

デレバレッジと経済成長

—先進国は日本が過去に歩んだ「長く曲がりくねった道」を辿っていくのか？—

London School of Economics and Political Scienceにおける講演

(アジアリサーチセンター・STICERD共催)

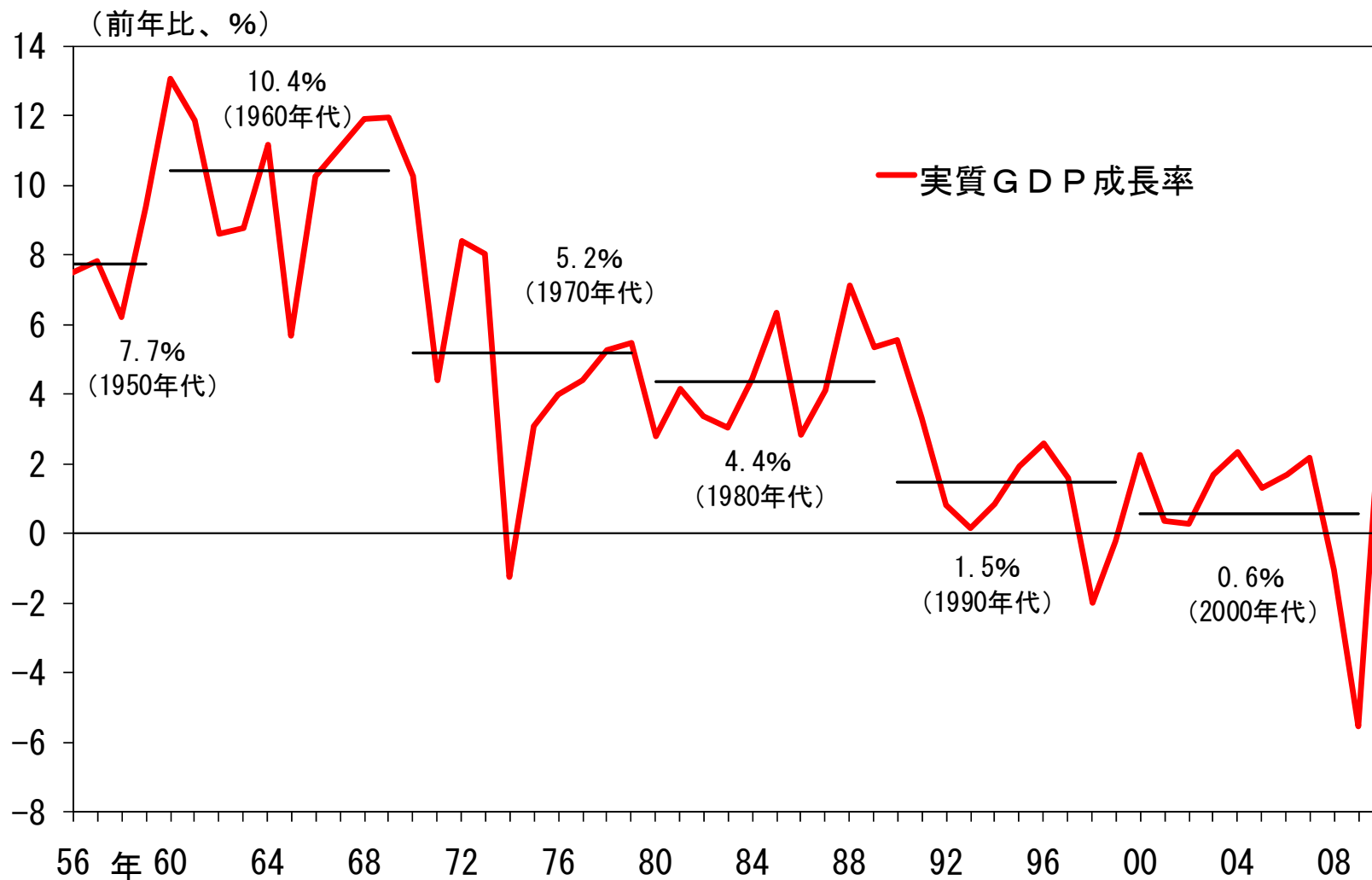
2012年1月10日

日本銀行総裁

白川 方明

図表1

日本の経済成長率の長期推移

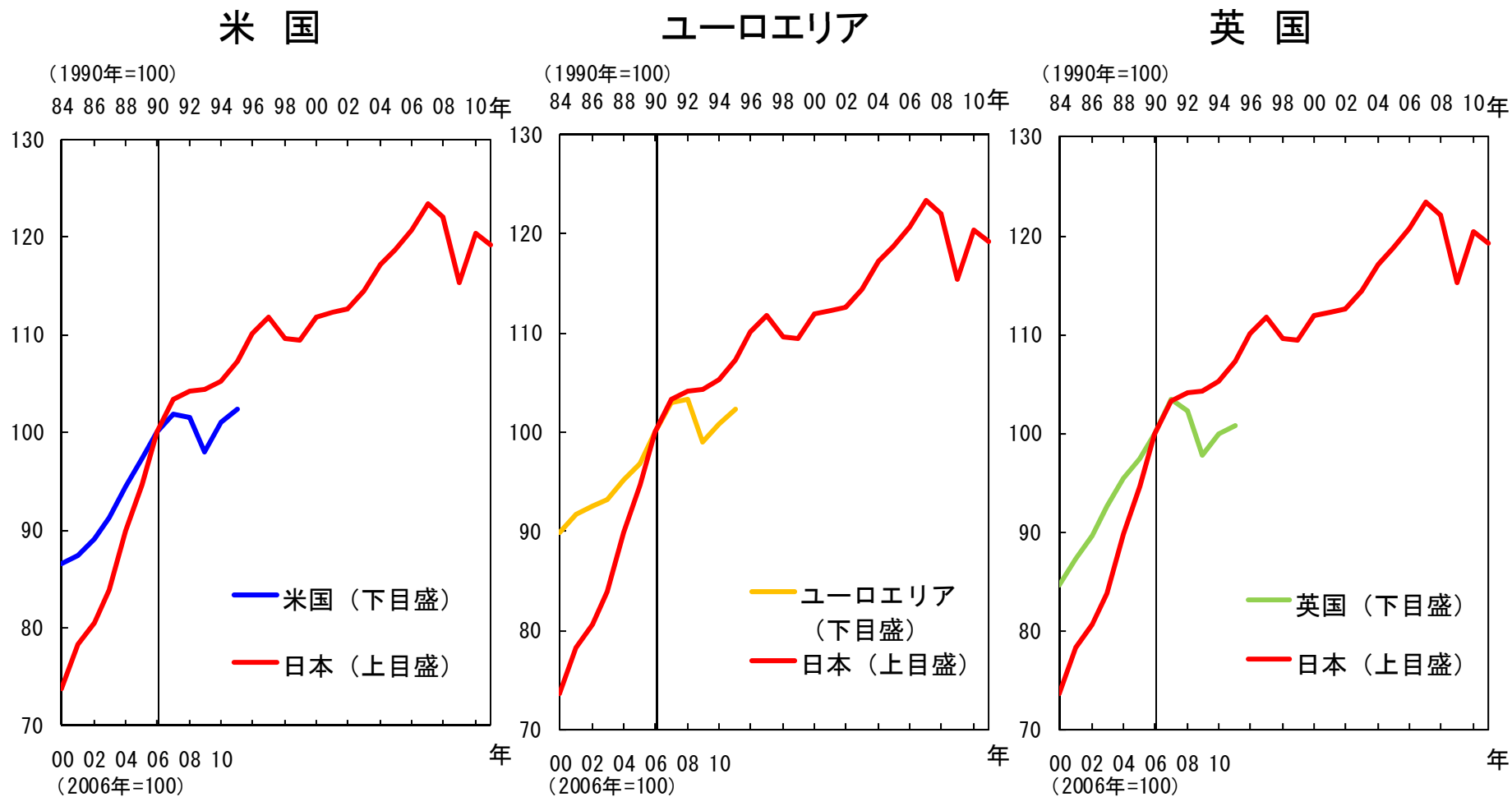


(注)80年までは68SNA、81年以降は93SNAベース。50年代は56～59年の前年比の平均。

(資料)内閣府

図表2

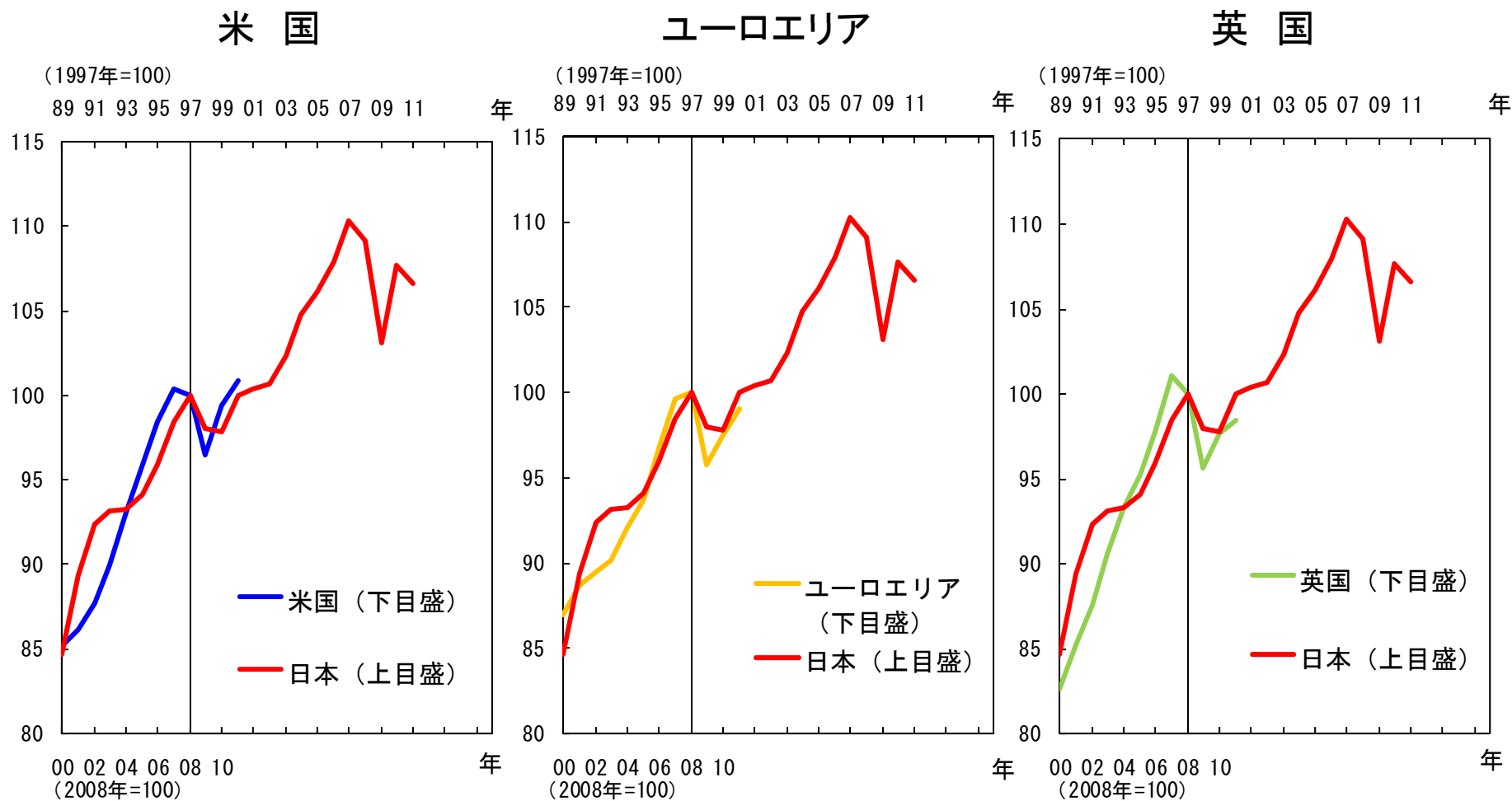
グローバルなバブル崩壊以降の實質GDPの推移: 日本との比較



(資料) ONS、Eurostat、BEA、内閣府

図表3

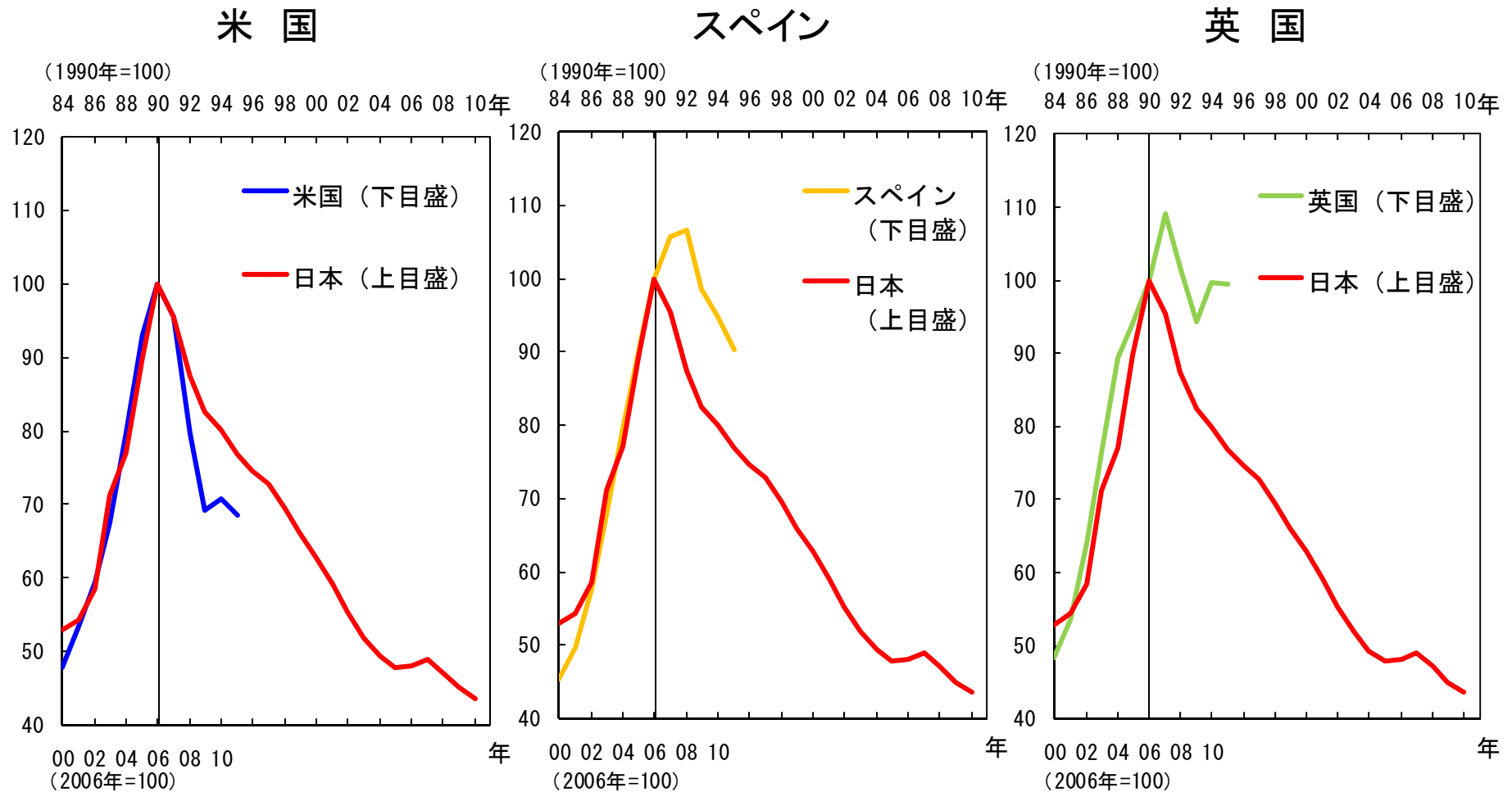
金融危機以降の実質GDPの推移：日本との比較



(資料)ONS、Eurostat、BEA、内閣府

図表4

グローバルなバブル崩壊以降の不動産価格の推移：日本との比較

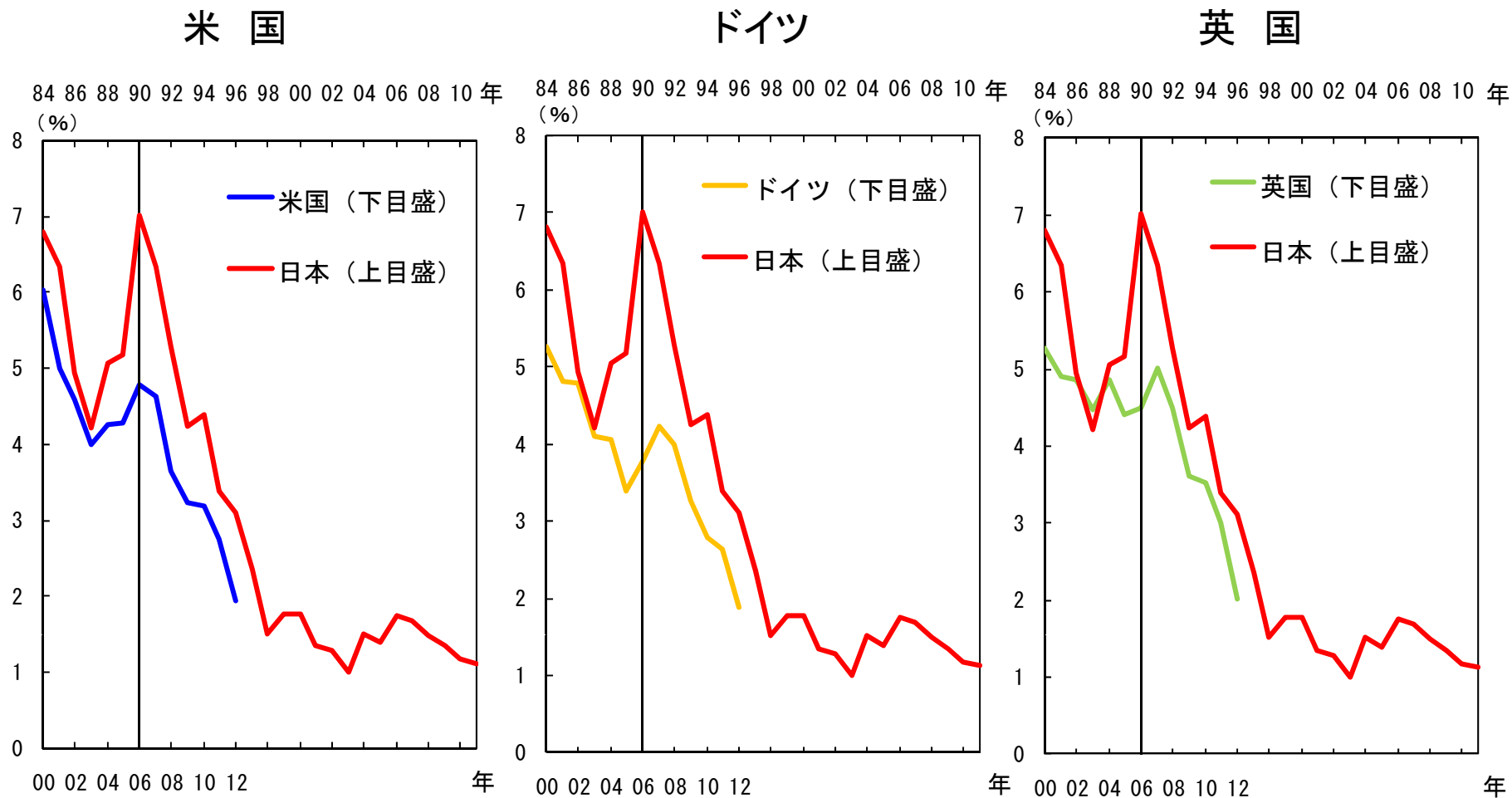


(注) 日本の計数は前年のデータとして使用(例:2011年1月1日→2010年の値とする)。

(資料)Haver、国土交通省

図表5

グローバルなバブル崩壊以降の長期金利の推移：日本との比較

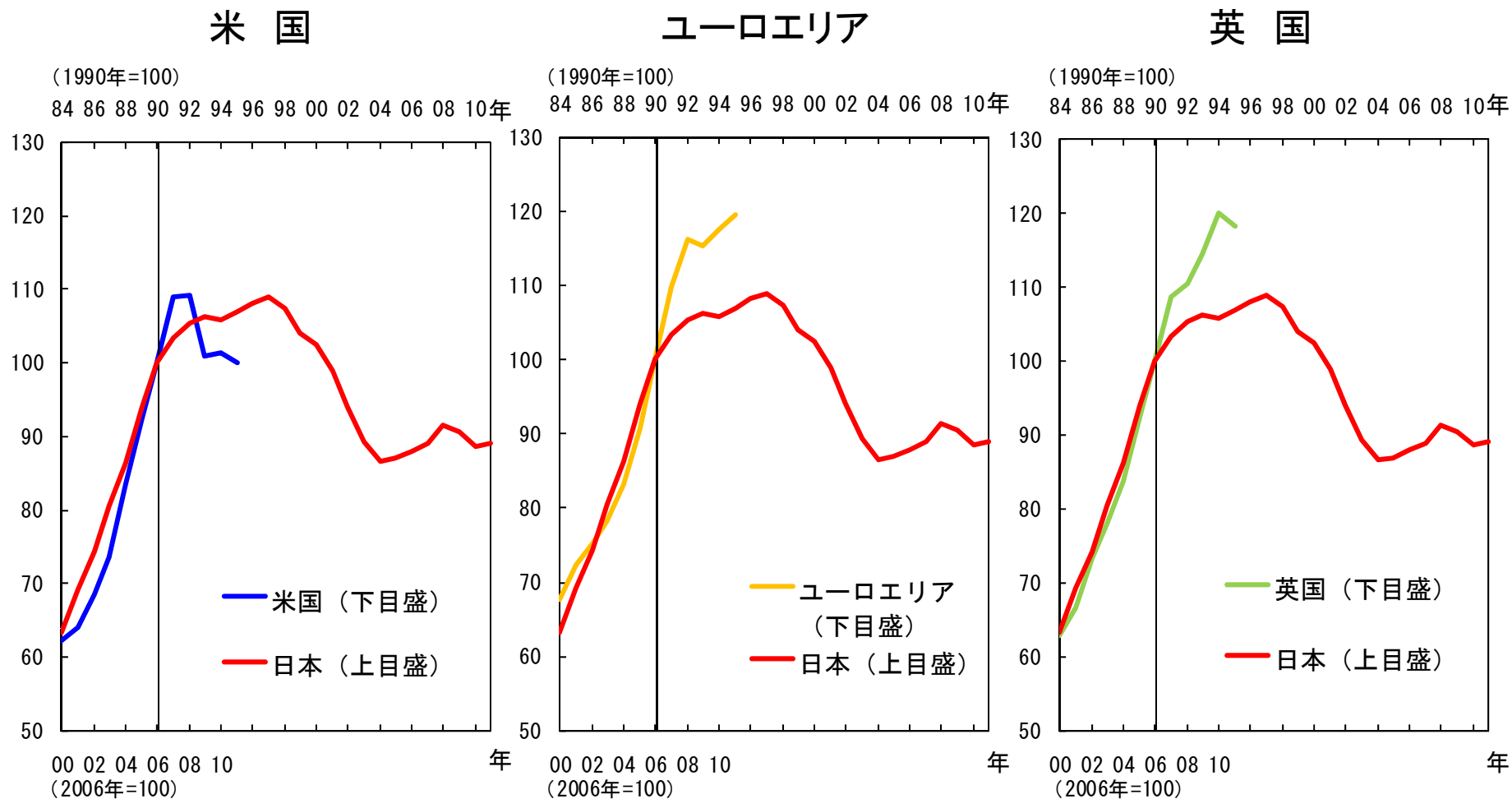


(注) いずれも年平均値(算術平均)。2012年は直近1月9日までの平均値。

(資料)IMF、Bloomberg

図表6

グローバルなバブル崩壊以降の銀行貸出の推移：日本との比較



(注) 国内家計、非金融企業部門向け貸出
(資料) Haver、CEIC、FDIC、日本銀行

図表7

日本銀行は、1990年代後半以降、他の中央銀行に先行して様々な非伝統的政策を採用。

		日本銀行	F R B	E C B	B O E
超低金利		1999年2月 ^(注1)	2008年12月	2009年5月	2009年3月
超低金利継続へのコミットメント		1999年4月 ^(注1)	2011年8月	—	—
量的緩和/信用緩和政策		2001年3月	2008年11月	—	2009年3月
リスク性資産の買入れ	A B S	2003年6月	2008年11月 ^(注2)	—	—
	A B C P	2003年6月	2008年9月 ^(注3)	—	2009年6月
	C P	2008年12月	2008年10月 ^(注4)	—	2009年1月
	社債	2009年1月	—	—	2009年1月
	E T F	2010年10月	—	—	—
	J - R E I T	2010年10月	—	—	—
	金融機関保有株式	2002年10月	—	—	—
	金融機関向け劣後ローン	2009年3月	—	—	—
	エージェンシー債 エージェンシーMBS	—	2008年11月	—	—
	カバードボンド	—	—	2009年5月	—

(注1) 日本銀行がゼロ金利政策とゼロ金利コミットメントを初めて導入した時期。

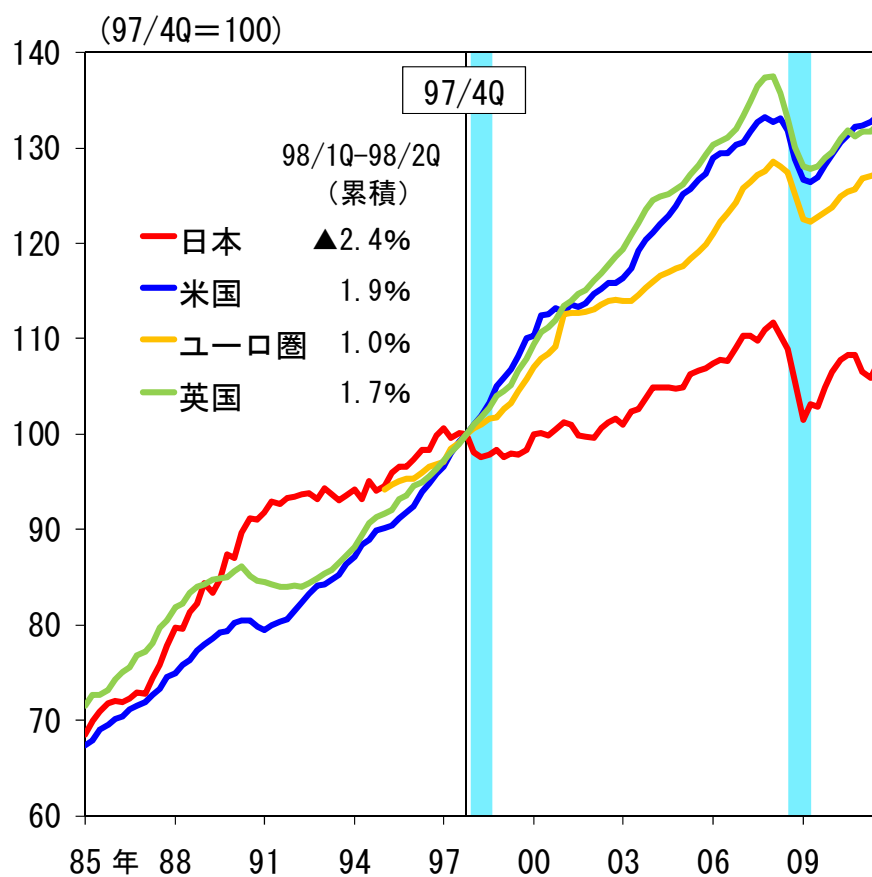
(注2) TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)。ABS等を担保にFRBがノンリコース貸出する制度。実質的にはABS等の買入れ。

(注3) AMLF (ABCP Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)。銀行が買入れたABCPを担保として当該銀行にFRBがノンリコース貸出する制度。実質的にはABCPの買入れ。

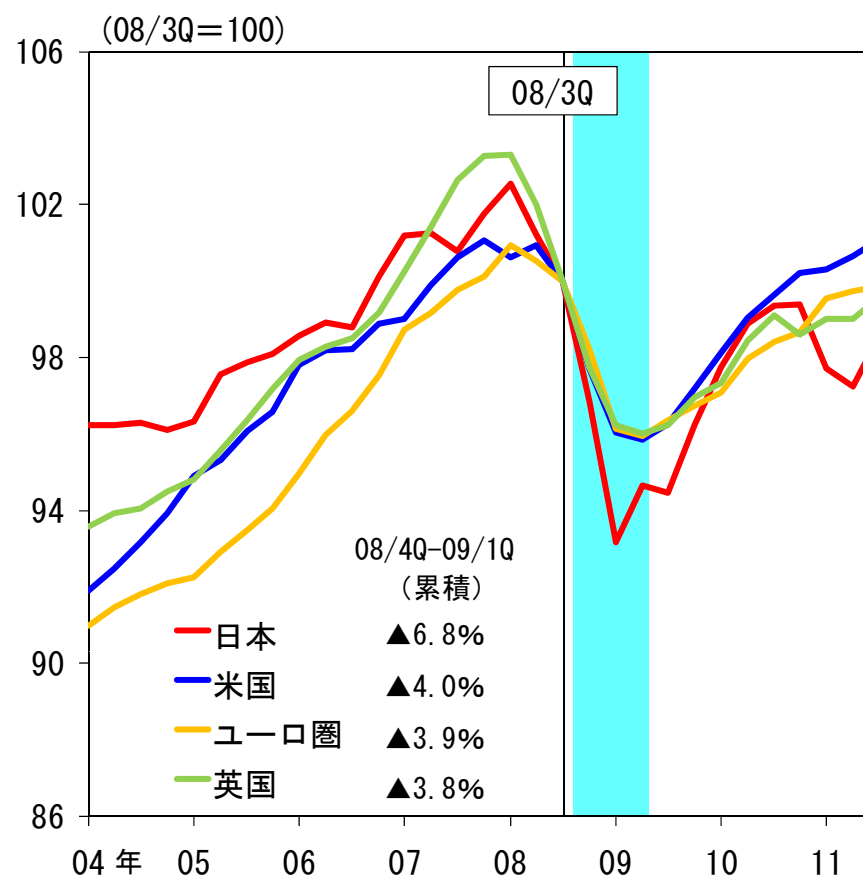
(注4) CPFF (Commercial Paper Funding Facility)。SPVが買入れたCP等を担保として当該SPVにFRBが貸出する制度。実質的にはCP等の買入れ。

日本発のグローバル金融危機は発生しなかった。

日本の金融危機後の実質GDP



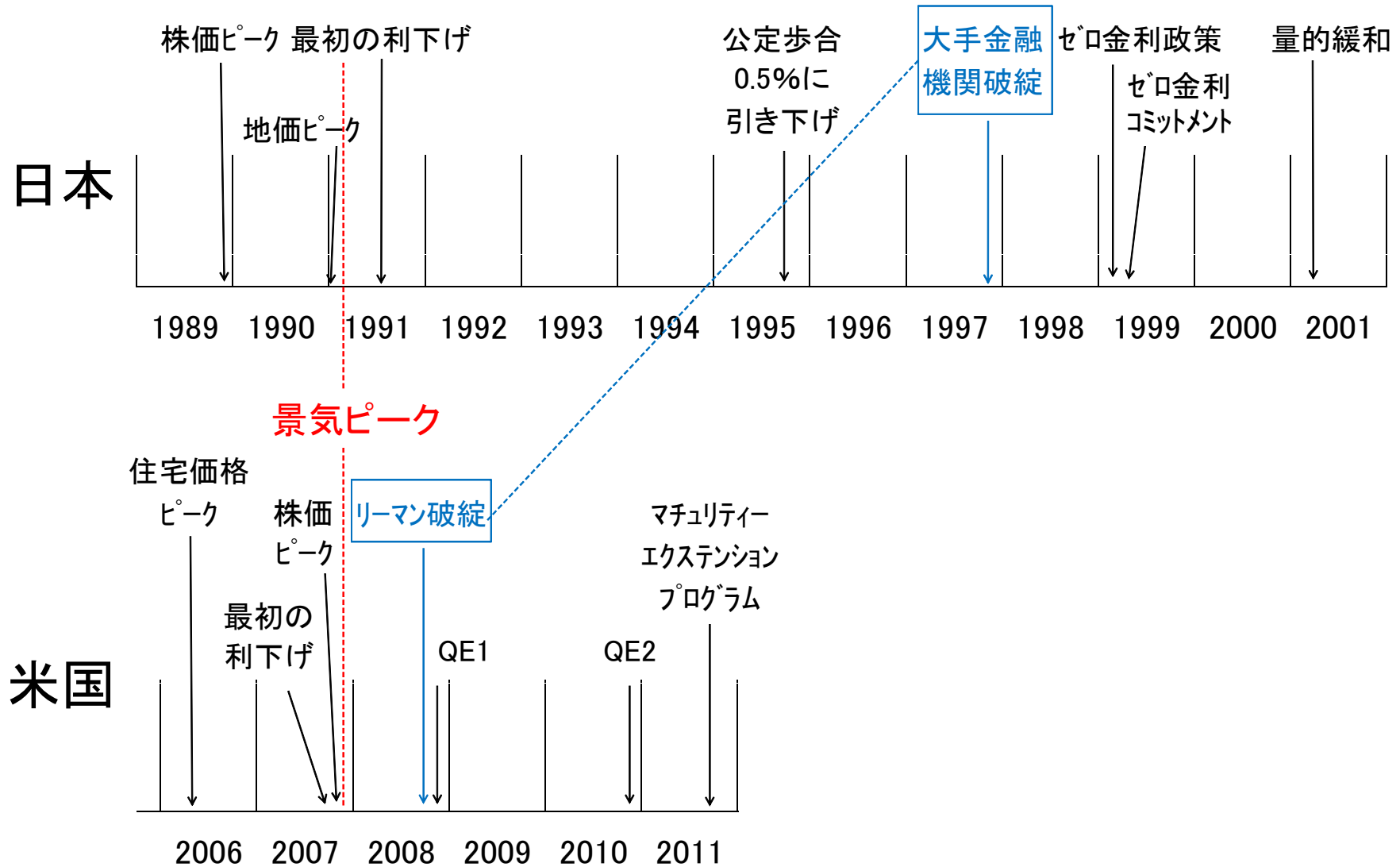
リーマンショック後の実質GDP



(資料) 内閣府、BEA、Eurostat、ONS

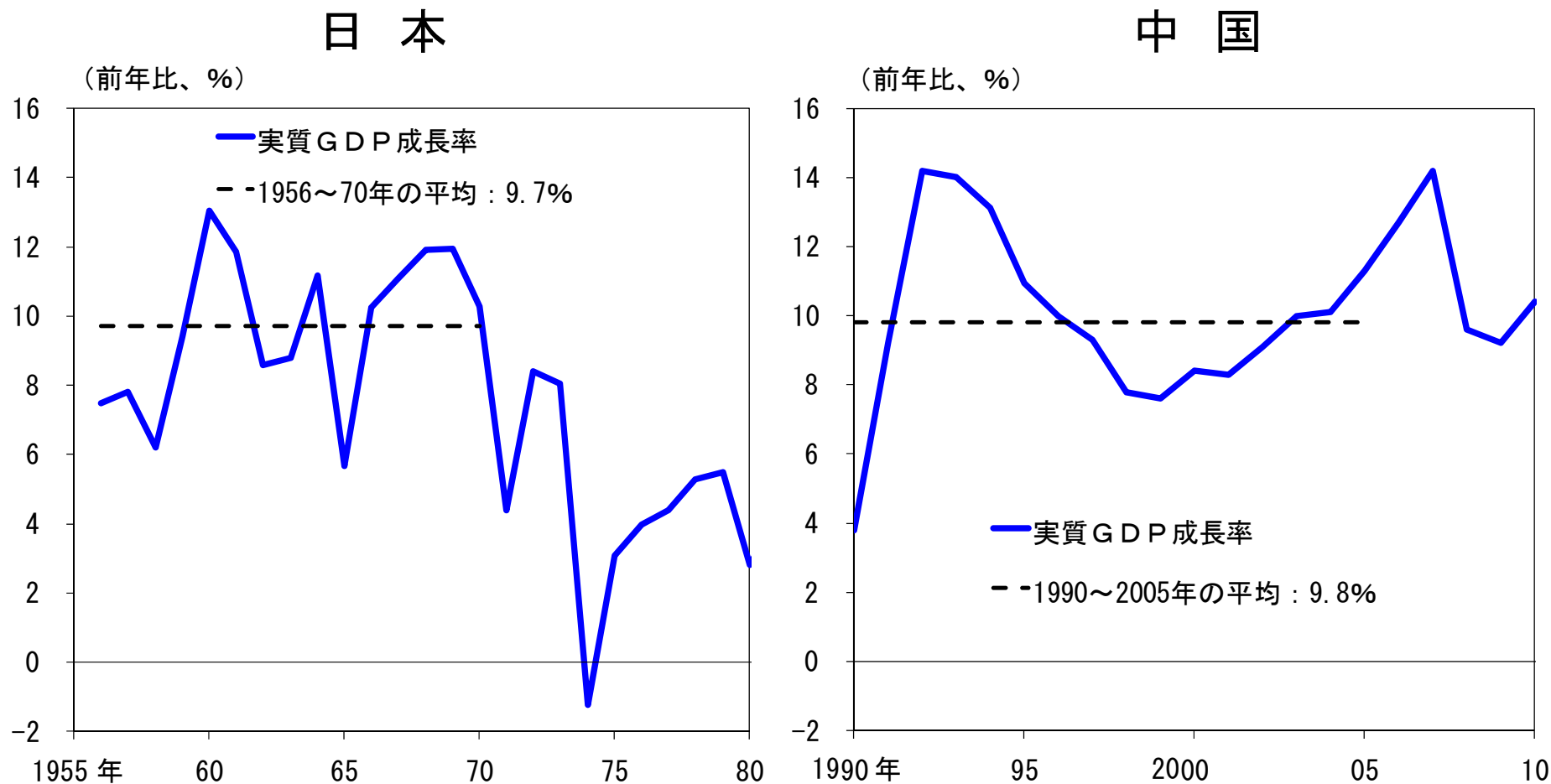
図表9

バブル崩壊から金融危機までの時間的長さ



(注)日本の地価は、公示地価を用いている。

日本の高度成長：中国との比較

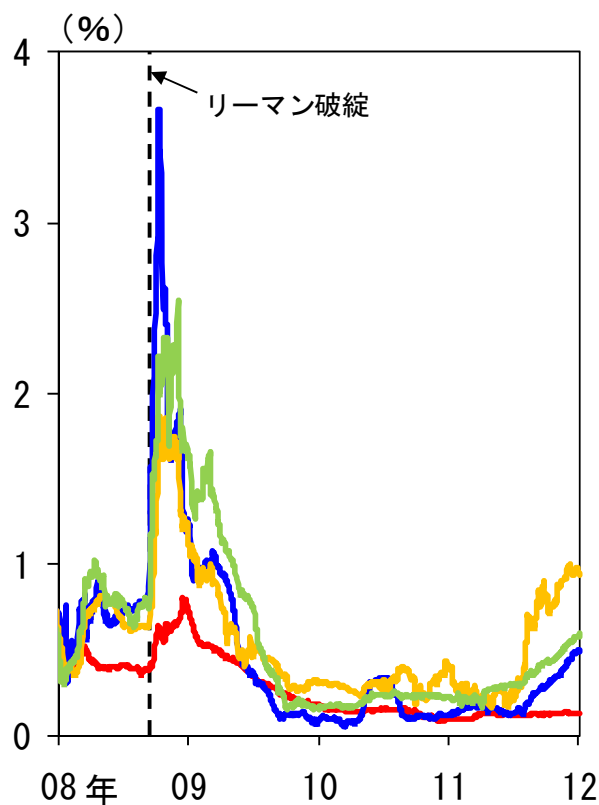


(資料)内閣府、中国国家統計局

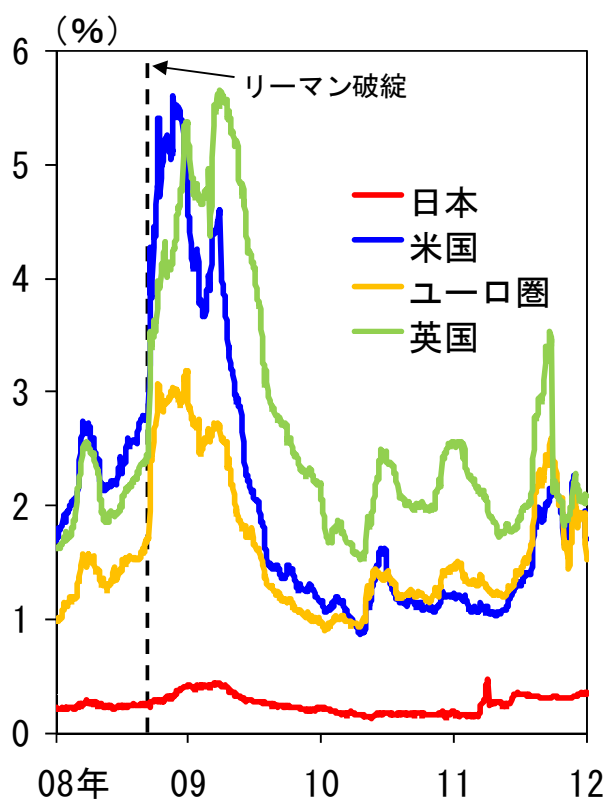
図表11

日本では、欧米と比較すると、金融システム、金融市場の安定が目立っている。

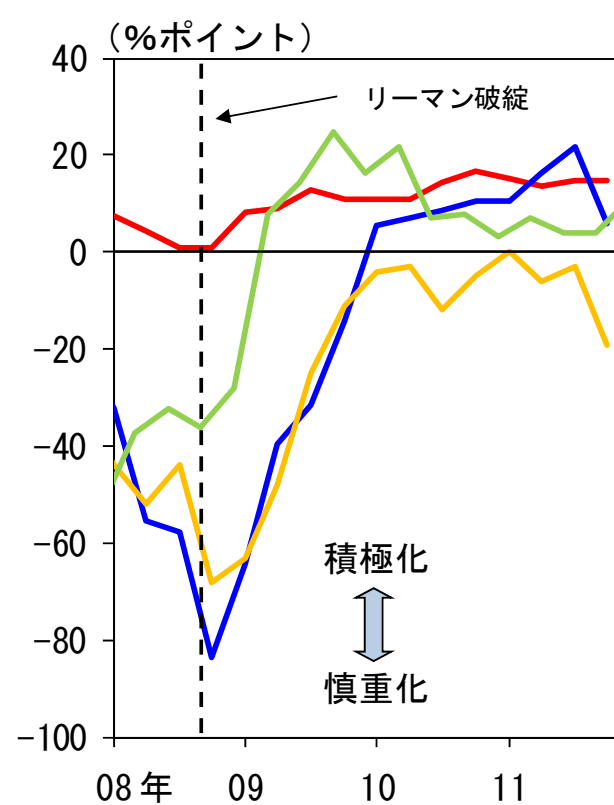
短期金融市場の緊張度



社債の信用スプレッド



金融機関の貸出運営スタンス



(注) 短期金融市場の緊張度=LIBOR3か月物-OISレート3か月物。社債の信用スプレッド=社債流通利回り-国債流通利回り。社債の格付けは全てAA格。
金融機関の貸出運営スタンスは、日本は大企業・中堅企業・中小企業向けの各D.I.の平均。米国は大企業・中堅企業向け、ユーロ圏は大企業向け、英国は全規模向けのD.I.

(資料) Bloomberg、日本証券業協会、日本銀行、FRB、ECB、BOE

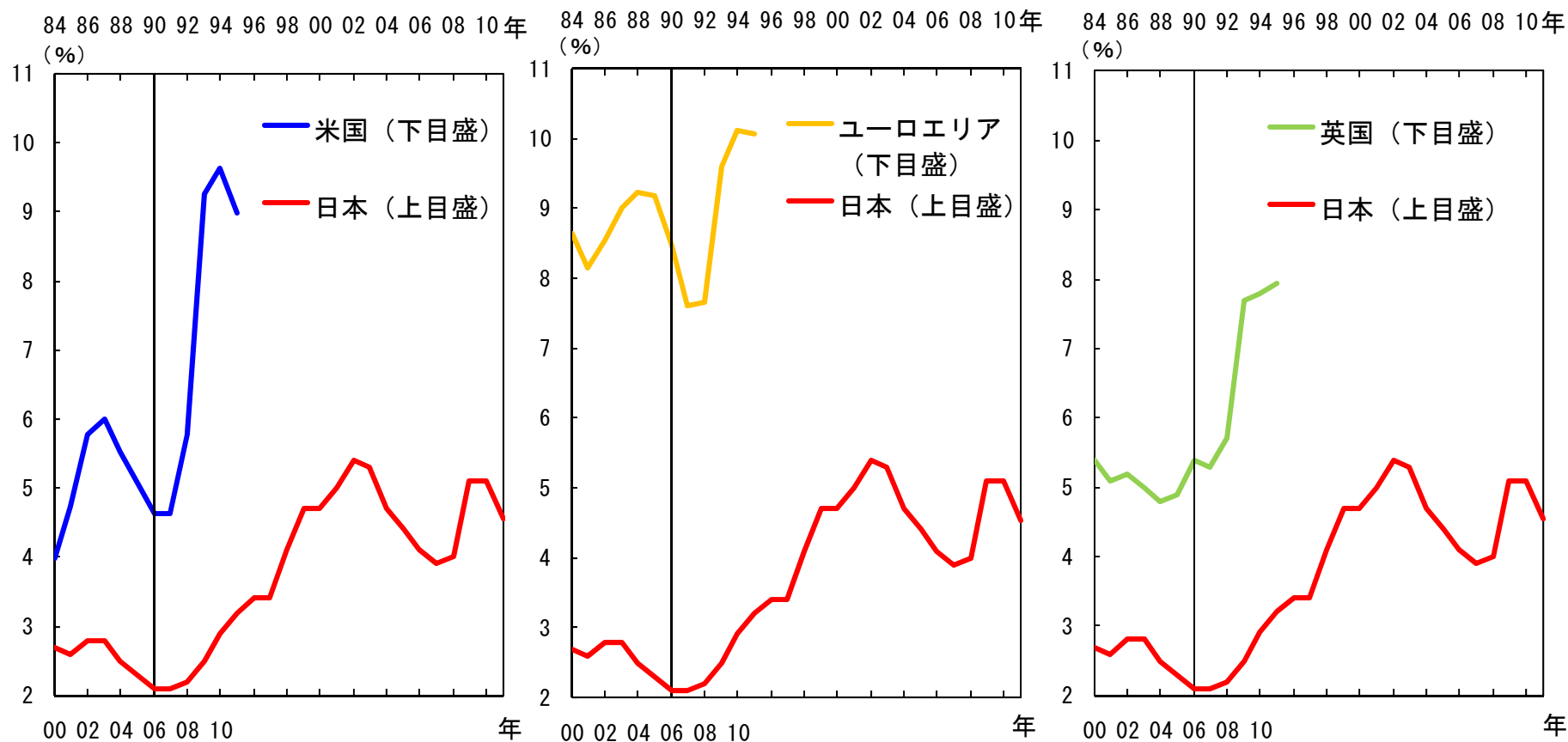
図表12

グローバルなバブル崩壊後の失業率の推移：日本との比較

米 国

ユーロエリア

英 国

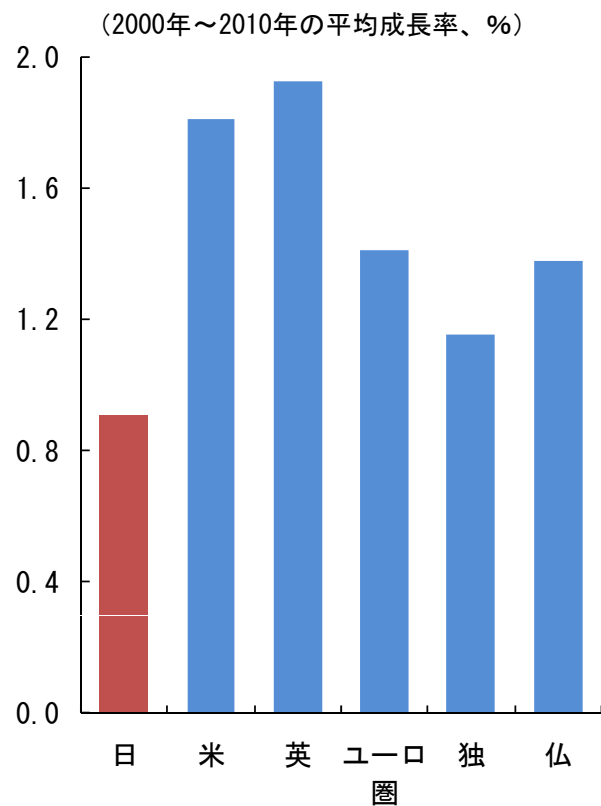


(資料)ONS、Eurostat、BLS、総務省

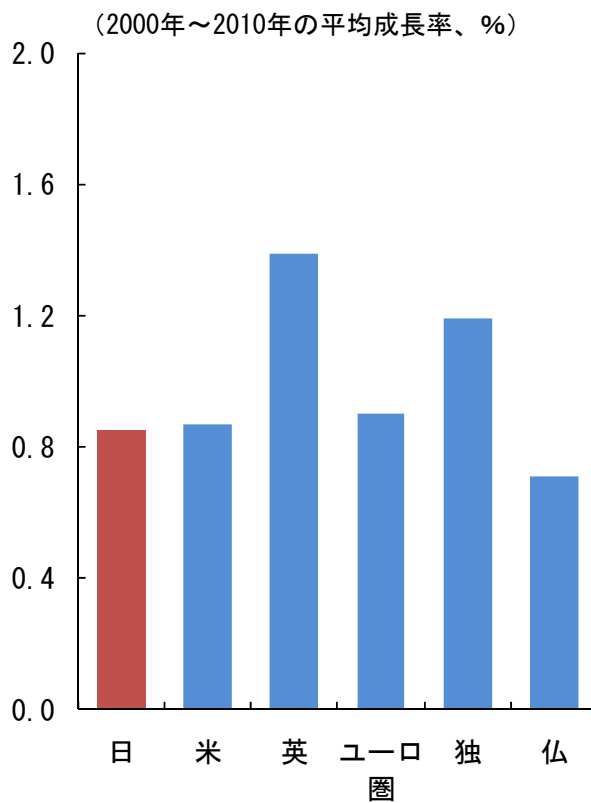
急速な高齢化の影響

—— 実質GDP成長率は日本が最も低い、生産年齢人口一人当たり実質GDP成長率は日本が最も高い。

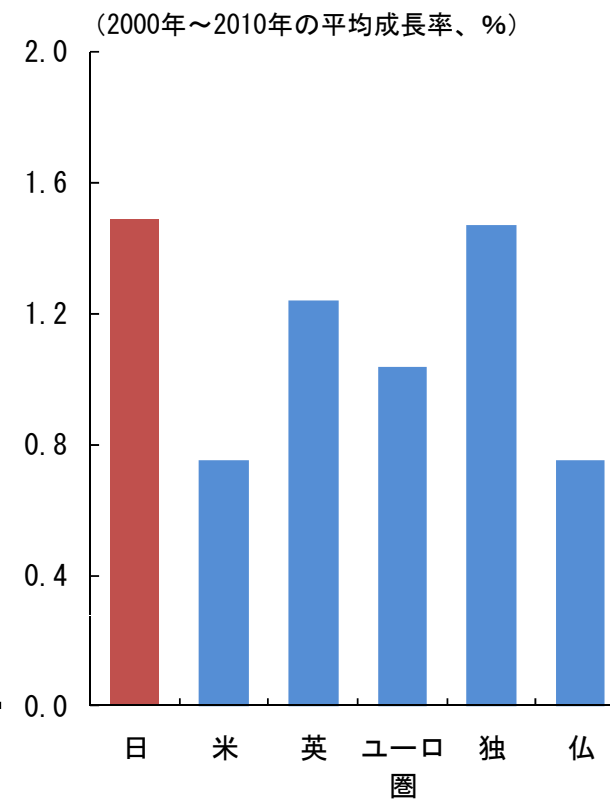
実質GDP成長率



一人当たり実質GDP成長率



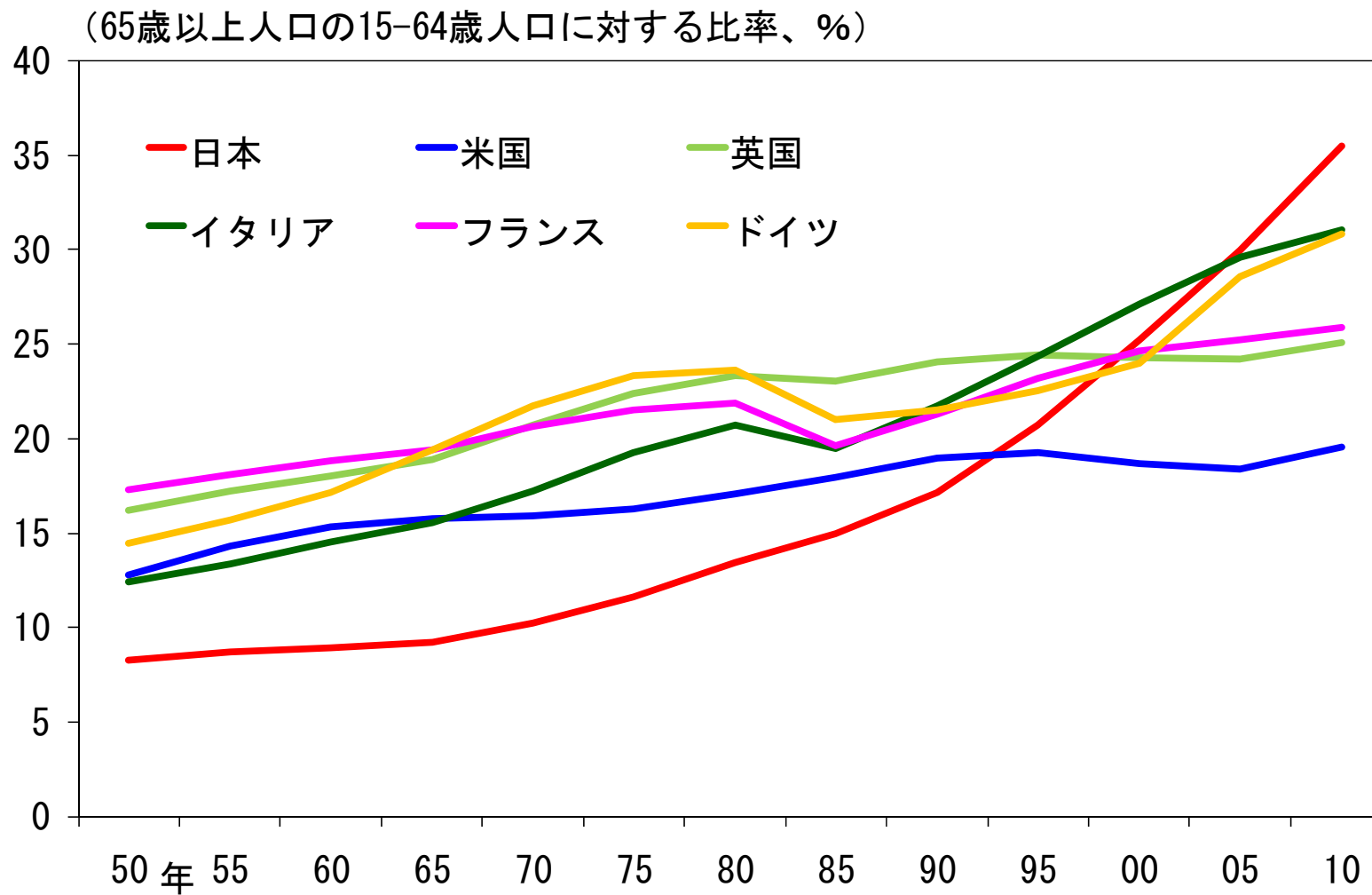
生産年齢人口一人当たり実質GDP成長率



(資料)World Bank、Haver

図表14

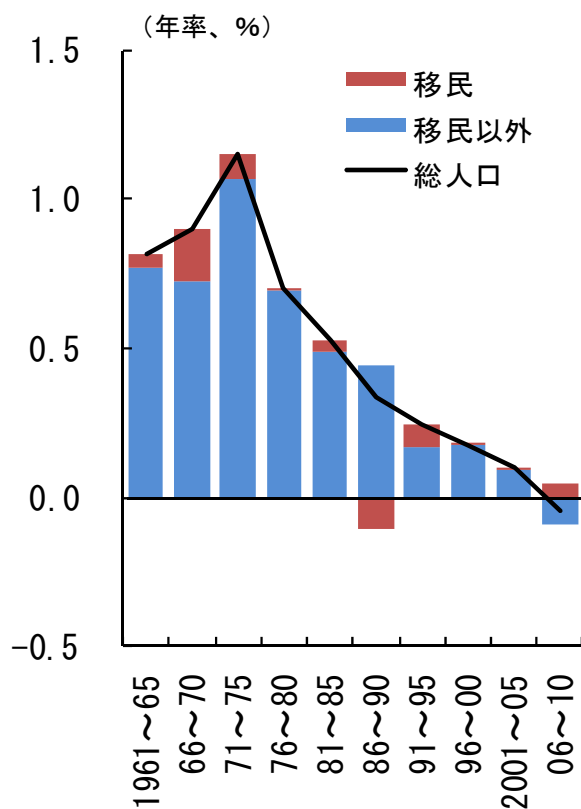
日本は急激な高齢化に直面している。



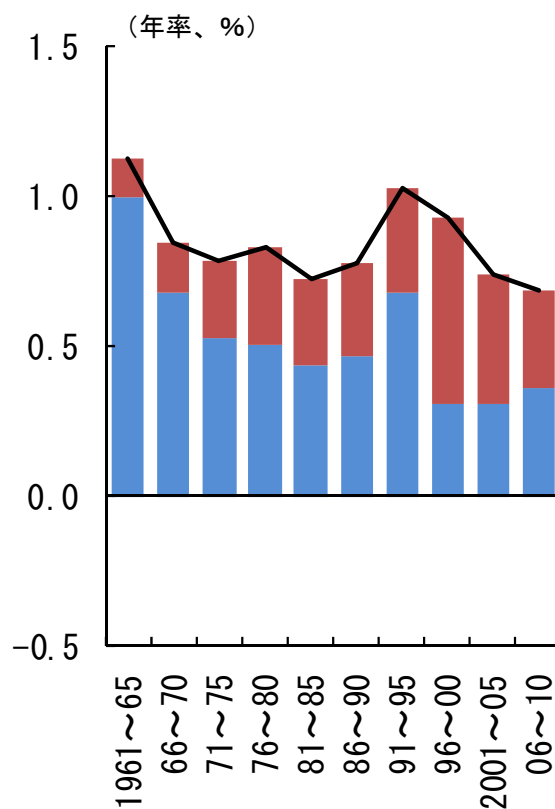
(資料) United Nations

人口増加率

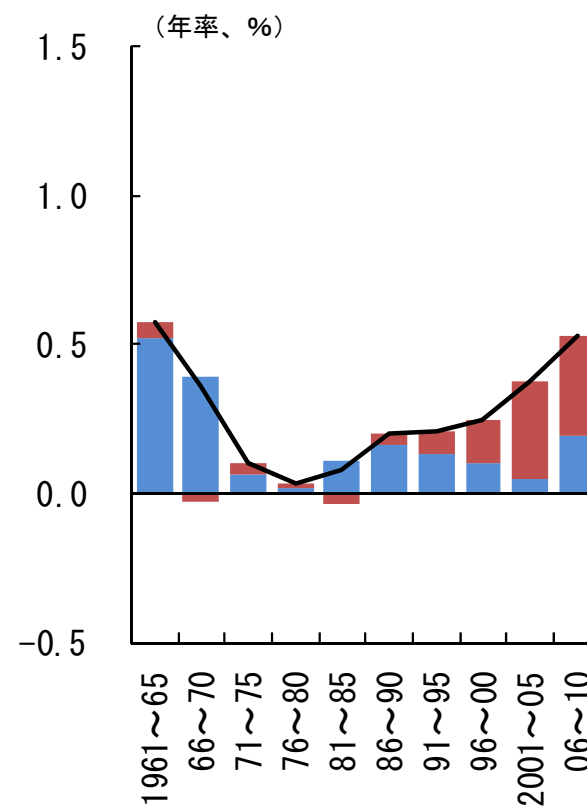
日本



米国



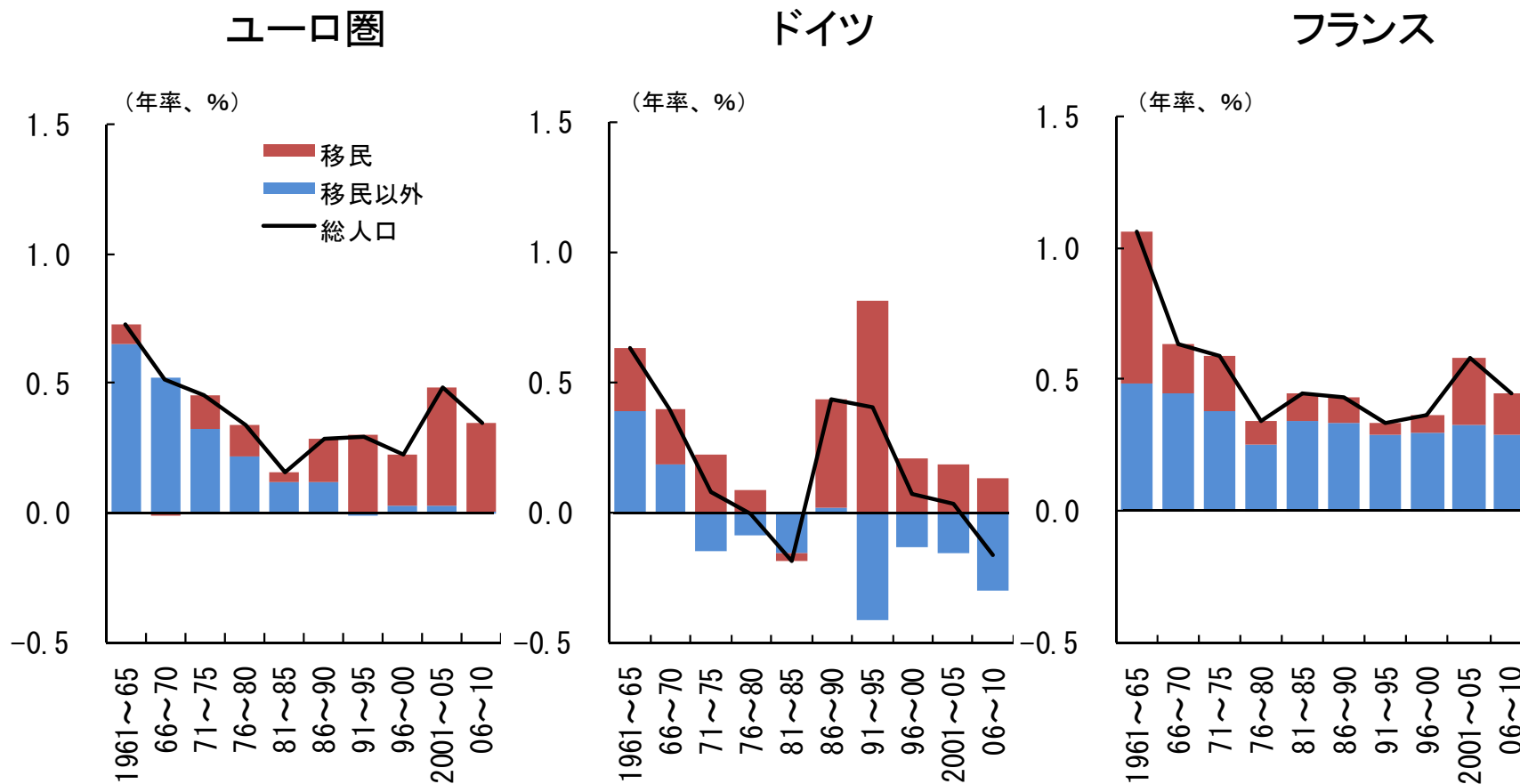
英国



(資料)World Bank

図表16

人口増加率(続き)

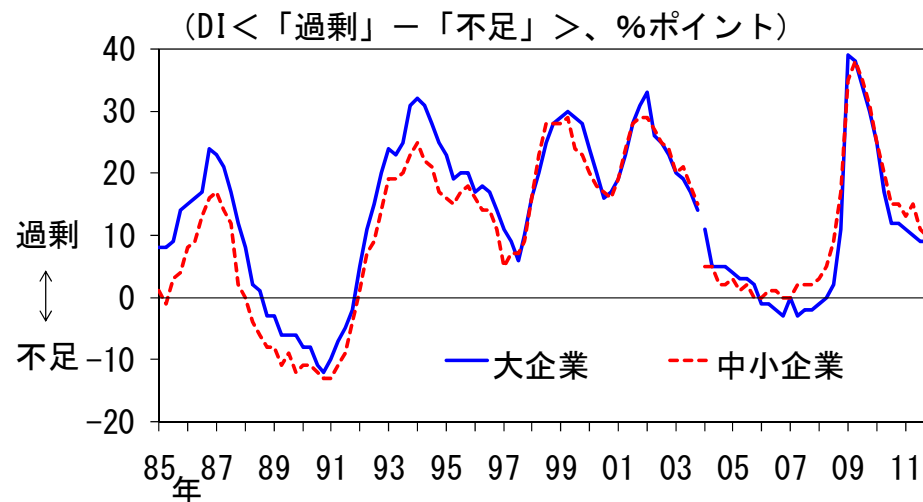


(資料)World Bank

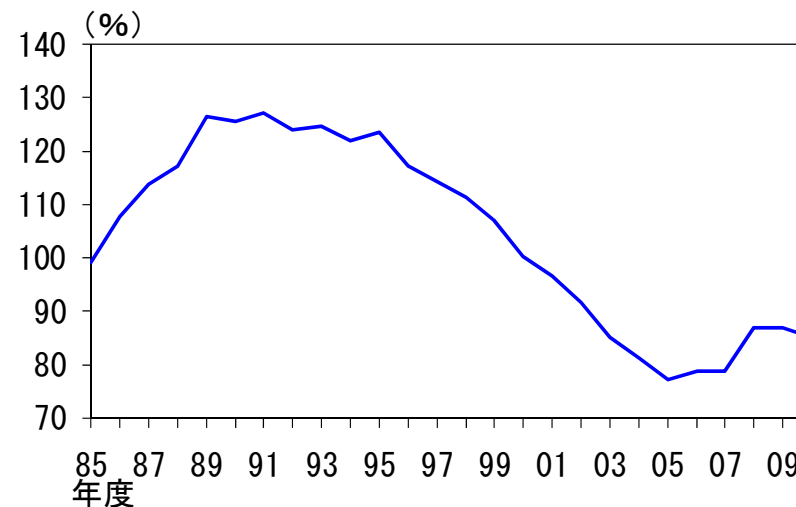
図表17

日本は2000年初頭以降、バブル崩壊後のデレバレッジの影響から徐々に脱していった。

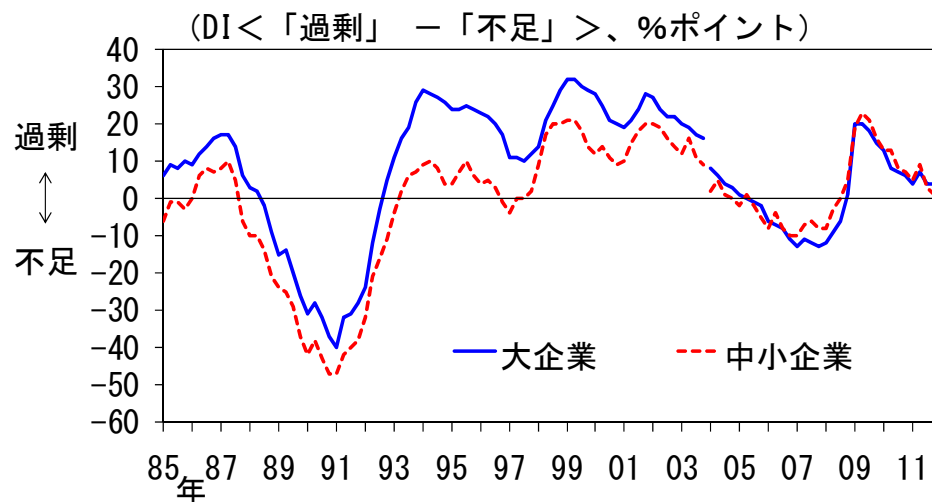
設備DI (注2)



債務/名目GDP比率 (注1)



雇用DI (注2)

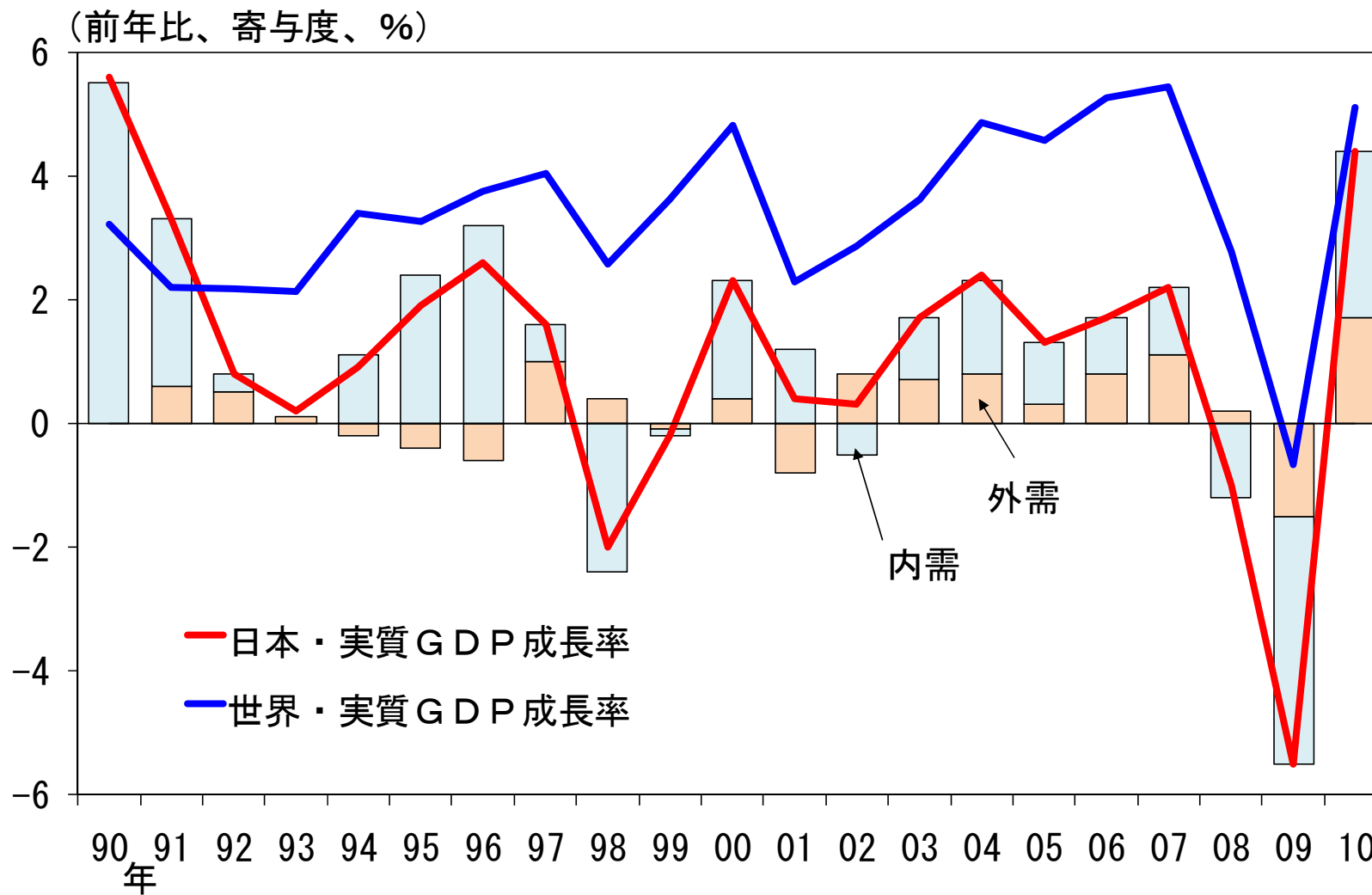


(注1) 債務は、民間非金融機関における借入と株式以外の証券との和。
(注2) 設備DIは、短観の生産・営業用設備判断DI（製造業）。雇用DIは、短観の雇用人員判断DI（全産業）。短観は2004年3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003年12月調査まで。新ベースは2003年12月調査から。

(資料) 内閣府、日本銀行

図表18

2002年以降の日本の景気回復は、海外経済の高成長が後押しとなった。



(資料)内閣府、IMF