「サブプライム問題」発 金融危機を考える

日本経済新聞客員コラムニストの西岡幸一教授と財政金融政策を研究する田中隆之教授に専門的な立場から実体経済と財政政策の今後の見通しを寄稿していただいた。

製品の差別化、ブランド力を強化
企業の経営体質改善急げ

西岡　幸一　経済学部教授

米国の金融危機は瞬く間に世界同時不況にまで厄災の規模を広げた。日本経済への影響も実物、金融の両ルートを通じて深刻化してくる。

マクロ的には景気は08、09年度の2年にわたってマイナス成長という見方が民間の経済予測機関のほぼコンセンサスになっているが、これは消費税率の引き上げとアジア金融危機などの深刻な金融不安から景気後退に追い込まれた97、98年度に続くものだ。

しかし、今回は日本経済にとって外生的な環境変化が引き金を引いているので、自助努力という自律要因だけでは乗り越えられないかもしれないつらさがある。

実物ルートでの筆頭は輸出の減退だ。先進国の景気が落ち込んでも中国などの新興国の貪欲な需要増加が世界経済を支えるというデカップリング論が期待倒れに終わった。人口減少などに伴う内需の縮小を補う意味でも輸出比率を高めてきただけに、輸出が頓挫すると打撃は大きい。典型的なのは産業の裾野が広い自動車だ。北米市場が06年の1700万台から今年10月の年率ベースは1100万台に激減している。自動車はローンでの購入が中心なので、自助努力という自律要因だけでは乗り越えられないかもしれないつらさがある。

実物ルートでの筆頭は輸出の減退だ。先進国の景気が落ち込んでも中国や鉄鋼・化学品なども事情は似たり寄ったりだ。

この輸出の停滞は数量減と共にドルやユーロに対する円高によりダブルで企業の手取り収益を減少させる公算がある。

となると、大幅な生産調整や設備調整に発展しうると、資金を借金返済にまわす動きが強まるとハイテクなどを中心に、中期的に競争力を失う恐れが出てくる。

ふたつ目はこうした調整の中で産業再編の流れが加速することだ。すでにエレクトロニクス、医薬、素材、流通などで顕著になってきているが、生産スケールや販売スケールに海外企業がバーゲン状態になっていることを背景に、内需縮小への対応策として積極的に海外市場を獲得する手段あるいはR&Dの人員や技術確保などのためだ。キャッシュが手許に豊富な企業が戦略的に仕掛ける局面がしばらく続くだろう。

逆に日本企業に投資している海外企業が、GMやフォードのように金融危機の中で流動性の確保のために出資を撤収するに経営の自由度を獲得した企業の今後の戦略に注目だ。

輸出への過度の依存を改めたり、輸出を主力としてもコスト競争力より製品の差別化やブランド力で市場を確保するためには、日本企業の経営体質の改革を急ぐ必要がある。欧米のライバルが金融危機に脚をとられているときにどれくらい体質を強化できるかが中期的に大きなポイントになってくる。

金融ルートの影響はさしあたり中小企業が焦点だ。取引する金融機関がサブプライム関連その他の投資でヤケドを負って、それが融資や資金供給態度に反映され結果的にタイトな金融にさらされる。国内景気の不況感が浸透すると一段と厳しい局面になる公算は小さくない。ただ、97、98年度のような著名な大企業でも資金繰りの「二寸先は闇」といった状況にはならないだろう。

むしろ金融ルートの波及効果は経営者の心理を真綿でくるむように重苦しく、弱気にさせるところにある。フローの企業収益が黒字であるにもかかわらず倒産する企業が増えていることも見逃せない。金融の圧迫効果がひしひしと迫ってきている証拠だ。

08年度の中間期決算を機にトヨタ自動車やパナソニックなど有力企業が先行きの見方を極めて厳しく捉え始めている。恐らく再来年の春闘あたりまで所得状況が好転する兆しがないだろう。雇用、所得情勢が明るくないとすれば、内需の50%強を占める家計消費が沈滞したままになる。

こうして見ると悲観的なストーリーばかりになるが、そうでもない。原油など資源価格は元の鞘に納まりかけている。円高と合算すると、一時は覚悟した負担と比べてかなり日本経済に「ボーナス」が入った。オバマ政権をはじめ世界各国の金融危機打開、需要刺激策が奏功すれば10年ごろには一応のめどがつく。春に備えて、産業界が地道に体質改善に磨きをかけていれば他国より早く浮上できるはずだ。

（にしおか・こういち）

1971年、大阪大学大学院理学研究科修士課程修了。同年日本経済新聞社入社。産業部記者、編集委員、論説委員、論説副主幹などを経てコラムニスト。08年から専大教授兼日本経済新聞客員コラムニスト。主な担当は産業技術論。

アメリカの公的資本注入
「金融の制度設計」再考の時

田中　隆之　経済学部教授

サブプライム問題発世界金融危機は、大学生が経済学を学ぶための、格好の教材を提供している。このような大事件が起きると、普段考えてみなかったことを考える機会が与えられるからだ。

今回の危機が提起している問題の一つは、金融の制度設計を再考すべきではないか、ということだ。とりわけ重要なのは、非銀行金融機関までを含めた規制・監督、そしてその見返りとしての金融機関救済のあり方である。

10月末以降、アメリカでは、銀行に対する公的資本注入が行われている。これは国が銀行の株式を引き受けるのだから、国による私企業の救済だ。

通常は私企業が左前になったからといって、国が助けてくれるなどという虫のいい話が通るはずはない。しかし、銀行にだけはこれが（緊急時に限って）正当化される。

その理屈はこうである。

銀行が扱う預金は、現金と同様、決済手段としての通貨だ。そして、一つの銀行が破綻すると、健全な銀行にまで「取り付け」が及び、破綻してしまう危険性（システミックリスク）がある。その事態を避けるため、預金保護の一貫として銀行の公的支援が認められる。これは預金者の保護ではなく、通貨としての預金の保護である、とされる。

ただし、その見返りに、銀行は金融当局の厳しい監督・規制を受けている。よく知られているBIS（自己資本比率）規制や、金融庁検査、日銀考査がそれだ。

だが、アメリカでは日本と違い、銀行を経由しない直接金融ルートが太い。そのため、今回の危機はまず非銀行金融機関の危機として現れた。救済の手が差しのべられなかったリーマンブラザーズや、公的支援が行われたベアスターンズ（以上証券会社）もAIG（保険会社）も、また2つの住宅金融公社（ファニーメイ、フレディマック）も、銀行ではない。つまり、その負債は預金ではなく、決済手段＝通貨ではないのだから、上述の意味での救済の理屈は立ちにくい。

その代わり、銀行と違って、BIS規制もなければFRB（連邦準備制度）の厳しい監督も受けておらず、営業活動の自由度が高い。

しかし、今回AIGが危機に陥ったとき、それは非銀行金融機関であるにもかかわらず、そのクレジット・デフォールト・スワップ（CDS）取引が、銀行その他の金融機関の連鎖破綻を招く惧れがあったため、救済せざるを得なかった。

以上は何を物語っているのだろうか。銀行よりも緩い規制しか行わず、いわばやりたい放題をやらせておきながら、いったん事が起こると、「金融システム安定のため」という理屈で救済（負債の保護）が行われた。これは、そもそもの制度設計がおかしかったということにほかならない。

ヘッジファンドや金融コングロマリット（AIGは保険会社というよりも、むしろこの範疇に入ろう）を含む非銀行金融機関を、しかも国際的にどのように規制・監督するのか。これが喫緊の課題なのである。

欧州は規制強化に前向きだが、アメリカは及び腰だ。11月14、15両日に開かれた金融サミットでは、規制強化の方向が打ち出されたが、具体策はまだこれからである。

◇　◇　◇

ところで、今回の危機に対し、すでにさまざまな対策が打たれてきた。金融システムの混乱に対しては、金融機関に対する流動性の供給や資本注入など、信用秩序維持（プルーデンス）政策が必要だ。アメリカが銀行への資本注入に踏み切ったことで、プルーデンス政策はほぼ出揃ったといってよい。

今後重要になるのが、金融の混乱に遅れて悪化する実体経済への手当てだ。つまり、金利引下げを中心とする金融政策（マネタリー政策）と、減税や公共投資の増額などの財政政策である。

このうち金融政策には多くを期待できない。欧州ではまだ金利の下げ余地がかなりあるが、日米では限られているからだ。ゴールレートがゼロに達してしまうと、金融政策がその効果をほとんど失ってしまうことは、かつての日本の量的緩和政策で確認済みだ。金融政策は、残念ながら「打ち出の小槌」でないのだ。

財政再建が急務であるなか、財政政策も決して「打ち出の小槌」ではない。しかし、金融政策に比べると、まだ役に立つ「小槌」であることも確かである。財政再建が頓挫するのは残念だが、今後は、財政政策の役割が高まっていくだろう。

（たなか・たかゆき）

1957年、長野県生まれ。東京大学経済学部卒業。日本長期信用銀行調査部ニューヨーク駐在、長銀総研主任研究員、長銀証券投資戦略室長などを経て現職。博士（経済学）。著書に『現代日本経済』、『「失われた十五年」と金融政策』など。主な担当は財政金融政策。

MIZUHO　みずほ信託銀行
Channel to Discovery
信託のちからが、
お客さまの夢をかなえます。
信託のちから、それは
お客さまから「信じて託された」大切な資産を
責任をもって管理・運用し、育てていくちからです。
みずほ信託銀行は
「お客さまから最も信頼される信託銀行」をめざして
信託のちからをフルに発揮します。
ホームページ http://www.mizuho-tb.co.jp/

新しいクオリティへ、新しいスピードで。『りそな』
HUMAN COMMUNICATION
りそなの窓口は
平日午後5時まで営業。

口座開設・お預入れ・ご解約などもお取扱いいたします。
窓口営業時間は各営業店により異なります。（一部午後7時まで。午後5時以降は、窓口では現金のお取扱いを致しておりません。）一部お取扱いができない業務がございます。詳しくは店頭または、コミュニケーションダイヤルまでお問合せください。
りそなコミュニケーションダイヤル 0120-24-3989（サンキューパンク） 24時間受付
※土曜4:00～7:00、土曜21:00～日曜8:00、日曜23:00～月曜7:00の時間帯を除きます。年末年始、ゴールデンウィークにつきましては、受付時間が異なる場合があります※時間帯やお取引内容により、一部お取扱いできない場合があります。
※プッシュ回線または、プッシュ音の発信可能な電話機からご利用ください。
〈ホームページアドレス〉http://www.resona-gr.co.jp/resonabank
りそな銀行
RESONA