

テーマ：崩落する信用バブル（中）

発表日：2008年3月10日（月）

～公的資金投入の芽は出てきたが、その前に“通過儀礼”が必要か～

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

信用崩壊が背景にあると考えれば、所謂サブプライムローン問題解決のために必要なことは自ずと見えてこよう。それは、これまでのような対策などでは不十分である。信用市場回復のためには、政策当局自らが“泥を被る”覚悟が必要であり、公的資金による金融機関救済、断固とした金利引き下げ措置などが課題となる。

こうした策を採るに際し、ハードルが二つある。公的資金による金融機関救済は、世論の反発が相当程度強いと考えられる。折しも米国では大統領選挙の最中にあり、タイミングを誤れば、むしろ税金を投入する機を逸する。一方、積極的な利下げを阻害しているのが、原油をはじめとした資源価格の高騰によるインフレ懸念である。利下げへの傾斜は資源価格の更なる高騰を招きかねない。

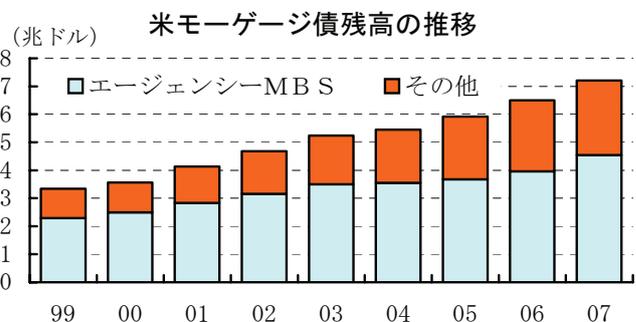
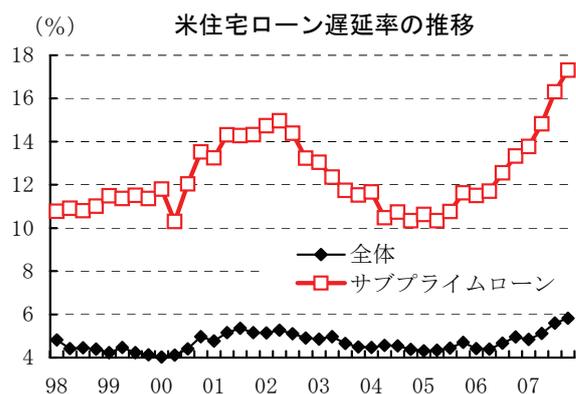
一部報道によれば、米下院民主党は、質の悪化した住宅ローンを政府が買い取る案を協議しているとのことだ。およそ1年に渡る金融市場の混乱に終止符が打たれる“希望の火”も見え隠れしている。

ノーマルな対応では打開不可能な規模

サブプライムローンの残高は、およそ1.5兆ドルである。このうち、30日以上支払いが滞っている延滞率は、07年12月末の時点で17.31%となっている。したがって、サブプライムローンに関する所謂延滞債権は、約2,600億ドルということになる。これに、プライムローンなども合わせた米住宅ローン全体での延滞債権は約6,000億ドル程度である。これを“巨額”と見るか、“経済規模に比べれば大したことはない”と見るかは議論の分かれるところであるが、『金融市場で消化可能か』という観点から見れば、“大したことはない”と捉えることができよう。

ところが、今回の問題はこうした債権を証券化したことにより、極めて規模の大きな問題へと変容していると考えられる。米国の住宅ローンのうち、住宅ローン担保証券（RMBS）として証券化されたものは、およそ7割前後とされており、07年末段階で7.2兆ドルの残高がある。さらに、このうちジニーメイ（GNMA：連邦政府抵当金庫 Government National Mortgage Association）やファニーメイ（FNMA：連邦住宅抵当公庫 Federal National Mortgage Association）などの所謂政府系公庫（エージェンシー）が発行しているものが約4.5兆ドル存在する。これらは、政府によって保証が明文化された資産ではないが、実質的には保証されていると“見なされた”存在である。こうした“準政府保証”分を除いたRMBSは約2.7兆ドル存在する。

こうしたRMBSや、他のローン担保証券などは複雑に組み合わせられ、資産担保証券（ABS）や、さらにこれらを再証券化した債務担保証券（CDO）という形で、多くの投資家（銀行など）が保有している。そして、重要なことはこうして証券化された商品について



て、『サブプライムローン部分を切り離すことができない』ということである。これにより、延滞が急増して不良債権化しているのは専らサブプライムローンというリスクの大きい住宅ローンに偏っているものの、実際には、それが僅かでも含まれている証券化商品全体について、価値が大きく毀損し、買い手がつかない状態が続いている。したがって、足元で金融機関など投資家が抱えている不良債権額は、米住宅ローンのうち延滞債権となっている6,000億ドル（サブプライムに限れば2,600億ドル）ではなく、価格が大幅に下落してもなお買い手がつかない証券化商品保有額と見なすべきと言える。その残高は、サブプライムローンに限れば約1兆ドル程度であるが、サブプライム部分だけを切り離すことができないことを勘案すれば、RMB Sのうちエージェンシー分を除いた2.7兆ドル分が、いわゆる“隠れ不良債権額”の最低ラインとなる¹。

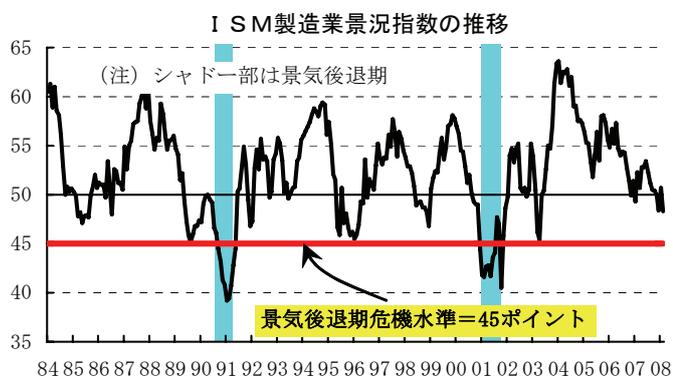
このように考えれば、サブプライム問題が容易に解決できるような規模のものではないことが判る。これまで、欧米を中心とした金融機関が行った損失について、米財務省は約2,000億ドルに達したとしているが、これではサブプライムローンの延滞債権額にも達しない程度であり、多くの投資家（金融機関）が証券化商品で損失を出していることを考えれば、その処理はほとんど進んでいないに等しいと言える。同時に、中東や中国などの政府系ファンドの欧米金融機関への出資なども、“焼け石に水”程度であると言える。

不良債権は、米国経済の減速とともにさらに拡大していく可能性がある。足元で、米国の雇用環境は急速に悪化しているが、今後米国経済が失速して後退局面入りすれば、雇用調整は本格化する公算が大きい。その場合、これまで支払いが滞らなかった優良借り手でも延滞が発生し、例えばプライムローンでも延滞率が目立って上昇するリスクが出てくる。米国経済が後退局面入りするような局面では、他の債権でも延滞やデフォルトが発生するリスクが高まる。例えば、カードローンや自動車ローン、企業の債務などで返済が滞る比率が高まる。そうなれば、証券化商品市場やCDS（クレジットデフォルトスワップ）市場は更に悪化、事態はより深刻化する。したがって、需要が大幅に落ち込み、債務の支払い能力が急速に低下するような景気後退局面に陥る前に、サブプライムローンに端を発した足元の諸問題に解決の目処をつける必要がある。

米景気失速まであと〇〇日…

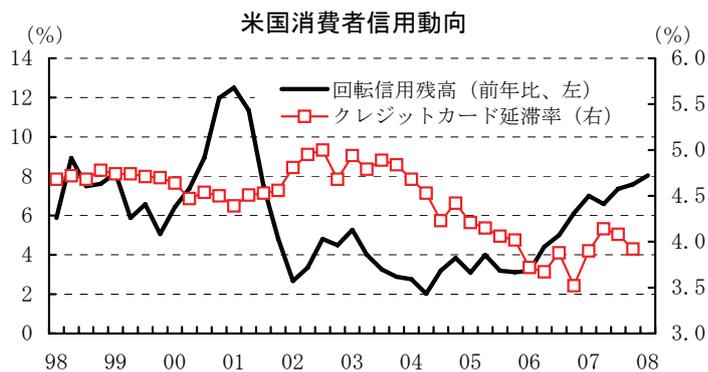
足元の米国経済について、実質的にはすでにリセッション状態にあるという見方が強まっている。いくつかの代表的な経済指標の経験則から判断すれば、過去のリセッション時ほど状況は悪化していないものもあるが、かなり近い水準に達していることは確かだ。このところ発表されている経済指標からは、米国経済は予想以上に速いペースで減速していることは間違いなさそうだ。

例えば、ISM製造業景況指数は、水準が45ポイントを切るタイミングでリセッション入りする傾向にある。足元では、同指数は判断基準の分かれ目となる50ポイントを下回っているものの、2月段階で48.3ポイントと、リセッション入りのシグナルとなる45ポイントをかろうじて上回っている。一方で、このところ急低下している消費者信頼感指数は、過去のリセッション時に匹敵する水準にまで低下している。消費マインドは財布になぞらえれば“紐”の部分に当たるため、消費者の購買意欲が急速に衰えつつある状況が示唆されている。

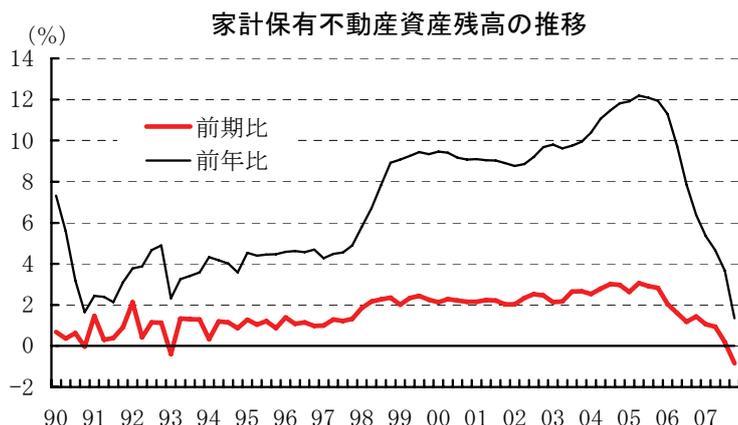


¹ その他資産と組み合わせたABSやCDOなども含めれば、ABSの発行残高は約11.5兆ドル、CDOは約1兆ドルと巨額になる。

ただし、マインドの悪化が示すほど消費にブレーキはかかっている。消費になかなかブレーキがかからないラatchet効果が働いているものと考えられるほか、高所得者の消費がまだ堅調であるため、これが消費全体を支えている側面も考えられる。ただし、このことがより深刻な事態に繋がるリスクがある。こここのところ消費者の回転信用（リボ払い）が急増し、同時にその延滞率も上昇しつつある点だ。住宅価格が上昇傾向を辿っていた時期は、担保価値が借入残高を上回った際に、キャッシュ・アウトという手法で余剰分が消費などに廻り、これが米国の個人消費を押し上げていた側面がある。しかし、住宅価格が下落に転じたことにより、このような手法が採りにくくなった。それでも消費水準を維持しようとするれば、貯蓄を切り崩すか、他の手法による借入を増やさざるを得ない。すでに、米国の貯蓄率はゼロ近傍にあったが、ここ数ヶ月は貯蓄率が低下傾向を辿ってマイナスに陥る一方で、クレジットカードなどの使用が急速に高まっている。



このような消費・借入パターンは、前回のリセッション時（2001年3月～11月）にも顕著となった。この時は、個人消費は大規模減税などの効果もあって大幅に調整することがなかった。しかし、当時と足元とで決定的に違うのは、資産価格の状況である。当時は、ITバブルの崩壊もあって株価は大幅に値下がりしていたが、住宅価格は堅調さを保っていた。このため、株式資産は目減りしていたものの、より規模の大きな不動産資産の増加がこのマイナスの影響を緩和していたと考えられる。しかし、足元では株式資産が頭打ちから減少に転じつつあるうえ、不動産資産も毀損し始めている。家計が所有する不動産資産価値は、07年10～12月期には93年1～3月期以来約15年ぶりに前期対比下落に転じた。1952年の統計開始来、家計の保有不動産資産残高が2四半期以上下落に転じたのは1974年第1、第2四半期に記録したのみであるほか、前年水準を下回ったことは一度もない。しかし、足元の状況からは住宅価格はまだ下げ止まりの兆候が見えていない。



このまま下落傾向が続くようだと、消費者への逆資産効果が強まり、消費低迷が長引く恐れも出てくる。

いくつかの統計から総合的に判断すれば、このまま株価の下落傾向が続く一方で、資源価格の高止まりが続くようであれば、米国経済は遅くとも年央までにはリセッション入りする公算が出てくる²。景気後退色が強まるに連れ、雇用調整は本格化、消費を取り巻く環境は所得減、マインド悪化に晒される。夏場を挟んで減税が実施されるものの、消費者マインドの悪化によって財布の紐が締まるような状況では、足元で急速に拡大している借金の返済に多くが回り、消費押し上げ効果は限定的なものにとどまる公算が大きい。

要するに、サブプライムローンに起因した足元の市場混乱にできるだけ早く歯止めをかけ、同時に需要押し上げなどのために更なる金融緩和措置を講じなければ、米国経済の谷は深まり、事態は深刻化する可能性が高まる。時間の猶予はほとんど無いのである。

² 米国の就業者数は、非農業部門では2カ月連続で、民間部門に限れば3カ月連続で前月から減少している。雇用が景気に遅行するとの性質から考えれば、すでに米経済はリセッション入りしていると見ることも妥当だ。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

事態収束のためには公的資金による買い取りが必要→世論のコントロールがハードル

これまで述べてきたように、サブプライムローン問題の隠れた規模を勘案すれば、一連の市場混乱に終止符を打つためには、民間の自助努力では極めて難しく、政府などの公的機関による救済が必要になろう。

まずは、買い手のいない証券化商品を公的資金で金融機関から買い取ることが必要だ。これにより、①これら商品の価格下落に歯止めがかかるうえ、②金融機関の追加損拡大に歯止めをかけることができる。金融機関の損失処理が峠を越えるとの認識が広がれば、信用収縮にも歯止めをかけるメドが立つ。足元で市場混乱の核となっている証券化商品やCDSなどでは、大幅に価格が下落、ないしは極めて高いスプレッドが課せられている状況にある。公的資金などの投入により、これらの状況悪化に歯止めがかかるメドが立てば、投資妙味が極めて高い状況になっているだけに、投機家や投資家の資金回帰が期待できる。すなわち、民間部門でスタックしているこれら証券化商品の全額を公的資金で買い取る必要はない。無論、こうした策を採るためには、金融機関側が売却損を引き当てられるだけの資本を積む必要がある。そのためには、一段の経営努力が必要であり、政府系ファンドを含め、広く出資を求めなければならない。その過程において、合併や買収を受けるといった再編が必要になる可能性もある。

最近の米当局の発言などからは、すでにこうした方針が打ち出されているものと受け止められる。ポールソン米財務長官は、2月に入ってから“金融機関は資本増強に一層の努力をするべき”という趣旨の発言を繰り返し始めた。なかでも、3月3日に行われた講演で述べた「資本が必要になる可能性があり、資本が今手に入るならば、金融機関は資本を調達すべきだ」という発言は、金融機関の資本増強を強く促すものとして注目される。一方で、物議を醸したのがバーナンキFRB議長が2月28日に行った議会証言で「不動産に過剰融資している中小銀行があり、不動産の値下がりを通して、それらの中小銀行のなかには破綻するところもでてくると予想している」という発言だ。しかし、メッセージの対象を市場ではなく、金融機関や政府、あるいは世論と捉えれば、見方も変わってこよう。

すなわち、当局はここへきて相当危機感を強め始めたということだ。これまで、金融機関には流動性の供給や利下げで、経済全体にはサブプライムローンの金利上昇抑制、減税など、様々な“伝統的な”対策を行ってきたが、いずれも肝心の証券化商品市場やCDS市場の流動性改善には全く寄与しなかった。また、金融機関も巨額の損失処理を進めてきたが、市場環境は好転せず、状況から判断すれば更に損失が拡大する恐れが高い。これにより、採るべき手段の焦点が絞られてきた。当局の変化も、こうした状況を把握してのものと考えられる。

しかし、こうした対処には極めて高いハードルがある。それが世論の反発である。公的資金とはすなわち税金であり³、税金で企業を救済するとの印象を与えれば、世論の反発は必至である。特に、米国では大統領選挙の最中にあり、世論が税金投入に「No」となれば、候補者もそれに従うリスクは十分に考えられる。また、大統領選挙と同時に下院（全議員）、上院（3分の1）なども改選されるため、世論の反発が強いほど、公的資金を投入するような救済策の成立は難しくなる。

このような状況を勘案すれば、政府が率先して対策を打ち出すことは、極めてリスクであると言わざるを得ない。逆に、政府が“重い腰を上げる”格好であれば、公的資金による救済策は通りやすくなると考えられる。すなわち、救済方針を政府が率先して打ち出すのではなく、世論や議会、あるいは（共和党）大統領候補からこうした案が出されれば、解決へ向けて進みやすくなる。ただし、そのためには金融機関が最大限の努力を行い、世論に受け入れられやすい状況を作ることと、世論が積極的に早期解決を望むような環境、すなわち株価が一段と値下がりする、あるいは経済状況であることが必要になろう。言い換えれば、ある程度経済、金融市場環境が悪化しなければ、公的資金の導入は受け入れられにくいと考えられる⁴。

³ 税金ではなく、国債の新規発行で賄うべきとの見方もあるが、将来的に税金で償還されるとすれば、同じ意味。

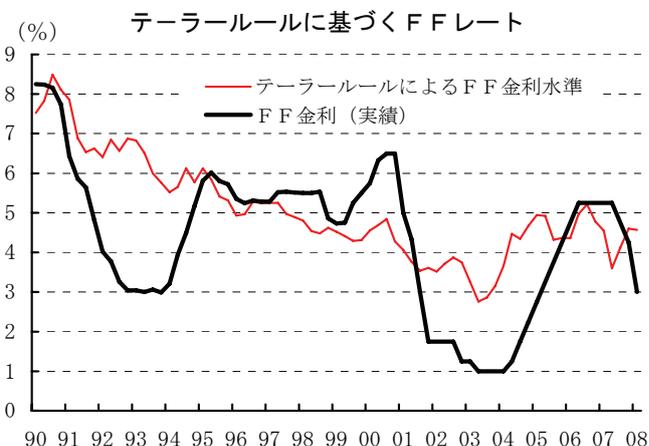
⁴ 3月6日、米下院金融委員会のフランク委員長（民）が『評価減が行われた住宅ローンを政府が買い取る』という案を打ち出す方針であることが報道された。これは、サブプライム問題の根本解決に繋がる案として歓迎されるものだが、現段階では案に過ぎず、成立の可否も今後の世論動向などがカギを握っている。

景気浮揚のためには更なる利下げが必要→原油価格高騰に伴うインフレ懸念がハードル

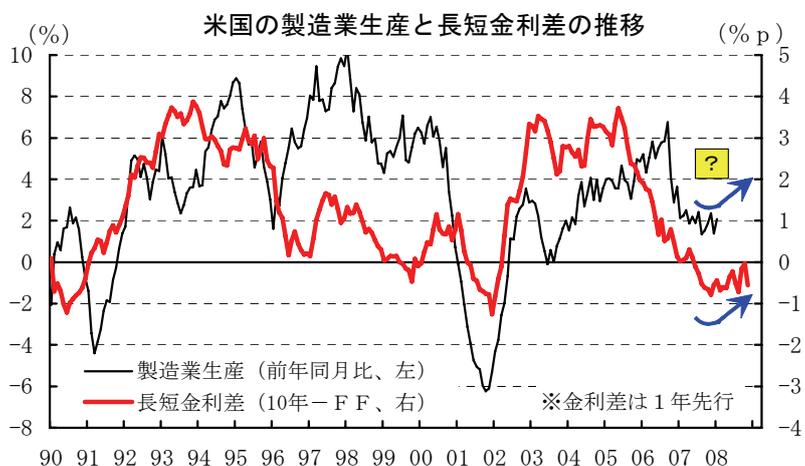
もう一つ採るべき政策が、より積極的な金融緩和である。1月の緊急利下げ以降、FRBの金融政策方針は大きく変わった。すなわち、それまではインフレについて“足元はそれほどでもないが、先行きは上昇リスクがある”と、先行きインフレ加速リスクを前面に打ち出していたが、1月の緊急利下げ、そしてそれに続くFOMCでは“足元上昇圧力はあるが、先行きは沈静化する”と、全く逆の見方を出した。これにより、FRBは景気回復に強く傾斜した金融政策を採る立場を明確にしたと言える。

とはいえ、現状ではFRBの金融緩和はやや後手に回っている印象は否めない。テーラールールによる“適切なFF金利水準”などと比べれば、足元のFF金利は景気刺激的な水準にあると判断される。しかし、金融機関が巨額の損失を抱え続け、貸し出し基準の引き締めを続けるなど与信機能が十分に働いていないなかで、金利水準はより低くならなければ、景気刺激効果は期待できないだろう。前回景気後退時には、FF金利はテーラールールで求めた水準よりも最大で2%程度下回る水準にまで引き下げられた。その前、90年の景気後退局面における金融緩和時には、同じく最大で4%程度下回る水準にまで金融緩和が進んだ。こうした例と比較すれば、足元ではFF金利は“適正水準”を1.5%下回っているに過ぎない。少なくともあと1%以上、できれば1.5%以上の追加利下げが必要であると考えられる。

一方、問題を複雑にしているのが資源価格の高騰によるインフレ懸念だ。世界同時不況の可能性さえ取り沙汰されている中で、原油や金をはじめとした国際商品市況は上昇傾向をより強めている。こうした影響から、期待インフレ率を表すとされる米国債利回りとインフレ連動債利回りとの乖離を見ると、FRBが景気重視姿勢を打ち出すほどに期待インフレ率が高まる傾向が徐々に明確化している。期待インフレ率の上昇は、長短金利差の形で表される。足元で、米国経済に対して一段と慎重な見方が拡がっているにもかかわらず、長短金利差は徐々に拡大しており、やはりインフレリスクが意識されていることを示唆している。このように、長期金利が低下しにくくなっていることで、FRBが利下げするには景気刺激効果が得られにくい状況が生じつつある。需要刺激など、实体经济に直接影響を及ぼすのは、長期金利であるためだ。特に、住宅ローン金利は長期国債利回りと連動するため、インフレ懸念がより高まるなどして長期金利が高止まり、ないしは上



こうした例と比較すれば、足元ではFF金利は“適正水準”を1.5%下回っているに過ぎない。少なくともあと1%以上、できれば1.5%以上の追加利下げが必要であると



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

昇するような事態となれば、金融政策とは裏腹に住宅市場は更に悪化するリスクも出てくる。

インフレ懸念は、米国以外の国で今後より深刻な問題を引き起こす可能性がある。昨今、世界経済のデカップリング論を否定する風潮が（ようやく）出てきたが、米国経済の減速は、多少なりとも世界経済にマイナスの影響を及ぼす。昨年末からより顕著となっている米内需の減速は、今後徐々に世界中に波及する公算が大きい。すでに、多くの国で輸出面などを中心に減速の兆候が確認されつつあるが、一方で世界の中央銀行の大半は未だに利上げを継続している⁵。このこと自体、世界的な景気減速リスクが高いことを示唆している。すなわち、仮に米国経済減速の影響を受けないとしても、自国の金融引き締め政策によって景気には減速圧力がかかる。実際には、米国経済減速の影響は他国にも及ぶと考えられるが、そうした状況においてもなおインフレ圧力が高い場合、利下げが遅れることによって景気へのダメージがより大きくなるリスクが高まる。

このような事態を避けるには、足元でのインフレ懸念の源泉とも言える原油価格の高騰を抑制する必要がある。原油価格が高騰している背景には、足元の需給要因のほかに、長期需給逼迫懸念や投機的取引によって押し上げられている側面などがあると考えられる。

このなかで、足元の需給に関しては、景気減速に伴う需給緩和期待から価格押し下げ圧力が強まりつつある一方で、OPECが減産をチラつかせていることにより、一定水準以下へ価格が下落する期待が後退している。今年に入ってからの原油価格の動きとOPEC関係者の発言を勘案すれば、OPECはWTIで1バレル=90ドルを割り込むような状況を歓迎していないように見受けられる⁶。

下落余地がそれほど大きくないとの期待感が生じているため、投機家には投資安心感が生じている。加えて、金融市場が大きく混乱するなかで、長期需給逼迫期待が極めて強固な原油をはじめとした商品市場への資金流入は“質への逃避”の様相を呈している。このように、長期投資家の資金が安定的に入っていることが、原油価格の高止まり、ないしは更なる上昇期待を生んでいる。こうした原油価格高騰の一方で、FRBが景気配慮型の金融政策への傾斜を強めていることがインフレ期待に繋がり、商品市況全般の上昇を更に促すという悪循環に陥っているのが現状だ。

このように、短期的には供給調整によって需給が崩れにくいとの安心感と、長期需給逼迫期待、インフレヘッジといった要因が絡み合って高騰している原油価格を下落させるためには、消費国側で供給ショックを起こす以外に手立ては考えにくい。そのためには、各国が進めている戦略備蓄原油の放出が望まれるが⁷、安全保障上、一国のみが備蓄を放出することは難しい。したがって、軍事大国などを中心に、国際協調の形で各国一定割合の備蓄を市場に放出するなどすれば、少なくとも各国が原油価格を下落させるとの姿勢をより強めているとのアナウンスメント効果は期待できる⁸。

原油価格を下落させることは、より積極的且つ世界的な金融緩和を行うための重要な条件と考えられる。原油価格を放置したままでも、前述した公的資金の投入による市場安定化策を講じることなどによりサブプライムローン問題に一定の解決を図ることは可能だ。しかし、その場合でも米国では更なる金融緩和が見込まれるうえ、景気回復期待が資源需給逼迫期待を強める。インフレ放置との思惑なども絡み、投機資金が原油をはじめとした商品市場に集中するリスクが高い。結果として、資源価格の更なる高騰により、一時的にはインフレ

⁵ ECBがインフレ率が目標水準を上回っているため、平時であれば追加利上げを行っているものと考えられる。しかし、域内の金融機関にサブプライムローンに絡んだ巨額の損失が発生し収益環境が悪化していることや、利上げを行った場合に想定されるグローバル市場への影響を勘案すれば、ECBが利上げを断行すれば様々な悪影響が示現している可能性がある。

⁶ OPECが原油価格の高止まりを望む背景として、ドルの下落など様々な要因が指摘されている。筆者は、①OPECの増産余地が、最大の産油国であるサウジアラビアを除くと、現状ではあまり無いこと、②OPECが原油依存体質を中長期的に低下させようとするれば、稼いだ外貨（ドル）で金融資産の購入を増やしていくことは極めて合理的である——と考え、今後消費国の原油依存度が低下するリスクがあっても、原油価格の高値維持を目指す公算は大きいと考えている。

⁷ 戦略備蓄原油などについての詳細は、「Market Watching 油を冷やせ（07/11/9） 嶋峰」を御参照。

⁸ 米国や新興国における製油能力不足が、ガソリンなど石油精製品の需給逼迫に繋がっているため、原油の市場への放出だけでは、効果は限定的と考えられる。

高進懸念の強まりから金利が急上昇するリスクもあり、世界経済は減速、ないしは失速を免れないだろう。

以上見てきたように、サブプライムローン問題を解決し、且つ景気の持続的な浮揚を図るには、①米国経済がより深刻な状況に陥る前に、世論の動向を見極めながら公的資金によって証券化商品の買い取りを行い、損失の連鎖を防ぐとともに、②原油価格の押し上げによってインフレ懸念を後退させつつ、より積極的な金融緩和策を採る必要がある。現状で、これら対策のハードルは高いと言わざるを得ないが、少なくとも上記①に関しては、米当局や議会にその気運が高まる兆候が見られる。より“深刻な事態”に晒されてから公的資金をスムーズに投入するという“通過儀礼”は必要かもしれないが、その後は市場の動きは大きく変わる期待がもてる。