

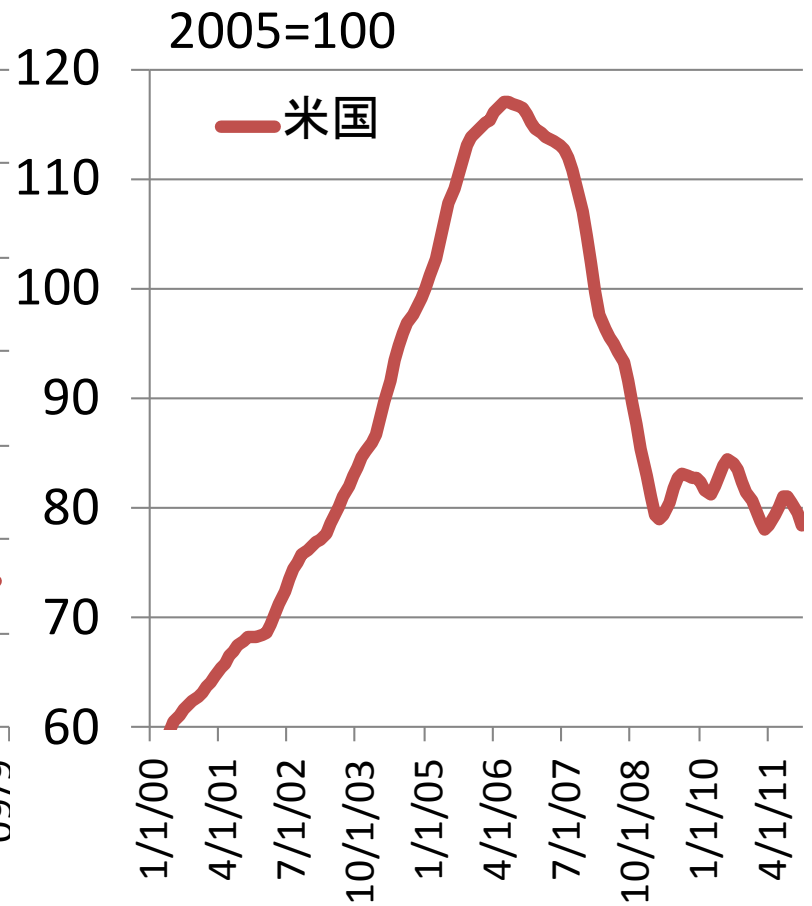
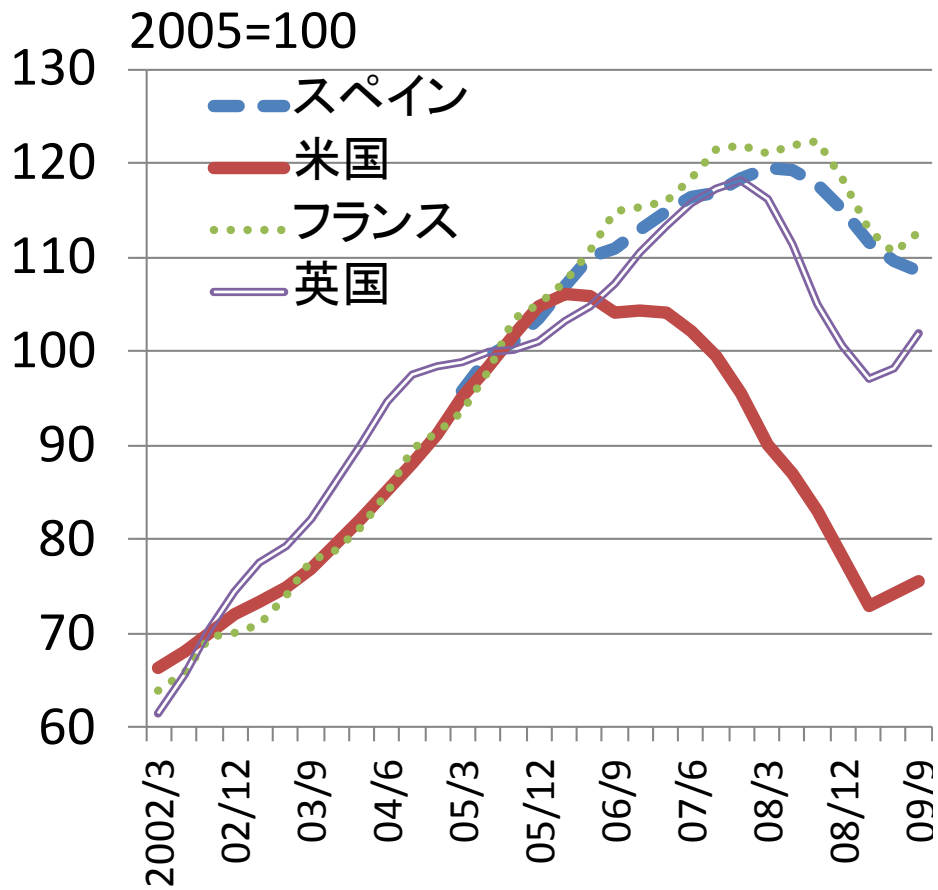
バランスシート問題と長期不況 —経済成長論からの分析—

一橋大学経済研究所 小林慶一郎

欧州債務危機の構造

- ▶ バブル(不動産、国債)の崩壊によるバランスシート問題
 - 欧州でも大きな住宅バブル
 - バランスシート問題: 負債 > 資産 (家計、銀行、企業、政府)
 - 銀行救済:
 - ⇒ 銀行のバランスシートの損失
 - ⇒ 政府のバランスシートに移転
 - ⇒ 国家債務危機へ
- ▶ バランスシート調整(穴埋め)のコストをだれが負担?
 - どの国の納税者、預金者、債務者、債権者?
- ▶ 損失の分配ができず、バランスシート調整がストップ
 - 政治のリーダーシップ

欧米の住宅価格



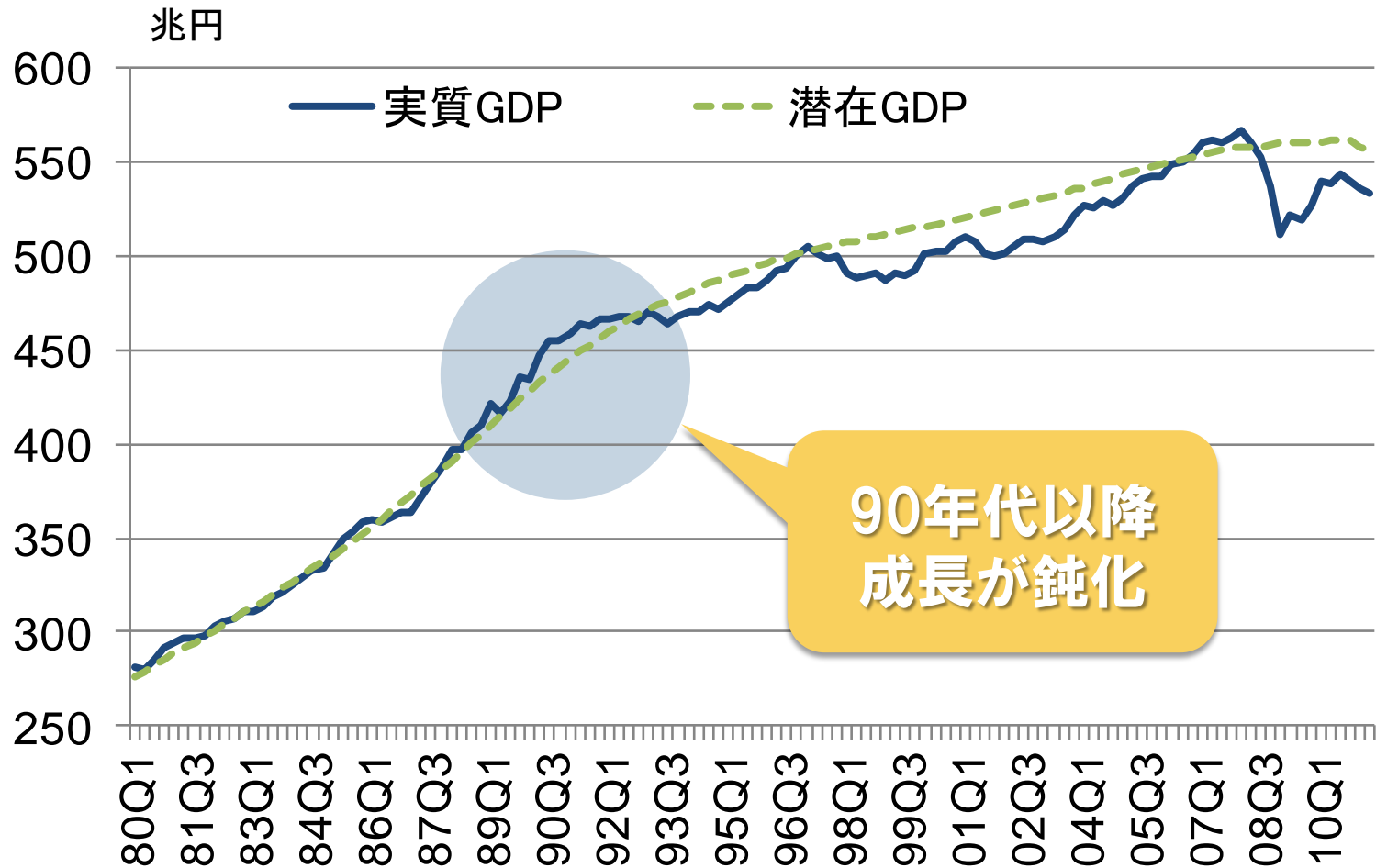
(資料) OECD Factbook 2010; S&P

バランスシート調整の分析

▶ バランスシート調整がなぜ必要か

- 「バランスシート問題は経済パフォーマンスの悪化を招く」
- 日本の1990年代：
 - 「バランスシート問題は低成長と無関係」という主張
 - 「不良債権は不況の結果であって、原因ではない」
- バランスシート調整と低成長の因果関係は？
 - 経済分析の役割

日本のGDPの推移 (90年代)

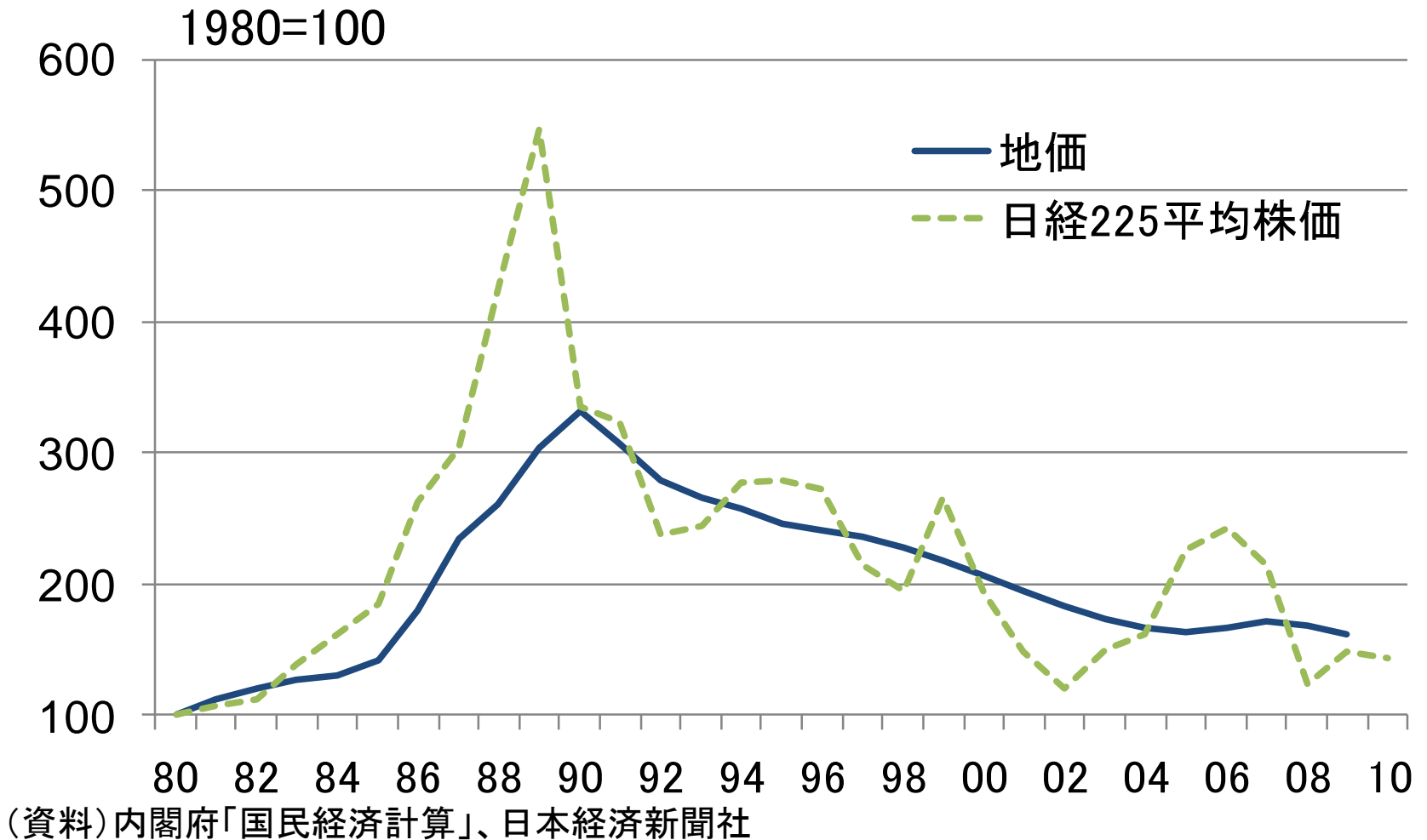


(資料)内閣府「国民経済計算」、内閣府「今週の指標」No.1010

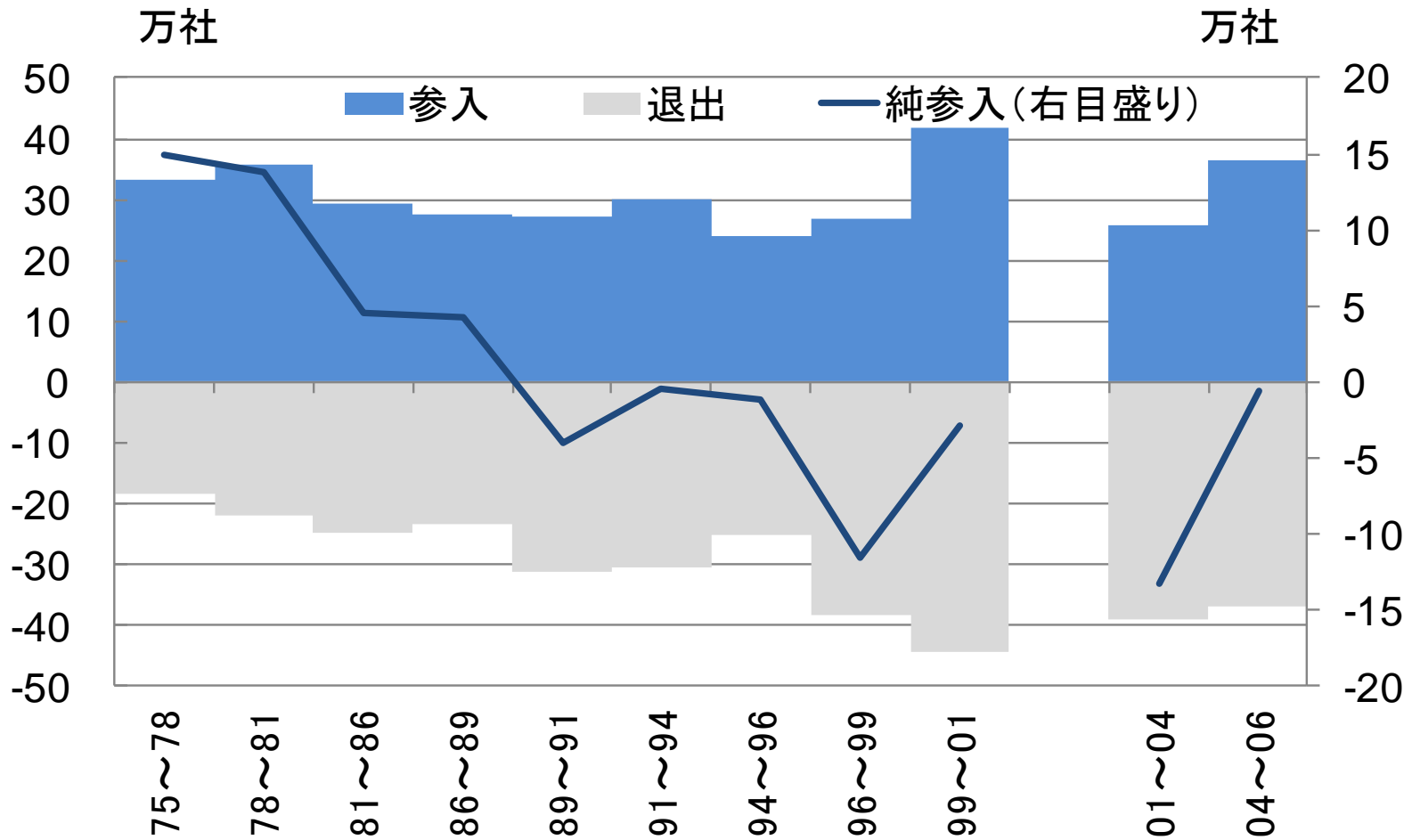
日本の生産性の低下

	Hayashi =Prescott	Kobayashi =Inaba	JIP2011
1961-70	4.86		
1971-80	0.83		1.68
1981-90	1.93	2.06	1.39
1991-2000	0.36	0.35	0.04
2001-2007		0.48	1.13

日本の資産価格の推移

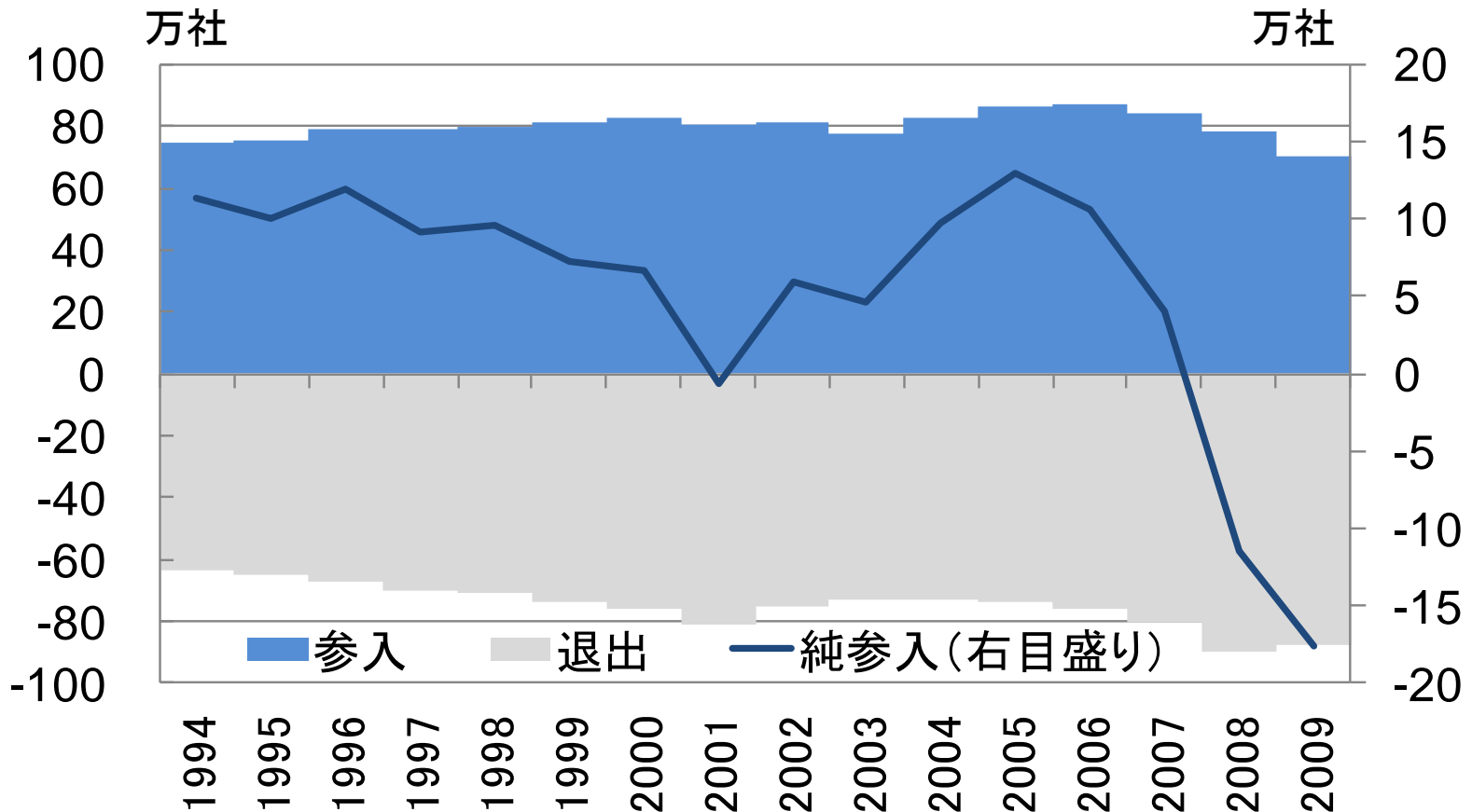


日本企業の参入と退出



(資料)総務省「事業所・企業統計調査」

米国の企業の参入と退出



(資料) U.S. Bureau of Labor Statistics, "Business Employment Dynamics"

バランスシート問題の分析

—なぜバランスシート問題が低生産性と低成長を招くのか

▶ 過去の実例 (Reinhart and Rogoff)

- 世界恐慌では、生産回復に10年。失業率は平均16.9%増加。
 - 生産の落ち込みは4年以上。生産回復まで平均10年。
 - 戦後の危機では生産回復までに4.4年。
 - 大恐慌時：失業率は平均16.9%上昇（米国は3.2%から24.9%に）

▶ Zombie Lending (Caballero, Hoshi, and Kashyap)

- 「追い貸し」によって低生産性企業が存続。
- 高生産性企業が参入できない。

▶ Debt Overhang (Lamont)

- 過剰債務があると、新規借入ができない

バランスシート問題の分析

— なぜバランスシート問題が低生産性と低成長を招くのか

- 借入制約が悪化 ⇒ 必要な運転資本が借りられない
 - 健全企業 vs 過剰債務企業
 - 過剰債務企業は銀行の支配下： 存続する限り D の返済が見込める。

健全企業の借入制約

$$wc \leq f$$

$$f \leq V_L$$

$$wc \leq V_L$$

過剰債務企業の借入制約

$$wc \leq f$$

$$f + D \leq V_L \Rightarrow f \leq V_L - D$$

$$wc \leq V_L - D$$

(wc : 運転資本の借り入れ、 f : 返済可能額、 V_L : 清算価値)

- 過剰債務企業では、運転資本の借入制約が厳しくなる
⇒ 過剰債務企業では、生産性・雇用・生産量が低下。

バランスシート問題の分析

—なぜバランスシート調整が低生産性と低成長を招くのか

- 資源が過剰債務企業に固定され、企業の新規参入が低下、生産性が低迷
 - 厳しい借入制約のため、過剰債務企業が担保資産を死蔵(土地等)
 - 需要不足と担保不足のため、新規参入企業の利潤が減少
 - 新規参入のインセンティブが低下⇒ R&Dが減少⇒ 技術進歩の停滞
 - 内生的経済成長モデル:
過剰債務企業の割合が増加すると生産性の上昇がゼロに

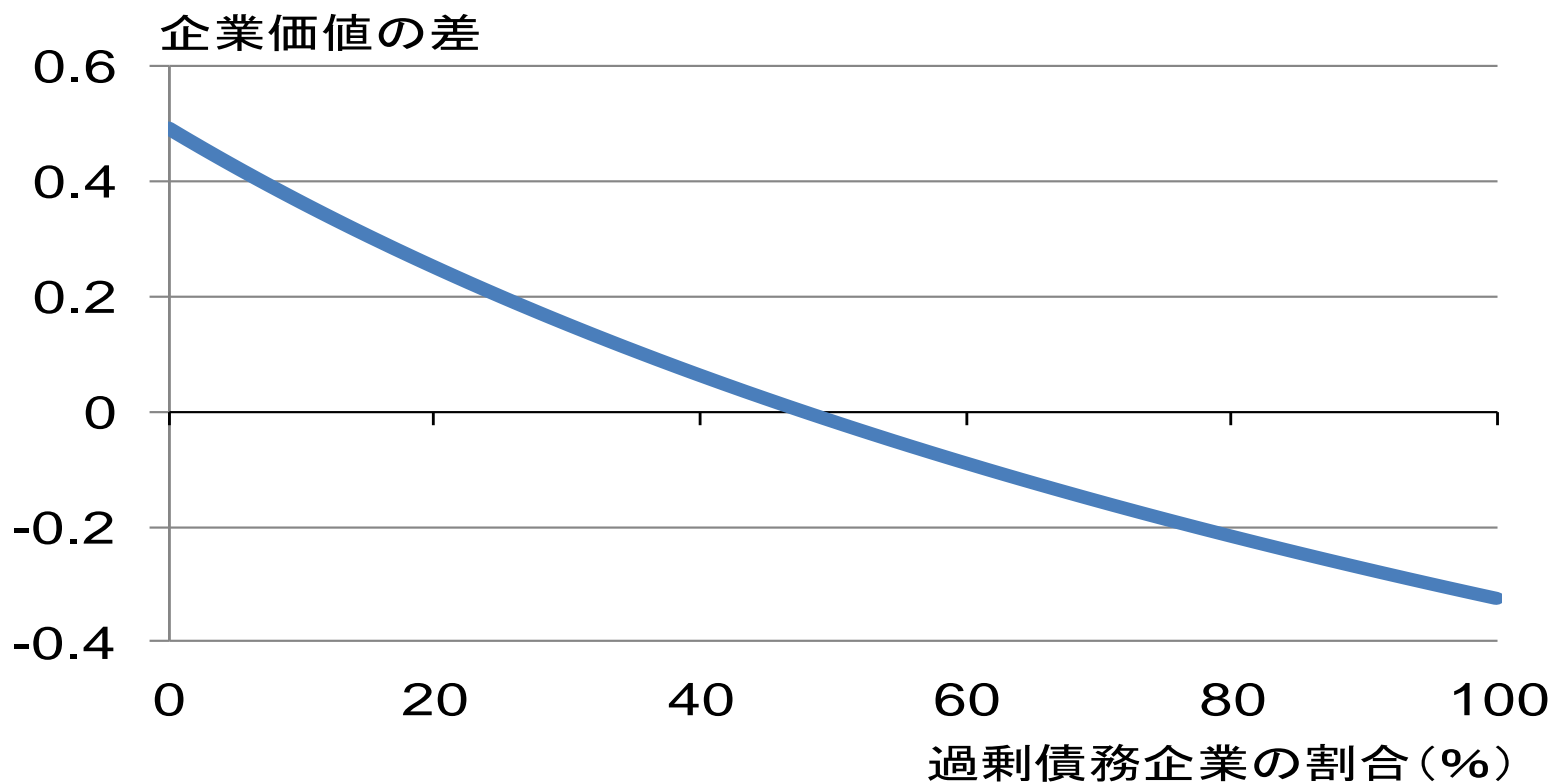
内生的成長モデルの数値例

▶ 過剰債務企業の割合が増加

⇒ 新規参入の利益がマイナスに

⇒ 新規参入がゼロに

⇒ 生産性の上昇がゼロに



バランスシート問題の分析

—なぜバランスシート調整は遅れるのか

- 適正な価額での債務削減(債権放棄)に貸し手と借り手がコミットできる制度が存在しないこと
 - 債権者は適正価格での債権放棄にコミットできない (Lack of Commitment)
 - 借り手は過剰債務状態から抜け出すことができない。
 - 過剰債務状態が長期的に継続

欧州危機の今後

- ▶ 欧州の財政的統合と金融システムのバランスシート調整が必要
 - バランスシート調整は遅れる
 - 経済成長は低迷（突発的なクライシスがなくても）
- ▶ アメリカも同様の問題に直面
 - 欧米はかなり長期的に低成長を余儀なくされる
- ▶ 欧米指導層がバランスシート調整の必要性を強く認識する必要がある

欧州危機の今後

- ▶ 日本は相対的に安定が続くが・・・
- ▶ 潜在的には欧米をはるかに凌ぐ債務問題
 - 当面は円高、低金利の継続
 - 対外投資を拡大して「成熟した債権国」に進化する好機
 - 金融緩和競争（通貨安競争）の激化への対応
 - 金融政策、通貨政策、国債管理を連動した政策構想