

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

「山を越したか国際金融不安」¹

(財) 国際通貨研究所
理事長 行天 豊雄

米国でサブプライムローン危機が発生してから9ヶ月経ちました。この間に、関連証券の価格暴落で米国と欧州を中心に世界中の金融機関が何十兆円に上る大きな損失をこうむり、資本の増強に追われました。住宅価格は下落を続けています。当然、住宅産業は深刻な打撃を受けていますが、それだけではありません。値上りを前提に住宅を担保に借金を増やした人達は、資産価値が下ってしまって、消費を減らさなければならなくなりました。米国経済の7割を占める個人消費の停滞は雇用や設備投資にも影を落とし始め、昨年の第4四半期以降、米国経済は殆んどゼロ成長に迄急激に減速しています。

米国連邦準備制度は短期金利を5.25%から2.0%迄矢継ぎ早に引下げると共に、欧州の中央銀行と共同して大量の資金を市場に供給し、金融市場で信用収縮が起るのを防ごうと必死です。政府も、1,500億ドル、GDPの0.8%に相当する戻し税を決めて、何とか景気後退を避けようとしています。しかし、いずれも効果が期待されるのは夏以降です。

サブプライムローン危機で直接打撃を受けているのは米国・欧州の経済ですが、その結果、経済成長の鈍化、輸入の減少が起り、これらの国への輸出で成長を維持している日本や中国にも影響が及んでいます。

さらに、世界経済の前途に最近深刻な不安をもたらしているのは、原油、天然ガス、各種の一次産品、食糧の値段が急上昇していることです。この価格上昇の背景には、需要・供給・流通などさまざまな原因が重なっています。しかし、同時に、サブプライムローン危機への対策として米国・欧州を中心に供給された膨大な流動性の一部が、折からのドル安にも煽られて投機化し、国際商品市場に流れ込んでいることが一因であるのも間違いありません。このような一次産品価格の上昇は、一方では世界的インフレをもたらすと共に、他方ではコスト高と実質所得の減少で景気を落ち込ませ、世界経済をインフレと停滞が

¹ 本稿は、2008年5月12日に放映されたNHK「視点・論点」に出演した際の原稿である。

複合したスタグフレーションに陥れる危険があります。とくに食糧の不足や値上りは、世界中の低所得人口に深刻な打撃を与えるでしょう。

このように、昨年夏以来の世界経済の動きには、まことに容易ならざる難問が山積している状態なのです。ところが、不思議なことに先月あたりから主に米国の市場関係者の間で経済の先行きについて楽観的な見方が出ています。つまり、サブプライムローン危機は峠を越した。これから市場は正常化に向かい、景気も年後半からは回復基調に戻るといえるのです。このような楽観論を反映して、株価も三月に底を打ったあと大きく値を戻しています。本当に楽観論の通りになるのでしょうか。そうなれば良いのですが、慎重に検討してみる必要があると思います。

楽観論にはいくつかの根拠があります。第一に、証券化された金融商品の価格は暴落しましたが、やっと底打ちの感じが出て来た。その過程で発生した評価損失の処理もほぼ終了、多くの金融機関が積極的に資本増強を進めているといえるのです。三月に大手の証券会社ベアー・スターンズ社が破綻したことは大きなショックだったのですが、同時に、これで最悪の事態は過ぎたという一種のカタルシスにもなったようです。第二に、先程述べた金融財政面での異例とも云える思い切った対策が遠からず効果を上げる筈だという期待です。第三に、住宅関連以外の米国産業は依然として堅調だという自信です。農業やエネルギー部門は順調だし、輸出関連もドル安と新興市場の高成長に支えられている。株価の回復はこういう実態を反映したものだという見方です。現に、大方の予想ではマイナス成長だと云われていた本年第1四半期のGDPも年率0.6%のプラスでした。第2四半期は多少マイナスになるかも知れないが、後半は回復に向かう筈だというものです。

こういう楽観論は根拠のないものではありません。しかし同時に、楽観論を戒める見方もあり、それにも耳を傾けなければいけません。

慎重論によると、サブプライムローン危機による金融市場の混乱はまだ底を打っていないし、米国経済の停滞は深く長いものになるおそれがあるということです。つまり、楽観論とは正反対だということです。慎重論の根拠はこういことです。米国には8,000万戸の住宅がありますが、そのうち5,500万戸は住宅ローンの抵当に入っています。米国の住宅融資は対象になる住宅だけが担保になっているものが多いので、住宅の市場価格が債務額以下に下落すると、債務者の中には住宅を放棄して債務を免れてしまう者が出てきます。現在住宅価格は年率13%の速さで下落しており、すでに400万戸について市場価格が債務額を下回っています。その戸数は今後も急増し、来年春迄には1,200万戸に達するという予測もあります。そうして住宅が放棄されればそれは住宅市場における歴大な不良在庫を意味するわけで、米国住宅不況はきわめて深刻なものだということです。そうなれば、景気全体への影響も大きくなるでしょう。現に雇用は今年に入って4ヶ月減少を続けており、不吉な様相を見せ始めています。第1四半期のGDPが0.6%のプラスと云っても、在庫増加分を除けば実質はマイナスで、米国経済は既に景気後退に入っているとも云えます。中国やインド等

新興市場の高成長も既に鈍化し始めており、米国の輸出も増えないでしょう。

このような景気の悪化は、必ず不良債権の増加をもたらします。つまり、今回のサブプライムローン危機は、まず金融市場で発生した危機が住宅市場を経由して実体経済を悪化させるという経過を辿ってきました。ところが、今や実体経済の悪化が一般的な不良債権の増加を通じて、再び金融市場に打撃を与えるという構図になろうとしているということです。今迄の評価損失処理や資本補填で問題が片付いたとはとても云えないのです。しかも、先にも述べたインフレの危険を考えると、今後の財政金融政策の運用は非常に難しくなります。

こうやって楽観論と慎重論を比べて見ると、どうも私は慎重論のほうがより現実性があるように思います。つまり、実体経済と金融市場の両面で米国経済の困難はまだ終わっていないということです。ということは、その困難が、日本を含めた世界に転移されて行くリスクにも十分備えておかなければならないわけです。日本の金融機関のサブプライムローンがらみの損失は段々とふえて 2 兆円近くになりました。今後米国市場を中心とした不良債権の増加で収益の悪化は避けられないでしょう。世界的景気減速の影響は国内経済にもじりじり現われています。

しかし、先進工業国の中では日本の被害が比較的軽微なことも事実です。ですから、私は今回の危機が明らかにした種々な中長期的問題に、このチャンスを生かして、一步でも先に対応を進めることが、当面の日本の第一の課題だろうと考えている次第です。

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, Nihombashi 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

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