

# 金融危機と米中経済調整

成長を維持しながら調整は可能か

# なぜ危機の原因を考えるか

- 危機後の米経済の調整を見通す
- 取り上げる話題は:
- 住宅バブルとその崩壊
- アジアの貯蓄過剰
- 日本の金融超緩和
- 米欧の金融肥大 など

# 金融危機：発端と背景

- サブプライム問題
- グリーンスパンとバーナンキの失敗
- 政策金利：実数と理論値
- 政策金利と市中金利
- バブルは分かっていたか

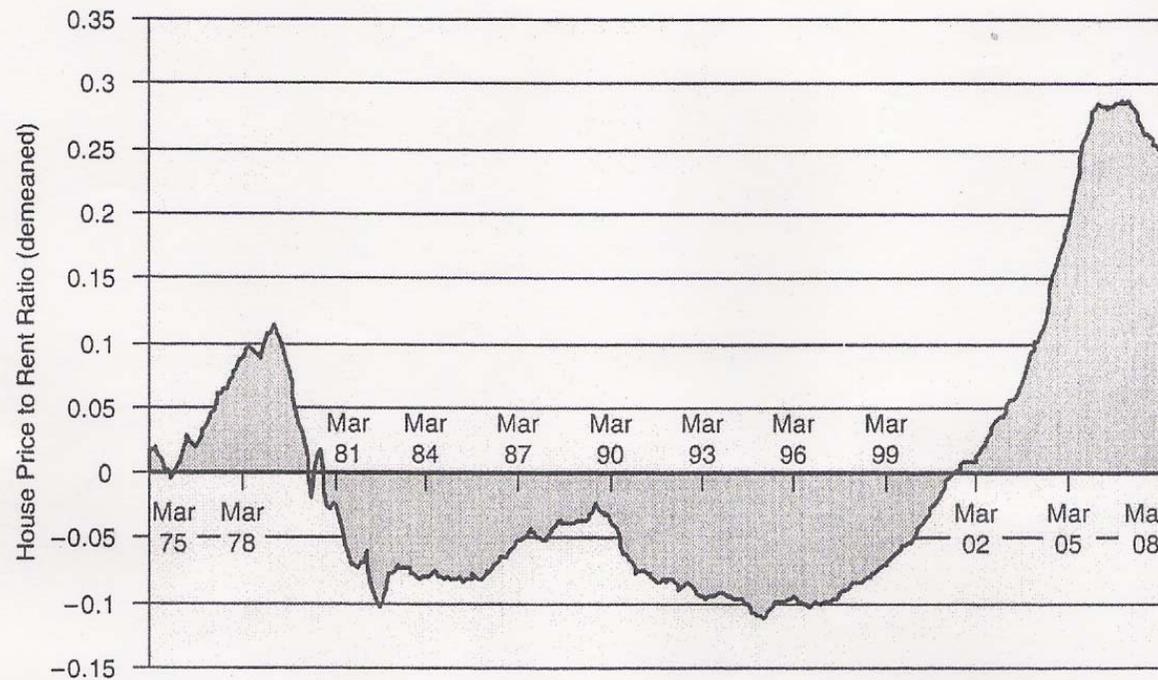
# サブプライム問題

- バブル放置に人種問題の影？
- 頭金なし、金利割引、1センチ厚の契約書
- 住宅から金融全体に（証券化と保険）
- なぜ外国に波及したか

# 住宅価格と家賃の比 (Roubini他の近刊書)

Prologue: A Bird's-Eye View

13



**FIGURE P.3** House Price to Rent Ratio, 1975–2008

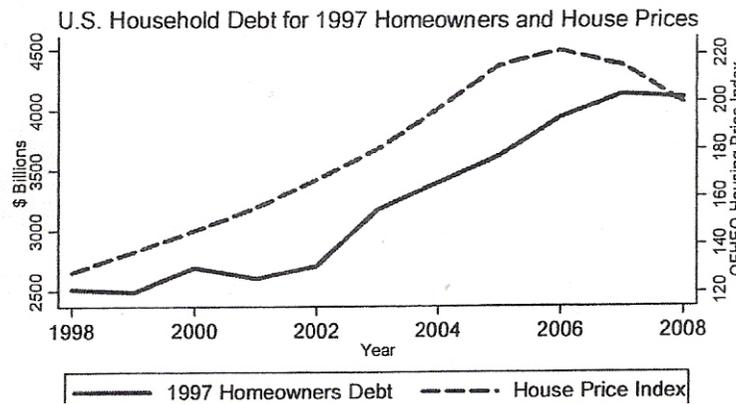
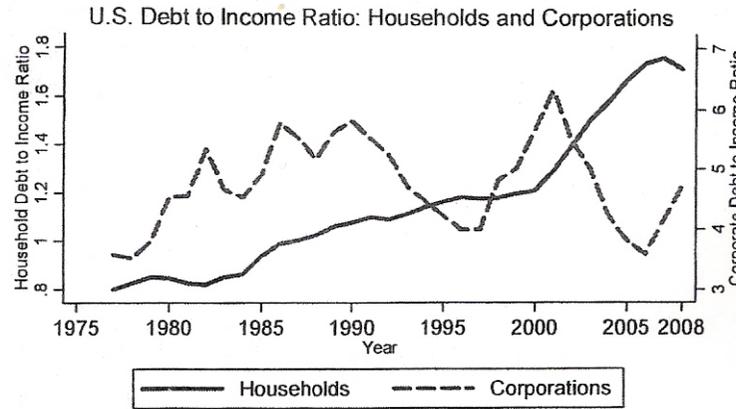
This chart graphs the demeaned value of the ratio of the Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) repeat-sale house price index to the Bureau of Labor Statistics (BLS) shelter index (i.e., gross rent plus utilities components of the CPI). Because of demeaning, the average value of this ratio is zero.

Source: Authors' own calculations, OFHEO, BLS.

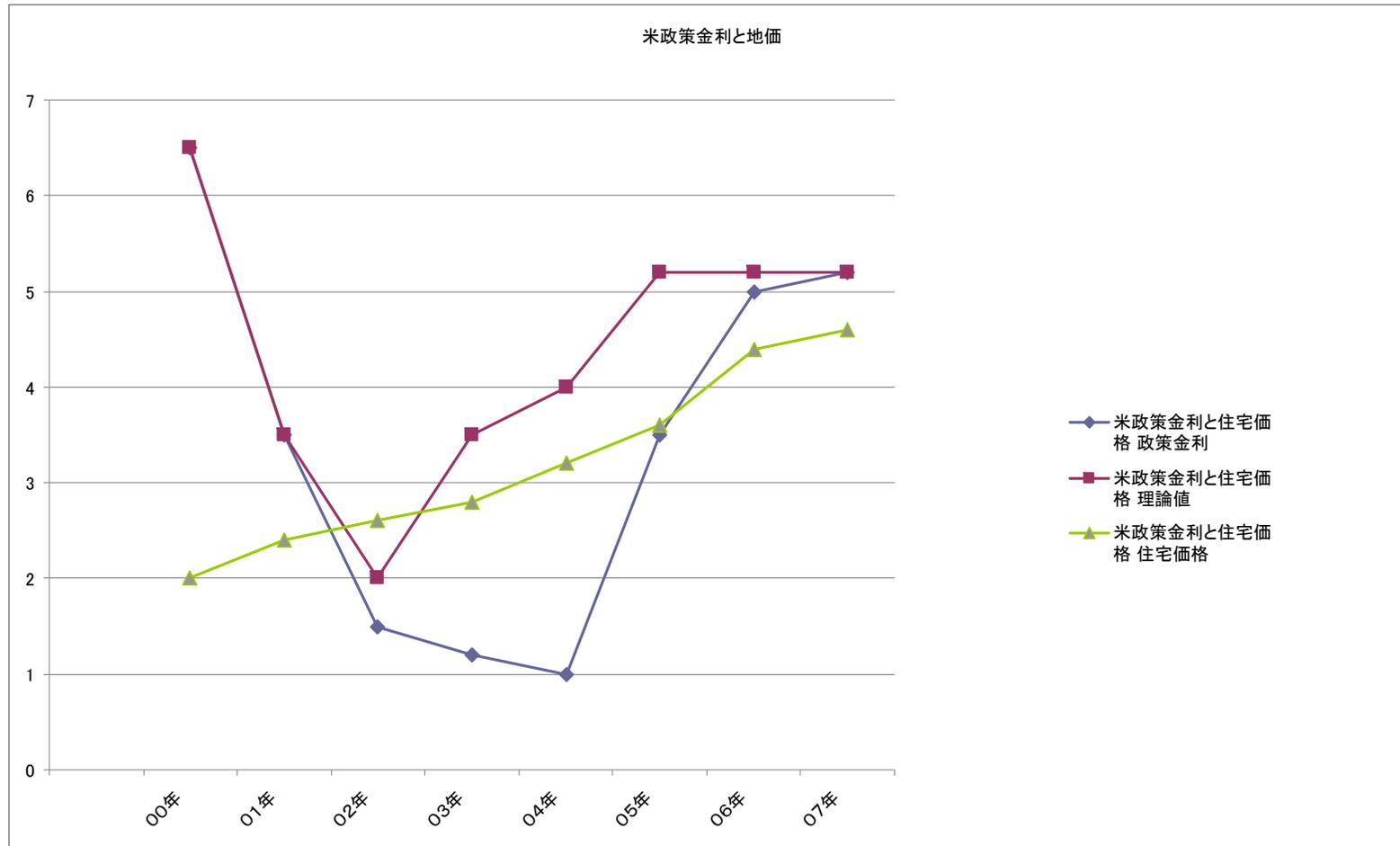
# 米国家計の住宅負債 (Mian & Sufi 09)

上: 家計と非金融企業の負債比

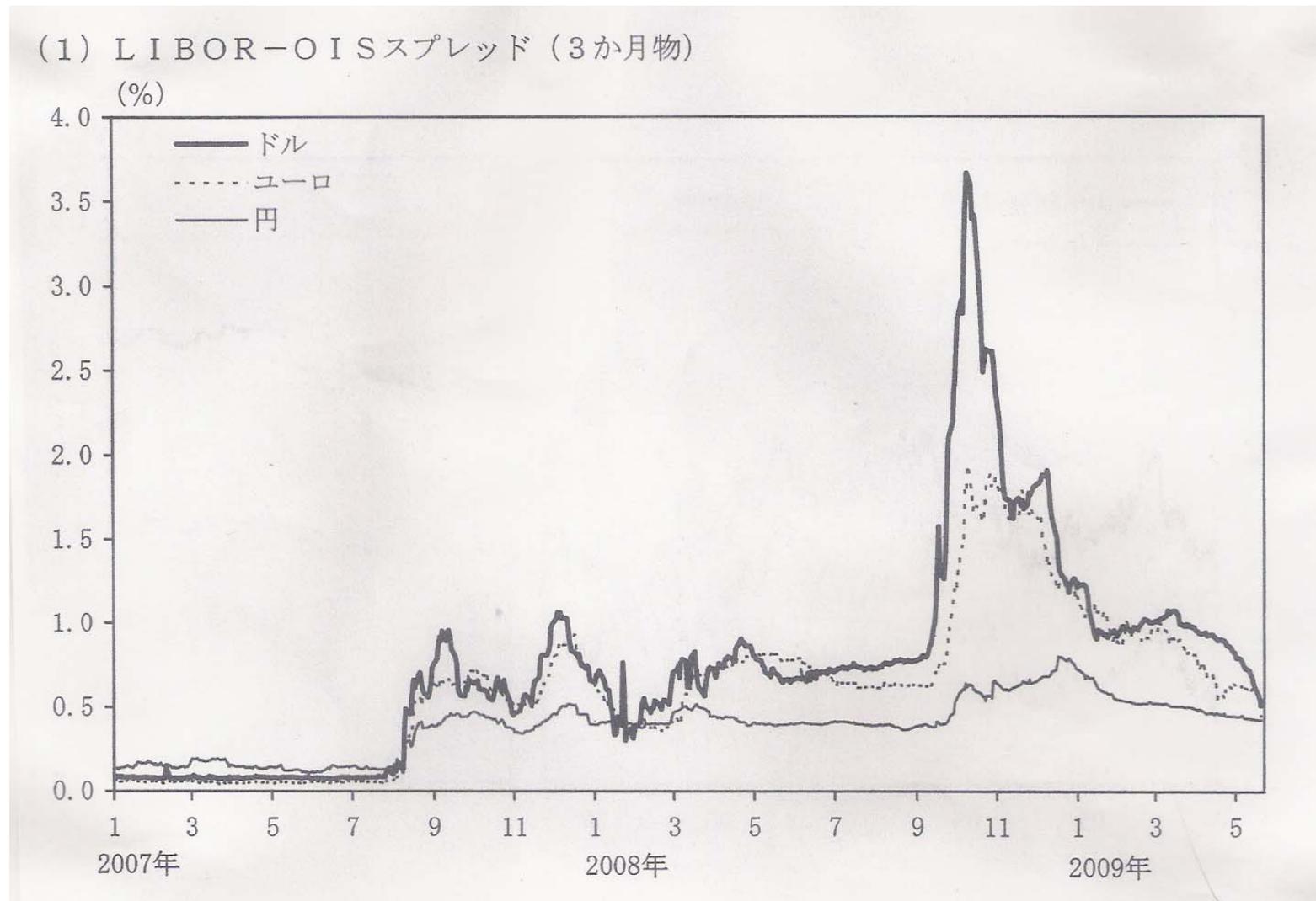
下: 同一住宅での負債増加



# 米政策金利と地価



# 市中金利(三ヶ月)と政策金利の差 (日銀)

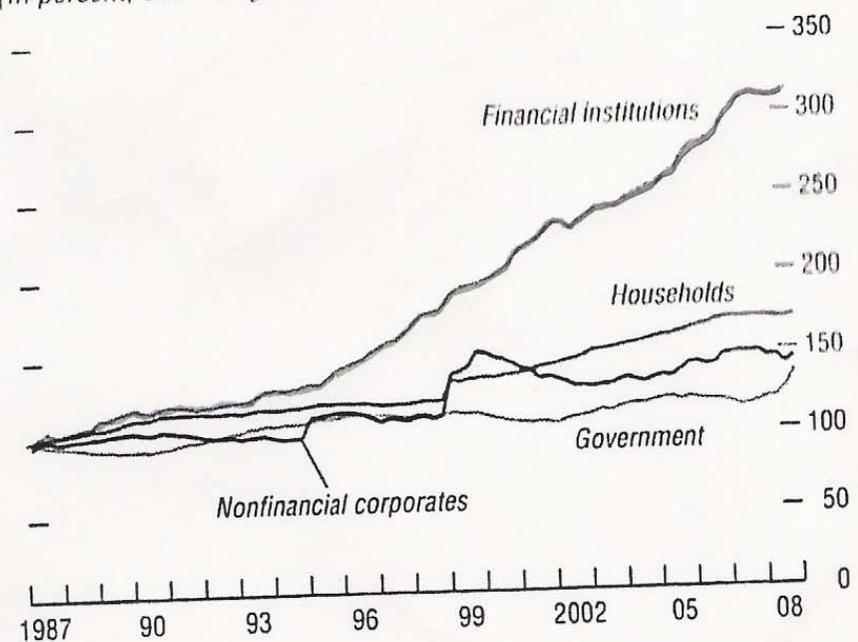


# 金融肥大

- 証券化と保険の具体例
- 欧州：金融機関の米追随と東欧融資
- 民間負債
- 高いレバレッジ
- 証券化商品の半分は金融機関が保有

# 先進国の負債のGDP比 (IMF 09)

Figure 1.3. Ratio of Debt to GDP Among Selected Advanced Economies  
(In percent, GDP-weighted, 1987 = 100)



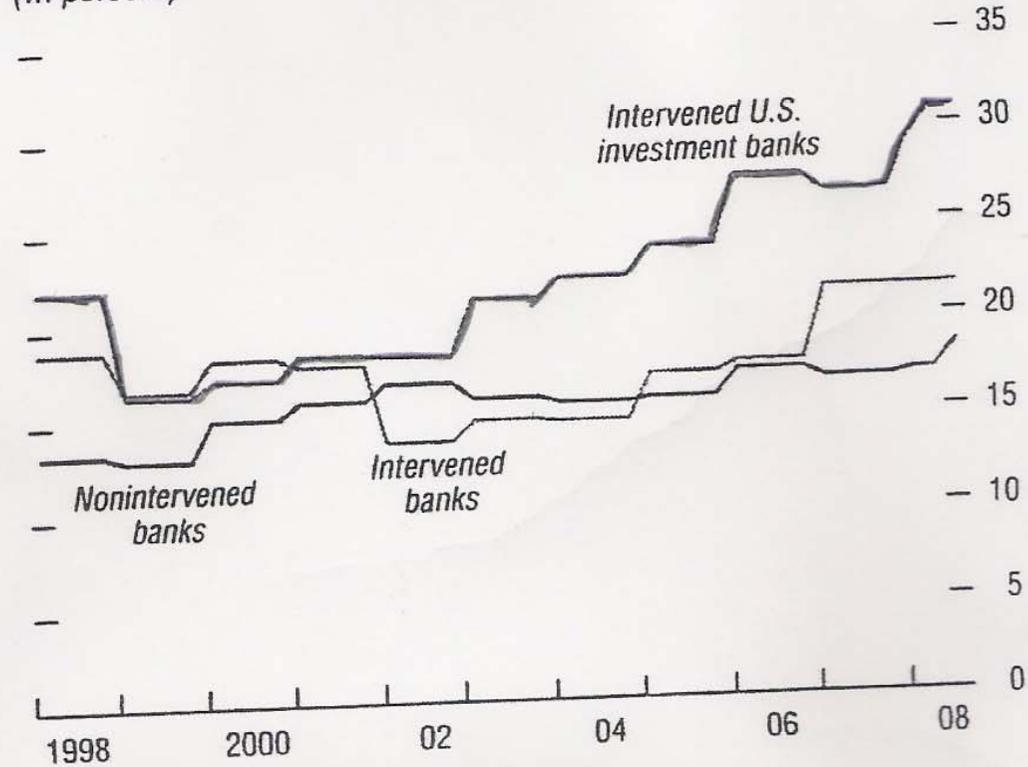
金融

家計  
非金融  
政府

Sources: Bank of Japan; Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve; Office of National Statistics; and IMF staff estimates.

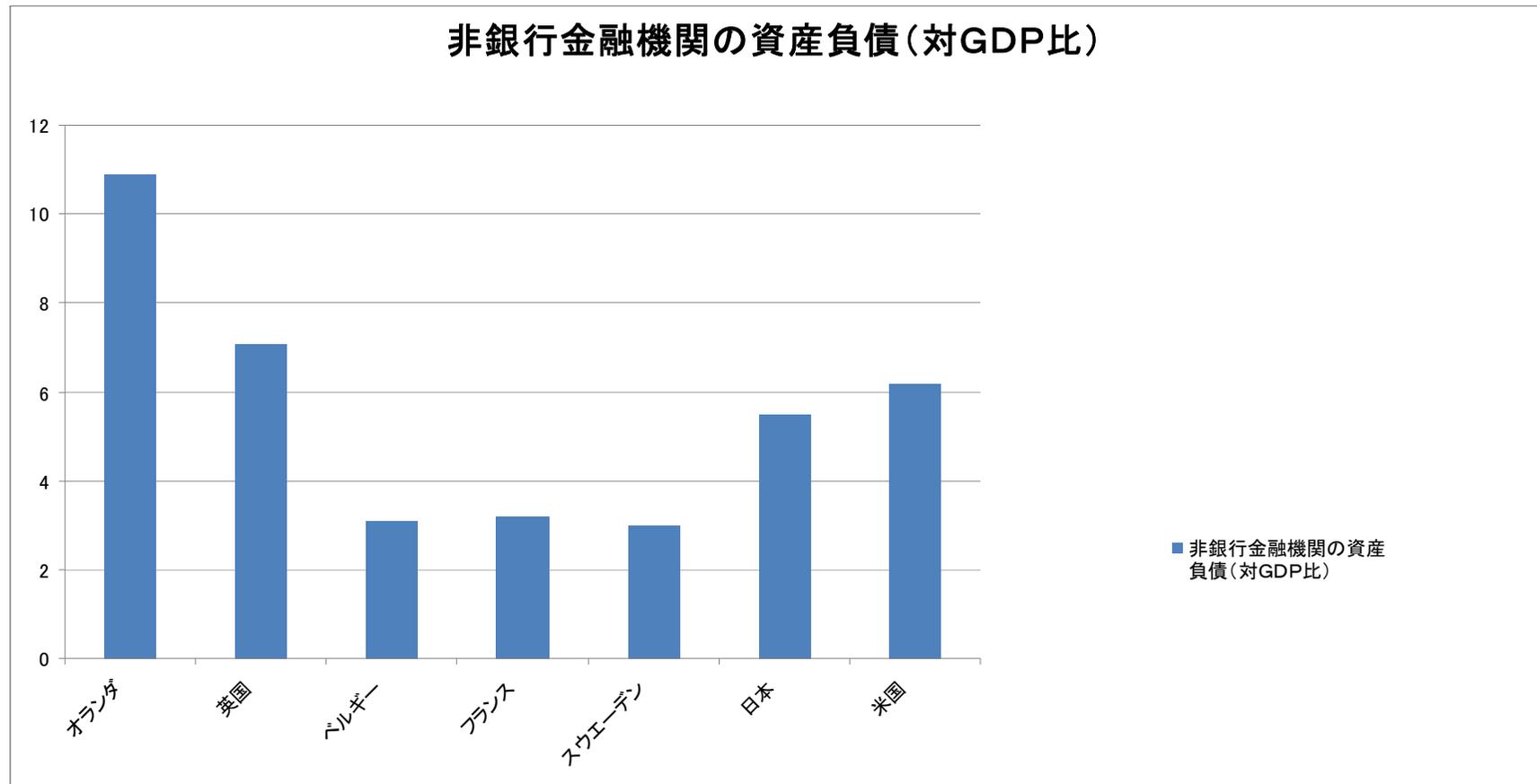
# 米金融機関のレバレッジ(資産と資本の比) (IMF 09)

**Figure 3.1. Capital-to-Assets Ratio**  
(In percent)



Sources: Thomson Reuters; and IMF staff estimates.  
Note: The ratios of nonintervened banks, intervened banks, and intervened U.S. investment banks are the average of all institutions in each category.

# 金融肥大の例(橋本09)



# 実態経済の悪化

- 自動車（投資としての自動車購入）
- アジア欧州の輸出急減（日本の自動車・工作機械）
- 雇用悪化と消費減少の悪循環
- 投資減少

# 実態経済再論

- 米経済
- 欧州経済
- 日本経済
- 投資と消費

# 同時不況脱出とその後

- 民間のディ・レバレッジ化
- 金融政策はやや緊縮気味か
- 規制強化
- 米国の過剰債務体質は反転へ（マクロの意味）

# 米中の経済調整

- とりあげる話題
- 米経済は強制的に調整
- 中国の内需転換
- 支出面の内需転換
- 生産面の内需転換
- 成長を維持したままの調整の困難

# 米中経済の不均衡

- のちに詳しく
- 経常収支の不均衡(2007年)
- 米:約0.7兆ドル赤字 中:約0.4兆ドル黒字 日:約0.2兆ドル黒字
- バーナンキのアジア貯蓄過剰説、ポールソンの中国主犯説
- 米長期金利、引き締めには反応せず

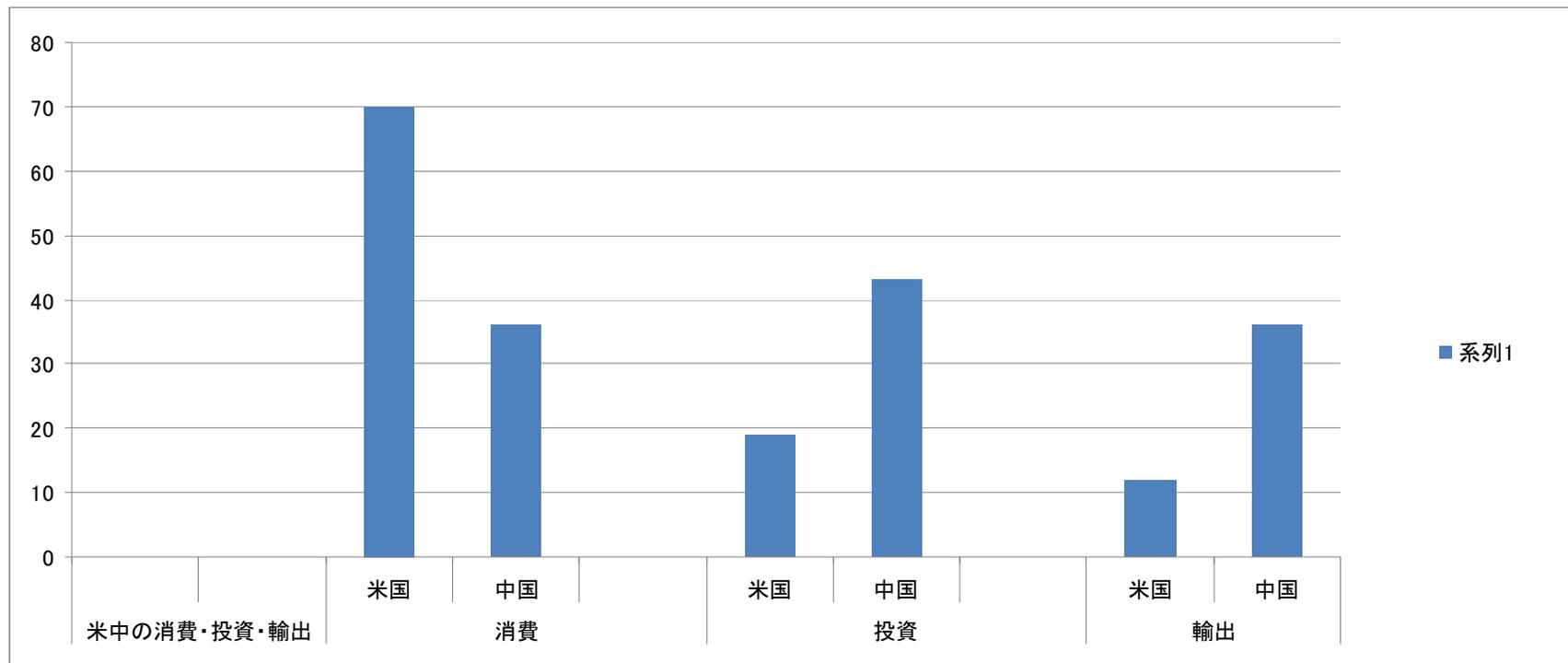
# 日本の金融超緩和

- 2000年頃からほぼゼロ金利
- 2003年頃から量的緩和
- いわゆるキャリートレード
- 日本従犯説も有力（日本の緩和、引き締めではない）

# 米中の生産と支出

- 米中のマクロの姿
- 消費・投資・輸出

# 米中のマクロの姿

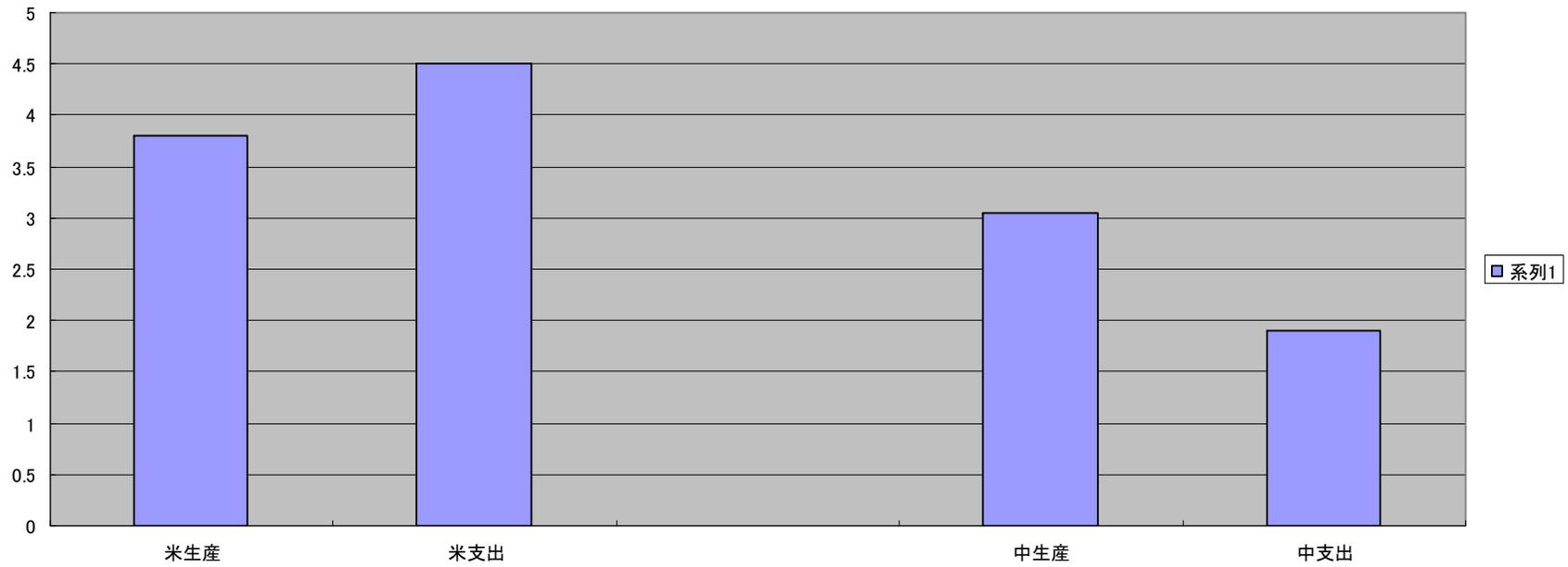


# 貿易不均衡と生産・支出

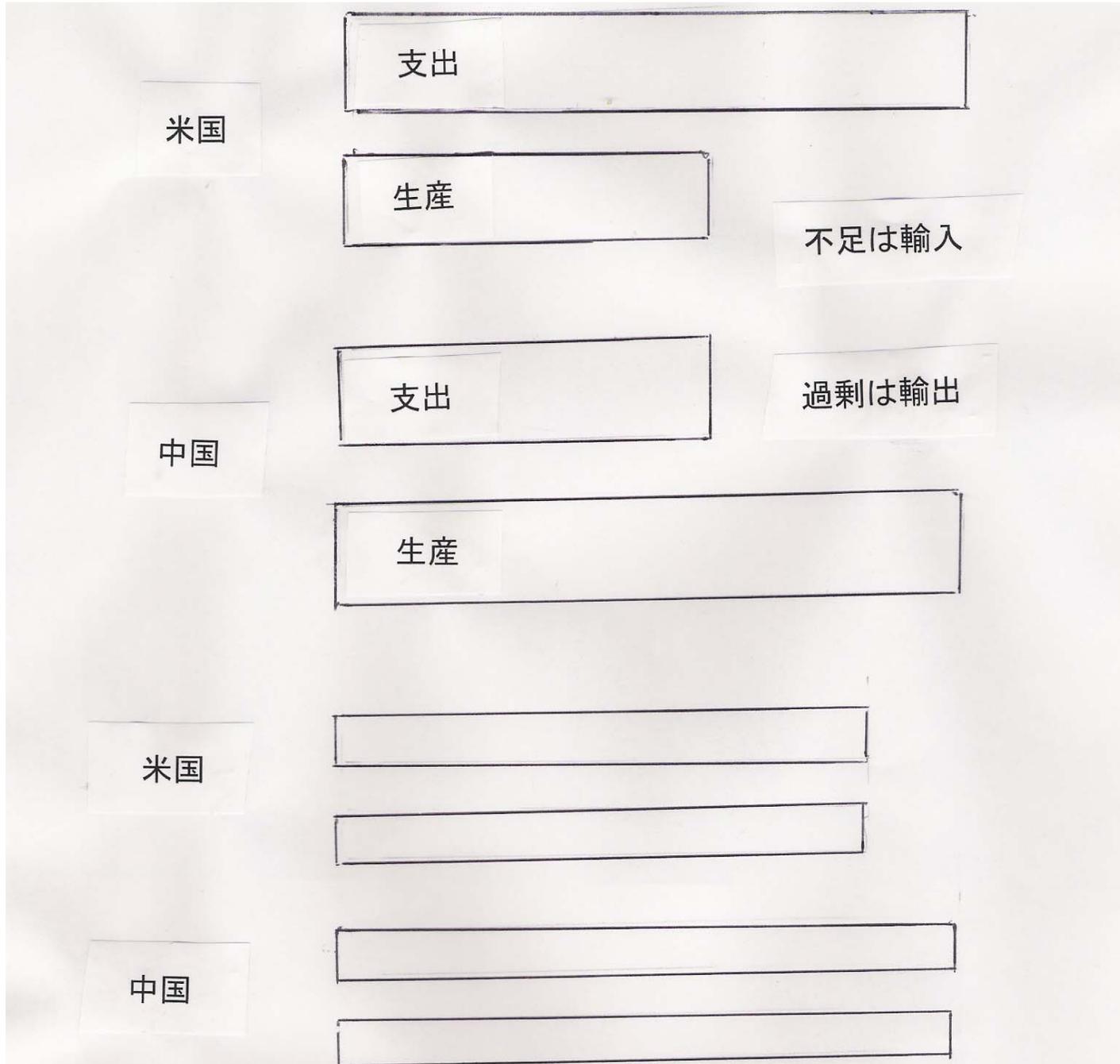
- まずグラフ
- 貿易不均衡と生産・支出
- 三面等価とアブソープション
- 所得以上の生活(借金過大)

# 生産とアブソープション

米中の生産と支出



# 生産と支出の概念図



# アブソープション

- 国民(民間と政府)の支出
- 輸入への支出もふくむ
- 国内総支出は、国民と外国人の、自国産への支出　輸出もふくむ
- $アブ = 消費 + 投資$
- $生産 = 消費 + 投資 + 輸出 - 輸入$
- $輸出 - 輸入 = 生産 - アブ$

# 米経済は強制的に調整

- 金融大混乱で過剰借り入れは困難
- 国内の収支均衡はすなわち経常収支均衡
- 不確定要因は財政赤字（GDP比10%？）

# 中国の内需転換

- 米赤字の縮小、中国の純輸出の縮小
- 8%成長は至上命令
- 成長を維持しながら内需転換ができるか

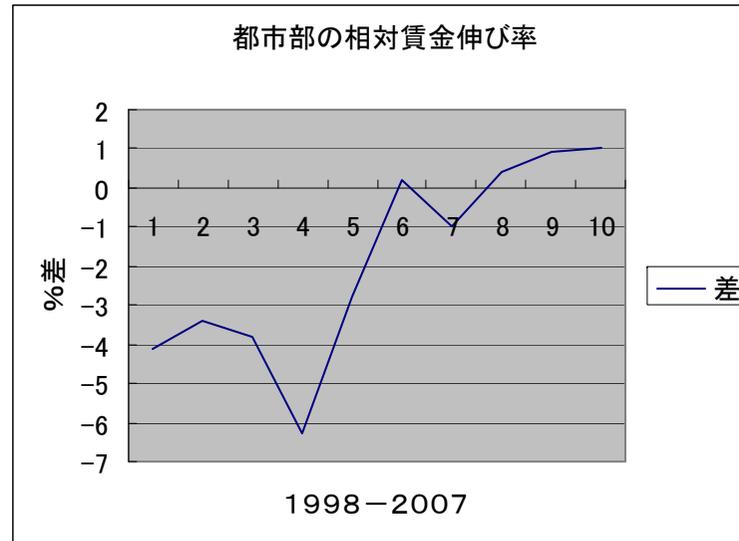
# 支出面の内需転換

- 貯蓄縮小(成長下では高貯蓄)？
- 消費拡大(社会保障が不十分だと低消費)？
- 中国消費の国際比較
- 社会保障の現状

# 生産面の内需転換

- 輸出縮小と消費・投資の拡大
- 無限労働供給から労働制約へ
- 完全雇用と資本の完全利用
- 消費財産業と資本財産業の資本集約度
- 状況証拠は「不安定」を示唆

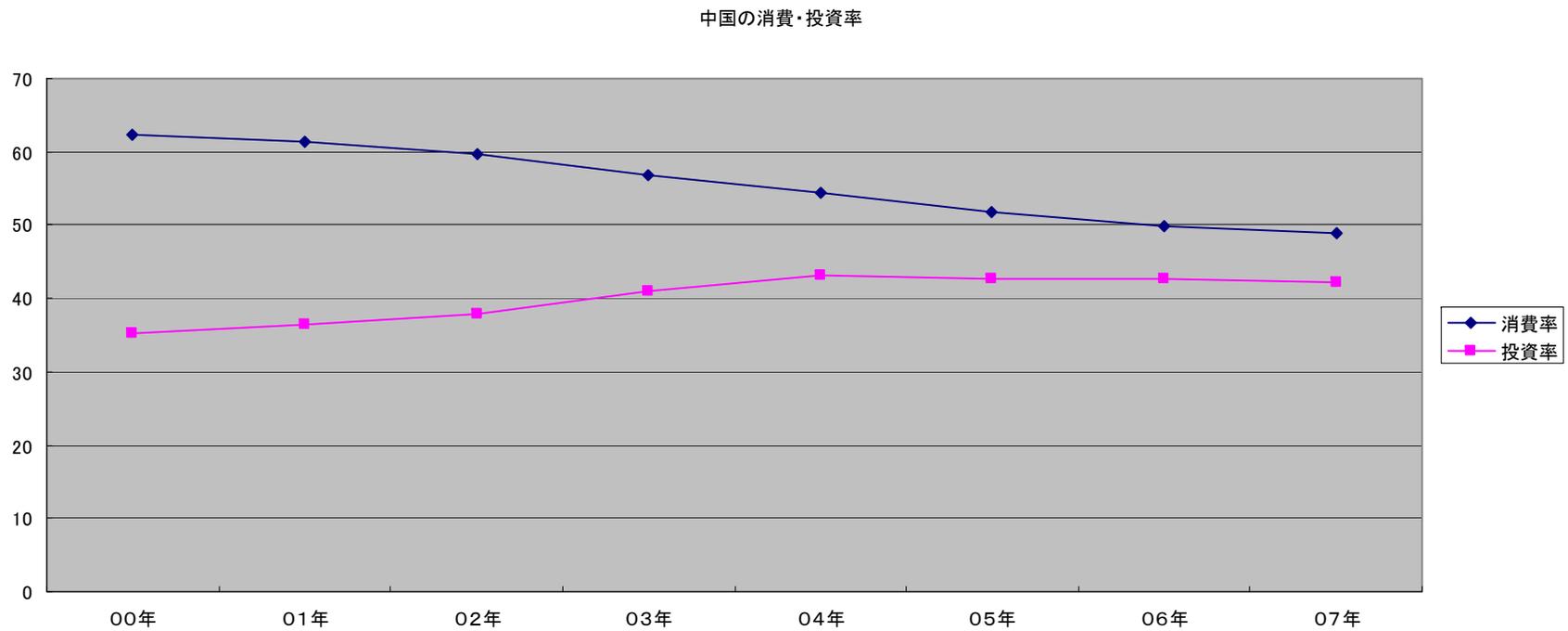
# 無制限労働供給の終わり



# 投資の比重の高まり

- マクロ政策としての公共投資
- 生産面での完全雇用・資本完全利用
- 投資財と消費財の資本・労働比
- 危機前にすでに投資比率は上昇
- 輸出という「はけ口」がないと、いっそう上昇

# 不安定の状況証拠



# 米国の近況

- 貯蓄は増えているか
- 貿易赤字は減っているか
- 金融危機は解消したか

# 中国の近況

- 内需拡大は？
- 消費は増えているか
- 消費・投資比率の動向は