

米国への資金流入とサブプライム問題

小林 東策 *Tosaku Kobayashi*

(財)国際貿易投資研究所 事務局長兼研究主幹

米国のサブプライム問題が収まりを見せない。

昨年8月の仏銀傘下のファンドで問題が顕在化して以降、金融不安が間歇的に発生している。その都度、通貨当局等の積極的資金供給等で事態が沈静化するかに見えるのだが、今年7月には赤字決算の米国巨大住宅金融公社2社の株価が暴落。そのニュースが日本からアジア、欧州へと駆け巡るとともに株安が地球を一周する。米政府は市場の動揺を抑えるため両社への緊急支援策を打出す等、対応に懸命だ。1年が経過するこの時期においても、「世界の金融市場のシステミック・リスクは依然高く、世界経済はこれからかなり減速する」(IMF、7月末)状況にある。

長引くサブプライム問題は、震源地の米国のみならず世界的にいかにも広く、深く関わっているのかもあぶりだした。H.ポールソン米財務長官によれば両公社の債券や住宅ローン担保証券総額5兆ドルのうち1.5兆ドルは外国の中銀や金融機関の保有になる。裏返せば米国の住宅ブームは直接、間接に海外の投資家に支えられていた側面も小さくなく海外投資家の債券等購入を通じた米国への資金流入が経済全般を後押ししていた構図も浮かぶ。

米国経済は2001年のITバブル破裂と9.11事件の後、景気回復・拡大を辿る一方、もともと赤字体質の経常収支の赤字も更に

増大し 06 年には 8,000 億ドルと史上最高水準を記録した。経常赤字はマクロ経済的には過剰消費と同値である。この消費を持続するには基本的には外からの借金で賄うしかない。賄えない場合には消費の抑制、輸出の促進などが必要になってくる。この過剰消費/経常赤字の持続可能性については、いずれ大幅な為替調整が必要との見解（P.クルーグマン米プリンストン大教授等）も見られた。IMF では、米国をはじめとした世界的な対外不均衡が世界経済の大きなリスク要因だとしてきたところでもある。また、B.バーナンキ FRB 議長は 05 年の講演（当時理事）で米国の赤字増大について自称「型破りな」見解を示し注目された。それは、赤字は過去 10 年に蓄積された「世界的過剰貯蓄」で説明できるのではないかというもの。過剰貯蓄は、高齢化した成熟工業国での強い貯蓄動機や国際資本市場で新興国が資金の借り手から貸し手に劇的な転換（ホームバイアスの低下）を遂げたことによって生じた。それが、政治的リスクが低くニューテクノロジーが進展し、洗練され懐の深い金融市場（証券化商品の発行等）を備えている米国に集中的に流入した。その結果もたらされた株価上昇による資産効果と強いドルの進行そして株式市場軟調後は住宅市場の活況とその資産効果が、米消費者の消費意欲を高め輸入を増大させると同時に家計資産の増大期待のもとに貯蓄の必要性を感じさせなくした。こうした経路を通じて結局、米国の経常赤字が拡大したというものである。住宅投資と資産効果による個人消費の助長について興味深い指摘もしている。資金流入は米国の住宅取得促進のための整備された税・金融制度も一因としつつ、流入した資金が機械などの投資に使われるのであれば生産性の向上に寄与するが、住宅建設や個人消費に回る度合いが高くなればなるほど外国債務返済の負荷が大きくなる、というもので過剰

消費の持続性に間接的ながら懸念を表したとも解釈できる。

海外から米国への資金流入（投資収支負債）を見てみると、01年から住宅価格がピークを迎えた06年の間に2.4倍の規模になっている。この間の名目GDPが3割増であったことを考慮すると、経済活動を支える資金供給面で海外からの流入（すべてが住宅投資に向かったのでは無論ない）がいかに急激であったかが分かる（GDPに占める流入資金の比率は07年で13.6%）。流入資金のうち、いわゆる足の速い証券投資（負債）比率の急増（01年53%→06年69%）も特徴のひとつで、資金調達面では脆弱性を増したともいえる。住宅価格の下落が本格化する07年には流入資金が前年横這いとなる中、この比率は01年水準以下となり、足の速さを裏付けた恰好である。

いずれにせよ、米国の過剰消費、経常赤字の増大は新興国や産油国の貿易黒字等で蓄積された資金によってファイナンスされてきた。この資金流入が過剰消費の持続を可能とするように機能したといえる。ただし、持続可能性を見る場合には、資金流入だけでなく1) 対外負債の金利（所得収支支払い/対外資産残高）と名目所得（GDP）の伸びの比較：海外からの借金には利払いが伴う。その金利が名目所得の伸びを上回ると借金が累積していくことになり、持続できない、2) プライマリーバランス（財・サービス収支+所得収支受取）：この赤字が続くと負債残高が積みあがることになる、等の動きも押える必要があるといわれている。上の2つの指標を手元の統計でラフに計算してみると1)は概ね名目所得が金利を1~3%前後上回り、07年に至って殆ど差がなくなっている、2)は05年まで赤字が拡大した後、07年には財・サ収支の赤字縮小と所得収支受取の増大から黒字に転換してい

る。金利返済面で問題なかったものの、プライマリーバランス悪化で赤字持続に困難が増したように見られるが、経済が減速し始めた 07 年に財・サ収支の改善や負債金利と名目成長率の接近により調整が始まっているのではないか。

海外の流入資金による米国の過剰消費の持続可能性は、しかし、米国の足元で綻びを露呈した。サブプライムローンの焦付きに端を発して米国大手金融機関が相次いで多額の損失を計上し、それが現在も続いている。住宅ローンの借換えやホームエクイティローン等で我が家をまるで「預金をしなくてもよい ATM」のように扱い (NY Times) 消費していた米消費者は 06 年に始まった住宅価格の値下がりのために従来のように「ATM」を使えなくなり延滞や不払いを余儀なくされた。一方、金融機関は住宅ローン債権を束ねた RMBS (住宅ローン担保証券) を発行。それらを購入した投資家・金融機関はそれを担保に更に CDO (債務担保証券) を販売するという具合に証券化商品の発行が続いた。いわばもうひとつの ATM がフル稼働していたが、ローンの焦付きと証券の売残りが発生し始めるに及び信用収縮の懸念が高まった。冒頭の仏銀系ファンドもサブプライム関連の証券化商品に買い手がつかず、投資家がファンドの解約を求める事態となったために解約凍結を発表したものであった。レバレッジのかかった証券化だけに一度反転すると資金の流れも急速に滞ってしまいがちである。そうした影響は海外からの米国への資金流入面でも既に現れ、「これまで活発であった (米国への) 債券投資の流入が大きく減速し、ヨーロッパからの資金フローが停滞」(内閣府「世界の潮流」平成 20 年 6 月) している。従来機能してきた赤字補填システムがここにきて急速に稼働しなくなりつつあるといえる。

過剰消費の持続性とサブプライム問題との関連性を上のよう
にみる時、次のことが指摘できるのではないか。

- ・米国の赤字補填システム回復のためには、海外からの集金マシ
ンの一翼を担った住宅ローン、証券化商品の信頼を取り戻さなけ
ればならない。証券化については、リスク分散、金融の効率化で
その効能は否定されるべきでないが、銀行の連結対象外であった
資産運用会社（SIV）や利益相反の格付け機関などの問題があっ
たとの指摘もある。金融界への応急の支援と別に証券化に係るこ
うした面での「情報開示」を徹底していく必要がある。
- ・しかし、今までのような過剰消費を維持助長した海外資金の取込
みへの依存はやはり軽減しなければならない。このため、本来の
輸出促進、需要抑制などにより過剰消費体質の改善を図る必要が
ある。既に赤字是正の動きが出ているが、これを一層推し進めな
ければならない。金融不安の実体経済への波及が懸念される中、
消費抑制策はハードランディングを招く恐れもあり、経済政策の
舵取りは極めて難しい局面にある。
- ・急騰した原油・一次産品市況が不安定化しているものの、「過剰
貯蓄」の産油国や新興国の投資行動の影響力は益々大きくなって
きている。資本不足に直面した米金融機関に中東の政府系ファン
ド（SWF）が支援の手を差し伸べたが、「過剰貯蓄」国からの資
金流入を引き続き確保することが重要であり、このためにも米国
の金融制度面の改善が急務である。他方、「過剰貯蓄」国サイド
でも海外での資金運用だけでなく過剰貯蓄の是正に向けて、国内
への積極投資や市場の対外開放、投資・外為制度の整備等が強く
求められることになる。