

問われる中銀の覚悟のほど

経済調査部 鳶峰 義清

市場混乱の質に変化？

8月の世界的な市場の混乱に対し、「サブプライムローンがここまで大きな問題になるとは思わなかった」との見方が多い。サブプライムローンに焦げ付きが増え、ローン会社の破綻が増えたとはいえ、これらは住宅投資や個人消費に限定的な影響しか及ぼさないと考えられたからだ。

実際、実体経済への直接的な影響はそれほど深刻なものになるとは考えにくい。サブプライムローンが住宅ローン全体に占める割合は、金額ベースで10%程度にとどまるうえ、低所得層が相対的に多いと考えられるサブプライムローン該当者が、個人消費に与える影響度は小さいと判断される。

むしろ、市場の混乱は質を変えつつある、あるいは本性を見せつつあると考えるべきだ。6月頃から、サブプライムローン問題はこれに派生した証券化商品へと移っていった。これにより、主に資産担保証券（ABS）に類するものの取引が滞り、ことは信用収縮の様相を見せた。

これに対し、各国中銀は一時的に流動性供給を増やすなどして市場の不安払拭に動き、一旦は功を奏した格好だ。しかし、短期金融市場では引き続き緊張感が残存しており、不安の連鎖が再び巻き起こるリスクを内包しているように見える。

当てにならない『資産』の担保価値

市場が資産担保証券に見向きもしなくなるということは、市場が資産の担保価値は過大だと見ている、あるいはその価値を計りあぐねている——ということだ。格付け機関がこれら証券の格付けを急遽引き下げたこともあるが、

“資産価値は市場が決めるもの”との前提に立てば、問題は複雑だ。

資産価格には、理論値、あるいは適正水準というものが存在する。しかし、それが市場で自由に売買される以上、その時その時の価格は基本的に需給で決まる。したがって、仮に一等地の不動産担保がついていたとしても、誰も欲しがらなければ、価格は買い手がつくまで下がり続けることになる。このとき、買い手の資産も劣化しており、購買力が著しく毀損していれば、予想以上の価格下落に繋がるリスクがある。

極端な例のようだが、90年代の日本がまさにその状況にあった。80年代後半に積み上げられた過剰流動性が土地や株などの資産価格を押し上げ、90年代に過剰流動性の収縮が始まると、かつての資産価値自体が崩壊し、土地や株だけでなく、それら資産を組み込んだあらゆる取引、言い換えれば信用そのものが瓦解した。

過剰流動性の吸収は中銀の使命？

最近の市場変動の根本には、2000年代前半に積み上がった過剰流動性に変調が生じていることが挙げられる。各国中央銀行が利上げへ邁進し始めたことと、市場混乱の深化は軌を一にしている。日本のバブル崩壊の図式と、足元の世界の状況は、その本質においてよく似ている。

この先市場がどうなるのかのカギを握るのも、日本のバブル崩壊時と同様、中央銀行が握るはずだ。緩和すれば過剰流動性復活によるインフレリスク、引き締めれば更なる資産価値下落と信用瓦解リスク。リスクはリスクでしかないが、中央銀行がどちらに舵を切るかで、リスクの質は大きく変わってこよう。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）

第一生命経済研レポート 2007.10