

# 第1章 世界金融危機の発生と拡大

世界経済は、金融危機のさなかにある。2007年の夏以降、アメリカのサブプライム住宅ローン問題を契機に起きた住宅金融市場の混乱は、金融市場全体の混乱へと広がりを見せ、ついに、08年9月のアメリカ大手投資銀行の破綻を契機として、地域的にもアメリカ、ヨーロッパだけでなく、新興国へと拡大し、世界的な金融危機へと発展していった。

今回の金融危機については、発端はアメリカのサブプライム住宅ローン問題であったが、それはあくまできっかけに過ぎず、根本の原因は、国際的な資金フローの拡大や新しい金融技術の発展に支えられて国際金融資本市場が急速に拡大する中で、金融機関のビジネスモデルやリスク管理体制、さらには、金融規制当局における規制・監督体制が、国際金融資本市場における環境の変化に十分対応できていなかったことにある。

本章では、まず、今回の金融危機の発生の経緯や各国の政策対応について概観した上で、危機の原因となった根本にある問題について考察する。その上で、金融市場の正常化に向けた金融機関のレバレッジ解消の動きとその影響、金融危機の再発の防止に向けた中長期的な課題について明らかにしていく。

## 第1節 世界金融危機の発生と政策対応

### 1. 世界金融危機の発生とその特徴

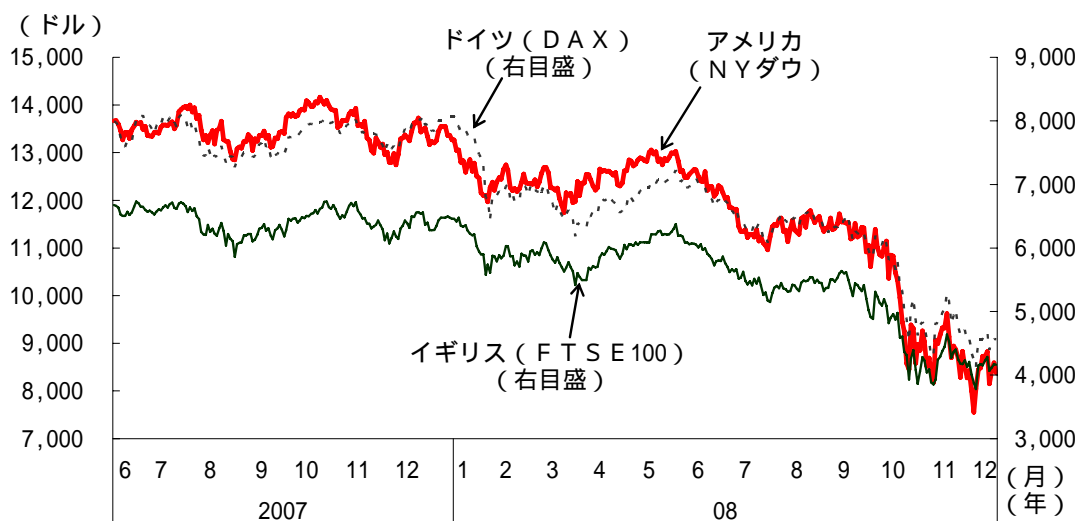
2007年8月にヨーロッパ大手金融機関BNPパリバ傘下の投資ファンドが償還凍結を発表したこと（いわゆる、「パリバ・ショック」）が契機となって、混乱の度合いを強めた欧米の金融市場は、その後も、同年12月の短期金融市場の流動性逼迫、08年3月のアメリカ大手投資銀行ベア・スターンズの経営危機<sup>1</sup>、同年7月のアメリカGSE（Government-Sponsored

---

<sup>1</sup> ベア・スターンズについては、08年3月16日に、大手商業銀行のJPモルガンに吸収合併されることが発表された。

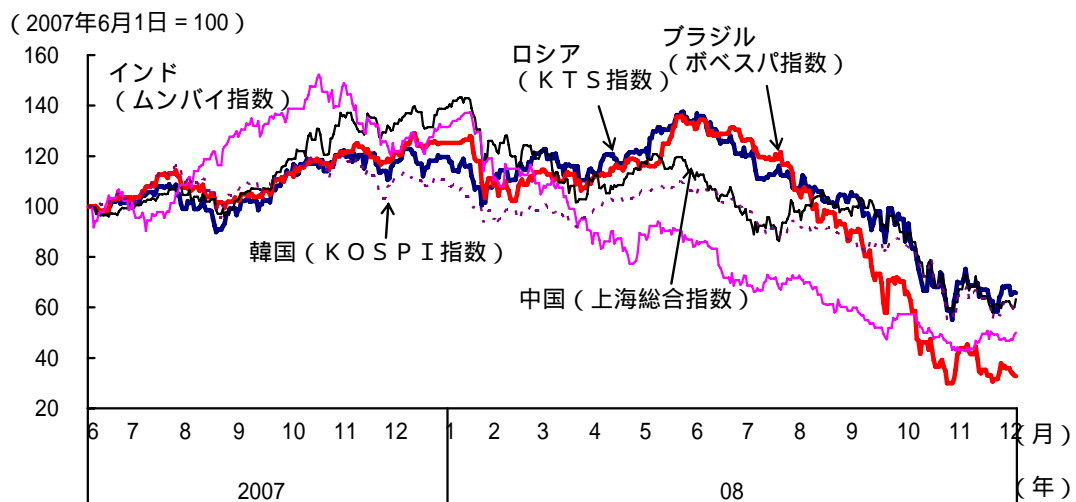
Enterprises：政府支援機関）の経営不安といった局面ごとに、混乱の度合いを更に強めてきたが、08年9月15日のアメリカ大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破産申請により、国際金融資本市場の緊張は一気に高まり、世界的な金融危機となった。主要国の株価の推移を見ると、08年9月中旬を転機として、それまでの金融機関株を中心とした株価の下落が、金融機関以外へと広がり、市場全体の株価が急落するなど、主要国の株価指数は9月中旬以降だけで30%を超える下落を記録した（第1-1-1図）。また、金融市場の混乱は、資金の流出という形で新興国にも波及し、株価が9月以降下落のテンポを速めるとともに、一部の国では通貨が大幅に減価し、対外ファイナンスの困難に直面するなど、新興国の金融資本市場にも大きな混乱が生じている（第1-1-2図、第1-1-3図）。

第1-1-1図 主要国の株価の推移



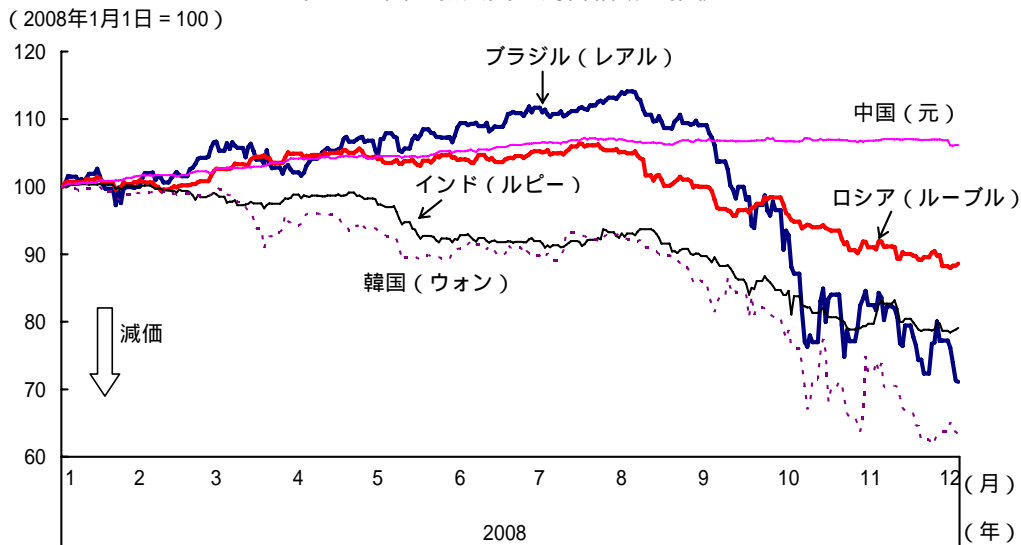
（備考）ブルームバーグより作成。

第1-1-2図 新興国の株価の推移



（備考）ブルームバーグより作成。

第1-1-3図 新興国の為替相場の推移



今回の金融危機に至るまでの過程を概観すると、07年8月までを金融市場の「正常期」とすれば、パリバ・ショックが起きた同年8月から08年9月中旬までが金融市場の「混乱期」、そして、リーマン・ブラザーズが破綻した同年9月中旬以降が「金融危機」の時期と区分することが可能であると考える。以下では、主に、08年9月中旬以降の金融危機の時期に焦点を当てて、金融市場の動向をみていくことにする(第1-1-4表)。

アメリカ大手投資銀行の破綻を契機に金融市場は危機的状況に

08年9月中旬のアメリカ大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破産申請を契機として、国際金融資本市場の混乱は一層深刻化し、世界金融危機に陥った。9月中旬までの問題は、アメリカのサブプライム住宅ローン問題に起因する短期金融市場での流動性の低下や一部金融機関の経営不安の問題であったが、それ以降は、金融システム全体をゆるがす問題へと拡大していった。

9月15日、それまで経営不安がうわさされていた大手投資銀行のリーマン・ブラザーズが連邦破産法第11条の適用を申請、同じく、大手投資銀行のメリル・リンチも、アメリカ大手商業銀行バンク・オブ・アメリカに買収されることが発表された。それまで、大手金融機関については、大きすぎてつぶせない(too big to fail)、また、他の金融機関との関係が密接なのでつぶ

第1-1-4表 世界金融危機の発生拡大及び政策対応の推移

月日	出来事	
2007年	年初以降	米国で住宅ローン会社の破綻が生じる
	8月1日	独 I K B 産業銀行がドイツ復興金融公庫から資金支援を受けた旨公表される
	8月9日	仏大手銀行 B N P パリバが傘下ファンドの償還を凍結 F R B 及び E C B が緊急資金供給
	9月14日	英大手住宅金融ノーザンロック銀行で取付け騒ぎ発生（その後2008年2月17日に一時国有化）
	12月12日	欧米5中央銀行による新たな資金供給策
	12月～1月	格付引下げを受け、モノライン各社（M B I A、A m b a c）の株価が大きく下落
2008年	3月11日	欧米5中央銀行による資金供給策の拡充
	3月16日	米大手投資銀行 J P モルガンが米大手投資銀行のヘアスターズを買収 F R B がプライマリーディーラー向け貸出制度を導入
	7月13日	米政府・F R B が G S E 2 社（ファニーメイ、フレディマック）に対する支援策を発表
	7月30日	住宅関連法（ファニーメイ、フレディマック問題への対応等）が成立
	9月7日	米政府が政府系住宅金融機関（G S E）への救済策を発表
	9月15日	米大手投資銀行リーマン・ブラザーズが破産申請 米大手商業銀行バンク・オブ・アメリカが米大手投資銀行メリルリンチを買収
	9月16日	F R B が米大手保険会社 A I G に資金融資
	9月18日	日欧米6中央銀行による資金供給策発表
	9月19日	米政府が不良資産の買取りを含む金融システム安定化策を発表
	9月21日	F R B が米大手投資銀行ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの銀行持ち株会社への転換を承認
	9月22日	G 7 が国際金融市場の動揺に関する声明を発表
	9月25日	J P モルガンが米貯蓄金融機関最大手ワシントン・ミュージアルの銀行業務買収を発表
	9月29日	米下院が緊急経済安定化法案を否決 英国政府が英中堅銀行ブラッドフォード&ビングレー（B & B）を国有化 ベルギー、ルクセンブルク、オランダの3か国がベルギー・オランダ系大手金融フォルティスに公的資金を注入
	9月30日	仏、ベルギー、ルクセンブルクの3か国が仏・ベルギー系大手銀行デクシアに公的資金を注入
	10月3日	米国で緊急経済安定化法が成立
	10月5日	独政府が国内の個人預金を全額保護する方針を発表
	10月6日	アイスランド政府が非常事態を宣言し、民間銀行を政府管理下に置く法律を制定 F R B が準備預金への付利の開始を発表
	10月7日	F R B がコマースナル・ペーパー買取制度の導入を発表
	10月8日	英国政府が銀行部門支援策を発表 欧米6か国の中央銀行が協調利下げ
	10月10日	G 7 において行動計画を発表
	10月12日	ユーロ圏首脳会議で欧州における行動計画についての宣言を発表 米大手商業銀行ウェルズ・ファゴによる同商業銀行ワコビアの買収を F R B が承認
	10月13日	英国が大手金融機関3行に総額370億ポンド（約5兆円）の資本注入を発表 日欧米5中央銀行が流動性向上のための更なる対策を発表
	10月14日	米国が G 7 行動計画実施のための措置（資本注入等）を発表
	10月17日	独 金融市場安定化法が成立
	10月20日	仏政府が大手金融機関6行に総額105億ユーロ（約1.2兆円）の資本注入を発表
	10月21日	独バイエルン州立銀行（州立銀行2位）が初の資本注入を政府に申請
	10月29日	欧州委員会が加盟国向けの特別融資枠拡大等の金融支援策を発表 新興国のドル資金流動性を確保するため、I M F、F R B が資金供給策を発表 F R B が韓国、ブラジル、シンガポール、メキシコの中央銀行と通貨スワップ協定を締結
	10月30日	独政府、ハイボ・リアルエステートに対して金融安定化基金による資本注入を発表
	11月3日	独コメルツ銀行が資本注入を政府に申請 韓国政府が14兆ウォン（約9,000億円）規模の総合経済対策を発表
	11月5日	独政府が500億ユーロ（約5.9兆円）規模の経済対策を発表 I M F がウクライナに対する164億ドル（約460億円）規模の融資を承認 （その後ハンガリー、アイスランド、パキスタンに対して融資を承認）
	11月9日	中国政府が概算4兆元（約54兆円）規模の経済対策を発表
	11月10日	米政府が A I G に対する支援拡大を発表
	11月15日	金融・世界経済に関する首脳会合において宣言を発表
	11月23日	米政府が大手商業銀行シティグループに対する支援策（資本注入及び保有資産の政府保証）を発表
	11月24日	英国政府が200億ポンド（約2.7兆円）規模の経済対策を発表
	11月25日	F R B が最大8,000億ドル（約74兆円）の新たな金融市場対策を発表
11月26日	欧州委員会が2,000億ユーロ（約24兆円）規模の経済対策を発表	
12月4日	仏政府が260億ユーロ（約3兆円）規模の経済対策を発表	

金融市場の混乱

金融危機

せない (too interconnected to fail) ため、市場関係者の多くが漠然と破綻することはない (政府の救済がある) と考えていた。しかし、リーマン・ブラザーズの破綻により、大手金融機関についても、破綻のリスクがあることが強く認識され、金融機関はお互いの財務状況について急速に相互不信に陥っていった。その結果、短期金融市場は、資金が枯渇したり、大幅なリスク・プレミアムを付して取引される事態となった。

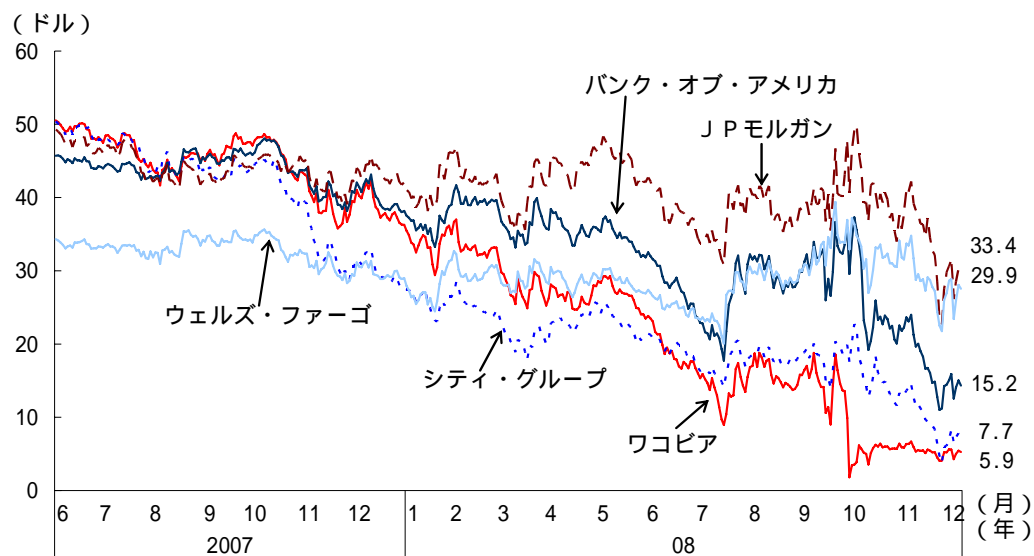
さらに、続いて9月16日に起こったアメリカ大手保険会社AIGの経営危機とFRB (連邦準備制度理事会) による緊急資金融資は、同社が国際的なオペレーションを行っていたことから、その金融市場への影響が強く懸念され、また、同社がCDS (クレジット・デフォルト・スワップ) のプロテクションを幅広く提供していたことから、CDSに係るリスクが関心を集めることとなった (コラム 1-5 参照)。

CDSは、そもそも、各種債権に対するデフォルト・リスクをヘッジするための金融デリバティブ商品である。CDSのプロテクションを提供する金融機関の破綻により、プロテクションを購入していた金融機関も保有債権がデフォルトするリスクを抱えることになり、結果として、当該金融機関の資産内容も悪化するリスクにさらされることになる。このため、AIGのような金融機関に対する信用不安の高まりは、市場全体におけるカウンターパーティ・リスク (取引相手に係るリスク) の認識を強めることとなった。

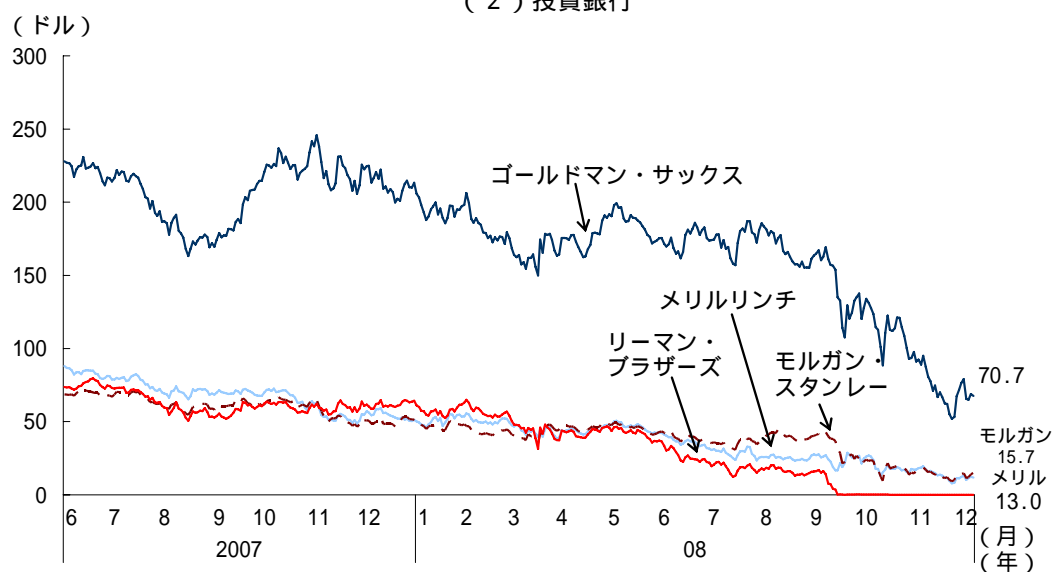
#### 信用リスクの高まりと市場の流動性の低下

こうした金融機関の信用リスクの高まりについて、アメリカ大手金融機関の株価の推移をみると、株価は、金融市場の混乱の早い段階 (07年後半) から下落してきたが、9月に入ってリーマン・ブラザーズの経営不安が市場で高まると、投資家は資金を引き揚げるべく、株式売却を加速させ、言わば、銀行資本への取付け (Run on the bank capital) とも呼ぶべき状況が発生した。とりわけ、投資銀行の株価は、リーマン・ブラザーズの連想もあって、9月中旬にかけて急落し、政府の金融安定化策等を受け一時持ち直す時期もあったものの、10月以後も下落傾向が続いた (第 1-1-5 図)。

第1-1-5図 アメリカ金融機関の株価の推移  
 (1) 商業銀行



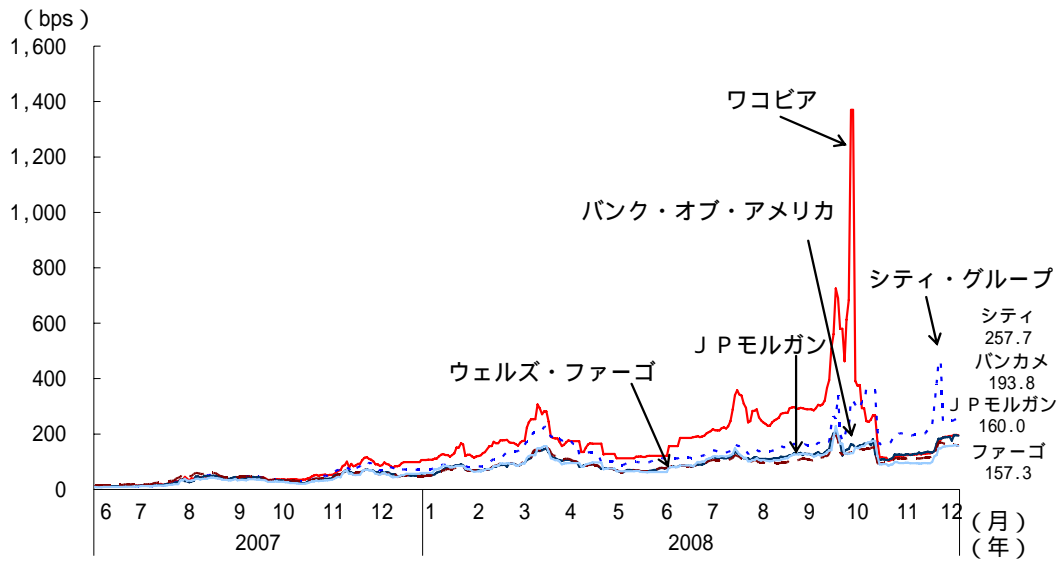
(2) 投資銀行



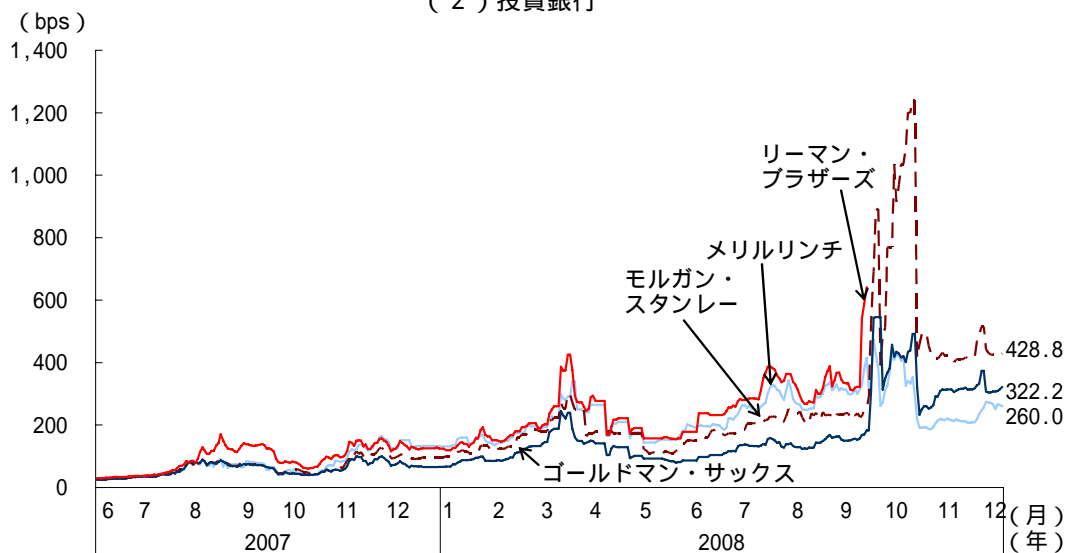
(備考) ブルームバーグより作成。

また、アメリカの主要金融機関におけるCDSスプレッドの推移をみると、9月中旬にスプレッドが跳ね上がり、その後も少し落ち着きはみせつつあるものの依然として高水準で推移していることが分かる(第1-1-6図)。とりわけ、投資銀行については、スプレッドが一時1,000ベーシスポイントを超えるところが現れるなど、市場が当該金融機関の存続可能性に強く疑念を抱いていたことがわかる。

第1-1-6図 アメリカ金融機関のCDSスプレッドの推移  
(1) 商業銀行



(2) 投資銀行

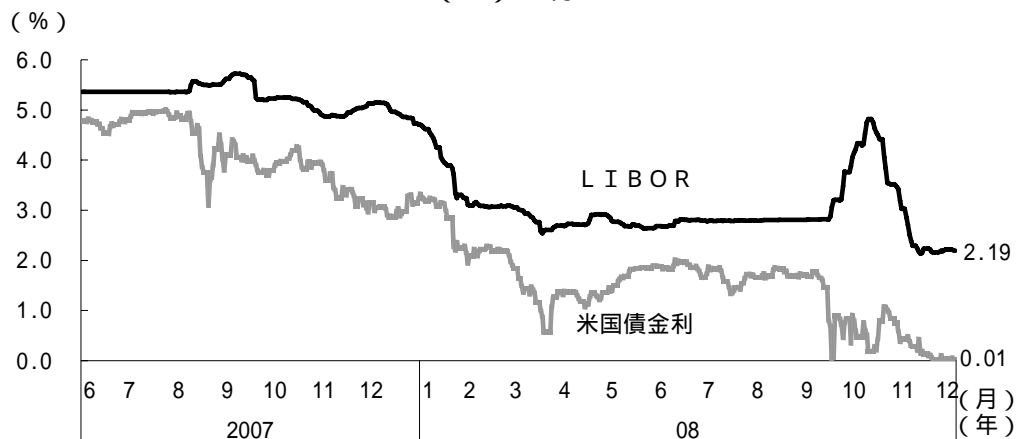


(備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)スプレッドとは、貸付債権のデフォルトに対する保証契約取引(デフォルト・スワップ)の際に、買手が売手に対して支払うプレミアム。

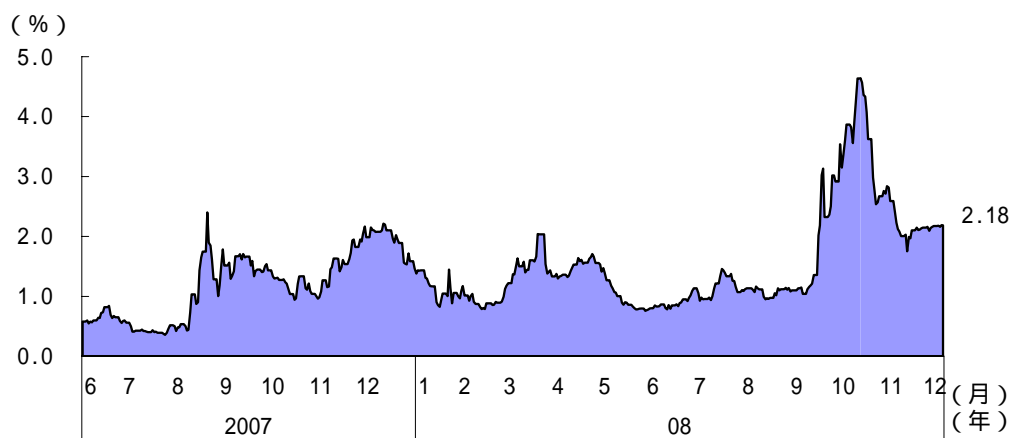
次に、カウンターパーティー・リスクや流動性リスクを表すTEDスプレッド(短期国債金利とロンドン銀行間市場金利(LIBOR)の金利差)の推移をみると、過去には、07年8月のいわゆるパリバ・ショック直後、同年末に資金調達不安が高まった時期、そして、08年3月の大手投資銀行ベア・スターンズの救済買収といった金融市場の混乱が高まりをみせた局面において拡大してきたが、08年7月のGSE経営不安を契機に再度拡大に向かい、9月のリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけに急拡大しているのが

わかる(第1-1-7図)(GSEの経営不安については、コラム1-1参照)。その後、各国中央銀行による流動性供給策等を受けてスプレッドは徐々に縮小に向かったが、依然として、金融市場の混乱が高まった時期の水準で推移している。

第1-1-7図 TEDスプレッドの推移  
(1)金利



(2) TEDスプレッド



(備考) 1. ブルームバーグより作成。

2. ユーロドル・スプレッド(3か月) = LIBORユーロドル金利(3か月) - 米国債3か月物

さらに、アメリカでは一般の家計が預金代わりとして使っているMMF(マネー・マーケット・ファンド)については、リーマン・ブラザーズの破綻を受けて一部のファンドが額面割れしたことを受け、多くのファンドに対して、投資家からの解約が殺到する事態となった。この結果、ファンドによる資産売却やファンドの廃止が相次ぎ、MMFの残高は08年9月中旬に大幅に減少し(第1-1-8図)、MMFからの資金に依存してきたホールセール・



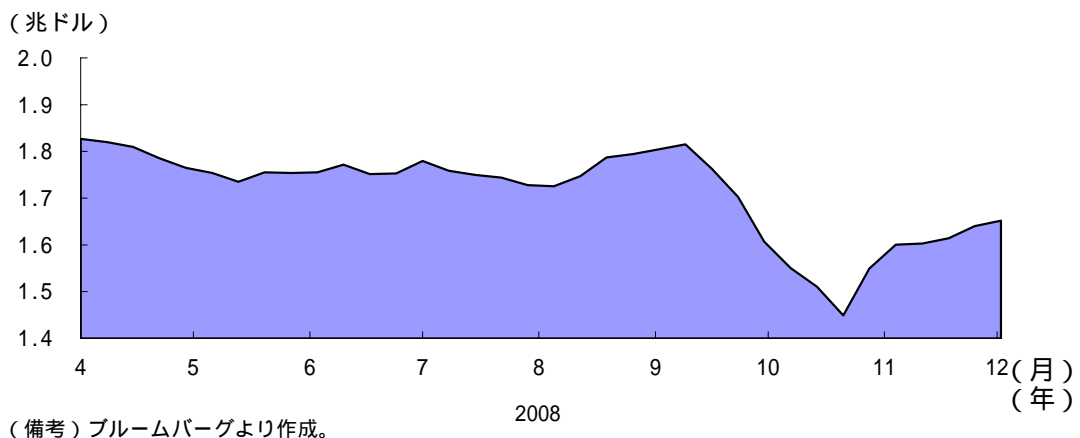
バンクの資金調達にも支障を生じさせた。その後、9月19日にアメリカ政府により、MMFの保険プログラム（後述）が創設されたことにより、MMF残高は増加に向かった。

第1-1-8図 アメリカのMMF残高の推移

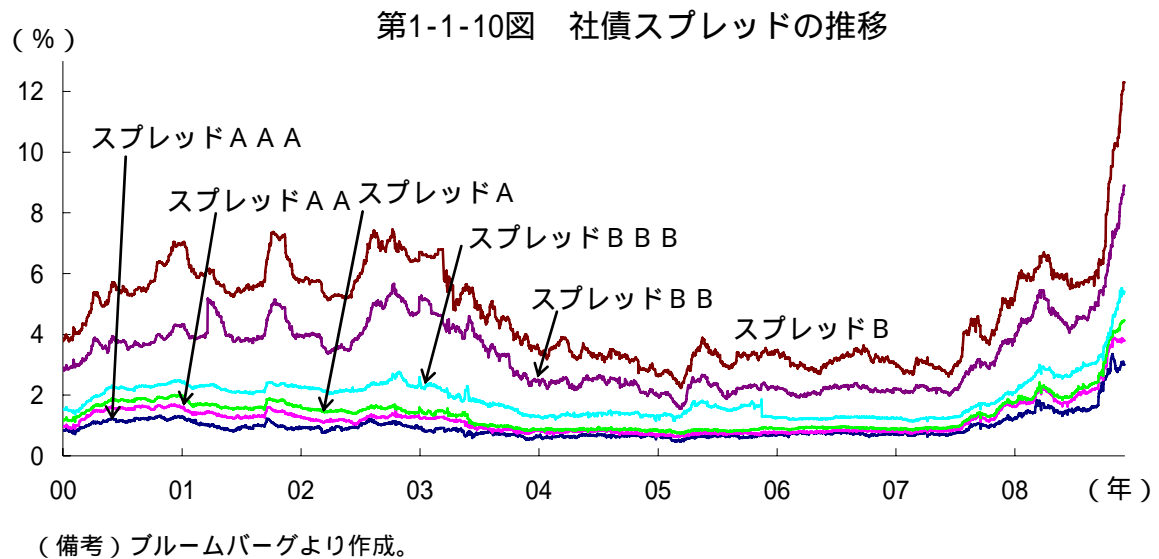


CP（コマーシャル・ペーパー）市場についても、MMFからの資金供給に依存していたこともあり、9月中旬以降、翌日物等極めて短い期間のCPを除いては、新規発行が困難な状態に陥った。CP発行残高の推移をみると、9月中旬以降、FRBによるCPの直接買取制度（後述）が始まる10月下旬まで、残高が減少を続けており、この結果、金融機関だけでなく、事業会社も資金繰りに窮する状態となった（第1-1-9図）。

第1-1-9図 CP発行残高の推移



また、事業会社は、長期資金の市場調達についても厳しい状況が続いている。社債と国債の利回りのスプレッドをみると、とりわけ、格付けの低い社債を中心に、9月中旬以降スプレッドが急速に拡大しており、10月以降もさらにスプレッドが拡大を続けているのが分かる（第1-1-10図）。事業会社は、社債の引受け手を見つけることが困難な状態になっていることに加え、発行できてかなり高いコストを支払うことを余儀なくされている。



このように、アメリカの金融市場においては、財務状況に対する疑念から、金融機関の間で相互の信頼が失われた状態に陥っており、その結果として、金融市場における流動性が著しく低下し、財務状況が健全な金融機関や事業会社も含め、資金調達が困難な状況が続いている。

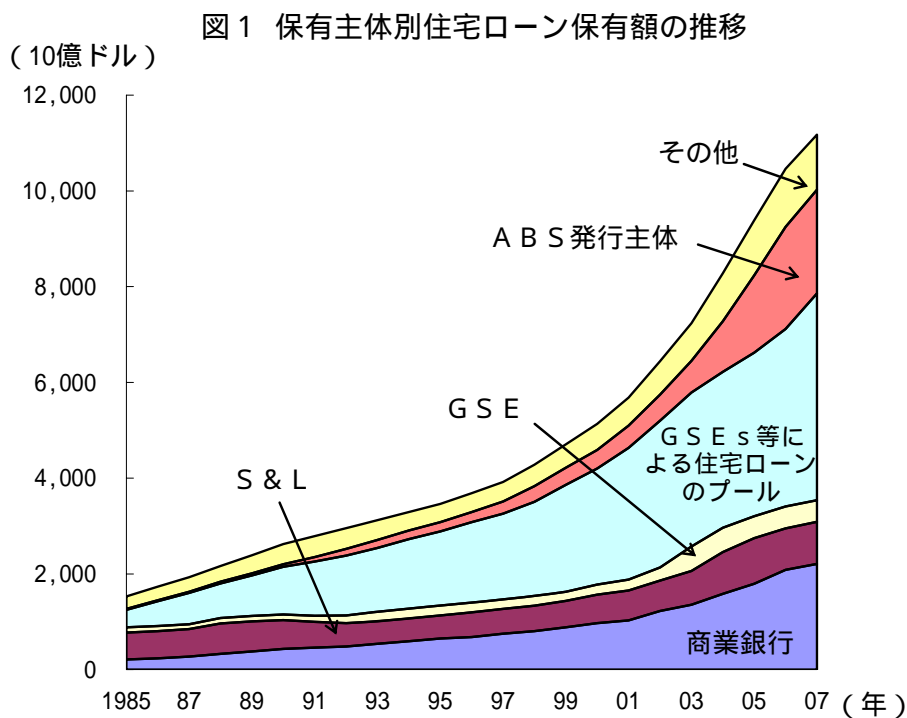
#### コラム 1-1：G S E 問題について

アメリカでは、08年7月以降、それまでくすぶっていたG S E 2社、ファニーメイ（連邦抵当金庫）及びフレディマック（連邦住宅抵当貸付公社）の経営不安が再燃し、アメリカ政府は、最終的に、同年9月7日、2社を一時的に政府の管理下に置くことを発表した。

ファニーメイ及びフレディマックは、主に、住宅ローンの組成者から買い取ったローンをパッケージにして証券化し、保証をつけて流通市場で売却する証券化事業と、自ら住宅ローン関連証券やその他の資産に対する投資を行うポートフォリオ事業の二つの事業を通じて、アメリカの住宅金融市場を支

えてきた。

両社は、それぞれ、70年、88年に民営化され、ニューヨーク証券取引所に上場する民間会社であるが、市場では、「暗黙の政府保証」があるとの認識を持たれてきており<sup>(注1)</sup>、両社は、こうした「暗黙の政府保証」を前提とした高い信用力を背景に、低コストでの資金調達を行ってきた。また、両社については、法定の最低自己資本比率が低い水準に設定されていたことから<sup>(注2)</sup>、90年代後半以降の長期にわたる住宅ブームの中で、両社は高いレバレッジでバランスシートを急速に拡大させてきた。この結果、08年6月時点でGSEやGSE等による住宅ローンのプールが保有する住宅ローン残高の合計は5兆ドル(約460兆円)を超えている(図1)。

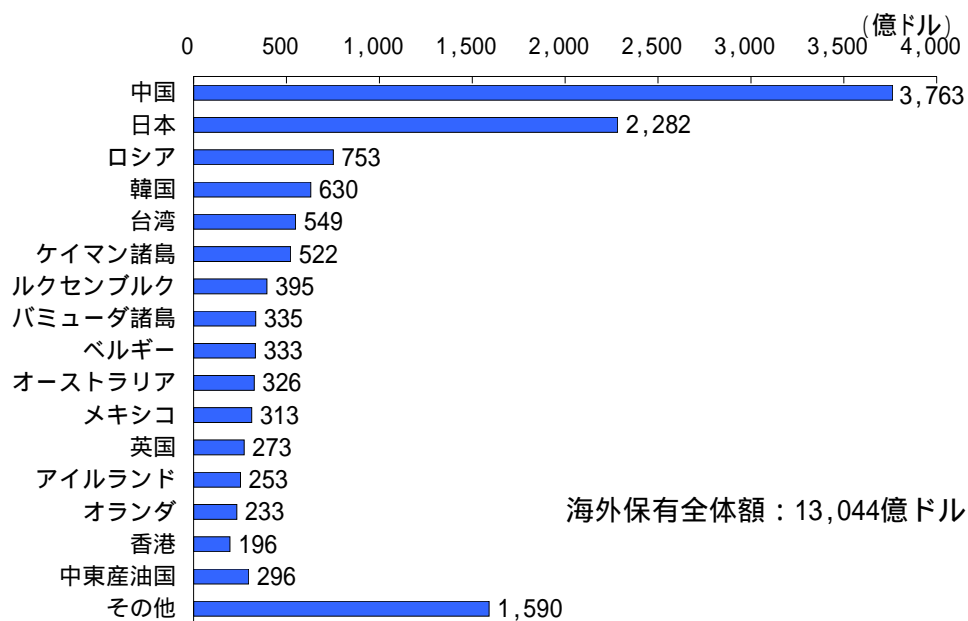


- (備考) 1. FRBより作成。  
2. GSEs等による住宅ローンのプールは、“Agency- and GSE-backed mortgage pools”の資産として保有される住宅ローン額(Home Mortgage)を使用。“Agency- and GSE-backed mortgage pools”には、連邦政府抵当金庫(ジニー・メイ)、連邦住宅抵当公庫(ファニー・メイ)、連邦住宅金融抵当金庫(フレディ・マック)、連邦農業抵当公社及びFarmers Home Administrationの住宅ローンプールが含まれる。  
3. ABS発行主体は、“ABS Issuers”の資産として保有される住宅ローン額を使用。

しかしながら、サブプライム住宅ローン問題に起因する住宅市場の調整の影響が、両社が保証の対象としているプライム層向けの貸出しにも広がり、両社の財務内容に影響を及ぼすようになると、こうした高いレバレッジ、す

なわち資本の不足に対する懸念が高まり、最終的には、単なる「暗黙の政府保証」では、経営不安が解消しない状態となった。また、両社が発行した債券（エージェンシー債）については、中国、日本を始め世界各国の金融機関によっても保有されていたことから（図2）、仮に、両社が破綻すれば、国際金融市場にも多大な影響を及ぼすことが懸念された。こうした状況を受けて、アメリカ政府は、両社に対する「暗黙の政府保証」があるとの認識をもたせるような「あいまいさ」を放置した責任を認め<sup>（注3）</sup>、両社に対する救済策に乗り出すこととなったのである。

図2 各国におけるエージェンシー債の保有額



（備考） 1. アメリカ財務省“Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities”（08年4月）より作成。  
 2. 07年6月末時点の残高。

救済策では、両社を一時的にF H F A（連邦住宅金融庁）の管理下に置くとともに、(1)両社が債務超過にならないよう財務省が、必要に応じて各社最大で1,000億ドル、合計で最大2,000億ドル（約19兆円）の優先株の買取り（資本注入）を実施すること、(2)財務省が流通市場で両社発行の住宅ローン担保証券（MBS）を買い取ること、(3)財務省がGSEに対する信用制度を創設することなどが盛り込まれた。こうした救済策は、両社が金融市場に引き起こすシステム・リスクを回避する観点から必要不可欠なものであるとともに、低迷する住宅金融市場を下支えする上でも一定の効果を

持つものであると考えられる。

しかしながら、今回の救済策では、住宅市場における両社の長期的な役割については、今後に判断を委ねることとされている。G S Eをめぐる問題の本質は、両社が民間企業としての株主の利益最大化と持家政策の推進という公的使命の追求という、相矛盾する目的を抱えてきたことであり、この部分についての解決なくしては、今回の救済策の期限である 09 年末以降、再び同様の困難に陥る可能性がある。今後の G S E の在り方については、様々なオプションが考えられるが、低所得者向けの住宅取得支援等の公的機能を担っていくにしても、一民間会社として、他の民間金融機関と同じ土俵で競争していくにしても、両社の住宅金融市場に占める規模はあまりに大き過ぎると言える。したがって、G S E については、将来的な分割や規模縮小の議論を含め、その在り方についての議論が進められていくと考えられる。

(注 1) 両社の設立法において、財務省による緊急融資枠等が設定されていたことなどが、市場における「暗黙の政府保証」の認識へとつながったと理解されている。

(注 2) バランスシート上の資産に対しては 2.5%、オフバランスの保証債務に対しては 0.45%となっている。

(注 3) ポールソン財務長官は、08 年 9 月 7 日の声明で「これらのあいまいさ ( G S E の債券と G S E 保証の M B S に対して、政府の支援があると受け取られるような設立法におけるあいまいさ ) を創り出したのはアメリカ政府であり、我々は、G S E の債務と住宅ローン担保証券の保有の度合と広がりによって、現在、引き起こされているシステムック・リスクを回避し、最終的に解決する責任を持っている」と述べている。

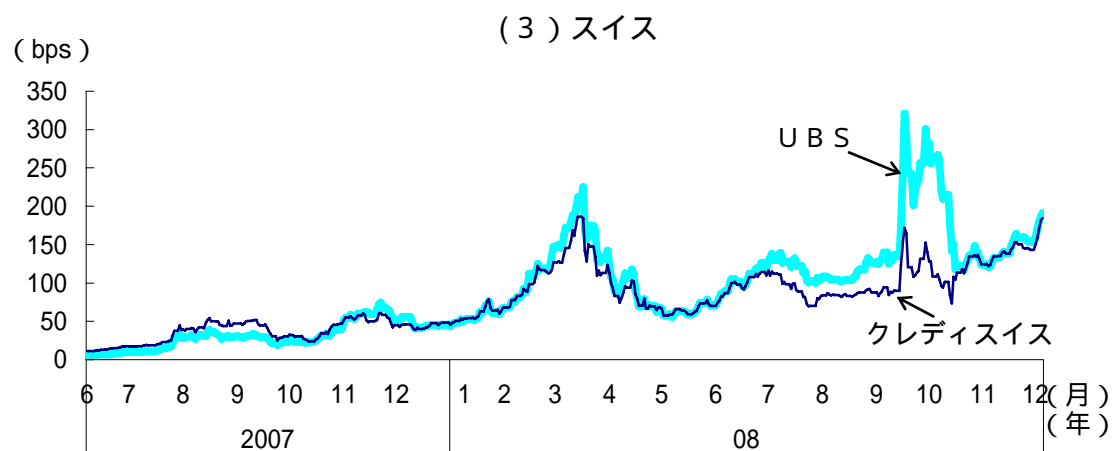
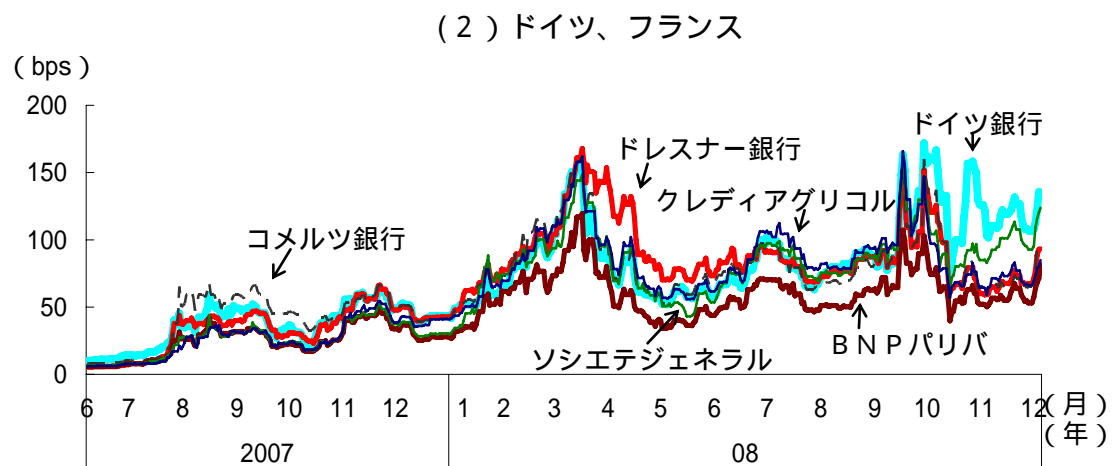
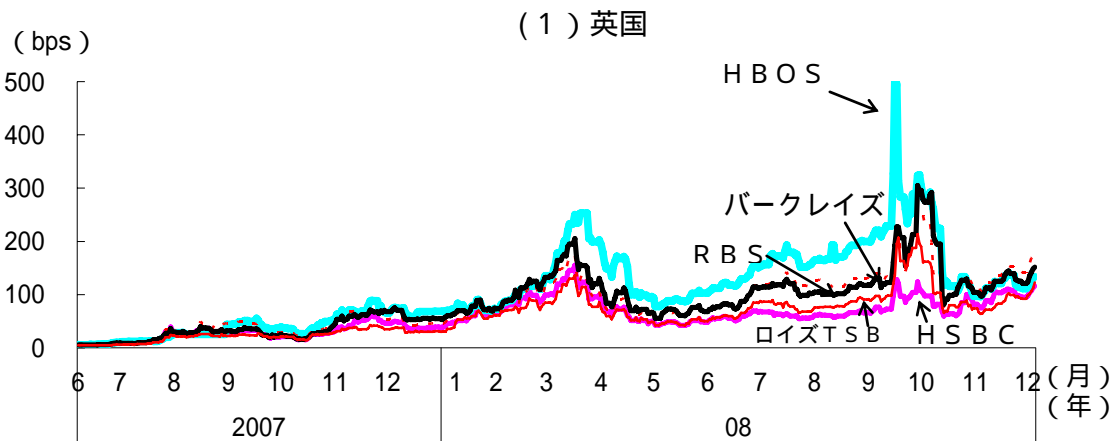
### ヨーロッパにおける金融危機

ヨーロッパにおいては、07 年 8 月のドイツ I K B 産業銀行への支援や 07 年 9 月の英国のノーザンロック銀行における取付け騒ぎ ( その後 08 年 2 月に一時国有化 ) 等にみられるように、早い段階から、アメリカのサブプライム住宅ローン問題の影響を受け、一部金融機関の信用不安や金融市場の混乱が表面化してきた。

08 年 9 月のリーマン・ブラザーズの破綻を契機に更に事態は深刻化し、英国大手銀行 H B O S のロイズ T S B による救済買収、ドイツ政府による大手住宅金融会社ハイポ・リアル・エステートへの支援、フォルティスやデクシアといった複数の国にまたがる金融機関への公的資金注入等、大手金融機

関の経営不安や資金繰り困難の問題が次々と表面化しており、ヨーロッパの金融機関のCDSプレミアムも、経営不安が表面化した金融機関を中心に、9月中旬以降急上昇した（第1-1-11図）。

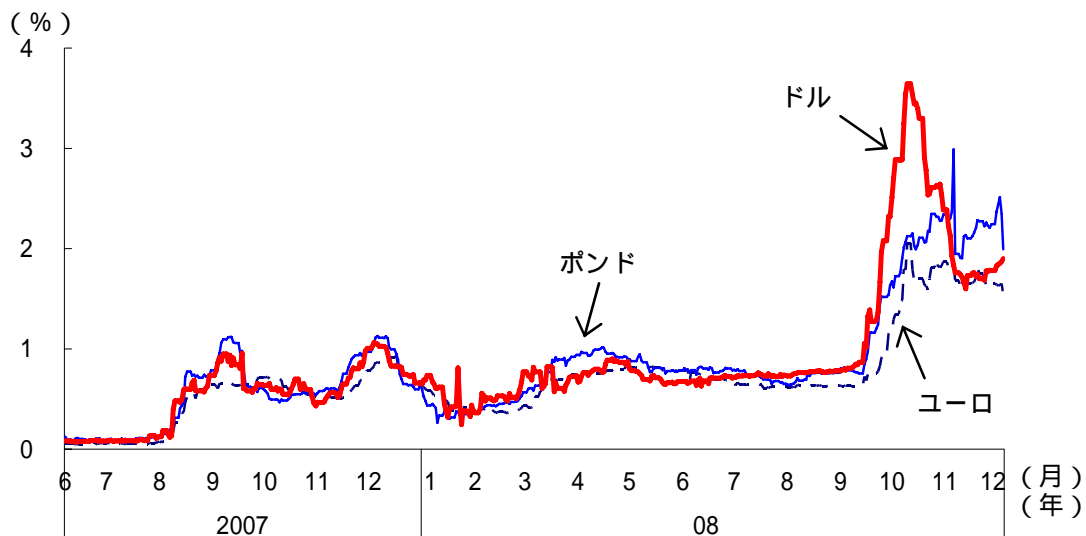
第1-1-11図 ヨーロッパ主要金融機関のCDSプレミアムの推移



(備考) ブルームバーグより作成。

また、LIBOR - OIS スプレッド<sup>2</sup>を通貨別にみても、ユーロ建て、ポンド建てとも、9月中旬に急拡大しており、その後多少スプレッドは縮小したものの、依然として高水準にあるのが分かる（第1-1-12図）。ヨーロッパにおいても、カウンターパーティ・リスクの認識の高まりから、金融機関同士が相互不信に陥っており、短期金融市場においては、中央銀行が唯一の資金の出し手という状況になっている。

第1-1-12図 LIBOR - OIS スプレッド（3ヶ月物）



(備考) 1. ブルームバーグより作成。

2. OIS (Overnight Index Swap) は、一定期間の無担保コール・レート (オーバーナイト物) と固定金利を交換する金利スワップ取引。

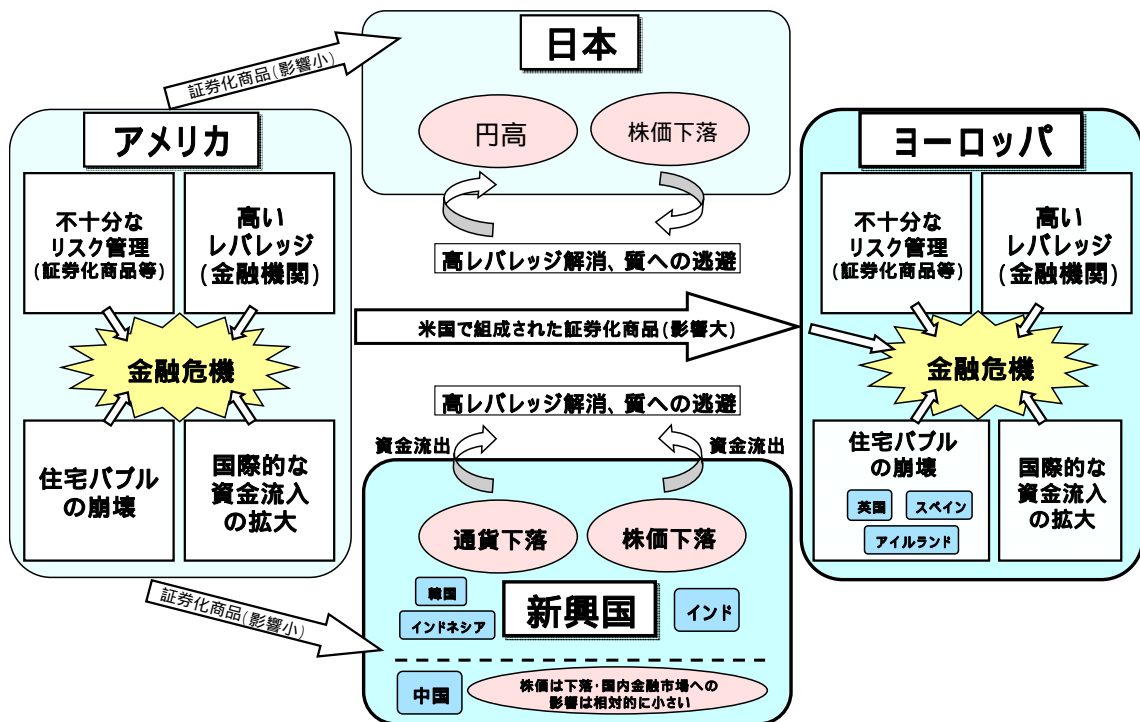
このようにヨーロッパにおいても金融危機が発生した要因としては、ヨーロッパ各国自身が抱えていた問題とアメリカの金融危機の影響という二つに分けて考えることができるが、主に、ヨーロッパ自身の問題によるところが大きい。

ヨーロッパ各国自身が抱えていた問題としては、(1)ヨーロッパの金融機関においても、2000年代に入ってから国際的な資金フローの拡大下において、リスクの適切な管理が行われていなかったこと、(2)アメリカの金融機関以上に高いレバレッジで投資が行われていたことなどから、金融機関の経営構造が資産価格下落に対して脆弱であったこと（第2節参照）、(3)英国、スペイン、アイルランド等においては、住宅バブル崩壊に直面し（第

<sup>2</sup> LIBOR (ロンドン銀行間市場金利) と、翌日物金利と固定金利を交換する金利スワップ取引であるOIS (オーバーナイト・インデックス・スワップ) との金利の差。カウンターパーティ・リスクや流動性リスクの大きさを表している。

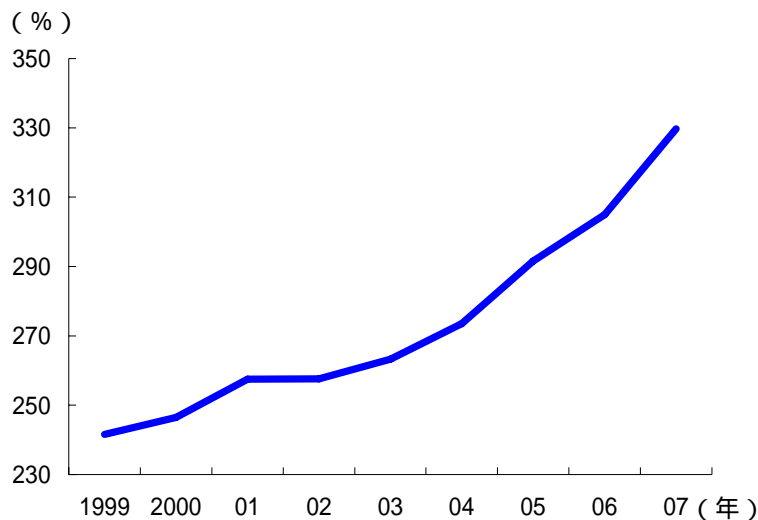
2章参照) 金融機関がその影響を大きく受けたこと(第1-1-13図)などが挙げられる。ユーロ圏の金融機関の総資産残高の推移をみると、99~07年のわずか8年の間に、資産残高のGDP比が、100%以上も高まっていることが分かる(第1-1-14図)。

第1-1-13図 金融危機の波及メカニズム



(備考) 1. 第一次的な影響のみを図示。  
2. 実体経済を通じた影響は除く。

第1-1-14図 ユーロ圏金融機関の資産残高(GDP比)

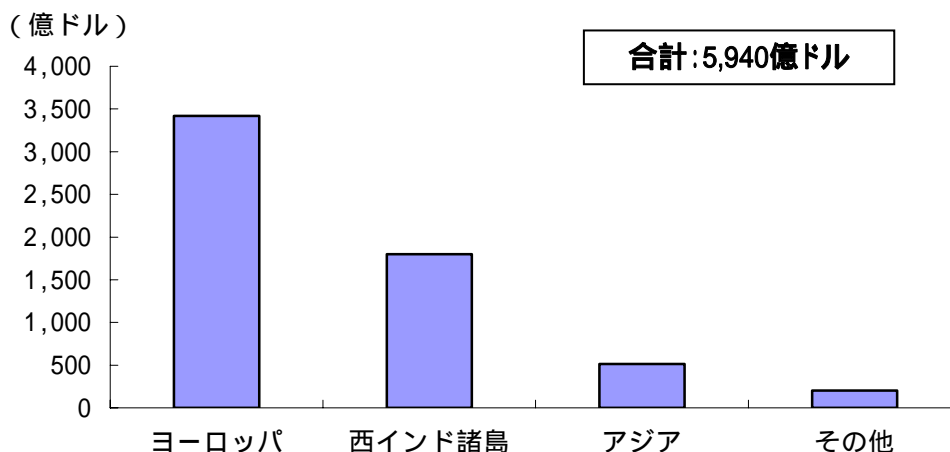


(備考) ECB(欧州中央銀行)より作成。



さらに、ヨーロッパにおける金融危機は、アメリカの危機の影響により、事態が深刻化している面がある。ヨーロッパの金融機関の一部は、アメリカにおいても広く事業活動を行っており、また、アメリカで組成されたMBS等を大量に保有していた。例えば、07年6月時点のアメリカの民間機関発行のMBSの国別保有額をみると、発行残高の約4割が海外の投資家に保有されており、ケイマン諸島といったタックス・ヘイブンを除けば、その大部分はヨーロッパ各国で保有されていたことが分かる（第1-1-15図）。このため、ヨーロッパの金融機関は、サブプライム住宅ローン問題の発生に伴うMBSの価格下落の影響を強く受けることとなった。

第1-1-15図 海外におけるアメリカ民間機関発行MBS保有額



- (備考) 1. 国別保有額は、アメリカ財務省“Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities”より作成。データは、07年6月末日時点。
2. SIFMA（アメリカ証券業金融市場協会）によると、アメリカにおける民間機関発行のMBSの発行残高は、1兆3,225億ドル（07年6月末時点）。
3. 西インド諸島の保有額の大部分は、タックスヘイブンであるケイマン諸島の保有分である。

### 金融危機の影響は新興国にも波及

新興国については、これまで経済が順調に拡大を続けてきていたことに加え、金融機関の資産運用において、価格下落の著しいアメリカのMBS等の保有は少ないとみられていたことから、アメリカ発の金融危機の影響は限定的なものにとどまるとみられていた。

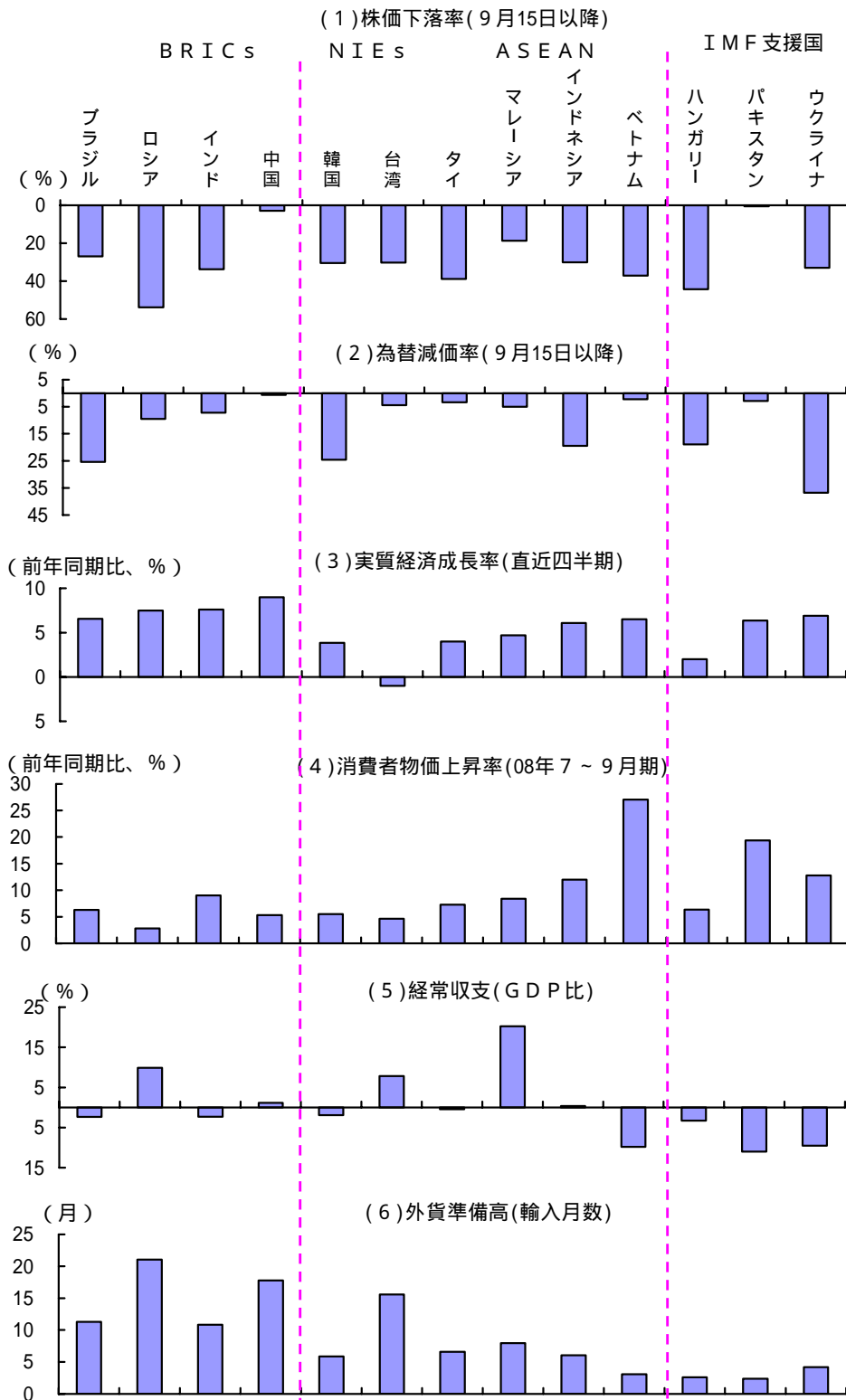
しかしながら、金融機関の活動がグローバル化し、国際金融資本市場の統合が進む中で、欧米を中心とした金融危機の影響は、株価の大幅な下落や通貨の急落という形で、新興国にも広がりを見せている。

9月15日以降の各国の通貨及び株価の下落率をみると、ハンガリー、ウクライナ、パキスタンといったIMFの緊急融資の対象となった国においては、通貨、株価とも大幅に下落しており、その他の国でも、韓国やブラジルにおいては通貨の下落が、ロシアにおいては株価の下落が著しいものとなっている。

このような株価及び通貨の下落の背景を理解するポイントとしては、「質へ逃避」と「レバレッジの解消」の二つがある。金融危機の影響を受けて、欧米の金融機関の投資行動はリスク回避的になっており、相対的にリスクの高い新興国の株式等から、先進国の国債等の安全資産へと「質への逃避」を行う動きが広がっている。また、欧米の金融機関やヘッジファンドは、高レバレッジを解消する観点から、新興国における保有資産についても規模を圧縮しているとみられる。こうした欧米の金融機関の動きは、これまで新興国の活発な金融市場を支えてきた資金の流れを逆転させ、株価や通貨の下落をもたらしたと考えられる。

しかしながら、こうした株価及び通貨下落といった金融危機の影響については、国ごとに大きな違いがみられるのも事実である。そこで、金融危機の影響を大きく受けている国とそうでない国について、経済のファンダメンタルズを比較してみると、影響が大きい国においては、経常収支の赤字や高い物価上昇率等、経済のファンダメンタルズに弱さがみられる傾向にある。とりわけ、IMFの緊急融資の対象となった3か国においては、経常収支が大幅な赤字であり、また、外貨準備の輸入額に対する比率も小さくなっていることから、対外的なファイナンスに対する懸念の高まりが、大幅な資金流出をもたらしたことが分かる（第1-1-16図）。

第1-1-16図 新興国への金融危機の影響とファンダメンタルズ



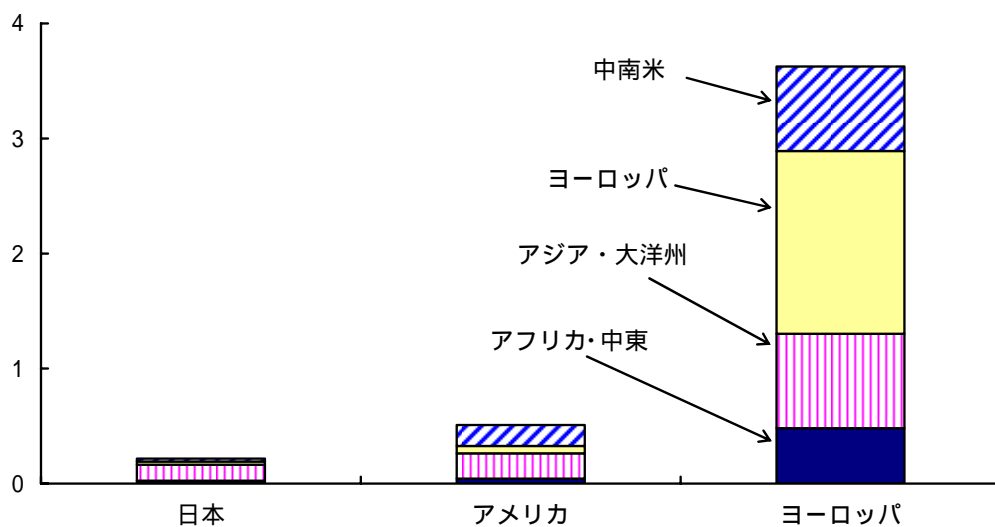
- (備考) 1. ブルームバーグ、IMF “International Financial Statistics”、各国統計より作成。  
 2. (1)及び(2)については、08年12月5日時点の下落率(中国及び韓国の株価は9月12日以降の下落率)。  
 3. (3)は08年7~9月期の実質経済成長率(前年比)。ただし、ブラジル、ロシア及びハンガリーは08年4~6月期(同)、パキスタンは07年、ウクライナは08年1~9月期(同)。  
 4. (4)のパキスタンは、08年4~6月期。ウクライナは、07年。  
 5. (5)は、08年1~6月期または1~9月期の経常収支を暦年化。07年の名目GDP比。  
 6. (6)は、ブラジル、中国、タイ、マレーシア、インドネシアは9月、インド、韓国、台湾は10月、ベトナムは6月、ハンガリー、パキスタン、ウクライナは7月時点。

また、9月中旬以降起こっている資金の流出は、これまで流入してきた資金の逆流であることから、これまでの資金流入が大きかった国、特に、足の速いポートフォリオ資金の流入が大きかった国ほど、影響が大きくなっている可能性がある。

その際、資金流入における外国銀行への依存度も重要な要素となっている可能性がある。例えば、為替・株価の下落幅が相対的に大きい韓国では、04年後半以降、外国銀行支店を通じた海外からの短期資金の流入が拡大したが、こうした外国銀行への依存度の高まりにより、韓国の金融市場は、欧米金融機関におけるレバレッジ解消の影響を受けやすい構造になっている可能性がある（コラム2-3参照）。

また、日米欧の金融機関の貸出残高をみると、とりわけヨーロッパの金融機関については、新興国向けの貸出残高が非常に大きくなっていることから（第1-1-17図）、今後、新興国においては、ヨーロッパの金融機関のレバレッジ解消の影響が強く出てくる可能性があると考えられる。

第1-1-17図 日米欧の銀行の新興国・途上国への対外銀行貸出残高（08年6月末）  
（兆ドル）



（備考）国際決済銀行（B I S）より作成。

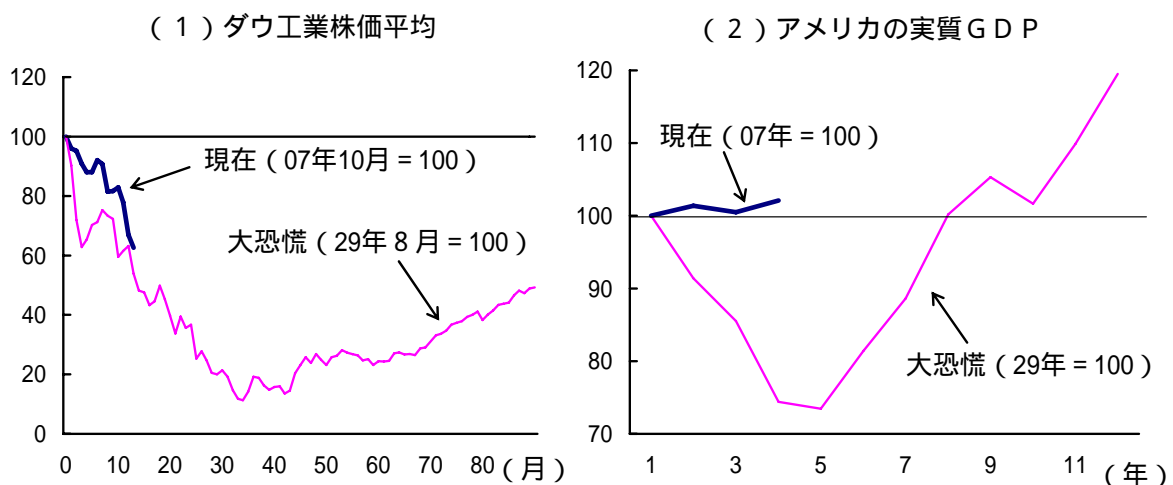
### 今回の危機の特徴

今回の世界金融危機については、「100年に1回あるかないか」とも言われるほど、危機の大きさやその影響を懸念する声が高まっている。そこで、この100年間における最大の金融危機と考えられる世界大恐慌と、今回の危

機における経済指標を、以下簡潔に比較してみることにする。

世界大恐慌は、1929年10月のアメリカの株価の大暴落をきっかけとして、世界中の資本主義国に波及し、その後3年余りにわたり、实体经济及び金融に大きな影響を与えた。アメリカでは、株価は、ピーク時から10分の1程度にまで下落するとともに、銀行の倒産が急増し、1933年には4,000行余りの銀行が倒産するなど<sup>3</sup>、金融部門は大きな打撃を受けた。また、实体经济についても、GDPが実質で3割弱縮小するとともに、失業率が25%にまで上昇するなど、大きな落ち込みをみせた（第1-1-18図）。これに対し、今回の危機においては、株価下落のスピードは、同様の速さであるが、下落率は現時点ではまだ4割程度にとどまっている。また、实体经济については、09年はマイナス成長となる見通しであるが、各国の政策努力もあり、今のところ、大恐慌時のような大幅な経済の縮小を予想するところはほとんどみられない。

第1-1-18図 金融危機の規模の比較



- (備考) 1. ブルームバーグ、アメリカ商務省より作成。  
2. 現在の実質経済成長率について、08～10年は、07年の実質経済成長率を100として、OECD "Economic Outlook 84" (08年11月) による成長率見通しで伸ばしている。  
3. 株価については、それぞれのピークを100として推計。

しかしながら、今回の危機については、これまでの危機と違い、以下のような特徴があることから、株価の下落や实体经济の収縮といった指標だけでは、単純に比較できないのも事実である。

<sup>3</sup> Walter (2005)によると、当時は銀行数も多く、最も数が多かった1921年には、31,000あまりの銀行があったことが示されている。

今回の危機の特徴の第一としては、グローバルな危機という点である。金融機関のグローバルな活動により、各国の国際金融市場の相互連関はますます強まっており、アメリカ発の金融市場の混乱は、アメリカにとどまらず、まずはヨーロッパに、そしてアジアを始めとする新興国へと波及している。これまでも 98 年のロング・ターム・キャピタル・マネージメントの経営危機後に、アメリカにおける株価下落が世界的な株価の下落につながる局面があったが、こうした傾向はますます強まっていると言える。

第二に、危機の進行や波及のスピードが速いことである。今回の危機の過程においては、9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻以降、市場を通じて、危機が瞬く間に伝ばし、各国で経営危機に陥る金融機関が次々と現れるとともに、各国の短期金融市場は機能停止状態に陥った。こうした市場を通じた危機の波及の速さが、これまでの金融危機との大きな違いであると言える。

第三に、証券化により危機のプロセスが複雑なものとなっていることである。今回の危機では、住宅ローン担保証券や更にそれらを証券化した C D O (債務担保証券)、さらには、企業や金融機関のデフォルト・リスクを売買するデリバティブ商品である C D S 等の商品を様々な金融機関が広く保有し、誰がどの程度のリスクを抱えているかが分かりにくくなっており、それが金融機関間の相互不信を通じて、危機を深刻なものにしている。この点は、80年代のアメリカの S & L 危機や日本のバブル崩壊後の経験において、不良債権が不動産関係にほぼ限定され、また、関係者も明確であったのとは大きく異なる点である。

他方で、今回の金融危機に際しては、以下にみるように、各国において速やかに政策対応が行われるとともに、国際協調の枠組みが早期に構築されており、こうした対応の速さや国際協調も大きな違いと言える。

## 2. これまでの政策対応とその効果

### 国際協調と金融サミットの開催

金融危機の発生を受けて、各国政府・中央銀行は、危機の拡大と実体経済への影響を食い止めるため、緊急的な対応を進めてきた。また、国際的には、中央銀行の協調による資金供給や、08年10月10日のG7における金融市

場安定化のための行動計画の策定（第 1-1-19 表）等、世界金融危機に対し協調して対処する姿勢が打ち出された。

第1-1-19表 7 か国財務大臣・中央銀行総裁の行動計画

**G 7 は本日、現下の状況は緊急かつ例外的な行動を必要としていることに同意する。我々は、世界経済の成長を支えるため、金融市場を安定化させ、信用の流れを回復するために共同して作業を続けることにコミットする。我々は、以下のことに同意する。**

1. システム上の重要性を有する金融機関を支援し、その破綻を避けるため、断固たるアクションを取り、あらゆる利用可能な手段を活用する。
2. 信用市場及び短期金融市場の機能を回復し、銀行及びその他の金融機関が流動性と調達資金に広汎なアクセスを有していることを確保するため、すべての必要な手段を講じる。
3. 銀行やその他の主要な金融仲介機関が、信託を再構築し、家計や企業への貸出しを継続することを可能にするに十分な量で、必要に応じ、公的資金、そして民間資金の双方により資本を増強することができるよう確保する。
4. 預金者がその預金の安全に対する信託を引き続き保つことができるよう、各国それぞれの預金保険・保証プログラムが、頑健であり一貫していることを確保する。
5. 必要に応じ、モーゲージその他の証券化商品の流通市場を再開させるための行動をとる。資産の正確な評価と透明性の高い開示、及び質の高い会計基準の一貫した実施が必要である。

これらの行動は、納税者を保護し、他国に潜在的な悪影響を与えないような方法で行われるべきである。我々は、必要かつ適切な場合には、マクロ経済政策上の手段を活用する。我々は、今回の混乱により影響を受ける国々を支援する上で I M F が果たす決定的に重要な役割を強く支持する。我々は、金融安定化フォーラムの提言の完全な実施を加速し、金融システムの改革の差し迫った必要性にコミットする。我々は、この計画を完遂するため、協力を一層強化し、他の国々と協働する。

（備考）財務省ホームページによる。

さらに 08 年 11 月 14、15 日には、アメリカのワシントン D . C . において「金融・世界経済に関する首脳会合」(いわゆる金融サミット)が開催され、ブッシュ・アメリカ大統領が議長を務め 20 か国及び国際機関<sup>4</sup>が参加した。

本会合においては、今回の金融危機発生の原因、各国の採ってきた対応策と今後採るべき措置に加え、危機の再発防止に向けた改革の基本原則及び優先すべき事項等について議論が行われた。我が国からは、1990 年代の我が国のバブル崩壊に伴う経験と教訓(コラム 1-2 参照)に基づき、危機克服のための処方せんを示すとともに、I M F の役割の強化と増資を始め幅広い提案を行った。こうした議論の成果は、「金融・世界経済に関する首脳会合宣言」(以下、「首脳宣言」)として発出された。

<sup>4</sup> 金融サミットに参加した国々及び国際機関は以下のとおり。

参加国：G 7 (日本、アメリカ、英国、ドイツ、フランス、イタリア、カナダ)、アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、中国、インド、インドネシア、メキシコ、韓国、ロシア、サウジアラビア、南アフリカ、トルコ、欧州連合(欧州委員会、オランダ、スペイン)

参加機関：国際連合、国際通貨基金、世界銀行、金融安定化フォーラム

なお、オランダ及びスペインは、欧州理事会議長国であるフランスが参加を招請したものである。

## コラム 1-2：90年代の我が国の経験と教訓

我が国経済は、90年代から2000年代初めに、バブル崩壊とその後の危機対応・再生過程を経験した。その過程で金融機関の不良債権買取や資本注入、破綻処理等、預金保険機構を通じて投入した金額は47兆円に上り、うち約32兆円は回収し、約10兆円が国民負担として確定している（08年9月末時点）（表1）。また、中小企業への特別信用保証や産業再生機構の設立等も行った（図2）。

表1 我が国の金融危機時の主な対応策

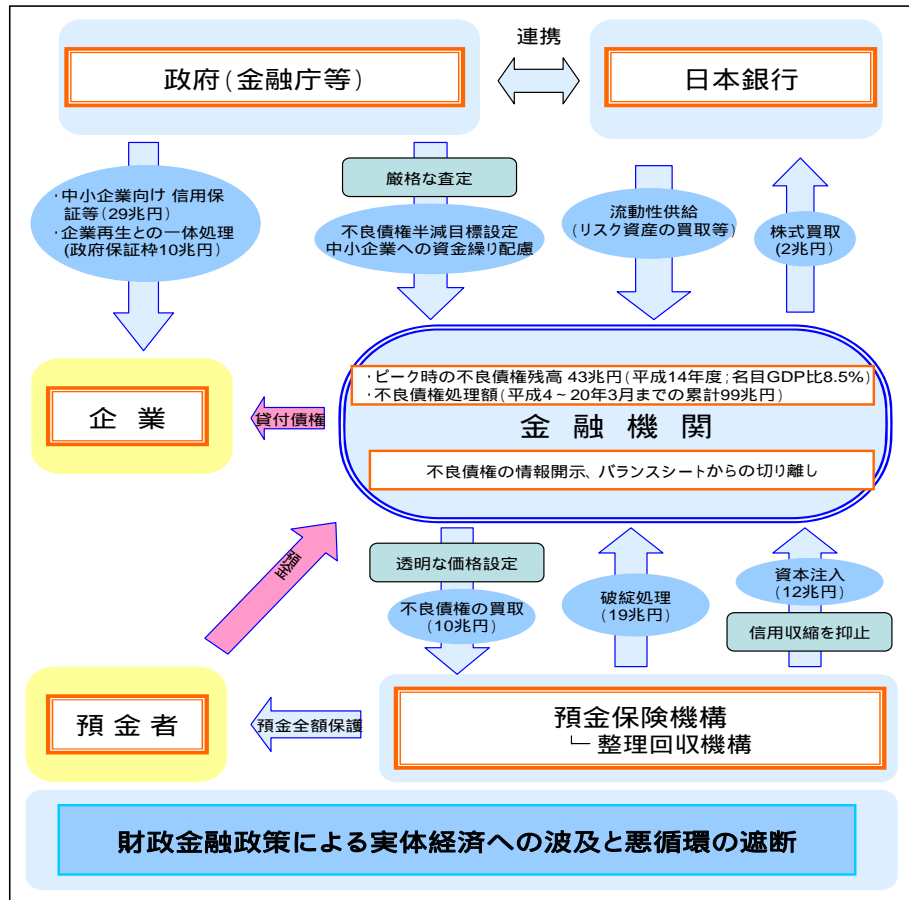
（08年9月末；億円）

	投入実績等	回収等累計額等
預金保険機構による投入	470,603	318,179
不良債権買取*	97,759	95,960
資本注入	124,274	105,392
破綻処理（預金保護等）	188,677	68,239
その他（銀行国有化等）*	59,893	48,587
日本銀行による株式買取	20,180	
小計	490,783	318,179
中小企業への特別信用保証	289,436	
産業再生機構への政府保証	100,000	
合計	880,219	

- （備考）1. 経済財政諮問会議（08年10月31日）資料より。また、\*印は08年3月末のデータ。  
 2. ピーク時の不良債権残高（全国銀行、金融再生法開示債権、02年3月末）・・・432,070億円（02年度名目GDP比8.5%）  
 不良債権処理額（全国銀行、92～08年3月末までの累計）・・・989,526億円  
 3. 預金保険機構による投入の財源は、金融機関から徴収した預金保険料、政府保証を付した機構の借入・債券発行及び交付国債（「4.」参照）。  
 4. 破綻処理の回収累計額等は機構が08年3月末までに金融機関から徴収した預金保険料。  
 なお、104,326億円について交付国債（13兆円）の償還により手当て（国民負担として確定）。  
 5. 中小企業への特別信用保証は保証実績。98年に20兆円、99年にさらに10兆円の保証枠を設定。  
 枠設定に当たり、1兆4,500億円を国費負担。  
 6. 産業再生機構への政府保証は保証枠。国費投入額はゼロ。06年4月に政府保証枠は3兆円に減額。



図2 日本の経験 - バブル崩壊後の危機対応



(備考) 経済財政諮問会議 (08年10月31日) 資料より。

現在の金融危機は、幾つかの点、例えば、証券化商品など複雑な金融商品が不良資産化していること、危機がグローバルに広がっていることなどの点で、当時の我が国とは異なるが、銀行破綻を伴う金融危機であるなど類似する面もある。こうした問題意識から、08年10月31日に開催された経済財政諮問会議では、日本の経験から得られる金融危機への教訓が取り上げられた。

当面の危機対応では、不良資産の評価と買取、資本注入、流動性供給、預金保護等の重要性が挙げられる。特に、我が国の経験では、不良資産の査定を迅速に行い、直接償却や、市場や買入機関への売却により早期に金融機関のバランスシートから切り離すことは、金融の正常化に向けた重要なステップであった。この点は、不良資産を含めた財務状況に対する疑念から取引相手への信頼が失われ、金融市場が機能不全に陥っている欧米の現状にかんがみると、重要な教訓であると考えられる。また、状況に応じて経営責任を明

確化した上で、納税者の理解が得られる形で公的資金による資本注入を行った経験も、今回の金融危機対応において活かされるべき重要なポイントである。

また、金融危機後の景気後退では、景気後退による不良資産の増大が金融部門の更なる不安定化を招き、それが貸し渋り等を通じて更なる景気悪化につながるといふ悪循環に陥りやすい。このため、こうした金融危機と実体経済悪化の悪循環を食い止めるため、財政政策、金融政策をできる限り活用することも、我が国の経験から得られる重要な点である。

08年11月14、15日の金融サミットにおいては、麻生内閣総理大臣から、我が国の経験を踏まえ、短期的な対応として、不良債権の徹底かつ早期の開示、金融機関に対する公的資金による資本増強、マクロ経済政策により実体経済を支えることの重要性を強調し、具体的な提案を行った。「首脳宣言」にもそれが反映されている。

「首脳宣言」では、金融システムを安定化させるため、「必要なあらゆる追加措置」を採ることで合意した。また、会合では、景気後退懸念から財政、金融政策による景気刺激策が必要との意見が多く、首脳から表明され、「首脳宣言」においては、適切と判断される場合には金融政策による下支えが重要であること、財政についても、財政の持続可能性を確保する政策枠組みを維持しつつ、状況に応じ、内需刺激のための即効的な財政措置を行うことを確認している。

さらに、世界大恐慌の苦い経験を踏まえ、保護主義に対抗することの重要性が強調され、「首脳宣言」においては、「今後12か月の間に、我々は投資あるいは物品及びサービスの貿易に対する新たな障壁を設けず、新たな輸出制限を課さず、世界貿易機関(WTO)と整合的でない輸出刺激策を採らない」ことに合意した。また、WTOドーハ・ラウンドの交渉加速についても重要性を確認した。

今回の金融サミットは、世界金融危機に際し、世界のGDPの7割以上を構成する国々の首脳が一同に会し、危機の根本的な原因や解決すべき問題点について認識を共有し、協調して取り組む必要性を確認したという点で非常に意義深いものと考えられる。また、自由貿易体制の維持を確認し、危機の再発防止に向けた行動計画や国際機関の機能・資金基盤の強化等についても

合意がなされたことも、重要な点である。なお、次回の金融サミットは、今回の合意の実施についてレビューするため、09年4月2日にロンドンで開催されることになっている。

### 各国における金融システム強化策

各国では、こうした国際的な取組と歩調を合わせつつ、金融市場安定化に向けて、様々な取組が行われているが、以下では、これを(1)金融機関のバランスシート改善のための措置、(2)金融市場の流動性回復のための措置、(3)預金者等の保護のための措置に分けてみていく(第1-1-20表)。

第1-1-20表 欧米の主な金融危機対応策

	1. 資本注入	2. 不良債権買取	3. 流動性供給	4. 政府保証	5. 預金保護	6. その他
アメリカ	「緊急経済安定化法」に基づき、総額2,500億ドル(約25兆円)の資本注入実施を発表。 その他、08年11月10日には、同法に基づき、大手保険会社AIGへの400億ドルの資本注入を発表	「緊急経済安定化法」に基づき、買取の実施を規定。 08年11月12日、ポールソン財務長官は、資本注入を優先し、当面不良債権買取を行わないことを表明。	FRBによるCP買取制度、CPを買い取る金融機関等への融資制度を創設。 FRBが消費者・中小企業向けローンを担保とするABSの保有者に対して貸付を行う制度を創設。	「緊急経済安定化法」において金融機関の不良資産に対する保険プログラムの実施を規定。 金融機関が新規に発行する債務を保証。	預金保護の上限を10万ドル(約930万円)から25万ドル(約2,300万円)に引上げ。	FRBによるGSE債及びGSE保証(MBS)買取プログラムを創設。
ドイツ	「金融安定化法」に基づき、800億ユーロ(約9.5兆円)の資本注入枠を確保。 バイエルン州立銀行、コムルツ銀行、ヒポ・リアルエステート等が注入を申請。	必要があれば不良資産の買取も可能。	各国中央銀行の協調によるドル資金供給を実施。	銀行間融資に対する政府保証として4,000億ユーロ(約47兆円)を抛出すると発表。	預金の全額保護を発表。 現行は2万ユーロ(約236万円)。	各国中央銀行が協調利下げを実施。 財政政策による下支え。
フランス	総額400億ユーロ(約4.7兆円)の資本注入枠を設けたことを発表。 大手金融機関6行に対して総額105億ユーロ(約1.2兆円)の資本注入を行うことを発表。			銀行間取引の保証として3,200億ユーロ(約38兆円)の枠を創設。	変更なし。 現行は、7万ユーロ(約830万円)。	
英国	総額500億ポンド(約6.8兆円)の資本注入策を発表。 大手金融機関3行に対して総額370億ポンド(約5兆円)の資本注入を行うことを発表。			金融機関が新規に発行する債務に対し、2,500億ポンド(約34兆円)の保証をつけることを発表。	預金保護の上限を3万5千ポンド(約480万円)から5万ポンド(約680万円)に引上げ。	

(備考) 1. 各国政府、中央銀行等各種資料により作成。  
2. 08年12月5日時点までに実施または決定された対応策について記述している。

### 金融機関のバランスシート改善のための措置

金融機関のバランスシート改善の措置としては、金融機関の不良債権をバランスシートから切り離すための不良債権の買取りと金融機関の資本増強

のための資本注入が車の両輪と考えられるが、これまでのところ資本注入が先行して実施されている。

#### (i) 金融機関からの不良債権の買取り

今回の金融危機の過程では、証券化商品の価格の下落等に伴い、欧米の金融機関は既に多額の損失を被っており、また、証券化商品については今後の価格動向が不透明であり、損失額の見込みが立ちにくいことが、金融機関間の相互不信の原因ともなっている。したがって、不良債権については、市場価格を重視した透明な基準に基づく査定をできるだけ迅速に行い、正しい数値情報を早期開示するとともに、市場や買入機関への売却により可能な限り早期に金融機関のバランスシートから切り離すことが重要である。

こうした観点から、アメリカでは、08年10月に成立した「緊急経済安定化法」に、最大7,000億ドル(約65兆円)を用いて、金融機関から不良債権を買い取るプログラム(TARP: Troubled Asset Relief Program)が盛り込まれた<sup>5</sup>(第1-1-21表)。しかしながら、08年11月12日のポールソン財務長官の声明において、7,000億ドルのうち、現時点で使用可能となっている3,500億ドルの用途については、当面、金融機関への資本注入を優先するという方針が示され、不良債権の買取りについては当面先送りされることとなった<sup>6</sup>。

他方、08年11月のAIGへの追加支援策においては、FRBにより、AIGが保有する不良資産の買取りを支援するためのファシリティが、TARPとは別に創設されている。このファシリティでは、AIGの住宅ローン担保証券(RMBS)及び債務担保証券(CDO)を買い取る有限責任会社(LLC)に対して、ニューヨーク連邦準備銀行が融資を行い、それを通じて支援することとされた<sup>7</sup>。

なお、ヨーロッパでは、ドイツにおいて、10月に成立した「金融安定化

---

<sup>5</sup> 緊急経済安定化法では、買取対象資産は、「住宅用もしくは商業用不動産ローン及びその関連証券」とされている一方、財務長官は、金融市場の安定のために必要と判断される場合には、FRB議長と協議の上、その他の資産を買い取ることができるとされており、実際には、財務長官には、優先株の買取りを始め、広範な権限が与えられていると理解されている。

<sup>6</sup> このほか、アメリカでは、緊急経済安定化法において、金融機関の不良資産に対する保険プログラムが盛り込まれたが、こちらも実施に至っていない。

<sup>7</sup> 08年11月の大手商業銀行シティ・グループへの追加支援においては、財務省及び連邦預金保険公社(FDIC)が、同行の保有資産3,060億ドル(約28兆円)に対して、政府保証を提供することとされ、これにより、不良資産の買取りとは別の形で、資産の最大損失額が確定することとなった。

法」において、必要があれば不良資産の買取りができることとされたが、同法を活用して買取りを実施するという動きは現在のところみられない。

第1-1-21表 緊急経済安定化法（2008年10月3日成立）の概要  
（Emergency Economic Stabilization Act of 2008）

**1. 不良資産の買取**

- ・金融機関が保有する不良資産買取プログラム（TARP：Troubled Asset Relief Program）を創設。
- ・主な買取資産は、08年3月14日以前に組成又は発行された住宅・商業用不動産ローン及びその関連証券。

**2. 買取権限の規模**

- ・財務省に、7,000億ドルのTARP実施のための権限を付与。
- ・財務省は、直ちに2,500億ドルまで支出、大統領の判断により1,000億ドルの追加支出が可能。残りの3,500億ドルは、議会が不承認の決議をしない限り支出可能。

**3. 不良債権に対する保険の創設**

- ・財務省は、金融機関の不良資産に対する保証を行うためのプログラムを創設。

**4. 権限の終了**

- ・資産の買取り及び保証のための権限は、09年12月31日まで。ただし、議会の承認により1年間延長が可能。

**5. 監督機関の設置**

- ・本法の権限執行に関するレビューと勧告を行うため、FRB議長等で構成する監督機関（Financial Stability Oversight Board）を設置。

**6. 経営者報酬の制限**

- ・財務省が直接資産を購入する金融機関は、インセンティブ報酬、報酬返還、退職金等の経営者報酬基準を遵守。

**7. 納税者への利益還元**

- ・株価上昇を納税者に還元するため、財務省は、TARP参加の金融機関からワラント（新株引受権）を受け取る。

**8. 預金保険の補償範囲の一時的な引上げ**

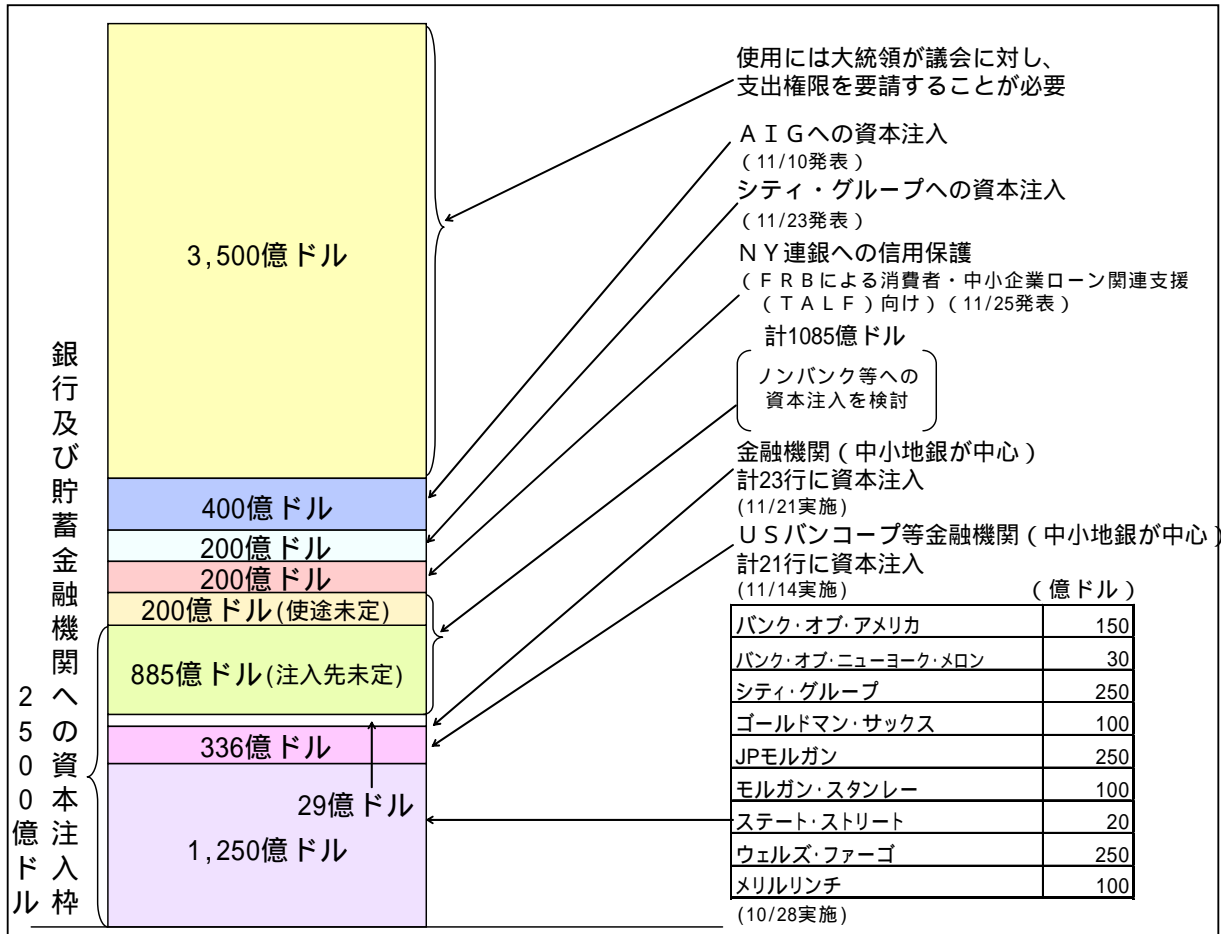
- ・2009年12月31日まで、預金保険公社（FDIC）等の預金保険の上限額を10万ドルから25万ドルに引き上げ。

（ ）金融機関への資本注入

今回の危機の過程においては、欧米の金融機関は、証券化商品等に係る損失により、自己資本を著しく毀損してきており、このことも信用不安の元となっている。こうした状況に対し、金融機関の側でも増資等の資本増強努力をしてきたが、現在の金融環境下では、金融機関による自力の増資努力にも限界がある。

こうした観点から、アメリカでは、08年10月に緊急経済安定化法に基づき、銀行及び貯蓄金融機関等向けに総額2,500億ドル（約23兆円）の資本注入を実施することが発表され、12月5日時点までに、主要銀行9行を含む53行に対し、優先株の取得により、1,615億ドル（約15兆円）が注入された。このほか、AIGに対して400億ドルの資本注入が実施されるとともに、シティ・グループに対して追加的に200億ドルの注入を行うこととされている（第1-1-22図）。

第1-1-22図 TARP資金の使途



(備考) アメリカ財務省報道発表資料より作成。

また、ヨーロッパにおいても、ドイツで、金融安定化法に基づき 800 億ユーロ (9.5 兆円) の資本注入枠が確保され、これまで 5 行が資本注入の申請をしており、フランスでも 400 億ユーロ (約 4.7 兆円) の注入枠が設定され、既に大手金融機関 6 行に対し 105 億ユーロ (約 1.2 兆円) の資本注入が実施された。英国でも、総額 500 億ポンド (約 6.8 兆円) の資本注入枠が発表され、大手金融機関 3 行に対し総額 370 億ポンド (約 5.1 兆円) が注入されるなど、各国で取組が進められている。

こうした資本注入は、注入を受けた個々の金融機関の財務状況に対する懸念を軽減するだけでなく、金融市場全体の混乱を沈静化させる上で、一定の効果を持ったものと考えられる<sup>8</sup>。

<sup>8</sup> 他方、資本注入により 1 株当たりの利益は薄まることから、株価下落要因となっている側面もあり、実際、注入を受けた多くの金融機関の株価は注入後も下落している。

## 金融市場の流動性回復のための措置

現在、流動性が著しく低下している短期金融市場については、各国において、中央銀行が流動性の供給を行うとともに、政府が金融機関の債務を保証することにより、金融機関の資金調達を支援している。

### ( ) 中央銀行による流動性の供給

アメリカ及びヨーロッパ各国においては、金融機関間の相互不信により、金融機関は短期金融市場からの資金調達に困難が生じており、また、調達できたとしても高いコストを支払わなければならない状況にあり、これを放置すれば、健全な金融機関までもが流動性の制約により破綻するリスクがある。

このため、08年9月の金融危機以前から、FRB及びECB（欧州中央銀行）は、窓口貸出における貸出期間の延長や適格担保の範囲拡大等を通じて、短期金融市場への資金の供給に努めてきた<sup>9</sup>。また、FRBは、各国の中央銀行との間でドルのスワップ協定を締結することにより、各国におけるドル需要に対する対応も進めてきている。

9月中旬以降も、更に短期金融市場における資金が枯渇する中で、FRB及びヨーロッパ各国の中央銀行は、各種資産を担保として引き受け、バランスシートを拡大させることを通じて、流動性の拡大を続けており、中央銀行が唯一の資金の出し手とも呼べる状況になっている。なお、FRBは、こうした流動性供給手段の拡大に伴う超過準備の大幅な増加を受けて、08年10月9日から、預金金融機関が連邦準備銀行に預け入れる準備預金（必要準備及び超過準備）に対する付利を開始している<sup>10</sup>。超過準備に対する金利の付与は、金融機関が、市場において、連邦準備銀行から付与される金利以下の金利で取引するインセンティブを弱めることにより、市場金利の政策目標への誘導を容易にしつつ、市場への流動性供給の拡大を可能にするものである。

また、FRBは、ドル・スワップ協定についても、ECB、イングランド銀行、スイス国立銀行及び日本銀行へのドル資金の供給額を無制限に拡大するとともに、協定の相手を、韓国、シンガポール、メキシコ等の新興国にも広げるなど、大幅に拡充が図られてきている。

---

<sup>9</sup> FRBでは、このほか、これまでの預金金融機関向けの貸出制度に加え、プライマリー・ディーラー向けの新しい貸付制度が創設されている。

<sup>10</sup> 準備預金に対する付利については、すでにヨーロッパでは実施されており、アメリカでも、もともと2011年10月1日から実施する予定であったが、緊急経済安定化法において、08年10月1日から開始することが可能とされた。

このほか、アメリカでは、新規発行が困難となっている C P 市場や A B S (資産担保証券)市場における流動性を回復するための取組が行われている。具体的には、C P 市場に関しては、F R B が C P を直接買い取る制度が創設され<sup>11</sup>、08 年 10 月下旬から買取りが開始された。これまで実際に 3,048 億ドルの買取りが実施されており、この効果により、C P の発行残高は、10 月下旬以降増加に転じており、C P 市場の流動性は徐々に回復しつつある。

また、F R B は、A B S 市場に関しては、08 年 11 月に、新規に行われた消費者ローン(自動車ローン、クレジットカード向け与信及び学生向けローン)及び中小企業向けローンを担保として発行された A B S の保有者に対し、ニューヨーク連邦準備銀行が、最大 2,000 億ドルの融資を行う制度が創設されており、これらにより消費者向け及び中小企業向けの貸出しが下支えされることが期待されている<sup>12</sup>。

#### ( ) 金融機関の債務の保証

上記の中央銀行による直接的な流動性の供給に加え、各国政府は金融機関の債務に保証をつけることにより、短期金融市場における金融機関相互の債務引受けを支援している。

アメリカでは、F D I C (連邦預金保険公社)の保険下にある金融機関については、当該金融機関が手数料を支払えば、09 年 6 月末までに発行される新規の債務を F D I C が保証することとしている。また、同様にヨーロッパでも、銀行間融資に対する政府保証制度が創設され、ドイツでは 4,000 億ユーロ(約 47 兆円)、フランスでも 3,200 億ユーロ(約 38 兆円)の保証枠が設定されている。また、英国においても、金融機関が新規に発行する債務に対し、政府が 2,500 億ポンド(約 34 兆円)の保証をつけることが明らかにされている。

こうした債務保証の実施は、金融機関間の相互不信により機能不全に陥った金融市場の機能回復に一定の効果を持ったと考えられる。

---

<sup>11</sup> C P 市場の流動性向上策としては、このほかに、F R B が C P を購入する金融機関や特定目的会社に融資する制度が創設されている。

<sup>12</sup> このほか、住宅市場における信用状況を改善するため、08 年 11 月末には、F R B が、最大 1,000 億ドル(約 9.3 兆円)の G S E 債の買取り及び最大 5,000 億ドル(約 46 兆円)の G S E が保証する M B S の買取りを実施することとされた。これにより、G S E 債や G S E 保証の住宅ローンに対するスプレッドが縮小し、結果として低迷する住宅市場が支えられるとともに、金融市場全体の状況改善にもつながることが期待される。



## 預金者等の保護

金融危機の発生時においては、金融機関や金融システムに対する不安から、預金者が銀行から資金を引き出す行動、すなわち、「取付け」が起こるおそれがある。今回の金融市場の混乱の過程においても、2007年8月に英国のノーザンロック銀行において、取付け騒ぎが発生したが、こういった預金取付けが広がると、決済や新規の貸出等、経済活動に不可欠な銀行機能が停止し、「金融危機」が更に進んで、「金融恐慌」へと発展しかねない。

このため、各国においては、預金者の銀行システムや市場への信頼を維持するという観点から、預金保険の上限引上げ措置が講じられた。アメリカでは、これまで10万ドル（約930万円）とされていた預金保険の上限が、09年末までの間、25万ドル（約2,300万円）へと大幅に引き上げられ、ヨーロッパでも、ドイツでは、それぞれ2万ユーロ（約240万円）とされていた保護上限が撤廃され、全額保護にすることが発表された。また、英国では、上限が3万5000ポンド（約480万円）から5万ポンド（約680万円）に引き上げられている<sup>13</sup>。

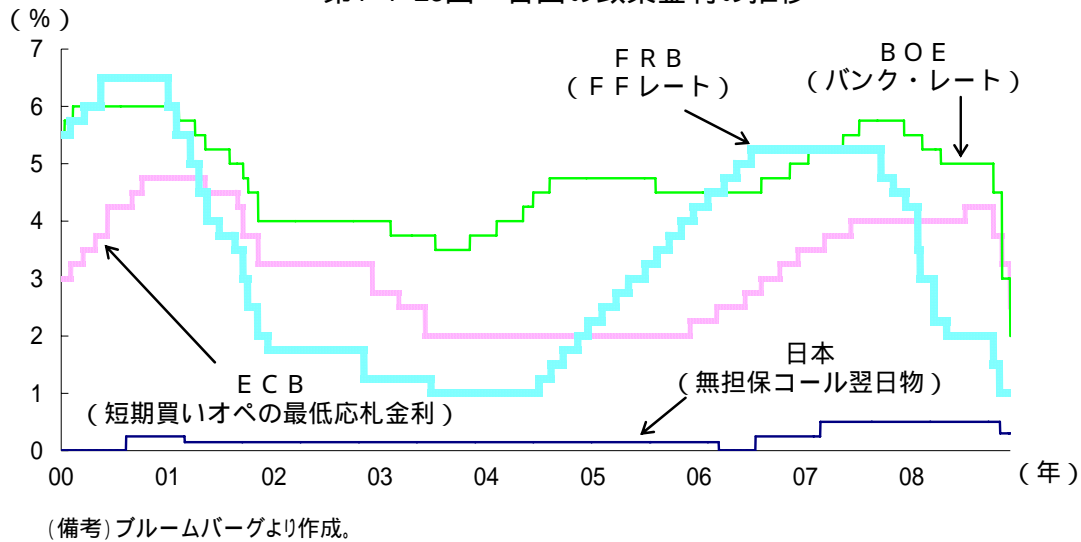
さらに、アメリカでは、銀行預金と同様に安全な資産とみなされ、一般の家計が預金代わりとして使っていたMMFについても保護のための措置が講じられた。リーマン・ブラザーズの破綻以降のMMFの解約急増を踏まえ、アメリカ政府は、9月19日に、MMFへの保証制度の創設を発表した。この制度により、運用ファンドが保険料の支払いを行ったMMFについては、元本割れ時に損失が補てんされることとなり、MMFからの資金流出にも歯止めがかけられることとなった（前掲第1-1-8図）。

各国においては、これらの金融危機対応策に加え、金融危機の影響の実体経済への波及を抑える観点から、財政刺激策や協調利下げ等の政策対応が行われており（第2章参照）、こうした取組が相乗効果を持って、金融システムの安定化と実体経済の下支えの効果を発揮していくことが期待される（第1-1-23図）。

---

<sup>13</sup> このほか、アメリカでは、決済性預金についても、保護の上限額が25万ドル（約2,300万円）とされていたものを、09年末までの間、全額保護することとされた。

第1-1-23図 各国の政策金利の推移



### 3. 金融危機対応により圧迫される各国財政と通貨の信認

#### 政策対応により膨らむ財政コスト

2. で述べたような欧米諸国における一連の金融危機対応策は、金融不安の広がりを抑え、混乱を最小限に抑えるために必要不可欠なものであった。しかしながら、その実施にかかる財政負担は巨額に上っており、さらには、金融危機の実体経済への波及を抑えるために行われている景気刺激策による財政負担も増大することが想定される。このため、今後、各国の財政状況は著しく悪化する可能性がある。ただし、1990年代の我が国の例にかんがみると、資本注入や不良資産の買取りに要したコストは、購入した優先株や不良資産の売却により、後にある程度回収することが可能であり、投入した金額すべてが財政コストになるわけではないことには留意する必要がある(コラム1-2参照)。

#### 悪化が見込まれるアメリカの財政収支

アメリカでは、金融危機対応策や景気刺激策の実施により、財政収支は急速に悪化している。08年度(07年10月~08年9月)の財政赤字は、08年3月の見通しの3,750億ドルから膨らんで、4,548億ドル(GDP比3.2%)と、07年度の1,615億ドル(GDP比1.2%)から大幅に悪化した。また、09年度についても、金融機関への資金注入等により財政収支は大幅に悪化することが見込まれている。具体的には、緊急経済安定化法に基

づく資本注入、緊急経済安定化法と同時に成立した各種税制優遇措置に加え、シティ・グループの保有資産に対する保証や議会民主党で検討されている財政刺激策等が今後の潜在的負担として考えられる（第1-1-24表）。

アメリカでは、08年2月の大統領予算教書において、12年度の財政収支均衡が目標として掲げられた。しかしながら、上記の金融危機対応策をまだ織り込んでいない08年9月時点での議会予算局（CBO）の見通しにおいても、既に12年度は1,260億ドル（同0.7%）の赤字となる見通しとなっていた（第1-1-25図）。

第1-1-24表 アメリカの08年以降の主な金融市場の混乱・金融危機への対応策

	内容	事業規模
07年12月12日	預金金融機関向けターム物国債貸出制度（TAF）の開始	9,000億ドル
08年2月13日	緊急経済対策法（戻し減税等）	1,680億ドル
3月11日	プライマリー・ディーラー向けターム物国債貸出制度（TSLF）の創設	2,000億ドル
3月16日	ベア・スターンズ買収に伴うJPモルガンへの特別融資	290億ドル
	プライマリー・ディーラー向け連銀窓口貸出制度（PDCF）の創設	(備考2)
7月31日	住宅ローンの保証プログラム（自宅所有のためのHOPE法）	3,000億ドル
9月7日	GSEへの支援策	2,000億ドル
	・GSEの優先株の買取り（2,000億ドル）	
	・財務省によるGSE保証MBSの買取り	
9月19日	MMFへの保険プログラムの創設	500億ドル
10月3日	緊急経済安定化法に基づく資本注入等	7,000億ドル
	緊急経済安定化法と同時に成立した各種税制優遇措置	1,071億ドル
10月7日	FDICによる預金保護上限の引き上げ	
	FRBによるCP買取制度（CPFF）の創設（10月27日から実施）	(備考3)
10月14日	FDICによる銀行の債務保証プログラム	1兆4,000億ドル
	FDICによる決済性預金の全額保護	4,000～5,000億ドル
10月21日	FRBによるMMFに対する流動性供給のためのファシリティーの創設	5,400億ドル
11月10日	AIGに対する追加支援	1,525億ドル
	・財務省による優先株買取り（400億ドル、TARP資金）	
	・AIGから不良資産を買い取るLLCに対する融資（525億ドル） ・FRBによる融資（600億ドル）	
11月23日	シティグループに対する追加支援	3,260億ドル
	・財務省及びFDICによる保有資産に対する政府保証（3,060億ドル）	
	・財務省による資本注入（200億ドル、TARP資金）	
11月25日	FRBが消費者・中小企業向けローンを担保とするABS保有者への支援制度	2,000億ドル(備考4)
	FRBによるMBS及びGSE債買取り	6,000億ドル

（参考）今後想定される対応策

	内容	事業規模
09年1月以降	議会民主党の経済対策	5,000～7,000億ドル

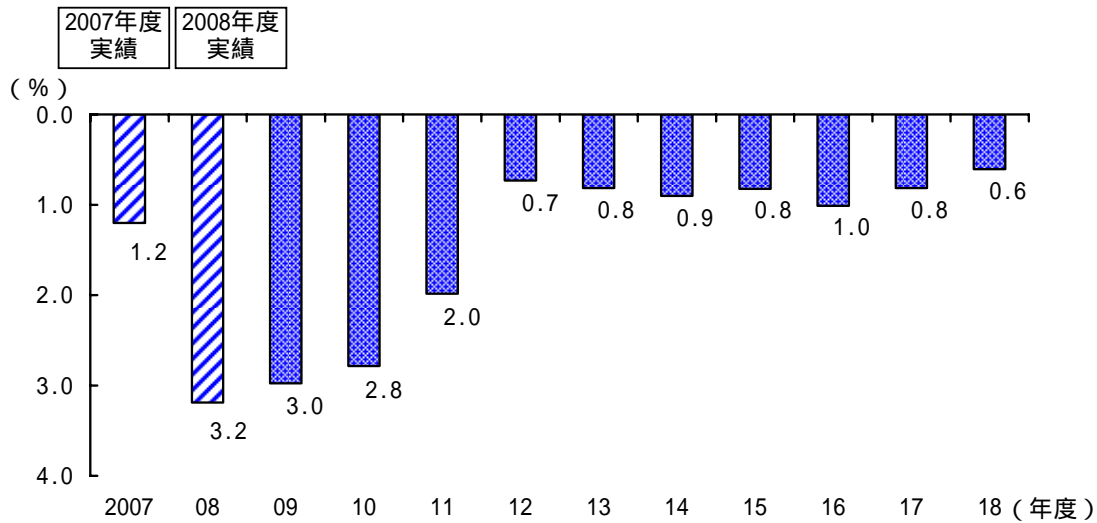
（備考）1. アメリカ政府報道発表資料等を元に作成。

2. FRBがこれまでに実施したPDCFを含むプライマリーディーラー向けの貸出額は、572億ドル。

3. FRBがこれまでに買い取ったCPの額は3,048億ドル。

4. ニューヨーク連邦準備銀行に対してTARP資金より200億の信用保証が行われている。

第1-1-25図 アメリカ財政収支（名目GDP比）見通し



（備考）アメリカ議会予算局（CBO）、米財務省より作成。

また、OECDの見通し（08年11月）においても、アメリカの一般政府の財政収支<sup>14</sup>は、07年のGDP比 2.9%から、08年 5.3%、09年 6.7%と大幅に赤字が拡大する見通しとなっている<sup>15</sup>。

#### ヨーロッパでも、フランス、英国の財政収支は悪化

ヨーロッパにおいては、97年の「安定成長協定」に基づき、各国は単年度の財政収支赤字をGDP比3%以内に抑えるという基準が設定されており、超過した場合には是正手続きをとることが定められている。しかしながら、05年の見直しにより、「例外的かつ一時的」な場合には、財政赤字がGDP比3%を超えても許容されることとされた。08年10月の欧州理事会においては、今回の危機については、まさに、このルールに基づき、現下の状況を「例外的な状況」(exceptional circumstances)として扱うことで合意がなされた。このため、一部の国においては、景気刺激策等の実施により、財政赤字が3%を上回る水準に拡大していくことが見込まれる。

OECDの見通しでも、一般政府の財政収支赤字は、ドイツについては、現在の財政状況が比較的良好であったことから、10年の財政収支赤字のGDP比は 1.0%にとどまると見込まれているものの、フランスでは、2010

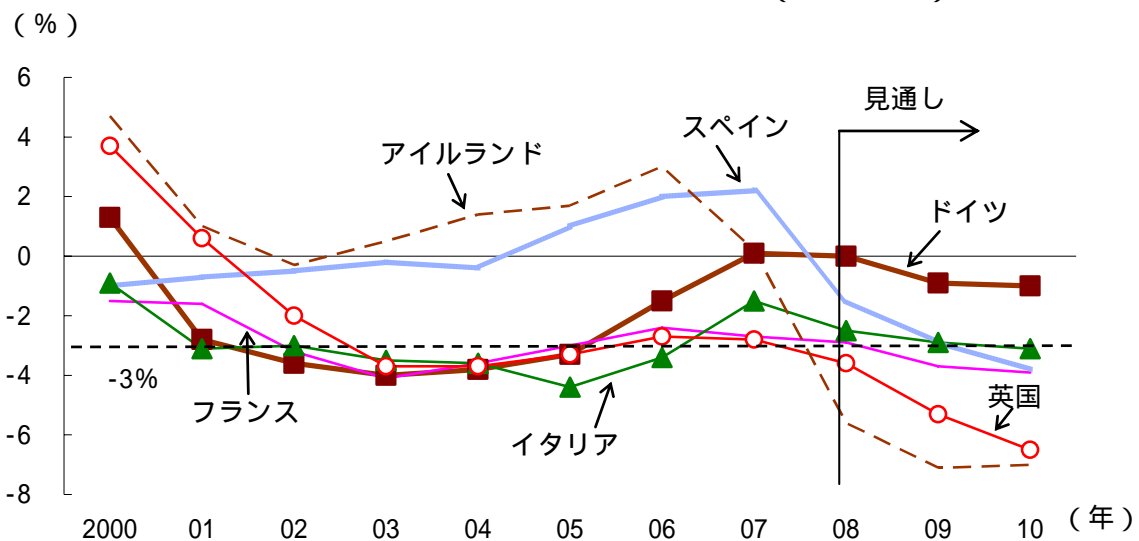
<sup>14</sup> 中央政府、地方政府及び社会保障基金の財政収支の合計。

<sup>15</sup> OECD (2008)

年にGDP比 3.9%に、英国でも10年には同 6.5%に赤字が拡大する見通しとなっている（第1-1-26図）。

また、中期的な財政再建目標についても、07年4月のユーロ圏財務相非公式会合において、10年をメドに財政均衡を目指すことで合意がなされたが、08年11月のEU財務相会合において、10年の財政均衡目標を先送りするとの議論が行われるなど、見直しの議論が行われつつある<sup>16</sup>。

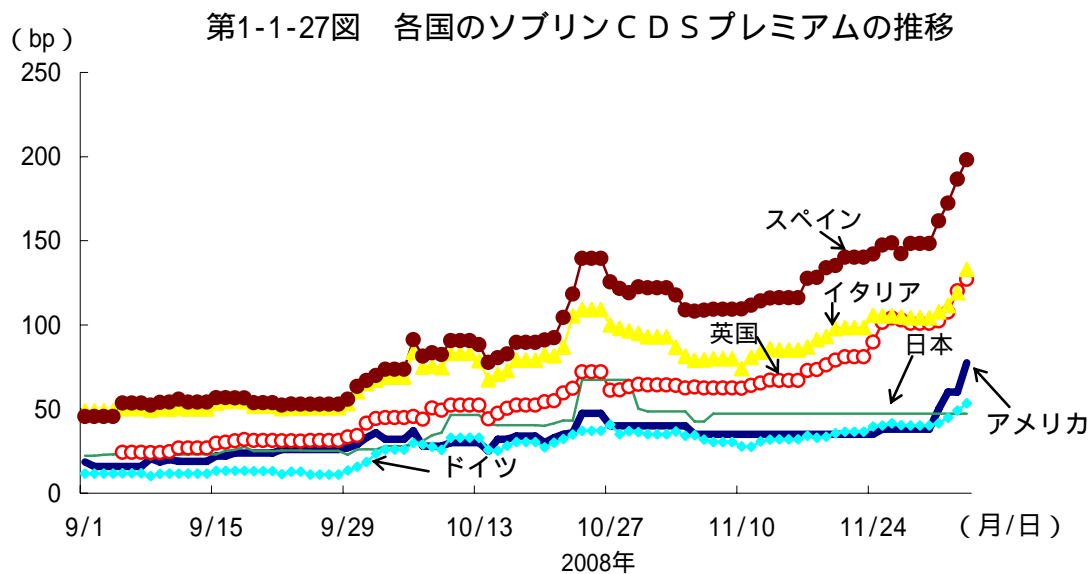
第1-1-26図 ヨーロッパ各国の財政収支（GDP比）



（備考）OECD “Economic Outlook 84” より作成。

こうした動きを反映して、財政収支赤字拡大懸念から、各国のソブリンCDSプレミアムは、徐々に上昇しており、とりわけ、英国、スペイン、イタリアの国債については、他の主要国に比べ上昇幅が大きくなっており、今後もその動きに注意する必要がある（第1-1-27図）。

<sup>16</sup> 英国においては、景気の循環の一期間を通じて、政府の借入れは投資目的に限り行い、国債発行額は純投資額（粗投資額 - 減価償却）を超えてはならないという、いわゆるゴールデン・ルールが設定されているが、08年11月のプレ・バジェット・レポートでは、投資目的の借入れに加え、景気対策向けの借入れが大幅になされる予定となっている（第2章第2節参照）。



### 更なる財政負担のリスク

上記の金融安定化策や財政刺激策に加え、更に財政負担が増加するリスクもある。

まず、アメリカについては、住宅価格の下落は現在も継続している。住宅市場の調整が終わるまでは、住宅ローン関連の証券化商品の最終的な損失も確定せず、最終的には現在想定される以上に損失が大きくなる可能性もある。この場合、金融機関への資本注入や破綻処理に伴うコストが更に増大することが考えられる。また、住宅ローン貸出が資産の大半を占めている地域金融機関では、不良資産がまだ十分に顕在化していない可能性もあり、今後のバランスシート調整の過程で追加的な資本注入等により財政負担が生じる懸念がある。

ヨーロッパでも、英国において住宅価格の下落が続いているなど、今後も住宅ローン関連の損失の影響が見込まれるほか、一部のヨーロッパ諸国では金融機関のディスクロージャーが十分でないという指摘もあり、今後、新たな不良資産が顕在化する可能性もある。

さらに、アメリカ、ヨーロッパとも、景気後退の進展により、事業会社向け貸出や住宅ローン以外の消費者向けローンに係る不良資産も増大する可能性がある。この場合、金融危機と景気悪化のスパイラルを止めるため、更なる財政刺激も含め大規模な対策を講ぜざるを得ない。

過去 50 年間の金融システム危機について 78 のケースを調べると、危機に

対応するための財政コストのGDP比は中位値で15.5%であった<sup>17</sup>。

こうしたことも考慮すると、今回の金融危機が長期化、深刻化した場合、各国の財政状況が急激に悪化する可能性も否定できない。

#### 中央銀行のバランスシートの拡大

今回の金融危機対応において、各国中央銀行は流動性の供給や金融機関の債務の保証等において大きな役割を果たしており、その結果として、中央銀行のバランスシートが急速に拡大している。

F R B、E C B及びイングランド銀行のバランスシートをみると、各中央銀行のバランスシートは、07年来大きく拡大しており、とりわけ08年9月以降急拡大している。特に、F R B及びイングランド銀行のバランスシートの拡大のスピードは著しく、わずか1か月の間に2倍以上に拡大している。E C Bについても、F R Bやイングランド銀行ほどではないものの、バランスシートの大幅な拡大がみられる。また、保有している資産の内容も、国債の比率が急速に減少する一方で、流動性供給策において適格担保として認められた資産の割合が飛躍的に高まっている。また、アメリカにおいては、08年10月からのCP買取制度の実施により、CPがウェイトを高めてきている(第1-1-28図)。

中央銀行のバランスシートについては、仮に、資産の劣化に対する疑念が生じると、中央銀行、ひいては、通貨そのものに対する信認の問題へとつながりかねないという問題がある。また、中央銀行が今後も機動的な金融政策のツールを保持するという観点からは、保有資産の流動性が十分に確保されていることが不可欠である。各国中央銀行が受け入れている担保は高格付けのものに限定されていることもあり、これまでのところ、資産劣化に対するリスクは小さいものと考えられるが、今後も、バランスシートの健全性については、引き続き注意を払う必要がある。

#### 通貨の信認は揺らぐのか

こうした財政赤字拡大懸念や中央銀行のバランスシートの拡大は、それが過度に進んだ場合には、通貨の信認の問題に直結するおそれがある。仮に、現在、基軸通貨として重要な役割を果たしているドルの信認の問題に発展した場合には、国際金融システム全体にわたる混乱が発生する可能性がある。

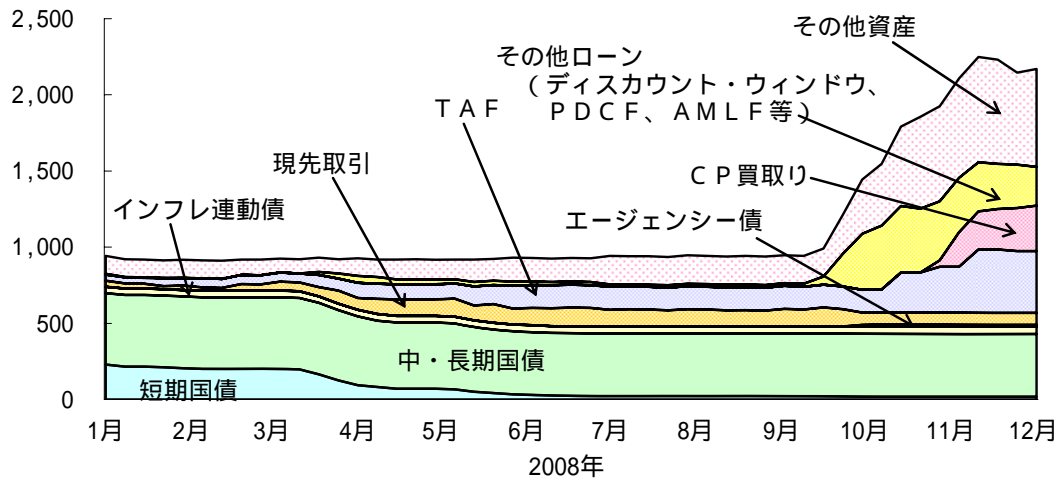
---

<sup>17</sup> Honohan (2008)

### 第1-1-28図 中央銀行のバランスシート

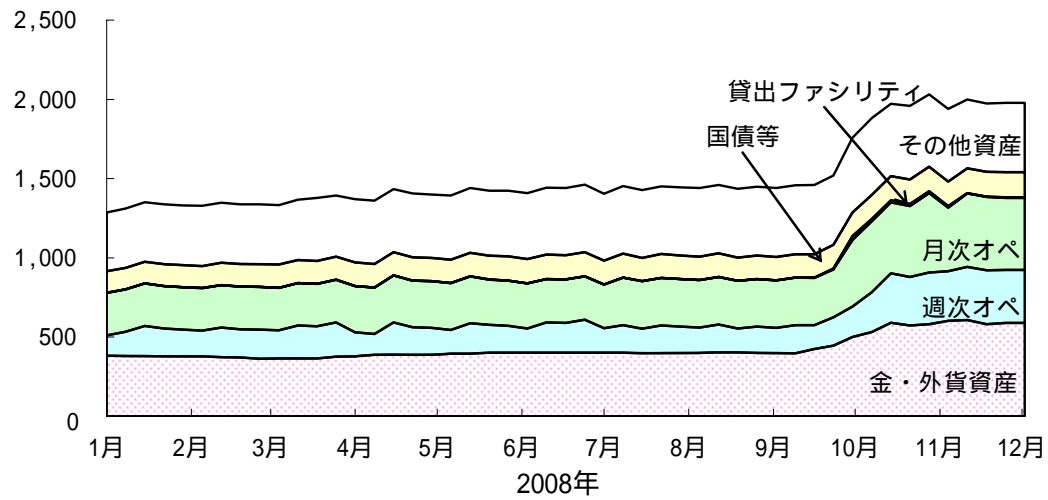
(10億ドル)

(1) F R B



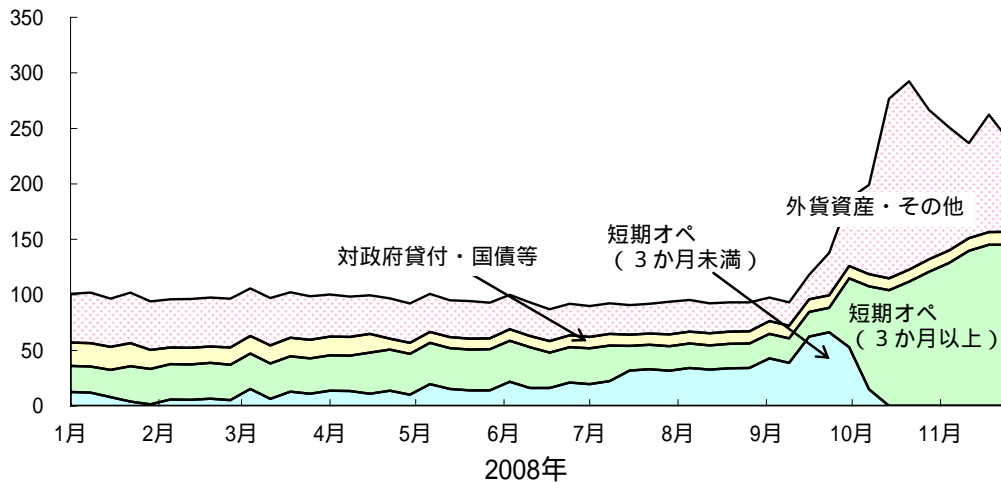
(2) E C B

(10億ユーロ)



(3) B O E

(10億ポンド)



(備考) F R B “Flow of Funds”、B O E、データストリームより作成。



中長期的な通貨の信認確保のためには、各国政府は、現在の金融市場の混乱に収束の見通しが立った時点においては、速やかに財政については健全化路線へと回帰するとともに、中央銀行による緊急的な対応措置についても解除していくことが必要である。また、そこに至る前においても、こうした財政健全化に向けた道筋、すなわち「出口戦略」を示していくことが重要であると考える。