

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

## 「世界金融危機の行方」<sup>1</sup>

(財) 国際通貨研究所  
理事長 行天 豊雄

今年の5月にこの番組で国際金融不安についてお話し、見通しは楽観を許さないと申し上げました。残念なことに、不吉な予測が適中してしまい、この五ヶ月間における世界経済環境の劇的な悪化は、第二次大戦後の歴史においても特筆すべきものになってしまいました。とくに悪化が加速したのは9月に入ってからでした。リーマン・ブラザーズが倒産したのをきっかけに、9月中に米国投資銀行の上位五行がすべて姿を消すという信じ難いようなことが起りました。混乱は保険等の他の金融分野にも波及し、英国をはじめとする欧州の金融市場に飛び火しました。貸し渋りの激化で金融市場は麻痺状態に陥り、株価は暴落しました。欧米の当局はパニック状態になってしまい、僅か二週間の間に、金利引下げ、不良債権の買上げ、預金支払い保証、公的資金注入というように文字通り何でもありの支援対策を矢継ぎ早に打ち出しているのが現状です。

何故にこんなことになってしまったのでしょうか。原因は二つあると思います。第一は、金融不安が伝染する勢いの強さについての認識が世界中で全く欠けていたことです。そのため当局や金融機関の対応は後手に廻ってしまいました。本当の価値が良く判らないような証券化商品が、これまた十分な監督下がない金融機関によって、大量に世界中にばらまかれているという条件の下で、サブプライム・ローンの破綻がどういう連鎖反応を起すか、誰一人予測できなかったのです。さらに米国の場合、元来政府の介入を嫌う共和党政権下であったこと、政権末期の選挙間近で求心力が無いことも禍いしています。第二は、かねがね案じられていた実体経済への波及がいよいよ現実化したことへの恐怖です。住宅価格下落による家計消費、企業収益、雇用の減退が第3四半期以降

<sup>1</sup> 本稿は、2008年10月20日に放映されたNHK「視点・論点」に出演した際の原稿である。

急速に顕著になっています。米国景気後退入り必至という認識が、世界中の景況感に冷水を浴せているのです。

それでは、世界経済はこれからどうなるのでしょうか。政府による不良債権の買上げとか公的資金の注入という、いわば応急の血止め措置によって、金融市場の緊張が緩和されることは間違いありません。貸し渋りも徐々に改善されるでしょう。しかし、重要なのは、いつ米国の住宅価格が下げ止まるかです。下落が続く限り、住宅関連の証券化商品の価格は底打ちせず、金融市場全体の正常化も終らないこととなります。現状では更に 15%は下落するだろうという見方が多いです。

実体経済の停滞ですが、歴史的にみると、米国の景気後退はFEDの金融引締めによって誘発されるケースが殆どです。しかし今回はFEDの政策ではなく住宅市場の崩壊が原因ですから、回復には時間がかかると思われます。従って、金融市場・実体経済両方の観点から考えると、米国の景気後退は来年半ば頃まで続き、本格的回復は2010年になってからということになるでしょう。金融危機も不況もいつかは必ず直ります。被害の大きさと後遺症の厳しさが違うだけです。しかし、今回の危機の重要な特徴は、それが世界経済の三つの歴史的・構造的な課題と絡み合っているということです。

第一は、世界経済の成長のパターンとの関連です。第二次大戦後の世界経済は、消費過剰で経常収支が赤字の国と、貯蓄過剰で経常収支が黒字の国との間の世界的不均衡を基礎に成長して来ました。貯蓄過剰国はかつて日本やドイツという先進国でしたが、最近では中国や産油国という発展途上国が中心です。しかし、消費過剰国は一貫して米国でした。つまり、米国の消費過剰が世界経済の成長を支えて来たのです。今回の危機で米国の過剰消費はいわば強制的に修正されています。危機が終わったあとの米国経済はどうなるのでしょうか。また、貯蓄過剰国は国内消費を拡大することができるのでしょうか。

第二のポイントは、資本主義がどう変わるのだろうかということです。米国のレーガン改革、英国のサッチャー改革を契機に、世界経済では規制撤廃、競争促進、市場重視を柱とする米英型のモデルが重視されてきました。とくに二十世紀末からは、経済活動のグローバル化、ITを活用した金融技術の発展、世界的な流動性過剰を背景に、経済における金融の役割が異常に拡大していました。危機の温床となった証券化商品は正にその産物だったのです。危機の経験から、リスク管理や金融監督の不備、非倫理的な貪欲に対する批判が高まっています。大規模な金融救済措置の結果、民間のバランスシートが縮小したのに対し、政府や中央銀行のバランスシートは異常に拡大しようとしています。規制撤廃の流れは逆転し、政府の役割強化、再規制を求める声が強くなっていま

す。米英型の資本主義は変容を迫られ、保護主義、規制強化、大衆迎合の流れが力を増すのでしょうか。

第三のポイントは、世界の基軸通貨としてのドルの将来です。世界の覇者としての米国の圧倒的な国力を背景にして、戦後の世界経済でドルは唯一の機軸通貨の役割を果たしています。しかし、近年イラク問題等が原因で、米国の国際的指導力が低下してしまいました。加えて、経常収支赤字が続いているため、中国や一部産油国に何兆ドルという外貨準備が蓄積されています。これらの国がこのドルをどう使うかでドル相場や米国の金融情勢は大きな影響を受けることになります。今回の危機の結果、米国の金融機関が体力を失ったことは、こういうドルに対する潜在的な不安を一層高めることになっているのです。ドルは機軸通貨の地位を失うのでしょうか。そうなったら国際通貨情勢はどう動くのでしょうか。

このように、現在の危機の行方は世界経済の将来にきわめて重要な関連を持っているのです。幸い、今迄の所、日本の金融産業は欧米に比べると、危機の被害をそれ程大きく受けていません。金融システムの健全さ、資金力でも比較的優れており、円も堅調に推移しています。そのため、国際的にも日本の金融に対する評価が高まり、とくに東南アジアでは日本の指導力への待望があります。

日本経済の将来を考えると、少子高齢化という人口問題や社会保障制度等の財政問題があり、高い成長率は望めません。その中で、豊かな生活水準を保ちたいのであれば、日本が持っている資源を活用して収益を確保しなければなりません。発展するアジア諸国の競争力を考えると製造業だけで十分な収益を上げることは不可能であり、金融をはじめとするサービス産業を強化することが不可欠です。欧米の金融産業が調整を余儀なくされるこれからの数年は、日本にとってチャンスになります。強い資金力と高い信頼性を武器に、政府と民間が協力して、まずはアジアの金融システムの育成・強化を主導し、そこに生まれるビジネス・チャンスを最大限に活用すべきだと考えます。

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>