

金融市場展望と投資戦略

- - 山内 一三 レポート No. 134 - -

2008年1月号



国際投信投資顧問株式会社

取締役副社長
経済調査部、商品部門担当

山内 一三

<http://www.kokusai-am.co.jp>

【要約】

サブプライム問題の深刻化で試される
世界経済成長の米国離れの可能性

1. 米国のサブプライムローン問題の解決は、大手金融機関の不良資産の早期処理が鍵

昨年後半以降、鮮明になった国際金融市場における「ドル離れ、モノ・新興国資産回帰」を象徴するかのように、年初から先進国株安、ドル安が進み、対照的に金・原油が新高値を更新する船出となりました。今年前半の投資環境を考える上では、深刻化する米国サブプライムローン問題の解決シナリオ、米国経済の減速が及ぼす世界経済への悪影響度をどう読むかが重要となりましょう。

欧米の中央銀行は、サブプライムローン問題の深刻化を受け、昨年後半から思い切った短期の流動性供給を実施し、さらに米国連銀は昨年来、連続利下げを実施して金融緩和に努めています。しかし、かつて1990年代に、わが国の金融機関が巨額の不良債権処理時に経験したように、政策支援効果は対症療法にしかありません。当時、わが国の金融機関が得た教訓は、抱えた不良資産を自ら早期に処理し尽くさない限り、値下がりによる不良資産価値の更なる劣化、金融機関の信用力と資金調達能力の低下、不良資産の償却原資の枯渇など、時間の経過と共に問題が次々と深刻化していくということでした。

今年は米国連銀が大量の流動性供給や利下げ政策によって信用収縮リスクを緩和し、景気を刺激して時間を稼ぐなか、米国の大手金融機関が、サブプライムローンに伴う損失の抜本的な処理をどれだけ早く終えるかが問われます。サブプライムローン資産を保有する大手金融機関が、不良化した資産の償却や売却などにより、市場が信用できる問題解決手段を提示できるか否かが問題解決の鍵となりましょう。

2. 減速する米国に引きずられず、世界経済は持続的な高成長を維持できるか

米国の金融機関がサブプライムローン問題の処理に足を取られ、企業や個人向けの貸し出し能力を低下させてしまうと、金融面から景気減速要因となりえます。また、近年の企業買収ブームによって、信用力の低い企業に貸し出したレバレッジドローン残高が、世界全体では5,000億ドル程度あるとみられます。信用不安が続くとサブプライムローンに加えて、これら低信用資産に問題が飛び火し、新たな不良資産問題が発生するリスクがあり、事態はますます泥沼化すると考えられます。

また、住宅価格の下落が続いていることから、消費者は住宅を担保にした資金借り入れ能力が低下し、購買意欲が減退しています。原油高による消費者の購買力低下とあいまって、昨年10-12月期から米国経済の減速が鮮明になり、国際金融市場は米国の景気後退を警戒し始めています。

加えて、長期成長を謳歌してきた日欧景気も昨年後半から緩やかに減速しており、米国離れの世界経済成長が新興国経済のけん引役により、どこまで持続できるかに注目が集まっています。もし米国経済が2四半期連続で前期比マイナス成長に陥るといったような景気後退のリスクが高まれば、世界経済は米国に依存しない成長を維持出来なくなる可能性が高まりましょう。世界経済が減速すれば、現在高騰を続けている原油や金などの国際商品価格や、新興国株式も下落するリスクが高まりましょう。

年初以降も、国際金融市場の不透明感が根強いことから、当面は不安定な投資環境が続くとみられます。投資家のリスク許容度が低い環境下では、信用リスクに対して慎重な資産選択が不可欠となっています。

米国のサブプライムローン問題の解決は 大手金融機関の不良資産の早期処理が鍵

サブプライムローン問題は米国の政策頼み強まる；サブプライムローン問題が深刻化し米国経済の減速懸念が強まるなか、米国連銀は昨年10月に続き、12月にも0.25%の利下げを実施し、FF金利を4.25%としました。同時に昨夏から、欧米の中央銀行は協調して、金融市場に巨額の短期資金供給を繰り返し実施しています。これは、信用不安によって貸し渋りリスクが高まるなか、安定した流動性を供給するためです。米国の金融市場では、昨秋からサブプライムローン問題悪化に伴う景気後退懸念が高まるなか、追加利下げ期待が強まっています。現在4.25%（08年1月10日時点）の政策金利が、「今後3%程度まで下げられるか否か」が、金融市場の関心事となっているようです。また昨年12月初旬には米国政府が、サブプライムローンの借り手が担保にしている住宅を取り上げられないために、住宅ローン金利の引き上げを5年間凍結することなどを盛り込んだ救済策を発表しています。この救済策は、サブプライムローンの借り手120万人を対象としていますが、借り手の審査が厳しく、実質的にその恩恵を受けられるのは、ローン返済能力があると認められた20-30万人に限られると推定されます。今回の連銀の利下げ政策や米国政府の救済策に加え、今後さらなる追加政策を巡って、金融市場が春頃まで一喜一憂する状態が続くと思われま

時間の経過と共に新規発生するサブプライムローン関連の損失；しかし、これらの政策は、サブプライムローン問題の先送りにはなっても、抜本的な解決策にはなりません。1兆4,000億ドルという巨額のサブプライムローンが存在する限りは、新たな損失が発生するリスクは残ります。2006年当時、サブプライムローン貸出額はピークにありました。その頃組成されたローンは約2年間の金利優遇期間が過ぎて、金利更改の時期が到来しており、今年中に返済遅延者や返済不能者がどれだけ増加するかが不安視されています。またすでに、担保流れの中古住宅が競売にかけられ、中古住宅在庫が急増し、住宅価格の下落が進行しています。担保となっている住宅の価格下落が、新たな追加損失の発生源になる悪循環に入っています。

例えば、今回サブプライム問題に伴う損失の責任を取り、トップの交代を余儀なくされたシティグループは、自ら880億ドル（約9.7兆円）のサブプライムローン関連資産を抱えており、その資産価値の下落に伴う損失の処理に追われています。昨年7-9月期に64億ドル、10-12月期には235億ドルの損失を計上するなど、サブプライムローン関連の損失が拡大しています。加えて、傘下にある複数の資産運用会社（SIV）で830億ドル（約9兆円）のサブプライムローン関連商品に投資しています。これに伴う評価損の発生と信用収縮によって、傘下の資産運用会社の資金調達が困難となっていることから、シティグループによる肩代わりが必要になっています。他の大手金融機関も同様で、本体が抱えるサブプライムローン関連資産に加えて、傘下の運用会社が抱える巨額の損失をバランスシートに計上せざるを得ない状況になっています。シティグループは資本強化策として昨年11月にアブダビ投資庁から75億ドル、今年1月にはシンガポール政府投資公社やクウェート投資庁などから計145億ドルの増資を受け入れましたが、今後さらに新規損失が発生すれば、それに見合った資金調達が繰り返し必要になります。

サブプライムローン関連資産を抱えている大手金融機関は、住宅価格の下落が進行し、またローンの返済不能者が新たに発生することによって、今後も更なる損失発生リスクに晒されると考えられます。スイスの大手銀行UBSも7-9月期に約4,200億円の評価損を計上しましたが、10-12月にも約1.1兆円の追加損が出ると発表しています。サブプライムローン関連商品を抱える欧米の大手金融機関では、年初以降も軒並み多額の評価損発生が見込まれます。金融機関のサブプライム関連資産の評価損が増加し赤字決算を余儀なくされると、その分だけ自己資本が減少し財務体質が悪化します。これは、信用力や貸し出し能力の低下につながるため、各金融機関は緊急増資などで外部から資金を受け入れ、財務体質の強化を図ろうとしています。

しかし、繰り返し資本増強が必要になれば、金融機関の信用力が低下し、徐々に資金調達が困難になり窮地に陥いるリスクが高まります。

今後、米国経済の減速が明確になるなか、大手金融機関の信用力が回復しない限り、国際金融市場において貸し手はますます慎重になり、間欠的に信用不安が高まり貸出金利が上昇するリスクを抱え続けることとなります。市場は信用収縮による流動性不足に陥りやすくなり、景気にデフレ効果を及ぼします。

わが国の1990年代の不良債権処理問題からの教訓；わが国では、1990年代に不動産と株式バブルが弾けて資産価格は暴落に転じ、「失われた10年」と呼ばれるように、その後の不良債権処理に苦しみました。1990年代初めから、企業が借金の担保にしていた不動産と株式の価格下落が進行し、金融機関には返済不能となった巨額の不良債権問題が発生しました。同時に、金融機関は、自社保有の株式や不動産価格の下落による財務体質の劣化が進んだため、資金貸し出し能力を弱体化させていきました。金融市場において、高いリスクを取って資金を貸し出す貸し手が不足し、資金調達が出来ない企業の倒産が増え、実物経済は信用収縮デフレに陥りました。

この過程でわが国では、金融機関の不良債権処理問題への支援とデフレ不況対策として、政策に過大な期待が集まりました。日銀はゼロ金利になるまで、際限なく利下げを繰り返すことを余儀なくされました。また政府は、大型の財政投融资政策による需要創出を試みました。その結果、現在に至るまで回復困難な財政赤字体質が残ってしまいました。当時、株式市場は、繰り出される政策の評価を巡って一喜一憂を繰り返し乱高下しました。しかし結果的には、両政策とも一時的なカンフル剤程度の効果しかなく、金融機関の不良債権の抜本処理にはつながらず、問題が先送りになっただけでした。抜本的に問題が解決したのは、政府の後押しによって、金融機関が保有する巨額の不良債権を処理する目処をつけ、それが市場に信認されたときでした。増資や企業合併、公的資金の注入などによって、金融機関は自己処理能力を高め、資金回収や不良債権の売却や償却など不良債権処理を進めました(図表 - 1)。米国のサブプライムローン問題も同様のことが求められましょう。今後、サブプライムローン関連資産を抱えた大手金融機関が、金融市場から信頼が得られるような方法で、不良資産の抜本処理に目処をつけることが解決の鍵と考えます。

事業活動の場合は、過剰在庫を抱えた調整局面では生産を減らしていけば、いずれ需給バランスが改善し、時間の経過と共に市場は回復に転じます。しかし、金融業界の過剰融資による不良資産の処理の場合は、時間の経過と共に問題が悪化していくリスクが高まります。不良資産が発生した場合、これを売却処理しようとする、ますます資産の市場価格が下落し、損失が膨らんでいきます。また、度重なる不良資産の償却と共に、自己資本が減少して財務体質が悪化し、信用力も低下し融資能力が劣化していきます。また新たな損失発生によって、不良資産の償却原資が枯渇していきます。このような悪循環を回避すべく、サブプライム関連資産の損失の早期処理が望まれます。米国では、金融の自由化が進んでおり、銀行行政もかつてのわが国のような護送船団方式ではなく、市場の競争原理が働く構造になっていることから、市場から早期の問題解決を迫られることが予想されます。今後は、市場に信認される抜本的解決策が打ち出されるのが注目ポイントといえます。不良債権が大手金融機関のバランスシートから消える目処が立つまでは、間欠的に国際金融市場は波乱に見舞われると考えられます。

減速する米国に引きずられず 世界経済は高成長が持続可能か？

世界景気と米国景気の非連動が続くか？；ここ数年間は新興国が台頭し、米国と共に世界経済をけん引してきました。しかしながら、サブプライムローン問題の悪影響で米国経済の減速懸念が高まるなか、米国抜きで世界経済成長が持続可能か否かが問われています。経済規模でみると、2006年で世界の経済規模は48.2兆ドル(名目、IMF World Economic Outlook 2007による)に達しており、うち米国27.3%、新興国25.6%、日本9.1%というように、新興国の経済規模が米国に匹敵するまでに成長していることが分かります。高い経済成長率とドル安の進行で、ドルベースでみた新興国の相対的な地位が高まっているといえます(図表-2)。また2000年以降、世界経済の成長率に対する寄与度でも、新興国の寄与度が70-80%に達しており、米国の寄与度を大きく凌駕しています(図表-3)。すなわち、新興国が高成長を続ける限りは、米国の景気減速を十分カバーでき、世界経済の減速も軽微に留まると考えられます。このため、今夏以降、米国のサブプライムローン問題が深刻化していくにつれ、国際金融市場では投資資金は「質への逃避」から安全な先進国の国債市場に回帰すると共に、ドル資産離れによる原油などのモノ資産と新興国資産に集まっています。このモノ資産と新興国資産への資金集中が続く背景には、世界経済が今後、米国依存を脱し新興国経済にけん引される形で安定成長を持続するとの前提があるとみられます。

しかし、米国の景気減速が世界経済の成長を危うくするリスクとして、以下の点に注意する必要があると思われます。

サブプライムローン問題の深刻化が進み、他の高リスク資産にも信用不安が広がるリスクです。国際金融市場で信用収縮が一段と進み、大手金融機関やヘッジファンドなどの投資家から、モノ資産や新興国資産に流入している資金までもが巻き戻されるリスクです。すなわち、サブプライムローン問題の深刻化によって、不良資産処理に直面する世界の大手金融機関が財務体質を悪化させ、今後一段と貸し出し能力を低下させていくリスクがあります。国際金融市場で相互に貸し渋りの動きが強まり、信用収縮不安が広がった場合には、投資家は投資資金を引き上げるとみられます。そうなると、これまで投資資金の流入によって急騰してきた原油や穀物などの国際商品、新興国株式、債券、不動産などの価格が下落に転じ、値下がり損という逆資産効果を生みだすリスクが考えられます。

これまで世界経済のインフレ無き順調な成長と、国際金融市場に過剰貯蓄が積み上がったことにより、経済成長を上回るスピードで運用資金が増加してきました。過剰化した資金を抱えた投資家のリスク許容度は著しく高まり、より高い投資収益を求め、リスクの高い資産にも巨額の資金を投入してきました。一種のユーフォリア状態(根拠無き多幸症)を呈したといえましょう。この過程で、信用力の低い個人に貸したサブプライムローン残高が、2006年末には1.4兆ドルに達するという異常事態も発生しました。また、企業買収ブームにより、信用度の低い企業へ貸し出したレバレッジドローン残高も5,000億ドルに達しています。ローン以外にも、原油や金、穀物なども、生産コストよりはるかに高い価格にまで買い上げられています。中国株・不動産といった新興国資産にも大量の資金が流れ込みバブル化しています。2000年以降、米国のみならず、欧州・豪州などの先進国においても住宅ブームが続いており、住宅価格が高騰しています。

国際金融市場で信用収縮不安が高まって投資家のリスク許容度が低下し、投資家が資金の回収に転じたときには、これら原油などのモノ価格、新興国資産、先進国不動産が大きく下落するリスクが表面化します。国際金融市場の資産バブル調整が原因で、世界経済の減速に発展するリスクがあります。

米国経済の生み出してきた消費需要は、新興国のみでは肩代わりが出来ないリスクです。米国は、経済規模に占める個人消費の比率が実質GDPベースで71%を占める消費大国です。これまで、米国人は住宅価格の

値上がり分を担保にしてまで追加借入れを増やし、消費需要を創り出してきました。米国の消費需要が伸び悩んだ場合、米国以外の先進国や新興国では肩代わりはできないと考えられます。日欧とも景気は好調ですが、輸出と設備投資主導で景気が拡大しており、個人消費はそれほど伸びていません。労働分配率の傾向的な低下で、雇用者所得が増えないためです。高成長が続く中国においても、個人消費の比率はGDPの36%程度を占めるに過ぎず、他の新興国でも50%前後です。新興国の経済成長も企業の設備投資と輸出で支えられ、最終的には米国の消費者が新興国の製品を輸入し消費することで世界経済は成長してきました。

このため、サブプライムローンの影響で米国の消費が減ると、他の先進国や新興国の輸出能力や生産能力に余剰が生じ、世界経済は過剰生産となります。米国経済の低迷が長期化すれば、工業製品価格の下落が始まり、世界は一転してデフレ懸念が高まることとなります。総じて新興国は、米国のような過剰消費・貯蓄不足国ではなく、消費が増えている以上に設備投資によって生産能力が増加する貯蓄超過国ですから、完全な米国の肩代わりは出来ないとみられます。

シートベルトを締めて、リスク許容度の低い慎重な投資方針で；前回もレポートしましたように、米国ではサブプライムローン問題は住宅産業を直撃しています。また金融機関による住宅ローン融資にブレーキがかかり、住宅着工件数がピーク時に比べて半減し、中古住宅価格は下落が続いています。新築・中古住宅とも、平常時の在庫水準は月間販売戸数の4ヵ月分程度でしたが、ここにきて新築住宅で9.3ヵ月、中古住宅は10.3ヵ月（いずれも07年11月時点）に急増しており、先行き更なる住宅価格の下落が予想されます。また、金融面でも、サブプライムローン関連資産の損失が増加することにより、金融機関の財務体質が悪化し、企業向けや個人向けの貸し出し能力が低下しています。住宅価格の下落が止まるまで、サブプライムローン問題が持つデフレ圧力が止まないものと考えられます。

サブプライム問題の深刻化に伴い、米国のみならずサブプライムローン関連資産の損失を抱える欧州金融機関の資金貸し出し態度も慎重になっているとみられます。米国に続き欧州の景況感も徐々に悪化しています（図表 - 4）。米国実質GDPは昨年4-6月期に前期比年率3.8%増、7-9月期に同4.9%増と高水準でしたが、10-12月期は1%台に低下し、少なくとも今年前半は低い伸びが続くとみられます。また、前述しましたように、サブプライム関連資産を抱えた大手金融機関の不良資産処理も、いまだ解決策が見出されていません。サブプライムローンに絡む不良資産の処理動向いかんでは、デフレ圧力が長期化する懸念もあります。また米国経済が前期比マイナス成長に陥るといふ景気後退リスクも強まりましょう。従って、今後は慎重に米国経済の先行きを見守る必要があります。投資家は、年初からシートベルトを締めて、サブプライム問題に伴う更なる乱気流の発生に備えながら、信用リスクに対し慎重な姿勢で臨まざるを得ない状況が続くと考えます。

【図表-1】

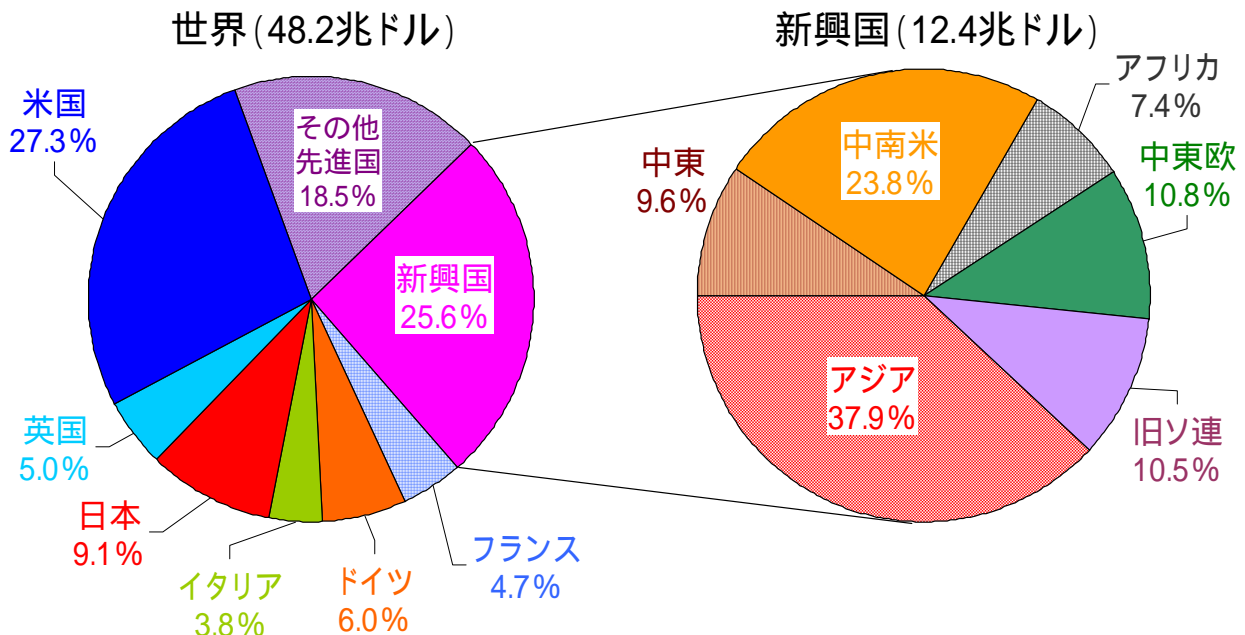
日米の過去の信用危機時における損失額と対応策

	米国S & L・商業銀行危機	日本の不良債権問題
(対象)	米貯蓄貸付組合、米商業銀行	金融機関全般
処理期間	80年代後半～90年代前半	92年以降
背景	金融自由化によるコスト増加、不動産融資・LBO・発展途上国融資等の焦付き、経営・管理体制の甘さ	80年代後半の金融機関の積極融資と企業の過剰投資、不動産バブルの崩壊で金融機関の不動産担保融資が回収不能、不良債権の過小評価や処理の先延ばし
金融危機の状況	商業銀行の累積破綻数(84-92年)は1453行(84年末比破綻率10%)、貯蓄金融機関は1137機関(同33%)	実質債務超過により複数の大手金融機関が破綻、大手銀行に公的資本注入
損失額	4810億ドル(約53兆円)	全国銀行の不良債権処分損97.8兆円
名目GDP比	8%	20%
対応策	整理信託公社(RTC)<89年設立、95年解散>による清算、公的資金1526億ドル(約17.6兆円)投入、実質ゼロ金利(公定歩合:3%<92年7月-94年4月>がインフレ率を下回る)	金融機能再生法および早期健全化法成立(98年10月)、公的資金46.8兆円投入(うち資本注入12兆円)、ゼロ金利政策(99年2月-00年8月)、量的緩和政策(01年3月-06年3月)
経済状況	90年7月から91年3月にかけて景気後退、不動産市況低迷(S&P/ケース・シラー指数は90年代前半下落基調)	91年2月から93年10月にかけて景気後退、企業のバランスシート調整、貸し渋りによる長期景気低迷、地価の長期下落(公示地価は92年以降15年にわたり下落)

出所) 各種資料より当社経済調査部作成

【図表-2】

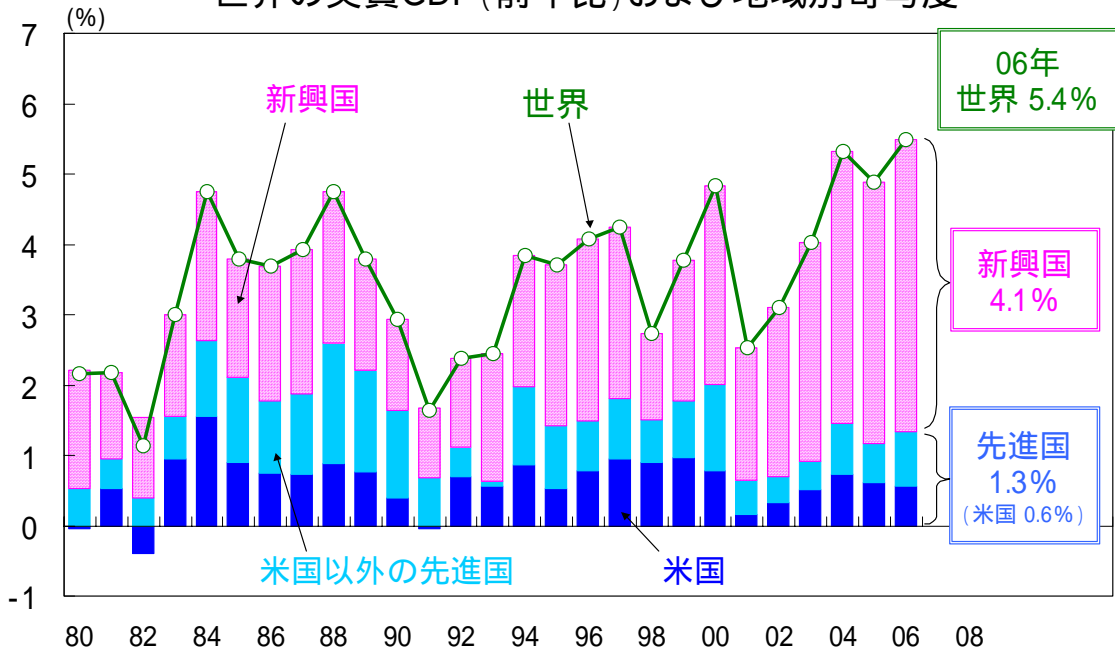
世界全体の名目GDP(2006年)



出所) IMF World Economic Outlook (07年10月)

【図表-3】

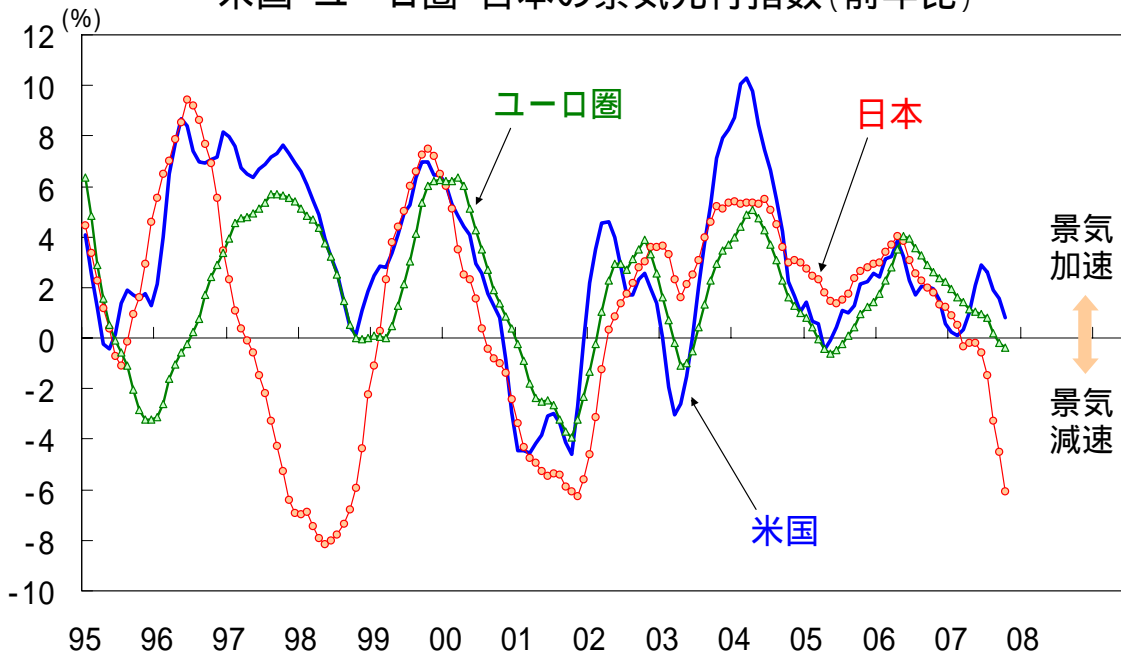
世界の実質GDP(前年比)および地域別寄与度



出所) IMF World Economic Outlook (07年10月)

【図表-4】

米国・ユーロ圏・日本の景気先行指数(前年比)



注) 直近は07年10月。

出所) OECD

本資料についてご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意下さい。
 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
 ○本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の執筆者の見解です。なお、国際投信投資顧問が設定・適用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。