

第2章

金融危機と日本経済

第2章

金融危機と日本経済

今回の世界的な金融危機は、1930年代の世界大恐慌以来とも、「百年に一度」ともいわれ、世界経済に大きなダメージを与えている。一方、これまでも、世界の各地で大小の金融危機は発生しており、危機に見舞われた国やその影響を受けた国がどのように対応したかの経験が存在する。そこで、本章では、過去の金融危機の経験も参照しつつ、「今回の金融危機により、我が国の金融システムはどのような影響を受けたのか」「金融危機の国際的な波及に関して、今回の特徴は何か」「危機後の中期的な日本経済の姿を考えるに当たって、何が重要なポイントか」といった問題を考える。

第1節 世界的な金融危機と国内金融

アメリカのサブプライム住宅ローン問題に端を発する金融市場の混乱は、2008年9月のいわゆるリーマンショックを契機に金融資本市場全体の危機に発展し、米欧の金融システムを機能不全に陥れた。こうした危機は、日本に、直接、間接に影響を及ぼしている。本節では、金融危機の、①金融資本市場への影響、②金融機関を通じた企業金融への影響、③家計のバランスシートへの影響、について見る。

1 国内金融資本市場への影響

ここでは、国内金融資本市場の受けた影響について、株式・債券市場と銀行間市場に分けて検証する。あわせて、日本銀行が各国中央銀行とも協調しつつ実施した対応についても述べる。

(1) 株式・債券市場の動向

株式、国債、社債・CP市場の順に、2007年以降の状況を振り返り、特にリーマンショック後にどのような変化が見られたかを確認しよう。

● 株価はリーマンショックを契機に大幅に下落

2008年における我が国の株式市場の動きは、三つの期間に分けて整理すると理解しやすい(第2-1-1図)。第一は、3月のベアー・スターンズ¹救済までの時期である。この期間は、サブプライム住宅ローン問題が顕在化した2007年夏以降、世界的な金融不安が高まるなかで株価の下落傾向が続いていた。第二は、その後、9月のリーマンショックまでの時期である。この期間の株価は、一旦は回復の動きを示したが、途中から下落基調となり、3月の水準まで戻った。第三が、リーマンショック後の期間である。この期間は、大幅に下落したあと、軟調な動きが続くこととなった。

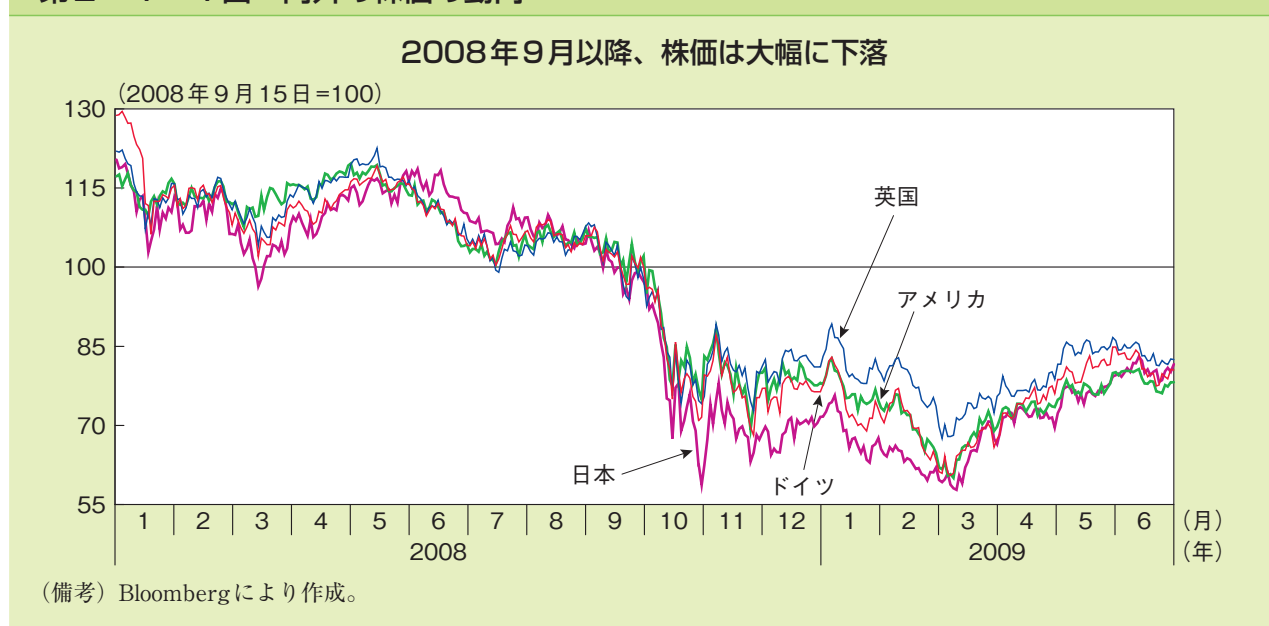
2009年に入っても、世界的な金融危機が深刻化するなかで、当初は軟調な動きが続いていた。しかし、3月になると、アメリカの金融機関の決算が公表され、経営不安が和らいだことを契機に、持ち直しの動きが見られるようになった。

こうした一連の株価の動きに通底する背景として、各国の株価との連動性と、為替レート変動との関係を挙げるができる。すなわち、最近の日本の株価は、米欧を中心とした金融危機を巡る動きに反応する形で、これら各国の株価と基本的には同じ方向に推移してきた。同時に、為替レートが円高方向に動くときは、輸出の急減による企業業績の悪化懸念等から我が国の株価が特に大きく下落する場合が多かった。これらはいずれも外国人投資家による売買の影響を強く受けていると見られるが、その点を含めた詳しい分析は第2節で行う。

● 「質への逃避」が繰り返された国債市場

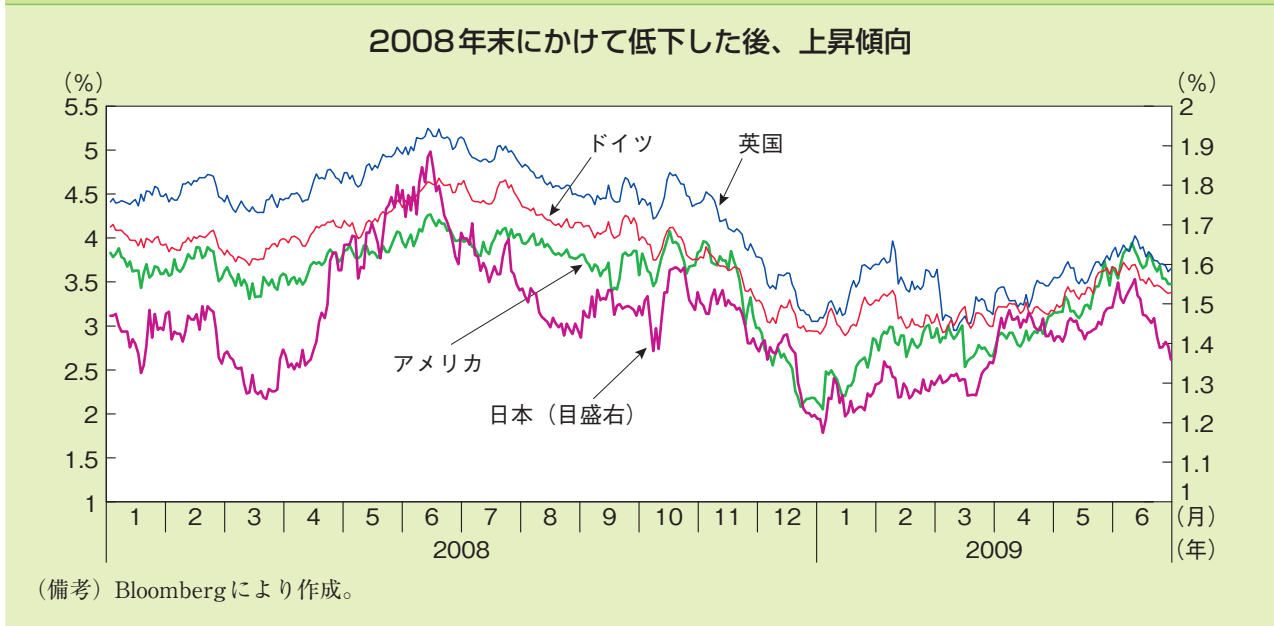
国債市場の動きを長期金利(国債の利回り)で振り返る。長期金利の推移も、2008年を株

第2-1-1図 内外の株価の動向



注 (1) アメリカの投資銀行。JPモルガン・チェースが政府の要請により買収した。

第2-1-2図 内外の長期金利の動向



価の場合と同じ三つの期間に分けてみよう（第2-1-2図）。第一の、ベアー・スターンズ救済までは、2007年夏頃からの流れを受けて、各国における景気後退懸念の強まりなどを背景に、低下傾向を示していた。第二の期間、すなわちリーマンショックまでは、夏場にかけて上昇、その後は低下した。これは、原油価格等が高騰し、世界的にインフレ懸念が高まる局面があったが、夏場以降、原油価格等が反落したことや金融不安が再燃したことによる。第三の、リーマンショック後は、当初、流動性の逼迫などから債券を現金化する動きが強まりやや上昇したが、それが一段落すると再び低下に転じた。

2009年に入ってから、各国で積極的な財政政策が実施されたことから、長期金利は上昇基調を示している。日本の長期金利は、アメリカの長期金利上昇の影響や、政府の経済対策による景気押し上げ期待などから、幾分上昇しているが、米欧と比べると依然低水準で推移している。

以上のような推移の背景には、次の特徴が指摘できる。第一に、株価と同様に、各国の長期金利の連動性は高い。例えば、世界的にインフレ懸念が高まったとき、日本のインフレ期待は依然低かったが、日本の金利も急勾配で上昇した。また、海外投資家が流動性の制約から日本国内の先物のポジションを縮小したことで、現物市場への資金の流入も細って国債市場の流動性が低下し、長期金利の上昇につながった局面もあった。第二に、金融不安や景気の先行き懸念から投資家のリスク許容力が低下すると、「質への逃避」として資金が国債市場に流入した。ただし、リーマンショックの直後は、国債でさえハイリスクと認識され資金が流出したという点で、今回は異例の事態が生じたといえよう。

● 社債・CP市場にも金融危機の影響が波及

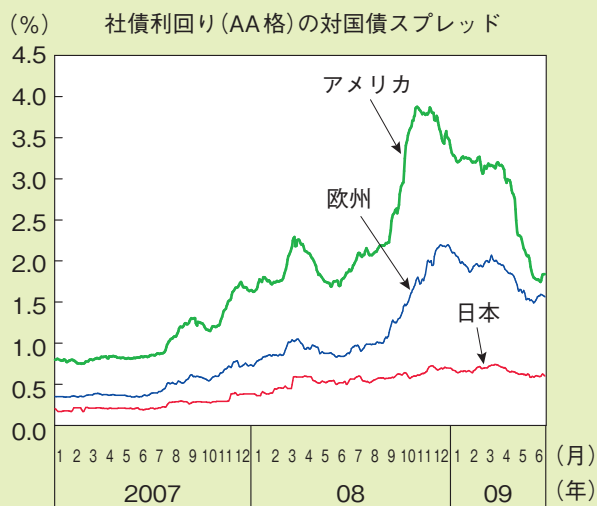
以上で見たように、国際的な裁定が働きやすい株式や国債については、世界的な金融危機に

伴う投資家のリスク回避姿勢などが我が国の市場に大きく影響を及ぼした。一方、社債・CP市場は参加者が主として国内勢であるにもかかわらず、リーマンショック後は大きな影響が生じた。それはなぜだろうか。

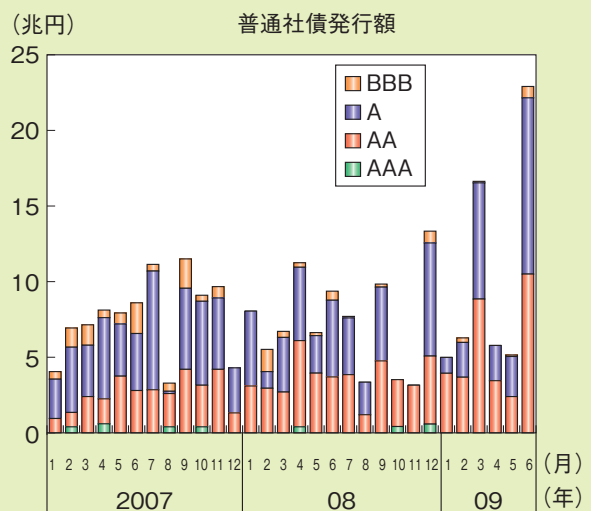
社債利回り（AA格）の対国債スプレッドを見ると、米欧では2007年夏以降、金融不安が高まるなかで拡大していたが、日本ではほとんど目立った動きはなかった（第2-1-3図）。しかし、リーマンショック後は、米欧で一段と急速にスプレッドが拡大したのに呼応し、日本でも幾分拡大が進んだ。特に、リーマンショック後は、BBB格以下の社債発行がほとんど見ら

第2-1-3図 社債・CP市場の動向

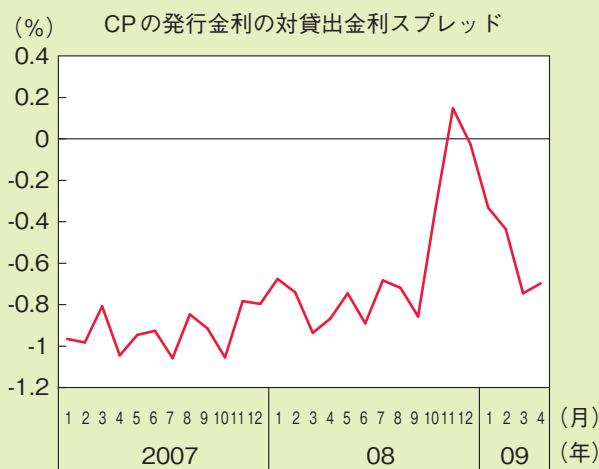
リーマンショック後、社債・CPの発行が困難に



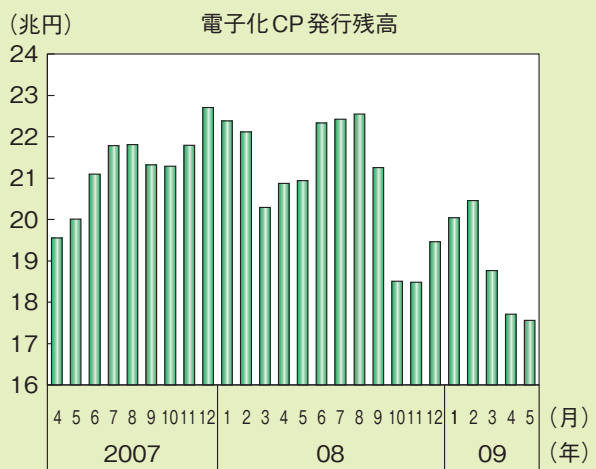
(備考) BloombergのコンポジットAA格（ムーディーズ、スタンダード&プアーズ、フィッチ、ドミニオンによる格付けを組み合わせたもの）による。



(備考) 1. 日本証券業協会により作成。
2. 期間は債券の払い込み期日をもとに集計。
3. 複数の格付を取得している場合は、低位の格付で集計。



(備考) 1. 日本銀行「国内商業ペーパー発行平均金利」、「貸出約定平均金利」により作成。
2. スプレッド=国内CP発行平均金利（3か月）-貸出約定平均金利（新規・短期）



(備考) 証券保管振替機構「短期社債振替制度 発行者区分別残高状況」により作成。

れなくなった。この背景としては、第一に、株価の大幅下落等により、投資家のリスク許容度が低下したことが挙げられる。第二に、リーマン・ブラザーズ向けの債権や、新興不動産会社の社債、投資法人債のデフォルトが続き、投資家が社債のリスクをより厳しく見るようになったことも考えられる。

CP市場では異例の事態が生じた。CPは短期の債券であり、主として信用力の高い大企業が発行する。しかし、CP発行金利はリーマンショック後の2008年秋以降に急上昇し、11月には銀行借入金利を一時上回った。発行残高も10、11月には急激に縮小した。この背景には、第一に、社債の場合と同様、株価の大幅下落等による投資家のリスク許容度低下が影響したと見られる。第二に、CPでは発行主体の短期の資金繰りが問題になる。海外の金融危機を受けて国内的にも信用不安が高まり、こうしたリスクが強く意識されるようになった面もあろう。

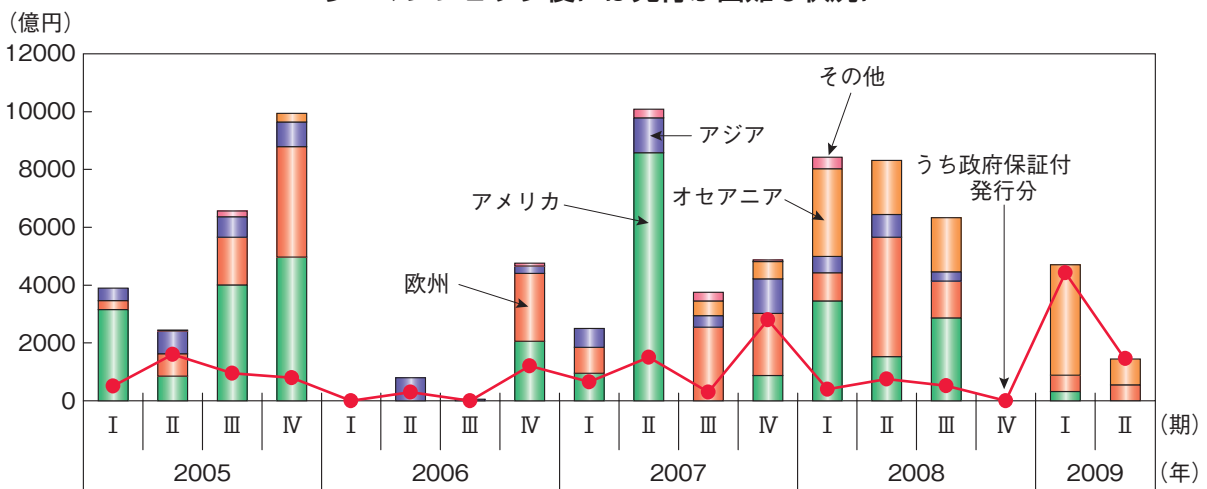
コラム

2-1 サムライ債の動向

外国人投資家（非居住者）が日本の市場で発行する円建て債券（サムライ債）については、2008年以降も、海外市場での信用不安により、サブプライム住宅ローン問題の影響が比較的軽微だった日本での起債が増加していたが、リーマンショック後、2008年末にかけて発行が急減した（コラム2-1図）。発行が困難な状況となったのは、リーマン・ブラザーズが発行したサムライ債がデフォルトしたことに加え、他の欧米の金融機関でもデフォルトが発生したことなどから、年末にかけて国内投資家のスタンスが慎重化したためと考えられる。ただし、サムライ債での資金調達への需要は強く、金融危機の影響の小さい公的セクターや、政府保証付きの起債はある程度見られている。

コラム2-1図 サムライ債の動向

リーマンショック後には発行が困難な状況に



- (備考) 1. 日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」により作成。
 2. 地域区分「アメリカ」にはカナダを含む。
 3. 「政府保証付発行分」は各国公的機関、国際機関発行の債券および政府保証付債券とした。

(2) 銀行間市場の動向と金融政策

以上で見たように、金融資本市場でのリスクの取り手が減少するなかで、銀行部門の役割が重要となった。銀行がそうした金融仲介機能を果たすためには、短期金融市場における銀行間取引が十分に機能していることが前提となる。世界的に金融市場が機能不全に陥ったが、銀行間取引市場は中央銀行の金融調節の直接の場でもある。以下では、量的緩和解除後に機能を回復しつつあった日本の銀行間取引市場について、金融危機前後の状況変化を調べる。また、各中央銀行との協調を含めた日本銀行の対応についても述べる。

●外国銀行の資金調達が減少し銀行間市場の規模が縮小

我が国における銀行間市場もまた、海外の金融危機の影響を受けた。その主な原因は、外国銀行の動きにある。銀行間市場の規模は、99年のゼロ金利政策、それに続く量的緩和政策の下で大幅に縮小した。これは、都市銀行が大きく資金調達を減少させたことによるが、2006年に量的緩和が解除された後も、この状況に変化はなかった。他方、資金の取り手として存在感を増していたのが外国銀行であった（第2-1-4図）。

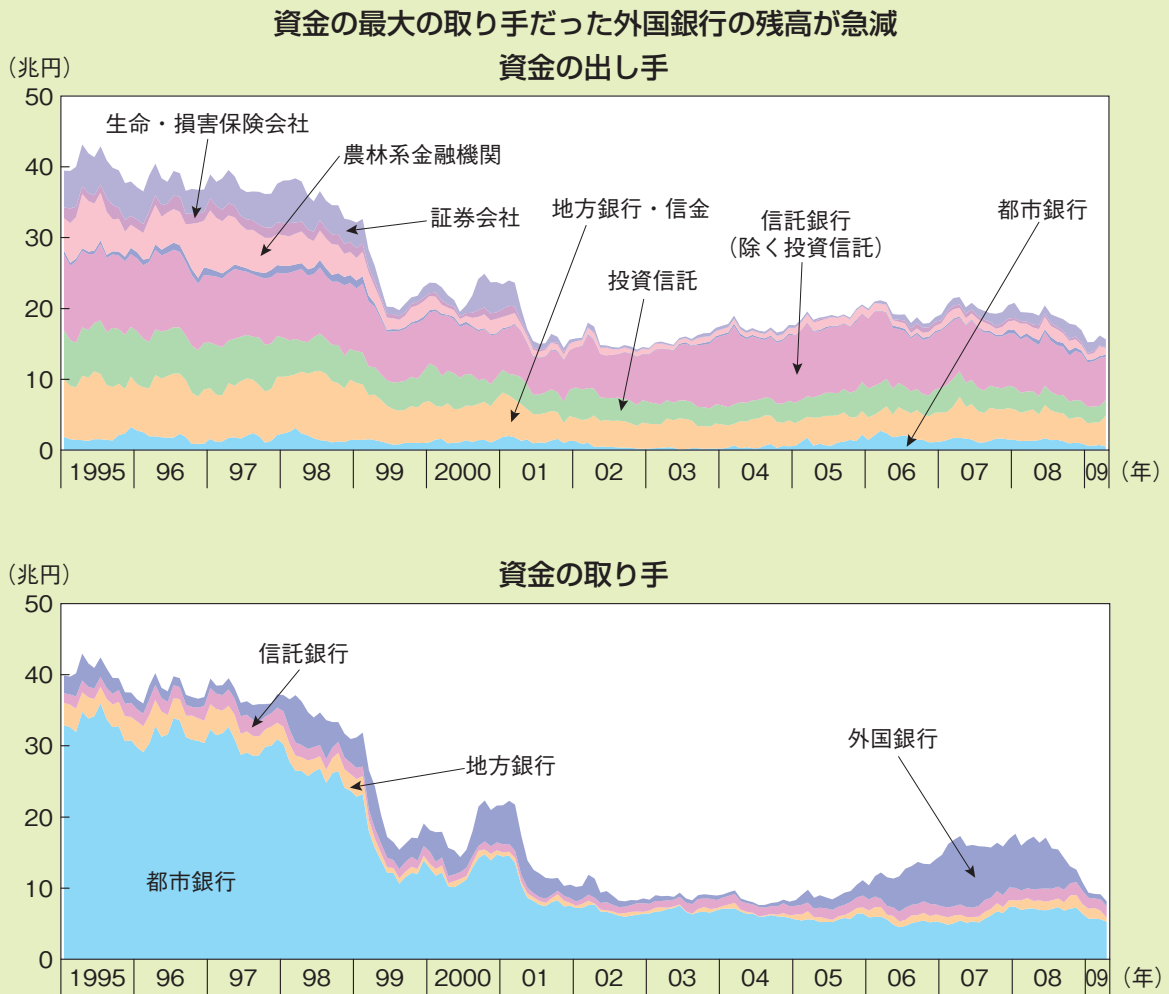
サブプライム住宅ローン問題が顕在化した2007年8月以降、米欧の短期金融市場の需給逼迫から、日本でも銀行間のターム物金利に上昇圧力がかかる場面があったが、米欧に比べれば小幅であり、影響は小さかった。しかし、2008年9月のリーマンショック後は、外国金融機関に対するリスク意識の高まりから、日本の金融機関が外国金融機関を相手方とする取引を敬遠する傾向が強まった²。さらに、円キャリー取引の巻き戻しもあって、外国銀行は銀行間市場での円資金の調達を大幅に削減したと見られる。こうした結果、銀行間市場での資金の取り手としての外国銀行の存在感は小さくなり、市場は量的緩和政策がとられていた2001年半ばから2006年初め頃の状況まで縮小している。

●各国中央銀行、日本銀行における対応

リーマンショックによる世界的な金融危機の高まりに対し、6か国の中央銀行が2008年10月8日に政策金利の引下げに同時に踏み切るなど、異例の対応がとられた。その際には、日本銀行は、日本の金融市場は欧米と比べ相対的に安定した状態にあるとして、利下げは行わなかった。しかし、その後、日本銀行は、国際金融資本市場での緊張が著しく高まる状況において、日本の金融市場の安定を確保することが中央銀行としてなし得る重要な貢献であるとして、金融政策面での対応を行ってきている。具体的には、2008年10月末と12月に政策金利の引下げを行ったほか、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援策について、様々な措置を

注 (2) 無担保コール市場（オーバーナイト物）では、日本の銀行に対する金利と比べ、外国金融機関に対する金利が高くなるなど、資金の取り手に応じた金利格差が生じた。

第2-1-4図 短期金融市場の動向



実施している。金融市場の安定確保を図る観点からは、年末・年度末越え資金の積極的な供給を図るとともに、長期国債買入れの増額等の措置を講じた。企業金融円滑化支援では、年末・年度末に向けた企業金融の円滑化に資する観点から、日本銀行は、「企業金融支援特別オペレーション³」を導入した（その後、9月まで延長）。さらに、CP・社債についての買入れを行うなどの措置を行っている。

また、金融政策面での対応のほか、金融システムの安定を図るため、金融機関保有株式の買入れを再開したほか、金融機関向け劣後特約付貸付の供与を実施している。

一方、米欧では、その後も断続的な利下げが行われ、2009年6月末現在、アメリカ、ユーロ圏、英国の政策金利は、それぞれ0~0.25%、1.0%、0.5%と極めて低い水準となっている。そ

注 (3) 企業金融支援特別オペレーションは、「共通担保として差入れられている民間企業債務の担保価額の範囲内で、金額に制限を設けずに、無担保コールレートの誘導目標と同水準の金利で、資金を供給するオペレーション」とされている。2008年12月2日の臨時金融政策決定会合で導入を決定した。

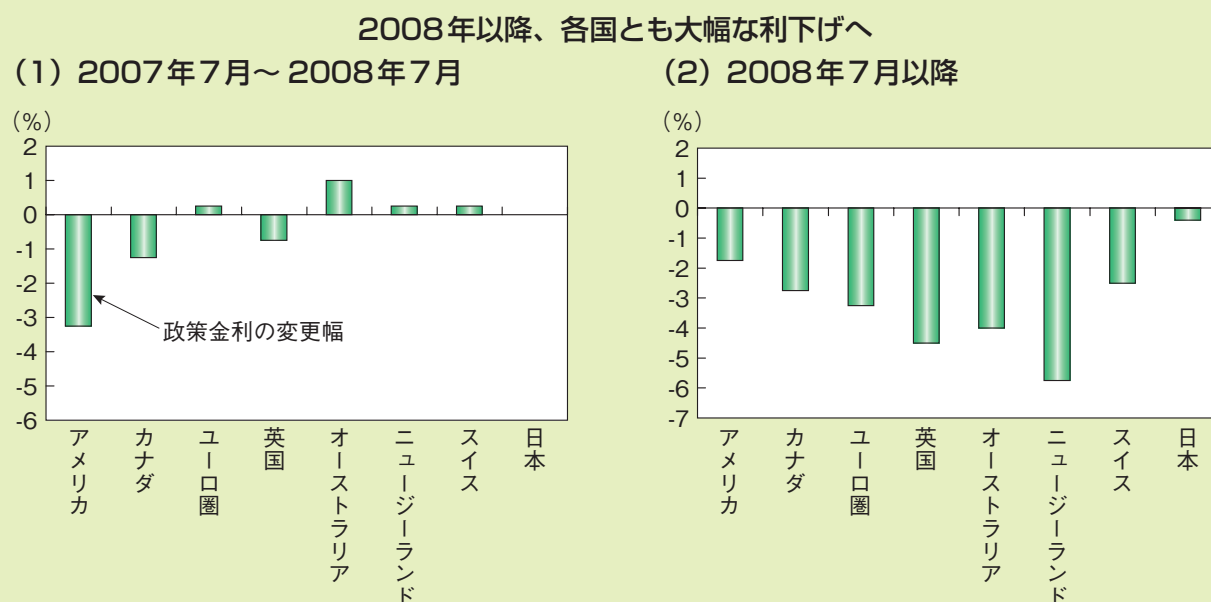
れに加え、銀行間市場の機能が低下している中で、流動性供給を拡大するための措置を実施しており、中央銀行のバランスシートが拡大している（第2-1-5図）。

日本銀行においても、積極的な資金供給の実施に伴い、バランスシートは若干拡大しているものの、米欧のような急激な拡大は見られていない。日本銀行のバランスシートの負債側では、資金供給の拡大に伴い日銀当座預金が増加しているほか、米ドル資金供給オペの導入・拡充に伴い「その他預金」が増加している。なお、日銀当座預金については、超過準備額に利息を付す補完当座預金制度の導入を2008年10月末に決定した⁴。これにより、補完当座預金制度対象先は、その適用金利（0.1%）より低いレートでの運用を控え、日銀当座預金に超過準備を積み増す結果となった。2009年6月末時点では、日銀当座預金残高は15.8兆円、うち5.9兆円が超過準備となっている。

●国際金融資本市場の安定化のための措置

各国中央銀行は、国際金融資本市場の安定化のため、国際協調の枠組みの中で、米ドル資金供給などの措置を講じている。リーマンショック後には、世界的にドル資金の流動性制約が強まったことから、こうした国際的なドル資金調達圧力に対処するため、アメリカ連邦準備制度（FRB）と各国中央銀行が米ドル・スワップ取極を締結し、その下で各国中央銀行によるドル

第2-1-5図① 各国中央銀行による対応



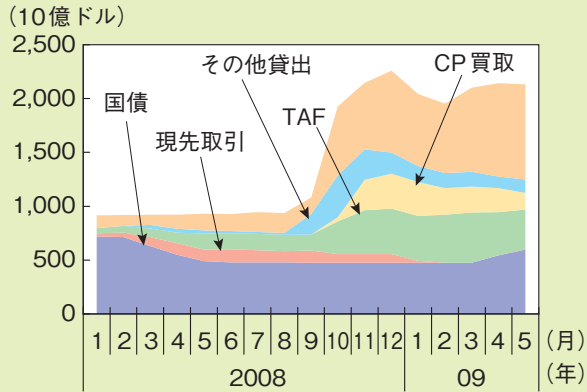
(備考) 1. Bloombergにより作成。
 2. 各期間の政策金利の変更幅を示した。
 3. 各国の政策金利は、無担保コールO/N物金利（日本）、フェデラルファンド金利（米国）、市場介入金利（ユーロ圏）、基準貸出金利（英国）、オフィシャルキャッシュ金利（オーストラリア、ニュージーランド）、翌日物金利（カナダ）、LIBOR3か月物金利（スイス）を使用。

注 (4) 補完当座預金制度は、2009年3月の準備預金積み期までの時限措置として導入したが、9月の積み期まで延長した。

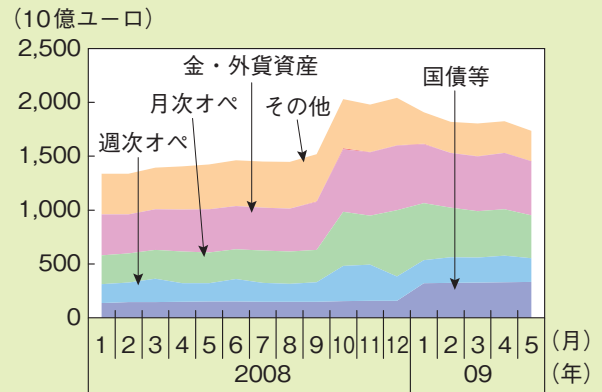
第2-1-5図② 日米欧の中央銀行のバランスシート

リーマンショック後に、米欧は大量の資金供給によりバランスシートが拡大

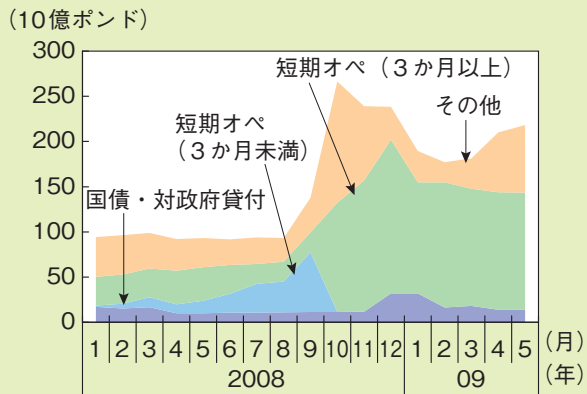
(1) アメリカ (FRB)



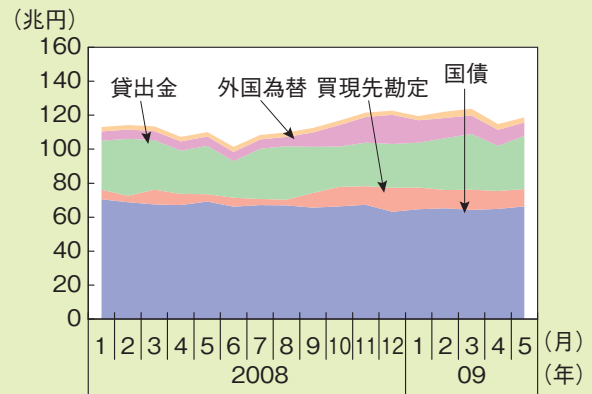
(2) ユーロ圏 (ECB)



(3) 英国 (BOE)



(4) 日本 (日本銀行)



(備考) 1. FRB、ECBのホームページ、日本銀行「日本銀行勘定」により作成。
 2. 月末時点で公表されている資産を集計した。
 3. アメリカ (FRB) のTAF (ターム物入札型貸出制度) は、入札方式による預金取扱金融機関への融資。

資金の供給が実施されている⁵。日本銀行によるドル資金供給制度は、国内の金融市場安定化のための措置や、企業金融円滑化支援策に先立って導入された⁶。

リーマンショック後に、世界的に国際金融資本市場が緊張し、ドル資金不足に陥った背景としては、金融危機前にユーロ圏、英国、スイス等の欧州系の銀行がドルの国際資金取引を拡大していたことがある。特に、産油国やアジア新興国等の経常収支黒字国からのドル資金が、欧州系の銀行に集まり、そこから、アメリカや中東欧等に資金が流れていた。こうした資金の流れについては、サブプライム住宅ローン問題顕在化後の金融混乱で巻き戻しが起こっていたが、リーマンショック後の金融市場の流動性の急激な低下により、ドルの資金繰りが急速に困難化したのである。

注 (5) 米ドル・スワップ取極については、2007年12月にECB、スイス国民銀行とFRBの間で結ばれ、ドル資金供給が行われていた。リーマンショック後には、日本銀行、イングランド銀行、カナダ中央銀行がFRBとの間で締結された。その後、FRBと取極を結ぶ中央銀行は14行に増加した。
 (6) 2008年9月18日に金融政策決定会合を臨時に開催し、米ドル・スワップ取極の締結を決定した。さらに9月29日の臨時会合で引出限度額を増額した。

日本については、経常収支黒字を背景として、アメリカ国債の購入など対外債権を増加させてきており、また、邦銀は、銀行間の対外資金取引において、ネットでドルの運用超となっていたことから、欧州系の金融機関と比べてドル需給逼迫の影響は相対的に小さかったと見られる。しかし、米ドル短期金融市場において、調達金利は急上昇し、米ドル資金市場の著しい機能低下や、為替スワップでのドル調達環境の悪化が見られた。こうした状況に対処するため、日本銀行は、各国中央銀行と協調して、ドル資金供給制度を導入した。

その後、米ドルの流動性逼迫が一段と強まったことを踏まえ、米ドル短期金融市場における流動性向上のための中央銀行間の協調策（10月13日公表）に基づき、日本、ユーロ圏、スイス、英国において、適格担保の範囲内で、固定金利入札、金額無制限のドル資金供給を行う措置が導入された。

また、日本銀行は、2009年5月には、資金供給に当たり、外貨建て・国外発行・外国所在の証券を担保とする、いわゆる「クロスボーダー担保の適格化」について決定し、米国債、英国債、ドイツ国債、フランス国債を適格担保とすることとした。

●金融危機時における金融政策をどう考えるか

以上で見たように、現在、各国の中央銀行は、流動性の供給など本来の役割を果たすとともに、企業金融支援等の非伝統的な政策手段も用いている。日本銀行も、リーマンショック以降、こうした手段を多用してきたが、今後については、次のような視点から、金融政策運営のあり方を考えていく必要がある。

第一に、経済・物価動向との関係である。景気については、依然厳しい状況が続いている上、雇用調整圧力の高まりや世界経済の下振れリスクに十分注意する必要がある。物価面では、大幅な需給ギャップが存在するなかで、デフレに逆戻りすることが懸念される状況にある。こうしたことから、当分の間、金融政策面からの景気の下支えが必要である。

第二に、非伝統的な手段の及ぼす効果である。CP・社債についての買入れ等の企業金融円滑化支援のための資金供給が行われているが、企業金融の状況によっては、拡充が必要となる場合も考えられる。一方、これらの措置は、日本銀行が企業の信用リスクを引き受けていることにほかならず、金融政策が個別の資源配分に対して介入しているといった論点が意識されている。

第三に、国際金融資本市場安定化のための措置の評価である。ドル資金供給やクロスボーダー担保の適格化のように、国際協調の枠組みの中でとられた措置については、その効果等について説明責任を十分果たしていくことが必要であろう。

日本銀行は、各国中央銀行と同様、物価と金融システムの安定に責務を負うとともに、日本経済が持続的成長経路へ復帰していくため、最大限の貢献を行っていくことが求められている。同時に、十分な説明責任を果たしていくことが重要であり、日本銀行の役割が適切に理解される必要がある。

コラム

2-2 円キャリートレードのその後

日本円については、世界的に住宅金融バブルが形成される過程で、キャリートレードを通じて、国際的な過剰流動性の一因となったとの指摘があった。実際、2002年頃から2007年半ばまで長期的に円安傾向が定着するなかで、低金利の円を調達して高金利国通貨へ投資する取引が増大した。もっとも、キャリートレードは日本円に特有の現象ではない。スイスフランも同様にこうした取引の対象とされた。このことは、シカゴ商業取引所でショートポジションが拡大していたことなどに現れている（コラム2-2図（1））。

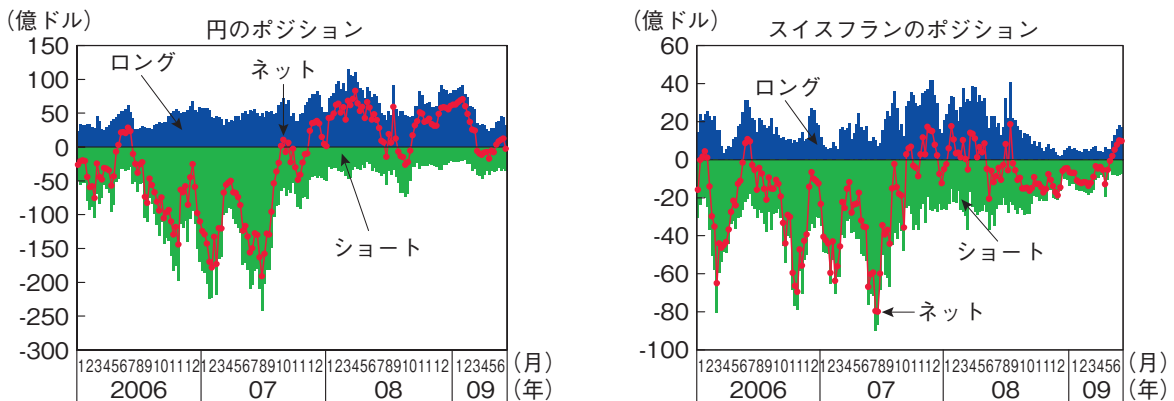
しかし、2007年半ばのサブプライム住宅ローン問題の顕在化によって、投資家のリスク回避姿勢が強まると、キャリートレードの巻き戻しが生じ、円やスイスフランは各国通貨に対して増価した。その結果、ショートポジションも大幅に縮小した。

リーマンショック後には、スイスフランの増価は緩やかなペースで進んだ一方、円の増価は急激なペースで進んだ。こうしたことから、2008年後半の円高は、キャリートレードの一律の巻き戻しによるものというよりは、日本の金融システムの相対的な健全性が評価された面もあったものと見られる（コラム2-2図（2））。

コラム2-2図 日本円とスイスフランの動向

(1) シカゴ商業取引所におけるポジション

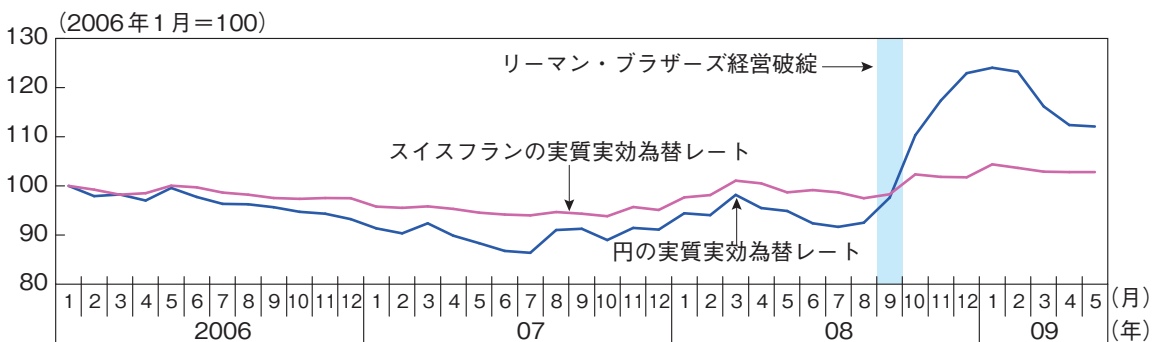
2007年夏以降、円、スイスフランはともにショートポジションを大きく縮小



(備考) Bloombergにより作成。

(2) 実質実効為替レート

円とスイスフランはともに2007年前半まで減価し、2007年後半以降に増価
2008年9月以降、スイスフランの増価幅は緩やかな一方、円は急速に増価



(備考) BIS "effective exchange rate" により作成。