



# 世界恐慌，その原因と 帰結

---

February 27, 産官学フォーラム  
北海道大学公共政策大学院  
佐々木隆生



## 危機の具体化はサブプライム住宅貸付に関連する金融破綻から

---

- 2007年8月(BNP パリバの危機)→2008年3月(ベア・スターンズ破綻)→ 8月(ファニー・メイ, フレディー・マック危機)→9月(リーマン, AIG破綻)そして金融・資本市場の危機
- 2008年冬: 実体経済を含む世界不況の展開

# 出発は住宅バブル:住宅循環は90年代から2006年

Chart 2-3 **Single-Family Housing Starts**

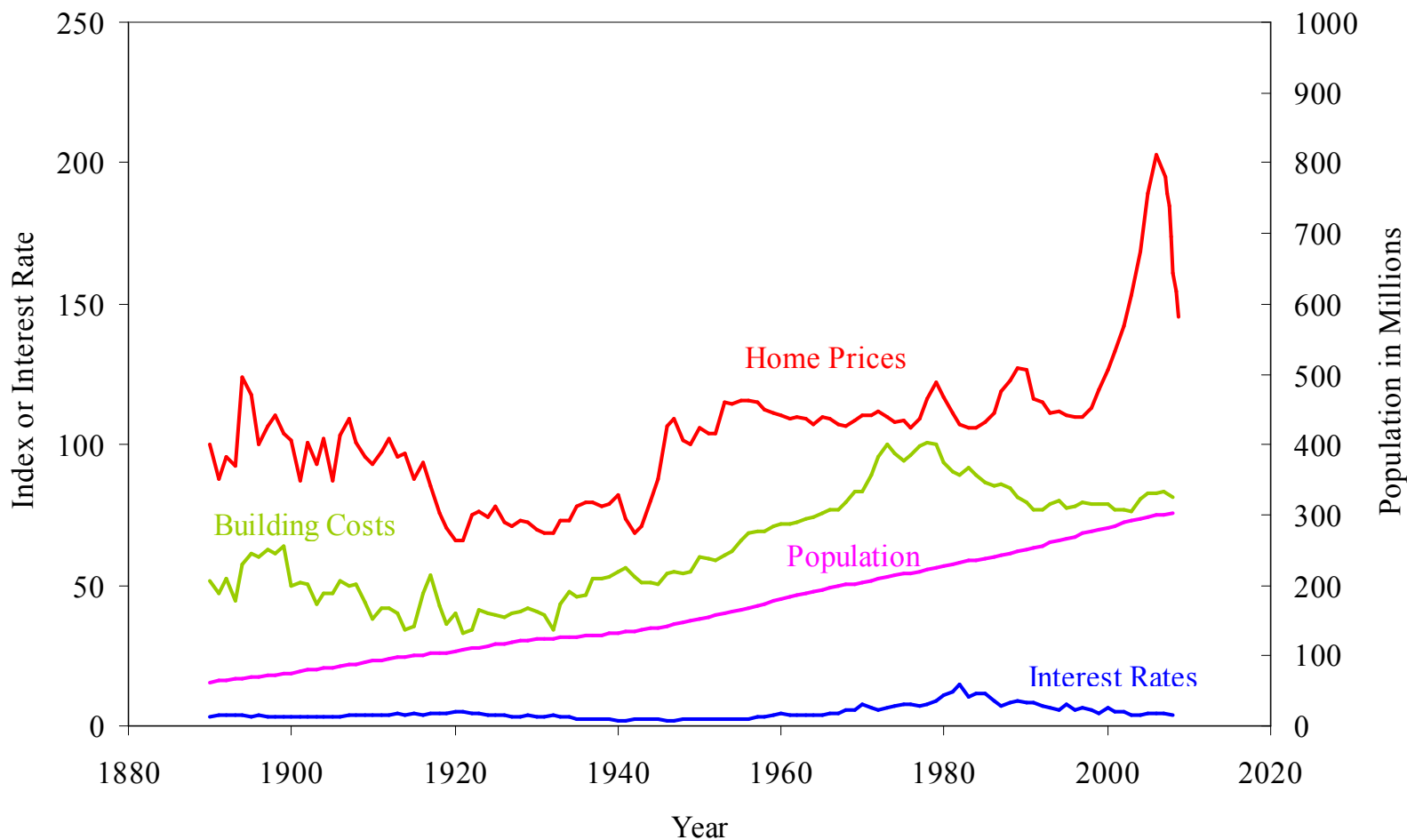
Housing starts have fallen more than 75 percent from their peak in 2006 to the lowest level on record.

Millions of units



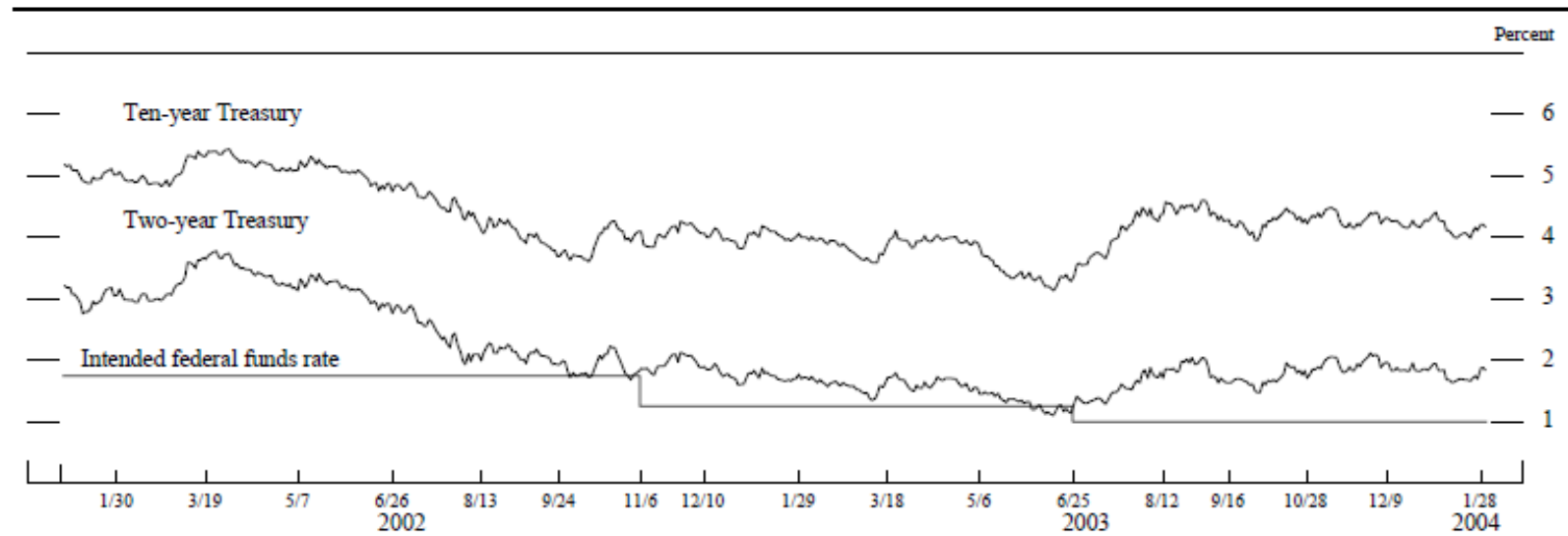
Source: Department of Commerce (Bureau of the Census).

# 長期統計から住宅バブルを確認ー人口(下から2つ目のグラフ)、建設コスト(上から2つ目のグラフ)と関わらない住宅価格(1番上)の上昇

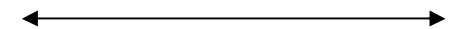


# ストック(IT)バブル後の連銀利下げ

Selected interest rates



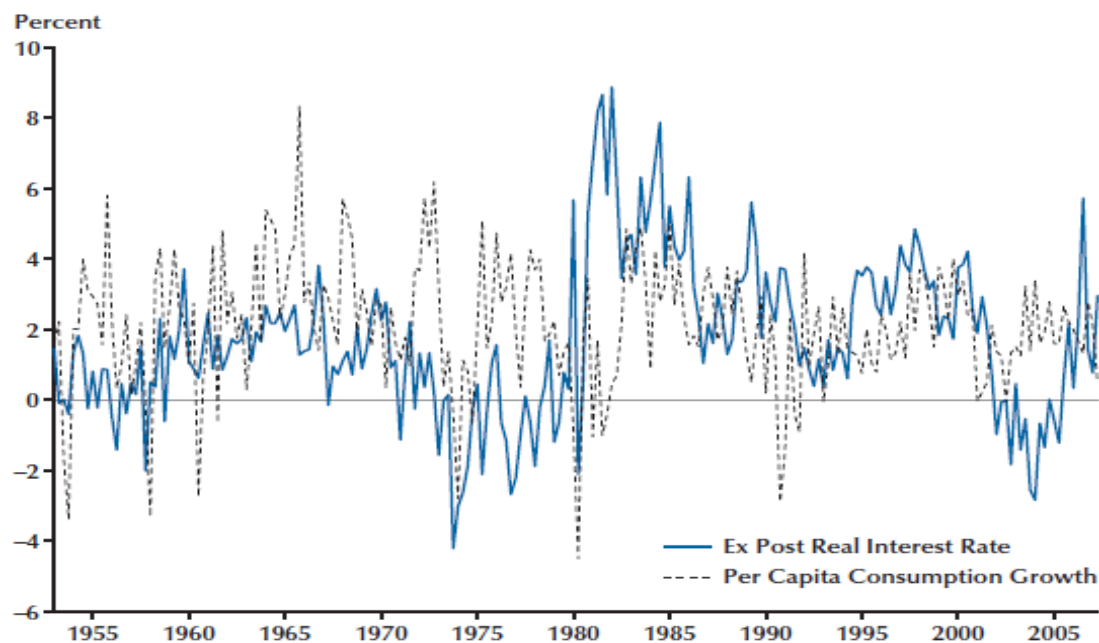
NOTE. The data are daily and extend through February 4, 2004. The dates on the horizontal axis are those of scheduled FOMC meetings.



# 実質金利はインフレ期と同様のマイナス にーバブルの政策的基盤

**Figure 1**

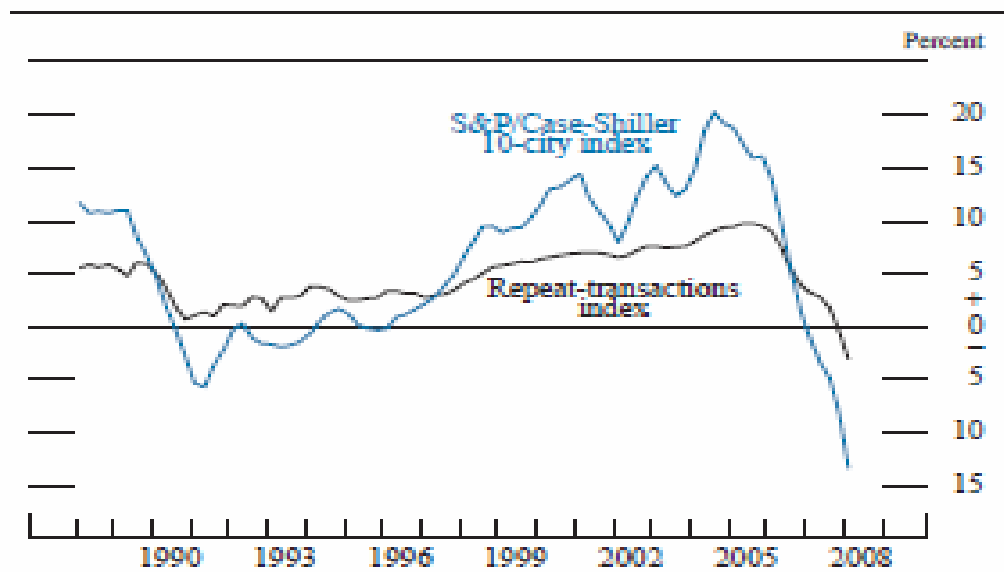
**U.S. Ex Post Real Interest Rate and Real Per Capita Consumption Growth, 1953:Q1–2007:Q2**



NOTE: The figure plots the U.S. ex post 3-month real interest rate and annualized per capita consumption growth. Consumption is measured as the sum of nondurable goods and services consumption.

# 住宅バブルによる2001-02年不況からの脱出, そして05年から上昇率低下, 07年から価格下落

Change in prices of existing single-family houses,  
1988-2008

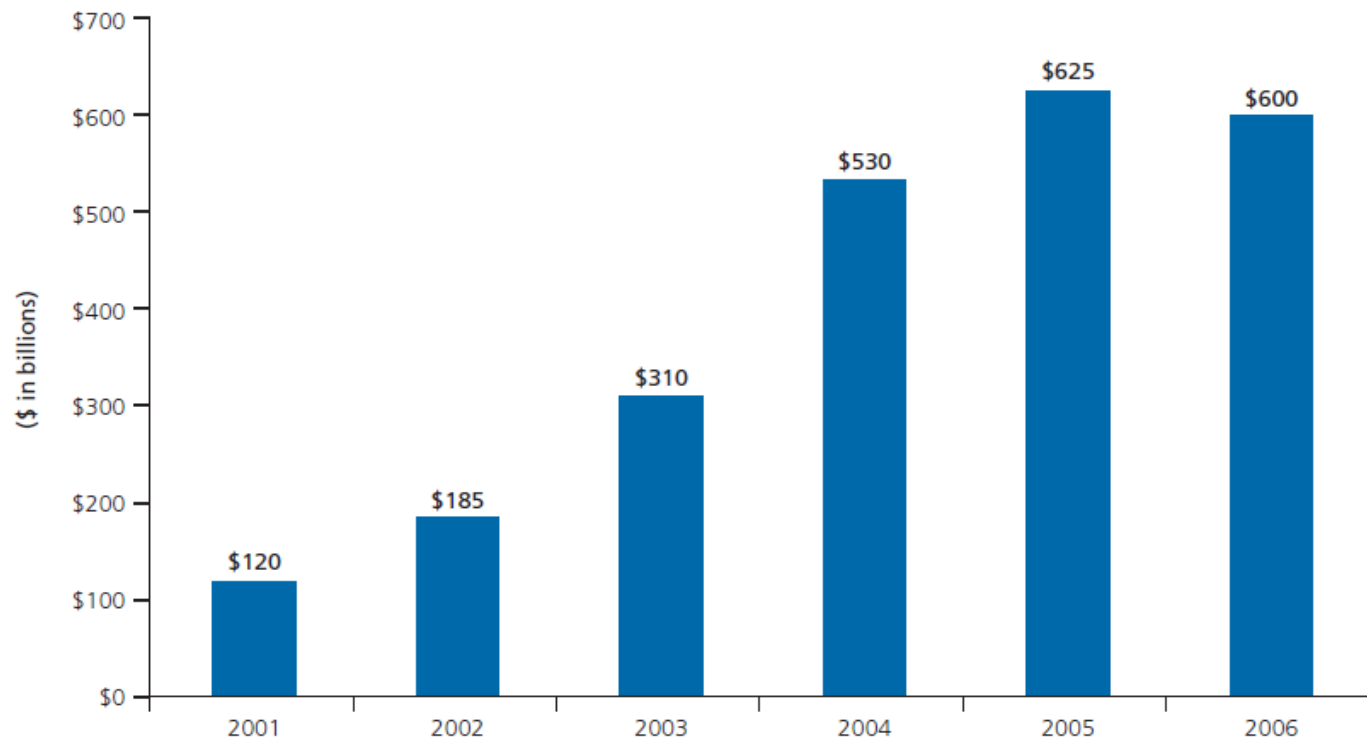


NOTE: The data are quarterly and extend through 2008:Q1; changes are from one year earlier. For the years preceding 1991, the repeat-transaction index includes appraisals associated with mortgage refinancings; beginning in 1991, it includes purchase transactions only. The S&P/Case-Shiller index reflects all arm's-length sales transactions in the metropolitan areas of Boston, Chicago, Denver, Las Vegas, Los Angeles, Miami, New York, San Diego, San Francisco, and Washington, D.C.

SOURCE: For repeat transactions, Office of Federal Housing Enterprise Oversight; for S&P/Case-Shiller, Chicago Mercantile Exchange.

# サブプライム貸付(ファニー・メイやフレディー・マックの貸付を受けられない貧困層などへの貸付)の膨張

Figure 1. Total Subprime Originations



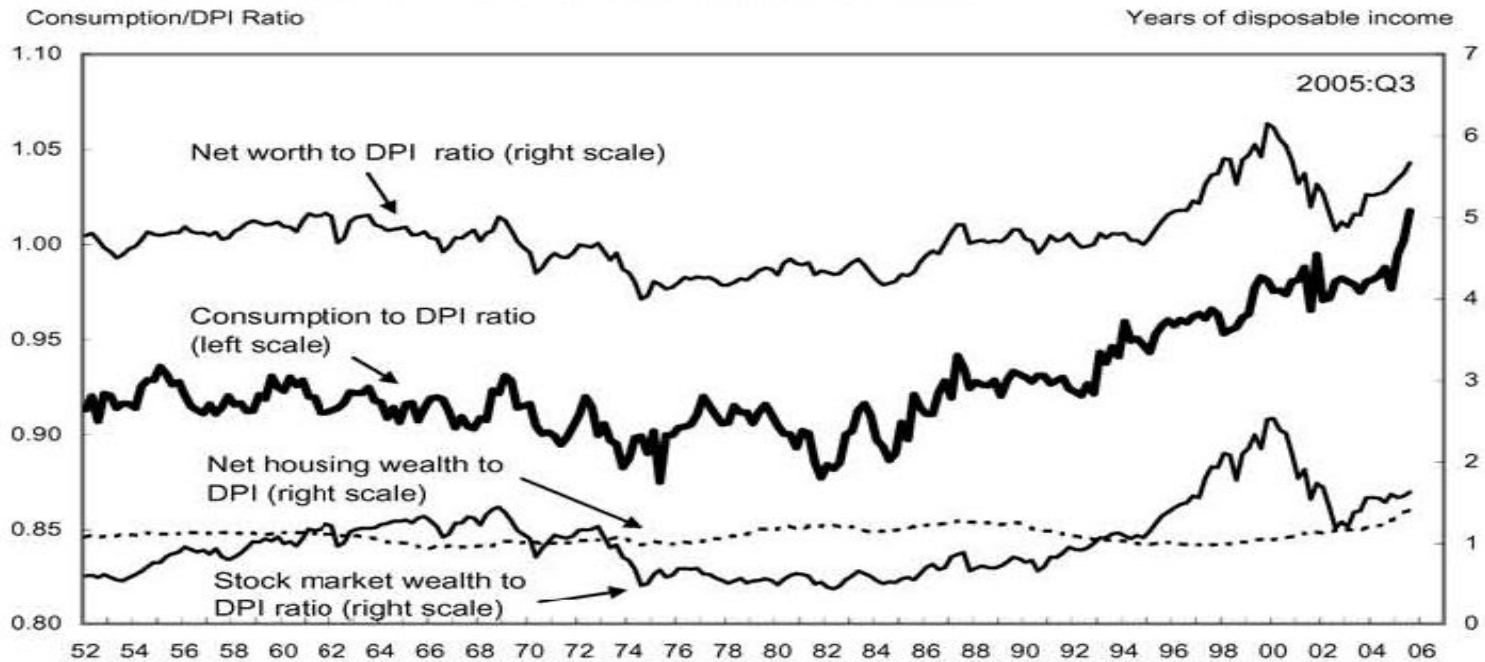
Source: Inside Mortgage Finance as presented in Sandra Thompson Testimony, March 22, 2007.



# バブルによる消費拡大(資産効果):資産の所得に対する比率上昇(1番上の線)とともに消費の所得に対する比率(2番目の線)が100%を突破

Chart 1-1 **Consumption & Net Worth (Relative to Disposable Personal Income)**

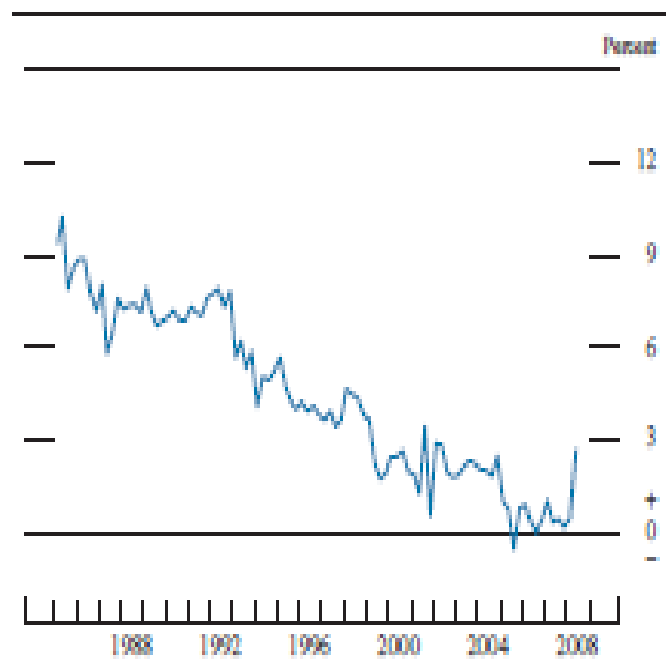
Consumption gains in 2004 and 2005 were partly supported by increases in wealth, with increases in housing and stock market wealth accounting for most of the increase.



Sources: Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis), Federal Reserve Board, and Council of Economic Advisers.

# 資産効果による貯蓄率(所得に対する貯蓄の割合)がマイナスへ⇒(貯蓄-投資)＝経常収支も赤字幅増大

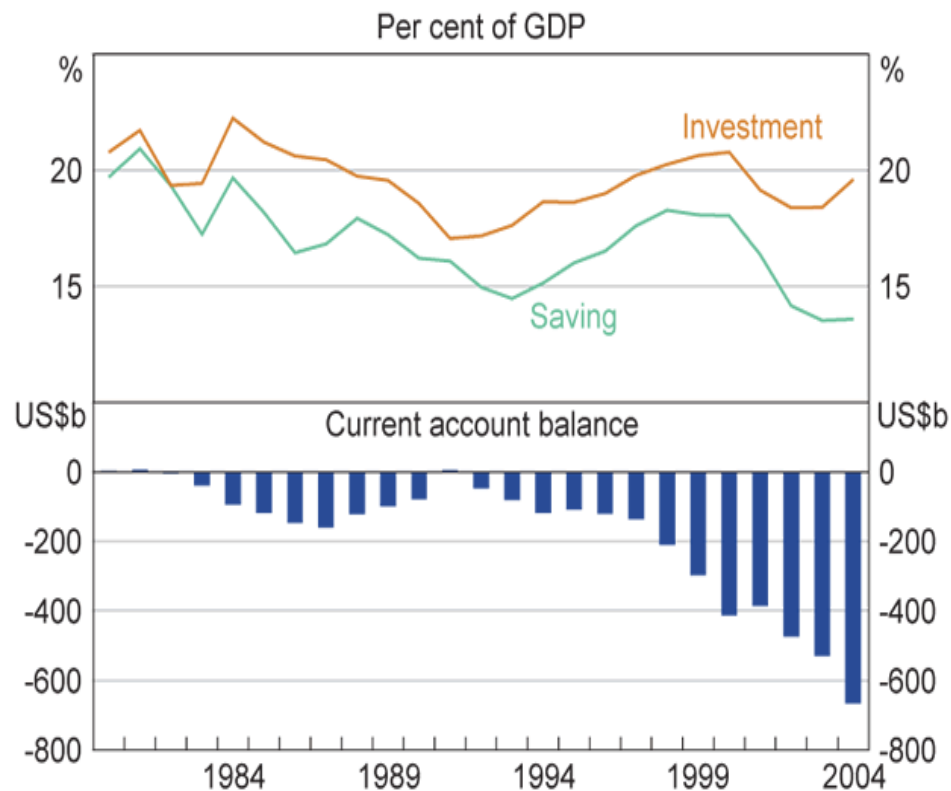
Personal saving rate, 1985-2008



Notes: The data are quarterly and extend through 2008:Q2; the reading for 2008:Q2 is the average for April and May.

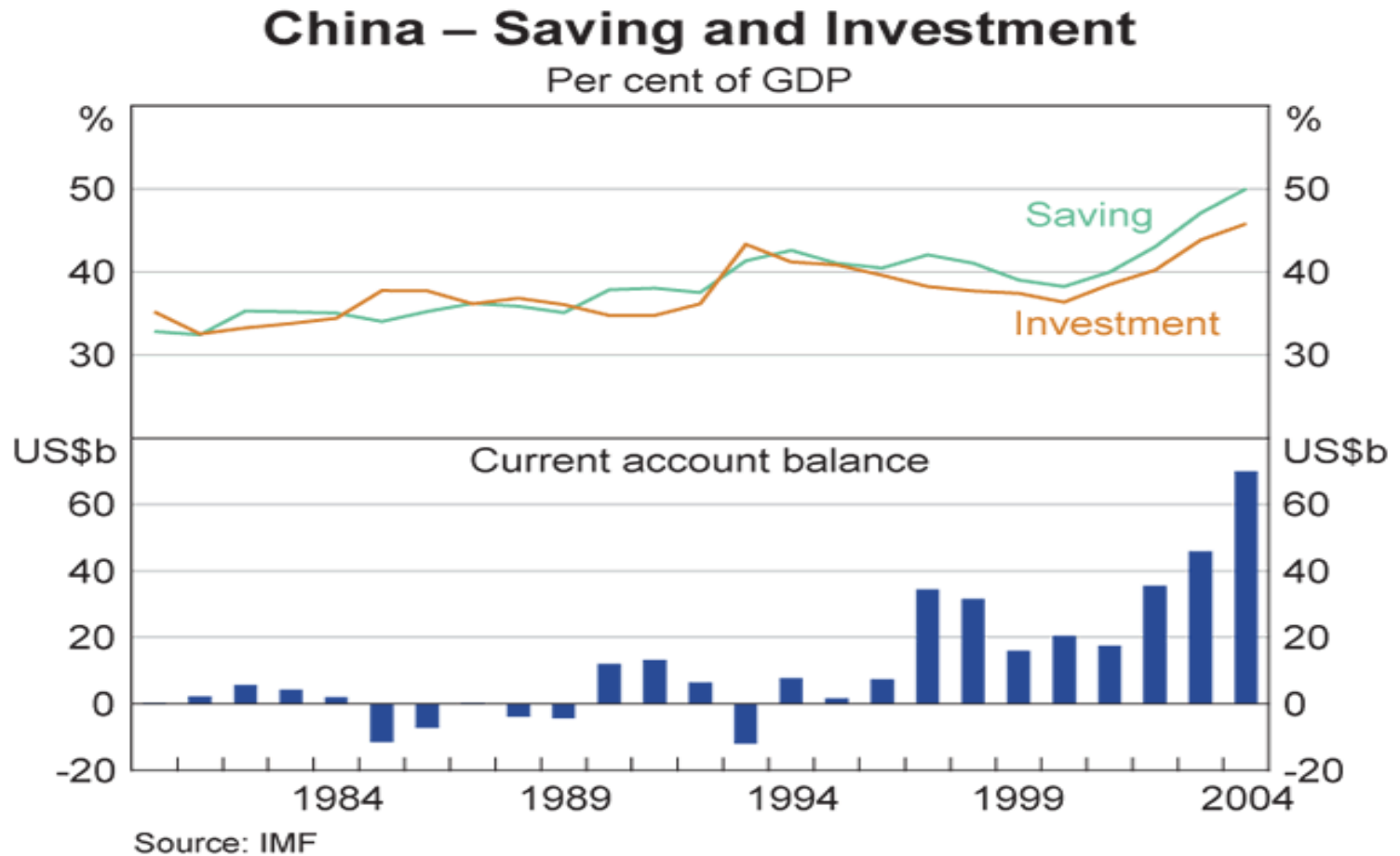
Sources: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

United States – Saving and Investment



Source: IMF

# 鏡の中の経済：貧しい中国ではアメリカと逆に貯蓄が投資を上回り、経常収支は黒字に

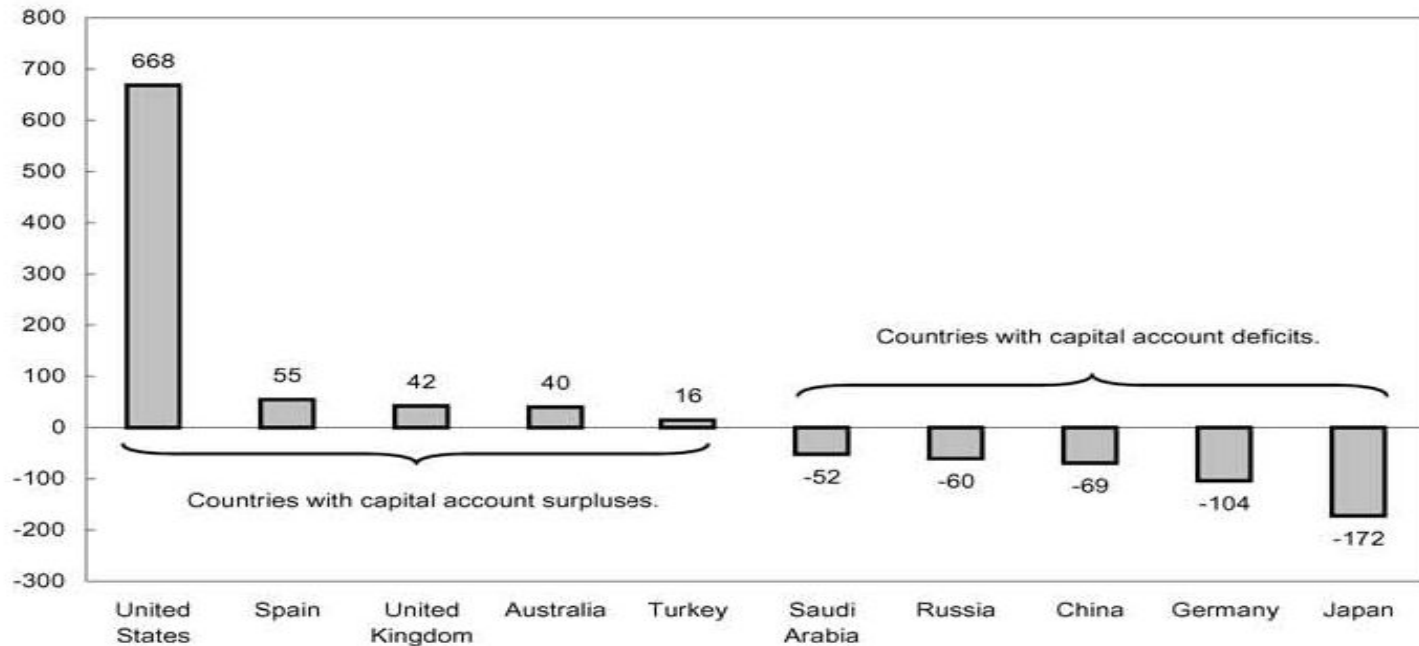


# 「鏡の国」: 貧しい国が富んだ国に融資(經常収支の黒字は外国への資本輸出となる)

**Chart 6-2 Largest Net Capital Importers and Exporters- 2004**

The United States had the largest net capital inflows in dollar terms and Japan had the largest net capital outflows.

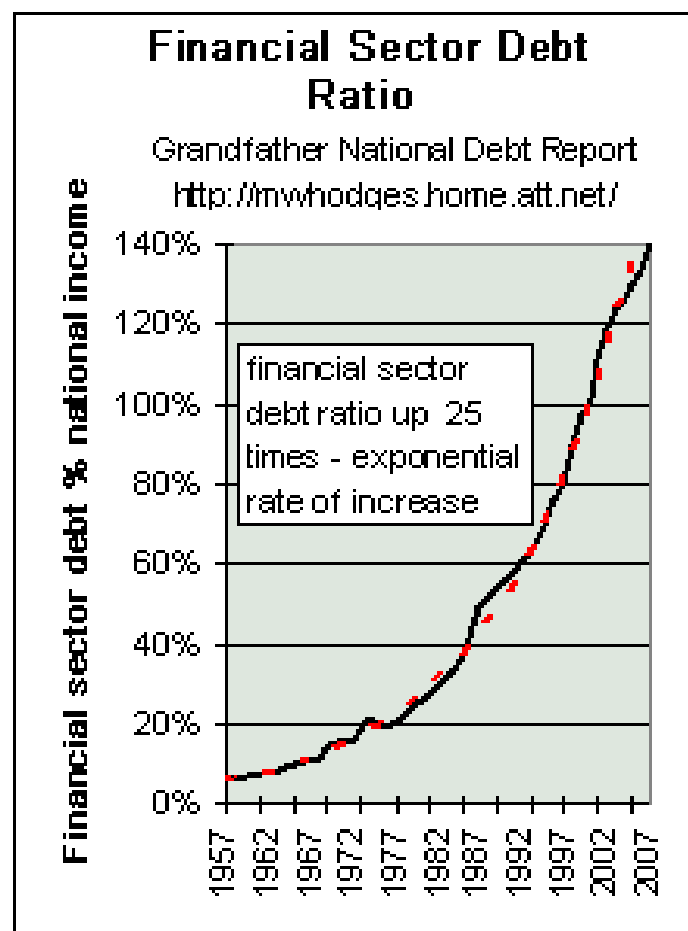
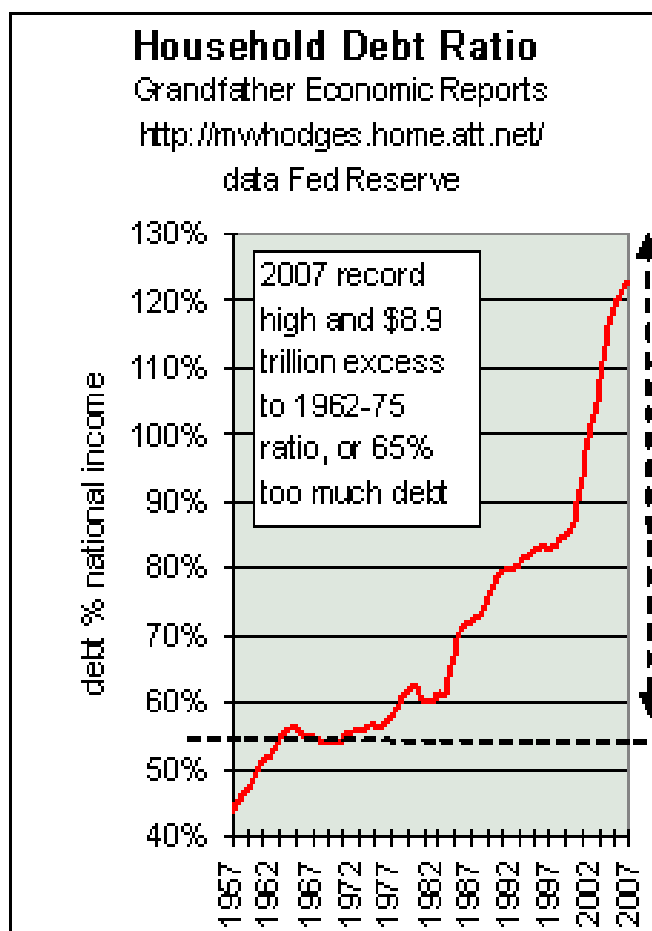
Billion Dollars



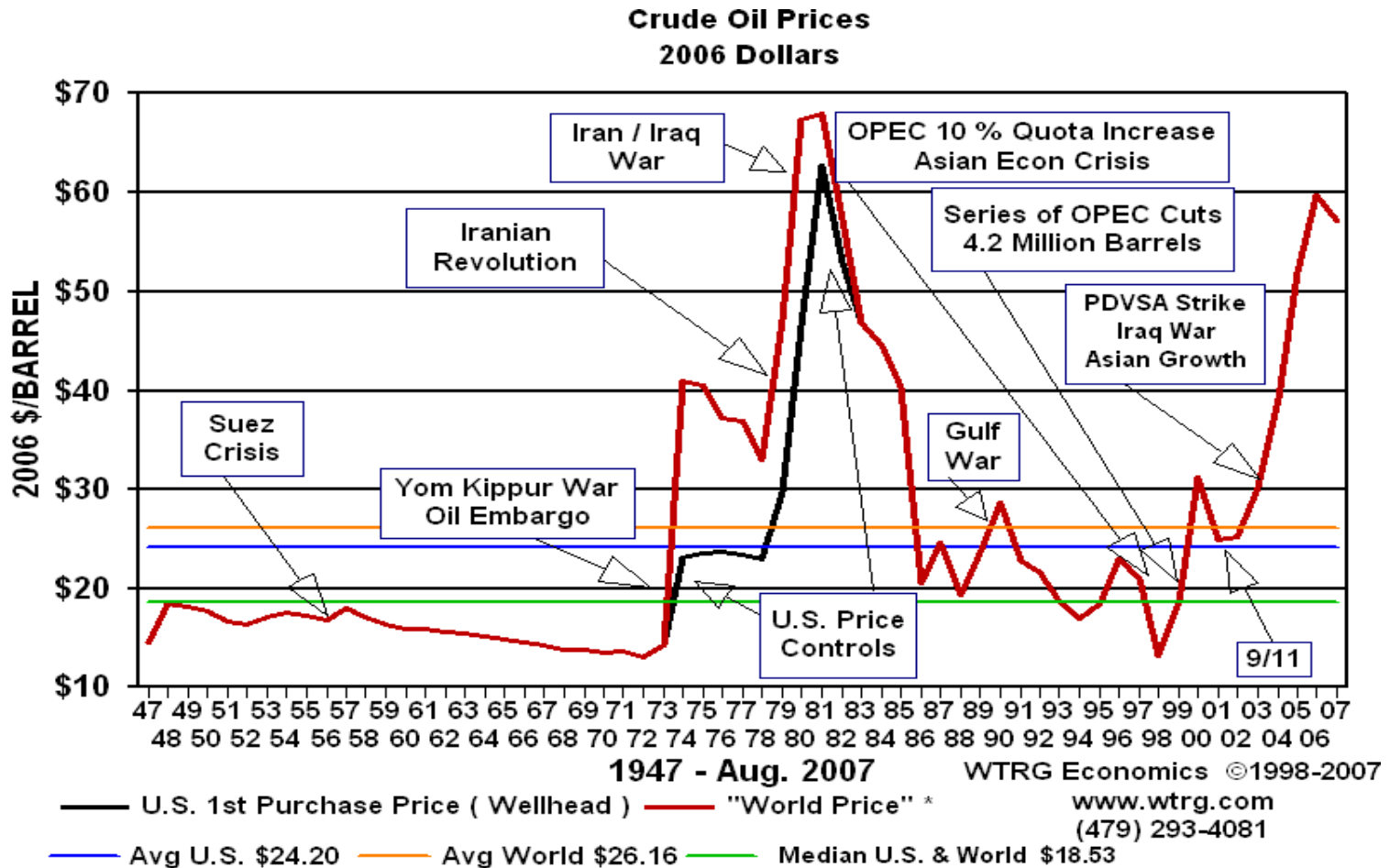
Note: Assumes net statistical discrepancies are in the capital and financial accounts.

Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, September 2005.

# 資産増加の裏面：家計（左）と金融部門（右）の所得に対する負債の増大

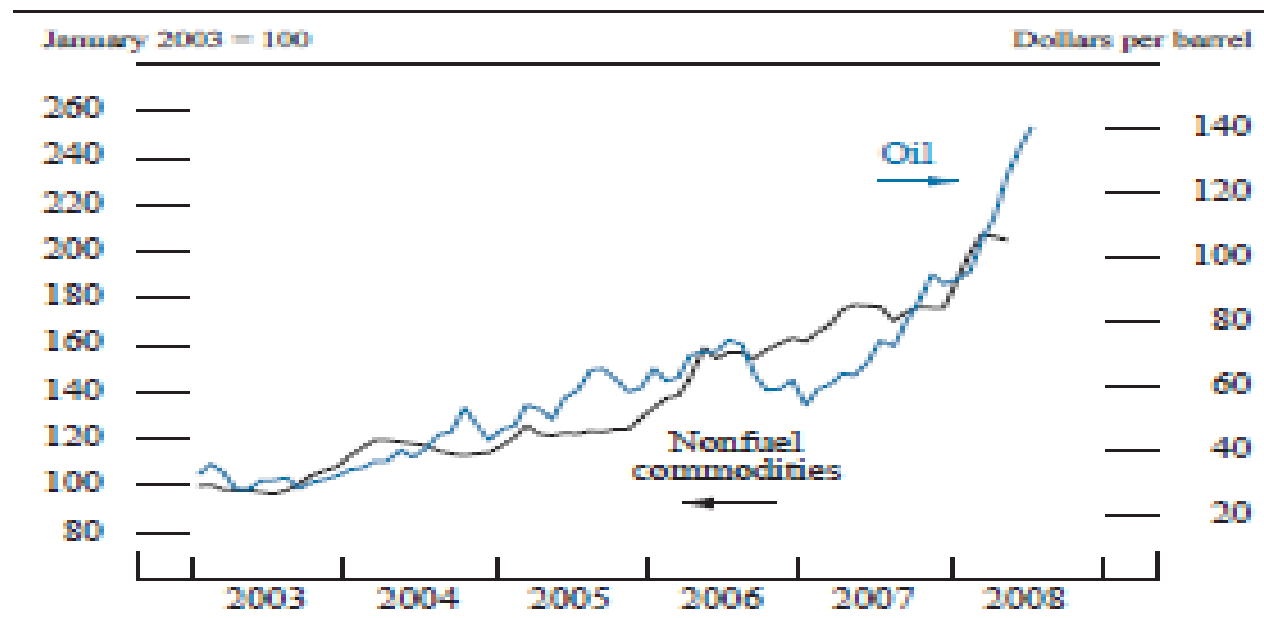


# 需給から石油価格上昇



# アメリカでのインフレの進行

Prices of oil and nonfuel commodities, 2003–08

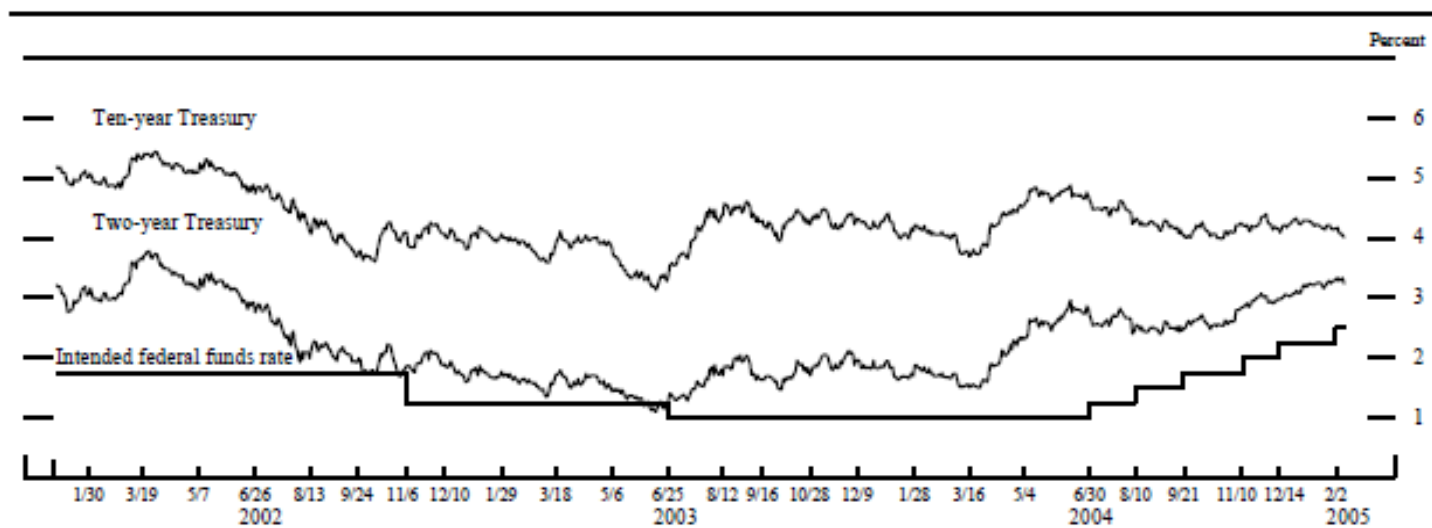


NOTE: The data are monthly. The oil price is the spot price of West Texas intermediate crude oil, and the last observation is the average for July 1–9, 2008. The price of nonfuel commodities is an index of 45 primary-commodity prices, and extends through May 2008.

SOURCE: For oil, the Commodity Research Bureau; for nonfuel commodities, International Monetary Fund.

# 資源価格上昇＝インフレに対応する連銀 利上げが04年から段階的に展開

Selected interest rates



NOTE. The data are daily and extend through February 9, 2005. Treasury rates are constant-maturity yields based on the most actively traded securities. The dates on the horizontal axis are those of FOMC meetings.

SOURCE. Department of the Treasury and the Federal Reserve.





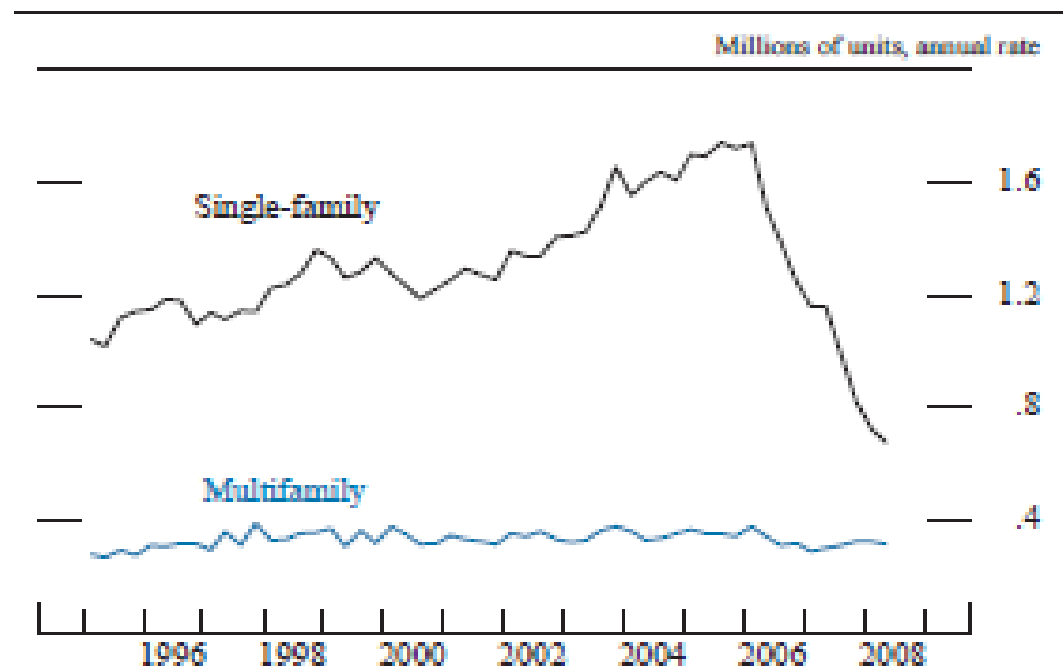
## 金融危機に先立つ実体面での行き詰まりと金融政策

---

- 2005年夏: single-family houseの建築が減少に転じ, 価格上昇率の急落
- 金利上昇と住宅価格低下⇒2006契約サブプライム貸付不払いの急増と破産増に象徴される行き詰まり
- 投機資金の資源市場への流入によるインフレ(08年3月に原油は\$100ラインを突破), それに対する利上げ

# 住宅建設・販売の終了が金融危機に先行

Private housing starts, 1995–2008

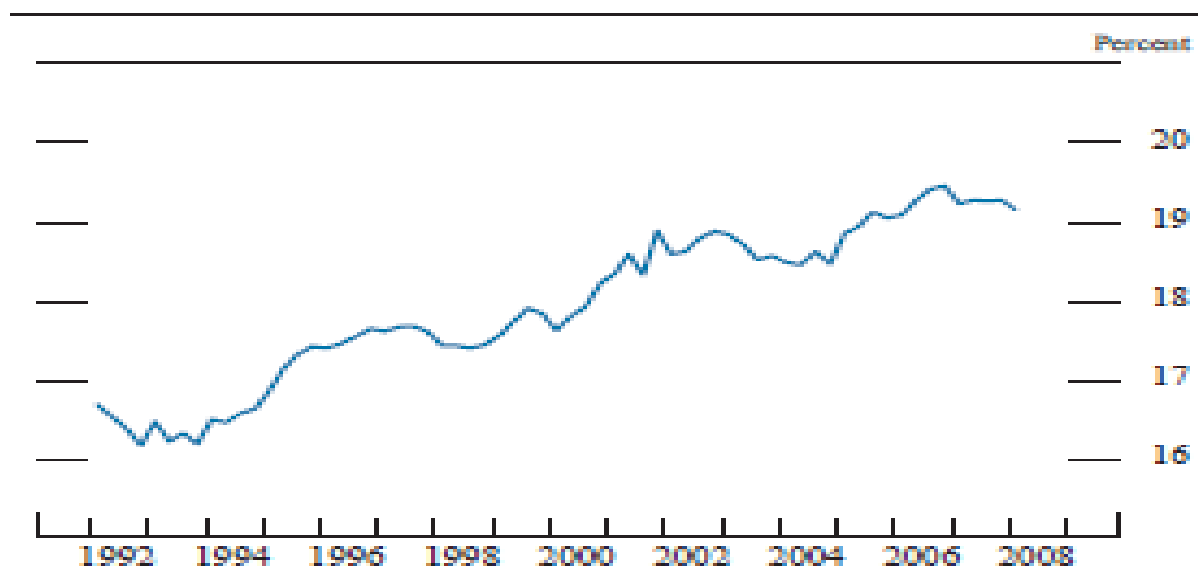


NOTE: The data are quarterly and extend through 2008:Q2; the readings for 2008:Q2 are the averages for April and May.

SOURCE: Department of Commerce, Bureau of the Census.

# バブルと過剰消費の中の債務支払いの上昇

Household financial obligations ratio, 1992–2008

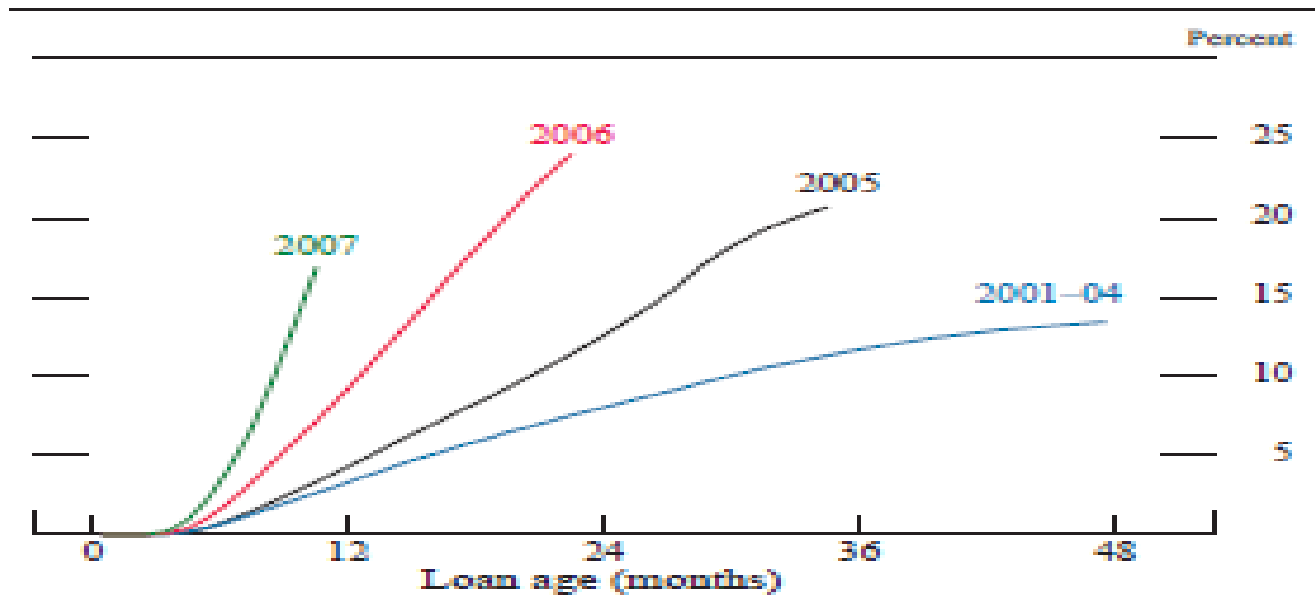


Note: The data are quarterly and extend through 2008:Q1. The financial obligations ratio equals the sum of required payments on mortgage and consumer debt, automobile leases, rent on tenant-occupied property, homeowner's insurance, and property taxes, all divided by disposable personal income.

Source: Federal Reserve Board.

## 2005-06のFFレート上げ・住宅バブル崩壊と破綻増加： 03年貸付部分の破綻は少ないが06年貸付から急増

Cumulative defaults on subprime 2/28 loans,  
by year of origination, 2001–07



NOTE: Figure is based on monthly data through March 2008. Each curve represents the fraction of loans originated in the indicated year that had defaulted by the indicated loan age; for example, roughly 8 percent of all loans originated sometime in the years 2001 to 2004 had defaulted by the time they were 24 months old. The last 9 points of the curves for 2005 through 2007 are based on incomplete data. A 2/28 loan is a 30-year loan with a fixed rate for the first 2 years and an adjustable rate for the remaining 28 years.

SOURCE: Staff calculations based on data from First American LoanPerformance.



# 住宅バブルの終焉と金融的損失

---

- スタグフレーションに端を発した規制緩和の中でサブプライム住宅貸付, 証券化(1次のMBS, 2次のCDOなど)によるリスク分散, レバレッジを効かしてのCDSなどの組成(Hedge Fund資産98年から5倍に).
- 2007年のアメリカの住宅ローン残高:\$10.5兆:内証券化分\$6.4兆(サブプライム証券分\$2.1兆+政府系エージェンシー証券分\$4.3兆)で, 支払い不能分はサブプライムで20%とすると\$0.4兆程度. だが, 損失はこれを凌駕(株価下落のみで名目\$7兆が消失).



## 証券化の仕組み：福袋証券の組成！

---

- 住宅ローンは証券会社の別会社が集めて買い取り、支払い不能分を除いてMBS(抵当裏づけ証券)として売却(第1次の証券化)。
- 他の優良債券80%にサブプライムMBS20%を抱き合わせてCDOという新しい証券を組成して販売ーサブプライムMBSのリスクが軽減されて、しかもハイ・リターン of 証券の出来上がり。
- CDOは、高い格付け(AAA)を得て世界に売却
- 投資銀行は、借金して債権を集め、新しい証券を作って売却して利益をあげたー20代のアナリストが16万ドルの給料で100万ドルのボーナス！



## 好況のメカニズム

---

- 住宅価格上昇を見込んでの借金しての住宅購入＋証券化による金融業の繁栄⇒マイナス貯蓄になるほどの消費拡大
- アメリカの消費拡大に依存した東アジアなどの成長⇒東アジアや産油国などからのアメリカへの資金流入によるアメリカ金融・資本市場の繁栄（国内的には貯蓄が少ないのに外国からの資金を運用）



## バブル崩壊の結果

---

- 金利上昇と住宅実需の行き詰まり⇒住宅価格下落⇒支払い不能と破産の増加＋CDOの価格下落を皮切りとする金融的損失の増加⇒パニック:金融・資本市場の混乱
- USデット・サービス支払い不能と破産(家計の負債残高\$14兆, DPIの1.3倍, 30%は過剰借入)⇒資産効果による消費の終焉
- US失業の増大:12月で7.2%, 1,110万人(パートを含まない)⇒一層の消費減退
- 東アジアのUS消費＝輸出に依存した成長の終焉





# アメリカ大統領経済報告2009

---

- 危機の原因は東アジアをはじめとする過剰貯蓄 (saving glut) が低金利とリスクの過小評価をもたらした、住宅ブームを促進したことにある。
  - 住宅金融のイノベーションは一面では有益であったが、住宅購入を過度に容易にした。
  - 住宅抵当関連証券は短期の借り入れへの依存と金融機関の広範な保有を通じて危機をもたらした。
  - 2009年は停滞するが10-11年は拡大。
- ⇒これまでの大統領経済報告の中で最低の出来としか評価仕様がなない。



# 恐慌を考える

---

- なぜそうなったのか
  - (1) 効率的市場仮説からの説明: 市場が正常に機能しなかった.
  - (2) 不安定性仮説からの説明: 資本主義や金融は本来不安定なものだ.
- 政策原理の振子: 市場重視から規制や政府介入へ.
- いずれも看過している問題⇒安定化装置の崩壊: 80年代以後の構造の特質.



## 構造変化の軌跡

---

- 1970年代：戦後ケインズ主義とIMF体制の機能不全＋供給問題の形成⇒スタグフレーション
- 70年代末からの構造変化：①インフレ抑制と供給サイドの重視，②規制緩和と市場への傾斜，③資本移動の自由化とグローバリゼーション，④IT革命にみるイノベーション
- 82年からの成長の構造：1)アメリカの過剰消費，(2)BRICsなど新興工業国の台頭



## 80年代からの25年間の構造の転換：反循環的視点から

---

- 需要サイドを視野にする経済政策の再構築：一般均衡と効率的市場仮説への過度の依存からの脱却
- インフレに対応する金融政策の転換：資産価格インフレによるマクロ経済不均衡の是正の処方箋確立
- 金融的成長・蓄積の管理-「ものづくりは古い」か？
- 「鏡の国」の是正



## 構造変化はより広範囲の課題を要請

---

- グローバル・エコノミーへの適切な国際公共財の供給システム＝国際協調の再構築, しかもBRICsをアクターに含めての.
- 知識基盤社会とイノベーションを背景とする所得分配の不均衡への対処
- 財政膨張の基盤の上での財政のマクロ調整機能の再建＝租税国家の脱構築
- サステナビリティの実現



## 国際政府のない国際社会では国際公共財の供給が必要

---

- 「グローバル化...は、我々の社会に既に大きな変化をもたらした...しかし同時に...世界中のある程度の労働者、家庭およびコミュニティにとって混乱および金融面での不確実性のリスク増大を伴ってきた。課題は、...グローバル化のリスクに対応しつつ、グローバル化が提供する機会を活かすことである。」(1999年ケルン・サミット)
- だが、アメリカは金融規制を含む具体的な処方箋に反対してきた。

# 構造の深層①: ネオ・リベラル資本主義の所得分配

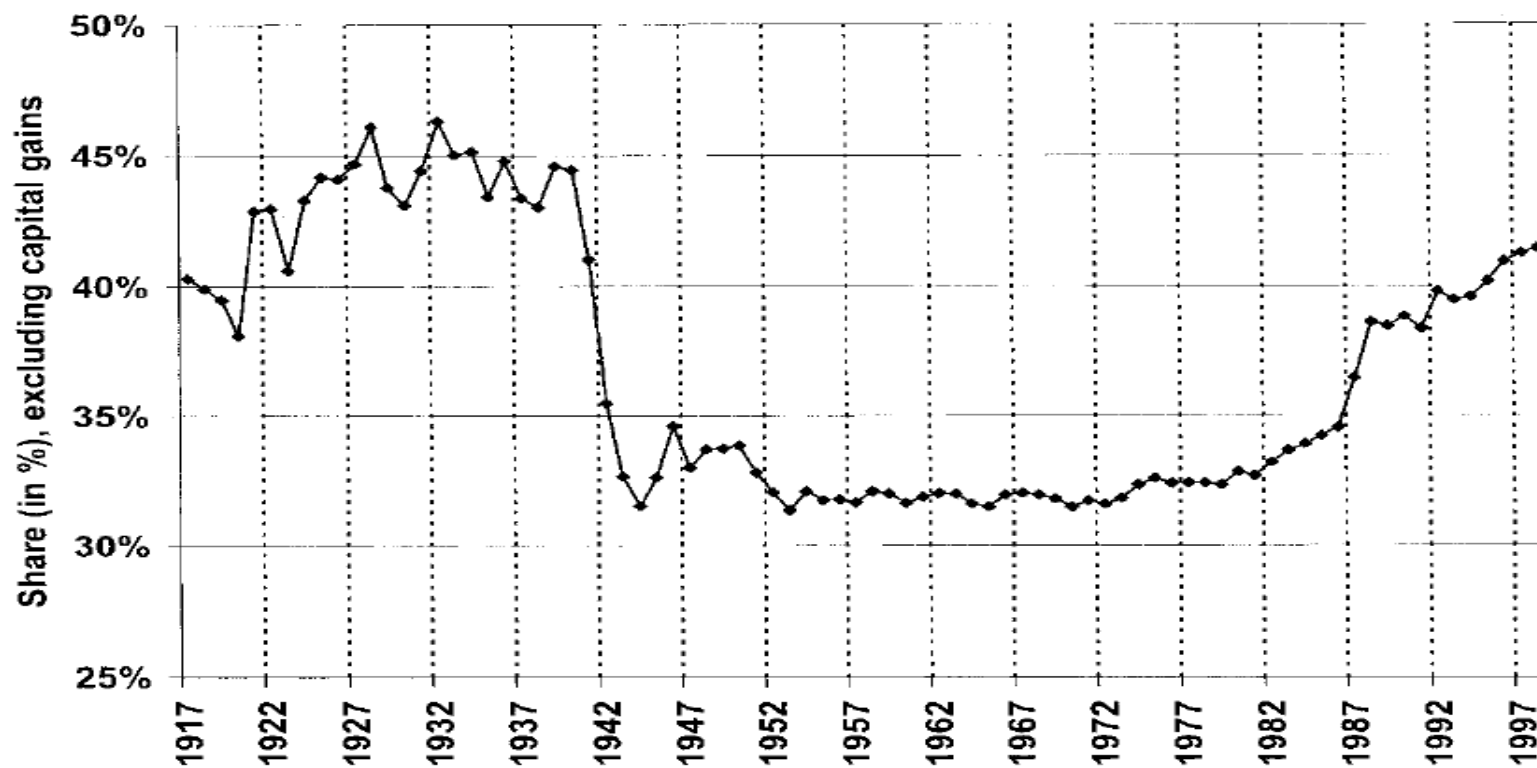


FIGURE I  
The Top Decile Income Share, 1917–1998  
*Source:* Table II, column P90–100.

## 構造の深層②雇用の構造変化

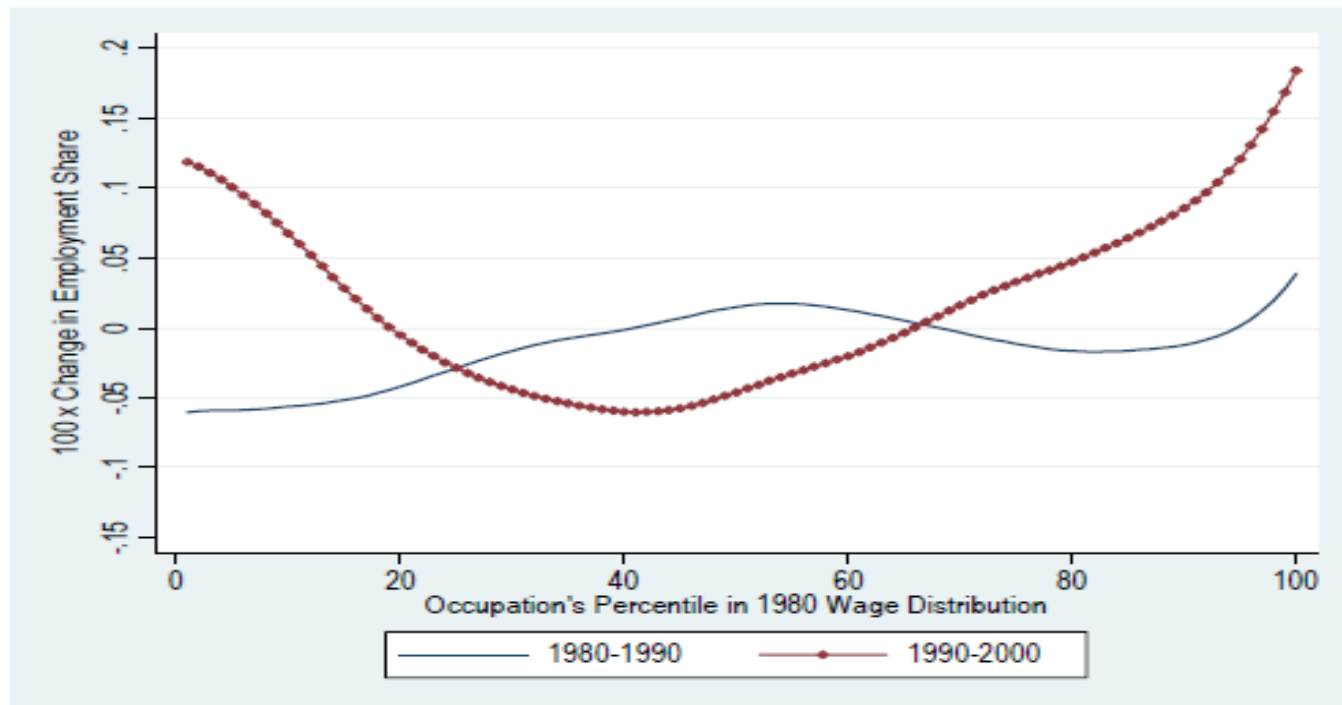


Figure 3. Smoothed Changes in Occupational Employment Shares 1980 - 2000, with occupations ranked by their 1980 Median Wage. Source: Census Integrated Public Use Microsamples, 1980, 1990 and 2000.



# 構造の深層③所得分配のもう1つの構造変化

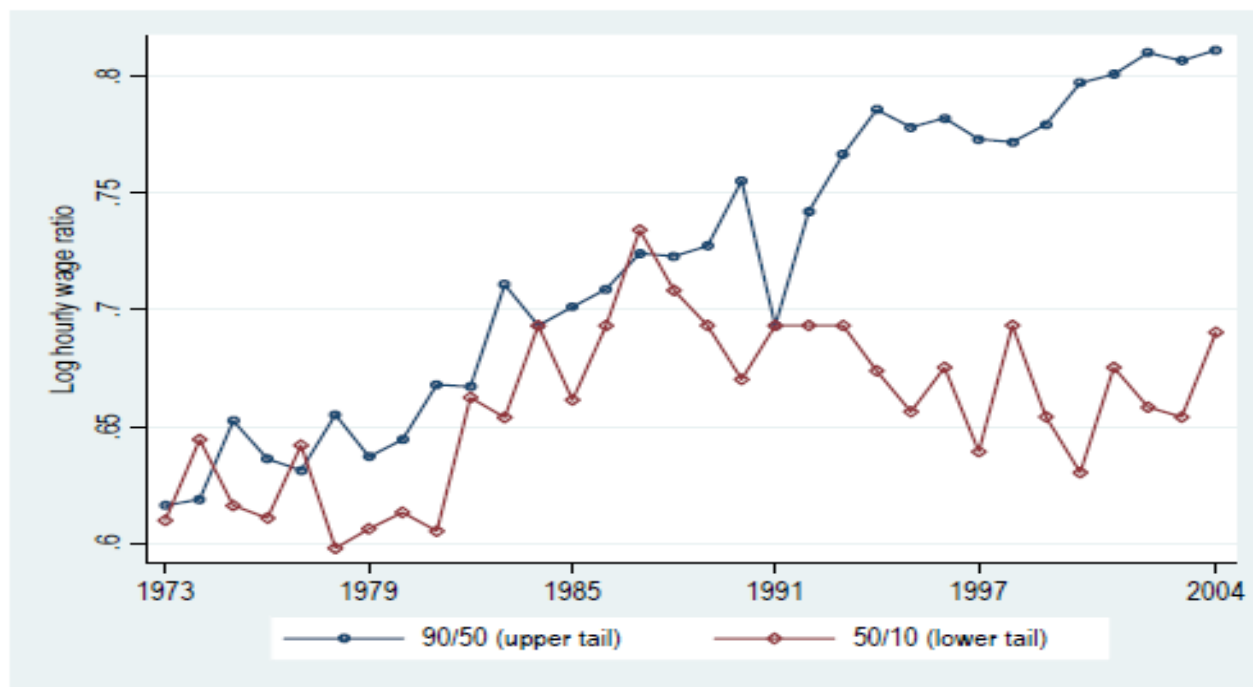
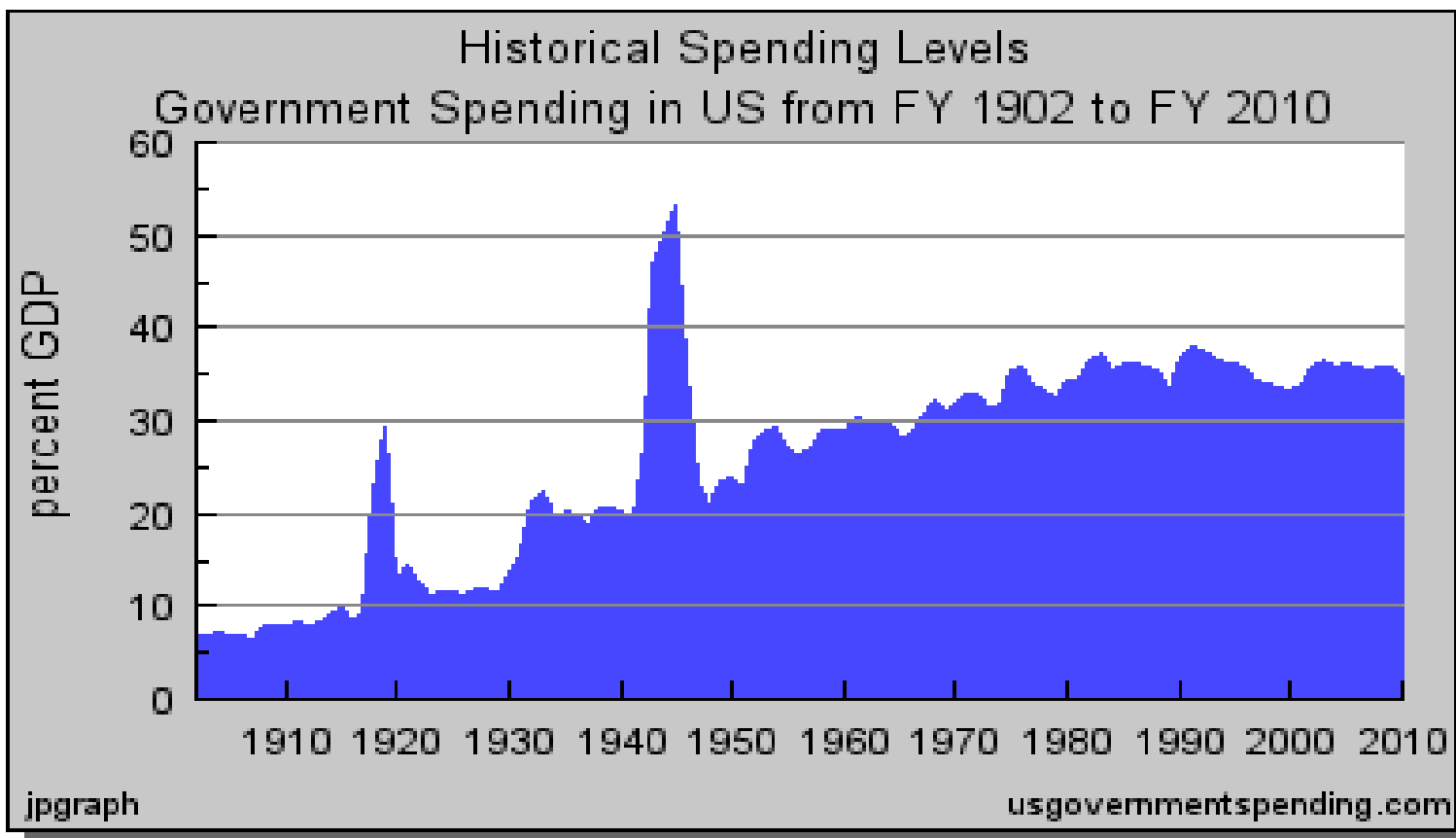


Figure 1. Male and Female Log Hourly 90/50 and 50/10 Earnings Ratios.  
Source: Current Population Survey May and Monthly Files, 1973 - 2004.

# 政府の規模は縮小していないー新しい租税国家構築が必要





## 脱出への道

---

- 過剰な資本の処理—ただし「簿外資産」を含めて「不良債権」がどの程度になるかは不明：世界の金融資産は90年代半ばから3倍以上に増加し140兆ドルを超える。しかもこれには01年の1兆ドルから07年に45兆ドルに膨らんだCDSなどデリバティブは算入されていない。ドル暴落の危険もある。
- 財政政策と金融政策の大規模な、かつ早い発動や失対給付の拡大などが必要—だが構造変化と調和する必要。



## 最後に

---

- 四半世紀の構造が転換に直面—アメリカの過剰消費に依存した世界経済の終焉.
- 新しい構造の創出へ:しかし回復のための反循環政策と構造的調整の間の緊張.
- 経済学と政治学の革新—創造的理性を欠いては「未解決」は「解決不能」となる.

The End