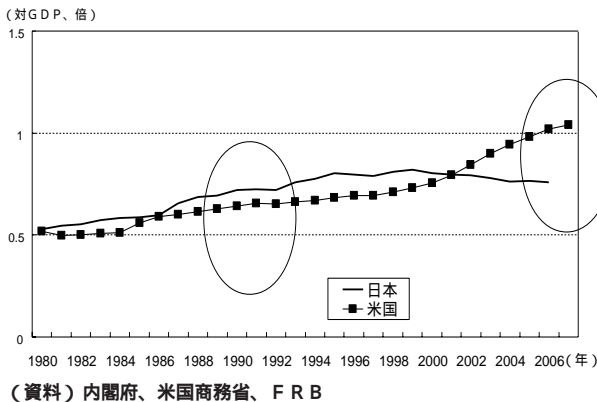
一方米国では、設備投資の変動はそれほど大きなものではなかった。設備投資の名目GDP比は1992年の9.7%からITバブルのピークとなる2000年の12.6%まで上昇しているが、ITバブルの崩壊によって2003年には9.8%へと低下している。その後の景気回復によって設備投資が持ち直していることが確認できるが、名目GDP比は2007年では10.7%であり、2000年と比べるとまだかなり低い水準にある。

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

けでなく、既に保有している住宅を担保に借り入れを行うホームエクイティローンなどを使って借り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り入れの拡大（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。

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。

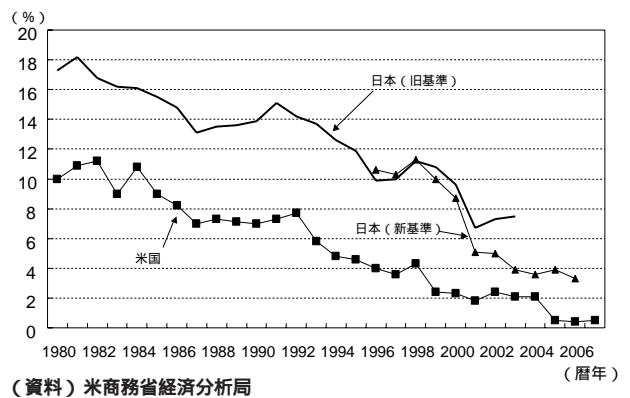
図表 - 10 日米の家計の負債の比較



日米ともに人口構造の高齢化を反映して家計貯蓄率は低下傾向にある（図表 - 11）。米国では、家計貯蓄率は、1990年代後半に4%程度で推移していたが、住宅価格の上昇分を利用して消費を増加させてきたため2007年には0.5%とほぼゼロに近い水準にまで低下している。日本の場合は、1987年の13.1%から1991年の15.1%へと、家計貯蓄率はバブル期にはむしろ上昇し、バブルが崩壊した後の2000年代に入って急速に低下したが、2007年でも貯蓄率は3%程度ある。米国の家計が、住宅価格の上昇を利用して借り入れを拡大して消費に使うということができなくなれば、家計貯蓄率が上昇することが予想されるが、その分

は消費の鈍化という形で現れる恐れがある。

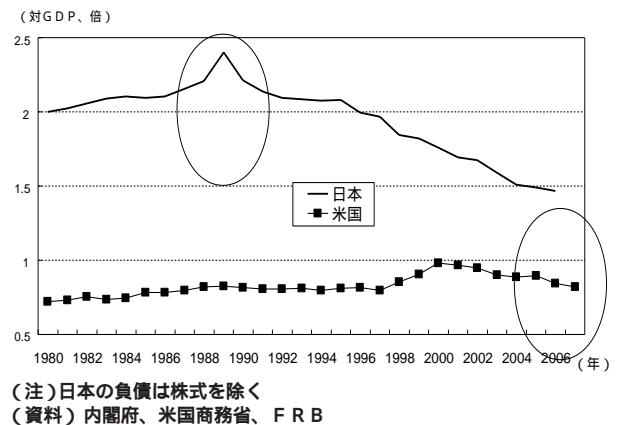
図表 - 11 低下した米国の貯蓄率



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 - 12）、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。

図表 - 12 日米の企業の負債の比較



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

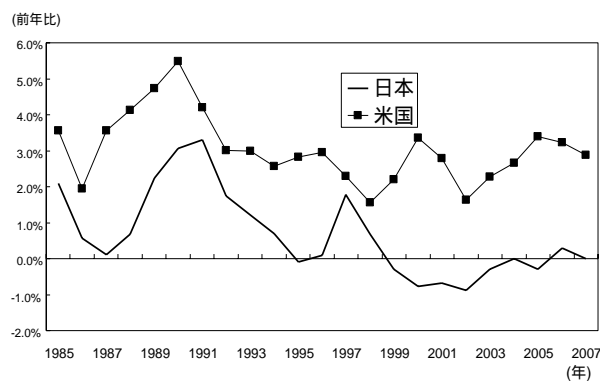
ライム問題では、家計部門の借り入れ増加から、今後家計部門に大きなバランスシート問題が発生する恐れが大きいという違いがある。これは、バブルの崩壊後に、日本では長期にわたって企業の設備投資の低迷が続いたのに対して、米国では、家計消費の低迷が長期に続く可能性があるということの意味していると考えられる。

(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-13) 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 - 13 日本・米国の物価上昇率



(資料) 総務省、米国労働省

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。

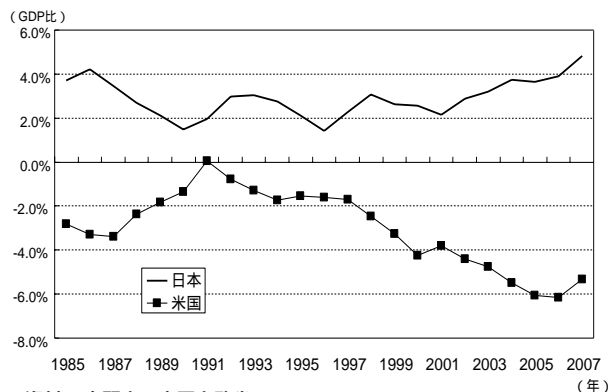
資産価格の下落は、企業のバランスシートを悪化させて設備投資を抑制し、さらに不況が深刻になって、物価を下落させるという、資産価格と物価のデフレスパイラルが発生してしまった。しかし米国の場合には、当面住宅価格の下落が続くとしても、ある程度の消費者物価の上昇が続けば、日本のような物価と資産価格のデフレスパイラルに陥る可能性は小さいと考えられる。

(3) 為替レートの動きが大きな違いに

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-14)

図表 - 14 日本・米国の経常収支

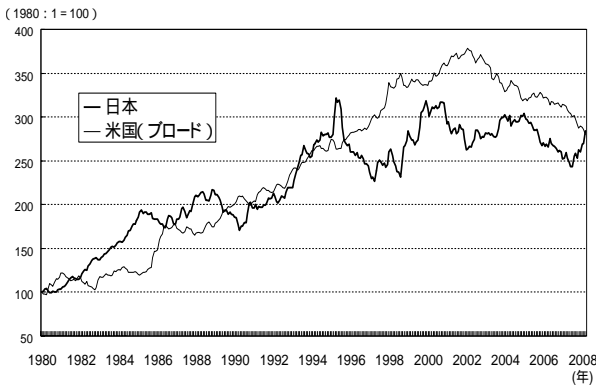


(資料) 内閣府、米国商務省

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。

図表 - 15 日本・米国の実効為替レート（名目）



（資料）日本銀行、FRB

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物価の下落を誘い、デフレから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ている。1995年にメキシコの通貨危機でドルが下落をした際には、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。

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。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 - 16 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の水準で、日本を含めてアジア各国の直接的な損失は少ない（図表 - 16）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ないだろう。

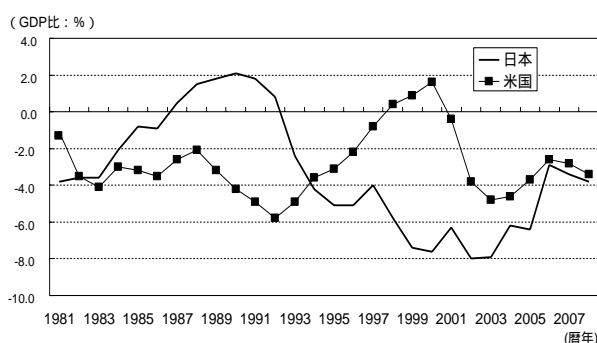
4. 経済政策の有効性

日本では、バブル景気によって税収が増加したため財政収支が改善していたが、バブル崩壊後に税収が落ち込んだことと、景気対策のための公共事業など歳出増や減税が重なって、財政収支は急速に悪化した。

米国では2000年頃には連邦政府の財政収支は黒字化していたが、大規模減税やイラク戦争での戦費の拡大など歳出の増加から、サブプライム問題発生以前から収支は悪化していた。

2008年2月には所得減税と投資減税を中心とした1,680億ドルにのぼる景気刺激策が決定し、減税の効果から2008年夏頃には景気の持ち直しが期待されている。これによって米国経済が潜在成長率程度の安定的な景気拡大軌道に戻れば良いが、経済の低迷によって税収が伸びず米国の財政赤字が高水準を続けることになった場合には、財政政策による景気刺激を続けられるのかは大きな問題点であろう。

図表 - 17 日米の一般政府財政収支の推移



(注) ECONOMIC OUTLOOK82号より作成。ただし81年までのデータは入手できないため、88年までは同63号からのデータで作成している。
(資料) OECD

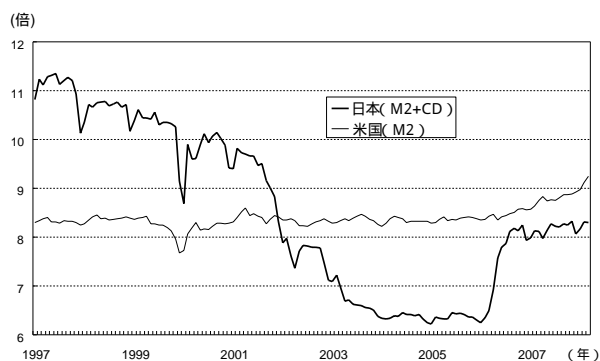
日本のバブル崩壊では、金融機関の貸し渋りが問題となったが、今回も同じような問題が起こっている。米国の銀行の貸し出し態度は急速に慎重になっており、金融機関の資金繰りだけでなく、实体经济への影響も懸念される状況

にある。住宅価格が下落して消費者が住宅を購入しやすくなっても、住宅ローンの提供に銀行が慎重で、借入れができないので住宅が買えないということが起こりやすく、住宅市場の回復の足かせとなっている。

さらに、クレジット・カードの延滞の増加から加入審査が厳しくなったり、商業用不動産などをはじめとした企業向けの貸し付けも態度が厳しくなったりしている。

このような信用収縮は、金融政策の有効性を弱めてしまう効果がある。日本では、ゼロ金利となり、ついには量的金融緩和政策まで採用されたが、マネーサプライの伸びは低迷したままであった。このため信用乗数(マネーサプライ/マネタリーベース)は急速に低下した。

図表 - 18 日米の信用乗数
(マネーサプライ/ベースマネー)



米国の場合には、1990年代に入ってから信用乗数が急速に低下し、1990年代後半頃からは低水準で推移してきた。2005年頃からは信用乗数が上昇する動きが見られるが、今後金融緩和を進めて行った際に、日本のように信用乗数が低下して、金融政策の有効性が低下してしまわないかが注目される。