

Contents

| | |
|--|----|
| 特集：世界経済～マネーの悲観とモノの楽観 | 1p |
| <今週の”The Economist”誌から> | |
| ” In search of an insurance policy” 「保険政策を求めて」 | 7p |
| < From the Editor > you choose 戦略 | 8p |

特集：世界経済～マネーの悲観とモノの楽観

そろそろもう、「サブプライム危機」という表現は不適切になってきたかもしれません。今日の世界が直面しているのは、「国際金融市場の不安」と「マクロ経済の先行き懸念」という大きな2つの問題です。下手をすればマネー経済と実体経済の両方が、長期間の調整を余儀なくされる恐れがあります。

前者については、世界同時株安という形で各国が危機感を共有しています。ところが後者については、各国の事情が大きく違うためにコンセンサスがない状態になっている。特に、「先進国は減速しても、新興国経済は活況が続く」といういわゆる「デカップリング」論の可能性がまだ残っており、その見極めが重要になっています。

外需の比率が高まっている日本経済としても、ここが分かれ道になるかもしれない。当面の世界経済の見通しを検証してみます。

サブプライムの傑作ドラマ

今週、インターネット経由、「怪文書ファイル」の傑作が筆者の手元に飛び込んできた。題して”The Subprime Primer”(サブプライム入門書)という。かなり長めのパワーポイントで、手書きの登場人物たちがドラマを演じつつ、「これ以上分かりやすくできない」ほど、この問題の本質を説明してくれている。

ここでは冒頭の「不動産ブローカー編」のみをご紹介します。なお、原文は英語のところ、筆者が適当に意識していることをご了承願いたい。

A「家を買いたいんですが、頭金のための貯蓄はないし、毎月のローンだって払える目処がないんですよ。何とかありませんかねえ」

B「もちろんですとも。住宅価格はどんどん上がりますから、頭金なんて必要ありません。それに私たちは向こう2~3年、とても安いレートでお貸しできますよ。後から高くなりますけどね。いいでしょう？」

A「もちろん、結構ですとも。でもひとつ気になるのは、私の上司はとってもケチ野郎なんで、雇用保証をしてくれないかもしれないんです。これって問題ですかね？」

B「いいえ。それなら“うそっこローン”をご提供しましょう。ご自分で雇用と収入を保証することができますよ」

A「いやあ、すばらしい。私のような者と仕事をしてくださるなんて」

B「いやね、どうせお金を貸すのは私たちじゃなくて銀行ですから。だからあなたがローンを返済するかどうかなんて、どっちでもいいんですよ。どうせ手数料は貰いますし」

A「ワーオ。それでは始めましょう」

この調子で、ドラマは「銀行編」「投資銀行編」「会計事務所編」と続き、最後はサブプライム入りのCDOをつかまされたノルウェーの小さな村の年金基金が、それを売りつけた投資銀行と電話で罵り合うシーンで終わる。一連の騒動をコミカルに描いた秀逸なドラマであり、ちょうど2002~03年頃に金融危機を迎えていた日本でも、似たような怪文書メールで飛び交ったことをふと思い出す¹。

怪文書が伝えるこの問題の実相は、「モラルハザード」という言葉がピッタリ当てはまる。貸してはいけない人たちを相手にするブローカーがいて、確信犯でカネを貸す銀行があり、それを賢い投資銀行が高利回りの商品に仕立て上げ、よく分かっていない投資家に掴ませる。住専問題や「ゆとりローン」など、日本人には馴染みのある図式である。

とはいえ、昨年夏に火がついたサブプライム・ローン問題は、世界同時株安を招いたのみならず、米国経済の減速傾向、さらにはそれが全世界へ波及する懸念もあり、そろそろ「サブプライム」という言葉を冠するのが適当とは思われない状態に突入しつつある。

端的に言えば、世界は「国際金融市場の不安」と「マクロ経済の先行き懸念」という両建ての問題に直面しており、もはやサブプライムどころではないのである。

ダボス会議の懸念～金融がマクロ経済か？

先月末、スイスのダボスで行われたWorld Economic Forumの非公式午餐会の席上、渡辺喜美金融担当大臣は、世界経済の現状を「デジャブー」と表現したという。金融の混乱が实体经济の不安を招いているので、これは多くの日本人が同感するところであろう。

¹ 今頃になって白状するが、2002年末に流行した「みずほ銀行券」という馬鹿話を作ったのは筆者である。

他方、竹中平蔵元総務相によれば、**「ダボス会議の議論は、金融よりもマクロ経済に力点が置かれていた」**という²。現在の金融不安は、1990年代の日本と比べるとそれほど深刻ではない。なんとなれば、以下のような違いがある。

米欧金融機関は自己資本比率が高く、利益水準も高い。

ソブリン・ウェルス・ファンドなどからの資本注入策が迅速に行われている。

日本の場合と違い、民間に健全な金融機関が多く残っている。

むしろ今日の重要課題は、マクロ経済の落ち込みを立て直せるかというところにある。ダボス会議に集まった政策当事者たちが、このことをいかに深刻に捉えていたかは、IMFのストラスカーン専務理事が、「財政政策の出勤」を各国に求めたことによく表れている³。

IMFといえば、アジア通貨危機を思い出すまでもなく、一貫して財政規律を各国に求めてきた国際機関である。従来の「ワシントン・コンセンサス」では、財政出勤という発想はまず出てこない。新古典派経済学の考え方からいくと、「財政政策を行っても、長期金利が上昇して景気を冷やすだけ」なので、「不況対策は金融政策を通じて行うべし」ということになる。ところがダボス会議のコンセンサスは、**今は深刻な状況なので、「金融も財政も発動すべし」**であったという。（こうした現状認識は、「The Economist」誌も共有していて興味深い。今週号のP7～8を参照）

その一方で、筆者は「やはり問題はマクロ経済よりも金融ではないか」と考えている。なんとなれば、**「ダボス会議の年初の議論はかならず外れる」というジンクスがある**から、というのは悪い冗談として、米欧の政策当事者たちは、自らの金融システムの問題をいささか甘く見ているようだし、逆に実体経済という面では新興国の自律的な成長力を過小評価していると思うのだ。

2000年のハイテクバブル崩壊、翌年の同時多発テロ事件という危機を経て、世界経済は2003年頃から4～5%という高い成長を続けてきた。これは米国と中国というツインエンジンの威力によるところが大きく、同時に原油価格の高騰という副作用をもたらした。しかしこの間、新興国や産油国経済は一気に高い成長軌道に乗った。

しかし、世界経済が活況を続けることができたのは、**「新興国や産油国が稼いだマネーを米国に還流させる」サイクルが働いていた**からである。ところが昨年来のサブプライム危機により、この資金循環が支障を来たしてしまった。これでは米欧の経済がカネ詰まりになるのは当然といえよう。財政政策が無駄とは言わないが、やはり喫緊の課題は金融の安定化であり、そのためには公的資金投入でも何でもやった方がいい。

² 2月6日（水）夜のテレビ東京「ワールドビジネスサテライト」での発言から。

³ 日本からダボス会議に参加していた福田首相は、これに対して「日本は財政出勤する状態でない」と答えたという。にべもない返事であり、おそらく白けた反応があったことだろう。とはいえ、国内ではむしろ増税論議（！）があるくらいなので、こういう物言いになってしまうのも無理からぬところがある。

逆に新興国や産油国の側は、行き場をなくしたマネーをソブリン・ウェルス・ファンドなどに貯め込み、効果的な投資の機会を窺っている。成長のモメンタムも、そう簡単に剥落するとは思えない。实体经济の変化は、マネーのように急激には訪れないからだ。

デカップリング論の見直しか？

この議論は、いわゆるデカップリング論の是非という形で、昨年からずっと続いている。米国経済が景気後退に陥る場合でも、アジアの新興国や産油国の経済は堅調さを維持するのか(デカップリング)、それとも、やはり影響を受けて成長率が落ちるのか(リカップリング)……。年明けの世界同時株安以降は、さすがにデカップリング論の旗色が悪い。

1月29日にIMFが発表した"World Economic Outlook"では、2008 暦年の世界経済の実質成長率を、前回から 0.3% 下方修正して 4.1% とした。これは年 2 回の恒例の改定とは別に、購買力平価の見直しに伴って行われたもの。とはいえ時期が時期だけに、いろんな憶測が生じるところであり、米国経済の減速傾向を受けて、IMFが従来のデカップリング論を修正した、との見方も少なくはない。

World Economic Outlook (最新版)

| | | 2005 | 2006 | 2007 (推計) | 差 | 2008 (予測) | 差 |
|---------|--------|------|------|--------------|--------|--------------|--------|
| 全世界 | | 4.4 | 5.0 | 4.9 | (+0.2) | 4.1 | (-0.3) |
| 先進国 | | 2.5 | 3.0 | 2.6 | (+0.1) | 1.8 | (-0.4) |
| | 米国 | 3.1 | 2.9 | 2.2 | (+0.3) | 1.5 | (-0.4) |
| | 欧州 | 1.5 | 2.8 | 2.6 | (+0.1) | 1.6 | (-0.5) |
| | 日本 | 1.9 | 2.4 | 1.9 | (-0.1) | 1.5 | (-0.2) |
| | 他の先進国 | 3.2 | 3.7 | 3.8 | (+0.1) | 2.8 | (-0.2) |
| 新興国・途上国 | | 7.0 | 7.7 | 7.8 | (+0.2) | 6.9 | (-0.2) |
| | アフリカ | 5.9 | 5.8 | 6.0 | (-) | 7.0 | (-0.2) |
| | 中東欧 | 5.6 | 6.4 | 5.5 | (-0.3) | 4.6 | (-0.6) |
| | CIS | 6.6 | 8.1 | 8.2 | (+0.5) | 7.0 | (-) |
| | アジア新興国 | 9.0 | 9.6 | 9.6 | (-) | 8.6 | (-0.1) |
| | (内中国) | 10.4 | 11.1 | 11.4 | (-0.1) | 10.0 | (-) |
| | 中東 | 5.6 | 5.8 | 6.0 | (+0.1) | 5.9 | (-0.1) |
| | 西半球 | 4.6 | 5.4 | 5.4 | (+0.5) | 4.3 | (-) |

他方、世界全体で 4% 台の成長を維持すると考えるのであれば、かなり強気の見通しと受け取ることもできる。実際に新興国・途上国の見通しを見ると、中国をはじめとして従来通りの高い数字が並んでいる。

注目したいのは、世界貿易がなおも順調な伸びを示していることだ。世界の貿易量は、世銀の予測では 7.4% (08 年) 9.2% (09 年) OECD では 8.0% (08 年) 8.2% (09 年) と、現状の 8% 前後の伸びが持続することになっている。マネーの流れは変調を来しているが、モノの動きはなおも堅調なのである。

換言すれば、マネーの流れはリカップルであり、全世界同時株安が起きている。年初からの3週間で、全世界の株式市場では5兆ドルもの富が吹き飛んだ。しかし、モノの流れはデカップルであり、新興国を中心とする活況が続いている。陰りが出るとしたら、貿易量の変化で確認できるはずであるが、その気配はまだ見られないのである。

安定の鍵を握るのは中国経済

デカップリングのシナリオが全面的に崩壊することがあるとしたら、それは中国経済に異変が生じたときであろう。その可能性は確かにゼロではないのだが、かといって差し迫った脅威であるとも考えにくい。

本誌の昨年11月30日号「転換点を迎える中国経済」で指摘した通り、中国の株式市場は昨年秋にピークを打ち、現状は株式バブル崩壊直後と見るべきであろう。投資家のマインドの動揺や、企業の情報開示への疑念など、こういうときにありがちな問題が現地では一斉に起きていると聞く。

とはいえ先号でも述べたとおり、バブルの崩壊にはプラス面もある。おそらく現状は、いよいよマクロコントロールが効かなくなった中国経済において、共産党指導部の代わりに市場メカニズムが働き始めたのであろう。つまり、中国経済における資源配分のゆがみを是正するには、党中央からの指令では不十分となり、市場による淘汰が必要になったのではないか。そうだとすれば、これは中国経済にとってひとつの進化といえる。

株価の下落が実体経済にもたらす影響については、かならずしも大きくはないだろう。日本のケースを考えても、株の下落が始まってから景気の本格調整が始まるまでには2~3年はかかっている⁴。中国経済の場合も、影響が出るのは先になってからだろう。

他方、今後に予想される対米輸出の減少は、確実に影響をもたらすはずだ。とはいえ、現在の中国経済はインフレの進行などで過熱気味であるから、外需の減速はむしろ歓迎という面もある。逆に成長が大きく落ち込むようなことがあれば、中国政府の財政状況は改善しているので、いざというときには景気刺激策を発動する選択肢もある。

また、「北京五輪後の不況説」も盛んに指摘されているものの、中国経済の規模から考えると適切なアナロジーとは言い難い。東京五輪やソウル五輪後に景気調整があったことから、「五輪後の不況」というシナリオが語られるわけだが、むしろ中国経済の場合は、「ロサンゼルス五輪やアトランタ五輪の後で、米国経済にどんな影響があったか」を問うべきであろう。つまり国土の広い国においては、オリンピックのような大型イベントも、その経済効果は周辺地域に限られる。北京五輪後に調整があるとしても、それは北京周辺に限られるであろう。

⁴ 日本のバブル時代を語るときに、必ず出てくるのが「ジュリアナ東京」の映像であるが、あのブームは1991~92年のことであり、株式バブル崩壊（1989年末）からかなりのタイムラグがあった。中国経済の場合も、むしろこれから先に本格的なバブル的な現象が見られるのではないだろうか。

米国経済にはポジティブ・サプライズも

そうなると、当面もっとも注目すべきは米国経済ということになる。

07年第4四半期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+0.6%とその前の+4.9%から大幅に減速した。ここから緩やかな回復過程をたどるのか、それともリセッション(2四半期連続以上の景気後退)に陥るのか、市場の見方はおよそ二分されている。

この点で2月13日に、対GDP比で1%規模の経済対策が成立したことは好材料である。1000億ドル規模の戻し税は、一部は貯蓄に回るにしても、ある程度は個人消費を下支えするだろう。もっとも、財政出動は08年第2四半期(4-6月)のGDPを嵩上げするだけで、すぐに息切れしてしまうかもしれない。

筆者はむしろ、足元のドル相場の安定に注目すべきではないかと考えている。

1月下旬、FF金利はわずか8日間で125bpも低下した。この間、各国の協調利下げは十分に行われず、ドルが先陣を切って利下げをした形であった。これでドル安やインフレを招くようだと、いよいよ世界経済にとって恐怖のシナリオの発動となる。ところがドル相場は総じて底堅く推移している。このことをどのように考えるべきだろうか。

筆者の仮説は、「為替市場が米国経済の相対的な強さを評価しているから」である。米国経済の減速は、すでに相当程度折り込まれている。しかし、第2次世界大戦後に限れば、米国経済が陥った景気後退期は平均でも10ヵ月に過ぎない。つまり立ち直りが早い。

今回のケースでも、素早い対応が目立つ。

政治：ブッシュ政権がレイムダック状態で、ホワイトハウスと議会民主党が対立しているにもかかわらず、景気刺激策の合意ができた。

中央銀行：今年に入ってから、FRBは大胆な利下げを行っている。

企業：失業率が4.9~5.0%に上昇しており、経営陣が素早く後ろ向きの決断をしていることが窺える。

金融機関：米系金融機関は、損失の発表や資本注入などに積極的に動いている。対照的に、欧州の金融機関は対応も情報開示も遅れているように見える。

こうしてみると、米国経済は他国に先駆けて調整局面に入るものの、一足先に回復軌道に乗るのかもしれない。逆に、サブプライム問題の影響が強い欧州や、内需に力強さが欠ける日本の方が、立ち直りに苦労するのではないだろうか。

米国企業にはなおも活力がある。マイクロソフト社は創業以来、初めての借金をして、ヤフーの買収に挑む。こうした点に着目し、世界の資金がドル資産に回帰すると考えることはそれほど不自然ではあるまい。

< 今週の”The Economist”誌から >

”In search of an insurance policy”

Leaders

「保険政策を求めて」

February 16th 2008

* 世界経済の現状に対して何をなすべきか。 ”The Economist”誌が厳しい現状認識を示し、各国に財政出動を訴えています。日本に対する言及は、なぜか皆無でした。

< 要旨 >

米国は景気後退に近く、他の先進国も減速しつつある。IMFの最新予測では、世界経済の成長率は4.9%から4.1%に減速する。ただしこれでも楽観的かもしれない。見通しは不透明である。唯一確実なのは、政治が役に立っていないことである。

米国の政治家と中央銀行は、景気刺激策を目指している。連銀は短期金利を1.25%下げ、3.0%とした。3月18日の次回会合では、さらに0.5%の下げが予測されている。今週、ブッシュは戻し減税などで1520億ドル(GDPの1%)規模の景気対策にサインした。

これほど熱心な対策が打たれるのは、11月に選挙があるからこそ。しかしそれだけではなく、失業増加、消費不振、信用収縮に対し、短期的な対応が必要だった。そして早めの刺激によって深刻な危機を避けることを目指している。つまりは保険政策ということだ。

長らく財政の節度を訴えてきたIMFでさえ、米国の行動に拍手し、他国にも財政出動を促している。米国のみならず、世界のGDPの1/4を占める国が減税や財政支出を検討している。災厄到来の確率を減らすためには、非常事態対策に着手すべきである。

しかし緊急性を受け止めている国は少ない。英国とカナダは利下げしたが規模は小さい。ECBは利下げせず、財政刺激策を批判している。新興国も馬耳東風の構えである。

ひとつには景気が良いからだ。多くの新興国では内需が活況を呈し、むしろ過熱とインフレを警戒している。中国では内需が加速し、輸出の減速はむしろ歓迎されているらしい。欧州経済もインフレリスクが高い。世界経済の4%成長は不況とは呼びがたい。

過去の歴史を振り返っても、ケインズ式の財政刺激策は景気後退期には間に合わず、財政赤字を増やすことの連続であった。そして何より、政治家は自国民に対して責任を負う。米国を助けるために自国の経済が過熱するのでは意味がない。

しかし問題は、先進国と同様に新興国経済が潜在力を下回ることによって生じるリスクである。東京で行われたG7会合では、ドイツ財務相がサブプライム危機による被害は400億ドルと警告した。住宅価格がさらに下落するようなら、金融危機と深刻な不況の確率は増大する。分かっているが誰も行動せず、保険政策は米国の刺激策だけである。

これは賢明なことではない。金融危機を避けるには、低金利は切れのいい道具ではない。モノラインなどの問題には、焦点を絞った対策が重要である。パフェット氏が提示したような市場対策で十分かもしれないが、米国の住宅市場は大恐慌時代の組織がまだ生き残っている。また、欧州の規制当局は銀行の損出しを急がせるべきだ。

それ以上に懸念されるのは、このまま米連銀だけに保険をかけさせるなら、米国の金利は2001～04年当時のように緩和されることになる。米国の超低金利は、資産バブルを再燃させ、世界経済の均衡を危うくさせる。危機管理をひとつの国だけに任せるべきではない。

IMFが非常事態対策を訴えるのは正しいことだ。中国からカナダまでの国々が、必要な手段を取るべきである。保険を米国任せにしておくべきではない。

< From the Editor > you choose 戦略

バラク・オバマ候補の勢いが止まりません。今週はウィスコンシンとハワイをゲットして、スーパーチューズデー以後は10連勝となりました。

ユーチューブで彼の演説を聞いているうちに、あることに気がつきました。それは彼の演説の中に、主語としての”I”が少なく、代わりに”You”が多いということ。つまり、「私が勝利した」ではなく、「皆さんが偉大な勝利を得た」と言うのですね。この点は、”I’m ready.”（私は準備ができています）と言いたがるヒラリー・クリントン候補との大きな違いです。

オバマ演説は、前半では”you”を多用しながら、途中からは”I”と融合して”We”になり、最後は聴衆も一体となって、選挙スローガンである”Yes, we can.”の大合唱となります。聴衆を味方につける上で、なかなか巧みな構成であるといえるでしょう。

そこで思い出すのは、コーポレートガバナンスの世界のこと。昔の株主総会では、経営陣は「わが社」(Our company)と普通に言っていました。それが1990年代に「皆様の会社」(Your company)と呼ぶようになったという経緯があります。会社は本来、株主のものなのですから、理屈はその通りなのです。

政治の世界においても、同じことが起きようとしているのではないのでしょうか。すなわち、政治家は有権者の代表なのだから、「私がこういう政治をする」ではなくて、「皆様がこういう政治をする」(私はその代理人に過ぎません)と意識を変えなければならない。オバマの”You attitude”は、コーポレートガバナンスが過去20年ほどの間に劇的に変わったのと同じように、これから先の政治の常識を変えてしまうのかもしれませんが。

そういう風に考えるならば、「オバマの弁舌には中身がない」「政策があいまいだ」という批判はまさしくその通り。有権者は大方の株主と同様に、明確なプランを持っているわけではありませんから。しかし、今日の有権者(株主)が求めているのは、自分たちの思いをちゃんと受け止めてくれる政治家(経営者)でありましょう。この点に、オバマ候補とその支持者たちの革新性があります。

間もなく3月4日には、大票田テキサス、オハイオという予備選挙の山場を迎えます。オバマ陣営は、その日までに100万人の寄付を集めるという目標を掲げています。たとえ5ドルであっても、他人のおカネを集めるというのは大変なこと。膨大な「株主」を背にすることで、オバマ旋風はますます加速するのではないのでしょうか。

100万人の”You”を集めて”We”に変え、その勢いで政治を変える。いろんな意味でオバマの選挙手法は革命的です。ユーチューブならぬ”You choose”ってことですかね。

* 次号は2008年3月7日(金)を予定しています。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com