

世界金融危機はどのようにして 世界同時不況を引き起こしたか

学習院大学経済学部教授 岩田規久男

2008年秋口に起きたリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけにおきた世界金融危機は、たちまち、世界を同時不況に陥れた。そこでここでは、世界金融危機が世界同時不況を引き起こしたメカニズムを検討しよう。

1 資産価格暴落による景気悪化のメカニズム

資産価格の暴落が大不況の究極的要因

金融危機はまずアメリカで発生し、それによって、それまで景気が悪化しつつあったアメリカ経済は大不況に陥った。それでは、アメリカが大不況に陥った究極的原因は何であろうか。その原因として考えられるのは、銀行などの金融機関の信用収縮が消費や住宅投資や企業投資といった内需を大きく減らしたということである。したがって、金融機関の信用収縮をもたらした要因こそが、アメリカが大不況に陥った究極的要因になる。

金融機関の信用収縮をもたらした要因は、資産価格の暴落である。また、アメリカで、消費が大幅に減少した一因も、株価や住宅価格の暴落などの資産価格の暴落によって逆資産効果が働いたためであると考えられる。それでは、資産価格の暴落はなぜ景気の悪化を招くのであろうか。

第一は、消費の逆資産効果により消費が減少することである。しかし、消費の逆資産効果だけであるなら、景気は大不況といわれるほど悪化せずに済むであろう。第二は、資産価格の暴落によって引き起こされる信用収縮である。資産価格暴落による信用収縮は次の三つの経路を通じて起きる。

- ① 資産価格暴落により、借り手の信用度が低下して、貸出が減少する。これは、貸し渋りとか、さらに、借り換えを認めない場合、貸し剥がしといわれる。
- ② 資産価格暴落により、貸し手の信用度が低下して、貸出が減少する。
- ③ 資産価格の暴落により、借り手の破綻リスクが増大して、借り入れ需要が減少する。

資産価格と信用の相乗効果

金融危機を原因とする不況は、他の原因による不況に比べて、深く、かつ、長引く傾向がある。金融危機ではない不況の原因としては、モノの過剰供給がある。この場合には、工場を閉鎖したり、採算の合わない事業を売却したり、人減らしをしたりして、供給能力を落とすことによって、景気は回復に向かう。

しかし、金融危機の場合には、設備も人も債務も総て過剰になっている場合が多い。それは、金融危機の前には、資産価格の高騰によるブームが存在するからだ。

資産価格の高騰によるブーム期には、資産価格と信用膨張が互いに相乗効果を発揮して、次

のようなことが起きる。すなわち、

a 資産価格の上昇→金融機関や企業や家計の保有資産額の増加→これらの経済主体の自己資本比率の上昇・純資産価値の増加→信用の膨張

というメカニズムである。

このようにして、信用が膨張すれば、さらに、資産価格の上昇と信用の膨張が起きる。

すなわち、

b 信用の膨張→借り入れて資産購入→資産価格の上昇

このようにして、資産価格が上昇すれば、a のメカニズムが繰り返されて、さらなる資産価格の高騰と信用膨張が、相互に相乗効果を発揮しながら、加速度的に起きる。

以上の過程で、家計も事業法人も金融機関も大きな債務を負って、実物資産（土地・住宅、設備など）や金融資産（株式や各種の債券など）に投資し、事業の拡大に伴って、事業法人も金融機関の雇用も大きく増大している。

投資が増えれば、その乗数効果を通じて、国内総生産が増大し、企業収益も人々の所得も増大する。企業収益の増加は株価を上昇させるから、a の効果を強める。株価や地価や住宅価格の上昇は消費を増大させる効果（消費の資産効果という）がある。地価や住宅価格の上昇は、土地・住宅の担保価値を高めるから住宅投資を促進する。消費と住宅投資の増大も国内総生産の増加をもたらす。

以上が資産ブームによる景気拡大のメカニズムである。したがって、何かのきっかけで、資産ブームが終わって、資産価格が下落に転ずると、信用収縮が起き、資産ブーム期とまったく逆のメカニズムが加速度的に働く。すなわち、

c 資産価格の暴落→金融機関や企業や家計の保有資産額の減少→これらの経済主体の自己資本比率の低下・純資産価値の減少→信用の大幅収縮（金融危機勃発！）→借金返済のための資産売却→資産価格の暴落

というメカニズムの繰り返しである。

この過程で、家計、事業法人、及び金融機関は過剰債務と過剰投資の厳しい調整を強いられる。事業法人と金融機関は資産ブーム期に拡大した雇用の縮小、すなわち、厳しいリストラを迫られることになる。資産ブーム期に、債務、実物資産、金融資産、雇用を余りにも増やしすぎたために、これら総てを縮小すると、消費と住宅投資および企業投資は総崩れとなり、総需要の減少が止まらず、不況は深くかつ長引くのである。

このような資産価格と信用の相乗効果を「金融加速度効果」という。

2 世界同時不況はなぜ起きたか

貿易を通じる世界同時不況

以上で、資産ブームが崩壊すると、深くかつ長い不況が訪れるメカニズムを説明した。それでは、その不況が金融危機の起きた国にとどまらず、世界同時不況に発展するのは、どういう場合であろうか。

ある国の金融危機発の不況が他の国に伝染する経路には二つある。

第一は、比較的単純な経路で、貿易である。例えば、アメリカが消費も投資も減少して不況になったとしよう。不況のため、アメリカの家計の所得も減少する。所得が減少すれば、外国製品に対する需要も減少する。投資が減少すれば、外国から設備を購入することも減少する。

これは外国から見れば、対米輸出の減少である。対米輸出の減少は総需要の減少による不況を招く。このように、ある国の不況は貿易を通じて他の国に波及する。

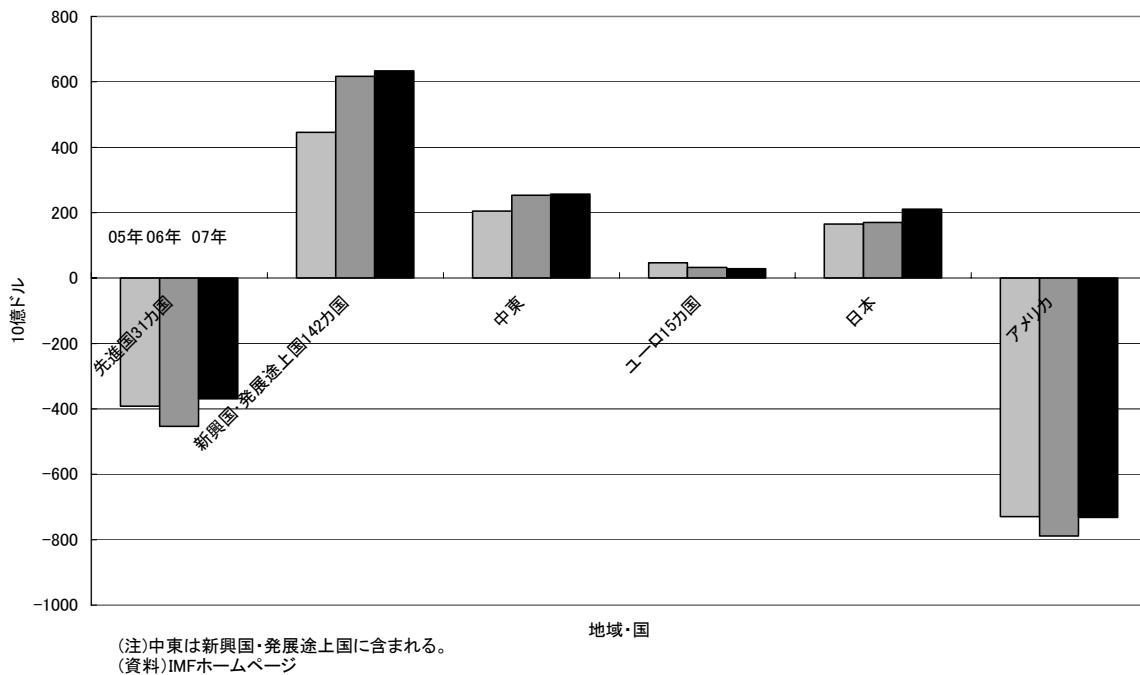
このとき、不況がどの程度外国に波及するかは、世界各国が不況の起きた国に対してどの程度輸出していたかに依存する。多くの国の輸出依存度が高ければ高いほど、不況は多くの国に波及する。

08年のアメリカ発の金融危機が世界同時不況をもたらした一因は、多くの国が対米輸出に大きく依存していたからである。

図は、最近の世界の経常収支の地域別・国別分布を示したものである。この図から、最近のアメリカの経常収支赤字の膨大さが分かる。同国の経常赤字は新興国・発展途上国とユーロ15カ国および日本の経常黒字を加えたものにほぼ一致する。

これは、アメリカ以外の世界各国が生産し、国内で消費や投資しきれなかった分をアメリカ以外の各国に輸出しても、なお余ってしまったもののすべてを、アメリカ一国が輸入していることを示している。つまり、2000年代初頭以降、世界の生産過剰分のほとんどすべてをアメリカが引き受けてきたのである。

図 世界の経常収支黒字を飲み込むアメリカ



世界と米国の経済成長を牽引した米国の旺盛な消費

2000年代に、世界と米国の経済成長を牽引したのはアメリカの消費である。2000年代の同国の消費は国内総生産の7割に達した。日本は56%であるから、アメリカの消費がいかに旺盛かが分かる。

2000年代初めのアメリカの各年の需要をすべて合計したものは、平均的に見て、同国の各年の

国内総生産の 116%に相当した。この 100%を超えた 16%分は輸入によってまかなわれた。この輸入の 6 割は消費財だった。以上から、2000 年代初めの世界の高度経済成長を需要面から支えてきたのは、アメリカの旺盛な消費であったことが分かる。

この 2000 年代初めの旺盛な消費を支えたのは、住宅価格の上昇だった。アメリカでは、エクイティー・ローンという住宅を担保にした借入れが盛んで、家計はこの借入れによって、自動車などの購入資金を調達している。

以上から、もしもアメリカの消費が大きく減少するようなことがあったら、世界は同時不況に陥る可能性が極めて高いことが分かるであろう。

金融危機の波及による世界同時不況

ある国発の金融危機が世界同時不況をもたらすもう一つの経路は、他の国にも金融危機が波及する経路である。他の国に金融危機が波及すれば、その国も金融危機発の不況に陥るからである。

08 年のアメリカ発の金融危機は、まず、ヨーロッパ各国に飛び火した。それは、ヨーロッパの金融機関がアメリカのサブプライム・ローン関連の証券に大量の資金を投資していたからである。

サブプライム・ローン関連証券にほとんど投資していなかった中欧や東欧の諸国も金融危機に陥った。それは、これらの国が資金を借りていたヨーロッパの金融機関がサブプライム・ローン関連で巨額の損失を被り、その自己資本比率が急低下したため、これらの国への貸出を急激に減らしたからである。

一方、日本の金融機関はヨーロッパの金融機関のようにサブプライム・ローン関連証券に多くは投資してこなかった。しかし、それでも、金融庁のヒアリング調査によると、08 年 9 月末現在、大手行等（日本で営業しているシティバンクや外銀信託銀行を含む）のサブプライム・ローン関連証券等（サブプライム・ローン関連ビジネスを含む）の損失は 08 年 3 月期の業務純益の 25%に達した。

世界金融危機によって、グローバルに信用収縮が起きると、借金の返済のために、まず、サブプライム・ローン関連証券のような不良資産の換金売りが殺到する。すると、そうした不良資産を保有していた金融機関等の純資産が減少するため、それらの金融機関は破綻のリスクが増大する。破綻リスクが増大すれば、リスクがとれなくなる。世界金融危機の状況で、リスクの最も大きな証券はなんといっても株式である。そのため、投資家たちは一斉に株式の売却に走った。

08 年の世界金融危機でも、9 月 15 日のリーマン・ショック以降は、世界中の株式市場で、株価が連日大きく下げ続けた。

株価が暴落すれば、株式や株式投資信託に投資している家計、企業及び金融機関のすべての純資産価値も大きく減少する。これにより、中国のように、外国からの借入れがなく、サブプライム・ローン問題自体からはほとんど影響を受けなかったアジアの経常収支黒字国も、輸出の減少の経路に加えて、信用収縮による経路を通ずる景気悪化を免れることはできなかった。

参考文献

岩田規久男『世界同時不況』ちくま新書、2009.

(いわた・きくお)