

2009年9月18日公表

米国景気の回復をいつになく緩慢とみる一つの理由

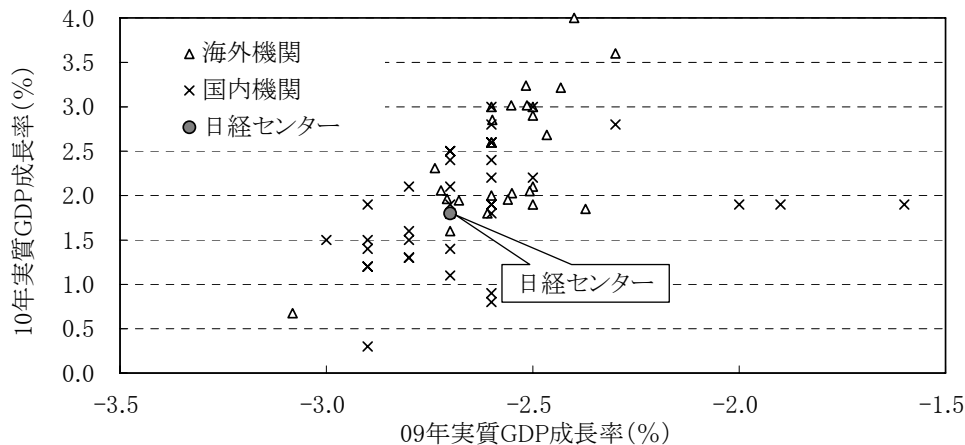
— 金融システムの回復なしに本格的な景気回復なし —

短期予測班 小林 直樹

▼ポイント▼

- ✓ 資産価格の下落は継続中、証券化市場も本格回復の兆し見えず
- ✓ 官民投資プログラムの利用なく、金融機関の不良債権は増加中
- ✓ 商業用不動産価格の下落は、歴史的にみて長引く可能性も

図表 1 米国経済成長率見通し(他予測機関との比較)



(資料) Consensus Economics Inc., *Consensus Forecasts*、ESPフォーキャスト

【はじめに ～問題意識と結論～】

米国経済は最悪期を脱し、底入れに向かっていく。既に、内外の政策当局者、エコノミストの関心は、来るべき景気回復のテンポに移りつつある。言うまでもなく、わが国の経済の先行きを見定めていく上で、米国経済の回復がどのようなテンポとなるかは、重要な論点である。

図1では、2009年(横軸)、10年(縦軸)の成長率見通しに関する、内外の民間予測機関の最新予測をプロットしている。これを見ると、2つの特徴が見取れる。第一に、2009年の成長率については、一部の極端な先を除き、▲2.8～▲2.5%程度の辺りに、ほぼ収斂している。09年については、既に実質GDPの実績値が半分、公表されており、バラツキが小さくなっている。もっとも、10年については、見方がかなり分かれており、1%を下回る先もあれば、4%に迫る予測を出す機関もみられて

いる。第二に、どちらからと言え、海外勢(図では△印)に比べ、本邦機関(×印)がより慎重な見通しを策定していることが分かる¹。

第二の点は、日本のエコノミストの“トラウマ”によるものと解される。すなわち、バブル崩壊後のわが国の経験に即してみると、以下の状況に直面する米国景気が力強く回復するとは、どうしても思えない。主だった理由を挙げても、①金融システムが脆弱な上に、②資産価格にデフレ圧力が残存し、③家計を中心に経済主体のバランス・シート(以下、B/S)調整が続いている、ためである。

本稿は、日経センターの米国景気見通しにおいて、10年以降も慎重な見方を崩していない

¹ 日経センターも、慎重派に属している。具体的にみると、09年には▲2.7%減の後、10年は+1.8%成長にとどまると予想している。

い理由の一つである米国の金融システムの脆弱さについて、レビューしている。

【 直接金融の機能回復も未だ緩慢 】

日独と異なり、米国の場合、金融仲介に占める直接金融のウエイトは高い。今回の危機の震源地となった、証券化市場の状況をまずごく簡単にみておこう。

証券市場についてみると、FRB などの各種施策もあって、例えば、社債の対国債スプレッドはリーマンショック直後のピーク時に比べ縮小している(図 2)。ただし、スプレッドの水準自体は、なお大きい。次に、資産担保証券(Asset Backed Securities; 以下 ABS と表記)の発行額(図 3)をみると、サブプライム問題が表面化したころから、ホームエクイティローンを裏付資産としたものを中心に急激に減少し始め、リーマンショック後にはほぼ機能停止状態となった。09 年に入り、徐々に発行額は回復してきているが、なお水準はかなり低い。住宅価格は引き続き弱含んでいる下で(図 4)、ホームエクイティローン関連の ABS 市場に改善の兆しは見られない。

【 間接金融の機能悪化が徐々に鮮明化 】

証券化市場を含め、株価や債券価格の動きは急であり、激しい。その一方で、資産劣化を背景とする銀行の B/S の毀損、ひいては貸出への影響などは、ゆっくり着実に押し寄せる傾向にある。

米国の金融仲介機能は、直接金融の劇的な悪化に歯止めが掛かる一方で、間接金融の機能低下が進んできている。その背景の一つには、長引く景気後退が企業業績の悪化を招き、信用リスクが上昇していることにある。また、資産価格の下落がなお続く中で、貸出の返済猶予もはっきりと増加してきている。これらは、金融機関の B/S の悪化を招き、貸出余力や意欲を殺んでいる。

ここでは、資産価格の動向について確認しておく。前掲図 4 にあるように、米国の住宅価格はケースラー住宅価格指数に代表されるように、底入れを探りつつある。しかしながら、商業用不動産価格の下落はなお続いており、警戒感が広がっている。

商業用不動産の価格下落の背景についてみると、まずは企業倒産やコスト抑制意識の高まりを受けて、オフィス空室率が上昇するなど(図 5)、商業用不動産の需給軟化が進んでいることが指摘できる。このほか、家計の B/S 調整に根差した消費の低迷が、ショッピング・モールなどの採算性を悪化させていることも影響している。

こうした状況の下、米国主要商業銀行の不良債権比率は上昇しており(図 6)、中小銀行の延滞率も上昇している(図 7)。とくに、後者は収益基盤が脆弱な先が多く、さらには総資産に占める商業用不動産向けローンの割合が住宅ローンの割合よりも大きく、かつ大手銀行のそれよりも大きい(図 8)。そのため、問題金融機関、破綻金融機関ともに大幅に増えている(図 9、10)。企業の借入需要の低迷もあるが、金融機関の B/S の悪化を受けて、銀行の貸出残高も減少を続けている(図 11)。

【 銀行の B/S に残る不良債権 】

今年 3 月、政府と民間投資家が共同で金融機関から不良債権を買い取ることを目的とした、官民投資プログラム(Public-Private Investment Program; 以下 PPIP と表記)が発表された。この PPIP は、証券化商品とローン債権を対象に、当初は最大で 1 兆ドル規模での不良債権買取を目指すとしていたが、4 ヶ月以上経過した今も、利用されていない²。こうした実績に加え、金融市場に回復の兆しが見えてきたこともあり、規模は 400 億ドルまで縮小されている。

かねて指摘されているように、PPIP では買い手(=投資家)側には追加損失負担回避をカバーする仕組みを導入し、参入を促している³。その一方で、売り手(=銀行)側には、売却インセンティブが低いとされている。足もとのように、住宅価格

² Congressional Oversight Panel, *The Continued Risk of Troubled Assets* (<http://cop.senate.gov/documents/cop-081109-report.pdf>)を参照。

³ PPIP の仕組みにおいて不良債権価格は、不良債権の買い手である複数の官民共同ファンド間の競売入札方式によって決定される。不良債権の売り手である銀行にとっては、保有する不良債権に関して、十分な引当金を既に計上済みで、実質的に簿価が引き下げられている場合でない限り PPIP を利用し、不良債権を売却するインセンティブは低い。

の底入れがおぼろげにも見えてくると、なおさら銀行は「もう少し待てば、ロスを小さく出来る」と期待しがちとなり、不良債権を先送りする誘因が働く。

また、先に米国の金融当局が実施した大手金融機関向けの金融検査(＝ストレステスト)の結果、B/Sが健全であると判定された銀行や、そもそもストレステストの対象となっていない銀行などでは、不良債権を売却するインセンティブもなく、不良債権をそのまま抱え続けることとなっている。

わが国の経験が示すように、B/Sに不良債権を抱えたままの場合、銀行はなかなか貸出を積極化できず、ひいては景気回復に弾みが見つからないという状況に陥る(図12)。

【 楽観視は時期尚早 】

本稿で見てきたように、米国の金融仲介機能の回復は、せいぜい途半ばといったところでしかない。それどころか、商業用不動産に係る貸出債権が焦げ付くようであれば、金融機関は追加的な損失を被ることになる。

一概に言えないにしても、わが国の経験は、住宅価格に比べ、商業用不動産価格の下落が大きく、長引くことを示している(図13)。稀有な例とはみるが、日本のバブル期以降の六大都市市街地価格指数(商業地)の推移をみると、価格が下げ止まるまでには、14年もかかっている。住宅価格の変動に比べ、商業地価格の変動は大きく、商業用不動産から発生する不良債権額も大きくなる。米国の銀行部門のB/Sは、更なる悪化が懸念さ

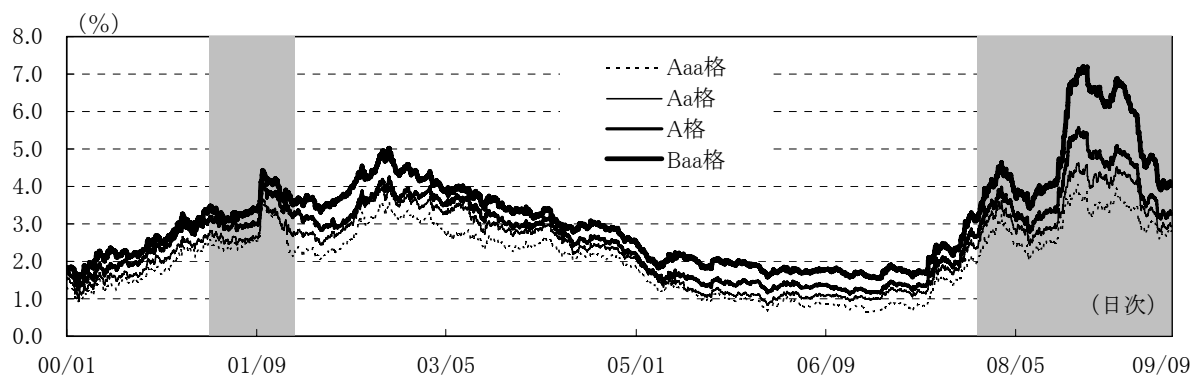
れ、楽観視することは危険であることが分かる。

もちろん、わが国の経験から米国も学習しており、当局の施策は早くかつ大胆である。また、米国の場合、深刻なデフレも回避されており、労働市場をはじめ柔軟な経済構造を有している。加えて、人口も移民を中心に増加を続けている。

以上の要件は、「わが国ほどには、つまづかない」と言えても、来る景気回復が序盤戦から力強くなることを保証するものではない。我々日本人には、どうしても米国景気回復が緩慢なものになるように映る。米国人エコノミストの楽観論が的中するか、日本人の悲観シナリオが正しいか、その答えは数年後に明らかとなる。いずれにしても、資産デフレを払拭し、金融仲介機能の回復に向けた取り組みが必要であることに変わりはない。

(研究生、株式会社三井住友銀行より派遣)

図表2 社債スプレッドの推移

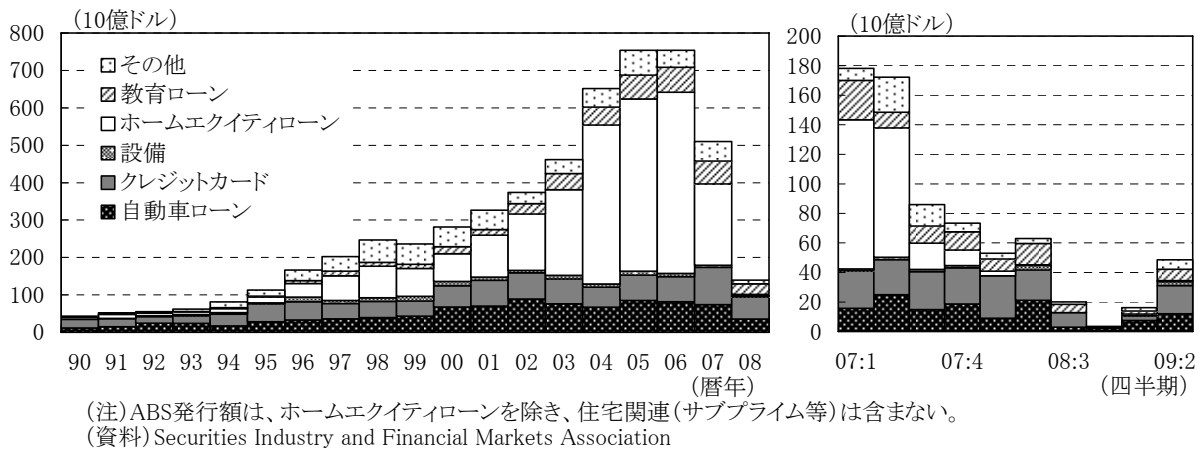


(注)1. シェード部分は景気後退局面(以下、断りのない限り同様)。

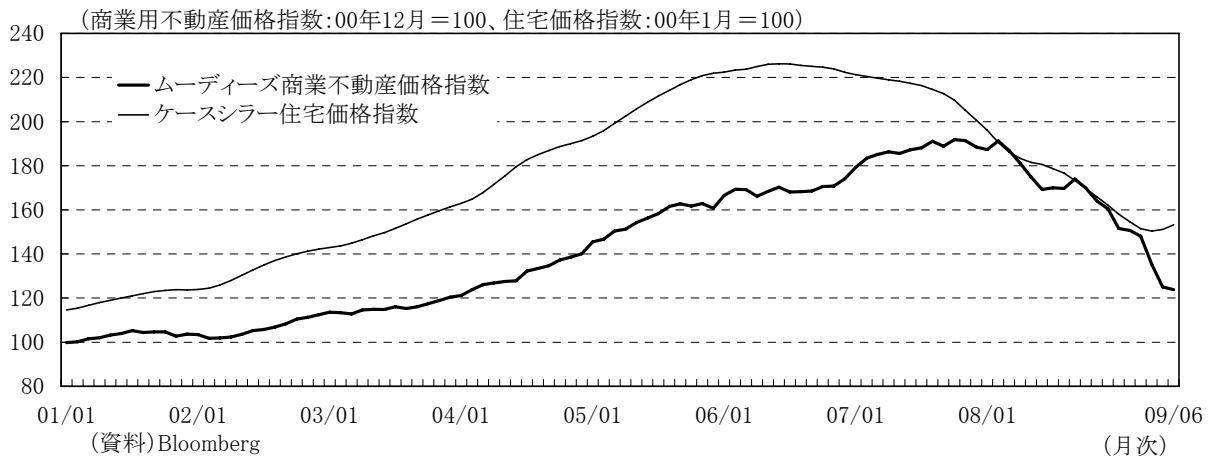
2. 社債スプレッド＝各等級社債利回り－5年物国債利回り。社債格付けは、ムーディーズによる格付けを用いた。

(資料) Bloomberg

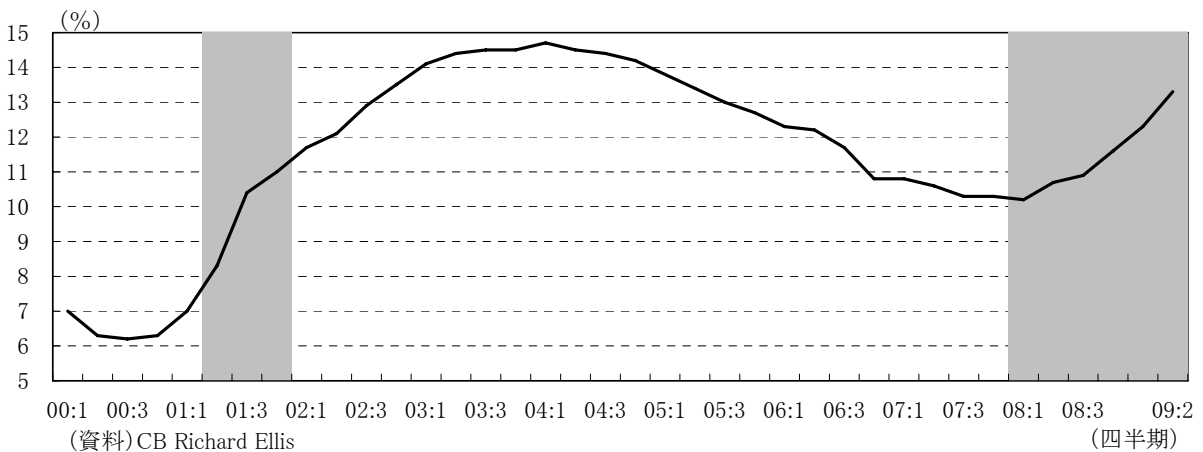
図表3 ABS(Asset Backed Securities)発行額



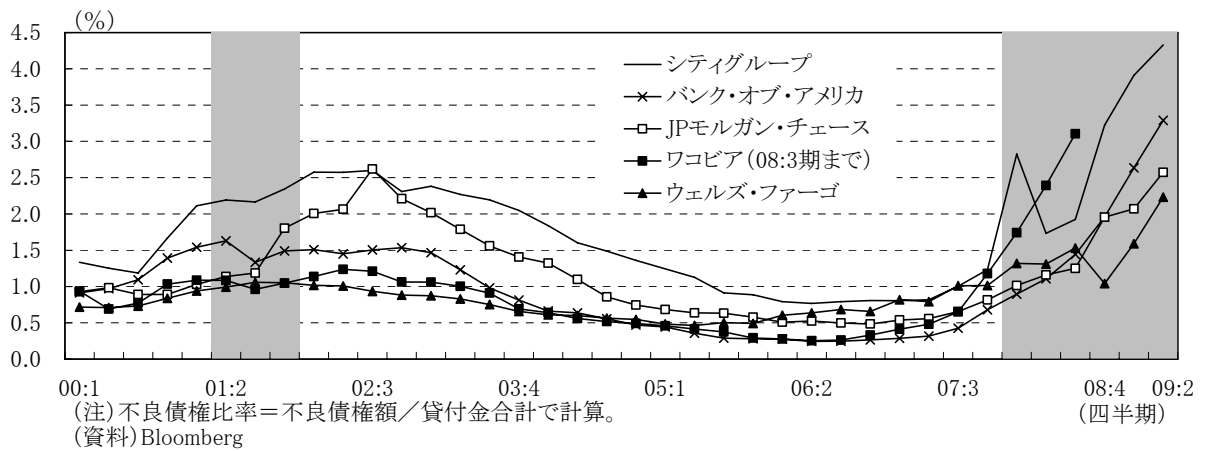
図表4 商業用不動産価格と住宅価格



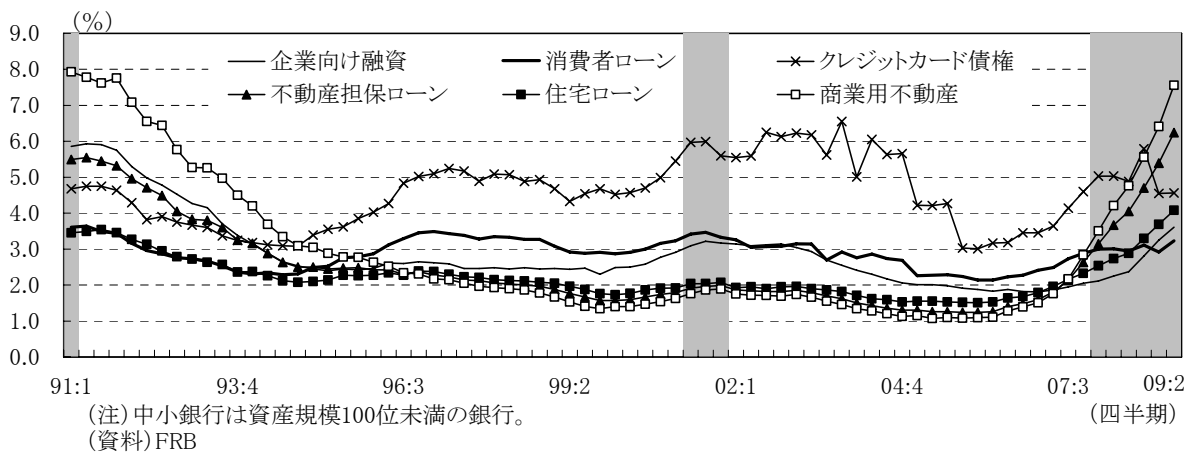
図表5 オフィス空室率



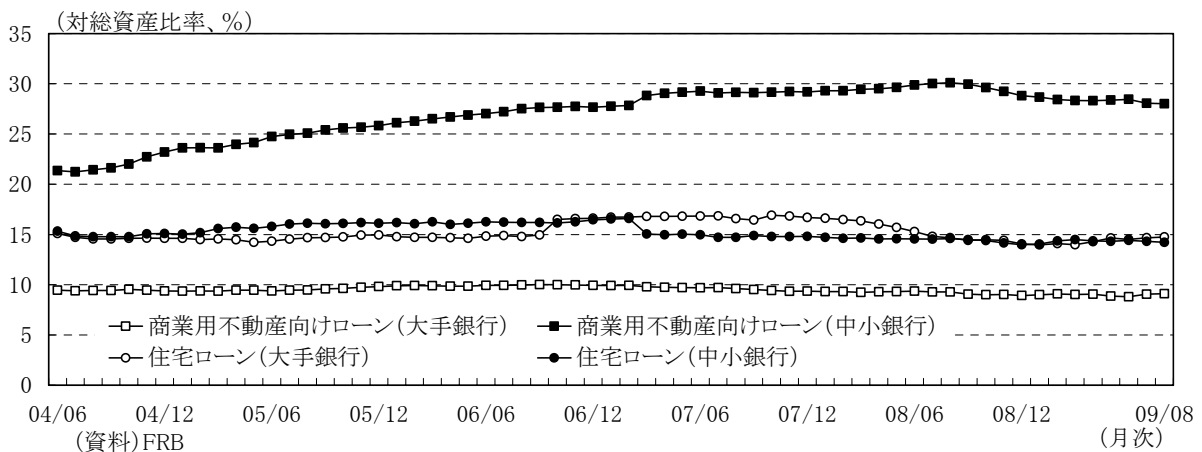
図表6 主要商業銀行の不良債権比率



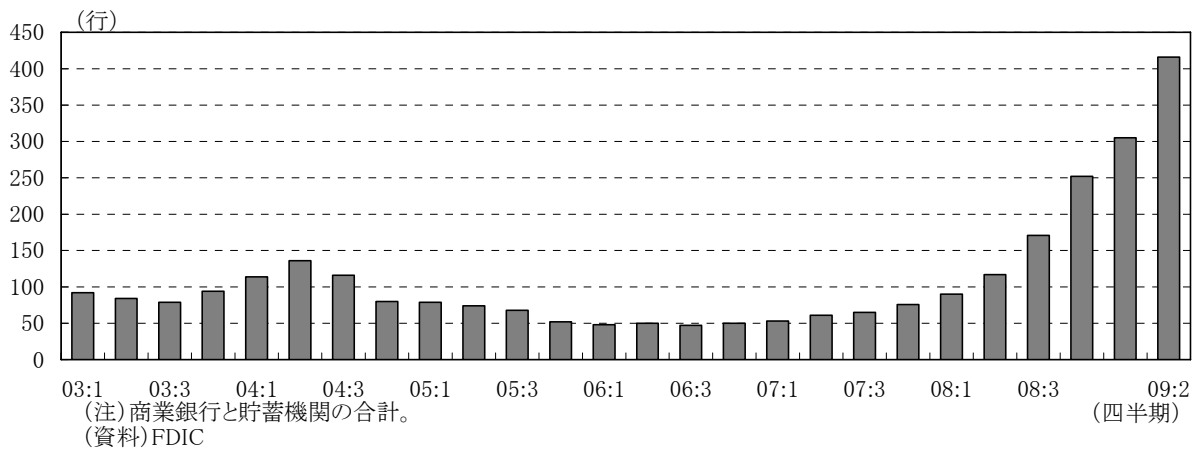
図表7 中小銀行の延滞率の推移



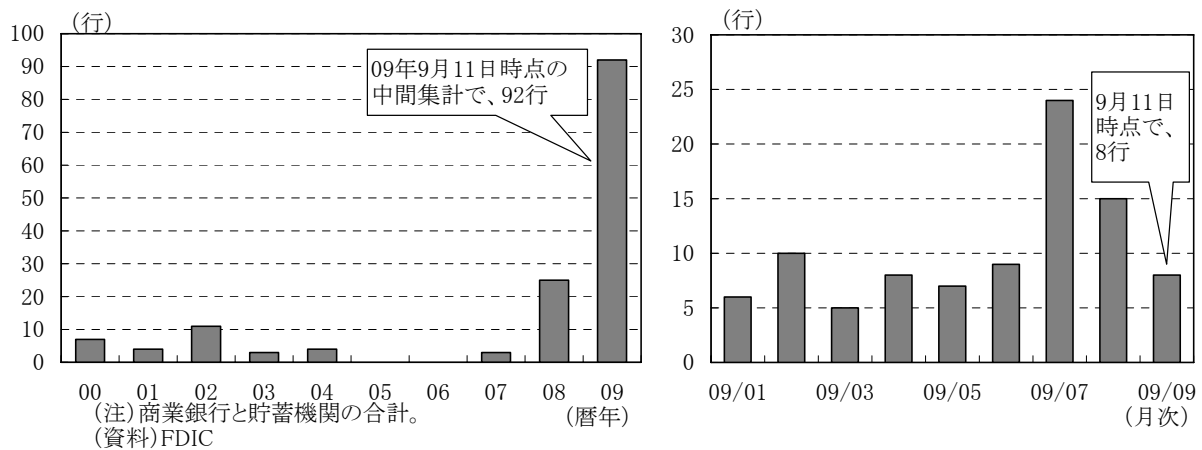
図表8 総資産に占める商業用不動産向けローンと住宅ローンの割合



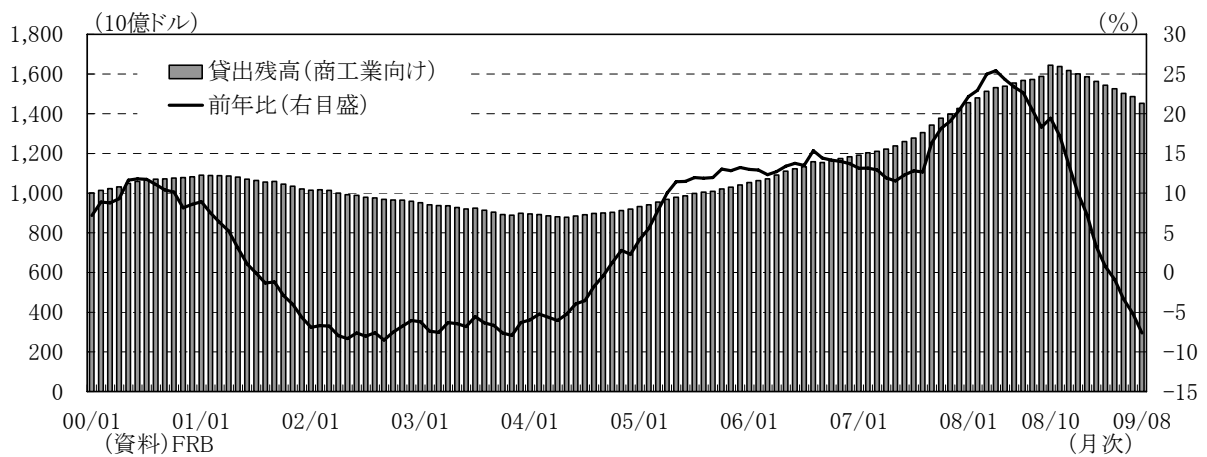
図表 9 問題金融機関数



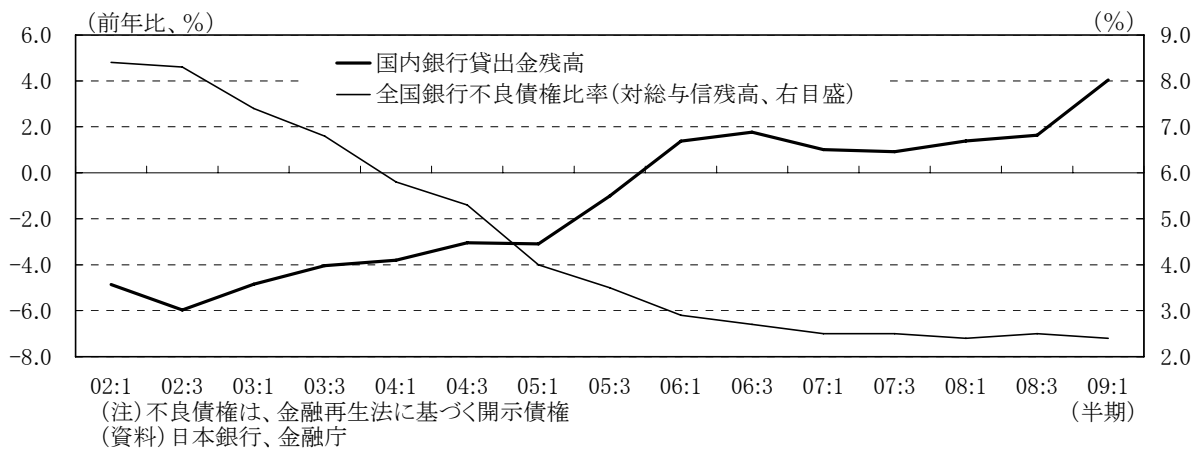
図表 10 破綻金融機関数



図表 11 銀行貸出残高(商工業向け)の推移



図表 12 日本の銀行の貸出金と不良債権比率の推移



図表 13 日本の商業地と住宅地の価格指数の推移

