

2010年の経済キーワード

八木田聖三

株式会社日本経済研究所 ソリューション局 副主任研究員

2009年の経済を振り返って

2008年秋、世界経済を北京オリンピックによる陶醉の余韻から覚ました「金融危機」は、その直後に講じられた先進各国の財政・中央銀行当局による緊急危機対応財政と市場自らの機能回復能力をもってまずは何とか機能を維持している状態と言えます。2009年は危機対応と市場正常化を最優先事項として世界の金融当事者が奔走した1年であり、そして現在は一定の市場正常化を確保し、「危機後」の経済秩序が形成し始めている時期だと言えるでしょう。

2010年はどのような1年になるのでしょうか。世界の政治経済の情勢は不確定性を増しており、経済指標や市場のシナリオを予測することは困難ですが、少なくとも2010年の経済動向を考える上で鍵となるのではないか、と思われるキーワードを挙げてみました。

米国量的緩和政策の「出口」

米国の政策金利を示す指標である Federal Fund Rate の誘導目標は2008年12月16日付けで、金融危機を受けた緊急利下げとしてそれまでの1.00%から0.00% - 0.25%に引き下げられました。以来現在（2009年11月5日現在）に至るまで同レンジで維持されています。量的緩和による超低金利政策です。日本では1995年9月に当時の公定歩合（呼称変更され現在は「基準割引率および基準貸付利率」）が0.5%に設定されて以来量的緩和政策が継続されてきています。

この日本の低金利政策でもたらされた日本の金融機関からの「大量の」「低金利」融資が世界中の投

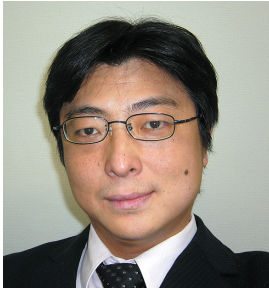
資家にとって非常に低コストの資金調達源として利用され、日本円で調達された資金がドル建てやユーロ建てでの様々な運用対象に投資されたと言われていています。

現在、その日本に加え米国も実質ゼロ金利、欧州の中央銀行である ECB も政策金利（Main Refinancing Rate）を1%として量的緩和を続行しているため世界の三大主要通貨が非常に流動性の高い状態にある、言い換えれば急激なインフレをもたらす可能性をはらんでいる状態と言えます。

この状態を金利の適正な引き上げによって早期に健全化する「量的緩和の出口」をいずれは図る必要がありますが、そのタイミングを巡って2009年秋頃から株式市場や為替市場の関係者による様々な分析がメディアに出始めています。この「出口」のタイミングは非常に繊細な問題で、企業業績の回復とインフレの双方をバランス良くコントロールできる絶妙なタイミングである必要があるのです。米国では2000年のITバブル崩壊後の低金利政策と量的緩和を企業業績の回復確認を優先し約2年半にわたり継続しましたがこの間に流動性を得た資金が住宅価格他様々な資産価格の上昇に拍車をかけ住宅などのバブルを助長した一因となったと言われていています。

逆に「出口」のタイミングが早すぎると企業業績を圧迫、債務不履行などから金融機関のバランスシートを悪化させる危険に直面します。特に現在の米国金融機関は未だバランスシートが完全に健全化されていない為、早すぎる「出口」は金融危機の余震をもたらす可能性を高めることとなります。

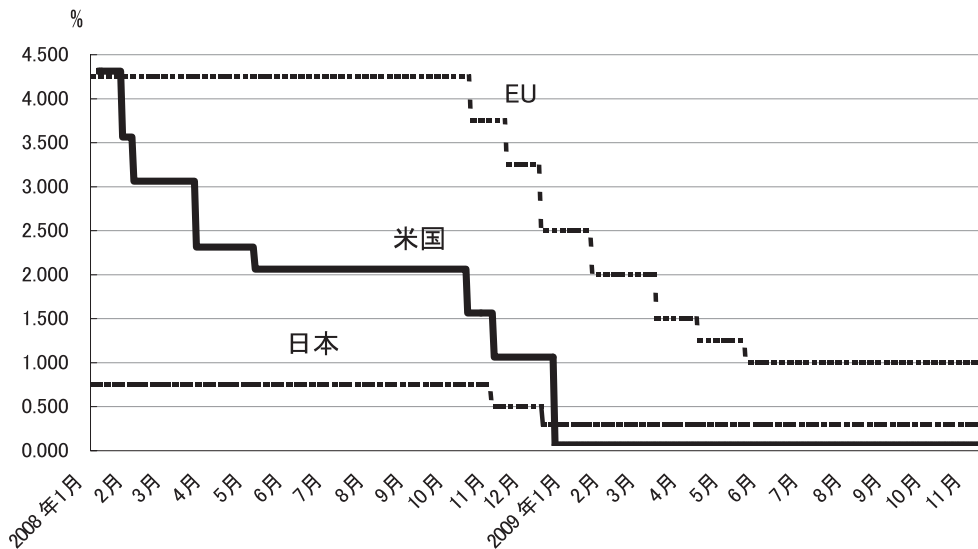
2010年は米国が金融危機対応の「出口」戦略がその後の金融市場や資産価格のシナリオに影響を与え



【八木田聖三のプロフィール】

1996年三井物産株式会社入社。野村証券株式会社、株式会社モルガンスタンレー・キャピタルを経て2009年株式会社日本経済研究所入社。専門分野はプライベートエクイティ、ヘッジファンド、企業再生等の投資戦略。

米国、日本、EU の政策金利の推移



る節目となると考えられます。

日本における不動産関連ローンのリファイナンス問題

2008年の金融危機により金融機関の信用供与力が縮小して以来、REITを含む不動産ファンドやCMBSがリファイナンス出来ず担保資産を換金するケースが増えています。

住宅やオフィス、商業施設向けのローンは、マンション購入人気や内外のファンド勢による旺盛な投資活動により2005年から2007年にかけて大量に貸し出され、そのローン債権を裏付けとするCMBSは日本においてその3年間で4兆円前後発行された模様です。不動産向けローンやCMBSは対象資産を購入したファンドの運用期間や保有期間に合わせ3年から5年の償還期限あるいはリファイナンス期限を設定しているものが多く、2010年からの数年間は再び投資対象不動産を中心に物件売却活動が活発に

なると予想されます。

ここ2年で不動産価格は大幅に下落しており、公正に評価される担保価値以上の貸付が理論上不可能なノンリコースローンは対象物件の売却価格や評価額が大幅に下落していると、売却時やリファイナンス時に既存ローンを全額返済できないことになるのです。このようなケースが増加することによる影響が2つ考えられます。

一つはリファイナンス予定であった不動産物件がローンのデフォルトにより売却され不動産の売却物件数が増加することです。これは需給からの価格下落圧力となります。全ての不動産物件が値下がりするわけではなく、正確には物件の立地やクラスとスポンサーのクレジットの違いにより物件間の価格差が大きく拡大する傾向が見られるものと思われます。例えば同じ丸の内エリアにおいても200m程度しか離れていない同規模のオフィスの基準階賃料が倍以上も乖離するという現象も起こっています。

もう一つは金融機関における引当を上回る追加損失の発生です。今後デフォルトが増加すると2010年を中心として売却物件の増加による不動産価格の更なる下落をもたらす可能性も否定できなくなります。

また、ノンリコースローンを融資している金融機関は既に担保物件の時価評価等により見込まれる損失額の一部を引当計上していると思われませんが、担保不動産価格の下落により追加損失を余儀なくされるケースも出てくるでしょう。

尚、住宅ローンについては融資残高総額も大きいですが個人購入者が給与などを返済原資としている点や返済期限が35年など長期にわたることから、雇用問題や所得水準の動向などオフィス・商業施設とは異なる背景で市場動向が推移するものと思われま

国際財務報告基準 – IFRS

2010年は日本の特に上場・公開企業の財務報告基準が大きく変化し始める年でもあります。1973年から国際会計基準を策定していた国際民間機関である国際会計基準委員会（International Accounting Standards Committee；IASC）は2000年に国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board；IASB）を設定・メンバーを選任のうえ機能を移管し、このIASBにおいて新たに財務報告基準（IFRS）を策定しました。このIFRS（既にIASCが設定していた国際会計基準（IAS）、解釈指針（SIC）およびIFRSに対する解釈指針（IFRIC）をワンセットとしてIFRSsと記載されることもあります）を採用する日本企業が2010年度から増加する見通しです。

IFRSsは設定当初IASと同様欧州などで採用されてはいましたが、世界的にはあくまでも「参照基準」のような存在でした。ところが2005年EUが加盟国全てにおいて適用を行ったことを契機に、以降

一気に世界的会計標準となったのです。

現在EU、ロシア、中国、オーストラリア、カナダ、中南米各国など主要国を中心に適用が完了しており、先進国では米国が2011年に適用を決定予定、日本が2012年を目処に2015年あるいは2016年に強制適用を行うかどうかを決定する予定となっています（現在はいずれも任意適用期間。日本では総合商社や大手メーカーを中心に適用を決定する会社が増えています。）。

IFRSsと現行の日本基準の会計処理の違いは非常に多岐にわたりますが、大きな変更点としては、

売上高の認識

価値が買い手に実質的に移転する時点を売り上げ計上時点とします。返品可能な販売、販売代理（仲介）や牛乳や石油取引のように同一物または同質物の反復売買は手数料・利ざや部分のみを収益として計上します。日本基準においては売上高を総額表示している為商社や通信販売業などの売上高はPL表示上減少するケースが多いと思われ

のれん

資産として認識され、償却ではなく定期的に行う時価評価額をもって計上額の根拠とします。M&Aにおいて公正な価値評価を前提に他社を買収した場合、償却による利益圧迫が無くなる為M&Aが活発化する要因となりますが、一方で公正に評価された時価に対してあまりにも高値で買収すると早期に減損の憂き目に会うこととなります。

減価償却

「コンポーネント・アカウンティング」と言われる概念に基づき、航空機やプラントなど複数の設備・機能が複合的に構成されている資産はその設備毎・機能毎の耐用年数により償却を行うこととなります。

などが挙げられます。もちろん、その他年金やリース会計、関係会社株式の持分（損益）、連結会計など重要な会計項目においても大きな変更点が多数あります。あと、IFRSは原則主義を基本理念として持ちその原文の各規定は概念的な文体で書かれています。現行の日本基準では個別のケース毎に計上基準を規定する細則主義を採用していることからそれら細則に従い計上額を決定し財務報告書類に記載すればどの細則に従って計上されたかについて共通認識が存在するわけですが、IFRSの世界では基準における明文規定が「原則」のみですので計上額や計算方法の細目を個別の処理について注記することになります。（そのためIFRS採用企業の財務報告書、有価証券報告書は膨大な注記部分により分厚くなります。）

現在多くの上場企業で適用の検討がなされています。実際強制適用となると企業の財務担当者や監査法人だけではなく、税務申告書における税額計算根拠が変更されることとなりますので税務当局、税理士も対応に追われることとなり、会計システムは刷新を図られることとなります。

非常に煩雑で膨大な導入作業が待っていることとなりますが、ここまでして我が国も導入を進めているのはやはり「国際的な比較可能性」がもたらす国際資本市場とのアクセスを維持できること、に尽きると考えられます。IFRSを導入しない場合、企業の状態を表現する共通言語を我が国だけが使用しないようなものですので言葉の通じない相手とわざわざ苦勞してコミュニケーションを図るのは面倒とみなされる、すなわちそのような企業が海外投資家から敬遠されることになってしまいます。日本が国としてIFRSを採用しない場合資本市場においては恐らく“ジャパンパッシング”を遠く通り過ぎ、“東洋のガラパゴス”などと揶揄されるかもしれません。

低炭素社会

日本が世界に提言している世界標準として「低炭素社会」が挙げられます。低炭素の「炭素」とは主に原油と石炭を指すのですが、炭素が燃焼時に酸素と結合してできる二酸化炭素が地球の地表近くの大気温を上昇させ、それが生命の営みに様々な悪影響を及ぼす、という多くの研究結果に基づき炭素をあまり燃やさないようにしよう、というのが「低炭素社会」のコンセプトです。（木材や紙も炭素を多く含みますがそれらを燃やして発生する二酸化炭素は現在大気中に含まれる二酸化炭素の循環サイクルに含まれている為、地表の二酸化炭素総量を急激に増加させる主因とはなりません。地中深く封印されていた太古の炭素を燃やして現在の大気中に二酸化炭素を放出させることが問題となります。）

低炭素化の手段としては原子力や再生可能な自然エネルギーの活用などがあり（既にそれらの仕組みや効果は公知のものとなっているので詳細は触れません）、日本はEUと並びこの分野の技術先進国と言えます。日本が国際的な低炭素化イニシアチブを政治的に提言していくことはもちろん地球環境の維持・保全の観点からは意義のあることですが、経済的な側面からは特に高度成長期にある国々がこのイニシアチブに追随するか否かで日本の国際競争力を大きく左右することになると考えられます。

低炭素化を世界標準化させることに成功できれば日本の環境技術は世界で需要を増していくでしょうし、環境対応が進んでいる日本企業にとっては追加設備投資負担が相対的に低い為これから巨額の設備投資を行う他国企業と比較してエクイティの利回りに対する相対的な選好性が生まれます。一方高度成長国が低炭素化のための設備投資を全く行わない場合、または環境技術に興味を示さない場合、日本の環境技術への需要は限定的なものになり、投資リター

ンを追及する国際的な投資マネーからは低炭素化の為の各規制や投資が成長を抑制しているとされ「美しい国」ではあるが投資対象ではない」と判断される可能性があります。低炭素化の世界標準化の可否は日本経済にとって触れ幅の大きい振り子のようなものだと考えられます。

まとめ

2010年の日本経済、世界経済にとって重要なキーワードは他にもいろいろ考えられます。日米の雇用問題も深刻なものになっていますし、大国の資源確

保競争、貿易におけるナショナリズムの動向も注目すべきでしょう。これらキーワードの根底には「世界標準化」と「ポスト「危機後」の世界観」が共通項として存在するように思えます。

金融危機によって貿易・金融における米国の存在感が以前より低下したことで様々な経済的前提が変わってしまいましたが、世界の多くの国では危機後の市場正常化を経て既に次の成長シナリオを描き始めています。2010年はポスト「危機後」の「世界標準」に基づく新たな経済システム元年と言える年かもしれません。