

# 世界金融危機後の欧米の政策対応とその評価<sup>1)</sup>

井上裕行

## 1. はじめに

2007年夏以降に顕在化したサブプライム問題を契機として、世界規模での金融システムの混乱が発生し、2008年秋にはリーマン・ショックという形で世界金融危機が深刻化した。その後も2010年春のギリシャの財政危機を発端とするソブリン・リスク問題が発生するなど、世界の金融システムは正常化に向けた動きにはほど遠い状況となっている。

米国、欧州ではマクロ経済政策の様々な手法を用いて金融・財政政策を発動してきたが、実体経済の改善の進捗は遅く、むしろこれまでの経済政策の結果としての中央銀行のバランス・シートの拡大、財政収支の悪化などの弊害が大きくなっている。

これまでの政策対応を時系列で整理すると、特にソブリン・リスク問題発生を境にして各国の経済政策対応に変化がみられ、これが今回の世界金融危機の深刻さと危機から抜け出すことの難しさをあらわしていると言える。

本稿ではこうした視点に立ち、今回の世界金融危機に対応して実施された米国、欧州のマクロ経済政策を整理、評価するとともに、今後の展望を行う。

## 2. 世界金融危機対応のマクロ経済政策

### 2-1 欧米のマクロ経済状況の変化と経済政策対応の流れ

#### (1) サブプライム・ローン問題を発端とするリーマン・ショックの発生（2007年～2009年春頃）

##### 信用不安により深刻化した金融市場の混乱と急激な景気悪化

すでに2007年春に中国株式市場で株価急落の動きが発生した際に世界の金融市場に混乱の兆しがみられた。しかし、その時点では米国のサブプライム・ローン問題の深刻化とそれが世界の金融市場に与える影響についてそれほど強い懸念が市場関係者の間で共有されていなかった。

こうした懸念が現実問題として表れたのは2007年8月から始まった欧州における金融市場の混乱だった。フランスの大手金融機関であるBNPパリバの傘下のファンドが保有する

## 世界金融危機後の欧米の政策対応とその評価

サブプライム・ローン関連の証券化商品に関する評価損の懸念などから欧州の金融市場で混乱が発生し、銀行間の資金調達が途絶するほどの危険性が高まった。

これに対して欧州中央銀行（ECB）は金融市場の機能を確保するために大量の資金供給を行うなどの緊急措置を行ったので、金融市場の機能が停止するような危機的な状況状態はかろうじて回避することができた。しかし、金融機関が抱え込んだ証券化商品の損失については市場でも様々な憶測が広がるままで、問題の根本的な解決は先送りされたままの状況が続いた。

こうした証券化商品の問題はサブプライム・ローンを組成した米国の金融機関にも跳ね返る形となり、欧米の金融機関の破綻も相次いだ。

世界的な金融危機が最も深刻化したのは2008年9月の米国のリーマン証券の破綻であり、これはリーマン・ショックとして金融部門のみならず世界的に実体経済を大きく押し下げる深刻な事態を引き起こした。

### リーマン・ショック対応のマクロ経済政策発動

このような世界的な金融の混乱状況は100年に一度の大規模な金融危機という位置づけを受け、各国では異例の規模での強力な政策対応が実施された。

#### 【非伝統的な手法を含む金融緩和政策】

米国、欧州では強力な金融緩和措置が発動されたが、リーマン・ショック直後までの政策当局の最も強い関心は金融システムの機能維持にあった。これは金融機関側からみれば個別金融機関の救済措置ともいえる対応であり、実際の政策手段としては、不良債権の買い取り、公的資金を活用した資本注入などが発動された。この段階では金融機関の経営危機、それがもたらす金融システムの機能不全などに、政策当局は強い懸念を共有しており、金融システムの混乱が引き起こすマクロ経済面での実体的な景気後退の動きまでは的確に把握出来るような状態ではなかったと考えられる。

当然、金融緩和の一環として金利引き下げは実施されたものの、短期間でゼロ金利まで引き下げられてしまったので、それ以降は政策金利の管理を通じてマクロ経済的な金融政策の効果をもたらすような通常の金融政策の経路は完全に閉ざされた形となり、それに変わって発動されたのが非伝統的な金融政策として分類される各種の量的金融緩和策であった。

量的金融緩和政策は、米国連邦準備制度（Fed）や欧州中央銀行（ECB）が市場に大量の資金を供給することで、市場における資金需要に応じて金融機関が企業向けや家計向けの貸出を増加させることが可能となり、こうした資金循環の増加が経済の活性化を促進することを目的としていた。しかしながら、非伝統的な金融緩和政策は、実際には資金調達が困難に状況に陥った民間金融機関の資金繰りを支援する目的で、そうした金融機関が保有する住宅

ローン担保証券（MBS）や国債を Fed や ECB が買い入れることに利用されたので、結果的には金融機関救済目的に利用された面が強い。

### 【異例の規模となった拡張的な財政刺激政策】

世界的に金融機関の金融仲介機能が急激に低下することによって実体経済も不振に陥り、これを克服するために各国では財政政策を活用する大規模な需要拡大施策が実施された。金融危機による家計の消費の冷え込みと企業の投資の落ち込みを埋め合わせるために、家計や企業に対して大規模減税が実施された。また、家計が将来の雇用不安から消費を抑えて貯蓄を行うことで需要全体が落ち込むことを懸念し、雇用維持のための企業向けの補助金も実施された。

### （2）2009 年以降の急速な景気回復（2009 年春～2010 年春頃）

リーマン・ショックにより深刻化した世界金融危機の影響は、株価暴落や金利上昇などを通じて実体経済にも及んだ。世界的な輸出の急速な収縮が引き金となり、各国はマイナス成長に陥るとともに失業率も急増した。

これに対して米国、欧州では非伝統的な金融政策の発動も含めてかつて無いほど大規模なマクロ経済政策による景気刺激が実施された。さらに、金融市場の混乱に起因する急激な経済活動水準の落ち込みに対する短期的な反動とも言える動きもあり、統計データ上は各国で急速な景気回復が実現した。生産面での落ち込みは急回復を見せるとともに、金融市場の混乱も急速に復元した。

こうした短期的な実体経済の回復の動きは政策担当者の自信回復にもつながり、2009 年秋頃にはすでに出口戦略の議論も聞かれるようになった。これは、それまで発動された経済政策が緊急事態対応のために副作用も大きいと考えられたことから、できるだけ早い時期に政策を通常状態に戻すべきであるという考え方であった。ただし、それまで発動された政策の規模を考えると正常化には相当の時間がかかることが予測されたし、政策の方向転換自体が実体経済にとって好ましくない影響を与えるという懸念も共有されていた。

### （3）ギリシャ財政危機以降の再度の世界金融市場混乱と景気の悪化（2010 年春～）

#### ギリシャの財政危機問題を契機とするソブリン・リスク問題

こうした楽観的な雰囲気を取り壊し、世界金融危機の長期化の可能性、政策対応の難しさを改めて認識させる契機となったのが、2010 年春のギリシャ財政危機の発生である。

世界各国では金融危機対応で異例の規模の財政発動を行っており、急激な財政赤字の拡大を抱え込んだ形となっていた。さらに非伝統的な金融政策の発動により中央銀行が抱え込ん

だ不良債権の評価損、中長期国債などの最終処理として、税金の投入の可能性も懸念される状況にあった。

こうした中で、小国とは言えユーロシステムの中に組み込まれていたギリシャが、自国ではどうも処理しきれないほどの財政赤字を抱え込んでおり、これに対してユーロ・システムとして有効な対応措置が欠如していることが明らかになったことは、統一通貨としてのユーロにとっても深刻な問題として浮かび上がった。

### ソブリン・リスク問題のユーロ圏内への波及

ギリシャ発のソブリン・リスク問題はギリシャ一国にとどまらず、ユーロ圏内の金融システムを通じて、財政的な基盤が脆弱とみられるアイルランド、アイスランド、ポルトガル、スペインなどの金融市場の混乱にもつながった。この動きは南欧諸国全体に波及し、ユーロ圏内で大きな経済規模を有するイタリアの金融市場の混乱までも引き起こす事態となった。

欧州地域では、ギリシャのソブリン・リスク問題は、局地的な財政問題、経済不均衡問題にとどまらず、統一通貨システムとしてのユーロの存亡に関わる問題となる可能性がでてくるなど、世界金融危機は新たな局面に突入したと言える。

### 欧州の金融危機再燃の米国経済への影響

米国はユーロ危機問題には直接関係する立場にはないか、この問題をきっかけに欧州地域で再び経済的な混乱が広がり、需要の落ち込みや失業の高まりが発生したことで、米国内でも追加的な政策対応をとる必要に迫られることになった。

それまでのマクロ経済環境の改善を受けて2010年春には米国でも出口戦略について議論が高まる動きが見られたが、ギリシャ危機の顕在化以降はより強力なマクロ経済刺激政策の実施が求められるようになり、特に金融政策では量的金融緩和について追加的な政策発動が相次ぎ、大規模な中長期国債の購入が実施された。一方、財政面ではそれまで実施された景気刺激策の効果が一巡する中で、急激に悪化した財政状況を踏まえるとそれ以上の財政刺激策が困難となった。むしろ拡大しすぎた財政赤字の規模は政治的な論争の的として問題視されるようになり、財政赤字の法定上限の引き上げは政治的な交渉材料として利用され、これが混乱を増幅する場面がくり返された。

## 2-2 世界金融危機に対するマクロ経済政策対応の意図と結果

2007年から顕在化した世界的な金融市場の混乱に対して実施された政策対応をみると、2010年春のソブリン・リスク問題の顕在化を境とした政策目的の変化に注目する必要がある。サブプライム・ローン問題から発展してリーマン・ショックに至った時期には、個別金融機関の破綻を防止することにより機能不全状況に陥った金融システムをなんとかして維持

することが最重要な政策目的とされていた。ソブリン・リスク問題の顕在化以降は、それまでに実施されたマクロ経済政策のコストが中央銀行のバランス・シートの拡大と財政収支の悪化に累積する形となり、身動きがとれない中で問題解決の先送りを続けている状態に陥っている。

### (1) 世界金融危機発生当初の政策対応 (2007年～2010年春頃)——最重要課題となった金融システム維持

世界的な金融システムに動揺が発生し、リーマン・ショックによる深刻な危機に陥った時期の政策目標は明確で、まずは金融システムの機能を維持させることを目指したものであった。そのためには、個別金融機関の破綻を防止するために不良債権の買い取りや公的資金を用いた資本注入などが行われるとともに、信用不安による銀行間取引の消滅を防止するため中央銀行は金融市場へ潤沢な資金供給を行った。

金融市場の混乱は実体経済にも悪影響をもたらし、需要の急減による生産水準の低下、失業の増加という問題が深刻化した。これに対しては、金融政策としては政策金利の引き下げだけでは対応しきれず、量的金融緩和も実施した。ただしゼロ金利や量的金融緩和も含む非伝統的な金融緩和措置は実際には金融機関救済のために実施された面が強く、どこまで意図的に実体経済面での需要回復を目指して実施されたかについては疑問が残る。むしろ短期的に需要拡大効果を明確に意図して実施されたのは、各種の支出拡大措置を伴う財政政策であった。家計や企業のマインド悪化を阻止するとともに、消費の落ち込みを食い止める政策としては、減税措置とともに自動車などの高額商品について購入補助金を手当てするような消費支援策が実施された。深刻な需要縮小による失業の増加を防止するために、雇用を維持する企業に対する補助金の支給などの雇用面での政策も実施された。

このような政策発動の結果をみると、一部で大規模金融機関も含めた金融機関の破綻は避けられなかったものの、金融システムは全体として維持されたことから、異例の金融緩和政策は一定の成果を上げたと評価することができる。政策発動のマクロ経済的な効果を確認するという観点からこの時期の景気動向をみてみると、リーマン・ショック直後は世界的に需要の急激な落ち込みと雇用状況の悪化が発生したが、その後2009年に入ってから急速に持ち直し回復に転じたことから、景気刺激策としてのマクロ経済政策運営は良好なパフォーマンスを示したと評価された。

しかしながら実際には極端に規模の大きなマクロ経済政策は活動の趨勢的な流れを把握できなくなるほどの強い効果を一時的に経済に与えたこととなり、政策担当者が世界金融危機問題を正確に認識することを妨げるノイズとして作用した可能性も指摘できる。さらに短期間における急激な経済活動の落ち込みに対しては経済の自律的な反動という動きが現れることが多く、特に株式市場における株価急落後の反騰現象は過去に類似した局面でも頻繁にく

り返されてきた。こうした単なる反動ともいべき動きも基調的な景気回復の動きもしくは経済政策効果の発現として認識され、政策当局者の判断が過度に楽観的な方向に振れた可能性もある。特に、金融システムの機能維持と景気悪化防止という目先の政策目標の達成に拘るあまりに、中央銀行のバランス・シートの悪化、財政収支の悪化という問題への対応が後回しになる結果となったことはその後の政策対応に深刻な影響をもたらすこととなった。

## (2) ソブリン・リスク問題顕在化以降（2010年春～）——拡大する中央銀行のバランス・シートと政府債務

すでに述べたように2009年は政策当局者にとってひとときの安堵をもたらした時期であった。表面的には景気回復がみられ、金融システム不安も遠のく状況となり、それまで実際された異例の金融緩和、財政支出拡大という流れを打ち切り、正常化に向けた出口戦略の議論が始まるほどであった。

このような状況は2010年春のギリシャ財政危機を契機とするソブリン・リスク問題の顕在化以降は一変した。ソブリン・リスク問題が懸念される諸国を中心に金融システム不安が再燃し、金融システムの維持が再び最重要政策課題として認識された。しかし金融危機発生当初の状況とは異なり、すでにFedやECBのバランス・シートは大幅に拡大しきっており、財政収支も極端に悪化していたことから、追加的なマクロ経済政策の発動には厳しい制約が課せられた状況となった。それでも金融システム維持は不可避の政策目標であり、FedとECBは追加的な国債購入などの措置を実施せざるを得なかった。財政面では、財政規律の回復が求められる中これまでに実施された財政支出拡大の累積効果と悪化する景況を反映して、財政収支の改善は遅れた。

この時期に実施された政策の効果をみると、実体経済面での景気押し上げ効果は限定的なものにとどまったと言える。2009年を通じて観測された景気回復の動きはギリシャ財政危機後に失速状態に陥り、欧州域内では各国の景況には大きなばらつきが見られるようになった。特に雇用面では南欧諸国で失業率が急上昇するなど、政策による景気押し上げ効果は不十分なものとどまった。追加的にとられた金融緩和措置の効果は株価の上昇など局所的な分野に集中した。このような資産価格の上昇は一部の金融機関の経営環境の改善には寄与したとみられるが、マクロ経済全体としての影響は限定的であった。このようなマクロ経済活動の停滞は、税収の低迷などもあって財政収支の改善を遅らせた。各国でソブリン・リスク問題への対応が迫られる中で、むしろ財政再建目標が先送りされる傾向が強まり、政策面での正常化に向けた動きのめどがたてにくい状況となっている。

以下では、これまで述べた流れに沿って、米国と欧州における今回の世界的な金融危機対応として実施されたマクロ経済政策を、金融政策と財政政策にわけて整理する。特に、ソブ

リン・リスク問題が顕在化した2010年春以降は、政策運営について正常化のめどが立たずに問題解決の先送りを続けるという厳しい状況になっていることに注意する必要がある。

### 3. 米国の経済政策

#### 3-1 金融政策

##### (1) サブプライム問題発生からリーマン・ショック対応 (2007年～2010年春頃)——大規模金融機関の救済と金融システム維持

この時期の金融政策は、個別金融機関の破綻を防止することで金融システムの機能を維持することを最重要目標として実施された。

そのために個別金融機関のバランス・シートを改善することを目指して、公的資金の資本注入や不良債権の買い取りなどが積極的に実施された。

リーマン・ショックという非常事態を受けて緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008, 2008年10月) が成立し、金融機関からの不良資産を買い取るための7,000億ドルのプログラム (TARP: Troubled Asset Relief Program) が認められた。実際には、TARPを用いて、当初の目的である不良債権の買い取り以外に銀行及び貯蓄金融機関等向けに総額2,500億ドルの資本注入が実施された。その後も中小金融機関などに対して追加的な資本注入が実施された。

TARP以外にも「官民投資プログラム (PPIP, 2009年3月) による不良債権の買い取りも実施された。また、リーマン・ショック時にCDSが作動することにより経営破綻の危機に追い込まれた米国の保険会社AIGへの追加支援策 (2008年11月) では、Fedにより、AIGが保有する不良資産の買い取りを支援するための仕組みも創設された。

Fedは中央銀行として市場での流動性を十分確保できるような措置をとった。

サブプライム・ローン問題により金融機関相互で経営状態に対する不信感が高まり円滑な資金調達が難しくなったことに対応して、Fedは2008年3月に預金金融機関向けの貸出制度に加え、プライマリー・ディーラー向けの新しい貸付制度 (PDCF: Primary Dealer Credit Facility) を創設した。また、欧州で深刻化するサブプライム・ローン問題への対応として、欧州の金融機関のドル・ベースでの資金繰り需要に十分対応できるよう、Fedは各国の中央銀行との間でドルのスワップ協定を締結した。

このように、市場に対する潤沢な資金供給を続ける中で、Fedは各種資産を担保として引き受け、バランス・シートの拡大を続けた。Fedのバランス・シート拡大の内容を見るとCPや長期国債、GSE債、MBS等の特定資産の買い取り措置を行うとともに、ABS市場の流動性回復のための措置も実施した。非伝統的な金融政策として実施された量的金融緩和の第一弾となったQE1では総額1兆7千億ドル程度のバランス・シートの拡大<sup>2)</sup>が実施され

## 世界金融危機後の欧米の政策対応とその評価

た。この結果、2010年春の時点でFedのバランス・シートは2兆4千億ドル程度となり、リーマン・ショック発生以前に比べて約2.7倍にまで拡大した。

政策金利については、Fedは2008年秋に2度の利下げを行い、政策金利（FF金利）の誘導目標水準を0～0.25%にまで引き下げ、事実上のゼロ金利政策に移行した。これは過去最低水準を更新するものだった。このため金利を通じた景気刺激策の有効性が事実上失われることとなり、その後は非伝統的な量的金融緩和政策に依存した展開となった。

### (2) ソブリン・リスク問題発生以降（2010年春～）－出口の見えない金融緩和への逆戻り

リーマン・ショック対応で実施された大規模な景気刺激策の効果もあり、一度は激しく落ち込んだ経済活動も回復軌道に戻る動きを示し、2010年春頃には、米国では金融危機対応の一連の政策は終了する段階を迎えた。すでに決定されていたスケジュールにしたがい、それまでに実施されてきた金融システム安定化、流動性供給策、各種資産買い取りなどは2010年3月時点でほぼ終了した。量的金融緩和として実施されたQE1も2010年6月時点で終了した。ただしMBSなどはFedが買い取ったままの状態ではFedのバランス・シートに大量に積み上がっていたため、バランス・シートの正常化を目指す必要があったが、具体的な道筋は示せない状態であった。

政策金利は2010年2月にFFレートを0.5%に引き上げたが、これは引き締めではなく金融政策の正常化との位置付けと説明された。2009年3月時点では政策金利をさらに長い時間にわたって低水準に保つという時間軸効果が意識されていたが、2010年3月時点ではようやく利下げ再開に向けての条件が整いつつあるように見えた。

### 国債買い取りによるバランス・シート拡大への転換

しかしながら2010年5月以降にギリシャ財政危機をきっかけに欧州でのソブリン・リスク問題が顕在化するとこれまでの出口戦略を巡る動きは急速に力を失い、再緩和に向けての大きな政策転換が行われた。

2010年8月にはMBS元本償却分を中長期国債へ再投資し、バランス・シート規模を維持することが示された。さらに2010年11月には量的金融緩和の第二弾（QE2）として、2011年6月までに中長期国債を6000億ドル買い取ることとなった。これによりFedのバランス・シートはリーマン・ショック前に比べてほぼ3倍にまで拡大した<sup>3)</sup>。

QE2の実施は株価上昇、社債スプレッドの低下、期待インフレ率の上昇などをもたらしたと評価される。しかし、市場の反応として信用乗数の急速な低下<sup>4)</sup>が発生したために、ベース・マネーの増加がマネー・サプライの増加には結びつくことが無く、マネーの増加による实体经济への影響という経路は閉ざされた形となった。終了時点までの評価としては、デフレ・リスクを後退させたとともにある程度の労働市場改善効果をもたらしたといえるが、

実体経済に対する景気刺激効果は限定的であった。

QE2終了後に実施された追加金融緩和としては、2011年8月金利水準を低めに維持するコミットメント、2011年9月ツイスト・オペの開始などが挙げられる。

その後、依然として景気回復の動きが弱まり、金融政策による押し上げを期待する声が高まる中で、2012年9月にQE3（追加金融緩和）が決定した。これはMBSを毎月400億ドルのペースで追加購入するという措置であった。それまでに実施された量的金融緩和に比べると単月の購入規模は小さく見えるが、最終的な期限、規模を明示しない方式である点に特徴があった。長期間継続することによって結果的に大きなバランス・シート拡大効果が期待される仕組みになっていた。

住宅ローン市場でみると、特にエージェンシーMBSの新発債規模と比較するとほぼ半分をFedが買い支えることになるため、市場への影響力が見込まれる。ただ、住宅ローン金利は低下したものの民間金融機関による住宅ローンの貸し出し態度は厳しく、特に民間金融機関による住宅ローン貸出は低迷を続けている。

### (3) 異常に拡大したFedのバランス・シートとマクロ経済状況

世界金融危機対応として実施された金融政策を振り返ってみると、非伝統的金融政策として採用されたFedのバランス・シートの維持・拡大が特に注目される。規模でみると特にQE2として追加購入された中長期国債の6,000億ドルという規模の大きさが目立った。金融危機初期にリーマン・ショック対応として打ち出された政策は金融機関の破綻防止と金融システム維持という観点から短期的な影響を持つ政策対応が中心だった。しかし、ソブリン・リスク問題顕在化以降の量的金融緩和政策では巨額の中長期国債の購入を通じてFedのバランス・シートの規模は大幅に拡大し、この影響は長期的に残ることになると懸念される。

これだけ大規模な金融政策が発動されたにもかかわらず、これまで得られた統計データからは金融政策の効果を明確に検証することは難しい。最も顕著に表れた効果としては株価上昇への影響が指摘できるが、株価上昇が実体経済に与えた影響を示すことは困難である。特に米国では金融資産の保有については極端に富裕層に偏った分布<sup>5)</sup>となっているため、株価上昇は金融資産保有格差をさらに拡大するという問題もある。量的金融緩和が長期金利・為替レートへの影響は微妙であり、実体経済への影響は不明確である。

#### 量的金融緩和を拒否した民間部門——信用乗数の低下

特に注目すべきは、信用乗数の極端な低下と低迷するマネー・サプライの伸びとの関係である。米国経済の信用乗数は、リーマン・ショック後に急低下したあと2012年以降も4倍程度で横ばいとなっている。Fedが信用拡張を期待して民間銀行にいくら資金供給を拡大しても、実際には民間部門で資金需要が増加することがなかったためにFed内の余剰準備預

金として積み上がっている状況と解釈できる。

さらに Fed は 2012 年 12 月には政策金利を低水準に維持するための数値基準<sup>6)</sup>を導入するとともに、中央銀行として Fed が担う物価安定と雇用維持の二つの役割を明示的に確認するなど、追加的な金融緩和措置に努めているが、このような数値基準を踏まえて出口戦略が発動されるような状況が近い将来実現する可能性は低い。物価上昇率は PCE デフレーターで 12 年後半以降 1%台が続いているし、失業率も 7%台半ば<sup>7)</sup>が続いている。

金融緩和策として実施されている資産買い入れプログラムについては Fed 内部でも規模縮小の必要性は認識されているものの、その開始時期については意見が分かれている。2013 年時点でのマクロ経済状況のもとでは現実問題として Fed のバランス・シートは拡大したままでその収束のめどさえたない状況となっている。

### 3-2 財政政策

#### (1) サブプライム問題発生からリーマン・ショック対応 (2007 年～2010 年春頃)——大型景気刺激策の実施

米国ではリーマン・ショック後の深刻な景気後退に対応して財政面での景気刺激対策を実施するためにアメリカ再生・再投資法 (ARRA: American Recovery and Reinvestment Act of 2009) が成立した。ARRA は、過去最大規模の景気刺激策であり、総額は 7,872 億ドル (GDP 比で約 5.5%) に達する規模となった。個別の政策目標としては、350 万人以上の雇用の創出・維持、経済の急回復、将来における成長力の引上げなどが重点項目とされた。

ARRA は米国の政策当局による推計では、2010 年前半で米国の GDP を 2～5%程度押し上げるとともに、330 万人程度の雇用創出効果があったと試算されている<sup>8)</sup>。このような実体経済の改善の動きもあり、2009 年秋以降は米国経済に関する楽観的な評価と見通しが強まった。そのため、時期尚早な財政緊縮への転換は避けるべきだが、出口戦略の検討を始めるべきとの声が強まりつつあった。

しかしながらこうした変化は景気刺激のために大型の財政政策を実施した場合に政策当局が直面する難しい問題を示すこととなった。2009 年春以降の米国の統計データから確認できる景気回復の動きは、実はきわめて異例の大規模な財政支出拡大に支えられたものであったにもかかわらず、その表面的な回復現象に関心が集中し、依然として脆弱な経済の実体についての基調判断をゆがめてしまったおそれがある。また実際に政策効果があったのであれば、政策効果が一巡した後の反動も大きいはずで、この点でも過度の楽観論は危険であった。さらに、巨額の財政支出拡大は当然大幅な財政収支の悪化と政府債務の増加を伴うこととなり、中長期的な財政の維持可能性という点でも新たな問題を引き起こすこととなった。

その後、2009 年秋以降にもオバマ大統領としては追加的な財政面からの景気刺激策を提案したものの、議会内部の与野党の政治的なねじれ現象もあり議会の合意はみられなかった。

## (2) ソブリン・リスク問題発生以降 (2010 年春～)——拡大を続ける政府債務

### 混乱を増幅した政府債務上限問題をめぐる政治交渉の繰り返し

大規模な拡張的財政政策が打ち出された後に特に深刻な問題として浮かび上がってきたのは、政府の財務上限問題である。米国では政府の債務上限が設定されており、その引き上げについて議会の承認を必要とする仕組みとなっている。世界金融危機対応のための巨額の財政支出以外にも、それ以前から実施されていたブッシュ減税、社会保障関係費や軍事費の増加などの影響で、2009 年度から 2011 年度まで 1 兆ドルを超える財政赤字が続いた。この結果、債務残高の対 GDP 比（一般政府ベース）は 2009 年で 84.4%、2012 年に 100% 超と急速に拡大した。政府債務上限との関係では、2011 年 5 月に法定上限到達（14.3 兆ドル）に達することが見込まれたため、ぎりぎりのタイミングで特別措置を講じたものの、2011 年 8 月には再び上限に達する状況となった。上下両院のねじれ現象という政治的な問題と重なるなかで共和党が歳出削減を強硬に主張したため、決着に至るまでに大きな混乱を招くこととなった。

その後、2011 年 8 月 2 日に合意が成立し、議会は債務上限を最低 2.1 兆ドル引き上げる権限を大統領に与えた。これにより 2013 年まで上限引上げの必要性は後退したが、この合意には厳しい条件が留保された。具体的には今後 10 年間で合計 2.5 兆ドルの赤字削減が義務づけられ、もし 2011 年末まで赤字削減に合意できない場合は 2013 年初めから自動的に歳出の削減が開始されるという条件が付けられた。

### 米国債格下げに反応しなかった市場金利

このような米国の財政状況の悪化と政治的な混乱を反映し、民間格付け機関の S&P は 2011 年 8 月 5 日に米国債格付けを引き下げた。しかし米国債の信用性の低下により長期金利の上昇を懸念する市場予想とは異なり、格下げ以前は 3% 程度で推移していた 10 年もの長期金利は格下げ後に 1% 程度まで低下した。米国の財政的な混乱にもかかわらず、世界的な金融危機の再燃の中でむしろ質への逃避から基軸通貨としてのドルへ資金が集中した可能性が高い。

米国での財政支出削減の具体策についてはその後進展がみられないままに政治問題化し、与野党協議は決裂した。2011 年 8 月の債務上限引き上げの条件とされていた 2011 年末までの合意は得られなかったため、2013 年から 2021 年までに 1.2 兆ドルの歳出削減が自動的に発動されることとなった。

### 政府機関の停止にまでいたった政治交渉の遅れ

政府財政赤字は 2012 年度 7.0% に縮小したが（2011 年度 8.6%）、財政赤字の規模は 2009

## 世界金融危機後の欧米の政策対応とその評価

年以降1兆ドルを超える水準に膨れあがったままとなった。これにともない、政府債務規模は再び2012年末の政府債務残高の法定上限に達した。与野党協議の結果、2013年2月に法の適用が5月まで停止されることとなり、その後上限は16.7兆ドルまで引き上げられたが、この上限にも2013年10月に到達することが見込まれた。債務上限に関する与野党の協議は難航し、すでに10月初め段階で各種政府機関の活動が停止するなど、混乱が拡大した。

現実には米国債のデフォルトが発生するような可能性はきわめて低いと考えられる。政治的な駆け引きの結果として米国債のデフォルトという破局的な結末をひきおこすことになると、それに関連した膨大なデリバティブの作動は確実に世界金融システムの崩壊を招くこととなる。技術的には対応可能であるにもかかわらず、あえて米国債のデフォルトを容認するような政治的な決着はあまりにも無責任で無謀なものであり、現実には起こりえない選択と考えられる。

しかし、このように高い頻度で政府債務上限問題が政治問題として混乱を引き起こすような状況は今や米国内にとどまらず世界経済悪影響を及ぼす問題である。もともと長期間にわたり財政収支の悪化が続いていた米国の財政が、世界金融危機対応で巨額の追加的な財政拡張を強いられた結果、債務残高が急激に拡大してしまったためにこの問題が短期間にくり返される仕組みになっている。財政構造そのものを大幅に組み替えない限りこうした不安定な状況は一層深刻化していく恐れがある。

### 妥協が成立した「財政の壁」問題への対応

2013年の初めに、米国では「財政の壁」問題への懸念が強まった。これは、2012年末に、個人所得税の税率引き下げや給与税減税が失効する一方、2013年からは自動的な歳出削減が開始されることになっており、GDP比4%程度の財政収支改善効果を持つことから、マクロ・ベースでは2013年の経済成長率を0.5%・ポイント引き下げるものと推計されていた<sup>9)</sup>。しかしながら実際にはこのような厳しい財政緊縮策については部分的に緩和措置<sup>10)</sup>がとられたため、マクロ・ベースでの負の影響は限定的となった(財政収支改善効果はGDP比1.6%程度<sup>11)</sup>)。市場関係者も「財政の壁」問題の着地についてはある程度軟着陸を予測していたため大きな混乱はみられなかった。

## 4. 欧州の経済政策

### 4-1 金融政策

#### (1) サブプライム問題発生からリーマン・ショック対応(2007年～2010年春頃)——

##### ECBの資金供給でかろうじて維持された金融システム

欧州ではサブプライム・ローンから組成された証券化商品を抱え込んだ金融機関が巨額の

損失を抱え込んでいるとの懸念が広がり、銀行間の信用取引に重大な障害となった。

特に2007年8月にフランスの大手銀行であるBNPパリバの傘下にあるファンドが新規募集と解約を凍結すると発表したことで欧州の金融市場はパニックに陥り（パリバ・ショック）、欧州での金融機関間の資金の需給機能が事実上停止するほどの深刻な事態となった。これに対してECB（欧州中央銀行）は、窓口貸出における貸出期間の延長や適格担保の範囲拡大等を通じて、短期金融市場への潤沢な資金の供給を続けることで金融市場の維持をはかった。

市場への資金供給策として、ECBは、2008年3月、長期ターム物リファイナンス・オペ LTRO（Long-term Refinancing Operation）の期間を通常3カ月物であったのを6カ月物に長期化した。さらに2008年9月のリーマン・ショック直後、ECBとヨーロッパ各国の中央銀行は、それまではリスクの観点から中央銀行が受け入れることを回避してきたようなリスクを伴う各種資産を担保として引き受け、バランス・シートを拡大させることを通じて、流動性の確保に努めた。

2008年10月にはECBは、LTROについて固定金利で金額を無制限とし、2009年5月には期間を更に6カ月から12カ月に延長した。

このような市場への潤沢な資金供給の実施に加えて、サブプライム・ローン関連で損失を抱え込んだような証券化商品も含めて金融機関から各国の政府機関や中央銀行などが不良債権を買い取る対応も進められた。これは金融機関のバランス・シートから問題となるような債権を切り離すことにより、銀行の経営上の健全性を回復させることを意図したものであった。ドイツでは金融安定化法が2008年10月に成立し、この法律の下で必要があれば不良資産の買い取りができることとされた。すでに2009年7月に成立したバッド・バンク法により、不良資産買い取りの仕組みも創設された。

さらに金融機関の体力の回復のために、公的資金による金融機関への資本注入も積極的に進められた。ドイツで、金融安定化法に基づき800億ユーロの資本注入枠が確保され、フランスでも400億ユーロの注入枠が設定された。英国でも、総額500億ポンドの資本注入枠が設けられた。

## （2）ソブリン・リスク問題発生以降（2010年春～）——出口の見えなくなった非伝統的な金融緩和政策

### 正常化へ向けた動きを逆転させたギリシャ財政危機

このような異例とも言える金融機関救済措置による金融システムの回復を目指した政策対応は金融システムの機能崩壊を阻止できたという点においては一定の成果を上げたと言える。リーマン・ショック後の需要の落ち込みに対応して発動された大規模な財政金融政策による

景気刺激策の効果もあって、欧州の金融市場では2009年春以降は正常化に向けた動きが進んだ。

このような変化を反映して欧州でも非伝統的金融政策は2010年春頃までに順次終了した。2009年5月から開始された12ヶ月物LTROは2009年12月に終了し、2010年4月に無制限供給方式で実施されていた3ヶ月物LTROも2010年4月から変動金利方式へ変更された。

2010年春に発生したギリシャ財政危機はこうした状況を一変させた。ギリシャでは2009年10月の政権交代の債に前政権の財政赤字データ隠蔽が暴露されたことでギリシャの財政状況に対する市場の不信感が一気に増加した。その後は新政権の下で各種の財政再建プログラムが公表されたにもかかわらず市場はギリシャ国債に対して厳しい評価を下し、2010年春にかけてドイツ国債とのスプレッドは1000ベーシス・ポイント近辺という異常な水準まで上昇した。

ギリシャ政府は2010年5月に3年間で1100億ユーロの支援を受けることでIMF、EUと合意にこぎ着けたが、これは厳しい財政緊縮プログラムが支援の条件<sup>12)</sup>であり、これに対するギリシャ国民の反発が強まり、社会的な不満が高まった。

ギリシャの財政危機を発端として欧州各国でもすでに政府債務の水準が高く、財政状況に不安がみられ、財政健全化の動きに疑問が持たれるような南欧諸国を中心にソブリン・リスク問題が顕在化した。

ギリシャ危機により欧州金融市場は再び深刻な信用不安を抱え込むこととなり、金融政策についてもギリシャ危機前に逆戻りする形でECBが中心となって潤沢な資金供給を行うとともに、バランス・シートの拡大を続けた。非伝統的な金融政策である国債買い取りプログラムも2011年8月に再開され（2011年11月時点で1800億ユーロ超）、6ヶ月物資金供給（LTRO）の再開も決定された。さらに2011年12月と2012年2月には、3年物資金供給オペも実施された。

この時期はギリシャ政府向けの第2次支援策の調整が難航したことから、金融市場に混乱が生じていた。これに対してECBが合計で1兆ユーロという巨額の資金供給オペを行い、この結果、LIBOR低下という成果が確認され、市場関係者の間ではドラギ・マジックと賞賛する声も上がった。しかし再開されたこれらの量的金融緩和策は基本的には緊急避難的な対策であり、問題を抱えた銀行が自己資本比率を増やさない限り問題の本質的な解決にはつながらないと考えられる。

#### 再開されたECBによる国債買い入れ

ECBのバランス・シート拡大については2012年9月に国債買い取りプログラム（OMT：Outright Monetary Transactions）が実施されることとなった。それまでもSMP（Securities Market Program, 2010年5月～2012年2月）による国債買い取りが行われていたが、対

象国の構造改革努力不足などを理由に停止されていた。欧州でのソブリン・リスク問題の深刻化を背景に9月に再開されたOMTは規模については無制限の買い入れという方針がとられたため、市場関係者からはECBの金融システム維持に積極的な姿勢示す政策として評価された。この国債買い入れ政策は規模の大きさが強調されたが、OMTはSMPよりも国債買い取り条件を厳格化しているため、ECBのバランス・シートを無秩序に拡大することは避ける仕組みが組み込まれているとされている。

OMTはECBが最後の貸し手としての機能を事実上は果たすことになる可能性があり、国債の直接引き受けを実施したのと同じことになると、本来は条約違反行為ではないかという疑念も持たれる。しかしこれ以上ソブリン・リスクが高まることになり再び欧州の金融市場の混乱が深まることだけは避ける必要があり、ECBとしては苦渋の選択を強いられた決断であった。2013年時点では加盟国の財政赤字縮小のめどが立たないため出口戦略を立てられるような状況ではない。

金融市場への資金供給についても、固定金利での無制限流動性供給オペ(LTRO)が延長(少なくとも2014年7月頃まで)されることとなった。

#### 欧州域内の金融機関の一元的な監督体制

欧州で大手金融機関を中心に巨額の不良債権を抱え込んだことから金融システム不安が発生したことに対する反省から、ユーロ圏の金融機関を一元的に監督する機関の創設が求められていた。これに対しては銀行同盟の設置が2012年6月ユーロ圏首脳会合で決定された。銀行同盟については2012年9月に単一監督メカニズム(SSM: Single Supervisory Mechanism)に関する規制ドラフトが公表され、2010年EU首脳会合で2013年初までにSSM関連法案に合意を目指すこととされた。銀行同盟の監督理事会はECBに設置され、ユーロ圏銀行に対する認可付与・取消決定、自己資本審査を行う仕組みとなる。2013年7月に法案が提出され、2014年夏以降に稼働する予定である。

これまではユーロ参加国内でも金融機関を一元的に監督する組織が存在せず、国境を越えて活動する大手金融機関のリスク管理については十分な対応が出来ない状況であった。実際に銀行同盟が域内の金融機関に対してどこまで直接監督権を行使できるかは今後の運用の仕方にかかっているが、制度的にこのような組織を設置したこと自体は大きな前進と言える。

#### 4-2 財政政策

##### (1) サブプライム問題発生からリーマン・ショック対応(2007年～2010年春頃)——伝統的な財政拡張政策による景気刺激

リーマン・ショックは欧州でも实体经济に波及し、需要の急速な収縮を通じて生産水準の低下、失業の増加をもたらした。

このような急激な景気悪化に対処するために、08年11月に欧州委員会は「欧州経済回復プラン」(EERP: European Economic Recovery Plan) 提案した。これは、2009年からの二年間で、各国予算とEU加盟国予算合計で総額2,000億ユーロ(GDP比約1.5%)規模の裁量的財政政策を含む計画であった。具体的な政策内容としては、雇用対策やセーフティネットの構築(失業保険給付の増額、職業訓練、求職支援)、有効需要の創出(減税、一時金の支給、公共投資)、中長期的な成長力強化(省エネ化へ向けた住宅改修支援、低公害車への買換え補助や税制上の優遇措置)などが挙げられる。

実際には短期的な視点からのばらまきの需要創出策のパッケージとなっているため、一時的に需要を追加することで雇用の維持などで成果を上げたように見える面もあった。しかし、需要創出については将来需要の先食いという性格が強く、政策効果の剥落後の反動が懸念された。規模の大きさもその後の各国の財政状況の悪化という強い副作用を懸念させるものだった。

## (2) ソブリン・リスク問題発生以降(2010年春～)

リーマン・ショック後の金融危機対応で欧州各国は財政支出拡大による景気刺激策を実施したため、安定成長協定のGDP比3%を上回る財政赤字国が続出した。一方で、各国の景気は大規模な財政支出の拡大と非伝統的な措置も含む金融緩和により2009年春から急速に回復する動きが見られた。

しかしながら、2010年春のギリシャ財政危機発生後は国債、社債市場はソブリン・リスク問題で機能不全状態に陥った。ギリシャ政府は2010年5月に3年間で1100億ユーロの支援を受けることでIMF、EUとの合意にこぎ着けたが、その後ソブリン・リスク問題は欧州内部に波及する形になり、2010年11月にはアイルランドへの支援が決定され(850億ユーロ)、2011年4月にはポルトガルへの支援が決定(780億ユーロ)された。

このようにソブリン・リスク問題が欧州全体の金融システムのリスク上昇という形で波及した背景には、南欧諸国へ貸出を行っている域内各国の金融機関の経営危機懸念の高まりがあった。ドイツやフランスなどに存在する大型金融機関に対して各国政府の救済が必要になった場合の財政負担の増加も憂慮され、南欧諸国以外の大国の国債利回りスプレッドも拡大する傾向が強まった。

ギリシャについては2011年後半にかけて財政危機問題が再燃し、第一次支援措置の条件となっていた財政緊縮策への取り組み不足に対する市場からの厳しい評価を突きつけられた形となった。これに対して2012年3月にとりまとめられた第2次支援策ではさらにギリシャ政府向けに1300億ユーロの支援実施が合意されるとともに、ギリシャ国債を保有する民間機関も債務交換により50%を上回る債務減免の負担受け入れを強いられた。これはまさ

にギリシャ国債のデフォルトそのものという事態であったが、債務者の多数が自発的に受け入れた合意という仕組みを強調することで「無秩序なデフォルトは回避された」という強引とも言える公式解釈がとられた。このためギリシャ国債のデフォルト発生による CDS の全面的な作動が回避されたが、ギリシャの財政問題が解決されたわけではなく、問題解決の先送りにすぎないと考えるべきであろう。ギリシャは財政危機が深刻化してから累積で自国の GDP を上回る規模の巨額の資金援助を受け入れてきたにもかかわらず、成長率はマイナスに転じ、失業率も悪化を続け特に若年層は 7 割近くが失業状態に陥るなど、マクロ経済環境の改善が進む気配もない。

### ソブリン・リスク問題への欧州域内対応組織

ギリシャ危機以来ソブリン・リスク問題に陥った国向けの支援措置として検討されてきた、欧州安定化メカニズム (ESM: European Stability Mechanism) の設置について、2012 年 9 月に条約が発効し、2012 年 10 月に発足することとなった。ESM が行える新規融資額の規模は 2014 年 1～6 月期で 5000 億ユーロとされている。

ESM の機能としては、融資による財政支援、流通市場での国債買い取り、銀行への資本注入などがあげられる。

ギリシャ危機に際しては、欧州金融安定化メカニズム (EFSM<sup>13</sup>) と欧州金融安定化ファシリティ (EFSF<sup>14</sup>) が設置されたものの、これらはあくまで暫定的な措置で、2013 年 7 月以降の新規融資ができない仕組みとなっていたために、常設の支援機関の設置が求められていた。ただ、常設機関になったとはいっても ESM が実施できる融資支援の原資は加盟国からの資金であるので、常設化によって資金力が飛躍的に高まるわけではない。欧州内の問題に対応するためには厳しい限界があり、最終的にドイツがどこまで資金負担に耐えられるかという点にかかっている。ドイツ自身にとってユーロにとどまるメリットとそのためにドイツが支払うことになるコストについてはドイツ国民の中でも意見にばらつきがみられる。今後、ESM が実効性を維持しながら欧州域内のソブリン・リスク問題にどこまで対応できるかは予断を許さない状況が続くことになる。

### 強化された財政規律の管理

ユーロ参加の財政面での条件となっていた安定成長協定は、そもそも基準を遵守させるメカニズムが不十分である上に、大国も自国の都合で基準達成を怠る動きが目立っていた。しかし 2010 年以降ソブリン・リスク問題が深刻化してからは、予防措置・是正措置の強化・自動発などのための安定成長協定の改正と財政協定条約の制定の動きも見られた。

財政規律については 2013 年 1 月に経済通貨同盟の安定・協調・ガバナンスに関する条約が発効した。これは財政均衡化ルールとして構造赤字 GDP 比率 0.5% 以内を義務づけると

もに自動正メカニズムも組み込んだもので、各国は2014年1月までに批准し、国内法制化する義務を負っている。この条約を批准することがESMによる財政支援を受けるための条件となっているため、各国としては条約批准に対して強いインセンティブを持つものと期待される。

さらに2013年5月から加盟国は予算案の欧州委員会への事前提出が義務づけられ、安定成長協定に重大な違反があると判断された場合は予算の修正を求められる。これは各国に対して非常に強い財政規律を課すことになるようにみえる。新財政協定では財政均衡化ルールに違反しているにもかかわらず是正措置を執らない場合には罰則が課せられる規定もあるが、罰則の適用に関する例外規定もあるため、運用上の実効性については疑問も残る。すでに安定成長協定の規律遵守義務について大国までが様々な理由付けをして適用除外を続けてきたというこれまでの実績は、このような新たな枠組みに対する信頼性を毀損する形で作用していると言えるだろう。

#### マクロ経済情勢の悪化により厳しさが増す財政規律目標の遵守

制度上はこれまでみてきたような財政規律に関して厳格な目標を設定し直したものの、実績を見る限り目標達成は厳しい状態が続いてきた。2011年時点での各国の財政状況の実績をみると、ドイツは財政赤字を2011年実績から安定成長協定の基準内に納めたが、それ以外の国では2011年実績は基準を満たすことができず、基準達成の目標を2012年以降に設定していた。これまでも楽観的な経済予測を行うことで財政緊縮目標達成の先送りがくり返されてきたことを考慮すると、将来的に景況悪化が持続することで目標の先送りをくり返す可能性が高い。財政再建策としては増税などの歳入増とともに年金給付水準の引き下げなどの歳出削減を実施し、その他に労働市場改革、規制緩和などの構造改革を実施するという組み合わせがとられるケースが多いが、これらの政策の実施はマクロ経済環境の好転なしには非常に大きな困難が見込まれる。

2012年の財政赤字GDP比で確認してみると、イタリアは厳しい財政緊縮努力の結果基準内の3.0%におさめたが、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペインなどソブリン・リスク問題が顕在化した南欧諸国では3%を遙かに上回る財政赤字が持続している。

ギリシャ、ポルトガル、アイルランドなどの今回のソブリン・リスク問題により被支援国となった国では、歳出削減（年金支給額削減、公務員削減）、歳入増加（付加価値税の引き上げ）、構造改革（労働市場改革（雇用保護の見直し）、民営化など大胆な制度改革に踏み込んだ財政緊縮プログラムが実施されることになっている。しかし、実際には国民の抵抗が強く、社会問題化している場合が多い。これは厳しい財政緊縮の実施がマクロ経済活動水準を押し下げることによって失業率の上昇、所得の減少などをもたらすからである。特に雇用面では労働市場における弱者である若年雇に厳しい影響が集中するため、基調としての経済活動水準

が低迷するなかで南欧諸国を中心に若年層の失業率が6割から7割に達する国も出てきた。

南欧諸国は2012年からマイナス成長に陥り13年もマイナス成長にとどまる見込みである。政府見通しでは2014年以降はプラス成長を見込んでいるが、すでに2013年の予測段階で大幅な下方修正がなされており、2014年予測も楽観的すぎる。依然として成長率の低迷に重なる形で高失業率が続き、実体経済には財政収支の好転につながるような動きがみられない。

財政緊縮のみによる問題解決が難しいことは政策当局も理解しており、2012年6月には欧州理事会で成長・雇用協定の合意がなされた。内容としては、1200億ユーロの成長促進策、規制撤廃、イノベーション推進、若年雇用促進による失業問題への対応などが盛り込まれている。しかし、これらの政策はEU発足以前から欧州地域の競争力向上のためにくり返し打ち出されては実効性のないプログラムに終わってきたものが多く、経済情勢がこれだけ悪化した状況では事態を大きく改善させるだけの力があるとは期待できそうにない。

## 5. おわりに

本稿ではリーマン・ショックを契機に深刻化した世界金融危機に対して欧米各国で発動されたマクロ経済政策についての整理を行った。金融危機当初は金融機関救済、金融システム維持という短期的な観点からは一定の成果をあげた政策対応だったが、その後ソブリン・リスク問題へと問題が拡大する中で異常な規模に膨れあがった政策対応は収拾の糸口さえつかめない状況に陥っている。

これは今回の世界金融危機発生のメカニズムに対して政策当局内でも十分な説明が行われず、目先の金融市場の混乱、マクロ的な経済活動水準の低下という現象に対して、政策対応の規模の大きさに対応しようとしてきたことの副作用が累積してきた結果とも考えられる。

本稿では扱わなかったが、今回の世界金融危機については金融ビジネスのあり方、資産価格バブルを誘発するような金融機関のリスク管理の問題など、長期的な観点からの金融システムの制度設計上の対応も必要となる。実際に、各国では金融業の規制管理体制について新たな法制度の設置に向けた動きも進みつつあるが、依然として金融危機は進行中であり、マクロ経済に対する負の影響が強く残っている。特に、中央銀行の拡大したバランス・シートと累積した政府債務をみれば、今後の政策対応の余地がさらに狭められつつあり、問題の収束へ向けたシナリオを描くことがより一層困難になりつつあることが認識できる。

過去の大規模なバブル崩壊への政策対応ではマクロ経済政策が有効に機能しなかった場合もあることを考えると、今後の展開については経済政策の有効性そのものについても問い直されるような展開もあり得るだろう。

注

- 1) 本研究は、2013年度の東京経済大学個人研究助成費（研究番号13-04）を受けた研究成果の一部である。
- 2) GSE債、GSE保証のMBSの購入規模は1兆4250億ドル（2010年3月に終了）、長期国債の買い取り規模は3000億ドル（2009年10月に終了）
- 3) リーマン・ショック以前は1兆ドル程度だった規模がQE2終了時点では3兆ドル程度に拡大した。
- 4) リーマン・ショック前の10倍程度で推移していたが、リーマン・ショックを境に急激に落ち込みその後は約半分の5倍前後にとどまった。
- 5) トップ1%が全金融資産の35%を保有する一方、下位から80%が保有するのは全金融資産の11%にすぎない（Economic Policy Institute, "The State of Working America, 12th Edition", 2012）。
- 6) (1) 失業率が6.5%を上回り続ける、(2) 1年から2年先のインフレ率が2プラス・マイナス0.5%以内、(3) 長期的なインフレ期待が十分に抑制されている。
- 7) 統計上観測される失業率は、労働参加率の悪化（90年代後半に60%台後半だったものがリーマン・ショックで60%台前半まで急速に低下）により実態より低めとなっている可能性がある。長期失業者も増加していることなどを考慮すると、雇用状態は統計上の失業率に現れているよりも深刻な状況にあると考えられる。
- 8) Congressional Budget Office, "The Budget and Economic Outlook: An Update", August 2010
- 9) Congressional Budget Office, "Economic Effects of Policies Contributing to Fiscal Tightening in 2013", November 2012
- 10) 所得税率引き下げの一部恒久化（年間所得45万ドル以下）、金融失業保険給付期間延長（1年）など
- 11) 内閣府、「世界経済の潮流2013 I - 成長力回復への課題」、2013
- 12) 2009年14%の財政赤字を2014年に3%以下へ縮小、公的部門の賃金と年金の大幅削減、付加価値税率の引き上げと徴税強化など
- 13) EFSM（欧州金融安定化メカニズム）はEU首脳会議の決定で設置されたギリシャ危機対応のための暫定的な組織（2013年6月まで）、資金規模は600億ユーロ。参加国はEU加盟国。
- 14) EFSF（欧州金融安定化ファシリティ）もギリシャ危機対応のためにユーロ参加国の政府間合意で設置された暫定的な組織（2013年6月まで）、資金規模は4400億ユーロ。

参考文献

- ローレン・ブーン、「欧州統合と金融危機—原因、影響および対応策—」、『フィナンシャル・レビュー—平成21年第5号（通巻第97号）』、2009年2月
- Congressional Budget Office, "The 2013 Long-Term Budget Outlook", 2013
- Congressional Budget Office "The 2013 Long-Updated Budget Projections: Fiscal Years 2013 to 2023", 2013
- Congressional Budget Office, "The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013 to 2023", 2013
- IMF, "World Economic Outlook (WEO) Hopes, Realities, and Risks", 2013

- IMF, "Global Financial Stability Report Transition Challenges to Stability", 2013
- 伊藤 さゆり, 「常設の金融安全網・欧州安定メカニズム (ESM) 発足の意義ユーロ危機対応における位置づけと今後の課題」, 『ニッセイ基礎研レポート 2012-10-30』, 2012年10月
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2008年Ⅱ—世界金融危機と今後の世界経済—』, 2008年
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2009年Ⅰ—世界金融・経済危機の現況—』, 2009年
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2009年Ⅱ—雇用危機下の出口戦略: 景気回復はいつ? 出口はどのように?—』, 2009年
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2010年Ⅰ—アジアがけん引する景気回復とギリシャ財政危機のコンテジョン—』, 2009年
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2010年Ⅱ—財政再建の成功と失敗: 過去の教訓と未来への展—』, 2010年
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2011年Ⅰ—歴史的転換期にある世界経済: 「全球一体化」と新興国のプレゼンス拡大—』, 2011年
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2011年Ⅱ—減速する世界経済, 狭まる政策余地—』, 2011年
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2012年Ⅰ—欧州政府債務危機を巡る緊張が続く世界経済—』, 2012年
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2012年Ⅱ—世界経済安定化への模索—』, 2012年
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2013年Ⅰ—成長力回復への課題—』, 2013年
- OECD "OECD Economic Outlook, Volume 2012 Issue 2", 2012
- OECD "OECD Economic Outlook, Volume 2012 Issue 1", 2012
- OECD, "OECD Economic Outlook, Volume 2013 Issue 1", 2013
- ピエール・カルロ・パドアン, 「危機における財政政策—その影響, 持続可能性, 長期的含意」, 『フィナンシャル・レビュー平成21年第5号 (通巻第97号)』, 2009年2月
- 鈴木敬之, 「EUにおける銀行同盟の議論」, 『預金保険研究』 (第十五号), 2013年5月
- 田中理, 「欧州の債務危機対応で注目される新財政協定の概要と課題」 (No. 321), 『資本市場』, 2012年5月