

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。

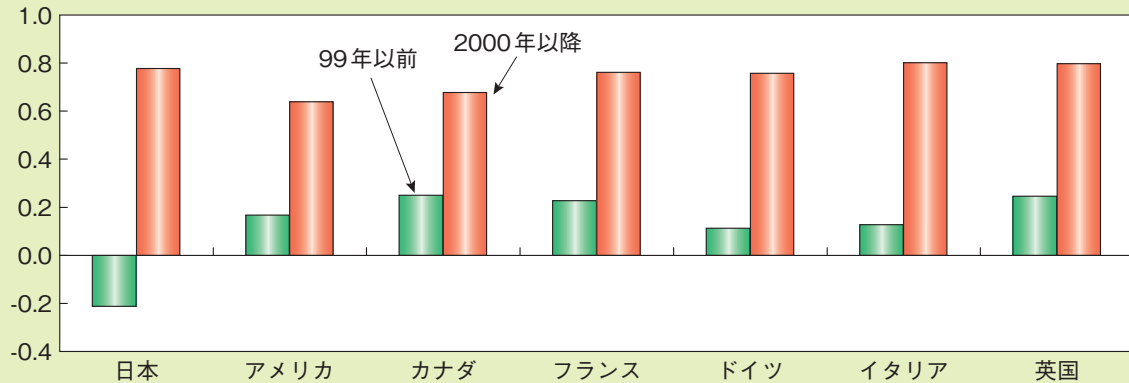
第二に、これまで見てきたような、金融資本市場における連動性の高まりである。グローバルな投資家の活動が、各国の株式市場や不動産市場などに影響を及ぼし、これが実体経済を同じ方向に動かした面があったと考えられる。

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。

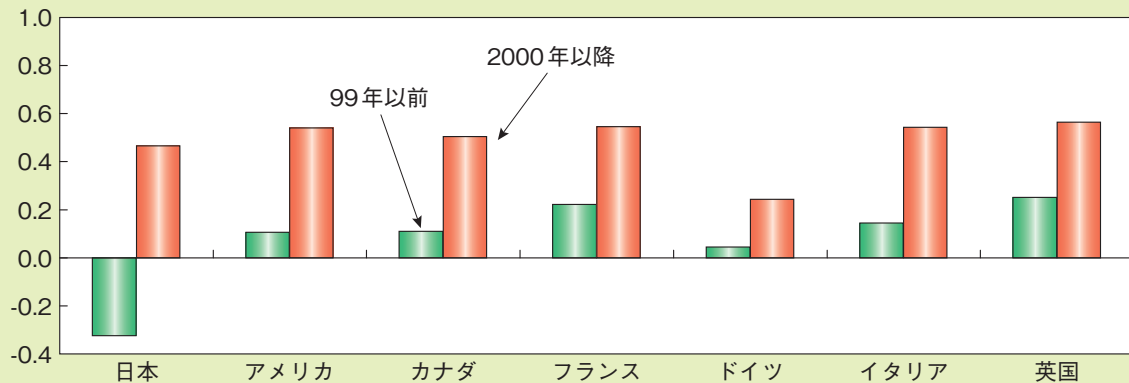
第2-2-15図 先進各国の成長率の相関係数

2000年以降、世界経済の連動性に高まり

(1) 実質GDP（前期比）の相関係数



(2) 実質内需（前期比）の相関係数



- (備考) 1. OECDデータベースにより作成。
 2. 図中のある1か国と他の6か国との相関係数の平均を計算。
 3. 原データは各国通貨ベースの四半期値で、期間は94年以降。内需は便宜上、GDPから外需を引いて計算。

● 貿易の拡大が経済成長率を同期化

貿易関係が強まったことによってGDP成長率の連動性が高まったかどうかは、内需成長率の連動性と比べることで明らかとなる。上記と同じ方法で、主要先進国の内需成長率の平均的な相関係数を求めてみよう（第2-2-15図（2））。

その結果、第一に、予想されたとおり、内需の相関はGDPの相関より総じて低い。すなわち、外需の存在によって、GDP成長率の連動性は内需より高くなっている²⁶。第二に、2000年の前後で比べると、GDPの相関と内需の相関は高まっているが、GDPの方の高まりが大きい。これはこの間の貿易の拡大を反映していると考えられる。第三に、日本とドイツの内需成長率の各国との相関は低いが、GDPの相関は他国の場合と同じ程度である。これは、日本、

注 (26) 例えば、内需の増加率がA国では高くB国では緩やかであった場合について考えると、両国の内需の連動は低いですが、GDPで見れば、A国では輸入が増加することで、GDPの増加率は抑制され、一方、B国ではA国向け等の輸出が増加することによって、GDPの増加率が高まる。こうしたことから、両国のGDPの増加率の連動が高まるといったことが考えられる。

ドイツの成長率に対する輸出の寄与が大きいことを反映していると考えられる。

なお、先進各国だけでなく、世界経済との連動性という観点でみれば、貿易の拡大が各国の成長率の連動性を高める効果は、輸出と輸入ではメカニズムが違う。輸出の寄与は、新興国も含めた世界経済の成長という同じ原因から生じている。したがって、輸出の寄与が大きい国のGDPほど、他国のGDPと連動しやすい。一方、輸入の寄与は内需が強いほど大きくなる。内需は他国との相関が弱く、独自の動きをしやすい。しかし、内需の強い国は輸入の分だけ、GDPの変動はその独自性が弱まることになる。

近年における貿易関係の強まりは、アジアの新興国が牽引している。これを確認するため、各国の貿易総額（輸出+輸入）の推移に着目しよう（第2-2-16図）。それによれば、アメリカ、EU、日本の貿易総額は、対アジア貿易の急速な増加に引張られる形で、伸びが高まってきたことが分かる。特に、地理的に近い日本では、貿易総額の伸びに対するアジアの寄与度が極めて高くなっている。

●これまでの金融危機の貿易への影響

それでは、次に、過去の金融危機が世界貿易の縮小をもたらした様子を確認しよう。このような例としては、世界大恐慌やアジア通貨危機が挙げられる。また、金融危機というわけではないが、2001年頃のアメリカのITバブル崩壊も、貿易の縮小をもたらした点で記憶に新しいため、あわせて検討してみよう。

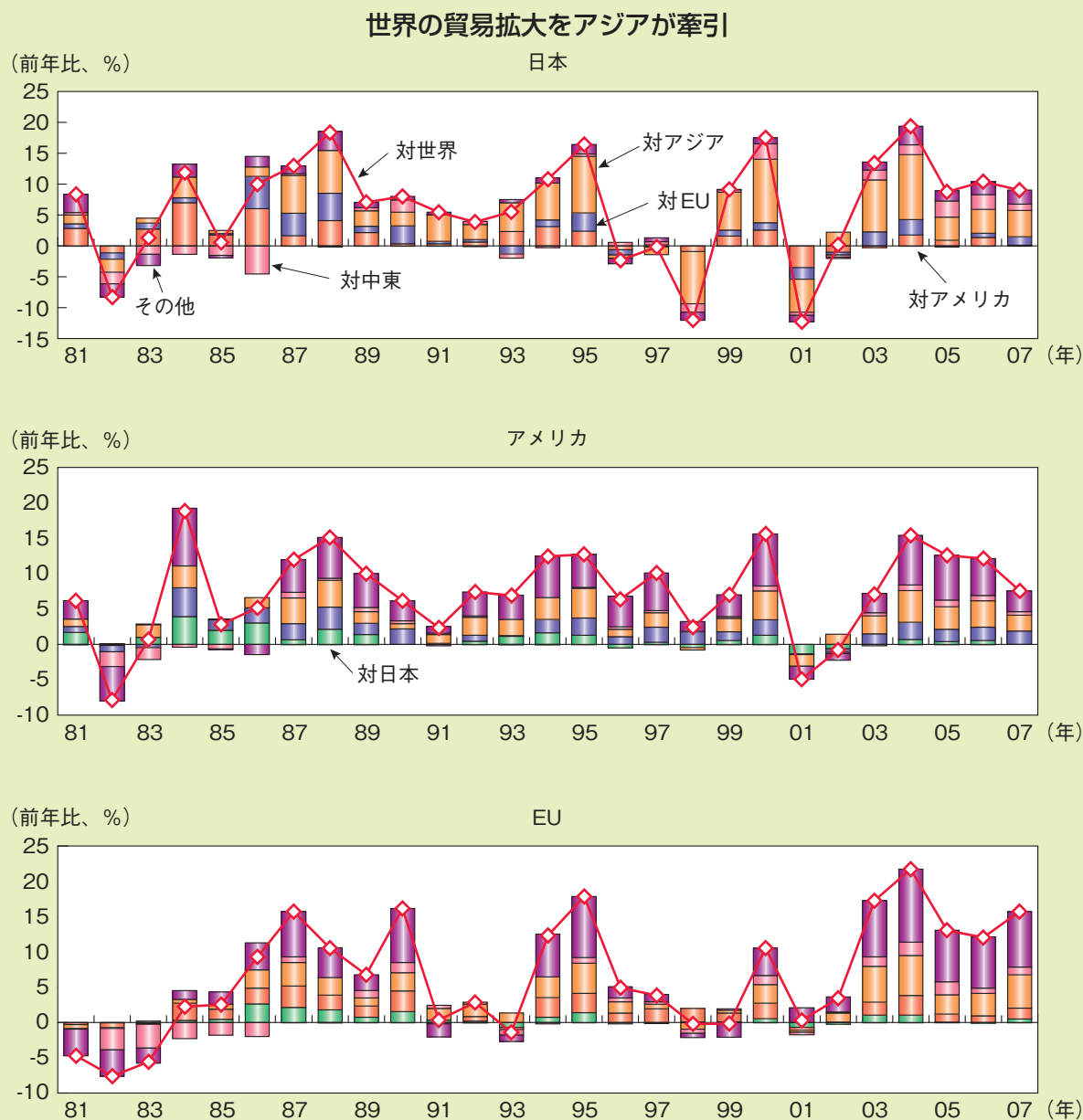
世界大恐慌の際の貿易の縮小については、すでに第2-2-1図で各国通貨ベースの動きを示したが、ここでは改めてドルベースで見よう（第2-2-17図）。29年を100とする指数では、震源地のアメリカの落ち込みが大きいのが、各国とも29年の水準の4割程度まで輸出総額が縮小し、それが長期化している。一方、アジア通貨危機の際には、アジア、日本で輸出が落ち込んでいるが、アメリカ、EUでは増加基調が続いており、世界全体でもわずかな減少にとどまっている。また、図では示していないが、ITバブル崩壊後には震源地のアメリカで2001～2002年に輸出の減少が見られたほか、アジア、日本でもその影響を受けている。

日本の貿易（輸出+輸入）の減少に対する寄与度を見ると（前掲第2-2-16図）、アジア通貨危機時はアジアとの関係でのマイナスの寄与度がほとんどであるが、ITバブル崩壊時は、震源地のアメリカとの関係だけでなく、アジアでもマイナスが大きい。

輸出入別（数量ベース）では、アジア通貨危機後には、アジア通貨の大幅な減価により、アジア諸国の輸入が大幅に減少したことから、日本のアジア向けの輸出は大きく落ち込んだが、アジアからの輸入の落ち込みは小さかった。他方、ITバブル崩壊後は、アメリカの景気後退により、アメリカ向け輸出が急速に減少したほか、アジア向けの輸出も同様に減少している。

今回は、世界大恐慌時には及ばないが、第1章で見たように主要国の輸出が大幅な減少となり、世界全体でも2008年10-12月期にはドルベースで前年比5%程度縮小している（前掲第1-1-2図）。これは、震源地のアメリカや、金融危機が拡大した欧州で大幅に内需が縮小した

第2-2-16図 貿易拡大の地域別要因分解



- (備考) 1. IMF “Direction of Trade Statistics” により作成。
 2. 貿易量 = 輸出 + 輸入。
 3. EUの要因分解については、EU域外との貿易。

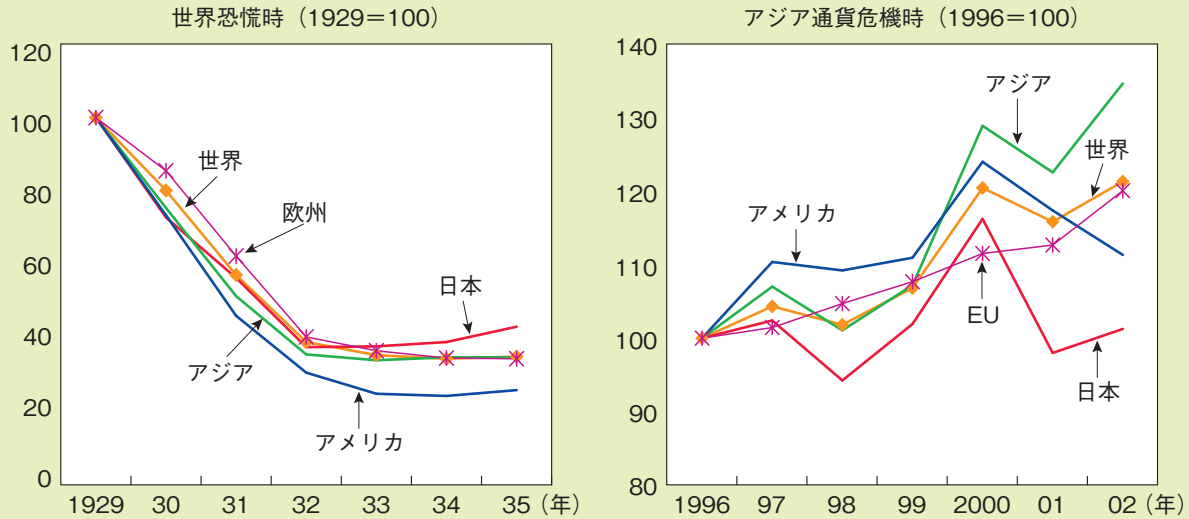
ことによる。日本への影響については、第1章で分析したように、バブル的な消費の消滅や消費者ローンの縮小により、日本からの米欧向けの輸出が減少しただけでなく、米欧への輸出を拡大してきたアジア諸国に向けた日本からの輸出の減少として現れている。そのほか、新興国、途上国向けの輸出では、貿易金融などの信用収縮の影響などが加わった²⁷。こうして、世界的に貿易取引の縮小が生じたのである。

注 (27) Auboin, M. (2009) によれば、貿易金融（信用、保険）は、2008年の世界の貿易総額15兆ドルに対して、10～12兆ドルと、約8割程度と試算されている。また、2008年下期からの世界貿易の落ち込みの要因は、85～90%が国際的な需要の減少によるものであり、10～15%が貿易金融の減少に起因するとの世界銀行の試算が紹介されている。

第2-2-17図 世界恐慌とアジア通貨危機時における貿易

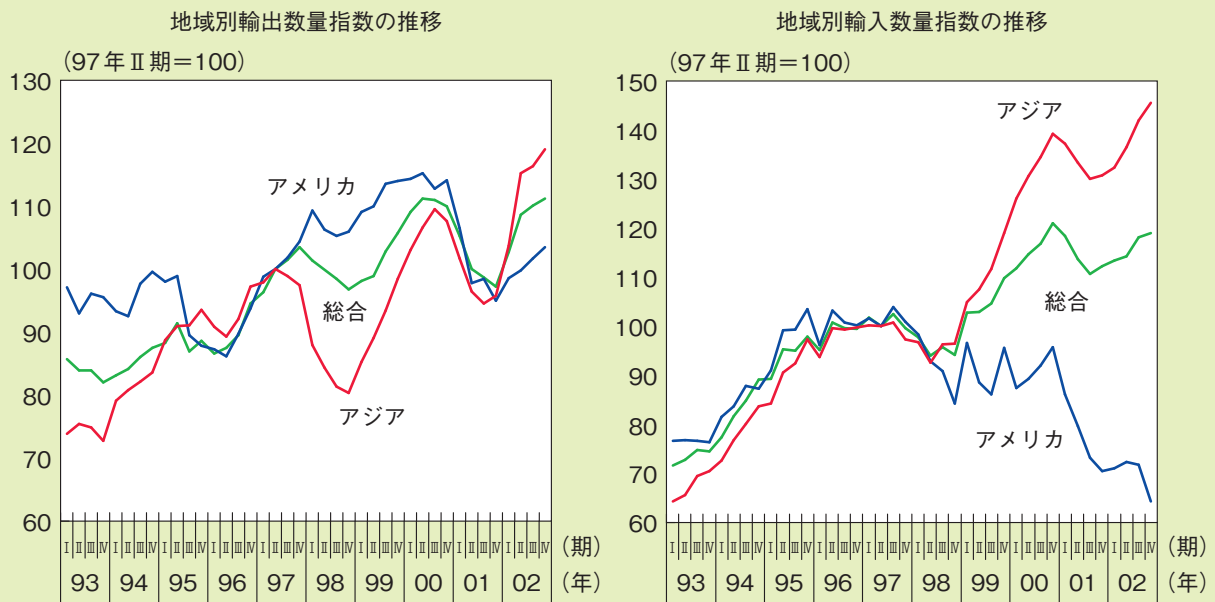
世界恐慌時は主要地域の輸出金額が6割以上減少したが、
アジア金融危機ではアメリカやEUへの影響は相対的に軽微

(1) 世界恐慌とアジア通貨危機における輸出金額



(備考) 「国際連盟統計年鑑」、IMF “Direction of Trade Statistics” により作成。左図・右図：全てドルベース。名目値。

(2) アジア通貨危機、ITバブル崩壊時の地域別輸出入



(備考) 1. 財務省「貿易統計」により作成。
2. 季節調整値。

(2) 金融資本市場の連動性を通じた実体経済への波及

金融危機によって当事国以外の実体経済が一斉に悪化する可能性として、金融資本市場への影響を介して各国の国内で実体経済を悪化させるというルートがある。為替レートの実体経済への影響は貿易の縮小という文脈ですでに述べたので、ここでは、国内金融資本市場を通じたメカニズムを考察した上で、実際にそれが生じうるのかについて過去のデータから検証しよう。

●直接金融経由、金融機関の自己資本経由、不良資産経由が主要なルート

金融危機が他国の国内金融資本市場に波及する仕組みについて、今回の危機の我が国への波及状況に触れつつ改めて整理すると、以下の三つのルートになる。

第一は、金融機関が危機当事国に対する債権を保有し、それが不良債権化したために、貸出態度が慎重化するルートである。今回、我が国の金融機関はサブプライム住宅ローン関連²⁸やリーマン・ブラザーズ向けの債権の保有は少なかったため、このルートによる影響は相対的に軽微であった。

第二は、株価の下落等により、国内における企業の資本調達が困難になることである。今回のように、株価の下落等を背景に投資家のリスク回避姿勢が高まり、社債・CP市場での資金調達が困難になる、というケースも広い意味ではこれに当たる。こうしたルートは、国内の金融システムが直接金融を中心とする場合に特に深刻な影響をもたらす。

第三は、同じく株価の下落等が、国内金融機関の自己資本を毀損し、結果として貸出態度が慎重化するルートである。今回、このルートによる影響が懸念されたが、これまでのところ、深刻な状況には至っていない。

●金融機関経由の影響については過去の危機では識別できず

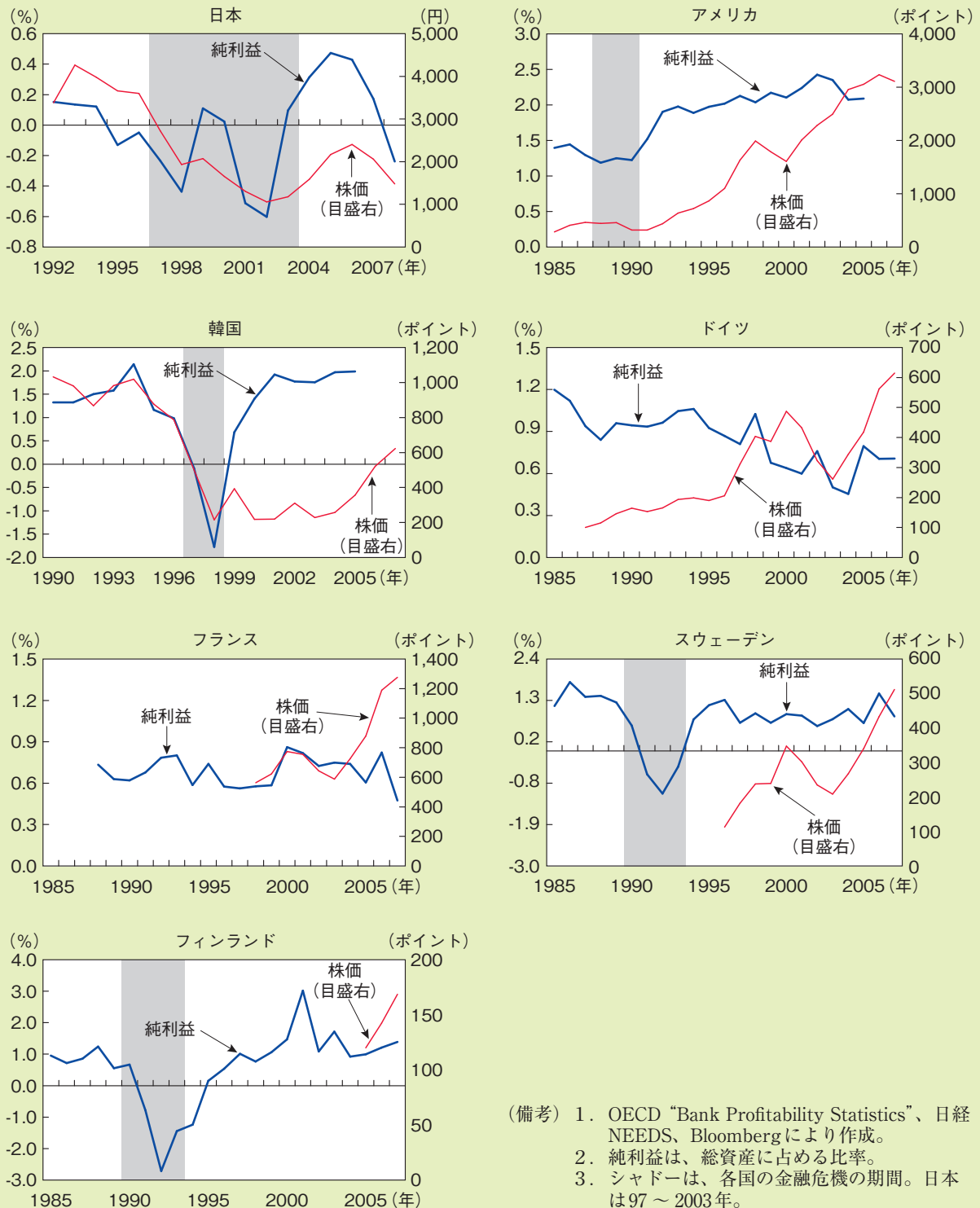
こうした金融危機の波及のうち、特に金融機関経由分について、アジア通貨危機やLTCM危機などの際の各国への影響を調べてみよう。ただし、データの制約から、各国の金融機関の純利益を中心に着目する。株価下落や不良債権の影響は、結局は純利益に反映されるからである。結果は以下のとおりである（第2-2-18図）。

第一に、危機当事国では金融機関の純利益の減少が明確に現れている。S & L危機時のアメリカ（86年～90年代初め）、金融危機後の日本（98年）、アジア通貨危機時の韓国（97～98年）、銀行危機時の北欧（90年代初め）、いずれにおいてもそうした状況が見て取れる。また、金融機関の経営状況についてのマーケットの評価が現われていると考えられる、金融機関の株価を見ても、データが確認できた日本、韓国において、大幅に下落している。

注 (28) 金融庁が公表した「我が国の預金取扱金融機関のサブプライム関連商品の保有額等について（2009年3月末時点）」によれば、2007年4月からの累積の実現損益は1兆10億円、評価損が930億円となっている。

第2-2-18図 主要国の銀行の純利益の推移

銀行の純利益や株価は金融危機を受けて低下する傾向



第二に、しかしながら、当事国以外では危機の波及による金融機関の純利益の大きな落ち込みは確認できない。これには、日本の金融危機時のように、自らの危機で大きく減益となったため、他国の危機の波及が識別できない場合もある。しかし、例えば地理的にロシアに近い北

欧でも LTCM 危機の際に純利益の顕著な減少は見られない。

こうしたことから、金融機関経由の実体経済への影響は、過去は基本的に当事国内が中心であったと考えられる。その意味で、今回の金融危機は、欧州の金融機関でサブプライム住宅ローン関連の損失が膨大なものとなるなど、これまでにない国際的な広がりをもたらしたといえよう²⁹。

コラム

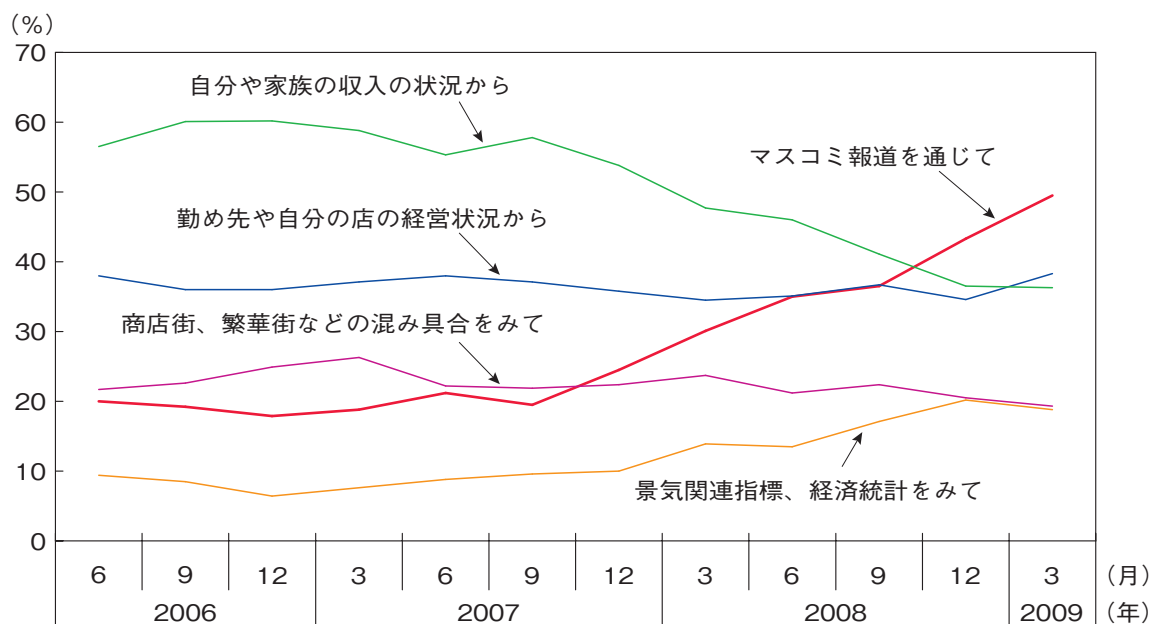
2-4 家計の景気判断等の根拠

今回の世界的な金融危機は、ニュースを通じて家計のマインドを冷え込ませ、消費行動に影響を及ぼしている可能性がある。日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」では、家計の景気判断とともに、判断の根拠を尋ねている。それによれば、これまで「自分や家族の収入の状況から」が判断根拠の第1位を占めていたが、サブプライム住宅ローン問題に伴う金融不安の発生後に、判断の根拠として「マスコミ報道を通じて」との回答の割合が高まり、2008年12月調査から第1位となった（コラム2-4図）。

これは、海外発の金融危機について、自分や家族が実感しているわけではないが、マスコミの報道を通じて、先行きの影響を懸念していることを意味する。こうしたルートによる家計への影響が個人消費などの支出をどの程度冷え込ませたかは明らかではない。しかし、景気の悪化がさらなる悪化を呼ぶ、という累積的メカニズムの一端を担っている可能性は否定できない。

コラム2-4図 家計の景気判断等の根拠

世界的な金融危機のマスコミ報道が家計行動に影響



(備考) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」により作成。

注 (29) 世界の主要金融機関におけるサブプライム住宅ローン問題発生以降の損失額については、2009年5月15日時点で、約1兆4,547億ドルとされている（ブルームバーグによる集計値）。