

金融不安の沈静化を図った。

また、日本でも、同時期に日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の破たん²²が起こるなど、金融危機に陥っている最中であった。日本銀行は、99年2月にゼロ金利政策を採用し、大幅な金融緩和措置をとった。

2 金融資本市場の国際的連動性と危機の波及

以上、過去の金融危機のいくつかについて、その背景や経過を概観した。以下では、他の国も含んだ全体的な波及のメカニズムや今回との対比を意識しながら、日本への影響をやや詳しく論じていく。最初に、金融面を通じた波及を見よう。

(1) 為替レートへの影響

金融危機が国際的に波及するメカニズムの一つとして、為替レートの変動が挙げられる。そこで、危機発生国における為替レートの変動と、その関係国への波及を調べてみよう。その上で、我が国への影響について、実質実効為替レートの動きを中心に考察する。

● 危機発生国における為替レートの減価と関係の深い通貨への波及

危機発生国では、それまで過大に評価されていた為替レートの下落圧力がかかる。国内の好景気や資産価格の上昇等で、為替レートが増価していたものが、バブルの崩壊によって下落する。これまでに見た、世界大恐慌、北欧危機、アジア通貨危機の際は、いずれも為替レートの変動が制限されていたことから、その調整には時間を要したが、最終的には減価している。為替レートの減価は、国内的には厳しい調整を迫られるが、他方、輸出を増加させ、景気回復につながっていくことになる。

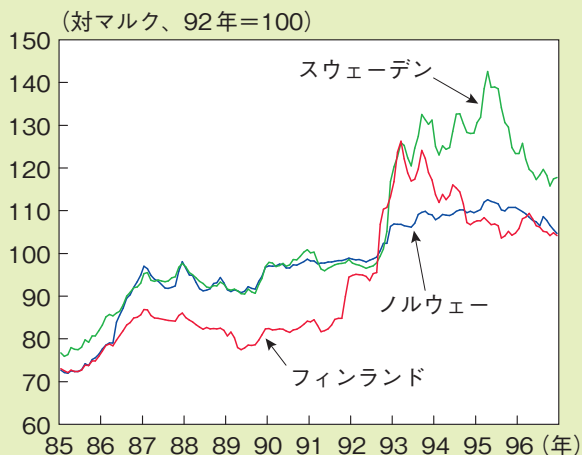
また、危機発生国で通貨が減価した場合には、関係の深い国の通貨も影響を受ける。どのような関係によって影響を受けるかといえば、第一に、地域的な近さである。北欧危機では、ノルウェー、スウェーデン、フィンランドがほぼ同時期に危機に陥って為替レートが減価しており、アジア通貨危機でもタイ・バーツの大幅下落に端を発し、韓国、インドネシア、マレーシアを始めとする東アジア諸国に波及した。第二に、発展段階が似通った国に影響が及ぶ可能性が高い。例えば、アジア通貨危機では、新興市場に対する国際投資家の信認が動揺するなかで、ロシアの金融危機が発生し、さらには、ブラジルにも通貨危機として飛び火していった（第2-2-7図）。

注 (22) 日本長期信用銀行は98年10月、日本債券信用銀行は同年12月に、特別公的管理下に入り、一時国有化された。

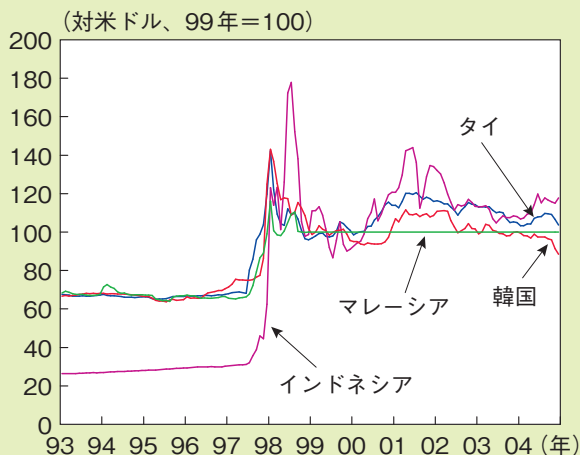
第2-2-7図 金融危機発生国の為替レートの減価

金融危機時には為替レートは大幅に減価

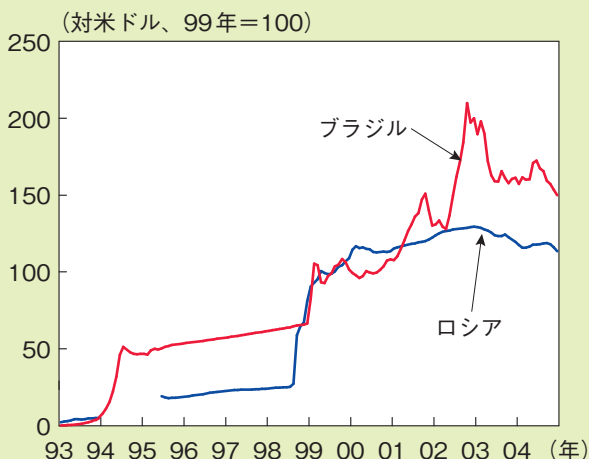
(1) 北欧3国



(2) アジア諸国



(3) ロシア、ブラジル



(備考) 1. IMF “International Financial Statistics” により作成。
2. 対マルクの系列は各国の対米ドル系列をドイツの対米ドル系列で除して算出。

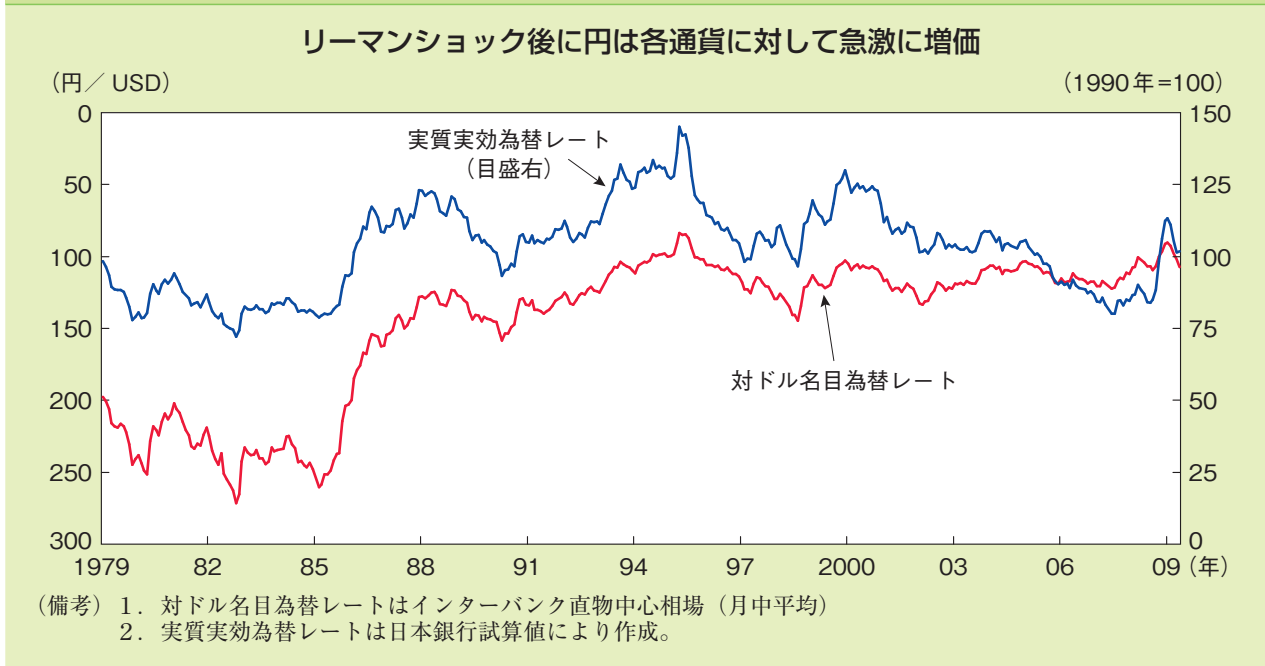
●日本円への影響は今回が最大

さて、為替レートは通貨の相対価格であるから、危機発生国等の通貨の減価は、その他の国の通貨の増価を意味する。したがって、日本もこのルートから何らかの影響を受ける可能性がある。これまでに取り上げた戦後の金融危機のうち、このような影響が見られたケースとして、アジア通貨危機、LTCM危機を取り上げ、円レートの動きを振り返ってみよう（第2-2-8図）。

アジア通貨危機においては、日本の輸出に占めるシェアが当時すでに4割程度に達していたアジア諸国の通貨の下落は、円の実質実効為替レートを増価させる方向に働いた。当時、我が国自身も金融危機に見舞われており、円は対ドルでは減価基調にあった。しかし、アジア通貨安のため、実質実効レートで逆にやや高めに推移することになった。

LTCM危機の後には、一時、急激な円高ドル安が生じている。実質実効為替レートも大きく増価した。それまで、低金利通貨である円を調達して高金利の新興国通貨に投資するという形

第2-2-8図 円の対ドルレートと実質実効為替レートの推移



の円キャリートレードが行われていたが、危機を受けてその巻き戻しが進んだことも寄与した。

今回の円高はこれらの危機のときと比べてどう評価できるだろうか。2007年半ばにサブプライム住宅ローン問題が顕在化した後の動きは、LTCM危機の後と同様に、危機国の通貨の下落とともに円キャリートレードの巻き戻しによる円の増価があった。対ドルレート、実質実効為替レートともに増価が見られるが、それほど急テンポでもない。しかし、2008年のリーマンショック後は、対ドルでは緩やかな動きだが、実質実効レートでは急激な円高が生じた。これは、アメリカに加え、欧州、資源国の通貨などが一斉に減価したためである。

(2) 国内金融資本市場への影響

日本の金融資本市場は海外の市場とどのように連動し、今回の危機でどのような影響が及んでいるのだろうか。過去と比べ、金融資本市場の連動性が高まっているとすると、海外の影響が、国内へ波及してくる度合いが高い可能性がある。海外での金融危機の影響が国内の金融資本市場に及ぶ主要なルートとしては、為替レートの変動のほか、株価の変動と、長期金利の変動が考えられる。まずは、海外の株価の変動が、国内の株価とどのように連動しているのか見てみよう。

● 株価の連動性の変化

今回の金融危機では、日本の金融機関の関連金融商品等からの損失が限定的であったため、日本国内への影響で最も注目されたのは、株価への影響だった。特に、東京市場は、アメリカ

のニューヨーク市場の影響を大きく受けて変動した²³。

ただし、アメリカの株価との連動性は、各国の株式市場にも当てはまることであり、日本に特有のことではない。2000年以降について見ると、世界的に景気が回復してきた中でほぼ同時に景気後退に突入したという景気循環の同時性があることから、各国の株価が同じような動きをしている。ただし、そうしたトレンドを除去した上で、各国の株価の変化についても、強い連動性が観察される（第2-2-9図）。特に、2003年頃からの欧州諸国とアメリカの株価の連動性は極めて高い。むしろ、日本とアメリカの株価の関係が高まっているのは、最近のことである。

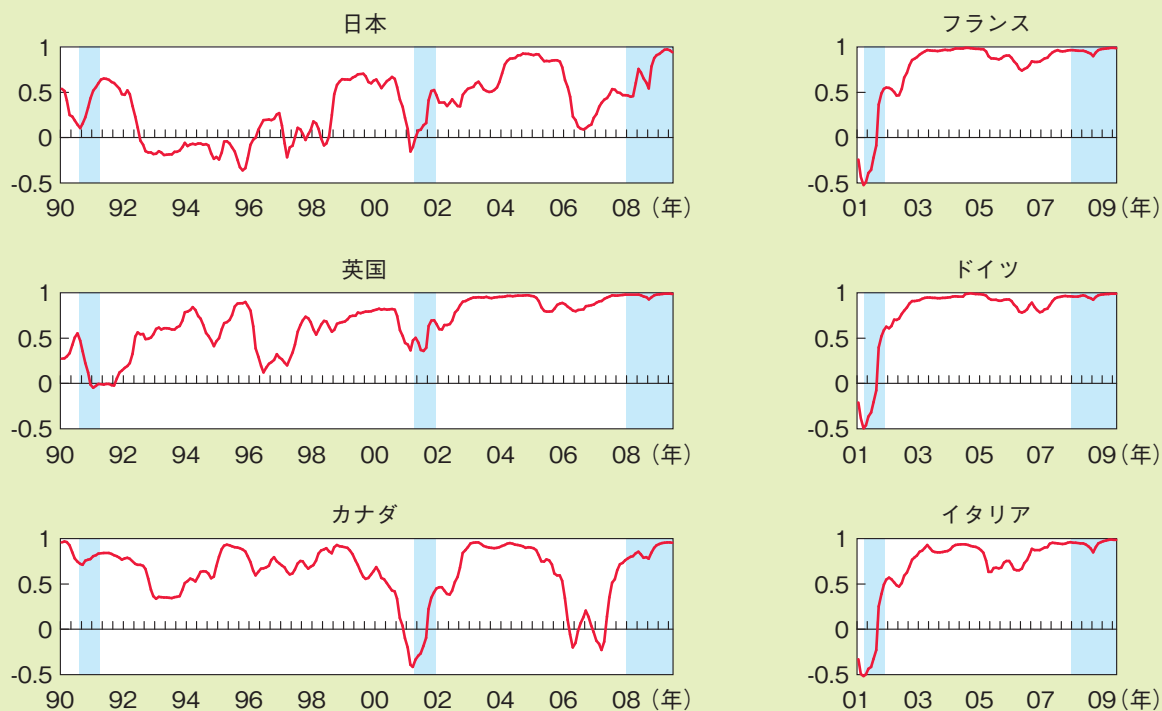
こうした最近の連動性の高まりのなかで、危機の影響が小さいはずの日本の株価がなぜ一番下落するのか、といった疑問の声も強かった。以下ではその点について見よう。

● 株価の連動では、日本発の影響は比較的小さい

連動性が高まった背景には、資金の流れが、投資先を探してグローバルな動きとなっていることが挙げられる。すなわち、資金力の大きい欧米の投資ファンド等が、各国株式に分散投資することにより、各国株価に対する影響力が大きくなっているのである。また、投資ファンド

第2-2-9図 アメリカと各国の株価変動の相関

今回の危機では、アメリカ株価と各国株価の相関係数が上昇



(備考) 対数を取った上でHodrick-Prescottフィルターによりトレンドを除去した系列の2年間ごとの相関係数を計算。株価はドルに換算。シャドーはアメリカの景気後退期。

注 (23) 例えば、2008年9月から2009年3月まで、アメリカの株価が上昇/下落したときに、翌営業の日本の株価の上昇/下落の方向を見ると、7割以上が一致している。

の行動として、各地域の投資割合を一定範囲内に収めようとして、ポートフォリオの調整が行われていることが指摘されている。日本の株式市場でも、外国人投資家の売買比率が約6割（2008年実績）と高いことから、海外の株価の動向との連動性が高い。

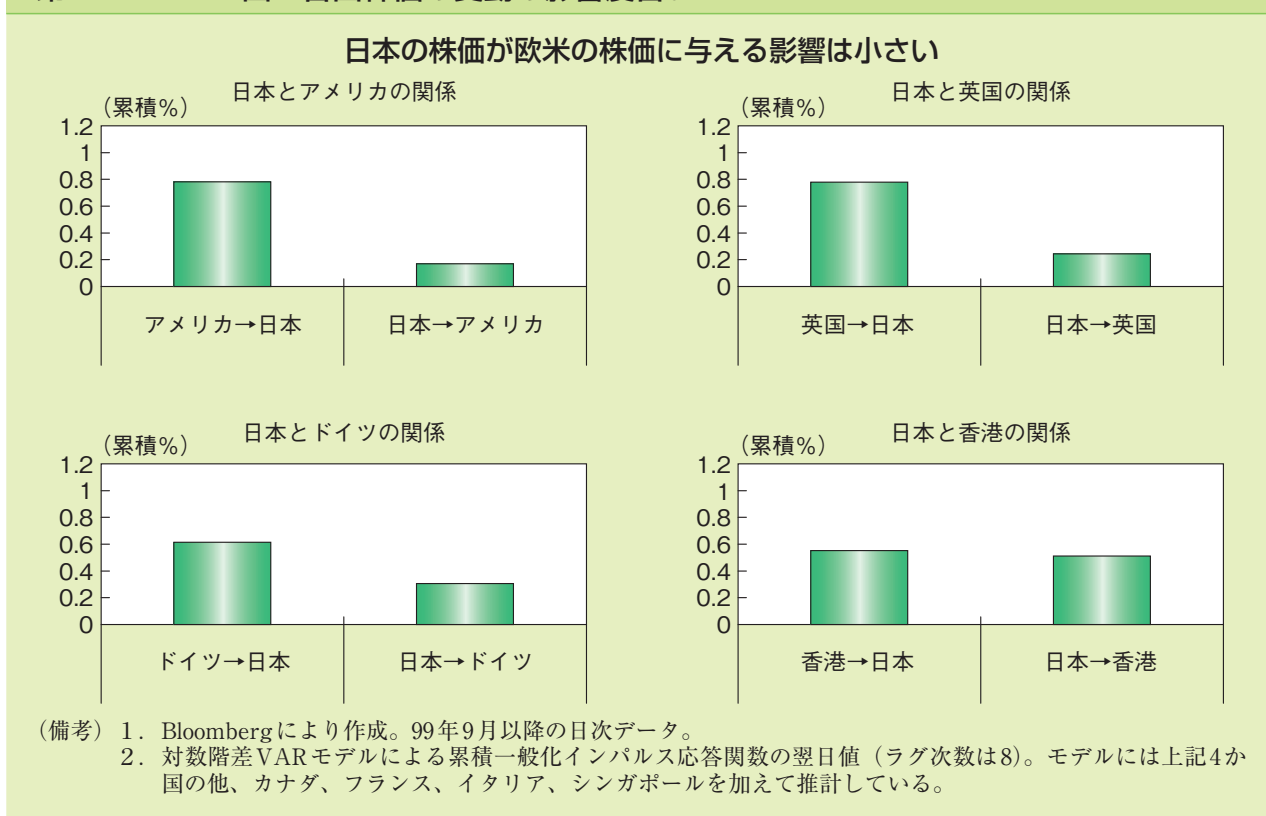
日本の株式市場は、海外からの影響を受けるのは事実だが、もちろん、国内の景気動向を受けて独自の要因でも変動する。それでは、日本の株式市場の変動は、海外にどの程度影響を及ぼしているのだろうか。そこで、各国株価の変動の連動性について、各市場の株価が1%変動したときに、他の市場に累積で何%の影響を与えるのかといった簡単な試算を行った（第2-2-10図）。この結果によれば、アメリカや欧州諸国の株価の変動を日本は大きく受けるが、日本の株価の変動は、アメリカや欧州諸国の株価に与える影響は比較的小さい。地理的に近い香港については、香港から日本への影響と、日本から香港への影響が同程度となっている。

●名目長期金利の連動性

長期金利は、理論的には、期待実質成長率、期待インフレ率に、リスクプレミアムが上乗せされて決まるとされる。また、金融危機が生じた場合、世界的には「質への逃避」「流動性への逃避」により国債が買われ、長期金利が低下することが考えられる。一方、危機の当事国では財政の悪化などに伴ってリスクプレミアムが上昇する可能性もあろう。

ここでも、株価で行ったのと同様に、トレンド部分を取り除いた上で、各国の長期金利とア

第2-2-10図 各国株価の変動の影響度合い



アメリカの長期金利との連動性を調べてみよう（第2-2-11図）。それによれば、以下のような観察が可能である。

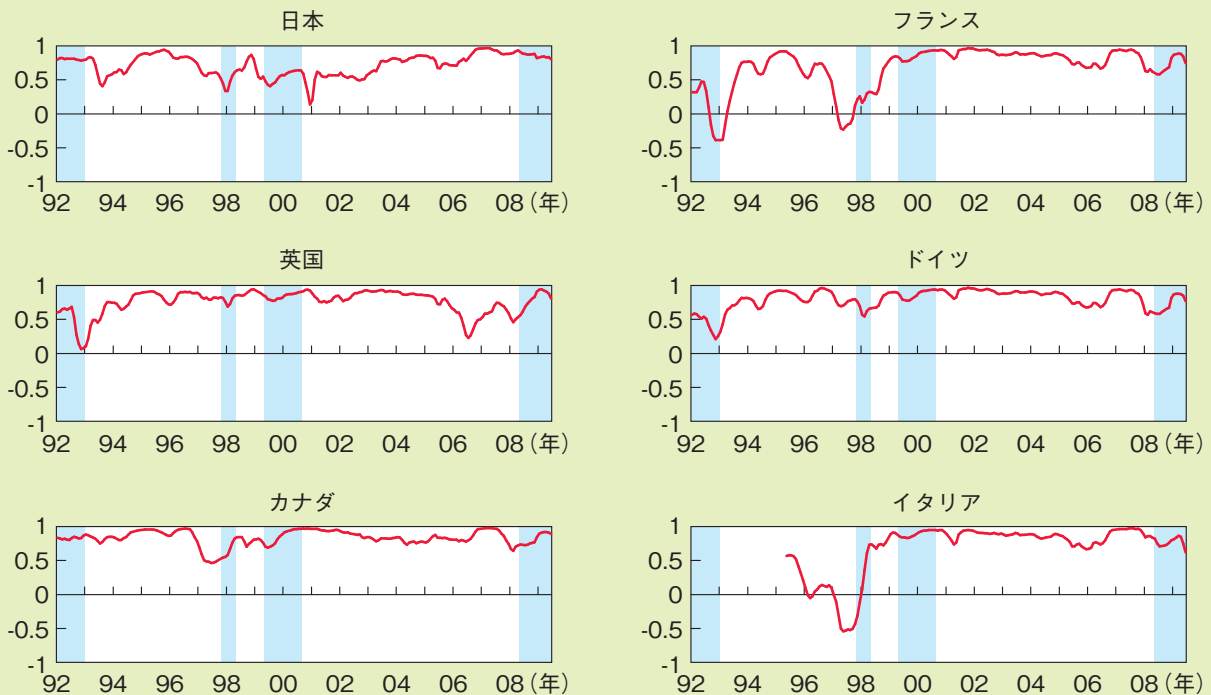
第一に、株価と比べ、総じて見ると相関係数が高めで、アメリカの長期金利との連動性が高いことが分かる。これは、国債は国際的に広く取引され、裁定が働きやすいことを反映していると考えられる。

第二に、日本については、90年代後半から2000年代前半にかけて、連動性が弱まった時期が長い。これは、日本自身が金融危機の当事国であり、また、デフレ的な状況であったことを反映していると思われる。もっとも、欧州諸国も連動性が一時的に大きく低下する場面があった。例えば、92～93年には一斉に連動性を失ったが、これはポンド危機など一連のERMにおける混乱が生じた時期に当たる。また、97、98年の低下については、アジア通貨危機からLTCM危機等の世界的な金融混乱の時期に当たる。

第三に、今回の危機では、多くの国で連動性が高まる傾向にある。これまでのインフレ懸念が、リーマンショックを経てデフレ懸念に代わり、各国で期待成長率の低下が同時に生じたためと考えられる。

第2-2-11図 アメリカと各国の長期金利変動の相関

各国の長期金利の変動は高い相関



(備考) 1. Bloombergにより作成。
 2. Hodrick-Prescottフィルターによりトレンドを除去した系列の2年間ごとの相関係数を計算。シャドーはアメリカの景気後退期。

●実質長期金利の連動性

それでは、名目長期金利から期待インフレ率を引いて得られる実質長期金利の連動性はどうか。理論的には、期待インフレ率を引くことで各国による金融政策の違いの影響が弱まるため、実質長期金利は一層連動性が高いと考えられる。そこで、最近の主要国における実質長期金利（期待インフレ率は現実のインフレ率を代用）の動きを直接比較すると、以下のような特徴が分かる（第2-2-12図）。

第一に、各国の間でおおむね連動していることが分かる。特に、日米の名目金利の連動性が弱まっていた2000年代前半でも、動きは比較的似通っている。実質ベースでの連動性の高さが示唆される。

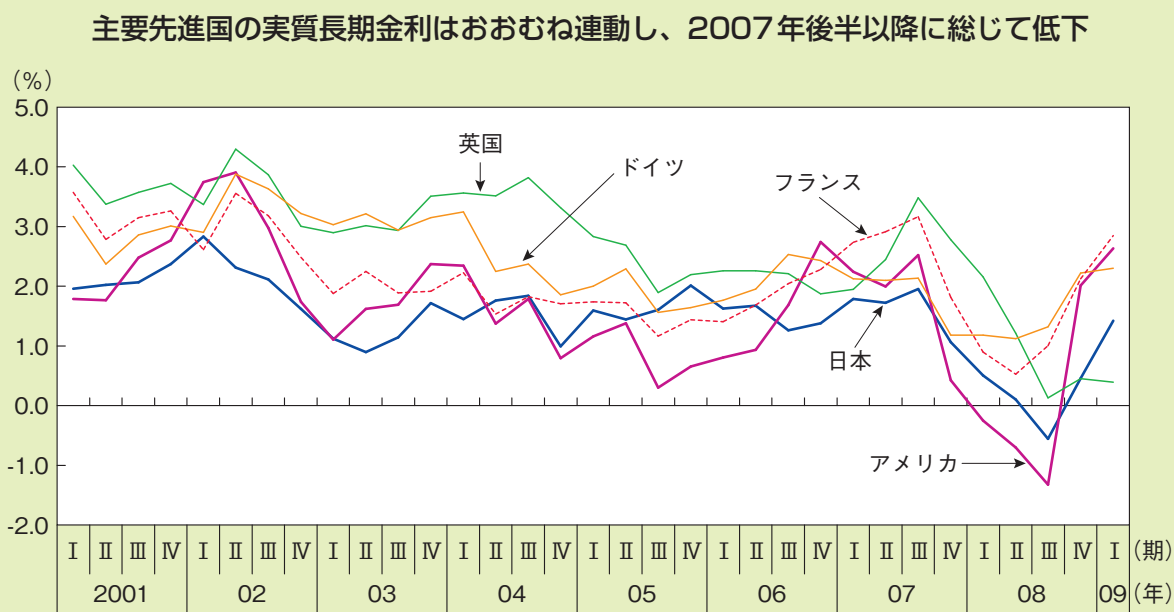
第二に、2007年半ばのサブプライム住宅ローン問題の顕在化以降、実質長期金利は低下を続け、2008年後半になって反転している。もっともこの反転は、期待インフレ率として現実のインフレ率（前年比）を用いたため、過大に推計されている可能性がある。

このように、アメリカの長期金利との連動性が高まっているなかで、今後、アメリカの金利上昇が日本に波及して実力以上に国内金利が上昇する場合、景気回復に悪影響を及ぼす可能性があることに注意が必要である。

(3) 不動産市場への影響

今回の金融危機の波及において、従来と異なる要素の一つは、REITを通じた不動産市場へ

第2-2-12図 主要国の実質長期金利の推移



(備考) 1. Bloombergにより作成。

2. 実質長期金利 = 各国10年国債利回り - 消費者物価指数前年比

の影響である。これについて調べてみよう。

● REIT市場を通じた不動産市場の連動性

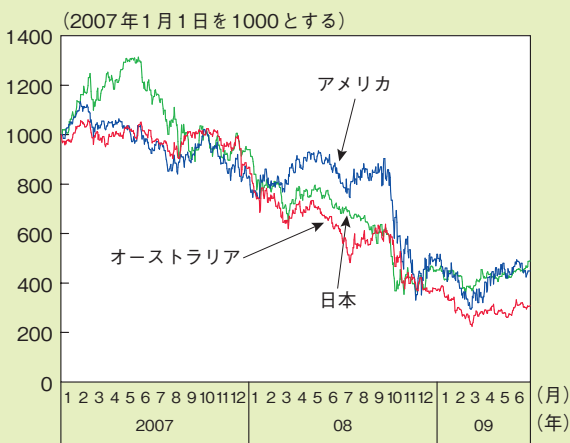
本来、不動産は主として国内の需給により価格が決まる傾向が強い。しかし、最近では、REIT市場が発達し、そこへ海外の資金が流入することで国際的な金融資本市場の情勢が国内の不動産価格にも大きな影響を及ぼすようになってきている²⁴。こうした状況が生じた背景としては、第一に、REIT市場では、投資口の時価（株式会社の株価に相当）等が公表されていることや、不動産が生み出すキャッシュフローやそこから不動産価格を求める収益還元価格に着目して投資が行われる傾向があるため、国際的な収益の比較が容易で裁定が働きやすいこと、第二に、世界的な低金利を背景に商品としての人気が高まりリスクマネーの受け皿となったこと、が挙げられる。その結果、世界のREIT市場、さらには不動産市場の連動性が高まってきたと考えられる。

世界のREIT市場では、アメリカ、オーストラリアの歴史が古く、2007年夏時点では規模もそれぞれ1位、2位であった²⁵。そこで、比較の対象としてこの2市場を選ぼう（第2-2-13図）。今回のサブプライム住宅ローン問題の顕在化に先立ち、アメリカのREIT市場は2007年3月ころから、日本では5月ころから下落を始めており、オーストラリアでも2007年12月には下

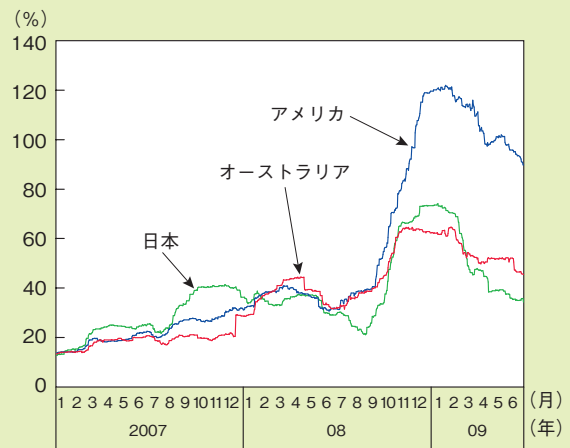
第2-2-13図 REIT市場の動向

リーマンショックによりREIT指数は急激に下落しボラティリティは上昇

(1) 世界のREIT指数



(2) ボラティリティ



- (備考) 1. Bloombergにより作成。
 2. 日本は東証REIT指数、アメリカはMorgan Stanley REIT Index、オーストラリアはS&P/ASX200 Property Indexを指標とする。
 3. ボラティリティは直近90日間取引終値の対数変動値（日次）の標準偏差を年率換算し、その推移をグラフ化。

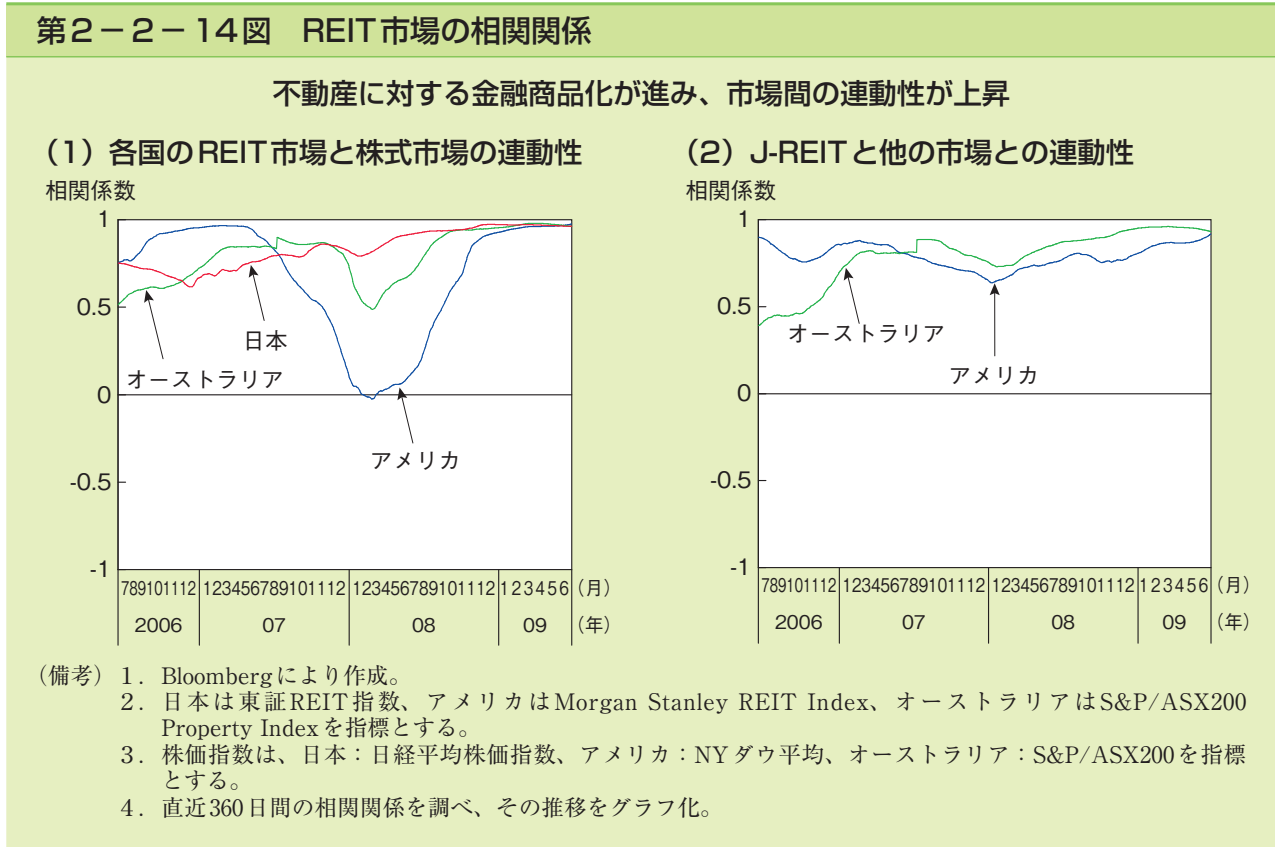
注 (24) 不動産投資信託（REIT）では、一般に、株式会社の株式に相当する投資口を発行して投資家から資金を集め、金融機関等から借り入れた資金等と合わせ、オフィスビルやマンション等の不動産などに投資し、賃借料や売買益などの収益を投資家に分配する形態をとる。
 (25) アメリカでは1960年、オーストラリアでは71年に導入されているが、日本では2000年、英国、ドイツでは2007年に導入されている。

落に転じている。その後、リーマンショック後は3市場とも急激に下落している。一般に、REITの株価は変動（ボラティリティ）が小さく安定性が高いといわれていたが、金融危機後は変動幅が大きくなっており、特に金融危機の震源地であるアメリカにおいてその傾向が著しい。

● REIT市場と株式市場の連動性

REIT市場は、国内の他の金融資本市場との代替関係も高まっており、それらの市場からの影響も大きく受けている。各国のREIT市場と株式市場での株価の関係を見ると、日本ではREITが下落を始めた2007年5月以降、連動性が極めて高くなっている（第2-2-14図）。一方、アメリカ、オーストラリアでは、2007年以降株価に先んじてREIT市場が下落基調に入ったことから、連動性が見られなくなっていたが、2008年以降は株価の下落とともにREIT価格も一層の下落局面に入っており、両者の関係が強まっている。また、日本のREITとアメリカ、オーストラリアとの連動性は高く、リーマンショック後には、その連動性はさらに高まっている。

なお、他の金融資本市場との連動のほか、REIT市場の固有の問題としては、REITの混乱と不動産市況の悪化が悪循環に陥っている面がある。これまでREITによる物件の取得が不動産市況を活性化してきたが、内外で損失を被った投資ファンドや金融機関が損失のカバーや流動性の確保のために資金をREIT市場から引き揚げる一方、国内金融機関も景気の悪化等から不動産向け融資に対して慎重になっている。また、こうした資金の流出が、不動産市況の悪化の要因



となり、さらにREIT市場の低迷につながったと指摘されている。こうしたことから、REITによる不動産取得の低迷を通じ、国内の建物投資に対する下押し圧力が続く可能性がある。

3 実体経済の国際的連動性と危機の波及

これまで、金融危機の金融資本市場に与える影響について調べてきた。今回の金融危機においては、少なくとも戦後の主要な危機のときと比べて、為替レートへの影響は大きく、株価、長期金利の連動性は高まっている。またREITを通じた不動産市場への影響も無視しえないことが分かった。次に、海外で発生した金融危機が日本を含むその他の国の実体面にどう波及するかを見よう。

(1) 世界景気の連動性と国際貿易

世界経済のグローバル化が進むなかで、海外経済と国内経済の連動性は高まっている。こうした連動性の高さが、今回の金融危機の影響について、我が国の実体経済への波及を大きくしている可能性がある。

● 経済成長率の国際的連動性とその変化

まず、先進国間での実質GDP成長率の連動性について見よう（第2-2-15図）。これは、94~2000年、2000~2009年の2つの期間に分けて各国の成長率の相関を求め、それを単純に平均したものである。それによれば、2000年以降は、それ以前と比べて連動性が大きく高まっていることが分かる。この背景としては、以下のメカニズムが考えられる。

第一に、各国の成長に影響を及ぼしたショックの違いである。2000年以前は、日本やアジアの金融危機、ロシア危機やLTCM危機など地域的なショックがしばしば発生した。一方、2000年以降は、ITバブル崩壊、今回の金融危機といったように、世界経済への影響の大きいアメリカでショックが発生した。

第二に、これまで見てきたような、金融資本市場における連動性の高まりである。グローバルな投資家の活動が、各国の株式市場や不動産市場などに影響を及ぼし、これが実体経済を同じ方向に動かした面があったと考えられる。

第三に、貿易関係の強まりを通じた連動性の高まりである。新興国も含めた財・サービスの取引のネットワークが拡大し、取引額も増加することで、外需の動きが各国の実体経済を同じ方向に動かした面もあったと考えられる。以下では、この貿易を通じた連動性の高まりについて、やや詳しく論じてみよう。