

伊藤隆敏

アメリカ発世界同時不況

アメリカ発の金融危機が世界同時不況という大きな問題になるかもしれない、という最初の予兆があったのは、2007年8月のBNPパリバ銀行傘下の投資信託の支払い停止であった。さらに11月には、アメリカの投資銀行、シティバンクやメリルリンチがサブプライム絡みの損失を公表、資本不足に陥ったために、中東の政府系ファンドなどから資本参加を受け入れたときには、アメリカの投資銀行の資産状態はそこまで悪いのか、と世界が驚いた。しかし、なんとといっても、金融危機が世界に波及することが明らかになったのは、08年3月のベア・スターンズの実質的な破綻とJPモルガン・チェースによる救済合併である。その直後には為替市場が大きく変動した。米連邦準備制度理事会（FRB）と米財務省が救済合併に当たり、実質上将来の損失に対する損失補償契約をJPモルガンと交わしたことが、金融危機は、米政府による金融機関の救済が必要になるほど大問題になっていることを印象づけた。さらに、7月には、米政府はフレディマック、ファニーメイという巨大な住宅公社の債務保証に踏み切った。

そして、世界を震撼させた大ショックは、9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻であった。ベア・スターンズや住宅公社に対して救済の手を差し伸べた米政府が、リーマンに対しては、公的支援を行わなかった。救済する可能性があったバークレーズやバンク・オブ・アメリカに対して、ベア・スターンズに対するような救済の損失補填契約を拒否したために、リーマンは連邦破産法（チャプター11）適用の申請を余儀なくされたのである。しかし、ここに落とし穴があった。多くの市場関係者がベア・スターンズのような救済合併を予想していたにもかかわらず、連邦破産法適用になったことで衝撃が走った。リーマンとの取引の決済が滞る、リーマンが販売した金融商品が満額償還されない、などの損失懸念が一気に顕在化した。

リーマン破綻の影響は、単にリーマンとの取引相手にとどまらなかった。リーマン以外の金融機関であっても、突然、破綻して、取引が停止されることを危惧して、金融市場では資金の出し手が一気にいなくなった。金融機関同士の疑心暗鬼から、欧米の短期金融市場は機能不全に陥り、中央銀行が唯一の資金の出し手として、流動性を必要とする金融機関相手に供給することになる。ちょうど11年前（1997年11月）の日本において三洋証券、山一證券や北海道拓殖銀行が破綻した結果、ほかにも日本の金融機関が突然破綻するのではないか、

という懸念を招き、ジャパンプレミアムが付いたのと同じような状況が、今度は欧米を舞台に発生したのである。

2007年の夏以来、サブプライム関連の証券の価格が暴落して、商品によっては値段が付かない状況が起きていた。その結果、銀行、投資銀行、ヘッジファンドなどは、証券化商品の評価額を、市場の実勢に合わせてどんどん切り下げていかざるをえなくなっていた。そのため、資産の評価額が下落して、資本不足（債務超過となる危険）に陥った。また、資産があっても、債務の返済を迫られたときに、すぐには売却できないので、資産を担保に借り入れることが必要となる。ところが、いくら担保を差し入れても、お互いの疑心暗鬼のために、資金調達することが困難になり、流動性不足に陥った。リーマンの破綻以降、インターバンク市場の銀行間信用や、数ヶ月ものの債券市場は一気に縮小した。その結果、欧米では、主要金融機関に資本注入が必要となり、より財務状態が悪化したヨーロッパのいくつかの金融機関は実質的に破綻して、政府により国有化された。

そもそも政府は、不良債権を抱えた金融機関とどうかわるべきなのか。債務超過に陥った会社についてはただちに営業停止としたうえで、破綻処理をするべきである。その際も、債務についてはできるだけ履行するように指導のうえ、必要があれば国有化すべきである。

危機が波及する四つの経路

アメリカから世界に危機が広がる波及経路は4つの、お互いに増幅し合うチャンネルがある。第一に、株価の連動、第二に、為替レートの変動、第三に、リスク敏感度の上昇、第四に、実体経済（消費、投資、輸出、輸入）、である。

アメリカの商業銀行、投資銀行、保険会社やヘッジファンドなど、多くの金融機関は、極端な資本不足に陥り、その存続が危ぶまれるようになってきた。そうすると、預金者や債権者は、預金を引き揚げる、預けてある資産を解約するという行動に出る。そこで、それを予期して、金融機関は、アメリカ内外の資産を売却して、預金者、債権者からの資金の引き揚げに備えるようになった。その結果、世界中に保有している資産が売られ、本国（主としてアメリカ）に送金された。これは、ヨーロッパ、日本、新興市場国など、世界中の株価を下げ、ドルが多くの通貨に対して増価する、たとえばユーロ安ドル高、ポンド安ドル高を招くこととなった。

円だけは例外で、金融機関が比較的健全であることや、海外に投資していた日本の個人投資家、機関投資家が手仕舞いをして円に回帰したことが円高要因となり、ドルの本国送金と

円の本国送金のバランスのなかで円高、円安と大きな変動を繰り返した。株の下落だけは、ほかの国と同じように影響を受けた。

それにしても、なぜ日本の株価が危機の震源地であるアメリカの株価よりも大きく下げたのか、は不思議である。これについては、いくつかの説明が可能である。この危機が本格化する前には、東京証券取引所の日々の取引における外国人比率は約 60%、日本の株式市場の市場規模における外国人保有比率はおおよそ 30%といわれていた。外国人が、日本の企業価値の価格付けではなく、単に流動性（キャッシュ）が欲しいという理由でパニック売りをしたとき、日本人が買い手に回らない限り、市場価格は大きく下落することになる。特にリーマンの破綻以後の株価急落が、それまで優良企業といわれて外国人の保有比率の高い銘柄ほど、大きかったような印象があるのは、このパニック売りと日本人の買い手不在による影響が大きい。優良株ほど下落比率が高い、というパラドックスはこのようにして説明できる。日本人の買い手が現れるなど、これが一時的に終われば、それほどマクロ経済への影響はない。そのためには、長期保有を目的として逆張りを方針とする日本発のファンド（年金基金など）や多数の個人が活躍しないといけない。自社株買いの規制緩和も役に立つであろう。もし株価下落が長期化すると、株価の下落から、株を保有する金融機関の資本不足を招き、さらに売りを誘うという悪循環が起きる。株価の長期的な低迷は、消費、投資に悪影響を与えることになり、实体经济の根底を揺るがす。

リーマン破綻以来、欧米の金融機関の資産売却の影響は、新興市場国にも深刻な影響を与えるようになってきた。アイスランド、ハンガリーなど、外国からの資本流入により金融システムの拡大と、国内投資を行なってきた小国は、この資本逆流をうけて、為替レートの大きな下落、金融システムの不安定化、外貨の流動性不足などの問題を顕在化させた。アイスランド、ハンガリー、ウクライナは国際通貨基金（IMF）の支援を要請することになった。これからも、経済規模に比してオープンな金融資本市場を抱える小国には試練が続くことになるであろう。アジア通貨危機に似たような流動性危機があちこちで勃発している。

為替レートは、円がいちばん強く、つぎに米ドルと米ドルにペッグしている国、それに続いてユーロ、そして、中小国が続く、という構図が鮮明になってきた。金融危機の発端がアメリカであったにもかかわらず米ドルが（円の除く）他通貨に対して上昇しているのは皮肉なことである。これは、米ドルが国際基軸通貨としてさまざまな金融取引の契約通貨となっているために、金融機関の流動性確保は米ドルで行わざるを得ない、という事情があるからだ。

リーマンの破綻以来、世界中の「リスク」への価格付けが急騰した。各種のスプレッドが大きく拡大、これまでリスクを取っていた金融機関や個人が大きな評価損を抱えると同時に、新規の貸し出しはストップしている。借り入れをして（レバレッジをかけて）、リスク商品

に投資をしてハイリターンを稼ぐというビジネスモデルは、当面全面的に停止した。「貸し渋り」は、世界規模で進行して、企業の投資意欲も冷え切っている。このままでは、実体経済に大きな影響を及ぼすことになる。

最大のリスクは実体経済の悪化

欧米の巨大金融機関で資本不足、流動性不足に陥ったところについては、すでに政府が資本注入を行ったり、吸収合併されたりで、これ以上大きなショックのリスクは小さくなったといえる。今後の大きなリスクは、実体経済の悪化である。アメリカの消費や投資は大きく落ち込み、輸入需要を大きく減らしている。IMFによる最新（11月6日）の予測によると、来年度の成長率は、アメリカがマイナス0.7%、ユーロ圏がマイナス0.5%、日本がマイナス0.2%、イギリスがマイナス1.3%など軒並みマイナス成長となっている。先進国全体では、マイナス0.3%である。

アメリカへの輸出に頼るアジアの多くの国（中国、日本、韓国など）は、輸出減少により大きな影響を被ることになるであろう。世界の貿易が大きく減速するなかで、09年は、世界同時不況（2四半期連続のマイナス成長）は避けられない見通しだ。世界同時不況で、世界全体の経済活動が停滞、それを見越した原油価格や商品相場も下落を続けている。その結果、中東、オーストラリア、ブラジルなど、産油国や資源国の経済もこれまでの勢いがなくなっている。

単純に考えるとアメリカへの輸出依存度の高い製品を抱える企業の業績悪化が予想されるものの、実体経済はアメリカのみならず全世界で悪化するので、特にアメリカ、ヨーロッパという輸出先で影響が大きく異なるわけではないだろう。また、日本の輸出・GDP比率は、13%にすぎないのに、円高になると、輸出関連企業の業績悪化懸念から大きく株価が下落するということが繰り返されてきた。もちろん、輸出関連企業の下請けや輸送業界への波及効果を考えると、これは誇張された効果ではないものの、エネルギー価格の高騰や資源価格の高騰を考えると、円高は必ずしも負の効果だけではない。また円高により、欧米の流動性に苦しむ金融機関や製造業の買収に乗り出す日本企業にとって、円建て買収価格は下落するという効果もある。日本全体にとっての円高の効果は必ずしも悪であるとはいえない。

日本の超優良なグローバル企業は、これまで現地生産化を進めてきたため、多少の円高は企業業績を大きく揺るがすようなものではなくなってきている。しかし、世界中の工場なかのどの工場で生産するかを決めるのは通貨価値、生産コスト、税制などである。円高が進めば、消費地で生産することになるので、日本国内の工場の雇用が停滞、新規投資が減少す

るのは当然である。日本国内の生産コストをさらに引き下げよう政治経済環境を整えなければ、日本企業は生き残るが、日本という国（少なくとも国家財政）は滅びることになる。

以上のような波及経路については、38～39ページ図のとおりである。アメリカ発のサブプライム金融危機が、国際金融危機となって、外国にも、実体経済にもおおきな影響を及ぼしていることを、簡潔に示している。

不況はいつ終わるのか

ここまであまりよいシナリオではないが、最後に、どのようなきっかけで、世界同時不況から脱却するのかを考えてみたい。一つのきっかけは、アメリカの住宅市場の下げ止まりである。住宅バブルのなかで、アメリカの住宅在庫が積み上がり、現在の過剰在庫は6か月分とも1年分ともいわれている。今年の住宅着工は大きく落ち込んでいるので、1～2年で、適正在庫水準に戻ると考えられる。そこからアメリカの住宅市場は正常化していくであろう。もう一つのきっかけは、金融安定化の政策努力が結実して、リスクの価格が大きく低下、金融資本市場が本来の機能を発揮できるようになることである。このためには、金融機関の経営健全化がはっきりと信認を受けるようにならないといけない。このためにも、住宅価格の下げ止まりは必要だ。さらに可能性があるとするれば、株式市場の下落の悪循環を断ち切るような、「逆張り」の個人投資家、投資ファンド、年金基金が力をつけることである。いろいろな株式投資の指標から見て、現在の水準が「絶好の買い場」であると感じる投資家は多いはずだ。いったん、モメンタムが逆転すれば、株式市場の反転もありうるのではないか。

これからの財政金融政策は、実体経済の悪化に歯止めをかけて、世界同時不況を底浅で、短期に終わらせることに注力すべきである。もちろん、出発点の金利水準が低く、債務 GDP 比率が高い日本にはできることはそれほど多くはないが、知恵を絞って、できるだけ乗数効果の大きな財政資金の使い道、税制改革を考えるべきである。