

世界的な金融危機とその影響

～ 深刻な世界同時不況に至るのか～

< 要 旨 >

証券化という金融手法、過剰流動性、そしてリスクに対する感度の緩み。これらが相俟って膨張していた信用が、サブプライムローン問題をきっかけに崩壊し、損失の拡大によって大手の金融機関の経営が一気に悪化した。そして、金融機関が互いに疑心を抱くようになった結果、銀行間市場は機能不全に陥った。

事態の急速な悪化に直面して、各国の政府・金融当局は大手金融機関は潰さないという方向で一致してきており、すでに金融機関への資本注入が実施されている。今後は、資産を厳格に査定し、不良資産をバランスシートから除去した上で、足りない場合は資本を注入するといった対応が必要になる。住宅価格の下げ止まりにはまだ時間がかかるが、金融市場は最悪期を脱してきている。

金融市場の混乱は実体経済に影響する。金融機関の自己資本の毀損を背景にした資産の圧縮が信用を収縮させて米国経済にマイナスに作用している。過剰な債務を抱えた米国の家計は債務返済のために消費を抑制する。企業の財務状態は今のところ良好だが、収益環境に加えて資金の調達環境も厳しくなっており、今後は設備投資が抑制される可能性がある。また欧州では、米国と同様に信用収縮の動きが強まっているほか、周辺新興国の減速により輸出も停滞が見込まれている。

欧米諸国の景気は当面厳しい落ち込みが予想されるが、財政支出の拡大が景気を下支えし、金融危機が恐慌をもたらすというシナリオは回避できるだろう。ただ、金融危機の背後で世界経済の構造は大きく変わろうとしている。牽引役であった米国経済の成長力が低下し世界経済はしばらく減速する。しかし他方で中国など新興国の存在感が増して多極化の方向に向かいながら成長力を取り戻してくるだろう。

日本国内ではバブルがあまり発生していなかったが、海外のバブルの恩恵に浴して輸出が拡大していた。世界経済の成長鈍化を背景に日本も景気後退が続くだろう。欧米に比べると金融市場は健全だが、今後も信用収縮の動きが広がらないような予防的対応が必要だ。同時に、世界経済の構造変化に合わせた日本経済の成長戦略を考える必要がある



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【目次】

<u>はじめに</u>	1
<u>1. 100年に一度の金融危機？</u>	
（1）サブプライムローン問題はなぜ深刻化したのか	1
（2）機能停止に陥った短期金融市場	5
（3）終息に向かう金融市場の混乱と住宅価格の先行き	8
<u>2. 金融と実体経済の相互作用</u>	
（1）信用収縮のメカニズム	11
（2）金融危機による経済への影響	12
（3）信用の拡大と収縮の背景	13
（4）一つめの信用収縮の経路～実体経済への波及	15
（5）二つめの信用収縮の経路～金融市場への影響	17
（6）欧州への危機の波及	19
<u>3. 金融危機は恐慌にいたるのか</u>	
（1）先進国の景気の下支え要因	21
（2）成長の源泉が弱まった米国経済	22
（3）新興国の安定性	24
（4）世界経済の構造変化	27
<u>4. 後退が続く日本経済</u>	
（1）日本経済を取り巻く環境	30
（2）健全性を維持しながらも不安要因が出てきた 金融システム	31
（3）世界経済の減速が日本の成長を抑制	35
（4）景気後退が続くが、一部に明るい材料も	36
（5）金融不安の後の日本経済	37

はじめに

100年に一度の危機だと言われている。文字通りの意味なら大変なことだ。80年弱前に世界的な大恐慌があったから、100年に一度と言うなら今回の危機はそれすらしのぐことになる。あるいは、大恐慌は20世紀に起こったことで、今回の危機は21世紀最大の危機になる恐れがあるということなのだろうか。

われわれは、100年に1回かどうかはともかく、世界が大変な「金融」危機に見舞われていると考えている。日本は危機の震源ではないが、その悪影響からは逃れようがない。その意味でわが国でも事態が深刻化する可能性は否定できない。

金融危機は当然「実物経済」にも影響を及ぼす。では実物経済も、金融と同じほど深刻な危機に直面しているのだろうか。この点については危機の震源地であるアメリカや欧州の状況が懸念される。金融と実物経済の悪化が相互に影響し合い、悪循環に陥ってしまう恐れがあるからだ。それがさらに進むと、新興諸国をも巻き込んだ世界的な不況の進行という可能性も排除できない。そうなれば当然、日本だけは無事とは言えなくなる。

危機の核は欧米の金融にある。ここを可能な限り早く立ち直らせることが重要であり、実物経済の悪化が金融危機をさらに深刻化させるという逆のルートを遮断しておく必要がある。つまり欧米では景気対策も欠かせないということだ。

一方、わが国においては、金融部門の痛みは欧米諸国と比べると軽く、実物経済の悪化度合いも今のところは過去の後退局面に比べてとくにひどいわけではない。ただ、「100年に一度の暴風雨に見舞われている」(麻生首相)という発言にも示されるように、世界の金融市場や経済の大混乱が日本にも影響を及ぼすのではないかという危機感が強まっている。

わが国としては今後、この危機を克服するためのグローバルな協調や新しい枠組み作りに積極的に参画すべきである。同時に、わが国の金融システムの健全性維持に努めつつ、実物経済の動向を注意深く監視していくことが重要である。

1. 100年に一度の金融危機？

(1) サブプライムローン問題はなぜ深刻化したのか

問題の所在

今起きている世界的な金融危機の元凶というか端緒はサブプライムローン問題である。米国で貸し出されているこの「信用力が低い人たちのための住宅ローン」は、普通の住宅ローン(プライムローン)と比較すると相対的に延滞率や破綻リスクが高い。だから貸出金利もそれだけ高く設定される。これを利用してサブプライムローン債権を証券化するビジネスが盛んであった。金融工学を駆使して生み出されたこの種の証券化商品は、「低リスク・高利回り」という触れ込みで世界中の投資家に売却されたのである。

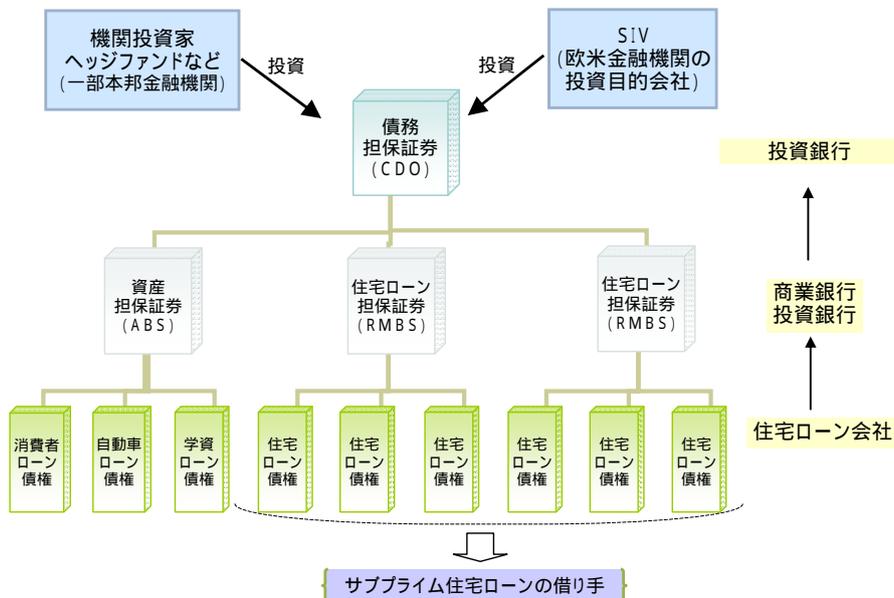
しかし冷静に考えれば当たり前のことだが、低リスクと高利回りの両立はきわめて困難、

ないし不可能である。サブプライムローンから作り出された高利回り商品が実は高リスクであることが判明した時、その価格は暴落した。問題は、その結果金融機関（投資銀行や商業銀行）も巨額の損失を蒙ったことである。金融機関が損失を出し自己資本を毀損すると、新たなリスクを取る余裕がなくなる。このため「貸し渋り」や「貸し剥がし」といった事態にもつながる。金融の世界で起こったことが实体经济の首を絞めてしまうわけだ。

サブプライムローンの証券化と格付け

上記のプロセスをやや詳しく見てみよう（図表1）。サブプライムローンを貸し出す住宅ローン会社（ノンバンク）は、その債権を商業銀行や投資銀行に売却する。商業銀行や投資銀行は大量に購入したローン債権を束にして証券化する（商業銀行は一部をローンのまま保有する）が、こうして組成された証券を住宅ローン担保証券（RMBS）と呼ぶ。この証券の保有者はローンの債務者が支払う元利金を受け取るわけだが、受け取りの優先度に従って証券は「シニア（全体の8割程度）」、「メザニン（同1割程度）」、「エクイティ（同1割程度）」の各部分に分けられる。元のローンがたとえば全体として最終的に1割破綻するとすれば、エクイティ部分の保有者はいずれ支払いを受けられなくなるが、シニア部分の保有者は全く安全だと言える。したがってこのシニア部分には問題なくAAAの格付けが与えられることになる。

図表1 サブプライムローンの証券化プロセス



次に債務担保証券（CDO）は、RMBSをさらに加工して作り出される2次的な証券化商品だ。これはRMBSのメザニン部分（格付けはBBB以下）を、その他の資産（消費者ローンや自動車ローンなど）を裏づけとする資産担保証券（ABS）と一緒に束にし

て証券化したものである。これを再びシニア、メザニン、エクイティの各部分に切り分けて投資家に販売するのだが、こうした信用補完によって証券の大半がA A Aの格付けを取得することができた。

サブプライムから作り出されたC D Oでありながら最高ランクの格付けを得たこの部分は、「高利回りで低リスク」であるということで高い人気を得る商品となったわけだ。

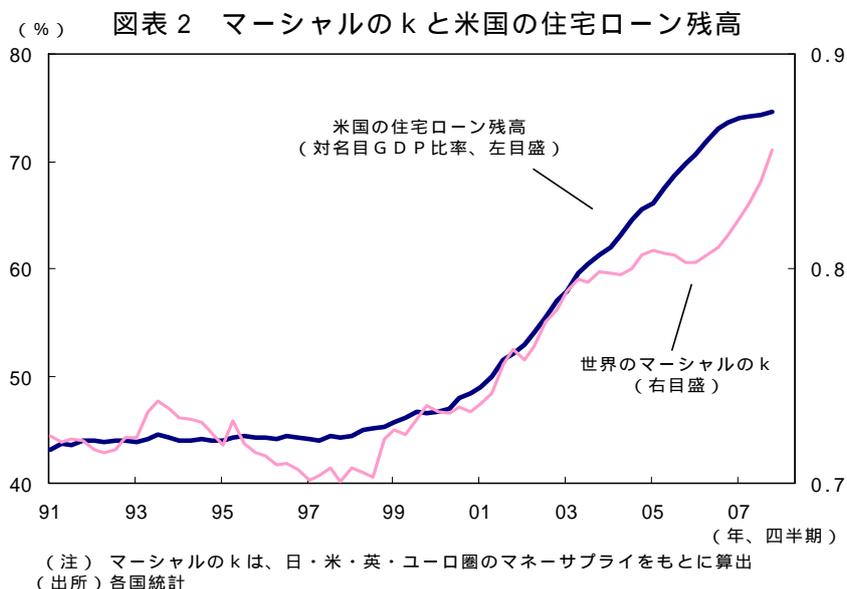
過剰流動性が膨らませた信用バブル

こうした証券化商品の売れ行きを牽引したのがいわゆる過剰流動性の存在である。流動性とは何か、何をもちて過剰と言うのか、といった点についてはさまざま定義がありうる。しかし詰まるところマネーの量が増加したり、その流通速度が高まることで流動性が増すことの中身であり、その過程で触媒役を果たしたのがリスクに対する評価（感度）の低下だったと考えられる。「過剰」を認識するのは難しいが、後で不都合が生じるほどの高まりを過剰状態と言うことができるだろう。

図表2で示されているように、米国で住宅投資が急増する過程で世界的にマネーサプライが急増（マーシャルのkが急上昇）していた。その裏側に信用（貸出）の増加があったのは言うまでもない。リスクが低下している（という認識が広がる）中で、マネーに対する需要が強まる一方、金融機関の側も積極的に信用を供与したことが流動性を増加させた。

信用供与を受けることで投資家は自己資本以上の運用資金を持つことができる（他の金融機関から信用供与を受ける金融機関も同様）。これを「レバレッジをかける」と言うが、期待収益額を増やす効果がある一方で、見通しを誤った際の損失額も大きくなる。

結局、リスクに対する評価が低下する中でマネーに対する需要と供給が拡大した。信用が拡大し大きなレバレッジが実現した。こうして増えた流動性が「低リスク・高利回り」の証券化商品の購入に向かったのである。



さらに、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）と呼ばれるデリバティブ取引も急拡大した。これは、債権等にかかわる信用リスクをカバーする一種の保険契約であるが、リスクに対する評価が全般的に低下する中で、この保険の引き受け手が急増し、保険料率（CDSプレミアム）が大きく低下した。このことは低い保険料率で信用リスクがカバーできることを意味するから、安易なリスクテイク行動を助長することにもつながったのである。結局この市場の規模（想定元本または保険対象金額）は毎年倍々ゲームで拡大し、ピークをつけた今年の半ばには世界のGDPの総額を上回って60兆ドルを超えたと言われている。

信用バブルの崩壊で大幅に悪化した金融機関の収益

こうして膨らみきった信用がついに崩壊し始めたことが今回の金融危機をもたらしたのである。きっかけはサブプライムローンの破綻だった。ここ数年、後から振り返ればあまりに野放図な貸し出しが広範に行われ、そもそも返済能力がないような人々にまでローンが提供されていた。当然のことながら、時間の経過とともに延滞するサブプライムローンが急増し、延滞率は過去の経験からは想像がつかないほどの水準に達した。

本来、債権の証券化には信用リスクを分散する効果がある。証券が小口化されて最終投資家に幅広く売却されれば、かりに原債権が破綻しても、そのショックは数多くの投資家によってうまく吸収されることが期待できる。

ところが今回の危機においては、原債権破綻のショックによる影響の多くが金融システムの中に残ってしまった。たとえば証券化されたサブプライムローンはヘッジファンド等にも売却されたが、金融機関はそのヘッジファンドに証券の購入資金を大量に貸し付けていた。こうした融資は証券化商品の価格暴落にともなって一気に不良債権化し、金融機関の収益を悪化させた。

また欧米の多くの金融機関がSIV（Structured Investment Vehicle）と呼ばれる投資目的の子会社を作っていた。親会社の倒産リスクから隔離されていたSIVは、主として資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を発行して資金調達し、CDOに投資していた。しかしCDOの価格が暴落するに至って、ABCPの調達が一気に困難化した。そこでSIVは約定に従って銀行に肩代り融資を依頼するのだが、今度は銀行がそのための資金調達に窮する事態が発生したのである。

結局金融機関は、債権を証券化するプロセスで大量の不良在庫を抱え込んだだけでなく、その証券を投資家に売却する際にその売却資金を融資したり、SIVを組成して、最終的にそれを本体に吸収せざるをえなくなったり（SIVが保有する不良資産は本体のB/Sに計上される）して、大きな損失を出してしまったわけだ。また、投資家としての金融機関（わが国にも多かった）も、保有資産（RMB SやCDOなど）の大幅な値下がりに見舞われたのは言うまでもない。

(2) 機能停止に陥った短期金融市場

相次ぐ金融機関の経営行き詰まり

こうして、経営に行き詰まる欧米の金融機関が相次いだ。米国で08年3月に事実上破綻し、政府の援助の下にJPモルガンチェースに買収されたベアスターンズ（投資銀行第5位、当時）もその1つだ。傘下のヘッジファンドが破綻するなどして経営が悪化し、市場から締め出される形で資金繰りがつかなくなったのである。

欧米の中央銀行は金融市場に潤沢な資金を供給することで危機の回避を図った。たとえば連銀（FRB）は利下げに踏み切る一方、資金供給オペの担保の基準を緩和したり、証券会社にも直接資金を供給できるようにしたりと、金融機関が資金繰りに窮することがないように環境の整備を進めた。

このため金融市場はしばらくは落ち着きを取り戻したかに見られたが、9月に入って状況は一変した。まず2つの住宅金融公社（ファニーメイとフレディマック）が債務超過に陥っているとの懸念から、市場で両社の株価が大幅に下落した。この2社が発行したり保証しているRMBSは、元々信用力が極めて高かったことから世界中の投資家が広く保有していた。万が一にも両社が破綻することになれば、その悪影響は甚大なものにならざるを得ない。そこで米国政府は、優先株の買い取り枠を設定するなどして救済に動き、両社を管理下に置くことにした。

しかし状況はさらに悪化する。住宅公社救済の1週間後に投資銀行第4位のリーマンブラザーズが破綻に追い込まれたのである。このことは、その直後に保険大手のAIGが政府に救済されたことと比較され、政府・FRBの政策スタンスが一貫していないという不信感を市場に持たせてしまうことになった。

凍りついた銀行間市場

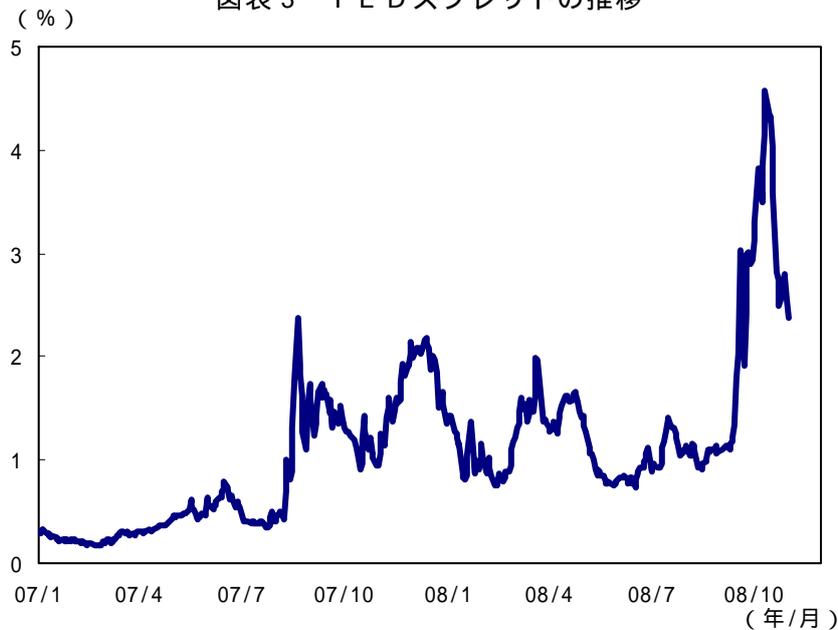
リーマンブラザーズのように世界規模で事業を展開する金融機関が破綻に追い込まれたことは市場に大きなショックを与えた。投資銀行業界5位だったベアスターンズが救済（政府が290億ドルの資金援助をしてJPモルガンチェースに買収させた）される一方、同4位のリーマンブラザーズは救済されなかったのだから、「大きすぎて潰せない」という理屈は存在しないことになる。同3位のメリルリンチがバンクオブアメリカに自ら身売りし、同1位のゴールドマンサックスと同2位のモルガンスタンレーが銀行持ち株会社に業態転換を図ったのも、「次はわが社（が潰される）なのか」という不安があったからだろう。

もちろん金融機関の破綻は米国だけで起こったのではない。すでに07年から、欧州各国でも経営に行き詰まる金融機関が相次いでいた。こうなると、金融機関が相互に疑心を抱くのは当然だ。銀行同士が日々資金を融通し合う銀行間（インターバンク）市場が機能しなくなった。たとえ1日（オーバーナイト）であれ、他行に融通した資金が相手行の破綻によって回収できないことになれば、銀行には大問題である。たとえばA銀行にとって、

B銀行から回収する資金がC銀行への返済資金に充てられるといったことは日常的に生じるから、そこに目詰まりが生じると資金繰り破綻にもつながりかねないわけだ。

ロンドンのインターバンク市場で決まる金利はLIBORと呼ばれ、様々な金融取引の基準となっているが、この金利が大幅に上昇した。図表3はLIBORと米国債(3ヶ月物)の利回りとの格差(TEDスプレッド)を見たものだが、リーマンブラザーズが破綻した直後からLIBORの急騰を反映してこの格差が急拡大している。これは資金が潤沢な銀行ですら、その資金を市場に放出しなくなったからである。しかも、公表されるLIBORレートは必ずしも実際に取引されるレートとは一致しない。これは、あくまでも主要行が目安として毎朝提示するレートにすぎず、ある取引で実現したレートがその何倍にも達することすらあるからだ。実際、市場で成立する金利は異常なまでに高いか、あるいは取引そのものが実現しない事態となった。

図表3 TEDスプレッドの推移



(注) 銀行間市場の指標金利であるLIBORと、安全資産である米T B 3ヶ月物利回りとの格差。銀行間市場の金利プレミアムを示す
(出所) 米F R B、英銀行協会

銀行が日々の資金繰りに窮するようになると、場合によっては破綻に追い込まれる。少なくとも、リスクを取って資金を運用しようとは考えないだろう。つまりインターバンク市場のフリーズ(機能不全)が信用供与額を大幅に減少させてしまうのである。これは、単に新規の与信額を減らすだけでなく、既存の与信まで回収するということにもつながる。その対象が金融機関にとどまらず非金融部門まで及べば、「貸し渋り」や「貸し剥がし」が起こるのは言うまでもない。

政策対応は十分か

こうした事態の進展に対して各国の政府・金融当局はどう対応してきたか。上述のように、まずは中央銀行がインターバンク市場に資金を潤沢に供給することから始まった。その際、市場に供給された資金はドルである。これは、サブプライム関連証券はあくまでもドル建ての商品であり、これに投資するすべての機関はドルを調達する必要があるからである。こうした機関は、基本的にはドルの短期調達を繰り返しながら中長期で証券運用をやっていたのだが、その証券価格が暴落したために、世界中で短期のドル資金調達に支障が生じたわけだ。

いささか余談めくが、先に、大手金融機関がS I Vを設立してサブプライム証券投資をしていたと書いたが、それらはもっぱら欧州の金融機関である。そしてドル建て資産の暴落に直面して、彼らは（ユーロではなく）ドル資金の調達に苦しんだのである。事は米国発のサブプライム問題であり金融危機であるはずなのに、為替市場でドルが下落せずむしろユーロが大きく下落しているのは、欧州市場でドル資金が不足しているからである。

金融機関の経営破綻は欧州のほうが早かった。08年1月にドイツのザクセン州立銀行の経営が行き詰まり、州政府の債務保証によって別の州立銀行に身売りされた。その後2月にはイギリスの住宅金融大手であるノーザンロックが国有化された。

9月に入ると、イギリス、ベネルクス3国、アイスランド、ドイツ、フランス等で次々に経営破綻に至る金融機関が出たが、いずれも倒産ではなく各国政府が資本を注入するなどして救済の手を差し伸べた。またその過程で、銀行への取り付け騒ぎを回避するために、預金保険の限度額を引き上げるといった措置も取られた。総じて見れば、欧州では金融機関は潰さないことが徹底されたと言える。

米国でも、やはりリーマンブラザーズが破綻した後の市場の急激な冷え込み（株価の大幅下落、銀行間市場の機能不全、CDSプレミアムの急騰など）のショックが大きく、今や大手金融機関はもう潰さないという政府・金融当局の意向ははっきりしている（10月11日に開催されたG7会合でも、「金融システム上重要な金融機関の破綻回避へ断固たる行動をとり、あらゆる手段を活用する」方針が確認された）。また難産の末に10月初めに成立した金融安定化法の運用をみても、当初は7000億ドルの資金を使って金融機関の不良資産を買い取るということだったが、市場の圧力に押される形で資本注入への充当が優先された。

経営の健全化策が経営を悪化させる皮肉

今回の金融危機のこれまでの展開を振り返ると、金融機関経営にとってこれまで望ましいと考えられてきたやり方が、危機をかえって加速させてしまった面は否定できない。

その「望ましいこと」とは時価会計と自己資本比率規制である。時価会計の原則は保有資産の市場価値が下落して金融機関のバランスシートが悪化している時にとくに重要だと

考えられている。資産を簿価で評価すれば「損失」が潜在化してしまい、金融機関経営の健全性が損なわれていてもそれが見えなくなってしまうからだ。「損失は隠してはならない。きちんと開示すべきだ」という考え方である。また自己資本比率規制も「平時」には至極もっともな考え方だ。つまり金融機関がリスクある資産を持つなら、それに見合った十分な自己資本を引き当てておくべきだということだからだ。

どちらの原則も説得力を持つが、それを厳密に守ろうとすると場合によっては悪い状況をいっそう悪くする方向に働いてしまうことがある。今回がまさにそうであろう。

時価とは基本的には市場価格のことである。市場価格は、「平時」には売り手と買い手の双方が納得できる合理的な価格だと言える。もちろんその価格は需給で決まるのだが、需給が、結果として価格を合理的な水準に収斂させていくのである。

ところが「非常時」の時価はそうではない。一方にその資産をどうしても緊急に売却する必要のある売り手がいて、他方にその資産の将来価値に懸念を抱く（買ってさらに値下がりするのではないかと心配する）買い手がいるといった状況だ。そこで決まる価格は、資産本来の合理的な水準に一致する保証はなく、完全にその時点での需給のみで決まる。平たく言えば、買い手は売り手の足下を見て買い叩くことができるわけだ。

それが非常時の時価だとすると、そうした資産を持つ金融機関は理不尽なまでの損失計上を余儀なくされる。当然、資本が毀損するわけだが、そうになると自己資本比率規制が働いていっそうリスク資産の処分を強いらられる（例えば10%の自己資本比率を維持しようとするれば、毀損した自己資本額の10倍のリスク資産を削減する必要がある）。それが保有資産の「時価」をさらに引き下げてしまうのは言うまでもない。完全な悪循環である。

（3）終息に向かう金融市場の混乱と住宅価格の先行き

金融市場の混乱を鎮める次のステップ

金融危機をこれ以上深刻化させないためには、こうした悪循環を断ち切る必要がある。「時価評価」の見直しは、そのために不可欠な措置だと思われる。証券化商品については、満期まで保有する場合には時価評価しなくてもよいといった考え方が採用されつつあるのは望ましいことだ。

ただし、時価評価に対するそうした制限が、損失隠しのために悪用される恐れもある。したがって他方で、不良な証券化商品等を金融機関のバランスシートから一刻も早く外してしまうことが大事だ。保有し続ければさらに値下がりし、資本をいっそう毀損しかねない資産を手放すことによって、金融機関の損失拡大に歯止めがかかることが期待できる。

10月初旬に成立した米国の金融安定化法は、当初はこれを目的とする法案だとされた。それが、事態の急速な悪化に直面して、まず資本注入が優先されたのである。しかし最初に資本注入ありきでは、その注入額が適正であるのかどうか分からない。不良資産を買い

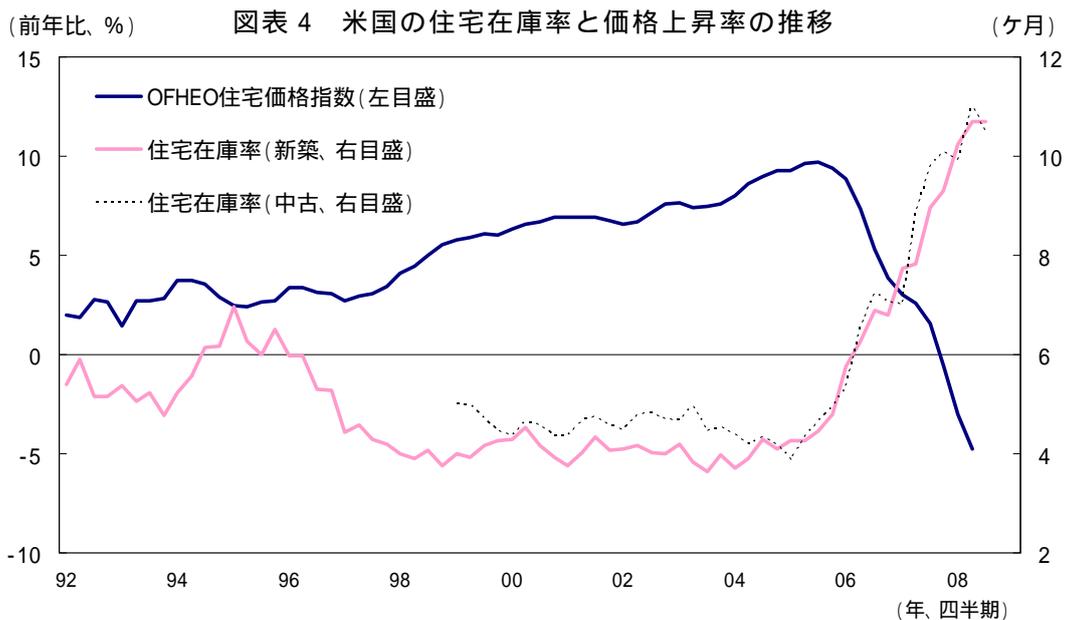
取った上で、資本が十分なのか不足するのかを見極めて、必要なら資本注入を実行すべきなのである。

これが実現すれば、市場を覆っている疑心暗鬼も晴れ、今も凍りついている銀行間市場の取引が復活することが期待できる。今後どれほどの公的資金が必要になるかは不明だが、次のステップとしては避けて通れない措置だと言えよう。

住宅価格回復の鍵を握る需給要因

実物経済の面から金融危機を緩和ないし回復に向かわせるためには、下落が続くアメリカの住宅価格の反転が必要だ。この点については大方の見解が一致していると言ってよい。

住宅価格を下落させている主因は需給の悪化だと考えられる(図表4)。住宅市場に売りに出されてまだ売れていない物件(在庫)の数を月間販売戸数で割った在庫率は、ここ数年急激に上昇して足元では新築、中古ともに10ヶ月分を超えている。この強烈な供給圧力が、全米平均で見ても住宅価格をついに下落させているのである。



(注) 住宅在庫率は、在庫戸数を1ヶ月あたりの販売戸数で割った値。
販売戸数の何か月分の在庫があるかを示す。
足元の値は、OFHEO住宅価格指数が4～6月期、新築・中古住宅の在庫率は7～9月期の値。
(出所) FHE (米連邦住宅金融監督局)、米商務省、全米不動産業協会

したがって、住宅需給の悪化(在庫率の上昇)が止まれば価格の下落も止まる可能性が高い。地域によっては住宅価格の水準が相当下落しているケースも多いから、住宅価格が底に達したとの見方が強まれば買い需要が増える可能性は高いと思われる。次の段階として、需給の改善と価格の上昇が始まる期待が持てるわけだ。

サブプライムローン問題は、結果として、返せる目処が立たない人にまで貸し込んだことが問題だったわけだが、そうした無理な貸し出しがとりわけ横行したのが06年だった

と言われている。典型的なローンとしては、当初の2年間は低利・固定金利とし、3年目に金利が跳ね上がり、以降は変動金利に変わるものが多かった。したがって、まさに今年そうした金利改定の時期を迎えるサブプライムローンの数がピークを迎えたことになる。その段階で返済不能に陥り、担保の住宅を差し押さえられた家計が急増した可能性は高い。

さらに、アメリカ独特の住宅ローン事情も差し押さえの増加に寄与していると考えられる。それは、ローンで購入した住宅の価格が大幅に下落して、その価値が仮にローン残高を下回ることになっても、担保の住宅を放棄すれば債務も事実上なくなるという仕組みだ。とくに住宅価格の上昇を当て込んでローンを組んでいた家計にとっては、価格下落に直面してしまうと担保の住宅を放棄するインセンティブが高まると言えるだろう。

金利の改定期を迎えるローンの件数がこれからは減少することを考慮すれば、差し押さえによって市場に売りに出される住宅の件数もピークアウトすることが見込まれる。需給が悪いなりにそれ以上悪化しなくなれば、価格の下落にも歯止めがかかるだろう。

最悪期を脱する金融市場

住宅価格の下落が止まって、緩やかながらも反転上昇し始めれば、金融市場に好影響が及ぶことは確実だろう。大幅に値下がりしてしまっているRMB SやC D Oの価格も回復に転じることが見込まれる。

考えてみると、住宅ローンを原債権とするRMB Sを組成する場合、その額面金額が原債権の金額を超えることはありえない。そのRMB Sの一部を切り取って、他のABSと混ぜ合わせてC D Oを組成しても、C D Oの額面金額が元のRMB SやABSの原債権の金額を超えることは、やはりありえない。

C D Oの価格が暴落したきっかけは、原債権の中心であったサブプライムローンが焦げ付いたことだが、C D Oの最終的な価値は不良化した原債権が最終的にどれだけ回収できるかによる。サブプライムローンの延滞率は現在20%程度だとみられるが、これがそのまま焦げ付いたとしても、担保物件の売却による回収も考慮すれば、最終的な回収額が50%にも届かないといったことは考えられない(回収率は80%以上になるはず)。

C D Oの「時価」が、こうした本来あるべき価格から大幅に乖離して低いのは、実態との関係が断ち切られて「需給」だけで価格が決まっているからである。買う気もない買い手が付けた「法外な言い値」が時価として採用されていると言ってもよいだろう。

しかし住宅価格が底を打って上昇に転じると、こうした状況が改善に向かうことが期待できる。安くなりすぎたC D Oにも買いが入って、価格が上昇し始めるだろう。金融機関の収益にも好影響が及ぶ。实体经济がすでに悪化していることを考慮すれば、これだけで増益に転じるとは言いがたいが、それでも危機が終息に向かっているという実感が持てるようになるのではないかと。

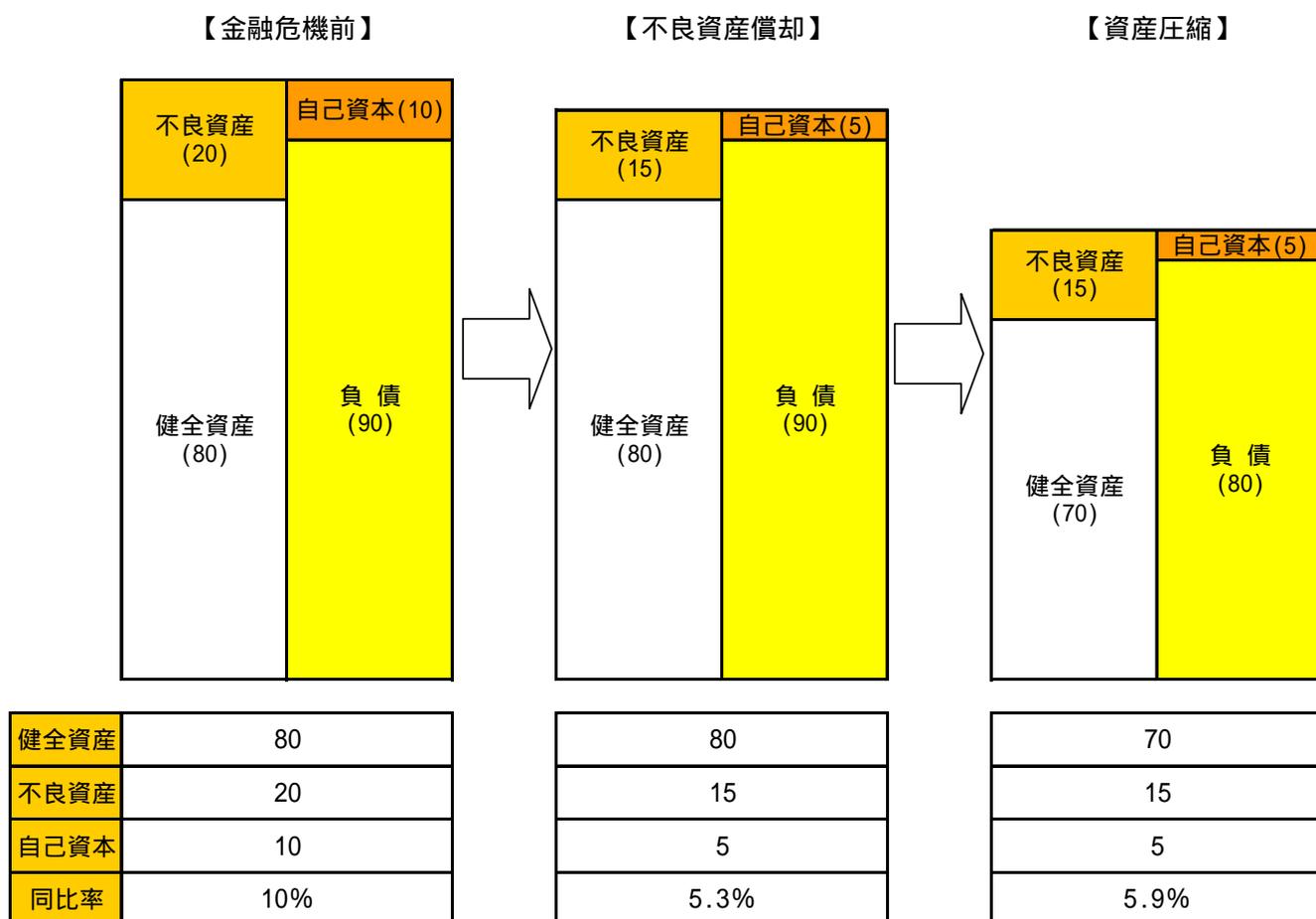
2. 金融と実体経済の相互作用

(1) 信用収縮のメカニズム

前節でみた金融市場の混乱により、実体経済への影響が懸念されている。金融の混乱が実体経済に波及する経路としては、金融資産価格の下落によって個人消費や設備投資が下落する逆資産効果、あるいは株価の下落などによる企業や個人のマインド悪化が経済活動にマイナスに作用することなどが挙げられる。その中でも最も懸念されるものが、信用収縮と呼ばれる動きである。

信用収縮は次のメカニズムによって生じることになる。まず、金融危機が原因となり銀行に不良債権が発生すると、銀行は償却などの手段で不良債権を処理することになり、収益が悪化し自己資本が毀損する。この結果、銀行の自己資本比率が低下するため、資本力が十分でない銀行は資産圧縮の動きを強めることになる。圧縮する資産の内容は業態によって異なるが、商業銀行は主に貸出しを抑制するケースが多く、投資銀行は株式や債券など投資した金融商品の売却を迫られるほか、ヘッジファンドへの貸出しを削減することになる。信用収縮とは、自己資本が毀損した金融機関が資産の圧縮を進めることをさす言葉である（図表5）。

図表5 信用収縮のメカニズム（概念図）



(2) 金融危機による経済への影響

米国の2008年の成長率は1%台後半となる見通しであるが、2009年については民間機関による予測は大幅な下方修正が相次いでおり、ほぼゼロ%成長にとどまるとみられる。米国経済が低迷する要因としては、住宅投資の大幅な減少に加えて、インフレ率の上昇による実質所得の減少などが挙げられるが、金融危機をきっかけに住宅ローン、消費者ローン、社債発行など様々なところで信用収縮が発生し、景気を下押ししていると考えられる。

金融危機が影響した景気後退局面では、金融の混乱が経済の落ち込みを増幅する傾向がみられる。IMF（国際通貨基金）は、日本のバブル崩壊後の平成不況や米国のS & L危機、北欧の銀行危機など、90年代に発生した6つの金融危機について、バブル崩壊が経済に与えた影響を定量的に分析している（図表6）。

具体的な分析は、バブル期の経済指標の「山」と、危機後の経済指標の「谷」について、トレンドからどの程度乖離していたかに焦点をあてている。それによると、6つの金融危機の平均値について、まず金融関連の指標をみると、株価は危機前にトレンドを50%上回って推移していたのが、危機後の最悪期にはトレンドを50%下回る水準に低下していた。これを、米国の今回の金融危機にあてはめると、ダウ平均株価のトレンドが10,000ドル程度であったとみられる中で、実際の株価が14,000ドルを上回る水準まで上昇していたが、金融危機の最悪期には6,000ドル程度まで下落する可能性があることを示している。同様に住宅価格については、危機前にトレンドを20%上回っていたのが、危機の後には20%程度下回っている。

図表6 金融危機における経済状況の変化

	危機前の上ぶれ幅							
	株 価	住宅価格	信用供与 (対GDP比)	銀行資産	家計貯蓄率	企業貯蓄率	生 産	回復までの 期間
90年代の6つの金融危機 (平均値)	51.9	20.0	11.3	20.6	2.1	3.5	-	-
サブプライム危機								
米 国	27.7	5.9	3.0	9.9	1.4	0.7	-	-
英 国	44.0	2.9	4.5	9.7	0.5	0.4	-	-
欧 州	25.1	5.4	6.4	0.8	0.1	2.9	-	-
日 本	29.4	3.2	5.1	11.2	0.8	0.8	-	-
	危機のボトムまでの落ち込み幅							
90年代の6つの金融危機 (平均値)	55.5	20.6	9.5	7.2	8.7	9.2	5.4	4年

(注) トrendからの乖離幅(%)を示す

90年代の6つの金融危機：フィンランド(90年代初め)、スウェーデン(同)、ノルウェー(同)、英国(同)、米国(同)、日本(90年代全般)
(出所) IMF「世界経済見通し(2008年10月)」第4章表4.4より抜粋

経済全体の信用残高については、危機前のバブル期にはトレンドを10%以上上回る過剰な信用供与がみられたが、危機後の最悪期には逆にトレンドを10%近く下回る水準に信用が収縮していたことが分かる。銀行の資産規模については、危機前のバブル期にトレンドを20%程度上回る水準に拡大した後、危機後にはトレンドを7%下回る水準まで減少していた。

IMFの分析によれば、家計や企業の貯蓄率については、危機前にはトレンドを下回っていたが、危機後にはトレンドを大幅に上回る水準に改善しており、信用収縮が発生した影響により、家計や企業が債務返済を進めたことが読み取れる。

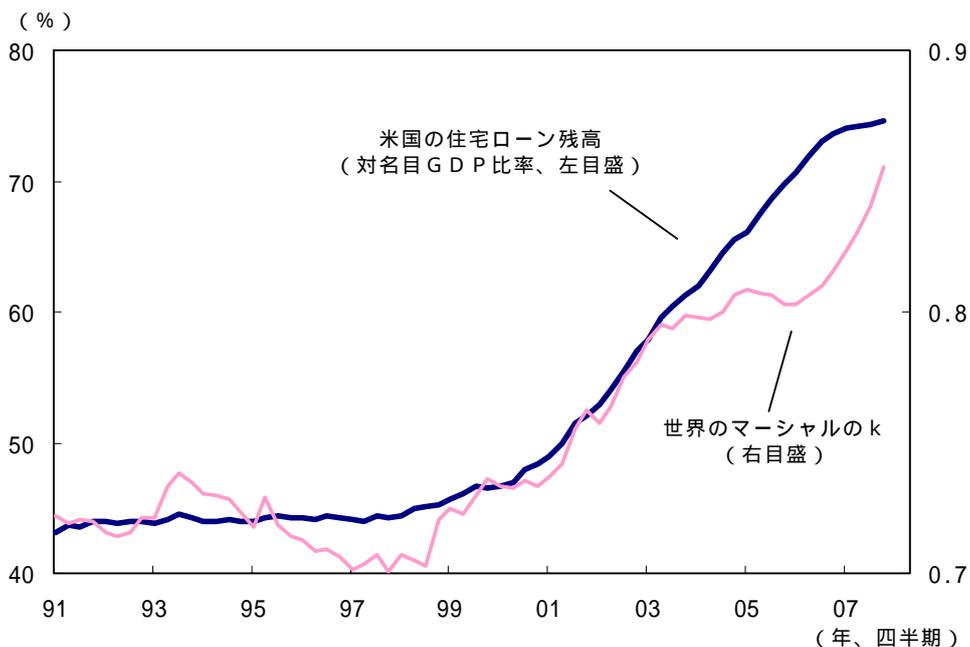
こうした信用収縮の過程が最悪期を迎え調整が完了するまでに平均4年程度要しており、その間生産水準は5%超の落ち込みを示していた（以上前頁図表6）。

今回の金融危機を迎える前の米国経済は、資産価格が上昇し、家計部門の貯蓄率が低位にあるなど、最近の6つの金融危機と同様の構図がみられた。一方、企業部門では相対的に健全な財務状況にあったことが信用収縮の影響を軽減するとみられる。

（3）信用の拡大と収縮の背景

こうした最近の金融危機の例から読み取れることは、金融危機の発生前に信用状況が過大となっていたことによって、資産価格や信用供与がトレンドを上回ったが、金融危機をきっかけに、逆方向に同程度の調整が発生していたことである。

図表7 マーシャルのkと米国の住宅ローン残高（再掲）



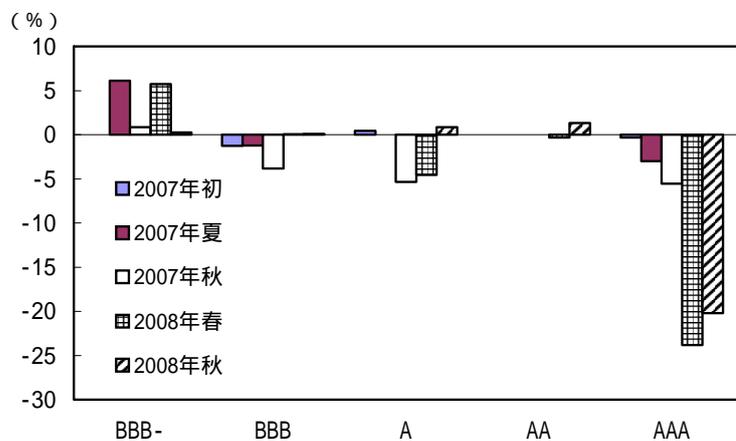
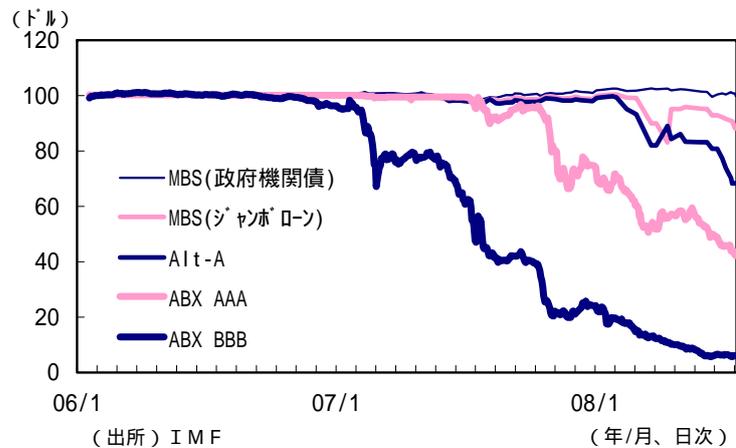
（注）マーシャルのkは、日・米・英・ユーロ圏のマネーサプライをもとに算出
（出所）各国統計

今回の米国発の金融危機については、過剰流動性の程度を示す指標であるマーシャルのkがトレンドから上方乖離していた。こうした信用状況の拡大の裏側では、米国の家計部門の債務がトレンドを上回る増大がみられた。このため、今後は、信用が収縮することによって、家計部門の債務調整が本格化することを通じて、実体経済の落ち込みを増幅させることが予想される（前頁図表7）。

こうしたブーム・アンド・バストに加えて、今回の金融危機では、信用収縮を強める要因となったもう一つの論点がある。時価主義会計が厳格に適用されたため、流動性の低い証券化商品を保有する金融機関が、金融市場での投げ売り価格を基準にバランスシート上で評価損失の計上を迫られたことである。

イングランド銀行の分析によれば、高格付けの証券化商品ほど、市場での投げ売り価格と、満期保有する場合に想定されるキャッシュ・フローに基づく理論価格が大幅に乖離している。格付けに対する信用が揺らいだとはいえ、満期まで保有すれば一定のキャッシュ・フローが確保されるこれらの金融商品を保有する金融機関が、理論価格を大幅に下回った価格で損失計上を迫られ損失を拡大させたことも、信用収縮を強める原因となった（図表8）。

図表8 証券化商品の価格と理論価格からの乖離



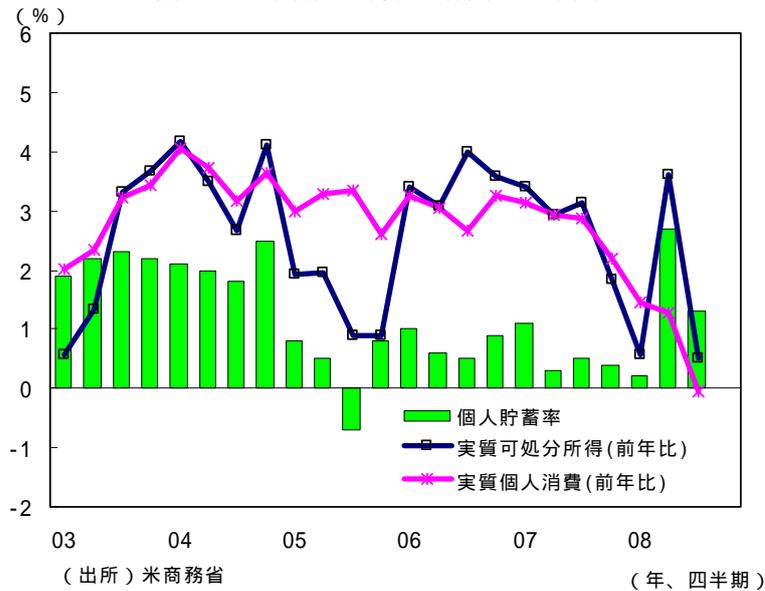
(注) 各格付けの証券について、実際の市場価格が理論価格からどの程度乖離していたかを示している。
(出所) イングランド銀行

(4) 一つめの信用収縮の経路～实体经济への波及

それでは、今後予想される信用収縮は、具体的にどのような経路を通じて实体经济へ波及するのだろうか。

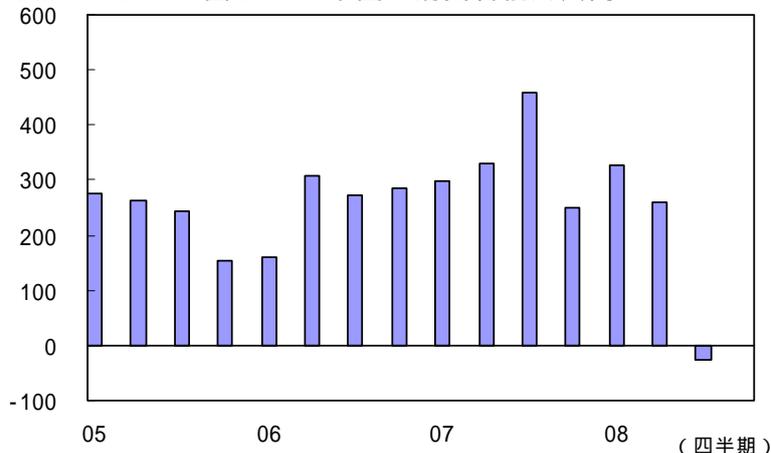
米国の家計の所得と消費の動きをみると、2006年をピークに所得と消費が鈍化した。最近までの消費の鈍化については、所得に連動した動きであったといえる。しかし、2008年夏以降、消費の伸びが所得の伸びを下回っており、家計が債務返済の動きを強めている可能性がある(図表9)。

図表9 米国の所得・消費・貯蓄率



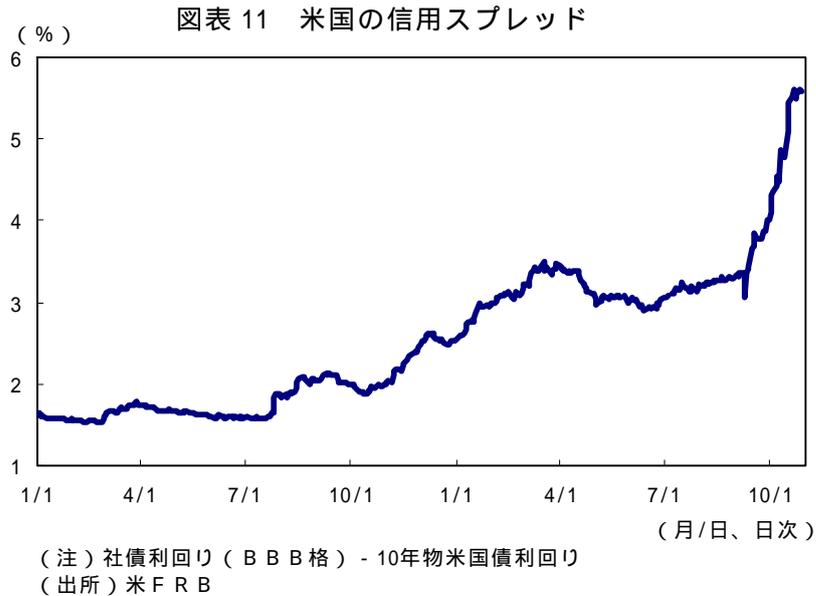
実際、米国の家計の消費者信用残高は7月以降減少に転じた(図表10)。消費の伸びが所得の伸びを下回る傾向は、信用収縮に直面する家計が、債務調整の動きを強めることにより、今後一段と本格化することが予想される。米国の家計は消費支出を抑制し貯蓄率を上昇させることとなり、個人消費の伸びは低迷が続く見通しである。

(前期差、億ドル) 図表10 米国の消費者信用残高

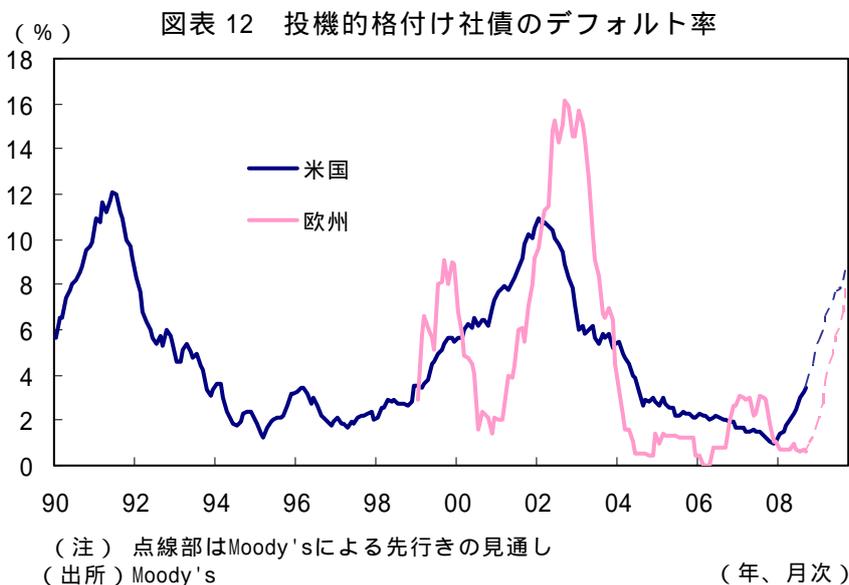


(注) 足元は08年8月末時点の値
(出所) 米FRB

一方、企業は家計と異なり、近年債務の増大がみられず財務状態も良好であることから、信用収縮による影響は軽微にとどまる見通しである。もっとも、9月の米大手金融機関の破綻後は金融市場の混乱が増幅され、米企業の主要な資金調達手段である社債発行が減少するなど企業の資金調達環境は一時的に悪化している。極端なリスク回避傾向が強まった結果、国債と社債の利回り格差を示す信用スプレッドが急上昇し、企業の資金調達コストが高まっている（図表 11）。



また、信用サイクルの局面を見ると、今後、景気の悪化を背景に、デフォルト率の上昇が見込まれていることも、信用スプレッドを拡大させ、企業の資金調達を悪化させる要因となる（図表 12）。このため、企業はキャッシュ・フローを積み増す動きを強めており、金融市場の混乱が長期化する場合には、設備投資が抑制される可能性が高まることになる。



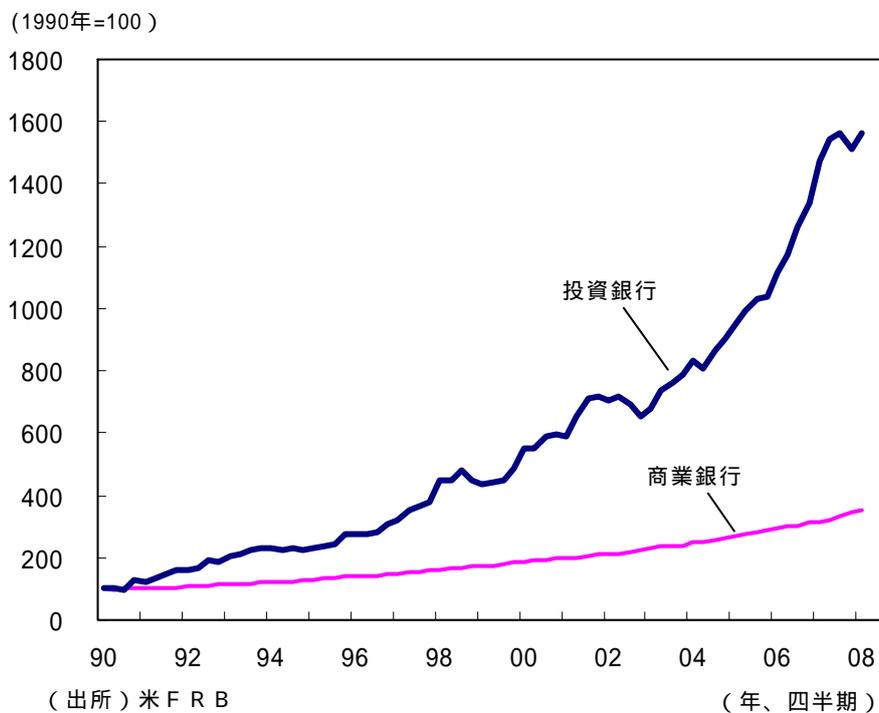
(5) 二つめの信用収縮の経路～金融市場への影響

信用収縮には、家計や企業の債務調整を引き起こすことにより実体経済に波及する経路とは別に、金融市場の内部において金融機関を対象に発生する経路がある。

金融市場での局所的な信用収縮を背景に、投資銀行と呼ばれる大手証券会社が経営破たんや経営危機に追い込まれたことは、今回の金融危機の特徴的な出来事であった。

米国の証券会社のバランスシートをみると、資産規模は、商業銀行を大幅に上回るペースで拡大が続いていた。特に2003年以降はそうした傾向に一段と拍車がかかっていたことが分かる(図表13)。

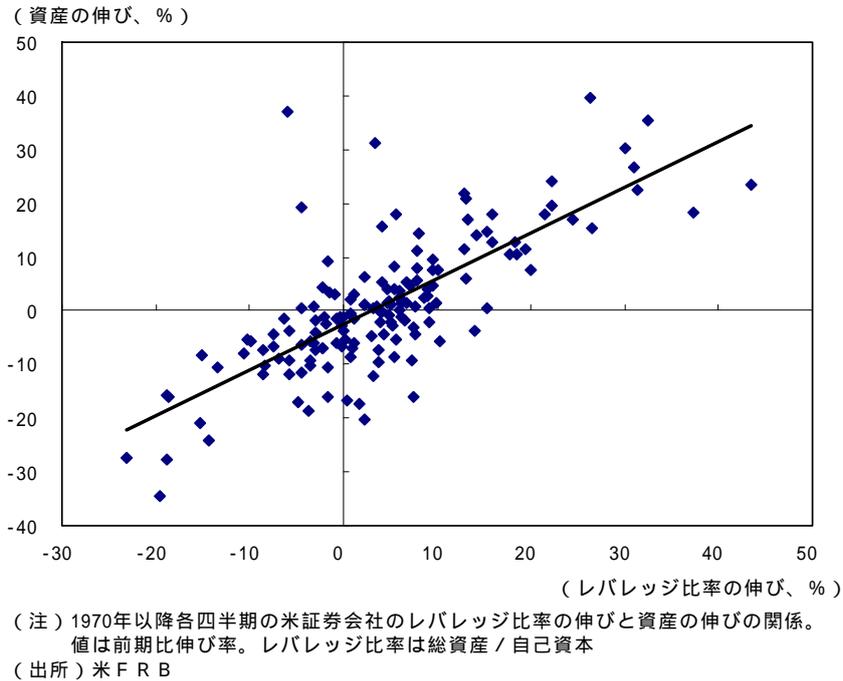
図表13 投資銀行と商業銀行の資産規模(1990年を100として指数化)



証券会社が資産を拡大させる源泉となったのは、レポ市場で調達した短期資金であった。米国の証券会社のバランスシートをみると、短期資金に依存しながら債務比率を拡大させることにより、資産規模を拡大していくレバレッジ経営の構造が顕著にあらわれている(次頁図表14)。

このため、信用リスクの高まりとともに、短期金融市場の機能が著しく低下すると、短期資金の調達が困難となり、証券会社は債務返済の必要に直面し、レバレッジを低下させる動きを強めた。一部の証券会社にとっては、レバレッジを縮小させる過程が経営の破たんに直結する事態を招くこととなった。

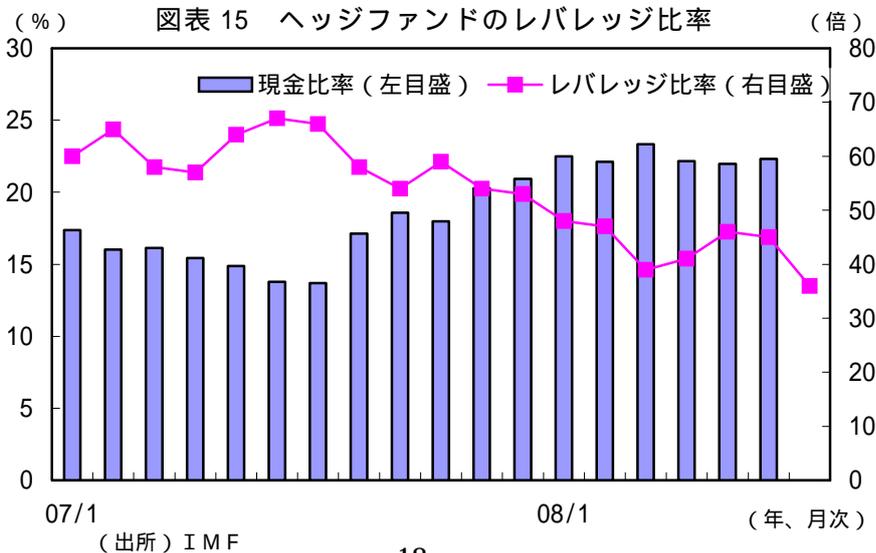
図表 14 投資銀行のレバレッジ比率と資産の関係



ところで、証券会社は様々な金融市場において、投資家同士の売買を仲介する機能を担っている。その際、短期金融市場から資金調達を行ないながら、売買仲介に必要な資金や有価証券を在庫として保有している。

マーケット・メイキングと呼ばれる金融市場における売買仲介機能は、証券会社がレバレッジを低下させる必要に直面することによって、著しく損なわれる結果となり、金融市場そのものの機能を低下させる要因となっている。

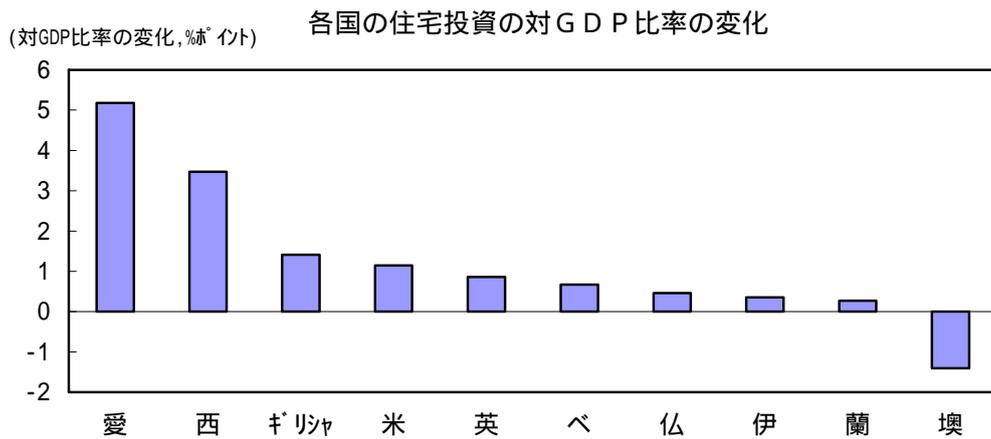
証券会社の主要顧客であるヘッジファンドについても、投資家からの返金請求や、金融機関からの追加証拠金要求により、投資銀行と同じく短期債務によって拡大させてきた債務比率(総資産/自己資本)を低下させる必要に直面し、様々な金融市場で波乱要因となっている(図表 15)。



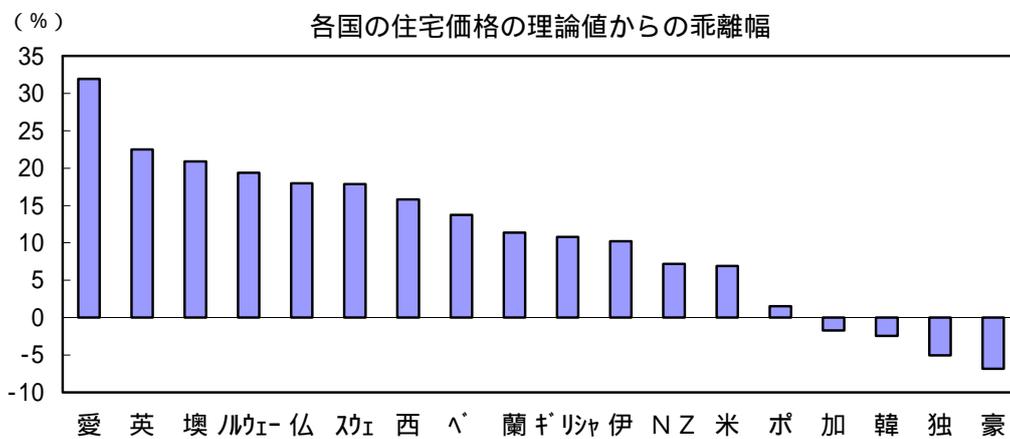
(6) 欧州への危機の波及

欧州では近年、住宅投資の加熱がみられ、住宅価格が高騰する状況が続いてきた。欧州各国の住宅価格のファンダメンタルズからの乖離は米国以上であったとみられ、アイルランド、イギリス、スペインでそうした傾向が特に顕著であった。住宅バブルを起点とした過剰流動性と住宅ストックの双子の調整が進行中である状況は、米国と全く同様であるといえる(図表16)。

図表16 欧州の住宅投資・住宅価格



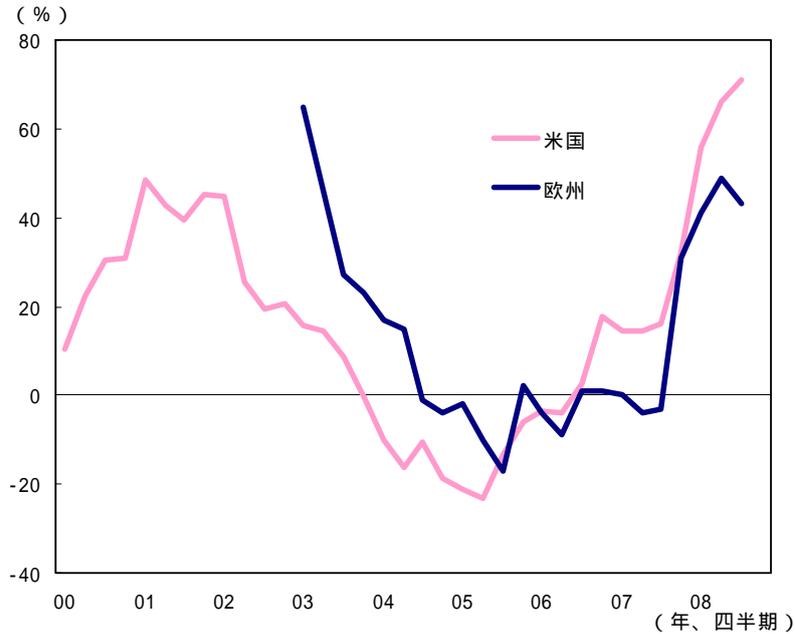
(注) 愛はアイルランド、ベはベルギー、奥はオーストリア。
2003年を基準にして2007年の住宅投資の対GDP比率の変化幅を計算したもの
(出所) IMF



(注) 愛はアイルランド、ベはベルギー、奥はオーストリア。
住宅価格の理論値からの乖離率を示す。2007年の値
(出所) IMF

住宅バブルの崩壊を起点とした金融危機の構図が米国と同様である欧州は、足元で信用収縮の動きが強まっている。ECB(欧州中央銀行)が四半期ごとに実施している金融機関のサーベイ調査によると、欧州の金融機関の顧客に対する貸出し態度は、米国の金融機関と同様に著しく厳しくなっており、金融危機が信用収縮を通じて实体经济に波及するメカニズムは、欧州についても米国と同様に強まる見通しである(次頁図表17)。

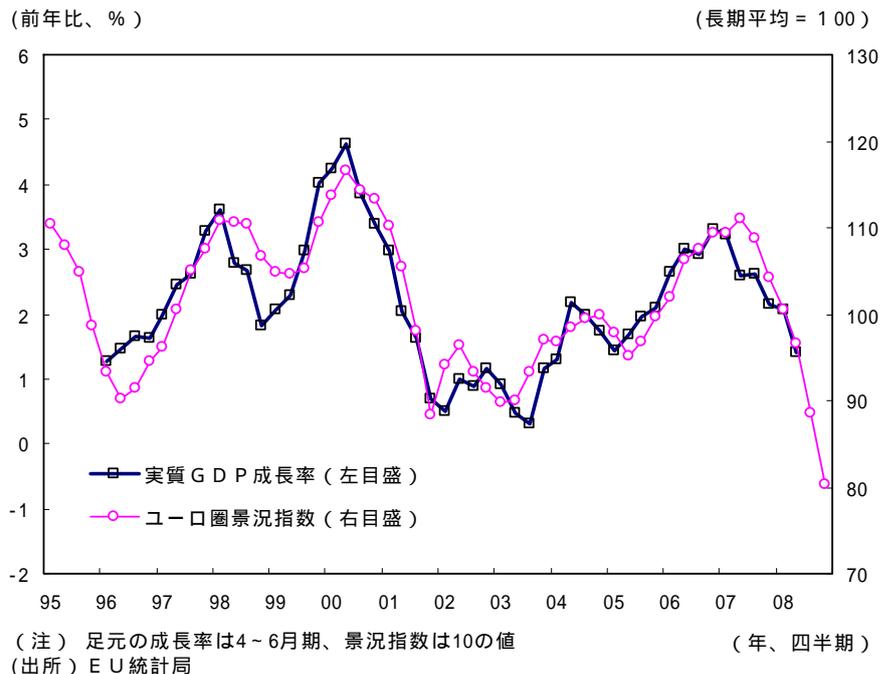
図表 17 金融機関の企業向け融資態度



(注) 融資姿勢を厳しくした金融機関割合 - 緩やかにした金融機関割合
 (出所) 各国統計

さらに、金融危機をきっかけに、短期の対外債務への依存が強かった欧州周辺国では、通貨危機の様相が強まっており、経済の混乱に拍車をかけている。このため、欧州主要国の景気を押し上げてきたこれら新興国向け輸出は停滞が予想される。すでに深刻な落ち込みを見せ始めている欧州経済は、今後も一段の低迷が予想されよう(図表 18)。

図表 18 ユーロ圏の成長率と景況指数



(注) 足元の成長率は4~6月期、景況指数は10の値
 (出所) EU統計局

3. 金融危機は恐慌にいたるのか

(1) 先進国の景気の下支え要因

先進国、とりわけ信用収縮の影響が懸念される欧米諸国の景気は、当面厳しい落ち込みが予想される。一方で、新興国の経済成長や、原油価格をはじめとする一次産品価格が低下していることなどが景気を下支えする要因として期待される。これに加えて、財政政策に余力があることが、当面の景気を下支えする要因として重要である。

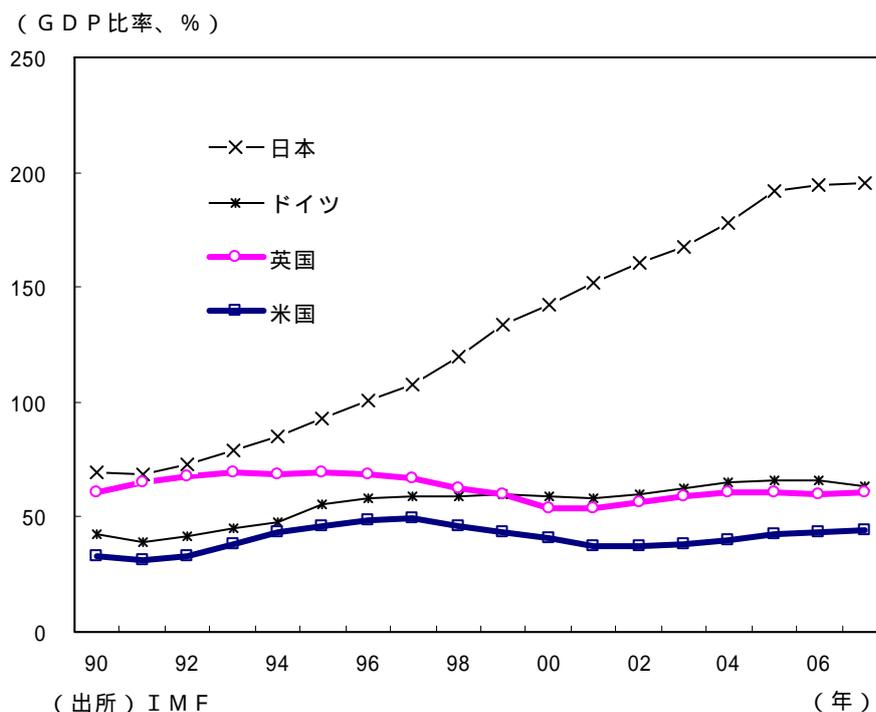
先進国の財政状況をみると、近年の景気拡大の長期化による税収増を背景に、日本を除いて比較的良好な水準にあり、財政出動への余力がみられる(図表19)。

米国では、オバマ次期大統領が、就任早々にも大型の景気対策を実施することを選挙戦の公約に掲げており、21世紀のルーズベルトになることへの期待も強い。議会でも、大統領選挙が実施される年には休会となるが、今年は民主党の主導により追加景気対策の策定が急がれており、大統領選挙後に本格化する見通しである。また、バーナンキFRB議長は、積極的な財政政策を主導するこうした動向に対し支持の意向を表明した。

また、欧州でも統一通貨ユーロへの参加条件として設定されている財政安定化協定を、一時棚上げとすることで合意されており、11月中にも、欧州全体で大型の財政支出をとまなう景気対策の策定が予定されている。

こうした景気対策に加えて、欧米政府が金融機関の資産内容の厳格査定を行い、公的資金を再注入する場合には、金融機関による信用収縮の動きを緩和する効果が期待されよう。

図表19 先進国の政府債務残高



格差問題が世界共通の課題となる中、米国では住宅ローン債務者の債務免除や、中低所得層を対象とする所得減税など、期待される財政メニューは豊富である。金融機関への公的資金の追加投入や不良債権の買い取りなども予想され、財政需要は大方の予想を上回る規模に膨れ上がる可能性も考えられる。

民間部門の貯蓄率が高い日本の財政状況が、先進各国と比較して著しく悪化した一つの要因に、1990年代の経済低迷期に、数次の大型景気対策や金融問題処理などのために財政需要が増大する一方で、税収が大幅に減少した影響があったとみられる。相対的に良好な水準にある欧米先進国の財政についても、今後は、1990年代の日本と同様の経路をたどる可能性があるといえよう。

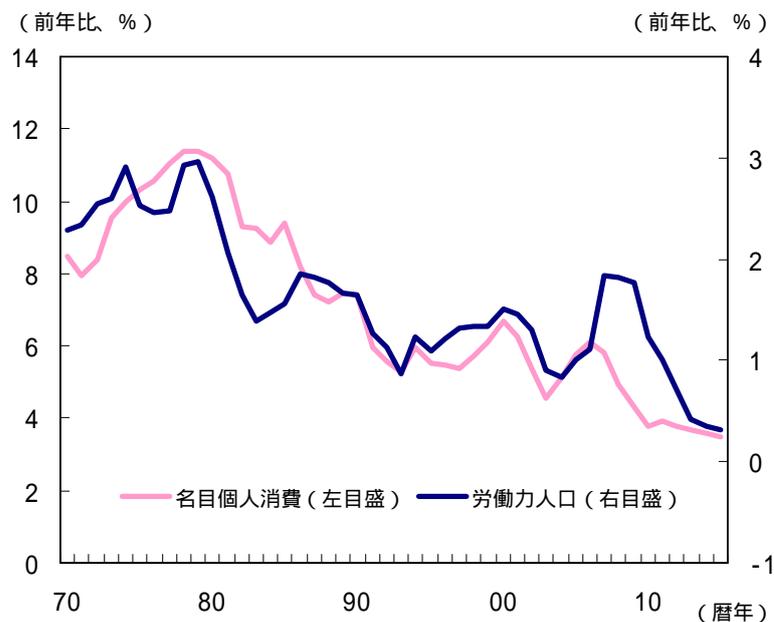
(2) 成長の源泉が弱まった米国経済

金融危機の影響により、短期的には欧米経済の落ち込みが一段と深刻になり、世界経済の減速に拍車をかけることは不可避である。一方、中期的にみると、金融危機とともに表れ始めた構造変化が徐々に鮮明になってくることが予想される。短期的な経済動向を見通す上でも、世界経済の構造変化を踏まえた議論が重要であろう。

金融危機とともにあらわれた一つめの構造変化は、米国経済の成長力の低下である。

米国の成長力が中期的に低下する第一の要因は、ベビー・ブーマー世代を中心に本格的な高齢化社会を迎え、労働力人口の伸びが長期鈍化傾向にあることによる。今後も、労働力人口の伸びが一段と鈍化することにより、潜在成長率の低下が避けられない。需要サイドからみると住宅ブームのように需要を押し上げる要因がすぐには見当たらない状況にある(図表20)。

図表20 米労働力人口の見通し

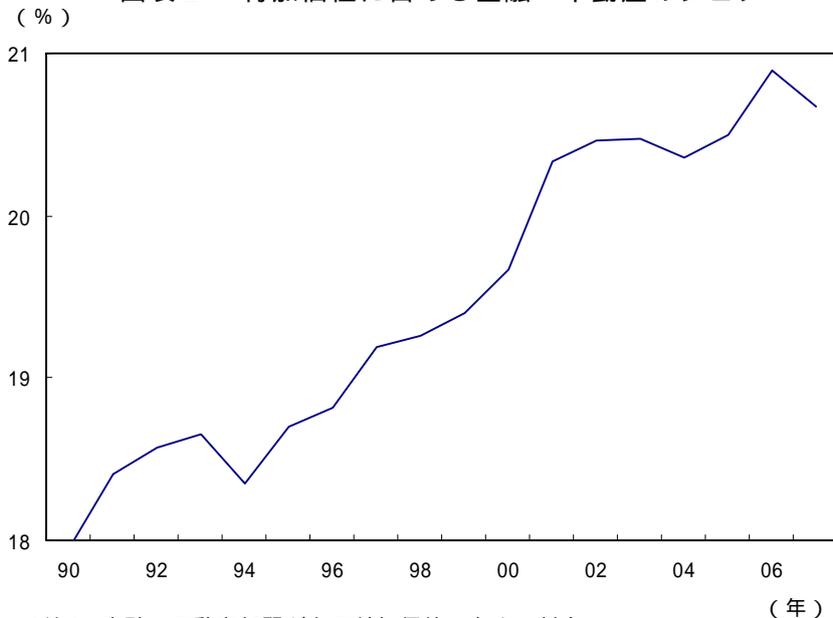


(注) 労働力人口の予測は米商務省国勢調査局、個人消費の予測は、当社調査部による

(出所) 米商務省、米労働省

第二に、90年代以降の米国の経済的繁栄をけん引してきた金融の分野についても、今後は成長テンポが急速に衰えることが予想される。まず、金融界が直面する不良債権処理が経営を大きく圧迫する要因となるためである。また、金融危機をきっかけとして、金融監督の新たな枠組みを模索する議論が始まっている。こうした議論は、これまでの行過ぎた規制緩和に対する反省の立場にたち金融市場、金融取引、金融業界全般への規制を強化しようとする方向性が強まっている。金融分野での規制強化の動きは、金融の期待収益率を低下させることになる。近年の米国の産業別の付加価値に占める金融、不動産の割合は一貫して上昇傾向をたどってきたが、今後は、逆に低下することになる。米国経済は、金融に代わる新たな成長のけん引役を探すという課題に直面しているといえよう（図表21）。

図表21 付加価値に占める金融・不動産のシェア

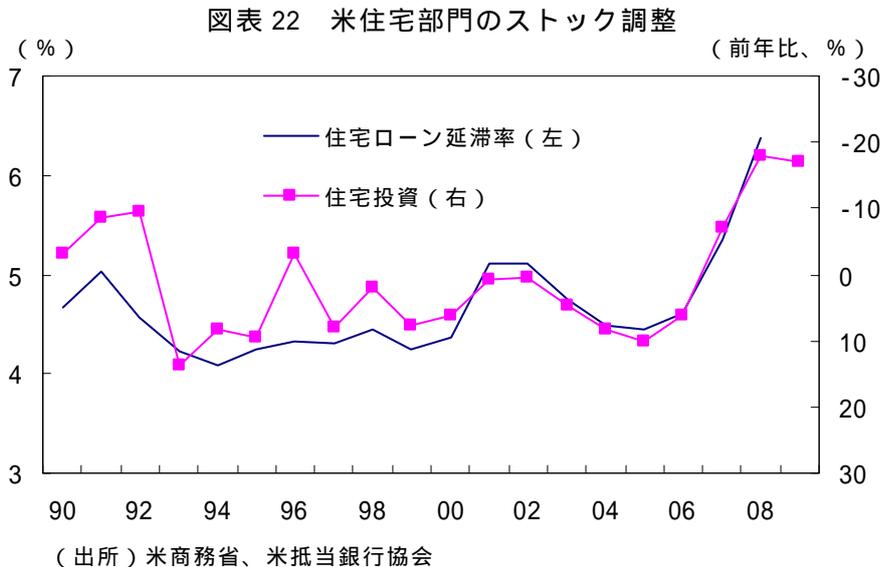


(注) 金融、不動産部門が名目付加価値に占める割合
(出所) 米商務省

米国の成長力を低下させる第三の要因は、住宅市場の調整が深刻化し、ストック調整の様相を呈しているため、調整が本格的に完了するまで相当程度の時間を要することである。

米プリンストン大学のシン教授をはじめ、今回の金融危機への分析で注目を集める米国の代表的な経済学者は、過去の住宅市場でのストック調整との比較・類推から、今回の調整についても5年程度かかると予想しており、足元までようやく1年が経過したに過ぎないと結論付けている。今後の経済の深刻な落ち込みが信用収縮を通じて4年程度続くとみる先に紹介したIMFの分析とも平仄が合う見方である。住宅市場が本格的な回復に至らない間は、金融の問題も根本的な解決にはほど遠い状況が続くことになる(次頁図表22)。

ストック調整が続く期間では、短期的な循環局面が上向きのサイクルに入っても、回復テンポは微弱なものにとどまり、逆に不況色が強まる局面では、落ち込みが深刻となることが予想される。結果的に、今後数年間の米国の平均的な成長率は、潜在成長率とされる2%台後半を下回って推移する見通しである。



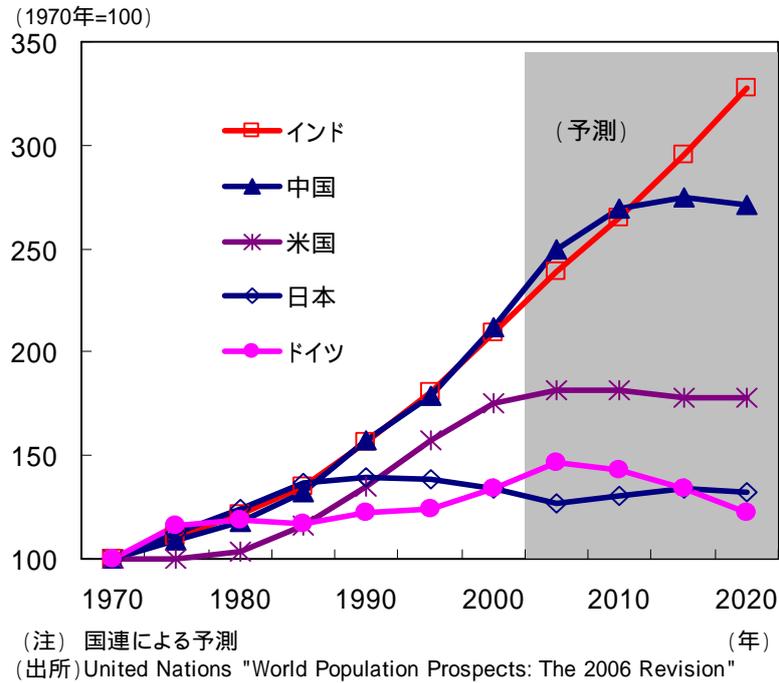
(3) 新興国の安定性

金融危機の前後で目立ち始めた世界経済の二つめの構造変化は、新興国の存在感の高まりである。新興国経済といえども、短期的には欧米向け輸出の落ち込みにより、経済成長率の低下が避けられないとみられる。しかし、これらの新興国の成長率は構造変化をともなったものであり、インフラ投資や耐久財普及率の持続的な上昇など、輸出動向には左右されにくい内需の成長率が高まっている。

こうした国々の長期的な経済成長の持続力をみるために、各国の中期的な成長率に影響する労働力人口の推移をみると、中国については2015年にかけては増加が続くことが見込まれる。インドについては、さらに長期にわたる成長が持続する可能性があるとみられる(次頁図表23)。

IMFは、こうした新興国の成長の可能性をモータリゼーションの視点から分析している。一人当たり所得水準や自動車普及率からの分析によれば、2050年時点で中国やインドなどの人口の大きい新興国で、乗用車販売台数が大幅に伸びることが見込まれている。中国では、今なお自動車の普及率は7%程度にすぎず、IMFの分析は、決して楽観的と、もいえないであろう(次頁図表24)。

図表 23 各国の 35～54 歳人口の推移



図表 24 世界の乗用車の普及台数予測

(万台)

	2050年	2000年
中国	3,247	86
インド	2,127	61
米国	2,118	1,345
インドネシア	831	25
ブラジル	678	238
日本	491	525
メキシコ	465	107
ドイツ	440	431
ロシア	419	205
トルコ	355	45

(注) IMF が今年4月の世界経済見通しで示した分析による
 (出所) IMF

こうした新興国の変化は、米国の過剰消費に依存した一極集中型の経済構造から、多極化の様相を強める 21 世紀の世界経済の変化を最も端的に示している。もっとも、こうした多極化の広がりが一段と本格的な姿となるまでの移行期は、必ずしも円滑に進行するものではない。当面は、欧米景気の減速の影響を強く受けることにより、世界経済は一時的にけん引役が不在となってしまいうおそれも出てくることになるだろう。

ただし、厳しい落ち込みが予想される 2009 年の後は成長率が再び高まり、世界経済のけん引役の姿を強めることが予想される。

世界経済の中での新興国のウエイトを示す一例として、今回の金融危機に対して、当初から厳しい見方をとってきた I M F は、2009 年の世界経済全体の成長率についても、悲観的な予測を示している。これを、先進国と新興国の成長率に分けて、過去の金融危機の局面と比較すると、先進国の成長率は 0.5% と、90 年代初頭の世界的なバブル崩壊局面や、2000 年代初頭の I T バブル崩壊局面を下回ることが予想されているにもかかわらず、世界経済全体の成長率をみると、これら世界同時不況時には 2% 前後まで低下していた成長率が、今回 3% までの低下にとどまることが見込まれており、新興国の下支え効果の大きさが読み取れる（図表 25）。

図表 25 バブル崩壊局面での世界の経済成長率

1990 年代初頭の世界的なバブル崩壊局面の成長率（%）

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
世界	4.5	3.7	2.9	1.5	2.0	2.0	3.4
先進国	4.7	4.0	3.0	1.5	2.2	1.4	3.4
新興国	4.1	3.3	2.8	1.5	1.7	3.1	3.3

2000 年代初頭の I T バブル崩壊局面の成長率（%）

	2000	2001	2002	2003
世界	4.7	2.2	2.8	3.6
先進国	4.0	1.2	1.6	1.9
新興国	5.9	3.8	4.8	6.3

今回の金融危機による成長率（%）

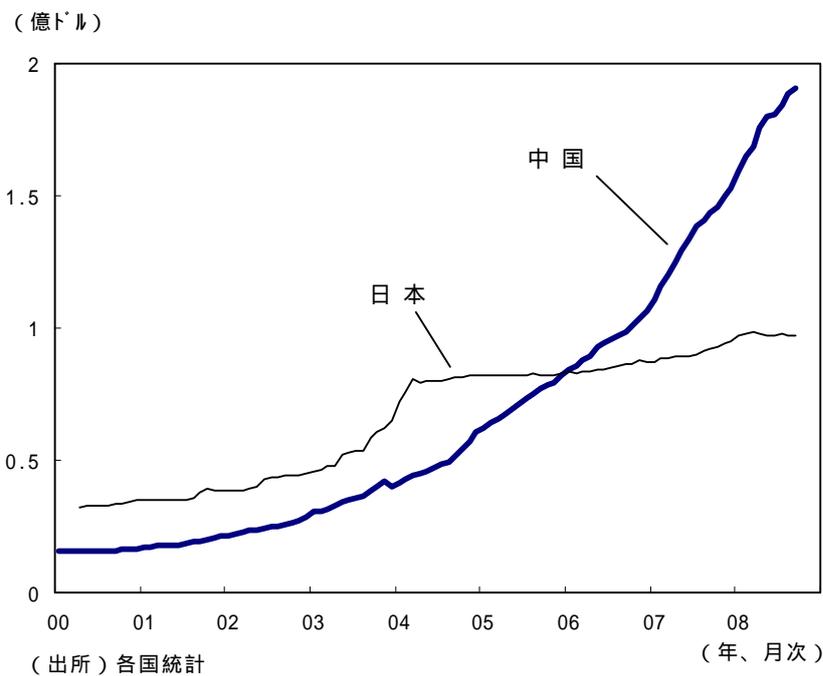
	2006	2007	2008	2009	2010
世界	5.1	5.0	3.9	3.0	4.2
先進国	3.0	2.6	1.5	0.5	2.0
新興国	7.9	8.0	6.9	6.1	6.7

（注）2008 年以降の予測は I M F の見通しによる

新興国の経済成長が内需にシフトしている結果、欧米向けの輸出が落ち込む中でも一定の需要拡大が期待できる。日本企業の間では、トヨタやホンダなど、北米事業に収益の過半を依存する企業の業績悪化が今後一段と鮮明になるおそれがある反面、アジアシフトが進んでいる企業の業績の落ち込みは相対的に軽微にとどまるとみられる。

また、新興国は外貨準備を蓄積し、財政収支や経常収支が良好な国が多い。とりわけ経済規模の大きい中国に対しては、欧米の金融機関の問題処理に際して、日本とともに資金面での国際的な役割を果たす期待が高まっている（図表 26）。

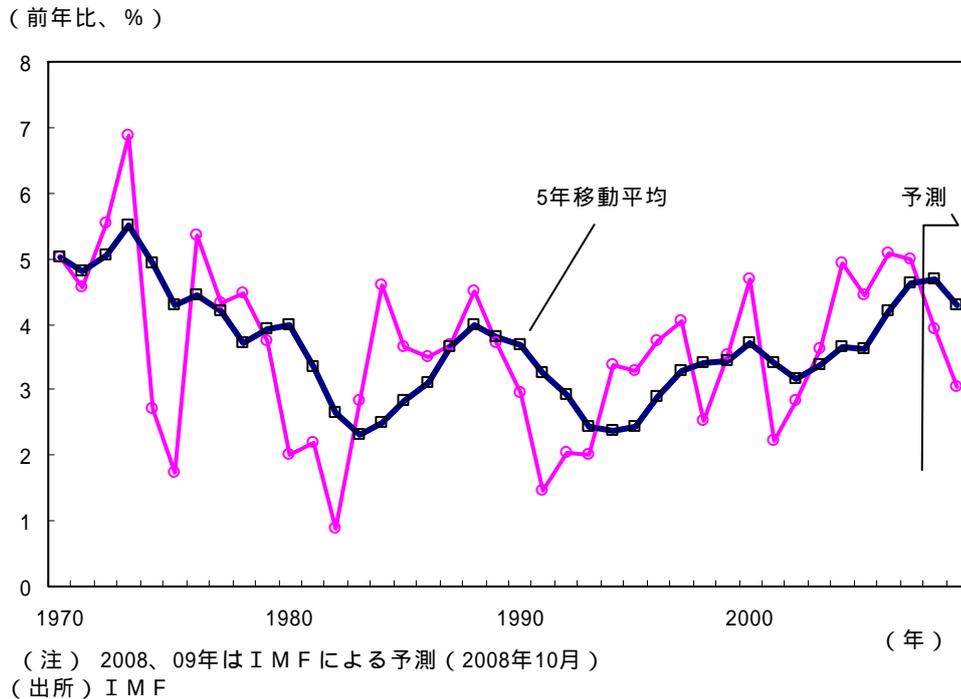
図表 26 中国と日本の外貨準備



(4) 世界経済の構造変化

金融危機と世界経済の減速が相前後して起こっており、どうしても金融危機に目を奪われがちだが、世界経済の減速は金融危機によってのみ引き起こされているわけではない。世界経済の成長率は 2006 年に 5.1% まで加速した後、米住宅投資の減少をきっかけに、高水準ながらも緩やかに減速している。ちょうど世界的なインフレ圧力の高まりが懸念されていたこともあり、こうした減速の動きは持続的な経済成長にとって望ましい結果をもたらしているともいえる（次頁図表 27）。

図表 27 世界経済の成長率



世界経済の動向をみる際には、信用収縮の強まりという金融危機による変化と、金融危機以外の変化を区別して考える必要がある。そこで、金融危機の発生前からあらわれた変化を米国を中心とする世界の経常収支構造からみる。

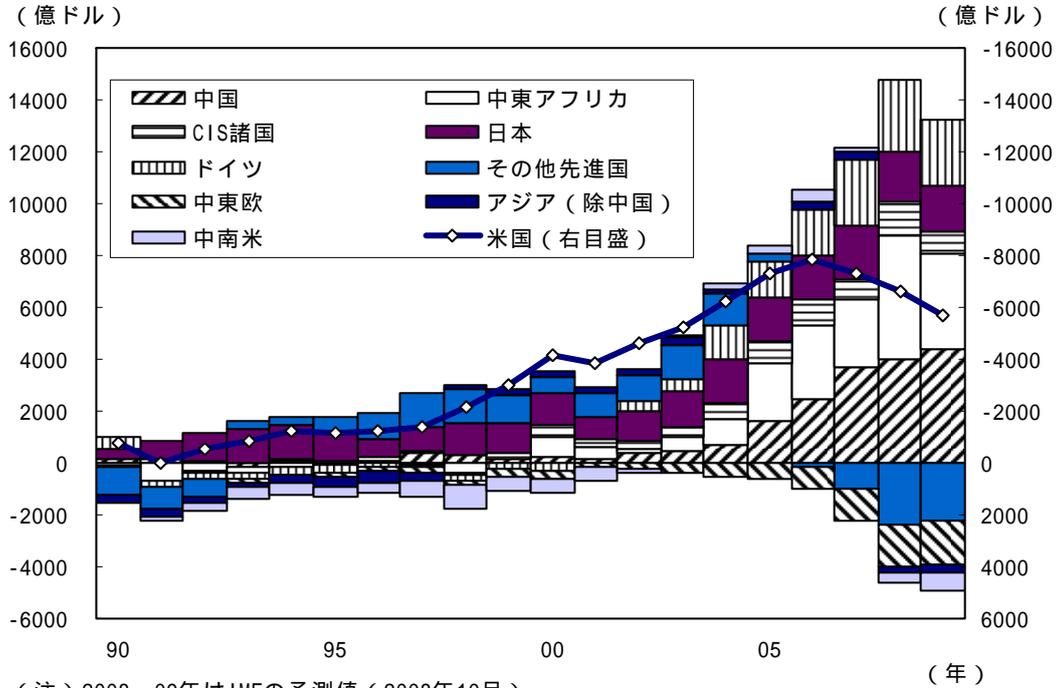
これまで米国が世界の需要を単独で引き受けていた結果、米国の経常赤字が他の国の経常黒字の総和にほぼ等しくなる傾向がみられた。それが近年では、その他の先進国で赤字傾向が目立ち始めたほか、経常黒字国の構成についても新興国のウエイトが高まっている。これは、住宅ブームがピークアウトした結果、米国の需要を生み出す力が低下したことや、一次産品価格の高騰により、非資源国から資源国への所得移転が発生し、非資源国の間で経常収支の悪化する国が広がる一方、資源国は所得の増加を国内での消費や投資に十分には振り向けていないためである。資源国への所得移転の拡大は、ロシア、ブラジル、中東などの国々の需要創出力を拡大させる効果を持つものの、経常黒字の拡大が、そのまま国内需要の増加に結びついていない現状が続いている(次頁図表 28)。

このため、世界経済の成長率は米国の経常収支と連動する関係が続いている。米国の経常収支赤字の拡大が一服し緩やかな減少に転じたことと、世界経済の成長率が減速に転じたことは表裏一体の動きとしてとらえることができよう(次頁図表 29)。

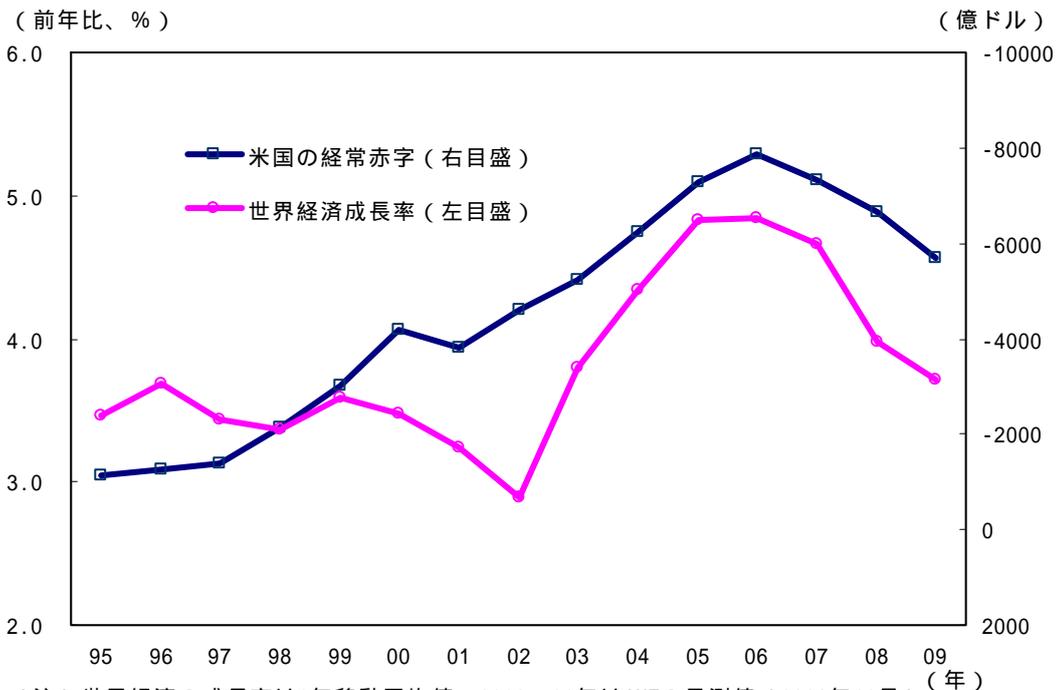
米国の成長率がしばらく潜在成長率を下回って推移するとみられる中、世界経済は、2000年代の前半にみられた5%程度の高すぎる成長ペースから減速し、新興国を中心とする安定成長期へと移行するとみられる。欧米諸国の落ち込みにより世界経済の成長率はし

ばらく3%程度への減速が見込まれるものの、しだいに4%程度の成長率に回復してくると予想する。

図表 28 世界経済の経常収支



図表 29 世界経済の経常収支



4. 後退が続く日本経済

(1) 日本経済を取り巻く環境

当初は局所的と思われていたサブプライムローン問題は、証券化という手法を通して国境を越えてさまざまな金融商品にその影響が広がった。結果として、さまざまな金融資産の価値が暴落し、国際的に活躍していた大手金融機関ですら経営破綻に追い込まれることになった。米国のみならず世界の金融市場がパニックの様相を強め、短期の金融市場は機能不全に陥ってしまった。

未曾有の金融市場の混乱に直面して、各国の金融当局は金融機関への資本注入を行ったり、金融市場の機能保全のためにさまざまな対策を打ち出したりして、世界の金融危機を回避するための協調体制を強めている。もっとも、サブプライムローン問題による資産価値の劣化は、国境を超えてさまざまな金融商品に広がっている。商品の取引自体が停滞しているため、問題を抱えた金融資産の価値を査定し、金融機関の損失を確定することすらきわめて難しくなっている。世界の金融市場が落ち着きを取り戻し、機能を回復するまでにはまだ時間がかかりそうだ。しかし、それでも各国政府がこの問題の重要性を認識し、危機の回避に向けて協調して行動を始めたことは重要な変化と言えよう。

金融市場の混乱がまだ続く一方で、世界経済の減速が鮮明になっている。米国経済は住宅市場の大幅減少に加えて、自動車の販売が急減するなど個人消費が低迷しており、企業部門も含めて経済全体に減速の動きが広がる恐れがある。また、欧州でも米国と同様に住宅ブームがはじけ、インフレの高進や金融システム不安も影響して、景気が急速に悪化している。中国など新興国は先進国に比べて高成長を続けているが、それでも欧米向け輸出の減速が影響して減速の動きが広がっている。

こうした世界経済の減速は、原油価格など資源価格や食料価格の高騰が世界的にインフレ圧力を高めていたことも影響しているが、金融市場の混乱によってお金が必要なところにまわらなくなるという信用収縮の問題も原因となっている。信用収縮の動きは今後もさらに広がる可能性があり、世界経済の先行きに対する懸念が急速に強まっている。

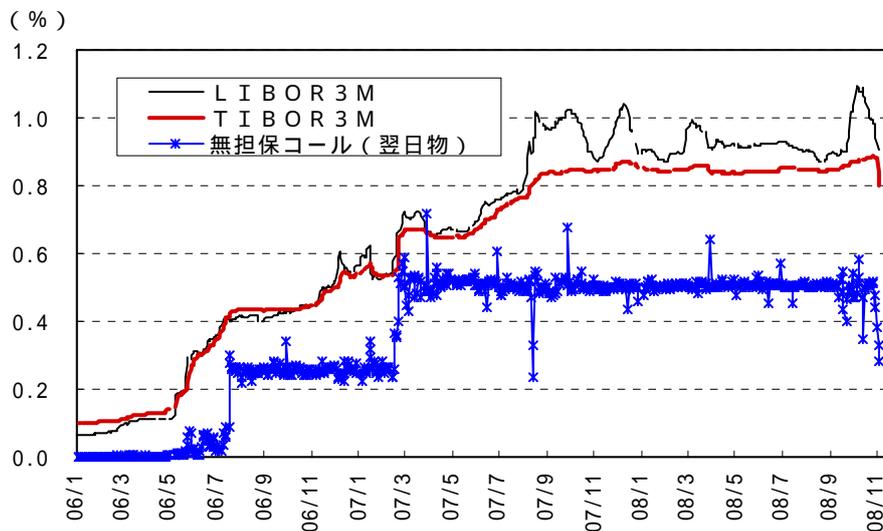
金融市場の混乱は当分続きそうだ。金融市場の混乱が収まってくれば、それは世界経済が恐慌に至る経路を遮断することになる。しかし、金融不安が後退しても、借入を増やしすぎた米国の家計のバランスシートは悪化しており、消費行動を抑える要因となる。消費を抑えて貯蓄を増やし、借入の返済に回さざるをえない家計が出てくるからだ。米国の個人消費が低迷してくれば、米国への輸出に支えられて成長していたその他の国々の経済にとってマイナス要因となり、世界経済全体の成長が鈍ってくる。

さらに、家計のバランスシート調整に目処がついても、労働力人口の伸びが鈍る米国経済は、中期的にこれまでのような成長ペースを続けることは難しい。すでにその影響はじわじわと広がってきているかもしれない。世界経済の成長率が2006年ごろの高成長水準に戻ることはしばらくないだろう。

(2) 健全性を維持しながらも不安要因が出てきた金融システム

日本国内の金融市場では、株価が海外市場の下落に連動してバブル崩壊後の最安値を更新し、一時的に急激な円高が進んだが、短期金融市場はおおむね安定して推移している。コール市場の金利は、日銀の潤沢な資金供給の効果もあって、誘導目標水準近辺でおおむね安定して推移している（図表 30）。一方、東京オフショア市場の金利であるユーロ円 T I B O R が安定している半面、ユーロ円 L I B O R はこのところ T I B O R から上方に乖離して推移している。これは、前者が邦銀中心の提示レートを集計したものであるのに対し、後者は欧米の主要行の提示レートも多く含まれているためである。

図表 30 短期金融市場の金利推移

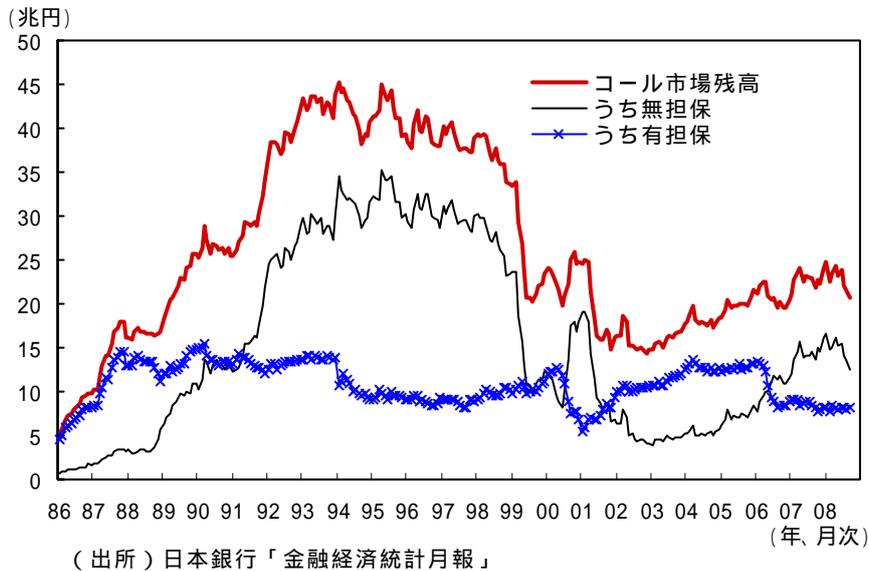


(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

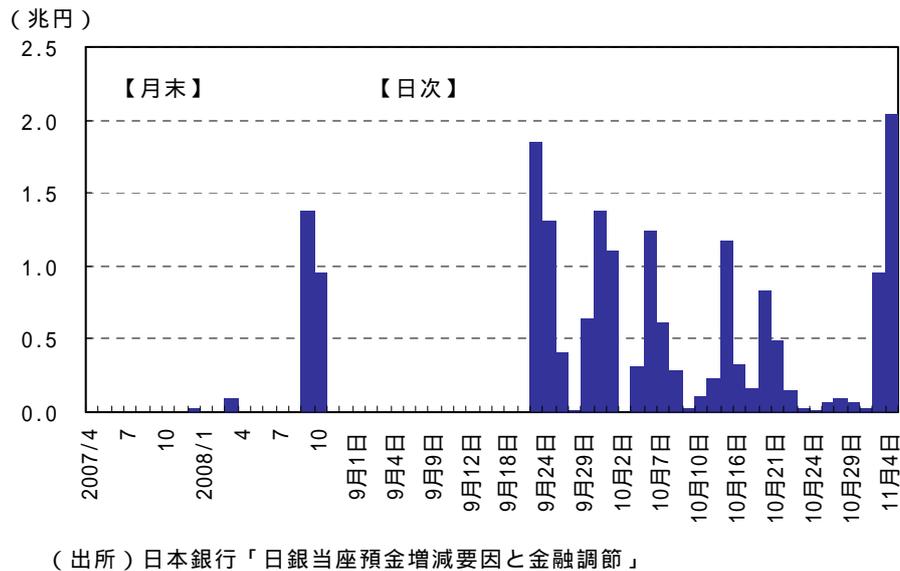
L I B O R が上昇しても、直接国内金利への影響はないが、大企業の一部ではスプレッド借入の基準金利として使用されているため、借入金利がやや高くなっている可能性がある。また、L I B O R はスワップなどデリバティブ取引の基準金利としても利用されており、円の変動金利を支払っているサイドでは、高めの金利を支払うことになる。もっとも、これらの細かい点を除くと、国内金融市場に混乱は生じていない。コール市場の残高も、最近やや水準が落ちているものの、無担保取引が有担保取引を上回る状態にあり、安定した取引が行われている（次頁図表 31）。また、日本銀行も日々のオペレーションにおいて厚めの資金供給を続けており、結果として日銀当座預金残高の水準が高まっていることも、短期金融市場の安定化に大きく貢献している。

ただし、これまであまり使用されることのなかった日本銀行の補完貸付制度が、9 月半ば以降には頻繁に利用されるようなど（図表 32）、わずかではあるが短期金融市場にも混乱の兆しがうかがえる。

図表 31 コール市場の残高推移



図表 32 補完貸付制度による日本銀行貸出残高

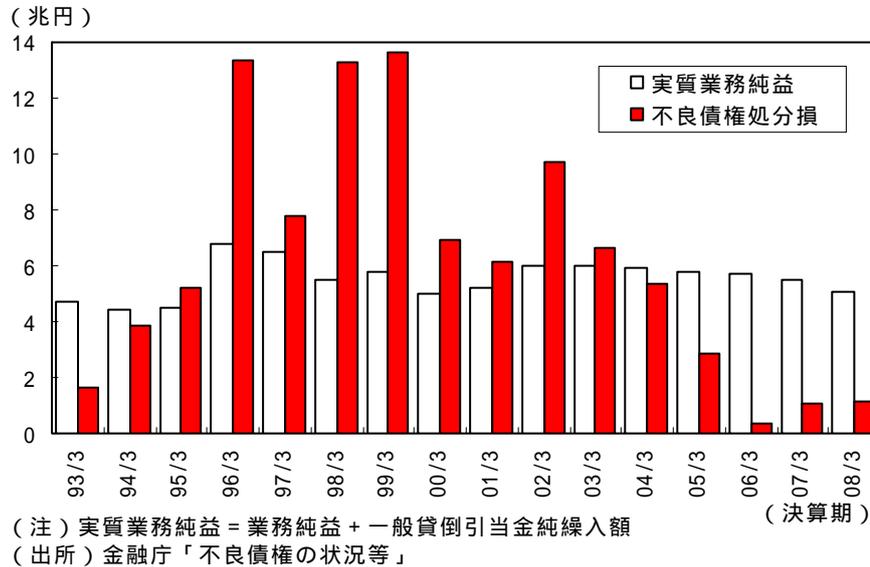


国内銀行の経営状況をみると、不良債権の処理がすでにピークアウトするなど、金融システム不安が生じる懸念は小さい。ただし、いくつかの不安材料があり、必ずしも磐石の状態というわけではない。

まず、全国銀行において、2003年度以降、5年連続で不良債権処分損を実質業務純益が上回る状態が続いているものの、実質業務純益は貸出資産残高の伸び悩みなどもあって、徐々に金額が減少している。銀行セクターがここ数年において獲得してきた高収益は、過去に積み立てた貸倒引当金が戻し入れられた結果によるところが大きく、基礎的な収益力

は伸び悩みが続いている。

図表 33 全国銀行の実質業務純益と不良債権処分損の推移



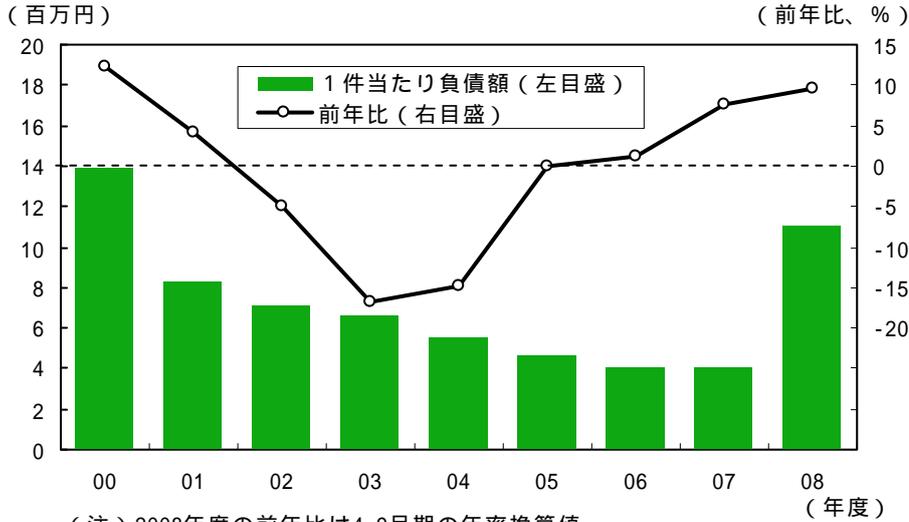
次に、不良債権損失額がわずかながら増加しており、信用コスト¹が増えつつあることがうかがえる。特に 2008 年度に入ってから、建設・不動産業を中心として企業の倒産件数の増加ペースが高まっており、1 件当たりの負債額も急増している（次頁図表 34）²。これまでは好調な企業業績を背景に、銀行の不良債権の増加ペースも落ち着いていたが、今後は増加傾向に転じる懸念がある。

さらに、主要行の不良債権比率（貸出など総与信に対する金融再生法開示債権の割合）が低水準で安定して推移している一方で、金融機関の規模が小さくなるほど不良債権比率が高く、業態間で経営状況の格差が開いた状態が続いている（次頁図表 35）。2008 年 3 月期の不良債権比率の数字を具体的にみると、主要行の 1.4% に対し、地域銀行（地方銀行と第二地方銀行）で 3.7%、信用金庫で 6.4%、信用組合で 10.3% である。特に、信用金庫、信用組合については、このところ改善ペースが鈍っている。中小企業の企業業績が一段と厳しさを増していることから考えると、今後はこれら中小金融機関を中心に信用コストが拡大していく可能性がある。

¹ ここでの信用コストとは、銀行が信用を供与することによって発生した不良債権処理損や一般貸倒引当金などを指す。

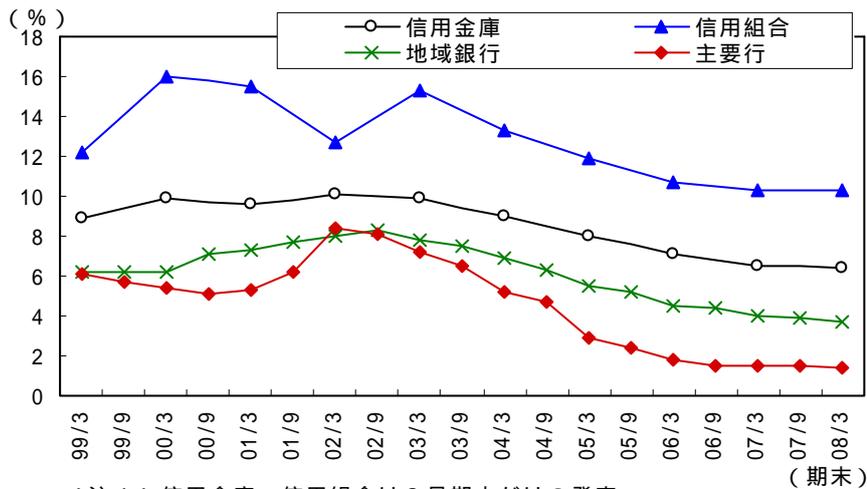
² 2008 年 10 月には大和生命保険の更生特例法申立、ニューシティ・レジデンス投資法人（J-REIT の運用会社）の民事再生開始申立と大型案件が続いており、1 件当たりの負債額はさらに増加する見込みである。

図表 34 企業倒産件数と1件当たりの負債額の推移



(注) 2008年度の前年比は4-9月期の年率換算値
 (出所) 東京商工リサーチ「企業倒産月報」

図表 35 業態別の不良債権比率の推移



(注1) 信用金庫、信用組合は3月期末だけの発表
 (注2) 不良債権残高は金融再生法開示債権
 (出所) 金融庁「不良債権の状況等」

加えて、最近の株価の下落によって、銀行の保有株が含み損に転じたと思われ、今後も株価の低迷が続くようであれば、含み損の処理によって自己資本を毀損してしまう懸念がある。BIS規制上、有価証券の含み損は、その6割を自己資本の基礎的項目(Tier1)から控除することが求められており、さらに自己資本の補完的項目(Tier2)は、基礎的項目と同額までしか算入が認められていない。このため、基礎的項目が毀損すれば、同額の補完的項目が自己資本に算入できなくなり、自己資本比率の低下幅は一挙に2倍に膨らむことになる。

わが国の金融システムは、全体として安定した状態にあると考えられるが、以上のようにいくつかの懸念も台頭しつつある。大手行を中心に自己資本比率も高く、信用コストが増したとしても十分な余力は残されているが、有価証券の評価損の拡大などから、大手行、地域銀行とも、足元で自己資本比率は低下しており³、今後の株価次第ではさらに低下が進む懸念がある。

こうした中、2008年3月末で期限切れになった金融機能強化法の改正案の審議が国会で進められている。法案が成立すれば地域金融機関などへの公的資金の予防的な注入が可能になり、今後の不測の事態への対応も可能となる。旧法で注入の条件として再編促進や経営責任の追及が求められていたが、改正後ではこうした条件は緩和され、金融機関が資本注入を受け入れやすい仕組みになっている(ただし、民主党は経営責任を問うべきと主張)。また、協同組織金融機関の上部機関への注入も可能となり、業界全体のために一括して注入できるようにもなる(予算枠は今年度については旧法の2兆円をそのまま引き継ぐ)。

また、大手行については、自主的な資本増強に動いており、株安による自己資本の目減り分は十分にカバーされる可能性が高い。

日本銀行も、日銀当座預残高が法定準備金を上回って推移するよう流動性を厚めに供給し、さらに10月31日には欧米各国に歩調を合わせて0.2%の利下げを実施するなど、金融システムの安定を維持するために柔軟な対応を続けている。また、10月30日に政府から発表された経済対策の一環として盛り込まれた中小・小規模企業への支援対策では、信用保証協会による信用保証枠の拡大や政府系金融機関の貸出の拡大が計画されている。

このように、いくつかの先行きの懸念材料が指摘される中で、予防的にセイフティー・ネットの強化が行われており、金融市場の動揺が、たとえば銀行の自己資本比率の低下を通じて貸し出し余力を減少させ、これが景気の悪化にさらに拍車をかけるといった事態は回避できるだろう。

(3) 世界経済の減速が日本の成長を抑制

米国や欧州の住宅バブル、資源バブル、新興国バブルなど、表現が適切かどうかは別にして、世界のあちこちで次々とバブルが発生した。世界的な高成長と低インフレ、さらに低金利のもとで恵まれた経済環境が続くとの思惑が広がったことがリスクに対する感覚を鈍らせ、さまざまな経済活動が過熱していたようだ。世界中に広がったこれらバブルは次々に破裂してきた。日本でも、海外からの資金の流入も影響して都心の一等地など一部の地価は高騰したが、ここにきて資金流入のパイプが細り、調整を余儀なくされている。日本経済も世界的なバブルの発生と無縁ではなかったわけだが、全体としてみると幸いにして

³ 2007年3月期と2008年3月期での比較では、大手行は12.6%から11.7%に低下し、地域銀行も10.6%から10.5%に低下した(いずれも連結ベース)。

バブルの破裂は限定的であり、世界的な金融不安の影響は限られていた。

しかし、世界の金融不安の影響が相対的に小さいからといって、安心できるわけではない。実際、日本の株式市場も世界の株式市場と同様に大幅な下落を続け、一時バブル崩壊後最安値を更新するに至っている。これまで日本経済は、30年ぶりとも言われた世界経済の高成長に依存して、戦後最長の景気回復を実現してきた。たとえ、国内でバブルがあまり発生していなくても、海外のバブルの恩恵に浴していたといえる。

海外のバブルが破裂し世界経済が減速してくれば、輸出の低迷により日本経済は大きなダメージを受けることになる。さらに、最近まで、原油など資源価格の高騰により交易条件が大きく悪化していたことも、日本企業の収益力や経済成長への不安を拡大させることになった。企業経営に当てはめるならば、輸出の減少は売上の減少であり、資源価格の高騰は変動コストの増加である。後者は交易条件を悪化させて限界利益を低下させる。収益環境が厳しくなったところに金融市場の混乱が加われば、資金繰りの逼迫も加わって企業は三重苦を味わうことになる。

景気が後退して先行きの懸念も広がり、企業の収益環境も急速に悪化しているのであれば、株価が下落するのは当然であろう。たしかに、最近の日本の金融市場、特に株式市場の乱高下は、日本経済の実態を正確に反映しているとは考えにくく、将来の姿を正確に予見しているのか疑問である。しかし、たとえ市場の暴走であっても、それは実体経済に影響を及ぼしてくる。金融市場の不安定な動きが金融システムの不安を生んで、さらに実体経済に悪影響をもたらすことは防がなければならない。地域の金融機関への資本注入を可能にする金融機能強化法の改正案に加えて、緊急市場対策が検討されているのはこうした問題意識に立っていると考えられる。

もっとも、金融市場の混乱が収束してきても、世界経済の減速はこれからも続き、輸出の低迷により日本経済もしばらく後退を余儀なくされそうだ。企業収益はこれまで好調だった輸出企業でも悪化しており、今年度の経常利益は2年連続で減益が予想される。収益環境の悪化は設備投資に影響する。日銀短観で示される2008年度の設備投資計画はソフトウェアを含めるベースでは収益環境の悪化にもかかわらず比較的底堅い数字となっているが、すでに設備投資計画を見直す動きが出てきており、実行段階において計画に比した下方修正が避けられないだろう。また、減益が見込まれる中で人件費の抑制姿勢が強まり、個人の所得環境は厳しくなる。物価上昇も影響して消費者マインドが悪化しており、個人消費も低調な推移が予想される。

(4) 景気後退が続くが、一部に明るい材料も

日本経済を取り巻く内外の環境は厳しさを増しているが、明るい材料がまったくないわけではない。たしかに、世界経済は2007年までの5%程度の高成長を維持することは難しい。しかし、中国など新興国は先進国の景気低迷に影響されて減速するものの、それでも

先進国に比べて高い成長を維持する。世界経済全体でも、ITブームが崩壊した2001年のように2%近くまで成長率が低下することはなく、3%程度の成長を維持するであろう。緩やかながらも輸出が拡大する環境が続いていれば、日本経済の成長の原動力が維持されることになる。

国内に目を向けると、企業収益の悪化や先行きの不透明感が企業の設備投資意欲を抑制する可能性が高まっている。また、所得の伸び悩み、物価の上昇、株価の大幅下落など個人消費を取り巻く環境は厳しい。ただ、高騰を続けていた原油など資源価格がピーク時から大きく下落している。これは世界経済の減速の表れであり、資源国の経済にとってはマイナス材料ではあるが、日本など資源輸入国にとっては、交易条件の改善が所得流出を減らすことになる。限界利益の持ち直しにより、企業の収益環境に下げ止まりの動きが出てくると同時に、物価上昇圧力が後退してくることは個人の実質所得を増やす要因となる。世界経済が低迷する一方で、資源価格は暴騰して日本経済はスタグフレーションの荒波に翻弄され、設備投資も個人消費も大きなダメージを受けるという最悪シナリオの懸念はひとまず後退した。

(5) 金融不安の後の日本経済

サブプライムローン問題に端を発する世界の金融市場の混乱は実体経済にも影響を与えてきている。まずはこの混乱をいかに収束させていくかということに力を注がなければならない。しかし、同時に100年に一度とも言われる金融不安が起きた背後で、世界経済の成長を支えてきた基盤が大きく変化していることも認識する必要がある。

世界経済は大きく変貌しており、米国一極集中から多極化経済へ移行してきている。米国経済の過剰ともいえる消費の拡大と経常収支赤字の拡大は、遅かれ早かれ限界が来るものであった。中国など新興国が成長力を高め、欧米への輸出に依存しながらもそれぞれの国の中でも需要が拡大する自律的発展の種が育つことによって、米国以外の国でも成長の核が増えてくる多極化経済が目指すべき新しい世界経済の姿であろう。そうした方向に進みつつあったのだが、多極化経済に移行する前に米国経済の急減速が起きてしまった。

米国一極集中時代が終わり、世界経済の成長率が減速することは、日本経済にとって重大な問題を投げかける。世界経済が減速する中で内需拡大の重要性が叫ばれている。もちろん内需が安定的に拡大することは望ましいが、日本経済は、成長型経済から成熟型経済へ移行してきている。日本経済の先行きを中期的に展望すると、少子高齢化がさらに進み、労働力人口も先細りが見込まれる。かつてのように活発な設備投資を背景に資本投入が高い伸びを続ける状況ではない。技術進歩による生産性の向上余地はあるが、日本経済の潜在成長率を高めていくのは難しいだろう。

人口減少時代に内需だけで成長を支えるというのはかなり難しいだろう。グローバル企業にとって内需・外需の区分はあまり意味を持たなくなっている。ビジネスのチャンスは

広く世界に求めるべきだ。それでは日本経済が取り組むべき課題は何か。

まず世界経済については、新興国の成長が続き、世界経済が多極化の方向に進むようにすることが重要だ。今回の金融不安でその動きが頓挫することがないように、金融市場の安定と実体経済への影響を回避するための対策が採られなければならない。金融不安によるダメージが相対的に小さかった日本だからこそ、世界の金融市場の安定に積極的に対応すべきだ。

同時に、国際競争力を磨いて、輸出や海外のビジネスで利益を上げていくことも重要である。ただ、日本企業が世界で利益を上げる一方で、海外の企業にとっても日本は魅力ある市場でないといけない。輸出が増えるのは良いが、輸入の拡大からは国内産業をとことん保護するという考え方からは脱却する必要がある。貿易関係は相互依存的なものである。FTA（自由貿易協定）やEPA（経済協力協定）の締結は徐々に進んできているが、日本の市場開放を避けていては、相手も市場を開放しない。相互にビジネスチャンスを増やすことが世界経済の成長につながってくるはずだ。

サブプライムローン問題に端を発した今回の世界金融危機の背後で起きている世界経済や日本経済の環境変化はパラダイムシフトとも呼ぶべき大きなものだ。世界や日本の経済が新しいパラダイムに向けて移行していくことが重要であり、これまでの発想や努力の延長上で考えていても閉塞感を打ち破ることはできないだろう。

以 上

（お問合せ先）三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部

五十嵐 敬喜 e mail : t.igarashi@murc.jp

鈴木 明彦 e mail : akihiko.suzuki@murc.jp

小林 真一郎 e mail : s.kobayashi@murc.jp

細尾 忠生 e mail : hosoo@murc.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。