

テーマ：当面の金融市場動向について

発表日：2008年9月16日（火）

～市場は政府による“全ての救済”を待つ～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 鳶峰 義清 (03-5221-4521)

- ✓ 米大手投資銀行（証券会社）のリーマン・ブラザーズ・ホールディングスは15日、米連邦破産法11条（会社更生法に相当）を申請した。これを受けて、同日のNYダウは前日比▲504ドルとなるなど、各国金融市場は大きく混乱した。
- ✓ 金融市場の混乱は、破綻の規模もさることながら、米政府が当該社の救済に失敗したことが大きい。市場では、かねてより同社の財務状況悪化が懸念されていたが、特に先週からは数社による買収などが水面下で画策されていたと報じられている。しかし、いずれも条件が折り合わず、最終的には破綻の道を選ばざるを得なくなった。
- ✓ 市場では、3月のJPモルガンによるベアー・スターンズ社の救済合併の例から、FRBや財務省などの公的機関が相当程度の損失を補填する格好で、破綻を避けることを選ぶと考えていた。しかし、同社の破綻に関し、ポールソン米財務長官は“公的資金使用は一度も考えず”と述べた。その発言の真意は別として、問題なのはこれによって市場には“政府は民間企業を必ずしも救うわけではない”という見方が定着したことだ。
- ✓ 一部では、“最後は政府が救う”という見方が定着することをモラル・ハザードとして、受け入れられないという意見もある。しかし、市場は“必ずしも救うわけではない”＝“次はどこが破綻するのか”という図式で今後動いていくことを余儀なくされる。言い換えれば、市場機能を支えている最も重要な【信用】が、今回の一件により、まさに崩壊しつつある。これは、日本がバブル崩壊後辿ってきた道と、本質的に何ら変わるところがない。
- ✓ 今週、米国ではFOMCが開かれる。市場では、FRBによる利下げが期待されている。市場の混乱を押しとどめるために、各国中央銀行は流動性の供給や緊急利下げなどの手段を打つ可能性は高い。こうした手段は、短期的には市場に好感され、ある程度の緊張の緩和に役立つ。しかし、米政府が民間企業の破綻回避に向け、自らが損失を被ることを必ずしも選択するわけではないと市場に見なされている以上、リスク性資産への投資は抑制されよう。特に、サブプライムローンやその後の金融市場の混乱などによって巨額の損失を出している金融機関については、市場の様々な憶測などによって急速に資金繰りが悪化し、買収先を求めざるを得なくなるような事態が繰り返されることも考えられる。同時に、金融機関への緊張は、一般企業や家計への貸出抑制などを通じて、実体経済にも更なる影を落とすことになる。
- ✓ 昨年より続いている一連の問題の本質は、主に2000年代前半に積み上げられた信用の嵩上げによって生じたバブルの崩壊によるものだ。今や、嵩上げされた信用は本来の水準、ないしはそれ以下へ落ち込んでいく。正常な状態に戻ったとしても、嵩上げされた状態に戻るわけではなく、その乖離は金融機関に自己責任という形で覆い被さる。しかし、その規模が民間部門で消化できないとするならば、最終的には政府や中央銀行など公的機関によってその穴埋めをするしか手立てはない。対応が遅れば遅れるほど、各種資産価格は下落し、穴埋めは困難になることは、日本がすでに経験したことだ。

- ✓ 民間金融機関の損失を実質的に税金で穴埋めするということは、世論的には受け入れ難いものがある。特に、米国は11月に大統領選挙を控えていることもあり、こうした議論は通りにくい状況にある。政治日程を勘案すれば、新大統領が就任する年明けまで、一連の金融不安に対して望まれる政策＝全ての民間金融機関への公的資金注入や不良債権化している資産の買い取りなどの抜本的な対策へと軌道を大きく修正する対策が採られないリスクもある。
- ✓ その間、金融市場ではある程度の上下はあるにせよ、基本的には株などのリスク性資産から、債券などの安全性資産への資金シフトが続くものと考えられる。こうした疑心暗鬼の強い市場では、“割安感”は台頭しにくい。前述したように、株価については下値メドはつけにくい。対応が遅れれば、NYダウも日経平均も大台割れを覚悟すべきだ。政府による抜本的な対策が採られない限り、金利は低下基調を辿ろう。日本のバブル崩壊後と同様に、米政策金利も低下し続ける公算が大きい。
- ✓ 為替については、市場のリスク許容度が低下する局面において、日本円やスイスフランといった、低金利通貨が上昇する可能性が大きい。これは、所謂キャリートレードの巻き戻しや、金利差縮小期待（高金利国の積極的な利下げが期待されるため）によるものだ。ただし、欧州や新興国においてもいくつかの地域で不動産価格が急落している事実を勘案すれば、当該地域の金融機関のバランスシートも相当程度悪化している可能性もある。実体経済への影響もこれから表面化すると見込まれることから、ドルが一方向的に減価するような状況にもなりにくい。混乱が続く間は、専ら円の独歩高となる可能性が大きい。
- ✓ 原油については、株と同様リスク性資産であり、景気の悪化による需給緩和も見込まれることから、下落基調を辿ると見込まれる。ただし、原油価格が100ドルを割り込んだことで、OPECが大幅減産を行う可能性は排除できない。その場合、リスク性資産であるにもかかわらず“確実性が増した”として、数少ない資金の流入先となる可能性もあり、OPECの動向次第では流れが変わる可能性がある点には要注意だ。