

世界経済の3大リスク、3つのバブル崩壊で危機は来るのか

2007年8月20日

特定非営利活動法人日本シンクタンク・アカデミー 理事長 岡本憲之

目次

第1章 概要

第2章 第1のリスク、米国・・・巨額経常赤字と住宅バブル

- 1、世界経済の構造的リスク — 米国の旺盛な消費が生み出してきた経常赤字
- 2、米国住宅バブルの調整リスク

第3章 第2のリスク、日本・・・巨額債務という借金バブル

- 1、巨額の一般政府債務
- 2、低金利が国債費の急騰を抑制
- 3、金利を上げられない政府と外貨に向かう個人金融資産

第4章 第3のリスク、中国・・・高度経済成長とバブル

- 1、投資と輸出が成長を牽引
- 2、過剰流動性がバブルを誘発
- 3、積み上がる外貨準備高の運用リスク

第5章 3つのリスクの奇妙な関係

- 1、相互に支え合う構造の中に内包される3つのリスク
- 2、海外投資家が保有する米証券
- 3、日本の生産技術に依存する中国の投資（国際分業体制で相互依存を深める日中経済）

第6章 2010年に危機は来るのか

- 1、悲観的シナリオ
- 2、危機が去った後の世界経済

第1章 概要

最近の世界経済を展望すると、先進国企業は利益の拡大にも関わらず、設備投資を控え資金余剰が発生、新興国は先進国の資本や技術を導入し、製品輸出を通じて大量の外貨を獲得してきた。さらに産油国など資源国には原材料価格の高騰を受け、潤沢な資金が流入、金余りの状態だ。こうして世界全体に滞留する余剰資金（過剰流動性）が金融市場に流入し、株式などリスク資産市場を押し上げてきた。金融資産価格の上昇は、景気にもプラスの効果をもたらし、ここ数年世界経済は比較的安定的に拡大してきた。しかしそれは、3

つの大きなリスクを内包したバランスの上に成り立ってきたといえる。その3つのリスクとは、米国の経常赤字（＝住宅バブル）、日本の財政赤字（＝借金バブル）、そして中国の高度成長（＝投資バブル）だ。これらの間には相互に支え合う関係がある。

米国の経常赤字の最大の要因は、その旺盛な消費にあった。中国や日本の輸出は、米国の消費に支えられてきた。その米国の消費を支えてきた住宅市場の減速は、現在大きなリスクとなっている（サブプライム問題が世界市場を揺るがしているのはご承知の通り）。

次に日本の借金だ。経済成長は有難いが、金利の上昇は望まないのが本音だろう。国債の元利払いが急増し、国家が破綻しかねないからだ。この日本の低金利が、投資信託や外国為替証拠金取引、円キャリー取引などを通じて、資金を米国などに供給してきた。米国の経常赤字がファイナンスされてきたのは、日米の金利差によるところが大きい。日本の金利上昇は、日本の財政を圧迫するだけではなく、米国への資金供給を細らせ、その経常赤字のファイナンスを困難にする。

最後の中国だが、経済成長の原動力は投資と輸出だ。特に中国の輸出は、米国の消費に支えられてきた面が大きい。米国経済が減速するのは、中国の成長にとってマイナスだ。中国の国内需要は、現在の高成長を支えるにはまだ不十分だ。中国経済が減速すると、それは日本の経済にとってもマイナスだ。中国の投資を支えているのは日本の生産技術だ。今や日中貿易は、その額において米国を凌ぐまでになっている。もう1つ中国の投資を支えているのが過剰流動性だ。これは貿易黒字と為替管理によって生じるいわゆるバブルだ。

以上述べてきたように、日米中の経済がお互いを支え合う構造が、そのまま世界の金融市場のリスクを内包した形になっている。この微妙なバランスが崩れたとき、世界の経済はソフトランディングできず、大きな調整を余儀なくされることになるかも知れない。

第2章 第1のリスク、米国・・・巨額経常赤字と住宅バブル

1、世界経済の構造的リスク — 米国の旺盛な消費が生み出してきた経常赤字

最近、米国の経常赤字と世界の不均衡問題が以前ほど議論されなくなった。世界経済が比較的順調だったからかも知れない。しかし実際には、2006年暦年の米国経常収支をみると、8566億5500万ドルの赤字（米国商務省）。国内総生産（GDP）に対する経常赤字の比率は6.5%。同じく2006年の貿易赤字（サービスを含む国際収支ベース）は、7652億6700万ドルと巨額な数字になっている。うち対中国の年間貿易赤字は、2325億4900万ドル（速報値）。対日貿易赤字は、884億4200万ドル（速報値）。米国の貿易赤字全体および対中国貿易赤字ともに、5年連続で過去最大を更新している。ちなみに、中国の2006年の貿易黒字額全体は、1774億7000万ドル。いかに米国の対中国貿易赤字が大きいかがわかる。（参考データ：米商務省発表の2007年1-6月の貿易赤字額全体は、3527億4800万ドルと前年同期比7.7%減少、対中国赤字は1175億100万ドルと前年同期比15.3%増え、上半期としては過去最大を

更新。一方、日財務省発表の2007年1-6月の日本の貿易黒字額全体は、5兆1326億円。対米貿易黒字は、4兆1163億円となっている。)

このような世界の貿易構造からみてもわかるように、2001年末から5年以上に及ぶ世界経済の拡大は、世界経済の約2割、米経済の約7割を占める米家計部門の消費に依存する形で続いてきたといえる。この米国の過剰消費（貯蓄不足）が輸入を増やし、経常赤字の一因になってきた。そして、米国の消費を支えてきたのが住宅市場である。住宅価格上昇の資産効果をテコに、米家計は借金を拡大し、消費を膨らませた。

2、米国住宅バブルの調整リスク

巨額の米経常赤字、それを生み出してきた家計の過剰消費。その背景には住宅価格の上昇があった。住宅を担保にお金を借りるモーゲージローン、住宅価格が上れば家計の資産価値が上がるため、その分貯蓄を減らしお金を消費に回す。結果として、アメリカの家計貯蓄率は下がり、経常赤字が拡大した（米個人貯蓄率は、98年第1四半期の4.6%から07年第2四半期の0.6%に低下）。

しかし、ここにきて米国住宅市場が調整を続けている。果たして米国住宅市場は、いましばらく調整を続けた後、ソフトランディングできるのか。誰もその行方を知りたいところである。

住宅市場調整のリスクにさらされている住宅ローンをみると、大きく2つに分かれるようだ。1つは、個人に住宅ローンを貸し付けている民間金融機関から、住宅ローン債権を買い取り、証券市場を通じて住宅担保証券を発行しているファニーメイやフレディマックなどの住宅金融会社の不良債権リスクである。両社とも純粋な民間企業だが、これら住宅担保証券は、政府機関債として、アメリカ国債に次ぐ信用力があるといわれてきた。しかし、実際に住宅市場が大きく調整した時には、その影響から逃れることはできないだろう。もう1つは、主として低所得者向けの住宅ローンで、利子は高いが審査基準が緩い、サブプライムローンと呼ばれる住宅ローンの貸し倒れリスクである。一定期間低金利で借りられる優遇措置（ティーザーレート）がついていることが多く、その間に住宅価格が上がれば、それを担保に通常のプライムローンに借り替えることができる。しかし逆に住宅価格が下がれば、優遇金利期間終了後の高金利に耐えかねて、ローンの焦げ付きが急増する恐れが強い。実際6月下旬には、米証券大手ベアー・スターン傘下のヘッジファンドがサブプライムローン債権への投資に失敗し、運用難に陥ったことが明らかになった。その後もヘッジファンドや金融機関の破綻や損失が相次いで報告されている（FRB議長証言によると、サブプライムローンの焦げ付きで金融機関の損失が500~1000億ドルに達すると試算）。

現状、サブプライム向けは融資全体（米住宅ローン残高=約10兆ドル、うち住宅ローン担保証券に加工=約6兆ドル）の約15%（米抵当銀行協会によると、サブプライムローン残高は2006年末で約1兆3200億ドル）、大半の約85%はモーゲージ市場で破

綻も、デフォルトも、延滞も増えていないというが、本当のところはよくわからない。サブプライム市場は、以前は特定地域に打撃が集中していたが、最近では、南フロリダ、コロラド、ネバダ、オハイオなど影響が広がる傾向にある。

さらにもう1つ、ホームエクイティローンというのがある。これは、保有している不動産を担保にお金を貸し出すローンだ。不動産の値段が上れば、金融機関からの借入額を増やすことができる。しかし不動産の値段が下がると、その含み益を担保にして借りているローンの多くが、担保割れになってしまう。つまりホームエクイティがマイナスということだ。

以上述べてきたように、住宅価格の動向が米国経済の行方に大きく影響する構図が浮かび上がる（真偽は別として、住宅価格が10%下落すると、消費が1000億ドル減少するとの推計もある）。米国の住宅市場からしばらく目が離せないことが理解されるかと思う。（参考データ：米財務省調査によると、2006年末時点の米国の社債残高は、8兆8537億ドル、うち39.3%の3兆4815億ドルは、モーゲージを中心とする資産担保証券、及びサブプライムローンの専門業者などを含むファイナンス会社の発行したものとなっている。連邦機関債もモーゲージローンの証券化商品だが、各種の保証がついており投資家へのリスクは低いといわれている。）

第3章 第2のリスク、日本・・・巨額債務という借金バブル

1、巨額の一般政府債務

財務省が発表した2007年3月末の国債、借入金、政府短期証券の合計額は、834兆3786億円。2006年3月末より6兆8981億円増えた。経済協力開発機構（OECD）の見通しによると、2007年先進主要各国の国と地方の債務残高の対GDP比（%）は、日本が180%近くに達し、2位イタリアの120%余りを大きく引き離してダントツの1位である。他の主要国（フランス、ドイツ、カナダ、米国、英国）は、すべて50%台～70%台にあり、一番少ない英国で50%余りとなっている。

数字が明確になっている政府予算をみると、景気回復などによる税収増で、2007年度は新規国債発行総額を25兆4320億円に抑制しているが、国債の利子・償還費に当てる国債費は、20兆998億円と11.9%の増加となっている。その結果、2007年度末見込みの公債残高は547兆円に達し、国債発行残高の対GDP比も104.8%と100%を超えている。

債務削減を目指して、政府は2011年度に基礎的な財政収支の均衡を目標に掲げた。このプライマリーバランスと呼ばれる基礎的財政収支とは、借入を除く税収等の歳入から過去の借入に対する元利払を除く歳出を差し引いたものである。財務省によると最悪の場合、目標達成のためには現在より約2割の歳出カットか、消費税率15%までの引き上げが必要であるといい、その実現が危ぶまれている。仮に実現できたとしても、2011年

度までは財政赤字で借金は増え続けることになり、赤字分は新たな借金（国債の発行）で賄うことになる。国債の元利払が財政を圧迫することには変わりはない。

2、低金利が国債費の急騰を抑制

1980年以降をみると、日本の公債残高は一貫して増加してきた。しかし国債の利払費に関しては、1991年頃をピークに10兆円超の水準で横ばいが続いた後、長期金利の低下に遅れる形で利払費も減少、8兆円台ではほぼ底を打っている。わが国の長期金利は、1990年頃7%近くであった。その後長期金利は下がり始め、1998年に1%台に突入、2002年、2003年にはほとんど1%近くまで下がって底を打ったものと思われる。その後長期金利は2004年頃から上昇に転じ、現在2%近くまで上昇してきている。利払費もやはり2004年頃から増加に転じ、最近では長期金利の上昇傾向に合わせる形で増加傾向となっている（ただし直近では、サブプライム問題の影響で長期金利は若干低下）。

これまで国債の利払費が増えなかったのは、日本の金利の異常な低さにあったと考えられる。事実財務省は、金利が1%上昇すると、利払費は1.6兆円増えると試算している。今後仮に長期金利が2%で推移すると、利払費は増加を続けることになる。いかに低金利が日本の借金を下支えしてきたかが理解されよう。

3、金利を上げられない政府と外貨に向かう個人金融資産

日銀が金利を上げようとする、政府がそれを牽制する。政府と日銀とのせめぎ合いが常態化している理由も、実は政府の借金にあると考えられる。金利の急騰は借金の利払を急増させ、財政破綻を招きかねない。

一方、貯蓄によって国の借金を支えてきた国民は、長年の低金利に痺れを切らし、最近では貯蓄から投資への流れが鮮明化してきた。投資信託の純資産残高もこのところ増え続け、投資信託協会によると、公募投信の純資産残高は2007年6月末現在約82兆円（うち外貨建分約35兆円）と過去最大だ。今回の投信ブームの特徴は、資金が国内だけではなく、より高金利の外貨建資産に流れ込んでいることである。個人による外国為替証拠金取引（数兆円規模と推定されるが詳細は不明）を含め、低金利通貨の円を借りて高金利通貨で運用する取引、いわゆる円キャリー取引（IMFの2007年4月の報告によると約1700億ドル規模と推計）も、外国のヘッジファンドや金融機関などを巻き込みながら外貨建資産への投資を拡大させている。結果的には、これらの投資資金によって米国の経常赤字がファイナンスされることになる（ただし直近では、サブプライム問題によるリスク回避の動きから、円キャリー取引の巻き戻しが起こっている）。

いずれにしても国の借金が増え続けたとき、新たに発行する国債を誰が買い支えるのか。外国人の日本国債買いは4%にも満たないという。貯蓄好きの日本国民、個人金融資産の半分以上が未だに預貯金だ。個人の預貯金などを使った金融機関などによる国債買いはい

つまで続けられるのか。すなわち間接的に借金を支えてきた1500兆円超の個人金融資産の行方は今後どうなるのか。そして、いずれ国家破綻はやってくるのか。金利急騰のリスクと併せて見守る必要がある。

第4章 第3のリスク、中国・・・高度経済成長とバブル

1、投資と輸出が成長を牽引

毎年10%以上の高度経済成長を続ける中国。世界経済の一翼を担うまでになった中国経済、原動力は投資と輸出であり、成長の両輪だ。国内消費需要には、まだ高度経済成長を支えるだけの力はない。

グローバル化とITの進歩とが相俟って、企業は世界のどこでも最適な場所で生産活動ができるようになった。安くて豊富な労働力を求めて、日本や欧米の企業は競って工場建設などの直接投資を行い、今や中国沿岸部は世界の生産工場になった。ここで作られた製品は国内だけでなく、米国など世界に輸出されている。

2008年には北京オリンピック、2010年には上海万博が予定されている中国。これらが中国における国内投資の一翼を担い、高度経済成長を後押ししている。米国の消費需要への供給（輸出）が両輪の1つだとすれば、オリンピックと万博に代表される投資がもう1つの車輪だ。そして同時にバブルも発生している。

2、過剰流動性がバブルを誘発

中国の2006年の貿易黒字は、1774億7000万ドル（中国税関総署）。その後も増勢は続き、2007年1-7月の黒字は1368億ドルに上り、通年の黒字が過去最高だった2006年を大幅に上回る勢いが続いている。外貨準備高は、昨年2月に日本を抜き世界一になってからも増え続け、中国人民銀行によると、2007年6月末現在1兆3326億ドル（2007年7月末の日本の外貨準備高は、9237億1800万ドル）。その多くが米国債などで運用されているとみられる。中国政府は、貿易黒字や直接投資の急増による元高圧力の抑制のため、ドル買い人民元売りの為替市場への介入を行っているが、その結果、過剰流動性（金余り）が発生している。中国人民銀行は預金準備率の引き上げや手形発行などで、人民元の吸収（人民元の不胎化）を試みるも、金利の急騰などで、過剰流動性吸収は進まない。過熱してきた不動産投資は、政府の課税強化などの規制により、一時的に沈静化しても、消費者物価指数（CPI）は依然として預金金利を上回っており、個人マネーは預金ではなく株式市場などに集中している。中国政府は、銀行の預金・貸出金利の引き上げや預金利息税の引き下げを行うも焼け石に水。中国本土市場（上海・深セン）の時価総額は、2007年8月3日終値ベースで、初めて20兆元（約315兆円）を超えた。東京市場の約半分、ほぼ中国のGDPに匹敵する規模に膨らんでいる。余った金が株や不動産に流れ込み、明らかにバブルを発生させているのだ。

2010年万博の後、中国経済は高度経済成長を続けられるか。そして、バブル崩壊の危機は訪れるのか。成長の持続可能性が問われている。

3、積み上がる外貨準備高の運用リスク

中国は外貨準備の一部をリスク資産で運用することを表明。国務院直属の企業である投資管理会社（国家外貨投資公司）を設立、外貨準備を有効活用するという。元建債券（特別国債）を発行し市中から元を吸収、ドルを買ってドル建資産に投資する。元の過剰流動性と元高圧力を抑えるのが狙いともいわれる。当初運用資金は2000億ドル程度とみられ、5月下旬には、外貨準備の一部を使って、米国の有力買収ファンドであるブラックストーン・グループに30億ドルの出資をすると発表。結果的には、中国のお金もリスク資産にシフトする傾向にあるのだろうか。実際、中国政府の発表によると、2007年4月の中国による米国債保有残高は4140億ドルと、3月より58億ドルも減ったという。結果として、一時的にせよ、米長期金利が上昇したことは気になるところだ。

第5章 3つのリスクの奇妙な関係

1、相互に支え合う構造の中に内包される3つのリスク

中国や日本の輸出を支える米国の消費は、巨額の経常赤字を内包してきた。一方、日本の巨額借金は、日本政府に低金利政策を余儀なくさせ、日米金利差の源にもなっている。低金利に堪えかねた円は、より高金利の投資先を求めて、投資信託、外国為替証拠金取引、円キャリー取引などを通じて、外貨建資産に流入。米国資産への投資が急増してきた。結果として、低金利の円が米国の経常赤字をファイナンスし続ける構造が常態化し、米国の経常赤字を支えてきた。

さらに、貿易黒字と為替管理で積み上がる中国の外貨準備も米国証券を買い支え、結果とし元の過剰流動性が生まれてきた。それらの元は株や不動産に流入し、いわゆる中国バブルを発生させてきた。

2、海外投資家が保有する米証券

2006年米財務省調査によると、海外投資家が保有する米証券（株式と長短期債券）の残高は、7兆7792億ドル（米連邦準備制度理事会＝FRBによると、米証券残高全体のうち23.9%を外国人が保有）。残高が多い国・地域は、日本1兆1064億ドル、中国6989億ドル、英国6396億ドル、ルクセンブルク5490億ドル、ケイマン諸島4850億ドル。中東産油国は10位の2428億ドル（バーレーン、イラン、イラク、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、アラブ首長国連邦の合計）となっている。ただし、中東のオイルマネーは、複数の政府機関から金融機関を複雑に経由して投資されるため、実態は把握しにくい。日本と中国は、外貨準備と金融機関による米財務省

証券と連邦機関債投資が多い（ただし、中国は外貨準備の一部をリスク資産への投資に回すことを表明している）。英国など欧州のオフショア市場国は、株式に加え、社債の保有が多い。オフショア市場経由の資金の最終的な出し手は不明だが、オイルマネーが大きいと思われる。中東産油国は株式が1106億ドルと、長期債の916億ドルを上回っており、全体の半分近くを占める。これから推察できることは、日・中の対米証券投資はリスクが比較的限定されているともいえる。一方産油国の資金は、直接的には株式に多く投資され、間接的にはオフショア市場を通じた社債投資が多いと思われる。また、米財務省ベンチマーク調査によると、中東産油国では米債より株式投資を増加させているということで、今後資金の移動には注意が必要である。（参考データ：米国資本収支をみてみよう。米商務省によると、2006年の米国年間資本収支は、外国からの対米投資すなわち資本流入が1兆7649億900万ドル。米国からの対外投資すなわち資本流出が1兆457億6000万ドル。約7191億ドルの流入超過分が経常赤字の大半を穴埋めしている。）

3、日本の生産技術に依存する中国の投資（国際分業体制で相互依存を深める日中経済）

財務省発表による2006年度の中国との貿易額は、25兆4276億円。戦後初めて、25兆1608億円の米国を抜き最大の貿易相手国となった。ちなみに、日本の輸出相手国としては、米国が引き続きトップで輸出額は約17.1兆円。第2位の中国がそれに続いて約11.3兆円の輸出額（輸入額は約14.1兆円で、輸出額、輸入額いずれも過去最高）。日本から中国への輸出は、現地生産をする日本企業向けの原材料や部品が中心（最近はそれだけにとどまらず最終製品が伸びている）。中国から日本への輸入は、電子部品や通信機、電気計測機器などの電子機器のほか衣類など、最近ではまだ絶対額は低いが、自動車や自動車部品といった輸送用機器などが高い伸びを示している。中国から世界に向けた製品供給の増加に伴い、わが国から中国への部品供給も伸びを続けている（将来は、最終製品の輸出先としての中国の重要性が高まる見込み）。こうして、日中間での分業の進展に伴い、中国からわが国への汎用品の輸入拡大が見込まれる。このように両国の相互依存関係はさらなる深化を遂げつつある。

結局、リスクがお互いを支え合う微妙なバランスの上に成り立ってきた世界経済の拡大成長。どこまで持続可能かが問われている。

第6章 2010年に危機は来るのか

1、悲観的シナリオ

悲観的なシナリオを想定してみよう。まず、2010年？米国、住宅バブルの破裂により消費が減退。サブプライムローンに関連した損失が債券保有者にも及び、米国経済を直撃。さらに、損失は海外投資家にも。リスク資産への投資割合の大きい産油国マネーの対米投資姿勢にも影響。次に、2010年？日本、経済成長の減速と金利の急騰で国家破綻

の危機。さらに、2010年？中国、万博後の投資バブルの崩壊により高度経済成長が失速。

それぞれのリスクが顕在化した後には、リスクの相互依存関係が崩壊する。まず、米国の消費減退で中国、日本の輸出に急ブレーキ。次に、日本の金利急騰で米国経常赤字のファイナンスがピンチに。さらに、中国の高度経済成長の失速で日中相互依存経済が崩壊。そして最終的に、2010年？相互依存のバランスが崩れ世界経済のリスクが顕在化。

それではリスクを回避する方策はあるのか。まず、米国経済のソフトランディングシナリオはあるか。次に、低金利政策と円安を続け債務を減らせるか日本。さらに、国内消費需要を喚起し輸出と投資に頼る経済から脱却できるか中国。そしてリスクの相互依存関係を保ったまま軟着陸を目指す世界経済。

いずれにしても危機が来るとすれば、その引き金を引くのは米国の住宅バブルか日本の借金バブルか中国の投資バブルの破裂。そして相互依存関係が崩壊し、世界経済は調整局面に突入、世界経済の新たな拡大成長が始まるまでの移行期間が始まる。

2、危機が去った後の世界経済

米国発のグローバル化は、中国などの新興国を巻き込みながら世界経済の成長を牽引してきた。同時にリスクを内包させながら。実はこの間、EU（欧州連合）もGDP（国内総生産）を着実に拡大してきた。そして気がついてみると、今では世界のGDPに占めるEUの割合は、米国を凌ぐまでになってきた。主要国の外貨準備高に占めるユーロの割合も着実に上昇している。もはや米国一極集中の構図では世界経済を語れなくなってきた。中国やロシアなどの新興国も、EUとの新たな関係の構築に動き出している。

米国とEU、そして新興国が加わり、新たな多極的グローバル化が着実に始まっている。3大バブルという危機が去った後、新たな拡大成長のパラダイムへと移行する世界経済の未来はどのようなものになるのか。そのとき日本は世界で生き残るために何をすればよいのか。そろそろ考えておかなければならない時期にきているのではないだろうか。

（本稿は、数ヶ月前に依頼を受けて、NPO法人 日本シー・アール・オー協会の月刊誌「CRO MONTHLY」に寄稿した原稿を、その後修正したものです。協会に寄稿後、直近の動きとして、米国発サブプライム問題が大騒ぎになり、世界の金融市場が揺れています。予想していたより早く、米国住宅バブルの問題が顕在化した気がします。サブプライム問題の本質を考えると、現在の世界経済のリスク構造を理解することは重要です。そのため本稿を急遽、日本シンクタンク・アカデミーのホームページ上で公表することにしました。今後の世界経済の行方を考える際の参考にして頂ければ幸いです。）