

## 第2節 世界経済の構造変化、サブプライム住宅ローン問題と日本経済

アメリカのサブプライム住宅ローン問題と、それに端を発した金融資本市場の混乱やアメリカ経済の減速は、日本からの輸出の弱含みや企業マインドの慎重化という形で、既に日本経済に大きな影響を及ぼしている。また、日本の景気が「踊り場」で踏みとどまり回復を続けるかどうかの鍵も、その行方が握っている。ただ、こうした事態を「外的なショックが日本に影響した」と捉えるだけでは不十分である。この問題が世界経済のどのような構造変化の中で生じており、日本経済のショックに対する脆弱さが、こうした文脈の中でどう理解されるのかを考えてみよう。

### 1 資金の流れの変化とサブプライム住宅ローン問題の影響

サブプライム住宅ローン問題は、欧米の金融機関が大きな損失を被ったことや、更に大きな損失を抱えているのではないかと疑念から、世界的な金融資本市場の混乱を招くこととなった。世界各地の市場において株価が大幅に下落し、ドル安が進行した。各地で運用されている資金は瞬時に世界を駆け巡るため、アメリカの問題にとどまらず、各地で生じた様々な要因を契機として大きな変動をもたらしている。金融機関等の直接的な損失が小さかった日本においても株価は大幅に下落した。また、為替レートは、2007年夏までは円安傾向となっていたが、金融資本市場の混乱を背景とするドル安から、一転して円高方向に急速な動きがみられた。

まずは、サブプライム住宅ローン問題の背景となった資金の流れを振り返ってみよう。

#### (1) 世界的な貯蓄過剰とアメリカへの資金流入

サブプライム住宅ローン問題は、直接的には、アメリカの住宅ブームや証券化商品の普及がバブル的な状況に発展、崩壊したことが原因とされる。だが、そもそもこうした状況をもたらした大きな背景を押さえておく必要がある。それは、世界の経常収支黒字がアメリカの巨額な赤字をファイナンスする、という構図である。住宅問題というアメリカの国内問題が世界の金融資本市場に大きな影響を与えたのは、こうした資金の流れのためである<sup>5</sup>。

#### ● 90年代末以降、新興国がアメリカの経常収支赤字をファイナンス

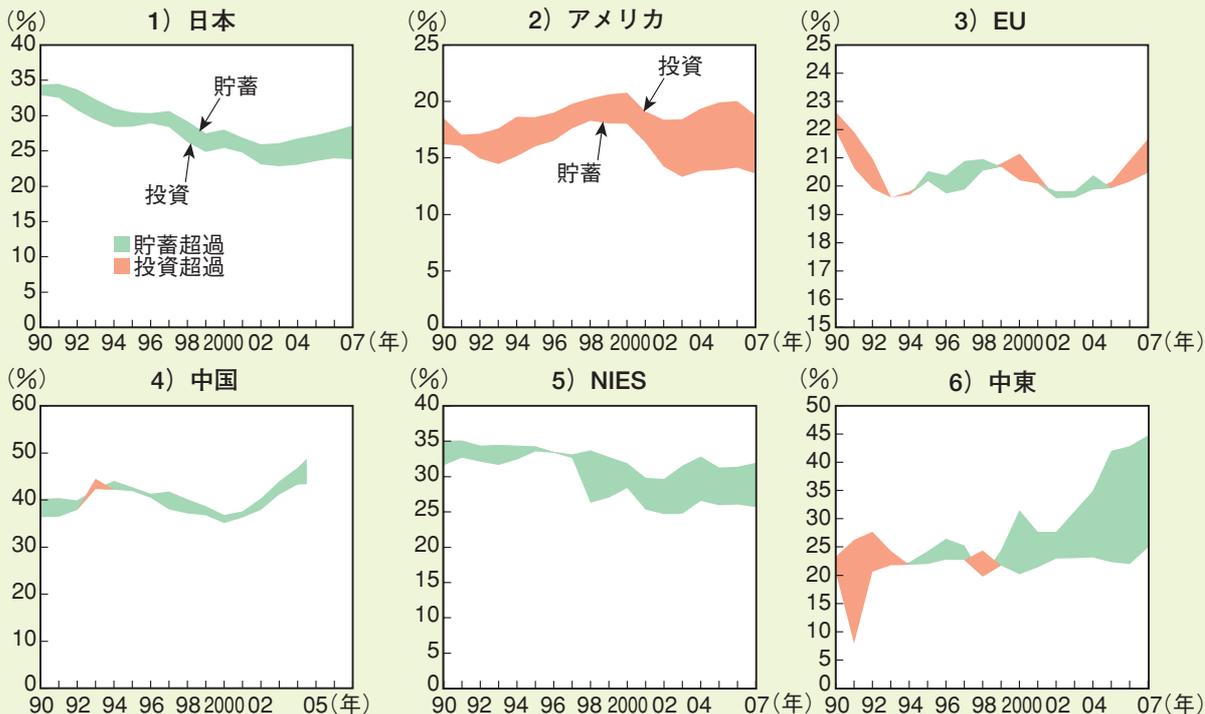
世界的な資金の流れの前提となる主要地域の貯蓄投資バランスについて、90年以降の変化をみると、日本は一貫して貯蓄過剰であり資金供給国となっている。一方、アメリカは一貫して貯蓄不足であり資金受入国となっている（第1-2-1図）。

注 (5) 日本のバブル崩壊が国内の問題にとどまったこととの大きな違いの一つとして、日本が資本輸出国であった点が挙げられる。また証券化の手法が日本で一般的でなかったことも、影響が国内の金融機関にとどまった理由である。

第1-2-1図 主要地域の貯蓄投資バランス (GDP比)

(1) 貯蓄投資バランス

日本、NIES、中東が黒字、アメリカは一貫して赤字

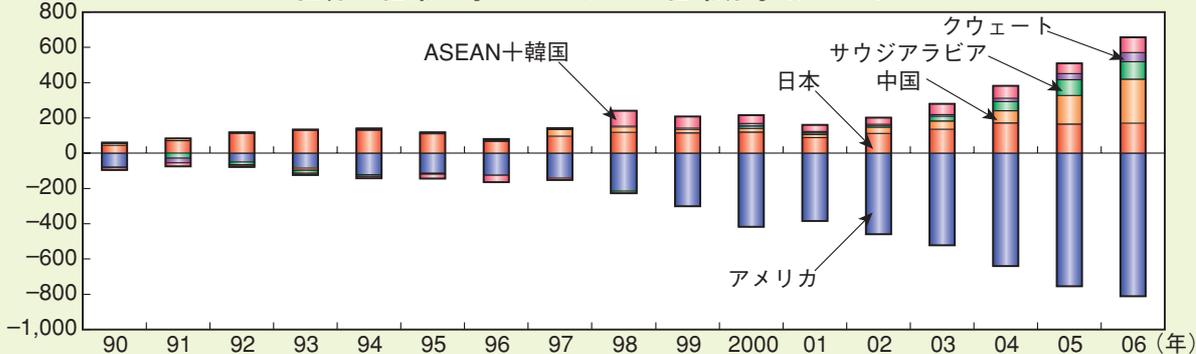


(備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database” により作成。  
中国のみ、世界銀行 “World Development Indicators” により作成。  
2. NIESは、韓国、シンガポール、香港、台湾。

(2) 経常収支

(10億ドル)

世界の経常黒字がアメリカの経常赤字をファイナンス



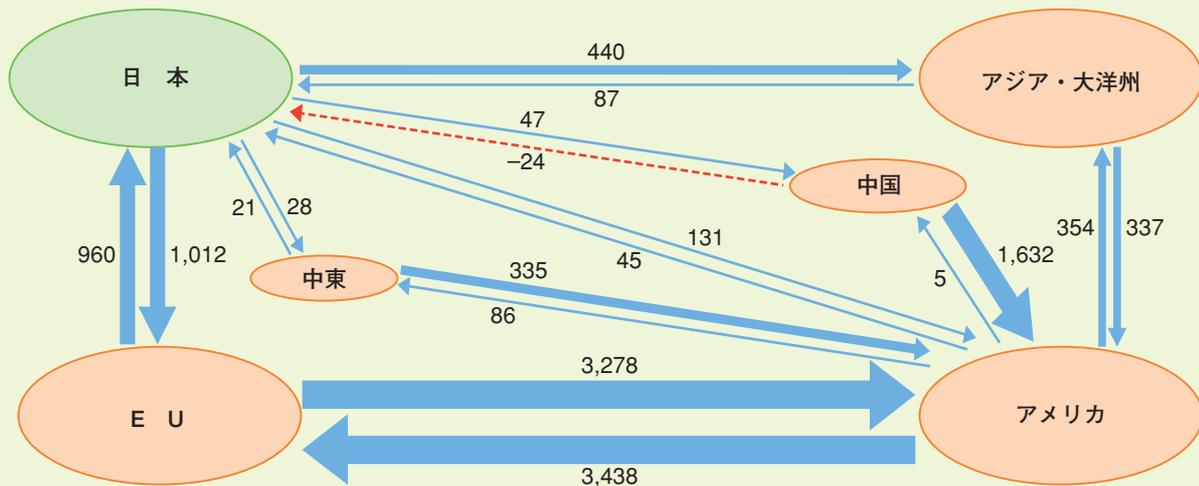
(備考) 1. IMF “International Financial Statistics” により作成。  
2. ASEANは、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン。

その他の地域を含めてみると、90年代の終わりに大きな転換期があったことが分かる。それまでは日本だけが大きな資金余剰国で、アメリカを含めその他の地域に資金を供給していたという構図であったのが、90年代末以降は、NIESと中東が、日本とともに貯蓄過剰、資金供給国となっている。通常、資金は資本蓄積が十分な先進国から、資本形成が旺盛な成長率の高い途上国に流れると考えられているが、新興国がアメリカの経常収支赤字をファイナンスするという逆の形で流入している。

第1-2-2図 世界的な資金フローの変化

近年、アジアや中東からアメリカに対しての資金流入が増加している。(単位:億ドル)

→の数值は増加幅 ---の数值は減少幅



- (備考) 1. 日本財務省、米国商務省統計により作成。  
 2. ここで取り上げた資金フローの取引額は、直接投資、証券投資、貸し付け・借入れなどを含む対外投資、対内投資それぞれの合計額であり、日・米当局の外貨準備高、金融派生商品の増減は含まない。  
 3. 数値は、2000～2002年の3カ年平均から、2005～2007年の3カ年平均への変化分を示している。  
 4. 日本との投資収支は日本財務省統計、アメリカとの投資収支は日本を除いて米国商務省統計に基づいて作成。

また、こうした世界的な資金フローについて、2000年代に入って以降の変化に着目し、地域間の取引の形で示したものが第1-2-2図である。この図からも、中国や中東からアメリカへの資金フローが増えている様子が分かる。

世界的な貯蓄過剰の背景には、デフレーション下で世界的に金融緩和政策が長期にわたって維持されたことも挙げられる。2004年から2006年にかけて、アメリカではFRBが政策金利を1%から5.25%まで17回にわたって引き上げたが、長期金利は安定していた。余剰となった資金は、欧米において住宅ブームを招き、世界最大の消費国であるアメリカに流れ込んだのである(第1-2-3図)。

●アメリカに流入した資金が証券化商品を介して住宅バブルの生成を促進

アメリカの国内需要は、GDPの約7割を占める消費支出が経済成長率を上回って増加し、また、住宅投資も2002～2005年には前年比5～10%程度の高い伸びとなった。貯蓄率は98年には4.3%であったが、2005年には0.5%台まで低下し、純輸出は97年の1千億ドル程度の赤字から、2006年には6千億ドルを超える赤字となった。

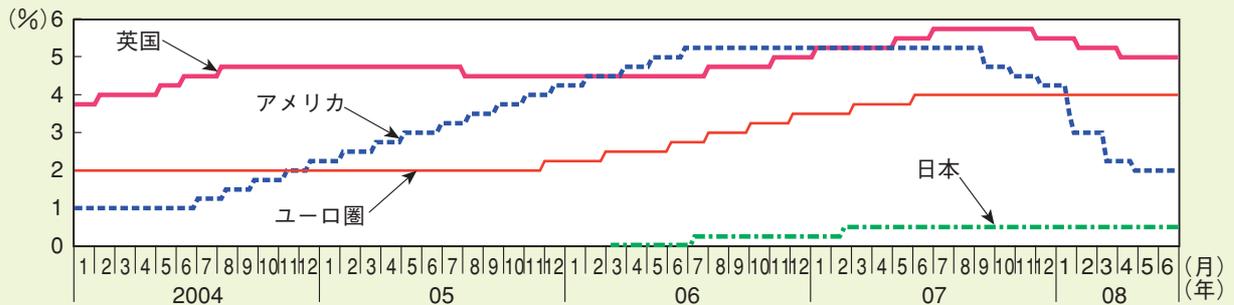
この間、アメリカへの資金の流入が住宅投資の大幅な伸びを支え、またそれによる住宅価格の上昇が、ホームエクイティローン<sup>6</sup>等の仕組みを通じて消費の拡大につながった。その結果、

注 (6) ホームエクイティローンとは、住宅の純資産価値(住宅資産-モーゲージローン未払い残高)を担保として、新規にローンを設定するものである。したがって住宅価格が上昇し続けている限りは、モーゲージ金利の動向とは関係なく借入れが可能となる。

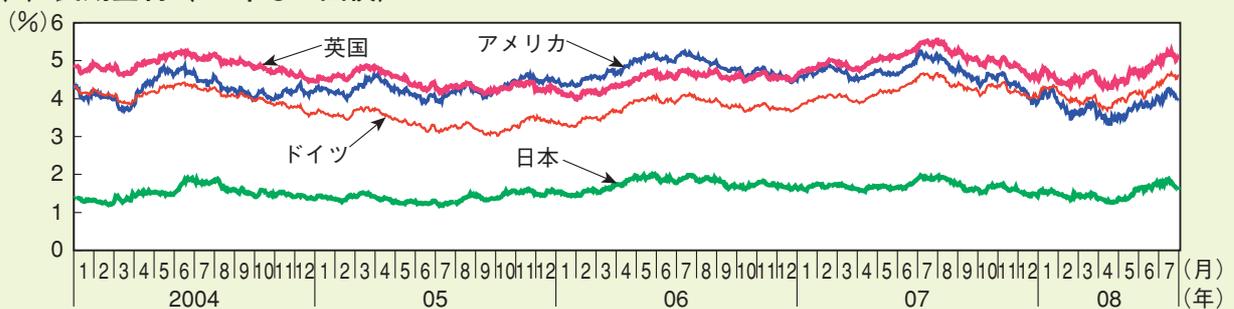
第1-2-3図 各国の金融政策のスタンスと消費者物価・住宅価格の動向

デフレーション下での緩和的金融政策により、住宅ブームが発生

(1) 政策金利



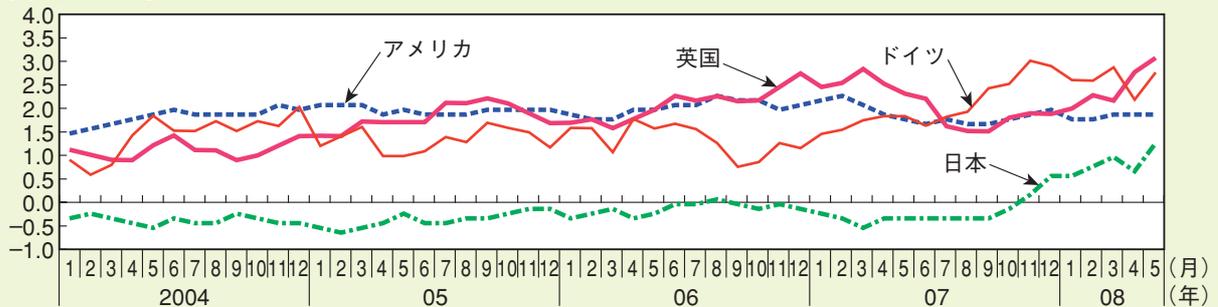
(2) 長期金利（10年もの国債）



(備考) Bloombergにより作成。

(3) 消費者物価指数

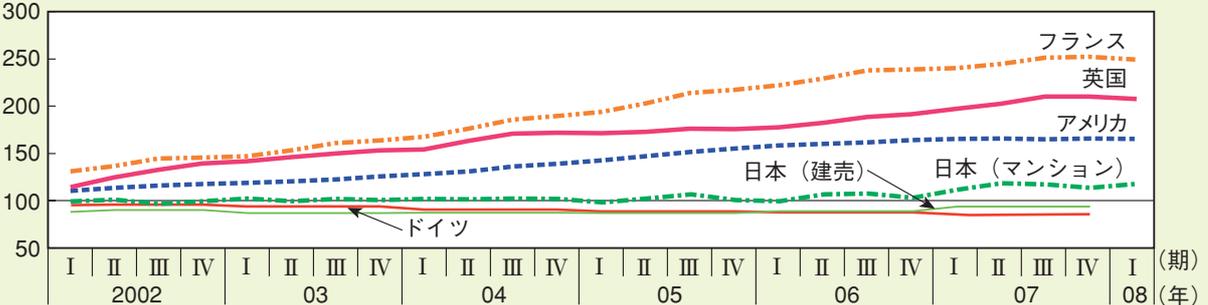
(前年同月比、%)



(備考) 1. 日本：総務省「消費者物価指数」、アメリカ：商務省経済分析局「Personal Income and Outlays」  
 英国：英国統計局「Consumer Price Index」、ドイツ：ドイツ連邦統計局「Consumer Price Index」により作成。  
 2. 日本は「生鮮除く総合」、アメリカは「食料、エネルギー除く総合」、英国及びドイツは「総合」。

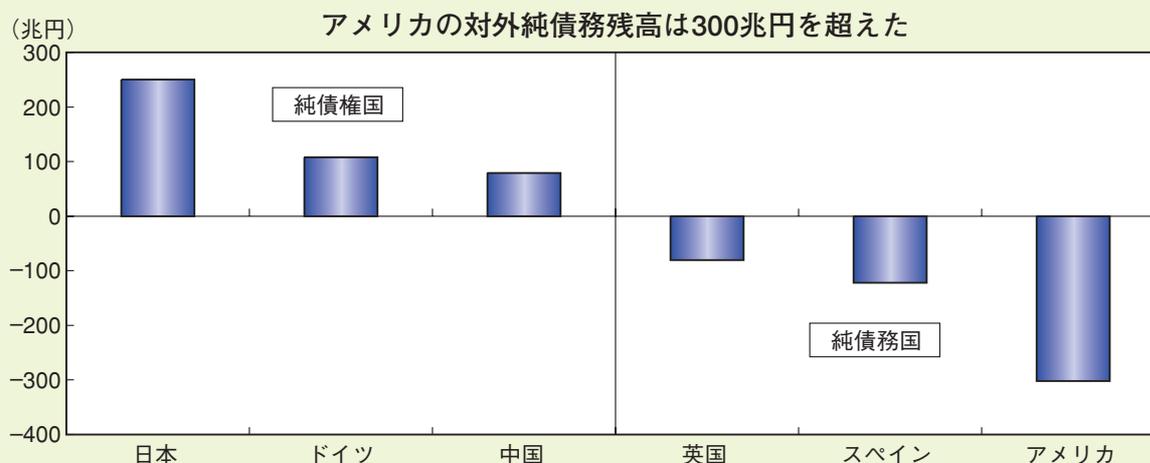
(4) 住宅価格

(2000年=100)



(備考) 1. アメリカ：連邦住宅企業監督局、フランス：INSEE、英国：地方・コミュニティ省、  
 ドイツ：OECD「Economic Outlook 81 database」、日本：不動産経済研究所「首都圏のマンション市場  
 動向」、東日本不動産流通機構「首都圏不動産流通市場の動向(2006年)(2007年)」により作成。  
 2. 日本は首都圏のデータ。日本(建売)、ドイツは年データのみ。

第1-2-4図 各国の対外純資産（債務）残高



（備考） 1. 日本銀行（2008）「2007年末の本邦対外資産負債残高」により作成。  
2. 中国とアメリカは2006年末、その他は2007年末の値。

経常収支の赤字が一層拡大し、資金のさらなる流入が生じたものと考えられる。アメリカの住宅ブームにおいては、住宅価格の上昇に対する過度な期待や証券化等の金融技術の発展等を背景にサブプライム住宅ローンの貸出が急速に普及した。同時に、サブプライム住宅ローンを担保とする住宅ローン担保証券（RMBS）やRMBSを担保に再証券化したCDOへの投資も、高利回りを求める銀行や傘下のオフバランス運用機関（SIV）、ヘッジファンド等で広く行われた。こうしたことが住宅価格の上昇に拍車をかけ、住宅市場はバブルの様相を呈することになった。

また、このような中、86年以来純債務国であったアメリカは、更に債務を膨らませ、2007年末の純債務残高は約300兆円に達している（第1-2-4図）。

## （2）サブプライム住宅ローン問題が世界の金融システムに与えた影響

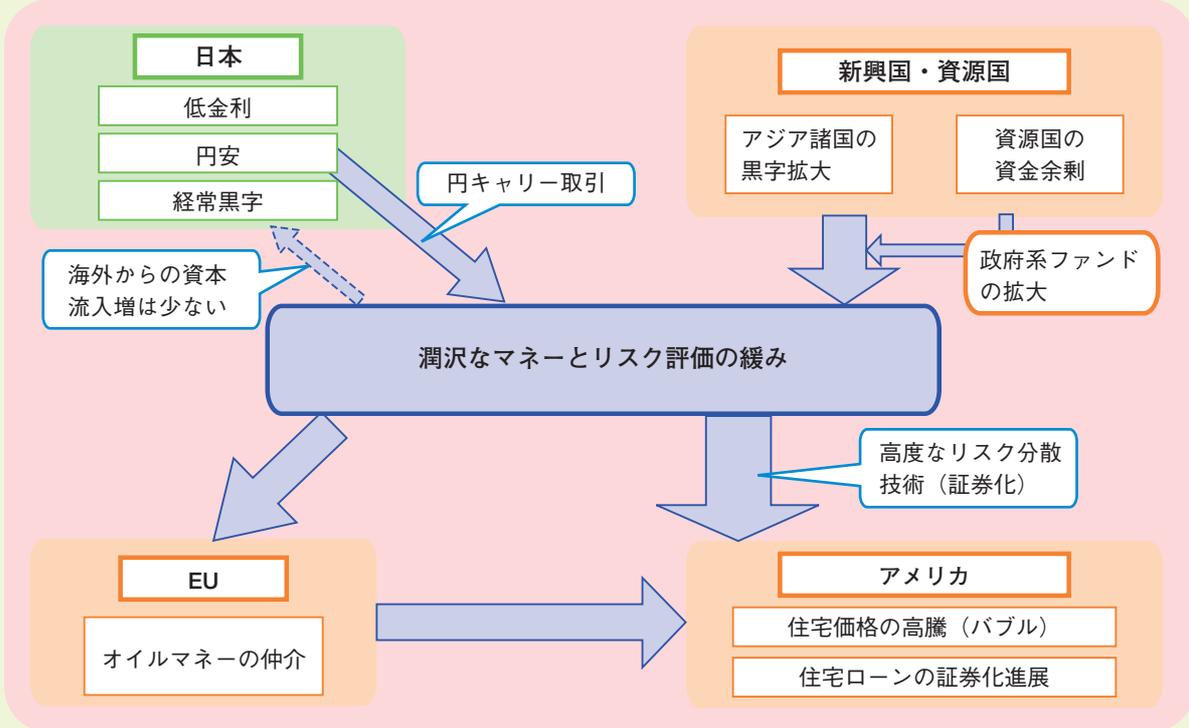
サブプライム住宅ローン問題の発生前後の資金の流れの変化をみたのが第1-2-5図(1)(2)である。同問題の顕在化により、金融資本市場は一時機能不全に陥った。世界の投資家のリスク許容力の低下は、様々な分野に影響を及ぼしている。

### ●サブプライム住宅ローン問題は長期化、資金は国債や原油へシフト

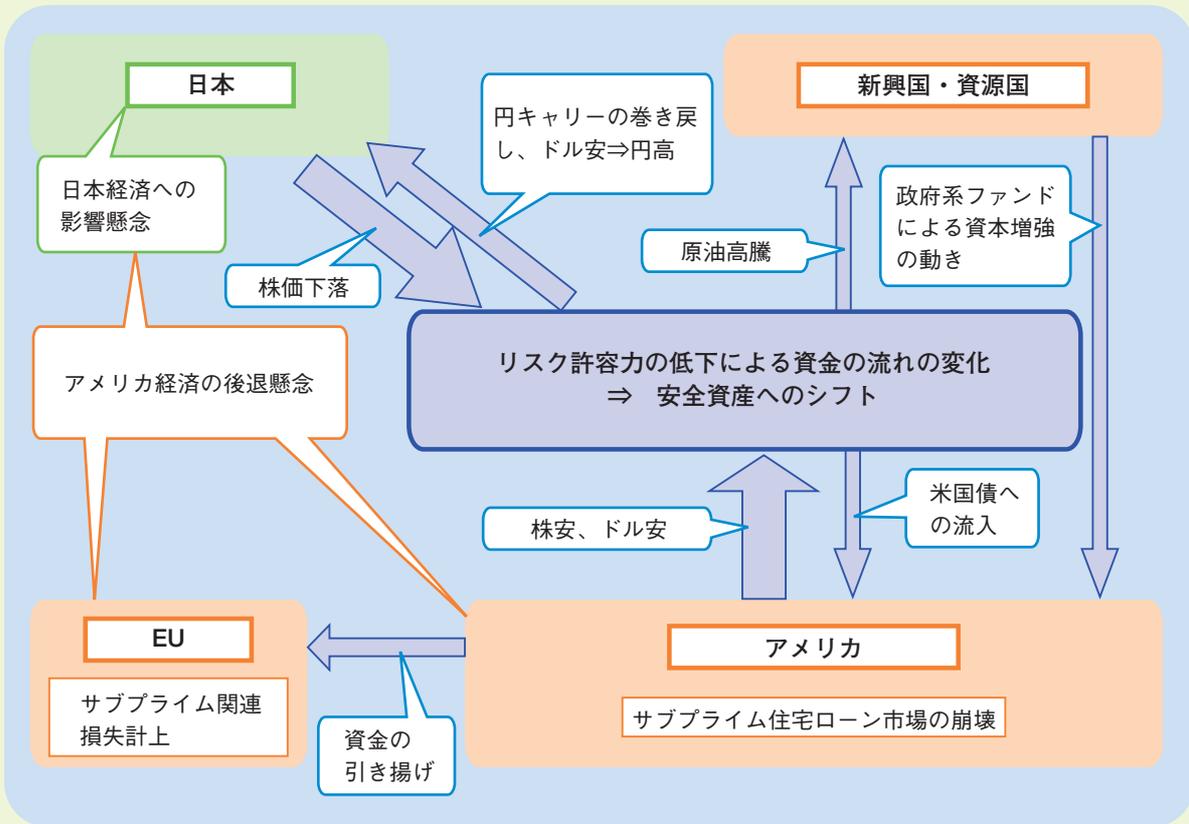
サブプライム住宅ローン問題は、投資銀行業務を中心に大きなプレゼンスを持つ欧米の金融機関の損失となって現れた。当初、この問題は、住宅ローンや一部のクレジット市場といった範囲にとどまり、金融システム安定化への取組が適切に行われれば实体经济に大きな影響を持たず、早期に正常化するとみられていた。だが、信用の低下した住宅ローン担保証券や、それらを仕組んだ証券化商品等は市場での売却が困難となり、流動性に欠ける状況となったままである。こうした資産が金融機関のバランスシートに計上されているため、財務状況の不透明感

第1-2-5図 アメリカ経済の状況 (1/3)

(1) アメリカに資金が集中したメカニズム



(2) サブプライム住宅ローン問題の発生後の資金の流れの変化



から短期金融市場での貸し渋りが生じている。これに対し各国中央銀行は潤沢な流動性の供給を行ってきた。

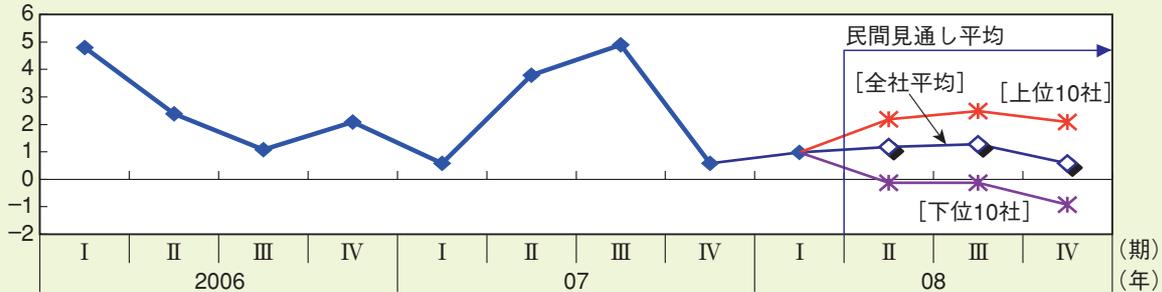
リスク許容力の低下した投資家の資金は、一つにはより安全な資産に向かった（“flight to

第1-2-5図 アメリカ経済の状況 (2/3)

アメリカでは、景気は弱含んでおり、後退局面入りの懸念がある

(3) GDP成長率の推移と民間見通し

(前期比年率、%)

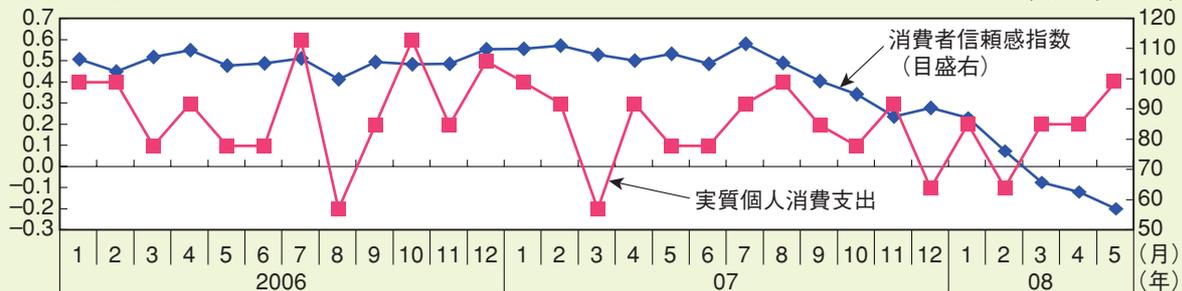


(4) 消費

(前期比、%)

消費はこのところ緩やかに増加している

(1985年=100)

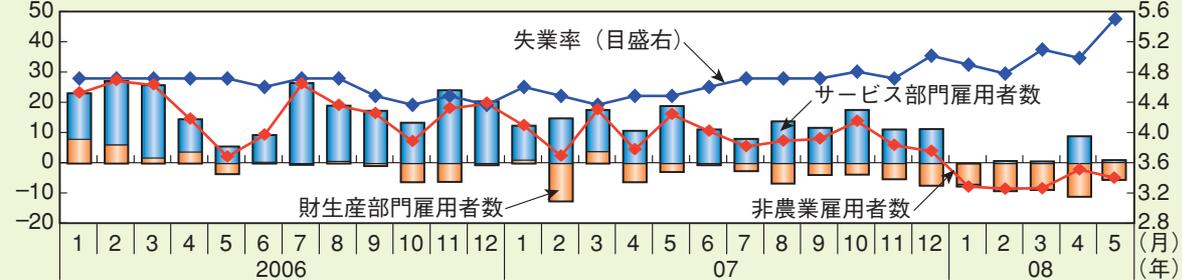


(5) 雇用

(前月差、万人)

雇用者数は減少しており、失業率は上昇している

(%)

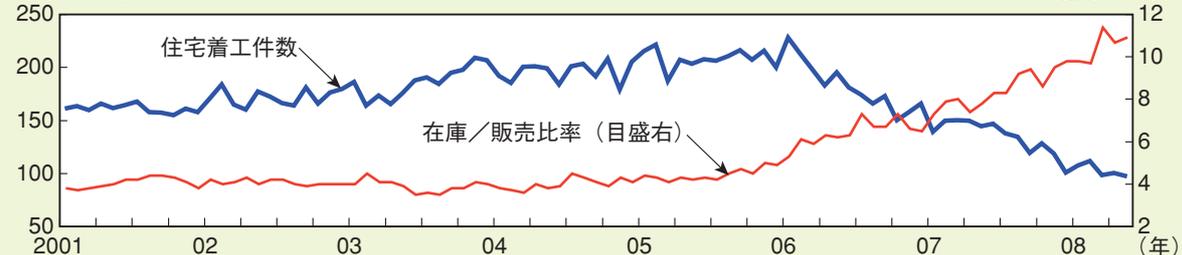


(6) 住宅

(年率、万件)

住宅建設は減少している

(在庫 (月))



(備考) 1. アメリカ商務省及び労働省、ブルーチップ・インディケータ(7月10日)、コンファレンス・ボードにより作成。  
2. 在庫/販売比率とは、住宅が追加供給されないと仮定した場合に、現在の住宅販売に対して何カ月分の住宅在庫があるかを示したものの。

quality”)。アメリカでは国債が買われて、長期金利が低下した。もう一つの流れは、複雑な金融商品を嫌って単純な商品に向かった (“flight to simplicity”)。すなわち、資金が原油市場など一次産品の市場に流れ込んで、これが原油や一次産品の価格高騰をもたらす一因となっている。

●個人消費の低迷や雇用情勢の悪化でアメリカ経済は減速、景気後退懸念も

資金の流れに関する大きな問題の背景は、資金を受け入れる側のアメリカが、適切な投資対象を提供できなくなってきたことにある。

住宅市場の問題はアメリカの国内問題であって、本来、海外にまで影響が及ぶものではないはずだった。だが、証券化商品を大量に取得した欧米の金融機関が巻き込まれたため、金融資本市場を通じて世界経済に影響を及ぼすこととなった。金融技術では、リスクの分散化はできてもリスク総量の軽減はできず、肝心の担保である住宅価格が下落し始めたことで、信用リスクが一気に顕在化したものである。

第1-2-5図 アメリカ経済の状況 (3/3)

(7) アメリカの政策対応等

金融政策／金融システムの安定化に向けた対応	景気対策
<p><b>1. 大胆な金融緩和</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■FFレートの引下げ (2007年9月以降2008年4月まで、計7回、5.25%→2.00%)</li> <li>■公定歩合の引下げ (2007年8月以降2008年4月まで、計9回、6.25%→2.25%)</li> </ul> <p><b>2. 流動性リスクへの対応</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■FRBの窓口貸出における貸出期間延長と適格担保の範囲拡大 (07/8/17、08/3/16)</li> <li>■5中央銀行による協調行動 (07/12/12、08/3/11) (米・ユーロ圏・スイス・英・カナダ)</li> <li>■FRBによる新たな流動性供給の仕組み導入                     <ul style="list-style-type: none"> <li>①預金金融機関を対象にした、入札形式によるターム物貸出制度 (Term Auction Facility) (07/12/12)</li> <li>②プライマリー・ディーラー*を対象にした、入札形式によるターム物国債貸出制度 (Term Securities Lending Facility) (08/3/11)</li> <li>③プライマリー・ディーラー*を対象にした、公定歩合によるオーバーナイトの貸付制度 (Primary Dealers Credit Facility) (08/3/16)</li> </ul> </li> <li>■JPモルガン・チェースのベアスターズ買収に対するNY連銀の特別融資：290億ドル (08/3/24)</li> <li>■公的金融機関 (FHLB) による住宅ローン担保債権 (MBS) 購入促進：1,000億ドル</li> </ul> <p>■財務省による金融行政の抜本改革案 (Blue Print) の提示 (08/3/31)</p> <p>■G7共同声明で示された金融規制・監督強化 (08/4/11)</p>	<p>■緊急経済対策 (08/2/13)</p> <p>①個人所得税の戻し減税 (08/4/28より開始) (1,170億ドル：GDP比、0.8%規模)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>－課税所得7万5千ドル未満の単身者に最大600ドル、課税所得15万ドル未満の夫婦に最大1,200ドル (上限を超える場合は超過額の5%減額)</li> <li>－最低支給額300ドル (収入や年金、適格退役軍人給付金の受取額などに条件あり)</li> <li>－納税者の子供一人につき300ドル</li> <li>－戻し減税が行われる期間：08/4/28～7/11</li> </ul> <p>②企業の設備投資減税 (510億ドル)</p>
	<p style="text-align: center;"><b>住宅ローン債務者救済策</b></p> <p>■住宅ローンの貸付機関や回収機関に対する返済条件の緩和要請 (07/4/17、07/9/5)</p> <p>■政府機関 (FHA) による住宅ローンの保険対象の拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・FHAによる住宅ローンの借換え促進 (FHA-Secure) (07/8/31)</li> <li>・対象住宅ローンの上限引上げ (08/2/13)</li> <li>・ローンの返済延滞者への保険拡充 (※貸し手による自主的な元本削減を前提に年内50万件を救済) (08/4/9)</li> </ul> <p>■民間団体HOPE NOWによる救済促進</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・5年間の金利凍結を含む救済の枠組み設定：対象は最大120万人 (07/12/7)</li> <li>・延滞物件の差押えの30日間延期と解決策検討 (08/2/12)</li> </ul> <p>■GSEによる住宅ローンの買取の促進</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・買取上限額の引上げ (08/2/13)</li> <li>・ポートフォリオ保有資産に係る総額規制の撤廃 (08/3/1)</li> <li>・自己資本比率の緩和 → 最大2,000億ドルの買取が可能 (08/3/19)</li> </ul>

(備考) \*のプライマリー・ディーラーは、銀行及び証券ブローカー・ディーラー。

現在の貸し渋り等の金融システム問題は、世界の金融当局の迅速な対応とともに、各金融機関の財務状況が徐々に明らかになっていくに従い沈静化していくことが期待される。

一方、依然として残る問題は、アメリカの実体経済の弱まりである。これは、住宅投資の減少、雇用情勢の悪化、更には信用面やマインドの悪化を通じた個人消費の低迷というプロセスで生じている。こうした状況下で、アメリカでは景気後退懸念が高まってきている（第1-2-5図(3)～(7)）。アメリカ政府は、大規模な減税を中心とする景気対策を策定し、4月から戻し減税が実施されている。減税による可処分所得の増加により、5月の消費は緩やかな増加となったが、年後半にかけて再び減速するとの見方もある。また、金融政策では、FRBは政策金利を引き下げて景気を下支えする姿勢をとってきたが、原油・資源価格の高騰によりインフレ懸念がある中、市場では金利据え置きが見込まれている<sup>7</sup>。こうした状況の下で、引き続きアメリカ経済の動向が注目される。

## 2 サブプライム住宅ローン問題と日本経済

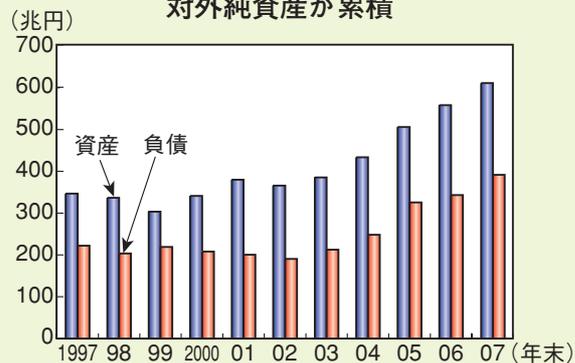
ここから、日本に視点を戻そう。まず、サブプライム住宅ローン問題の顕在化前後の日本と海外の間の資金の流れについてみる。その後、なぜ日本の株式市場が大きな影響を受けたのかを検討する。

### (1) 海外と日本間の資金の流れ

日本では経常収支黒字を背景に、対外純資産が250兆円（2007年末）を超えて積み上がって

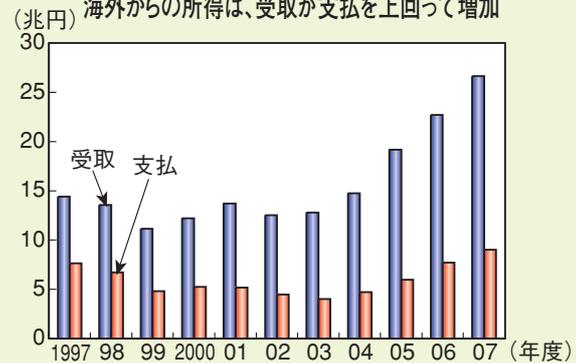
第1-2-6図 日本の対外資産と所得収支

(1) 日本の対外資産残高の推移  
対外純資産が累積



(備考) 財務省/日本銀行「本邦対外資産負債残高」により作成。

(2) 海外からの所得の受取・支払額の推移  
海外からの所得は、受取が支払を上回って増加



(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。

注 (7) 一方、景気下支えのための金利引下げが新たな過剰流動性を生み、それが原油など一次産品の市場に流入して高騰を招いているとの指摘もある。