

第2章 金融危機と日本経済

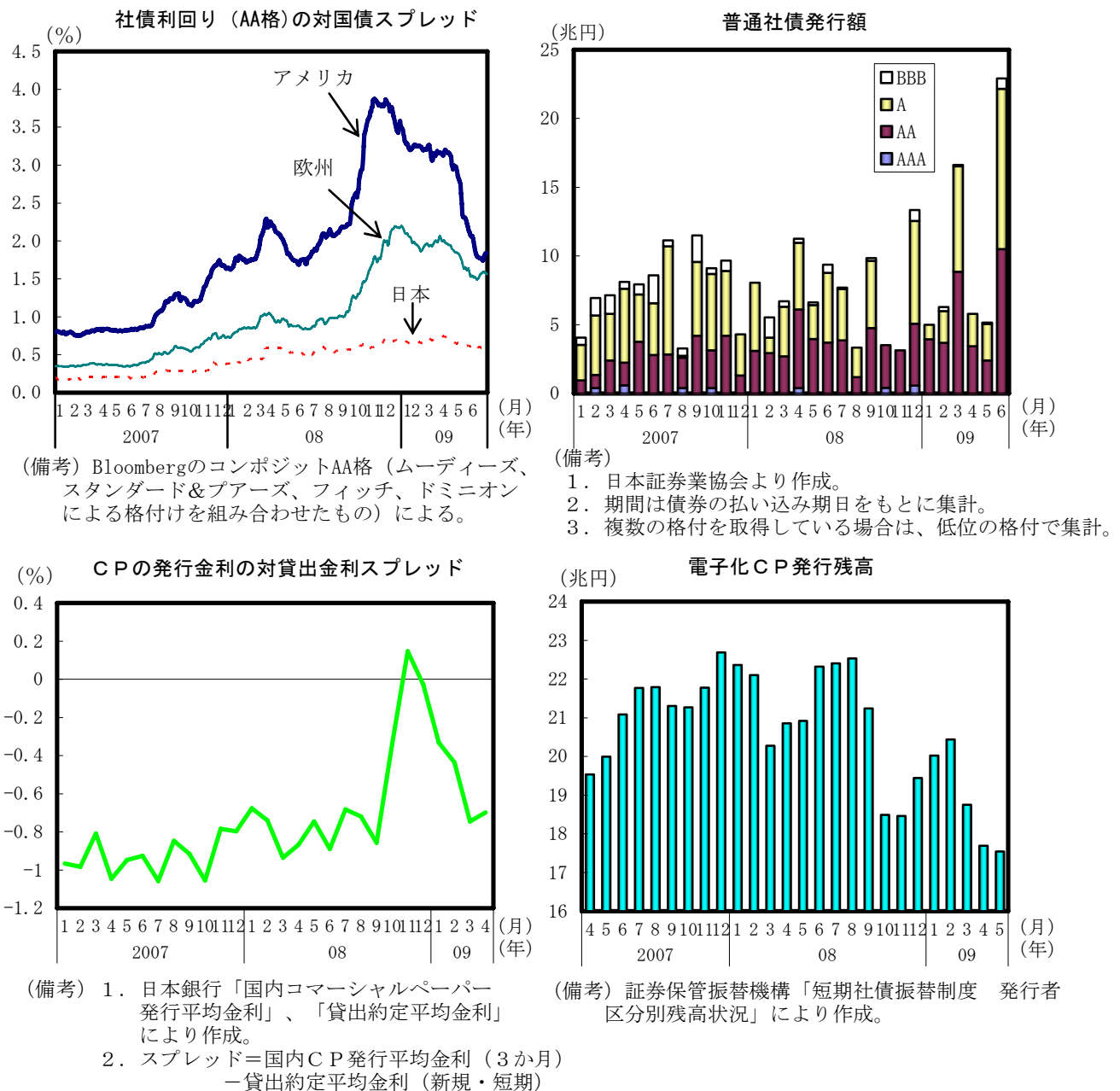
【第1節】世界的な金融危機と国内金融

1 国内金融市場への影響

- 世界的な金融危機は、国内の株式市場や国債市場に大きな影響を及ぼした。株価の下落はもちろん、投資家のリスク許容度低下もあって社債・CP市場の混乱が生じた。外国銀行の資金調達が増加したことで銀行間市場の規模縮小もみられた。
- 一方、国際金融市場での緊張が高まるなかで、日本銀行は政策金利の引下げや金融調節面での対応力の強化を行った。

第2-1-3図 社債・CP市場の動向

社債・CPは2007年後半以降スプレッドが上昇し、リーマンショック後さらに急速に拡大



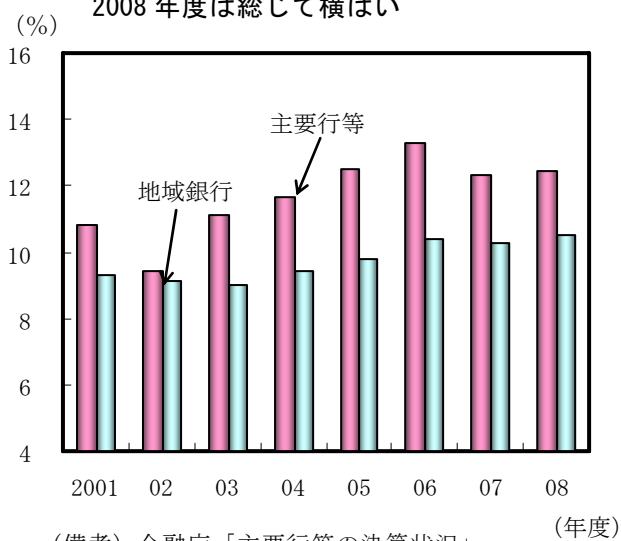
2. 金融機関を通じた企業金融への影響

- 株価の下落や景気の悪化は銀行の自己資本比率や不良債権比率に影響を及ぼしてきた。ただし、平均して見ると、自己資本比率は横ばいとなっている。
- 中小企業の資金繰りは、景気後退の初期から悪化し、遅れて銀行の貸出し態度の厳格化が進んだ。
- 97～98年のように信用収縮のために企業の資金繰りが悪化する状況には至っていないが、景気の厳しい状況が続くなかで、注意が必要である。

第2-1-8図 金融機関の自己資本比率及び不良債権比率の推移

(1) 自己資本比率の推移

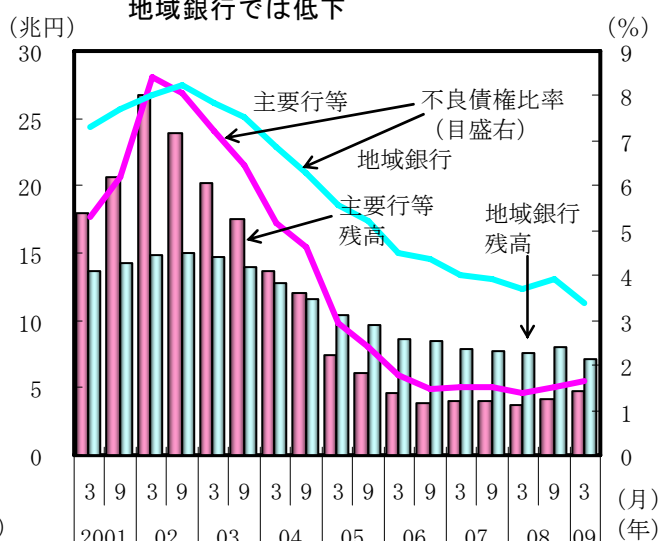
主要行等は2007年度に低下したものの、2008年度は総じて横ばい



(備考) 金融庁「主要行等の決算状況」、
「地域銀行の決算の概要」等により作成。

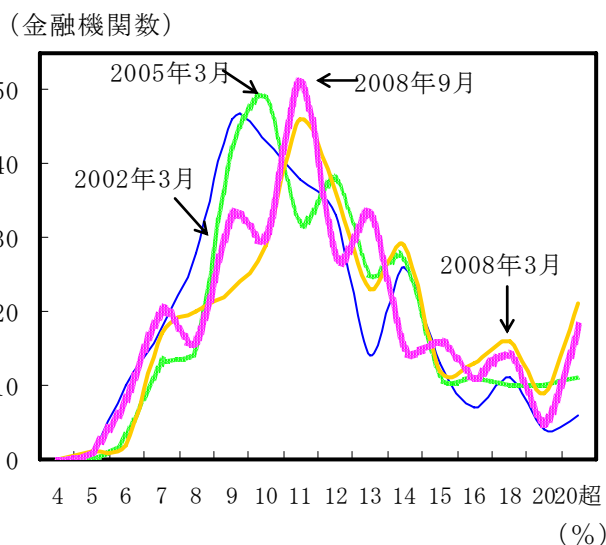
(2) 不良債権比率の推移

2009年3月期は、主要行等では上昇、地域銀行では低下



第2-1-9図 (1) 自己資本比率の分布の推移

自己資本比率は上昇してきたが水準のばらつきがやや拡大

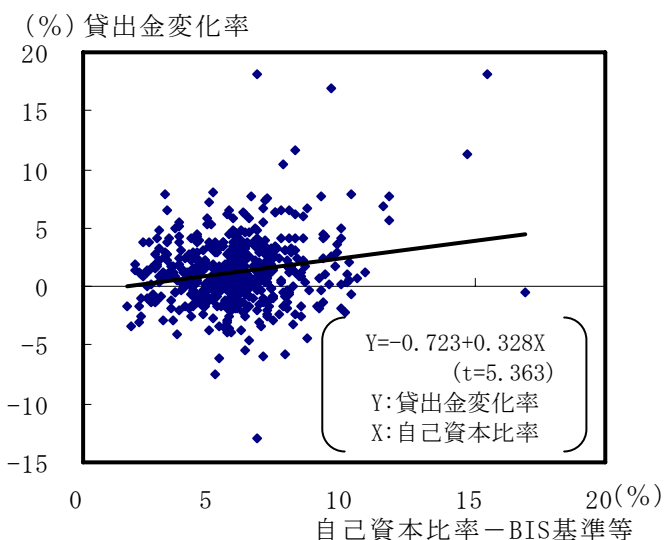


(備考) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」、各金融機関の決算資料等により作成。
左図は、信用金庫を含む。右図は、2005年9月期から2008年3月期決算の値を使用。

第2-1-10図 (1)

自己資本比率と貸出金変化率の関係

自己資本比率の高い銀行は貸出を増やす傾向

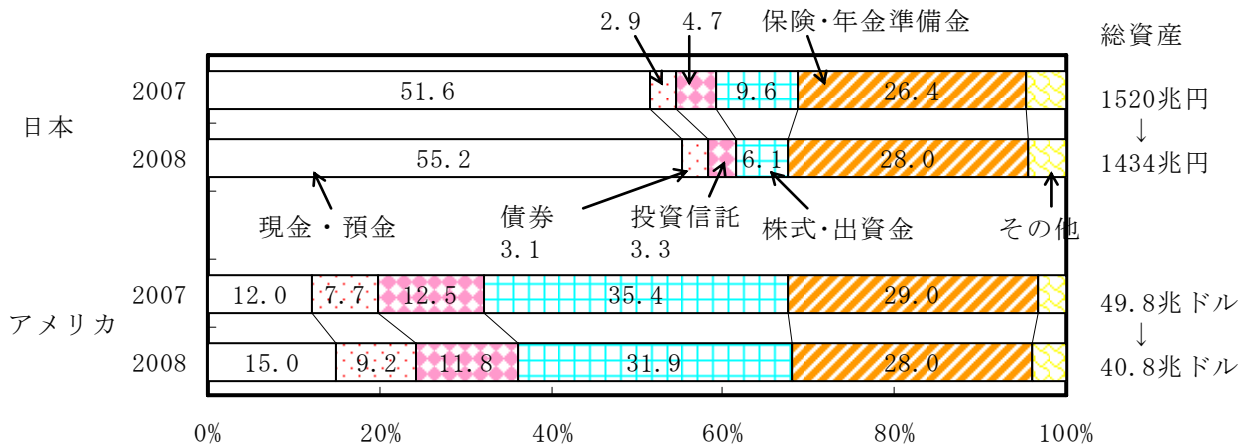


3. 家計のバランスシートへの影響

- 金融危機の家計へのバランスシートへの影響については、株式等の保有が少ないためアメリカなどと比べ軽微であった。ただし、我が国では高齢者が株式等のリスク資産を多く保有しており、この層に株価下落の影響が集中した可能性がある。
- 個人消費の逆資産効果も比較的小さいが、高額品の消費に顕著な落込みがみられる。

第2-1-19図 家計の株式、投資信託等の保有状況

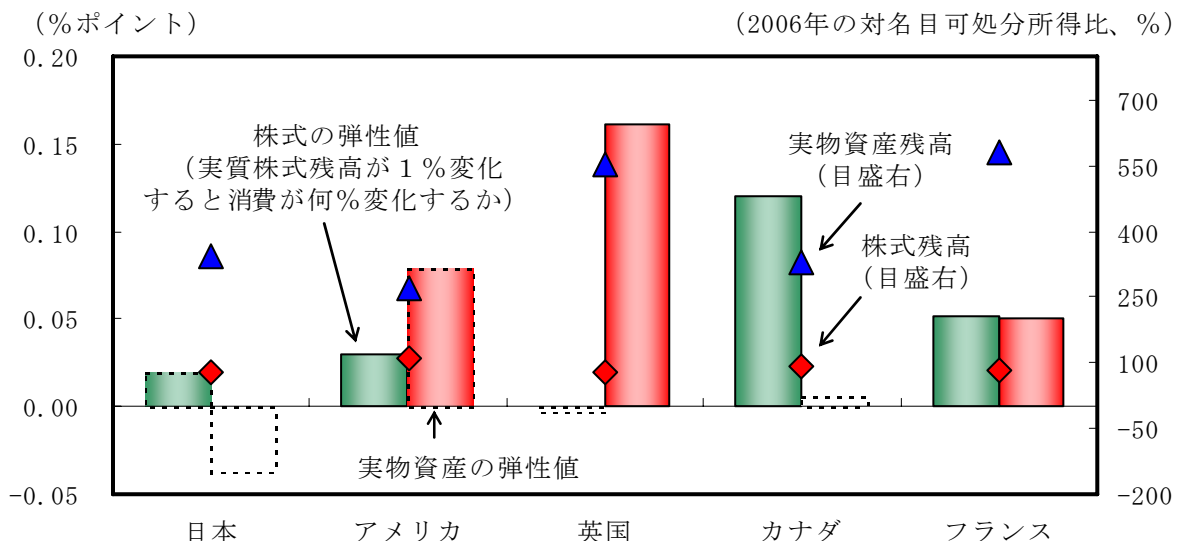
家計が保有するリスク資産割合は、日本はアメリカよりも低く、株価変動の家計への影響は、アメリカなどと比べ軽微



(備考) 日本銀行「資金循環統計」、FRB "Flow of Funds Accounts" より作成。

第2-1-22図 消費に対する資産効果の各国比較

株式と実物資産における資産効果の比較



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、OECD "OECD Economic Outlook" により作成。

2. 推計期間は80年~2007年(日本は2006年)。

3. 推計式は下記の通り。

$$\ln(\text{家計消費支出}) = (\text{定数項}) + \alpha \times \ln(\text{可処分所得}) + \beta \times \ln(\text{株式残高}) + \gamma \times \ln(\text{その他純金融資産残高}) + \delta \times \ln(\text{実物資産残高})$$

4. 図の点線に白抜き棒グラフは統計的に有意でないことを、点線で色付きのものは10%有意水準を満たしていることを、実線に色付きのものは5%ないし1%有意水準を満たしていることを表す。

【第2節】金融危機の国際的波及：歴史的経験とメカニズム

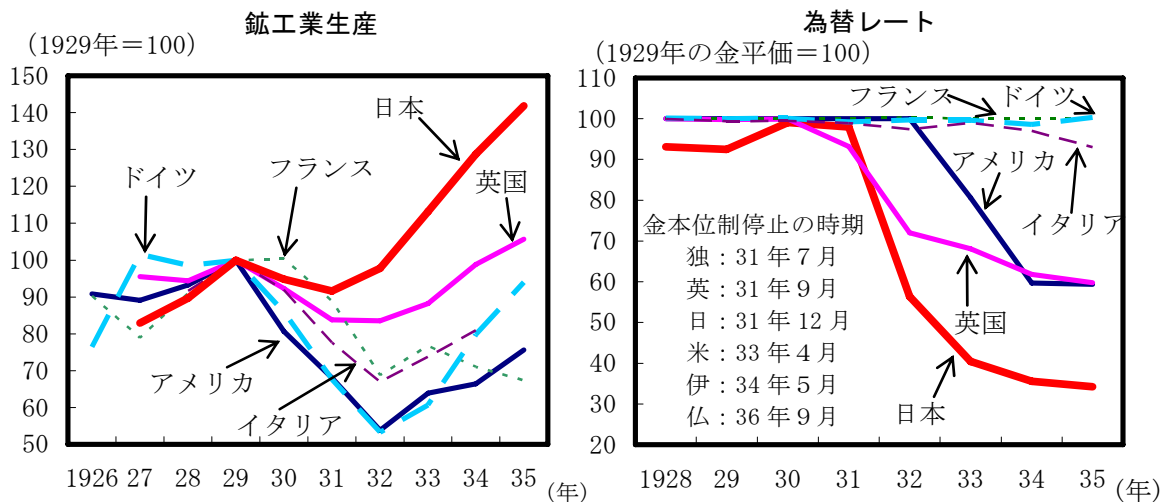
1 過去の金融危機の概観

- 世界大恐慌時は、世界の鉱工業生産は1929年から32年までに約3割の縮小となったが、日本は落ち込みが小さく、比較的早期に回復した。こうした背景としては、金本位制離脱による為替レートの減価に加え、財政金融面の政策対応があった。
- アメリカのS&L危機、北欧の銀行危機の要因として、①金融自由化を背景とした競争の激化、②高リスク高リターンを求める過剰なリスクテイク行動、③不十分な金融監督、があった。危機後には、GDP、銀行貸出残高の伸びが大きく低下している。

第2-2-1図 世界大恐慌時の経済状況

第2-2-3図 世界恐慌時の財政金融政策

世界大恐慌時は、日本は為替の減価や政策対応により早期に回復

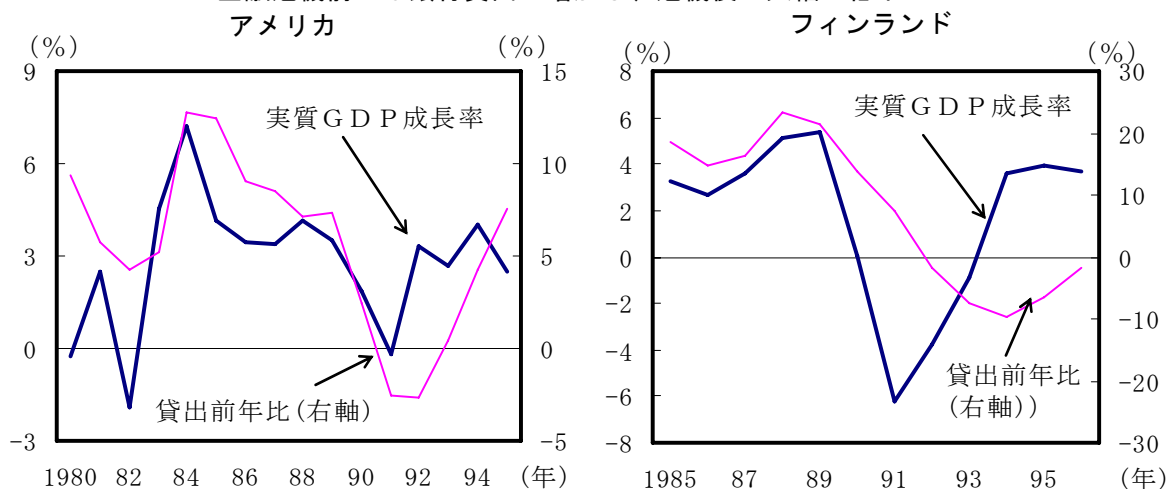


(備考) The League of Nations “Statistical Year Book”、日本銀行統計局「明治以降本邦主要経済統計」により作成。

第2-2-4図 アメリカのS&L危機

第2-2-5図 北欧の銀行危機

金融危機前には銀行貸出が増加し、危機後に大幅に低下



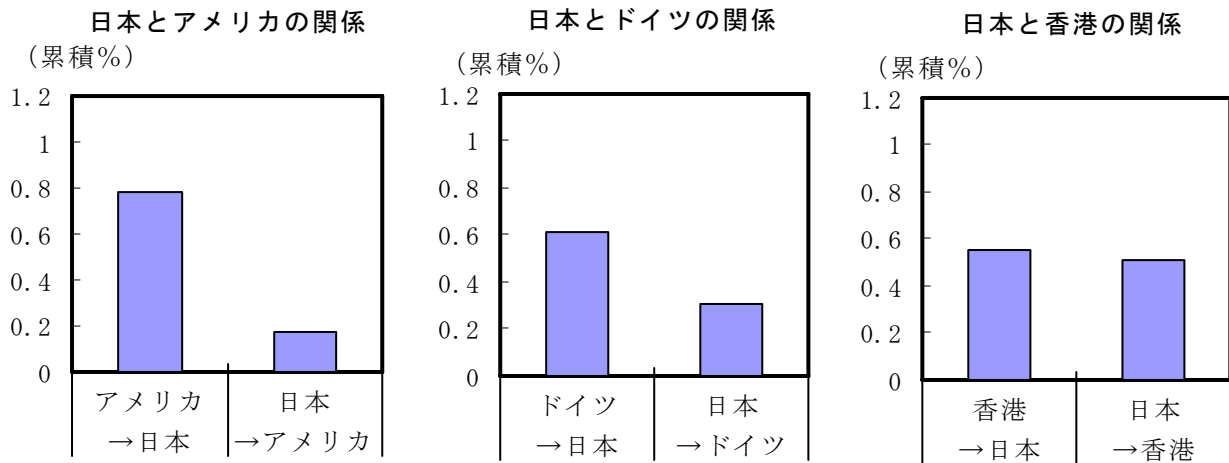
(備考) IMF “International Finance Statistics”、The World Bank “A New Database on Financial Development and Structure” により作成。

2 金融資本市場の国際的連動性と危機の波及 / 3 実体経済の国際的連動性と危機の波及

- 今回の金融危機が国際的に深刻な影響をもたらした背景には、内外の金融資本市場や実体経済の連動性の高まりがある。
- 株価の連動性は高まっているが、特に、日本の株価はアメリカなどからの影響を一方向的に受けやすい傾向がある。また、REIT市場を通じた不動産市場への影響も目立った。
- 実体面では、金融資本市場経由の影響に加え、新興国も含めた貿易を通じた相互依存関係の深まりがある。今回は、震源地の米、欧で大幅な内需の減少があったが、信用収縮の効果が加わって、新興国等も含めた輸入の減少が生じ、これが我が国にも影響を及ぼした。

第2-2-10図 各国株価の変動の影響度合い

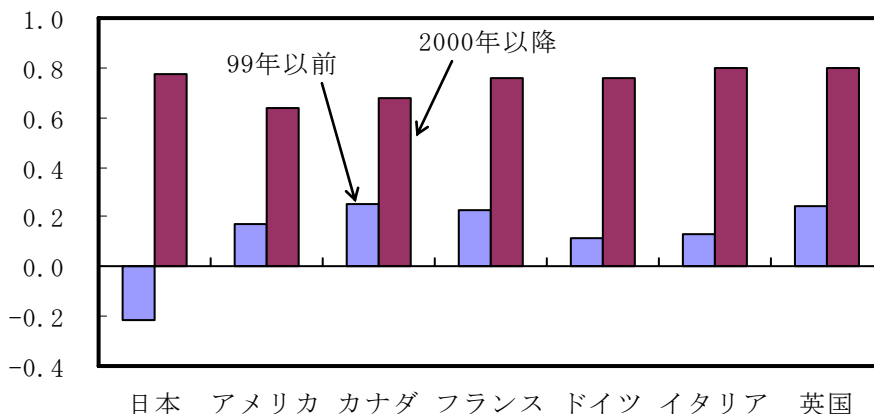
日本の株価が欧米の株価に与える影響は小さい



- (備考) 1. Bloomberg により作成。99年9月以降の日次データ。
 2. 対数階差VARモデルによる累積一般化インパルス応答関数の翌日値(ラグ次数は8)。モデルには上記4か国の他、カナダ、フランス、イタリア、シンガポールを加えて推計している。

第2-2-15図 各国の成長率の相関係数

2000年以降、世界経済の連動性が高まる方向



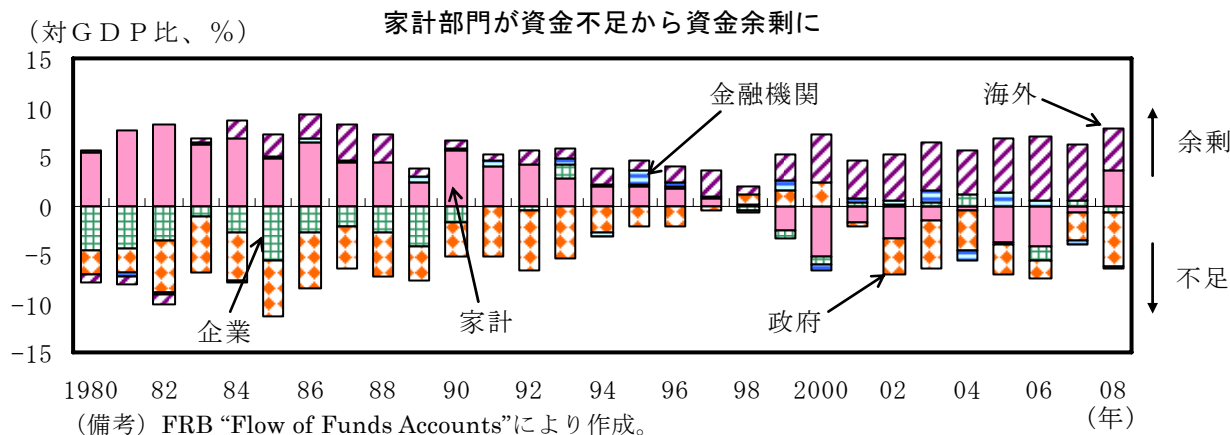
- (備考) 1. OECDデータベースにより作成。
 2. 図中のある1か国と他の6か国との相関係数の平均を計算。
 3. 原データは各国通貨ベースの四半期値で、期間は94年以降。

【第3節】「危機後」の日本経済を考える視点

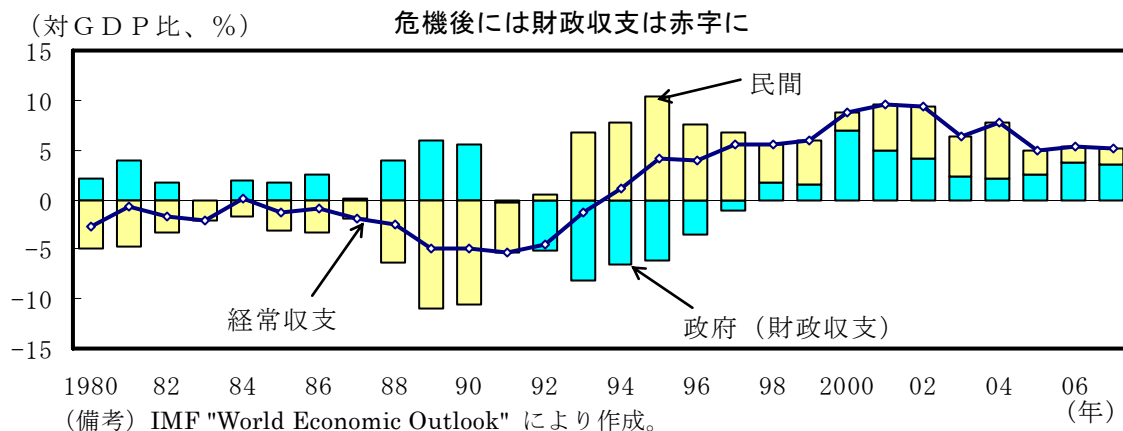
1 国際的な資金の流れと金融セクターの構造変化

- 今回の危機の背景には、アメリカの経常収支赤字によるグローバルな不均衡があったが、アメリカの家計支出の減少や日本を含む黒字国の財政支出増により、資金の流れが変化する可能性がある。過去の経験を踏まえると、危機後の財政再建にはかなりの時間がかかる。
- アメリカは家計のバランスシート調整の時間を要し、結果として経常収支の赤字幅が縮小する可能性もある。日本の輸出先市場としては、中国等の新興国の内需への期待がさらに高まるだろう。

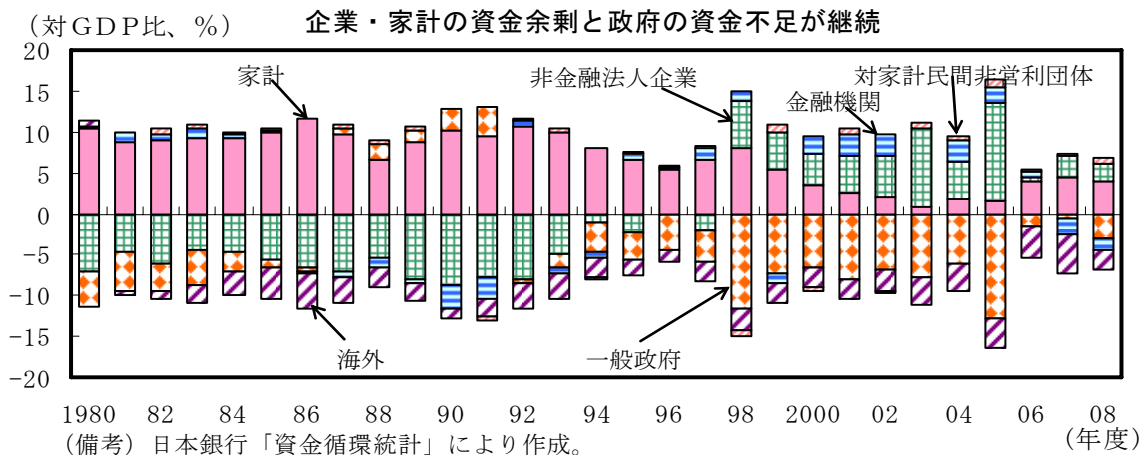
第2-3-1図 アメリカの部門別資金過不足



第2-3-2図 (3) フィンランドの貯蓄・投資バランス



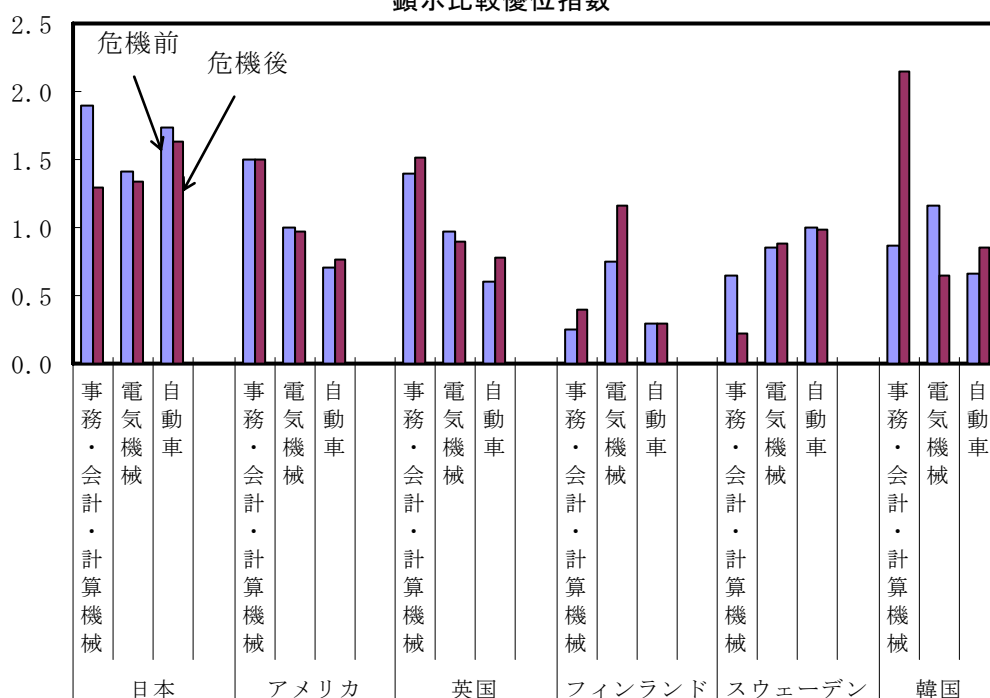
第2-3-3図 日本の部門別資金過不足



2 産業構造の変化と競争力

- 過去に危機を経験した国のうちフィンランドやスウェーデン、韓国は為替レートの減価に助けられた面もあるが、対内直接投資や研究開発投資の推進等もあってIT関連製品に比較優位をシフトさせてきた。
- 今回の金融危機において、日本製品の海外市場での競争力の喪失が懸念されているが、主力製品である自動車、半導体等の世界市場でのシェアは維持ないし上昇している。

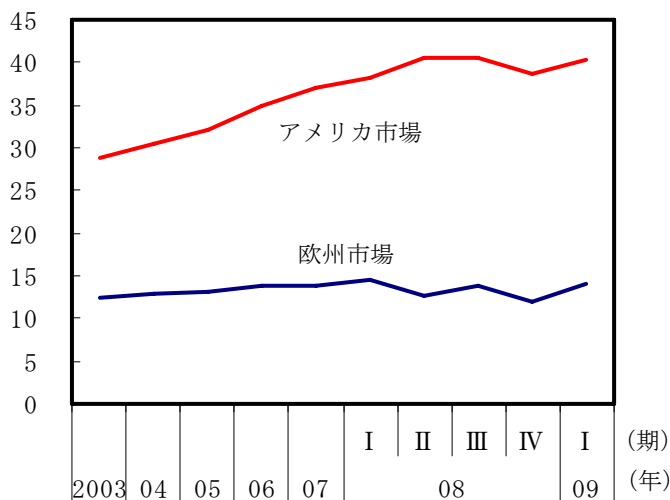
第2-3-7図 比較優位に関する指標と製造業依存度の変化
 北欧や韓国ではIT製品、自動車への輸出特化が進展
 顕示比較優位指数



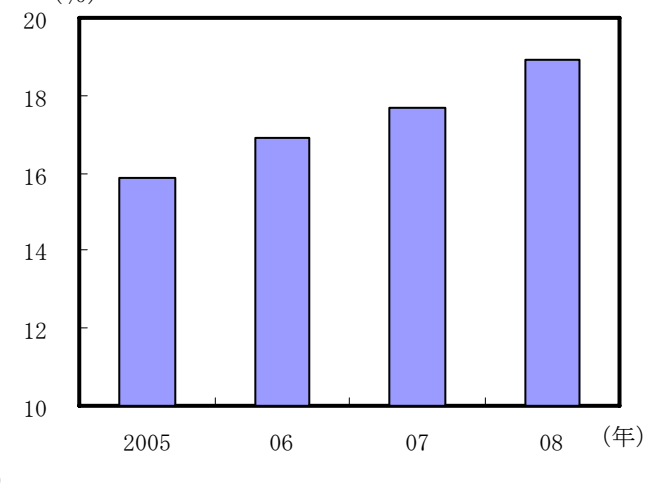
(備考) OECDより作成。顕示比較優位指数とは当該国における当該財の輸出シェアを世界平均で除した値。

コラム2-5図 海外市場における日本製品のシェア
 日本の主力製品の海外市場でのシェアは低下していない

(1) アメリカ・欧州自動車市場における
 (%) 日本メーカーのシェアの推移



(2) 世界半導体市場における
 (%) 日本企業全体のシェアの推移



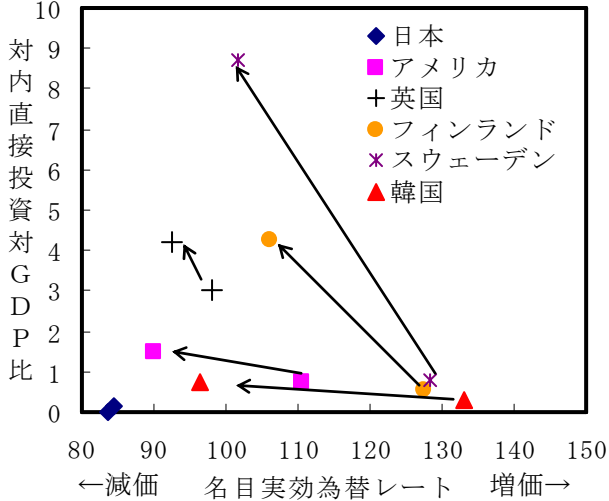
(備考) (左図) オートデータ、ACEAより作成。(右図) アイサプライ・ジャパン(株)公表資料より作成。

- 危機後も生産性を高め、競争力を強化するためには、研究開発や人的資本への投資を怠らないことが基本である。
- 我が国は不良債権処理を先送りし、「追い貸し」を通じて成長の芽を摘んできた苦い経験もあり、生産要素の移動の円滑化を図ることも重要である。

第2-3-9図 対内直接投資と為替レート

為替レートの減価から対内直接投資が増加

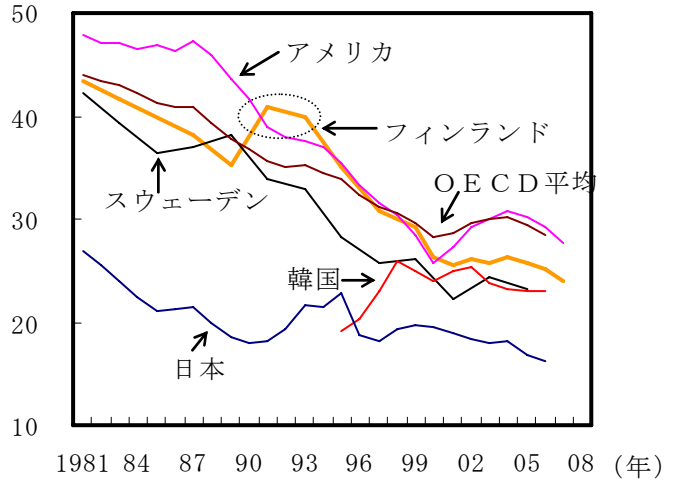
(1) 対内直接投資対GDP比の変化 (%)



第2-3-10図 研究開発費の推移

金融危機時には政府負担率が高まり、危機直後にGDP比でみて高い伸び

(2) 政府負担率



(備考) OECDデータベース等により作成。危機の前後の期間は以下のとおり。

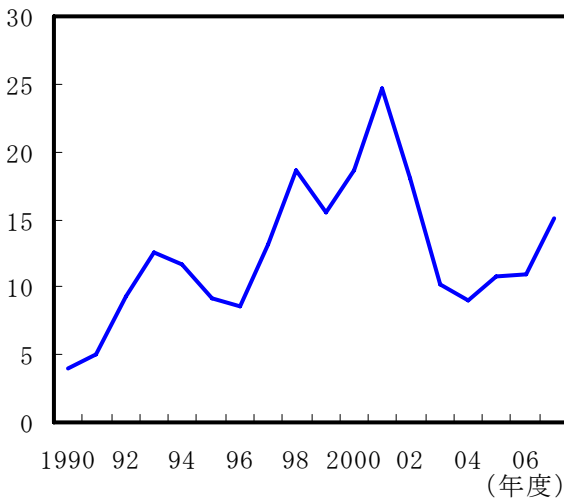
日本：(危機前) 91～96年 (危機後) 02～07年、アメリカ：(危機前) 83～88年 (危機後) 94～99年
 英国：(危機前) 85～90年 (危機後) 95～2000年、韓国：(危機前) 91～96年 (危機後) 01～06年
 フィンランド：(危機前) 84～89年 (危機後) 96～01年
 スウェーデン：(危機前) 84～89年 (危機後) 96～01年

第2-3-13図 「追い貸し・金利減免」を受けていた企業の割合

「追い貸し・金利減免」を受けていた企業割合が高い産業ほどTFP上昇率は低い

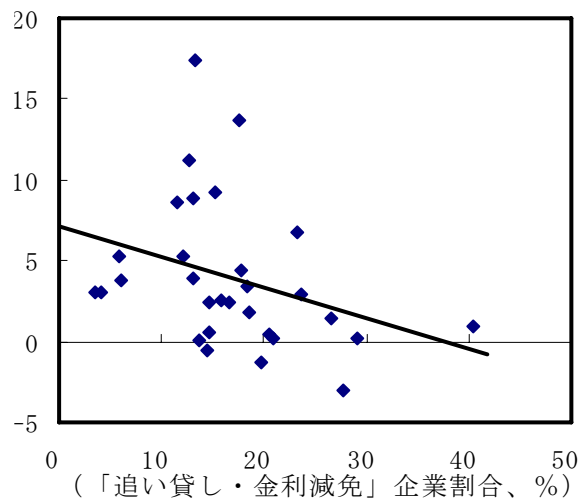
(1) 「追い貸し・金利減免」を受けていた企業の割合 (全産業)

(割合、%)



(2) 産業別「追い貸し・金利減免」を受けていた企業割合とTFP上昇率

(TFP上昇率、%)

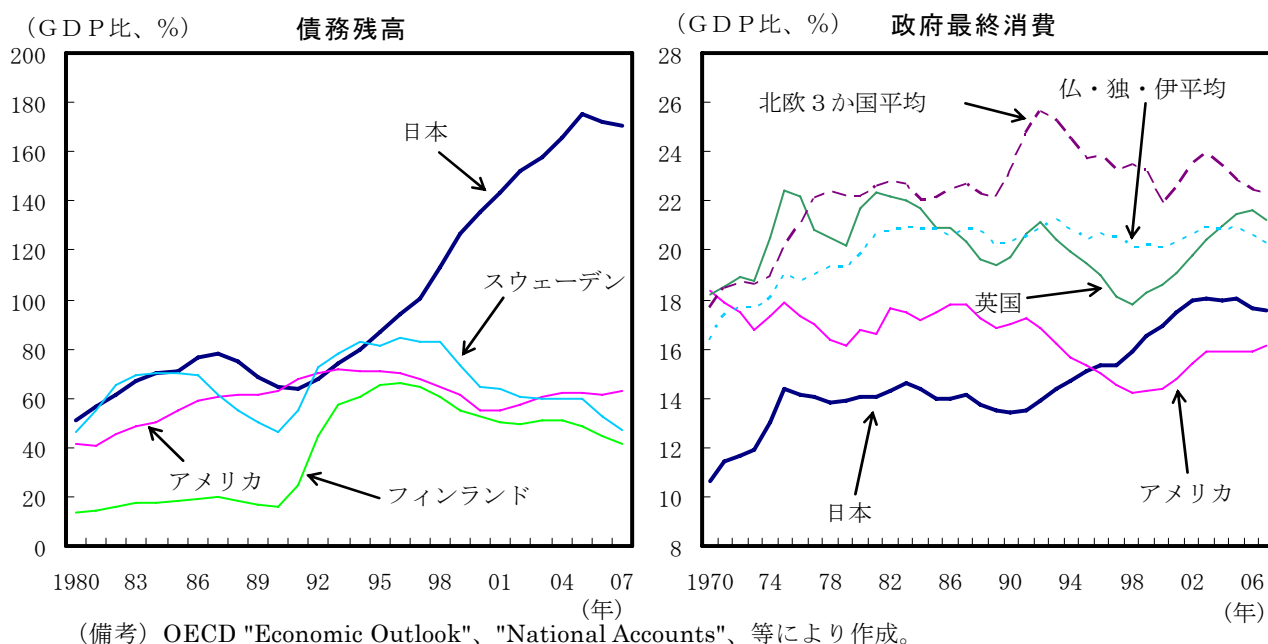


(備考) 日経 NEEDS、日本経済研究センター・一橋大学経済制度研究センター・日本大学中国・アジア研究センター・ソウル大学企業競争力研究センター「EALC データベース 2007」により作成。(2)は、95年度から2001年度までの期間のTFP上昇率と同期間平均の業種別の「追い貸し・金利減免」企業の割合をプロットしたもの。

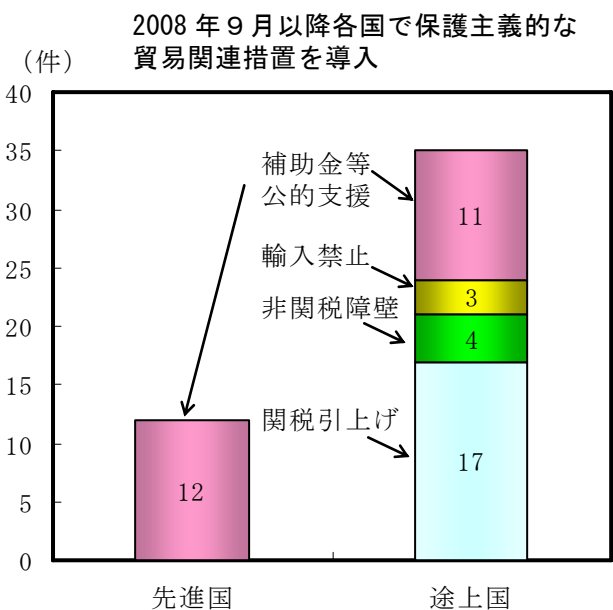
3 危機後の世界を展望した政府の対応

- 政府のあり方としては、緊急避難的な財政拡大の後始末について、過去の財政再建の成功事例を踏まえ、戦略を組み立てていくことが必要である。
- また、金融システムを適切な規制・監督の下に置くなど、国際協調の下での金融セクターにおける規制枠組みの再構築への取組は不可欠である。
- 一方、各国政府による様々な産業支援策が講じられているが、これらが隠れた保護主義とならないよう、相互に注意していく必要がある。

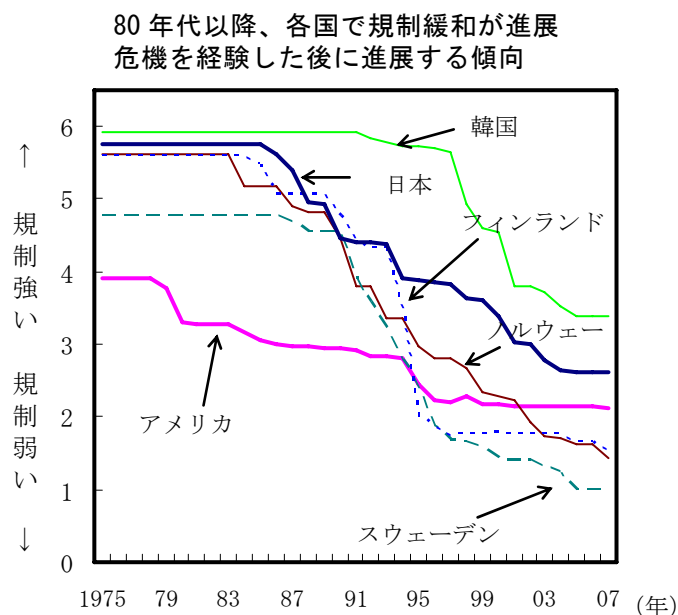
第2-3-19図 各国の債務残高と政府最終消費支出
日本では政府債務残高は危機後も増加を続け、政府消費支出も高止まり



第2-3-20図 保護主義的な貿易関連措置



第2-3-21図 規制緩和の状況



(備考) (左図) Gamberoni and Newfarmer(2009) "Trade Protection: Incipient but Worrisome Trends" により作成。
(右図) OECDによる7分野(航空、通信、電気、ガス、郵便、鉄道、道路)の規制指標。
0から6の値をとり、最も規制緩和が進んでいない場合が6。