

90年代の2つの経済危機を克服したメカニズムが再現される可能性について

2015年8月27日

りそな銀行アセットマネジメント部
 チーフ・マーケット・ストラテジスト
 黒瀬浩一
 koichi.kurose@resonabank.co.jp

サプライズとなった8月中旬の中国人民元約5%の切下げや中国共産党の統治能力に疑念を抱かせた天津での危険物取扱工場の爆発事故をきっかけとして、国際金融市場が再び動揺し始めた。北戴河会議が始まったタイミングでのサプライズや事故は、異変を想起させるに十分なインパクトがある。

一方、足元の国際的な経済金融情勢を仔細に見ると、1990年代後半と酷似している。当時を振り返ることで、今後を展望する。

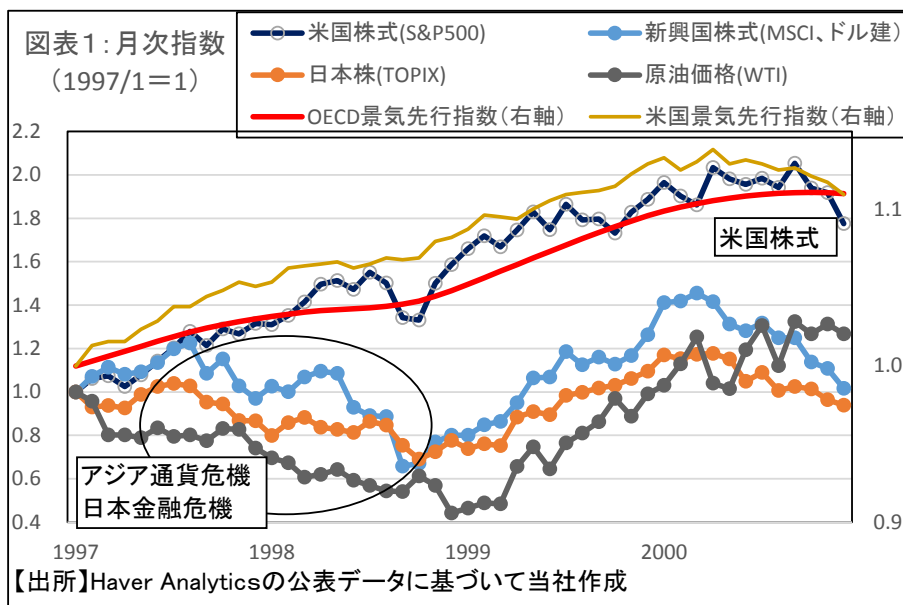
1. 1990年代後半の2つの経済危機を克服したメカニズム

1990年代後半は、2つの経済危機が重なったという意味で現在と共通する。

1つは、90年前後のバブル崩壊に始まった日本の金融危機で、90年代後半に1度目のクライマックスを迎えた。96年の住専国会、97年4月の景気腰折れを招いた消費税率引上げ、97年11月の三洋証券、山一証券、北海道拓殖銀行の破綻、等が累積して金融危機へと至った。金融危機により98年の日本の実質GDP成長率は、石油ショック後初めてマイナスとなった。金融市場もいわゆる「日本売り」で大きく荒れた。株価は98年10月にバブル崩壊後の最安値を更新して12,787円をつけた。円相場は98年8月に147円を付けた。これは近年では今も破られていない円安の記録だ。

当時の日本経済の規模は世界第2位の4.3兆ドル(1997)で、世界最大規模の米国8.6兆ドルの約50%だった。尚、現在の名目GDPの規模は、第1位の米国は17.4兆ドル、第2位は中国で10.4兆ドル(2014)なので、中国は米国の約60%の規模ということになる。

日本で起きた金融危機は、マイナス成長、円安、株安を通じて世界に悪影響を与えた。97年7月にタイの通貨バートの暴落に始まったアジアの通貨危機の一因になったと見られている。タイの通貨暴落は



「感染」という言葉で表現され、まずアジアの近隣諸国に次々と拡散した。通貨暴落は経済のメルトダウン(溶解)を誘発し、ドル建ての新興国株価指数は1年間でざっと半値にまで暴落した(図表1)。

このような状況の中、「最後の支え」となって持ちこたえたのが米国だった。図表1の米国景気先行指数やOECD景気先行指数に見られるように、底堅い実物経済を背景に株価の調整も一時的なも

のにとどまった。株価の一時的な調整は、98年8月にロシアがデフォルト、ロシアに大量に投資していたヘッジファンド LTCM が巨額損失を出したことで、金融のシステムリスク（金融機関破たんのドミノ倒し）の懸念が高まったことをきっかけに発生した。しかし、FRB が主要金融機関に奉加帳方式で資金を出資させて LTCM を救済したことで結局は金融のシステムリスクは顕在化しなかった。株価は数カ月の調整の後に高値を更新した。

その前後に、危機に見舞われた日本やアジア諸国も危機対応を実施した。日本は、98年11月に財政構造改革法を棚上げして史上最大規模の景気対策（財政政策）を実施、99年2月にはゼロ金利政策を実施、99年3月には7.5兆円の公的資金を主要銀行に注入、不良債権問題に当面の目途をつけることで金融システムを安定化させつつ景気の底入れを実現した。通貨危機に見舞われたアジアの国々は、IMF が主体となって短期間で構造調整を実施した。そして、1999年に入ると、米国に鞅寄せする形で世界経済も底打ち、日本やアジアの株価も底打ちした。

次に、ここに描いた90年代後半と同様のメカニズム、つまり、米国が「最後の支え」の機能を發揮して世界の危機を克服するシナリオが再現される可能性について、主要な論点を具体的にみる。

2. 現在と1990年代後半の類似点

まず、主要な類似点を列挙する。事の本質にかかわる類似点が多いほど、危機克服の観点でポジティブであることは言うまでもない。

（1）米国金融システムの安定性

米国は1990年前後に不動産バブルの崩壊と金融危機を経験した。金融危機はS&L危機と呼ばれ、88-90年の間に1000以上のS&L（日本の信用金庫に相当）が破綻、最終的な処理費用は1600億ドル（当時のGDP比で約2%）で預金保険が枯渇する事態となった。2000年代のサブプライム危機とリーマンショックでは、約4300億ドルが（GDP比約3%）注入された。

現在と当時の類似点は、危機後の規制強化もあり、金融システムが極めて健全であることだ。

（2）世界第2の経済大国での危機（日本と中国）

現在は中国経済が劣化することで、経済成長率の落ち込み、元安、資源の輸入量の減少に伴う資源価格の下落、中国人旅行客の「爆買い」の減少、などが懸念されている。現在の中国経済に相当するのは、90年代後半に不良債権問題が重荷だった日本経済だ。共通点は経済規模が世界第2位であることだ。

単純な比較は難しいが、株価下落と通貨安の影響を図表1のドル建の株価で見ると、日本株は新興国平均より大きく下落した。対ドルの円相場は、95年末は約100円、96年末は約115円、97年末が130円、98年は夏場に「日本売り」で約145円まで円安が進んだ後は、「質への逃避」で一転して円高となり年末は115円前後だった。当時の円安が近隣諸国に与えた悪影響は、8月中旬に約5%下落した人民元と比較して数倍のインパクトがあったことは、円安がアジアの通貨危機の遠因になったと指摘されていることから明らかだろう。

ただその後の日本は、98年の金融危機の後、金融危機対応と景気対策で金融システムの安定化と景気の底打ちに成功した。詳細は4. 結論で後述するが、これから中国経済が類似の経路をたどるかどうか、今後を見る上で極めて重要なポイントとなるだろう。

（3）経常赤字の新興国からの資本逃避

アジアの通貨危機は、表面的な現象は通貨の暴落だが、その本質は経常赤字国からの資本逃避だった。現在は、フィリピンのように経常黒字であるが故に資本逃避が限定的な国がある一方、経常赤字国であ

るブラジルやトルコなどからは当時と同様に資本逃避が起きて通貨が急落している。

暴落か急落かの違いはあるが、経常赤字など経済のサステナビリティに疑念を持たれた国から資本逃避が発生すること自体は、類似点以前の自然な経済メカニズムだ。

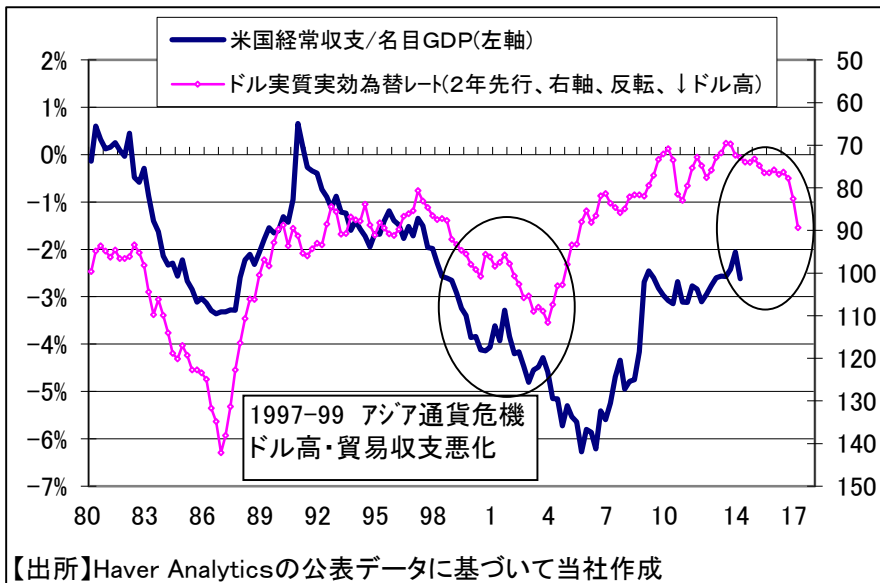
ただ当時、多くの危機に見舞われた新興国は、IMF の指導の下で迅速に構造調整を実施した。ここも（2）の中国と同様で、これから資本逃避に見舞われた新興国が類似の経路をたどるか、今後を見る上で重要なポイントとなるだろう。

（4）原油など資源価格の下落

図表 1 にある通り、当時も資源多消費型の新興国経済の悪化による資源需要の減退を受け、原油価格は下落した。下落幅は約 60% だった。これは、1 バレル当たり約 100 ドルから約 40 ドルに下落した今回とほぼ同等だ。当時は世界最大の原油輸入国は米国、2 位は日本だったが、当然のことながら原油価格下落の恩恵を受けた。今回は、中国も恩恵を受けることになる。

尚、日本の 2013 年の鉱物エネルギーの輸入額は約 25 兆円だった。これまでのところ今年の鉱物エネルギー価格は前年比約 30% 下落したので、輸入金額は約 8 兆円減少する。これは減税と同等の効果を持つ景気の下支え要因になる。

（5）ドル高と米国の「最後の買い手」機能



90 年代後半のドル相場は、日本の金融危機による円安やアジアの通貨危機により上昇した。左の図にある通り、97 年から 2003 年頃にかけて、実質実効ベースでは約 25% 上昇した。ドル高は、輸出入の価格競争力を通じて米国の貿易収支を悪化させる。結果的にも当時の米国の経常赤字は大きく悪化した。単純化すると、米国がアジア諸国の貿易収支の改善を一手に引き受ける構図となった。

現在、ドルは 2013 年の底値から約 20% 上昇した。しかし、米国はその前に「通貨戦争」と呼ばれて強く批判されるほどドル安が進行了したので、実質実効ベースでは 1980 年以降で最も発射台の低いドル安水準からの上昇だ。今後、世界経済が安定化する水準まで米国がドル高を許容して「最後の買い手」機能を発揮すれば、米国が当時と同様に「最後の支え」になると見て良いだろう。ここは、まだ完全な類似点として挙げるわけにはいかないが、今後を分ける最も重要なポイントになると見て良いのではないかと。

3. 現在と 90 年代後半の相違点

次に相違点を列挙する。事の本質にかかわる相違点が多いほど、危機克服の観点でネガティブであることは言うまでもない。

(1) 米金融当局の危機認識と危機対応

米国は、98年8月にロシアのデフォルトを受けて大量に投資していたLTCMが破綻、その余波で自国の金融システムが動揺して初めて危機対応を本格化させた。その後の日本の不良債権処理に向けた公的資金の注入や景気対策、また、表面的にはIMFが主導したアジアの通貨危機を起こした国々への構造調整は、達観すれば、自国に累が及ぶことを懸念した米国のプレッシャーで実現したと見て良いだろう。

足元の米国を含む世界の株式市場のパニックと比較すると、これまでの米当局の反応は鈍い。この事実から見る限り、足元の米国を含むパニックは、まだ危機認識が高まる程の悪影響の顕在化とは認識されていないと考えざるを得ない。その意味で、まだ危機対応の発動に向けた機は熟していない可能性が高いと見るべきなのだろう。また、仮に客観情勢としては機が熟していても、米当局が危機対応を本格化させるまでには、以下の要因から時間を要するリスクがあることは認識しておくべきだろう。

(2) 米国の危機対応の意思と能力と制約

当時の米国の当局には、FRBにはグリーンズパン議長、財務省にはルービン長官という危機対応のベテランが揃っていた。特にルービンは、1999年にペンシルバニア大学の卒業式で、アジアの通貨危機への対応を念頭に、不確実性下の意思決定（この場合は危機対応としての政策決定）をテーマとする財務長官退任の講演を行ったほどの危機対応のベテランだ。

現在の米当局の布陣だが、イエレンFRB議長は2004年から10年までサンフランシスコ連銀の総裁、2010年から14年2月までは副議長、その後は議長だ。フィッシャーFRB副議長は、危機対応のベテランで、アジアの通貨危機の時代はIMFの副専務理事、リーマンショックから欧州債務危機の時代にかけてはイスラエル中央銀行総裁だった。もともとはMITの教授で、大恐慌の研究で定説を覆す学説を発表したバーナンキ前FRB議長やドラギECB総裁の指導教授として有名だ。フィッシャー副議長は、危機対応の経験が豊富とは言えないイエレン議長の就任に際し、副議長として迎えられた経緯がある。ブレイナードFRB理事は、2014年に国際問題担当の財務次官から横滑りした。以上、FRBには危機対応の布陣ができていると見て良いだろう。

一方、国際協調で音頭を取るべき財務省だが、ルー財務長官はクリントン政権時代から行政機関での経験は長いものの予算など財政畑が中心で、国際金融界での発言力や指導力はかなり限定される。存在感は大きくないのが実情だろう。米中間には、サイバー攻撃、投資協定、金融自由化、アジアの領土問題、反ファシズム姿勢の行過ぎ、など一筋縄にはいかない問題があることも事情を複雑にしている。

(3) 米国の危機対応のための政策発動の余地

当時の米国は危機対応で98年9月、10月、12月と3回各0.25%の利下げを実施した。しかし、一時的な危機対応だったため、99年6月には利上げを開始、99年11月にはFFレートは利下げ前の水準に引き上げられた。

今後FRBの次なる金融緩和となれば、QE4ということになる。思い返せば、QE2は、当時の言葉で金融政策の正常化を意味する「出口戦略」がいつ始まるかに焦点が当たった時期に始まった。QEが異例の措置であると認識されたことから2010年6月にQE1は一旦打ち切られた。ところがその後にギリシャが破綻して金融市場が不安定化したことを受け、6か月後の2010年11月にQE2が再開された。

QE2の経緯を考えれば、QE4の可能性もないわけではない。しかし、FRBが年内のFFレート引上げに向け環境整備を始めた状況を勘案すれば、まだ時間的な距離があるだろう。他方、危機対応としては、QE4をほのめかず口先介入だけでも効果があることは、危機対応のベテランならわきまえているはずだ。

(4) 米国経済の規模の相対的縮小

IMF が購買力平価ベースの GDP の世界シェアを発表している。米国は 1995 年から 2005 年まで約 20% で安定していた。しかしその後は緩やかに低下、2014 年の推計は 16% だ。中国は 95 年の 6% から大きく伸ばして 2014 年の推計は米国とほぼ同等の 16% だ。

経済規模が小さくなると、世界経済への影響度も小さくなる。米国経済の 4% の規模縮小の評価は難しいが、中国経済の規模拡大の影響度の方が大きい可能性はあるだろう。

(5) 好調な日本経済

90 年代後半の日本は、金融危機によるマイナス成長、円安、株安により世界経済に悪影響を与えた。しかし、現在は全く逆だ。

特に景気対策として即効性のある財政政策は、世界中がトロント G20 での合意に基づいて財政赤字の半減に取り組む中、日本だけは安倍政権になって 3 年連続で財政政策を実施した。2015 年度についても、早くも補正予算が取り沙汰されている。パターンとしては、約 3 兆円規模となった 2014 年度補正予算に非常に近い。原資は税収の上振れ、景気対策の大義名分は景気の悪化だ。更に、TPP 対応やマイナンバー対応も取り沙汰されている。安保法制が国民に不人気なため、安倍政権の支持率は就任以来最低に落ち込んだが、2016 年 7 月には参議院選挙もあり、政治的な思惑も高まりやすい状況となっている。

但し、円安だけは類似点だ。

4. 結論

以上の類似点と相違点から、今後を見る上でのポイントは、(1) 米国が自国向けの危機対応を本格化させるかどうか、(2) 米国や IMF が世界の危機終息に向け指導力を発揮するかどうか、(3) 中国の危機対応が奏功するかどうか、にあるとみて良いだろう。

まず、(1) 米国が自国向けの危機対応を本格化させるかどうかだが、どの程度の危機がどのような形で表面化するかについて、株価の更なる急落やエネルギー企業の破たんなど、いくつかのシナリオを持つのが有益だろう。金融システムが健全であることのメリットが発揮されると想定して良いのではないか。

次に、(2) 米国や IMF が世界の危機終息に向け指導力を発揮するかどうかは、個別事例をみる必要があるだろう。たとえば、2010、2012、2015 年に追貸の形で 3 回発生したギリシャへの危機対応は、危機が深刻化しても EU 内で利害が対立して対応策がまとまらない局面で、米国や IMF からのあからさまなプレッシャーをきっかけに解決に向かうパターンが定着している。しかし、米国や IMF からあからさまなプレッシャーがかけられなかった最近の新興国の危機対応は、稚拙というほかない。たとえば、中国の株価対策や人民元安誘導、ブラジルの経常収支改善策、などは世界の金融市場の常識から大きくかけ離れている。米国や IMF は、自国に累が及びそうになる手前の段階までは他国にあからさまなプレッシャーをかけることを控えるだろうが、ギリシャ危機と同様に、危機感に火がつけば行動は変わるとみて良いのではないか。そして、それを受けて他国が正しい危機対応を取る方向に修正するかどうかだ。

最後に、(3) 中国の危機対応が奏功するかどうかは、(2) と関連するが、まずは中国が正しい危機対応のための政策を打ち出せるかどうかだ。正しければ、98 年の日本と同様に、近隣貧窮化を伴うことなく、金融システムの正常化と景気の底打ちが実現できるはずだ。今の中国は、利下げが元安を引き起こすのではないかと懸念されている。しかし、大事なので繰り返すが、98 年の日本は、金融システム安定化のための公的資金の注入、金融緩和、大規模財政政策を実施することで金融システムの安定化と景気回復を実現、金融市場では円高、株高を示現させることに成功した。金融市場で大切なのは信認だ。

もっとも高度成長から中成長への移行調整期にある中国の場合、景気対策の効果は、短期と長期で分けてみる必要もある。景気対策は短期的には需要刺激効果を持つので、景気の底打ちには寄与するはず

だ。しかし、長期的には過剰供給能力となって問題をより深刻化させるリスクもある。2008年の4兆元の景気対策の問題点は、正にこのリスクを顕在化させた点にある。短期的に景気が底打ちしても、問題の解決なのか先送りなのかは、長期の観点で分けて考える必要がある。

以上、3つのポイントが良い方向に作用しているかどうかは、最終的には経済成長への影響に結実する。それは1ページの図表1にある通り、90年後半の2つの経済危機の時代と同様で、客観的な指標としてはOECD景気先行指数（注1）をウォッチしておけば良いだろう。足元は、米国の天候要因や日本の消費税率引き上げなど特殊要因があったとはいえ頭打ち感が強く、横這い圏に入っている。黄色信号がとまり始めたと見て良いのではないか。

5. 新しい現実の可能性

1990年代後半は、世界経済を上を引き上げようとした米国と、危機を起こして下に押し下げようとした日本やアジア諸国がいわば綱引きをした結果、米国が勝つ格好で世界経済は回復に向かった。株価も総じて経済情勢と整合的な動きとなった。ただし、通貨危機は1999年にはブラジルなど中南米、2001年にはトルコへなど数年のタイムラグをおいて地球規模で波及したので、例外も多かったことには留意が必要だ。

現在は、世界経済を上を引き上げようとする米国と、下に押し下げようとする中国や経常赤字の新興国による綱引きが、激化した状況だ。より正確に表現すると、この構図はもう2年も続いている。たとえばIMFは、米国の経済見通しを引き上げる一方、中国など新興国の見通しを一貫して引き下げてきた。そして世界経済全体では、ごく緩やかな下方修正を続けた。これは、世界経済を上を押し上げようとした米国より、下に押し下げようとした中国や経常赤字の新興国の方が、やや優勢だったことを意味する。そして今、綱引きがより激化しつつあるのだ。

実はこれは世界経済の力学の変化を象徴する新しい現実となる可能性を孕んでいる。というのも、米国経済は、戦後一貫して世界経済の先行指数であり続けた。それは、経済の規模が大きく戦後直後には世界経済に占めるシェアが50%程度もあったと見られること、政権運営の基本哲学として60年代の福祉国家構想、80年代の新保守主義、90年以降の新自由主義など、新しい時代を切り開く思想の揺り籠であったことに起因する。

しかし、もし今局面で米国が綱引きで負けるとなると、それは米国経済が世界経済の遅行指数になることを意味する。これは戦後初めての新しい現実だ。もしそうなるとすると、原因は2つ考えられる。1つは既述した米国の経済規模の相対的な縮小だ。しかし、より重要なのは、格差の是正など経済成長に資する新たな時代を切り開く思想を実現できない米国の政治哲学にあると見るべきだろう。ここは2016年の大統領選挙を見る上で重要なポイントとなるのではないか。

(1) http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_CLI

以上

- ・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そな銀行に属し、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。