

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

## 米国と世界が直面する複合的危機

### ～求められる政治・経済・イデオロギー的米国の再生～<sup>1</sup>

(財) 国際通貨研究所

理事長 行天 豊雄

現在の危機には二つの特色がある。一つは、それが四つの異なった要因の絡み合いの中から発生している複合的危機だということである。もう一つは、四つの要因がいずれも一過性のものではなく、世界経済の構造的、歴史的変化を示唆しているという点である。四つの要因とは、住宅バブルとその崩壊、金融市場の危機、世界インフレ、そしてドル安と国際通貨不安である。

住宅バブルとその崩壊は、世界中で何回となく繰返されてきたさまざまなバブルと同じである。需要の見通しに対する幻想的な楽観が過剰供給と過剰在庫を生み、必然的に価格は急落する。現在米国ではこの過程が二つの経路で实体经济を脅かしている。一つは、住宅価格上昇分を見返りに借金をふやし、それを消費して成長するというパターンが壊れたこと。もう一つは、住宅関連産業が停滞し雇用・投資が減退したことである。

本年第3四半期以降の米国経済は景気後退水域に入るだろう。さらに、この危機の経験は米国経済の成長パターンに変化をもたらすのだろうか。米国経済は戦後一貫して家計消費主導の成長を謳歌してきた。そしてその成長は輸入を増大させて経常収支の大幅な赤字を生んだ。しかし、日本を含む他の世界は、米国への輸出で拡大を保ってきた。今世紀に入ってからの世界の同時好況は、かなりの部分、米国の消費過剰に支えられた。そのパターンが変わったら世界経済はどうなるのか。

金融市場の危機は住宅バブル崩壊と表裏をなしている。巨大な国際収支不均衡、景気維持のための安易な金融政策、情報技術の進歩による金融工学の発展

<sup>1</sup> 本稿は、2008年9月23日付日本経済新聞「経済教室」に掲載されたものである。

という三つの要因は、世界に高利廻りを求める資金を溢れさせ、それを運用するさまざまな派生商品や証券化商品が考案された。住宅バブルで膨れ上がった住宅金融市場では、それ以前には存在しなかった低信用借入者向けの融資（サブプライム・ローン）が一兆五千億ドルに迄拡大し、その債権は証券化されて世界中に売り捌かれた。

金融の世界に、新しい市場と、新しい商品と、新しいプレーヤーが生まれたのだが、その重大さに気付いた人は少なかった。住宅価格の急落でまずサブプライム・ローンが不良債権化し、急速に他の金融商品市場にも汚染が拡散している。市場で当事者間の信用が失われた時、金融は消滅する。現在米国の金融市場を襲っているのは深刻な信用収縮であり、金融資産の価値下落による資本不足である。

現在の危機は、資本主義が金融資本主義になり、貪欲に駆り立てられた、説明責任を果さないプレーヤーが、透明でない商品売りまくった結果なのか。冷戦終了後の世界のパラダイムとなったアングロ・サクソン型の市場主義モデルは破綻してしまったのか。三十余年に亘った金融自由化の流れは遂にモメンタムを失い、振り子は方向を変えたのか。

世界的インフレへの危惧は昨年末の原油価格急騰で一挙に顕在化した。他のエネルギー、工業原材料、食料品価格にも急速に波及し、世界は予想もしなかった事態に意表をつかれて狼狽した。原油価格の高騰は、中国やインド等で予想を超える需要の増加があったにも拘らず、採掘・精製能力の対応がなされていなかったという mismatch と、先物市場への大量の資金流入が直接の原因であった。

その後、世界的景気後退懸念や投機資金の退潮で、値上がりの過剰部分ははげ落ちた。しかし、基本的な問題は、中国・インド等には無尽蔵の低賃金労働力と巨大な過剰生産力があるから、それは世界的なデフレ圧力を生むという想定は実は間違っていたのではないか。むしろ実際に起るのは賃金上昇圧力と過剰消費による世界的インフレなのではないかという点なのである。これが重要なのは、云う迄もなくその答え次第で金融政策が変わるからである。現在世界中の中央銀行は、こと金利政策に関する限り、動きがとれなくなっており、この状態は来年まで続かざるをえない。

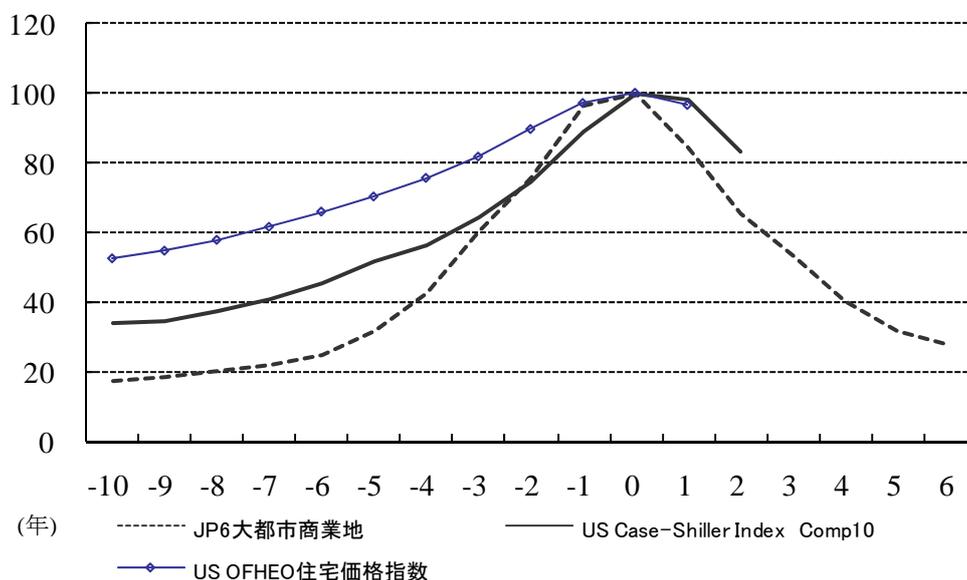
ドル安と国際通貨不安は現在の危機以前から存在していた。1970年代のブレトン・ウッズ体制崩壊以来、ドルは長期的には一貫して低落基調にある。それは基本的に米国の経常収支赤字が着実に累積されてきたからである。現在の危機発生以来、ドル安と国際通貨不安の問題に新たな関心が寄せられているのは、次の三つの展開があったからである。

第一に、今回の危機で米国の金融機関、金融市場の脆弱さが露呈された。第二に、イラク戦争以来、世界の指導国家としての米国の威信にかげりが出ている。第三に、今まで海外にあるドルは保有者にとって最も安全・安定した資産だった。ところが最近とくに一部の政府系ファンド（SWF）のように、保有ドルを時刻の外交的・軍事的目的に使用するかのような動きがある。このことがドルの将来への安心感を損なっている。

ドルが予見しうる将来に亘って事実上の国際基軸通貨であり続けるのは間違いない。ドルに代替する総合的な力を持った通貨は存在しない。しかし、問題なのは、後継者がいないのに、指導者の力が衰えていることである。どうしても事態は不安定にならざるをえないのだ。

それでは事態は当面どのように展開するのであろうか。既に述べたように、今回の危機の根本にあるのは米国住宅バブルの崩壊である。したがって、回復のプロセスは、まず住宅価格が下げ止まる見通しが出てくることである。住宅市場で取引が復活し、在庫が減り、新規着工もふえてくる。そうなれば、住宅ローン担保の証券化商品に値頃が出て来て市場が復活する。それが他の金融商品市場をも活性化する。金融機関や投資家のバランスシートの正確な実態が明らかになり、不良債権処理や資本注入を完了するメドが立てられる。

(図1) バブル前後の日米不動産価格の変動



(注)ピーク年の水準を 100 としてその前後の年の数値を指数化。ピーク年は日本が 1991 年、米 S&P ケース・シラー住宅価格指数(10 都市指数)が 2006 年、米 OFHEO 住宅価格指数が 2007 年

問題は、住宅価格の下落がまだ続いていることである。上のグラフからも見られるように(図1)、まだバブル前の水準には戻っていないし、90年代の日本の不動産バブルの時と比較しても、まだ下落する可能性が高いと云えるだろ

う。米国内でもその意見が多い。住宅市場が安定水準に戻らなければ、金融危機の禍根は排除されない。信用収縮と資本不足という危機の可能性は続くのである。

米国の当局が金融界の重大な変化を見過ごしていたとか、昨年危機が表面化してからの対応が後手々々だったとかいう批判はその通りであろう。そして、ベアー・スターンズ破綻以降の矢継早の支援・介入措置は、他に選択の余地のない、止むをえないものだったのも確かである。米国金融機関の破綻・再編はまだ続くだろう。そして当局は、当該金融機関の市場価値に応じて、抹殺・流動性補填・不良資産買い取り、資本注入案の対応を弾力的に行なうだろう。当局の保有資源はまだ潤沢であり、金融システム崩壊というような心配は全くない。

とはいえ、公的支援というのは、形は何であれ、要するに民間の持つリスクを公的部門が肩代りすることである。それは公的部門のバランスシートを劣化させる惧れが高いことも否定できない。米国経済が今回のサブプライム危機を曲りなりにも切り抜けたと云えるのは、早くても2010年の話だろう。

しかし、今回の危機が米国に本当に突き付けているチャレンジは、冒頭に述べたような構造的問題にどう対応するのかという点なのである。つまり、過剰消費体質を本気で直すのか。金融市場の自由と公正と競争を維持しながら、貪欲と不透明を排除できるのか。そして、基軸通貨としてのドルへの国際的信認を回復するような経済的・政治的・イデオロギー的再生をなしとげることができるのか。

これらの課題は歴史的規模の課題であり、一政権で成否が決まることではない。しかし、一ヶ月後の大統領選挙で米国民がどういう選択をし、選ばれた新大統領がどういう政策綱領を掲げるかということは、米国がこれから歩いていこうとする道の方向を示すという意味できわめて重要である。そして、今日の現実において、好むと好まざるとに拘らず、米国の選択は日本を含む世界に対しても同じように重い選択を迫ることになるのを忘れてはならない。

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>