

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース 2007 年 10 月第 56 号

「サブプライムローン問題」と世界・日本経済の行方

以下の要旨は 60 秒でお読みいただけます。

要 旨

米国大手 3 社による共同基金設立が発表され、それに伴う市場の動揺など揺り戻しもあり、予断を許さない状況ですが、サブプライムローン問題の第一波である金融収縮は、各国において、取り敢えず乗り切ったとみてよいでしょう。現在見られる強弱の見立てと市場の動揺は、サブプライムローン問題の第二波として、サブプライムローンへの直接的または間接的な投資家に生じている損失の処理問題と、第一次金融収縮の余波に伴う貸し渋りなどが原因と見られます。

新興市場国の経済が好調のため、これらの国々でのサブプライムローン問題の影響は目下のところ比較的大きくなく、経済活動は好調を持続しています。わが国も、新興市場国向けをはじめとする輸出産業が好調で、サブプライムローン問題は收拾しつつあるようにも見えますが、果たしてそう見てよいのでしょうか。サブプライムローン問題はどのような背景で発生し、どのように対処されてきたのか。現在どのような問題が潜んでおり、今後注視すべき問題はなにか。サブプライムローン問題の第三波はあるのでしょうか。カギを握る米国経済に深刻な不動産不況は訪れるのでしょうか。

今月は JP モルガンでチーフ エコノミストを務められる菅野雅明マネジング ディレクター 経済・債券調査部長にサブプライムローン問題と世界・日本経済の見通しについて、最新の解説をお願いいたしました。



「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから→ <http://www.gtjapan.com/library/index.html>

本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。

太陽 ASG グループ マーケティング コミュニケーション担当 田代知子 Tel: 03-5770-8860 Email: t-asgMC@gtjapan.com

「サブプライムローン問題」と世界・日本経済の行方

JP モルガン証券
チーフ エコノミスト
菅野雅明

(マネジング ディレクター 経済・債券調査部長)

1. 証券化の下での新たな金融システムリスク

米国のサブプライムローン問題に端を発する金融市場の動揺は瞬時に世界的に広まり、市場参加者を震撼させた。米国の国内問題だったサブプライムローン問題がグローバルな影響を持つに至ったのは、以下に見るとおり、今回の金融市場の動揺が証券化が進行するなかでの新しい型の金融システム危機の可能性を孕んでいたからだ。

投資家の理解不足

まず第 1 は、金融市場の国際化、証券化の結果、信用リスクの所在が分かりにくくなった点だ。サブプライムローン問題は、当初米国の住宅市場の問題と考えられていたが、銀行が供与したサブプライムローン債権は証券化され、米国以外の投資家が多くを保有する実態が明らかになった。投資家が信用リスクの所在を必ずしも十分に理解せずに証券化商品を保有していたため、ひとたび信用問題が発生すると、投資家のリスク回避の姿勢が一段と強まる結果となった。

格付けに不信感の拡がり

第 2 に、金融技術の進歩がリスクの所在を一層分かりにくくさせている。今回のケースでは、米国のサブプライムローンがその他の銀行貸出債権とともに CDO（債務担保证券）として証券化されたものが多かったが、この結果、CDO を購入した投資家の中には、最近まで自分がサブプライムローンを間接的に保有していることを知らなかった先も見られた。こうした投資家の多くは、格付けを信じて購入していたようだが、高格付けのものでも市場価格が大幅に下落するに及び、投資家の格付け機関に対する不信感が広まり、単にサブプライムローンに裏付けられた CDO や ABCP（アセットバック CP<注>）のみならず、証券化商品全般の市場での流動性は著しく低下した。

(注) ABCP(アセットバック CP): 売掛債権等の金銭債権等を担保として、発行される CP のこと。



金融システム自体の制度リスク

第 3 は、金融のシステミックリスクに関する問題だ。もともと、貸出債権の証券化は、信用リスクの銀行集中を回避することから銀行のバランスシートの健全性確保に寄与し、金融のシステミックリスクを軽減すると考えられていた。しかし、現実には、市場での投資家相互の不信感の台頭から、市場機能が逆に損なわれる事態を招く結果となった。英国で実際に起きた住宅ローン供与を専門とする中堅銀行に対する預金者の取り付け騒ぎなどはまさにその典型的な例である。

2. 素早かったバーナンキ議長の対応

信用バブルの崩壊として対処

こうした状況下、米国 FRB(連邦準備制度理事会)は 9 月 18 日に開催された FOMC (連邦公開市場委員会) で大方の予想を上回る 0.5% の大幅利下げを満場一致で決定した。これを受けて、それまで機能不全に陥っていた CP 市場でも新規発行が徐々に回復するなど市場は全般に落ち着きを取り戻しつつある。

バーナンキ議長の対応が素早かったのは、同議長が今回の金融市場の動揺を「信用バブルの崩壊」と捉え、当局が市場の期待を先取りするかたちの対応、すなわち「アヘッド・ザ・カーブ」の対策（先制的対応）の必要性を重視していたからに他ならない。FRB の対応が遅れると、金融市場の動揺が実体経済に波及し、米国景気が失速するリスクがあった。バーナンキ議長は FRB の使命の一つである「雇用確保」を意識して大幅な利下げを断行したと言えよう。

FRB の大胆な政策は市場から好感されたが、依然未解決の問題もあり、当面は以下の点に留意すべきだ。

未解決の問題と留意点

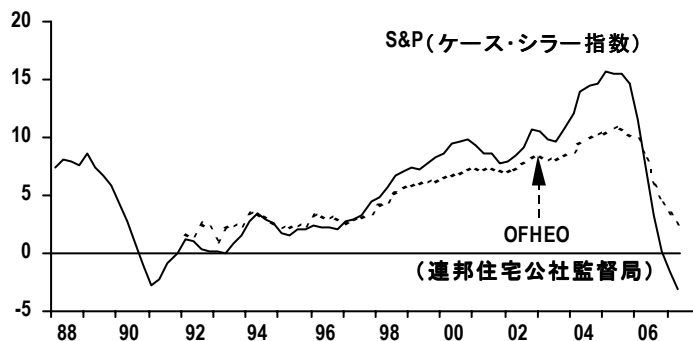
住宅価格の下落圧力

第 1 は、米国住宅市場の一段の低迷だ。米国では、住宅ローン上乗せ金利(大口の住宅ローンに対する金利)の上昇に加え、銀行が与信態度を厳格化させたため住宅販売は大幅に減少した。同時に新規住宅着工も減少したが、住宅販売の減少のペースが速かったために住宅の在庫は高水準のまま推移することになった。この結果、住宅価格に対する下押し圧力はさらに強まり、米国住宅価格の平均値は前年水準を下回るに至った(図 1)。

もっとも、米国では、不動産不況といっても、住宅価格の下落が顕著なのは、住宅価格の上昇が激しかったカリフォルニア州、フロリダ州などで、東部地区の住宅市場は落ち着いているほか、非住宅建設は全般に活発である。

(図1) 米国: 住宅価格指数

%、前年比



景気の下振れ圧力

第 2 は、米国景気そのものの下振れリスクだ。上記カリフォルニアとフロリダ両州では同時に失業率も上昇傾向にあるが、こうした傾向が全米に広まると米国 GDP の約 7 割を占める個人消費にも悪影響が及ぶことが懸念される。事実、世界中の市場関係者が注目する非農業部門雇用者増加数は 2007 年初以来緩やかな減少傾向を辿っていることから「今回の米国住宅バブル崩壊はこうした米国経済の減速過程を加速するに過ぎない」といった厳しい見方をする向きもあるほどだ。今後とも米国の雇用情勢からは目が離せない。さらに、目下進行中の原油高も米国のエネルギー価格上昇を通じて米国消費者の実質可処分所得を低下させ、個人消費を下押ししかねない。

FRB 信認への圧力

第 3 は、FRB に対する信認の問題だ。バーナンキ議長による大胆な利下げは、金融危機をひとまず回避することが出来たと言う点で総じて高い評価が与えられており、株価も上昇傾向にあるが、一部の市場関係者からは「モラル・ハザードを助長しないか」という批判の声も聞かれる。すなわち、株などのリスク資産に対する投資家が今回の FRB の利下げを見て「仮に過剰投資を行いその反動で資産価格が下落しても FRB が救ってくれるのではないか」との認識を持ったとしたら、株などの将来の資産価格を必要以上に押し上げることになり、一層大きな資産バブルを生み出しかねない、という批判である。とくに、現在は潜在的に過剰な流動性が世界の金融市場に存在するので、景気の下振れ懸念が薄らぐと、これらの投資資金がリスクマネーとなって資産バブルを生み出すリスクが存在する。バーナンキ議長は、利下げ打ち止め、あるいは再利上げのタイミングの的確さが求められるが、これは簡単なことではない。利下げは市場関係者のみならず、政治家からの支持が得られ易いが、利上げは逆に不人気な政策なので、この点に関しバーナンキ議長が今後どのように対応するかが注目される。

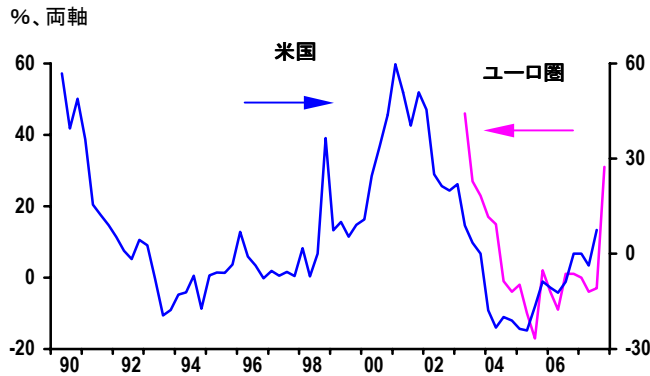
ユーロ圏の先行きへ不透明感

第 4 はユーロ圏の対応だ。ECB (欧州中央銀行) は本年 6 月の利上げを最後に政策金利は現状維持を続けているが、足元ではマネーサプライの増加傾向とインフレ率の上昇から、金融市場の動揺が続いているにも拘わらず、米国のような利下げという対応は取れずにいる。勿論、ユーロ圏の実体経済は堅調で米国ほど下振れリスクが大き



くないので利下げが緊急の課題となっている訳ではないが、年初まで絶好調であったユーロ経済もごく最近ではユーロ高、銀行の貸出態度慎重化(図 2)などを反映して企業景況感に陰りが見え始めており、景気の先行きには黄信号が灯り始めたと言えなくもない。ECB トリシェ総裁は足元のインフレ率抑制を目指して利下げに抵抗するのか、あるいはフォワード・ルッキング(先見的)に先行きの景気下振れに配慮して利下げ路線に転向するのか、その舵取りが注目される。

(図2)銀行貸出基準D.I. (企業向け)



未知の世界—証券化下での信用不安

第 5 は、証券化が進行する中での金融システムリスク対策だ。従来型の金融危機は銀行が信用不安の直接の対象となったため、金融システムリスクが台頭すると同時に銀行に対し預金保護、あるいは必要に応じ不良債権分離などの措置を講ずる一方、最終的には銀行国有化を含む抜本的措置で対応するというマニュアルが存在するが、証券化の下で信用不安が発生した場合は、このようなマニュアルは存在しない。証券化商品に対する信認の喪失が起き、投資家の流動性選好が高まった場合でも、基本的には、中央銀行は銀行に対する流動性供給で対処するしかないが、最近の英国の例で見ても分かります。流動性不安が銀行に対する信用不安に転化するリスクは常に存在する。言うまでもなく、金融の世界では、どんなにシステムが進化しても、市場参加者相互の「信用」が金融取引の基盤であることに変わりはない。金融システムが進化すればするほど「バーチャルな世界」が広がるので、ひとたび「信用の連鎖」に綻びが生じると、思わぬかたちで世界の金融市場に悪影響を及ぼすことある、というのが今回の教訓であろう。金融市場のダイナミズムを損なわずに、どのような規制(自主規制も含む)、情報開示が望ましいのか、今後の課題である。

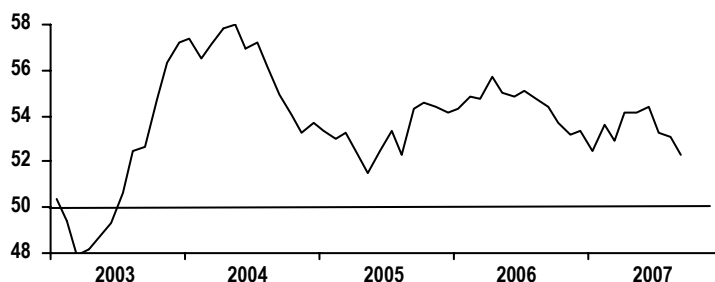
3. 堅調な新興市場国経済

主要国製造業には減速の兆しがあった

筆者がこの原稿を執筆している 10 月央の段階では、漸く 9 月マクロ経済指標の一部が明らかになったに過ぎず、今回の金融市場の動揺が実体経済にもたらした影響については今後の経済指標の発表を待つ必要があるが、それでも世界景気の一致指標として注目されているグローバル PMI 製造業景況感指数(主要国の製造業景況感調査<PMI: 購買担当者指数>の結果を各国の GDP で加重平均して合成)は 6 月をピークに 9 月にかけて低下している(図 3)。このことは、世界経済がサブプライム・ショック以前から既に減速し始めていた可能性が高いことを示している。

(図3)製造業グローバルPMI

指数(中立:50)



銀行融資基準厳格化によるブレーキ

金融市場の混乱により、住宅ローン、消費者ローンの融資基準がさらに厳格化されたため、欧米の住宅投資、個人消費は年末にかけてさらに減速する可能性が高い。世界の製造業は、2007 年前半こそ生産の増加テンポを加速させてきたが、グローバル PMI によると新規受注が足元で減速しているため、生産の増加ペースは今後次第に鈍化していくものと見られる。地域別には、米国住宅投資の減少が長期化する可能性が高いこともあって米国経済は今後数ヶ月間は減速局面となる可能性が高いほか、ユーロ圏経済も上記のとおり企業景況感がピークアウトしていることから、成長率は鈍化することが予想される。

新興市場国への影響は？

こうした欧米経済の減速は、これまで順調な拡大を遂げてきた新興市場国経済にどのような影響を及ぼすであろうか。従来は「米国経済がくしゃみをすると新興市場国経済は風邪を引く」と言われてきたが、今回はどうも状況が異なり、欧米経済からのデカップリング（分離）が可能のように見受けられる。

事実、サブプライム・ショックで一旦は売られた新興市場国の株価はその後急回復している。今回、新興市場国経済の基盤が強化されたと考えるのは、第 1 に新興市場国の多くが経常黒字となっているため、従来のように資本の急激な流出により金融市場が混乱するリスクが軽減された点である。第 2 に、新興市場国の多くが為替制度を従来の固定相場から変動相場に移行した（といっても完全フロートからは程遠いが）ことから、為替の変動に対してもある程度柔軟に対応する余地が生まれたことも重要だ。また、第 3 に、商品市況が堅調である点も見逃せない。新興市場国は鉱物資源や穀物などの輸出に依存する割合が高いが、これら市況性商品の世界的な需給タイト化を背景に商品価格の高騰が続いていることは、これら新興市場国にとっての交易条件が改善しつつあることを示している。

中国の場合・・・

中国では経済の過熱リスクが高まっているため、金融引き締めと人民元の切り上げを実施してきたが、それでも足元の金利水準（政策金利 7.29%）は名目経済成長率（14-15%）を大幅に下回っているほか、人民元の切り上げペースも極めて緩やかであり、全体としては金融は依然緩和状況にある。国内の物価情勢も食料品価格の上昇は続いているが、食料品を除く消費者物価上昇率は 1%弱であり、この面から利上げを急ぐ環境ではない。中国の金融緩和は株価、不動産価格などの資産価格高騰を招いているため、将来は資産バブル崩壊のリスクに直面する可能性があるが、目先は、欧米経済が多少減速しても資産価格の上昇が国内需要を喚起すると言う好循環を生むであろう。

米国経済の減速度を注視

米国景気が失速し景気後退に陥るリスクは 3 割程度あると考えるので、こうした悲観シナリオが妥当する場合には、新興市場国経済にも当然悪影響が及ぶであろうが、米国経済がマイルドな減速に止まる場合には、アジアを中心とする新興市場国経済は底堅く推移する可能性が高い。

4. 日本経済の光と影

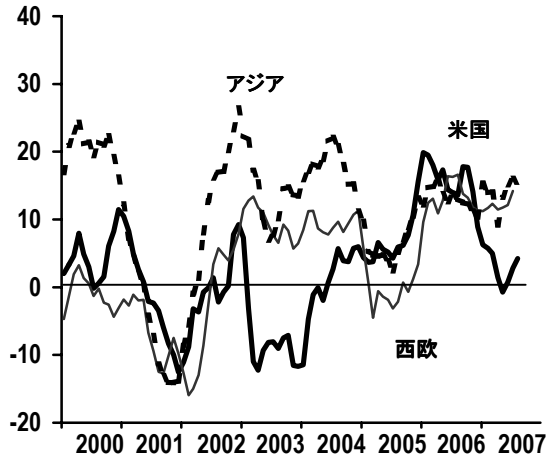
日本への影響は目先軽微か・・・

足元の日本経済では、輸出の伸びが顕著だ。長期的に見ても輸出への依存度は上昇傾向にある。名目 GDP に占める輸出の割合は、2001 年度の 10.6%から 2006 年度の 16.4%に急上昇している。輸出先別に見ると、米国のシェアは低下する一方、欧州、中国、中東のシェアが拡大している。最近でも対米輸出の伸びは小幅に止まっている（2007 年 8 月前年同月比+4.6%）のに対し、EU 向け（同+15.6%）アジア向け（同+16.4%）、中東向け（同+30.7%）輸出は目覚ましい伸びを示している（図 4）。目先は輸出主導の景気拡大が期待される。



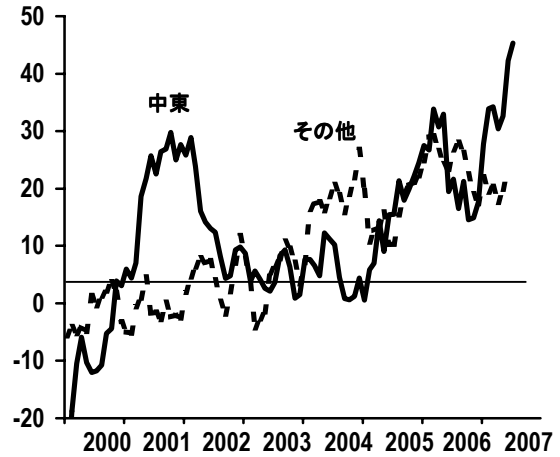
(図4-1) 国・地域別輸出 - 1

%、前年比、3ヵ月移動平均



(図4-2) 国・地域別輸出 - 2

%、前年比、3ヵ月移動平均



新興市場国需要が牽引

新興市場国では、経常黒字で蓄積した外貨を国内投資に用いる傾向を強めているが、日本はこうした諸国に対し資本財(機械類)あるいは中間財(機械部品、ハイテク素材など)を輸出している。新興市場国の設備投資が米国の需要減退を補って日本の輸出を支えている形だ。

為替相場は、サブプライム・ショックによる円キャリー取引(注 1)の巻き戻しから一時的に円高に振れたが、その後は対ドルで安定的に推移する一方、その他通貨対比では再び円安気味となっている。今後も為替相場が現状水準で安定的にする限り日本の輸出企業の収益にはプラスだ。

このほか、日本企業の海外生産比率も同時に上昇しており、海外投資とくにアジア、オセアニア地区からもたらされる投資収益は年々増加傾向にある。

今後、米国経済が減速し、欧州経済もピークアウト傾向が続く場合であっても、新興市場国の堅調な設備投資が続く限り、日本経済は中国を含む新興市場国向け輸出と海外投資収益の増大が国内生産と所得を下支えすることが期待される。

国内は不振の芽も

一方、国内需要に目を転じると、輸出に支えられている大企業製造業は堅調なものの、9月短観では中小企業の業況悪化と設備投資意欲の後退が目立った。原材料価格の上昇を販売価格に転嫁できないことがその背景だ。また、最近では個人消費の伸び悩みが一段と顕著になっているが、これは、冷夏長雨などの天候要因もさることながら、雇用者所得の伸びが減速していること、とくに中小企業の夏季賞与が前年を下回ったとみられることも影響していると考えられるべきだ。

中小企業の行動と個人消費が要注意

従来は、潜在成長率を超える成長が続けば、いずれ好循環の効果は中小企業、家計にも波及すると考えられていたが、この見方を修正すべきか否かの重要な分岐点に差し掛かっているのかもしれない。国内の中小企業行動の慎重化、個人消費の減速と欧米の金融市場の混乱に直接的な因果関係は見当たらないが、米国経済の減速、欧州経済のピークアウトと日本経済の2極化が同時進行すると世界経済に思わぬ影響を与えかねない。

中国のバブルなども視野に・・

新興市場国の株価は、こうした不安をよそに史上最高値を更新する例が増えている。中国の上海A株(注 2)は年初来で2倍以上になっているほか、香港のハンセン指数(注 3)も同4割以上上昇している(10月10日現在)。こうした株価の急上昇は、2桁成長を続ける中国経済の好調さを反映したものであることは間違いないが、中国経済の先行きに何らかの不安要因が出現すると、状況が一変する可能性もある。中国バブルの状況からも目が離せない。

カギは米経済失速の如何に

以上を要約すると、米国経済がどの程度減速するかという点が日本経済の今後を予測する上で重要だが、米国経済が目先失速することがなければ、世界経済のグローバル化を背景とした新興市場国の力強い回復力もあって、日本経済は何とか潜在成長率並みの成長は確保できよう。日本企業は今後とも、新興市場国に機械類や機械部品、ハイテク素材などを供給するかたちで、新興市場国の高い成長率を間接的に享受することになる。

(注1) 円キャリー取引：「円借り取引」とも呼ばれ、円資金を借り入れて様々な取引を行うことを指す。

最近では、国際的に見て低金利である円を借り入れより高い利回りである外国の通貨、株式などに運用して利鞘を稼ぐこと、に利用されている。

(注2) 上海 A 株：上海に上場されている株で、中国国内の投資家しか取引できないもの
(外国人が取引できるのは B 株)。

(注3) ハンセン指数：香港市場の代表的な株価指数のこと。

以上

執筆者紹介：

菅野 雅明 (かんのまさあき)

1949 年 (昭和 24 年) 生まれ

JP モルガン証券株式会社

経済・債券調査部長

マネジング ディレクター・チーフ エコノミスト

<学歴>

1974 年 東京大学経済学部卒業

1979 年 シカゴ大学大学院経済学修士

<職歴>

1974 年 日本銀行入行 (考査局)

1977 年 シカゴ大学大学院留学

1987 年 外国局為替課調査役

1988 年 秘書室兼政策委員会室調査役

1991 年 ロンドン事務所次長

1994 年 調査統計局経済統計課長

1997 年 調査統計局参事

日本経済研究センター主任研究員

1999 年 JP モルガン入社。チーフエコノミストとして日本の金融経済分析および同予測を担当

2007 年 内閣府経済財政諮問会議 グローバル化
1 月～ 改革専門調査会
金融・資本市場ワーキンググループメンバー

2006 年 「日経公社債情報」エコノミストランキング 3 位

<著作>

「日本経済中期予測」 (日本経済研究センター)

「経済を見る眼」 (週刊東洋経済 <2001~2005>)