

金融バブル崩壊(ニューヨーク証券取引所) Bloomberg

(06年2月・竹中、前田)は次のサイトを参照。http://www3.keizaireport.com/jump.cfm/?ReportID=39448/

「住宅市場以外の実体経済、雇用、所得は堅調だから、景気後退(リセッション)にはならない」という強気論が昨年秋頃まではあったが、その最後の拠り所は年初には崩れた。08年は米国経済のリセッションの年となるだろう(通常は2四半期続けて実質GDP成長率が前期比でマイナスになるとリセッションと判断される)。

1月の金利の大幅引き下げや、個人所得税の還付と企業の加速度的償却拡大による総額約1600億ドルの景気刺激策は、その効果が表れるまでのタイムラグを勘案すると、年後半の景気回復効果はもたらずが、前半の落ち込みを回避するには間に合わない。

ではない。サブプライムローンの延滞、債務不履行の増加は、06年初には米国の住宅不動産業界の専門家筋には十分予想されていたことにはすぎない。例えば、米国の不動産調査機関 First American Real Estate Solutionsは06年1月8日、「住宅ローンの返済額調整・噂と現実」と題する調査報告書を発表している。その報告書で業界の総損失見込み額は約1100億ドル(11兆円)と試算していた。当時、銀行のワシントン事務所長だった筆者は、この分析・報告を06年2月に「ワシントン情報」で詳しく紹介し、銀行サイトでも公表した(注1)。

(注1) Christopher L. Cagan, "Mortgage Payment Reset: The Rumor and the Reality" 2006. 01. 08. 同レポートを紹介した「ワシントン情報」米国の住宅ローン債務破綻予備軍

金融危機は投資家にとって千載一遇のチャンス

今回の危機は米国がその優位を標榜していた金融・投資ビジネスモデルの根幹で生じたこと、米国の景気減速が少なくとも07年までは世界経済の成長鈍化に直結しなかったこと、などを背景に米国経済や基軸通

貨下ルの凋落を語る議論も盛んである。

もちろん、歴史上のいかなる帝国も未来永劫ではあり得ない。米国の覇権にもいつか終焉の時はあるだろう。しかし、その時までにはこれからの幾度も中期・長期の山と谷がある。そうした時間軸で考えるならば、金融危機とは、その渦中にいない投資家にとっては、優良な資産を割安に買える千載一遇の機会であること、日本の投資家も真剣に考えてみるべきだろう。

1997年から02年までの日本の不良債権危機の時代に、米国のエコノミストは日本没落論を唱え、格付け会社は日本国債の格付けまでダウングレードし、米国政府は日本政府の政策対応の鈍さを叱咤した。ところが、そうした「日本はもうダメだ論」一色の状況の中で、米系投資ファンドは日本の不良債権や破綻銀行を安く買い、他国の金融危機は千載一遇の投資機会であることを実証していた。したたかと言うしかない。

03年の春になっても、「3月危機」の到来を予言する言説の横行で日本の投資家心理は萎縮していた。ところが、米系投資家はよりそな銀行が国有化されたのを契機に割安となっていた日本株の大量買込に転じた。私は「コンスピラシー説」は信用しないが、投資家行動の彼我の差は歴然

としている。真剣に投資や事業を考えるならば、今は日本人が「米国没落論」に溜飲を下げている時ではない。

サブプライム危機からの米国経済の底打ち・反転のタイミングを正確に予想することは誰にもできないが、終わりのない景気後退はあり得ない。1〜2年辛抱する気構えのある投資家には、08年は米国の資産株や不動産を割安で買う絶好のチャンスになるだろう。そういう視点でサブプライム危機をフォローする代表的な指標(インターネットで一般に公開されているもの)に限定してを紹介しよう。

米国住宅不況の底打ちを判断する3つの指標

図1は「モーゲージ・バンク協会(Mortgage Bankers Association) MBSA」が発表する住宅ローンの延滞率(支払い遅延・不履行)である。債務者の支払い延滞ローンの総額に占める比率を表示しており、07年12月時点でまだ上昇カーブを描いている。延滞率が頭打ちにならなければ、危機は時を越えない。

図2は住宅着工件数(商務省)と差し押さえ件数(商務省)の推移である。差し押さえ件数は延滞発生に遅行して増加するので、まだ増加が予

想される。住宅着工件数は06年の第1四半期をピークに半減した。このまま前年比20%程度のペースで減少が続けば、08年半ばには年90万戸の水準となる。これは91年の不動産不況時の水準である。それ以降の米国の人口の増加も勘案すれば、その水準前後で底打ちするかもしれない。

図3は全米の主要な都市部の住宅価格をカバーしているS&Pケース・シラー住宅価格指数である。07年12月時点で、総合指標(コンポジット10)は前年比9・8%、06年の

ピーク比11・4%下落した。しかし、線形の近似値線で描いた趨勢的トレンドからは、まだ上方に乖離している。趨勢的トレンドに回帰するためには、更に下落が必要である。もちろん、上に行き過ぎた相場は調整過程の反動で下に行き過ぎる可能性もある。

まだ増える銀行と投資家の損失

サブプライム危機に関連した投資家や金融機関の損失額を集計するこ

とは、情報開示のばらつきなどのため容易ではない。2月5日付のスタンダード&プアーズの推計によると、昨下期のRMBIS(住宅ローン担保証券)、CDO(債務担保証券)、ABC(資産担保コモディティペーパー)、SIV(CDOやABSなどに投資する特別目的会社)を投資対象にした銀行、投資家、ヘッジファンドの損失累計は1300億ドル(13兆円)である(注2)。3月3日には米国財務省ロウリー次官補が講演で既存損失累積額は2000億

(注2) "Downgrades Of Bond Insurers Can Add To Subprime Woes For Banks", Standard & Poor's Rating Direct dated Feb. 05, 2008.

しかし、損失額はまだまだ増える。その理由は2つある。第1に、既に見たように主要指標のいずれもが住宅市場の実態面の悪化が現在進行形であることを示している。サブプライム問題に限定して考えるならば、総額約1・4兆ドルのサブプライムローンのうち、仮に30%が債務不履行となり、担保処分による回収率を50%と想定すると、損失総額は2100億ドル(21兆円)となる。これはロウリー次官補の言う既存累積額とほぼ同額だ。しかし、実体経済の景気後退で債務不履行はプライムローンやクレジットカード、自動車ローンなどでも増加する。既に事態はそうした方向に動き始めている。

第2に格付けのダウングレードの負の連鎖が起きていることが問題を厄介にしている。金融専門保証会社(モナライン)各社の財務内容の悪化と格付けのダウングレード、それに対応する自己資本補強策の成否が関心の焦点となっている。

S&Pによると主要モナライン5社の総保証額は2・5兆ドル(2500兆円)であり、うち1・5兆ドルが米

図1 住宅ローン延滞率推移

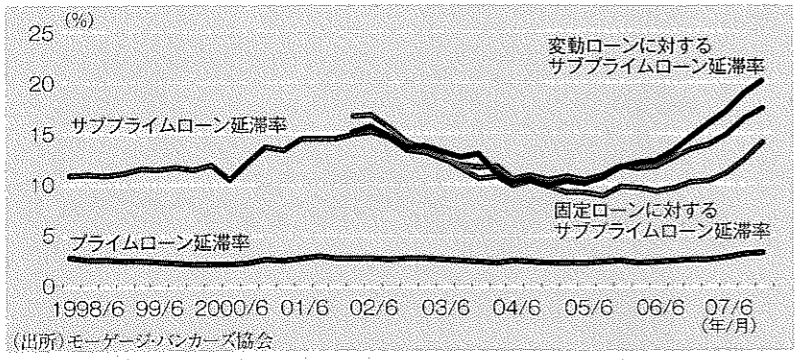


図2 住宅着工件数と差し押さえ件数推移

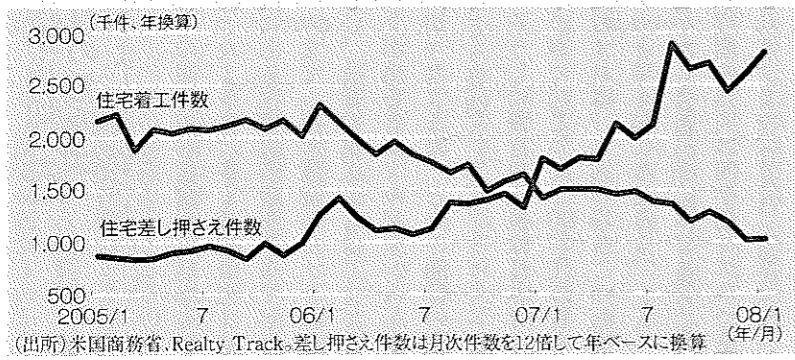


図3 S&Pケース・シラー住宅価格指数(2007年12月時点2000年=100)

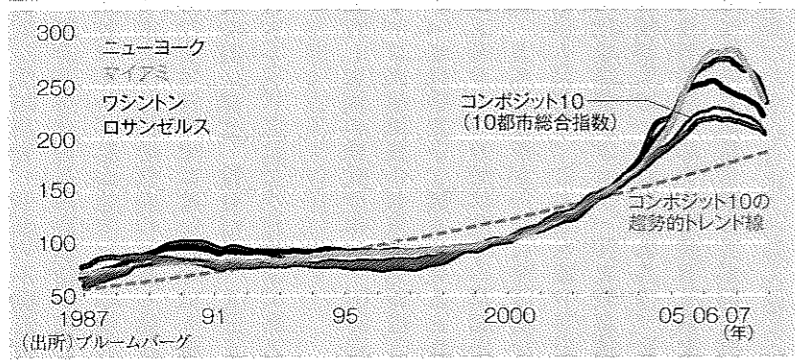
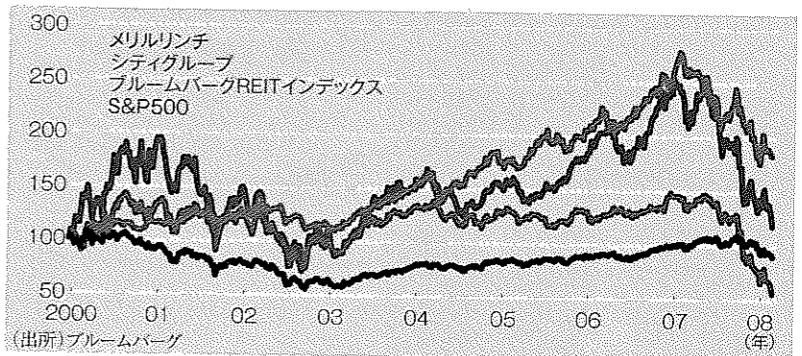


図4 米国の株とREIT指標推移(2000年初=100)



「損が出切った」 潮目の転換は 日本よりもずっと早い

日本の銀行の不良債権処理もそうであったように、多くの投資家は結果的にある程度過剰な引き当てが行われるまで「損が出切った」とは思わない。投資の視点からは「まだまだ損失が出そうだ」という潮目の転換をどう見切るかがポイントになる。そうした潮目の転換は日本では03年の春に起こった。90年代の日本に比較すれば、米国の場合この転換はずっと早く起こるだろう。

なぜなら日本の90年代と異なり、金融機関の損失は四半期ベースで更新される。また、CEOが解任され、新CEOは前任者の負の遺産を短期間で償却し、その後の業績回復を演出しようとする。ということは、損失処理が済み、実体経済が景気後退から回復局面に移行すれば、過剰引き当ての戻りから収益のかさ上げも生じ、株価も大きく反騰することが予想できる。

投資対象に何を選ぶか

危機と景気後退で割安になった米国の資産の購入を狙う場合、機関投資家や金融機関ならば米系金融機関

の買収、大口出資、個別の不動産投資、既存証券化商品の底値拾いなど選択肢は多い。しかし、一般の個人投資家には外国の個別の収益不動産への投資は簡単ではない。やはり流動性の高い株式、投資信託、REITなどを通じた投資が適当であろう。

ただし米国の株式全体は、01年のITバブル崩壊後の景気後退時ほど下がってはいない。図4に見るとおり、S&P500では昨年の高値から13・5%程度下がったにすぎない(3月7日現在)。これはS&P500の大企業群がグローバルな収益構造を構築しているためである。むしろ海外投資家の売りで大きく値を下げていく日本株全般の方が割安感強い。

また、REITはブルームバーグREIT指標で見ると昨年の高値から30%近くも下がり、直感的には割高感はかなり払拭されている。ただし、主要投資対象が商業用ビルか住宅かで個別のREITのバラッキは大きい。住宅系REITについてはまだしばらく慎重に考えた方がよいだろう。大きく値を下げたのはシテイヤメリリンチの株である。景気の回復が見えてきた時に最初に回復し始めるのはこれら大手金融グループの株かもしれない。日本の金融機関に比べれば、彼らの基礎的な収

益力は高く、損失計上が出尽くせば収益と株価の回復は急速に進むだろう。

ドル安が続く中での対米投資の妥当性は?

ドル・円相場の動向も対米投資の重要な要因だ。「ドルの凋落」などの見出しが経済誌や新聞に躍っている。しかし、こうした議論は過去30年以上にわたって繰り返されてきた議論である。金本位制に基づく戦後の国際通貨制度ブレトンウッズ体制は、71年にニクソン大統領のドルと金の交換停止宣言で終焉した。日本を含む主要先進諸国は73年から変動相場制に移行した。この時期にも日本や西ドイツの経済的な台頭と米国のベトナム戦争の失敗が重なり、「ドルの不信感」「米国の凋落」が大いに議論となった。ところが、80年代にかけて再構築された姿は金(ゴールド)の制約から解放されたペーパーマネー「ドル本位制」だった。更に70年代後半から後の経済・金融のグローバル化が進む重要な変革が行われた。国境を越えた資本移動の自由化である。この変革はこれ以前と以後で戦後の経済史を2分するほど重要なものだった。国際的な資本移動の自由化は各国が固定相場制を放棄して変動相場制に移行したことで可能となったことを理解してお

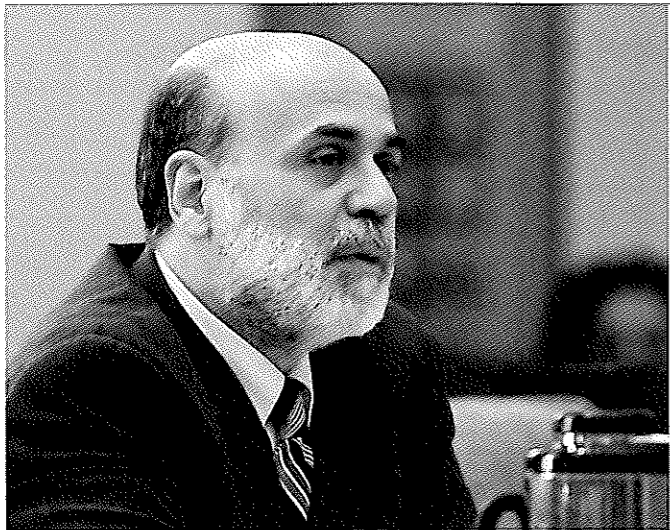
性には否応なしにコミットしている。

金融帝国として 再構築された

米国の時代は まだ始まったばかり

世界のマネーフローの中核を担う米国の構図のしたたかさを示す論拠を2点指摘しておこう。ひとつは米国の対外債務の持続可能性である。米国は86年に対外純債務国に転じた。その純債務は06年時点で2・5兆ドルに増え、その債務規模はGDPの20%近い。他の条件が同じならば、原理的に毎年生じる経常収支赤字の分だけ対外純債務が増えることになる。ところが00年から06年までの7年間の米国の累積経常収支赤字は約4・0兆ドルであるが、対外純債務はこの間1・74兆ドルしか増加していない。一体これはどういうマジックだろうか?

これは米国の対外債権から生じる所得と評価益が対外債務のそれを上回ることから生じている。89～06年の期間では対外債権と債務の間には4・3%の米国有利の総合利回り格差があり、02～06年ではこの格差は8・5%に拡大している。旧き左翼の論者ならば「これこそ米国金融帝国の世界に対する搾取の構図だ」と言うところだろう。しかし、この構



対応は遅すぎたか、バーナンキFRB議長

繰り返し再構築される 米国の覇権

80年代後半にも「米国の崩落・ドル凋落論」は甦った。米国の経常収支赤字が拡大し、グローバルな不均衡の調整のために行われた85年のプラザ合意は、ドル相場の下落誘導を行い、それに成功した。ところが、逆

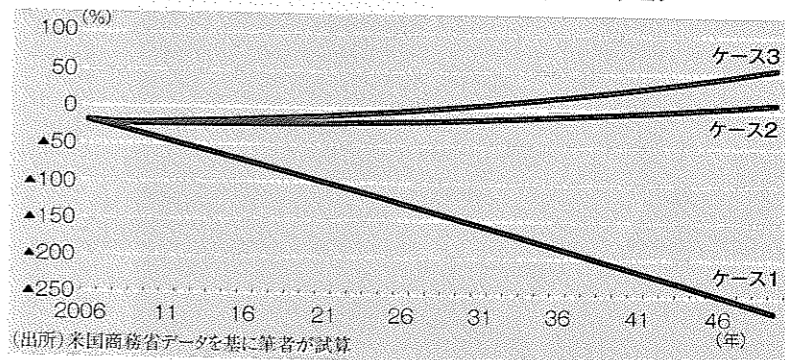
こう。実際70年代後半以降、日本を含めて世界的な資本移動の自由化と金利・金融の自由化が進み、国境を越えて移動する資本の規模は飛躍的な拡大を続けた。これが現代の経済・金融グローバル化の地となったのだ。

にドル相場の下落に歯止めがからなくなかった。しかも経常収支赤字の累積で80年代半ばに米国は対外純債権国から純債務国に転落し、87年のブラックマンデーでは米国の株急落が世界に波及し激震が走った。ところが90年代になると先進諸国間、特に米国と欧州の間での直接投資が双方で急増した。米国には経常収支赤字のファイナンスに必要な規模をはるかに超えて資本が流入する一方、米国からの対外直接投資、証券投資も急増した。この結果、経済全体のバランスシートで見ると米国は世界最大の債務国(06年時点で約16・3兆ドル)であると同時に、世界最大の対外債権国(同じく13・8兆ドル)となった。

要するに70年代後半の国際的な資本移動自由化によって用意された下地の上に、米国の金融・資本市場がグローバルなマネーフローの中核となり、金融帝国として米国の経済的覇権が再構築されたことになる。

問題は再構築された米国の覇権を支えるこの構造が危機に瀕し、今後10～20年という時間軸で見ると、崩壊に向かうのかど

図5 米国の対外純債務(対名目GDP比率)シミュレーション



(出所)米商務省データをもとに筆者が試算

維持されているわけではない。

米国有利の投資リターン格差は一般的には次の3点から生じると考えられている。①直接投資のリターン格差・米国の対外直接投資の履歴が欧州や日本に比べて長く、諸外国の対米直接投資よりも相対的に高いリターンを生んでいる。②ポートフォリオ構成の相違・米国の対外債権に占める株式の比率は高く、債券の比率は低い。反対に米国の対外債務では株式比率が低く、債券比率が高い。株式の長期のリターンはリスクプレ

それでも、米国の自国通貨の価値を安定的に維持するためには、経常収支赤字はピーク時06年のGDPの6.1%程度から3%前後に縮小する必要があることをシミュレーションは示唆している。それは果たして中期的に実現可能だろうか？ 実はその調整は既に07年から始まっている。

07年の経常収支赤字の対名目GDP比率は、06年の6.1%から5%台前半に縮小することが見込まれている。この改善傾向は当面継続する可能性が高い。紙面の制約で詳しい説明は省略せざるを得ないが、ドル相場下落と米国の経常収支変化の間には80年以降では平均2年のタイムラグがあり、過去2年程度の比較的緩やかなドル相場下落が続くだけで、2012年までに米国経常収支赤字の対GDP比率は3%近辺まで低下する可能性が高い。この程度の経常収支赤字の改善でも米国の対外純債務を長期的に対GDP比で持続可能なレベルにとどめ、もしかすると縮小させさせるに十分である。詳しくは国際通貨研究所ホームページ掲載の筆者論考をご参照いただきたい。(注3)。

(注3) 竹中正治、「縮小基調を辿る米国の経常収支赤字」、国際通貨研究所、国際通貨金融論考、07年12月25日、http://www.iima.or.jp/pdf/IER_2008/

ミアム分だけ債券より高くなる。③ドル相場の趨勢的な下落・対外債権の約50%は非ドル外貨建てである一方、対外債務の90%はドル建てであると推計される。従って、ドル相場下落は海外投資家の為替損を見合いに米国サイドの為替益を生む(ただし、投資リターン計測の基となっている米商務省の統計データに疑問を呈する最近の研究もあり、将来修正される可能性もある)。

米国有利の対外債権・債務の利回り格差が今後劇的に縮小してフラット化するならば、米国の経常収支赤字の継続は対外純債務の発散的な膨張により維持不能となる。この点を考えるために、06年を基点に簡単なシミュレーションをしてみたのが図5である。シミュレーションの想定は下表のとおりである。

シミュレーション結果は一目瞭然である。ケース1は対外債務が発散・膨張を続け、2021年にはGDPの100%に達する。これは「米国凋落コース」である。ケース2は経常収支赤字がGDP比率で3%に縮小するという緩やかな改善にとどまり、対外債権・債務の総合利回り格

日本の投資立国の潜在的な可能性の大きさに目覚めよう

no2_2008.pdf

対GDP比で巨額な対外債権・債務を有し、その間に2%程度の自国有利の総合投資利回りがあるだけで、どれほど大きな富が生み出されることか。このことの重大性を日本人は投資家としても国家戦略としても意識すべきであろう。日本の対外GDP債権残高は558兆円とGDPの約1.1倍、対外純債権残高は215兆円と世界最大である(06年時点)。

その結果、07年の所得収支は16.3兆円の赤字で、増え続けている。所得収支はGDPには含まれないが、国民所得の一部であり、年間16.3兆円の所得規模は一大産業部門に匹敵する規模といえる。1%の対外投資リターンの向上が年間5.6兆円もの所得を生み出すのだ。日本が製造業の強さを維持しつつ、同時にグローバルな投資立国としての能力を発揮するハイブリッドな姿に変貌できれば、少子高齢化ベシズムなど吹き飛ばしてしまうような豊かさを実現できるだろう。そのことに投資家も政府もそろそろ目覚めてもよい頃ではなからうか。

シミュレーションの想定

- 米国の名目GDP成長率5.0%
=実質成長率3.0%+インフレ率2.0%
- 次年度の対外債権
=当年度の対外債権×(1+対外債権総合利回り+ドル相場変動要因)
- 次年度の対外債務
=当年度の対外債務×(1+対外債務総合利回り)-当年度の経常収支(除く所得収支)(赤字はマイナス値)
- 対外債権に占める非ドル建て比率50%、ドル建て比率50%
- 対外債務に占めるドル建て比率100%

ケース1

- 経常収支赤字は名目GDPの6%が継続
- 対外債権と債務の総合運用利回りは6%でフラットになる
- 名目ドル相場は年平均2.0%で下落

ケース2

- 経常収支赤字の名目GDP赤字は2007年5.25%、08年4.25%、09年3.25%、以降3.0%で継続
- 対外債権の総合運用利回りは6%、債務は4% (除くドル相場の影響)
- 名目ドル相場は年平均1.0%で下落

ケース3

- 名目ドル相場は年平均2.0%で下落、他の想定はケース2と同じ

差も過去に比べると大きく縮小し、2.0%にとどまる想定である。ところが対外純債務は2010年にGDPの24%で頭打ちとなり、以後緩やかに縮小に向かう(名目ドル相場は年間平均下落率は1.0%の想定。しかも2045年には純債権ポジションにさえ転じる。ケース3はケース2と同じ想定で、名目ドル相場の年間平均下落率のみを2.0%とした場合であり、変化はもっと劇的である。対外純債務は08年の22.6%をピークに減少に転じ、2030年には純債権ポジションに転じる。ドル相場の年平均のわずかな下落幅の拡大でも長期的には対外債務

残高の膨張を抑制する大きな効果を発揮する。

このシミュレーションは、名目GDPを凌ぐ巨額の対外債権と債務を有し、債権・債務利回りに多少でも自国優位の利回り格差を維持することが、長期にわたるといかに大きなマクロ的な所得を生むかを示している。いや、これはシミュレーションではなく、90年代にかけて金融帝国として再構築された米国の現実であり、その時代はまだ始まったばかりかもしれないのだ。

米国の経常収支赤字の調整は既に始まっている

毎時20万部 世界最速輪転機

カラートップセンスリ

輪転機のTKS

新聞用輪転機
カラートップオフセット輪転機
スペクトラムオフセット輪転機

商業用輪転機
カラーマスターオフセット輪転機
エコノマスターオフセット輪転機
カラートップオフセット輪転機

自動化省力化システム
発送システム
印刷関連各種機器

カラートップセンサリ

伝統と信頼の集結地
TKS 東京機械製作所
SINCE 1874

〒108-8375 東京都港区芝五丁目26番24号
☎(03) 3451-8141 (代表)
http://www.tks-net.co.jp/