

みずほレポート

2011年10月27日発行

日本化現象のグローバル化

～日本化現象は日本固有のものではない、

日本化現象が世界にもたらすものはなにか～

みずほフィナンシャルグループは
「お客様のより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」
をめざします。

Channel to Discovery

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所株式会社 市場調査部
電話 (03) 3591-1296 まで

本資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、法務・貿易・投資等の助言やコンサルティング等を目的とするものではありません。また、本資料は、当社が信頼できると判断した各種資料・データ等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。利用者が、個人の財産や事業に影響を及ぼす可能性のある何らかの決定や行動をとる際には、利用者ご自身の責任においてご判断ください。

要旨

1. 今日、欧米で議論される日本化現象とは経済停滞の長期化を指すが、それは日本固有の現象ではなく、信用バブル崩壊とその調整における普遍事象との認識。2007 年以降バランスシート調整を迎える欧米に対し、日本は 1990 年以降先行しているに過ぎない。
2. 日本のバブルが企業中心であったのに対し、米国はサブプライム問題に象徴される家計の不動産バブルが出发点、欧州は「サブプライム」に相応するギリシャをはじめとする PIIGS 諸国の国そのもののソブリン問題に南欧の不動産バブルが加わる複合状況。通常、国レベルの調整は外需依存で行うが、主要国欧米の同時調整で、欧州はユーロという共通通貨の下、自国通貨下落のサポートを受けることが困難という制約を抱える。日本の調整は約 15 年を要したが、米国は早くても 2010 年代半ば頃まで、欧州は 2010 年代後半まで調整を要すると展望。
3. バランスシート調整下においては信用収縮に伴う資金需要低下から貸出の縮小、政策金利の低金利据え置き、長期金利の低位安定が発生しやすいことが特徴。日本化現象での金融機関の運用においては株式から債券へのアロケーション・シフトが生じやすく、銀行を中心に長短金利差をキャリーとして確保することが基本。同時に、金融危機のなか、預貸率を低下させ、流動性安定を示すことが安定性評価のメルクマールに。
4. バランスシート調整では、バブル期に存在した高い期待を引きずる国民とバブル崩壊の現実との乖離が社会の不満と政治の不安定さをもたらす。日本の 1990 年代以降の政治状況はその典型例だが、2007 年のバブル崩壊から 4 年が経過した欧米では 2012 年にかけてその不安定さが顕現化する面も。ニューヨーク発のデモはその兆し。日本化現象はグローバルな幅広い社会現象への広がりをもつ。
5. 日本の企業と金融機関は過去 20 年余のバランスシート調整でデ・レバレッジとデフレ・マインドに陥っている。世界中の信用拡大期にはその低成長・低収益性で「ジャパン・パッシング」を受けるガラパゴス状況だった。一方、日本化現象の先進国である日本は、欧米の信用収縮が続く「氷河期」にも耐えうる「種」として「進化」した面もあり、足元の円高を活かして海外での売却資産を取り込む「逆転の発想」も可能。

(常務執行役員	チーフエコノミスト	高田創)
(市場調査部	シニアエコノミスト	武内浩二)
(市場調査部	エコノミスト	山崎亮)

目次

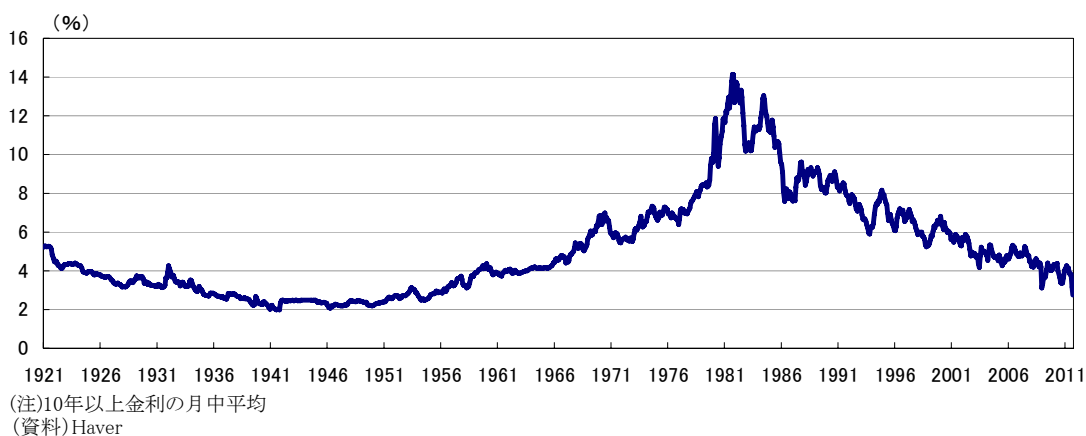
1. はじめに —1970年代以降の潮流の転換	1
2. 日本化現象とはバランスシート調整だった	4
3. バブルの3都物語	17
4. バランスシート調整の症状	29
5. 日本化現象はいつまで続くか	36
6. 日本化現象の投資へのインプリケーション	46
7. 「日本化」が及ぼす広がりの世界	57

1. はじめに —1970 年代以降の潮流の転換

9 月後半、米国の 10 年金利は一時 1.6% 台の水準に低下した。この水準は大恐慌の後の状況を引きずった 1950 年前後以来、約 60 年ぶりの水準だ。金融の市場化がいち早く進んだ米国には金融市場に習熟した市場参加者が多いが、そうした豊富な市場経験をもった人たちでも今日、現役世代で足元の水準を体験したものは殆どおらず、まさに、未体験のゾーンに突入した考えることができる。すなわち、過去の自らの経験が及ばない環境になったと考えることができる。一方、日本の債券市場に従事する市場参加者は 1990 年台後半から、すでに 10 年以上も「古今東西」前人未踏の未体験ゾーンを体験してきた。

以上の米国での債券市場とそれを取り巻く市場参加者の状況も、最近、話題になる「Japanisation」（日本化現象）の一種と考えることもできるだろう。日本の市場関係者や政策担当者は、まさにこの未知のゾーンを 10 年以上生き抜いてきた。日本銀行が行った量的緩和も時間軸政策も実務上は日本が初めて導入したものだった。とかく、日本の金融関係者は金融の習熟度（financial literacy）に劣るとの表現をされることがあるが、日本の金融関係者は、こうした未体験ゾーンでの金融の習熟度に関してもっと自信をもってもいいのではないか。

図表 1 米国の 10 年金利推移



金融も含めた経済学は、過去の経済事象を抽出し理論化することで成立してきた。なかでも今日、我々が教科書とするような投資理論は主として金融の市場化と信用拡張が急速に進んだ 1970 年代以降に成立したものであり、その歴史はせいぜい 40-50 年に過ぎない。投資分析の教科書の最初にでてくる、CAPM（資本資産価格モデル）等の理論もこうした金融の潮流のトレンドのなかで生まれたものだ。そもそも、無リスク資産として国債が位置

付けられるなか、先進国のなかでもソブリン・リスク不安が生じて国債の価値が揺らぐような世界は想定されていなかった。

日本を除き、この 40-50 年の欧米市場において欧米の株式市場は右肩上り状態が続き、リスク性の商品を開発して投資する正の循環が続いた。今日の教科書的な投資理論もこうした欧米での右肩上がり経済状況を前提にしてできた面が強い。仮に、資産配分で株式の比率を高め、リスク性商品に向かうことが金融の習熟度であるとすれば、確かに日本人の習熟度は低いとされる。しかし、日本が 10 年以上も「未体験」のゾーンにあったことを考えれば、あながちそうとも言い切れない面もある。むしろ、今度は「未体験ゾーン」のなかで欧米の市場参加者の習熟度が試される局面である。

2011 年 7 月以降、急速に海外のメディアで「Japanisation」（日本化現象）という概念が話題になった。約 1 年前にも、類似した概念が市場で話題になり、筆者が昨年 2010 年に発表した『世界国債暴落』¹のサブタイトルは「世界を蝕む日本化現象」とした。昨年、夏にかけて米国では一部にデフレ不安が生じ、2010 年 11 月に行われた F R B の量的緩和第二弾（以下、Q E 2）はまさにデフレを回避させるためのものだった。現実には、Q E 2 に伴って株価は大幅に回復し、さらに原油価格が上昇に転じたことで、逆に、インフレ懸念も生じた。その結果、2011 年初にはデフレや「Japanisation」という概念は殆ど目にされない言葉になっていた。それが再び、亡霊のように市場の話題に浮上したのが 2011 年 7 月以降である。欧米の有力メディアは、以下のように昨年以上の頻度でそろって「日本化」を取り上げるようになった。

(2011 年後半の欧米メディアの「Japanisation」（日本化現象）記事)

Forbes (7/29) ” The Japanization of the world economy”²

The Economist (7/30) “Tuning Japanese”³

The Asian Wall Street Journal (8/15) “This time , maybe U.S. is Japan”⁴

Financial Times (8/20) “West shows worrying signs of “Japanisation” ”⁵

2011 年、改めて「日本化」の言葉が用いられるようになったのは、欧米市場での先行き見通しが大幅に下方修正されたことが大きい。7 月以降、米国においては債務上限問題が政治問題化し、さらに 8 月には S & P 社が米国国債を格下げするに至った。加えて、2012 年の大統領選挙を展望し、オバマ大統領の批判勢力である共和党の戦略としても、「Tea Party」の動きに示されるように、財政緊縮バイアスを強めて景気の足を引っ張ることを戦術にし

1 高田創・柴崎健・石原哲夫 (2010) 『世界国債暴落 ―世界を蝕む日本化現象』 東洋経済新報社

2 <http://www.forbes.com/sites/panosmourdoukoutas/2011/07/29/the-japanization-of-the-world-economy/>

3 <http://www.economist.com/node/21524874>

4 <http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904823804576504684049286002.html>

5 <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c86470b2-ca7b-11e0-94d0-00144feabdc0.html#axzz1bqbQy4Bw>

やすい。みずほ総合研究所は2011年8月に発表した2011年と2012年の米国の成長率見通しをそれぞれ、+1.6%（前回+2.5%）と1.4%（前回+2.1%）に下方修正させ、さらにコモディティ価格の見通しを大幅に引き下げた⁶。その主因は底流でバランスシート調整が続く中、財政緊縮が制度化・政治化して加わることを重視したことにある。

今年、当社が米国経済の見通しを大きく下方修正したのは、必ずしもジャーナリスティックに取り上げられる2008年のリーマン・ショック再来や、目先の経済の腰折れ、リセッション、ダブルディップ等で示されるような状況を想定しているものではない。むしろ、2011年後半にかけ一時的な米国経済のリバウンドも想定している。問題はその先の2012年や2013年も展望した経済の中期的視野での停滞を市場参加者が次第に認識し始めたことにある。先述のForbesの記事では、「Japanisation」が指すことは欧米の経済がリーマン・ショックのようなクラッシュではなく、日本が1990年代以降体験してきたような経済停滞が「長期化」することにあるとしている。こうした、経済の停滞の長期化への不安が今年になっての大きな変化である。

筆者はここ数年にわたって、Japanisation（日本化）という表現を用いながら、実は、それはミスリーディングな表現だとも感じてきた。足元、欧米で生じた経済停滞の長期化は決して日本特有の現象ではなく、バランスシート調整が生じたときの普遍的な症状ではないかと思っていたからである。近年話題になったロゴフ・ラインハートの『This Time Is Different（邦訳、国家は破綻する）』では国家ベースの危機事例がバランスシート調整の事例として紹介される。そこでのインプリケーションは、バランスシート調整によって生じた金融危機は国家ベースの債務問題に次元を移し、長期の経済の停滞をもたらすことにある。それは、従来から抱いてきたバランスシート調整に関する見方とも類似点が多い。

2011年9月にIMFは定例の国際金融安定性報告書を発表しているが、そこでの中心論点も過度な信用拡張のあとに生じる金融システム、ソブリン問題が長期にわたって経済の停滞をもたらすことにある。さらに、各国の政治プロセスのなかで対応が困難になることへの警鐘も論じられているが、こうした論点も本論で話題にしたい点である。

これまで、米国は2007年に生じたバランスシート調整以降、2009年のQE1、2010年のQE2と金融面での緩和に財政拡張も加えたカンフル剤を処方することでデフレ意識に陥るのを回避しつつ、一時的な株高を演出してきた。今年、2011年後半も再び市場が金融緩和のカンフル剤を期待するモードに転じてきた。しかし、インフレ懸念の残存で従来のカンフル剤を処方しにくい環境にあるのと同時に、その効果に対するペシミズムも生じている。さらに、政治環境も含めた政策の手詰まり感が意識されてきたのが特徴だ。

6 みずほ総合研究所（2011a）「2011・12年度内外経済見通し」みずほ総合研究所2011年8月17日、及び、（2011b）「2011・12年度内外経済見通し（2011年4～6月期GDP2次速報後改訂）」みずほ総合研究所2011年9月8日を参照いただきたい。

2. 日本化現象とはバランスシート調整だった

前段で議論された「日本化現象」を普遍的な現象として位置付けるとすれば、それはバランスシート調整ではないかというのが本論の出発点である。2011年の東日本大震災も含め、内外経済の問題は、結局、「資本問題」として議論してきた。過去をさかのぼっても大震災の後に大きな経済面の影響を引きずったのは、「天災」が「人災化」して、資本問題に「感染」してしまったからと議論してきた⁷。

現在の米国経済の状況、欧州の債務問題も、日本のバブル崩壊後の状況も形態は異なっても基本的にはバランスシート調整にある。歴史をさかのぼれば、1930年代以降の世界大恐慌もバランスシート調整である。また、今日、震災後の被災地における状況もバランスシート問題であり、それに伴う電力会社の問題も個別企業ベースでのバランスシート問題に他ならない。以上の観点から見て、これらのバランスシートの問題は多くの共通となる基本形をもったシンプルな構造だと考えてきた。しかし、現実にはバランスシート問題はなかなか説明が難しいもの、なかでもメディアでは一般の方々に理解されにくかったとの印象を抱いてきた。

1990年代以降、過去10年余りにわたりテレビ等でのメディアから受けた印象はテレビではバランスシートの説明はできない、仮に説明をしようとしても受け入れられにくいというものだった。同じような会計の議論でも、損益計算書、「損失か利益か」、さながら「白か黒か」の世界は、一瞬の映像で人々の理解を求めるテレビでわかりやすい。しかし、バランスシートのように画面に広がりがあると、そもそも、その説明を行う場合のフリップも作りにくい。しかも、バランスシート調整を説明する場合には、複数にわたるバランスシート間での信用仲介を伴う。そこで幾つもの経済主体のバランスシートを複数登場させたものには、まず間違いなく、「こんなフリップは使えません」とされてしまう。

また、バランスシート調整の議論は新聞でも一般的には難しいのではないか。新聞でもバランスシート調整を説明するには、囲みの解説で特別に説明を行う必要があるが⁸、それはなかなか一般紙では難しい。一方で、最近は「バランスシート問題を抱える」等の用語が通常のメディアでも単独で登場するようになっており、実際にはどこまでその本質が理

7 東日本大震災に対する提言として、高田創（2011）「過去2回の大震災の3共通点、「円高デフレ・金融危機・政治不安」は回避可能か ―バランスシート問題に不可欠な「三位一体原則」」（日本証券アナリスト協会 『震災・復興に対する市場からの提言』 2011年6月17日）を参照いただきたい。

8 日経ヴェリタス（2011/9/25）の囲みでは以下の説明が行われていた。「企業が過剰な設備や資産の売却と負債の返済を進め、収益力の回復を目指す行為。資産と負債の両建てで膨らんだバランスシート（貸借対照表）をスリム化することからこう呼ばれる。最近では過剰な住宅ローンに苦しむ米国の家計部門に対してもしばしば使われる。継続的上昇を期待した資産価格がひとたび下落基調に入ると、企業や家計は投資や支出を削減する。それが、一層の資産価格や物価の下落を招き、調整を長期化させる悪循環に陥りがちだ。」

解されているのかはわからない。従って、メディアではせいぜい経済専門の週刊誌で、その説明に何ページかを割くことができるような媒体でないと説明ができないように見える。

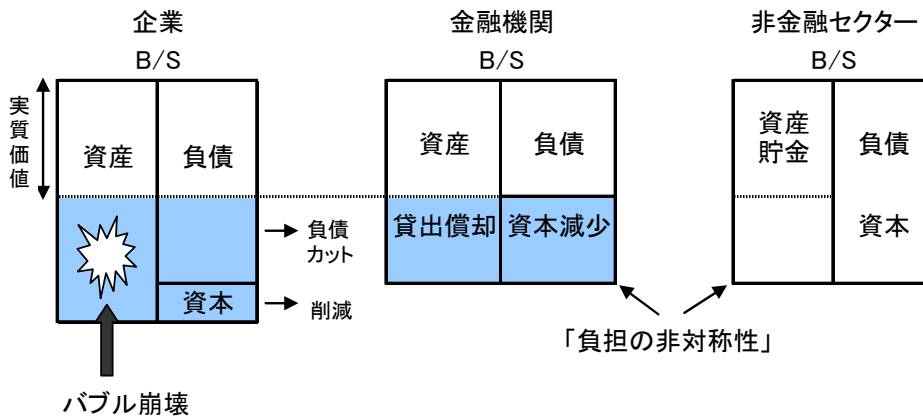
現実には、日本では過去 20 年の課題がバランスシート問題であり、その問題は一般国民にとっても極めて重要な問題であった。しかも、このバランスシート問題に起因して、政策対応を政治の意思をもって行わざるを得ない状況下、国民の合意形成が不可欠であった。具体的事例とすれば、1990 年代後半の金融システム問題で金融機関へ公的資金をつぎ込むには国会を中心とした場での対応が求められ、そこでの本質はバランスシート問題であった。しかも当時、それまでは専門家だけの世界であった金融問題が「政治化」し、日曜の午前等のテレビ討論番組主導で世論形成がなされる状況が続いた。バランスシート調整には、対応に向けた政策の発動を必要とする観点から、問題が「政治化」されやすいという特徴があり、昨今米国のウォール・ストリートで金融機関批判のデモが生じている背景にも、公的資金を投入したにも関わらず十分なリストラがなされていない点などがある。

日本の公的資金問題は 10 年以上も前の「昔の話」になったが、現代的な問題である震災に伴う二重ローン問題や電力会社の問題等、バランスシート問題は再び顕現化している。しかし、そこへの十分な理解がなされているようにも思えない。この問題が欧米の経済に止まらず、いまや社会や政治環境にも急速に波及する広がりを見せている。

そこで、バランスシート問題の基本を以下で考えることにしよう。そもそもバランスシート調整とは、基本的に信用拡大で各経済主体（企業、金融機関、非金融セクター（多くの場合、家計））のバランスシートが資産・負債の両サイドで拡大するが、一旦、資産価格が下落した場合、負債が残存することによって生じる資本への調整圧力のことである。信用拡大の局面では、通常、過大な期待に伴い、急激な信用拡張が生じている。ただし、バランスシート問題は、資産価格が上昇している過程では決して表面化せず、一度、下落に転じた段階で生じる。

次の図表でみたバランスシート調整は、資産価値が消失する一方で負債は残存し、バランスシートの右と左の「ギャップ」が発生することから必然的に深刻な資本不足が生じる結果、それが金融システム問題に波及する。一方、通常、家計を中心とした預金の価値の毀損は許されないが（図に示した「負担の非対称性」の議論）、貸出資産は不良債権として価値が毀損することで金融機関の負担問題になる。バランスシート調整では、①債務者問題→②金融機関問題→③政府債務（国債）問題、として段階的に問題が生じる。

図表 2 バランスシート問題の概念図



(資料)みずほ総合研究所作成

90年代に、よく一般的に聞かれた議論として、「バブル崩壊でもなんら問題はないではないか、株・不動産の価格が急落しても、また元に戻っただけのことだ」という見方があった。ここで、信用拡大がなく、たとえば、個人が自らの手持ちのお金を不動産につぎ込んだだけで、その不動産価格が上昇して元に戻ったなら、確かに「元に戻った」だけのことでなんら問題はない。しかし、通常のエconomic活動には「信用」が不可欠で、金融機能で貸出等の形で信用が拡大した場合、負債も同時に大幅に拡大する。バランスシート調整では資産の価値が毀損しても、負債はそのまま残ることに伴う現象であることが殊のほか理解されていない。その結果、先に示したように、「上がったものが元に戻っただけではないか」との表現がいまだに横行する。

換言すれば、バランスシート調整の前提には金融活動、信用活動が存在する。バブル局面では過大な期待に沿った信用拡大が生じていることになり、その期待の反転・反動でバブル崩壊、バランスシート調整が生じることになる。

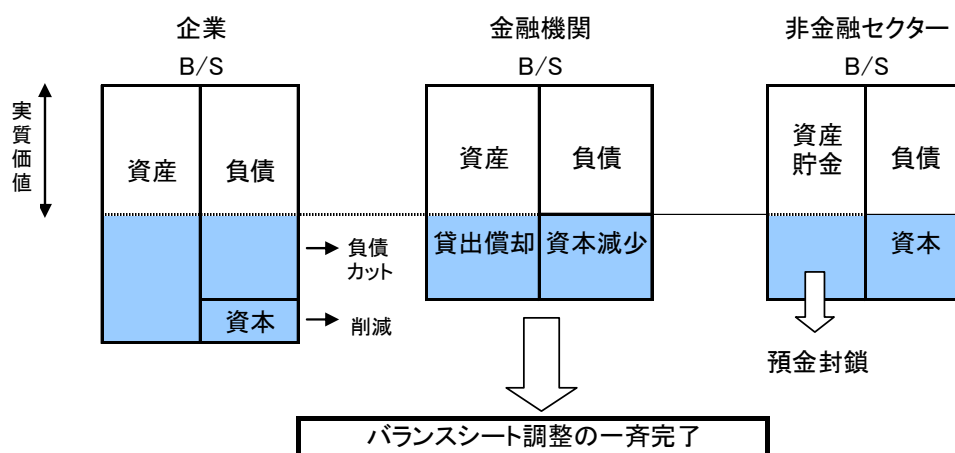
日本のバブル崩壊後のバランスシート問題はこの10年余り、我々が最も関心をもって取り組んできたテーマでもあった。2003年にバランスシート問題を取り上げた『金融不況脱出』(高田・柴崎著)⁹の冒頭で議論したのは、1990年代以降のバブル崩壊で喪失した日本の国富の対GDP対比の水準は、第二次世界大戦での消失度合いよりも大きかったとの問題提起であった。そこまで巨額な損失が生じているとの認識がないまま、その対応が政治過程でも行われぬままに生じた状況が「日本の失われた10年」だった。いまや、日本はそれほどまでの損失、ショックに見舞われたにも関わらず、自国のなかで単独で、しかも

9 高田創・柴崎健(2003)『金融不況脱出』日本経済新聞社

経済の恐慌や社会の暴動もなく対応してきたことの再評価も生じるかもしれない。

なお、第二次世界大戦後のバランスシート調整は極めて単純であった。すなわち、先に示したバランスシートの概念図では以下のように、資産価値の毀損した部分を、全部のバランスシートで一気にカットする対応を行ったからである。ただし、この場合、預金者の預金も毀損していることに留意が必要であり、第二次大戦後は「預金封鎖」の形で行われた。

図表 3 バランスシート調整概念図（第二次大戦後）



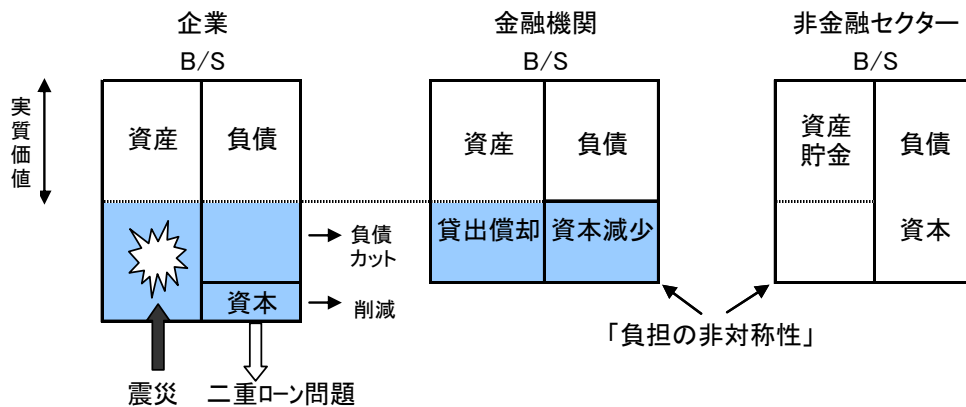
(資料)みずほ総合研究所作成

ただし、以上のような預金封鎖は「平時」で行うことは不可能で、敗戦後の「有事」にあって国民的な合意（諦め）が存在したから行えた政策であった¹⁰。後段で過去のバランスシート調整事例を総括し、日本の戦後の対応が最もうまくいったケースとして改めて紹介するが、それは今日の「平時」の環境においてはなかなか再現しにくい対応でもある。

日本の1990年代以降のバブル崩壊は過度な信用拡大によって生じた資産価格の高騰の反動で価格が下落したことで生じたが、今回の東日本大震災のような問題は、大震災に伴い資産価値で実物資産そのものが物理的にも消失したことによって生じたバランスシート問題である。その差は、資産の毀損が会計面で生じたか、物理的に毀損したかに過ぎない。

10 当時の預金封鎖は第二次世界大戦後、GHQの権限によるポツダム勅令によって、当時の国会によらず超政治的に行われた。一方、今日、政治プロセスで議論を行えば、時間が経過するなかで銀行の預金流出と資本逃避が生じてしまう。同様の事例の難しさは、ギリシャのユーロ離脱論にもあてはまる。

図表 4 バランスシート調整概念図（震災事例）



(資料)みずほ総合研究所作成

バブルとその破裂は人間の性（さが）のようなものであり、それをどう管理するかが、有史からの経済の歴史だった。バブルの前提となる信用の拡大は金融の「レバレッジ」ともいえるように、自らもっていない資金を活用することである。我々が経済史を学べば、常に信用拡張とその反動による調整が繰り返されていた。人間にとってこの信用とは人間が持ち得る最も本源的な欲求の一つと考えることもできる。したがって、経済の歴史は過度な信用拡大と恐慌を繰り返す失敗に対応すべく、信用拡張を抑制する制度作りの歴史でもあった。

そもそも、銀行規制は信用を供与できる銀行に規制をかけることを目的としてきた。従って、銀行以外のところが信用供与を与えることも規制すべく、一般からの資金を集める預金的手段は規制を受けた銀行にしか認めてこなかった。また、海外からの資金を確保できるような外貨の調達手段も限られており、第二次大戦後、国際通貨として機能したドルは金との裏づけをもつ、金本位制の色彩を残していた。

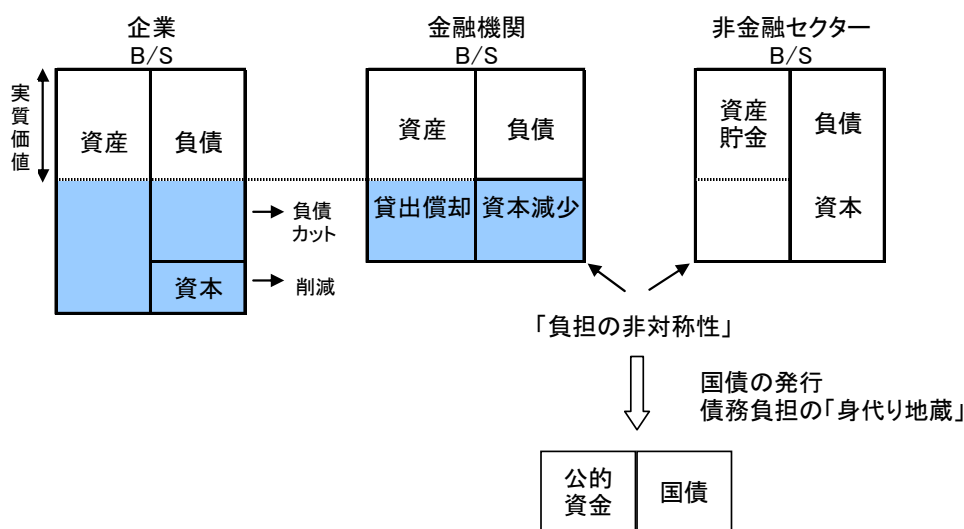
しかし、過去 40 年余りの金融の歴史は「金融イノベーション」¹¹として銀行以外の主体の金融仲介を拡大させるルートを志向して信用拡大が行われ、グローバルにはドルと金との裏づけを切り離して、ドルが世界中にばら撒かれる状況で信用が一層拡大した。過去 40 年以上、様々な次元での金融への自制的な桎梏を解き放つことを繰り返してきた結果が、今回のグローバルなバブル崩壊の原点である。

11 バブルが生じるときは必ず、「イノベーション」に対する「神話」が生じ、その結果、過大な期待と信用拡大の結果、資産価格高騰が生じることになる。日本のバブル期では、日本は国土が狭く、東京の不動産価格は低下しない等の「神話」があった。米国でも、人口動態における拡大持続を背景に米国不動産価格は下落しない等の神話がつい最近まで語られていた。2008 年 7 月に 1 バレルあたり 147 ドルまで上昇した原油価格でも、「ピーク・オイル論」で原油価格は下がらないとの神話が存在した。

人類には様々な欲望があり、その本源的な欲望の一つが「信用」であり、それが、経済拡大の原動力「レバレッジ」として機能するが、その行き過ぎへの「神の怒り」が歴史的にバブル崩壊として繰り返されてきた。「日本化現象」とは、行き過ぎに対する神の怒りの一種とも考えられる。

ここで、バランスシート調整における国債の姿を考えてみよう。筆者は長らく、国債は過大な債務を肩代わって膨れ上がった「身代わり地蔵」として説明してきた。国債はバランスシート調整に伴う損失処理のプロセスのなかで、段階的に「時間を確保して対応する器」の機能を果たす。悪く言えば、債務問題の「先送りの道具」として機能してきた。日本の1990年代以降のバブル崩壊初期に、企業の過剰問題として債務、設備、雇用が「過剰3兄弟」として議論された。それから20年近くが経過し、日本企業の債務負担は軽くなった「筋肉質」の状況にある。一方、債務負担の肩代わりの結果、国債残高が巨額に上っているのは承知の通りである。先述のように、90年代以降の国富消失規模が第二次大戦を上回る未曾有の規模であったなか、その債務負担の肩代わりが必要であったとすれば、今日の国債残高が巨額に上るのも無理はない。

図表 5 バランスシート調整と国債概念図

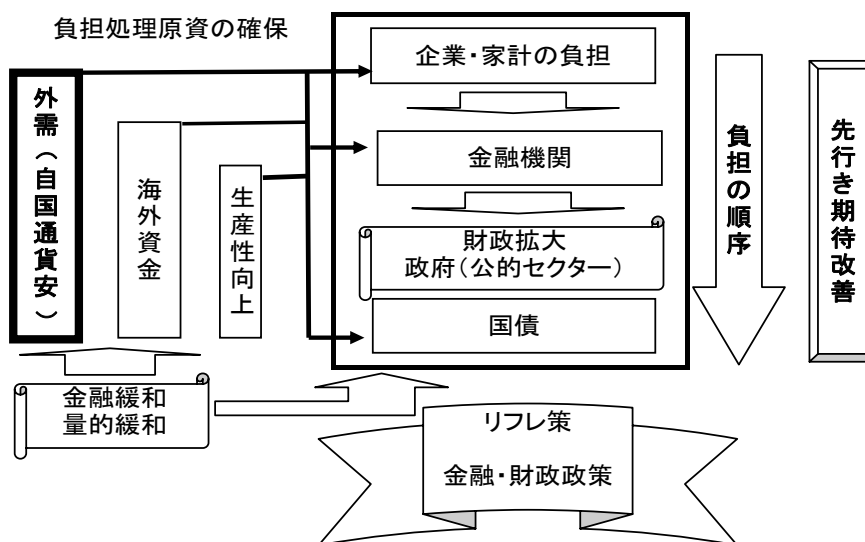


(資料)みずほ総合研究所作成

図表 6 も、1990年代から用いてきたバランスシート調整の「段階的な」概念図である。バランスシート調整の基本形は3原則に示される単純な構造である。すなわち、バランスシート調整で資本が毀損した場合には、3原則、すなわち、①債務の肩代わり、②債務処理

原資確保（多くの場合は自国通貨切り下げ）、③先行き期待改善のパッケージである。まず先に、①の国債を用いた「肩代わり」が行われる。同時に、債務の肩代わりには時間を確保したなかで、以下の図表の左側に示される債務負担処理の原資を確保して損失処理を行うことが必要になる。通常、負担処理の原資には、国ベースでの調整上は海外への依存がほとんどで、その場合、自国通貨切り下げ政策がとられる。昨今、グローバルで話題になるロゴフ・ラインハートによる著作『国家は破綻する』でも、自国通貨を切り下げて対応したケースが示される。

図表 6 バランスシート調整の概念図



(資料)みずほ総合研究所作成

自国通貨の切り下げは上の図の左側の債務償還原資確保の切り札であり、過去の国家ベース（ソブリン・ベース）での対応では殆どこの手段がとられてきた。ただし、理想的には図にも描かれるように、新商品開発や生産性改善等で新たな市場を確保することも選択肢となる。いずれにしても、その発想は、バランスシート調整を起こした当該国の内需が回復しないなか、その他の地域からキャッシュフローをいかに確保して当該国の債務を償還させるかにある。自国通貨切り下げは、市場からのキャッシュフロー確保を価格戦略で行うことを意味する。新製品は、新たな市場を確保する手段でもある。また、市場を確保する観点から「保護主義」の手段が取られることも多い。

先の、バランスシート調整における 3 原則の最後、先行き改善は資本問題としてのバランスシート調整においては不可避な項目となる。先の概念図にも示されるように、バラン

スシート調整の発端はバランスシートにある資産価格下落で生じ得る現象である。バランスシート調整においては資産価格が重要であり、その価格形成上、最も重要な要素は先行き期待となる。しかも、その見通しを、実現性をもって示すことが必要になる。先行き期待の形成は、経済主体のマインドに依存するものだが、過去の体験や履歴を伴うだけに、一度、マインドが低下するとなかなか元に戻しにくい。日本は過去 20 年近い調整によってマインドが低下してしまった状況にある。

次に、実際にどのようにしてバランスシート調整が進むか、また、現実にはどこにその制約が存在するかを考える。実際には、負担の肩代わりを中心に、通常の平時の環境から「危機」モードのなかでの対応が必要になる。では、どうしてバランスシート調整には「危機」のモードが必要になるのだろうか。ここではたとえ話で、バランスシート調整を取り巻く社会的・政治的環境を考えることにする。

債券を中心に運用するディーラーAがいたとしよう。運用手段は基本的に日本国債（JGB）で安定的に稼いでいたが、会社の方針で日本以外の債券（外債）でも運用することとなった。こうしたなか、たとえば、リーマン・ショックのように海外市場で「100年に一度」とされるような危機が生じ、外債運用で決定的損失を被ったとする。本来、チーフディーラーの職務は、ディーラーAのポジションを肩代わりし、ディーラーAの負担を軽くして、本来もっている収益力を発揮させることにある。同時に、そこで損失を被ったことに対する再発防止策を策定しつつも、ディーラーAの持つ力を発揮させるべく、先行きの指針を示すことが理想形である。これは、先のバランスシート調整の3原則として、①債務肩代わり、②債務負担処理原資の確保策、③先行き期待改善、を具現化したものだ。

しかし、現実には、先の理想ケースのようには心情的にはならない。多くのケースでは、まず、チーフディーラーはディーラーAに対して、損失を出したことを強く咎め、その場合、ディーラーAに対して人格的な問題までもが指摘されることも多い。さながら、「そもそも、お前の業務への姿勢がなっていなかった」として過去の行いまで咎める場合がほとんどだろう。そこで、チーフディーラーはディーラーAに対し、毎日、「損失を出したことの反省文を書け」、これまでの弛んでいた行いを悔い改めるべく「うさぎ跳びでグラウンド30周してこい」と迫ることになりやすい。また、仮に、チーフディーラーはそこまでディーラーAを咎める必要はないと本心では感じていたとしても、損失を出したディーラーAの損失を補填する以上、他のディーラーへの示しをつけるためにもディーラーAに甘い姿勢を示しにくいと感じていることも多い。そのため、見せしめとして意図的に厳しい姿勢を周囲に対して示すことになる。さらに、周りの人々は、これまでディーラーAが収益を稼いできたことで、良い処遇をうけてきたディーラーAへのやっかみの気持ちもあり、ディーラーAが厳しい仕打ちをうけることを本心では望みやすい。

ただし、ここで生じやすい現象は、チーフディーラーから毎日、顔を合わせれば「反省文を書け」と責められるなか、1年もしないうちにディーラーAはすっかり意気消沈して心の病になってしまうことになる。その結果、全くリスクのポジションもとることもなく、本来、稼ぐことができる収益も稼ぐことができない状況に陥ってしまう。ディーリング部門全体の稼ぎ頭であった部門の収益も沈滞したままの状況が続き、その結果、その部門はリストラ対象になってしまうことになる。

以上のケースはあくまでも一つのたとえ話に過ぎない。ただし、ここで起こり得る社会的・政治的側面は、損失の肩代わりを行うときの政治過程の難しさを示すものである。以上でのディーラーAとチーフディーラーの例えは、バランスシート調整において必然的に生じうる政治プロセスの難しさを示す。合理的な対応策は、最初に示した基本形としての、3原則、肩代わり、損失補填、先行き改善である。しかし、平時において、肩代わりや損失補填を行えば、「モラルハザード論」、「平等原則に反する」、「不公平」との議論が巻き起こり、反発、さらには嫉みも巻き起こる。

バランスシート調整への対応には、長期的視野、長期的な経済厚生観点に立った政治的判断が必要になる。しかし、そうした長期的対応で世論を納得させるのは容易でない。ここに政治プロセスが絡む場合、通常、政権与党はその経済厚生観点から、肩代わり・損失補填を行おうとする。しかし、野党側はポピュリズムの観点で周囲の妬みの感情を背景に、与党の足を引っ張るべく調整に向けた支援策の実現に反対をしたほうが票につながる判断に傾きやすい。

従って、そうした政治的な逆風においても政権与党が支援政策を実現するには「非常事態」のなかでの「緊急避難的対応」との理屈を付けることが不可避になる。「危機」をバネに、ないしは支援を受ける主体に責任を寄せ、その主体を「生贄（いけにえ）」にする儀式によって世論の納得感を得ることである。

特に、日本のように戦後、海外からの軍事面も含めた脅威の意識を半ば喪失したような国家においては、国家的観点からの損益を議論する発想が衰退し、ポピュリズムに向かい易く、国内の内向きの論理に埋没しやすい。それでも、高度経済成長時代のような、拡大均衡にあるなかでの利益調整は、不利益になる側に全体のなかから利益を配分すれば片がついた。しかし、バランスシート調整のような縮小均衡の局面においては、その処理原資を確保しようにも国内にその原資が見当たらない。それだけに、一層、儀式がないと物事が進みにくいのである。ただし、こうした政治的環境は日本だけの状況でもないことが、昨今の欧米で示されている。

もう少し、具体的事例で考えてみよう。先のバランスシート調整の実例のなかで、1990年代以降のバブル崩壊も2011年の東日本大震災に伴う問題も資産の毀損は変わらない。も

もちろん、その毀損規模は桁違いであり、バブル崩壊においてはその肩代わり・補填は、先述のように責任論として国家レベルで大変な時間と労力を必要とした。東日本大震災における肩代わり問題は「二重ローン」問題に象徴されるが、今日、「平時」モードに戻りつつある状況下、その肩代わりは「平等原則」から容易には進まないのが実情だ。

歴史をたどれば、震災における肩代わり事例は、1923年に発生した関東大震災においては、モラトリアム、震災手形として生じた。関東大震災では首都における規模の大きさから「非常事態」、「有事」としての対応をとらざるを得なかったことで実現した。

ただし、関東大震災で震災手形やモラトリアムは、当時は不可避なものであったとしても、その後の歴史的評価は、通常の平等原則から逸脱した不適切な対応とのレッテルが貼られている。当時から、実際には震災で被害にあった企業以外の「放漫企業」までもが救済されたという副作用が必ず批判の対象になってきた。また、企業体質を改善すべきとの風潮が強かったなか、低収益な企業を「延命」させたとしての批判も強かった。こうした企業の「体質強化論」は2000年代初のバブル崩壊後も見られた議論であった。今回も、二重ローンへの対応を行わないと問題解決への糸口が掴めないとしても、その対応が容易でないのは、その副作用の指摘が必ず存在するからである。2011年10月後半に漸く東日本大震災で被災した中小企業や農漁業者に対する震災前の貸出債権を国が金融機関から買い取る支援策として二重ローン対策が議論されだした。

今日、欧米においても2007年以降、バランスシート問題を抱えている。そのなかで典型的な肩代わり事例が、リーマン・ショックの後に米国が行った大手金融機関からの資産買い取り策、「不良資産救済プログラム (Troubled Asset Relief Program、以下 TARP)」であった。TARP に関し付言すれば、リーマン・ショック後の2008年10月、米国では金融安定化法が成立したが、同法の柱が、公的資金による不良債権の買い取りなどを含めた TARP 創設だった。経営危機に陥った企業を救済するために米国財務省が用意した公的資金枠は7000億ドルだったが、実際に資本注入などに投じられたのは4100億ドルであり、その後、その支援対象は金融機関だけでなく自動車産業などにも広がった。

この米国での TARP は、先の歴史では関東大震災の後の「震災手形」と考えれば、そう遠いものでもない。当時、米国でもモラルハザードの議論が存在したが、当時のブッシュ政権はあくまでも買い取りを実行した。その後の米国大手銀行の回復は当時の措置による面も大きいだろう。しかし、そこで買い取られた資産ははまだ固定化されたままにあり、今回の債務問題の本質である家計の債務はあまりに大きすぎて全くと言っていいほど手がついていない。しかも、当時の金融機関救済が今日のウォール・ストリートの金融機関批判デモの原因になって蒸し返されている面もある。

以下、本論では過去の事例を振り返ってバランスシート調整の状況をレビューする。図

表は先に示した 3 原則である負担肩代わり、収支支援、先行き改善から、過去のバランスシート調整事例を評価したものである。それぞれの評価も含めた考察を後段で行うが、日本のバブル崩壊以降の状況がいかに厳しいものだったかが分かる。

図表 7 バランスシート調整の環境比較

時期	負担肩代わり	収支支援	先行き期待
日本のバブル崩壊	× 金融機関対応が遅れ	× 1995 年の急速な円高で 外需依存遅れ	× デフレ意識で 総悲観化に
米国サブプライム以降	△ 個人の調整は遅れるが、 金融対策が早期に実行	○ ドル安策で外需依存	○ QE 2 も含めマインド 維持で株価支え
欧州の債務問題	× PIIGS 諸国の問題残存 不動産問題残存	△ 単一通貨での効果は薄い ドイツからの支援は存在	× ユーロ圏内全体の マインドは維持
今次大震災の対応	× 被災地に負担残存	× 外需への依存は不十分	× 先行き期待は低下 したまま
今次電力問題への対応	× 企業責任が中心	× 合理化が強調され、 料金上げも遅れるリスク	× 先行きのエネルギー 政策不十分
第二次大戦後の状況	○ 預金封鎖も含めた バランスシート調整が 一気に実現	○ 固定為替相場での円安政策、 擬似エクイティでの資本供給策	○ キャッチアップ モデルが明確に 示された

(資料)みずほ総合研究所作成

過去の大震災後のバランスシート問題の事例として、1923 年の関東大震災、1995 年の阪神・淡路大震災後を比較する必要がある。過去の 2 つの事例で共通した事象は、図表の比較表に示されるように、①円高デフレ、②金融システム問題、③政治環境の不安定さ、であった。

図表 8 過去の大震災時の環境比較

時期	関東大震災	阪神・淡路大震災	東日本大震災
為替	金輸出解禁での円高に 通貨切り下げ競争に	1995年1月以降の急速な円高	2011年8月19日に 歴史的円高
物価	デフレ化	デフレ・マインドへの転換点	デフレ・マインド残存
政治環境	二大政党制、少数政党による 政治不安定化	1993年の政権交代以降の 連立政権	2009年の政権交代以降 の連立政権
金融システム	金融恐慌への流れ	1997年以降の金融危機	
海外への動き	国内閉塞感から大陸進出へ	80円割れ円高で 海外生産拠点シフト	電力制約と円高で 海外シフトの動きも

(資料)みずほ総合研究所作成

東日本大震災の影響は、1995年の阪神・淡路大震災の規模は超えるものの、1923年の関東大震災に比べれば金融面に与える影響は軽いとの評価が一般的である。筆者は以前から、前述のモラトリアム、震災手形に対して、危機に対処した「一時凌ぎの悪政」との印象を抱いていたが、今日においてもその評価は一般的には変わらないだろう。

今次、大震災における民間セクターの資本の消失は巨額に上るものであり、それは、平時における融資のレベルで対応できる次元を超える。ただし、金融の分野において地震に伴う損害保険は地震保険制度を通じて公的なサポートが備わっている。一方、通常の銀行分野を中心とした信用活動にも「保険」の機能を活かして消失した債務を肩代わりする機能を検討する必要も考えられる。

肩代わりは、まず金融や民間で行われるが、その負担の重さから結局、財政に依存する面が大きい。今次、東日本大震災の震災地域では、同じ拠点でも「支店」は災害地以外からの負担肩代わりで再建が進みやすいが、本拠地の場合は肩代わりが出来ず、再建が滞るケースも多いという。これは、民間による肩代わりの重要性とその限界を示すものである。今日、被災地での課題は事業を行いたくても、新規投資を行うためには「二重ローン」の状態となり、新たな事業を行うインセンティブが生じないことにある。1990年代のバランスシート調整と同様の発想で被災企業の資産買い上げと金融機関の不稼動資産の肩代わりを促進する対応を行う必要があるだろう¹²。

一方、過去「資本」を作り上げて復興に結びつけた典型的事例が日本の第二次世界大戦

12 1990年代以降の不良債権処理過程では、整理回収機構や産業再生機構が処理を担った。1990年代以降の不良債権処理過程では債務の「回収」が重要な命題になったが、今回は債務削減に向けた肩代わりが重要な機能になる。関連の議論は、小林慶一郎(2011)「公的機関の介在で被災企業の債務削減を急げ」(金融財政事情研究会『週刊金融財政事情』2011年5月16日号(2930号))を参照いただきたい。

後の発展であった。先に、バランスシート問題における 3 原則を示した。戦後の発展は、暗黙裡に以上の 3 原則が実施されたことによる。すなわち、有事下における極端な事例として、負担の肩代わりを戦後の預金封鎖によって債務調整を一気に行った。第二に、金融を中心に超過利潤を与え、資本性の資金供給を可能にした。第三に、明確な経済の針路を策定し先行き期待を示した。戦後の復興は、本論における 3 原則を十分に活かした対応であったことが戦後の発展を可能とした。

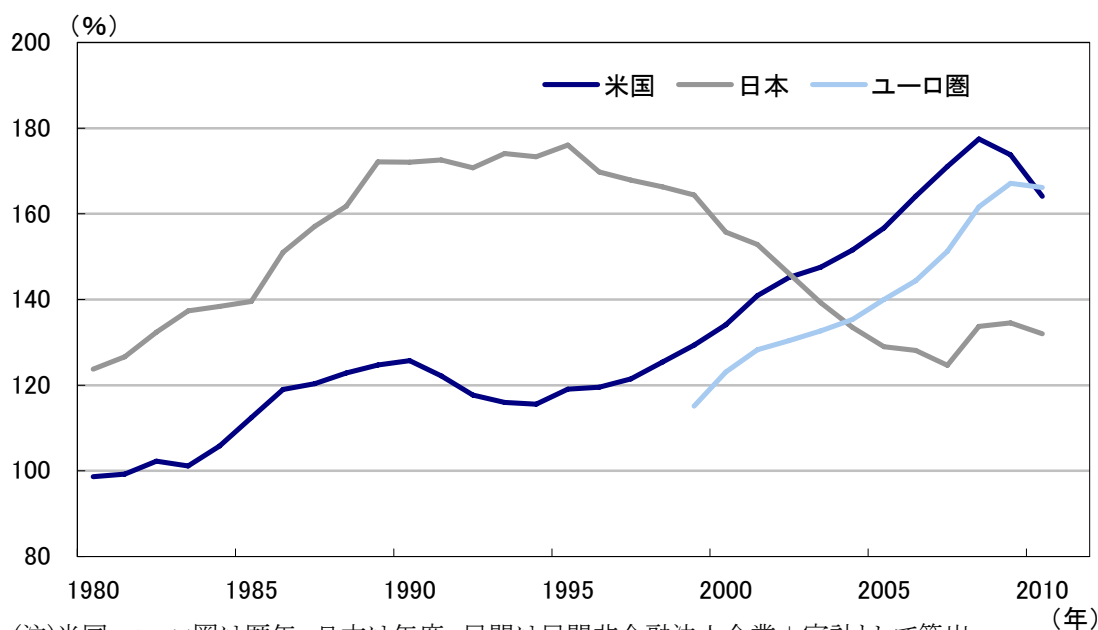
日本の戦後の金融システムは、国家が主導する復興金融システムであり、それ自体が S WF (Sovereign Wealth Fund) のようなものだった。戦争で喪失した国内の生産設備の復興が迫られたが、同時に資本と長期安定資金の創出が求められた。その供給の担い手が銀行中心の信用仲介と財投活用のスキームであった。同時に、政府は生産力を早期に回復させるため、傾斜的・選別的な対応を行うという「将来への指針」を示すことで、明確な復興ビジョンを示した。以上に示された、エクイティ性資金、長期資金供給には一定の政府サポートと国家の意思が必要になる。バランスシート調整とは資本不足への対応であるだけに、国家の意思とサポートをいかに明示するかが重要な要素になる。こうした国家の意思の重要さは各国の事例に置いても共通の項目である。

3. バブルの3都物語

本論のテーマは「日本化現象」としたバランスシート問題の考察にある。「日本化現象」として、2007年以降の米国と欧州の一部における環境は日本のバブル崩壊後に類似したバランスシート調整にあると一貫して考えてきた。

バランスシート調整の前提条件として信用拡大が存在するとしたが、次の図表は各地域の民間債務の対名目GDP比較を示す。ここでは、日本の信用拡張は1990年頃がピークであり、その調整をその後、15年程度かけて2000年代半ばまで行っていたことが示される。一方、米欧は90年代後半以降、急速に債務を積み上げたことが示される。米国は2008年以降、その調整過程にあることが示されるが、その調整は未だ軽微に止まっている。欧州はいまだその調整が殆ど進展していないように見える。

図表 9 民間債務対GDP比率推移



(注)米国・ユーロ圏は暦年、日本は年度。民間は民間非金融法人企業+家計として算出。
(資料)Haver,内閣府,Eurostat,欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

上の図表はバブルの3都物語としての3地域の債務状況を示したが、それぞれに関しその特徴を議論する。次の図表は、「3都物語」の日本、米国、欧州のバランスシート調整の比較をしたものである。以下では、バブルの主体の違いを明らかにしつつ、そこでの調整プロセスを考える。

図表 10 3 地域のバランスシート問題の比較表

	日本	米国	欧州
債務主体	企業中心 建設、不動産、ノンバンク	家計中心 サブプライムでの 住宅分野に	国家ベース、 一部南欧での住宅問題
金融拡大	貸出中心 (時価会計の影響少ない)	市場性信用拡大 (時価会計で取り付け に類似した状況に)	貸出 市場性信用拡大 (時価会計で取り付け に類似した状況に)
公的サポート	公的資金は1990年代 後半以降	リーマン・ショック 以降、早期に実現	リーマン・ショック 以降、早期に実現
債務調整	2000年代以降、倒産法制 の整備でバランスシート から直接償却を促進	家計中心で債務調整 進まず	ソブリン中心で債務 調整進まず
外需サポート	1995年までの円高が ネガティブに機能	2007年以降のドル安	2010年以降のユーロ安

(資料)みずほ総合研究所作成

まず、日本のバブルは1980年代において、「バブル企業」とされる企業を中心とした問題とされる。そこでの「バブル企業」は不動産・株式の投機を中心にして生じた観点から、不動産・建設・ノンバンク等がいわゆる「3業種問題」とされた。その後、2000年代には金融システム対策の一環として金融機関のバランスシートから切り離して直接償却が求められた。そこでは、債務処理と企業の処理の一体処理が迫られ「30社問題」とされた対応が行われたが、その主要な業種も以上の3業種が中心であった。

日本における信用拡大の手段は基本的に日本の信用仲介の特性上、銀行貸出が中心であり、その「迂回的」側面からノンバンクを経由した貸出が存在した。すなわち、日本の場合、貸出が中心で、その貸出資産は市場化されず、時価評価されにくいものでもあったことから、危機が顕現化するには時間を要した。同時に、時間をかけて対応をおこなうことも可能になった。それが、後述される米国との違いであり、証券化商品のような市場化された商品による仲介に依存した米国では、市場で急な資金繰りの問題、さながら「市場の取り付け」のような事態に陥った。

日本の場合、企業が中心の調整であったことから、その調整には企業の倒産法制等を整備することで企業を整理、再生プロセスに峻別しつつ、債務の回収を進める対応が行われた。1990年代以降に設立された整理回収機構や産業再生機構はその実例であり、日本にお

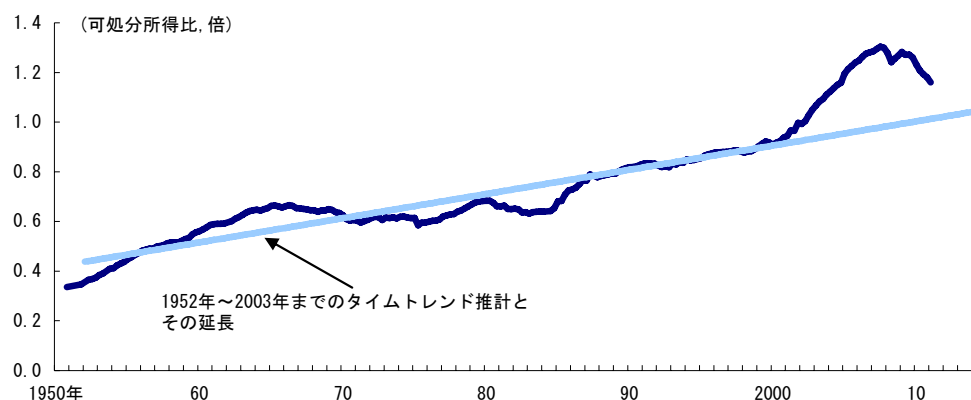
ける証券化や流動化策は基本的に不良債権処理のために資産を流動化させることを目的とした。米国のように信用拡張の手段として用いてきたこととは自ずと異なる。また、債務調整の観点から「メイン寄せ」という形で、主力行を事実上の「バッドバンク」にして債務を集中させて効率的な対応を行った。

日本の場合、銀行を仲介した信用仲介であったなか、危機の顕現化には時間を要したものの、企業が中心の調整であったことから、一度、調整を行う段階になれば、企業の倒産処理も含めて比較的早期対応が可能となった。日本の企業の本格処理は2000年代に入ってからだが、2000年代以降はマクロ環境上も円安による外需サポートが加わり、その後、2005、2006年頃には調整も目処がつくことになった。

第二の米国は基本的に家計の債務負担拡大が調整の主因といえる。そもそも、米国は2000年頃にITバブルが崩壊し、かかる環境を前提にした経済回復手段がブッシュ政権における住宅政策中心の回復策であり、従来は恩恵が受けられなかった低所得者層にまで信用拡大を波及させる金融イノベーションであった。これが、サブプライム問題とされる金融手段であり、それを原債権に証券化商品を組成し世界中の投資家に市場を通じてば撒くことで金融面でも大きなビジネスとなった。また、CDO等のデリバティブを用いた新商品の開発も金融のレバレッジ拡大に大きく寄与した。

次の図表は米国の家計の債務残高を示すが、2000年代以降にトレンドラインを超えて大幅な拡張が生じた。米国家計のレバレッジ比率が過去のトレンドに回帰するにはあと少なくとも数年を要する見込みである。ただし、図表における過去50年のトレンド自体が下方屈折している可能性もあり、その場合にはその処理により長期を要することも考えられる。

図表 11 米国家計のレバレッジ比率推移



(注) 信用市場負債残高÷可処分所得。
2009年4-6月期から2010年までのレバレッジは、貯蓄(予測値)がすべて債務返済に充当されると仮定して算出。
(資料) 米国商務省、FRB、みずほ総合研究所

米国におけるバランスシート調整の特徴は、家計の債務拡大が中心であるということだ。その債務拡大はホームエクイティローンに代表されるように、値上がり益でまた追加借入れを行うことで実現し、住宅価格の値上がりが信用拡張と、それによる消費の拡大を生んだ。しかし、2007年を転機とした住宅価格の転換から、個人のバランスシートが実質債務超過になっているケースが急増している。これによって米国のダイナミズムの源とされる労働のモービリティやダイナミズムに多少とも変化が生じた面も否定できない。バランスシート問題で家計が住宅の含み損を抱えれば移動も行いにくい¹³。

前段で、日本の調整は企業中心で、その調整は様々な法的手段で調整が進展したとした。一方、米国は家計が中心であり、その調整には個人破産を中心に日本の個人破産と比べれば容易な面もある。しかし、政治的にはこうした個人破産を促して本格的にバランスシート調整を行うことは好まれにくい。実際、2009年にオバマ政権が誕生して以来、個人向けの本格的な処理策はなされていない。

日本では2000年頃に、債務超過状態になった企業の処理を促すべく、「ゾンビ企業」を延命させるべきではないとの議論が欧米から「外圧」として強まった。しかし米国における「ゾンビ」は家計自体であり、米国全土にゾンビが蔓延する状況にあるが、選挙で不人気になるような個人の調整促進策は少なくとも2012年の大統領選まではとれないであろう。

一方、米国において比較的速やかな対応であったのは、金融システムへの対応だった。先に示した米国の家計債務を中心とした原債権は証券化商品等、「シャドウバンク」とされた市場化された商品によって信用拡大が生じた。しかし、一度信用が低下すると、時価会計上市場での価格が下落し、さらに市場での格下げがプロシクリカル的に機能し、市場でのファイナンスが急に枯渇する「取り付け」状態になってしまう。米国における早期の金融システム対応は、米国の信用仲介の特性上、早期に「毒が回ってしまう」構造では不可避であった。

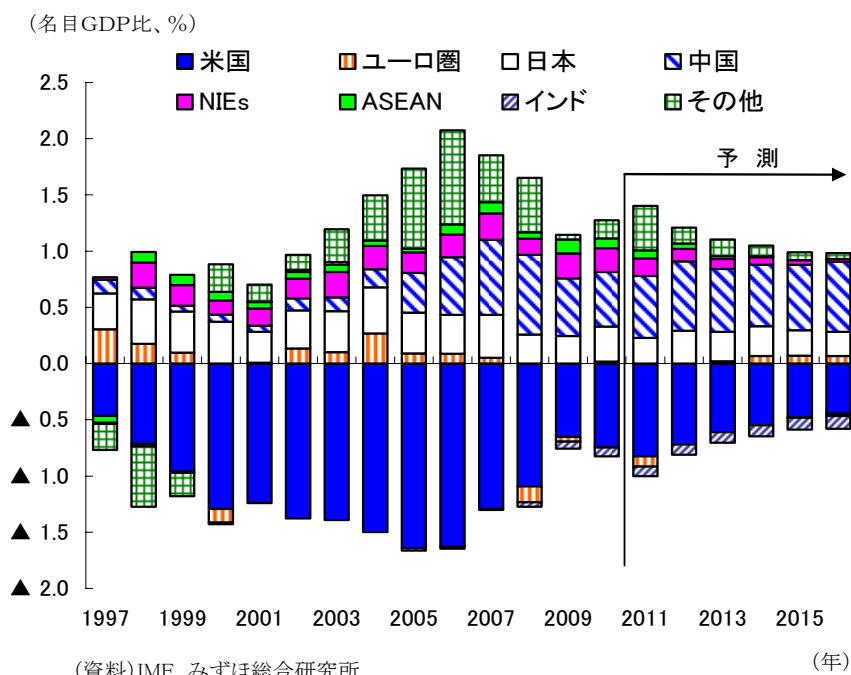
総括すれば、米国では市場化を中心とした信用仲介の特性上、金融システムには早期の対応が行われたが、原債務者が家計中心であるだけに、その対応には時間を要する。また、米国では回復手段の債務償還原資のキャッシュフロー確保には、債務負担の軽い企業が外需に依存した対応をとることが基本戦略になる。米国は2007年以降、ドル安の自国通貨切り下げ策をとってきたのは、以上の環境下における必然とも考えられる。

グローバルなマクロ的環境でみて、米国の家計を中心とした信用拡大が生み出す米国の経常収支赤字の供給が全世界の外需を支える状況であり、そのピークが2007年であった。

13 当該論点については、矢野和彦（2011）「日本化がアメリカンドリームを脅かす」（みずほ総合研究所『エコノミスト Eyes』2011年10月17日 <http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/opinion/eyes/pdf/eyes111017.pdf>）を参照いただきたい。ここでは米国の住宅の含み損が与える影響の波及を多面的に議論している。

次の図表は世界の経常収支の推移であるが、2007年まで米国の一極集中の赤字拡大が世界に黒字の外需をもたらして世界経済拡大の原動力になっていた。そうした構造の転換に現在の世界経済は対峙している。米国が他のすべての地域に外需をもたらした環境が大転換し、米国自らも外需を求める状況にある。

図表 12 世界の経常収支推移

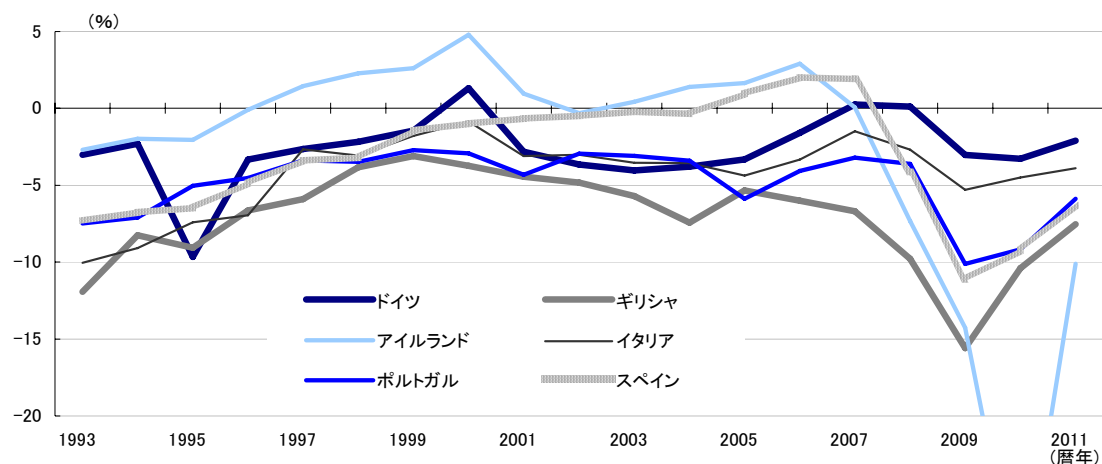


最後に、欧州地域を考えてみよう。原債務の観点から、日本がバブル企業、米国がサブプライムを中心とした家計に要因があったとすれば、欧州は国家そのものの債務過多に要因があった。これが、今日のギリシャを中心としたPIIGS¹⁴問題である。しかも、バブルの信用拡張にはそれを可能とした金融イノベーションや期待の高揚が不可欠になる。日本は1980年代における土地神話と金融自由化におけるノンバンク台頭がそれに相応する。米国は従来借りることができなかったサブプライム（低所得者層）まで借入れを可能とした商品とシャドウバンクを中心とした「金融イノベーション」がそれに相当する。欧州では、従来は十分な借入れを行うことができなかった「国家」が、ユーロという共通通貨の「イノベーション」によって、ギリシャでも半ばドイツに近い水準で、従来にない量の信用拡張を可能としたこと、「ユーロ・バブル」がその役割を果たした。

14 財務的に弱いとされる欧州連合加盟の国々の総称。ポルトガル (Portugal)、イタリア (Italy)、アイルランド (Ireland)、ギリシャ (Greece)、スペイン (Spain) の頭文字をとったもの。

次の図表は欧州各国の財政状況を示すが、1999年のユーロの通貨統合以降、「ユーロ・バブル」のなかギリシャを中心とした各国の財政赤字の拡大が示される。

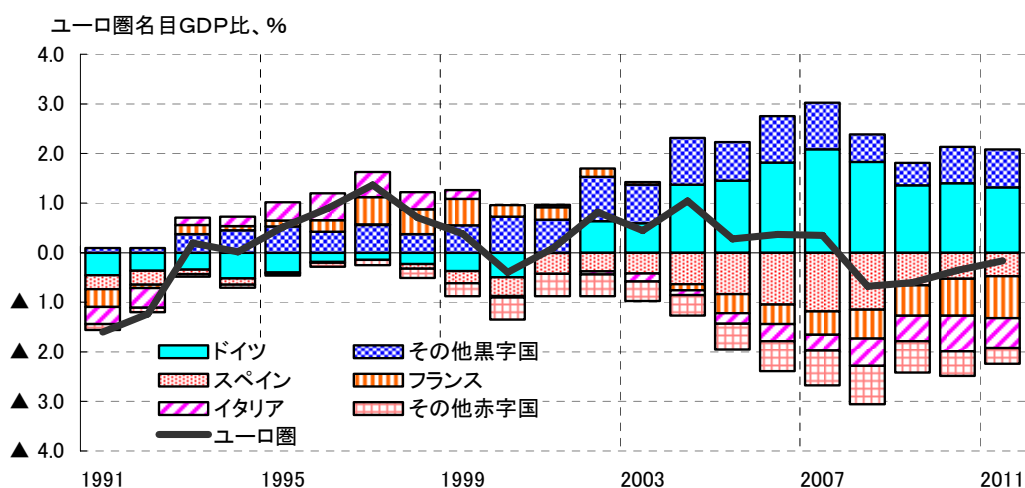
図表 13 ユーロ地域の対GDP比財政赤字



(資料)OECD

財政赤字拡大の結果、ISバランスの面から、対外バランス（経常収支）の赤字拡大が続いた。次の図表はユーロ地域各国の経常収支を示すが、ギリシャを中心とした PIIGS の債務問題は、ドイツの一国集中の黒字問題の表と裏の不均衡問題となる。マクロ的には、域内の対外不均衡拡大が欧州における過去10年余りの「ユーロ・バブル」を支えてきた。

図表 14 ユーロ地域での経常収支推移



(注)その他黒字国はオランダ、ベルギー、オーストリア、フィンランド、ルクセンブルク。
 その他赤字国はギリシャ、ポルトガル、アイルランド。2011年は欧州委員会予測
 (資料)欧州委員会

欧州の牽引車になっているドイツの輸出は、ギリシャの赤字、更にはギリシャのような弱い国の存在で、ドイツの実力より安い通貨価値となったユーロによって支えられてきた。同様に、ギリシャから見れば、ドイツの存在で実力より強い通貨となったユーロによって赤字が拡大し、しかも、国内では2004年のアテネ・オリンピック等で一層の財政拡大を行ったことに不均衡の原因が存在した。

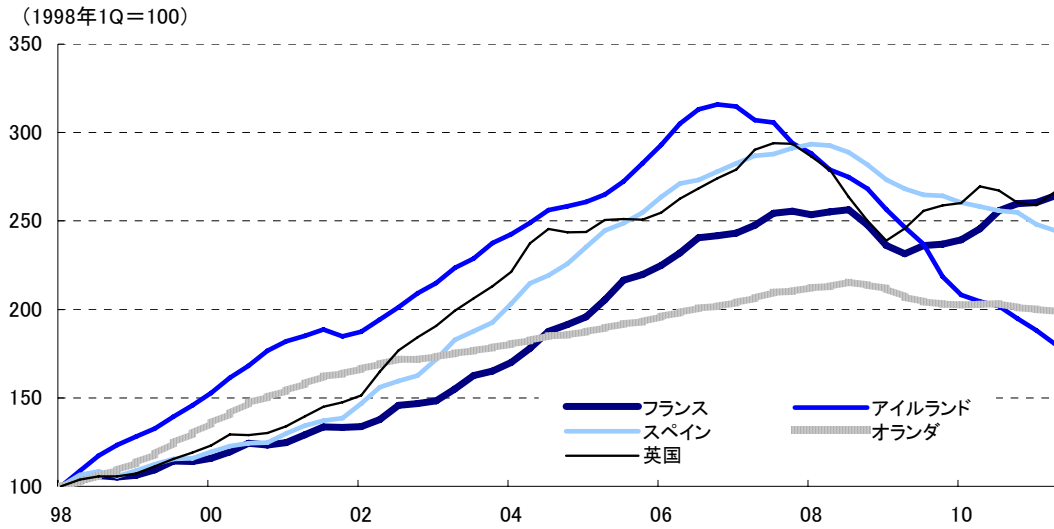
ギリシャは1830年に独立して以来180年のうち、半分近くは実質的にデフォルト状態であったことから、ユーロ加盟以前は資金を潤沢に借り入れることは困難だった。そうした状態から一転し資金調達が可能となったことによるバブルがユーロ・バブルであった。

欧州ではユーロ・バブルでの不均衡拡大が経済の拡大エンジンだった。2007年を頂点とした世界の信用バブルは、米国の不均衡拡大に、欧州ユーロ地域の不均衡拡大が二重のレバレッジ拡大として生じたことに原因がある。今日のグローバル経済の減速は世界の2大エンジンを失ったことによる面が大きい。

バランスシート調整を原債務の点から見れば、欧州では国家そのものが要因であり、その一例が危機に陥ったギリシャである。先に示した債務負担を抱えた主体を取り除けとの表現では、ギリシャが欧州のゾンビであるといえる。ただし、今日の問題はゾンビ化した国家を処理する手段を持ち合わせていないことにある。企業に対する倒産法制を国家そのものに当てはめるのは困難である。しかも、ユーロという共通通貨の制度のもとでの債務リストラは容易ではない。たとえ、ギリシャの既存の債務をデフォルトの手段等で削減することができたとしても、その後も経常収支赤字が続く環境では、極端に言えば毎年デフォルトしなくてはいけなくなる。通常の状態の債務調整はストック面での債務切り離しと、フロー面での収支確保（自国通貨切り下げ）で行ってきた。その後者の手段が活用しにくいなかでの対応は困難である。

さらに、欧州ではユーロ・バブルの一環として民間の債務問題も残存する。図表9で示した日米欧の民間債務比率を振り返ると、欧州の調整は殆ど手がついていない。過去10年余りのユーロ・バブルの過程で、国家ベースでの債務拡大と同時に不動産投資での債務拡大が南欧のスペイン、ポルトガル、イタリアで発生した。今日、各国の財政緊縮化が内需にマイナスの影響を与え、不動産価格の下落も続くと思われる。欧州におけるサブリン危機が、民間セクターの金融危機に波及するリスクが残存すると考えるべきだろう。次の図表は欧州の住宅価格を示すが、2007年をピークに南欧中心に住宅価格の下落が続いている。

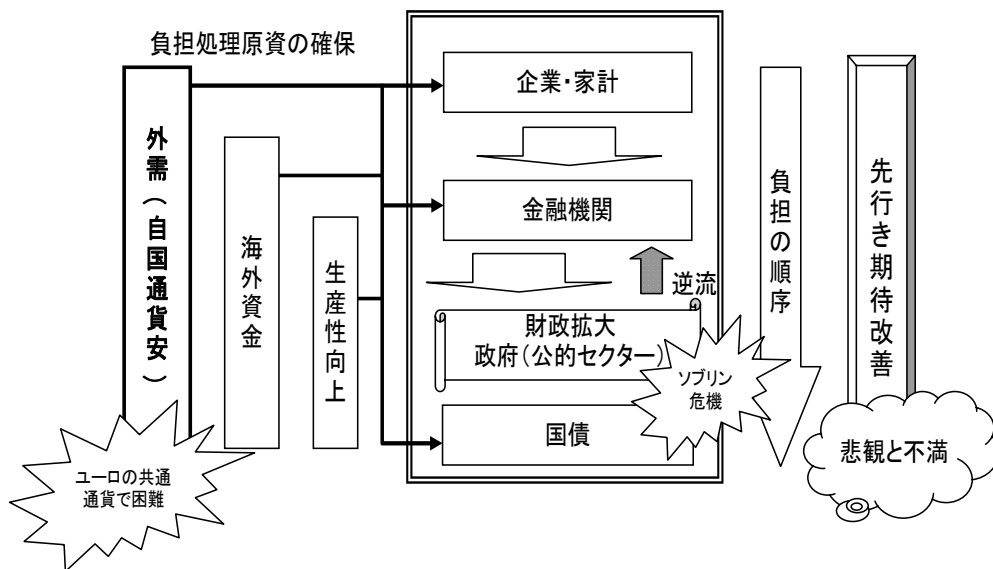
図表 15 欧州各国の住宅価格推移



(資料)INSEE、ESRI、CSO、Nationwide、スペイン住宅省、CBS

1990年代以降の日本や2007年以降の米国では、バランスシート調整における債務の肩代わりを国債でもって行い、少なくともこれまでは国債市場は安定的に推移してきた。しかし、ユーロ圏ではソブリン危機が生じたことで国債を用いた肩代わりの対応が円滑に進まず、国債の問題が、元々の金融や実体経済に負担を戻す「逆流現象」が生じている。

図表 16 バランスシート調整概念図 (欧州の場合の困難事例)



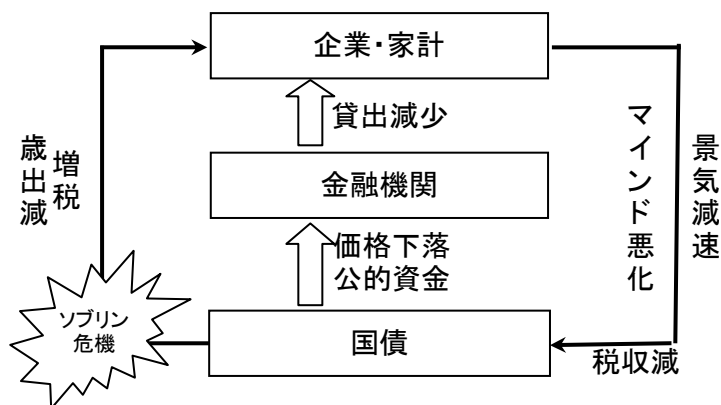
(資料)みずほ総合研究所作成

先の図表 16 に示される欧州でのバランスシート調整過程での問題点は以下の 3 点にある。

- ① 国債での債務肩代わりが困難になったこと
- ② ユーロという共通通貨の存在ゆえに自国通貨切り下げでの調整が困難なこと
- ③ 支援国・非支援国が一枚岩となっておらず、ユーロ圏のあり方そのものが問われ、先行き期待が低下していること

ソブリン問題発生に伴う「逆流」（ネガティブ・フィードバック）として次の概念図に描かれる状況が生じ得る。欧州ソブリン危機による国債の価格下落が金融機関の資本問題につながり、その結果、貸出の減少（貸し渋り）が実体経済、なかでも不動産市場に影響を与える。また、ソブリン危機による各国の歳出削減・増税も実体経済にマイナスに働く。その結果、景気の停滞から税収の下落で一層のソブリン不安が生じることになる。こうした悪循環、「負のスパイラル」は当該域外のサポートがないと食い止めきれない。欧州においては、南欧地域を中心に不動産バブルの調整がまだ途上の状況にあり、その負担の肩代わりも終わっていない状況にある。したがって、追加的な金融機関への負担が実体経済部分からも及ぶ可能性がある。

図表 17 欧州ソブリン危機での「ネガティブ・フィードバック」概念図

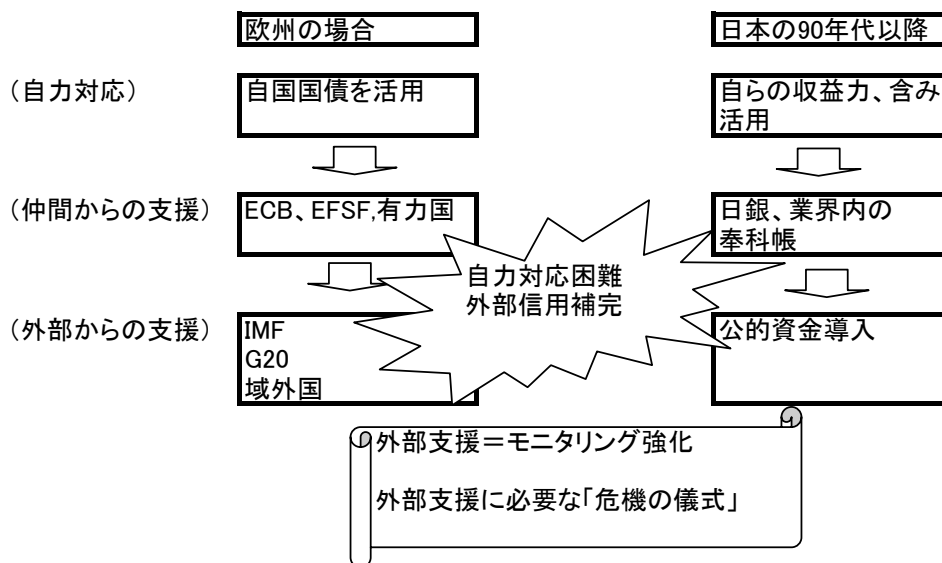


(資料)みずほ総合研究所作成

欧州域内での債務の肩代わりプロセスと 90 年代以降の日本のプロセスとの比較が、次頁の図表 18 の概念図である。日本もバブル崩壊後、初期の段階では自力で債務負担を処理すべく自らの収益力や含み益に依存した。しかし、自力での解決が困難になった段階で日銀の支援や仲間の業界内で対応すべく「奉科帳」が回されるような形になった。日本では 1995 年の東京共同銀行の設立などがそれにあたる。しかし、市場での不安が高まり処理負

担が増大するなか、外部からの信用補完が不可欠になった。それが1990年代後半の公的資金導入である。欧州の場合、これまでは基本的には域内（仲間）での対応に留まっており、その意味では日本の90年代前半の「奉科帳」の段階にあるが、いずれ外部からの更なる信用補完も必要になると考えられる。

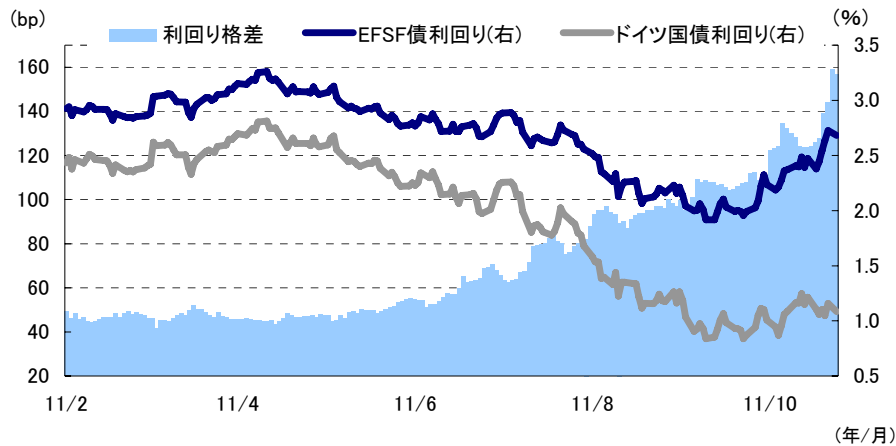
図表 18 日本と欧州の肩代わりプロセス



(資料)みずほ総合研究所作成

欧州周縁国では、自国国債での肩代わりが困難になって、「地域内」での肩代わりに頼らざるを得ず、ECBによる国債購入や欧州の金融支援ファンドであるEFSFの規模や機能を拡充する方向にある。ただし、ここで注目する必要があるのは、ECBやEFSFがどこまで支援を行うことができるかだ。そもそも中央銀行たるECBが自らのバランスシートを活用した買い取りを無制限に行うことには問題が生じる。加えて、図表19に示されるように、EFSF債のドイツ国債との利回り格差は拡大する傾向にある。また、EFSF債への保証は、ドイツと並んでソブリン格付けでトリプルA相当であるフランスに依存する比重も高い。今後、フランスが格下げされる場合にはEFSFを用いた救済スキームに問題が生じることも考えられる。

図表 19 EFSF 債の спреッド推移



(注)EFSF債は2011年1月発行の5年物(期限は2016年7月)。ドイツ国債は2011年1月発行の5年物。利回り格差はEFSF債利回り-ドイツ国債利回り。
(資料)Bloomberg

なお、欧州の金融機関にとって有力な資金調達手段となっているのが、カバードボンドである。カバードボンドは制度サポートによって安定的な資金仲介を行う欧州金融の大動脈とも言える。欧州銀行の貸出債権を原債権にした資産担保証券の性格をもち、政府の規制と信託を背景に、高い信用力をもっている。

振り返れば、バブル崩壊後の日本において、銀行の調達手段で最も大きな影響を受けたものの一つが、長期信用銀行が発行していた金融債であった。金融債は設備投資貸出に吻合する資金調達手段としての性格から、カバードボンドと類似性があったとも言える。90年代後半の金融危機の深刻化では金融債の不安が大きな転機ともなった。今後、欧州における金融の安定の上ではカバードボンド市場の安定も重要な論点となることも考えられる。仮にカバードボンド市場が不安定化することがあれば、それも「日本化現象」だと言える。ECBが今年10月の政策決定会合でカバードボンドの購入を小額ながらも再び決めたことの背景には、日本における事例が教訓になっている面もあるだろう¹⁵。

一方、米国においては自国国債での対応力に余力がある分、日本と同様に対応への時間を確保できる状況にある。ただし、足元においてニューヨークでも金融機関への批判デモが起きるような局面においては、今後、公的資金導入等のサポートに大きな制約が生じていることに留意が必要だ。

今日のバランスシート調整における難しさは、市場の動き主導で危機に追い込まれることにある。すなわち、市場で生じた不安・不信によって、流動性が減少する「市場の取り

15 ECBは2009年7月から1年間、カバードボンドの購入を実施していた。このため、今回10月のECB理事会での決定は「カバードボンド購入プログラム2(CBPP2)」と呼ばれている。

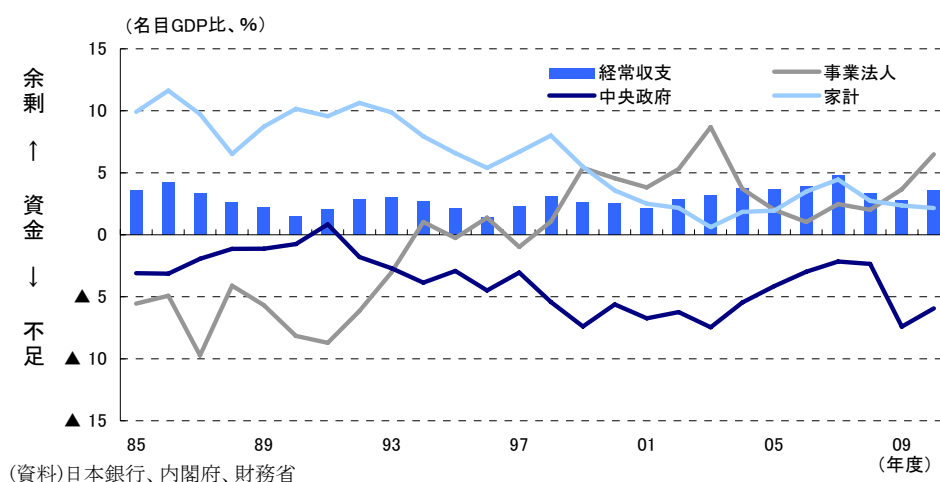
付け」が起き、そうした状況を金融市場のイノベーションである、CDS、時価会計、格付け依存が加速して危機に追い込む現象である。

以上、バブル 3 都物語を総括すれば、欧州が最も困難な状況にあり、欧州の問題はまだ「序の口」にあるとも考えられる。

4. バランスシート調整の症状

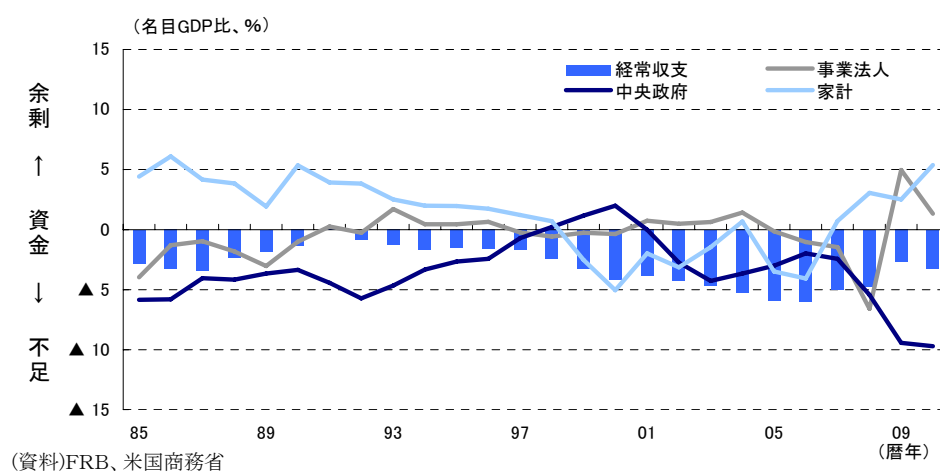
日本化現象を考えるにはまず、バランスシート調整における信用収縮を見極める必要がある。その上で、資金フローを分析する観点から日米欧の I S バランスの状況を踏まえる必要がある。次の図は日本の I S バランスを示したものだが、バブル崩壊の 1990 年をはさみ、企業セクターが資金不足から資金余剰に転じた。

図表 20 日本の I S バランス推移



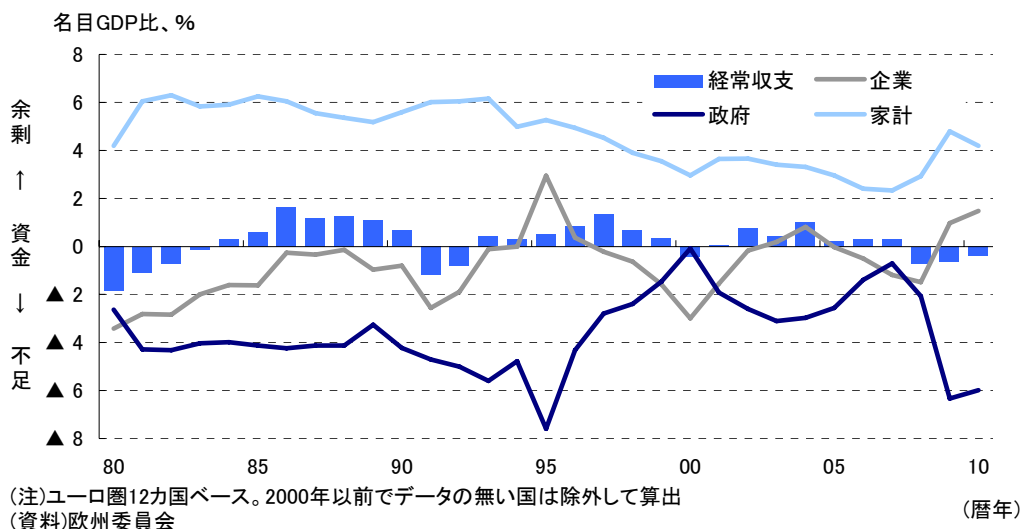
注目する必要があるのは、米国の I S バランスが日本と類似してきたことだ。米国では 2007 年までの信用拡張期には家計の過剰消費が特徴になっていたが、2007 年以降の転換で家計と企業が同時に余剰に転じる状況にある。

図表 21 米国の I S バランス推移



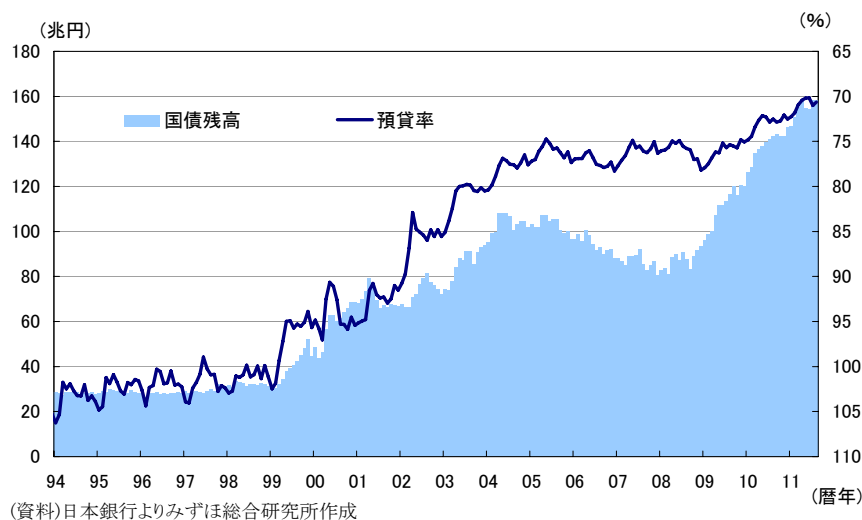
同様にユーロ地域の I S バランスを確認しよう。以下の図表に示されるように、ユーロ地域でも企業と家計部門が資金余剰に転換している。日米欧の民間セクターである企業・個人が同時に黒字化する状況は戦後の世界経済には存在しなかった。それだけに、今回の信用収縮の同時性については十分認識すべきだろう。

図表 22 欧州の I S バランス推移



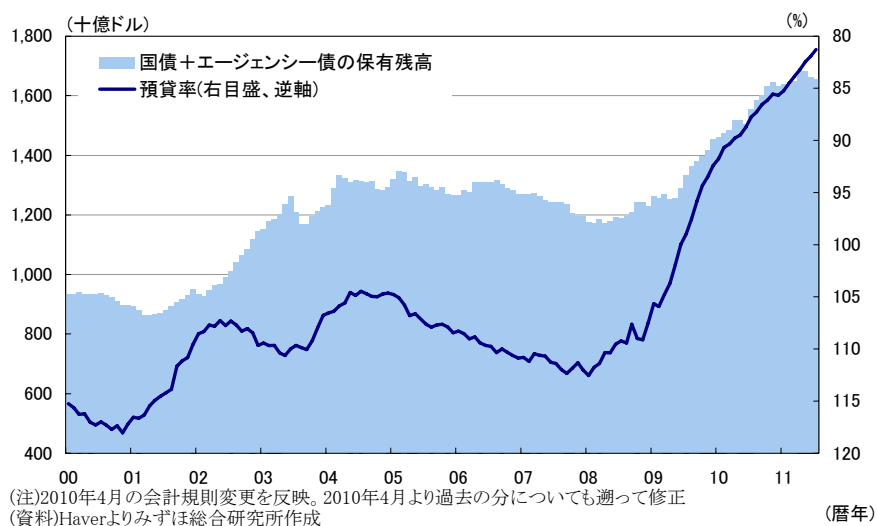
以上の資金フローの転換は、言うまでもなく貸出縮小に反映される。筆者は日本化現象において最も症状が現れやすいのは貸出にあると考えてきた。次の図表は日本の銀行の預貸率と国債保有の推移である。

図表 23 日本の銀行の預貸率と国債保有残高推移



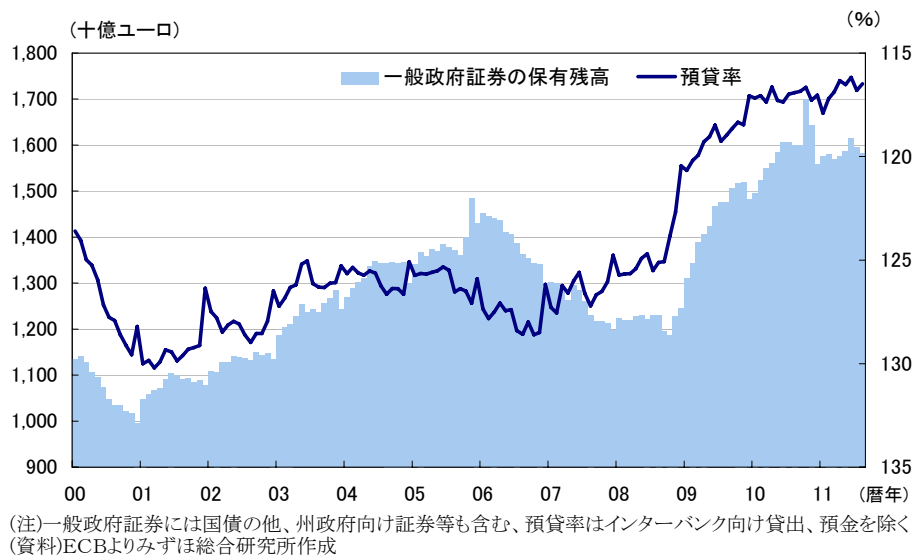
米国もバランスシート調整に伴う貸出の減少から、次の図表のように日本と類似した構造にある。すなわち、米国の銀行も預貸率が低下するなかで、国債とエージェンシー債の保有を増加させる構造にある。

図表 24 米国の銀行の預貸率と国債+エージェンシー債保有残高推移



同様に、欧州においてもバランスシート調整に伴う貸出の減少から日本と類似した構造にあり、預貸率が低下するなか一般政府証券の保有を増加させる構造にある。

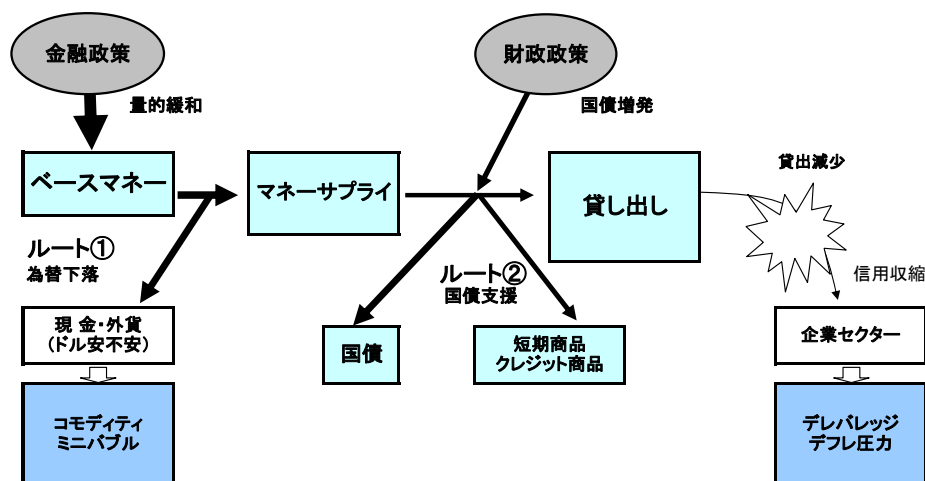
図表 25 欧州の銀行の預貸率と一般政府証券保有残高推移



以上に示された銀行の預貸率は各地域における銀行のクレジット安全度・資金繰り安定度のメルクマールとして用いることもできる。振り返れば、1990年代後半の日本の銀行問題、なかでも大手行問題は銀行の預貸率の高さに起因した流動性問題にあった。当時の日本の大手行は預貸率が100%を超えており、それが深刻な流動性問題となった。欧米は依然、日本と比べて高止まりしている。なかでも欧州は預貸率が100%を超えており、今後の環境変化に脆弱であることが示される。また、今日、金融規制上も流動性規制として預金の調達力や国債の保有にインセンティブをかける状況にある。

次の図表も日本のバランスシート調整における資金フローを示すために1990年代から用いてきた概念図である。この図表では、中央銀行が金融緩和で資金を供給しても、右下の貸出しに資金が向かわず、結局、国債（ルート2）や海外（ルート1）に資金が向かうことを示している。

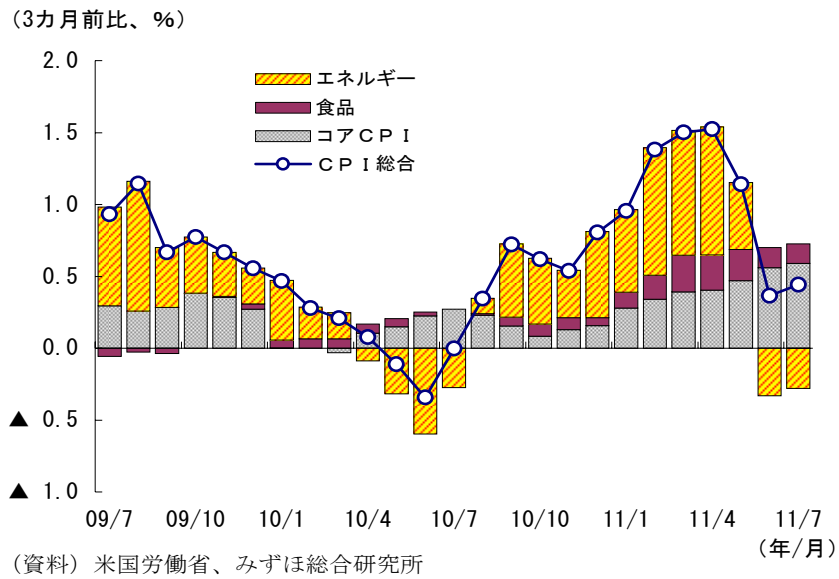
図表 26 資金フローの概念図



(資料)みずほ総合研究所作成

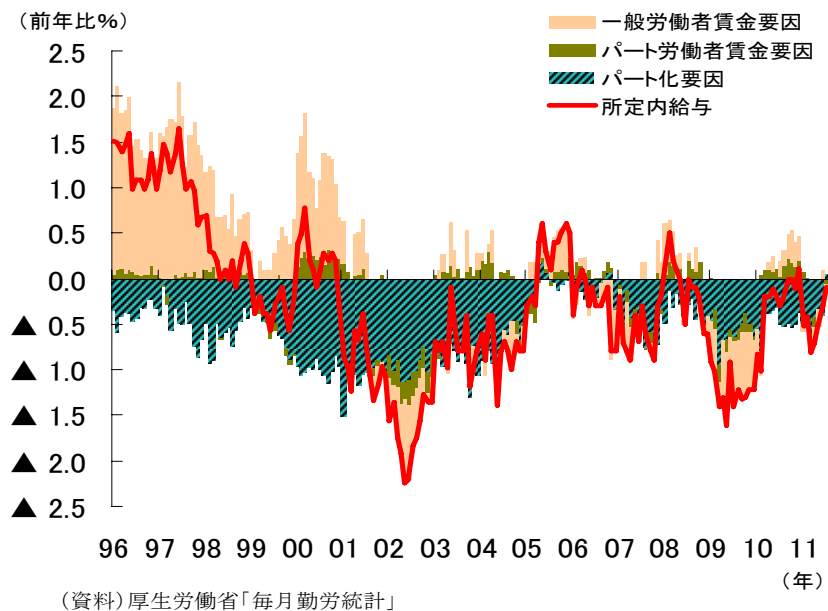
現在、米国は日本ほどに物価の下落が進んでおらず、むしろインフレへの不安も根強い。昨年2010年半ば以降、米国がQE2に向かう過程では、米国でもデフレ不安が生じ、それが大幅な金融緩和、QE2につながった。一方、今年、2011年は「日本化」とはされながらも、デフレ論は前面に出ず、2010年のQE2に伴うコモディティ価格高騰によるインフレ懸念の副作用の方が注目された。次の図は米国のインフレ率の推移を示す。2011年になって米国のインフレ率は低下トレンドにある。ただし、その多くは原油価格下落が主因であり、米国市場における期待インフレ率は依然高止まりしている。また、図表にも示されるように、2010年のQE2を端緒にしてコアCPIは2011年になって上昇が続いている。

図表 27 米国のインフレ率推移



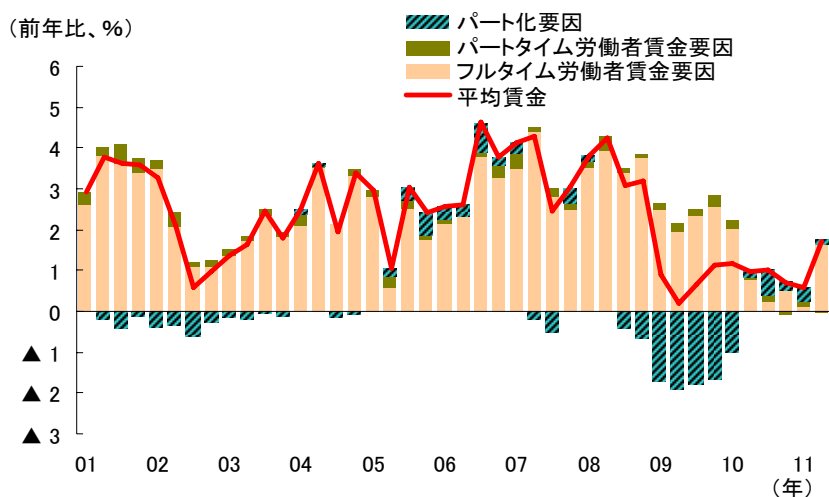
ただし、日本でデフレ論が定着したプロセスを振り返れば、その背景には賃金デフレが恒常化した点が存在する。図表は日本の名目賃金の推移を示すが、90年代後半以降、パート化を中心とした賃金デフレが進行した。

図表 28 日本の名目賃金推移



米国の名目賃金の動きを振り返ったのが次の図表である。米国では2007年以降、日本同様にパート化要因を中心に賃金下落が生じた。ただし、2011年後半から再び賃金の上昇が生じた。

図表 29 米国の名目賃金推移



(注)フルタイムおよびパートタイム労働者の賃金は中央値。また、平均賃金は、各賃金を雇用者数で加重平均したもの。

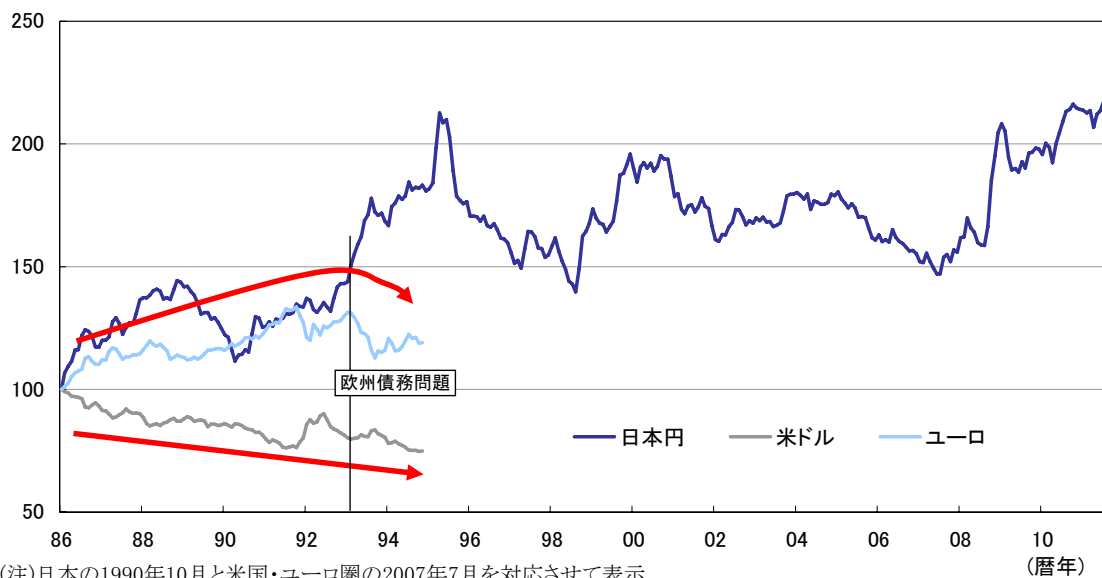
(資料)米労働省

米国では2011年以降、なかでも年後半から雇用の改善が非常に緩やかなものに留まっている。また、雇用の改善が限定的ななか、足元では人件費を抑制する動きも生じている。賃金を中心とした物価上昇期待には過去のトレンドを背景にした遅行性があり、過去の履歴を引きずるものである。それだけに米国においても景気低迷が長期化すれば物価面でも「日本化」のリスクも存在する。筆者は米国においてもバランスシート調整の結果、時間を要するもののデフレ圧力がかかると展望している。

ただし、米国の場合、日本ほどにデフレ意識が生じにくい要因の一つに為替状況の違いが存在する。日本の場合、1990年のバブルが崩壊して以降、急速な円高が95年まで続きデフレ・マインドへの転換、産業の空洞化論の台頭が生じた。一方、米国の場合、2007年以降、自国通貨安（ドル安）を容認する状況にあり、日本のような輸入物価下落を通じたデフレ意識が生じにくい面がある。バランスシート調整の基本形で示したように、バランスシート調整における最も有力な対応策は自国通貨切り下げであるにも関わらず、日本の場合には逆に大幅な円高に向かったことが大きな影響を与えた点に留意する必要がある。前段で示したバランスシート調整の3原則にあるように、自国通貨切り下げによる外需依存が調整策の大きな柱になっており、米国は少なくとも過去4年間はドル安での外需に依存

してきた。今後を展望しても、米国が政策意思として外需に期待を寄せる状況が続きやすいだけに、ドル安基調も変わり難いと考えられる。

図表 30 バブル崩壊後の日米欧の通貨状況(名目実効為替レート)



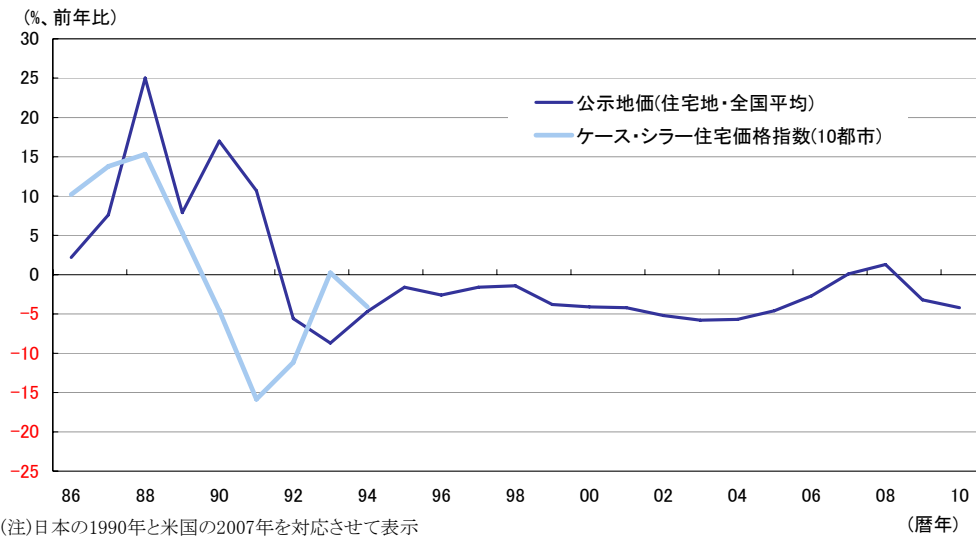
5. 日本化現象はいつまで続くか

それでは、「日本化現象」が示す世界を振り返りながら、その現象がいつまで続くか展望しよう。バランスシート調整における現象が最も顕著に現れるのは、従来、レバレッジを拡大していた経済主体のバランスシート緊縮化に伴う信用収縮であり、それは通常、銀行貸出の減少につながる。その結果、不動産価格低迷が生じやすい。そうした環境を認識した金融当局は政策金利の引き下げを行い、その緩和政策の長期化が生じることになる。8月のFOMCでバーナンキ議長がFFレートのゼロ近傍状況を少なくとも2年程度継続するとの表明を行ったのはバランスシート調整の長期化を覚悟したなかでの対応といえる。時間軸政策はイールドカーブを通じて純粋期待仮説で長期金利の引き下げをもたらすことになる。ここで共通する現象は、あくまでも先行き期待低下の長期化にある。

以下に示す一連のグラフは、日本と米国の信用拡大のバブルのピークを合わせた各市場のグラフである。日本の場合、そのピークの大半が1990年頃になり、米国の場合は2007年がそのピークに相応するが、以下のグラフは驚くほど類似性がある。我々は米国や欧州の調整が日本のバブル崩壊と同様に10年以上の長期にわたると安易に主張するつもりはない。米国は日本と比べ人口動態で恵まれた面もあり、その調整は日本よりも短いと考えている。ただし、これまで欧米の市場参加者が考えていたような過去30-40年間の循環のようなものとは異なり、予想以上に長期化すると考えてきた。日本化現象とは2008年のリーマン・ショックのようなクラッシュではなく、日本の1990年代以降のように長期にわたる予想以上の停滞を意味し、その結果生じ得る社会や政治現象に波及するものである。欧米の人々も次第にそうした状況を覚悟しだしたことに、2011年後半の市場の転換があると考えている。

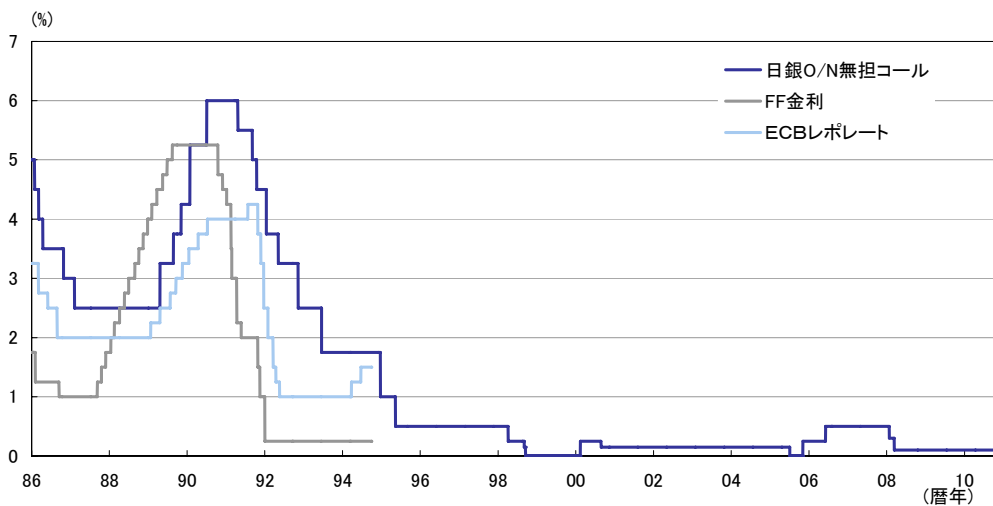
まず、次頁の図表31は日本の公示地価、米国の住宅価格指数を一致させたものである。米国の住宅価格は2007年に初の下落となり、2008年には前年比で二桁の下落となった。米国の住宅価格は2009年に一旦底を打ったとされるが、図表で振り返れば、日本のバブル崩壊時よりも底が深く、その分2009年からマイナスの反動で2010年は改善したともいえる。しかも、足元の住宅分野では再び市況回復に足踏みの不安が生じている。日本の不動産不況の深刻さは、その下落の深さ（下落率）より、むしろ、停滞が長期にわたって続いたことだった。米国における個人のバランスシート調整が残存することを背景にすれば、地価の下落幅が縮小しても停滞が長引くことが想定される。足元、米国で生じた景気不安は不動産分野の回復の遅れに起因するとの指摘も多い。同様に、欧州PIIGS地域の問題も不動産分野に問題を抱えている。

図表 31 日本の公示地価と米国の住宅価格指数



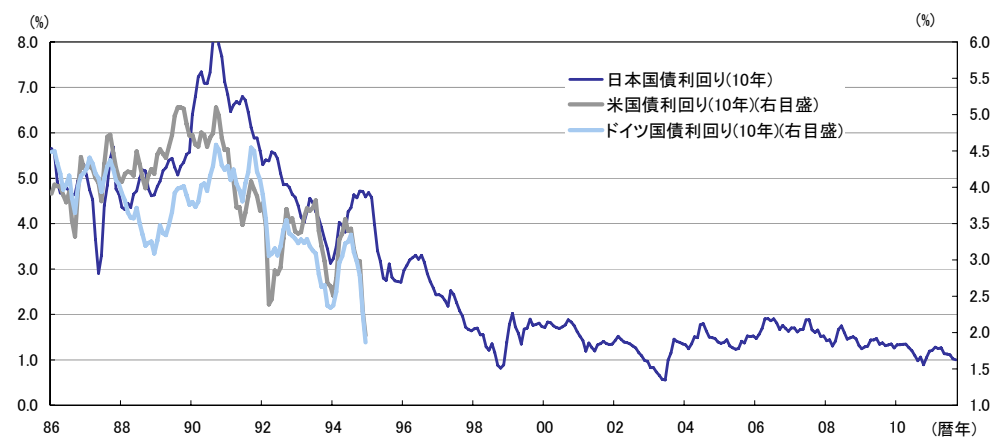
図表 32 は、日・米・ユーロ圏の政策金利を示している。日本は 1991 年以降、政策金利を急速に引き下げた。一方、2008 年以降の米国の政策金利引き下げプロセスも、結果として日本と類似した形状になっている。日本でも 1994 年には「出口論」が生じたが、グラフを重ね合わせれば現在の米国の環境は当時の日本と類似する。欧州では、ECB が 2011 年 4 月から利上げに転じ、一旦エグジットに踏み出したが、いまや再び利下げが展望される状況にある。

図表 32 日米欧の政策金利推移



同様に、日・米・ドイツの長期金利を重ね合わせると、日米独の類似性が確認され、欧米でも長期金利の長期にわたる低水準での推移が展望される。

図表 33 日米独の長期金利

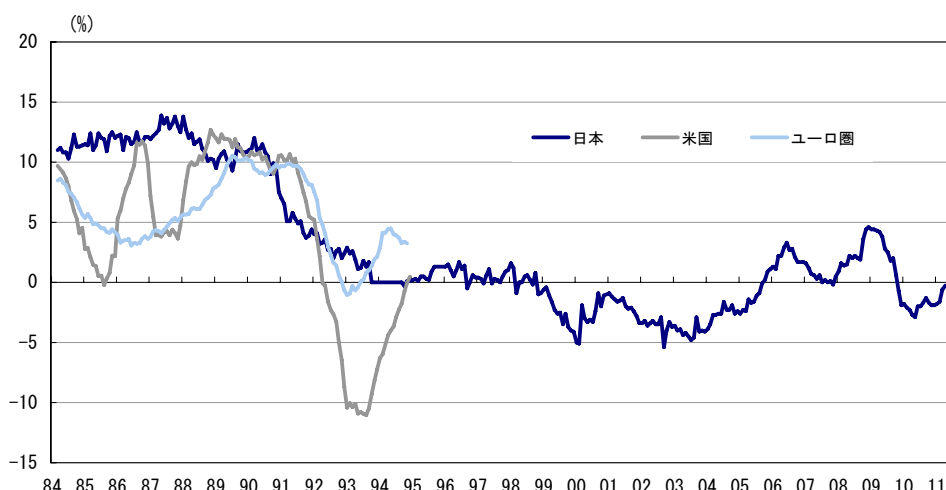


(注)日本の1990年10月と米国・ユーロ圏の2007年7月を対応させて表示

(資料)Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

図表 34 は日・米・ユーロ圏の貸出環境を示している。金融緩和が続いても、貸出拡大に至りにくい状況は日本と類似する。その背景には、企業サイドがバランスシートの拡大に慎重であり、キャッシュを大きく積み上げる財務の慎重姿勢が存在する。今後も銀行は金融規制の強化を受けてバランスシート拡大に慎重であろう。

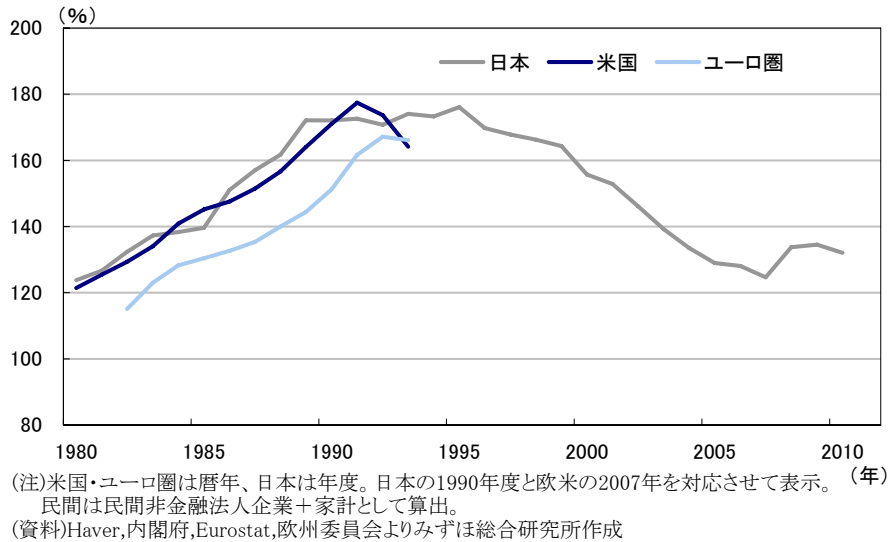
図表 34 日米欧の貸出推移 (前年同月比)



(注)日本の1993/10～1994/9分は非開示、米国は2010/4の会計規則変更を過去に遡って修正、ユーロ圏はインターバンク向け貸出を除く、日本の1990年10月と米国、ユーロ圏の2007年7月を対応させて表示
(資料)日本銀行、Haver、ECBよりみずほ総合研究所作成

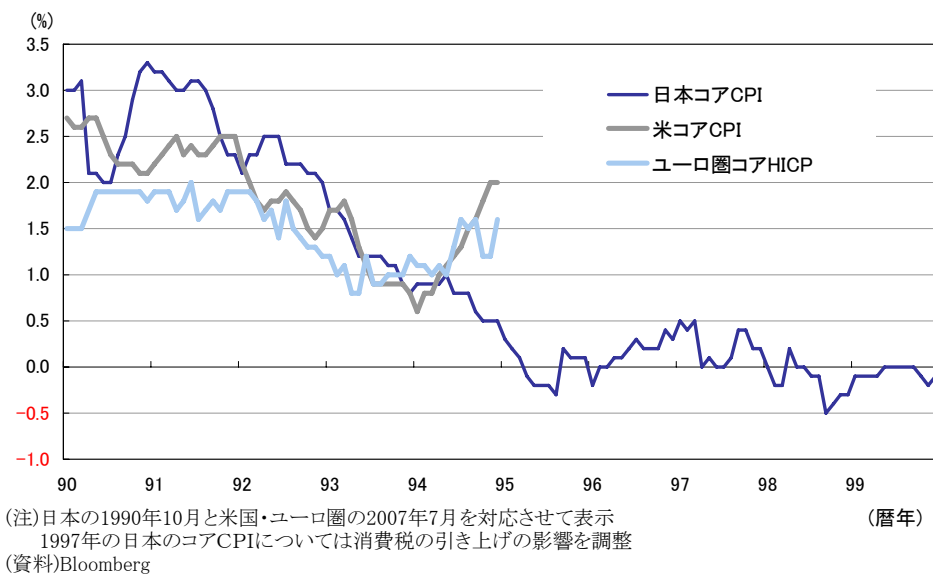
図表 35 は、図表 9 の 1990 年度の日本と 2007 年の欧米を対応させて表示したもののだが、ここでもバブル前の民間債務の積み上がりと、調整の動きに類似性が見られる。

図表 35 民間債務対GDP比率推移



図表 36 をみると、物価環境においても類似性がうかがえる。ただし、2010 年に台頭した米国の物価下落懸念、デフレ懸念は大きく後退し、2011 年は一部に物価上昇の気配も存在する。米国では、日本で 1995 年以降生じたようなデフレ・スパイラルに陥るようなマインド悪化の徴候が少なく、基本的にデフレ不安が少ないのが特徴だ。ただし、今後も信用収縮が続くなか、欧米でもインフレ・マインドの後退が見られると展望している。

図表 36 日米のコアCPIとユーロ圏のコアHICP推移(前年同月比)



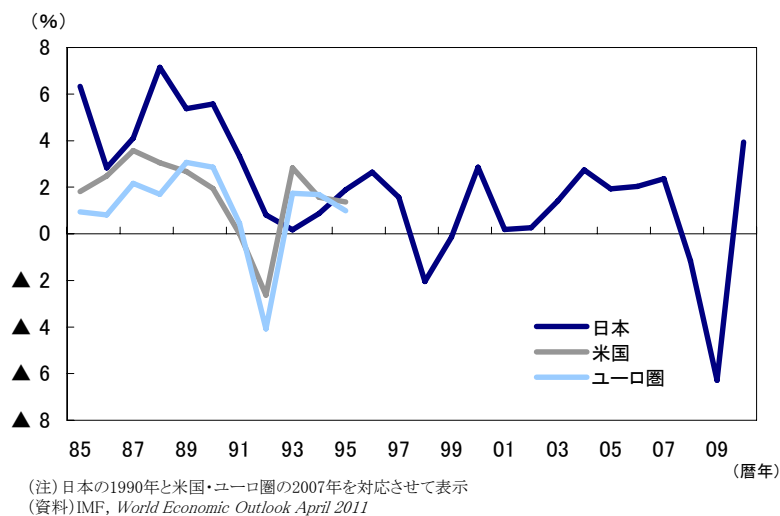
株式相場の推移をみると、2010年11月のQE2実施以降の欧米株価の大幅反発で、それまでの類似した形状から一時的に大きな変化が生じた。ただし、以上の一連のグラフのなかで株式市場だけが異なる状況にあったのは、欧米株式の反発が实体经济と比した期待先行によるものであり、2011年7月以降の株式市場の調整は、期待先行で上昇した部分の反動が生じたとの解釈もできる。

図表 37 日米の株式相場の推移



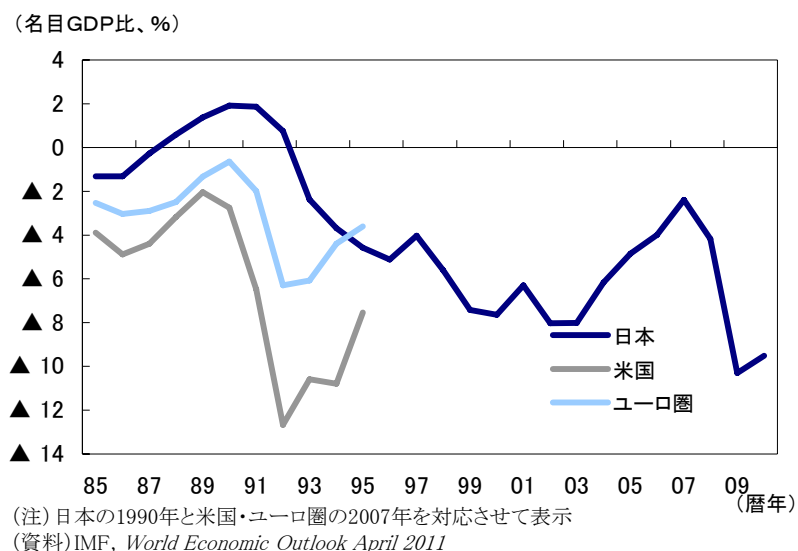
また、次の図表が示すように、日本の1990年代以降と同様に、欧米の成長率も停滞した状況が続いている。

図表 38 日米欧の実質成長率推移



日本の 1990 年代と同様に、欧米も 2007 年のサブプライム問題顕現化以降、財政赤字拡大が生じている。欧米の急速な財政赤字の拡大はバブル崩壊以降の日本の悪化ペースを上回る速さである。

図表 39 日米欧の財政赤字推移



欧米では 2007 年のバランスシート調整開始からまだ 4 年であり、依然、マインド悪化には陥っていない。日本との最大の違いは、日本が調整直後に大幅な円高になって外需に依存できなかったことに対し、欧米では外需への依存が行われたことである。また、日本との違いとして人口動態が指摘されることも多い。日本と比べ、米国の調整は比較的速く進む要因があるのも事実である。以下の図表はバランスシート調整の観点から日本と欧米の環境を比較したものである。

図表 40 バランスシート調整での日本と欧米の 4 相違点

	米国の今次調整	欧州の今次調整	日本の 1990 年代以降の調整
為替環境	自国通貨下落策に依存できたことでデフレ意識が生じにくい	ユーロ自体の下落策に依存できたことでデフレ意識が生じにくい ただし、各国の不均衡は残存	1995 年に歴史的円高になり、デフレ意識に陥った
海外環境 新興国環境	2000 年代半ば以降の新興国の経済成長に大きく依存 ドル安も海外依存にプラス	2000 年代半ば以降の新興国の経済成長に大きく依存 加えて、東欧への依存が可能で 欧州ブロック経済のメリットも ユーロ安も海外依存にプラス	1990 年代は新興国ブーム前で十分に外需に依存できなかった 円高もマイナス
金融環境	日本の教訓から金融システム対応を初期に実施し、金融危機の波及を止めた	金融システム対応が遅れ、インフレ不安から金融緩和が遅れ	公的資金対応が遅れ、金融危機を招いた
人口環境等	人口の増加や国民性から楽観が続き、デフレ意識に陥りにくい	人口の増加や国民性から楽観が続き、デフレ意識に陥りにくい	1990 年代後半からマインドが完全に悲観に陥った

(資料)みずほ総合研究所作成

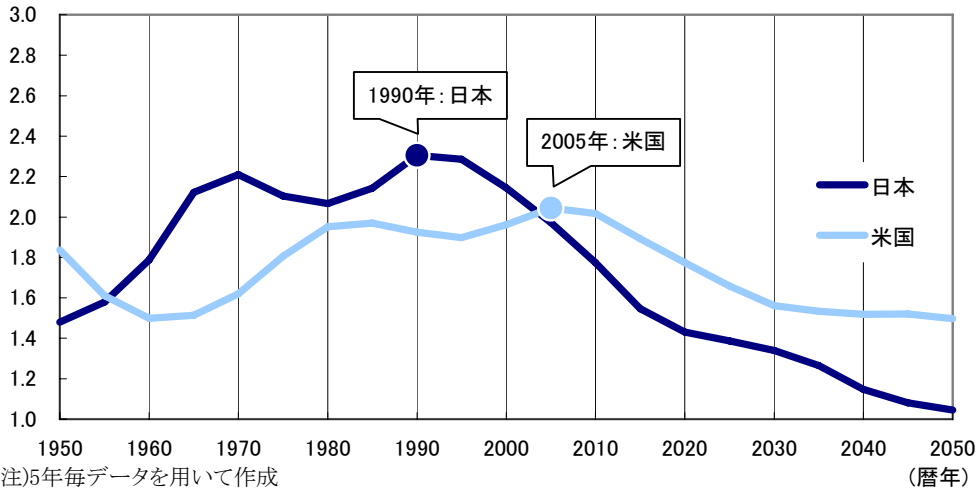
上の図表も含め、バランスシート調整には人口動態の状況が大きな影響を与え、市場の関心も高い。

以下の図表が示す世界各国の人口動態状況は、2011 年 9 月に日銀の西村副総裁がコンファレンスで用いたものである¹⁶。ここで人口動態の目安として用いられる「生産年齢人口・非生産年齢人口比率」とは、生産年齢人口を非生産年齢人口で割ったもので、何人の生産年齢人口でその他の人口 1 名を支えられるかを示すものである。この図から見て、日本のピークは 1990 年で、米国は 2005 年になる。振り返れば、日本のバブルのピークは 1990 年であり、米国のサブプライム・バブルのピークは 2007 年頃であった。人口動態のピークはバブルのピークと概ね一致していたといえよう。

16 詳しくは、西村清彦（2011）「アジアの視点を踏まえたマクロ・ブルーデンス政策の枠組み」（日本銀行 2011 年 9 月 30 日 http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2011/ko110930b.htm/)を参照いただきたい。

図表 41 生産年齢人口・非生産年齢人口比率（日本と米国）

(生産年齢人口/非生産年齢人口)



(注)5年毎データを用いて作成

(資料)United Nation World Population Prospects, the 2010 Revision よりみずほ総合研究所作成

一方、次の図は先の図と同じ、生産年齢人口・非生産年齢人口比率の欧州周縁国を示したものである。ここで、同指標のピークは、

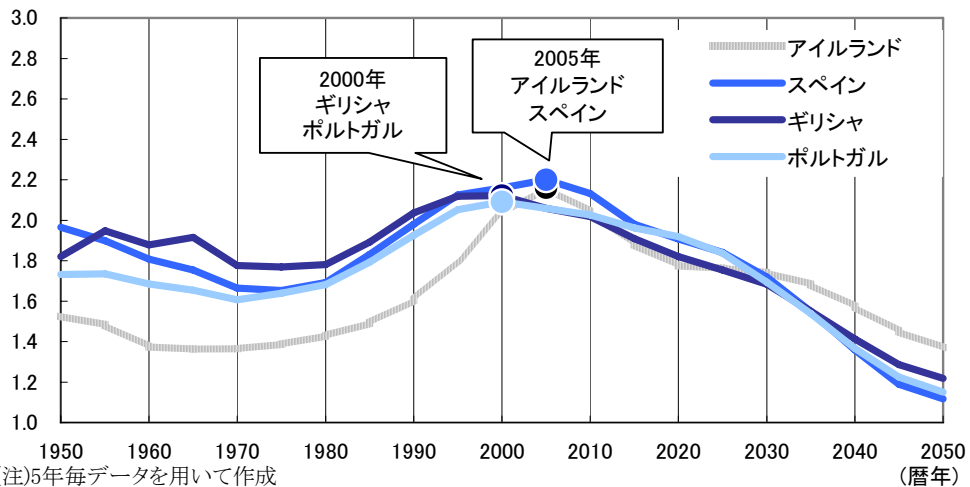
ギリシャ・ポルトガル：2000年

アイルランド・スペイン：2005年

と、2000年代初に集中している。この時期は、欧州周縁国の不動産バブルの時期と概ね一致する。

図表 42 生産年齢人口・非生産年齢人口比率（欧州周縁国）

(生産年齢人口/非生産年齢人口)

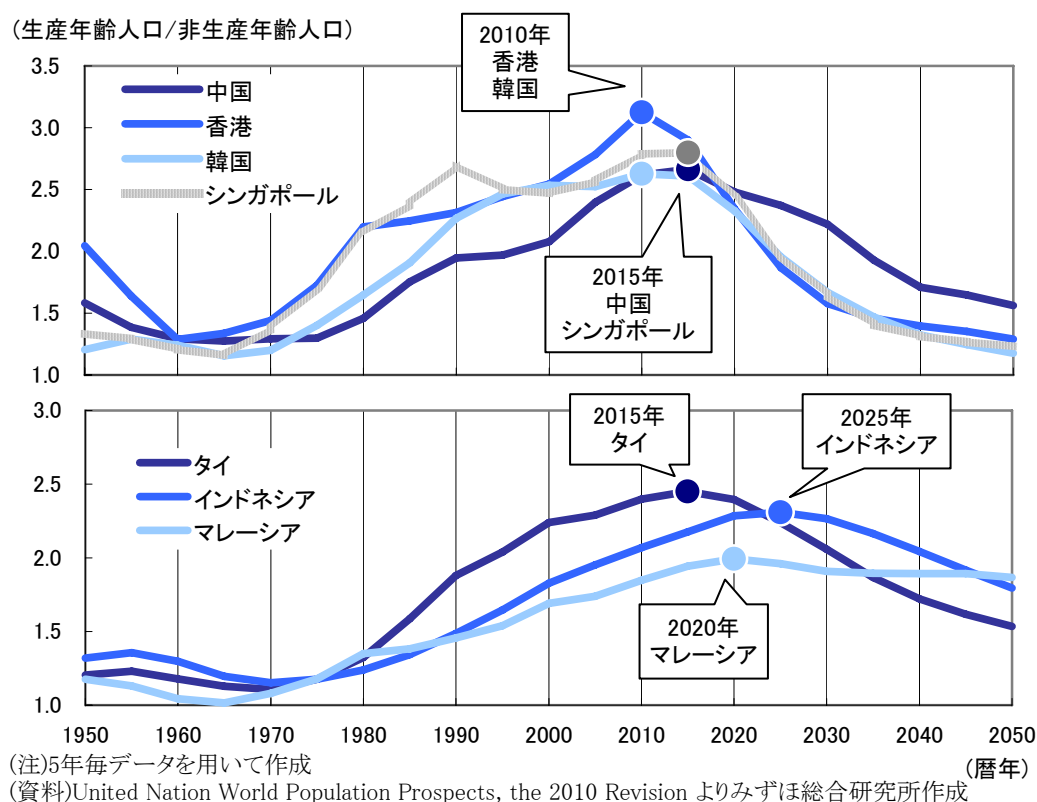


(注)5年毎データを用いて作成

(資料)United Nation World Population Prospects, the 2010 Revision よりみずほ総合研究所作成

以上に示された、日米と欧州周縁国の状況は日米欧のバブルの時期と一致することを改めて確認するものだ。過去の歴史を振り返れば、人口動態の観点から期待が最も高揚する局面で不動産を中心とした信用バブルが発生しやすい。同時に、先の西村副総裁の講演ではアジアの新興国の生産年齢人口・非生産年齢人口比率も示された。ここでは、中国、韓国、香港、シンガポール、タイのピークが 2010-2015 年に集中している。丁度、現在がまさに人口動態上のピークに一致しており、西村副総裁は当該新興国の不動産バブルとその結果生じ得る金融システム問題に警鐘を鳴らし、同時にマクロ・プルーデンス策の重要性を訴えている。

図表 43 生産年齢人口・非生産年齢人口比率（アジア）



本論での認識は、欧米は 2007 年からバランスシート調整下であり、1990 年代以降の日本と類似性をもつことを「日本化現象」として議論していた。それは、以上で紹介した人口動態議論とも驚く程の一致がある。さらに、「期待の星」である新興国がまさにピーク圏にあるとすれば、今後のバランスシート調整圧力は当初想定したよりも長期化する可能性をもつ。また、今後のバランスシート調整は、日米欧に加え、主要新興国が人口動態のピークを超えたグローバル環境で行わざるを得ないという難しさを抱えている。

以上の議論のなかから今後の欧米の日本化現象の時間軸を展望しよう。日本化現象をバランスシート調整とすれば、日本の場合、1990年から生じ、その目処がついたのは2000年代半ば、ゼロ金利解除が行われた2006年頃であり、その期間は約16年に及んだ。ただし、その後も今日に至るまで残存した政府債務問題を抱え、しかも民間セクターのマインドは改善しないまま、デ・レバレッジとデフレ・マインドを引きずる状況にある。

今後、欧米におけるバランスシート調整の期間を展望すれば、今回は欧米という世界の最も主要な地域が同時に調整を迎えるという「同時性」のなか、外需に依存するにも限りがあるという点が、長期化の要因となり得る。また、米国は人口動態的には日本よりも恵まれた面を持つが、基本的に欧米の人口動態も日本同様にピークを過ぎたなかでの対応となるため、調整には一定の時間を要する。

もちろん、リーマン・ショック後の2009年以降は日米欧の既存勢力の枠外にある新興国の成長に依存した面が大きく、今後も当該地域への依存に期待する面が大きい。ただし、新興国はその規模の制約からブームとその反動を繰り返すと見られる。

米国においては、①最も為替調整が行いやすい点、②世界の政治・軍事的にグローバル市場を利用しやすい点、③人口動態が日本より恵まれた点を勘案し、2010年代半ば頃までの調整を基本シナリオとするが、早くてもまだ更に4~5年の時間軸は必要との認識にある。

一方、欧州においては、①債務調整が米国に比べても遅れていること、②ユーロの共通通貨での為替調整に制約があること、③政策面からの対応にも制約が存在することから、米国以上に時間を要するとの認識にあり、2010年代後半半までずれ込むとの見方である。

従って、日本ほどの年月には至らないとしても、2007年を基点とした調整とすれば、「Lost decade (失われた10年)」に相当する時間軸を想定する必要があると認識している。また、こうした調整が各国で一斉に生じている「同時性」を勘案すれば、その調整期間の更なる長期化も危惧される。

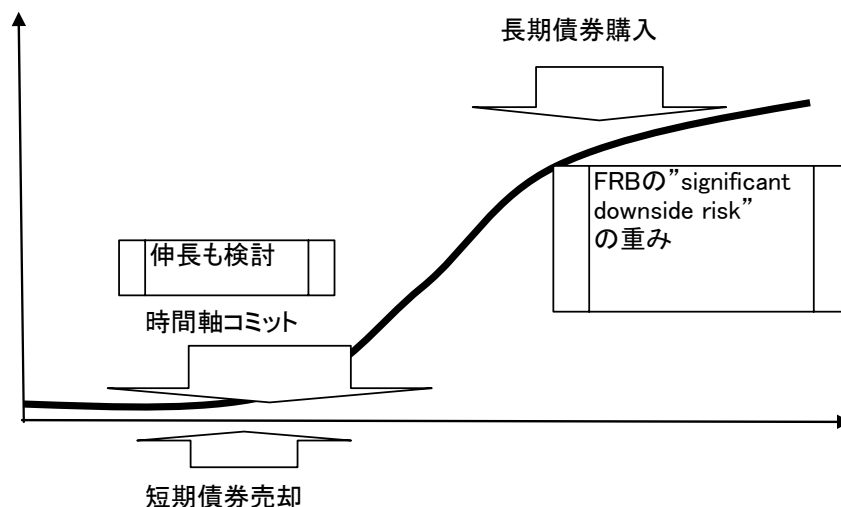
6. 日本化現象の投資へのインプリケーション

以下では日本化現象が、投資環境に及ぼす影響を考えることにする。そこで最初に、投資環境を考える上での前提として金融政策を展望することにする。

ここで米国の金融政策を、時間軸の観点から展望してみよう。金融政策における「日本化現象」は時間軸を中心にした金融緩和策の長期化にある。

米国FRBは9月のFOMCでオペレーション・ツイストの導入を決定した。同オペレーションは短期債売却、長期債購入を組み合わせたものであるが、同時に時間軸のコミットとしてFFレートを2年据え置くとの姿勢を示している。以下の概念図に示されるが、この構造は日本が2001年以降に導入した、量的緩和と時間軸政策と実質的に変わらない。結局、2011年9月のFRBのオペレーション・ツイストも日本化現象のなかでの一つと考えることもできる。また、以上のなかでの時間軸への信認が強まれば、金融機関の投資行動として長短金利差確保のキャリーへの志向が高まりやすい。

図表 44 オペレーション・ツイスト概念図



(資料)みずほ総合研究所作成

日本化現象は、金融商品に対する投資のバリュエーションにも大きな影響を与える。株価や不動産のような資産価格の価格形成には「期待」が大きな影響を及ぼすが、その期待の低下は資産価格の価格調整をもたらす。今年、7月以降の欧米での株価下落は、それまで先行していた期待が剥落したことによる調整との解釈が可能だが、同時に先行き期待の下方屈折を映じた面も大きい。その結果、株式のバリュエーションにおける先行き期待低下

が株価にマイナスに作用し、一方で、債券への資産シフトも生じやすい。

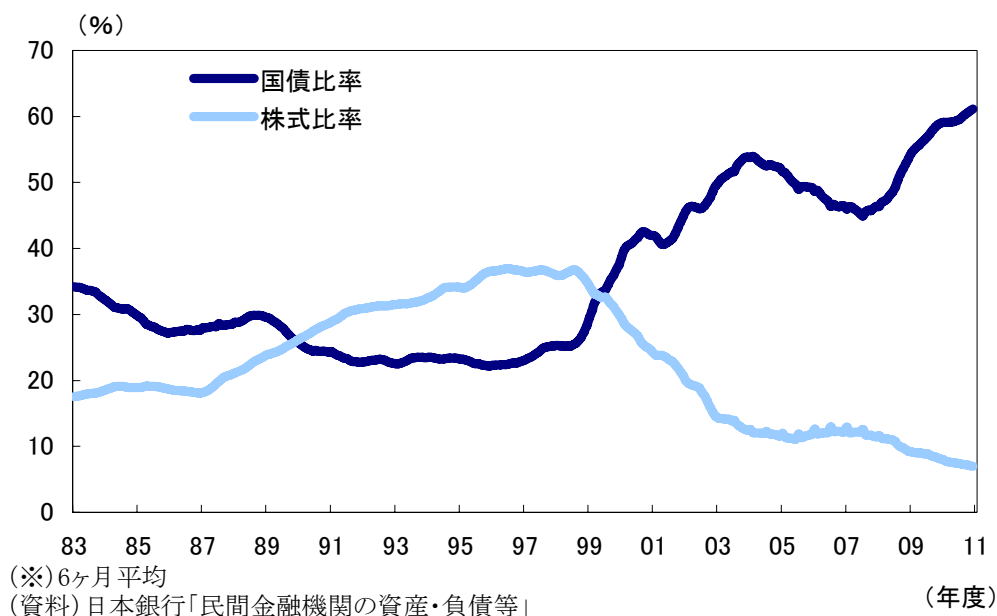
債券については、低金利の長期化、「時間軸」への信認から長短金利差を確保する「キャリー」の重視へと向かうことになり、「Cash in King」, 「Carry is Queen」とされる運用議論が生じる状況にある。こうした国債を大量に抱えて「キャリー」を重視する発想は日本の銀行の特有の運用行動とされてきたものだが、今後は欧米金融機関にも波及し得る。

日本化現象が示す投資行動

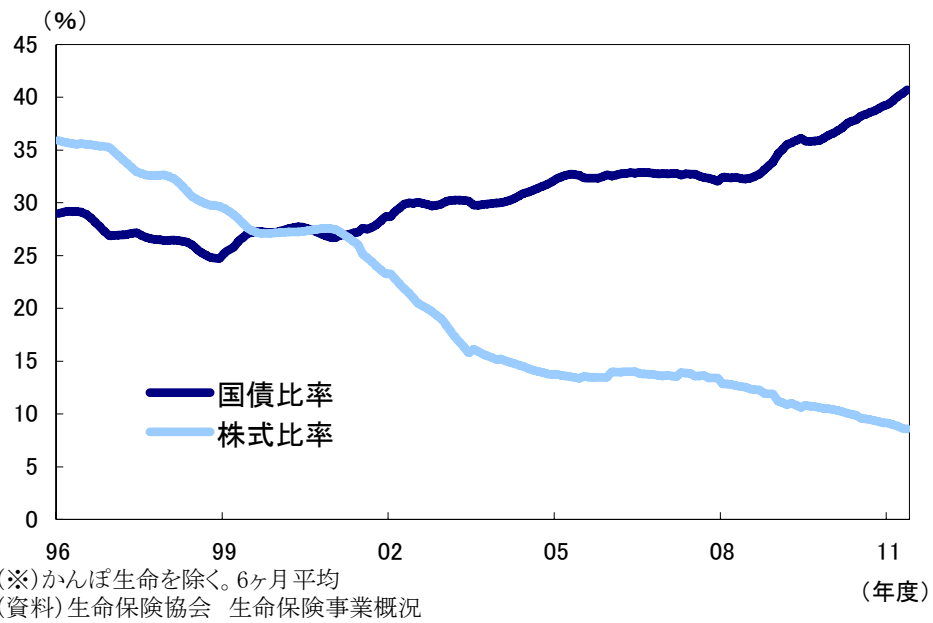
先行き期待の低下で、株式は水準調整に
資産アロケーションは株式から債券に
債券運用では「時間軸」を背景にキャリー重視に

日本の主要投資家は90年代後半以降、運用における国債比率を高め、株式の比率を引き下げた。次の図表は、それぞれ日本の銀行、生保、年金の国債・株式比率の推移を示す。90年代後半からいずれも、株式比率引下げ、国債比率引き上げの類似したトレンドが続いている。

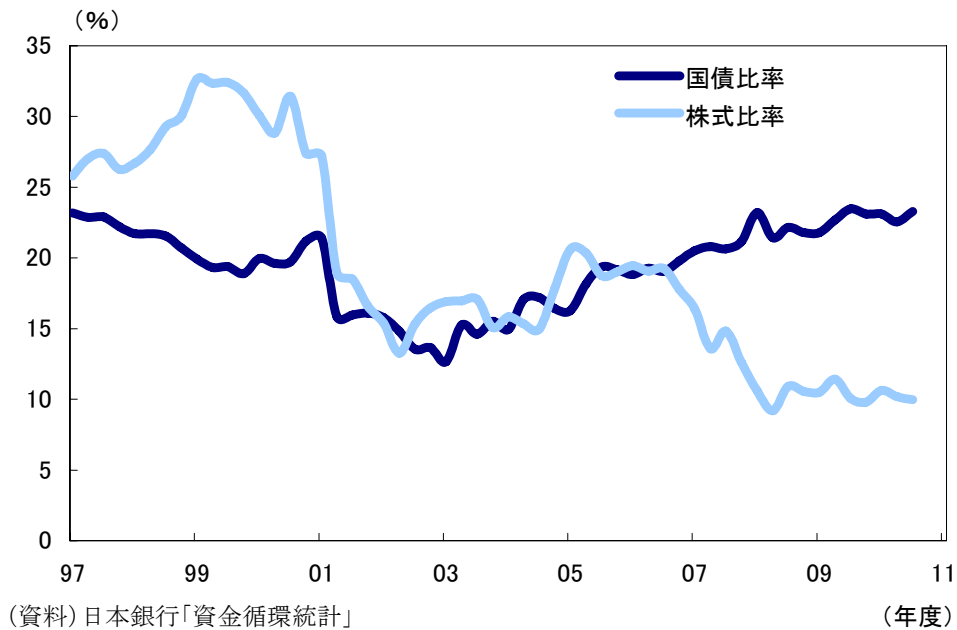
図表 45 日本の銀行の有価証券に占める国債・株式の比率推移



図表 46 日本の生保の有価証券に占める国債・株式の比率推移

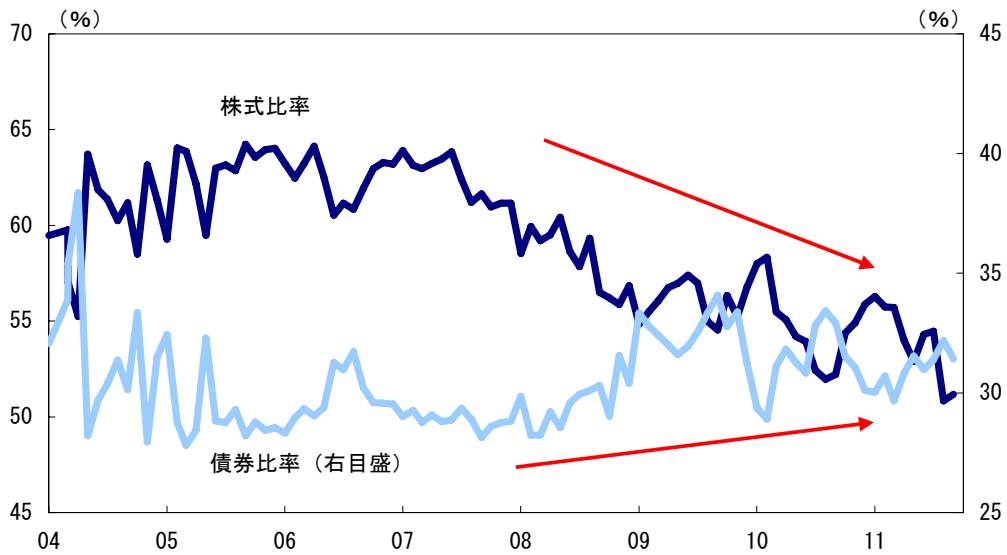


図表 47 日本の年金の有価証券に占める国債・株式の比率推移



欧米の投資家のアロケーションにも変化が見られる。次の図表は欧米投資家のアロケーション変化を示すが、2007年以降、日本同様に株式比率を下げ債券比率を高めている。

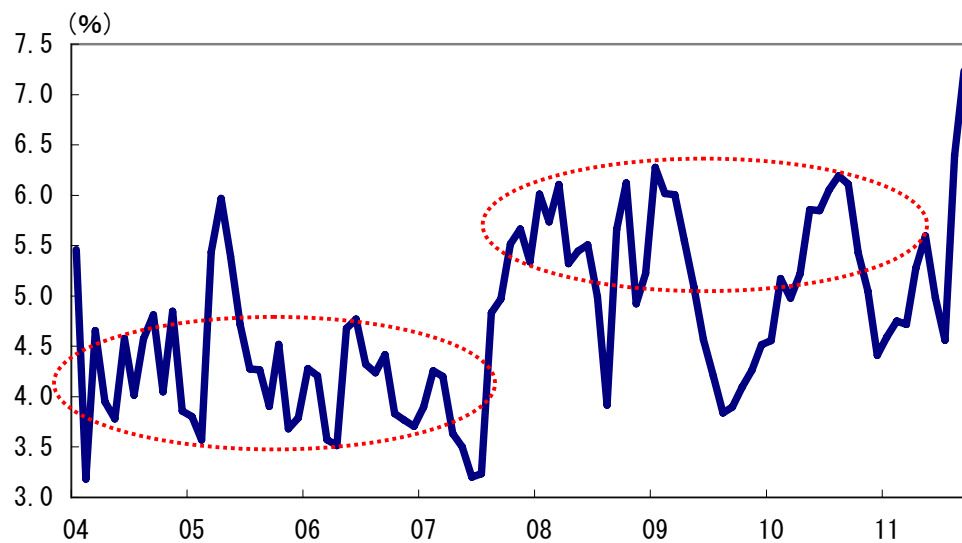
図表 48 欧米投資家のアロケーション推移



(資料) ロイター国際分散投資戦略調査よりみずほ総研作成。

次の図表は欧米投資家のキャッシュ比率を示すが、前の図に示されるように株式比率を落としてつつも、キャッシュ比率を高めている。欧米においては市場の不安定化のなかで、キャッシュを厚めに持って投資機会に備えて待機する状況にある。足元の調整は一時的で、元のトレンドに戻れば株式等のリスク資産に戻したいとの意識が根強いとも考えられる。しかし、そうした期待が後退すれば、自ずと投資姿勢にも変化が生じる。

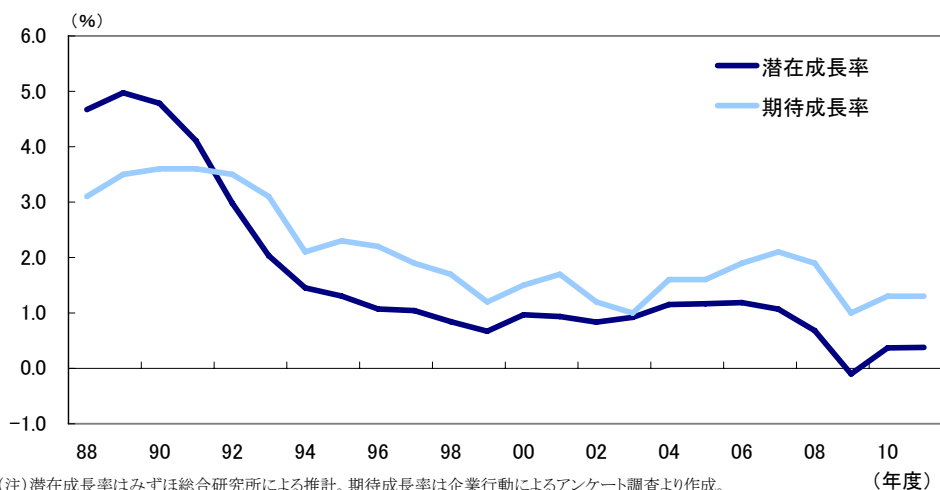
図表 49 欧米投資家のキャッシュ比率推移



(資料) ロイター国際分散投資戦略調査、Bloombergよりみずほ総研作成。

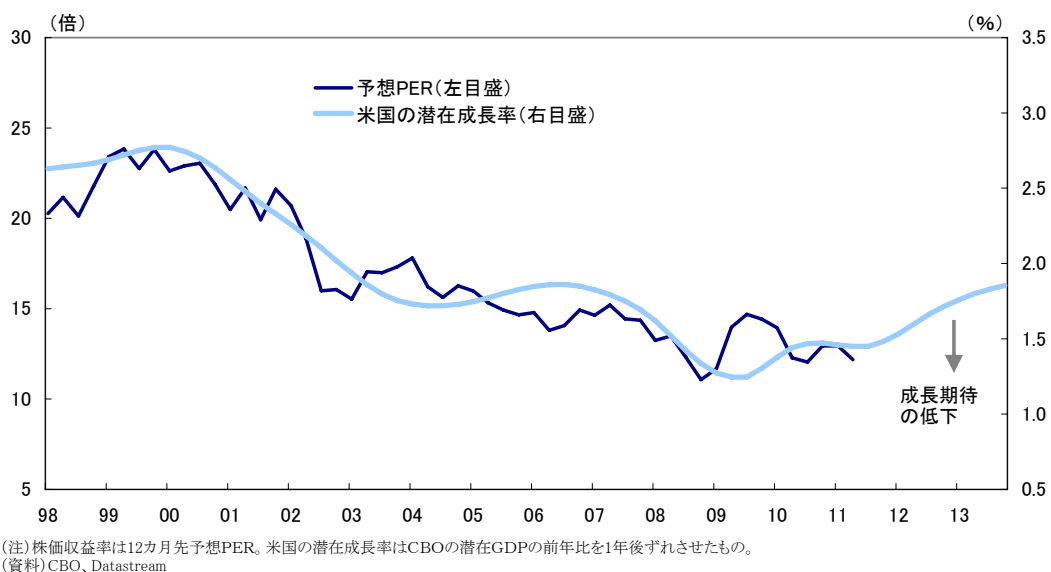
資産アロケーションを定める有力な要因は先行き期待の動向である。次の図は日本の潜在成長率と期待成長率を示すが、90年代以降大幅に下落する屈折が生じた。こうした屈折が株価水準を引き下げ、株式のアロケーションの縮小が生じさせた。

図表 50 日本の潜在成長率と期待成長率推移



米国では次の図表に示されるように、期待成長率に沿って予想株価収益率が低下してきた。米国の潜在成長率は2009年以降、改善が見られるものの、その回復トレンドは当初予想と比べて鈍いものとなっている。

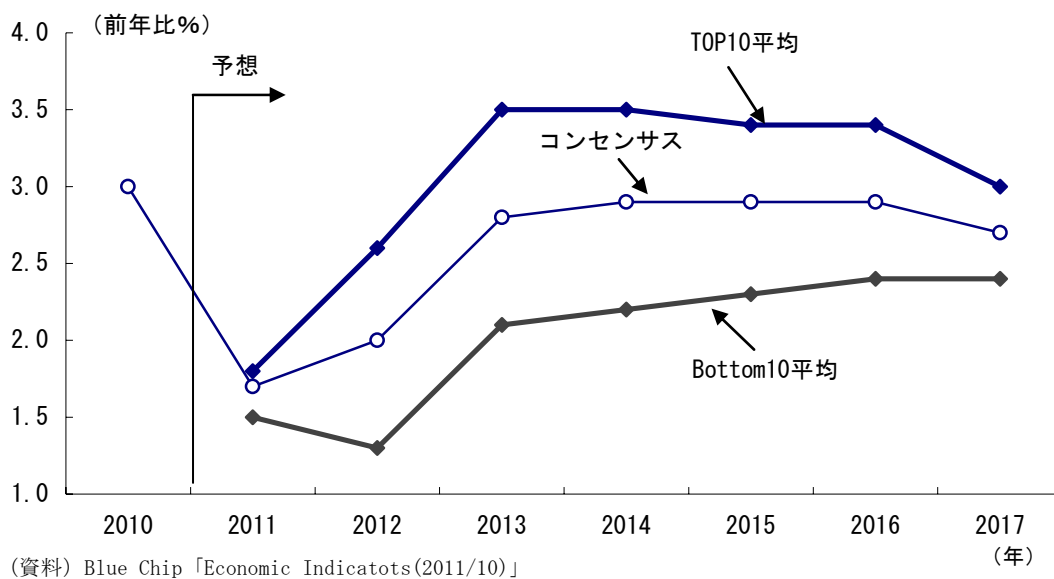
図表 51 米国の潜在成長率と S & P 500 の予想 P E R



みずほ総合研究所では今後、米国の潜在成長率に下方屈折が生じ得ると考えており、図表 51 の CBO の予想のように楽観的な状況にはならないと展望している。仮に、成長期待が低下する場合には、米国の株価が割安水準で放置される可能性もある。

ただし、Blue Chip の米国成長率の予想コンセンサスをみると、欧米のエコノミストは、次の図のように「今年 2011 年の米国経済は減速するが、来年 2012 年には改善し、その改善傾向が 2010 年代半ばまで続く」という見方をしていると考えられる。バランスシート調整に伴って、低成長が長期化するという議論は米国内では未だ少数派なのかもしれない。しかし、米国のバランスシート調整は 2007 年にサブプライム問題を契機に顕現化してからまだ 4 年しか経っていない。日本でもバブル崩壊の 1990 年から 4 年が経過した 1994 年を振り返れば、バランスシート問題への意識は希薄だった。当時を振り返ってみると、現状の米国のコンセンサス・シナリオのように、翌年からは回復に向かうとの見方が多かった。従って、今後我々の想定するように米国においても低成長が余儀なくされるようであれば、時間をかけて米国内における期待成長率も低下していくことになるだろう。

図表 52 米国成長率の予想コンセンサス



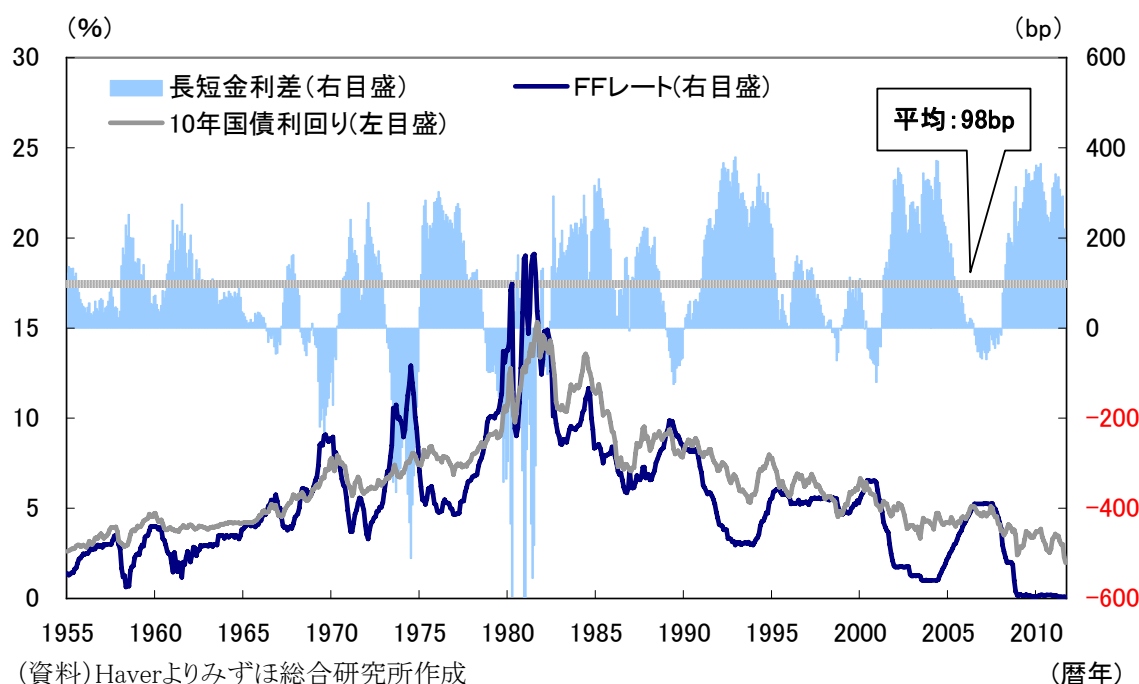
ここで、銀行を中心とした金融機関の投資行動を考えよう。その上で、長短金利差に注目する。長期金利は理屈上、短期金利と長短金利差に分解される。ここで、短期金利を米国の政策金利である F F レートとすれば、

$$\begin{aligned} \text{米国 10 年金利} &= \text{F F レート} + (\text{10 年金利} - \text{F F レート}) \\ 2.0 &= 0 + (2.0 - 0) \end{aligned}$$

となる。現在の F F レート水準をゼロとすれば、長短金利差は 2% になる。ここで、以下

に過去約 60 年にわたる米国の長期金利と長短金利差を示すと、長短金利差の平均水準は 0.98%と 1%に満たない水準であり、現在の 2%程度の水準は過去 60 年平均の 2 倍の水準にある。

図表 53 米国の長短金利差推移



米国の長期金利水準自体は低いが、長短金利差はかなり高い水準といえる。ここで、「低すぎる」のは政策金利 F F レートとなる。従って、市場参加者が米国債投資に高値警戒を抱くとすれば、「低すぎる」 F F レートの上昇に警戒すべきとなる。しかし、バーナンキ F R B 議長は今年 8 月以降、 F F レートを 2 年間据え置くとの時間軸政策を示している。従って、 F F レートが現水準に据え置かれる蓋然性が高ければ、現在の 2%の長期金利水準は決して「低すぎる」とも言い切れなくなる。

ここで、政策金利を、銀行を中心とした金融機関の調達レートと想定すれば、長短金利差はキャリーによって得られるインカム収入を意味する。筆者は 2000 年代以降、日本の金融機関にとって国債投資は「おコメ」のような主食であるとの表現を用いてきた。ここで、「おコメ」の味とは長短金利差だった。1990 年代以降のバランスシート調整下における日本の金融機関にとって最大の収益は国債投資による長短金利差のキャリー収入だった。なぜ、米国の銀行は「おコメ」、長短金利差のキャリー確保の発想が低かったのだろうか。

先の図表に示されるように、2000 年代以降も断続的に長短金利差は上昇し、ピークでは 4%近い水準に達することも何度もあった。そうした局面においても、米銀の国債投資が

盛り上がりにくかったのはなぜだろうか。それは、長短金利差の水準は大きいものの、それ以外にもっと収益を望むことができる投資手段が存在すると考えていたからだろう。すなわち、「おコメ」の味は「おコメ」としてはよいとしても、もっともっと魅力的なもの、「ステーキ」等が存在したからだ。期待収益が高い運用手段として2000年代以降は証券化商品等のクレジット商品やリテール分野での貸出、機関投資家にとっては株式など、期待収益率の高い運用手段がいくらかでも存在した。そうした「ご馳走」が満ち溢れた環境において、「おコメ」なんて食べていられないと感じるのも無理はない。一方、日本では、貸出、クレジット商品の供給がないなか、「おコメ」しか栄養を確保する手段がなかった。

本論での問題意識は、米国でも仮に、代替運用手段へ抱く期待収益率が低下すれば、米国でも長短金利差確保、キャリー確保となる「嗜好」が生じることだ。これまでは「あんな味が薄いもの」と思っていた「おコメ」を食べざるを得なくなる。しかも、米国における「おコメ」の味の観点からみて、現在の「味」、長短金利差である2%は平均値から見ても2倍水準にあることへの再認識が生じることもある。

2011年には資本市場で、“Cash is king. Carry is queen.”とされてきた。ただし、今後、日本化現象においては“Carry is king.”と、キャリーがグローバルにもキングに即位することも展望される。こうした状況は、グローバルレベルで期待収益率の低下が生じ、期待収益率の高い代替運用手段が低下していることを背景にしている。

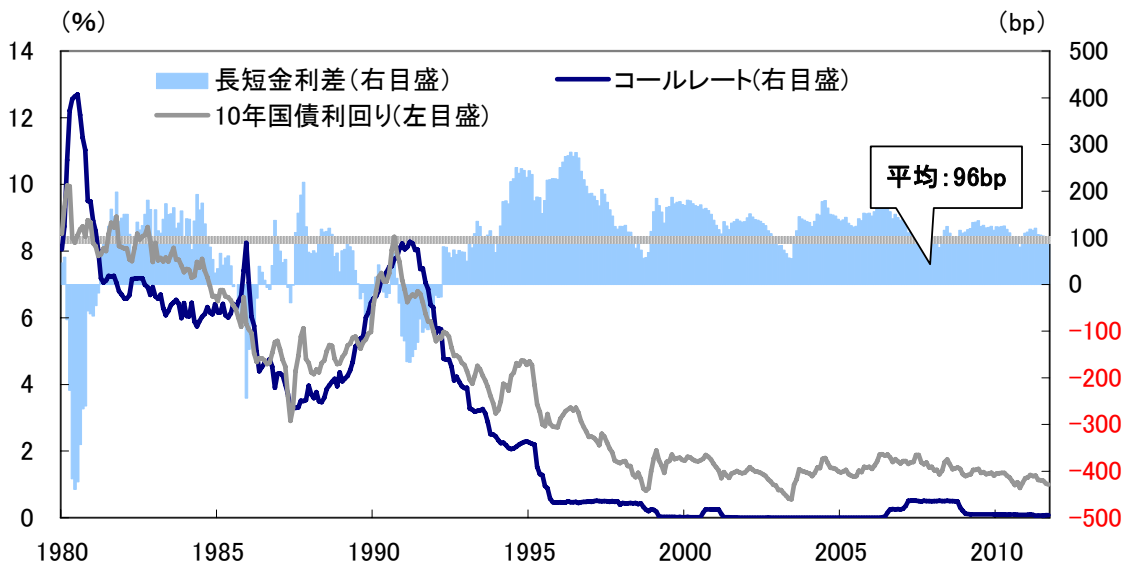
米国長期金利2%の水準は大きな節目であるだけに、当面、神経質な状況でその前後の金利の上げ下げを伴う展開が続くだろう。バランスシート調整下の2007年以降の債券市場のバイオリズムはFRBの追加緩和期待をもてはやして金利が低下し、実際に金融緩和が行われると反動で金利上昇を繰り返してきた。曲がりなりにも9月21日のFOMCでオペレーション・ツイストの緩和が決まった以上、一旦、金利上昇も生じやすい面もある。ただし、キャリーを米国でも考えるなら、決してその長短金利差は「低すぎる」水準ではない。金利水準の妥当性の判断は、結局、米国の先行きをどう見るかに依存する。今後の投資の「味」に変化を与えるのは、FRBによる時間軸の伸長度合い、あるいは米国準備預金の付利金利の水準であり、こうした点にも変化があれば、よりキャリー確保のバイアスが高まることになる。

一方、短期金利を日本の政策金利であるONコールレートとすれば、

$$\begin{aligned} \text{日本10年金利} &= \text{ONコールレート} + (\text{10年金利} - \text{ONコールレート}) \\ 1.0 &= 0.1 + (1.0 - 0.1) \end{aligned}$$

となる。現在のONコールレート水準を0.15%とすれば、長短金利差は0.9%になる。ここで過去約30年の日本の長期金利と長短金利差の推移を見ると、長短金利差の平均水準は1.02%と1%程度の水準であり、現在の0.9%水準は過去の平均値を下回る水準にある。

図表 54 日本の長短金利差推移



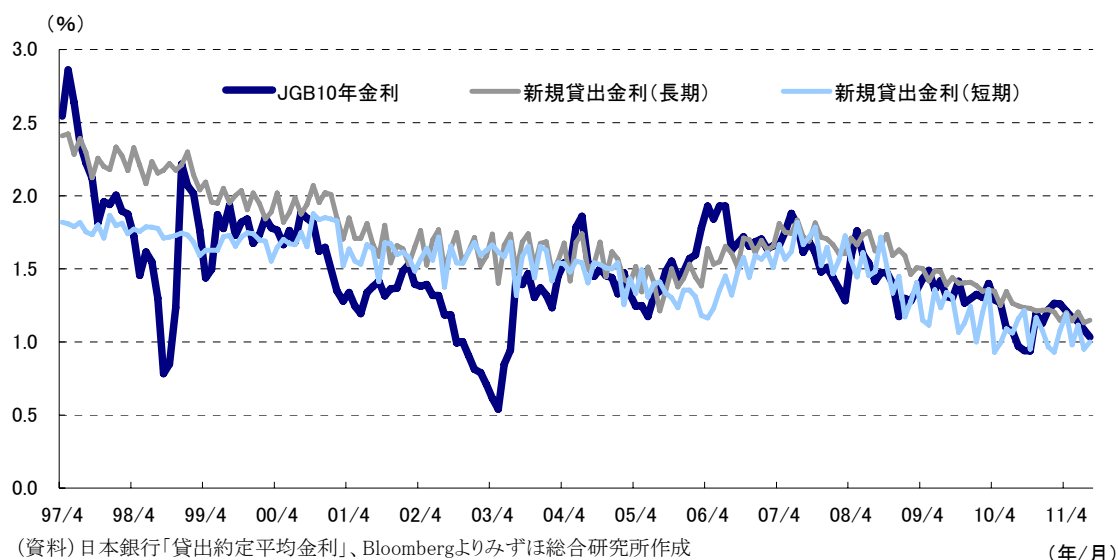
(注)コールレートは1985/6まで有担保、以降は無担保のO/Nレート。
 10年国債利回りは1984/12まで10年債最長期物利回り、以降は新発債利回り。
 (資料)日本銀行、Bloombergよりみずほ総合研究所作成

(暦年)

90年代後半以降の日本の銀行の運用モデルは、従来の平均値である1%以上の長短金利差を確保することで成り立ってきた。先に示したISバランスの構造としても、貸出が減少する状況下、国債投資に依存する状況が続いた。ただし、足元の長短金利差が0.9%という水準にある以上、リスクプレミアムとしては必ずしも十分ではなく、1%の絶対水準では神経質な水準が続くと考えられる。

一方、代替運用手段の期待がさらに低下している状況も勘案する必要がある。次の図は日本の貸出金利と日本の10年金利の推移である。同図に示されるように、新規約定金利(長期)と10年金利は連動が強く、貸出金利がキャップのような状況にあった。2011年7月の水準は史上最低水準である1.13%まで低下しているなか、長期金利の上昇余地も限られる。すなわち、日本の金融機関にとって最大のアセットの振り向け先である貸出資産の期待収益率がさらに低下していることを示す。

図表 55 新規約定金利と 10 年国債金利推移

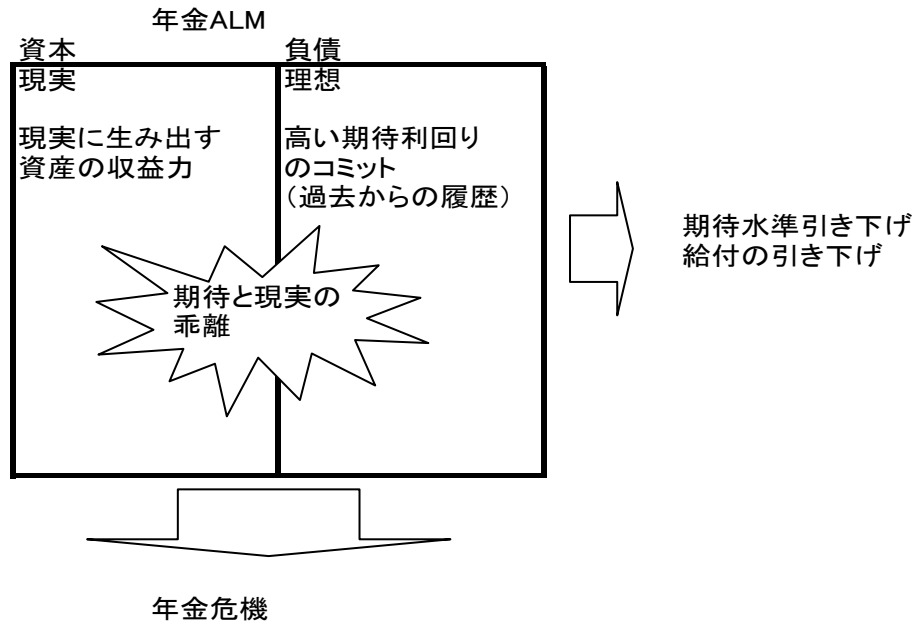


先の I S バランス上、資金需要があるのは政府セクターのほかは海外セクターであるが、その海外資産への期待収益率の低下が生じている可能性が高い。2000 年代以降の日本の金利上昇を主導したのは海外を中心とした期待収益率の改善にあり、その背景には日本と海外での名目成長率の格差であり、同時にドル高が続いた点も存在した。

日本における足元の長短金利差である 0.9% の水準はリスク対比でみて十分な水準ではない。ただし、国内の貸出減少に、海外の期待の低下・円高が加わった環境が続くことを前提にすれば、一定部分取り込まないとインカムが確保できない状況にある。しかも、米国長期金利低下が進んだ場合、日米の金利差が為替の円高に働く可能性が高い。これまで日米金利差と為替の関係は主に 2 年を中心した短期ゾーンで語られていた。しかし、9 月 21 日のオペレーション・ツイストが長期ゾーンの金利低下を促す以上、金利差は 10 年も含め長期ゾーンに向きやすい。いずれにしても、長期金利の上昇余地も限られることから、着実にキャリーを確保する必要も生じやすい。

経済制度面では次の概念図に示されるように、長期の負債を擁する業態、生保や年金に及ぶ影響が注目される。年金では長期にコミットしてきた給付の実現が困難になることによる危機も生じ得る。すなわち、年金 A L M において、負債サイドでコミットされてきた給付負担と、資産サイドの生み出すものとのギャップが生じることになる。同様の事例は先進国における社会福祉制度や健康保険制度等にも当てはまる。

図表 56 年金ALM概念図



(資料)みずほ総合研究所作成

以上から導かれる世界の状況は厳しい現実に対峙する。しかし、人間の社会はこうした厳しい現実には耐えきれず、その「痛み」を和らげるべくカンフル剤や麻酔を打つことを常としてきた。欧米における過去4年あまりの経済対策はそうした色彩を帯びていた。投資行動には制度的制約も生じるだけに、急な変化は生じにくい。ただし、マネーフローの収縮のなか、欧米の運用スタンスも低金利長期化をベースに債券でのキャリー重視にバイアスがかかりやすいと展望される。

7. 「日本化」が及ぼす広がりの世界

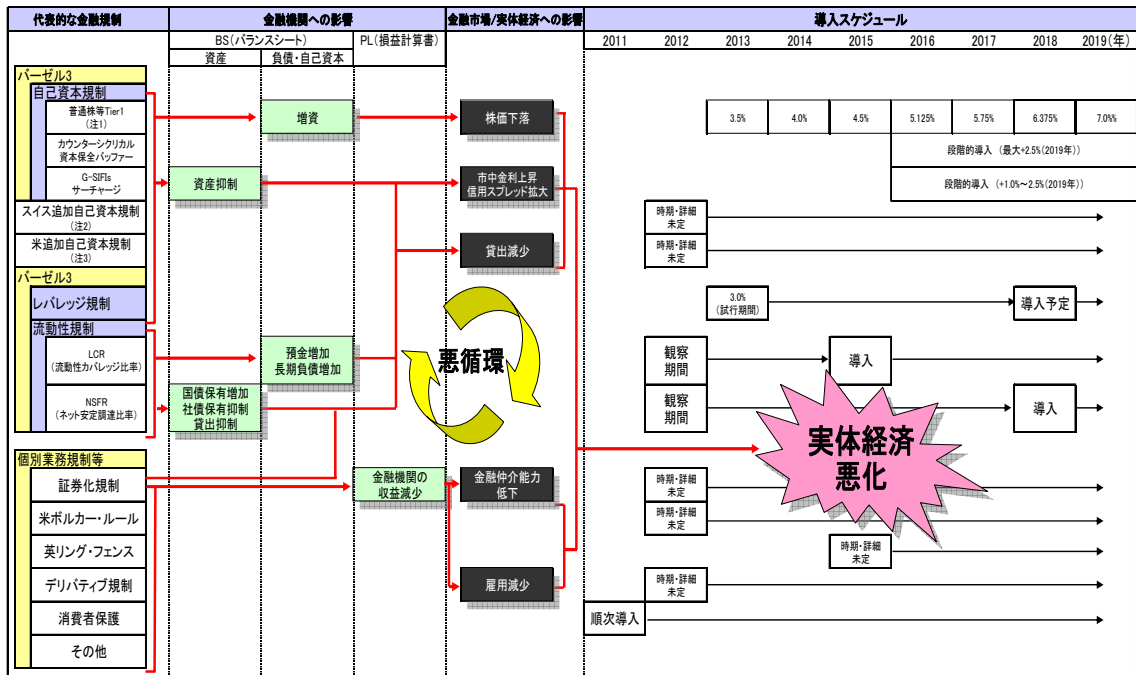
本論で議論する「日本化現象」は、バランスシート調整における信用収縮であるが、今回はこうした状況が世界で重なって生じやすいという同時性が特徴でもある。これからグローバルに生じうる状況は、本論の延長線上で議論すれば、米国主導で世界に実物需要をもたらすエンジンが縮小し、金融面での拡大に意図的に制約をかける状況が出現し、新興国に向けたフロンティア拡大の潮流にも目先にはやや天井感が意識されている、という特徴をもつ。

さらに、各政策当局が独自の判断を行うことが、全体では「合成の誤謬」とした景気下押しを強める結果になる。各当局者は新たな政策を導入するにあたって、「他の状況が変わらなければ」という前提に基づいてその政策効果を算定する、「部分均衡的」発想が中心である。ただし、他の当局者も一斉に対応を行う場合、全体が合わさることによって生じ得る「一般均衡的」予想は困難である。

特に、バブルを挟んだ時期において、各国ではバブル崩壊後の金融支援を余儀なくされ、その正当化を政治過程で行うことが求められる。公的資金等で金融への支援を行ったなか、「再発防止策」を国民に示すことが求められる。すなわち、欧米においては2008年以降のリーマン・ショック後に大量に行われた公的資金投入の「反省」として、その再発防止の観点からも、新たな金融規制の導入が政治的禊（みそぎ）として必要になる。

しかし、金融規制が議論され、その導入が示された段階では、バランスシート調整に伴う信用収縮が生じており、新たな金融規制が一層の信用収縮を加速することになる。特に、金融制度の面では以下の図表に示されるように、一連の金融規制が一層の信用収縮を強める、「プロシクリカル性」をもつことに留意が必要である。今日、世界の金融規制当局者で議論されるのは、2007年までの過大な信用拡大を生じさせた環境への抑制に向けた対応策、「再発防止策」の「反省」を行うことである。しかし、今日の状況はバランスシート調整によって信用収縮が始まった段階で、「皮肉にも」金融規制が制度化されて実施に向かいだしたことが、更なる信用収縮を招きやすくなっている。すなわち、金融システム対策での日本化現象は、再発防止策による更なる信用収縮へのバイアスにある。

図表 57 今後の金融規制概念図



(注1)資本保全バッファを含む
 (注2)スイス銀行法改正(法案)に基づく追加自己資本規制
 (注3)米ドット・プランに基づき追加自己資本規制
 (資料)みずほ総合研究所作成

(資料)みずほ総合研究所作成

同時に、グローバルなマクロ環境の同時性にも改めて注目する必要がある。バランスシート調整からの処方箋は、前段でも議論したバランスシート構成の基本3原則とした、肩代わり、自国通貨切り下げによる収支策、先行き改善にあった。その場合、以上の対策の多くは、他国からのサポートに依存する面が多い。通常、バランスシート調整による信用収縮で内需が低迷する以上、その収支策は外需依存にならざるを得ない。また、債務の肩代わりにおいても他国の支援（他国への負担）を行うケースが大半であり、日本のように一国で完結するケースは稀である。

次の図表で過去の事例と比較すれば、他国に依存する形で最も容易なケースは、小国がバランスシートに陥り、その周辺国の経済が良好な場合である。すなわち、支援される国の債務に比して支援する国の経済力が大きい場合ほど、海外に依存したバランスシート調整は進展しやすい。バランスシート調整の歴史的な事例として、1990年代初の北欧、1990年代後半のアジア危機が存在するが、どちらも比較的「小国」であり、その周辺国に大きな経済力の国々が存在したことが、通貨切り下げに伴う外需依存での回復を可能とした。

図表 58 バランスシート調整事例

事例	時期	国の規模	支援する周辺国状況	調整に要した期間
北欧危機	1990 年初	小国	ドイツ統合の特需時期	通貨切下で短期改善
アジア危機	1997 年	小国	欧米の IT バブル局面	通貨切下で短期改善
アルゼンチン危機	2001 年	小国	欧米のバブルブーム期	通貨切下で短期改善
日本バブル崩壊	1990 年以降	大国	2000 年以降は欧米バブルに助けられる	長期の時間
欧米バブル崩壊	2007 年以降	超大国	新興国のみ	長期の時間

(資料)みずほ総合研究所作成

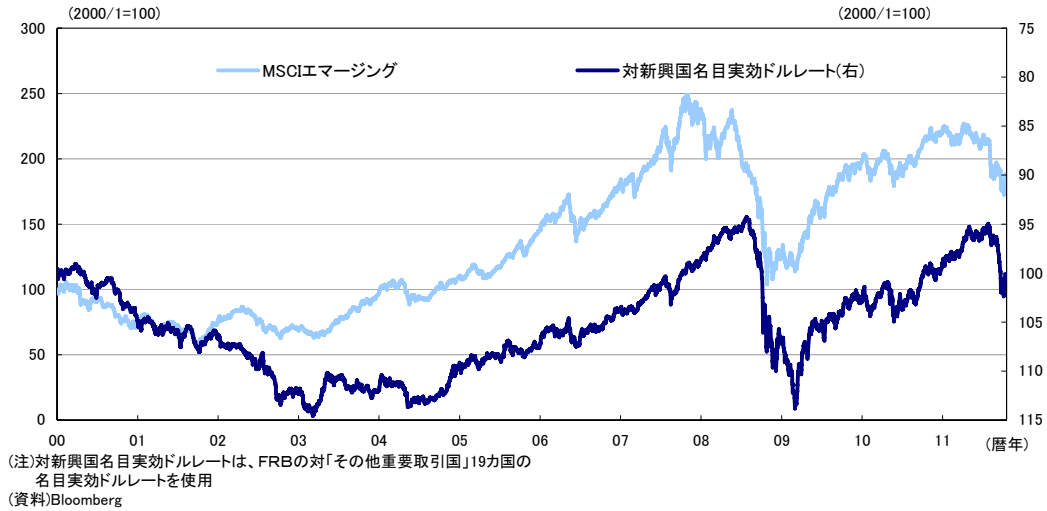
以上の図表に示されるように、2007 年以降の欧米のバランスシート調整は世界最大の国、地域で生じた現象であるだけに、その調整を助ける力を外部に依存するのが難しいことを意味する¹⁷。以上の観点は、地理的な側面から見た、「合成の誤謬」の一例である。2007 年以降、欧米諸国では急速に新興国への期待が高まり、国際政治でも G 7 から G 20 への期待が高まったのは、バランスシート調整における支援を行う主体を拡大せざるを得ないなかの必然と考えられる。

なお、今後留意する必要があるのは、バランスシート調整の新興国への波及である。以下の図表はエマージング市場の株式と為替相場を示す。最近の注目点は、これまで世界の投資資金を集めて株高・通貨高になっていた新興国経済に変調が生じたことだ。新興国からの急な資金流出に伴い、従来と 180 度異なる為替防衛の介入まで行われるに至っている。2011 年 10 月 14 日のパリ G 20 でも新興国側から資金流出への対応を求める声が存在した。

新興国ブームで株式・通貨価値が長期にわたり上昇が続いたが、2007 年のサブプライム問題や 2008 年のリーマン・ショックを転機に大幅な下落に転じた。その後、日米欧の金融緩和での資金流入で、2009 年以降再び上昇トレンドに戻ったが、今年 2011 年半ばをピークに再び下落基調にある。世界経済の減速と欧米のクレジット・クランチによって、新興国バブルの反動も不安視される局面にある。リーマン・ショック後の、新興国内部での信用拡大に加え、日米欧からの大幅な資金流入による債務拡大が、インフレ圧力をもたらすまでの信用拡張に結びついた「新興国バブル」も存在した。「新興国バブル」の調整が顕現化する場合には欧米での調整の時間軸がより伸長するリスクも存在する。本論では欧米のバランスシート調整の目処を 2010 年代半ば以降としたが、グローバルな同時性や新興国問題は、リスク要因として更なる長期化をもたらし得る。

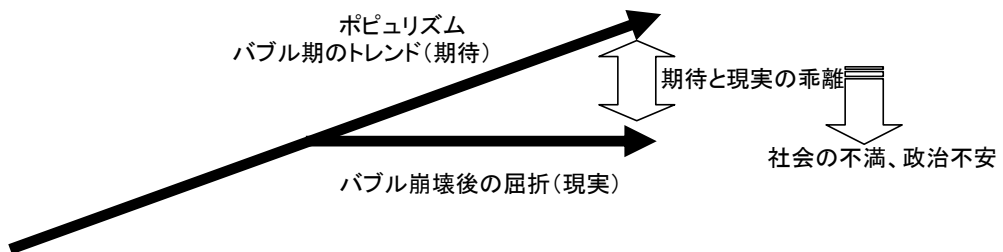
17 ノーベル経済学賞を受賞したクルッグマンは米国のバランスシート調整の難しさを喩えて、世界最大の国である米国が調整にある場合、その外部支援力は「地球上」にはなく、「他の惑星」に依存しなくてはいけないとの説明を行っている。

図表 59 エマージング市場の株式と為替相場推移



最後に「日本化現象」の社会・政治への波及も考えよう。バランスシート調整現象は期待と現実の乖離で生じる。すなわち、過去のトレンドをベースにした期待やそれを背景にした制度と、現実との間の乖離が生じることだ。その結果、期待と現実のギャップから社会的な不満の高まりと政治の不安定性が生じる。すなわち、バブル期におけるトレンドを引きずったままの一般国民が抱く期待と、資産価格が下落した現実のなかで生じる「乖離」が政権与党への批判と、社会への不満を高めやすい。1990年代以降の日本の政治の不安定さは日本の政治家の資質問題とされることも多いが、現実にはバランスシート調整のなかで宿命的な期待と現実の乖離によると考えてきた。

図表 60 期待と現実ギャップの概念図



(資料)みずほ総合研究所作成

今後、「日本化現象」が意味するのは欧米における政治・社会の不安定性ともいえる。次の図表にあるように、2012年には米国をはじめ、多くの国々でのトップを選ぶ選挙が集中する年を迎えるが、それは同時に政治の一層の不安定化、国民迎合のポピュリズムへの向かいやすさをもっている。

図表 61 2013年に向けた各国の政治スケジュール

	米 国	欧 州	その他
2011年 7～9月	2011年財政管理法成立(8月)	EU・IMFによるギリシャ・ポルトガルのレビュー(8～9月、以後四半期ごと)	
10～12月	給与税・設備投資減税の終了(年末)	EU・IMFによるアイルランドのレビュー(9～10月、以後四半期ごと) EU首脳会議(10月) ECBドラギ総裁就任(11月) スペイン総選挙(11月)	G20(11月、仏・カンヌ) APEC(11月、ホノルル) COP17(12月、南アフリカ)
2012年 1～3月			ロシア大統領選(3月) 台湾総統選(3月) 中国全国人民代表大会(3月)
4～6月		フランス大統領選(5月)	G20(4月)
7～9月		翌年のポルトガル・アイルランド市場調達再開を控え、追加支援の議論が再燃するリスク	
10～12月	米大統領選(11月) ブッシュ減税失効(年末)		G20(11月) 中国共産党大会(習近平体制発足) APEC(11月、ウラジオストック) 韓国大統領選(12月)
2013年		半ば頃からポルトガル・アイルランドが市場調達を再開の予定	自己資本等規制(バーゼルⅢ)試行期間開始

(資料)みずほ総合研究所作成

先の概念図に示したように、日本化現象に象徴されるバランスシート調整は、期待と現実のギャップに起因する。バランスシート調整に2007年から入った欧米で、これまでの期待に沿うようにする「迎え酒」のように、夢よもう一度とカンフル剤を繰り返すプロセスが、QE 1、QE 2であった。また、TARPに代表される財政措置、公的資金、減税等も繰り返されてきた。しかし、欧米では財政問題がソブリン・リスク問題に転移するなか、追加的な措置への悲観が生じる状況にある。

日本の場合も同様に、1990年のバブル崩壊以降、幾たびもカンフル剤を繰り返しては、従来の期待に沿ったトレンドにあわせる努力が繰り返された。また、政治家は期待トレンドに沿った空手形を切る行動を、現在でもなお繰り返している。しかし、現実には「空手形」の公約を実現できずに毎年、トップの首相が交代する儀式を繰り返してきた。

日本の政治プロセスは何年かに一度政党を変えて対応してきたが、一般国民の心理は、すでに毎年の期待と現実のギャップ、理想の挫折の繰り返しのなかでも生き抜くための処世術に向かった。それは、経済状況が90年代から「未体験ゾーン」に入り、常に理想が裏切られ続けてきたなかでも生き抜くための「進化形」であり、期待水準を引き下げ、縮小

均衡にも耐えられる「進化した」行動パターンになりきることだった。それは、財務行動ではデ・レバレッジでの企業行動であり、物価面ではデフレ・マインドの浸透で、個人ベースでは「草食系」(herbivore)ともいえる風潮である¹⁸。バブル期までの日本の風潮が反対に、レバレッジ拡大、インフレ・マインド、アニマルスピリットによる「エコノミック・アニマル」であるとすれば大きな転換である。こうした「進化」の姿によって、国内における秩序を自己防衛的に作り出し、政治の混乱にあっても日本の安定を保ってきたのである。

図表 62 草食系と肉食系

	草食系 (herbivore)	肉食系 (carnivore)
社会行動	期待水準引き下げ 縮小均衡	理想追求 拡大基調
投資行動	デ・レバレッジ	レバレッジ
物価行動	デフレ・マインド	インフレ・マインド
社会行動	草食系男子	エコノミック・アニマル

(資料)みずほ総合研究所作成

今後、欧米もバランスシート調整における進化形は日本同様に「草食系」で、「日本化現象」は「草食系」への進化の姿でもある。しかし、現実には、米国にも、また世界中にもまだまだ、夢よもう一度として、従来の期待にすぎる「肉食動物」carnivore¹⁹が多いのが実情である。また、そうした期待と現実の乖離が米国ニューヨーク発のデモとして現れている面もある。肉食系としては、自らの内需が低下すれば、他国の犠牲が生じてもその市場確保を様々な手段を講じて対応するのが処世術である。現在の日本は自らが草食系に進化したものの、周囲に肉食系が多いなかでは難しさがある。

以下の図表はみずほ総合研究所の2011年、2012年を展望したグローバルな経済見通しである。ここで注目されるのは、

- ① 日本が日米欧のなかで2012年の実質GDP成長率がトップであること
- ② 2011年と2012年を比較して2012年の方が高いのは日本だけ
- ③ (図表には示されないが)2012年にかけて財政拡大を表明しているのは日本だけである。

18 「Japan's herbivore men」(草食系男子)として海外に報道された例もある。

19 肉食の形容詞にはcarnivorousがあり、predatoryとした表現も存在する。

もちろん、こうした状況は、2011年3月に東日本大震災が起きたことによる単なる「反動」と片付けることもできよう。ただしそれにしても、欧米がバランスシート調整で悩み、アジアも2010年をピークに減速したなかでは、特筆すべきことであろう。

図表 63 グローバルな経済見通し

	2010年実績	2011年予想	2012年予想
日本	2.3	0.5	2.0
米国	3.0	1.6	1.4
ユーロ圏	1.7	1.7	1.0
アジア	9.3	7.8	7.6

(資料)みずほ総合研究所作成

以上の日本の優位性は先述のように、日本で東日本大震災に見舞われたことの反動の側面が大きい。ただし、相対的な健全性も存在する。欧米では、経済のバランスシート調整の重さが再認識され、しかもソブリン危機の顕在化で財政を中心とした政策対応が行われにくく、更には欧米金融機関への批判デモから追加的な金融システム対策も行われにくい、といった手詰まり感が意識されている。一方、日本の環境は自由度が大きく、いまや、2012年にかけて財政拡大を行う国は日本くらいしかない。

いまや、欧米の市場はそのバランスシート調整で戦後経済の「未体験ゾーン」にある。日本の場合、1990年代以降10年以上にわたって「未体験ゾーン」を生き抜いた「習熟」とそのなかでの「進化」した状況がある。日本は日本化現象先進国としてバランスシート調整の長期化における「進化」を遂げた状況にある。仮に、欧米でバランスシート調整に伴う信用収縮が続く、さながら「氷河期」に向かうとすれば、かかる環境でも生き抜く「進化」を遂げた面もある。

図表 64 信用拡大期から収縮期での「逆転の発想」

日本の状況	信用拡大期の評価	信用収縮期の評価
企業の低レバレッジ	低株価、低収益	健全、安全
企業のキャッシュ保有	低収益、非効率 買収の対象不安	健全、安全 買収の余力
銀行の低預貸率	低収益	安全性のメルクマール
銀行の国債保有 (但し、高クレジット)	低収益	安全 流動性規制上も安定

(資料)みずほ総合研究所作成

図表 64 が示すように、2007 年までのような世界的な信用拡大期に、日本のような「草食系」でデ・レバレッジ状況の日本企業や金融機関は収益性も実現できず成長もできない状況で無視され続けた。さながら日本は「ガラパゴス」のような特異な沈滞の島として、世界から見向きもされない「ジャパン・パッシング (Japan passing) 」の状況にあった。しかし、世界経済が欧米中心に信用収縮が続く環境においては、そうした「氷河期」のような環境に「進化」したのは「草食系」である日本だけになる。しかも日本は、安定した資金や技術を持ち、まだ「持っている」国の側面をもつ²⁰。2012 年は逆転の発想のなかで日本の見直しが生じることもあるのではないか。また、日本としても、足元の円高も活かして、信用収縮で売却された海外の資産を活用する「逆転の発想」を行うこともできるのではないか。また、そうした環境を認識して日本企業が戦略的に対応する可能性を秘めた年が 2012 年とも考えられる。

昨今、欧米のメディアで「日本化現象」の表現が散見されるようになったが、「日本化現象」の認識は米国ではまだまだ少数派に過ぎないというのが実態だろう。仮に「日本化現象」への不安が生じたとしても、米国人にとっては、まだ「あるはずがないシナリオ」との位置付けだろう。また、バランスシート調整議論は米国においてはさほど浸透していないと見たほうがよく、「ストック」より「フロー」を重視する状況も変わりにくいだろう。米国のバランスシート調整は 2007 年にサブプライム問題として顕現化してからで、まだ 4 年しか経っていない。日本でもバブル崩壊の 1990 年から 4 年が経過した 1994 年を振り返れば、バランスシート問題への意識は希薄だった。当時を振り返っても今日の米国のコンセンサス・シナリオのように翌年からは回復に向かうとの見方が多かった。ただし、グローバルにも「日本化現象」への潜在意識が緩やかながらも底流で各方面に影響が及ぶのが 2012 年の展望と考えている。

以上

20 みずほ総合研究所の内外中期見通しについては、高田創・矢野和彦（2011） 「2016 年までの内外経済中期見通し ～「米国に頼れない時代」、日本はまだ「持っている国」～」 みずほ総合研究所 2011 年 10 月 21 日 をご参照いただきたい。

【 参考文献 】

- 小林慶一郎 (2011) 「公的機関の介在で被災企業の債務削減を急げ」
(金融財政事情研究会 『週刊金融財政事情』 2011年5月16日号(2930号))
- 高田創・柴崎健 (2003) 『金融不況脱出』 日本経済新聞社
- 高田創・柴崎健・石原哲夫 (2010) 『世界国債暴落 ―世界を蝕む日本化現象』
東洋経済新報社
- 高田創 (2011) 「過去2回の大震災の3共通点、「円高デフレ・金融危機・政治不安」
は回避可能か ―バランスシート問題に不可欠な「三位一体原則」
(日本証券アナリスト協会 『震災・復興に対する市場からの提言 ―証券
アナリストの立場から―』 2011年6月17日)
- 高田創・矢野和彦 (2011) 「2016年までの内外経済中期見通し ～「米国に頼れない
時代」、日本はまだ「持っている国」～」 みずほ総合研究所 2011年10月21日
- 西村清彦 (2011) 「アジアの視点を踏まえたマクロ・ブルードェンス政策の枠組み」
日本銀行 2011年9月30日
- 矢野和彦 (2011) 「日本化がアメリカンドリームを脅かす」 (みずほ総合研究所
『エコノミスト Eyes』 2011年10月17日)
- みずほ総合研究所 (2011a) 「2011・12年度 内外経済見通し」 みずほ総合研究所
2011年8月17日
- (2011b) 「2011・12年度 内外経済見通し (2011年4～6月期GDP
2次速報後改訂)」 みずほ総合研究所 2011年9月8日
- Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, (2009), “*This Time Is Different: Eight
Centuries of Financial Folly*”, Princeton University Press
(村井章子訳 (2011) 『国家は破綻する ―金融危機の800年』 日経BP社)
- International Monetary Fund, (2011), *Global financial Stability Report*, September