

Contents

\*\*\*\*\*

特集：米国経済とブッシュ時代の終わり	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Almost there” 「オバマ当確」	7p
< From the Editor > イリノイのジンクス	8p

\*\*\*\*\*

特集：米国経済とブッシュ時代の終わり

昨年 2007 年は、サブプライム問題という 10 年に 1 度級の国際金融危機が発生した「アンラッキーセブン」の年でした。続く 2008 年は、そこから立ち直る「七転び八起き」になるか、それに失敗して苦しむ「七転八倒」になるか。今年の上半期は早くも終わりに近づいていますが、危機の震源地である米国経済があらためて気になるところです。

昨今は株価も米ドルも安定し、「すでに最悪期を脱した」と言う声も出つつあります。とはいえ、そこは慎重に見ておいた方がいいでしょう。ブッシュ政権下の 8 年間で振り返りつつ、米国経済の今後を考えてみました。

最悪期はすでに脱したか？

昨年時点で、筆者が持っていた 2008 年の米国経済に対するイメージは、「1-3 月期が底。年央にそれを確認して、後半から回復」というものだった。今のところ、その通りに展開しているようにも見えるのだが、正直なところ「当たった」という気はしていない。というのも、「実態は予想以上に悪かったし、米連銀が取った対策は予想以上に大胆なものだった」からである。

サブプライム問題による損失額は、当初は「500～1000 億ドル」（バーナンキ議長、07 年 7 月 20 日）と低く見られていた。それが「2000～3000 億ドル」（OECD、07 年 11 月 21 日）となり、年明けには「最大 5000 億ドル」（バーナンキ議長、08 年 1 月 17 日）となり、さらに「8000 億ドル」（IMF、08 年 3 月 7 日）と増大し、ついには「1.2 兆ドル」（ゴールドマンサックス、08 年 3 月 24 日）の声も出るようになった。

そうそうたる関係者全員が読み違えていたことになるが、最近では「全世界で1兆ドル」が相場観として定着しつつある。サブプライム問題を、住宅ローンの延滞率から計算していくと小さい損失額で済むのだが、それを材料に発行されている CDO 市場全体が麻痺すると考えれば、損害規模は軽く一桁上がってしまうのだ<sup>1</sup>。

興味深いことに、1兆ドル(100兆円)という損失額は、バブル崩壊後の日本の不良債権総額とだいたい同じである。ついつい日本の経験を当てはめたくるところだが、「米国経済が日本の二の舞になる」と考えるのは早計であろう。以下の通り、日米には大きな差がある。特に重要なのは(5)の点であろう。

- (1) サブプライムは全世界に分散しており、米国内の被害はその半分程度と見られる。  
日本では国内金融機関が軒並み同じ問題を抱えていた。
- (2) 米国経済の名目 GDP は 13.8 兆ドル (2007 年) もあるから、相対的に見て小さい。  
日本の場合は GDP の 2 割程度に相当した。
- (3) 米国の実体経済は比較的堅調である。 1990 年代の日本は、企業収益の悪化や国際競争力の低下といった問題も抱えていた。
- (4) 金融機関の情報開示が早い 日本では当初、不良債権問題がタブー視されていた。  
現在行われている米国金融機関の情報開示は、すべてが正確であるという保証はないものの、損失をなるべく早く公表しようとする姿勢は信じて良さそうである。
- (5) 当局の対応が早い 日本の場合は住専問題などの後遺症から、政策決定に時間がかかった。

## 米連銀、発想の大転換

昨年夏の危機発生以来、米連銀が行ってきた「政策金利の引き下げ」や「資金供給」、さらにブッシュ政権が実施中の 1680 億ドルの減税は、こういう場合のお手本のような対応策である。が、より重要なのは、今年3月に行われた以下の非伝統的な手法であろう。

- ・ ベアスターンズを買収する JP モルガンに対し、300 億ドルの緊急融資を実施。また、同社の不良債権を分離する受け皿会社を作り、290 億ドルの買い取り資金を融資。
- ・ プライマリーディーラー (NY 連銀との直接取引を認められた有力証券会社など) に対する貸出制度を創設。
- ・ RMBC (住宅ローン担保証券) を使ったプライマリーディーラーへの資金供給拡大策。最大 2000 億円。

<sup>1</sup> この問題に早くから警鐘を鳴らしていたカリスマブロガー「中年金融マンぐっちゃん」は、昨年「CDO の発行総額のうち 2~30% が飛ぶと考えれば被害は 100 兆円超」と計算していたという。お見事。

<http://blog.goo.ne.jp/kitanotakeshi55/e/9f420b49693487aee2e6c52f3c72e630>

中央銀行の役割とは、平時には「通貨の番人」( the guardian of the integrity of money ) であり、有事には「最後の貸し手」( lender of last resort ) である。システミックリスクがある、となったら信用秩序の維持のためにあらゆる手段を尽くさなければならない。

とはいうものの、通常、中央銀行が守るべき相手は、商業銀行に限られる。預金者のお金を預かっている銀行は保護するのが当然だが、金融取引のプロであるはずの投資銀行は、本来は自己責任の範疇でなければならない<sup>2</sup>。しかるに今回のケースでは、CDO などの証券化商品が広い意味での決済機能を担っており、ベアスターンズが経営破たんしてしまうと金融システムの安定が維持できなくなってしまう。

つまり金融手法が高度化してしまったために、中央銀行が守らなければならない分野が拡大していたのである。プライマリーディーラーへの関与も同様であり、従来であれば中央銀行の守備範囲とは見なされていなかった対象に、流動性供給が行われることになった。これは米連銀として、画期的な決断と言える。

この判断が示された後で、金融市場は急速に落ち着きを見せた。非伝統的な分野も保護されると投資家が考えれば、とりあえずシステミックリスクの怖れは遠のく。金融システムにおける信用はまことに微妙なものがあって、市場の大多数が「問題なし」と考えれば、それだけで問題は消えてしまうのである。

もっとも今回の決断は「劇薬」である。当然のことながら、モラルハザードの発生という問題がある。米連銀のバランスシートの悪化という怖さもある。さらに大きな銀行が経営危機に陥り、システミックリスクが再燃した場合に打つ手があるか、などと考え始めると切りがない。

バーナンキ議長の英断により、金融市場の潮目はとりあえず変わった。このまま安定に向かえばファインプレーと呼ばれるだろうが、そうはならない可能性も十分に残っている。

### 公的資金投入は政治問題化するか

金融危機において日本が学習したことは、「公的資金の投入が鍵」ということであった。そのせいか、「米国政府も早く公的資金を投入すべきだ」という意見をよく聞く。しかし、今回のケースに当てはめるのは、いささか強引ではないだろうか。

金融危機を収拾する際に重要なことは、市場参加者が「これ以上悪くはならない」という認識を持つことである。日本の場合は、たまたま公的資金の投入がそのきっかけを作っただけであり、今回の米国で同じことが当てはまる保証はない。証券化商品や住宅価格の下落がさらに続くようなら、経済再生にはさらに時間を必要とするだろう。逆に言えば、公的資金を使わずに信託を回復できるのであれば、それに越したことはない。

---

<sup>2</sup> 日本式に言えば、商業銀行 = 銀行を守るのは当然だが、投資銀行 = 証券をなぜ救済するのか、となる。

仮に米国で公的資金を投入するとしたら、日本でも散々繰り返されたのと同じ「不可避性、責任追及、最小性」という3原則をめぐって議会が紛糾することとなるだろう。ところが実際には、先のベアスターズ救済劇では同社の不良債権の受け皿会社を作って融資しているくらいなので、文字通り「裏口から公的資金を入れる」形で事態の処理が進んでいる。つまり公的資金はすでに投入した、と考える方が実態に即している。それでもブッシュ大統領は「公的資金の投入には反対」と、まるで見て見ぬ振りをしている。

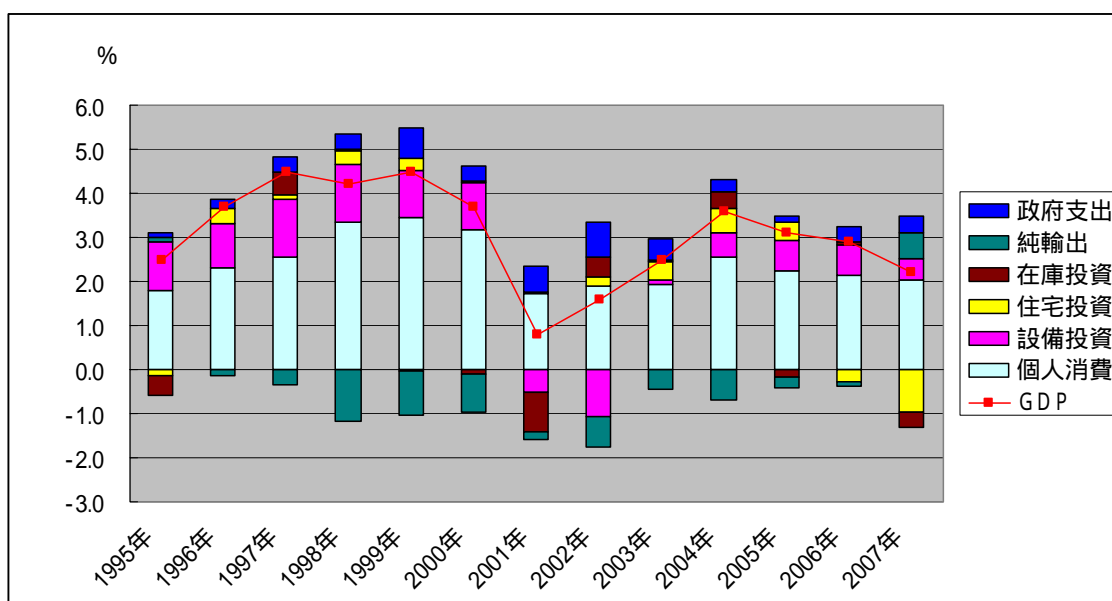
大統領選挙の有力候補たちも、この辺を正面から議論することは避けている。サブプライム問題によって「家を手放した気の毒な借り手」を保護することは政治課題として議論できるけれども、大手の金融機関（それも頭が良くて強欲な投資銀行を！）税金で助けるなどという話は、とても通らないに違いない。

そんな間にも、金融のプロたちの手によって事態は少しずつ動き始めている。米財務省は、3月31日に新たな規制案を発表した。ウォール街の危機が生じたのは、21世紀に入って当局の規制や監視が及ばないような金融手段の進化と複雑化が進んだからだ。サブプライムはそのきっかけに過ぎない。だから新しい規制と監視が必要、というロジックである。と同時に、当局としては「救済するからには、監督責任がある」ことを十分に意識しているのであろう。

## ブッシュ時代の米国経済とは

そもそもなぜ、これだけのバブルが発生して崩壊したのか。これまでの米国経済の推移をあらためて振り返ってみよう。

### 実質 GDP 成長率と寄与度の推移



- (1) 米国経済の7割を占める**個人消費**は、平均2.4%（1995～2007）という高さで安定的に推移してきた。これは米国の人口が年率1%程度という、先進国としては非常に高い伸びを示していることが大きい。逆に言えば、**米国経済の成長率が1%を割り込めば、一人当たりの成長はマイナスに転じる**。2007年第4四半期と08年第1四半期はともに年率0.6%の低成長となったが、これは相当な景況感の悪化を伴っているものと考えられる。
- (2) 1990年代後半は、いわゆる「ニューエコノミーブーム」で**設備投資**が高水準で推移した。ところが2000年には「ハイテクバブル」が崩壊し、その後の2～3年は投資が縮小した。しかも2001年9月11日の同時多発テロ事件が重なり、景況感は非常に悪化した。そこで大胆な利下げとブッシュ減税が行われ、しかも「戦争という究極のケインズ政策」も加わった。結果論だが、**これらの刺激策が重なったことによって、景気の落ち込みは予想以上に早く回復に向かった**。
- (3) 2002年頃から、金利低下を背景とする**住宅投資**の活況が米国経済を牽引するようになる。今から考えてみれば、ちょうど金融手法が高度化を始めた時期とも重なる。「サブプライムモーゲージローン」の普及とともに、住宅保有者の裾野が拡大した。それ同時に、住宅を担保にしたファイナンスが個人消費を刺激した。
- (4) 2004年から米連銀は利上げに転じる。しかしそのペースはゆっくりとしたものであったため、住宅価格の上昇はなおも続いた<sup>3</sup>。株式市場も安定し、「ゴルディオロックス経済」（ちょうど心地よい温度の市場環境）との呼び声も生まれた。好調な米国経済は、経常赤字を拡大させることで世界経済全体を牽引することになった。
- (5) 金利の上昇に伴い、2006年頃からはよいよ住宅市況は悪化する。それでも、より高度な（危険な）金融商品が生み出されることでブームは持続する。結局、サブプライム問題が浮上したのは2007年夏になってからだった。GDPに占める住宅投資は、この年には大幅なマイナスとなる。
- (6) 2007年はドル安が進んだこともあり、徐々に**純輸出**が経済成長を下支えした。経常収支の悪化を食い止める意味からも、これは明るいニュースと言える。

8年間の筋書きを簡単にまとめてしまうと、**米国経済がハイテクバブル崩壊から立ち直るために、住宅バブルの生成が役に立った**。クリントン時代の「ニューエコノミー」が失速した後で、本来なら長い調整期間が必要だったかもしれないところを、ブッシュ政権下の減税と低金利により、予想以上に高い経済成長が可能になった。しかしそのツケが、最後になってサブプライム問題という形で表面化したのである。

---

<sup>3</sup> サブプライムローンの延滞率は、2004年から05年までは10%程度で推移していた。2006年夏頃から上昇をはじめ、2007年末時点では17%程度となっている。

## 武器がないポスト・ブッシュ時代

それでは米連銀はもっと早く利上げをして、バブルをつぶすべきだったのだろうか。

資産価値の上昇に対して金融政策はどうあるべきか、とは中央銀行にとっての大きなテーマである。代表的な2つの考え方があり、ここは意見の分かれるところであろう<sup>4</sup>。

\*FRB view：資産価格の上昇がバブルかどうかは、事後的にしか分からないので、金融政策では対応できない。バブルへの対応は銀行監督などのプルーデンス政策によるべき。

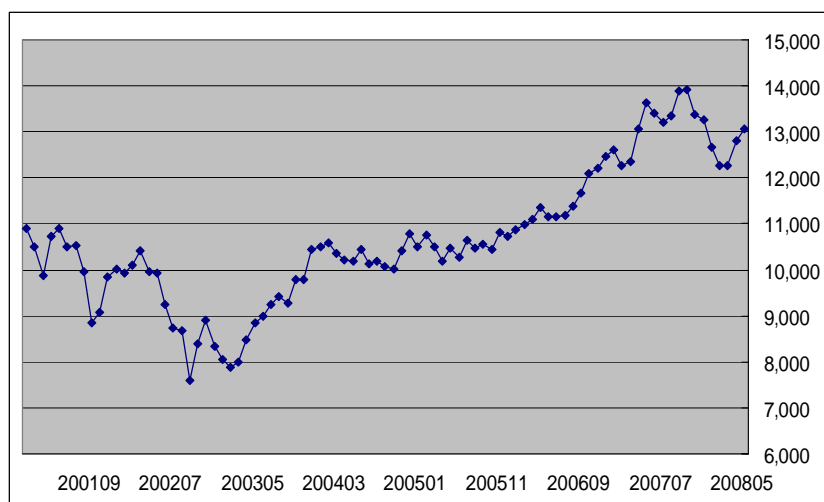
\*BIS view：バブル崩壊後のマイナス影響は大きいので、金融政策はバブルの発生を回避すべきである。金融政策とプルーデンス政策の双方が必要である。

当時のグリーンズパン議長は、「バブルは崩壊した後に対応すればいい」という考え方があった。後継者であるバーナンキ議長は、思い切った手法でバブル崩壊後の現実に対応しているが、前任者の尻拭いをさせられているともいえる。

とはいうものの、ブッシュ時代に「大減税」と「利下げ」を派手にやってしまった後だけに、これらの武器を積極的に使えないといううらみが残る。米連銀は今後も必要に応じて、ベアスターズ救済で見たような非伝統的な手法を駆使するだろう。しかし米国経済が立ち直るためには、「時間による治癒」が必要になるはずである。

結論として、「1-3 月期が底で、年後半から回復」という予想自体はそのままでもいいかもしれないが、回復力はかなり弱いと見ておかなければならないだろう。

## ブッシュ時代のダウ平均の推移



<sup>4</sup> 『現代の金融政策』（白川方明/日本経済新聞出版社）による

<今週の”The Economist”誌から>

”Almost there”

「オバマ当確」

Leaders

May 8<sup>th</sup> 2008

\* 予備選はまだ途中ですが、”The Economist”誌は、「民主党代表はオバマで当確」と打ち出しました。「予備選がもたらすほとんどのハードルを乗り越えた」とのこと。

<要約>

マンガに良くあるシーン。足元は崩れているのに本人は気づかずに宙に浮いている。間もなく重力が働いて真っ逆さまに落ちていく。ヒラリーの選挙戦はそんな状態である。

それでも彼女は、デンバーでの党大会まで戦い続けると約束している。それは勝手だが、彼女自身が、民主党が、そして米国がその戦いから得られるものは乏しい。単純な算術として、オバマは代議員数で166人リードしている。残る州は6つしかない。うち2州では彼女に勝ち目があるものの、民主党の比例配分方式では大差をつけられない。残るは特別代議員票の7割を奪うしかないが、フロリダとミシガン票が復活しても届かない。

近いうちに撤退宣言をすれば、彼女の評判は上がるだろう。なおも戦いを続けるとしたら、対抗馬によほど問題がある（本選で勝てない、大統領の資格がない）場合だけだろう。

どちらもあり得ない。本誌はオバマニアに与するものではなく、この若き上院議員の中身をもっと知りたいし、反資本主義的な言辞に呆れることもある。イラク撤退論も危うい。それでも、オバマは予備選挙がもたらすほとんどのハードルを乗り越えてしまった。

確かに白人労働者と中間層ではヒラリーに人気がある。マッケインと戦うには不安材料だ。しかし白人有権者に対するオバマの魅力は、人種論議で割り引かれている。むしろ階層に問題があり、彼はエリートだと見られている。まるでジョン・ケリーのようである。だが、シングルマザーの下で育った彼にそんなことが言えるだろうか。

むしろオバマは、若い白人の無党派層たちを惹きつけている。ヒラリー相手ならマッケインは無党派を吸収できるが、オバマが相手なら票は割れる。オバマはまた、前人未踏の150万人から資金を集めている。彼らは11月には共和党と戦う歩兵軍団となるだろう。

予備選挙には、候補者に試練を与える役割がある。ヒラリーは戦いを止めない。マッケインは主義で妥協しない。オバマは頑固ではないが、しとやかさを失わない。ライト牧師の騒ぎに巻き込まれ、ヒラリーの攻撃も受けた。ガソリン税軽減提案にも同調しなかった。

オバマが当確とするもうひとつの理由は、高貴な米国を体現していることだ。オバマの両親が結婚した1960年には、全米の半数以上の州でそれは不法行為だった。しかし息子は今、ホワイトハウスの敷居に足をかけている。ひどい挑発を受けながらも、超党派の約束を彼は曲げない。問題は多々あっても、オバマの良い面が他の候補を上回っている。

本誌はオバマが民主党の候補者にふさわしいと見る。ヒラリーは美しく撤退のときを選び、クリントン一家を挙げて党の最善の希望のために尽くすべきである。

## < From the Editor > イリノイのジンクス

エイブラハム・リンカーン（第16代大統領）、ウィリアム・ジェニングス・ブライアン（19世紀末から20世紀初頭の大衆政治家）、ロナルド・レーガン（第40代大統領）、3人とも米国政治史を彩る名演説家ですが、全員がイリノイ州出身という共通点があります。前頁の記事通り民主党候補として「オバマ当確」となると、彼もまた「イリノイ出身の雄弁家」の系譜に連なることになるでしょう。

ところが、このイリノイ人脈には不思議と不運がつきまといまいます。リンカーンは暗殺されてしまうし、ブライアンは3度民主党大統領候補に推されて3度とも苦杯を喫します。レーガンはカリフォルニア州知事を経由して、見事に2期8年の任期を全うしますが、やはり凶弾に狙われたことがある。3人とも大衆的な人気を誇った政治家ですが、暗殺者というものは、得てしてつまらない相手よりも魅力のある人物を狙うものようです。

さてバラク・オバマ上院議員ですが、演説でもカリスマ性でも集金力でも図抜けたものがあり、堂々の本命候補というべきでしょう。が、競馬で言うところの「死角がある」候補というか、イリノイのジンクスもちょっと気になるところです

今週5月14日、日本国際問題研究所主催のフォーラムで、共同通信の会田弘継論説委員とご一緒に米大統領選についてお話しする機会がありました。その場でこの「イリノイのジンクス」を紹介したところ、コメンテーターの中山俊宏津田塾大准教授から、「そういえばアドレイ・スティーブンソンもイリノイ出身ですね」との指摘がありました。

スティーブンソンはイリノイ州知事を務め、やはり巧みな弁舌で知られた政治家です。主にケネディ政権時の国連大使として知られ、キューバ危機の際の国連安保理席上、核ミサイルの有無をめぐるソ連大使をやり込めたシーンは語り草です。実はこの人、1952年と1956年に民主党の大統領候補に選ばれ、アイゼンハワー大統領に二度とも手ひどい大敗を喫しているのです。イリノイのジンクス、恐るべしといえましょう。

どうでもいいような豆知識ですが、「米大統領選オタク」としてはこういうことが面白くて仕方がないのでありますよ。

\* 次号は2008年5月30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](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)