

# 金融システムの安定がもたらした 米国経済の復活

株式会社 三菱東京UFJ銀行 市場企画部  
シニアマーケットエコノミスト

鈴木 敏之



## 1. 復調する米国経済

米国経済は、2007年8月に始まり2008年9月にリーマンショックに至った金融危機で、大きく落ち込む不況となった。この不況は、大恐慌（Great Depression）になぞらえて、大不況（Great Recession）と呼ばれている。その大不況は、全米経済研究所（NBER）の認定では、2009年6月に終了している。その後も雇用回復がふるわない、住宅価格の下落が続くなどの課題を抱えて、日本化が心配されたが、ここへきて、均せば潜在成長力とみられる2.5%程度で、順調に成長していくと

### 〈目次〉

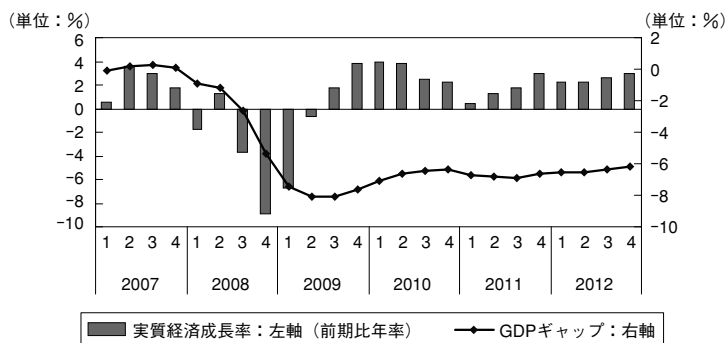
1. 復調する米国経済
2. 金融システムの改善
3. 活かされている日本の教訓
4. 欧州危機対応の進展との相乗作用
5. 結び

見込まれるようになっている（図1）。雇用は毎月20万人超の増加が定着してきている。20万人超の雇用が創出されているということは、課題の失業率についても、継続的低下を見込めるということである。

インフレ面の健全性も様変わりした。2010年に、連邦準備システム（以下「Fed」）は、大量資産購入（LSAP：Large Scale Asset Purchase、俗称「QE2」）による非通常型の金融緩和を発動させた。その際に、Fedは物価安定の任務を達成していないという認識があった（Bernanke（2010））。デフレを心配していたということである。ところが、今は、足元の物価統計でみても、インフレ期待の諸指標でみてもデフレの懸念はない。

課題は残っている。GDPギャップは開いたままである。それが、端的にあらわれているのが、失業率が8%を上回る高さにあることである。いくら継続的な低下が見込めても、従来の感覚で、米国経済として正常と感じら

(図1) ほぼ潜在成長率で成長する米国経済  
 ～経済成長率でみれば順調な景気拡大、GDPギャップでみれば依然大不況～



(出所) 米商務省 (BEA)、GDPギャップは議会予算局 (CBO) の示す潜在GDPによって著者が計算  
 2012年の数字は、フィラデルフィア連銀の集計する予測サーベイ

れる失業率に戻ることが見込めない。また、住宅価格はなお下がり続けている。それでも、経済成長率、インフレ率に着目すると、正常といえる状態に戻っている。

さらに、ここへきての注目は、欧州債務・金融危機の悪影響を遮断していることである。米国で起きたリーマンショックが、欧州経済に困難をもたらし、今の危機の一因という認識がある。米国発の危機は、大西洋を東に渡る伝染 (contagion) が起きたが、欧州の危機が大西洋を西に渡る伝染は防いでいる。経済成長率、インフレ率という変動の度合いで見れば、ちょうど良いことをいう「ゴルデイロックス」状態である。この復調も、欧州債務・金融危機の伝染を抑制できたことも、偶然ではなく、幸運でもない。そこには、危機から離脱する明確な戦略があった。そのもとでとられた政策は、金融システムの安定を念頭にしており、日本の教訓が活かされて

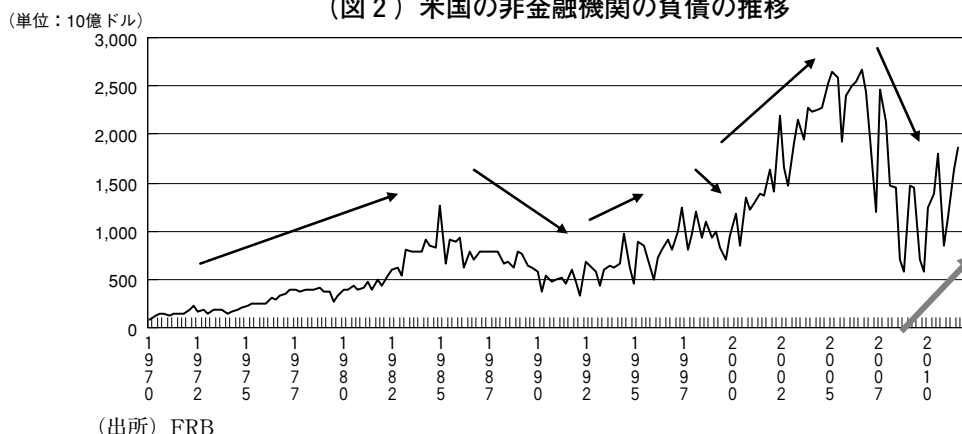
いる。そして、金融システムの状態が経済変動を左右するという理解に根ざした危機離脱の戦略をもって、危機に対処する姿勢は、ここへきて、欧州でも動き始めている (後述)。市場は、いわゆるリスクオフからリスクオンに傾き始めているが、金融システムを安定させることが経済状態を好転させるということ、市場参加者も理解して行動していることになる。それはまた、経済状態の改善をもたらす好循環も見込めるほどである。

## ■ 2. 金融システムの改善

ここへきて、米国の金融システムには安定化がみえる。

米国の非金融機関の負債の推移をみると、明瞭なサイクルがある。負債の拡大と圧縮 (デレバレッジ) を繰り返している。大不況をもたらした金融危機の局面では、未曾

(図2) 米国の非金融機関の負債の推移



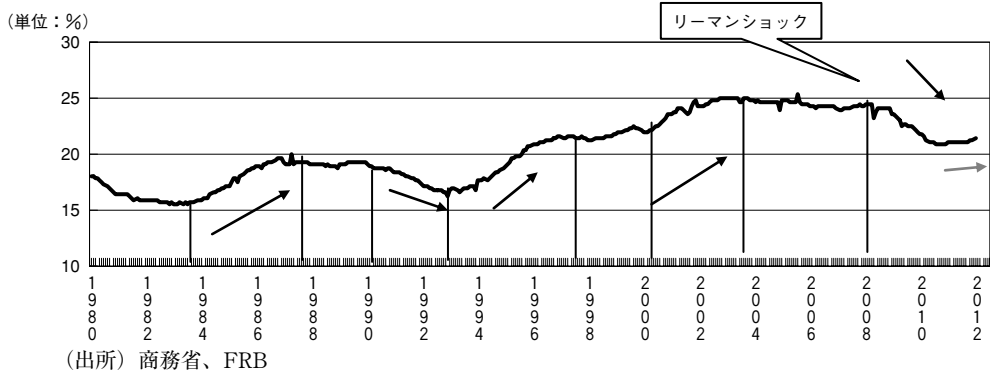
有といえる負債圧縮が起きていた。それは、上下動は大きいですが、2010年になると、上向きのトレンドに移っている (図2)。

家計の負債圧縮が経済の落ち込みをもたらし、ゼロ金利にまで至る金融緩和が従来のように強い需要拡大を引き起こさなかったことが、景気後退を大きなものにした。米国のエコノミストは、大きな景気後退のあとは急回復するというストーリーを語っていたが、それが起きず、予測を大きく外したのは、家計のバランスシート調整への理解が浅かったことに起因するところがある。今は、そのバランスシート調整が転機にきていることがみえている (図3)。この数字の動きをみると、家計が負債を増やすことも、減らすことも、3~4年の時間をかけている。今回、圧縮を始めたのが、2008年ということになるが、それが、3年を経過したところまでとまってきているようにみえていることに注目したい。この動きと同時に、自動車の販売も動き出しており、雇用も増えてきたところがある。

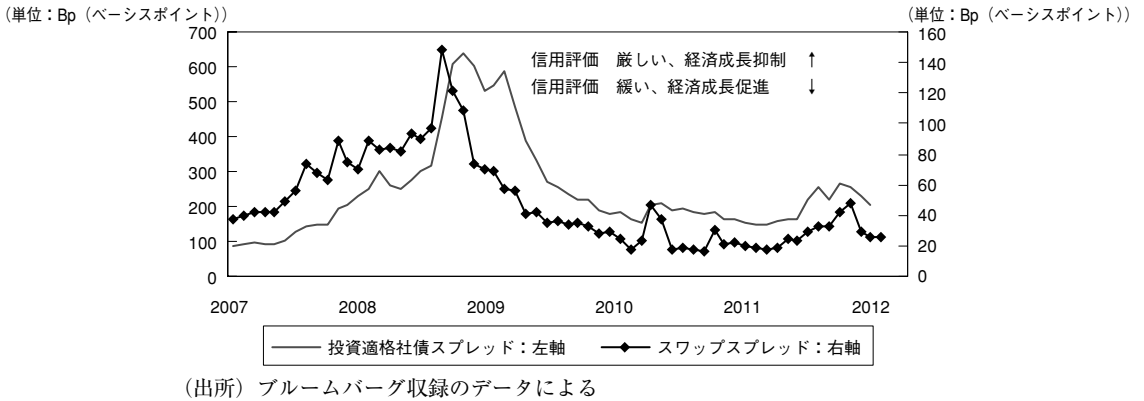
市場の金融指標でみると、信用のスプレッドが縮小している (図4)。危機前のレベルと比べての相違はわずかである。危機で経済停滞が長期化することについて、Hall (2011)の主張が注目されるが、(1) 需要の大きな落ち込み、(2) 将来への不透明、(3) 資産価格の下落によって起きる金融コストの上昇に着目している。需要の回復は簡単ではないが、金融コストの面は、金融政策で対処ができるところであり、実際、米国の危機時の流動性の供給 (Kiyotaki 他 (2011))、LSAPと、その対処がなされた成果が得られたことになる。仮に、欧州債務・金融危機がなかったとしたら、もっと復調は早かったかもしれないようにみえるほどである。

ここへきて、一段と注目を強めているのが、S&P500株価指数の変動の大きさを示すVIX指数である (図5)。2012年初に20を割るようになっている。投資家のリスク許容度が高まっていることになる。この数字は、恐怖指数として、市場参加者の関心が高い。米国に

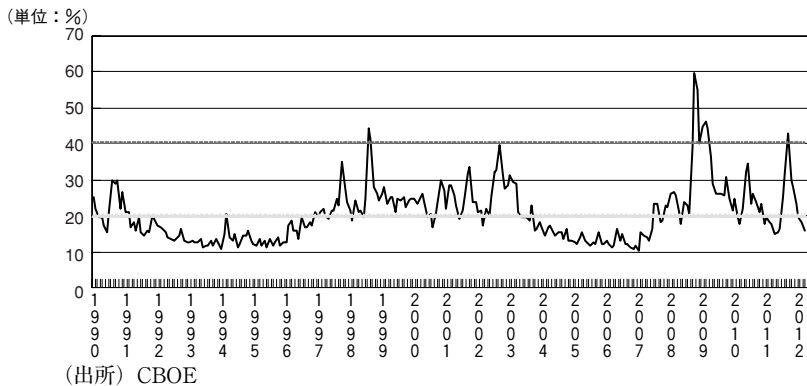
(図3) 消費者信用／可処分所得



(図4) 信用スプレッドの推移



(図5) VIX指数の推移



限らず、また、株に限らず、国際的に資産価格の動向に影響するリスク許容度、リスクのオン/オフの指標として参照できるというのである。また、Shin (2011) 他の一連の研究は、銀行のVaR管理に関連づけて、VIXは、市場に供給される資金量の指標になることを指摘している。リスク許容度は、リスクオンサイドに傾いてきていることになるが、それは、上述の金融システムの安定と足並みがそろっていることになる。

これらのマクロの動きは、3月14日に公表されたいわゆるストレステストの結果にみられる米国金融機関の健全性の回復とも平仄があっただろう。

### ■ 3. 活かされている日本の教訓

上述の改善をもたらしたのは、大恐慌の研究者として、金融システムが機能不全になると深刻な経済的影響があることに最も深い理解のあるバーナンキFRB議長であったことに注目すべきであろう。金融のチャンネルが目詰まりすると、経済の動きは鈍くなる。議長は、危機の最悪期、金融システムの安定が経済の復調をもたらすことを指摘していた。ゼロ金利到達でも、緩和を強めることも躊躇しなかった。

そこには、日本の教訓を伝える同僚の存在が大きいとみるべきである。ボストン連銀のローゼングレン総裁は、もともとは、日本の金融危機の研究者である。そして、2010年のLSAP

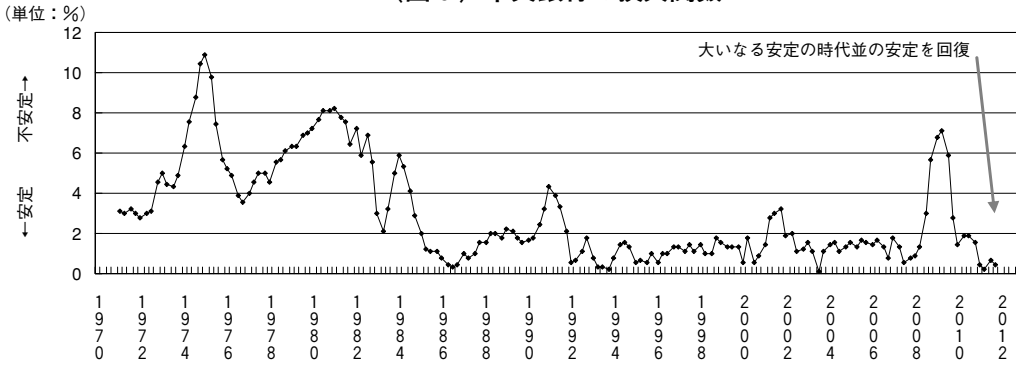
(俗称「QE2」)を主導したひとりである。また、セントルイス連銀のブラード総裁は、2010年7月の講演Bullard (2010)で、Benhabib (2001)の研究にもとづき、米国のインフレと金利の状況が、日本に近づいていることを指摘し、打開策として、英国型の証券購入による量の緩和が要ることを主張した。バーナンキ議長のとった政策は、彼らの主張に依拠したもので、そして、今日の金融システムの安定、経済変動の安定という成果を得ている。

さらに付言すると、今は、長期のゴールといているが、インフレーションターゲットに一段と近づく金融政策戦略の採用に進み、経済変動の安定を確保する制度をつくることに進んでいる。マクロ経済分析の世界では、経済変動の安定を、中央銀行の損失関数の値の推移でみるのが一般的であるが、ここへきて、安定を回復している。この安定の続いた期間こそが、大いなる安定の時代である。

### ■ 4. 欧州危機対応の進展との相乗作用

米国の金融危機対応は、今からみると、Hall (2011)の指摘による停滞要因の除去に対して対応をとってきたことになる。強い金融緩和と8,000億ドルの財政発動で、需要の落ち込みに対処した。インフレーションターゲットを意識させる金融政策戦略と、ドッド=フランク法による金融規制改革、ストレステストで将来の不安を小さくした。

(図6) 中央銀行の損失関数



(出所) 商務省、議会予算局のデータにもとづき、著者計算

そして、事実上のゼロ金利とLSAPによる非通常型の金融政策で、投資にかかる金融コストの低減を図っている。

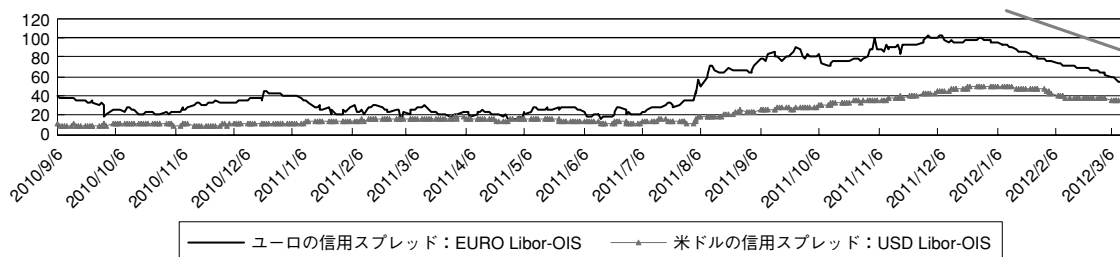
これは、危機対処のテンプレートを米国は示したということになる。そして、それは今日、欧州の危機対処に活かされている。ギリシャ、ポルトガル、アイルランドへのいわゆるバイルアウトという救援資金の提供は、財政緊縮による需要の落ち込みを軽減するところであろう。そういう言い方を欧州の人々は好まないし、落ち込みを小さくするという意味で目立たないが、ケインズ型刺激策の性格がある。ECBが、不安の低減と金融コストの低下への対処に、1兆ユーロ、期間3年の長期資金供給LTROで動いた。LTROは、多面的な効果を持つものであった。第一に、市場で資金が調達できなくなるマネーマーケットのクレジットクランチの不安を大きく引き下げた。第二に、期間を3年という長期にすることで、擬似的な資本増強といえるものがあり、金融機関の資本不足の問題を緩めた。

第三に、国債市場へのてこ入れである。ECBが直接、国債を買うことは、マーストリヒト条約の検討時点での他国財政を救援しないという理念に反するので抵抗があるが、民間金融機関が経済合理性で判断して国債を買うことは妨げられない。国債相場が崩れることが、この危機を大きくしているが、そこに手を打ったのである。LTROの果敢な行動を決断したECBは、Fedの一連の対応が効果を持ったこと、特に金融システムの安定が必要ということを意識しよう。

## 5. 結び

米国経済は復調している。それは、金融システムの安定回復によってもたらされている。それは、偶然でも、幸運でもなく、政策対応が積極的であったことが要因のひとつである。今は、経済の改善が、金融の安定化を強め、前に進む経営を促せる動きもみえ始めている。

(図7) 信用スプレッドの縮小



(出所) ブルームバーグ収録のデータによる

米欧は、当座の対応とともに、長期的な安定確保にも問題意識を明確に持っている。米国は、実質的なインフレーションターゲットで経済変動の安定の確保持続を図ろうとしている。欧州は、財政コンパクトによる財政規律の確保と、ガバナンスの強化による経済成長力の向上で、恒常的な成果を確保しようとしている。欧州の債務金融危機を対岸の火事というが、対岸の消火活動にも、本邦は注目すべきであろう。

#### [参考文献]

- ・ Phoebus Athanassiou. "Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU Some reflections", European Central Bank Legal Working Paper Series, No 10, December 2009
- ・ Andrew Atkeson and William E. Simon Jr. "The Rising Fear in Bank Stock Prices", The Wall Street Journal, November 28, 2011
- ・ Robert Barro, "The Exit Strategy for the Euro", The Wall Street Journal, January 9, 2012
- ・ Peter Boone and Simon Johnson, "Europe on the Brink", Policy Brief PB11-13, Peterson Institute for International Economics, July 2011
- ・ Macro Del Negro, Gauti Eggertsson, Andrea Ferrero and Nobuhiro Kiyotaki, "The Great Escape? A Quantative Evaluation of the Fed's Liquidity Facilities", Staff Report no. 520, The

Federal Reserve Bank of New York, October 2011

- ・ Barry Eichengreen, Exorbitant Privilege : The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford University Press, January 2011
- ・ Martin Feldstein, "Let Greece take a Eurozone 'holiday'", The Financial Times, 16 February 2011
- ・ Robert E. Hall, "The Long Slump", American Economic Review, Vol 101, April 2011
- ・ Otomar Issing, The Birth of the Euro, Cambridge University Press, 2008
- ・ Tobias Linzert, Dieter Nautz and Ulrich Bindseil, "The Longer Term Refinancing Operations of the ECB", European Central Bank Working Paper Series, No. 359, May 2004
- ・ Carmen M.Reinhart and Kenneth S.Rogoff, "From Financial Crash to Debt Crisis", American Economic Review, Vol 101, August 2011
- ・ Hans - Werner Sinn, "The ECB's stealth bailout", VoxEU. org, 1 June 2011
- ・ Hans - Werner Sinn and Timo Wollmershäuser, Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows : The ECB's Rescue Facility, CESifo Working Paper No. 3500, 24 June 2011
- ・ Hung Song Shin, "Global Banking Glut and Loan Risk Premium", The 12th Jacques Polak Annual Research Conference, The International Monetary Fund, 10-11 November 2011