

【経済観測】 金融危機と世界同時不況下の 日本経済を展望する

増田 貴司

東レ経営研究所 産業経済調査部長

チーフエコノミスト

TEL : 047-350-6191

E-Mail : Takashi_Masuda@tbr.toray.co.jp

<ポイント>

日本の景気の現状は後退色が強まっており、内外需とも推進力不在である。世界景気の持ち直しによる輸出の復調が今後の回復のきっかけになる。したがって、世界経済がこの先どの程度悪化し、いつ持ち直すかが、景気予測の最大の焦点となる。

日本の景気が後退局面入りしたのは、サブプライム問題のせいではない。交易条件の大幅な悪化に見舞われた企業が設備投資にブレーキをかけたことが主因である。

企業部門は悪化方向にあるが、通常の景気後退期に比べて財務体質は健全である。また、設備、雇用の過剰感はほとんどなく、調整のマグマはそれほどたまっていない。早めの生産調整のおかげで在庫積み上がりも軽微である。今後の世界経済減速という逆風に対する一定の耐久力を日本企業は備えている。

「100年に1度の金融危機」の影響により、これから世界同時不況の到来が避けられない見通したが、問題はそれがどの程度深刻なものになるかである。標準的な世界の成長鈍化シナリオを前提とすれば、日本経済は08年度、09年度と2年連続でゼロ%近傍の成長にとどまろう。日本の景気回復時期は2010年にずれ込み、その後の回復ペースも緩慢になる。

日本の経験からして、今回の米国におけるバブル崩壊後のバランスシート調整は長引き、景気下押し圧力が今後数年は続くだろう。ただ、この間にも景気の循環的な緩やかな回復は訪れよう。

今回の金融危機は1930年型の大恐慌にはならないと予想される。中長期的な影響としては、FRBへの信頼感の揺らぎによるドル下落圧力に注意が必要である。

日本企業としては、世界同時不況の到来を前提に、守りの経営姿勢に転じるのは当然だが、この「冬の時代」に次の好況期のための備えをしておくべきであろう。重点的な研究開発の推進、海外市場の開拓、M&Aの活用などにより、将来に向けての強みの構築を進めることが望まれる。

はじめに - 浮き足立たず、景気点検を

本稿の趣旨は日本の景気観測であるが、今、世界経済は未曾有の金融危機に襲われている。2008年9月の米証券リーマン・ブラザーズ破綻以降、金融恐慌を思わせるような異常な緊張が世界の市場を覆い、世界同時株安が進行し、先行き不透明感や悲観論が強まっている。

国際通貨基金（IMF）が「1930年代以降で最も深刻な金融危機」と認め、グリーンズパン前FRB議長が「100年に1度の信用収縮の津波」と語る事態が起こり、10月には各国当局が金融危機封じ込めのために金融機関への公的資金注入などの対策を矢継ぎ早に打ち出したが、今だに世界の金融混乱が沈静化したとは言えない状況が続いている。

世界の株価の時価総額は、2007年10月の63兆ドル強から2008年10月下旬には約31兆ドルに減り、32兆ドル（約3,200兆円）もの富が株価下落により消失した（国際取引所連盟〔WFE〕の集計ベース）。日本の株式市場（東証1部）の時価総額も2007年夏の約570兆円から2008年10月24日には約262兆円に減り、300兆円以上の富が吹き飛んだ計算だ。

「世界の金融市場に暴風雨が吹き荒れ、世界同時不況の足音が迫っているのに、悠長に日本の景気指標の分析などしても無意味」と考える読者もいるかもしれないが、これは間違いだ。

確かに、足元はパニック的な金融市場の混乱に浮き足立ち、実体経済の動きに目が行きにくくなっている。しかし、危機はいずれ収まる。そうなれば、必ず実体経済の足腰の強さが問われるようになり、それが日本の今後の景気の足取りを決める。

今こそ日本の実体経済の置かれた情勢を正確に把握し、虚心坦懐に注意深く情勢を分析し、不確実性の高い将来に備えることが重要と考える。

現状認識

まずは、日本の現在の景気の姿をコンパクトに描写することから始めよう。

日本の景気の現状は、企業部門を中心に後退色が強まっており、内需、外需とも推進力を失った状態である。

日本の実体経済は、過去の景気後退期と比べるとそれほど悪くなく、国内要因でどんどん落ち込む状況ではないが、一方で自律的に回復する力もなく、先行きも低空飛行が見込まれる。

景気回復のきっかけとしては、米国および世界の景気が持ち直し、輸出が復調することで外需主導の回復を果たすことを期待するしかなく、世界経済の好転を心待ちにしている状態だった。

そんな他力本願的な状況下で、今年9月以降、米国発の金融危機が一気に深刻化し、世界の金融市場はマヒし、世界的に景気減速懸念が強まった。頼みにしていた米国はじめ世界経済の早期回復というシナリオが崩れ、逆に世界同時不況の懸念が高まった結果、当面、日本の景気回復が展望できなくなった。

緊急経済対策の意味

世界的な金融危機と株価暴落で景気悪化懸念が強まったことを受けて、政府は緊急経済対策を発動している。まず、福田前政権下の今年8月29日に決定した「安心実現のための緊急総合対策」に加えて、麻生首相は、10月30日、総事業規模約27兆円（実質的な財政支出となる「真水」は約5兆円）の追加経済対策を決定した。追加対策は「生活対策」と銘打ち、家計支援のための定額給付金（総額2兆円）、住宅ローン減税の拡充、中小企業向け融資枠拡大、

新エネ・省エネ投資優遇策、金融市場安定化策、地方の活性化支援策などが盛り込まれている。

欧米が金融危機封じ込めのため、なりふりかまわぬ政策を打ち出している中で、日本も金融システム維持に向けて協調策をとるのは当然である。また、金融危機の影響により景気のさらなる下振れが懸念される中で、一定の景気対策を実施することはもちろん必要である。

しかし、今回の金融危機の火元は米欧の金融市場にあり、火元と関係のない所に財政資金をばらまいても、火事は鎮火しない。定額給付金や住宅ローン減税は、一時的な景気押し上げ効果はいくらか見込めるが、需要の先食いに過ぎず、持続的な成長にはつながらない。また、もともと海外経済の回復待ちである日本の景気を回復軌道に乗せる効果などは望むべくもない。

今回の日本の景気対策は、金融危機と世界不況による国内景気への悪影響を緩和するためのものであり、それ以上の役割や効果はないことに注意したい。

日本の景気は世界経済次第

以上が、日本経済の置かれた情勢の正確な要約である。ここから次のことが言える。今、日本の景気を予測することは、次の2点を予測することに等しい。

世界経済がこの先どの程度減速し、いつ持ち直すか（世界経済予測）

当面の世界経済減速の影響で日本の内需がどの程度落ち込むか（世界減速に対する内需の抵抗力）

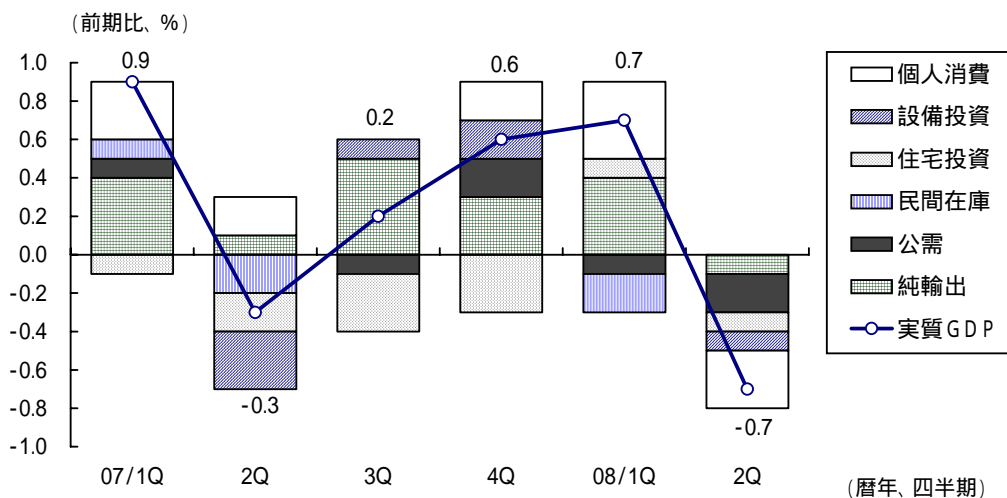
つまり、日本の景気の行方はほとんど世界経済の行方次第と言える。

日本の景気減速の理由はサブプライムではなかった

そうではあるが、現在の日本経済が今後訪れる世界経済減速のショックに対する耐久力をどれだけ備えているかを考察する意味で、今回の日本の景気減速の姿と特徴を点検しておくことは極めて重要である。

今回景気が悪くなったのは、サブプライム問題による世界経済減速のせいだと考えている人が多いが、これは事実と反する。経済指標によれば、今回、日本の景気が減速し始めたのは2007年度上期で、その中身は設備投資と住宅投資の減速である（図表1）。サブプライム問題深刻化の影響は、その後に出てきた要因である。

図表1 最近の実質GDP成長率と項目別寄与度(四半期別)



(注)：数字は実質GDP成長率
・2008年4～6月期GDP2次速報(08.9.12発表)ベース
出所：内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

設備投資（GDP ベース）は、2007 年度、輸出環境や企業収益がそれほど悪化していないうちから急ブレーキがかかり、2007 年度の伸び率は前年度比 0.1%と微減にまで失速した。

鈍化はしても増加すると思われていた設備投資が失速した理由は次の通りである。2003 年度から 2006 年度まで企業がかなり高い伸びの設備投資を続けたため、資本ストックの規模が積み上がっていた。その水準は、日本経済が中期的に 2%前後の成長を続けるという成長期待のもとでは決して過大な規模ではなかったが、もし先行き経済成長が鈍化するとすれば、設備投資をこのペースで増やすと、将来の過剰設備につながる恐れがある。このような判断から、まだ設備過剰感が全くなく、しかも新興国向け中心に輸出が堅調を維持している状況下でありながら、外部環境の不確実性の高まりを意識して、企業が早めに慎重姿勢に転じ、設備投資の上積みにブレーキをかけたと考えられる。

一方、住宅投資の落ち込みについては、2007 年夏の改正建築基準法施行の影響が主因である。しかし、その少し前から販売に対して在庫が積み上がり気味であったことや、法改正ショックがなくなった後も住宅着工が元の水準に戻らなかったことから判断すれば、2006 年までの住宅ブームの行き過ぎの調整という側面もあったと言える。

ただ、住宅投資が日本の GDP に占めるウエイトは 3.2%（2007 年度）と小さいほか、法改正要因の影響が収まり、この項目が景気全体を攪乱することはなくなったため、以下では住宅投資については割愛し、設備投資の動きの方を注目する。

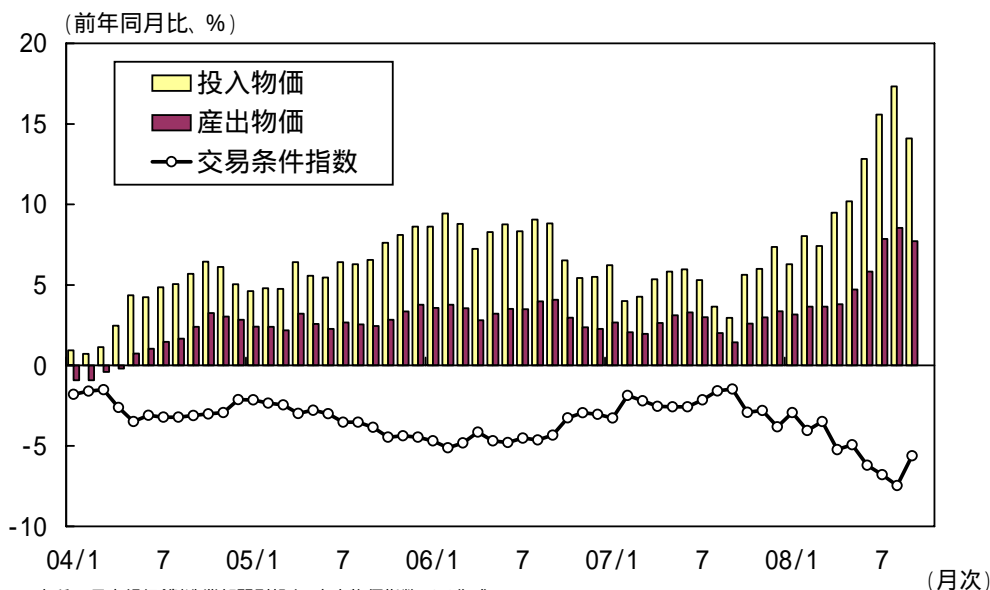
上述のように、2007 年度の景気減速は、日本経済が過熱状態に至ったり、世界経済の減速で外需が落ち込んだりする前に、企業が慎重化してブレーキを踏んだことにより起こったものである。

交易条件の悪化で設備投資にブレーキ

今回、国内外の需要が落ち込む前の 2007 年度から企業が設備投資を慎重化させた背景には、交易条件の悪化がある。

交易条件とは、自国の財貨 1 単位で外国から購入できる財貨の数量を示す指標で、「輸出物価 / 輸入物価」と定義される。

図表2 製造業の交易条件指数と投入物価・産出物価の推移



最近（2008年7月まで）は、原油価格など商品価格の高騰により、海外から輸入するものの値段が大幅に上がる一方で、海外に売るものの値段は国際競争の激化や円高による円手取り額の減少により下がったため、日本経済全体としての採算である交易条件が大幅に悪化していたのである。内閣府の試算によれば、2000年からの交易条件悪化による2007年の交易損失は約21兆円に達し、GDPの3.7%に相当する額の所得が海外に流出したことになる。

日銀が発表している交易条件指数によれば、2008年入り後も8月までは悪化を続けた。しかし、足元では原油価格が下落に転じたことを受けて交易条件が改善している¹（図表2）。

交易条件悪化による海外への流出所得は資源国への支払いとなり、最終的には日本の企業が家計が負担しなければならない。この負担増が企業の設備投資にブレーキをかけたのである。

今回の景気後退局面入りの特徴

従来、日本の景気では、「慎重になっていたが、思ったより需要は強い」と皆が認識した時に景気が良くなり、「積極的に振舞っていたが、思ったより実は需要は弱かった」と分かった時に景気後退が起こるのが通常のパターンだった。

ところが、今回の景気後退局面入りは少し様子が違っている。「思ったより需要は弱かった」と思い知らされるような需要面のショックが起こっていないのに、企業が生産や設備投資にブレーキをかけ始め、景気が悪化した。

確かに、サブプライム問題発生に伴う米国の景気減速の影響で、日本の米国向け輸出は減少していたが、新興国などその他地域向けの輸出は増えており、輸出全体としては増加基調を維持していた（数量ベース）。

前述したとおり、今回の景気後退局面入りの最大の原因は原材料価格上昇による交易条件の悪化だったわけで、これは特異なケースである。

通常の景気悪化の場合は、需要が生産を下回るため、在庫が積み上がり、在庫調整のための減産を強いられる。減産すれば設備が余るので、設備投資の調整が起こり、それでも済まない時は雇用調整へと進展する。

今回の場合、この調整の動きが現時点ではあまり見られない。経済全体としては在庫はほとんど積み上がっていないし、設備も人も余っていない。

企業部門は後退色が鮮明だが調整のマグマは小さい

日銀短観（2008年9月調査）では、確かに企業部門で景気悪化が進んでいることが確認された。業況判断が悪化したほか、経常利益でも大企業・製造業が10%超の2桁減益を見込んでいる。リーマン破綻以降の米国発金融危機の深まりが織り込まれていないことを考えれば、足元のマインドはさらに悪化しており、業績の下方修正は避けられないだろう。

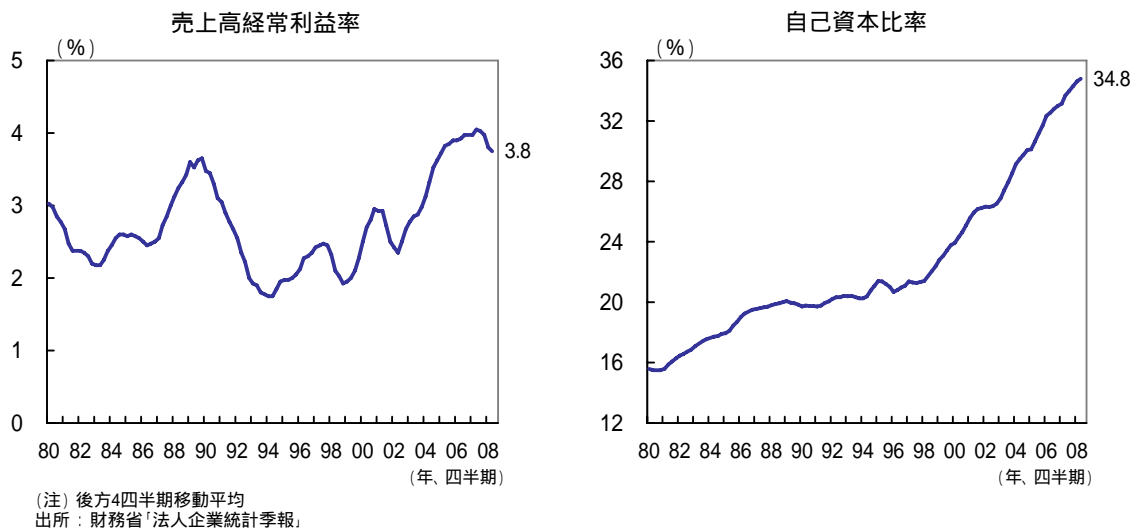
しかし、企業部門が方向として悪化傾向であるのは間違いないが、通常の景気後退期に比べてその財務体質ははるかに健全である。

図表3に示すように、企業の売上高経常利益率は3.8%と高水準である。これは、売上高が減少しても過去の不況よりも高い経常利益が確保できる体質にあることを意味する。

また、自己資本比率は34.8%と過去最高水準に高まっている。これは、利益が赤字に転落しても債務超過になるまでには大きな余裕があることを示している。

¹ 日銀の交易条件指数は、産出物価指数を投入物価指数で割って算出している。

図表3 日本企業の財務体質は健全化が進展



欧米企業は借入金を増やしてレバレッジをかけてROE(自己資本利益率)を高める経営をしていたため、今回の金融危機で打撃を受けたが、借入金を抑制して自己資本比率を高めながら利益率向上を図ってきた日本企業は、金融危機に対して抵抗力を持っている。

さらに、景気後退期でありながら、過剰な設備や雇用がほとんどない。さすがに、日銀短観(08年9月調査)では、生産の弱まりを背景に、設備にわずかに過剰感が出たほか、雇用の不足感も徐々に薄れてきたことが確認されたが、それでも現時点での設備、雇用の過剰感は極めて低いレベルであり、調整のマグマはほとんどたまっていないと言ってよい。

原油価格下落による交易条件改善はプラス材料

今回の景気後退局面入りの原因である資源価格高騰による交易条件悪化という要因は、2008年7月以降、原油価格が下落に転じたことで、先行きは好転する。

この点は、既に08年9月調査の日銀短観でも、仕入れ価格の下落(6~7期ぶりのこと)や一部素材業種の業況判断改善などが確認できる。最近の原油や資源価格動向からみて、今後も当面この傾向が続くとみられ、交易条件改善が収益にプラスに効いてくることが予想される。

早めの生産調整のおかげで在庫積み上がりも軽微

企業の出荷と在庫の動向をみると、大きな在庫調整を迫られるような状況ではない。通常の景気後退初期のように、戦略的に意図して積み上げた在庫が見込み違いで意図せざる過剰在庫になり、大幅な在庫調整を強いられるといった負のマグマはたまっていない。

図表4左を一見すると、足元で在庫はじりじりと積み上がり、出荷・在庫バランスも悪化しており、いいところがないように見える。しかし、このグラフは、「内需・外需の減少を背景に、足元でこれだけ出荷が急減していながら、その割には在庫の積み上がり方が軽微である。これは企業が早めの生産調整に動いていることが功を奏した結果である」と読み取るべきである。

今は在庫調整圧力があまりなくても、これから需要の低迷を受けて在庫が積み上がり、大きな在庫調整が必要になるのではと心配する向きが多い。確かにその懸念はあるが、景気後退初期の現段階で通常見られる在庫調整圧力があまりないことは、今後の暴風雨を乗り切る上でか

なりのアドバンテージと言えよう。

IT部門の在庫循環もそれほど悪くない

08年9月調査の日銀短観では、電気機械セクターの業況判断は、機敏な生産調整を続けていることを反映して足元は悪化したが、先行きは小幅ながら改善予想となっている。

次に、IT部門（電子部品・デバイス）の出荷と在庫のバランスを見ると（図表4右）、2008年入り後は出荷が急激に落ち込む中であっても、速やかな生産調整が行われた結果、足元の在庫の伸びはほぼ横ばいにとどまっている（7～8月はむしろ在庫の伸びが落ちている）。

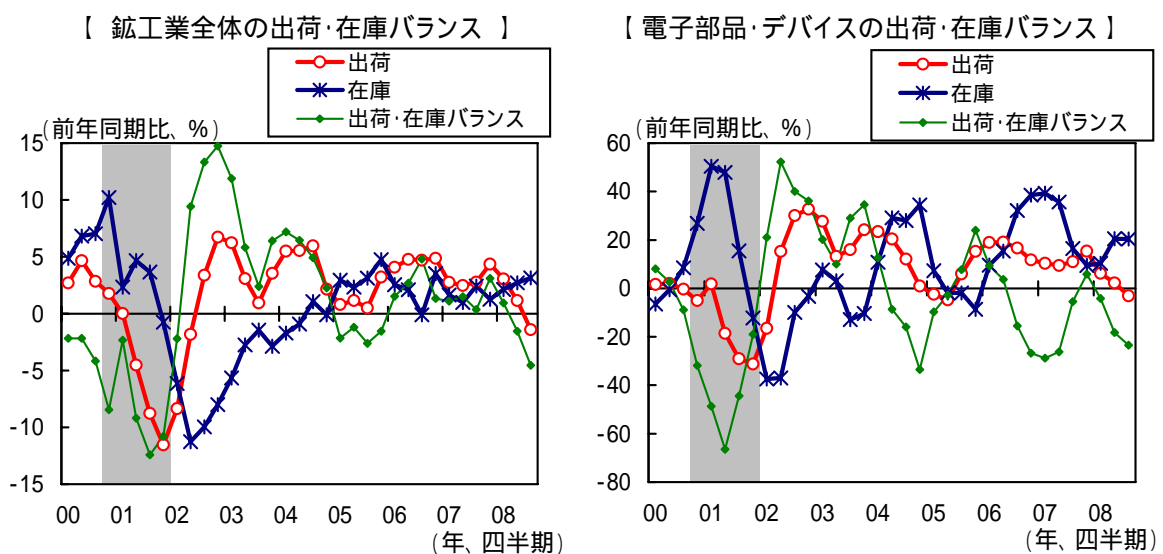
最終需要の弱さはこの先も続くとみられるため、今後も一段の生産調整が必要になるだろうが、少なくとも足元で在庫調整に一定の進展が見られることはプラス材料である。現在のIT部門の在庫の積み上がり方（前年比）は、2001年のITバブル崩壊時はもとより、2004年や2006年末と比べても緩やかなペースであることが分かる。

このようにIT部門で在庫調整圧力があまりないことは、今後、金融危機の影響による需要減という荒波を越えて行くに当たり、耐久力、持久力があることを意味する。

筆者がなぜIT部門に注目するかと言えば、IT部門の生産は鉱工業生産全体の動きをリードする傾向があるからである。IT部門が軽微な調整で持ちこたえれば、企業の生産全体も深刻な落ち込みが避けられる可能性が高い。この意味で、足元でIT部門の出荷・在庫バランスがあまり悪くないことはプラス材料と言える。

もっとも、金融危機の影響でクレジットカードの与信枠が圧縮されるなど逆風が吹く中、米欧のデジタル家電やパソコン市場では減速感が強まっており、今後のIT部門の需要環境に暗雲が垂れ込めていることは確かである。クリスマス商戦の動向が目先の重要な注目点となるだろう。

図表4 出荷・在庫バランスの推移



(注)・出荷・在庫バランスは、「出荷(前年同期比) - 在庫(前年同期比)」。
・シャドーは景気後退期。現局面はまだ認定されていないため、シャドーがかかっているが、07年10～12月期または08年1～3月期以降、景気後退期に入っていると見られる。
出所：経済産業省「鉱工業指数」より作成

2008 年度、2009 年度の日本経済見通し

今後の企業（製造業）部門では、2008 年後半以降の原油価格の下落による交易条件の改善がプラス要因として効いてくる。2009 年度には、仕入コストの上昇に歯止めがかかる一方で、わずかではあっても販売価格の引き上げが実現することで、限界的な利益率の改善が見込まれる。

これまで見てきたように、企業の財務体質の健全さ、設備・雇用・在庫の調整圧力の小ささ、原油下落による交易条件好転などの点から、日本企業は総じて今後の世界経済減速という逆風に対する一定の耐久力を備えていると言える。

しかし、「100 年に 1 度の金融危機」の影響が実体経済に現われつつあり、これから世界同時不況の到来が避けられない見通しである。となれば、日本経済予測の最大の焦点は、この先世界経済がどの程度悪化し、いつ持ち直すかという点に絞られる。

弊社（東レ経営研究所）の日本経済見通し（2008 年 9 月時点）では、日本経済は内外需とも推進力を失った状態が続き、2008 年度の実質 GDP 成長率は 0.6%と 2007 年度実績（1.6%）から大きく減速すると予想している。2009 年度後半には緩やかに回復に向かい、2009 年度の実質 GDP 成長率は 1.0%を見込んでいる。

ただし、上記予測はリーマン・ショック以降の金融危機の展開を織り込んでいない。前提となる世界経済見通しが明確に下振れしたため、大幅な下方修正が必要である。

世界経済見通しを考えるポイントは次項以下で述べるが、世界全体の成長率が 2007 年実績の 5.0%から 2008 年は 3.7%、2009 年は 2.2%に低下するという標準的なシナリオ（2008 年 11 月 6 日発表の IMF 予測）を前提とすれば、日本経済は 2008 年度、2009 年度と 2 年連続でゼロ%近傍の成長にとどまるだろう。日本の景気回復時期は 2010 年にずれ込み、その後の回復ペースも緩慢になることが予想される（東レ経営研究所では、今後 11 月 20 日前後および 12 月 12 日前後に改訂日本経済見通しを発表する予定ですので、ウェブサイト²でご参照ください）。

世界経済見通しは金融危機と実体経済の二段構えで

それでは、現在の日本経済見通しの最大の鍵となる世界経済の行方に話を移そう。

まず、米国発の金融危機の深刻化を織り込んで、IMF が 2008 年 11 月 6 日に発表した世界経済見通しを図表 5 に示した。2008 年 7 月時点の見通しと比べると、世界全体の成長率は 2008 年が 0.4 ポイント、2009 年は 1.7 ポイント下方修正されている³。

ただ、IMF は、金融市場の緊張が強いまま推移する、信用収縮がさらに深刻化し長引く、米国の住宅価格下落が深く長くなる等の事態が起こった場合は、成長率がこの予測より大幅に下振れするリスクがあることを指摘している。

今後の世界経済を見通す上で重要なことは、米国発の金融危機による世界の金融システム不安がいつ収まるかという問題と、住宅・株式など資産価格下落と金融収縮の影響で各国の実体経済がどの程度悪化するかという問題、の 2 つに分けて考える必要があることである。

の金融危機は、各国当局の思い切った対策の発動等により、市場の不安の連鎖が止まれば収まる問題であり、1 年も 2 年も続くものではない。ただし、対策が不十分な場合は、いったん沈静化した金融危機が時をおいて再燃する可能性がある。

² URL : http://www.tbr.co.jp/research/economy/inv_a002.html

³ 同見通しにおける日本の 2008 年の成長率の下方修正幅が米欧より大きいことを悲観視する見方が多いが、これは日本の企業が予想より早めに自律的にブレーキを踏んだ結果と考えるべきであろう。2009 年の成長率は日本もマイナスながら、日米欧先進国の中では日本が最もマイナス幅が小さいとしている点は、「日本の実体経済が比較的健全で、調整圧力があまりなく、不況耐久力がある」という本稿の指摘と整合的である。

図表5 IMFによる世界経済見通し(実質GDP成長率)

(単位:%)

	2006年	2007年	2008年予測		2009年予測	
			08年7月時点	08年7月時点	08年7月時点	08年7月時点
米国	2.8	2.0	1.4	1.3	-0.7	0.8
日本	2.4	2.1	0.5	1.5	-0.2	1.5
ユーロ圏	2.8	2.6	1.2	1.7	-0.5	1.2
ドイツ	3.0	2.5	1.7	2.0	-0.8	1.0
フランス	2.2	2.2	0.8	1.6	-0.5	1.4
英国	2.8	3.0	0.8	1.8	-1.3	1.7
アジアNIES	5.6	5.6	3.9	4.2	2.1	4.3
アジア途上国	9.9	10.0	8.3	8.4	7.1	8.4
中国	11.6	11.9	9.7	9.7	8.5	9.8
世界全体	5.1	5.0	3.7	4.1	2.2	3.9

(注) 2008年11月6日発表の改定見通し。

出所: IMF 「World Economic Outlook」

一方、 の実体経済への影響は、これから押し寄せてくるものである。米国サブプライムローン問題の影響による景気減速は2007年から生じていたとはいえ、2008年4~6月期までの米国経済はまだ底堅かった。金融危機の影響は同年7~9月期以降現れるが、それは一挙に押し寄せるのではなく、今後数年にわたり企業の投資や家計の消費を抑制する要因として働き続けることが予想される。

ただし、 と は完全に分けられるものではない。金融収縮が実体経済の収縮を加速する循環に入ってしまうと、金融機関に新たな不良資産が発生するため、危機が増幅しかねない。この意味で、早急な金融危機の沈静化が望まれる。

もはやサブプライム問題の域を超えた危機

周知のとおり、今回の米国発の金融危機はサブプライムローン問題に端を発したものである。しかし、今や事態は、サブプライムローンとは直接関係のないローンや金融商品における広範な不良債権問題、金融機関の資本不足問題、相互不信による銀行間の資金取引のマヒ、システムミック・リスク⁴懸念へと発展している。もはやサブプライムの域を超えた問題へと発展してきている。

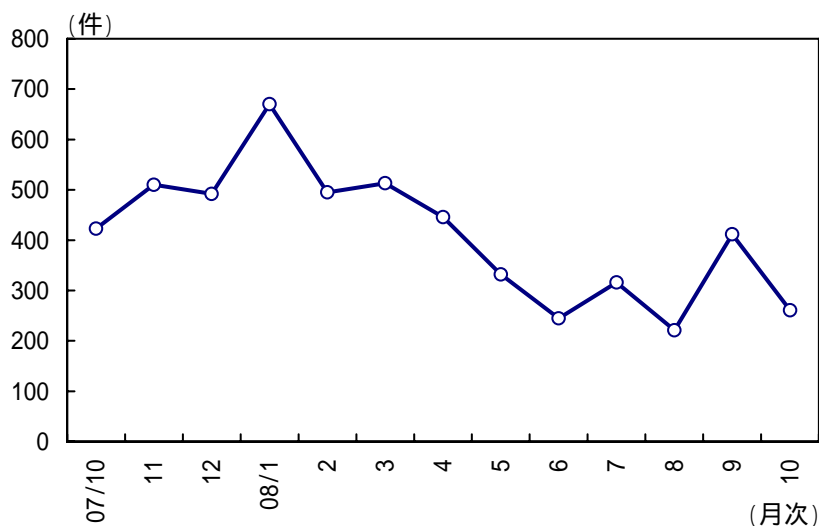
このことは、新聞等の報道の仕方からも確認できる。今回の金融危機について、新聞各紙は従来、サブプライムローンという言葉を使って(「信用力の低い個人向け住宅融資」とカッコ書きの注釈を付けて)報じてきた。しかし、最近では金融危機の深まりとともに、新聞各紙でサブプライムという用語が登場する頻度はむしろ減少傾向にある(図表6)。

米国発の金融危機を見る視点 ~日本の経験から言えること

筆者は、かつて日本の金融機関(日債銀)の調査部門に在籍し、バブル崩壊後の日本の不良債権問題と金融危機の様子を破綻銀行の当事者として目の当たりにするとともに、その実体経済への影響をエコノミストとして観察、分析してきた。

⁴ 1つの銀行や証券会社の支払不能等や、特定の金融市場または決済システムの機能不全が、他の金融機関、他の市場、または金融システム全体に連鎖的に広がるリスクのこと。

図表6 「サブプライム問題」という言葉の新聞登場頻度



(注) ・日経、読売、朝日、産経、毎日の5紙の合計。
 ・「サブプライム(ローン)問題」、「サブプライム危機」の合計を集計。
 出所：日経テレコン21により作成

その経験から、筆者が実感をもって言えることは、次の5点である。

金融機関への公的資金投入はなかなか国民（有権者）の理解が得られない

金融危機封じ込めのためとはいえ、「金融機関の経営失敗のツケをなぜ国民の血税で払うのか」「バブルに踊って儲けた銀行をなぜ税金で助けるのか」という批判が根強く、それが国民全体の利益になることはなかなか理解されない。したがって、たとえ政策当局や有識者が素早く公的資金を入れることが最善の処方箋と分かっているにもかかわらず、多くの人が自分の生活が脅かされる不安を感じるような破滅的な事態に陥るまでは、政治的理由からそれを発動できない。

今回の場合、金融システムの危機が起こってからの米国政府やFRBの対応は、90年代の日本に比べてはるかに迅速で的確だった⁵といえるが、公的資金注入ではやはりもたついた⁶。それでも、10月10日に世界の株価が大暴落して世界中に危機感が広がったおかげで、米国も欧州と足並みを揃える形で金融機関への公的資金の資本注入を表明した。しかし、今後も、公的資金を注入する先や金額（用意された2,500億ドルの枠で足りるのか等）や方法をめぐって、紆余曲折が予想される。

不良資産の最終処理を迫るプレッシャーが重要

資本注入をすれば金融システムが健全化するというわけではない。債務超過の銀行に資本注入すれば、かつての日本と同様、問題が長引くだけである。

また、不良資産を買い取る制度と受け皿をつくっても、民間の自助努力に任せる方法では、不良債権の処理が進まず、金融危機は収まらない。破綻が表面化することを恐れ、不良資産の売却という最終処理が先送りされてしまうためだ。

⁵ それにもかかわらず、問題が収束しないのは、グローバル化や証券化、信用デリバティブ（派生商品）取引の拡大などを背景に、発生した問題の規模が当時の日本の金融危機よりはるかに大きいと同時に、危機が広がるスピードもはるかに速いためと考えられる。

⁶ 2008年9月29日、米下院での金融安定化法案が予想外に否決されたことが、「金融恐慌」的状況の引き金を引いた。

日本では1999年、銀行の不良資産を買い取る機関として「整理回収機構」がつけられたが、当初はあまり機能しなかった。不良債権処理が進展したのは、2002年に竹中平蔵・金融担当相が、銀行の資産査定を厳格化し、最終処理を行うようプレッシャーをかけてからである。

この点からすれば、欧米の金融システム健全化への道のりはまだ遠い。今は銀行の損失がどこまで膨らみ、必要な資本増強額がいくらなのかが見えない段階であり、金融不安脱出の出口にたどり着くには、今後、銀行の資産査定がなされ、銀行が保有する証券化商品の最終処分を促す当局のコミットメント発動が必要と思われる。これが出た時が、金融不安の払拭と住宅価格底打ちの時期になる可能性が高いと筆者は予想している。

資産デフレと実体経済悪化の相互悪循環で問題は長期化する

景気が悪化して倒産や延滞が増えると、今まで健全資産だったものまで不良資産に転じ、処理すべき不良資産額が増え、必要な公的資金の額が増大する。不動産の売り圧力も収まらず、資産デフレが一段と進む。

このような資産デフレと実体経済悪化の相互悪循環が始まると、不良債権問題と金融不安は長期化せざるをえない。そして、米欧ではこの悪循環が既に始まっている。

バブル崩壊後のバランスシート調整は尾を引く

バブル崩壊で過剰債務を抱え、バランスシートの痛んだ企業は、借金返済によるバランスシートの健全化を最優先で取り組む。痛い目にあった企業は、いくら利下げをしても、投資減税をしても、借金をして投資することはないし、キャッシュフローが増えても、債務返済に回るため、設備投資には回りにくい。一方、個人でも一度「借金地獄」を経験した人は、もう借金はしたからなくなる。

このように、バブル崩壊後は、企業と個人がバランスシート調整を行うことで景気に下方圧力がかかるが、この現象は一過性ではなく、何年も尾を引くものである。

日本に「失われた10年」をもたらしたメカニズムはこれであり、今回住宅バブル崩壊を経験した米国や欧州でも、バランスシート調整による景気下押し圧力が、今後少なくとも数年は続くことを覚悟すべきだろう。

「失われた10年」に陥っても、循環的な景気拡大はやってくる

金融危機が長引き、金融システム不安が払拭できない状況下で、景気の悪化が続くと、「今回は歴史的な長期不況であり、バブル崩壊の傷が癒えるまでは景気が良くなることはない」といった悲観論が優勢になるものだ。

しかし、日本の経験が教えるのは、厳しいバランスシート調整が続いている最中でも、景気循環はなくなり、緩慢な景気回復はやってくるということだ。日本では、地価が下げ続ける中で、1993年10月から循環的な景気拡大に転じるなど、「失われた10年」と称される時期にも二度の景気拡大局面（「実感なき回復」ではあったが・・・）が訪れた事実がある。

今回の米国でも、「住宅価格が底を打たない限り、景気回復はない」という論調が恐らく出てくるだろうが、この見方は裏切られる可能性が高い。住宅価格が下げ止まらない限り、サブプライム問題や不良債権問題の本質的な出口は見えてこないことは確かだが、景気の循環的な緩やかな回復は、これより早く起こっても不思議ではない。

2008年中に金融危機の封じ込めが成功し、その再燃がなければ、米国の実体経済のリセッションは1年程度で終わり、早ければ2009年10～12月期には米国景気が持ち直す可能性があるだろう。

そして、米国景気の循環的な持ち直しを受けて、2010年以降、日本の景気が回復に転じる可能性が高い。

金融危機が世界の实体经济に与える影響

金融危機の实体经济への影響としては、まず、バランスシートに傷を負った金融機関の貸し渋り（信用収縮）によって、企業の設備投資も家計の消費も抑制される。

また、米国では、サブプライム危機を受けて、向こう数年は従来のように債務に依存して消費や投資を拡大してきた家計や企業の行動が慎重化しよう。前述した日本の教訓により、たとえ金融危機が収まって、住宅など不動産の所有者である米国民は、この先数年は従来のような活発な消費はしないだろう⁷。

同じく住宅バブルが崩壊した英国、オランダなどの欧州諸国でも、消費と投資の伸びは鈍化するだろう。

中国も、これまでのような輸出の伸びが期待できなくなり、成長率が低下しよう。ロシアなど資源国も、世界経済が低成長に移行し、資源価格の上昇に歯止めがかかることで、成長率が鈍化しよう。

以上のように、金融機関、企業、家計いずれもがバランスシート調整を進めることが、世界経済を下押しすることになるが、今回の成長率の低下要因はこれだけでない。米国金融の象徴だった投資銀行のビジネスモデルが行き詰ったことの影響も無視できない。欧米の金融機関がビジネスモデルを見直し、投資銀行業務を縮小し、商業銀行に回帰することは、世界経済の成長を低下させる要因となる。ハイリスク分野に資金を供給することに貢献してきた投資銀行がなくなれば、ベンチャー企業や新興国企業にマネーが回りにくくなることが予想される。

世界全体の成長率が低下する過程で、各国が政治的な困難に直面することも懸念される。たとえば中国では、成長率の鈍化に直面して、格差問題や民族問題などの政治リスクが高まることが予想される。

世界経済の牽引役としてのアジアの地位は不変

米経済が失速しても、中国、インドなど新興国が高成長を維持するから、世界経済全体への影響は限定的という「デカップリング論」は消し飛んでしまった。グローバル化した経済において完全なデカップリングなどありえず、焦点はどれほど影響を受けるかという程度の問題と言える。

米欧の金融危機を受けて、アジア各国・地域の中央銀行は、景気下支えのため、相次いで緊急利下げに踏み切っているが、信用収縮により資金が目詰まりを起こしている状況下では、利下げをしてもカネの巡りはよくなり、景気刺激効果は小さいとみられる。

しかし、1997年のアジア通貨危機当時と比べて、今のアジア諸国は市場の混乱に対して潤沢な外貨準備を積み上げるなどして備えており、抵抗力がある。

当面、先進国同様、新興国の成長率にも低下圧力がかかるとはいえ、新しい中産階級が台頭してくるアジアが世界の経済成長を牽引する構図が崩れることはないと考えられる。

⁷ 「ITバブル」のような株式のバブル崩壊の場合よりも、住宅バブルのような不動産バブル崩壊の場合の方が、経済が被る後遺症はより長期化し、かつ深刻であるとの分析がある（IMF「世界経済報告」2003年4月）

1930 年型の大恐慌にはならない

このように、「1930 年代以降で最も深刻な金融危機」により、世界景気が同時減速し、世界同時不況的な状況になることは避けられないが、一方で今回は世界経済が 1930 年代の大恐慌のような深刻な不況に陥ることはないと考えられる。

その理由は、第一に、今回は過去の金融危機の教訓から導き出された危機対応のコンティンジェンシープラン（緊急避難措置および計画）が確立している。この点で、特にパブル崩壊後の日本の経験は人類にとって貴重な共有財産（経験知）となっている。

第二に、かつてない世界各国政府・中央銀行の政策協調体制が実現している。2008 年 10 月の G7 前後から、各国がそろって公的資金注入などの金融危機対応策を打ち出したほか、金融政策面で協調利下げを行うとともに、実体経済悪化を食い止める財政政策でも足並みをそろえるなど、従来ない異例のスクラムが組まれている⁸。

大統領退陣直前のブッシュ政権に貸しをつくっても無駄との判断から、各国の米国発金融危機対応への動きが鈍くなることを懸念する向きもあったが、危機の連鎖防止のために、米政権末期であっても、各国の政策協調という点で一定の成果を見た。米国の新政権が発足する 2009 年 1 月以降は、金融危機対策での世界規模の緊密な協調体制が一層生まれやすくなると考えられる。

以上 2 点は、いずれも 1930 年代の大恐慌と大きく違っている点である。

さらに、もう 1 点追加すれば、震源地である米国のプラグマティズム（実用主義）に筆者は期待している。米国がその強さの源泉とも言える「失敗から学び、簡単に態度を改めるプラグマティズム」を発揮して、大胆かつ柔軟な措置で難局を乗り切ってくれることを期待したい。

米金融危機が生んだドル下落圧力に要注意

今回の金融危機の中長期的な影響として、FRB への信頼感が揺らいだことが挙げられる。

中央銀行としての FRB のバランスシートにおいて負債であるドル紙幣の裏付けになる資産は通常、米国債だが、今回の危機対応で金融支援をしたために、FRB の保有する資産の中で米国債の比率が減り、信用力の劣る金融商品（民間債務）が増えている。

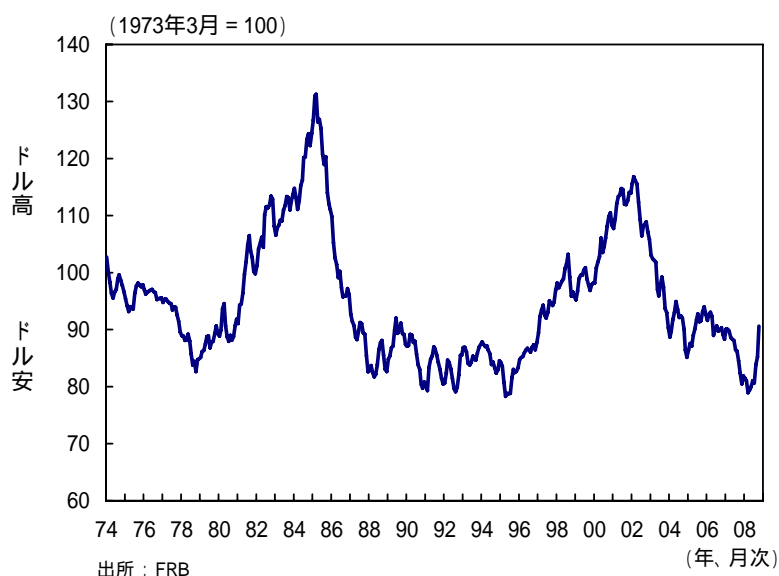
こうした FRB の資産劣化は、ドル不安につながり、投資家のドル依存構造からの脱却の動きを中長期的に促すことで、ドル下落圧力となる。

ドルの主要通貨に対する相対的な実力を示す実効為替レートの動きを見ると、足元はドル下落にやや歯止めがかかっている（図表 7）。これは、金融危機を受けて、投資家が新興国への投資を引き上げたり、借金返済のためのドルを確保するためのドル買いが膨らんでいるため、一時的な動きと考えられる。

金融市場の混乱が一服すれば、FRB への信認低下という要因が材料視され、ドルが円やユーロ、その他通貨に対しても下落傾向となる可能性がある点に注意したい。企業も家計も、今後のドル安進行への備えが必要であろう。

⁸ 2008 年 11 月 20 日には、主要 8 カ国（G8）に中国、インドなどの新興国を加えた 20 カ国・地域（G20）による、世界的な金融不安への対応策を協議する緊急首脳会合（G20 金融サミット）の初会合が開催される。

図表7 米ドルの実質実効為替レートの推移



企業はどう動くべきか ~ M&Aの好機

世界同時不況の到来となれば、企業が守りの姿勢に転換するのは当然だ。しかし、一方で、不況の時こそ、成長に向けた戦略が重要になってくると言えよう。

幸い、前述したとおり、日本企業の現状は、過去の景気後退期に比べると、まだ体力や余裕がある。また、日本の金融機関のバランスシートは欧米に比べると健全であるため、金融環境も欧米よりはましである。

これは、迫り来る世界同時不況という冬の時代へ向けての耐久力を、日本企業は相対的に備えていることを意味する。この厳しい時期に、次の好況期のための備えをしておくことが大切である。

世界全体の成長率低下を前提に、日本企業は守りの経営姿勢に転じることになるが、危機に狼狽してリストラ一辺倒に走るのは得策でないと思われる。世界経済の動向に細心の注意を払いつつも、グローバル競争下での自社の戦略を見定め、重点的な研究開発の推進や海外市場の開拓などにより、将来に向けての強みの構築を進めることが望まれる。

特に、世界の金融危機による株価下落は、M&A にとってはチャンスと言える。さらに、金融危機の余波で円高が進んだことで、日本企業は国際的な投資競争において優位な地位を手にした。現に、ファーストリテイリングをはじめ、「今は M&A を仕掛ける好機」ととらえている企業は少なくない。日本企業による外国企業の M&A 金額は、2008 年 1~9 月、前年同期の 3.5 倍の 6 兆円超にのぼっている。

財務体力の相対的な優位性や円高を追い風に、M&A を活用した競争力強化を図る企業が今後増えることが予想される。

日本にとってのチャンスにできるか

日本は他の先進国に比べるとサブプライム危機の傷は浅く、相対的に健全な金融システムと健全な金融資産を抱えているほか、優れたモノやサービスをつくって世界の人々に貢献できる技術力を持っている。金融面で深い痛手をこうむった欧米との違いを正しく認識し、浮き足立

たないことが大切である。

日本には、「金融は本来、経済の潤滑油であり、持続成長と産業の発展を支えるべきもの」という価値観がある。米国流の金融資本主義が行き詰まった今は、日本流の健全な金融資本主義を世界にアピールしていくチャンスと考えられる⁹。

米国発の金融危機が起きたことで、行き過ぎた「時価会計主義」の弊害が認識されるとともに、企業経営では90年代以降の「ROA至上主義」への反省が生じてこよう。経営者が毎期ROAを上げることばかり追求していたら、資本をじっくり熟成させ、10年後に利益をとるという経営が実践できないという認識が深まり、ROAさえ上げれば株価が上がるという相関は、今後徐々に薄まるかもしれない。ROA一辺倒でない、優良企業の新しい指標が模索される時代が到来する可能性がある。

「カネをどう効率的に回して増やすか」に終始する経営ではなく、「貴重な資源をいかに効率的に活用して価値を生み出すか」が問われるようになるとすれば、これは日本企業にとってチャンスと言えよう。

他国には真似のできない日本のものづくりの価値や素晴らしさを世界に伝え、「よいものをつかって世界中の人に提供できる強さ」、「世界の重要問題の解決に役立つ技術や製品を提供できる強さ」が市場で正当に評価されるようアピールしていくことが望まれる。

注意すべきは、「それ見たことか」と市場原理主義や拝金主義を批判したり、「やっぱり日本流のものづくりが最高」と言って現状を正当化したりしているだけでは、展望は開けないことだ。日本のものづくりの価値や強さを世界や市場に伝え、説明し、認めさせる努力をしていくことが望まれる。あわせて、金融を本来の仕組みに引き戻す国際社会のルールや制度づくりに日本が積極的に参加していくべきであろう。

(ご注意)

- ・当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、東レ経営研究所はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承ください。
- ・当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。当資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものといたします。

⁹ 米経済学者のジョゼフ・スティグリッツ・コロンビア大教授は、「日本は米国の極端な自由市場主義イデオロギーを支持せずに発展してきた点で、ほかの国々に代案を提示できる」と述べている(出所:日本経済新聞 2008年10月30日)。