

金融危機後の 米国金融市場の動向と 今後の展望

経済広報センターは9月17日、ニューヨーク証券取引所ユーロネクスト(NYSEユーロネクスト)のダンカン・ニーデラウアーCEOを招き、講演会を開催した。

ニーデラウアー氏は、米国金融市場の現状や今後の展望、取引所から見た金融市場の課題などについて講演した。講演に続いて、JPモルガン証券のチーフエコノミストである菅野雅明氏がコメントした後、両者がディスカッションを行った。参加者は約130名。

講演要旨

ダンカン・ニーデラウアー
ニューヨーク証券取引所ユーロネクスト CEO

世界経済の回復と今後の課題



世界経済は、各国政府の迅速かつ果敢な行動の結果、①株価の回復、②GDP(国内総生産)の伸び、③新株発行の増加、新規上場の再開、④企業収益の安定化、生産性の向上など、回復の兆候が見え始め

ている。世界経済の回復を確実にものとするためには、①新規投資の刺激、②イノベーションの促進、③雇用の創出・安定化、④金融システムに対する信用・信頼の回復が必要である。

今回の金融危機で、各国とも内向きになりがちである。しかし、世界経済を回復させるためには、国

際化をさらに進めていく必要がある。歴史が示すとおり、各国が保護主義に陥ると経済のパイは大きくならず、悲惨な結果を招くことになる。

金融システムの信頼回復に向けて

金融システムに対する信用・信頼を回復させ、透明性を確保するには、「適切な規制」の導入が必要である。今は、その千載一遇のチャンスである。米国では複数の監督当局が金融規制を同時に行う一方、逆に何ら規制されない分野がある。このような規制の重複や漏れは、米国の金融インフラを非効率にしており、リスクの特定やシステミックリスクの管理を不十分なものになっている。金融規制改革の基本は、①投資家保護、②規制監督当局間の協調、③透明性の向上、④過剰規制の回避、の4原則とすべきだ。

まとめ

最悪の時期は脱し、2010年も成長を維持できる兆しが出てきた。我々は当面、「慎重ではあるが楽観的」になれる。

コメント要旨

菅野雅明

J P モルガン証券(株) 経済調査部長
マネジングディレクター チーフエコノミスト

■米国経済の動向



米国経済の今後については、やや楽観的に見ている。幾つもの課題を抱えているが、7月に景気が底を打ち、回復の最初の局面に入ってきた。特に、製造業の生産がかなり回復しているのが心強い。しかし、米

国経済が自律的な回復に向かう上での懸念材料は2点ある。第1は、米国の雇用情勢である。失業率は9%を超え、10%に迫る勢いとなっている。第2は、金融機能の回復の遅れである。不動産価格の下落により銀行のバランスシートが毀損し、貸し出しの態度は依然として慎重なままである。

こういった中で、雇用者数の減り方は緩やかになっている。失業率は引き続き上昇しているものの、伸びは緩和しており、2010年第1四半期ごろにピークを迎えた後は下がってくると思われる。そうすると、雇用者数の純増に伴って、個人の消費マインドがよくなり、個人所得の上昇と個人消費の伸びにより、経済が自律的回復に入ることが期待できる。

金融市場のうち、住宅ローンや消費者ローンは低調であり、引き続き政府の支援が必要な状況にある。しかし、金融のプロである機関投資家の世界では取引量が急速に回復しており、リスクを取りに行くようになってきた。リーマン・ショックの引き金となったABS(資産担保証券)の売買も戻ってきており、明るい兆しも見えてきている。株価も着実に

上がってきた。流動性不足に対しては、中央銀行が流動性を供給したため、状況は改善しつつある。

「山高ければ谷深し」という言葉がある。世の中に慎重な見方が多いため在庫は減り、これからは在庫の積み上げ局面になっていく。また、資産構成に占める株式の割合も低くなっており、個人マネーは安定資産に向かっている。こうした状況下では谷は深くなりにくいいため、2010年については二番底はあまり心配していない。ただし、新型インフルエンザなど何が起こるか分からず、手放しで楽観することはできない。

■日本経済の動向

日本経済の景気循環は輸出で決まるので、世界経済がしっかりしていれば底割れはしない。世界経済が変化すると、日本は、より変化する傾向がある。従って世界経済の回復は、日本にそれ以上の回復をもたらす。

今後の世界経済を概観すると、米国は2010年1～3月にかけて自律的回復の局面に向かう。中国は経済成長の過熱リスクに対して健全な微調整が行われており、2010年にかけて8～9%の安定成長が見込まれる。ユーロ圏はやや出遅れているが、ドイツは輸出主導であるため、世界の回復に伴って回復する。以上のことから、日本経済も2010年第1四半期以降、緩やかではあるが自律的回復の局面に入ることが期待できる。

そこで、懸念されるのは次の2点である。第1は、日本の経済活動の水準が低いことである。需給ギャップが大きいと、物価に対する下落圧力は強くなる。実質成長率が2%になっても名目成長率はゼロに近く、デフレ色が強くなる。2点目は、民主党の政策である。民主党には暫定税率の撤廃、高速道路無料化などデフレ的な政策が多い。また、円高容認の姿勢が見えるのも不安要因である。

ディスカッション概要

■今回の危機の現状と今後の見通し

菅野 今回の危機に関して「100年に1度の危機」という表現は正しいか。また、今回の危機は終わったのか。

ニーデラウアー 「100年に1度の危機」という言い方には賛成できない。政府高官は「未曾有の危機」という言い方もしているが、これも正確でなく、真実にも近くない。実際には、7～10年の周期で何ら

かの危機は起こっている。

今回の危機は、最悪の状態を脱した。先ほど「慎重ではあるが楽観的」と申し上げたが、課題は残っているものの、メルトダウンの危機は避けることができた。商業用不動産は心配であるが、二番底はないと思われる。

菅野 来年にかけて二番底はないだろうと我々の意見は一致している。ただし、先々についてはまだ答えが出ていないのではないかと。今後の米国政府の政策に、米国経済がどう対応するか依存しているものと思われる。

現在の米国経済には1994年の日本の状況に似ている面がある。日本の場合、公的資金の投入が遅れるなど不良債権処理が進まず、これが97年の景気後退の遠因となった。一方、今回の米国の対応は素早いと、不良資産処理が遅れるようだと、将来、出口戦略の実施が引き金となって景気が下ブレしかねない。米国については、今後の潜在成長率(現在約2%)の推移がカギだ。潜在成長率が再び上昇に転じれば資産価格も上昇に転じるだろうが、逆に低下すれば資産価格の下落、不良資産の増加といった悪循環に陥るリスクがある。

ニーデラウアー 米国は日本の90年代初頭の教訓から学び、バランスシートの改善と資本増強など断固たる対応を速やかに行った。ただ、バランスシートの改善については、より一層の努力が必要である。

銀行の不良債権処理にペナルティーをかけてはならない。銀行が自信を持って不良債権処理を進め、貸し付けができる状態に持っていくことが重要である。

■金融規制の動向

菅野 金融についての規制強化がG20で話し合われている。マーケットの立場から、こうした動きをどう捉えているか。

ニーデラウアー 規制の方向性については、それでよいと思う。今後、規制がある程度強化されることはやむを得ないが、過剰反応は好ましくない。どこに問題があり、どこに問題がなかったのかをはっきりさせる必要がある。有用な市場まで規制を強化してはいけない。これまでも、透明な市場は義務を果たしてきた。問題は、すでに規制があった市場ではなく、これまで規制のなかった市場である。

また、全体的なリスクを管理するために、各規制当局のトップを集めてカウンシルをつくるという議論もあるが、責任者を明確にした方がよい。FRB

(連邦準備制度理事会)が全体を見る立場になればよいと思う。

菅野 NYSEは民間の自主監督機関であり、ユニークな立場にある。レギュレーションの中でのNYSEの位置づけをどう考えるか。

ニーデラウアー NYSEは自主規制機関として、株式市場を中心に市場全体の監視を行ってきた。米国では規制緩和が進み市場が細分化したため、NYSEのシェアは米国で35～40%である。情報の大半を持っていた時は監視しやすかったが、現在は監視しにくくなっている。そこで、NYSEが従来担っていた市場を監視し監督する責任については、一体化した全国的な機関に集中させる必要があると考えている。SEC(米国証券取引委員会)が、市場全体の監視体制を実効あるものにしたいと考えるなら、取引に関する情報を集中させ、監督する機関を設ける必要がある。

菅野 日本では政府が規制を作り、民間は従うという印象があるが、米国や英国ではみんなで市場をつくり上げている。市場と規制はバランスを取るべきであり、最適な規制があるはずだ。金融工学のような新技術が発明された時に規制が遅れたため、一見すると市場が暴走しているように見えた。過度な規制にならぬよう、市場の機能が活かされるような規制を、市場にいる我々が提案して作り上げていくべきである。

■質疑応答

質問 グリーンスパンFRB前議長の言う「100年に1度の危機」は、自分の実感に近い。例えば、台風の目に入ると、風は一旦穏やかになる。しかし、しばらくするとまた暴風がやってくる。大恐慌の時も経済は一旦は落ち着いたように見えたが、再度悪化した。金融・証券市場関係者は楽観的過ぎるのではないかと。二番底になるかどうかは分からないが、実態はもう少し深刻なのではないか。

ニーデラウアー 今の意見に反対を唱えるのは難しい。慎重であることは正しい。6カ月でこれだけ相場が回復したことについて、自分もナーバスになっている。相場が回復したからといって、実体経済も回復したと見るのは危険である。相場は先行指標であるが、実体経済が回復している兆しは見えない。菅野氏が、「あまり有頂天になってはいけない」と述べたのは正しいと思う。

(文責：国際広報部主任研究員 北井優康)