

## 第4節 サブプライム住宅ローン問題発生後の資金フローの変化

昨夏以降に発生したサブプライム住宅ローン問題は、金融資本市場を取り巻く情勢に大きな影響を与えた。とりわけ、これまで信用創造に大きく寄与してきた証券化やクレジット・デリバティブ等の信用リスク取引について、金融機関や投資家のリスク評価の厳格化やカウンターパーティーリスクの高まりとあいまって、その関連商品の需要後退や価格下落がもたらされ、こうした信用リスク取引に大きく依存してきた金融資本市場における信用収縮懸念を高めることとなった。

以下では、サブプライム住宅ローン問題がグローバルな資金フローにどのような変化をもたらしたのか考察する。

### 1. 資産価格の調整とサブプライム住宅ローン問題の発生

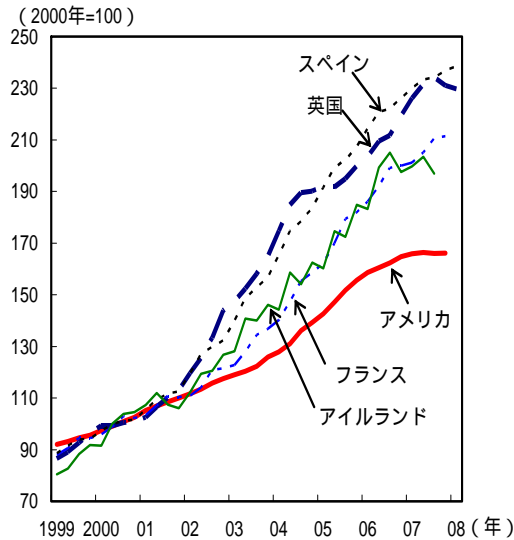
#### 住宅価格の高騰と調整

2000年代におけるグローバルな資金フローの拡大は、低金利に加え、住宅ローン担保証券の普及といった住宅ローン市場の高度化等を背景に、欧米諸国における住宅市場への資金流入を加速させた。加えて、これらの国では旺盛な住宅需要も背景に、住宅建設が活発に行われるなど住宅ブームが発生し、住宅価格が大幅に上昇した<sup>46</sup>（第1-4-1図）。特に、アメリカ、アイルランド、英国、フランス、スペイン等では、住宅価格は2007年時点で2000年に比べ1.7～2.4倍に上昇している<sup>47</sup>。2000年代における住宅価格の上昇率と経常収支との関係を見ると、経常赤字が大きい国ほど住宅価格の上昇も大きいという正の相関がみられる（第1-4-2図）。この背景として、住宅価格の上昇が国内需要を高め経常収支の赤字幅を拡大させるとともに、他方で国内需要の増加を支えた海外からの資金流入が住宅価格の上昇を加速させるという双方向の要因が考えられる。

<sup>46</sup> 詳細は、内閣府『世界経済の潮流 2007年秋』第1章参照。

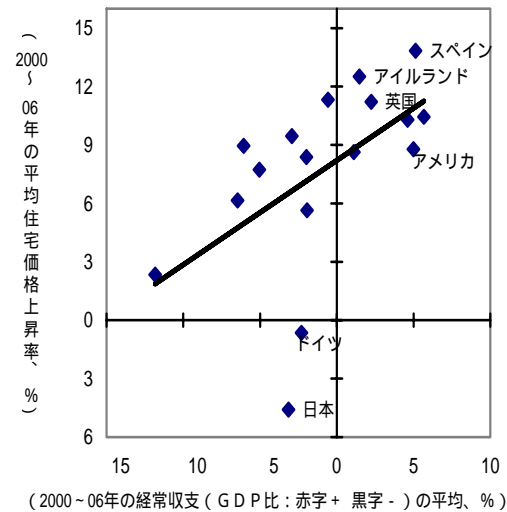
<sup>47</sup> 2000年代の住宅価格の上昇は、欧米諸国に限られたものではない。新興国の中でも例えば中国等のように、不動産市場が活況を呈し住宅価格が高騰したところもある。その背景には、経済の高成長等を背景に所得水準が向上したことに加え、為替レートの管理政策によって金利水準が低く抑えられるとともに、為替介入によって増加した流動性が完全に不胎化されずに市場にあふれたことも影響していると考えられる。中国の住宅価格については、引締め政策の強化等を受け一部の地域では調整局面に移行したところもみられるが、全体で見れば住宅価格の上昇が続いている（第2章第3節を参照）。

第1-4-1図 欧米主要国の名目住宅価格指数の推移



(備考) アメリカ連邦住宅企業監督局、スペイン住宅省、INSEE (フランス)、ハリファックス(英国)及びアイルランド環境・遺産・地方自治省より作成。

第1-4-2図 住宅価格と経常収支の関係



(備考) OECD、IMFより作成。

しかし、欧米諸国の多くで金融緩和局面から引締め局面に移行すると、長期金利の低下に歯止めがかかり06年頃からは金利が徐々に上昇に転じたことなどを受け、これまでの住宅ブームの調整が始まった。住宅販売が鈍化する中で住宅の販売在庫の増加圧力から住宅建設が減速するとともに、住宅価格もアメリカやアイルランド、英国等では既に下落局面に移行している。

### サブプライム住宅ローンの延滞率上昇と関連金融商品の価格下落

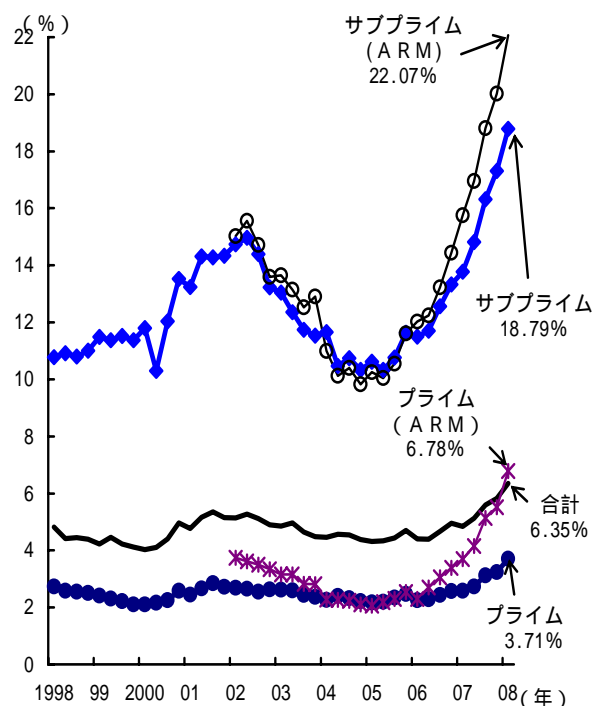
アメリカの住宅ブームにおいては、住宅価格の上昇に対する過剰な期待や証券化等の金融技術の発展等を背景に、サブプライム住宅ローンの貸出しが急速に普及した。同時に、サブプライム住宅ローンを担保とする住宅ローン担保証券(RMBS)やRMBSを担保に再証券化したCDOへの投資も、高利回りを求める銀行や傘下のオフバランス運用機関(SIV)、ヘッジファンド等で広く行われた。

しかし、06年半ば以降、住宅価格の上昇が減速し始めると、住宅価格の上昇期待を前提に借入れを行っていたサブプライム住宅ローン保有者の中にローン返済を延滞するものが増え始めた(第1-4-3図)。特に、住宅ローンの貸付機関における融資基準の弛緩や一部の詐欺的な貸出しも影響して、06年以降に貸し出されたサブプライム住宅ローンの延滞率が急上昇した。

サブプライム住宅ローンの延滞率の上昇は、それを担保に証券化されたRMBSやCDOの損失懸念を高め、それらの格付けの大幅な引下げともあいまって、RMBS

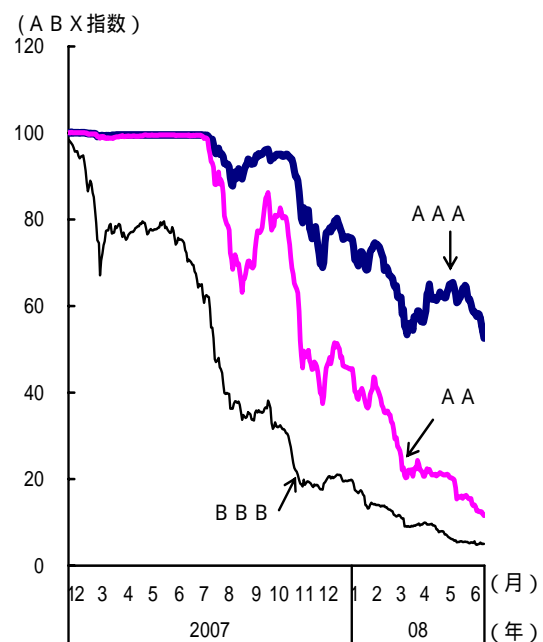
やCDOの急速な価格下落をもたらした(第1-4-4図)。特に格付けの低いメザニン格証券の価格下落が顕著であるが、格付けの高いシニア格証券についても大幅な価格下落が生じた<sup>48</sup>。これらのサブプライム住宅ローン関連の証券化商品は、価格下落や格付けの引下げの結果、需要の急速な冷込みを受けて市場流動性が悪化し、市場での価格形成が困難となったため、金融機関等が保有する関連商品の損失がどこまで拡大するか不透明感が増大した。

第1-4-3図 住宅ローン延滞率の推移



(備考) 1. 全米抵当銀行協会 (MBA) より作成。  
2. Adjustable Rate Mortgage (ARM) は変動金利のことをいうが、その中にはハイブリッド変動金利も含まれる。

第1-4-4図 サブプライム住宅ローン関連証券化商品の価格の推移



(備考) 1. markitより作成。  
2. 2007年上半期に発行された商品についての価格。

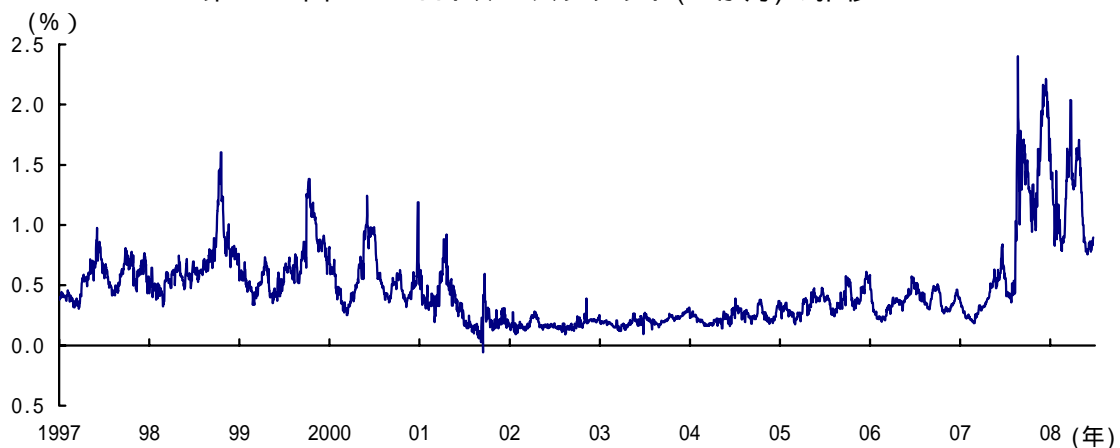
## 短期金融市場における流動性リスクの高まり

サブプライム住宅ローン関連の証券化商品の価格下落は、金融機関のバランスシート上での評価損の発生に加え、その金融機関が信用供与契約を提供するオフバランス運用機関の資金繰り悪化等をもたらしたことから、こうした証券化商品を直接、間接に多く保有していた欧米等の金融機関で当座の流動性を確保する動きが急展開した。また、金融機関同士の取引における信用リスク(カウンターパーティ・リスク)が高

<sup>48</sup> 証券化においては、プールされた住宅ローンからの収益をそれぞれ証券に配分する際に、収益配分に優先権を設定するなどの方法によって、格付けの高い安全な証券(シニア格)から格付けの劣る高リスク証券(メザニン格、エクイティ格)まで、リスク度合いの異なる証券に組み替えて発行される。

まったことから、短期金融市場での銀行間の取引を躊躇する動きもみられた。さらに、後で述べるように、証券化商品市場全体に影響が波及する中で、金融機関同士の取引における担保として活用されてきた政府支援機関（Government Sponcered Enterprises：G S E）の資産担保証券も価格下落が生じたため、金融機関の資金調達能力を著しく低下させることになった。こうしたなかで、銀行間取引における流動性が不安定化し、短期金融市場における金利スプレッドが拡大した（第 1-4-5 図）。

第1-4-5図 ユーロドル・スプレッド(3か月)の推移



(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) = L I B O Rユーロドル金利(3か月) - 3か月米国債金利。

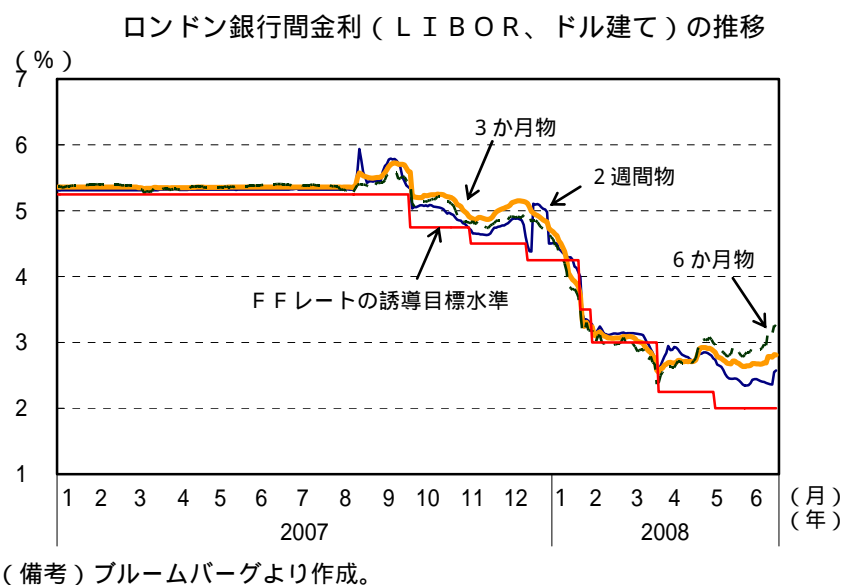
## コラム：金融資本市場の混乱とL I B O R

サブプライム住宅ローン問題に端を発した金融資本市場の混乱が続く中、国際的に金融取引の基準指標として利用されているL I B O R(London Inter Bank Offered Rate)については、その信頼性をめぐる議論が生じている。L I B O Rとは、ロンドンの短期金融市場における銀行間取引において、銀行が短期資金を調達する場合に、資金の貸出し側から提示される金利を指す。一般的には、英国銀行協会(British Bankers Association: B B A)が午前11時の時点で複数の銀行から調達金利(the rates at which they could borrow “reasonable amounts” in a particular currency and maturity)の報告を受けて集計した平均値(B B A L I B O R)を公表しており、それをL I B O Rと呼んでいる。L I B O Rは、金融取引の基準指標として、住宅ローンから企業貸出まで幅広く貸手である金融機関の金利に影響を及ぼすため、消費者や企業にとってはその信頼性は重要な問題である。

07年夏の金融資本市場の混乱以来、銀行間における借入れコストは上昇しており、

LIBORについても、信用危機を背景に一時的に調達金利が上昇する場面がこれまでに何度かみられた。しかしながら、LIBORについては、金融資本市場の混乱以降、その不規則な動きから必ずしも実態が正確に反映されていないとの見方がある。そうした理由の一つとして、国際決済銀行（BIS）や一部の報道機関等では、BBAに調達金利を報告している一部の銀行が、金融資本市場の混乱の中で、資金調達に困難が生じているとみられることをおそれ、調達金利を低めに報告している可能性があることを指摘した。

こうしたことから、市場等ではLIBORに対する信頼性が疑問視され始めたため、BBAでは、08年4月16日には利率を不正申告する銀行は市場から排除すると警告した。さらに、6月10日にはLIBORをより実勢を反映したものとするための改革案を発表した。具体的には、利率を報告させる金融機関数を増やすとともに、アメリカ時間帯における取引を反映させるため、LIBORの集計・公表を1日2回とすることなどを検討するとしている。一方、こうした流れの中で、LIBORを補完する新たな銀行間取引の指標として、英国の大手金融市場ブローカーであるICAPは、6月11日から、ドル建ての短期金利指標であるニューヨーク・ファインディング・レート（NYFR）を発表している。



銀行間取引レートのスプレッドは、07年7月以降で見ると、以下の3つの時期において大幅な拡大がみられた。最初は07年8月で、サブプライム住宅ローン関連証券化商品の価格下落の影響を受けたヨーロッパ系大手銀行傘下の投資ファンドが新規募集・解約の凍結を発表したのを機に、証券化や投資主体のオフバランス化等の普及を

背景に、金融機関が抱えるサブプライム住宅ローン関連の損失の規模や所在に対する不透明感が増したことが影響した。次は、同年12月で、サブプライム住宅ローン関連証券化商品の価格下落が勢いを増す中で、大手金融機関の損失計上が相次ぎ、さらに越年資金の需要の高まりも加わって流動性のひっ迫感が強まったことが影響した。そして、08年3月には、サブプライム住宅ローン問題の影響が金融資本市場全体に波及する中、米系大手証券会社の破綻懸念が高まったことで、複雑な取引関係を背景にその影響が広く波及することへの警戒感が広がり金融機関全体に信用リスクが高まったことが影響した。

こうした状況に対する各国の金融当局の取組については、第2章で詳述するが、中央銀行による短期金融市場への流動性供給において、通常よりも長い期間での資金供給や貸出しに際しての適格担保の範囲拡大、資金供給の対象機関の拡大等、新たな流動性供給の仕組みを導入しつつ対応を強化した。また、流動性供給の効果を高めるべく、欧米の5中央銀行による協調措置もとられた。その中で、ヨーロッパにおけるドル資金の需要に対応するため、FRBはECB及びスイス国民銀行との間でスワップラインを設置してドルを供給し、両行がヨーロッパ市場でドル資金の供給を行うといった異例の措置も講じられた<sup>49</sup>。

これらの取組の効果もあって、流動性リスクは08年5月時点では3月時点に比べ比較的緩和された状態となっているが、銀行間取引レートのスプレッドは平常時よりは依然として大きい状態が続いている。このように、サブプライム住宅ローン問題による金融資本市場の混乱が発生して以降、短期金融市場における流動性リスクは大きな変動を伴いながらも一貫して高水準で推移している。

### 金融機関の損失拡大と信用収縮不安

サブプライム住宅ローン問題の発生以降、金融機関における流動性リスクだけでなく、サブプライム住宅ローンに関連する評価損や貸倒引当金等の計上によって、金融機関のバランスシートが悪化し信用リスクが高まった。こうしたなかで、金融機関の中には不動産向けの貸出し等を中心に貸出し基準を引き締める動きもみられている<sup>50</sup>。

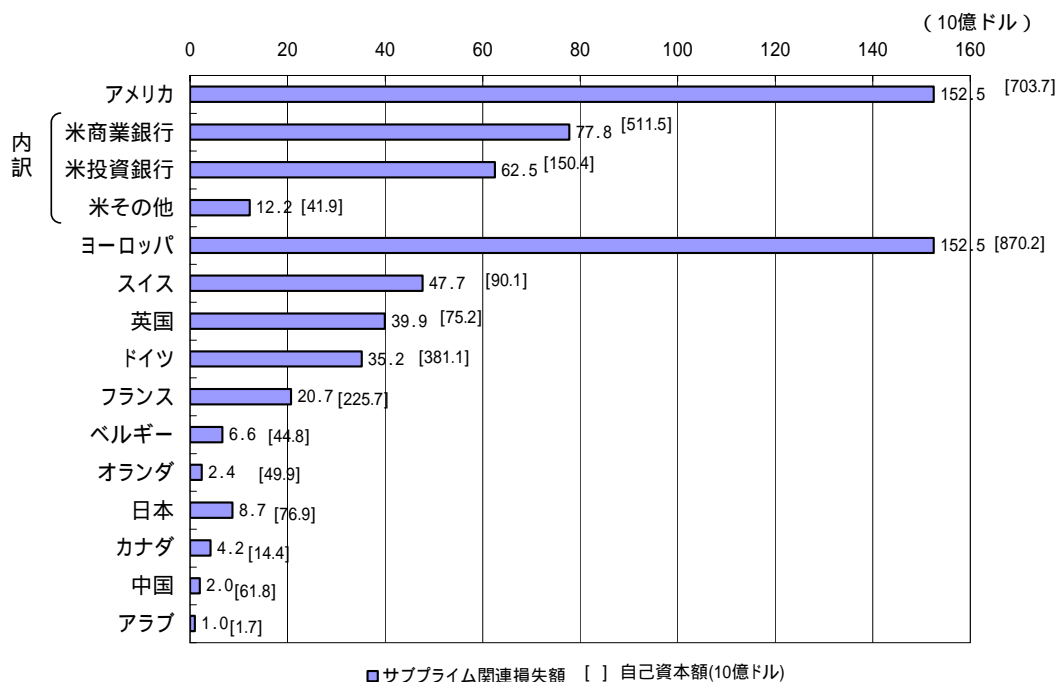
サブプライム住宅ローンに関連する損失は、欧米金融機関を中心に拡大しており、08年5月時点で、アメリカとヨーロッパの金融機関でそれぞれ約1,500億ドルずつ損失が計上されている(第1-4-6図)。一方、日本等その他の地域における金融機関の損

<sup>49</sup> 上限は当初ECBに対し200億ドル、スイス国民銀行に対し40億ドル。08年5月には、それぞれ500億ドル及び120億ドルに拡大された。

<sup>50</sup> 各国の実体経済への影響については第2章で取り上げる。

失は今のところ限定的である。ただ、欧米金融機関の自己資本は、個々の金融機関によって違いはあるものの全体としてみれば、発生した損失額と比べて十分な規模であることから、これまでの損失計上によって全般的に融資額自体が大幅に圧縮されるといった深刻な貸し渋りが発生するという状況ではないと考えられる。

第1-4-6図 各国のサブプライム関連損失額及び自己資本額



- (備考) 1. ブルームバーグ、各社決算書より作成。  
 2. 米商業銀行は、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン、ワコビア、ウエルス・ファーゴ。米投資銀行は、メリルリンチ、ベアー・スターンズ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、イー・トレード。米その他は、ワシントン・ミューチュアル及びナショナル・シティ。  
 3. バイエレン州立銀行(ドイツ)の自己資本額は2006年。  
 4. 自己資本額は、ブルームバーグにおける優先株式、少数株主持分及び普通株式資本の合計額を使用。

また、多額の損失を計上した金融機関においては、早急に資本増強を図る動きもみられている(第1-4-7表)。主要金融機関における主な資本増強策をみると、増資の規模は損失額に概ね見合っており、中には損失額を超えるものも存在している。こうした欧米金融機関の速やかな対応は、今回の問題に起因する信用収縮圧力を緩和する効果をもつとともに金融資本市場の安定化にも寄与したと考えられる。実際に、欧米金融機関の株価は、07年の問題発生以降大きく下落し、金融機関のCDSスプレッド<sup>51</sup>も拡大したが、08年第1半期決算の発表時は巨額な損失計上にもかかわらず株価の大きな変動はみられず、CDSスプレッドは3月中旬以降むしろ低下している(第1-4-8、

<sup>51</sup> CDSスプレッドとは、当該金融機関のデフォルト等に対するCDS取引の際に、プロテクションの買い手が売り手に対し支払うプレミアムのことをいう。通常は、対LIBORのスプレッドで表示される。



9 図)。前述のとおり、3月中旬には、米系大手証券会社の破綻懸念が高まったが、その救済買収に当たりニューヨーク連銀によってノンリコースローン形式で290億ドルの特別融資が行われた。このように、金融当局がデフォルトリスクを負う形で緊急救済措置がとられたことで、金融資本市場に一定の安心感が広がった可能性も考えられる。ただし、IMF(2008a)が指摘するように、個別の金融機関の中には今後の決算報告において追加損失が発生するなどの状況変化によって、株価が下落に転じたり、さらなる資本増強が求められる可能性も否定できない<sup>52</sup>。

第1-4-7表 欧米金融機関におけるサブプライム関連損失と増資状況

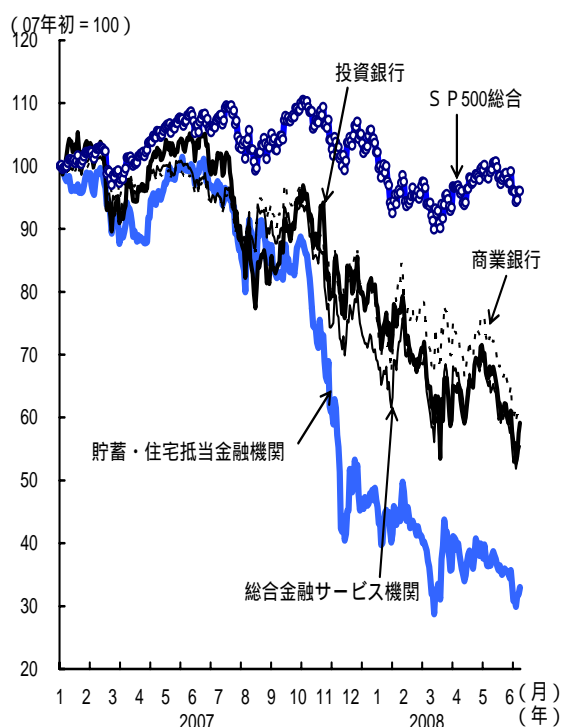
	サブプライム 関連損失累計額	増資額	時期	出資者	
シティグループ	429億ドル	403億ドル	うち75億ドル	2007年12月	アブダビ投資庁
			うち36億ドル	2007年11～12月	公募
			うち125億ドル	2008年1月	シンガポール政府投資公社、クウェート投資庁、アルワリード王子(サウジ)、米投資ファンド
			うち62億ドル	2008年1月	公募
			うち60億ドル	2008年4月	ドイツ銀行、ゴールドマン・サックス他
			うち45億ドル	2008年4月	公募
UBS	382億ドル	286億ドル	うち128億ドル	2007年12月	シンガポール政府投資公社、中東投資家
			うち158億ドル	2008年6月	米JPMorgan、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、仏BNPパリバ他
メリルリンチ	370億ドル	154億ドル	うち62億ドル	2007年12月	テマセク・ホールディングス(シンガポール)、デービス・セレクトッド・アドバイザーズ(米)
			うち66億ドル	2008年1月	韓国投資公社、クウェート投資庁、みずほコーポレート銀行
			うち26億ドル	2008年4月	公募
ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド	152億ドル	238億ドル		2008年6月	ゴールドマンサックス、メリルリンチ、UBS
バンクオブアメリカ	149億ドル	160億ドル	うち120億ドル	2008年1月	公募
			うち40億ドル	2008年4月	公募
モルガン・スタンレー	136億ドル	50億ドル		2007年12月	中国投資有限責任公司
JPMorgan	97億ドル	60億ドル		2008年4月	公募
ワコビア	70億ドル	80億ドル		2008年4月	公募
リーマン・ブラザーズ	70億ドル	100億ドル	うち40億ドル	2008年4月	公募
			うち60億ドル	2008年6月	公募
ソシエテ・ジェネラル	63億ドル	86億ドル		2008年1月	既存株主
パークレイズ	52億ドル	89億ドル		2008年6月(予定)	カタール投資庁、チャレンジャー(カタール企業)、三井住友フィナンシャルグループ、テマセク・ホールディングス、中国国家開発銀行
主要11社の合計	1,970億ドル	1,706億ドル			

(備考) 1. ブルームバーグ、各社ホームページ等より作成。  
2. 為替レートは2008年4月時点で換算。

<sup>52</sup> IMFは、“Global Financial Stability Report(2008年4月)”において、サブプライム住宅ローン、オルトA住宅ローン、プライム住宅ローン、商業用不動産ローン、消費者ローン、企業向けローン、レバレッジド・ローン、及びこれらのローンを担保とする証券化商品に係る損失額が約9,450億ドル(約97兆円)に達するとの推計を示している。“Global Financial Stability Report(2007年9月)”では、サブプライム住宅ローン及びオルトA住宅ローンを担保とした証券化商品の損失額を1,700～2,000億ドルと推計していた。07年9月の推計とほぼ同じカバレッジと比較してみると、08年4月の損失額は4,500億ドルと2倍以上に拡大している。OECD(2008)でも、サブプライム住宅ローンやオルトA住宅ローン等の住宅ローンを担保とする証券化商品の損失額を推計しており、4,220億ドルとIMFとほぼ同程度の見通しを示している。

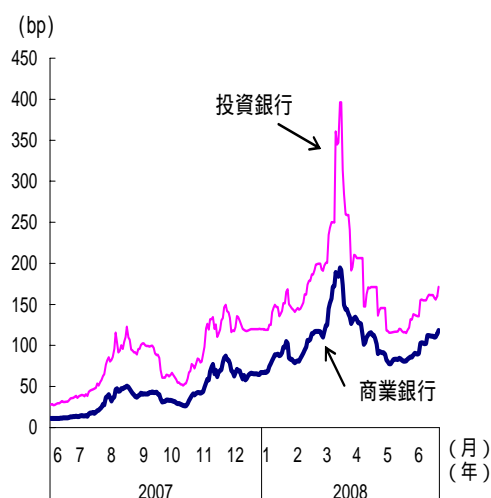


第1-4-8図 アメリカ大手金融機関の株価の推移



- (備考) 1. ブルームバーグより作成。  
 2. 商業銀行4社は、コメリカ、ワコピア、USバンコープ、ウェルズ・ファージ。  
 投資銀行7社は、メリルリンチ、チャールズシュワブ、ベアースターズ、モルガンスタンレー、イー・トレード・ファイナンシャル、ゴールドマン・サックス・グループ、リーマン・ブラザーズ・ホールディングス。  
 総合金融サービス機関3社は、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン・チェース&カンパニー。  
 貯蓄・住宅抵当金融機関7社は、ファニー・メイ、フレディ・マック、ソブリン・バンコープ、ワシントン・ミューチュアル、カントリーワイド・ファイナンシャル、ハドソン・シティ・バンコープ、MGICインベストメント。  
 3. 株価は07年初を100として指数化。

第1-4-9図 米国金融機関のCDSスプレッド

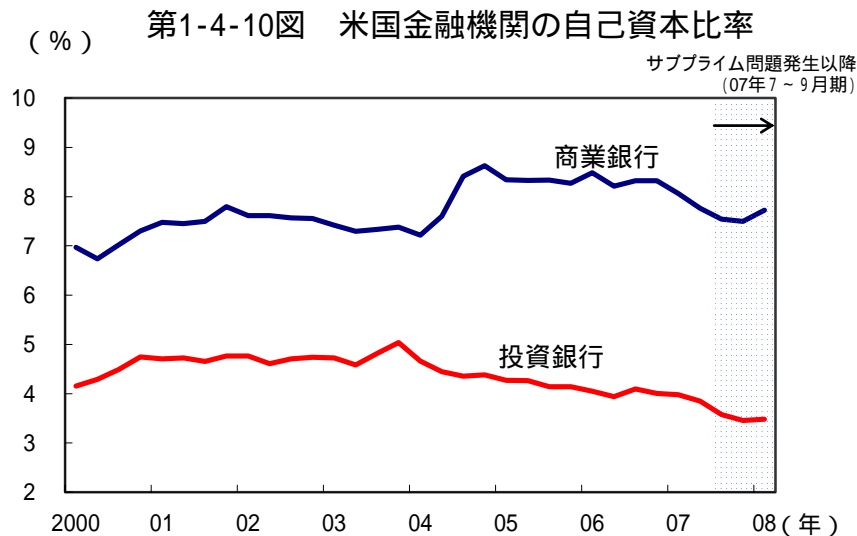


- (備考) 1. ブルームバーグより作成。  
 2. 商業銀行は、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン、ワコピア、ウェルズ・ファージ。  
 投資銀行は、メリルリンチ、ベアースターズ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ。  
 3. クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)スプレッドとは、貸付債権のデフォルトに対する保証契約取引(デフォルトスワップ)の際に、買手が売手に対して支払うプレミアム。

こうしたなか、現段階では、金融機関による信用収縮の懸念はまだ完全には払拭されていない。金融機関の自己資本比率は、傘下のオフバランス運用機関(SIV)の資金繰り悪化を背景に運用資産の買取りを迫られたことなどによって意図せざる資産の拡大がみられたことや、サブプライム住宅ローン問題に絡む損失発生によって、07年まで低下傾向がみられたが、08年1～3月期には商業銀行では上昇し、投資銀行も横ばいとなった(第1-4-10図)。今後、金融機関において、自己資本比率の回復を目指す動きやレバレッジを解消する動きが進めば、追加損失の発生による自己資本の毀損が低く抑えられたとしても、資産圧縮へのインパクトは増幅される可能性もある<sup>53</sup>。金融機関における損失発生状況やそれを受けた自己資本の毀損、レバレッジの動向等

<sup>53</sup> Greenlaw, Hatzius, Kashyap, and Shin (2008)

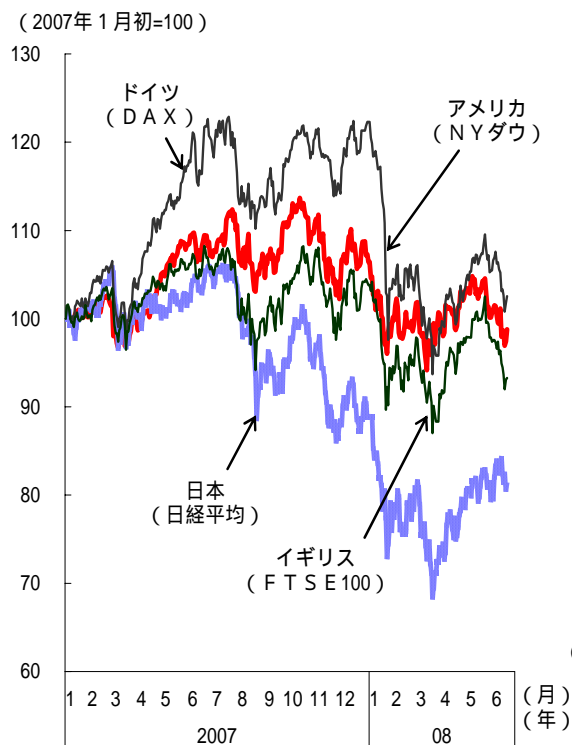
には引き続き注視が必要である。



- (備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. 自己資本比率は、自己資本（優先株式、少数株主持分、資本金・払込剰余金、剰余金の合計）の総資産（負債＋資本）の比率で算出。  
3. 商業銀行は、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン・チェース、ワコピア、ウェルズ・ファーゴが含まれる。  
投資銀行は、メリルリンチ、ベアー・スターンズ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズが含まれる。

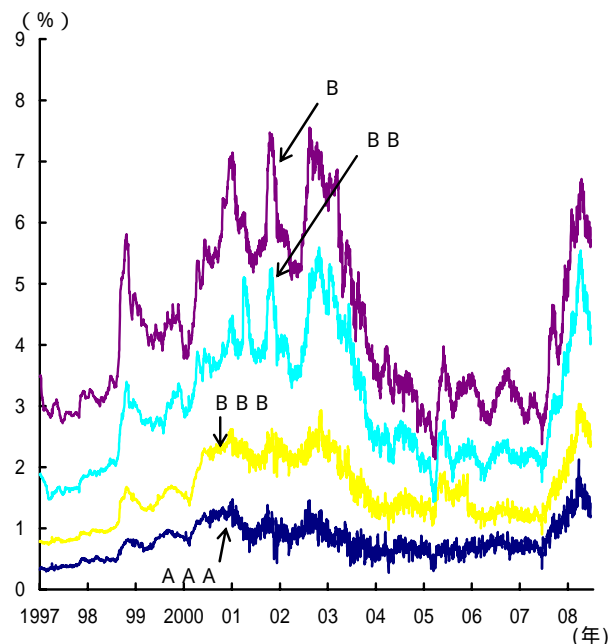
こうした金融機関による信用収縮懸念に加え、金融資本市場における信用リスクが見直された結果、投資家は資金を株や社債といった比較的风险の高い商品から国債等の安全資産にシフト（いわゆる「質への逃避」）させたため、株価は下落し、格付けの低い社債等を中心にスプレッドが拡大した（第1-4-11、12図）。このことは、企業の株式や債券等の発行による資金調達により困難になるに伴って、金融機関による貸出しへの依存を高めることを意味しており、金融機関の財務状況の変化による企業の資金調達に与える影響がより高まっている可能性を示唆している。

第1-4-11図 主要国の株価の推移



(備考) ブルームバーグより作成。

第1-4-12図 社債スプレッドの推移



(備考) 1. ブルームバーグより作成。

2. 社債スプレッド = 10年社債金利 - 10年米国債金利。

## 金融資本市場全体への波及

サブプライム住宅ローンというアメリカの住宅ローン市場の一部で始まった今回の危機は、投資家心理の冷え込みや複雑な信用取引の連鎖等を通じて、金融資本市場全体に幅広く波及した。その主な波及経路は以下のものが挙げられる。

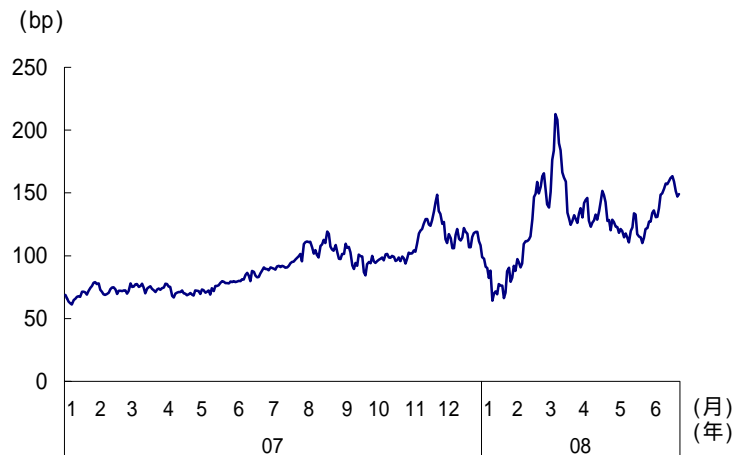
### (i) 証券化商品全体に対する信頼低下

サブプライム住宅ローンに関連したRMBSやCDOの価格下落は、原資産に対する信頼の低下だけでなく、証券化によるリスク分散効果そのものに対する評価の見直しや証券化商品の格付けに対する疑念ももたらした。その結果、サブプライム住宅ローンとは関係のないプライム住宅ローンや商業不動産向けローン、企業向け貸出し等を原資産とする証券化商品についても、原資産自体のパフォーマンスには大きな問題がないにもかかわらず、証券化商品への投資が手控えられ、価格が下落するなど影響が波及した。

特に、ファニー・メイやフレディ・マックといった政府支援機関 (Government-Sponsored Enterprises) が発行した証券化商品は、もともとはリスクの低い安全資産として位置付けられ、金融機関同士の取引における担保としても活用されてきたが、投

資家の証券化商品に対する慎重な態度やG S Eの財務状況の悪化等を反映して、08年に入って急速に需要が落ち込んだ。G S E発行のR M B Sの国債金利に対するスプレッドは08年2月以降急速に拡大したことから、担保価値の低下によって金融機関の資金調達能力が低下するなど、大きな影響をもたらしたと考えられる（第1-4-13図）。

第1-4-13図 G S E発行M B Sの対米国債スプレッド



- (備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. 政府系金融機関ファニー・メイが発行する住宅モーゲージ担保証券(M B S)の米国債金利に対するスプレッド。

## (ii) L B O市場への資金流入の縮小

サブプライム住宅ローン問題の影響は企業向けローン市場にも波及し、特に高利回り・高レバレッジのローン(レバレッジド・ローン)市場において資金流入の縮小がみられた。

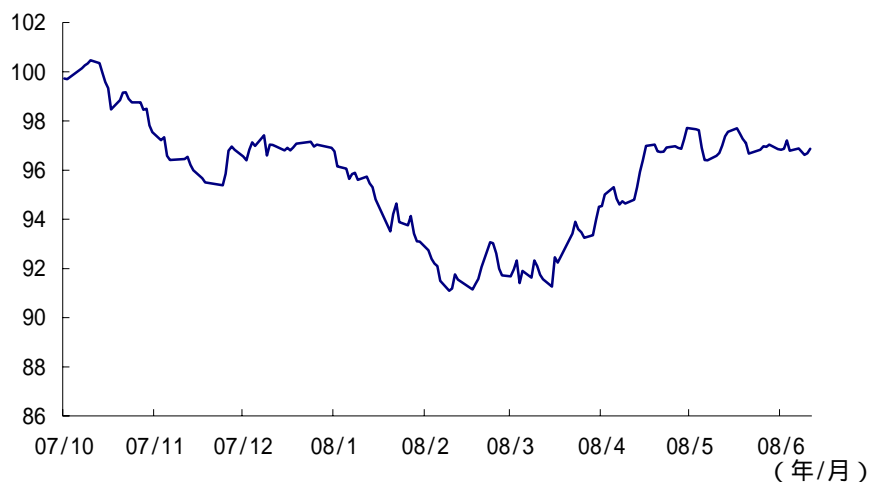
近年、レバレッジド・バイ・アウト(L B O)<sup>54</sup>向けの融資が拡大してきたが、その背景にはサブプライム住宅ローンと同様のビジネスモデル(Originate-to-Distribute Model)に基づき、レバレッジド・ローンのセカンダリー市場における転売もしくは証券化の進展があったと考えられる。また、借手における財務指標に係る目標水準の維持等の財務制限条項が緩和されたローン(コベナンツ・ライト)が普及するなど、融資基準の緩和もL B O融資の拡大を後押ししたとの指摘もあり、一部にリスク評価の緩みがみられた点もサブプライム住宅ローンと類似している。

このため、サブプライム住宅ローン問題が発生すると、投資家はL B O融資におけるリスク評価も見直し始め、セカンダリー市場におけるレバレッジド・ローンの取引やその証券化商品であるC L O(Collateralized Loan Obligations)への投資を手控える動きが広がった。これによって、レバレッジド・ローンの転売価格等が下落し、L B

<sup>54</sup> 被買収企業が将来生み出すキャッシュフローを担保とした資金調達に基づく企業買収

〇融資に多くかかわってきた金融機関において損失を膨らますことになったため、サブプライム住宅ローン問題をさらに複雑かつ深刻化させる要因となっている（第1-4-14図）。また、LBO融資を手控える動きが広がるにつれて、M&A件数も減少するなど、これまで活況を呈していたM&Aブームの停滞ももたらしている。3月後半以降はレバレッジド・ローンの価格指数は持ち直しているが、信用リスクの高まりによって再び下落に転じる可能性もあるため、引き続き注視が必要である。

第1-4-14図 LCDX 指数の推移



（備考）1. Markitより作成。

2. LCDX 指数は、レバレッジド・ローンを参照債務とするクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）100銘柄を指数化したもの。

### （iii）モノラインの格下げを通じた地方債市場やCDS取引市場への波及

サブプライム住宅ローンは、様々な主体がかかわる中でリスクを広く分散して保有することで普及したが、その信用補完の重要な役割を担ったのが最高格付けを保持してきたモノラインと呼ばれる金融保証専門会社である。モノラインは、地方債を中心に保証業務を行ってきたが、1980年代半ば以降、RMBSやCDOといった証券化商品の保証業務にも進出した。06年末時点で、モノラインによる保証残高は全体で2兆2,000億ドルに達し、そのうち60%が地方債等の公的債券の保証であったが、証券化商品の保証も全体の26%である6,000億ドルに及んでいる<sup>55</sup>。証券化に際して高格付けのモノラインから保証を得ることは、証券化商品の発行コストの低下、市場流動性の向上、さらには商品自体の格付けの上昇等のメリットがあったと考えられる。

しかし、サブプライム住宅ローンの延滞、デフォルトが増え始めると、証券化商品

<sup>55</sup> FRB統計によれば、アメリカにおける06年末時点の証券化商品の発行残高は約7.9兆ドルとされていることから、モノラインによる証券化商品の保証がついたものは全体の約8%という推計が得られる。また、日本政策投資銀行（2004）によると、2003年時点で、モノラインによる保証はアメリカの資産担保証券市場の約20%までに達しているとの推計もある。

の保証引受けによってモノラインにも損失が及ぶ懸念が高まった。Smith and Green (2008)が行った07年9月末時点における大手モノライン5社の証券化商品の保証引受残高とその予想損失の推計をみると、RMB Sの保証引受残高が1,055億ドル(うちサブプライム住宅ローン関連が240億ドル)、C D Oの保証引受残高が968億ドルとなっており、それによる予想損失(税引後)はそれぞれ77億ドル、110億ドル、合計187億ドルとされている。この損失額はモノラインのリスク調整後余裕資本(07年12月末150億ドル)を超過する規模であったことから、07年末以降、格付け会社によるモノラインの格下げ懸念が高まり、実際、一部の大手モノラインで格下げが行われた。

モノラインの格下げは、投資家の証券化商品離れをさらに加速させるだけでなく、証券化とは関係のない地方債や社債等、モノラインが保証していた金融商品にも影響が波及することとなり、それらの格付けの引下げや価格下落が懸念されるようになった。特に、地方債の格下げは、地方政府の資金調達コストを上昇させるだけでなく、地方債を保有する金融機関においてもさらなる損失を発生させ、金融機関の信用収縮をもたらす可能性を高めることになる。I M F (2008a)の試算によれば、モノラインの格下げの程度によるものの、それにより金融機関が被る損失は600~900億ドルに達すると推計されている。

また、モノラインはC D S取引市場において、ヘッジファンドと同様に、プロテクションの売り手として役割を担ったが、モノラインの格下げや財務状況の悪化等によって、そのプロテクションの価値の低下をもたらし、買手のバランスシート上でC D S取引の評価減計上につながった。

このようにモノラインの格下げや財務状況の悪化は、証券化市場を越えて様々な金融市場に混乱を広げることとなった。このため、モノライン問題が顕在化し始めると、米政府当局や金融機関も協調してモノラインの救済に乗り出し、資本増強や証券化商品の保証業務の分離等の対策が進められている。

## 2. アメリカへの資金流入の変化

### アメリカ向け資金流入の減速と安全志向の高まり

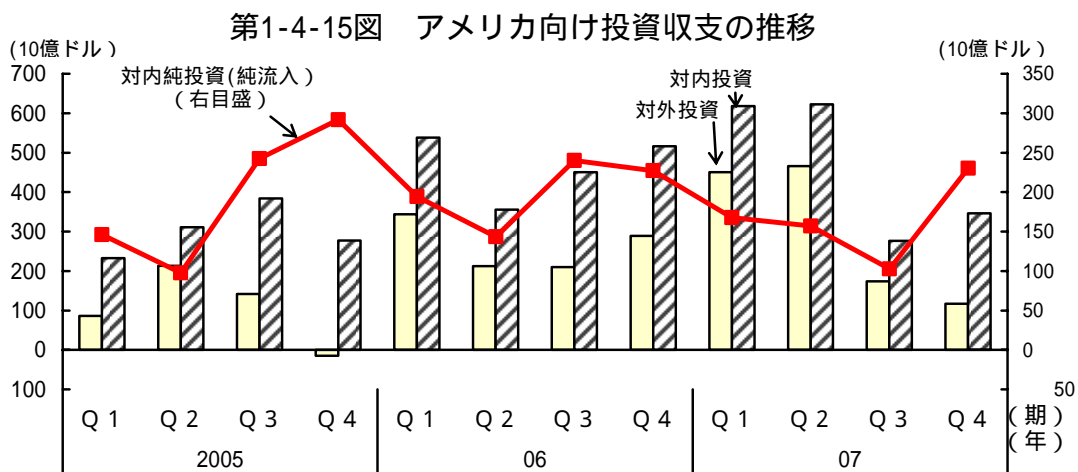
ここでは、サブプライム住宅ローン問題の発生がグローバルな資金フローにどのような影響を与えたのか、アメリカ向け投資収支の動きを中心に考察する。

アメリカへの資金流入は、第1節でみたとおり、これまで債券投資を中心に増加してきた。その中には、ヨーロッパを始めとする海外の金融機関によるサブプライム住宅ローン関連の証券化商品の購入も含まれており、アメリカへの資金流入の増加に寄



与した。しかし、サブプライム住宅ローン問題が発生すると、それらの需要は大きく減少し、アメリカへの資金流入の鈍化をもたらしていると考えられる。

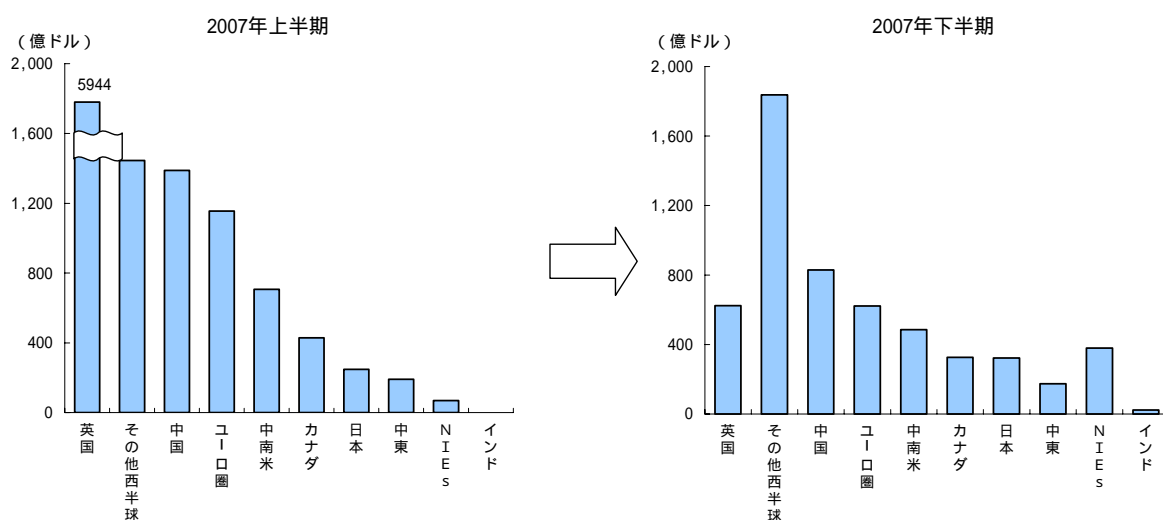
まず、アメリカの投資収支の動向をみると、ネットでみたアメリカ向け純投資は07年7～9月期にやや縮小したが、同年10～12月期には持ち直しており、ならしてみると07年前半に比べて純流入額の大きな変化はみられない(第1-4-15図)。しかし、資金フローの動きをグロスでとらえると、対内投資、対外投資はともに07年後半に鈍化しており、サブプライム住宅ローン問題が発生してからのグローバルな資金フローの変化を示唆している。そこで、以下では07年におけるグロスでみた投資収支の動向を掘り下げて考察する。



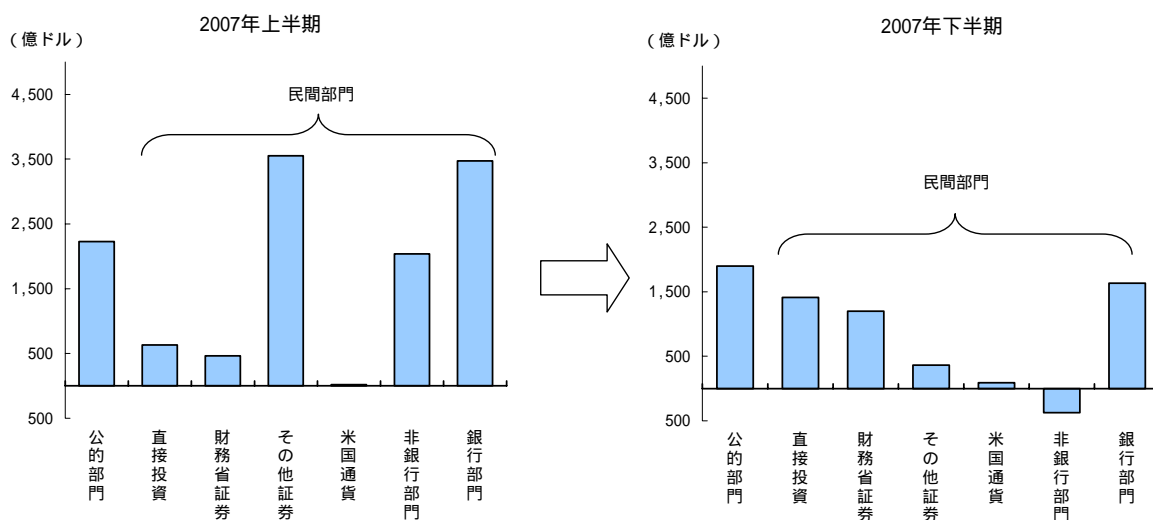
(備考) アメリカ商務省より作成。

対内投資の07年上半期と下半期の変化をみると、投資形態別では、これまで活発であった其他証券への資金流入が大きく落ち込んだことが分かる(第1-4-16図)。またアメリカの非銀行部門や銀行部門への貸出しも大きく鈍化しており、先にみたようにサブプライム住宅ローン問題の発生を境に信用リスクが高まったことが、グローバルな資金の貸出しを停滞させたものと考えられる。その一方で、財務省証券への資金流入は若干ではあるが増加しており、資金が安全資産にシフトしたことが示唆される。

第1-4-16図 2007年のアメリカへの資金流入  
 (1) 主要国・地域別にみたアメリカへの資金流入の変化



(2) 部門別にみたアメリカへの資金流入

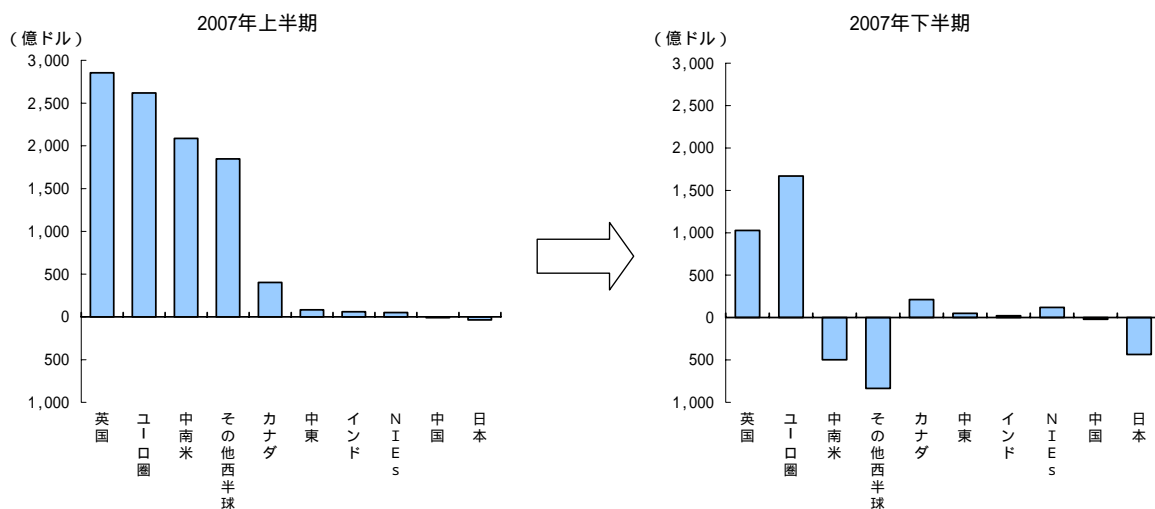


(備考) アメリカ商務省より作成。

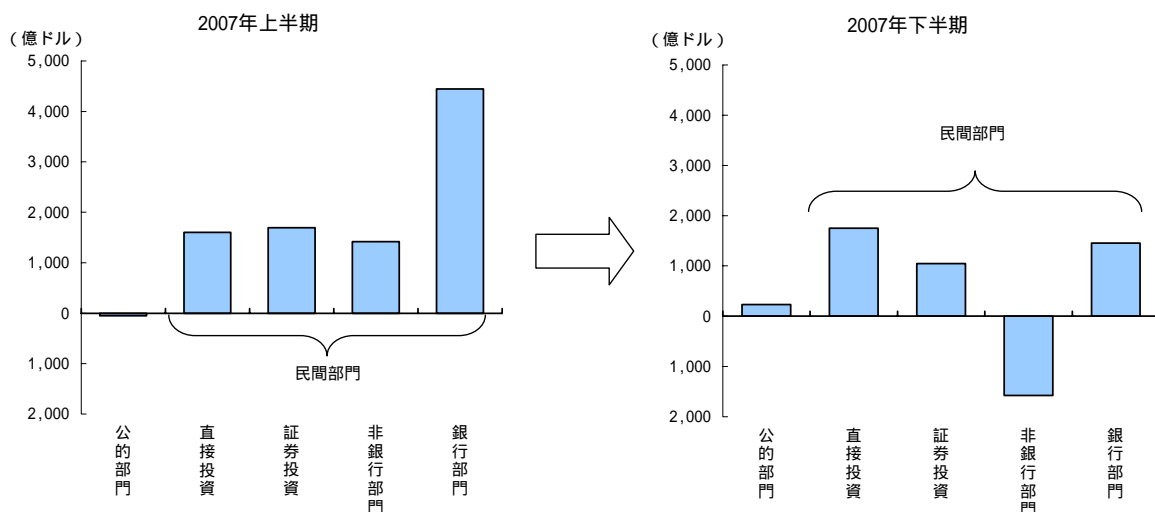
国・地域別にみると、これまで英国から大量の資金が流入してきたが、07年下半期には大きく落ち込んでいる。同様に、ユーロ圏からの資金流入も鈍化しており、これまで拡大してきた欧米間の資金フローに変化がみられている。オフショア市場を含むその他西半球からの資金流入については、07年下半期にかけてむしろ増加しているが、詳細にみると、その他証券への資金流入は下半期には資金の引揚げに転じたものの、銀行部門への貸出しが2倍以上に増加したことが影響している。その他、中国や中南米からの資金流入も鈍化しており、新興国からアメリカへの資金流入にも影響が出ている。

一方、アメリカからの対外投資は、ヨーロッパ向けの資金フローが鈍化するとともに、中南米やその他西半球への資金フローが資金の引揚げに転じている（第 1-4-17 図）。投資形態別にみると、非銀行部門に対する融資の引揚げが生じたほか、銀行部門に対する融資も大きく落ち込むなど、アメリカからのグローバルな貸出しも大きく後退していることが分かる。

第1-4-17図 2007年のアメリカからの資金流出  
 (1) 主要国・地域別にみたアメリカからの資金流出の変化



(2) 部門別にみたアメリカからの資金流出

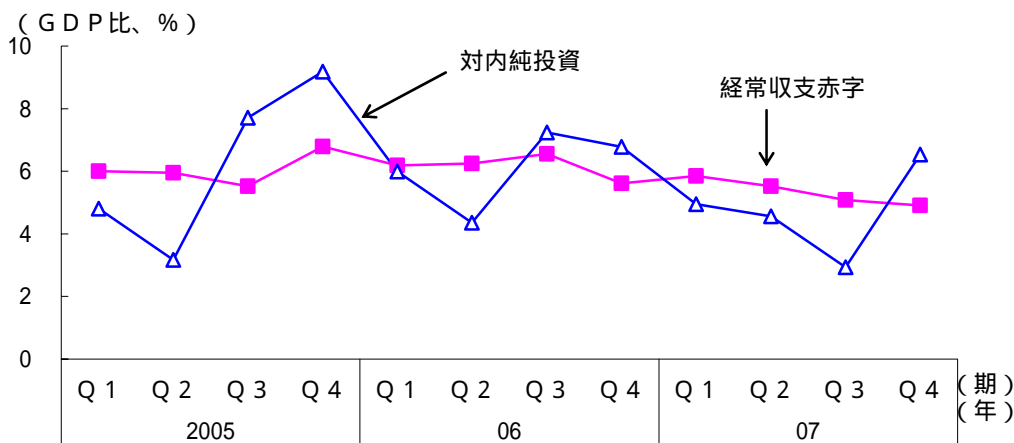


(備考) アメリカ商務省より作成。

こうした投資収支の変化の裏側で、アメリカ経済の減速を受けて経常赤字も07年4～6月期以降、GDP比で縮小している（第1-4-18図）。引き続き悪化している財政赤字には留意が必要であるが、今後、アメリカ国内の消費や投資が大きく減速する中で、貯蓄・投資バランスが改善に向かう可能性もある。こうした動きは、第1節で取

り上げたグローバル・インバランスを一部是正するものと考えられる。

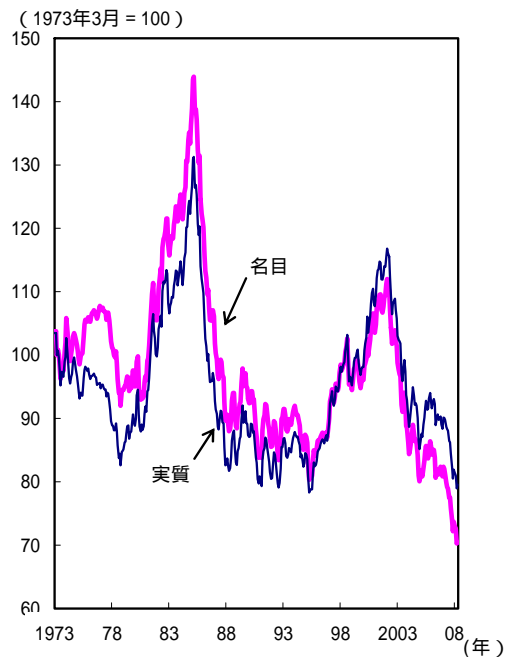
第1-4-18図 アメリカの経常収支赤字、対内純投資の推移



(備考) アメリカ商務省より作成。

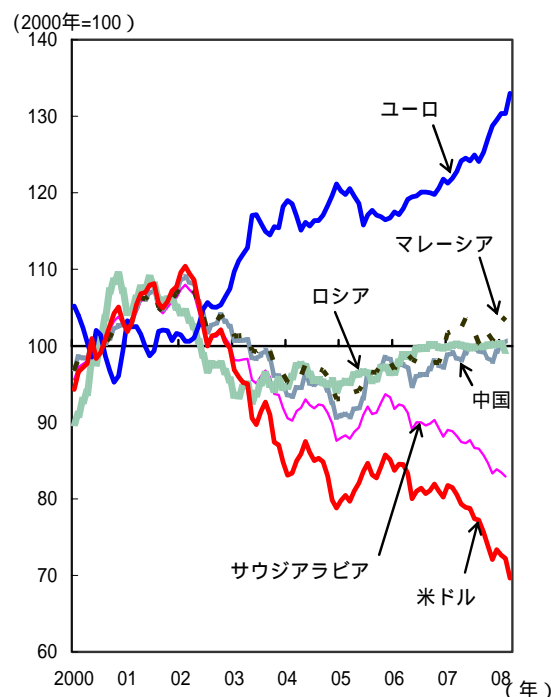
アメリカにおける経済見通しの悪化、大幅な政策金利の引下げ、さらにはアメリカへの資金流入の鈍化等によって、ドル安が進行しており既に歴史的な水準まで減価している(第1-4-19図)。こうした為替レートの調整は、サブプライム住宅ローン問題によって生じたドル資産に対する需要の減少等、資金フローの変化に起因するものであり、市場による調整局面において避けることはできない。ただし、IMF(2008)等で指摘されているとおり、高水準の経常黒字を生み出している新興国の一部では、引き続き固定的な為替レートの運営スタンスを維持しており、名目実効レートでは横ばいまたは減速傾向で推移している(第1-4-20図)。このことは、新興国の為替レートがユーロ等ほかの先進国通貨に対し減価していることを意味しており、新たなインバランスをもたらす可能性を示唆している。このため、新興国の経常黒字とそれによる外貨準備の蓄積というグローバルな資金フローを生み出した構造が引き続き維持されていると考えられる。さらに、以下にみるようにドル安等による資源価格の上昇を通じて資源国の余剰資金も増加していると考えられ、グローバルな資金フローの供給量自体はむしろ拡大している可能性もある。

第1-4-19図 米ドル実効レート推移



(備考) 1. FRBより作成。  
2. 国外で広く流通している主要通貨 (Major currency) に対する実効レートを使用。

第1-4-20図 新興国の名目実効為替レート



(備考) IMFより作成。

### 3. 商品市場への資金流入とインフレリスク

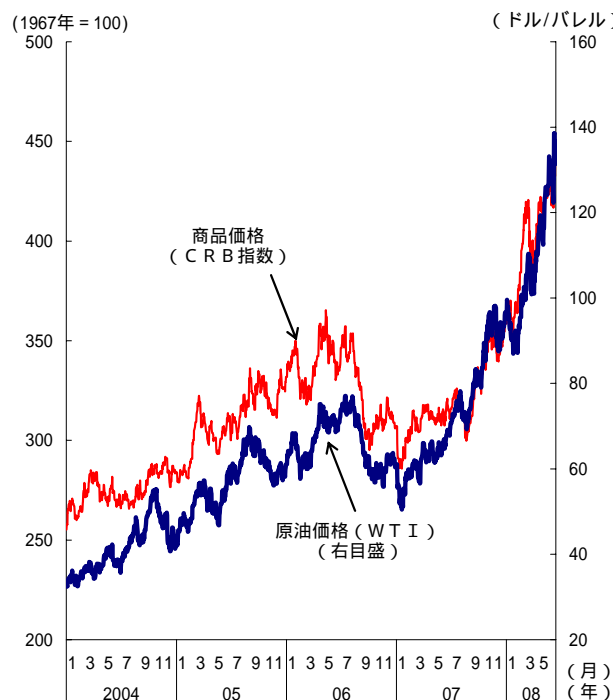
これまでグローバルな資金フローが拡大する中でも物価は比較的安定して推移してきたが、足元では、世界中の多くの国でインフレリスクが高まっている。背景には、エネルギー価格や食品価格の上昇が共通の要因として挙げられるが、これにはサブプライム住宅ローン関連の金融市場に流入していた投機マネーが商品市場へと流入していることも影響していると考えられる。以下では、国際商品市況の動向とその影響について考察する。

#### 一次産品価格の高騰

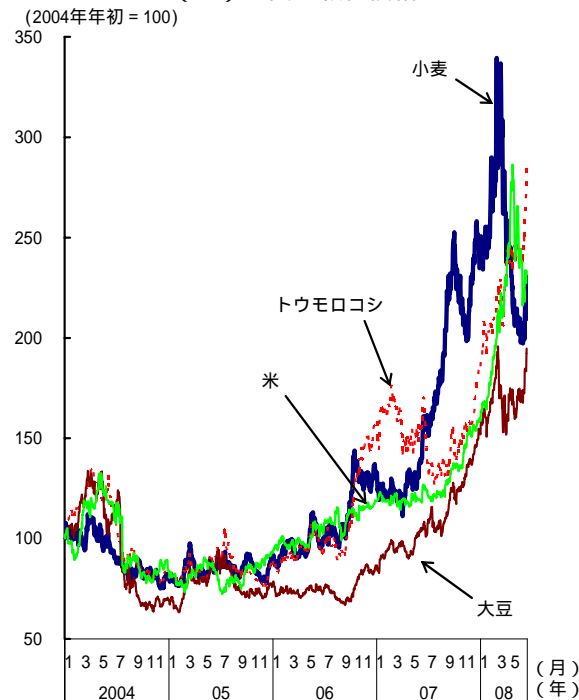
サブプライム住宅ローン問題が深刻化した07年後半以降、原油、貴金属、穀物等、一次産品の商品市況が歴史的な水準まで高騰している。例えば、原油価格については、代表的指標銘柄であるWTI (ウェスト・テキサス・インターメディアイト) 先物価格が、08年1月に100ドル/バレルを超え、6月には一時、日々の終値でも過去最高水準の140ドル台/バレル近くまで上昇した。その他の商品価格についても、金、小麦、大豆、トウモロコシ、コメ等、いずれも08年に入って史上最高値を更新している(第1-4-21図)。

## 第1-4-21図 国際商品価格の推移

(1) 原油価格と商品価格



(2) 主要な穀物価格



(備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. 商品価格指数はロイター・ジェフリーズ C R B 指数に基づく。各穀物価格はシカゴ商品取引所の中心限月先物価格に基づく。

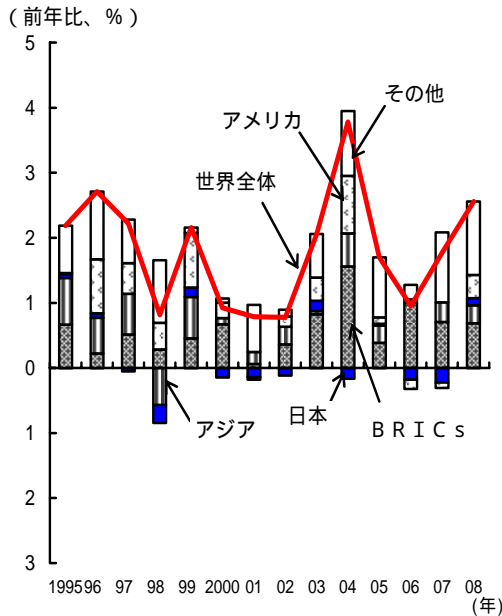
### 商品市場の需給と投機マネーの流入

こうした国際商品市況の高騰の背景には、新興国の経済成長等による世界的な需要の増加に対し、供給能力の向上が十分でないといった構造的な需給要因に加え、金融資本市場の変動を受けて、これまでサブプライム住宅ローン関連の証券化商品等に向かっていった投機マネーが安全志向を強め商品先物市場に流入していることも商品市況の変動を増幅していると考えられる。以下、これらの要因について考察する。

まず、世界の原油需要は 03 年以降大幅に増加しており、05～06 年はやや伸びが鈍化したが、07 年には再び増加ペースが加速している(第 1-4-22 図)。国・地域別にその増加寄与をみると、B R I C s 諸国やアジア諸国等の新興国の需要増が半分以上を占めている。これに対して、原油生産の伸びは 05 年以降鈍化しているほか(第 1-4-23 図)産油地域での暴動の発生等の地政学的リスクも供給不安をもたらしている。また、O P E C 諸国では、過去の原油価格の下落局面で生産能力の増強を手控えてきたことなどが影響し、余剰生産能力が 1990 年代は 80 年代と比べて大きく低下し、2000 年代に入っても低水準で推移している。こうした需給要因が原油価格の上昇要因の一つとなっている。

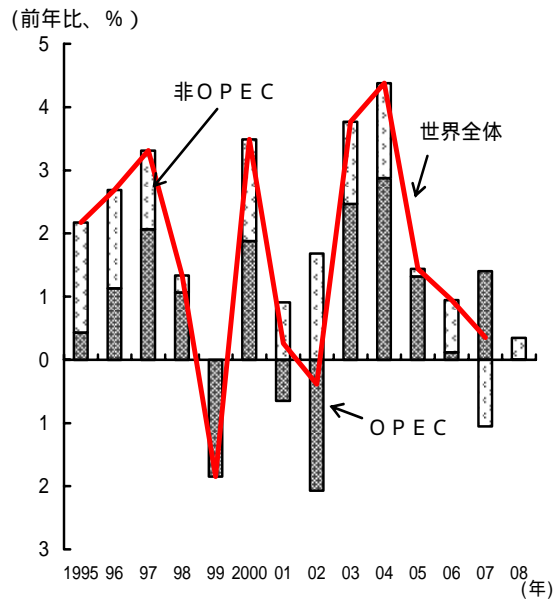


第1-4-22図 原油需要の変化



(備考) 1. I E A “OIL MARKET REPORT” による。  
2. 08年は推定値。  
3. アジアは日本、中国、インドを除く。

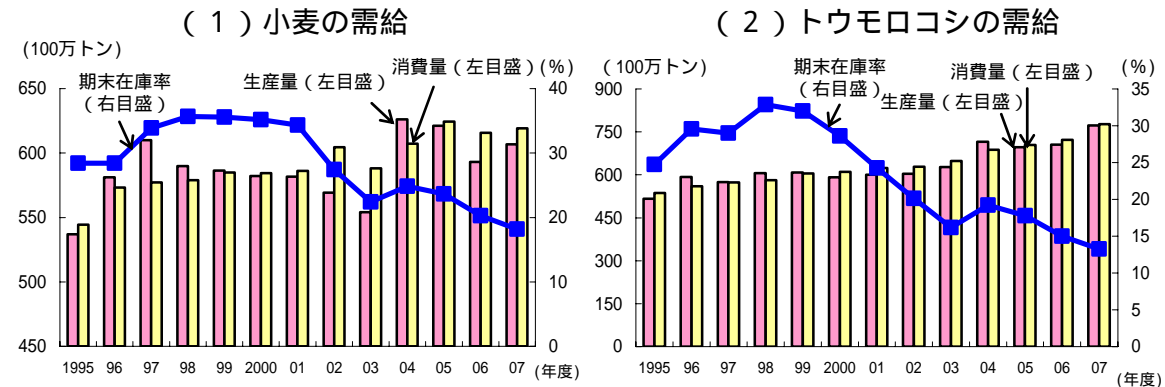
第1-4-23図 原油生産の変化



(備考) 1. I E A “OIL MARKET REPORT” による。  
2. 08年は推定値。ただし、OPECの生産量について08年の推定値は作成されていない。

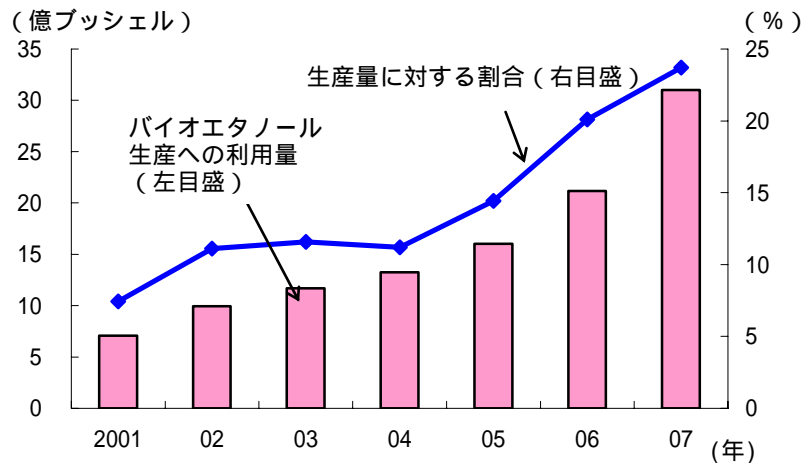
小麦、トウモロコシ等の穀物市場においても、原油と同様に、生産量を上回る消費量の増加が続いており、それぞれ期末在庫率が2000年代を通して低下傾向で推移している(第1-4-24図)。こうした構造的な需給要因に加えて、06年のオーストラリアの干ばつの影響による小麦生産量の減少といった天候要因や、アメリカやブラジル等のバイオエタノール支援政策等を背景に、大豆や小麦等からサトウキビ、トウモロコシへと転作が進んだり、トウモロコシの生産量の中でもバイオエタノール生産に利用される割合が高まっていること(第1-4-25図)なども、各穀物の価格上昇の要因となっている。

## 第1-4-24図 穀物価格高騰の背景



(備考) 1. アメリカ農務省より作成。  
2. 07年度は推定値。

## 第1-4-25図 アメリカにおけるトウモロコシのバイオエタノール生産への利用



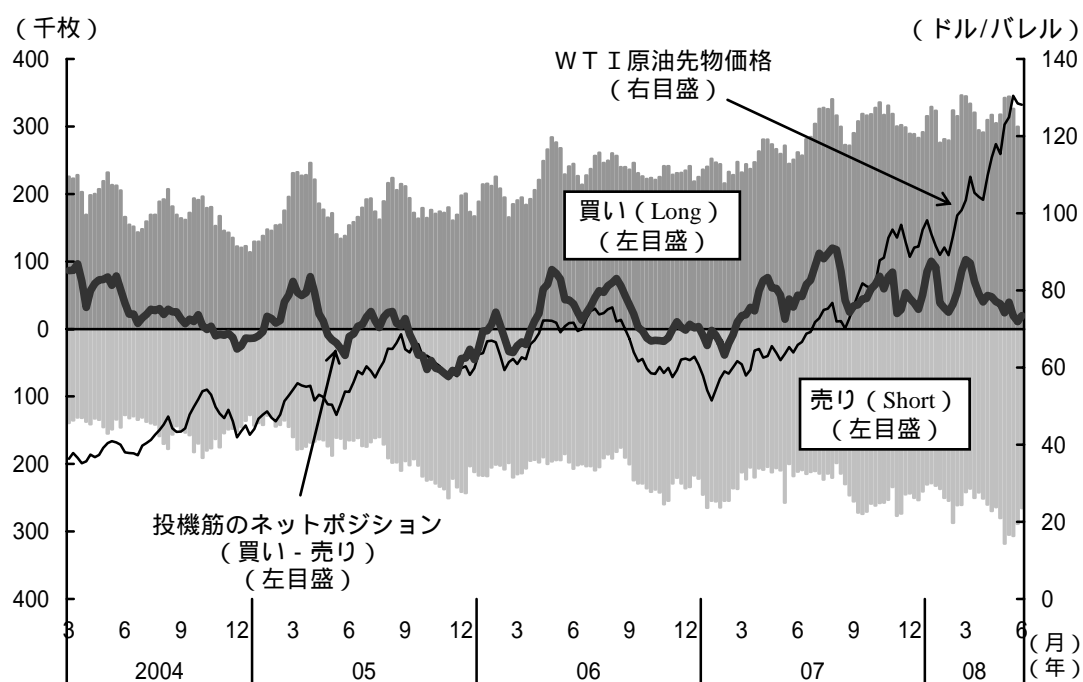
(備考) 1. アメリカ農務省より作成。  
2. 07年は推定値。バイオエタノール生産への利用量は、トウモロコシの消費量のうち燃料アルコール (Fuel alcohol) 用利用量のデータに基づく。

こうした需給要因等に加え、金融資本市場の変動によって、これまで証券化市場やデリバティブ市場等に流入していたグローバルな資金が、新興国等における資源需要の高まりの中で安定した収益を望める商品先物市場に流入したことも国際商品市況の高騰の背景となっている。特に、ドル安の進行によって商品価格が割安になっていることなど<sup>56</sup>が、こうした投機マネーの流入に拍車をかけている。実際に、商品先物市

<sup>56</sup> IMF (2008b) では、ドルの名目実効レートがドルベースの商品価格の上昇をもたらすとしており、その経路として、(1)通常、国際商品はドル建てで取引されるため、ドル安はドル以外の通貨圏の需要者にとって商品価格を割安にするため需要増をもたらすことや、供給側でドル以外の通貨圏の供給者の収益を圧迫するため価格上昇圧力が発生すること(購買力・コストのチャンネル)、(2)ドル安はドル建て金融資産の外国通貨に換算した収益率を引き下げ、またアメリカにおいてインフレ圧力を高めることで実物資産の魅力を高めること(資産チャンネル)、(3)ドル安はドルペッグ制をとっている国等で金融緩和につながり、金利低下や流動性の増加によって国際商品の

場の出来高は07年以降急速に増加しているほか、原油先物市場やトウモロコシ先物市場等では、投機筋による先物契約において「買い（ロング）」が「売り（ショート）」を上回って推移している（第1-4-26図）。また、ニューヨーク原油先物市場の規模は、2008年2月末時点で約1,500億ドル程度との試算もある<sup>57</sup>が、これはアメリカでのRMB Sの発行残高が07年末で約6兆ドルであることと比較すると非常に小さな規模であることから、他の金融資本市場からの資金流入によって原油の先物価格が大きく変動する可能性を示唆している。

第1-4-26図 原油先物市場における投機筋のポジション



（備考）C F T C（アメリカ商品先物取引委員会）より作成。

商品先物市場での価格については、例えば、米国内での原油の現物取引価格がWTI先物価格を参照して決定される<sup>58</sup>など、現物取引における価格決定のベースとなっていることから、先物価格の高騰はエネルギーや食品の現物価格の上昇へと波及するため注視が必要である。

需要が高まること、等を挙げている。

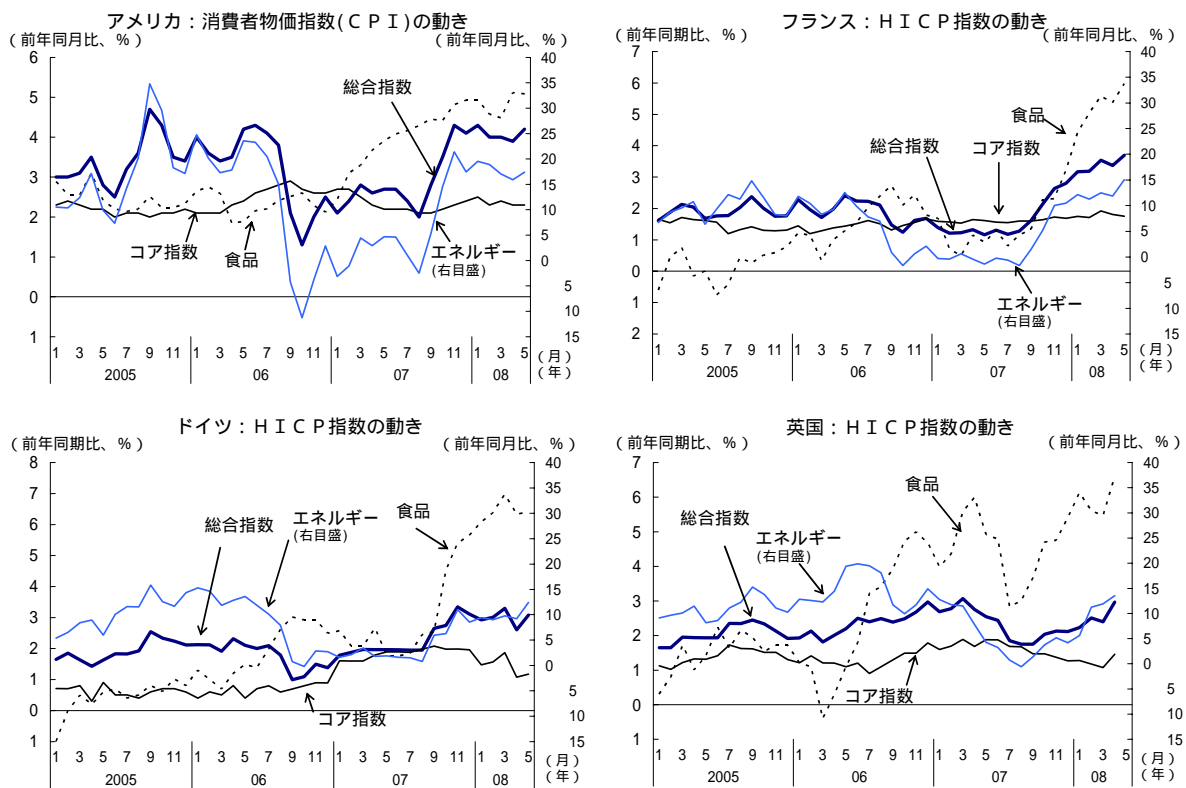
<sup>57</sup> 『平成19年度エネルギーに関する年次報告書』参照。

<sup>58</sup> 世界の原油取引は、消費地ごとにアジア、北米及びヨーロッパという三つの市場が形成されている。アジア市場では流通する原油の大部分を中東産原油が占めているため、ブラツ社の発表するドバイ原油およびオマーン原油の価格が基準価格となっている。北米市場では、ニューヨーク商業取引所（New York Mercantile Exchange：NYMEX）で取引されているWTI先物価格が指標価格となっており、域内で流通しているほとんどの原油はWTI価格に連動して決定されている。ヨーロッパ市場では、ICE Futures Europeで取引されているIPEブレント原油先物の価格が参照されている（東京工業品取引所ホームページ参照）。

## 各国における消費者物価上昇率の上昇

こうした国際商品市況の高騰は、主要国の消費者物価に対し、上昇圧力となっている。アメリカやヨーロッパの主要国で、07年後半以降、消費者物価のうち食品価格やエネルギー価格の上昇が加速しており、消費者物価上昇率を押し上げる要因となっている。食品とエネルギーを除いたコア物価の上昇率については、足元で急上昇しているわけではないが、アメリカでは2%を超える水準まで上昇するとともに、フランスやドイツにおいても2%近辺まで高まるなど、影響が徐々に現れている(第1-4-27図)。

第1-4-27図 先進国の物価指数の推移



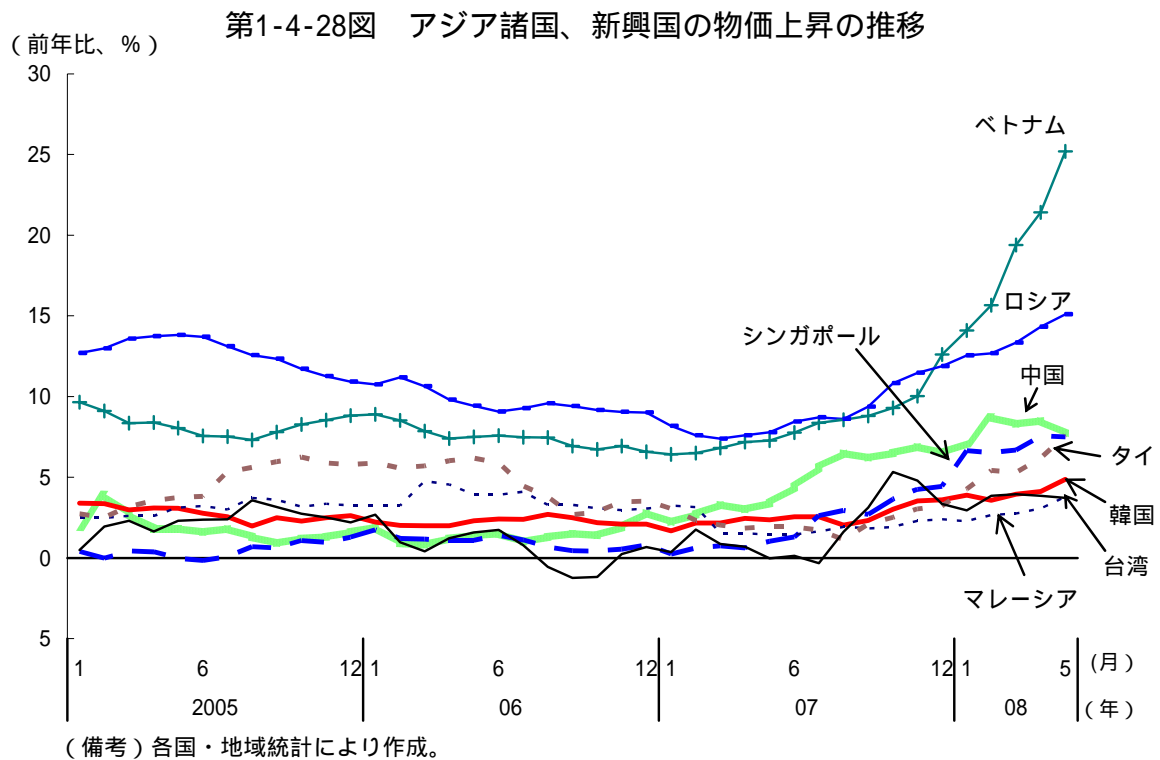
(備考) 1. アメリカ労働省、ユーロスタットより作成。  
 2. コア指数は、総合からエネルギー、食品を除いたもの。アメリカのコア指数にはアルコール及びタバコが含まれているが、ヨーロッパのコア指数には含まれていない。食品はアメリカ、欧州いずれもアルコール、タバコを除く食品。

国際商品市況の高騰は、韓国、シンガポール、ベトナム、ロシア等<sup>59</sup>においても、07年後半以降、消費者物価上昇率の顕著な上昇をもたらしている(第1-4-28図)。これらの国の多くでは、堅調に需要が拡大していることに加えて、消費全体に占める食品やエネルギーに関連した消費のウェイトが比較的高いとされていることから、国際

<sup>59</sup> 中国でも消費者物価上昇率は高まっているが、その主因は豚肉価格等の食品価格の高騰であり国内要因が大きく寄与していると考えられる(第2章第3節参照)。

商品市況の影響を受けやすい面もあると考えられる<sup>60</sup>（第 1-4-29 表）。また、これまで政府の燃料価格統制によってエネルギー価格の上昇を抑制している国も多くみられたが、価格統制の際に政府が交付する補助金の財政負担が高まっていることなどから、統制価格の引上げ、または、燃料価格統制の撤廃に向けた動き等も広がっている（第 1-4-30 表）。このため、国際商品市況の高騰が長期化すると、これらの国でもエネルギー価格への転嫁が本格化し、さらなる物価上昇につながるリスクもあるため注視が必要である。

このように、国際商品市況の高騰とそれによるインフレ懸念の高まりは、グローバルな資金フローが生み出した实体经济に対する新たなリスクとなっている。



<sup>60</sup> IMF (2008b) 参照

第1-4-29表 各国の消費者物価上昇率（2008年5月）

(%)

		アメリカ	ユーロ圏	英国	中国	韓国	台湾	シンガポール	タイ	マレーシア	日本
食品	上昇率	5.1	6.4	6.6	19.9	4.4	9.3	9.0	11.8	8.2	2.6
	ウェイト	13.8	15.8	10.9	33.2	14.0	26.1	23.4	39.7	31.4	18.9
エネルギー	上昇率	17.4	13.8	13.5	8.1 7.9	23.0 11.0	15.0 1.6	7.5 18.7	21.4	0.9 1.5	6.7
	ウェイト	9.7	9.8	7.3	10.4(*) 13.2(*)	10.9(*) 4.4(*)	3.3 3.7	16.7(*) 21.3(*)	13.6	15.9(*) 21.4(*)	7.4
総合	上昇率	4.2	3.7	3.0	7.7	4.9	3.7	7.5	7.6	3.8	1.3

(備考) 1. 各国・地域統計より作成。

2. 上昇率は前年比。

3. 食品はアルコール飲料及びタバコを含まない。

4. アジア各国（除くタイ、日本）のエネルギー上昇率は、エネルギー関連項目を列挙している。

上段は「交通・通信」のうちの「燃料」（中国：「燃料・部品」、シンガポール及びマレーシア：「交通」）  
下段は「居住」のうちの「光熱費」。ただし、\*の付いたウェイトはエネルギー以外の項目も含むより広い分類による。

5. 英国は08年4月の数値。

第1-4-30表 アジア各国における燃料統制価格等の状況

中国	<p>現行、燃料価格を政府が統制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・07年11月1日、ガソリン及び軽油の出荷価格を各々約9%、10%引上げ。</li> <li>・08年4月、原油輸入関税の75%を石油会社に還付。</li> <li>・08年6月20日、ガソリン及び軽油の出荷価格を各々約17%、18%引上げ。</li> </ul>
台湾	<p>現行、燃料価格を政府が統制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・07年12月、石油製品価格を凍結。</li> <li>・08年5月28日、凍結を解除。石油製品を値上げ。</li> </ul>
タイ	<p>05年7月にエネルギー分野の統制価格制度を撤廃 (ガソリン価格は04年11月に自由化)</p>
マレーシア	<p>現行、燃料価格を政府が統制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・08年6月5日、ガソリン及び軽油の小売価格をそれぞれ41%、63%引上げ。一方で、小型・中型車の所有者に対し現金払戻を実施。</li> <li>・08年6月11日、年内は燃料価格を引き上げないことを閣議決定。</li> <li>・08年7月1日、マレーシア半島部での電力料金を引上げ予定。</li> </ul>
インドネシア	<p>現行、燃料価格を政府が統制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・08年5月、ジャカルタ特別州における補助金付き灯油の販売を中止。</li> <li>・08年5月24日、家庭・公共交通機関用の石油製品を一斉に値上げ(約28.7%)。今後、ガソリンについては、公定価格を数年かけて徐々に引き上げることで、最終的には補助金を廃止する方針。</li> </ul>
ベトナム	<p>現行、燃料価格を政府が統制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・07年11月、ガソリン価格を引上げ。</li> <li>・08年2月25日、ガソリン価格を引上げ。</li> <li>・08年3月27日、ベトナム首相、鉄道・航空・バスの運賃、水道料金、医療費などの生活必需品や公共サービスの価格を6月30日まで値上げしないことを明言。</li> </ul>
インド	<p>現行、燃料価格を政府が統制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・08年2月半ば、ガソリン及び軽油小売価格を約3~5%引上げ。</li> <li>・08年6月4日、ガソリン、軽油及びLPGの小売価格を約10%引上げ、輸入原油に係る関税等も引下げ。</li> </ul>

(備考) 各種資料より作成。



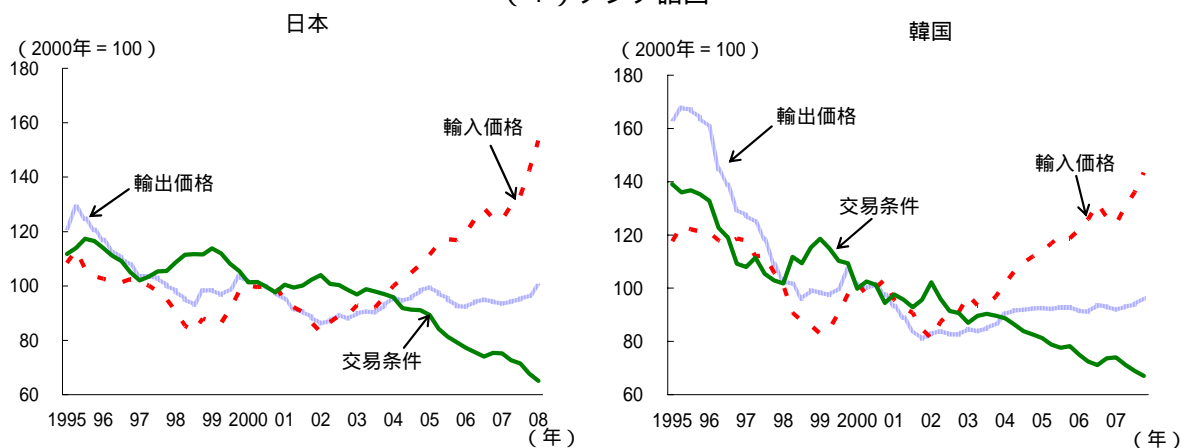
## 交易条件の変化をもたらす国際間の所得移転

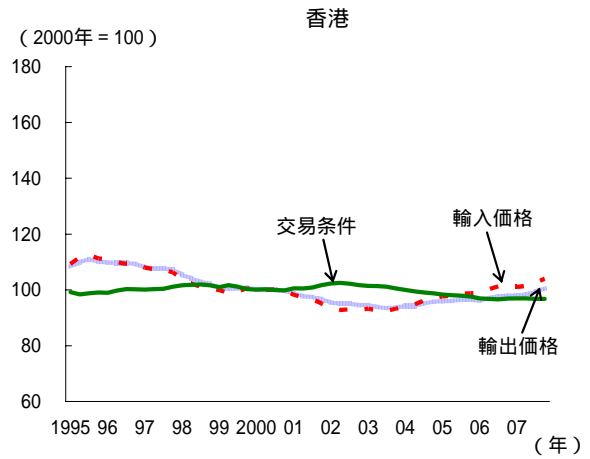
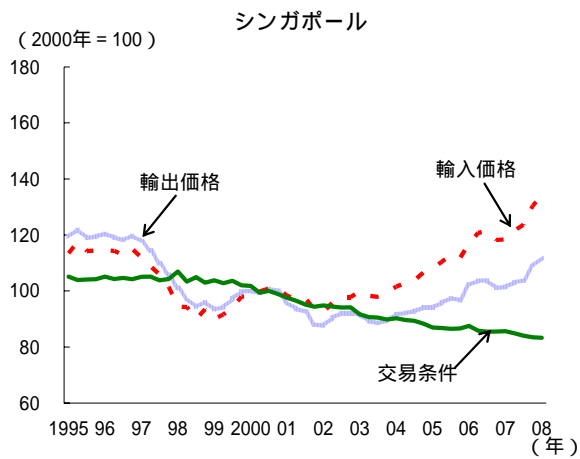
原油や穀物等の一次産品の価格上昇は、輸入国と輸出国との間で交易条件の変化を通じて、一般的には輸入国から輸出国へと実質所得の移転をもたらすこととなる。直感的にとらえると、貿易を輸出財と輸入財との交換と考えた場合、一次産品の輸入国にとって、一次産品価格の上昇は同じ量の輸出財と交換しうる一次産品の量の減少を意味することから、その減少分だけその国の実質所得が減少する。逆に、一次産品の輸出国では実質所得が増加するため、輸入国から輸出国への所得移転ととらえることができる。

まず、各国の交易条件の変化をみると、日本、韓国、シンガポール等では、2000年代に輸入価格が著しく上昇する一方、輸出価格の上昇は抑えられたことから、交易条件は悪化し続けている（第1-4-31図）。アメリカやヨーロッパでは、同じく輸入価格の上昇がみられたが、その動きとほぼ連動する形で輸出価格も上昇したため、交易条件は若干の悪化にとどまっている。一方、中東やオーストラリア、カナダ等の資源国をみると、輸入価格を大幅に上回って輸出価格が上昇したことから、交易条件が改善していることが分かる。

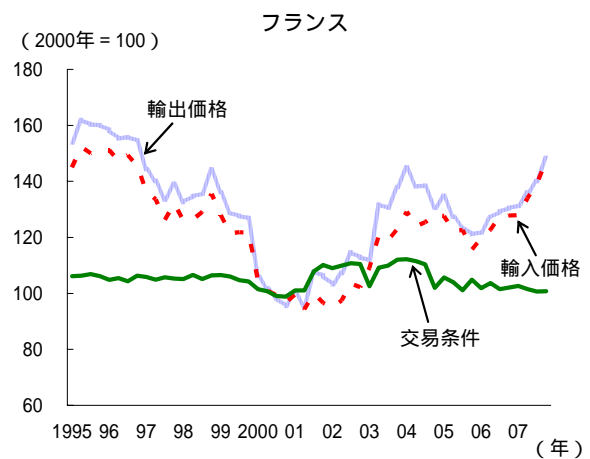
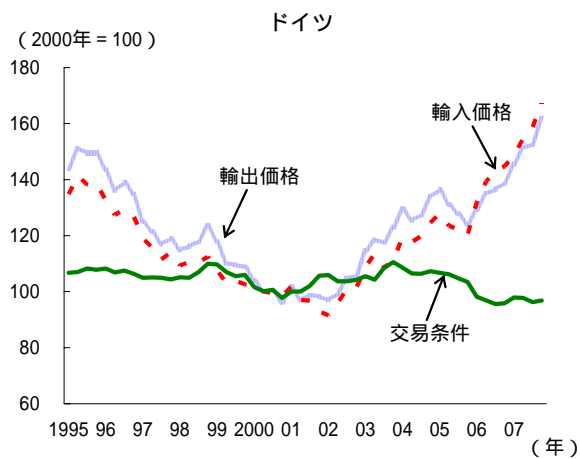
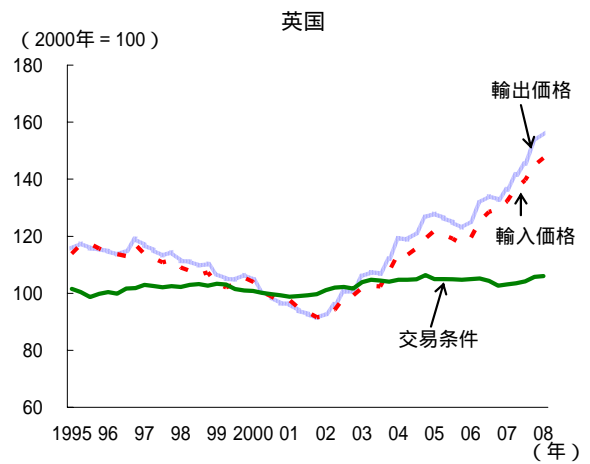
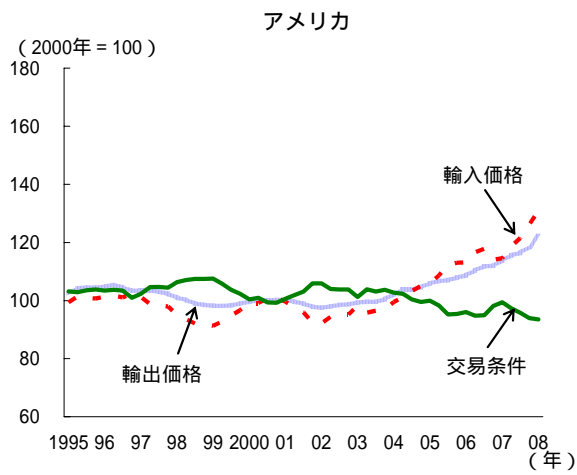
第1-4-31図 各国の交易条件の推移

(1) アジア諸国

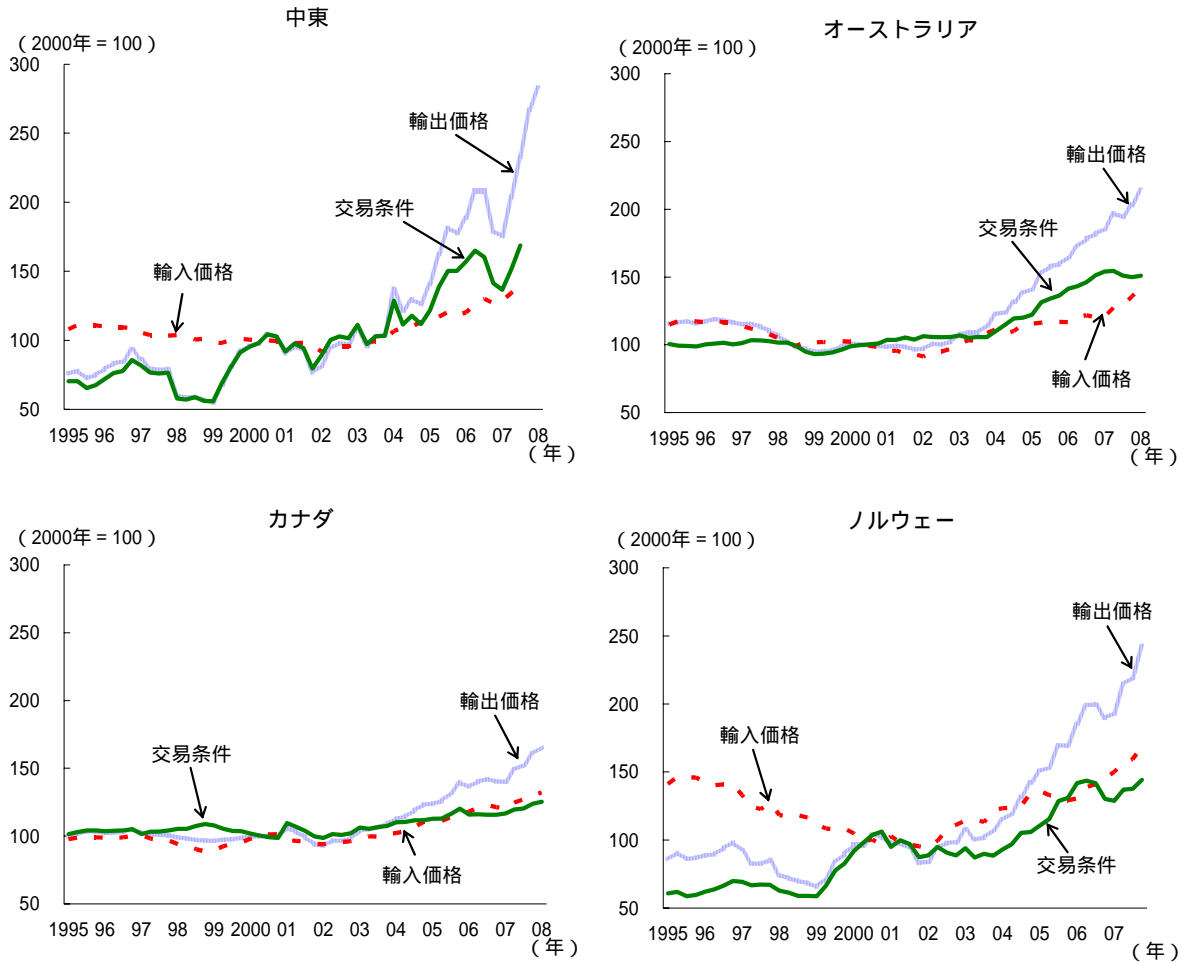




( 2 ) 欧米諸国



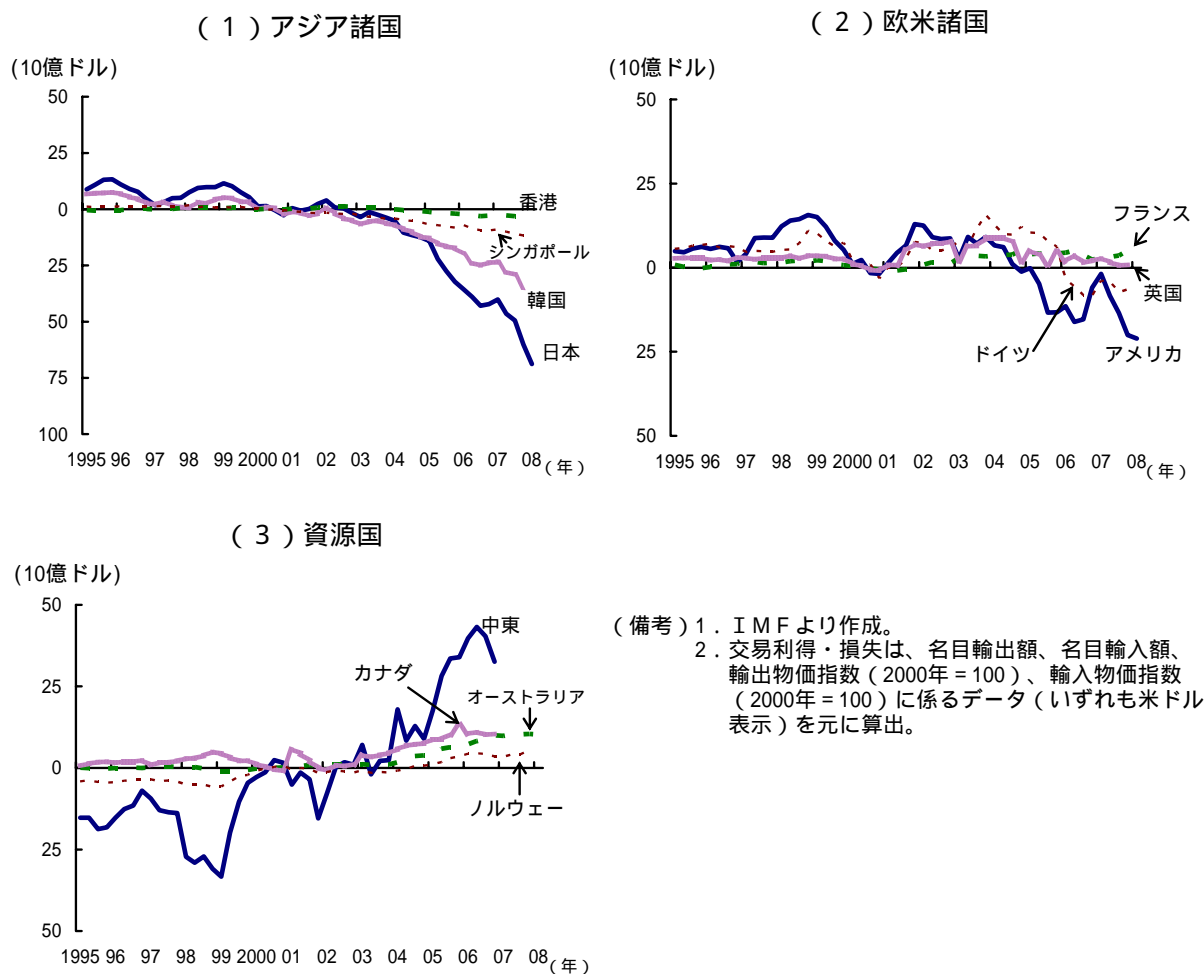
( 3 ) 資源国



(備考) 1. IMFより作成。  
2. 交易条件は輸出価格/輸入価格。

こうした交易条件の変化が実際に国際間でどのような所得移転をもたらしたかを次にみてみたい。2000年を基準年とした交易条件の変化によって発生する実質所得の増減、すなわち交易利得・損失の動向をみると、アジア諸国、特に日本と韓国で交易損失が拡大していることが分かる(第1-4-32図)。アメリカやドイツ等でも05年から06年にかけて交易損失が発生し始め、特にアメリカでは07年後半以降、交易損失が拡大している。一方、資源国では、2003年以降、中東等を中心に交易利得が拡大している。

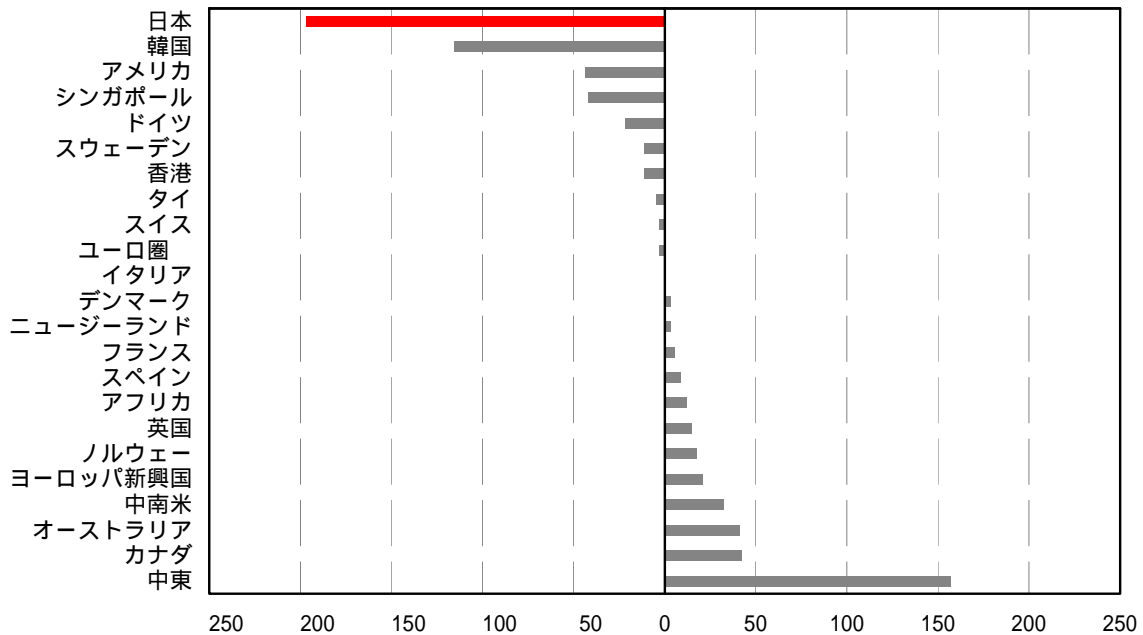
第1-4-32図 交易利得・損失の推移 (2000年基準)



2007年における世界の交易利得・損失の分布をみると、日本の交易損失が最も大きく約2,000億ドルに達している(第1-4-33図)。次いで、韓国、アメリカ、シンガポール、ドイツ等、アジア諸国や主要先進国の損失額が大きくなっている。一方、交易利得を多く得ている国は中東やカナダ、オーストラリア等の資源国に集中しており、中東の交易利得は06年時点で既に1,500億ドルを超えている。

第1-4-33図 交易利得・損失の分布（2007年）

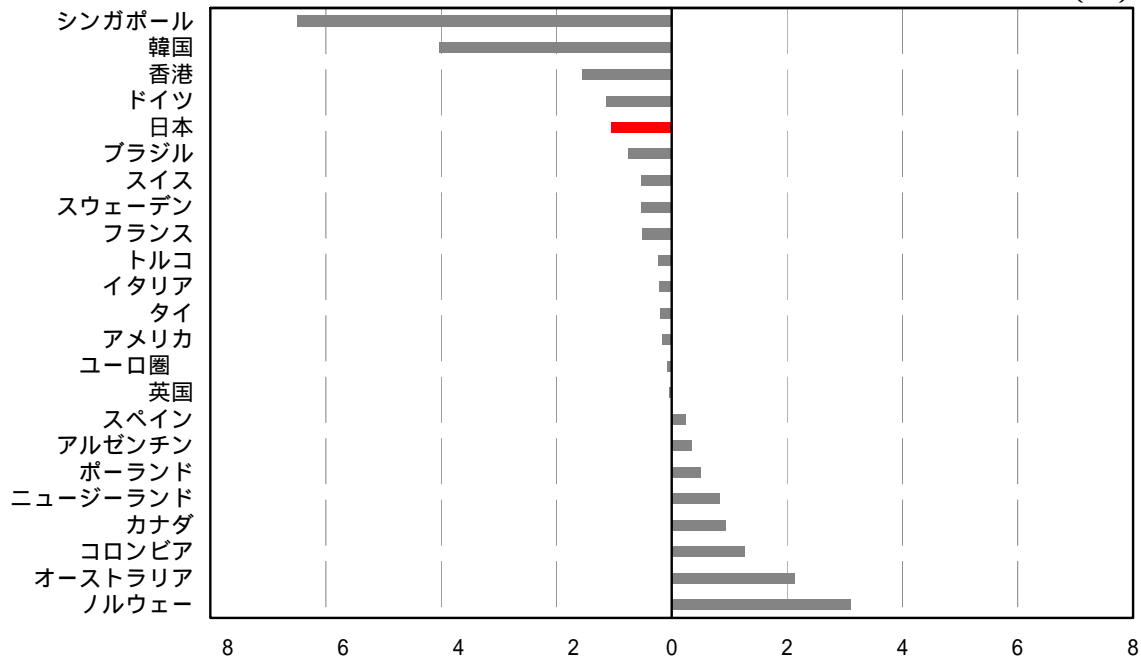
(10億ドル)



- (備考) 1. IMFより作成。  
 2. 交易利得・損失は第1-4-31図と同様の方法に基づき算出。  
 3. ユーロ圏には、ドイツ、フランス、イタリア、スペインのデータも含まれている。  
 4. カナダ、中東は2006年、アフリカは2005年の値。

交易利得・損失の額自体は基準年からの輸出入価格の変化を累積したもので決まることから、必ずしも足元の価格変化のみを反映したものではない。また、各国の経済規模に応じて交易利得・損失の影響度合いも異なると考えられる。したがって、以下、交易利得・損失の変化分の実質GDP比について考察する(第1-4-34図)。まず、2005年以降、シンガポールや韓国といった資源の輸入依存度の高いNIEs諸国では、GDP比でみて年平均4～6%程度の実質所得の流出増が生じており、交易損失の拡大が経済に大きな影響を与えたことがうかがわれる。日本やドイツでも年平均1%程度の実質所得の流出増が生じており、比較的大きな影響を受けたと考えられる。一方、ノルウェーやオーストラリアでは、資源価格の上昇によって年平均2%超の実質所得の流入増がもたらされており、これらの国の需要拡大を支えたと考えられる。

第1-4-34図 交易利得・損失の変化（GDP比、2005～07年平均）  
（％）

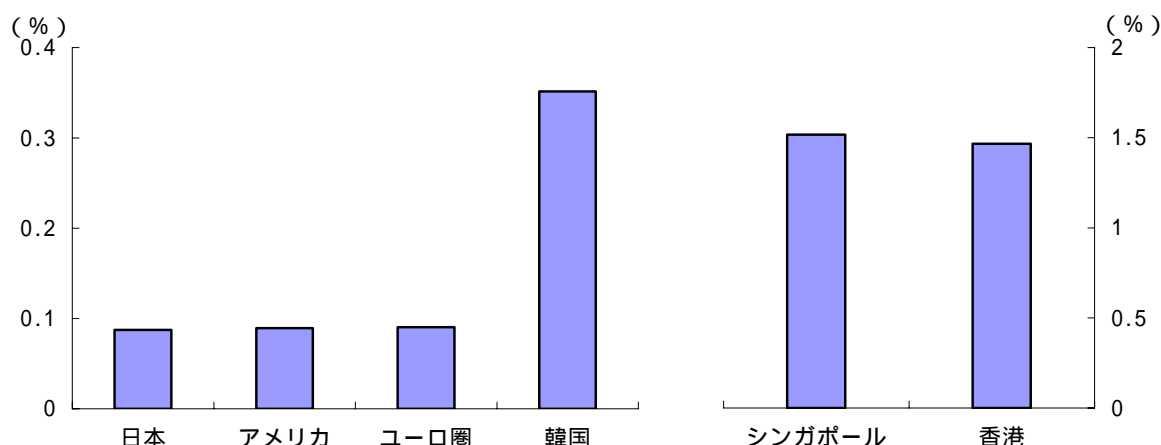


- （備考）1. IMF及びグローバル・インサイトより作成。  
 2. 交易利得・損失は第1-4-31図と同様の方法に基づき算出。上図の数値は、交易利得・損失の前年差の対前年実質GDP比について、2005～07年の3か年で平均したもの。カナダについては、2005～06年の2か年で平均した。  
 3. ユーロ圏には、ドイツ、フランス、イタリア、スペインのデータも含まれている。

輸入価格の上昇による影響度合いの差異をみるため、輸入価格が限界的に上昇した場合の所得移転の増分を実質GDP比で試算してみると、シンガポール、香港、韓国といったNIEs諸国で比較的大きなインパクトがあることが分かる(第1-4-35図)。日本、アメリカ、ユーロ圏でも輸入物価指数が1%上昇すると、実質GDP比で約0.1%程度の交易損失が新たに発生すると試算される。もちろん、輸入物価の上昇は、国内物価への転嫁を通じて輸出物価の上昇をもたらす可能性もあるため、輸入物価の変化のみを取り出して考察することは必ずしも適当ではない。しかし、日本では、これまで輸出物価の上昇が欧米に比べて大幅に抑制されていたことや、原油等一次産品価格から輸入価格への影響が欧米に比べて大きいとの推計もあること<sup>61</sup>を踏まえると、日本は欧米に比べて一次産品価格の上昇による実質所得の海外移転が大きくなる可能性が示唆される。

<sup>61</sup> 内閣府『世界経済の潮流 2006年春』第1章(P.11)では、主要国の原油等一次産品価格から消費者物価への影響を推計している。このうち、1990～05年における原油等一次産品価格から輸入物価への影響として、日本、アメリカ、ドイツ、英国の弾性値をそれぞれ0.29、0.20、0.08、0.17(いずれも1%水準ないし5%水準で有意)と推計している。

第1-4-35図 輸入物価の上昇による交易利得・損失へのインパクト



(備考) 1. IMFより作成。

2. 輸入物価の変化に対し、実質輸出、実質輸入、輸出価格が一定であると仮定した場合の交易利得・損失への一次的影響を表したもの。計算に当たっては、交易利得・損失を求める数式を輸入物価で偏微分した数式を使用した。上図の値は、輸入物価指数が1%ポイント上昇したときに実質GDP比で交易利得がどの程度減少するかを示している。数値は2007年のデータによる。

ファンダメンタルズを大きく超えるような一次産品価格の上昇自体は望ましくないが、一次産品価格の上昇が一時的であれば、輸入国において借入れの増加等によって実質所得の減少を平準化することも可能であるため、その影響は限定的なものとなると考えられる。逆に、価格上昇が長期化すれば、輸入国でのインフレ懸念を高めるとともに、輸入国からの実質所得の流出が進むため注視が必要である。また、一次産品価格の上昇により所得移転を受けた資源国の需要が盛り上がり、海外から資源国への輸出拡大を通して所得が世界全体に還流すれば、一次産品の輸入国においても最終的には所得を維持することも可能であることから、主要国、新興国、資源国との間で経済面、金融面での結び付きを強め、経済活動を積極的に外に広げていく姿勢も重要である。



## おわりに

### グローバルな資金フローに対する評価

本章でみてきたグローバルな資金フローの拡大は、貯蓄が豊富な国から投資機会が豊富な国への資金の流れによってもたらされており、世界全体でみた効率的な資金配分をより円滑に行うことを可能としている。このため、グローバルな資金フローの拡大は、経済活動に必要な資金調達コストの低下等を通じて世界経済全体の成長を支えるものと評価すべきである。

また、グローバルな資金フローの出し手としての新興国の役割の高まりは、今回のように先進国を中心に発生した金融資本市場の変動において、グローバルな資金フローの安定性を高める効果があったと考えられる。新興国間における貿易の拡大や内需の成長等を背景に、新興国はこれまでのところ堅調な経済成長を続けている。今後、先進国経済の減速の影響が新興国にスピルオーバーし、成長ペースが減速する可能性はあるものの、先進国、特にアメリカ経済への依存度は以前に比べて弱くなったとの指摘もある。こうしたなかで、新興国は、世界経済の成長のけん引役になるだけでなく、金融資本市場での緊張が続く状況下において、堅調な国内貯蓄の伸びを背景にグローバルな資金の供給者として様々なショックを吸収する役割も期待される。

さらに、2000年代におけるグローバルな資金フローの拡大には、証券化やクレジット・デリバティブ等を通じた信用リスクのヘッジや分散を前提として、金融機関や投資家による信用創造が促進されたことが影響したこともみてきた。こうした信用の供給増は、家計や企業の投資促進やM & Aの活性化等をもたらすと同時に、資産市場への資金流入を加速させ資産価格を上昇させた。このような信用供給や信用リスク取引は、適切なリスク評価に基づくものであれば、世界全体での効率的な資金配分を促進し世界経済の成長に寄与すると考えられる。

しかし、サブプライム住宅ローン問題の発生によって明らかになったように、証券化等による信用リスクの分散においては、格付け機関による格付けを含めリスク評価が必ずしも適切に行われず、金融機関や投資家による利回り追求の投資活動とあいまって、想定を超える信用リスクを抱えることにつながった。さらに、このように信用供給の急増とリスク評価の緩みの中でもたらされた資産価格の上昇は、バブルを含むものであった可能性も高い。今後、金融機関や投資家におけるリスクの再評価の動きが進み、レバレッジの解消と資産価格の調整が平行して進む中で、グローバルな金融資本市場において発生しうる信用収縮が世界経済の成長を抑制する可能性に十分留意が必要である。

新興国の役割の高まりについても注視すべき点もある。新興国の成長は石油等の資源や食料等の世界的な需要を高めることから、これらの国際商品市況の上昇をもたらす要因の一つとなっている。このことは、世界経済において、アメリカの景気減速や金融資本市場の変動とともに、国際商品市況の高騰によるインフレの進行という新たな課題を並存させることにもつながっており、留意が必要である。

### **グローバルな資金フローの拡大と金融資本市場の変動の下での金融政策等の運営**

国際間の金融資本市場がより融合し、実物・金融両面でグローバル化が進んでいるが、それによって中央銀行における金融政策運営の基本原則が大きく変わるわけではない。各国ごとに政策目標の掲げ方は異なるが、物価の安定及び経済成長・雇用創出を目標としてフォワード・ルッキングに政策決定を行っていくことが基本である。ただ、グローバルな資金フローの拡大と金融資本市場の変動の中で、そうした目標達成に向けての政策運営の舵取りが難しい局面に入っていると考えられる。

昨夏にサブプライム住宅ローン問題が発生して以来、アメリカでは、FOMCによる政策金利の引下げが大幅かつ速いペースで実施された。07年9月以降、計7回の利下げによって、FFレートの誘導目標水準が5.25%から2.00%に引き下げられ、実質短期金利はマイナス圏内に入っている。ほかの主要国でも、英国やカナダ等で利下げが実施されたほか、日本やユーロ圏でも経済情勢の変化に配慮した金利の据置が実施されている。こうした金融政策とあわせて、各国の中央銀行では短期金融市場の引締りに対応すべく、新たな仕組みを導入しながら短期金融市場に対し大量の流動性供給を実施している。

こうした緩和スタンスの金融政策や流動性供給に対して、グローバルな資金フローのさらなる膨張をもたらすことで、国際商品市場への資金流入を通じて原油や食料等の一次産品価格を高騰させているとの指摘がある。また、新たな資産価格のバブルを生じさせる可能性を懸念する見方もある。

確かに、アメリカにおける大幅な金融緩和によって金融資本市場のひっ迫感が一部解消され、マイナスの実質金利とドル安の進行等が投資家や金融機関による国際商品市場への投資を加速させている面もある。しかし、これまでの大胆な金融緩和や流動性供給は、金融資本市場の引締りや資産価格の下落が実体経済にもたらす悪影響を緩和させ、景気のさらなる減速を抑制する役割を果たすものとして評価すべきである。実際、短期金融市場の緊張状態は深刻で、一部の金融機関では資金繰りが困難になるなどの影響が生じた。仮に金融資本市場の変動が長期化・深刻化すれば実体経済や金融資本市場に多大な影響を与えられとされる。

しかし、足元、国際商品市場における価格高騰と世界各国での物価上昇の高まりを受けて、各国の中央銀行においてもインフレ懸念を強めている。このため、今後は景気の下振れリスクだけでなく、物価や為替レートの動向にも十分配慮した政策運営が行われるものと考えられる。また、現在の高騰した商品価格が今後どの程度持続するのかは、背景となる投機マネーの動向次第であるものの、その適正価格への調整を促すためには、商品ごとの需給対策や商品市場のモニタリング、産出国における輸出規制の見直し等、個別品目ごとのミクロ政策の強化も重要である。

一方、資産価格の変動に対して金融政策がどのように対応すべきかについても、これまで多くの議論が行われてきた。各国ごとにその考え方に違いはあるものの、アメリカでは、資産価格の安定自体を金融政策の目的として政策運営するのではなく、あくまで資産価格の変動が経済や物価に与える影響に着目して政策を行うべきとする考え方が主流である<sup>62</sup>。したがって、資産価格の変動が経済や物価に与える影響が明らかでなければ、金融政策によって未然に資産価格の変動をコントロールすることは適切でない。しかし、今回のサブプライム住宅ローン問題のように、住宅価格の下落が实体经济の下振れリスクとなることが明らかになれば、資産価格の変動がもたらす家計・企業部門のバランスシートの悪化や資金調達能力の低下等のマイナス効果を緩和させるために、迅速かつ十分な金融緩和を行うことが必要とされる。今回のFRBによる金融緩和はこうした政策運営の原則に沿ったものと考えられる。こうした金融緩和が資産価格の新たなバブル発生につながるリスクに関しては、まずは今般の問題で明らかになった金融資本市場システムのぜい弱性を克服しつつ、金融当局の規制・監督体制の見直し、強化等によって対応していく必要がある。

グローバルな資金フローについては、金融資本市場の変動や先進国・新興国の間でのインバランスの存在等様々な課題を抱えているが、グローバルな資金フローの変化、新たな金融技術の革新、新たな投資主体の台頭等に対応して、適切な市場システムを構築し、必要に応じて規制・監督体制の見直しが求められる。こうした対応は、各国ごとの取組だけでは十分ではなく、先進国、新興国を含めた国際協調の枠組みが一層重要になっている。

---

<sup>62</sup> Mishkin (2007、2008)