

テーマ：崩落する信用バブル（下）

発表日：2008年5月23日（金）

～30年ぶりのスタグフレーションか、80年ぶりの恐慌か～

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

サブプライム問題は、米大手証券会社の実質破綻をもたらすに至った。しかし、FRBを中心に採られている対策は、着実にそのターゲットを絞り込んでいる。金融機関の損失拡大はまだ続く余地を残しているが、市場がいたずらに混乱するリスクは相当程度小さくなったと考えられる。

一方、2000年代前半に積み上がった過剰流動性は、その大半を吸収しないまま、昨年央より再び拡大する兆候を見せ始めている。市場安定化、景気浮揚のために行っている米国の金融緩和が背景にあり、市場を支える一翼を担っている。ただし、原油をはじめとした原材料価格の高騰から生じている期待インフレ率の上昇と結びつけば、実際にインフレ率が加速し始める可能性が現実味を帯び始める。このため、事態が沈静化した後の中央銀行の課題は、過剰流動性をいかに速やかに回収するか——ということになる。

もっとも、実体経済面には負の圧力がしばらく残存しよう。サブプライムローンに端を発した諸問題が解決したとしても、“信用”が嵩上げされた状態にまで戻るとは考えにくい。住宅需給は容易には改善しないと考えられ、すでに下落に転じた不動産資産からの逆資産効果が示現すれば、経済全体に深刻な影響を及ぼす可能性がある。また、2000年代半ばにかけてのような低コストでの資金調達には難しくなる。すなわち、さまざまな資産価格のみならず、個人消費や設備投資といった経済活動そのものが、2000年代の嵩上げされた水準からの修正を余儀なくされよう。

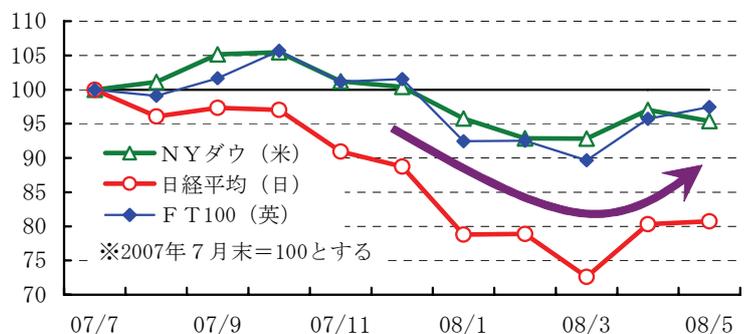
本稿ではサブプライム問題に端を発する一連の金融混乱が収まった後、おそらくは今年後半から来年前半にかけて起こりうる“ポスト・サブプライム”の世界について考察したい。

実質的な税金投入で市場混乱は“ヤマを越えた”

3月を底に、世界の株価は回復基調を辿ってきた。主因は、サブプライムローン問題にまつわる当局の対策が、3月に入ってからより抜本的なものになってきたことが挙げられる¹。例えば、3月11日に発表されたFRBによるタム物証券貸与ファシリティーは、金融機関が保有する住宅ローン担保証券などを担保として国債を貸与するというものだ。これにより、一時的にせよ金融機関のバランスシートから、損失拡大の源泉となっている同証券を切り離すことができる。国債が最終的には米国の税金で償還されることを勘案すれば、この措置は不良債権を税金で一時的に買い取ったことになる。

現状では、その規模や担保対象となる証券が限定的であるため、これをもって金融機関の損失拡大に歯止めがかかるというわけではない。住宅ローン担保証券の発行残高はおよそ7兆ドルに達しているため、国債と引き替えるにしても限界がある。また、市場での売買が実質的にストップしてしまっただけではない。市場の混乱が続く限り、新たな損失を発生させるマグマは膨らみ続けていると言える。サブプライムローン問題が完全に終息したと見なすには、住宅ローン担保証券などによる金融機関の追加損失が発生しなくなることが必

サブプライム問題が大きくなって以降の主要株価の推移



¹ 最終頁の表を御参照。

要で、そのためには①金融機関のバランスシートから同証券を完全に切り離す、ないしは全損しても十分なほどの資本の積み増しを行う、②米住宅市場回復などによって、同証券の投資対象としての魅力、安全性が回復する——といった状況にならなければならない。

とはいえ、3月以降証券化商品市場の需給改善、ないしは金融機関のバランスシートから損失の源泉を切り離すことに主眼をおいた対策が出てきたことは、大きな前進だ。2003年の“りそな銀救済”によって日本の株価下落によるやく歯止めがかかったように、政策が大きく前進して政策当局の強い覚悟が見えれば、市場のセンチメントは改善する。その点で、3月までのように市場に不安が渦巻き、いたずらに混乱するような状況に再び陥るリスクはかなりの程度小さくなったと判断される。その意味で、サブプライムローン問題は峠を越えつつあると言えよう。

再膨張し始めた過剰流動性とリスク性資産への資金移動

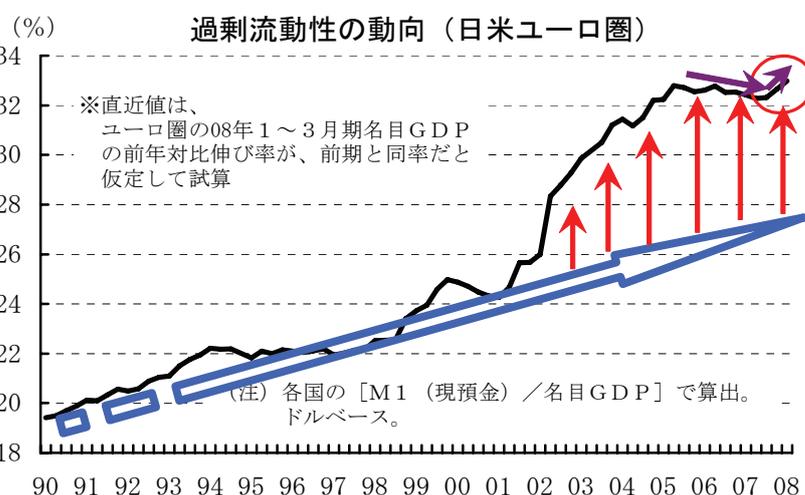
「崩落する信用バブル（上）07/2/20」で述べたとおり、サブプライム問題を生んだのは2000年代前半に積み上がった過剰流動性²である。04年からFRBは利上げに転じたが、実質金利がプラスに転じたのは05年からである。その後05年末にはECBが、06年には日本がそれぞれ利上げに転じるなかで、過剰流動性も05年頃をピークに“過剰度合い”が徐々に縮小していった。こうしたなかで07年にはサブプライム問題によって市場は混乱、FRBはおよそ半年間で3%もの急激な利下げを余儀なくされるなど、主要国の中央銀行は利下げや流動性の拡大に努めざるを得なくなった。

この結果、過剰流動性は再び膨張し始めている。これを放置しておくことは、一般にはバブルの温床となるリスクが高いほか、インフレ加速に繋がリリスクを高めることになる。したがって、サブプライムローン問題にケリがつき、市場が安定し始めた後に、中央銀行が採るべき政策は再び過剰流動性の吸収となる。

足元で、世界の資金は国債に代表される安全性資産から、株式などのリスク性資産へと向きを変えつつある。その背景には、米国の利下げなどにより再び過剰流動性が潤沢になってきた上に、サブプライムローン問題がヤマを越えつつあるとの見方が定着するに連れ、投資家のリスク許容度が回復し始めたことが挙げられる。

ただし、未だ米国経済は減速の渦中にあり、4～6月期の成長率も3四半期連続となるゼロ近傍にとどまるとの見方も多い。その他地域については、資源国では好調さが続いているものの、欧州やアジアなどでも景況感などに翳りが見られている。こうしたなかでは、企業業績が予想よりも良くなるとの期待醸成も難しいため、株価の上昇は専らPERの上昇を伴う。したがって、上昇は限定的なものにとどまると見られる。

現状では、景気に半年程度先行し、株価などとの一致指標となる景気先行指標（例えば米ISM新規受注判断DIなど）にも、底入れから持ち直しに向かうような姿は確認されていない。したがって、株価は期待で大きく上昇した後は勢いを失い、再びネガティブな材料に反応して値下がりする——という動きを繰り返そう。特に、金融機関の損失拡大に歯止めがかかったとは言えない現状では尚更である。とはいえ、前述したように市場がいたずらに混乱するリスクは小さくなったと判断されるため、株価が再び3月の水準を割り込むような

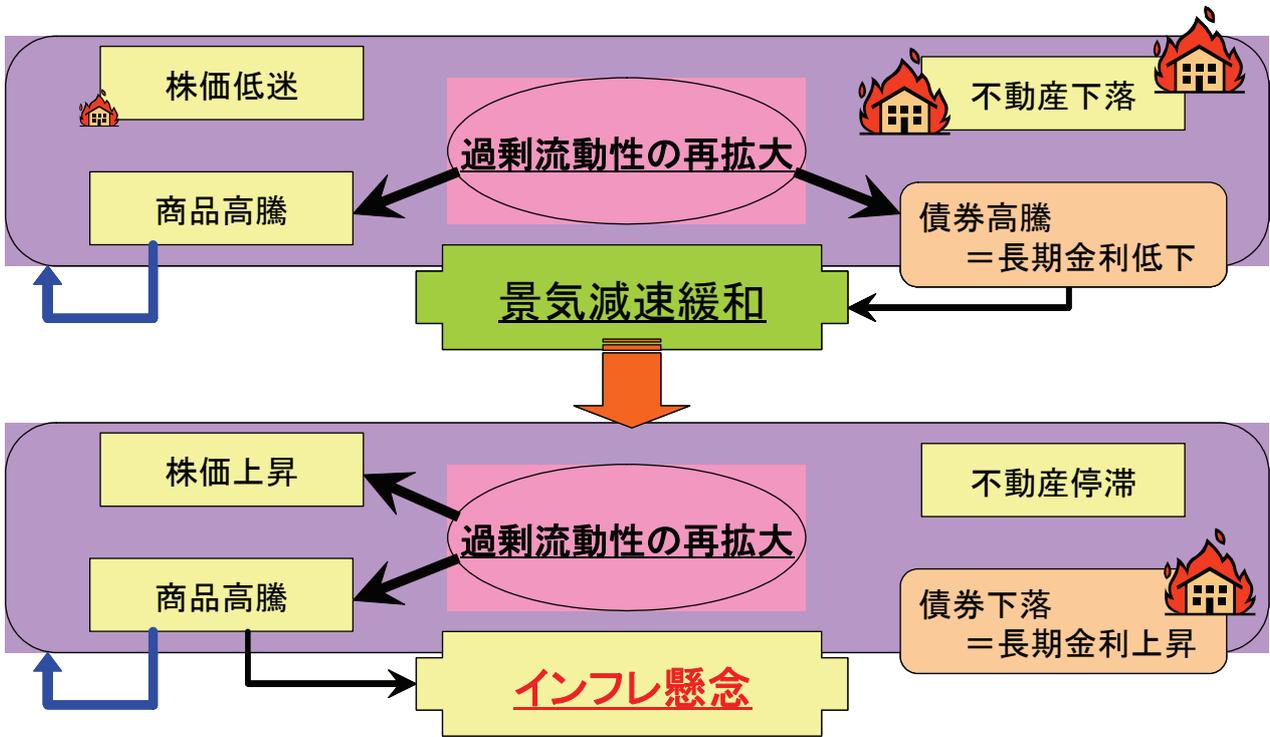


² ここでは、日米ユーロ圏の名目GDPに対するM1の比率。同比率は緩やかな右肩上がりのトレンドを持つが、01年半ば頃からは明らかにこのトレンドから上方に乖離し始めた。

事態は想定しにくい。

安全性資産からリスク性資産への資金移動が本格化するの、景気が先行き回復の方向に向かう兆候が見え始めてからとなろう。米国景気の減速に歯止めがかかる、ないしは世界経済が予想以上に底堅いことが確認されるようになれば、安全性資産からリスク性資産への資金移動はより強まってこよう。ただし、リスク性資産は株ばかりではない。特にここへきて有力な流入先となっているのが商品市場である。世界的に景気下ブレリスクが軽減すれば、株式市場以上に商品市場が熱を帯びる公算が大きい。このことにより、世界的なコストプッシュインフレ圧力は更に高まる。すでに、新興国を中心に世界の中央銀行の多くが利上げを繰り返している。しかし、大国である日米欧などが緩和気味の金融政策を採り続ける限り、投資資金の源泉ともなる流動性が潤沢な状況が続くため、コストプッシュインフレ圧力はなお高まるリスクが大きい。

世界経済に対する市場の見方は、減税などの効果もあって夏場の米経済はやや浮揚するものの、暫くは停滞気味の推移が続く——というのがコンセンサスだ。一方、その他地域については底堅い推移が保たれるため、全体で見れば09年頃からは世界経済にも浮揚感が強まってくるとの見方が多い。こうしたマクロ経済の見方に基づけば、今年後半から来年前半にかけて、世界の資金フローはよりリスク選好性を高め、長期金利が上昇する一方で株高や商品価格の一段高が演出されることになる。ただし、同時にインフレ圧力も高まるため、資金は徐々に株よりも商品へと傾斜する可能性がある。この段階で、主要国の金融政策がどうなるのかが市場の最大の焦点となろう。



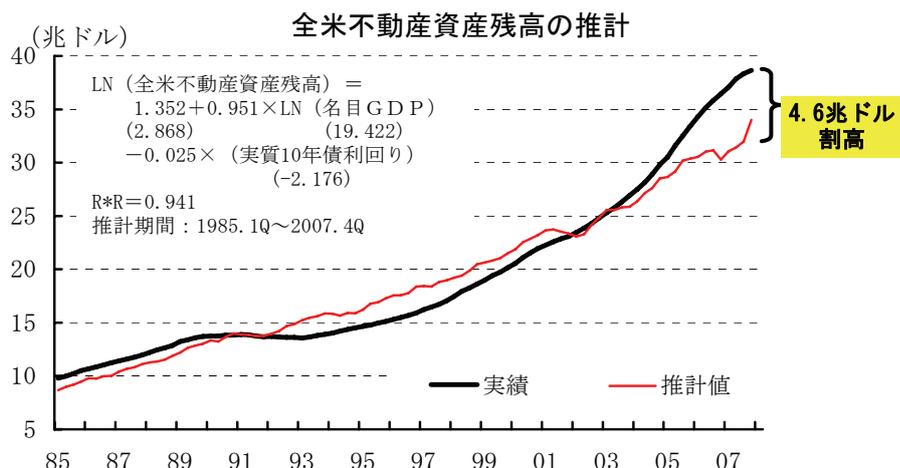
不動産デフレを回避するためには数年程度は超低金利政策が必要

「Market Watching 崩落する信用バブル（下）08/3/10」でも述べたように、今後の米国経済の回復力を占う上で極めて重要なポイントが不動産資産残高の動向だ。07年12月末段階で、家計が保有する不動産資産残高は減少に転じた。主因は住宅価格の下落で、足元までその傾向が続いていることを勘案すれば、不動産資産残高はさらに下落している公算が大きい。このままいけば、今年半ばにも同残高は前年水準をも下回る可能性があるが、そうなると少なくとも1952年（同統計の開始年）来では初めてのことで、おそらくは1930年前後の大恐慌以来の出来事となる。家計が保有する不動産資産残高は、07年末の時点で株式資産残高の4倍近くに達しており、そこから生じる逆資産効果は無視できない。

90年代の日本に見られたような深刻な資産デフレに陥ることを防ぐには、不動産資産の悪化を早急に食い止めることが必要だ。全米ベースの不動産資産の理論値を名目GDPと実質金利によって推計すると、昨年末段

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。

階で未だ理論値を4.6兆ドルも上回っているという結果が出た。極めて単純な算出であり、結果については幅をもって見る必要があるが、現状で米国の不動産価格には未だ調整圧力がかかっていることは十分に考えられる。それは、米住宅市場における大きな変化からも窺える。米国の住宅価格は、2002年頃から上昇ペースが一段と加速したが、その背景にはサブプライムローンの急拡大がある。すなわち、それまで容易には住宅ローンを組めなかった層が住宅市場に雪崩を打って入ってきたことにより需給が嵩上げされ、需給が引き締まった結果住宅価格の高騰に繋がった。しかし、サブプライムローン問題をきっかけに、こうした層が新たに住宅ローンを組むことは極めて難しくなっている。このため、住宅需要の拡大ペースは、06年頃までと比べれば大幅に鈍化することになる。さらに、雇用・所得環境の悪化により、所謂不況型のデフォルトが増えてくることになる。米国の住宅ローンの大半は“ノン・リコース型”であり、支払い不能となっても担保物件を明け渡せば残りのローンを支払う必要はなくなる。したがって、所得の回復が遅れるに連れ、差し押さえとなった住宅が競売にかけられる数は急速に膨らむリスクもある。



このように、米国の住宅価格が上昇に転じるには、かなり時間がかかると見られるうえ、現状では価格下落圧力も大きいと言える。こうした状況で望まれる政策は徹底した金融緩和政策ということになるが、住宅需給が改善し、価格が明確に下げ止まるまでに時間がかかることを勘案すれば、少なくとも1~2年程度の超低金利政策が必要になる。

08年末から09年前半にかけて焦点となるFRBの舵取り

以上のように、今後の経済・金融市場を取り巻く環境は、中央銀行に対し極めて難しい選択を迫ることになる。特に、不動産価格の下落基調が続くと見込まれる米国においては、FRB市場最も困難な選択となる。

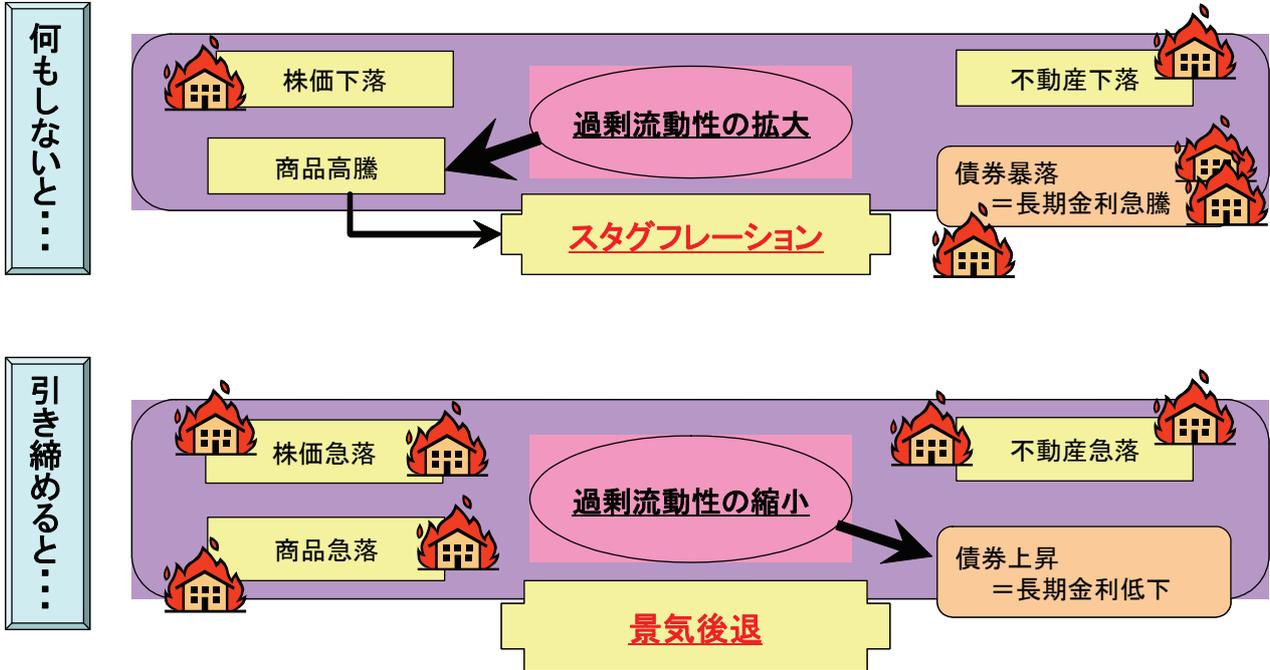
不動産市場の回復を重視し、資産デフレが実体経済に大きなマイナスの影響を及ぼすリスクを回避することを重視すれば、現行の低金利政策を維持、ないしは更なる緩和措置を講じる必要がある。しかし、それによって商品市場へ流れるマネーを抑えることは困難となり、一段の資源価格高騰を覚悟する必要がある。例えば、原油価格(WTI)が1バレル=150ドルを上回るようなこととなれば、インフレ率は一段と押し上げられる一方、需要は減退しよう。新興国などでは深刻なインフレに対処するために、更なる金融引き締め策を執る一方、食糧難による生活水準の悪化を抑えるために財政政策などによって保護策を打ち出す必要にも迫られる可能性が高まる。世界的に、1980年前後以来約30年ぶりとなるスタグフレーションに陥るリスクが高まる。長期金利が急騰する結果、株価や不動産価格にも下落圧力が働くが、インフレヘッジとしての投資対象にもなりうるため、ある程度下落圧力は減殺されよう。ただし、米国がインフレを容認したとの評価は、どるの急落に繋がる恐れが高い。

逆に、インフレ圧力に抗うために米国を含めた主要国が引き締め政策へと舵を切れば、深刻な不況に見舞われるリスクが高い。世界の過剰流動性は収縮に向かうため、商品市場をはじめ株式市場などリスク性資産からの資金流出は避けられない。特に、米国の不動産市場への影響は甚大なものとなりうる。需給環境が極めて悪いなかで金融引き締め政策を採れば、不動産資産残高の下落は加速し、逆資産効果から米国経済に大きなデフレ圧力がかかることも考えられる。これは、1930年前後の大恐慌の時以来80年ぶりの出来事となる。当然、世界経済の失速は避けられない。米国の最終需要が大幅に落ち込んだ場合、これを補うほどの需要を他国に見つ

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。

けることは難しい。

二つのケースを比較した場合、米国がインフレを容認してでも不動産デフレを回避する政策を採った方が痛みは少ないだろう。世界的にインフレ率は生活必需品中心に上昇すると見込まれるが、このようなケースでは消費者保護のため賃金なども上昇すると見込まれ、資源価格の高騰が一巡すれば相対価格差は縮小し、購買力も回復する。また、生産性が相対的に低く、資源価格の高騰を吸収しきれずにインフレ率がより激しくなる国では、国内価格水準が上昇することになるが、これによって主要国と新興国との間の労働コストの格差も縮小する可能性が大きい。大きな嵐に見舞われた後は、これまでよりも“平らな世界”が訪れよう。



無論、両ケースとも極めて痛みは大きい。これを回避するには、資源価格の高騰を抑え、インフレリスクを高めることなくFRBが低金利政策を維持しうる環境を作ることが必要だ。特に物価への影響も大きい原油については価格の下落が望まれるところだが、サウジアラビアによる日量30万バレルの増産措置でさえ効果を発揮しなかったように、小手先の対応で原油価格を押し下げることは難しくなっている。これまで筆者は消費国が備蓄している戦略備蓄原油の放出を主張してきたが、かなりの規模の放出を主要国間で行ったとしても、それが原油価格を押し下げる期間は短いものとなるリスクが高い。一方、商品市場への投資規制などが実施されれば、価格下落を促すことは可能だろう。例えば、欧米の年金ファンドなどは安定的な資産運用が望まれる機関投資家だが、昨今は商品投資のウェイトも高まっている。こうした機関投資家による商品投資ウェイトを一定水準以下に抑えるような措置が講じられれば、商品市場からの資金流出につながり、これに伴う価格下落期待は他の多くの投資家の投資行動にも影響を与えよう。

サブプライム問題は、金融市場が大きく混乱するリスクは小さくなったという意味でヤマを越えたと見られる。しかし、その後迫っている問題は、30年ぶりの世界か、80年ぶりの世界かを問う極めて大きなものである。市場がその選択を迫るまでには、あと1年もないだろう。

サブプライムローン問題下での主な対策

日次	対策の内容	流動性	景気	財務・個別	証券化市場
2007/8/9	E C BとF R B、緊急資金供給	○			
2007/8/10	日米欧中銀、緊急資金供給	○			
2007/8/13	E C B緊急資金供給	○			
2007/8/17	F R B、臨時F O M Cで公定歩合を▲50bp下げ	○	○		
2007/8/22	E C B資金供給 米大手銀、住宅ローン最大手に20億ドル出資	○			
2007/8/26	独州立銀行間で買収			○	
2007/8/31	米大手金融グループ、サブプライム業者の資産買い取り			○	
2007/9/6	E C BとF R B、緊急資金供給	○			
2007/9/17	英政府、英中堅銀の預金全額保護を発表			○	
2007/9/18	F R B、▲50bpの利下げ 米下院、F H A（米連邦住宅局）による信用保証枠の拡大法案を可決	○	○		
2007/9/19	英中銀、流動性供給拡充、担保として住宅ローン債権を認める	○			○
2007/10/1	英金融サービス機構（F S A）、預金保証の上限額を3万5000ポンドに引き上げ		○	○	
2007/10/11	米財務長官、住宅保有者支援策を発表。		○		
2007/10/31	F R B、▲25bpの利下げ	○	○		
2007/11/23	E C B、年末までオペの資金供給拡大を発表	○			
2007/11/26	米大手銀、中東の政府系ファンドから75億ドルの出資受け入れ			○	
2007/11/29	フレディマック、60億ドルの優先株発行による増資			○	
2007/12/4	ファニーメイ、70億ドルの優先株発行による増資			○	
2007/12/6	米大統領、借入金利の5年間据え置きなどサブプライムローン借り手救済追加対策を発表		○		
2007/12/7	英中銀、▲25bpの利下げ	○	○		
2007/12/10	欧州系大手銀、中東などの政府系ファンドからの出資受け入れ 米大手モノライン、第三者割り当て増資を発表			○	
2007/12/12	欧米中銀5行、協調資金供給	○			
2007/12/13	独中堅州立銀行に対し、独州政府が27億5000万ユーロの債務保証 仏銀大手5行、流動性不足などに備えた基金を立ち上げ	○		○	
2007/12/18	E C B、オペで金融市場に3486億ユーロ（57兆円）の資金供給。	○			
2007/12/19	米大手証券、中国の政府系ファンドから50億ドルの出資受け入れ。			○	
2007/12/20	米大統領、住宅ローンの借り換え支援のため、3年間の税制優遇措置法案に署名。		○		
2007/12/25	米証券大手、シンガポールの政府系投資ファンドなどから出資受け入れ			○	
2008/1/4	F R B、入札金利方式の金融機関向け融資を拡大	○			
2008/1/11	米大手銀、米最大手住宅ローン会社を約40億ドル（4400億円）で買収と発表			○	
2008/1/14	カナダ系銀行、公募を含む増資計画を発表			○	
2008/1/15	米大手証券会社など、政府系ファンドからの出資を含む増資を発表			○	
2008/1/18	米大統領、1500億ドル（16兆円）に上る減税など緊急景気対策の骨格を発表。		○		
2008/1/22	F R B、▲75bpの緊急利下げ	○	○		
2008/1/23	N Y州、モノラインの資本増強について銀行と協議			○	
2008/1/25	米大手銀、優先株発行による資金調達を発表			○	
2008/1/30	F B I、金融機関など計14社に対し不正会計やインサイダー取引などの疑いで捜査 英政府、金融サービス機構（F S A）や中銀の裁量拡大			○	
2008/2/13	米政府と米金融大手6社、保有している住宅物件の差し押さえを最大30日間停止 米S E C、サブプライムローン問題に関連し不正取引を調査		○	○	
2008/2/17	英政府、経営危機に陥っている英中堅銀行ノーザン・ロックの一時国有化を発表			○	
2008/3/4	F R B議長、サブプライムローン元本のカットを含む追加策の検討を求める		○		
2008/3/6	米下院金融委員長、住宅ローンを政府が買い取る案を打ち出す方針と報道 米モノライン大手、普通株売却などで資本調達			○	○
2008/3/11	欧米の5中央銀行、資金供給拡大との緊急声明を発表 F R B、R M B Sなどを担保とした国債貸与（タム物証券貸与ファンリティー）を発表 欧州系大手銀、株主割り当て増資	○			○
2008/3/13	米財務長官、金融不安の再発を防ぐため、金融監督の総合的な改革案を公表			○	
2008/3/14	米下院金融委員長、F H Aに最大3000億ドル（30兆円）の保証枠を設ける法案を公表 N Y連銀と米大手銀、米証券大手に対し緊急の融資枠を設定	○	○		○
2008/3/16	米大手銀、資金繰り難で経営危機に陥った米証券大手買収で合意			○	○
2008/3/19	米O F H E O、ファニーメイなどの資本規制を緩和。M B S購入枠2000億ドル拡大	○			○
2008/3/22	米欧中銀、M B S市場への公的資金投入の妥当性を検討との報道				○
2008/3/24	米F H F B、1000億ドルを上回る規模のM B S（公庫保証付）追加購入を認める	○			○
2008/3/27	米O F H E O局長、R M B S購入のため政府系住宅金融の増資必要性を指摘			○	○
2008/3/28	E C BとF R B、金融市場へ資金供給拡大	○			
2008/3/31	米財務長官、F R Bの監督権限拡大を主な内容とする金融行政改革案を発表			○	○
2008/4/1	欧州系大手銀など、増資を発表			○	

(注) 「流動性」「景気」「財務・個別」「証券化市場」の項は、それぞれ筆者が該当項目に特に重点を置いた対策と判断したものに○をつけている。
 なお、「流動性」は短期金融市場の流動性、「景気」は景気全体、「財務・個別」は財務改善など個別企業の問題、
 「証券化市場」は証券化商品市場の需給などが該当。
 各種報道により第一生命経済研究所が作成。

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。