

世界経済の潮流

2007 年秋

サブプライム住宅ローン問題の背景と影響

地球温暖化に取り組む各国の対応

平成 19 年 12 月

内閣府

政策統括官室（経済財政分析担当）

まえがき

「世界経済の潮流」は2002年春に創刊され、年2回公表しております。第12号にあたる本書は2部から構成され、第I部では、サブプライム住宅ローン問題の背景と影響について、また、地球温暖化に取り組む各国の対応について、それぞれ考察いたしました。第II部では、2008年の世界経済の展望を示しております。

第I部第1章では、「サブプライム住宅ローン問題の背景と影響」と題し、アメリカにおける問題の背景とその影響を検討しつつ、主要各国の住宅市場動向についても俯瞰しています。今回の問題は、住宅ブームにおける住宅価格上昇への過剰な期待、証券化という新たな金融技術の革新、さらには国際金融資本市場のグローバル化とアメリカへの資本流入といった要素が背景にあったといえます。問題の発生以降、住宅市場の調整や金融資本市場の変動等は、アメリカ経済の先行きに不透明感をもたらしており、注視が必要です。また、証券化技術は金融資本市場の信用創造力を高める重要なツールですが、その適切な運用のためには、今回の問題で明らかになったように、証券化にかかわる金融機関、投資家、格付機関等におけるリスク評価・管理や情報開示の在り方、証券化商品に対する価格形成等について改善が必要と考えます。

第2章では、京都議定書による約束期間（2008～12年）を目前に、「地球温暖化に取り組む各国の対応」を扱っています。日本は、先進国の中でも温室効果ガスのGDP当たり排出量が少なく、「排出効率」が高いといえますが、最近の排出効率の改善は緩やかなものにとどまっており、一層の努力が必要と考えます。欧州連合（EU）を始め各国で取組が広がりつつある排出権取引制度は、排出量を効果的に抑制できる手段です。ただし、産業別に、また、家計の所得分配にも、多様な影響が生じると考えられるため、こうした影響を十分に考慮して、ほかの手段との得失を比較しながら、導入の適否を十分に議論すべきと考えます。

第II部では「世界経済の見通し」として世界経済の展望を扱っています。2008年の世界経済は回復が続くものの、07年をやや下回る成長になることが見込まれます。さらに、アメリカの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変動を背景として、景気に対するリスクとしては下向きのものが中心となっています。本書では、先行きのリスクとして、(i)アメリカ経済の一層の減速、(ii)国際金融資本市場のさらなる変動、(iii)高騰する原油・各種商品価格全般の高騰や高値持続、(iv)高成長を続ける中国経済の一段の過熱と調整を取り上げています。

本書が、サブプライム住宅ローン問題の課題や地球温暖化に対する各国の取組、さらには世界経済の展望について理解を深める一助となれば幸いです。

平成19年12月

内閣府 政策統括官(経済財政分析担当)

齋藤 潤

— 構 成 —

第 I 部 海外経済の動向・政策分析

第 1 章 サブプライム住宅ローン問題の背景と影響

第 1 節 サブプライム住宅ローン問題の背景

1. サブプライム住宅ローンの特徴
2. サブプライム住宅ローンが普及した背景
3. サブプライム住宅ローンの普及に内在したリスク

第 2 節 サブプライム住宅ローン問題の発生とその影響

1. サブプライム住宅ローン問題の発生
2. サブプライム住宅ローン問題の金融資本市場への影響
3. サブプライム住宅ローン問題の実体経済への影響
4. サブプライム住宅ローン問題や金融資本市場の変動に対する対応策

第 3 節 主要国の住宅ブームの動向とリスク

1. 主要国の住宅価格の動向
2. 主要国の住宅ローン市場の動向
3. 住宅市場の調整及びサブプライム住宅ローンが与える影響

まとめ

第 2 章 地球温暖化に取り組む各国の対応

第 1 節 各国の温室効果ガス排出状況と温暖化問題への取組

1. 各国の温室効果ガス排出状況
2. 各国の温暖化問題への取組

第 2 節 温暖化への取組における経済的インセンティブの活用

1. 各国に広がる排出権取引等の経済的メカニズム
2. 排出権取引による効率的な排出削減：
アメリカのSO₂排出権取引制度等から
3. 配分方法を巡る課題と、競争力、所得分配等への影響

まとめ

第Ⅱ部 世界経済の見通し

第1章 2008年の経済見通し

1. アメリカ
2. アジア
3. ユーロ圏、英国
4. 世界経済の概観

第2章 世界経済の先行きリスク要因

第 I 部 第 1 章のポイント

1. サブプライム住宅ローン問題の背景

- アメリカでは、2004 年以降、サブプライム住宅ローンの貸出しが大幅に増加した。大半は、預金機能を持たないモーゲージカンパニーによる貸出しで、貸出しから 2～3 年後に変動金利へ移行するハイブリッド型の金利構造が主流となっている。
- サブプライム住宅ローンの普及の背景には、(1)住宅ブームにおいて住宅価格の上昇期待が高まり信用力の低い者や投資目的の住宅取得が促されたこと、(2)証券化によってリスクの効率的な分散や貸付機関における資産債務の期間ミスマッチの解消等が図られたこと、(3)低金利や十分な流動性の存在といった良好な国際金融環境の下でアメリカの証券化市場等への資本流入が進んだこと、などが挙げられる。
- サブプライム住宅ローンの普及において、家計の住宅取得能力が低下している状況下で住宅価格のさらなる上昇を見込んで住宅取得を加速させるというリスクをもたらし、また、証券化に潜むインセンティブ問題や緩和気味な国際金融環境は貸付機関の融資基準や投資家のリスク評価を緩めたと考えられる。

2. サブプライム住宅ローン問題の発生とその影響

- 06 年後半以降、サブプライム住宅ローンの延滞率は急速に高まった。特に、05～06 年に貸付機関の融資基準が弛緩し、高リスクな貸出しが増加したことも寄与した。07～09 年にかけて金利のリセット時期を迎えるものが多く、今後延滞率がさらに上昇する可能性は高い。
- サブプライム住宅ローンを担保に証券化された R M B S や C D O の格付けも大幅に引き下げられ、スプレッドも急拡大している。証券化によるリスクの拡散やコンデュイット・S I V を活用したオフバランス取引の進展によって損失の所在・規模が不透明となったため、金融資本市場で流動性不足や信用収縮が発生し、その動揺は国境を越えて波及した。
- この問題は実体経済に対しても影響を与えている。住宅の差押えの増加や金融機関の融資態度の厳格化等により住宅部門の調整を長期化・深刻化させる可能性がある。また、住宅価格の下落は逆資産効果を通して個人消費を減少させるおそれがあるが、特にアメリカでは M E W が普及しているため、住宅価格の下落は信用制約の引締め効果をもたらす逆資産効果を強めることが懸念される。

3. 主要国の住宅ブームの動向とリスク

- アメリカ以外の国でも、2000 年代に住宅価格の上昇が加速した国が多くみられる。スペイン、アイルランド、英国、オランダ、オーストラリア等では、アメリカ以上に過去のトレンドからの乖離が大きく今後の調整リスクに留意が必要である。
- 主要国の住宅ブームの背景には低金利や人口増等があるが、規制緩和や技術革新の下での住宅ローン市場の変化も挙げられる。ハイブリッド型変動金利や L T V の高い住宅ローン等によって幅広い層の家計による住宅ローン借入れが可能となる一方、家計は金利変動の影響を受けやすくなったり、返済可能額以上の借入れを行う可能性も生み出した。
- 主要国では住宅部門の調整により住宅投資の減少や逆資産効果等を通じた個人消費の減少の可能性もある。特に、アメリカと同様、M E W が広く行われている国や住宅ローン債務比率が高まっている国などは留意が必要である。ただ、サブプライム住宅ローン類似の市場が存在する英国、オーストラリア、カナダにおいては、アメリカと比べて、住宅調整や経済全般に与える影響は限定的と考えられる。

第 I 部 第 2 章のポイント

1. 各国の温室効果ガス排出状況と温暖化問題への取組

- 世界の2004年時点でのCO₂排出量をみると、京都議定書に基づき排出削減を約束している国・地域の構成比は29.3%に過ぎない。さらに、中長期的に、排出削減を約束していないアメリカ、中国、インド等の排出増が続く見通しである。温暖化対策の実効性を高めるには、こうした大量排出国を取り込んでいくことが極めて重要である。
- 温室効果ガス（GHG）排出量の基準年（原則1990年）から04年の増減は国・地域により大きく異なる。アメリカは15%以上増加しており、日本は一桁台だが増加している。EUは国によって違いがあり、全体としては微減しているが目標は達成していない。
- 部門別にみると、日本は、エネルギー産業、運輸、その他エネルギー消費の増加が大きく寄与している一方、ドイツ及び英国は、エネルギー産業、製造・建設業等多くの部門で減少している。
- 日本は、先進国の中でもGDP当たりのGHGの排出量が少ない方から上位に属し、「排出効率」が高いが、排出効率の改善は相対的に緩やかであり、先進国の中で相対的に高い排出効率を維持するためには一層の努力が必要である。
- 各国の取組には温度差がある。EUは、排出削減の長期目標を掲げ広範な分野で温暖化問題に取り組んでいる。アメリカは、京都議定書を批准していないが、各州では排出総量の削減目標を掲げた取組が活発化している。

2. 各国に広がる排出権取引等の経済的メカニズム

- 京都メカニズムによる取引の本格化とEU域内排出権取引制度（EU-E T S）の創設により排出権取引の市場は拡大し、取引量で16億トン、取引額で300億ドルを超える。
- EU-E T Sは、EU25か国のCO₂総排出量の49%を排出する10,000超の施設を対象としている。排出権取引導入の動きは、ノルウェー等の各国やアメリカ・カナダの州等にも広がりつつあり、これらの連携により、州単位で参加する国も含め主要先進6か国を含む先進33か国にまたがる市場が形成されていく見込みである。
- 炭素税等温暖化対策を念頭においた環境税が北ヨーロッパ諸国を中心にヨーロッパ各国で導入されてきた。エネルギー需要の価格弾性値は、長期的にはかなり大きく、こうした環境税は、一般的に、長期では相当の排出削減効果を有すると考えられる。

3. 排出権取引による効率的な排出削減

- 排出権取引制度は、経済全体で排出量削減に要する費用を最小化・効率化することをねらいとする。過去の類例をみると、相当程度の費用削減効果があったとする見解が多い。

4. 排出権の配分方法を巡る課題と、競争力、所得分配等への影響

- 排出権の初期配分に際し、過去の排出実績等に応じて無償配分すると既存事業者を優遇するなどの問題が生じ得るが、有償配分（オークション）すると競争力への影響が大きくなる。各国では、無償配分を中心とし、段階的に有償の比率を高めていくものが多い。
- 電力や暖房燃料等のエネルギー等は、生活必需品の性格が強いことが多いため、排出削減に伴う負担は家計に逆進的な影響を及ぼす可能性がある。排出権取引等の経済的メカニズムは、こうした負担を小さくし、逆進的な影響を緩和する可能性がある。
- 排出権の有償配分や環境税の場合はそれによる収入を政府が何に用いるかという論点があり、減税に充てることにより経済への影響を緩和する効果も期待できる。
- 排出権取引は適切に運用されれば配分した枠内に排出量を確実に抑制する有効な手段である。排出権取引を含め経済的メカニズムの効果や導入の適否を検討するに当たっては、産業の負担や所得分配等への影響も十分に考慮し、ほかの手段による排出削減と得失を十分に比較考量して、議論することが必要である。

第 II 部のポイント

2008 年の世界経済は、07 年をやや下回る成長が見込まれるが下振れのおそれも

- 世界経済（日本に関係の深い 29 か国・地域）は回復している。これら 29 か国・地域の 07 年の経済成長率は 06 年を下回る 3.6%程度と減速が見込まれる。
 - 08 年は 07 年をやや下回る 3.4%程度の成長が見込まれる。これは、アメリカ経済の成長が引き続き緩やかなものにとどまるとともに、高成長を続けるアジアがやや減速し、ヨーロッパでも成長が緩やかになることによる。世界経済全体として景気のリスクは下向きのものが中心であるため、経済成長率はこうした見通しより下振れするおそれもあり、注視が必要である。
1. **アメリカ経済は、08 年は緩やかな成長が見込まれるものの下振れリスクも**
 - アメリカ経済は、住宅建設の減少等により、引き続き景気回復が緩やかなものとなっている。07 年 7～9 月期までの足元 2 四半期における経済成長率は高くなっているが、国内民間最終需要は引き続き緩やかな伸びとなっており、07 年通年では 2.1%程度と見込まれる。
 - 08 年は、住宅投資のマイナスの寄与が徐々に縮小していく一方で、政策金利の引き下げが遅行的に現れることなどから、07 年をやや上回る 2.4%程度の緩やかな成長となることが見込まれる。しかしながら、こうした見通しに対しては、住宅市場の調整の深刻化や金融資本市場におけるさらなる変動の可能性など、実体経済への下方リスクが高まっており、これが現実のものとなる場合には、景気が一層減速するおそれもある。
 2. **アジア経済は、08 年はやや減速する国もあるが、全体として堅調に推移**
 - アジアでは、ヨーロッパや新興国向け等の輸出が好調に推移しているほか、内需も堅調を維持し、07 年の経済成長率は北東アジアで 9.0%程度（中国は 11.3%程度）、ASEAN では 5.8%程度と見込まれ、中国を中心に景気拡大が続いている。
 - 08 年は、中国の経済成長率は 10.3%程度と 6 年連続で二桁の高い成長を維持すると見込まれる。しかし、投資や消費の高い伸びが続けば上振れする可能性があり、また、今後の景気過熱を十分に抑制できない場合には、超過供給の発生等により、中国経済が調整局面を迎え、結果として成長率が減速するおそれがある。アジア経済全体では、世界経済の減速の影響等からやや減速する国もあるものの、引き続き堅調に推移すると見込まれる。
 3. **ヨーロッパ経済は、08 年は成長が緩やかになるが、総じて景気回復が続く**
 - ヨーロッパでは、07 年の経済成長率がユーロ圏で 2.6%程度と減速する一方、英国は 3.0%程度と前年よりやや高い伸びとなり、総じて内需中心の景気回復が続いている。
 - 08 年の経済成長率は、ユーロ圏で 2.1%程度、英国で 2.3%程度へといずれも減速し、成長が緩やかになるものの、景気は回復を続ける見通しである。ただし、07 年央以降の金融資本市場の変動の影響等により景気は下振れリスクを高めており、注視していく必要がある。
 4. **世界経済のリスク要因**
 - 以上の中心シナリオに対しては、(1)アメリカ経済の一層の減速、(2)国際金融資本市場のさらなる変動、(3)高騰する原油・各種商品価格全般の継続上昇や高値持続、(4)高成長を続ける中国経済の一段の過熱と調整といった下方リスクがあり、世界経済のリスクは下向きのものが中心である。