

## 世界三大不況の性格と特徴

田原 昭 四

景気循環現象の発生始期については歴史家によりかなり相違するが、その様相を統計的に実証できるようになったのは19世紀に入ってからである。この時代になると、イギリスを中心にして種々の発明・発見が進行し、相次ぐ新技術の実用化によって多種多様の工業製品が内外市場に出現するようになった。その結果、各種商品の需給調整や価格変動が顕著となり、好況・不況の発生と交替という景気循環の姿が鮮明化してきた。

そして、こうした環境の中で種々の研究者達がその実態を分析・検証する機運が生まれた。このうち、最も注目されたのは、当時最大の先進国であったイギリスを中心とした工業国の景気循環の様相であった。とりわけ、その最も象徴的な業績は好況と不況の転換点の識別・判定であり、欧米各国の多くの経済学者が独自の統計手法を考案して、景気循環形態の国際比較も可能になった。

ところで、21世紀に入ると世界経済の成長力はかなり鈍化し、とりわけ近年は各地で停滞色が強まってきた。そのなかで、2009年には戦後としては最初のマイナス成長を記録した。その契機となったのは、アメリカの超低金利政策による住宅ブームの発生と崩壊であり、これには巨額のサブプライム・ローンの出現と巧妙な金融技術の発展が介在した。

同時に、この大量の証券化されたサブプライム・ローンがユーロ諸国に上陸し、各地で住宅ブームを誘発した。その結果、欧州域内に大量に発生・蓄積された金融証券が相次いで不良債権化し、これを救済するためにユーロ諸国の多くは公的資金を民間金融機関に投入して事態の沈静化を図った。しかしその効果は小さく、ユーロ経済の改善は先送りの苦境にある。

このため、近年の世界経済の足取りもかなり長期にわたって遅々とした状態を続けており、今なお明るい展望は開けない。こうした異常な停滞現象の発生は、戦後初めての経験であるため、戦前の世界経済が経験した2回の長期停滞局面を取り上げ、景気循環

史的観点から今回の特徴を明らかにしてみよう。

## 【1】戦前の大不況

### (1) 第1次欧米大不況（1873～95）

景気循環の周期には長短4種類が存在するというのが今日では定説になっているが、表1に示した事例は通称「欧米大不況」(The Great Recession)と呼ばれる期間中に発生した4大国の景気転換点を示したもので、この時代の特徴は景気の周期が数年というキチン・サイクルが数回連発したことである。

また、例示した4カ国はイギリスを先導国とする産業革命の推進国であり、これを契機にして世界経済の工業化・資本主義化が急速に進展すると同時に、好況と不況を繰り返す景気循環が頻発・鮮明化するようになった。

また、表の下欄に示したように、例示した期間は多彩な産業革命（1770～1830年）が終結してその工業化が急速に進展した時代で、同時に生産物の需給や価格の不均衡がしばしば顕在化するようになった。たとえば、イギリスではこの期間中に不況局面が3回、回復局面が2回存在する。後述する最近の欧州金融危機の場合も同様、長期不況の場合はその過程で何らかの政策的な景気対策や企業間の産業調整などが実施されるのが通例であるから、この場合もその例外ではない。

参考までに、この大不況進行中に発生した実際の不況期間の割合はイギリスとフランスが65%、ドイツが72%、アメリカ58%で、大不況の場合は途中で中休みの現象が存在することを示している。付言すると、明治維新後に資本主義国に仲間入りした直後の日本も同時期の不況期間は56%で、欧米大不況の影響もある程度は波及したかもしれない。もっとも大不況といっても、この22年間の実質GDPは、アメリカとドイツは2倍を越え、イギリスとフランスも5割増大しているから、近年の不況や恐慌の様相とはかなり異なる。

付言すると、統計面から見た戦前型と戦後型の景気循環の最も大きな相違点は、物価変動の形態が大きく変貌したことである。その典型的な相違は、戦前の好況期は物価上昇、不況期は物価下落が常態であったから、当時の景気循環はインフレとデフレの交替現象を意味した。しかし第2次世界大戦後になると、デフレは賃金カットや企業倒産などを多発させて社会的混乱を増大させるという反省から、種々の生産物価格の変動の振幅を縮小させる制度的措置が各国で導入・一般化し、これによって経済的、社会的安定化が進んだことになる。

表 1 大不況下の短期循環（1873～95年）

	イギリス		アメリカ		フランス		ドイツ	
	転換点 (年/月)	期間 (後退/拡張) 月数	転換点 (年/月)	期間 (後退/拡張) 月数	転換点 (年/月)	期間 (後退/拡張) 月数	転換点 (年/月)	期間 (後退/拡張) 月数
山	1872/ 9		1873/10		1873/ 9		*1872/ 6	
谷	1879/ 6	81	1879/ 3	65	1876/ 8	35	1879/ 2	80
山	1882/12	42	1882/ 3	36	1878/ 4	20	1882/ 1	35
谷	1886/ 6	42	1885/ 5	38	1879/ 9	17	1886/ 8	55
山	1890/ 9	51	1887/ 3	22	1881/12	27	1890/ 1	41
谷	1895/ 2	53	1888/ 4	13	1887/ 8	68	1895/ 2	61
山			1890/ 7	27	1891/ 1	41		
谷			1891/ 5	10	1895/ 1	48		
山			1893/ 1	20				
谷			1894/ 6	17				
後退期 (a)		176		143		168		196
拡張期 (b)		93		105		88		76
全期間 (c)		269		248		256		272
比率 (a/c)		65.4%		57.7%		65.6%		72.1%

(注) 1) ドイツの\*印は原資料では年次ベースの転換点のため、ここでは便宜上年央に設定した。

2) 下欄の期間は大不況期間中に発生した各国の景気循環の累計値を示す。

(資料) Burns, A. and Mitchell, W.C., *Measuring business Cycles*, 1946.

なお、前述した世界大不況期間中の卸売物価下落率を例示すると、欧米主要4カ国ともすべて40%前後で、不況時には各国ともかなり深刻なデフレ現象を経験したことになる。

### 【付記】「イギリス商工業不況調査委員会報告」

産業革命の盟主として世界経済を農業社会から工業社会に変貌させたイギリスも、19世紀後半に入るとフランス、ドイツなどの周辺国や新興国アメリカなどの追撃を受けて国際的地位の低下が懸念されるようになった。そこで、大不況の原因やその後の経済対策や進路などを調査・審議するため、専門家による「王立不況調査委員会報告書」（1886）が作成された。

その詳細な内容は省略するが、長期不況の原因としては、他国の過剰な産業保護政策による海外市場での廉売、国内商品の低価格での過剰生産、英国製商品の海外需要減退、ドイツなど新興国の競争力増大など、広範囲に及んでいる。

こうした指摘がその後の経済運営にどのように活用されたかは判然としないが、この大不況を契機にしてアメリカやドイツの経済力がイギリスを追い越すようになったこと

は事実である。

## (2) 第2次欧米大恐慌 (1929~33)

### ① アメリカの大恐慌

19世紀はイギリスを先導国とする産業革命が周辺諸国に広く波及して、農業国から工業国への転換が急速に進んだ。そのなかで、パックス・ブリタニカの時代が続いたが、20世紀に入ると様相が一変した。それは、後発国アメリカが政治、軍事、経済、技術など広範囲の分野で覇権を掌握し、やがてパックス・アメリカナの時代に変貌したことである。その口火を切ったのが第1次世界大戦（1914~18）の勃発である。この戦争は4年強で終結したが、参戦関係国は33カ国、戦場は欧州東西諸国に波及し、終戦前年の1917年にはアメリカの欧州派遣軍は約200万人に達して、戦争の早期終結に貢献した。

そして、平和の時代に復帰して戦争の後遺症がほぼ収束した1920年代に入ると、世界経済は間もなく正常化し、覇権国もイギリスからアメリカに移行した。その経済的な牽引力となったのは世界最初の自動車の登場であり、最初の10年間で生産台数は3倍に達した。また、自動車の普及は道路建設や住宅などの建築投資を誘発するとともに、各種の家電商品が続々と出現して消費生活の向上・多彩化に貢献した。その結果、マクロ的な指標である実質GDPの規模も、1920年代はイギリスの3倍に増大し、文字どおり世界最大の経済大国に躍進した。

しかし、「好事魔多し」という諺があるように、空前の土地・株式ブームを満喫していたアメリカ経済も、1920年代後半に入ると同時に一挙に暗雲が広がった。いわゆる、過熱景気の崩壊である。このうち、フロリダ州を中心に発生した1926年の土地価格の暴落を皮切りに景気の鈍化現象が表面化し、1929年10月24日には「暗黒の木曜日」と呼ばれる未曾有の株価暴落が始まった。とりわけ、株価は国際性が非常に強い金融商品であるため、その影響は瞬時に世界各国に波及した。これを契機にして、かつては「黄金の1920年代」と呼ばれた時代は終息し、その反動としての長い不況のトンネルのなかで呻吟することになった。また、この「世界大恐慌」の最も象徴的な現象は株価暴落といわれる。そこで当時の深刻な状況を整理したのが表2である。ここでは日本を含む10カ国を取り上げ、それぞれの特徴を概説しておこう。

まず株価の山を比較すると、ドイツ、日本など5カ国が1928年半ばから徐々に低下しを始め、翌年に入るとイギリスを先頭にして次々と下落に転じた。一方、株価が底入れた谷は山の場合と比較するとかなり対照的で、回復時点の足並みが揃っていることであ

表2 大恐慌下の株価の変化

国名	株価転換点 (年/月)		低下月数	低下率 (%)	タイミング (月数)	
	山	谷			山	谷
アメリカ	1929/ 9	1932/ 6	33	▲84.2	0	0
イギリス	1929/ 1	1932/ 6	41	▲51.0	- 8	0
フランス	1929/ 2	1931/12	34	▲62.9	- 7	-6
ドイツ	1928/ 6	1932/ 4	46	▲69.5	-15	-2
日本	1928/ 9	1931/10	37	▲44.8	-12	-8
カナダ	1929/ 9	1932/ 6	33	▲84.4	0	0
ベルギー	1928/ 6	1932/ 5	47	▲75.9	-15	-1
オランダ	1929/ 3	1932/ 6	39	▲80.0	- 6	0
スイス	1928/ 9	1932/ 5	44	▲59.7	-12	-1
スウェーデン	1928/ 9	1932/ 6	45	▲71.0	-12	0

(注) タイミングは、アメリカの株価転換点に対する各国のリード・ラグ関係を示す（-は先行、0は一致）。

(資料) Kindleberger, C. P. *The World in Depression 1929-1939* pp.99-100 より作成（日本の1928～29年は日本銀行『本邦経済統計』で補完）。

る。その理由は、株価バブルの象徴国といわれたアメリカが1932年6月に上昇に転じると、大半の国がほぼ同時に反騰したことである。

また低下期間と低下率を比較すると、アメリカは33カ月と84%で、他国と比較すると期間は短い、低下率は最大であった。換言すれば、鋭角型の反落反騰であったことになる。そして、大半の国の株価下落率は70～80%であるから、これは当時の大恐慌の象徴的な出来事であったといえる。

このうち、最大の激震国アメリカの様相は指摘したように最も深刻であった。その概略を整理すると、次のようになる。

恐慌の引き金になったのは、1920年代後半に発生した強烈な株価の急騰と暴落であり、その影響は直ちに実態経済の不況長期化の原因になった。また、この大不況の特徴は各国とも継続期間や振幅が大きかっただけではない。このうち、アメリカの場合は景気回復後も間もなく再度の大不況が発生したことである。そこで、この特異な事例を取り上げておこう。

内容に立ち入る前に、まず表3の特徴を説明しておこう。最初の大恐慌の計測期間であるが、通説では大恐慌の継続期間には1929～30年代初期とされている。この見方は決して間違いではない。しかし、その後の景気回復状況を見ると、国によってかなり大きなバラツキがある。このうち、大恐慌の震源地であるアメリカでは、NBER（全米経済

表3 大恐慌下の主要経済指数の変化率（主要5カ国）

指 標 名	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ	日本
各目 G D P (計測機関) (回復年) (低下/沈滞年数)	▲46.1% 1929~33 1941 4/12	▲11.1% 1929~32 1936 3/7	/	▲39.5% 1928~32 1937 4/9	▲19.3% 1928~31 1934 3/6
実質 G D P (計測機関) (回復年) (低下/沈滞年数)	▲28.6% 1929~33 1939 4/10	▲ 5.8% 1929~31 1934 2/5	▲18.1% 1929~36 1951 7/22	▲22.5% 1928~32 1935 4/7	(大恐慌期期中 はプラス成長)
卸売物価 (計測機関) (回復年) (低下/沈滞年数)	▲32.9% 1928~32 1942 4/14	▲25.0% 1929~33 1940 4/11	▲45.0% 1928~35 1938 7/10	▲32.0% 1929~33 戦後 4/?	▲32.3% 1929~31 1939 2/10
輸 出 (計測期間) (回復年) (低下/沈滞年数)	▲69.2% 1929~32 1942 3/13	▲49.9% 1929~32 1946 3/17	▲74.0% 1926~36 1946 10/20	▲69.0% 1929~34 1951 5/22	▲43.1% 1929~31 1936 2/5
輸 入 (計測機関) (回復年) (低下/沈滞年数)	▲69.9% 1929~32 1946 3/17	▲44.7% 1929~33 1943 4/14	▲64.8% 1926~35 1946 9/20	▲70.5% 1927~35 1951 7/24	▲39.0% 1929~31 1934 2/5
失業率(最低) (最高) (計測期間) (回復年) (上昇/沈滞年数)	3.2% 25.2% 1929~33 1943 4/14	7.3% 15.6% 1929~32 1939 3/10	19.0% (1934)	17.2% (1932)	6.8% (1932)

(注) 1) 低下率は各指標の山と谷で計算。

2) 日本は GNP、輸出入は通関ベース、失業率のうち米英以外は前後の時系列データが欠如しているため最高値のみを示した。

3) 回復年は前の山の水準に達した時点を示す。

(資料) アメリカ：Historical Statistics of United States, 1975.

イギリス：British Historical Statistics, 1988.

フランス・ドイツ：European Historical Statistics, 1975.

日本：『昭和国勢総覧』東洋経済新報社、1991。より作成。

ただし、フランスと日本の失業率は International Labour Office, Yearbook of Labour Statistics, 1939. による。

研究所)の公式判定記録である景気基準日付によると、当時の景気の谷は1933年3月で、不況は43カ月続いたことになる。これを前述した史上最長の1873～79年不況の65カ月と比較すれば約2年も短かかったことになる。また、大恐慌を経験した他の工業諸国も、景気回復は1933年春前後から始まったという見方が一般的である。問題は、その回復傾向がいつまで続いたかということである。

## ② 欧州諸国の大恐慌

1929年10月のアメリカの株価大暴落の影響は即座に欧州諸国に波及し、アメリカに匹敵する大不況を経験した。当時の様相をイギリス、フランス、ドイツに絞って整理したのが表3である。ただし、利用できる統計は年次計数に限定されているので、詳細な観察はできない。また、利用した統計の種類は僅か6種類であるから、当時の詳細な景気分析は難しい。

まず代表的なマクロ指標であるGDPをみると、名目・実質とも大半が2桁の低下を示しており、かなり深刻な不況を経験したことになる。また、マイナス成長の要因である卸売物価は30～40%前後も下落し、アメリカと類似の深刻なデフレ不況に陥ったことを示している。

一方、貿易面をみると世界各国とも生産活動が大きく落ち込んだため、国内需要である輸入も平時の約3分の1の水準に縮小した国が多い。そのため、大恐慌直前の水準にまで回復したのは第2次世界大戦発生後が多く、各種の経済指標のなかでは当時の貿易不振は際立っていた。

さらに、大不況が雇用面に与えた影響も大きかった。震源地アメリカの4人に1人は失業という事例はともかくとして、イギリス、フランス、ドイツ3国とも15～20%の大量失業が発生した。

以上各種の指標を取り上げて大不況下の規模を概観したが、アメリカと比較するとほぼ次のように整理できる。ただし、すべて年次データを使用したため、かなりラフな結論であることはいうまでもない。

各指標の山・谷で測った不況期間の山（失業率は谷）は1929年にほぼ集中しているため、アメリカで発生した恐慌は短期間で欧州諸国に波及したことになる。一方、谷の場合もかなり類似しているが、アメリカと緊密な経済関係にあるイギリスの景気転換点はほぼ同時、その他の諸国は回復時期が遅行しているケースも多い。

## 【補論：1937年不況】

アメリカ特有の現象は、不況脱出後の景気動向である。1933年に新大統領として登場したルーズベルトは経済再建のための「ニューディール」を発動し、1930年代末までに種々の経済復興策を推進した。しかし、この政策が奏功して経済はトレンド的に成長したのではない。景気回復から4年後の1937年に入ると、経済復興事業が順調に進む一方で不況色が強まり、期間は短いながらも1年程度の激しい景気後退が発生した。これを景気の中だるみ現象とみるかはともかく、景気循環の実態面から見ると、注目に値するかなり深刻な不況であったといえる。そこで、その主要な指標を紹介しておこう。

株価は14カ月間で44%下落、工業生産は10カ月間で33%低下、失業者は最小の578万人から11カ月後には1,064万人に1.8倍増加、このため失業率も11%から20%に上昇、卸売物価は7.3%下落した。

この数字からみると、景気循環史上では1937年は実態的にみると中規模程度の不況であったと考えられる。ただし、卸売物価に着目すると、この見方は適切ではない。その理由は、戦前の景気循環の形態は物価循環とも呼ばれるように、この両者はきわめて密接な共変関係を示していたからである。換言すれば、鮮明なデフレーション的現象を経験したこの局面を軽視することは現実的でない。そこで、この問題を重視した歴史家も存在するので、その結論だけを引用しておこう。

それは当時の世界経済を克明に解明したキンドルバーガーとガルブレイスである。両

表4 アメリカの景気退の規模

順位	景気転換点 (年/月)		低下率 ③	後退期間 ④(2-1)	回復点 ⑤	回復期間 ⑥(5-2)	沈滞期間 ⑦(4+6)
	山①	谷②					
1	1929/ 8	1933/ 3	75.1%	43 月数	※ 月数	※ 月数	※ 月数
2	1937/ 5	1938/ 6	45.4	13	1939/12	18	31
3	1920/ 1	1921/ 7	34.7	18	1922/12	17	35
11	1923/ 5	1924/ 7	21.8	14	1924/11	4	18
20	1926/10	1927/11	9.3	13	1928/ 6	7	20

- (注) 1) 順位は景気後退の強度の大きい順に配列(戦前の21循環の順位を示す)。2) 低下率は表4-2の(注2)に同じ。3) 回復点は10個の経済指標のうち半分が前の景気の山の水準に達した時点を示す。4) 10個の経済指標は非農業雇用者数、失業率、GNP、鉱工業生産、鉄道貨物輸送量、N.Y.市以外の通貨性銀行預金、個人所得、小売売上高、法人利益、卸売物価。5) ※は景気の谷からつぎの景気の山までの期間中に回復点がないことを示す。(景気の山の水準を超えたのは10指数のうち鉱工業生産のみ)。

(資料) Moore, G.H., *Measuring Recessions*, NBER Occasional Paper 61, 1958. [16] p.281より作成。

者の歴史観や分析手法は異なるか、前者はその書名を『大不況下の世界経済：1929-39』（1973）、後者は『大恐慌』名付けている。このタイトルが意味することは、1930年代を通観して基調的には大恐慌が続いたと評価していることである。そのうち、ガルブレイスはその著書のなかで次のように指摘している。

「1929年恐慌に続いて大不況が到来した。低迷の度合いは年によってまちまちであったが、何れにしても、その後10年間にわたって不況局面が続いたのである」。

したがって、引用したこの両者の字句から推察すると、この2回の恐慌は同根の事象と考えていたと思われる。なお、1937年恐慌の原因については諸説があり、当時の工業生産が1929年の水準にまで回復したため、政府は財政支出削減と増税を断行したことが不況再発の原因になったという指摘もある。この政策失敗説を評して、当時を「ルーズベルト不況」と評した見方もある。

以上、アメリカを中心にして戦前の大恐慌の様相を概観したが、最後にいくつかの特徴点を整理しておこう。

- 1) 個別指標の低下率の最高と最低の国を例示すると、実質 GDP はアメリカとイギリスで、両国の間には約5倍の開きがある。これは、GDPの低下期間に2倍の開きがあるからである。
- 2) 景気動向を敏感に反映する卸売物価は各国とも4年間で30%前後下落し、デフレ色の強い不況になった。また、景気回復とともに上昇に転じたが、その速度は遅々としており、不況直前の水準にまで回復したのは1940年代に入ってからである。そのため、低下期間と回復期間を合わせた沈滞期間は各国とも10年を越えた。
- 3) 輸出と輸入の低下率は他の指標に比較すると、各国とも大不況による需要の著減を反映してほぼ3分の1に縮小した。そのため、大恐慌終了後に以前の水準に達したのは各国とも1940年代中頃であり、貿易の沈滞期間は10数年から20年を越えた。
- 4) 大不況による雇用情勢の悪化も顕著であった。大恐慌以前の失業率の最低はアメリカとドイツが3%でほぼ完全雇用状態にあったが、不況のピーク時にはアメリカが史上最高の25%に達し、4人に1人は失業者という惨憺たる状態を記録した。また、その他の国も10%台後半の高率を示し、大恐慌の象徴的現象となった。こうした当時の苦い経験が、戦後の完全雇用政策として各国で結実したことはない。

## 【2】戦後の大不況

### (1) アメリカの金融恐慌 (2007～?)

2007年のアメリカ住宅バブルの崩壊の影響が、欧州諸国に波及して金融恐慌にまで発展し、最近はその後遺症ともいえる世界不況的状况が表面化してきた。したがって、現時点でその全貌を解明することは難しいが、以下では最近までの欧州諸国の景気動向を中心に解明しておこう。

#### ①アメリカの住宅バブルの発生と崩壊

21世紀初頭からのアメリカ経済は、1990年代に盛行した情報革命(IT)の反動不況を迎えた。その対策として、金融機関は高度の金融技術による低所得者層向け低金利融資手法(サブプライム・ローン)を開発し、これによって大型の住宅バブルが発生した。同時に、政府も2000年の大統領選挙を控えて政権維持のため1%台の超金利政策を続けた。

しかし、数年後の2006年に入ると住宅バブルは急速に崩壊、翌2007年には戦後11回目の景気後退を経験した。景気の不況期間は18カ月で戦後最長を記録した。その規模を主要経済指標の下落期間で示すと、実質経済成長率(6期)、鉱工業生産(18カ月)、失業率(31カ月上昇)、企業収益(9期)、株価(17カ月)などで、戦後最長を記録した指標が多かった。また、変化率も失業率、企業収益、株価などは戦後最悪を記録した。

付言すると、景気の転換点や振幅などを測定するために作成されている指標(日本では総理府作成の「景気動向指数」、アメリカではBusiness Cycle Indicatorsと呼ばれる)によると、景気上昇過程にある最近(2012年10月)の水準を約5年前の前回の景気の山(2008年1月)と比較すると、まだ約3%下回っている。後述するように、欧州諸国をはじめとする世界経済がまだ不振を続けている背景には、アメリカの景気回復力が弱いという事情が影響しているといえる。

#### ②サブプライム問題の背景

戦後のアメリカ経済は過去11回の景気後退を経験したが、その大半は朝鮮戦争とベトナム戦争終結による反動不況、2回にわたる石油危機ショックなどが主因であった。ところが近年になると、1990～91年の貯蓄金融機関(S & L)危機、ニューエコノミーの反動である2001年のITバブル反動不況、2007～09年のサブプライム金融危機が発生し、総じて金融的色彩の強い景気後退が常態化してきた感がある。こうした不況要因の変貌は、近年顕著になった金融工学の進歩に伴う金融資本主義の深化が影響しているとも考えられる。このため、サブプライム・ローンという新商品の出現も、金融技術の産

物と指摘する識者も少なくない。

とりわけ、2001年のニューエコノミー・ブームの崩壊後の景気回復の主因は、景気浮揚のための空前の低金利政策による巨額の住宅金融で、その借り手の主体となったのが所得水準の低い階層であった。しかし、2005年に入ると住宅ブームの過熱を抑制するため金利政策の転換が行われ、これを契機にして住宅市場は縮小傾向に転じて、景気は2008年初頭から下降に転じた。いわゆる住宅バブルの崩壊であり、借金の返済不能と住宅証券の不良債権化が借り手・貸し手双方に重大な影響を与えて金融恐慌が発生した。後述するように、その影響は欧州諸国にも波及して、世界的な大不況の様相を強めた。

### ③住宅バブルの発生と崩壊

2007年秋に世界を震撼させたアメリカの金融恐慌の実態は、通説では住宅バブルの崩壊といわれる。そして、その契機となったのがサブプライム問題の発生である。そこでまず、サブプライム・ローンの仕組みを取り上げておこう。金利には借り手の所得水準に応じて差別があることは世界的な現象である。これは、所得水準の高低が返済能力の大小を左右するからである。したがって、高所得者には金利が安いプライムレートと呼ばれる優遇金利が適用されるが、低所得者層は高い金利に依存せざるをえない。

そこで、金融機関が住宅金融の規模を拡大するために低所得者用に考案した方策は、住宅価格の上昇に応じて担保価値も上昇するため、当初の貸出金利は引き下げ可能になるという論理である。いわゆる、サブプライム金利からプライム金利への格上げである。こうした金融側の説明がローンの借手側に強い説得力と安心感を与えた背景には、アメリカの住宅価格が住宅バブルの頂点である2006年までの3年間だけでも50%以上も急上昇したからである。

この甘言に乗せられたサブプライム・ローン利用者の規模は定かではないが、住宅価格は2006年後半に入ると住宅ブームの崩壊による景気後退と共に逆に急激な下落に転じ、2009年までに33%も低下、その後も最近までなお低水準が続いている。

さらに、サブプライム問題発生の影響は欧州諸国にも波及して、世界的金融恐慌にも発展した。その主因は、アメリカでは住宅向けサブプライム・ローン債権の「証券化」である。この仕組みはいささか複雑ではあるが、金融機関が貸出しや不動産などの金額の大きな資産を売買する場合、投資家側が買いやすい金融商品に細分化する取引方法である。したがって、この金融商品は金融機関にとっては資金の借手側に対する債務履行請求権であり、投資家にはその切り売りということになる。そして、こうした形式の売

買はリスクの分散という意味で、欧米諸国間では以前から活発に行われてきた。ただし、この証券化された商品は、当初の借手側が倒産すれば、不良債権化することはいうまでもない。後述する欧州金融恐慌の実相はこれに該当する。

## (2) 欧州諸国の金融・財政危機

### ① アメリカ発の金融恐慌

サブプライム問題に起因するアメリカの金融恐慌と並んで、これとほぼ同時期に類似の金融ショックが欧州諸国でも発生した。その先駆けとなったのが、フランス最大の銀行 BNP パリバ・グループである。これは、アメリカのリーマン・ショックよりも約1年も早い。サブプライム・ローンとその証券化はアメリカの金融機関が考案したものであるが、1980年代にサッチャー・イギリス首相やレーガン・アメリカ大統領が提唱、断行した大幅な金融規制緩和により、国際金融市場のグローバル化は急速に進んでいった。

このため、アメリカ発のサブプライム・ローンの証券化された金融商品が欧州諸国に直ちに大量に上陸して保有・運用されるようになった。加えて、旧植民地からの移民が多いスペインなど南欧諸国でも、アメリカと類似の住宅ブームが発生してサブプライム・ローン証券が累増した。

したがって、欧州域内に蓄積されたサブプライム・ローン証券が一旦不良債権化すると、その影響は単一通貨であるユーロ圏内を中心にして急速に波及・拡大した。ある調査によると、サブプライム危機による金融機関の損失はアメリカが5割、欧州が4割、その他が1割と推計されている。換言すれば、2007～8年の金融危機の性格は米・欧同根であったといえる。

また、近年の欧州諸国にとって、金融恐慌を上回る難問題は財政危機の深刻化である。欧州には1987年に欧州中央銀行（ECB）が設立され、その主要業務は物価安定のための政策金利の決定である。ただし、加盟各国の年々の経済動向は必ずしも同一歩調ではなく強弱様々であるため、アメリカのFRBのような画一的な政策展開は困難であり、管理業務に徹せざるをえない。また、1999年に発足した欧州連合（EU）の通貨統合では単一通貨として「ユーロ」が誕生した。これによって、現在では域内17カ国がユーロ通貨に統一された。

このため、加盟各国のなかの企業などが経済的危機に直面した場合、国独自の金融政策の機動的な自由裁量権はかなり制約されている。したがって、不況対策などは各国政府の独自の財政政策に重点を置かざるをえない。そこで、近年の金融恐慌に直面した欧

州の多く国では、その沈静化と救済のため多額の公的資金を民間金融機関に投入した。いわゆる、民間債務から公的債務への転換である。

その結果、政府の財政赤字が大幅に累増して「ソブリンリスク」と呼ばれるようになった（ソブリンは中央政府の意）。そうすると、国債の格付け評価が低下して、国債の利払いはおろか、新規発行すら困難になる可能性が強まった。そして、こうした苦境を救済するため、最近では欧州連合（EU）や国際通貨基金（IMF）などが金融支援に乗り出しているが、その効果が期待できるのはまだ先になりそうである。

ところで、EUが正式に発足したのは1993年であり、加盟国は調和の取れた安定的経済成長を維持するために、発足当初から各国の財政赤字をGDPの3%以内に維持するという規約を設けた。そして、発足早々の1995年に3%条項をクリアしたのはデンマーク、アイルランド、ルクセンブルグの3カ国に過ぎなかったが、5年後の2000年にはギリシャを除く14カ国に急増した。また、2005年には景気がやや減速した影響で10カ国に縮小したが、規約遵守の姿勢は読み取れる。

これに対して、世界的金融恐慌の余波が残る2010年はイギリス、ギリシャ、アイルランドは2桁の大幅赤字比率で、3%条項に合格した国は僅か4カ国に止まった。このことは、グローバル金融恐慌が多くの国の財政収支にも大きな影響を与えたことを示している。なお、OECDの予測によると、加盟国の3%条項不合格は、2011年が11カ国、2012年が7カ国であるから、財政収支の見通しは景気回復に伴って徐々に好転するとみられていた。このうち、2012年に入ると、以前から厳しい苦境が続いているギリシャは歳出削減や抜本的な経済構造改革に乗り出した。従来から、不況になると公共投資などの財政支出を増大させて景気回復を図るというのが一般的であったが、近年のように不況が長期化すると財政赤字が累積する国が急増し、景気対策の自由度が大幅に低下した。こうした「財政の崖」から脱出するためにはまだ相当の年数がかかるので、各国とも新しい景気対策を模索・実行する段階に入っている。

## ② OECD からみた最近の景気動向

景気動向を総合的に把握する方法には以前から「古典循環」と「成長循環」の2種類があり、前者はアメリカが戦前から実用化し、今日まで公式の景気観測方法として活用されている。また、日本もアメリカ方式と同様で、総理府作成の「景気動向指数」などを活用して、月々の景気判断や予測に広く利用されている。

一方、フランスに設置されている国際機関のOECDは、かなり以前から種々の試作

と改良を行い、現在では Composite Leading Indicators と名付けた月次統計を発表している。そして現在は、調査対象国もほぼ世界各国に拡大された月次の景気総合指標として公表されている。この OECD 方式の景気指標の特徴は、経済活動を経済成長(トレンド)と景気循環(サイクル)に分割し、景気循環は経済成長経路を巡る上下運動と考える方式である。なお、日米では経済成長と景気循環は一体の経済活動という観点から両者は区別していない。したがって、両方式で設定した景気転換点は一致しないという難点があるが、以下では、種々の国際比較に便利な OECD のデータを利用する。

掲載した図1によると、OECD 全体の景気は2011年6月をピークにして最近まで緩やかな低下を続けている。また、前回の低下は山が2008年2月、谷が2009年6月であるから、この指標からみた最近の世界不況は2年後に再発したことになる。

同様に主要国の動向をみると、2011年後半から12年にかけて低下傾向を続けている国は、イギリス、ドイツ、フランス、イタリアをはじめ、多くの中小国も類似のパターンを続けている。一方、日本とアメリカはほぼ横ばい状態で推移している(このうち、日本政府は景気後退に入ったことを2012年11月に公表)。

参考までに、世界全体の景気動向を図1に示したが、これによると2011年初期をピークにして緩やかに最近まで低下傾向を続けている。また、前回の2007~09年にはこの景気指数は大きく落ち込んでいる。これは当時のアメリカの住宅バブルの崩壊に起因した世界不況を示している。一方、最近のアメリカ経済は緩やかな拡大基調を維持しているが、失業率の高止まりや住宅市場の停滞などが長期化すれば不況化の可能性もある。もしそうなれば、最近の欧州不況と重複して世界不況に進展する可能性がある。

なお、前節では戦前のアメリカ経済を中心にして景気後退の様相を解明したが、その

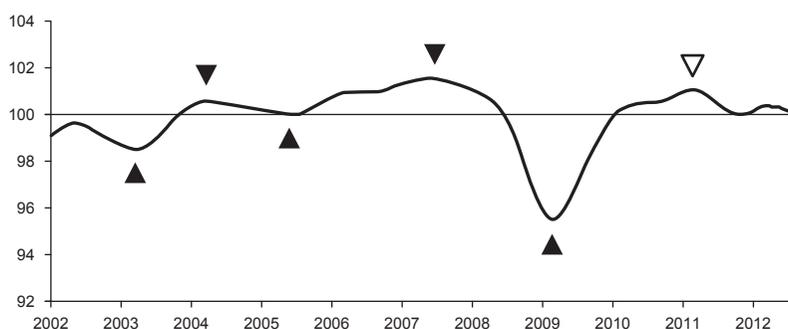


図1 Stabilising grows in the OECD area

Underlying data - Source: OECD Composite Leading Indicators Database

経験則は、「深刻な大不況が発生するとそれは1回では終わらず、再発する」というものであった。今回も危惧されるのは、現在の欧州の財政・金融恐慌の行方とアメリカの景気動向の行方である。

## 終わりに

### 柔和一筋の岩下先生

岩下先生に初めてお会いしたのは、かれこれ約30年前のことになる。小生が長年在籍した経済企画庁を退職して名古屋の南山大学に赴任してからである。新任挨拶を兼ねて初めて研究室に向いた節の岩下先生は、柔和で泰然とした人柄で、長州人の小生には西郷隆盛の雰囲気を感じた。同時に、お酒もお好きだとのこと、恰好の人物にお会いできたという印象を強く受けた。また、景気循環論がご専門と聞いたので、類似の専門科目を担当することになった小生にとっては、まさに百万の味方に出会ったような気持ちでわくわくしたことを今でも忘れない。

そしてほぼ同時期に、われわれ有志が世話人になって「景気循環学会」という世界でも例のない学会を設立し、岩下先生にも理事に就任していただき、定期機関誌「景気とサイクル」にもしばしば投稿をお願いした。また最近では、欧州金融危機が発生したため、各種の金融機関所属の女性エコノミストなども当学会の大会や定例研究会でも積極的に参加して、多彩な研究報告を行っている。以前から抜本的な財政再建のための「百年国債説」を提唱されている岩下先生にも、そろそろ本格的な出番がやってきたのではないかと思います。

最後にもう一言。かなり前の話になりますが、名古屋大学を定年退職後に中京大学に移籍された水野正一先生は、半世紀以前に新設された経済企画庁経済研究所の景気循環ユニットの主査に就任され、小生もその直屬部下としてお仕えたことがある。そこで、水野・岩下両先生と相談して、名古屋の各大学に呼びかけて「中部経済問題研究会」を新設、定期的な研究発表会を開催した。そして、岩下先生が事務局長としてこの研究会の発展に多大の貢献をされた。また、水野・岩下・田原の3人の共通点は酒豪?のため、事務打ち合わせと称してしばしば痛飲したことを懐かしく思い出す。

退職後の岩下先生とお会いできる機会はめっきり減ると思いますが、今後とも柔和で健康な生活を末長く続けられんことを切望します。

田原 昭 四