

金融市場の混乱が高まっている。毎日のように米金融機関の破綻懸念や当局の救済、公的資本注入と目まぐるしく動き、市場参加者も、ニュースが多すぎてやや消化不良な状況である。

足下の米国の状況は、大手金融機関が相次ぎ破綻し救済されるという意味では 97-98 年の日本に似ている。だが株式の動きを比較するとむしろ 90 年代前半の日本に酷似している (図 1)。これはファンダメンタルズで考えてみると不動産バブルが弾け地価が下落に転じたことが原因である為であろう。その後日本が失われた 10 年に陥り株価が長期低迷局面に入ったことからするとグラフの足下までの軌跡の一致には不気味な感は否めない。

今後、米市場が過去の日本株のように変わってしまわないためには、足下加速している米政府の積極的な財政対応が鍵であろう。市場参加者の多くも、恐らく同様の思いでいると思われる。このため、GSE 救済や不良債権買取機構の設立等ニュースが出るたびに、公的資金投入か? と一喜一憂してしまう。ただし、ニュースのヘッドラインのみかけは派手で市場の期待を高めるものであるが、その後中身を良く見てみると、米納税者の負担増への反発を意識するあまり、実際の財政資金投入が現時点では少額であったり、実効性と言う観点では不十分なものが多い。例えば、GSE への公的資本投入についても、2000 億ドルの資本投入枠は確保しているものの実際の投入金額は 20 億ドルとなっており今後必要があれば増額するというスタンスである。これは、最終的な損失を米国の納税者が負担する為の国民的合意が無いため、どうしても実弾投入は小出しにせざるを得ないという事情があるからである。このように財政対応については、ニュースに振られることなく、その中身・実際の規模をよく吟味する必要がある。

そこで中身を吟味するためにひとつの尺度で考えたい。日本の不良債権処理の例で考えると、最終的に 02 年~03 年の所謂竹中プランによる公的資金注入により片がついたようにみえるが、100 兆円を超える不良債権

に対しそれまでの 10 年間に公的資金投入や景気対策で同額程度の財政投入を行ってきた結果として問題が解決したといえよう。シンプルに考えると、民間部門の損失を公的部門が同額穴埋めして初めて解決をみたいということであろう。つまり、金融損失をどの程度財政資金なり海外資金等の国内民間部門以外の資金が穴埋めできているかが政策対応の評価のひとつの尺度と考えられる。この際、注意したいのは、穴埋め資金は真水 (実際の財政資金投入) であり、金額枠では無いということである。

足下の状況をみると (図 2 左)、サブプライム問題が表面化した昨年の後半以降今年の半ばまで金融機関は約 5000 億ドルの損失を計上している。一方で、これに対する穴埋めとしては、政府による減税 1500 億ドルに SWF 等の海外勢の増資を加えても 2000 億ドル強に留まる。約 3000 億ドル (米 GDP の 2.5% 程度) の穴が開いた状況であり、これでは景気下押し圧力が強い状況と言える。一方、今後に目を移してみると (図 2 右)、この夏場に成立した住宅市場救済法案や GSE 救済法案、さらに新大統領候補が掲げている減税を総額すると約 6000 億ドルの財政支出が期待される。また本稿執筆時点では詳しい状況は未だ不明だが、民間部門の不良債権問題に対する新たな支援策も検討され始めている。IMF の推計によると米国の金融問題による不良債権総額は 1 兆ドルに上るとみられ今後未だ 4-5000 億ドルの不良債権が発生する見込みであるが、6000 億ドル規模の財政出動があれば十分に穴埋め可能である。ただし、ここで注意したいのは、現在話題に上っている政策はすべて、現政権、現議会で決まっている話であり、前述の GSE 救済の例のように実際の実弾が満額支出されるかどうかは不透明である。次期政権が国民負担増の批判を乗り越えて実行できるかどうかは鍵を握っているといえよう。政策対応については、ヘッドラインニュースに一喜一憂せず、その実効性を慎重に吟味して評価する必要がある。

(2008 年 9 月 19 日 記)

図1

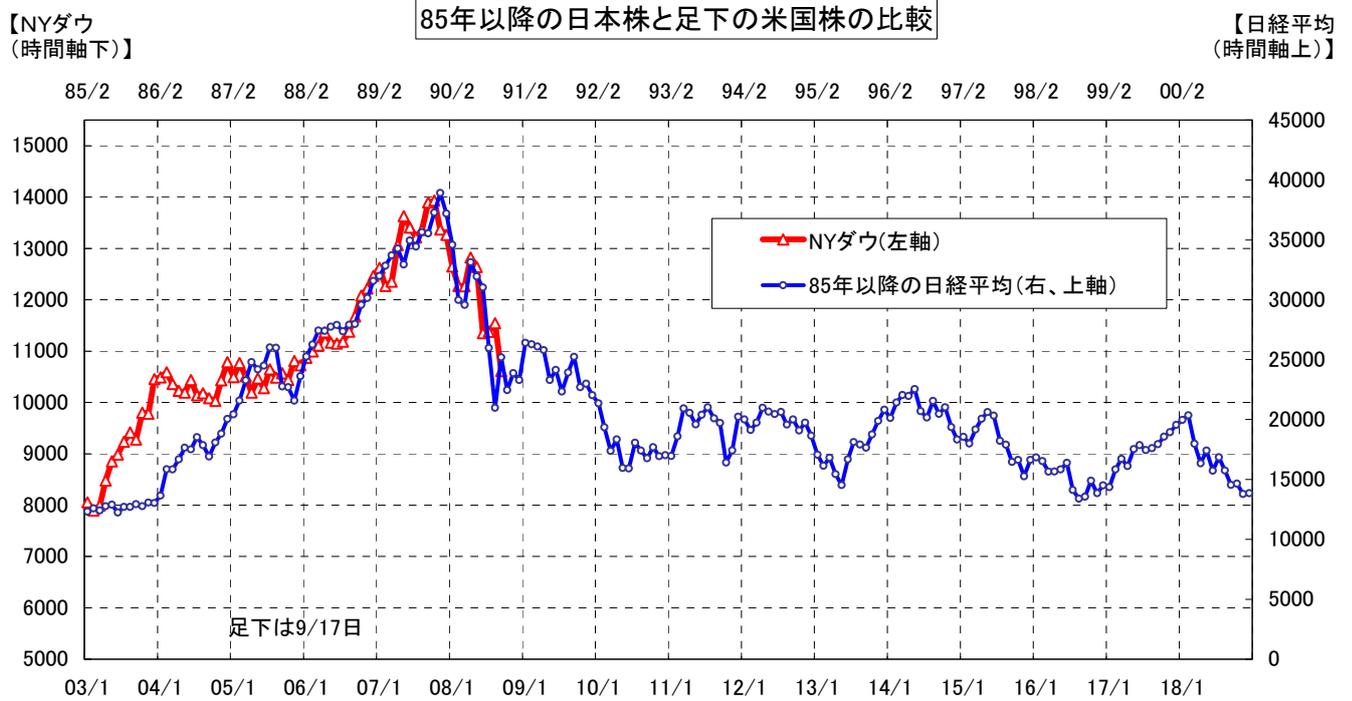
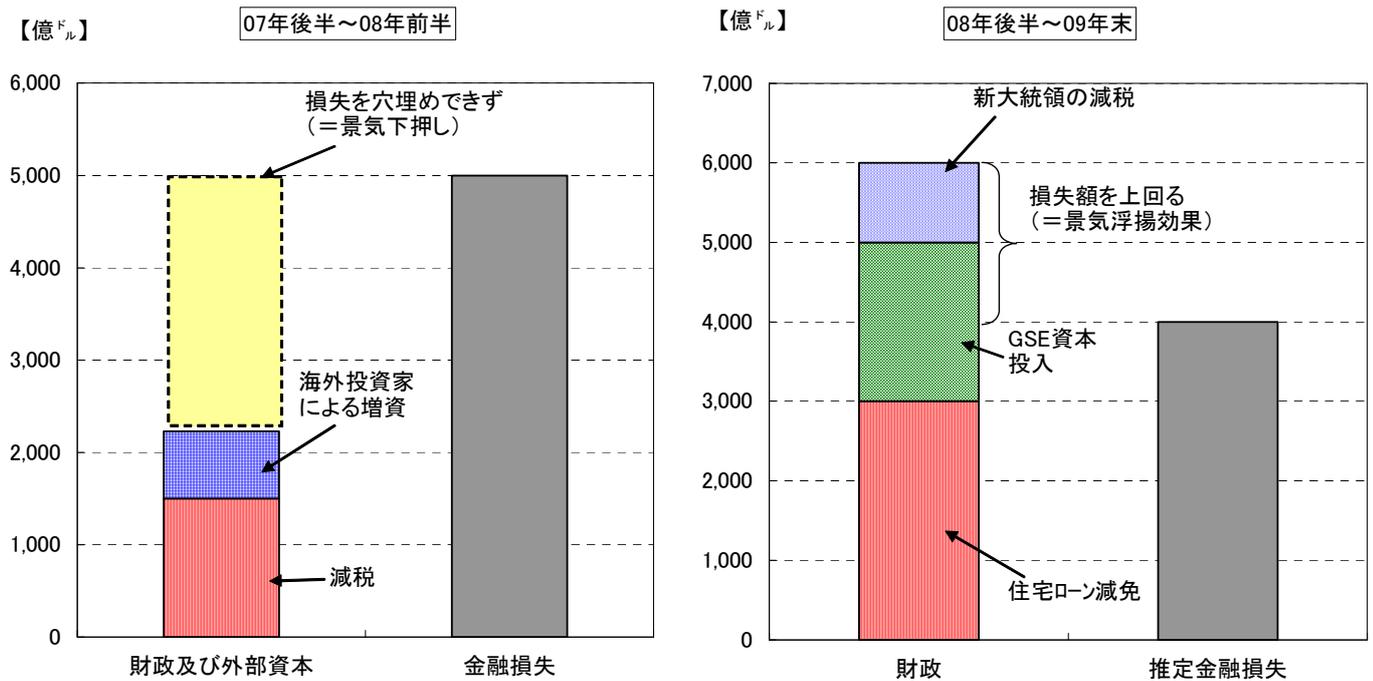


図2 民間部門金融損失と財政・外部資金投入額



出所: Bloomberg、各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）