

「米国経済政策はデフレ防止を視野に経済システムの一体再生を」

2008年10月31日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト 黒瀬浩一

10月のG7会合を受け、先進各国は金融危機対応を本格化し始めた。具体的には、国営化を含む金融機関への公的資金の注入、預金保険の拡充、金融機関に対する債務保証、等である。

米国の経済システム再生の全体像を見据えた取り組みは、何を道標とすべきか。日本の経験から3つの教訓を引出してみたい。

1. 日本の経験

1980年代に生じた不良債権処理に起因する日本の経済システムの再生は、10年以上という長い歳月を要した（一連の変遷は参考図表2）。バブル崩壊により、株価の底値はピークの1/4、地価は1/3となった（図表1）。その過程では痛みを緩和するため、景気対策として地方中心の巨額の公共投資等が活用された。金融システムへの公的資金の投入では、98年3月に主要行に、更に99年3月にも大規模な一斉注入が行われた。しかし、何度かの景気循環を経た後、2000年に入っても日本経済は自律的な回復軌道に乗ることができなかった。むしろ、一連の過程で公共投資の増加に合わせて建設業従事者が増加（ピクは97～8年頃）し、地域経済の自立性や財政再建など構造問題の根は深まっていた。

そしてデフレを経て最後に行き着いた政策対応が、金融と産業の一体再生だった。金融だけでなく産業と一体となった再生計画が必要だという認識の下、2002年の金融再生プログラムに基づく不良債権処理の加速と合わせ、2003年に産業再生機構が設立された。同機構は、大多数が負け組となった産業において企業再生のモデルケースを実現した。尚、産業再生機構に持ち込まれた案件が、建設業に加えて地方の運輸業、旅館業、流通業が多かったのは、地方中心の景気対策に遠因がある。更に言うと、問題は今も続いており、地域再生、地方自治体再生、そして財政再建へと繋がっていく。

一体再生の論理は、経験に学んだ教訓だと思われる。98、99年の金融機関への資本注入では、地価の下落と不十分な産業再編により金融機関の資産の劣化が止まらなかったため、後になって再び不良債権処理の加速と資本増強・注入が必要となった。考え方としては、資本増強・注入と資産の劣化のイタチゴッコを止めるには、片方ではなく同時に止める政策が必要という認識である。病気に例えると、金融再生は単に止血処理であり、病巣摘出ではないということである。

2. 米国経済の現状は悪化のスパイラル

日本と比較して現状の米国はどのような位置づけか、まず経済実態の面からみてみよう。

昨年8月にサブプライムローンの大規模な破綻は避けがたいという見通しが徐々に明らかになった頃、たとえばIMF（国際通貨基金）やFRB（連邦準備制度、米国の中央銀行に相当）のバーナンキ議長は、損失の見積もりは2～3千億ドルとの試算を出した。この計算は、概ね以下の考え方に基づいていたと考えられる。

住宅ローン残高：約 13 兆ドル、サブプライムとサブプライムに準ずるローンの比率 25%
破綻比率：25%（直近の 90 日以上の延滞率は約 7%）、担保回収による回収率：65%

$$13 \text{ 兆ドル} * 25\% * 25\% * (1 - 0.65) = 2,800 \text{ 億ドル} = 2 \sim 3 \text{ 千億ドル}$$

しかし、損失の推計は増加し続けている。10月にIMFが発表した最新の金融機関の損失推計では1.4兆ドルへと増加している。損失の源泉も商業用不動産、消費者ローン、等へ拡大している。

この間の流れを簡単に図式化すると、以下のようになる。

住宅ローンの焦げ付き	住宅ローンを証券化した証券の価格低下	金融機関の経営不安
貸し渋り	景気全体が悪化、広く産業全体の業況が悪化、インフレ懸念の払拭	
所得減少で住宅ローンや消費者ローンの延滞や破綻が更に増加、住宅の価値劣化	金融機関の損失が更に拡大	金融市場が麻痺、株価が暴落、企業の資金調達中止や延期が続出
景気が下方屈折（更に悪化）、産業の川上部門で素材市況が急落	金融機関への公的資金投入など金融システム安定化策	？

要するに、住宅ローンの延滞増加を起点として、次に金融システム、そして広く産業全体へと悪化の連鎖が続き、更に第二次ラウンドへとスパイラル的に深刻化し続けているのである。

日本で都市銀行や大手証券会社が破綻し金融システム不安が起こった 98 年頃の邦銀の資金調達のための上乗せ金利、いわゆるジャパンプレミアムは最大でも 1%程度だった。翻ってこの秋の世界的な金融危機では、銀行の調達金利である Libor 6 ヶ月もの金利は約 2%跳ね上がった。時期的にはリーマンブラザーズ証券が破綻した 9 月 15 日から金融システムへの公的資金の投入が決定された 10 月 14 日までの 1 ヶ月が最悪期だった。今後、景気は下方屈折したかのような悪化が見込まれる。物価についても、インフレ懸念は払拭、むしろ川上で始まった原油などエネルギーや素材市況の急落がデフレの萌芽でないかどうか注意が必要な情勢となりつつある。

3. 米国の政策対応

次に政策対応である。上記の景気悪化スパイラルの図式のどこ（付きの番号）に歯止めをかけようとしているか、という観点から整理すると論点がクリアとなる。

10 月 14 日に米国では金融機関への資金注入が決定されたが、これは

(1) 大手金融機関の経営不安に対する歯止め（ 、 ）

をかけるものである。続いて追加の金融財政政策による景気刺激策も実施される見込みで、

(2) 景気悪化への歯止め（ 、 、 ）

をかける見通しである。更に、今後強化される見通しなのは、

(3) 金融危機の起点となった住宅ローンの担保である住宅の価値劣化（ 、 ）

(4) 貸し渋り（ 、 ）

(5) 地域金融機関の経営不安（ 、 ）

(6) 金融市場のコンフィデンス回復（ 、 、 、 ）

への歯止めである。以下、順次詳しく見てみよう。

(1) について、繰り返しになるが金融機関への資本注入は、病気の治療に例えるなら単に止血処理である。病巣摘出ではない。

(2) は、病気に例えるなら手術のための体力回復であり、病巣摘出のための準備である。自然治癒する性質の病気であれば、景気対策で時間を稼ぐ間に快方に向かう可能性はある。手術が必要か自然治癒するかどうかを分けるのは、バリュエーション調整の必要性である。バリュエーション調整が必要だった日本の株式や不動産のバブル崩壊では、10年以上の長い歳月を要した。

(3) は病巣摘出である。住宅の価値の劣化の面について、10月に成立した金融安定化法が当初目指したのは、住宅ローン証券化商品の金融機関からの公的資金による買い取りだった。ここだけ捉えれば、その目的は証券化商品の「正しい価格」の発見と金融機関のバランスシート改善である。しかし、国が住宅ローンの債権者になるということは、国が債権者として債務者とのリスケ交渉の当事者となることも意味する。リスケ交渉とは、金利の見直し、支払期限の延長、場合によっては元本削減など住宅ローンの契約内容を修正することで、ローンの債権者と債務者がお互い存続できるように条件を変更することである。先例はある。米預金保険公社である FDIC は、7月に破綻したインディマック銀行の住宅ローンを直接の管理下に置いて既に債務リスクを始めしており、住宅ローン債権 742,000 件の内 60 日以上延滞債権が 60,000 件、うち最大で 40,000 件が自動的（スコアリングなど客観指標による審査）にリスケ対象になるとしている。FDIC のベアー総裁は 9 月 17 日に「債務リスクにより不良債権は通常債権へと回復する。不必要な差し押さえは回避できる」希望は FDIC の先例が全米中の債務リスクの触媒になること」と述べている。正に金融と住宅の一体再生と呼べる理念で運営されているのである。10月に入ると住宅ローン大手のカントリーワイド社が、400,000 件の住宅ローンについて、リスケや元本放棄などで 84 億ドルの債務者支援を実施すると発表した。ただし、元の住宅ローンが証券化されたことにより、債権者が分散したことで債務リスクの前提となる利害関係の集約が難しい案件が多いのは、注意を要する。

(4) は、病気に例えるなら病巣の転移や合併症の直接的な原因である。住宅バブルの崩壊が金融危機を通じて貸し渋りに至り、貸し渋りを受けた企業の業況悪化によって景気悪化が拡散するのである。米国では金融機関への公的資金の注入に当たり、貸し渋り等の悪影響を緩和すべく企業部門への資金供給要請も盛り込まれている。また、FRB は企業発行の CP を買い入れるスキームを創設した。時価会計基準や BIS 規制の緩和も検討されている。貸し渋りの程度の定量分析は、金融機関の信用供与のスタンスなどのサーベイ調査である。2000 年前後の日本経済は、資産デフレと貸し渋りによる景気悪化が相まってデフレスパイラルに陥った。

(5) は(1) と同等の止血処理である。信用力の低い中小企業向け貸し出しは、地域金融機関の経営不安と併せ早急な対応が必要である。地域金融機関に対しても公的資金が投入される見込みなのは前進であるが、FRB による CP 買取りスキームは大企業向けであるため、中小企業向けには別途対策が必要となろう。

(6) も止血処理である。一部の市場関係者の間では、証券化商品のファンダメンタルズは確かに悪いが、極端に低い価格は現実を反映する「正しい価格」ではないと考えられている。市場で「正しい価格」が付かない原因こそコンフィデンスの喪失と呼ばれる現象で、その原因は大きく分けて需給とリスクプレミアムの 2 つがある。

需給面では、もともとは当局による証券化商品の監督厳格化やヘッジファンド等のレバレッジ金融に対する規制強化の方針を受け、売りが殺到した。そして価格が急落、大量に保有していた金融機関の経営不安に至った危機の出発点でもある。IMFが10月に発表した金融機関の損失推計は1.4兆ドルへ増加したが、増加分のある部分はこのコンフィデンスの喪失に起因すると考えられている。米国で10月に成立した7,000億ドルの不良資産の買取スキームは、元々はこうした非上場で流動性が極端に低下した証券化商品に「正しい価格」を政府が買い手になって付けることを意図していた。FRBのバーナンキ議長は、買い取り価格を「投売り価格」ではなく「満期保有の価値」にすべきだと主張している。買い取りスキームの詳細はこれから公表されるが、市場のコンフィデンス回復に寄与することが期待される。

次にリスクプレミアムについてだが、証券化商品は個々の証券に個性が強いため商品設計が標準化された上場商品とは異なり相対取引商品である。相対取引では、買い手が商品設計に疑念を抱けば、ある種のリスクプレミアムが価格に織り込まれる。こうしたリスクプレミアムを抑制するため、格付けのあり方や証券化の元となった債権債務関係のトレーサビリティの改善が政策課題として認識されているが、即効性があるものではない。マーケットメーカーとして市場に流動性を供給するはずの金融機関が巨額損失でリスクを取れなくなっていることも悪影響を与えている。コンフィデンスの喪失は、金融危機の原因であると同時に結果でもある。

最後に将来の対応策、(7)としてデフレ防止のための対応があげられる。2003年2月に英国中央銀行は、当時懸念のあったデフレの防止策として、株式や社債の買入れなどいわゆる非伝統的金融政策の実施を示唆したことがある。現実にデフレに陥った日本では、金融政策ではなく株式の需給対策として市場外での公的資金等による株式の買取りが実施された。今起きている川上部門でのエネルギーや素材市況の急落は、デフレの萌芽という見方も可能だろう。仮に近い将来にデフレ懸念がさらに強まる場合、未然防止の措置として強力な非伝統的金融政策を打ち出せるかどうか注目される。

4. 結論

以上、日本の経験、米国経済の現状と政策対応、を概観した。大切なのは、金融、住宅、産業、全てを包含する経済システムの再生でなければならないということである。

その意味で日本の経験から得られる第一の教訓は、金融再生は金融部門が保有する資産の劣化の歯止めと同時のセットでなければならないということである。つまり、金融再生と並んで住宅、更に産業を再生させる取り組みが同時に不可欠だという認識である。

第二の教訓は、景気対策は再生のための時間稼ぎでしかないということである。既に生じた住宅のバブルは、ファンダメンタルズと整合的な水準にまでバリュエーションの調整が避けがたい情勢にある。金融安定化策も含め景気対策は、このバリュエーション調整を暴力的な市場の暴走から隔離し、スムーズをものとするための時間稼ぎでしかない。そうして時間稼ぎをしている間に、金融、住宅、産業を通じて経済システムを再生させなければならないということである。

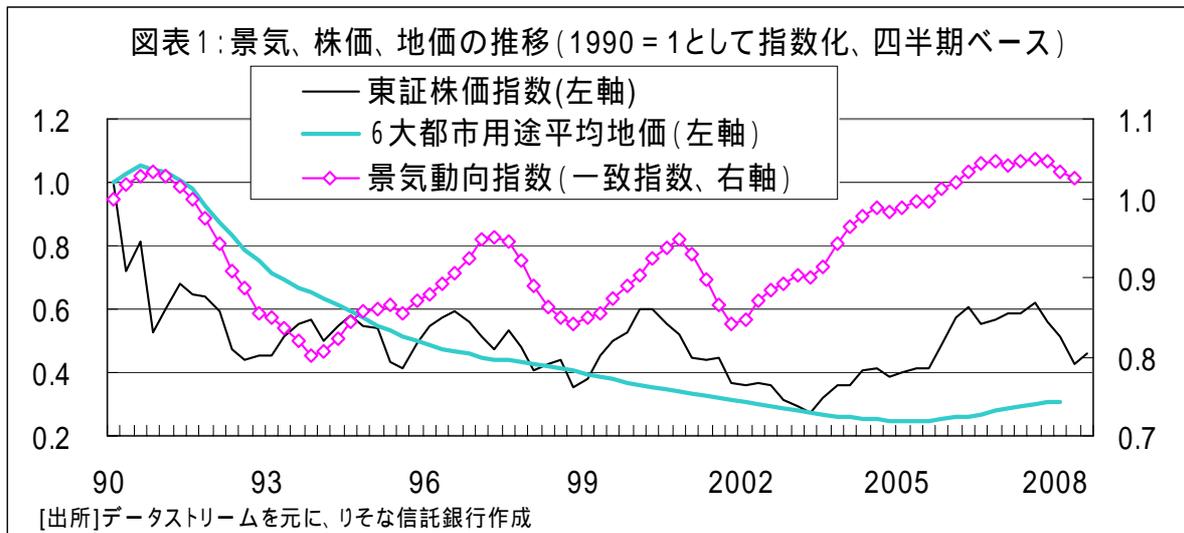
第三の教訓は、景気対策は再生のための時間稼ぎにしか過ぎないと表裏一体だが、再生は時間との勝負だということである。元々日本のバブル崩壊では、資産価格がピークをつけた後、何回かの景気循環の波(図表1)を形成した後、97~98年頃から消費者物価のデフレが定着した。90年代の企業は勝ち組と負け組に分かれたが、2000年以降は大多数の企業が負け組となった産業

の再生が政策課題となった。デフレや産業再生の必要性は、バブル崩壊の悪影響が時間の経過とともに病気の進行のように経済システムの奥深くに病巣の移転や合併症のように拡がって行ったことの結果なのである。

90年代の日本では、公共投資などの景気対策で景気循環が上向くと株価も同様の動きとなったが、その背後でバリュエーション（不動産の家賃利回り、等）調整としての不動産価格の下落は続いていた（図表1）。日本の景気がバブル崩壊以降、初めて自律的な拡大軌道に乗ったのは産業再生、金融再生、不動産のバリュエーション調整終了、デフレ基調に歯止め、の4つの条件がほぼ整った2003年以降だった。このことは、今後の米国経済を観る上でも重要であり、強調しておくべきであろう。

最後に、日米の不良債権処理のアプローチ方法の差異に触れておこう。これまでのところ、資産評価における保守的な時価会計の徹底、貸倒引当金算出の基礎となる債務者区分を「横串」により統一することで企業会計原則の1つである真実性の原則（会計報告は絶対的真実ではなく相対的真実）の保守的な解釈、の2点において米国は日本より柔軟なアプローチを採用している。これらは、その他の条件にも依存するものの演繹的な一般化が可能かどうか、どちらのアプローチが正しいのか、という意味で金融のプロシクリカリティ（詳細は2008年9月19日付けエコノミスト・ストラテジスト・レポート「銀行は雨の日に傘を差し出すか？」）解決策の妥当性とあわせ、ある意味で実験経済学の領域にあると言えるだろう。

以上



参考図表2：日米の金融再生と経済再生の比較

年	日本の経験	米国の経験	補足説明
1989年12月	日経平均株価(約4万円)がピークに達する	済	2007年10月
1990年6月	公定歩合を5%へ最後の引き上げ	済	2006年6月
1991年4月	地価税(時価評価の0.3%)成立、92年1月施行		
1991年7月	公定歩合引き下げ	済	2007年9月
1992年6月	総合経済対策(バブル崩壊後初の財政政策)	済	2008年1月にブッシュ大統領が表明

エコノミスト・ストラテジスト・レポート
～鳥瞰の眼・虫瞰の眼～



年	日本の経験	米国の経験	補足説明
1993年2月	新総合経済対策		
1995年6月	橋本内閣6大構造改革	未	引き締め政策実施の可能性は小さい
1993年2月	新総合経済対策		
1993年2月	新総合経済対策		
1995年6月	橋本内閣6大構造改革		
1995年9月	総合経済対策(円高対応)		
1995年8月	木津信用組合・兵庫銀行破綻	済	地域金融機関の破綻は今年10件以上
1996年	住専国会	済	金融安定化法に相当か
1997年7月	タイバ - ツの暴落に始まったアジアの通貨危機	?	アイスランドなど経常赤字国が懸念
1997年11月	三洋証券破綻、北海道拓殖銀行、山一証券が破綻	済	リーマンブラザーズ、ワコビア銀行、等破綻
1998年	貸し渋りが社会問題化	?	徐々に悪影響が進行中
1998年	小淵政権誕生(景気対策のための積極財政復活)	?	
1998年3月	銀行21行への約1兆8000億円の公的資金投入	済	英国などその他主要先進国でも済
1998年11月	日銀CPオペ開始(中央銀行が民間金融を補完)	済	FRBは10/7に類似のスキームを発表
1998年冬	長銀(10月)、日債銀(12月)破綻	?	公的資金投入後の破綻は未
1999年頃	会計ビッグバン(時価会計の徹底)	?	SEC発表の時価会計の緩和は逆行
1999年2月	日銀事実上のゼロ金利政策	?	準備預金への付利が布石とみられるが、米国の政策金利は実質ベースで既にマイナス
1999年3月	銀行15行へ約7兆5000億円の公的資金投入	未	二回目は未
1999年4月	合併で整理回収機構(RCC)発足	?	政府の不良資産買取が布石か
2000年8月	日銀がゼロ金利政策を一旦は解除	?	
2000年12月	財政再建を棚上げ(財政構造改革法停止)	?	11/4大統領選挙が注目点
2001年3月	量的金融緩和政策(同時に事実上のゼロ金利政策)	?	
2001年12月	金融庁空売り規制強化	済	
2002年2月	30社問題	未	自動車企業への政府支援は済
2002年	株式買取機構(株式取得機構(2月)、日銀(10月))	未	7,000億ドルの公的資金で買い取りも
2002年9月	小泉改造内閣で竹中金融担当相	未	11/4大統領選挙が注目点
2002年10月	金融再生プログラム(不良債権処理加速)	未	日本では債務者区分の統一化が図られた
2003年春	金融再生プログラムを受けて邦銀が巨額増資	未	
2003年3月	米国中心の有志連合がイラク攻撃	?	世界中の株式相場が底打ち
2003年4月	日経平均株価(約8千円)が大底	未	
2003年4月	産業再生機構発足	未	産業再生が必要という認識はまだない
2005年	地価が底打ち	未	株価から2年も遅れて底打ち
2006年	銀行業界が不良債権処理の戻し入れ益で巨額利益	未	

[出所]各種報道を元にりそな信託銀行作成

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。