

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

## 米ドル信任問題の新局面《二》<sup>1</sup>

(財) 国際通貨研究所  
専務理事 篠原 興

前稿に於いては、昨年の夏時分から問題が大きくなった米国に於けるサブプライム問題が、その展開の推移如何に依ってはもっと大きく国際金融市場を揺るがしかねず、米ドルそのものの信任問題に火を点けるかも知れないと言う問題意識から、現象面に於ける“ドル離れ”の萌芽的な動きに光を当てて論を進めた。本稿に於いては、最近のサブプライム問題の展開を目に入れつつ、前稿でお約束した諸点に触れながら、更に論を進展させようと思う。まずは米国の現状の、現時点での認識整理から始めるのが適当だろう。

### 1. サブプライム問題の現状

本問題そのものに関しては、既にこれまで多くの専門雑誌等に於いて特集記事が組まれている。それらを目にされた方も多と思われるので、屋上に屋を重ねるが如き記述は差し控える事にするが、一言で言い表せば「未だその底は見えて居ない」と言う事に尽きると思われる。以下若干詳しくテーマ毎に見て見よう。

サブプライム問題そのものの発生地である証券化商品、特に不動産担保関係商品の市場は崩れたまま深刻の度を加えている。一人住宅ローン担保証券（RMBS）のみならず、債務担保証券（CDO）などの主要証券化商品の市場に於いてかなり急速な価格の下落が続いていると共に、当然の結果である国債との利回りの格差（信用スプレッド）もじりじりと広がっている。

また連想ゲーム的にと言うと、深刻な当事者には叱られそうであるが、この証券化商品の不況が、例えば資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）市場の事実上の機能停止（新規発行の停止）を呼び、既存ペーパーの償還と共に市場規模は縮小の一途を辿っている。

<sup>1</sup>本稿は外国為替貿易研究会 国際金融 1188 号(2008.5.1 発行)に掲載されたものである。

さらに事情を複雑化しているのがモノラインと呼ばれる業界のやや危機的な状況であり、この業界各社の格付けがこれ以上大幅に落ちる様な事態になれば、業界の存亡にも係るであろうと共に、彼らの付与する保険に依って成り立っていた金融取引自体の崩壊にも繋がる大問題なのである。これらの諸市場の機能不全が何を呼び起こすかと言えば、金融市場全体を覆う信用収縮と言う事になるのか。

短期金融市場の機能不全として、金融機関同士の資金のやり取りに関しても、出し手サイドのオーバーとも思われるリスク忌避の動きの中で、スムーズな取引が出来上がっていきそうに無い。(この事は、我が国でも97年の秋にかなり大掛かりに起きており、当時の状況を思い出す方も多かろうと思う。) これらの市場機能の復活は、夫々の市場に於ける今の下方への動きの底が見えれば、その底を基点として反転して行くのであろうが、その肝心の底が市場関係者にとって納得行く形で見えていないと言うのが現状の大きなポイントなのである。

金融機関の融資態度の一層の厳格化は、インターバンク市場の仲間取引のみならず、一般の金融の需要に対してもかなり壮大に起きていそうである。サブプライムのみならず、優良なプライム住宅金融ローンも同様に大幅に貸出態度が厳格化されたままである。さらに、クレジットカードを通じる貸出や、自動車ローン等の消費者ローン一般も厳しくなっていて、この様なマーケットを対象とする信用供与関連は既に大きく収縮を始めているのである。

この動きに触発された形で、商業用不動産関連ローンも、或いは一般の商工業向け貸出の態度に付いても、同様の厳格化の動きが判然となりつつある。言わば金融界挙げての貸し渋りであり、我が国の98年3月の公的資金に依る資本注入を思い出させる一幕となってきた。また、欧州中央銀行の調査では、この融資態度の厳格化の動きが広く欧州に於いても見受けられ始めており、欧州に於ける信用収縮の動きにも注意を向ける必要が出てきている。

各市場の値下がりの動きの底値が未だ見えないと言う事は、金融機関が被る事になるかもしれない負担額(損失額)が見えないと言う事を意味する。一つの大型の金融機関の再建計画が発表になりやっと喉元を過ぎたと思うと、今度は別の登場人物に光が当たりと、これまた底が見えない状況にある。金融機関は、生き残りを賭けてリスク資産の処理と自己資本の増強に取り組んで居る模様であるが、この資本勘定の一部毀損から来る新規の貸し出し需要への対応能力不足も、少しずつ深刻化しそうに思える。

以上駆け足で米国の金融市場の抱える問題の現状を見てきたが、これらの諸点の語る当然のマクロ経済論理は、成長のかなり大幅なスローダウンと言う事になる。それも若しかすると多くのエコノミストが語る様な短期の状況では無

くて、やや長く続く恐れもある。我が国の場合の様に10年以上も掛る事はあるまいと考えるが、それは我が国に於いては物価の上昇がゼロ以下と言うデフレの状況と重なったから長く掛ったという側面もあった。これに比べて米国はデフレの心配は当面無さそうである。

その一方で、逆のインフレの要因は幾つも数えられ、金融市場の整備とインフレ対策と、もう一つ加えれば経常赤字金融の為の資金流入と、三方睨みで政策を実行しなければならないと言う問題を抱える事になる。この三方への対策をストップ&ゴーで繰り返すと思わぬ時間がかかる蓋然性は否めないのである。

そうすると、結局米ドルの信任問題はいよいよ深刻化して、米ドル為替相場の暴落局面を迎える事が必至であるかと言えば、多分そうではなさそうである。あるいは、そうはさせたくないのが、多くの方々のお考えであると思うので、次項ではこの点に関して少し続けて見る事とする。

## 2. マクロ的に見た米ドル問題

少し迂遠な話になるが、80年代のラテン・アメリカの諸国が陥った金融危機とそれへの対応から思い出して見る事としよう。これらの国々は、政府の人気取り政策の結果としての財政の拡張、一般家計の消費過多（自国通貨への不信の裏返し）、海外への資本逃避等から、いとも簡単に経常収支危機に陥った。

この時、IMFを始めとする国際金融筋の処方箋も極めて教科書的であった。①貯蓄投資バランスの回復、②財政部門のバランスの改良、③貿易収支（ひいては経常収支バランスの回復）、この三つがセットの中心であった。①の為には大幅な金利の引き上げ、②の為には、歳出の削減と歳入の増強、③の為には大幅な自国通貨の為替相場切り下げ、これ等が夫々対応策の柱を形成していたのである。

これだけ強烈な手段を講ずれば、経常収支は目に見えて改善するのは言わば当たり前で、結果として経済の大幅な落ち込みと悪性のインフレの種がその度毎に残される事となったのである。この経済の大幅な落ち込みは何を意味するかと言えば、家計の生活レベルの下方への押し下げであり、種々のルートを伝わって家計に尻を拭かせたと言っても過言では無い。

また、改善した経常収支は結果として外貨の純収入を生み出し、これは図式的に言えば対外債務の返済に充てられた訳である。（この時海外の金融機関（民間機関）は必ずしも満額の返済に預かった訳では無く、一部を債権放棄の様な形で負担したケースもあった事は忘れまい。）つまり、一般大衆の負担に於いて、対外債務を返済したと言うのが、マクロ的な論理であったのである。

さて、これら経常収支危機を起したラ米の国々と、経常収支問題的には遙か

以前から構造的問題と認識されており、結果としての対外債務の積み上がりが膨大なアメリカとの基本的な差は如何に考えるべきであろうか。米国の場合の最大の特徴はその対外債務の90%が自国通貨建てである点と言える。米国の対外債務の総額は1兆6千3億ドルでこの内90%以上が自国通貨建てである。(対外債権は総額が1兆3千8億ドルで、約半分が他国通貨建て、また債務総額との差2兆5千億ドルが純債務額となる。)

つまり、ラ米の諸国は海外から借入をする際に米ドル建てでないと貸して貰えなかったのに対して、米国は自分の通貨での借金がその太宗を占めている点が大きなき差と言える。もし米国が対外の支払いを自国通貨以外でする事を要求され、その経常収支の赤字ファイナンスも自国通貨以外での調達を強制されていたとすれば、かかる膨大な対外純債務の積み上がりは当然のことながら、とても可能ではなかった筈である。

経常収支の赤字幅の拡大が止まらず、対外債務の積み上がりの状況も、新しい数字を見るたびに腹の底に冷たい風が吹き抜ける様な感じを抱かせるようになって来たのは、今世紀に入ってからかも知れない。しかし、経済体の構造問題としてこれ等が影を落とし始めたのは遥かに以前からであり、とみに識者の間では問題意識の共有がなされて来ていたのである。

80年代のラテン・アメリカ諸国に適用した処方箋の、米国への適用が急務では無いかとの議論は、アジアの仲間内では良くなされていた。これに対して、同席した米国の論者達は、米国の旺盛な需要が世界の経済を潤している事や、米国が金融市場を広く世界に開放し、米国以外の国からの流入資金のために誠に適切な運用市場を提供しているため、資金は上手く循環しており問題は無い筈、などの反論がなされるのが通例であった。

処で、その米国もかかる状況に何の手も主体的に打たなかったかと言えさにあらずで、一時期双子の赤字と言われた片割れの財政の均衡化には大分目に見えた成果を上げていた時代もあった。また、80年代の終りからクリントンの第一期に掛けては、上記の③に関して、経常の赤字が改善すれば国内バランスも同じだけ改善するとの、かなり本末転倒的議論から、米ドルの切り下げを国是とした様な観があった時代もあった。

この動きは95年のドルの全面安と為替市場の混乱を招き、180度の転換を余儀なくされたのであり、以来米国は正式なコメントとして「強いドルが世界の為にも米国の為にも良い事である」といい続けてはいる。

ところで、この間にどうしても手が付かなかったのが、上記の①の基礎的な貯蓄投資バランスの改善と言うポイントである。米国の経済は長きに亘って個人消費に依存した成長を続けて来ており、この10年近く、不動産価格は何時までも上がり続けると言う神話に頼って(90年代の後半にアジアの諸国が聞

かされた事と本質的には全く同じ) その拡大のスピードを上げ、家計の貯蓄率がゼロやマイナスと言った明らかに異常な事態を迎えていた。

この貯蓄率を上げると言う事は、他の条件が不変な場合には、それだけ生活のレベルを押し下げる事を意味するだけに、敢えて米国に対してこの問題点を指摘して、対応を要求すると言う事は、あの IMF でさえあからさまには出来なかったのである。また、米国の指導者達も簡単に採用出来るテーマでは在り得なかった訳なのである。

米国に対する赤字ファイナンスの提供国達の側から、特にその典型的な金融形態である各国の外貨準備の運用にとって見れば、対本国通貨で米ドルの切り下げが一番の関心事である事は論を待たない。それはそうであろう。日本だって例えば120円で貸した1ドルが、返って来てみたら80円であったとか、それ以下であったとか言えば、会計上のみならず実質的に損を被る事は明らかなのである。

「強いドル」は、その意味からも重大である間、基礎的なバランスの崩れに対して恐々と見守って来たと言うのが本音であろう。そこに起きたのが今回のサブプライム問題であり、その展開としての信用収縮の動きである。

これは、どの位の規模で何時まで続くか今の処では見通しが立て難いが、信用収縮が家計の消費関連の金融行為を中心に起きる可能性が高い事を考えれば、当然のことながらこれから消費が落ち込んで行く事は想定される。これは、時差を於いて家計の貯蓄率の改善を呼ぶ事は間違い無い。

消費が落ちると消費関連の投資も低レベルへ下がるであろうし、結果的に米国のマクロの基礎的なバランスが改善に向って動くであろう事は予想の範囲内の話なのである。この結果経常収支の赤字巾が大幅に改善する可能性は小さくない。サブプライムが問題化する以前から所謂住宅バブルは調整局面に入って居り、その結果が昨年の経常赤字の5%台への改善に繋がったと考えれば、これからの改善の結果は例えば3%への改善もありそうである(これだって決して小さな赤字巾では無いが)。

前稿でも触れた通り、経常のバランスの改善が目に見えて来れば、それを世界の市場は歓迎して、米ドルの復権を囃す事になろう。この時重大なのは、その経常勘定の改善がドルの無理矢理な切り下げの結果ではなく、また財政部門の貯蓄超過の結果でもなく、米国経済が置かれた状況への米国自身の合理的対応策の展開の結果として、基礎バランスとしての貯蓄・投資バランスの改善に依る点である。これは、当然の副産物として幾つかの事柄を呼ぶ事になるが、羅列的に並べて見よう。

先ず米国内では、低成長・不景気・雇用問題の悪化・所得の伸び悩みと言った状況（現在我が国が抱えている様な諸点）がかなり長き、米国民はそれに耐えなければならなくなるだろう。80年代のラ米諸国が陥ったのと同じ、一般的生活水準の低下を直視し忍ばなければならないのである。アジアを始めとする諸国にとってみれば、第一に米国の旺盛な消費需要に頼れなくなる点である。つまりアメリカに物が売れない状況を如何に克服するかが大問題となる。

同様に、これ迄アメリカに積み上げて来た余裕資金の新たな投資先を確保しなければならぬ。積み上げて来たドル資産の一部を、新たな運用先へ転用するオペレーションを含むことになるであろう。大きな構造変革の緒に就いたともいえるのである。かかる状況を一言で言えば、世界経済の多極化と言えようか。

この多極化は言い出されてからかなり時間が経つが、種々の理由により言われている程には実態が進まなかったテーマである。今回は胴元の米国がお膝元の自国経済の状況への対応を取る間に、その対応への当然の論理帰結として、どうやらかなり実体化が進みそうに思えて来るのである。

### 3. 多極化の中のアジア諸国の対応

10年前のアジア危機の根本的な教訓は、米ドル一極集中の状況の持つ不安定さへの反省であった。筆者は危機以前より一貫してこの点に発想の支点を置いた論展開をして来たつもりであり、幾つもの具体的な提言もこの点に重点を置いたものであった筈である。アジア各国も一時は彼らの為替相場政策に於いてドルペッグからの卒業を深刻に模索したものである。しかしながら危機後10年、特に今世紀に入ってから数年の結果を見るに、この各国の外貨政策（通商の建値から資本取引の使用通貨等）の面に於いても、また為替相場政策に於いても、相変わらず米ドル中心で事が廻っている点に於いては危機以前と比べてさしたる変化はない様に見える。この事は、各国の為替市場が未だに対米ドル取引のみと言って良い状況であり続けている辺りに良く伺えよう。

今回の米国の陥った状況と、多分米国自身が主体的に取るであろうそれへの合理的な対応は、既に述べた通り米国内の消費の大幅な落ち込みと成長の長い不冴とを呼ぶ事になろう。米ドルの為替相場も、国内の基礎的なバランスの改善が示される迄は、経過的に大幅なドル安局面を迎える可能性は低くない。国際商品相場は、行き場を失った国際的短期資金が大量に流れ込み各種相場の高騰を招いていることは良く言われる事であるが、もしそうであるなら、遠からず落ち着くと考えられる。

しかし乍ら、忘れてならないのは、この商品相場の高騰は、産油国達が主張する様に「ドル安が原因」と言う要素を含んでいる点である。これら多くの事

をアジア諸国は冷静に且つ分析的に理解しなければならない。米ドル一極中心制を取り続けると、自国通貨の相場は必要以上に安くなり、しかも米国には物が売れない、輸入製品の価格は高くなる（輸入インフレ）と言う苦境に陥る可能性もあるのである。

米国が好むと好まざるとに係らず多極化への舵を切るとすれば、アジア諸国も相応の対応が必要となる。国内の経済経営がより難しくなる要素もあろうが、事情は国により区々であろうから、ここではその点は置いておく事にしよう。国際金融面での対応は一言で言えば「使用通貨の多様化」に尽きる。この使用通貨の多様化には、現象的に二つの現れ方がある。

一つは、国際的に流通している使用主要通貨の多様化である。米ドル建て一辺倒から、ある国向けのある物の輸出輸入を例えばユーロ建てにすると云った努力である。主要な貿易相手国の一つである日本向けの取引は、両サイド須く円建てにしても良かろう。これには相手のある話で、とはこれまた良く聞く話であるが、相手も（此れまで以上には買ってくれそうにない米国を除いて）国際金融の多極化と言う言わば同じ船に乗っている事を思えば、解決の糸口はあると期待される。

もう一つの現れ方は、域内の地場通貨の相互使用である。これは、自国通貨の国際化を急ぐべきでないと言う、もう一つの危機の教訓もあって、十全な形での展開は技術論として難しい点が多々あるかも知れないが、地場通貨同士の直接為替取引への道を模索するのは、大きなゴールの一つとして忘れてはならないのである。

さてこの使用通貨の多様化が何を要求するかと言えば、自国通貨の価値を写す鏡の変更である。此れまでは、米ドル一辺倒であったが故に、鏡は米ドルであった。使用通貨の多様化は、米ドルと言う鏡では計り切れない自国通貨の諸局面を産むだろう。ここに於いて筆者は、これまで本欄に於いて何回も触れたABU (Asian Basket Unit = ドル・ユーロ・円を等量含むバスケット単位) が、米ドルに代わる新しい鏡として、改めてその重要性が問いかける事になる点を強調しておきたい。単位そのものが持つ安定性に着目した為替相場政策が始めて可能となるのである。

先日東アジア共同体の現状に関しての意見交換の会があったが、アセアン諸国は「この処アメリカに放って置かれている感じを持っている」との報告があった。これを聞いて筆者は、真にもつけない幸いでは無いかとの感を強くした。アメリカが国内・海外共、アジア地域とは無関係な事件で苦勞している訳でアジア地域へ関心を持ち続けられないのは良く理解出来る。

つまり、アジア諸国も当面アメリカに煩わされずに大きな舵を切る事が可能な訳である。98年の夏にアメリカは南北アメリカ問題に集中したいとした折、我が国は宮沢構想を持ってアジアに提示した事を思い出そう。同様の長期に亘る洞察に裏打ちされた具体的且つ大乗的な提案を我が国がする事が、何よりアジア諸国に望まれているのである。

以上

Copyright 2008 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>