

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

世界同時不況を超えて¹

(財) 国際通貨研究所

専務理事

渡辺 喜宏

watanabe@iima.or.jp

グローバル・リセッション

現在我々は、大恐慌以来、経験したことの無いほどの急激な景気後退の渦中にあり、又金融市場は極端な緊張状態が続いています。企業消費者の自信喪失もあり、特に先進国の昨年第4四半期に顕著ですが、成長率の落ち込みは著しく米国は前期比年率-3.8%、日本は-12%の落ち込みとなりました。途上国にもこの影響が津波のように及んで、金融の逼迫・金融コストの上昇と外需の急激な落ち込みをもたらしています。

二桁台の成長が続いていた中国ですら、同四半期の成長率実績は前年同期比6.8%と驚くほどの減速です。まさにグローバル・リセッションといえます。

発端は金融市場の信頼感喪失

言うまでもありませんが、始まりは、2007年8月以降の投資銀行における評価損の拡大だったわけですが、ここまで経済が同時に悪化した原因は、経済のグローバル化が進み各地域の相互連関性が高まったことで金融市場の信頼感 (Confidence) の喪失が瞬時に広がったことです。それに加えて、金融と実体経済の負のスパイラルにより商業銀行における不良債権が拡大し、経済悪化をさらに加速させているのです。

¹ 本稿は、2009年2月10日 ABAC 第1回会合 (於ウェリントン) 全体会議でのスピーチの原稿である。

最大限の緩和スタンスにある金融政策

100年に一度と言われる景気悪化に対し、政策対応においても尋常ではない対策が、尋常ではない規模で採られています。政策金利は、日米がほぼゼロまで引き下げられ、ECBやBOEも過去にない低水準にまで緩和されています。中央銀行は市中銀行の信用保証のみならず、MBS、CP、社債の買い取りなど、所謂FRBが“信用緩和（Credit Easing）”と呼ぶ手段を使って、企業の信用リスクも直接抱える政策に踏み込んでいます。

IMFは、米国の資産担保証券を中心に金融セクターの損失を2.2兆ドルと上方修正しており、これまで8千億ドルに上る大胆な金融機関への資本注入などによる資本強化策も未だ不十分としています。

市場には、潤沢な流動性は供給されているものの、残念ながら主要金融機関のクレジットスプレッドは信用の回復を示しておりません。

こうした中で金融面での各国政府による企業サポートや、国境をまたがる金融破綻の処理に伴う紛争など、保護主義或いは金融重商主義と背中合わせの動きがあり警戒を要すると言えましょう。G20などの場による各国経済の協調が必要とされています。

次に期待が集まるのは財政政策

金融政策で、採りうる策がほぼ出された中、次に期待が集まっているのは財政による景気刺激策です。特に注目されるのが米国のオバマ政権による経済対策で、8250億ドルの規模は、米国GDPの約6%の規模ですから、2009年、2010年の2年に分かれるとはいえかなりの規模と評価していいでしょう。中国の経済対策4兆元も、中国GDPの16%です。中国にとってももちろん巨額ですが、ドルに換算しても5830億ドルと相当な規模であり、アジア地域全体の経済を底支えし得る規模と見ていいでしょう。

経済が自律的に緩和するには...

ただ、こうした政策対応は、あくまで大幅な景気後退を緩和するものであって、持続性のある回復を保証するものではありません。それにはコンフィデンスの回復と経済の自律的な反発力が生まれるのを待たなければなりません。その鍵となるのはなにか、またそれはいつごろ実現するのか。日本のバブル崩壊の経験からの私見を申し上げます。

今回のグローバル・リセッションの発端は米国ですので、やはり、回復の鍵となるのも米国経済の底打ち、中でも住宅市場の底打ちではないでしょうか。

今回の問題には、レバレッジの行き過ぎ（オーバーレバレッジ）があり、その背後には資産価格の高騰があったわけですから、問題の解消には、行き過ぎた資産価格の調整が済み、再び投資家の資金が流入してこなければなりません。米国の住宅市場の行き過ぎた投資と価格の高騰は、現在急激な勢いで調整されています。新築着工数は、ピーク時の 27% の水準に落ち込み、価格もケースシラー指数ベースでピーク比 25% 下落しております。今のペースで調整が進めば、2010 年の後半には、フロー所得との対比で、住宅価格は適正水準まで下がると予想されます。米国は本来人口が 1% 弱のペースで増え続けている国ですから、価格が下がるところまで下がれば、需要は出てくるというのが市場の見方です。しかし住宅価格の更なる低下がこの先一年以上続くと家計の債務超過幅は拡大してゆくの、市場の予測と異なり住宅価格が底割れし、長期間にわたる景気後退を引き起こす危険があります。

資産価格が上昇に転じることが経済全体の信頼感に大きい影響を与えることは、我々日本がバブル崩壊からの回復過程で経験したことです。米国にも同じことが当てはまると思います。資産価格の底値が見えてくれば、様々な物件に買い手がつくようになり、買いが増えていく過程で、不良債権の回収が進み、金融機関のバランスシートが回復し、引いてはそれが実体経済の回復を後押しするという好循環（positive spiral）につながるのです。

しかし、一方で、バランスシートの調整という課題は残ります。日本の場合、潜在成長率が低下していたこともあって、家計・企業のバランスシートの調整には 10 年以上の時間を要し、その間の名目の成長率はほとんどゼロに近いものでした。同様に、米国においても、仮に早期に資産価格が下げ止まり米国経済が回復に転じたとしても、その後の成長ペースはかつてのような 3% 台後半から 4% というような高い水準に戻ることは難しいでしょう。理由は、当面は低下すぎた貯蓄率が適正水準に戻るとい、家計の債務超過の長い修復過程にあり、これまで経済の牽引車だった消費が、以前のように借入を増やして拡大していくというメカニズムが働かないからです。

二つの過剰：過剰なレバレッジと過剰貯蓄（Over-leverage と Over-saving）

将来、同じ過ちを繰り返さないために何をしたらよいのでしょうか。

90 年代以降の米国経済の繁栄は、金融面で言えば過剰なレバレッジという要素がありました。即ち、信用が資産価格上昇のみに依存し、サブプライムローンの借入人にまで広がるという、行き過ぎたリスク・テークが、証券化を通じて複雑化・不透明化した取引を経て多くの投資家や銀行の投融資に組み込まれることにより、過剰なレバレッジが多くの国の投資家に広がってしまったのです。

こうしたことを防ぐためには、まさに、G20 や FSF、また APEC や ABAC での議論が期待される規制・監督のあり方や、国際金融機関の機能を含む金融アーキテクチャー、さらには企業のガバナンスのあり方などについての見直しが必要でしょう。

よく指摘されるのは、過剰レバレッジの反対側には過剰貯蓄があり、東アジアの高い貯蓄率と経常黒字が、米国の低貯蓄率と経常赤字の対岸にあったという事実です。しかし東アジアの高貯蓄率が直接欧米の過剰なレバレッジをもたらしたと言う論理には飛躍があると思います。こうしたマクロ的なマネーの流れをどこが原因でどこが結果か、あるいはどこが不健全だったかと特定することは難しく、その対策も簡単に打てるものではありません。

しかし、アメリカの家計バランスシートの修復が何処まで続くかにも抛りますが、東アジアを中心とした世界の工場がアメリカの需要拡大によって潤い、富を蓄積してゆくという、日本でスタートした発展のモデルが曲がり角に来たことを示しております。財政による家計の消費の落ち込みの下支えは必ずしも輸入の増加には繋がらず、その意味では、東アジアを含む、域内の発展モデルの変化が求められていると言えます。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2009 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

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