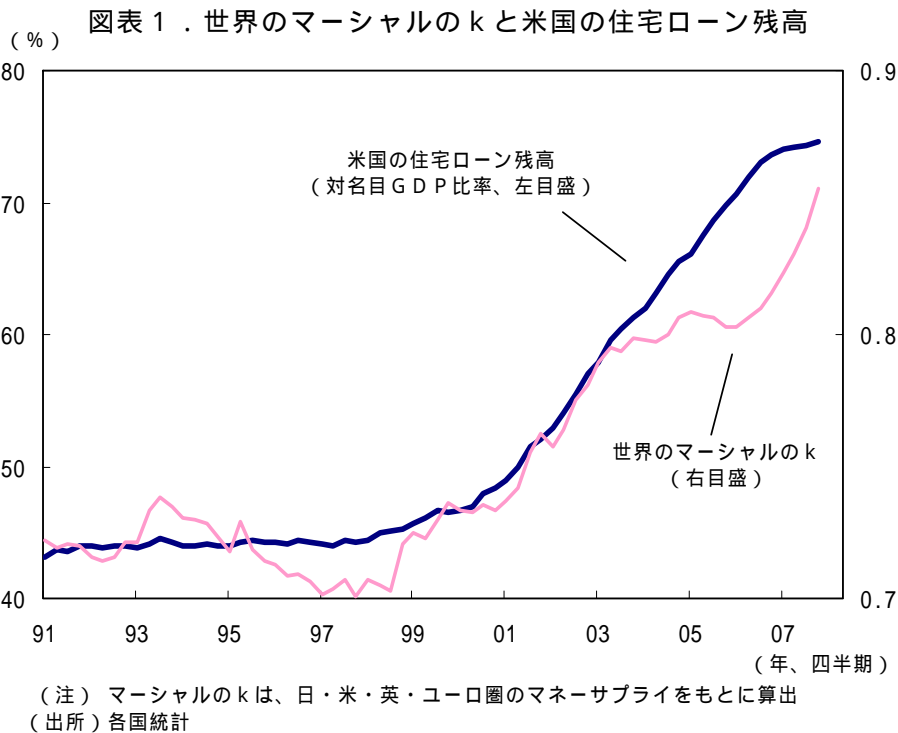


100 年に一度の金融危機

Q 1 . 100 年に一度の金融危機が起きているそうですが？

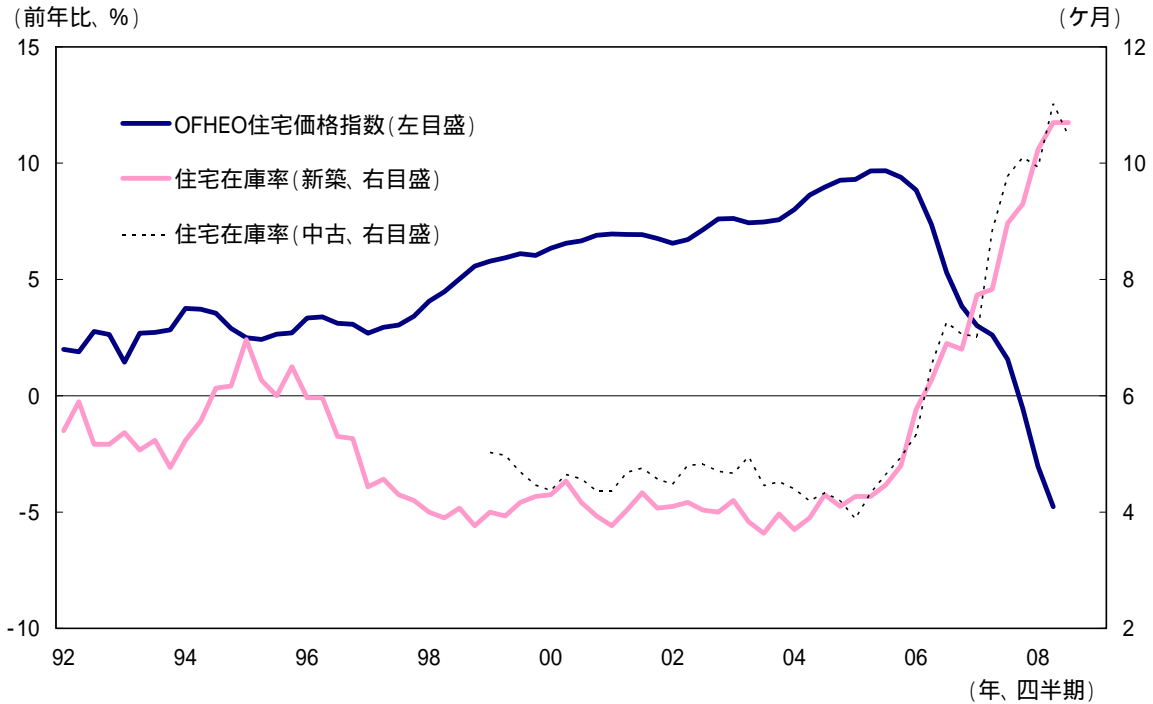
- ・世界的に株価が急落し、世界経済の減速が鮮明になり、世界同時不況という言葉も聞かれるようになりました。ただ、大恐慌のきっかけとなった株価の大暴落が起きたのは 1929 年のことです。およそ 80 年前の出来事ですが、100 年に一度ということならば、世界で今起きていることは、大恐慌と同じかそれ以上の大変な出来事ということになります。
- ・本当に 100 年に一度の出来事かどうかはまだはっきりしませんが、海外の金融市場では間違いなく金融危機が起きています。9 月にはリーマンブラザーズなど世界有数の金融機関が次々に破綻したり、買収されたりしました。金融機関の経営に不安が広がってお互いに相手のことが信用できなくなってくると、お金を融通し合う金融市場が機能しなくなりました。
- ・金融機関の資金調達ですら難しいのですから、一般の企業や個人がお金を借りたり社債を発行したりすることはさらに難しくなります。こうして、世の中全体でお金の巡りが悪くなると、実物経済にも影響が出てきました。実際、ここにきて経済活動が急速に停滞してきているとの話も耳にします。
- ・今回の金融危機の始まりは米国のサブプライムローン問題です。サブプライムローンとは信用力が低い人たちに貸し出すローンなので、普通の住宅ローン（プライムローン）と比べて延滞率や破綻リスクが高くなります。ところが、このサブプライムローン債権を証券化することによって、高利回りだがリスクが低いという触れ込みの商品が組成されました。
- ・その一方で、住宅ローン残高の増加とともに世の中で流通するマネーが急速に増加し、同時に低インフレと安定的な経済成長が続いてきたためリスクに対する評価が甘くなってしまいました（図表 1）。過剰流動性と甘いリスク評価という古典的なバブルの要素に、証券化という金融技術の発達という要素が加わって、サブプライムローン関連商品のバブルが発生し、それがついに崩壊を始めたわけです。
- ・日本の金融市場は欧米のように機能が低下しているわけではありませんが、金融商品や株式などの価格が大幅に下落しています。100 年に一度かもしれない金融危機が世界の金融市場や経済を混乱させ、その影響が日本にも及ぶのではないかという危機感が急速に強まってきました。



Q2 . 世界経済も大変なことになりそうですね

- ・ 急速に深刻になる金融危機に直面して、各国の政府・金融当局の間で危機意識が共有されてきました。大手金融機関は潰さないという方向で一致して、すでに金融機関への資本注入が実施されています。ただ、どれだけの資本が必要なのかきちんと計算しないうちに、まず資本を注入することが優先されてきました。今後は、資産を厳格に査定し、不良資産をバランスシートから除去した上で、足りない資本を注入するといった対応が必要になるでしょう。
- ・ もっとも、住宅価格が下落を続けているうちは、サブプライムローン関連の金融商品の価格も下げ止まりにくいので、必要な資本の算定も難しいようです。住宅の在庫が大量に市場に残っているので、住宅価格が下げ止まるにはまだ時間がかかるでしょう(図表2)。こうしてみると、金融危機が落ち着くにはまだ超えなければならないハードルがいくつもあります。ただ、この問題が世界共通の危機という認識が共有され、各国政府・金融当局が危機を回避するために協調して行動するようになってきたという意味で、今回の金融危機は最悪期を脱してきているのではないのでしょうか。
- ・ 最悪期を脱したといっても、すでに起こっている金融市場の混乱は实体经济に影響します。損失計上が拡大して自己資本が減ってくると、金融機関は自己資本比率が下がらないように貸出資産や保有している金融資産を圧縮します。こうして信用収縮が起こると経済にマイナスの影響が出てきます。

図表 2 . 米国の住宅在庫率と価格上昇率の推移



(注) 1. 住宅在庫率は、在庫戸数を1ヶ月あたりの販売戸数で割った値であり、販売戸数の何ヶ月分の在庫があるかを示す
 2. 足元の値は、OFHEO住宅価格指数が2008年4～6月期、新築・中古住宅の在庫率は7～9月期
 (出所) FHE (米連邦住宅金融監督局)、米商務省、全米不動産業協会

- ・ 特に、過剰な債務を抱えた米国の家計は債務返済のために消費を我慢しようとするでしょう。また、企業の財務状態は今のところ良好ですが、収益環境に加えて資金の調達環境も厳しくなってくると、設備投資を抑える可能性が高まってきます。欧州でも米国と同様にこうした信用収縮の動きが強まって、中国など新興国でも景気減速の動きが広がっています。
- ・ 特に、欧米諸国の景気は当面厳しい落ち込みが予想されますが、高騰していた原油価格もかなり下落して、景気停滞とインフレが同時に起こるというスタグフレーションの可能性は後退してきました。さらに、財政支出の拡大が景気を下支えしそうです。米国では次期大統領に決まったオバマ大統領が選挙戦の公約に掲げていた大型の景気対策が実施されそうです。欧州でも、統一通貨ユーロへの参加条件として決められている財政安定化協定の適用が一時棚上げされることが合意されて、大型の財政支出を伴う景気対策が策定される見込みです。

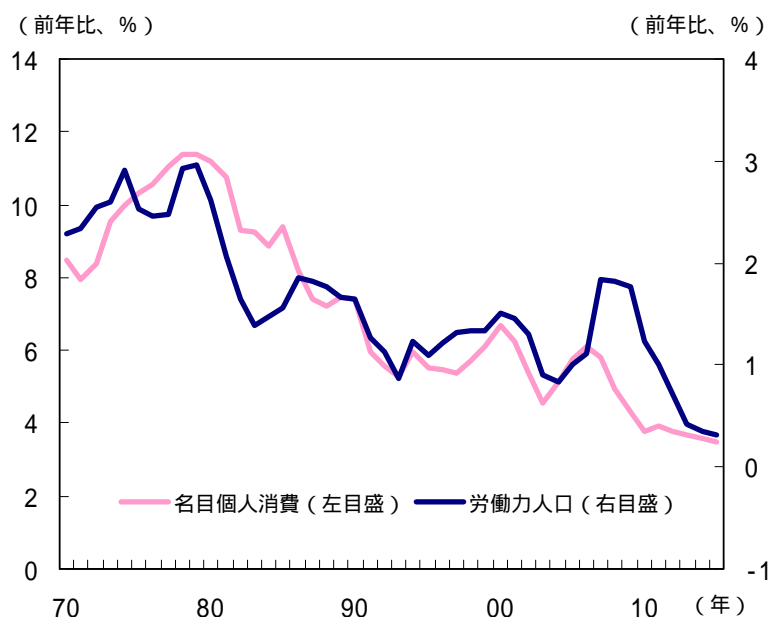
Q 3 . 金融危機が落ち着けば、景気は良くなるのですか？

- ・ 確かに、すぐに取り組むべき課題は、世界に広がる金融危機を落ち着かせ、経済への悪影響をできるだけ回避することです。ただ、金融危機が落ち着けば、それで世界経

済がまた順調に成長していくというわけではありません。金融危機が落ち着いてもその影響は残るでしょう。まず、前述のように住宅市場の調整には時間がかかります。急拡大した住宅在庫が減少して適正水準になるまでには数年かかりそうです。また、金融分野では今回の危機を反省材料にして規制強化が進むことになりそうです。これまで米国の経済成長に貢献してきた金融・不動産業ですが、今後は牽引役としてはあまり期待できなくなってきました。

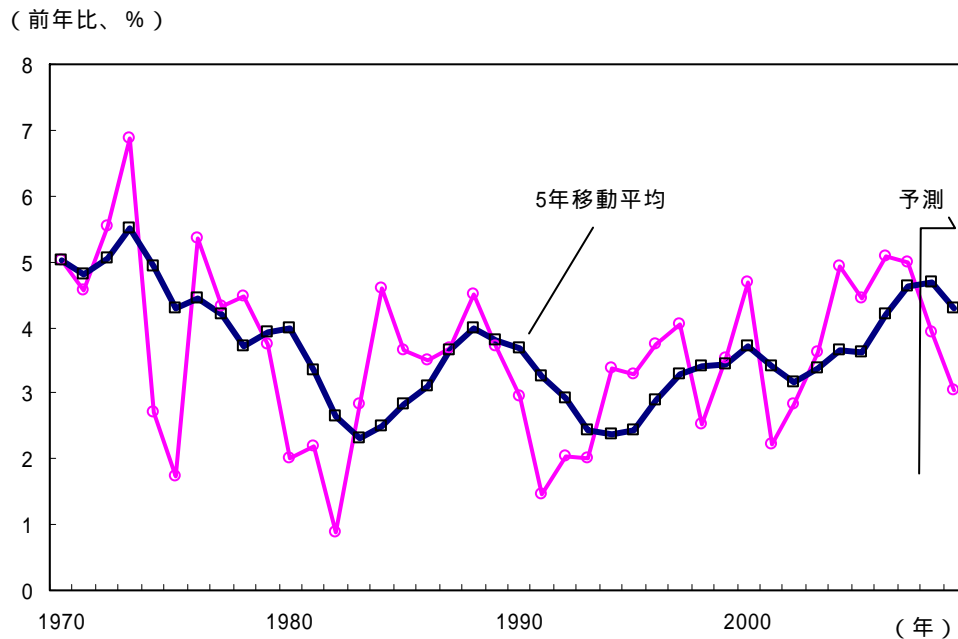
- ・ さらに、金融危機の背後で世界経済の構造は大きく変わろうとしています。これまで世界経済の牽引役であった米国経済の成長力は低下してきています。米国の経済成長に大きな役割を果たしてきたベビーブーマー世代（1946年～64年生まれ）が60歳代に入ってきます。米国も高齢化社会に移行してくるわけで、労働力人口の伸びが鈍ってきます（図表3）。米国の潜在成長率が低下してくると、世界経済はこれまでのような成長ペースを維持するのが難しくなります。30年ぶりの高成長と言われた2006年ごろの5%成長を世界経済が続けるのは今後は難しいでしょう（図表4）。
- ・ 一方で、金融危機に影響された低い成長がずっと続くというわけでもありません。中国など新興国はこれまでの成長で存在感を増してきました。もちろん、米国など先進国への輸出によって成長が支えられていることは間違いなく、先進国の景気の減速とともに新興国の成長も減速を余儀なくされています。ただ、所得水準の向上とともに耐久財の普及が進むなど国内需要も拡大しています。中期的にはこれからも新興国の成長は続き、世界経済の成長に寄与すると考えられます。

図表3．米労働力人口の見通し



(注) 労働力人口の予測は米商務省国勢調査局、個人消費の予測は、当社調査部による
(出所) 米商務省、米労働省

図表4．世界経済の成長率



Q4．日本の景気はいつ回復するのですか

- ・ 戦後の景気後退を振り返ってみると、多くは1年～1年半程度で終わっています。昨年11月に景気後退が始まったとすると、2009年中ごろまでには景気は回復に転じてくることとなります。ただ、今回は後退期間が長くなるのではないかとこの見方が強いようです。
- ・ 長い景気後退というとバブル崩壊後の景気後退が思い浮かびます。たしかに、この時の景気後退は2年8ヶ月に及ぶ長いものでした。幸いにして、今回は日本国内ではバブルが起こらなかったため、設備、雇用、債務といった三つの過剰は拡大していません。バブル崩壊の負の遺産を処理することによって深く長い景気後退になることはなさそうです。
- ・ しかし、日本の中ではバブルが発生していなくても、海外のバブルの恩恵に浴して輸出が拡大して成長を支えてきました。金融危機が影響して世界経済の成長が鈍ってくると、日本でも輸出の減速を背景に景気が後退してきました。戦後最長と思われる景気後退は80年はじめに始まった後退で、実に丸3年続きました。麻生首相は日本経済は全治3年と言っていますが、これは戦後最長の景気後退を想定していることとなります。今の景気後退が3年続けば、2010年いっぱいには景気が後退することになります。世界同時不況の様相が強まってくると景気後退が長くなるでしょう。



- ・ もっとも、80年代初めは第2次石油ショックの影響で世界経済が同時不況と呼ばれる状況になり、世界経済の成長率は3年にわたって1～2%の低い水準で推移しました（図表4）。今は新興国の成長率が高まっているので、世界経済の成長率がそこまで低くなることはないと考えられます。2010年になってくると、世界経済に持ち直しの動きが出てきて、日本でも景気が回復してくるのではないのでしょうか。

お問合せ先 調査部 鈴木 明彦

E-mail : akihiko.suzuki@murc.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。