

サブプライムなくして成長なし 長期停滞論と同じ視点に立つ『負債の家』論

欧米調査部主席研究員

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- サマーズ元財務長官は「米国経済はバブルなくして成長はない」という。2人の米経済学者が著した『負債の家』も同じ視点に立ち、サブプライム・ローンが米国の消費の鍵だと指摘する。
- かつての住宅ブームでは信用度の低いサブプライムと呼ばれる人々に住宅ローンが広がり、住宅関連の消費につながった。現在はサブプライム自動車ローンが新車販売を支えているという。
- サブプライム自動車ローンだけでなく、企業向け貸出にも過熱感がある。しかし証券化市場では、満期、信用度、流動性に関する資産変換の動きは鈍く、システムック・リスクは小さいようだ。

1. バブルなくして成長なし

はじめに、サマーズ元財務長官が提示した「長期停滞論」の骨子を確認しよう¹⁾。

2008年の金融危機から6年が過ぎようとしているが、米国は未だその潜在的な成長力をフル活用するに至っていない。潜在GDPと実質GDPの差である需給ギャップは2014年4～6月期で4.5%ほど残っている（図表1の①）。さらにサマーズは、金融危機によって潜在成長率が鈍化していることに着目し、下方屈折前の潜在GDPと比べると需給ギャップは10%に達すると指摘した（図表1の②）。金融危機が引き起こした深刻な需要不足が、設備投資と労働供給の減少という供給力の悪化をもたらしたためである。

経済学には「供給は需要を生み出す」という「セイの法則」と呼ばれる考え方がある。サマーズは、需要不足に伴う潜在成長率の鈍化（潜在GDPの下方屈折）を、「金融危機後の米国ではセイの法則と逆のことが起きている」と表現した。これには「米国では需要が供給を左右しており、だからこそ需要創出が重要」という含意がある。

サマーズは続けて「米国経済は金融危機以前から深刻な問題に直面していたのではないかと問う。深刻な問題とは、金融安定性を犠牲にしなければ、完全雇用をもたらす高成長を達成し難くなっていることを指す。サマーズは、この問題によって米国経済が長期停滞（セク્યラー・スタグネーション）に陥っているのではないかと問うのである。

サマーズは、金融危機前の2002年から2007年の米国経済を振り返ることで長期停滞論という仮説を見出した。図表1の③に示すように、当時の米国経済では需給がほぼ均衡し、政策当局からみれば、インフレなき完全雇用という望ましい形の経済成長が達成されていた。しかし、その成長は住宅バブルと信用バブルに支えられていたに過ぎなかった。

そこでサマーズは「もし住宅バブルがなく、貸出基準が厳しく維持されていたら、果たして満足な経済成長は遂げられたのだろうか」と問うのである。

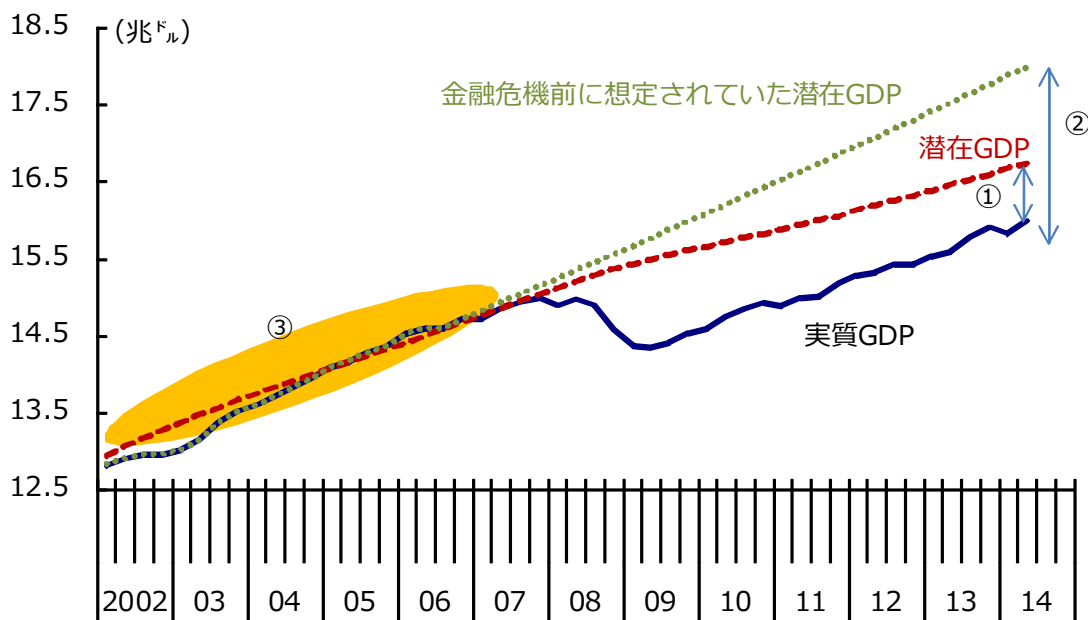
さらにサマーズは、バブル崩壊後の日本経済や、ユーロ導入後の欧州経済も同様の状況にあるとし、米国のみならず先進国全体で高成長と金融安定性の両立が困難になっていると指摘する。そしてその理由として「経済構造の変化によって貯蓄と投資のバランスが崩れ、貯蓄余剰・投資不足となったことで、完全雇用に見合う均衡金利が低下している」という仮説（長期停滞論）を提示したのである。

サマーズは「均衡金利がマイナス2%からマイナス3%ほどの水準に低下していると考えれば先進国が陥っている状況をうまく説明できる」という。金融政策によって景気を刺激するには、実質金利を均衡金利よりも低く下げる必要がある。実質金利は名目金利（政策金利）からインフレ率を引いたものだ。しかし、名目金利はゼロ以下には下げられない。これは「ゼロ下限制約」と呼ばれる。また先進国のインフレ率は低い。そうした結果、先進国では実質金利の低下余地が限られることになり、十分な金融緩和ができない。金融政策では需給ギャップが大きくプラスに転じるほど景気を刺激することはできなくなっているというわけである。一方、金融緩和に伴う低金利政策によって、投資家のリスク・テイクが助長され、バブルが膨らんでしまう。

2. サプライム向け貸出が個人消費の鍵

「もはや米国経済はバブルなくして成長はあり得ない」というサマーズの診断は、ほかの識者の主張によっても裏付けられている。『負債の家』²を著した2人の経済学者らによれば、金融危機前の住

図表1 米国の潜在GDPと実質GDPの推移

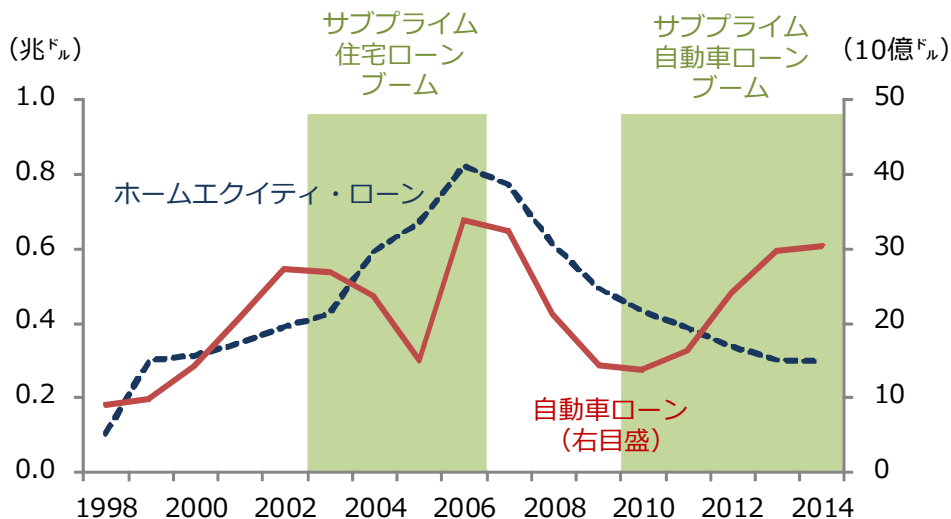


(資料) 米国商務省、議会予算局 (CBO)、みずほ総合研究所

宅ブームと同様、今次景気回復も、信用力の低いサブプライム層と呼ばれる人々向けの信用ブームがけん引しているという。

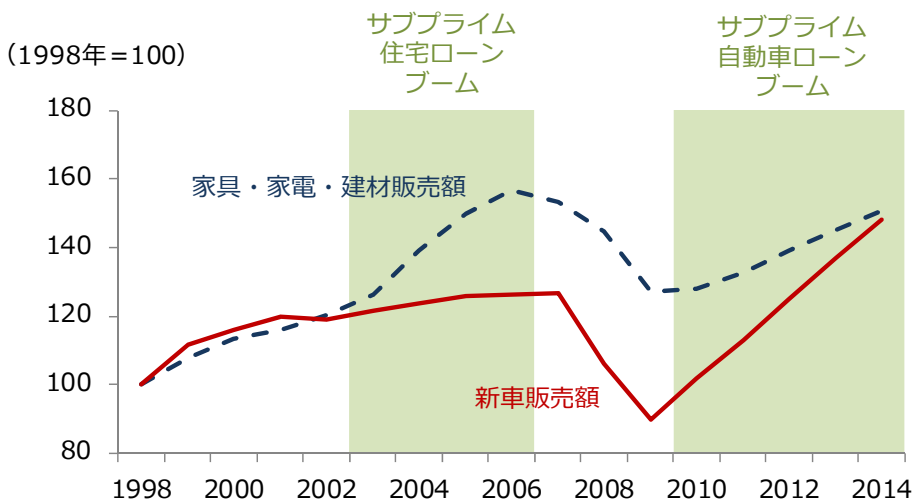
図表2は2種類のサブプライム向けローンを担保とする資産担保証券（ABS）の発行残高を表している。2003年から2006年にかけては、サブプライム向けのホームエクイティ・ローンを担保とするABSの発行残高が増えており、サブプライム住宅ローン・ブームが起きていた様子が確認できる。また2010年以降はサブプライム向けの自動車ローンを担保とするABSの発行残高が増えており、サブプライム自動車

図表2 サブプライム向けローンを担保とする資産担保証券（ABS）の発行残高



(注) 2014年は3月末実績。
 (資料) SIFMA、みずほ総合研究所

図表3 サブプライム向けローン・ブームがけん引する個人消費



(注) 小売販売額。2014年は1月から直近までの実績の前年比伸び率から筆者計算。
 (資料) 米国商務省、Houseofdebt.org、みずほ総合研究所

ローン・ブームが起きていることが分かる。2014年上期までのサブプライム自動車ローンの動向について、格付け会社S&Pは「すでに金融危機前の水準に近い」と指摘している³。

図表3は、こうした2つのサブプライム・ローン・ブームの下で、それぞれブームと関連の深い消費が伸びていることを示したものである。サブプライム住宅ローン・ブームが起きた2003年から2006年にかけては、住宅関連の小売販売額（家具・家電と建材）は大きく拡大した。住宅ブームに替わって2010年ごろからは、サブプライム層向けの自動車ローン・ブームと共に新車販売額がV字回復を遂げている。

3. 冷えたボイラー・ルーム

サブプライム自動車ローンに加え、投資適格以下の企業向け信用にも過熱感が見られる。しかし、2008年以前の信用バブルに使われた複雑な証券化の動きは鈍い。『負債の家』のボイラー・ルームはまだ冷えたままである。

証券化市場の資金フローを2006年と2014年上期とで比べてみよう（図表4）。2006年には住宅ブームを背景に2.6兆ドルにのぼる住宅ローン担保証券（MBS）が発行され、3,000億ドルほどが債務担保証券（CDO）に組み入れられた。企業関連でも8,000億ドル近いレバレッジド・ローンが組成され、そのうち1,700億ドルほどがCDOに組み入れられた。様々な資産を取り込んだCDOは、2006年には世界全体でおよそ5,200億ドル発行された。CDOの資金調達手段でもある資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）の発行残高をみると、同年の米国では前年比で約2,300億ドル増加している。

2006年には、本来は満期が長く、信用度が低く、流動性が低い様々な資産が、CDOを媒体として、満期が短く、信用度が高く、流動性も高いABCPへ、次から次に変換されたわけである。証券化市場は、熱い水蒸気に満ちたボイラー・ルームの様相を呈していたと言えるだろう。

2014年上期もボイラー・ルームが稼働していないわけではないが、2006年のような熱気はほとんどない。2014年上期には2006年を大きく超えるおよそ1兆ドルのレバレッジド・ローンが組成されたものの、CDOの発行は1,300億ドルと2006年の1/4に留まった。

サブプライム向けや、投資適格以下の企業向けの信用が増えていることから、今後、景気減速時の損失拡大や格下げなどに警戒が必要であるとみられる。しかし、証券化市場の資金フローをみると、先の信用バブルをもたらした満期、信用度、流動性に関する資産変換の動きは相対的に鈍い。不良債権化のリスクがある資産と短期金融商品との結びつきが小さいということは、短期金融市場が資産投げ売りに見舞われるようなシステミック・リスクは現段階で小さいことを示唆している。

図表4 証券化市場の資金フロー

(単位：10億ドル)

2006年の証券化動向		世界	米国
		CDO	ABCP
米国		521	231
MBS	2,593	⇒ 308	
ABS	268		
社債		25	
投資適格債	912	⇒	
ハイイールド債	147	⇒ 1	
ローン		172	
投資適格ローン	901	⇒	
レバレッジド・ローン	788	⇒	
2014年上期の証券化動向		世界	米国
		CDO	ABCP
米国		130	0
MBS	1,146	⇒ 59	
ABS	244		
社債		1	
投資適格債	1,188	⇒	
ハイイールド債	338	⇒ 0	
ローン		70	
投資適格ローン	994	⇒	
レバレッジド・ローン	1,084	⇒	

(注) 新規組成ベース。ただしABCPは前年差。CDOの合計には記載したもの以外も含まれる。
 2014年上期実績は年率換算。ただしMBS、ABS、社債、ローンは7月分を含む。
 (資料) SIFMA、FRBなどよりみずほ総合研究所作成

¹ Summers, Lawrence H. (2014) "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound," *Business Economics*, Vol. 49, No. 2, National Association for Business Economics
² Mian, Atif and Amir Sufi (2014) *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again*, University Of Chicago Press, May
³ Standard and Poor's (2014) "As Subprime Auto Lending Heats Up, ABS Transactions Remain Adequately Protected Against Increasing Credit Risk," *RatingsDirect*, July 22

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。