

# BBLセミナー プレゼンテーション資料

2014年5月21日

「金融危機と経済政策」

清滝 信宏

※※講演内容を引用される場合には、  
必ず事前に事務局までご一報ください

<http://www.rieti.go.jp/jp/index.html>

# 金融危機と経済政策

## 日本の場合

2014年5月21日

清滝信宏

プリンストン大学

# 1980年代：信用と資産価値の増大

土地,建物,機械等は生産要素で担保資産

1985-6：円高,不況 → 1985-9: 大幅金融緩和

80年代: 信用拡大、地価は2倍に株価は5倍に

正常な信用増：資金が非生産的な主体から生産的な主体に移転。資本蓄積

歪んだ信用増：資金が危険回避的な主体から危険に鈍感な主体に移転。財テク

# 信用と景気循環

現在

将来

金利低下・生産性上昇

レバレッジ

資金制約主体の  
純資産が増加

資金制約主体の  
純資産が増加

資産需要が増加

資産需要が増加

*B/Sは蓄積*

*資産市場は期待に依存*

資産価格上昇

# 1992年以降の不況

資産価格が下落

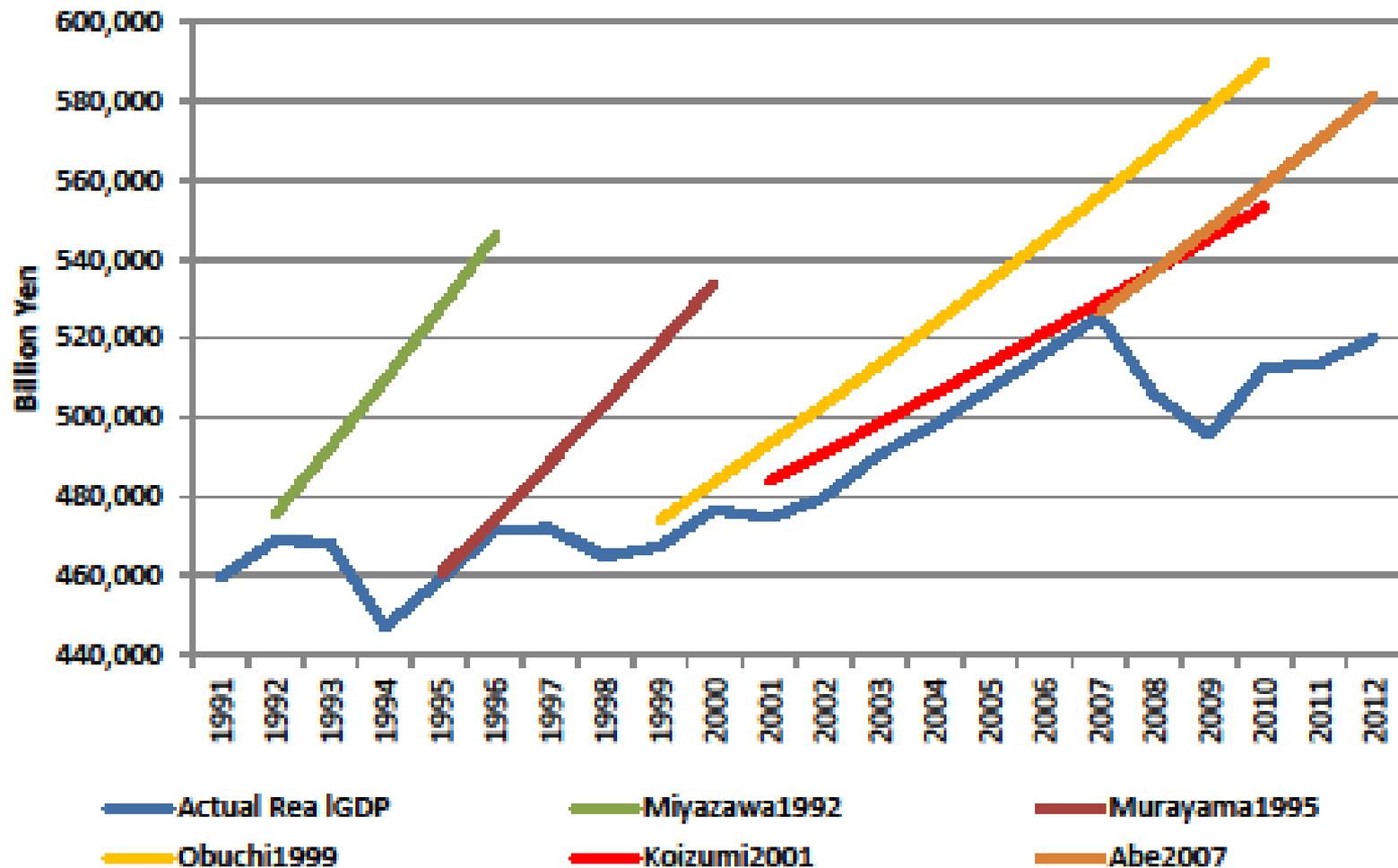
日経平均：38900 (12/89), 14000 (7/92), 8000 (4/03)

市街地地価：148 (91), 100 (00), 54 (12)

銀行で不良債権が増加。銀行・政府は損失計上・資本不足の解消を遅延

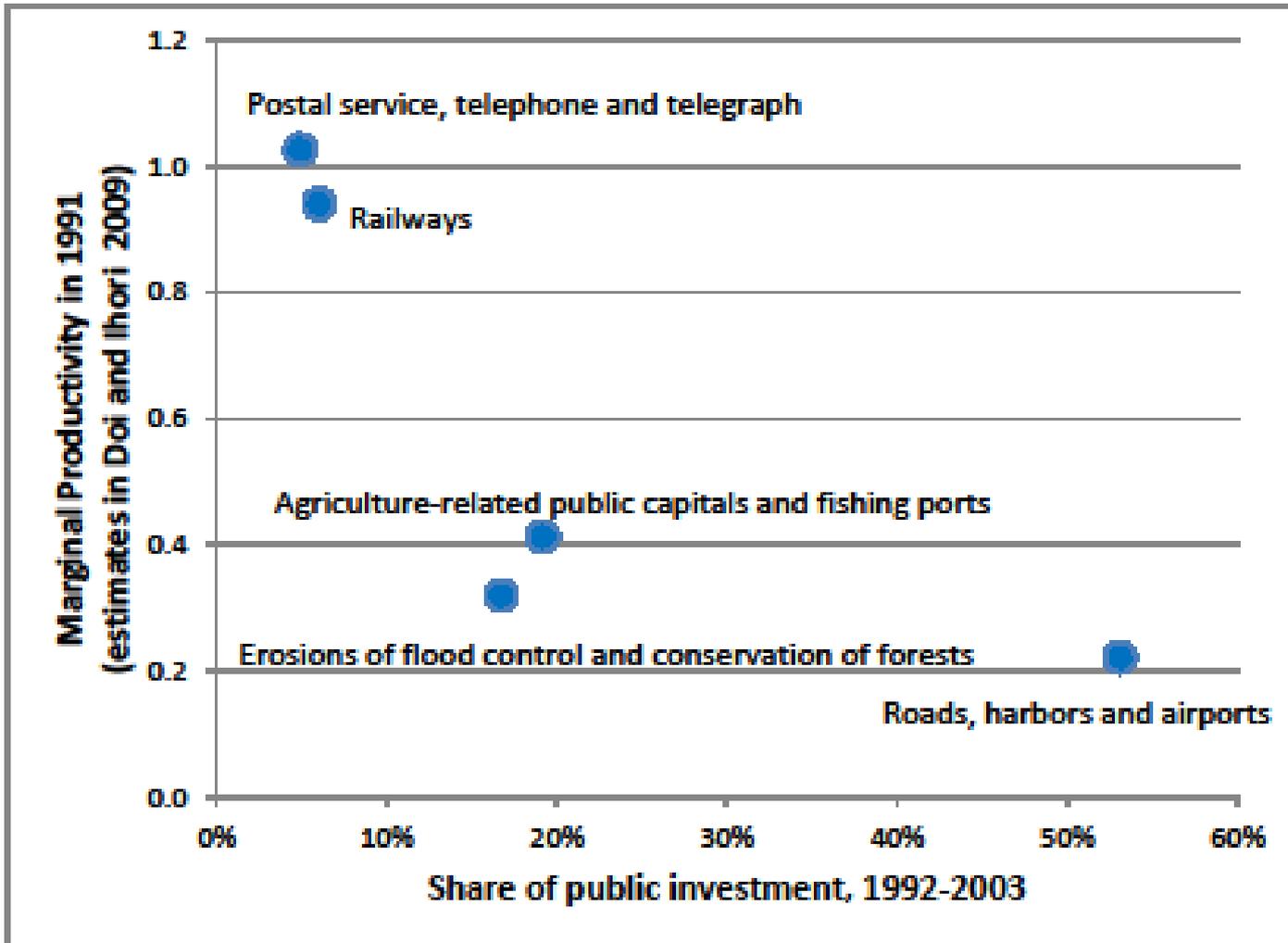
政府は伝統的な金融・財政政策の拡大を繰返す  
→衰退産業・地域を援助する結果に

Figure 6. Government Growth Forecasts



T. Hoshi and A. Kashyap (2013). "Will the US and Europe Avoid a Lost Decade?" Working Paper, Stanford and Chicago

**Figure 8. Public Investment Share and Marginal Productivity**



Hoshi and Kashyap (2013), Based on T. Doi and T. Ihori (2009). *The Public Sector in Japan*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

# 1997年以降、不況が悪化

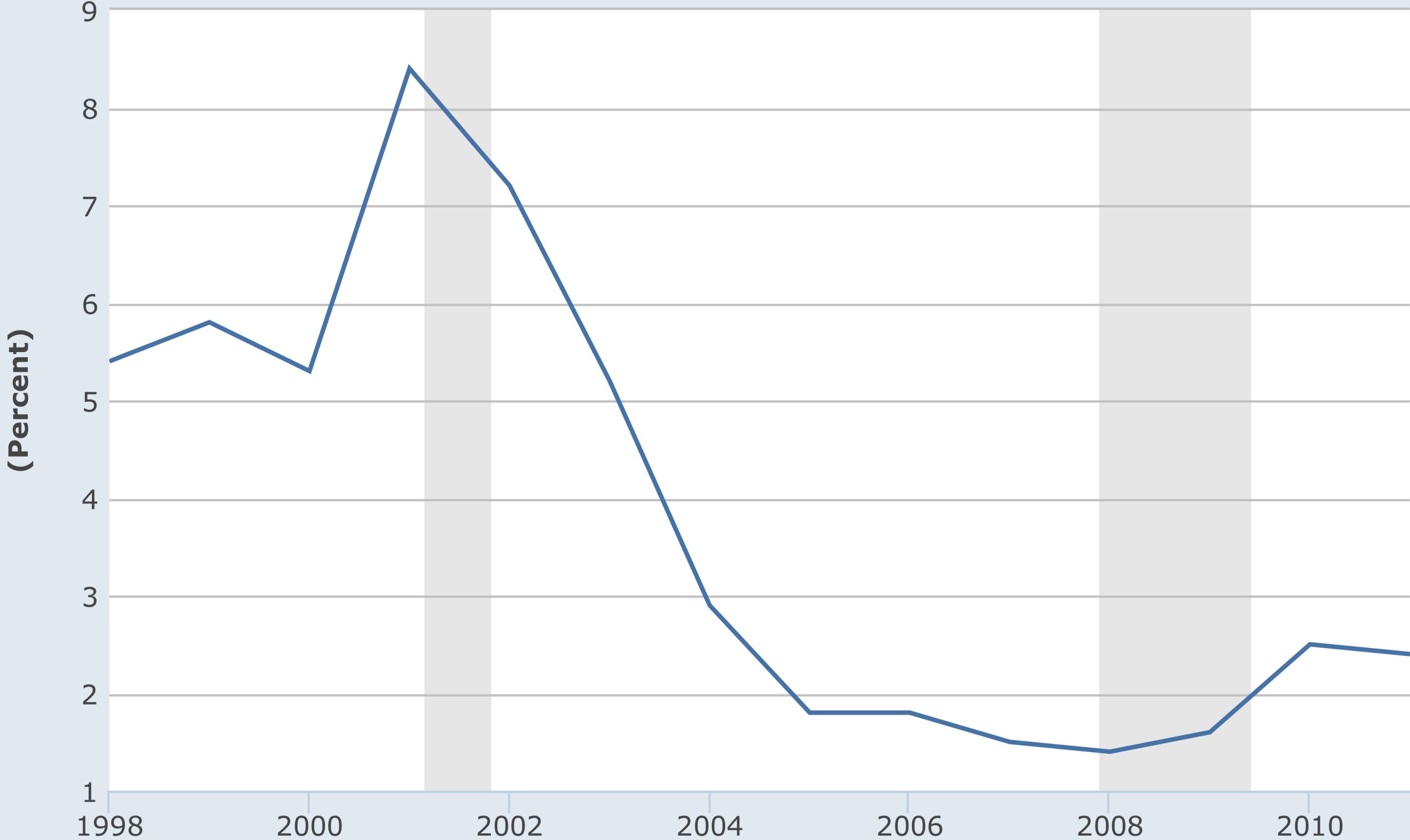
大手銀行・証券会社が倒産。ジャパン・プレミアム発生。銀行信用が急減

名目GDPが下落し始める。523兆(97)→470兆(12)  
名目賃金、消費者物価が下落し始める

## 2001-7 構造改革

政府・銀行は不良債権・資本不足の抜本的解消へ  
財政支出・投融資を削減、金融緩和→円安・輸出主  
導の回復

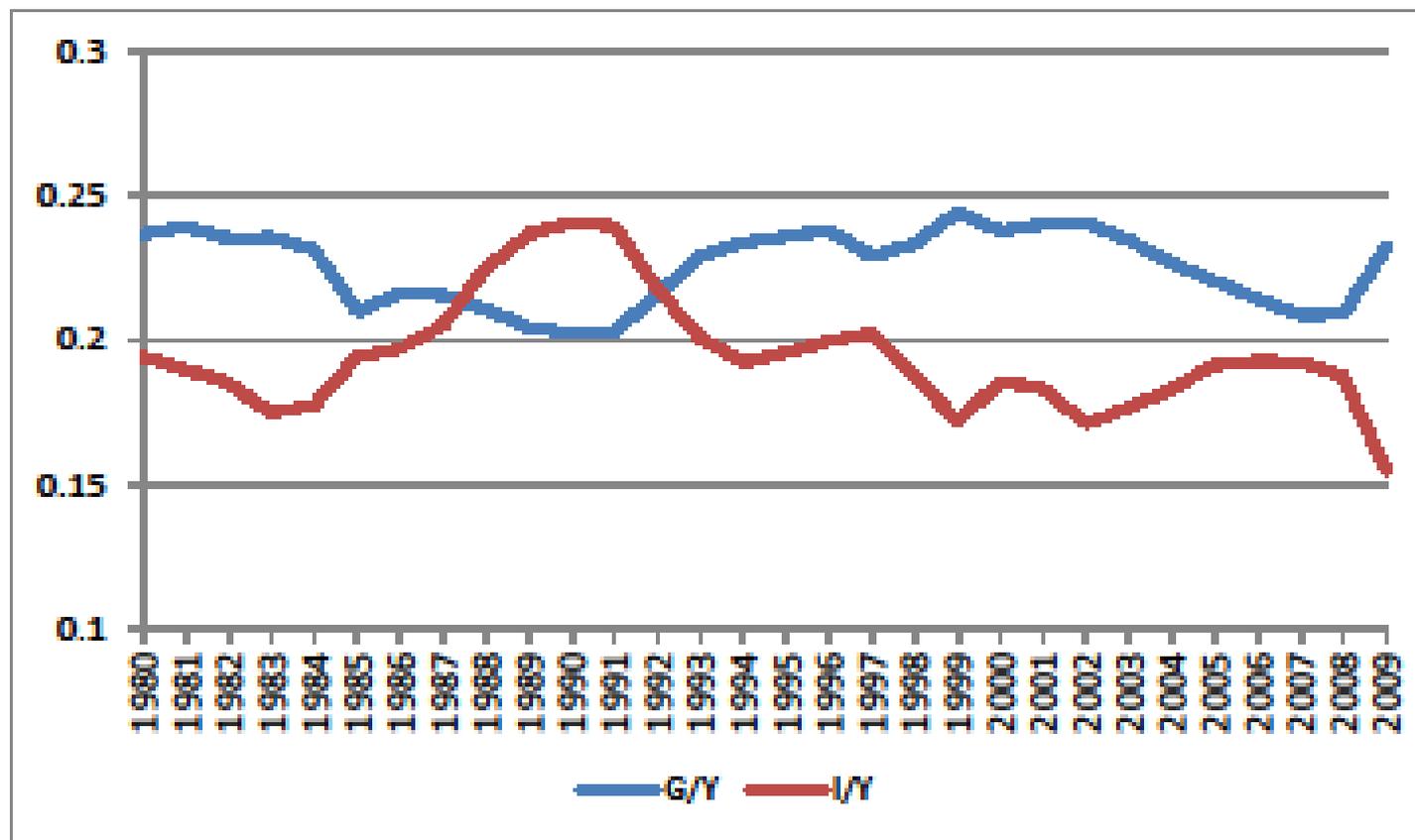
**Bank Non-Performing Loans to Gross Loans for Japan**



Source: World Bank

Shaded areas indicate US recessions - 2014 research.stlouisfed.org

**Figure 9. Government Expenditure and Private Investment (ratios to GDP)**



Hoshi and Kashyap (2013)

# 2008-12 世界金融危機、東北大震災

円高、輸出減、財政悪化、電力割当、GDP減少

## 2013以降：アベノミックス

金融緩和、デフレを阻止

→ 円安、輸出・利益・株価回復、名目所得増

財政支出増, 消費税増税

→ 景気回復と財政再建(?)

TPPと構造改革→ 生産性の上昇、実質所得増

# 長期的展望の重要性

1990年半ば以降、企業は無形資産投資を削減  
新規雇用・職場訓練を減らす  
研究開発・宣伝投資を控える

新しい世代の生涯所得が古い世代より低下  
家庭形成が遅れる→人口減

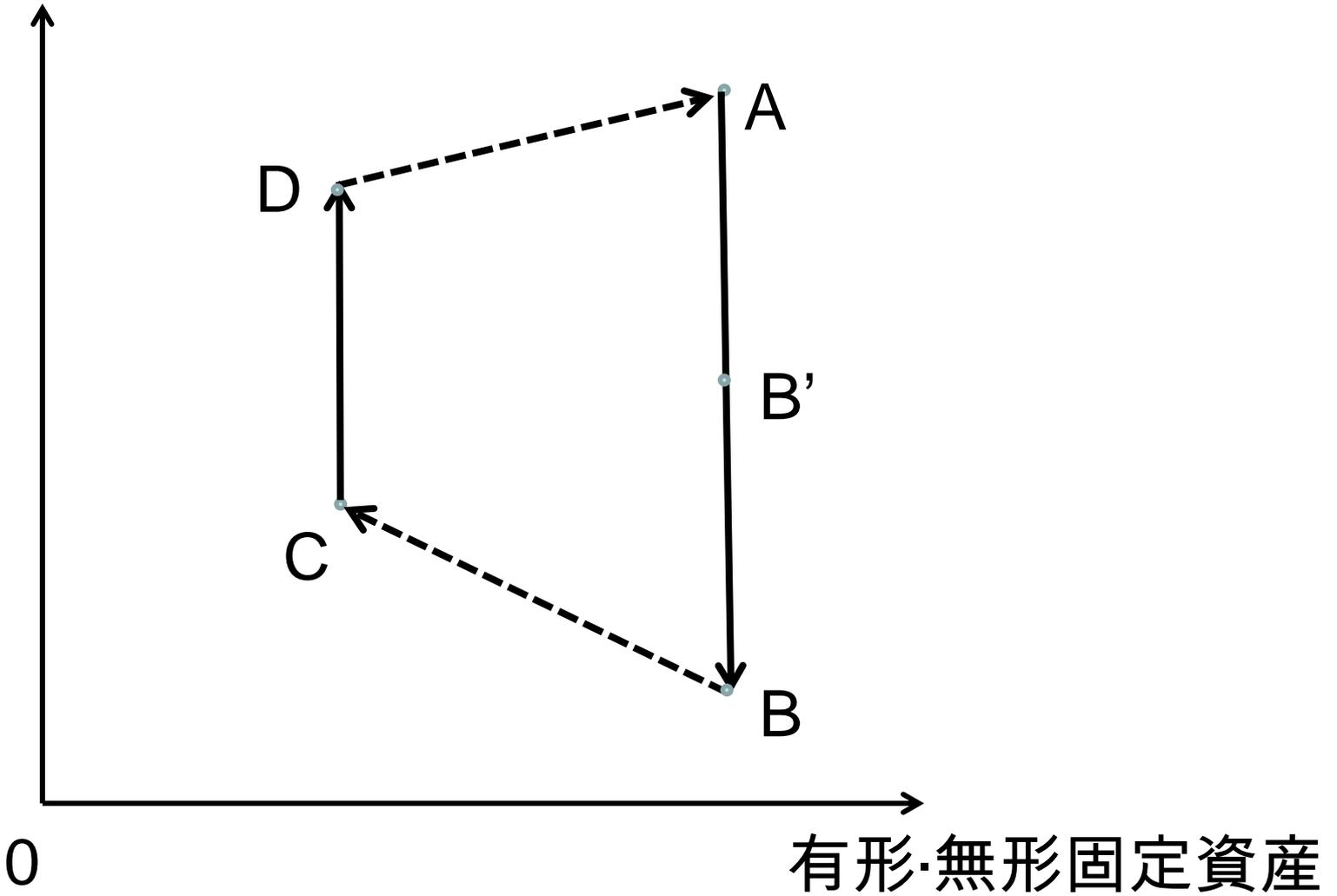
財政が悪化、社会共通資本が劣化  
年金・医療不安、教育投資不足



低成長

# 固定資産の非可逆性と信用制約

流動資産



A. Caggese "Financial constraints, irreversibility and investment dynamics," J. Monetary Economics (2007)

# 財政再建の必要性

IMF Fiscal Monitor: April 2014

国家財政バランス %GDP	2008	2009	2010	2011	2012	2013
日本	- 4.1	-10.4	- 9.3	- 9.8	- 8.7	- 8.4
アメリカ	- 7.8	- 14.7	- 12.5	- 11.0	- 9.7	- 7.3
イギリス	- 5.0	- 11.3	- 10.0	- 7.8	- 8.0	- 5.8
ユーロ圏	- 2.1	- 6.4	- 6.2	- 4.2	- 3.7	- 3.0
中進国	- 0.1	- 4.6	- 3.2	- 1.7	- 2.1	- 2.4
世界全体	- 2.5	- 7.8	- 6.3	- 4.8	- 4.4	- 3.8

# 一般政府負債 - GDP比率

IMF Fiscal Monitor: April 2014

%GDP	2008	2009	2010	2011	2012	2013
日本	192	210	216	230	237	243
アメリカ	73	86	95	99	102	105
イギリス	52	67	79	84	89	90
ユーロ圏	70	80	86	88	93	95
中進国	34	36	40	38	37	35
世界全体	65	75	79	79	81	79

政府の純負債 =

一般政府＋中央銀行－社会保障基金の

負債－金融資産 = GDPの170% (2013)

利率－成長率 = 1% (先進国平均)

→ GDPの1.7%のプライマリー財政余剰が必要

現実のプライマリー財政収支・GDP比(%) =

+1.7 (86-90), - 0.6 (91-95), - 4.4 (96-00)

- 4.6 (01-05), - 4.2 (06 -10), - 7.8 (11 -13)

# 財政再建を遅らせることの危険： 金利リスク

仮に名目利子率が、スプレッドまたはインフレ期待の上昇によって1.5%上昇したとする

財政赤字はGDP比で2.6%悪化

日銀の国債購入はスプレッド・インフレ期待を拡大する

## 1%利付き国債の価格

残存期間	0年	3年	5年	10年
価格	100	95.7	93.0	86.9

# 1.5%の金利上昇の直接の影響

民間銀行のバランスシート	
貸出・債券 946	預金等 1014兆円
その他債権 165	純資産 97



民間銀行のバランスシート	
貸出・債券 905	預金等 1014兆円
その他債権 165	純資産 56

年金・保険のバランスシート	
貸出・債券 355	保険年金準備金 439兆円
その他債権 149	純資産 69



年金・保険のバランスシート	
貸出・債券 330	保険年金準備金 439兆円
その他債権 149	純資産 44

日本銀行、2013年 資金循環表より作成. 残存期間ギャップ:  
銀行3年、年金保険5年

# 日本の将来への政策

日銀はデフレを止める → 名目所得増

政府は社会保障と税の一体改革・構造改革を進める  
年金開始年齢・消費税の段階的引上げ、TPP

企業は、無形資産に積極的に投資する

家計・企業・政府は、長く働けるシステムをつくる  
教育・職場訓練・託児所

多様な就業形態で女性・老人・外国人の雇用を促す