

日本経済ウォッチ < 2008年5月号 >

【目次】

- | | |
|----------------------------------|----------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ～ 人は何から景気を感じるのか～ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ～ 2001年1月以来の生産の大幅減少の評価～ | |
| 3 . 今月のトピック | p . 3～19 |
| ～ 日本の不良債権問題とサブプライムローン問題の類似点と相違点～ | |
| (1) 日本の不良債権問題とサブプライムローン問題の比較 | |
| 両者の規模の比較 | |
| 両者の類似点と相違点の検討 | |
| 信用収縮懸念と景気への影響 | |
| (2) サブプライムローン問題の解決策を巡る議論 | |
| 日米両国の基本姿勢の違い | |
| 公的資金注入について | |
| サブプライムローン問題のこれまでの当局の対応 | |
| 今後必要な対応策とは～日本の不良債権問題の教訓 | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班

鈴木 (E Mail: akihiko.suzuki@murc.jp)

小林 (E Mail: s.kobayashi@murc.jp)

鶴田 (E Mail: rei.tsuruta@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～人は何から景気を感じるのか

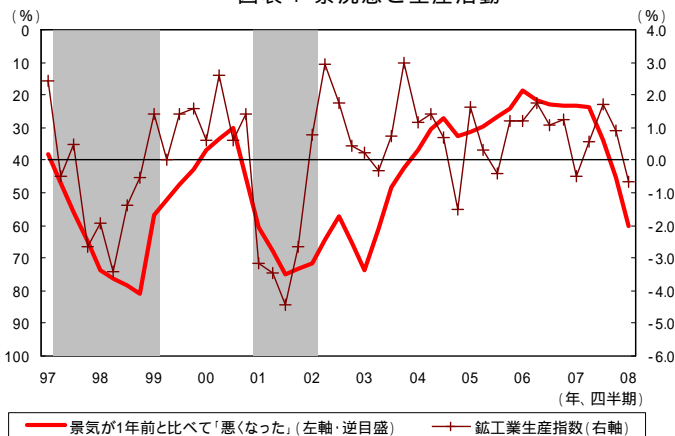
人々の景況感が急速に悪化している。日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」でこのところの景況感の悪化具合をみると、景気が1年前と比べて悪くなったと回答する人が急に増えており、前回、前々回の景気後退時の悪化パターンと似てきている（図表1）。一方、実体経済の現状を示す代表的な指標である鉱工業生産指数をみると、過去の景気後退時に起きたような大幅な生産活動の悪化は示されていない。景況感の急速な悪化に比べると実体経済はそれほど悪くなっていないとも言える。

人々の景況感と実体経済の動きのズレは、賃金が伸び悩んで景気回復の動きが企業から個人にまで広がりにくいという状況も影響しているだろうが、同時にマスコミ報道の影響も考えられる。「生活意識に関するアンケート調査」で景気判断の根拠をみると、「マスコミ報道を通じて」「景気関連指標・統計をみて」をあげる人の割合が足元で上昇している（図表2）。過去の景気後退局面でも同じような動きがあり、マスコミ報道（景気関連指標・統計の情報も、マスコミ報道で知るという意味ではマスコミ報道のひとつと考えられる）を通じて、人々は景気の悪化を感じる傾向があると言えるだろう。

マスコミ報道は経済情勢を国民に分かりやすく伝えるという点で重要な役割を果たしている。ただ、過去2回の景気後退時には、国内金融機関の破綻や金融システム不安の発生、ITバブルの崩壊という日本の実体経済に直接ダメージを与えるような事態が起きていたのに対し、足元で起きているのは、主に米国でのサブプライムローン問題の発生と金融市場の混乱、米国の景気後退懸念など、間接的に日本の実体経済に悪影響を及ぼす可能性が心配されている出来事である点には留意すべきだ。サブプライムローン問題に端を発した米国経済の変調は確かに大きな問題だが、それが日本の実体経済にどのような影響を及ぼすのかについては、別途冷静にみていく必要がある。景況感と実体経済は必ずしも同じ動きをすることは限らない。

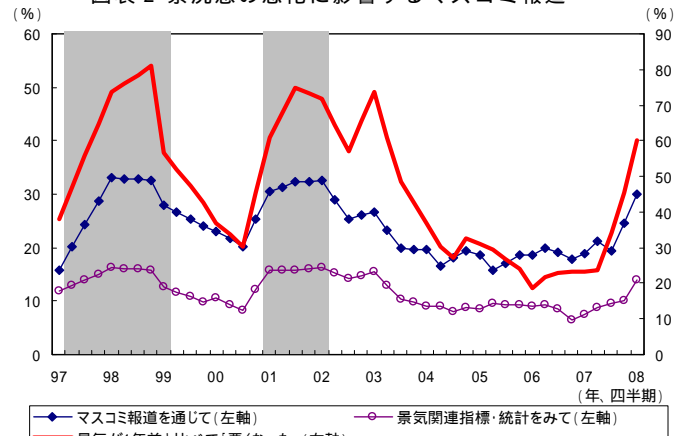
（鶴田 零）

図表1 景況感と生産活動



(注)・「生活意識に関するアンケート調査」は、2006年6月調査よりアンケート方法が変更されたため前後の系列にギャップがある。上グラフはその段差を調整している。
 ・鉱工業生産指数は季節調整値の前期比。
 ・シャド-部分は景気後退局面を示す。
 (出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、経済産業省「経済産業統計」

図表2 景況感の悪化に影響するマスコミ報道



(注)・「マスコミ報道を通じて」と「景気関連指標・統計をみて」を景気判断の根拠としてあげた回答者の割合。
 ・2006年6月調査よりアンケート方法が変更されたため前後の系列にギャップがある。上グラフはその段差を調整している。
 ・シャド-部分は景気後退局面を示す。
 (出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

2. 景気概況 ~ 2001年1月以来の生産の大幅減少の評価

3月の鉱工業生産は前月比 - 3.1%と輸送機械や一般機械を中心に大幅に減少した。単月の減少率としては、2001年1月以来の大きさである。2001年1月といえば、ITブームの崩壊とともに前年の11月をピークに景気は後退局面に入っており、この時の生産の大幅な減少は景気の後退をはっきりと印象付けるものであった。今回の生産の大幅減少も景気後退を象徴する出来事と考えるべきか。当時と今の経済状況を比べてみよう。

まず、今回は前回のITブームのような景気の過熱は起こっていない。2001年当時は、ITブームの後で半導体などデジタル関連財を中心に在庫が積み上がり、出荷と比べた在庫率も高水準となった。同時に、設備の過剰感が高まって設備投資が減少した。今回も在庫は徐々に増加してきているが、在庫率の水準は依然として低い。また、企業の収益状況は厳しくなっており、設備投資の減速が予想されるものの、2001年当時と異なり、設備過剰感が高まっているわけではない。設備投資の調整は軽微なものにとどまるだろう。回復感なき景気回復が続いただけに、過剰在庫や過剰設備が景気後退をもたらすという状況ではなさそうだ。

輸出依存度が高まっている日本経済にとって世界経済の動向は重要だが、世界経済の環境も2001年に比べるとまだ恵まれている。住宅投資が大幅に減少し、個人消費も減速している米国経済は、2001年当時のように景気が後退する懸念が出ているが、当時と異なって中国などの新興国や資源国が高い成長を遂げている。2001年の世界経済の成長率は2%台前半にまで減速したが、今年の成長率は昨年までの5%程度の成長からは減速するものの、3%台後半は期待できそうだ。デカップリングという言葉は評判が悪いようだが、米国一極集中ではなく多極化が進んだ世界経済は、米国経済の減速による影響を緩和する力をつけていると言える。

一方、2001年には無かった別の問題が生じてきている。四半世紀ぶりともいえる原材料価格の高騰である。原材料を輸入に依存する日本の交易条件は悪化しており、所得が資源輸出国に移転している。所得移転の負担を負うのは、収益が圧迫される企業であり、賃金の伸び悩みや物価の上昇で実質所得が目減りする家計でもある。収益環境の悪化は設備投資の先行きにとってマイナス材料であり、実質所得の減少は消費者マインドの悪化を伴って個人消費の頭を抑える。もっとも、こうした構造的ともいえる変化は、一気に景気を悪化させるのではなく、少しずつボディーブローのように効いてくるだろう。

生産の動きは景気が後退していた2001年初めと似た動きを示しているが、日本経済を取り巻く環境の変化を考えると、必ずしも状況は同じでない。景気減速の動きが広がり先行きに対する悲観的な見方が強まっているが、2008年の景気は意外と底堅さを維持するのではないかと。むしろ、景気が持ち直してくると期待されている2009年の方が心配だ。交易条件の悪化という重石が企業や家計の体力を徐々に弱めていくからだ。 (鈴木 明彦)

3. 今月のトピック

～日本の不良債権問題とサブプライムローン問題の類似点と相違点

関連する損失の予想額が増え続けるなど、サブプライムローン問題が完全に收拾するまでにはまだ時間がかかりそうである。一部には、サブプライムローン問題を日本の不良債権問題と対比して、早期に解決をはかるためには公的資金の注入を行うべきといった意見も出ている。しかし、両者の間には類似点もあれば相違点もあり、単純に日本での経験が活かせるとは限らない。そこで今回は、日本の不良債権問題とサブプライムローン問題の中身を比較し、その類似点と相違点を整理してみた。

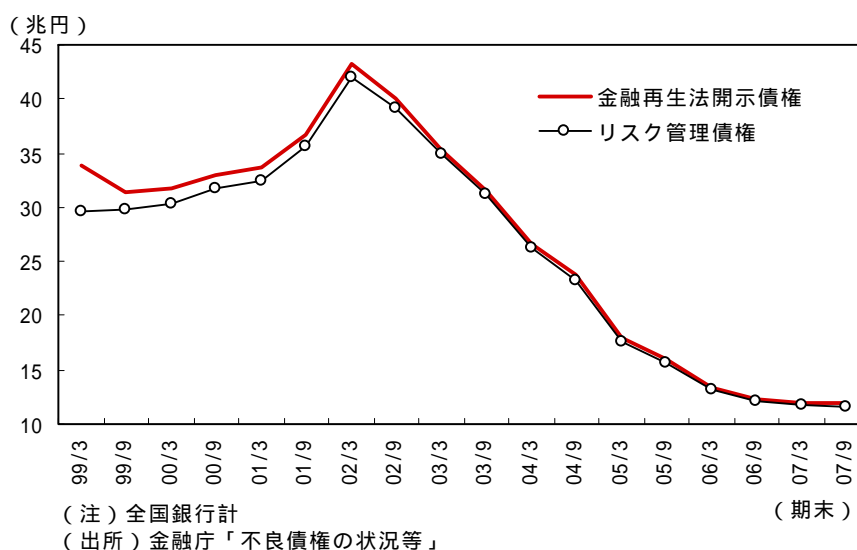
(1) 日本の不良債権問題とサブプライムローン問題の比較

両者の規模の比較

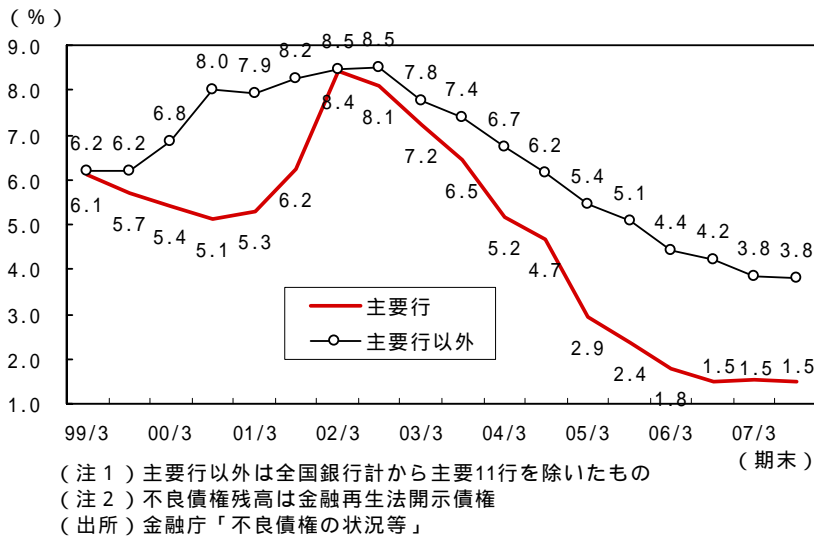
日本の不良債権が最も膨らんだのは、2002年3月期であり、このときの総額は金融再生法開示債権で43兆円、リスク管理債権で42兆円だった(図表1)。また、主要行の金融再生法開示債権では、総与信額の約8.4%にまで膨れ上がった(図表2)。

その後、2001年10月に打ち出された金融再生プログラムによって、不良債権比率(不良債権/総与信)を3年後の2005年3月期までに半減させるという数値目標が主要行に対して課せられたことから、不良債権処理が一気に加速することになった。結果的には、2005年3月期に主要行の不良債権比率は目標を大きく下回る2.9%にまで低下したことから、危機的な状況が後退したという安心感が広がった。

図表1 日本の不良債権の推移

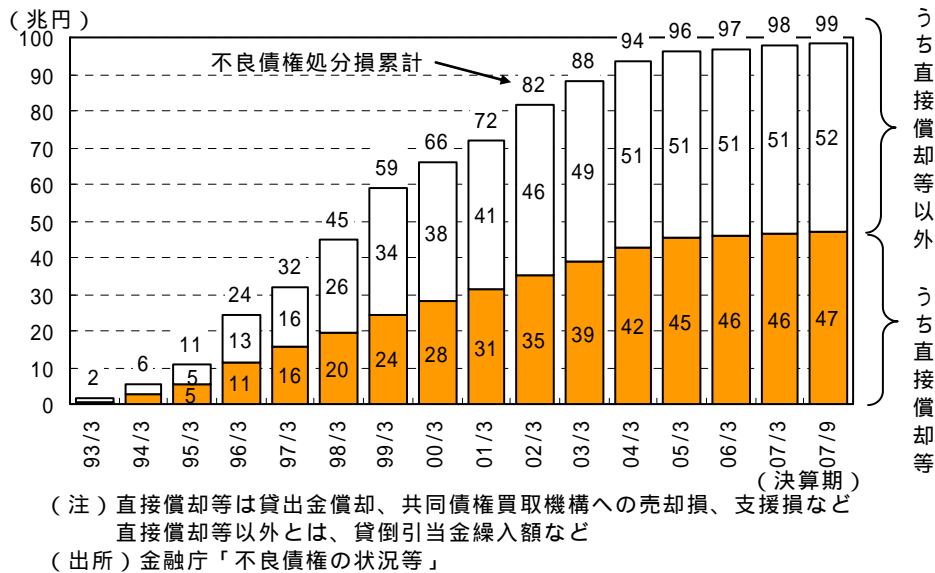


図表2 不良債権比率（対総与信）の推移



不良債権を処理すると、銀行は引当金を積むにしる、売却などでオフバランス化するしる損失が発生する。93年3月期から最新の数字である2007年9月期までの損失処理額を累計すると、98.6兆円とほぼ100兆円に達する(図表3)。ここ3年程度で不良債権の損失額の増加額が小幅にとどまっており、不良債権比率も低水準にとどまっていることから、不良債権問題はほぼ解消したと判断することができる。

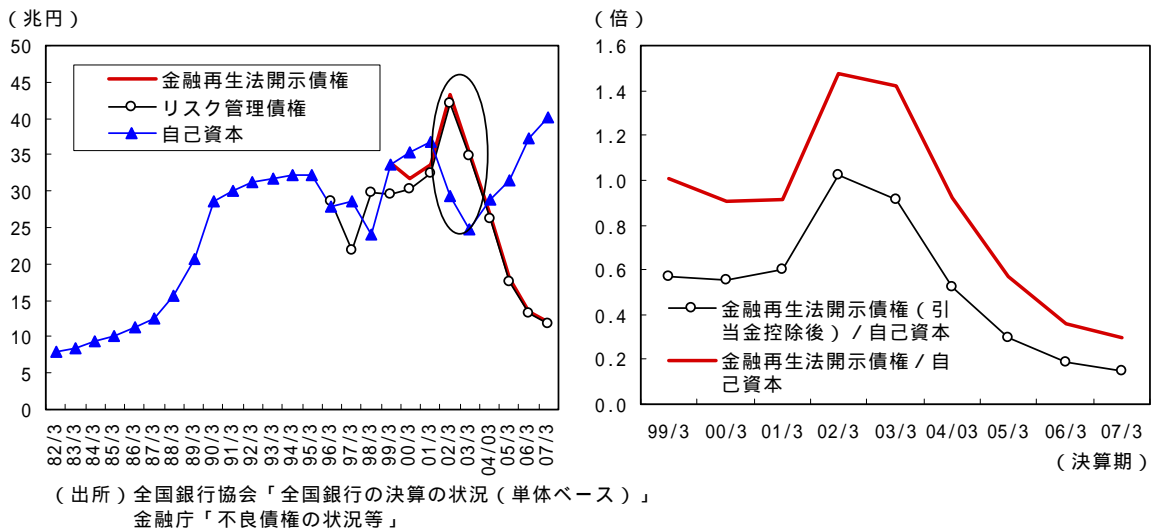
図表3 不良債権処分損の累計額



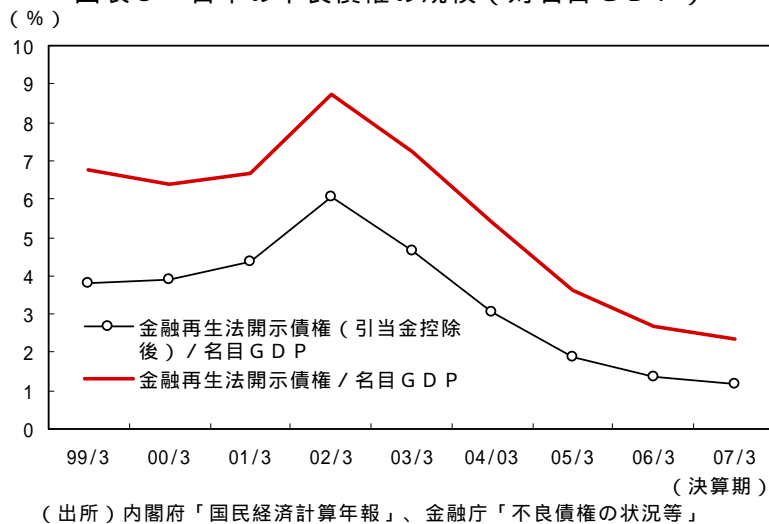
不良債権が銀行の自己資本に対してどのくらい存在していたのかを比較したのが図表4である。最も不良債権額が膨らんだ2002年3月期には1.47倍、すでに損失処理済みの引当金を控除しても1.02倍と自己資本を上回っている。不良債権にも内容の悪いものから軽いものまでであるため、即座に処理すれば債務超過に陥るというわけではないが、2007

年3月期がそれぞれ0.30倍、0.15倍まで下がってきていることから推察しても、銀行の財務力と比べて過大な金額であったといえる。同じく、対名目GDPに対しての比率も、2002年3月期の8.75%(引当金控除後6.05%)をピークに2007年3月期には2.34%(同1.19%)まで低下している(図表5)。

図表4 日本の不良債権の規模(対銀行自己資本)

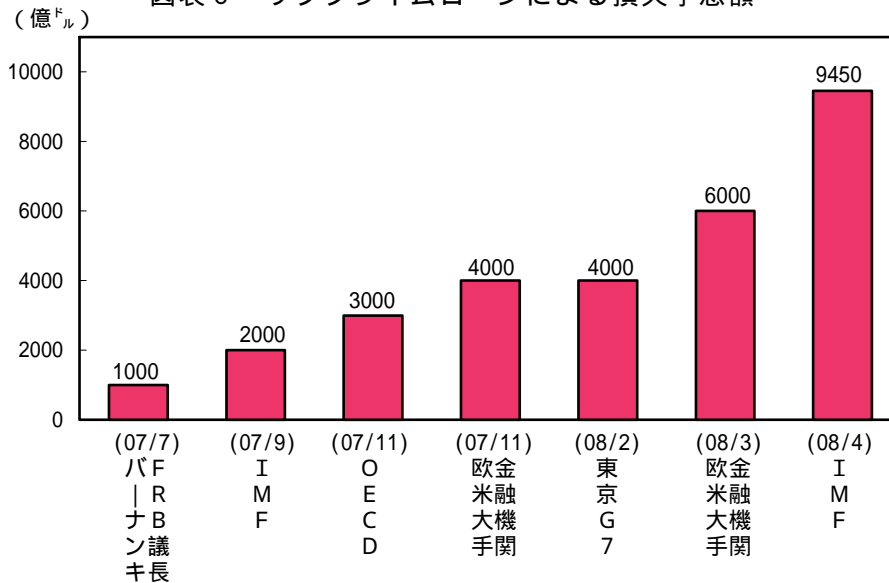


図表5 日本の不良債権の規模(対名目GDP)



一方のサブプライムローン関連では、依然として正確な実態が掴めていないこともあって、最終的な損失額の予想は時間がたつにつれて膨らんでいる(図表6)。サブプライムローンだけにかぎらず、それを含んだ金融商品や、商業用不動産にまで損失が広がるとの見方が強まっていることが金額の膨らんでいる原因である。現時点での最大の予想額は4月にIMFが発表した9,450億ドル(1ドル=104円で換算して約98兆円)で、ほぼ日本の不良債権の損失処理額に匹敵する。

図表6 サブプライムローンによる損失予想額



両者の規模を比較したのが、図表7および図表8である。まず、名目GDPに占める不良債権とサブプライムローンの割合を比較すると、日本の8.8%（最も不良債権額が膨らんだ2002年3月末）に対し米国では10.1%となる。単純な比較では日本の規模の方が小さいが、サブプライムローン債権が証券化されて米国以外の金融機関も保有していること、サブプライムローンが100%焦げ付くとは限らないことを勘案すると、実際には日本の規模の方が大きいと考えられる。また、銀行の貸出および総資産に占める両者の割合はそれぞれ8.4%と17.7%、5.7%と10.7%となり、いずれもサブプライムローンの方が大きい。しかし、同様に証券化で米国の銀行部門のバランスシートから落ちて保有者は世界各国に散らばっており、やはり日本の不良債権のシェアの方が実際には高いと考えられる。

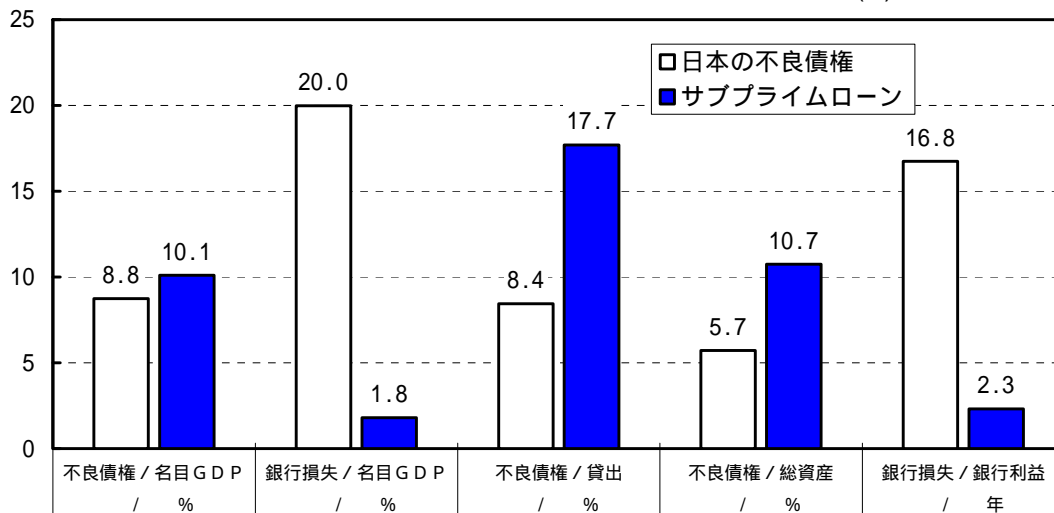
もっとも、これらの数字は期末の一時点の比較に過ぎない。日本では不良債権の新規発生が続き、時間をかけてそれを処理しており、残高を比較しても意味はない。規模の大きさを適切に比較できるのは、両者の損失額である。

図表7 不良債権とサブプライムローン債権の比較(1)

	不良債権	損失	うち米銀行部門	名目GDP	貸出残高	総資産	銀行利益
日本(兆円)	43.20	98.61	-	493.64	512.08	756.08	5.89
米国(兆ドル)	1.40	0.95	0.25	13.84	7.91	13.04	0.11
(円換算,兆円)	144.20	97.34	25.75	1425.83	814.35	1,342.99	11.11

- (注1) 不良債権額は、日本では最も多かった2002年3月末の全国銀行の金融再生法開示債権、米国ではサブプライムローンの残高(推定)
- (注2) 損失は、日本は全国銀行の92年3月期~2007年9月期までの累計、米国は2008年4月のIMFの世界の損失、米銀行部門はIMFの試算を参考に三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部推計
- (注3) 名目GDPは日本は2001年度、米国は2007年
- (注4) 貸出残高は、日本は全国銀行の2002年3月末の総与信、米国は2007年末の銀行部門の貸出残高
- (注5) 総資産は日本は全国銀行の2002年3月末の総与信、米国は2007年末の銀行部門の総資産残高
- (注6) 銀行利益は、日本は全国銀行の2001年度の実質業務純益、米国は2007年の銀行部門のNet Operating Income(営業純収益)
- (出所) 金融庁、全国銀行協会、IMF、FDICなど

図表8 不良債権とサブプライムローン債権の比較(2)



(注) サブプライムローンの貸出、総資産、銀行損失、銀行利益は米銀行部門だけが対象
(出所) 金融庁、全国銀行協会、IMF、FDICなど

損失額を比較すると、日本の場合は15年間にわたって処理した累計額で、名目GDPの20%に相当する。一方、サブプライムローンにおける損失額は、最大額のIMFの試算を使っても、名目GDPの1.8%にしか過ぎない(米国の銀行部門の損失額と米国名目GDPの比較、詳細は図表7の脚注参照)。さらに、銀行の利益で処理していけば何年で処理できるかを求めてみると(損失額÷毎年の利益)、日本の16.8年に対し米国では2.3年にしかならない。

以上のように、両者の損失額が同規模であっても、国の規模、銀行の規模や収益力と比べると、日本の不良債権問題の方がより深刻な状態であったことがわかる。

両者の類似点と相違点の検討

次に、不良債権の規模以外の観点から両者を比較、検討してみよう。

関係者の多さと責任の所在

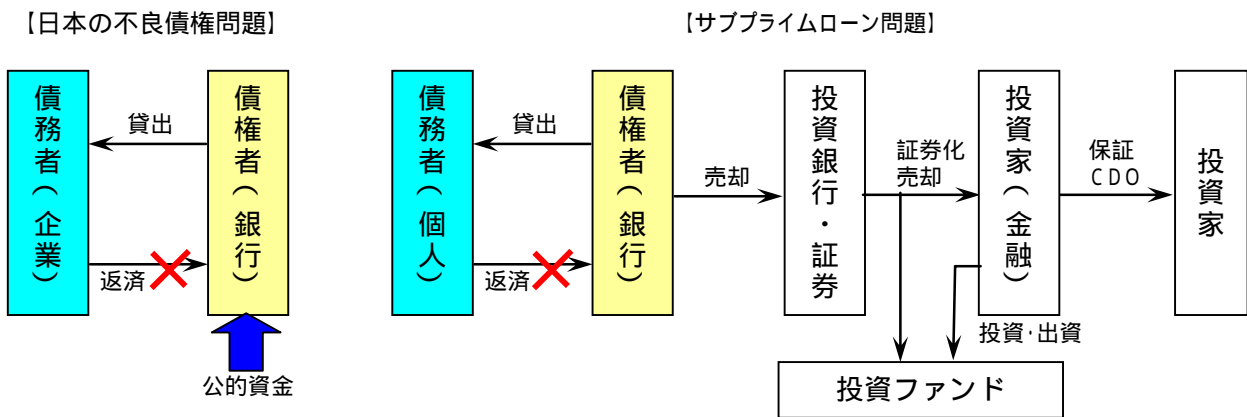
日本の不良債権問題では、基本的には債権者と債務者の単純な関係であり、債務者である企業が返済不能となった場合には、債権者である銀行が貸手責任(レンダー・ライアビリティ)を問われ、銀行の資本で不良債権の処理が行われた(図表9)。企業は法的整理ないしは銀行から債権放棄を受け、その際には株主や経営者の責任が問われた。

一方、サブプライムローン問題においては、債権者である住宅ローン提供者(銀行や住宅ローン専門会社など)は債権を転売しているので、債務者の債務不履行のリスクを負わず、証券化商品を購入した投資家がリスクを負うことになる。住宅ローン提供者が甘い審査で無理な貸出をしていたとしても、貸手責任を問われることにはならない。また、証券化商品はさらに統合や分割を繰り返し、国境を越えて転売されていくため、さらに責任と

リスクの所在が不明瞭になっている。投資ファンドなどが購入している際には、ファンドへの出資、貸出などを通じて間接的にサブプライムローン関連商品を購入していることもある。また、モノラインやクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)のように、保証機関の格下げやデフォルトによって、保証が付された他の金融商品の格下げ、価格下落といったサブプライムローン関連商品以外にも損失が広がっていく。

日本では銀行が最終的な責任を引き受け、資本が不足した局面では銀行に対して公的資金が注入された。これは、金融システムのどの部分に問題があるのかわかりやすかったことも一因である。これに対しサブプライムローン問題では、関係者が多岐にわたるため、問題を解決するための対策がとりづらくなっている。

図表9 不良債権とサブプライムローンにおける債権者・債務者などの関係

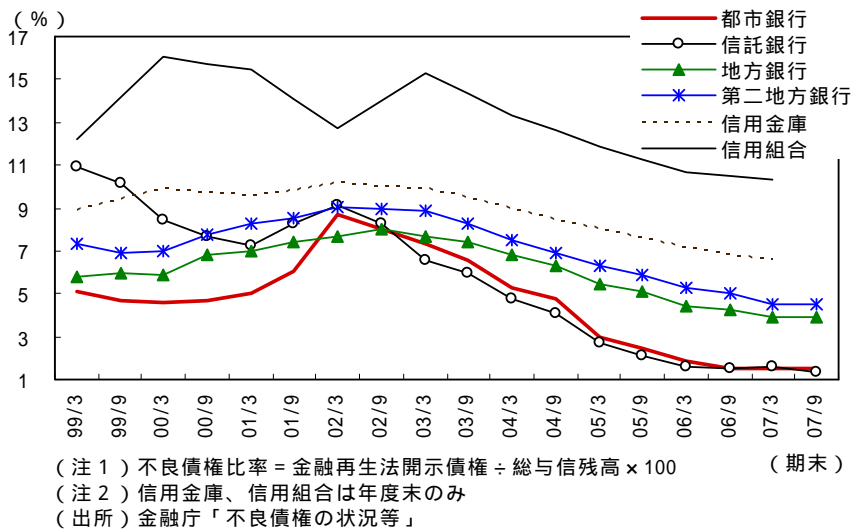


金融機関への影響の広がり

日本では、強弱はあっても全ての銀行で不良債権が発生しており、不良債権問題は銀行業界全体の問題であり、規模の大きな都市銀行から小さな信用金庫、信用組合にいたるまで全ての業態で不良債権比率が高まった(図表10)。これに対し、サブプライムローン問題の場合は、特定の金融機関に損失が集中しており、個別金融機関の経営の問題に過ぎないとの認識が強い(図表11)。

このため、日本のケースと違って、主要行に一律に公的資金を投入するといった行動がとりづらい状況にある。金融システムの安定維持のためといっても、特定の金融機関を救済することにつながりやすく、国民や市場の理解をなかなか得づらいものと考えられる。

図表 10 日本の業態別の不良債権比率



図表 11 サプライムローン問題における金融機関の損失額など

			(億ドル)				
	評価損	貸倒引当金		評価損	貸倒引当金		
1	シティグループ	335	56	21	ドレスナー	27	-
2	UBS	380	-	22	ベア・スターンズ	26	-
3	メリルリンチ	341	-	23	ABNアムロ	24	-
4	HSBC	30	94	24	フォルティス	23	-
5	モルガン・スタンレー	117	-	25	Natixis	19	-
6	ドイツ産業銀行	90	-	26	HSH Nordbank	17	-
7	バンカメ	73	9	27	ウェルズ・ファーゴ	3	14
8	ドイツ銀行	74	-	28	BNPパリバ	13	3
9	クレディ・アグリコール	65	-	29	DZバンク	15	-
10	クレディ・スイス	63	55	30	ナショナル・シティ	4	10
11	ワシントン・ミュージュアル	52	-	31	中国銀行	13	-
12	JPMorgan・チェース	29	21	32	バイエル州立銀行	13	-
13	ワコビア	49	36	33	Caisse d'Epargne	13	-
14	CIBC	40	-	34	ウエストLB	13	-
15	ソシエティ・ジェネラル	38	-	35	野村HD	10	-
16	みずほFG	57	-	36	三井住友銀行	10	-
17	リーマン・ブラザーズ	33	-	37	Gulf International	10	-
18	パークレイズ	32	-		その他欧州系	84	-
19	RB S	31	-		その他アジア系	40	7
20	ゴールドマン・サックス	30	-		その他カナダ系	24	1
					合計	2,360	306

(出所) Bloomberg

短期金融市場、リスクプレミアムの状況

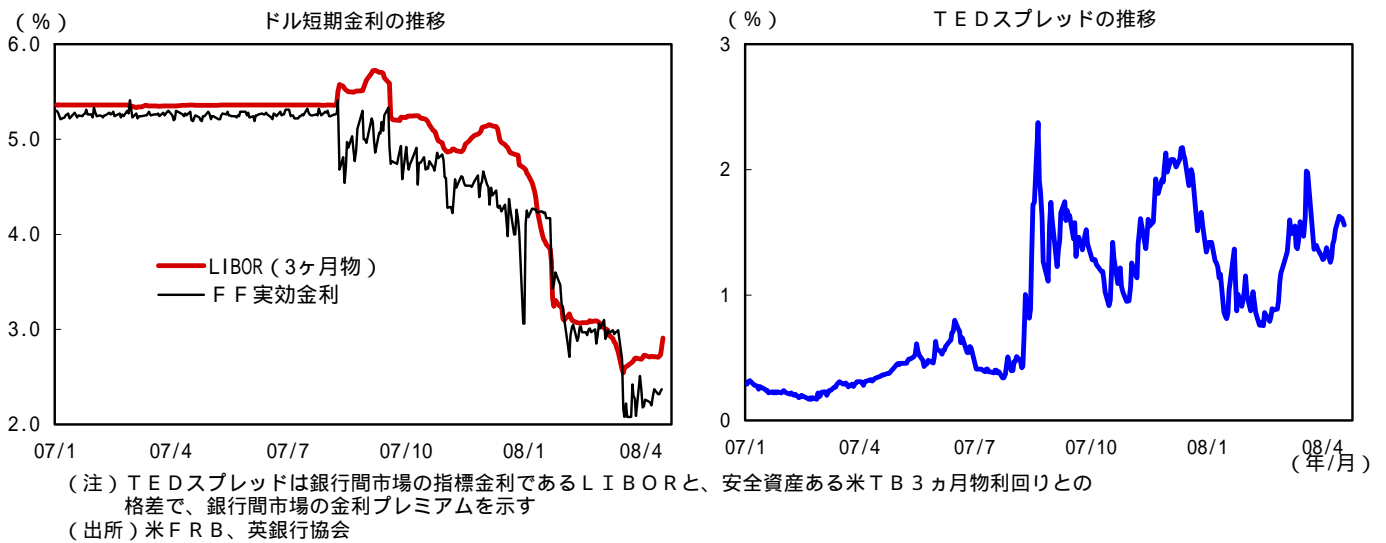
日本では金融システムへの不安が増したタイミングでは、ユーロ市場で邦銀が資金を調達しづらくなり、高い金利での調達を余儀なくされるという事態が発生した。LIBORなどの基準金利と実際の調達金利の差はジャパンプレミアムと呼ばれ、特に外貨では大幅なプレミアムが発生した。また、コール市場でも信用リスクへの懸念から取引額が減少し、短期金融市場が機能不全に陥るのではないかと懸念が高まった。

米国の場合は、金融市場の動揺を抑制するため、欧州諸国と連携しながら利下げと流動性の積極的な供給が比較的初期の段階から行われてきた。このため、短期金融市場で資金調達が困難になるといった混乱は発生していない。それでも、金融機関では信用リスクに対する見方が厳しくなっており、銀行間市場のリスクプレミアムの水準を示すTEDスプ

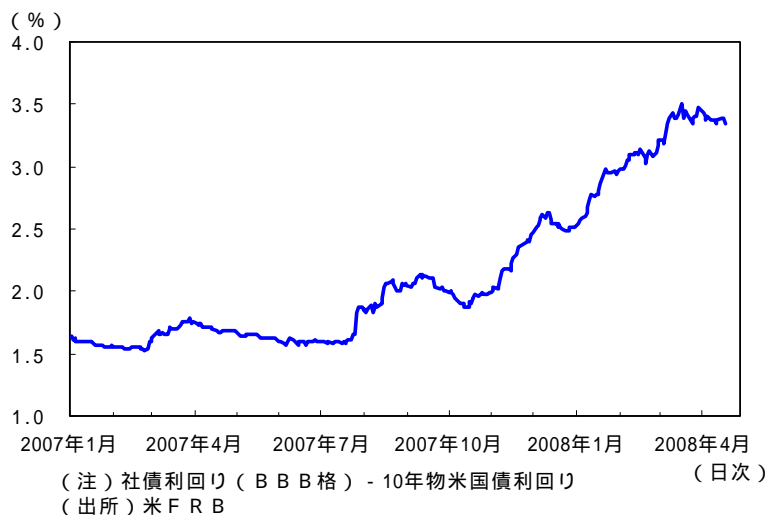
レドは通常の時期と比べて高止まりしたままである（図表 12）。また、企業のリスクプレミアム（BBB格の社債と10年物米債利回り格差）の動きをみても、最近落ち着いてきたとはいえ、依然として拡大したままとなっている（図表 13）。

以上のように、1997～98年当時の日本ほどではないものの、米国においても同様にリスクプレミアムの拡大が生じ、現時点でも高止まったままである。FRBおよびECBが流動性を積極的に供給していなければ、日本のようにコール取引が縮小し、短期金融市場の混乱が強まっていた可能性がある。

図表 12 米国の短期金融市場の動向



図表 13 米国企業のリスクプレミアムの推移



不良債権の評価方法について

日本では、当初は銀行の自己査定により不良債権の判定および評価額が決まっていたが、市場から甘いとの見方が強まったこともあり、金融庁の検査によって査定内容が厳しくチェックされるようになっていった。特に特別検査では厳格な評価が行われ、主要行では引

当金の大幅な積み増しを迫られた。また、担保でカバーできない部分について引当が要求されるなど、土地などの担保評価額と不良債権の金額は密接な関係があったため、地価の下落にともなって不良債権も膨らむことになった。

一方、米国では格付機関が資産評価を担い、サブプライムローン債権は債務担保証券(CDO)などに組み替えられる過程で格付が引き上げられていった。これらの証券化商品は時価評価されることが基本であるが、国債などと違って流動性に乏しく、いったん価格が下落し始めると、買い手が見つからない限りは気配値だけが下がり続けることになる。こうなると、原資産(今回の場合はサブプライムローン債権)の価格変動とはかい離して金融市場において価格が決定されてしまう。

このように、日本では金融庁の検査結果が時価であると考えられたが、サブプライムローン問題においては、証券化商品のフェアバリュー(適正価格)を算出する手段がないことが問題である。特に複雑な金融商品ではフェアバリューの算出が困難であり、より低い市場での気配値を評価額として採用せざるを得ない状況になっている。

信用収縮懸念と景気への影響

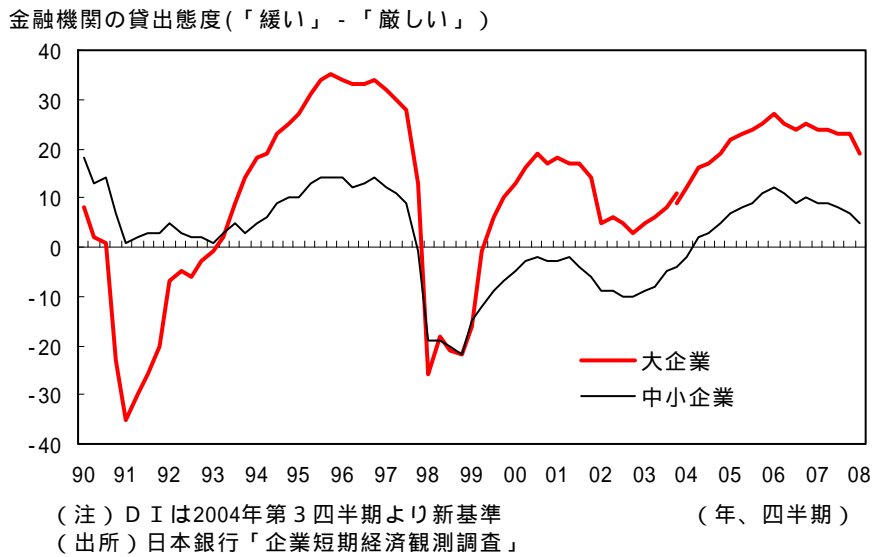
不良債権問題の景気への影響を考えるうえでは、企業への貸出が減少する信用収縮が発生し、設備投資等の企業活動に支障が出るかどうかのポイントとなる。まずは、金融機関の側から信用収縮について考えてみよう。

日本では、不良債権処理によって銀行の資本が毀損し自己資本比率が低下した結果、銀行は貸出資産(リスクアセット)を増やすことが難しくなった。また、前述したように短期金融市場での資金調達が一時的に難しくなったことや、信用リスクに対する慎重な対応も貸出の増加を抑制した。特に1997~1998年の金融危機においては、貸し渋りと呼ばれる状態に至った。この時期、日銀短観の金融機関の貸出態度判断DI(「ゆるい」-「厳しい」)は大企業、中小企業とも急速に悪化した(図表14)。

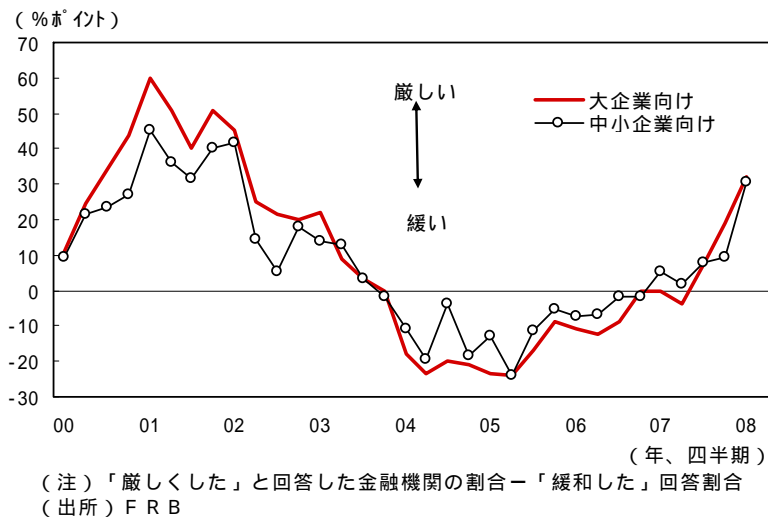
これに対し、サブプライムローン問題においても、銀行の自己資本の毀損によって銀行の貸出余力が縮小し、信用収縮が発生するのではないかと懸念が強まっている。もっとも、日本では全ての銀行で自己資本比率が低下していたのに対し、今回は一部の金融機関の低下にとどまっている。このため、借入先さえ選ばなければ、企業も資金調達は可能であると考えられる。

ただし、貸出余力がある金融機関も、リスク資産を増やすことには慎重になっている。図表15は貸出姿勢を厳しくした金融機関の割合から緩和した割合を引いたものである。これによると、2007年に入ってからは大企業向け、中小企業向けともに貸出姿勢が厳しくなっていることがうかがえる。このため、日本の不良債権問題のときのような大規模な信用収縮懸念が発生することはなくても、格付けが低ければ借入ができなかったり、調達コストが大きく膨らむ可能性がある。

図表 14 日本企業の資金調達環境（貸出態度判断 D I）



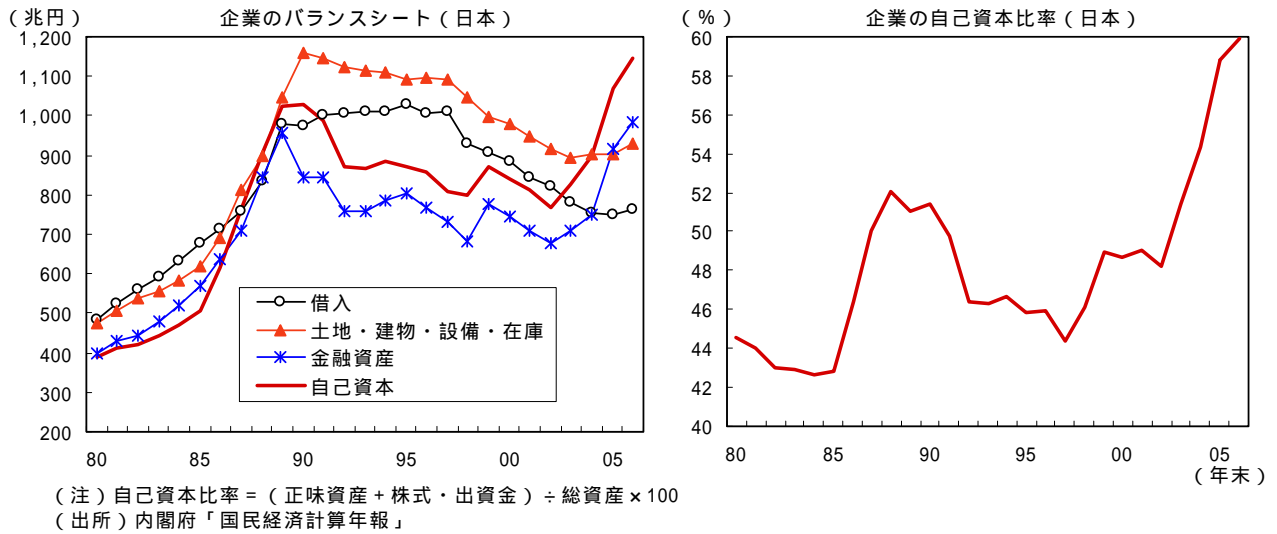
図表 15 米国企業の資金調達環境（銀行の貸出姿勢）



次に、サブプライムローン問題を原因として、信用収縮が起きるのかどうか企業の側から考えてみよう。

図表 16 は、日本の企業のバランスシートの主要項目および自己資本比率の推移をみたものである（企業のバランスシートの数字の合算値ではなく、SNAをベースとするものであるため、日米とも自己資本比率の水準が実際よりも高くなっている）。バブル崩壊後、収益の悪化や資産価格の下落による特別損失の計上などによって日本の企業では自己資本が減少し、資産価格の下落によって過剰債務が発生するなど、急速に財務内容が悪化した。企業にとっての過剰債務は同時に銀行にとっての不良債権であり、過剰債務が多いところは新規の貸出も難しかった。

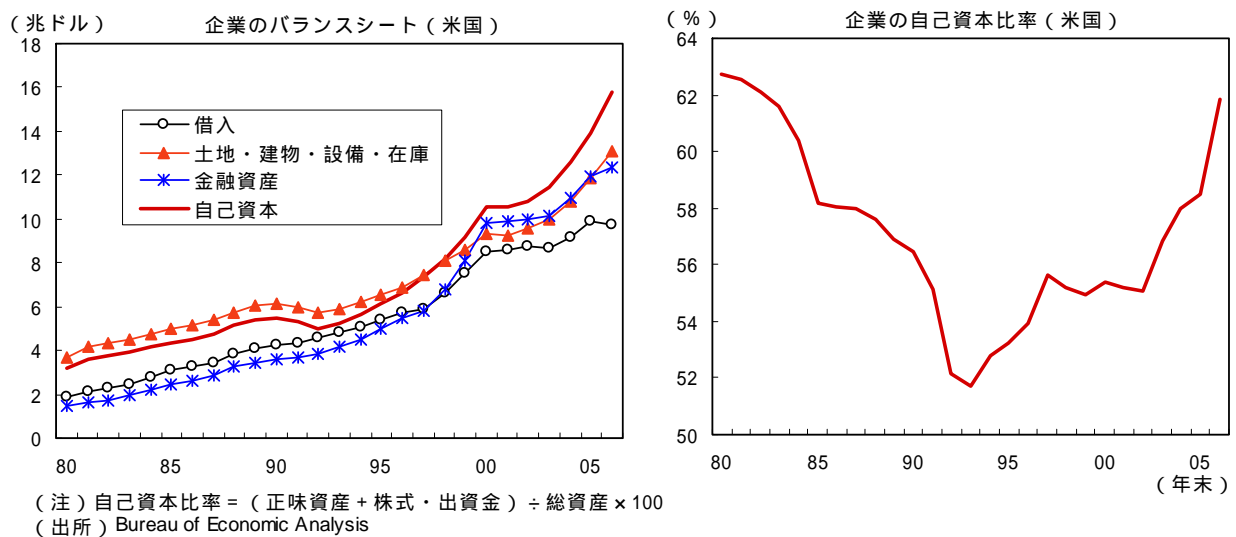
図表 16 日本企業のバランスシートの状況



企業も 90 年代半ば以降に本格的なバランスシート調整に乗り出し、過剰債務の圧縮努力を続けた。このため、貸し渋りが問題視された 1997～1998 年以降は、信用収縮によるというよりも、バランスシートを改善させるために新規の設備投資を抑制し、債務の圧縮を優先した。このため、公的資金が注入され銀行に貸出余力が出て、債務の減少は続いた。この結果、企業の自己資本比率は上昇に転じ、最近ではかなりの高水準に達している。

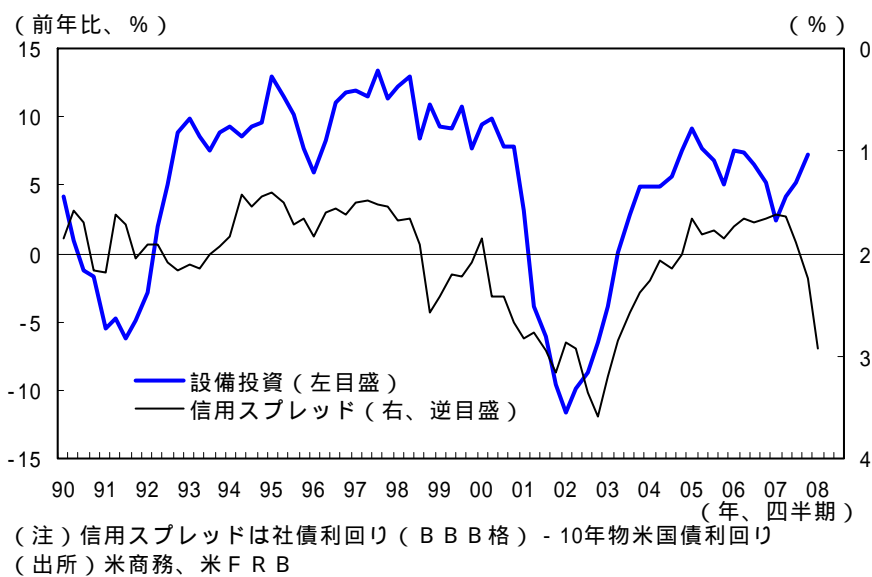
一方、米国企業は 90 年代初頭に財務内容が悪化し自己資本比率も低下したが、その後は景気の拡大が続いたこともあって財務内容は急速に改善した(図表 17)。ITバブル崩壊時にかけて自己資本比率の上昇が一服したが、その後は再び上昇が続いている。過剰債務を抱えていた日本の企業とは違って米国企業の財務内容は健全であり、過剰債務を圧縮するといった理由で信用収縮が生じるリスクは小さそうである。

図表 17 米国企業のバランスシートの状況



以上のように、今回のサブプライムローン問題においては、信用スプレッドの拡大や銀行の貸出態度の動向が景気にどの程度影響するのかがポイントとなりそうである。実際に信用スプレッドと米国企業の設備投資の動きを比較してみると、過去には同じような動きをしていることがわかる（図表 18）。もっとも、信用スプレッドの拡大が設備投資を抑制した側面と、景気が悪化し企業の設備投資が減少する局面においては信用スプレッドも拡大してしまうという両面があると考えられる。最近では信用スプレッドが拡大しても、設備投資は依然として堅調さを維持している。これは企業部門が健全な状態にある中で、銀行側の事情によってスプレッドが広がってしまったためと思われる。

図表 18 信用スプレッドと設備投資の推移



（2）サブプライムローン問題の解決策を巡る議論

以上述べてきたような不良債権問題とサブプライムローン問題の相違点、類似点を踏まえて、今後はこういった対応が考えられるのか整理してみよう。

日米両国の基本姿勢の違い

最初に、プルーデンス政策における日米両国の基本姿勢の違いについてまとめておこう。

プルーデンス政策とは、金融機関の破綻防止や金融システムの安定化に向けた諸施策のことで、事前規制と事後措置に分類できる。事前規制とは経営の健全性確保を通じて銀行の破綻を未然に防ぐ政策で、自己資本比率規制や監督当局による金融機関の検査などがある。事後措置はセーフティーネットともいい、システムック・リスクの発生を未然に防ぐための政策である。具体的には、金融機関の破綻処理や預金保険制度などが挙げられる。

日本では事前規制を重視する政策がとられているのに対し、米国ではS & L破綻時の経緯から事後措置が重視されている。公的資金注入の議論を行う前に、このように基本的な

姿勢が大きく異なっていることを理解しておく必要がある。

公的資金注入について

日本では不良債権問題の解決にあって、12.4兆円の公的資金が使われた。それまで、銀行の破たん処理や、公的資金を注入する法律が存在しなかったため、それぞれ新立法での対応となった（図表19）。なお、このうち2008年4月現在で8.9兆円がすでに返済されている。

図表19 公的資金の注入実績額

（億円）

	金融機能安定化法に基づく資本増強	早期健全化法に基づく資本増強	預金保険法(危機対応)に基づく資本増強	組織再編成促進特措法に基づく資本増強	金融機能強化法に基づく資本増強	合計
注入合計額	18,156	86,053	19,600	60	405	124,274
償還・消却等返済合計	16,256	72,634	27	0	0	88,917
残高（2008年3月末）	1,900	13,419	19,573	60	405	35,357
備考	98/3大手行に一斉注入	99/3大手行に一斉注入後、02/3まで地域銀行にも注入	03/6りそな	03/9関東つくば	06/11紀陽HD、06/12豊和銀行	

資本注入額の規模は、対名目GDP比で2.5%（最も多くの資本が注入された1998年度との比較）、実質業務純益で約2年分（90年代後半の平均値との対比）、対自己資本（98年度）で約37%であった。銀行の収益力、財務力と比較すると、かなり大きな規模であったことがわかる。

日本で公的資金が注入された要因の一つに、民間部門で銀行の増資に応じることが十分にできなかったことがある。一方、欧米では現時点で、一部金融機関を除けば自己での調達ができている（図表20）。また、事後措置を重視するスタンスにある中で、特定の金融機関に対して破綻前の公的資金注入は容易ではない。公的資金を注入するのは、あくまで

図表20 欧米金融機関の資本増強の状況

年/月	金融機関	調達額 (億ドル)	出資元
07/11	シティ	75	アブダビ投資庁（UAE）
07/12	UBS	98	シンガポール投資公社（GIC）
07/12	モルスタ	50	中国投資公社（CIC）
07/12	メリル	62	テマセク・ホールディングス（シンガポール）など
08/1	シティ	69	シンガポール投資公社（GIC）
		76	クウェート投資庁、アルワリード王子（サウジアラビア）
08/1	メリル	66	みずほCB、クウェート投資庁、韓国投資公社
08/4	リーマン・ブラザーズ	40	一般公募
08/4	UBS	113	JPモルガン・チェース、ゴールドマンサックス、BNPパリバ
08/4	ワシントン・ミューチュアル	70	TPG（買収ファンド）など
08/4	ワコピア	70	ウォーバーグ・ピンカス（買収ファンド）など

（出所）各種報道資料より作成

破綻金融機関を買い取る先に対しての資金援助など破綻後の処理のためであり、破綻前の公的資金注入はシステミック・リスクがある場合だけに厳しく制限されている。

実際、金融機関が自力で資本調達できている限りにおいては、金融機関への公的資金注入という意見は欧米諸国の間にはない。

サブプライムローン問題のこれまでの当局の対応

図表 21 は、2007 年 8 月以降、F R B およびブッシュ政権がとってきた対応策であるが、その大部分が金融市場の混乱回避のための流動性供給が中心となっている。また、図表 23 は、下院で現在検討されている対応案およびすでに上院で可決された対応策であるが、いずれも債務者を保護する内容であり、金融機関への救済策は想定されていない。

図表 21 サブプライムローン問題に対するこれまでの米当局の対応

2007	8/17	F R B : 公定歩合の貸出期間を最長30日に延長
	8/31	ブッシュ大統領: サブプライム問題対策を発表 ~ FHAの保証対象を8万人拡大、差押回避に向けた官民共同の取り組み発足
	12/6	ブッシュ大統領: サブプライム問題の追加対策を発表 ~ 住宅ローン金利をの5年間凍結に向け、民間金融機関に協力を要請 2年間で200万人とされる金利改定対象者のうち、120万人程度の救済を見込む
	12/12	T A F (ターム物入札資金供給制度) を導入 : ~ 金融調節のさいのオベの担保範囲を拡大 競争入札方式による資金の取り手の匿名性を確保
2008	3/1	連邦住宅金融監督局: 政府系金融機関による R M B S の買取り上限を撤廃
	3/11	T S L F (ターム物国債貸出制度) を創設 : ~ 政府機関債、A A A 格の R M B S を担保に、2,000億ドルの米国債を28日間貸出す制度、
	3/14	ベアスターズを買収する J P モルガンチェース向け資金供与 : ~ 公定歩合貸出と、ベアが保有する低流動性資産を担保に最大290億ドルの特別融資枠を設定
	3/16	P D C F (プライマリーディーラー向け公定歩合貸出制度) を創設 : ~ プライマリーディーラーを対象に、翌日物資金を公定歩合で貸し出す制度
	#	公定歩合の貸出期間を最長30日から90日に延長

(出所) F R B など

図表 22 米国議会における対応策

下院: 連邦住宅局 (F H A) による債務保証を利用した債務者保護

<p>F H A が金融機関に債務の減免を要請 金融機関と借り手が債務減免で合意 債務者は低利の新規ローンに借換え 新規ローンに F H A が債務保証を提供 (条件) ・借り手が対象物件に居住 ・十分な返済能力が認められる</p> <p>借換えた融資が再び焦げ付く場合、 公的資金による損失補てんが発生</p>
--

上院: 総額150億ドルの債務者救済法を可決 (4月10日)

<ul style="list-style-type: none"> ・ 差押物件の購入者に最大7000ドルの減税 ・ 差押物件の買取資金として自治体に40億ドルの財政措置
--

主要大統領候補のサブプライムローン問題への対策案をみても、借手保護の政策が中心であり、金融機関に対しては保護するよりもリスクを無視した無謀な投資等を行わないよう監督を強化するというものである（図表 23）。

図表 23 主要大統領候補のサブプライムローン問題対応案

	オバマ	クリントン	マケイン
借手保護	住宅ローン債務の元本割れ部分のFHAによる買取り	住宅ローン債務者への資金援助	ローン債務者への一時的な支援（投資目的は対象外）
	住宅差押えの凍結（90日間）	ローンの借換え支援	
	ARM金利の改定を5年間凍結		
その他	州政府による差押え住宅の買取りへの財政支援（300億ドル）	金融機関の監督強化	金融機関の監督強化
	金融機関の監督強化		

（出所）各候補ホームページ

今後必要な対応策とは～日本の不良債権問題の教訓

すでにみてきたように、現時点では日本の不良債権問題とサブプライムローン問題による損失額が同程度であると見込まれている一方で、国の規模、銀行の規模や収益力と比べると、日本の不良債権問題の方がより深刻な状態であった。また、両者の違いは、利害関係者が多いか少ないか、業界全体の問題か特定金融機関に問題が集中しているか、不良債権額の評価方法が金融監督当局の評価によるものか市場の評価によるものか、企業の財務内容が痛んでいるか健全な状態か、などの違いがあった。こうした相違点によって、金融当局の対応も、日本で公的資金が注入されたのに対し、現時点では公的資金の使用が検討されておらず、対応案もサブプライムローンの債務者である家計の救済措置が中心となっている。一部にベアスターズのように救済策もとられているが、日本の業界全体への対応とは違って、個別対応にとどまっている。一方、短期金融市場が動揺しているという点では、両者は共通している。

これらを踏まえて、日本の不良債権問題への対応を教訓とし、今後必要と思われる対策は以下の点であろう。

金融市場の混乱回避を続けるため、厚めの流動性供給を当分の間継続すること

サブプライムローン関連商品の価格下落に歯止めをかけること

日本の不良債権問題は最終的にはオフバランス化の進展が解決の決め手となったことを踏まえ、市場の不信感を払拭するため不良債権の開示と引当金の積み増しだけでなくオフバランス化を進めること

中でも重要なのは価格下落に歯止めがかけられるかどうかであり、同時に買い手が不在であれば気配値だけが切り下がっていくという時価評価のあり方を検討することも必要であろう。

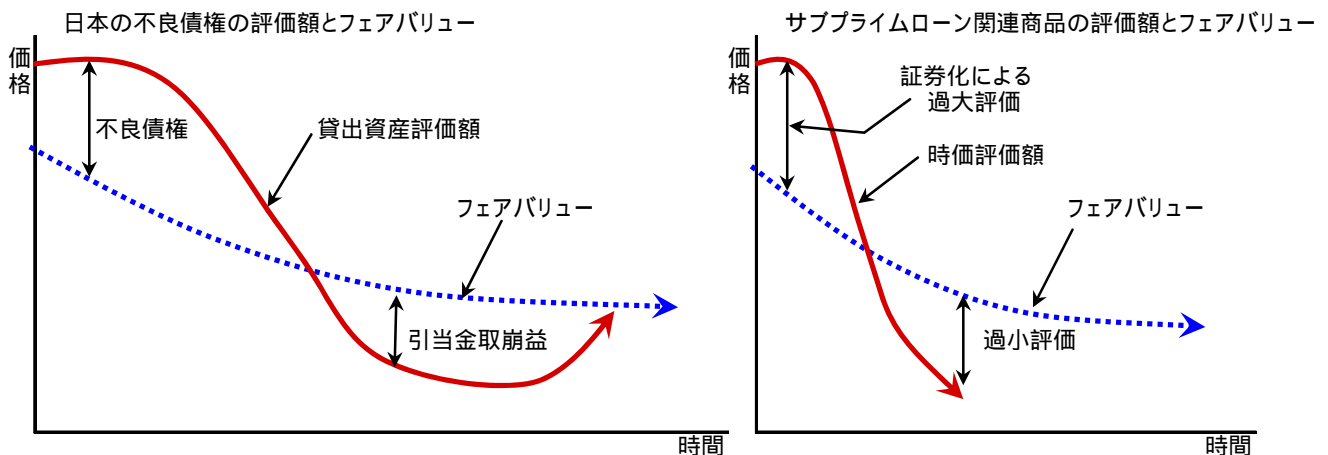
サブプライムローン関連商品と実際の住宅価格では、住宅価格の下落幅よりも流動性の欠如による時価の急落によってサブプライムローン関連商品の下落幅が圧倒的に大きくなっている（図表 24）。

図表 24 サブプライムローン関連商品と住宅価格の乖離

(1) S&Pケース・シー-住宅価格指数	
ピーク	2006/7 : 207
直近	2008/3 : 181
/ 下落率	12.5%
(2) OFHEO住宅価格指数	
ピーク	2007/4-6月期 : 391
直近	2007/10-12月期 : 390
/ 下落率	0.1%
(3) A B X下落率(基準価格からの下落率)	
07/11	25%
08/1	27%
08/2	32%
08/3	40%

日本の不良債権問題においては、バブル崩壊直後は担保評価額やディスカウント・キャッシュフロー（DCF）法から算出されるフェアバリューに対し、銀行によって査定された貸出債権が過大評価されていた可能性がある（図表 25）。その後、金融庁検査などによって貸出債権をフェアバリューに近づける過程で不良債権が増加し、銀行が追加損失の計上を迫られることになった。なお、フェアバリューを算出する過程で評価が厳しくなり過ぎた部分もあり、これがその後貸倒引当金の取崩益となって表面化した。

図表 25 不良債権とサブプライムローン関連商品のフェアバリューとの乖離

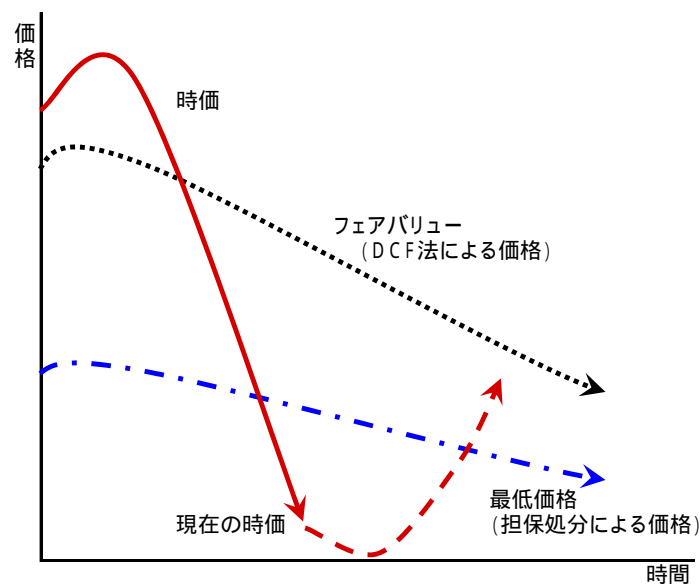


一方、サブプライムローン関連商品では、時価がフェアバリューを大きく下回っている可能性がある。時価は本来、将来発生が見込まれるキャッシュフローの現在価値によって決まる。また、最低価格は住宅を担保処分したときに回収されるキャッシュの大きさに依存することになる（図表 26）。しかし、現状はキャッシュフローの悪化（延滞率の上昇）によって差し押さえが増加し、これら住宅の処分によって住宅価格がさらに押し下げられる悪循環の状態にある。このため、住宅価格の下落が続くと懸念が払拭されず、サブプライムローン関連商品の時価が住宅価格を大きく下回る原因になっていると思われる。住宅価格が下げ止まってくれば、商品価格の下落も止まり、まずは担保処分によって決定される水準にまで上昇し、しだいにディスカウント・キャッシュフロー法によって算出されるフェアバリューまで上昇することが期待される。

もっとも、延滞率の上昇がいつまで続くのか、住宅価格の下落に歯止めがかかるのか、など不透明な部分もある。また、時価評価額の算定についても、統一された明確な基準がない。こうした状態では、サブプライムローン関連商品の時価がフェアバリューに近づくのは難しい。各金融機関が適正な引き当てを積むことができるよう、フェアバリューを算定する基準作りが必要である。

日本ではこの役割が金融庁の検査によってなされた。同じ債権者であっても各銀行で異なる評価を、検査を通じて統一するなど不良債権の評価を決める基準作りが行われた。サブプライムローン問題においても、第三者機関を設立し、そこでサブプライムローン債権の評価を統一するといった対応が必要であろう。原資産となるサブプライムローン債権の評価額が決まってくれば、CDOなど派生する金融商品の価格もフェアバリューに近づいてくると考えられる。

図表 26 サブプライムローン関連商品のフェアバリューの考え方



(小林 真一郎)