金融・資本市場の混乱と世界経済の動揺
サブプライムローンをめぐる最近の動向と今後の課題

福田 慎一
Fukuda Shin-ichi

1　サブプライムローン問題

(1)　サブプライムローン

サブプライムローンは、低所得者や信用力の低い個人層への住宅ローンである。通常のローンと比べて審査基準はゆるいが、高い延滞率が予想されるため、金利は高い。ただし、借り入れ開始後の数年間は金利を低く設定した商品が多い。購入後に住宅が値上がりすれば、担保価値が高まって、金利の低い「プライムローン」に借り換えできる。このため、サブプライムローンは、借り手にとって一見魅力的なローンである。

サブプライムローンは、住宅投資ブームに乗ってここ数年で急速に拡大した。住宅ローン全体に占めるシェアは、2000年には3%にも満たなかったが、近年では13%以上に達し、融資残高も1兆3000億ドルを上回っていた。住宅ローンを借りる人の約15%が利用していると言われている。サブプライムローンの利用者には、値上がりを期待した転売目的で購入した人や、値上がりした自宅を担保に新たなローンを借りて、消費などに使った人も少なくない。

(2)　問題の顕在化

昨年（2007年）になってここ数年好調であった米国の住宅価格の上昇にブレーキがかかった。住宅価格が値上がりしなくなれば、当然金利が高い分、返済が滞る人が増えて不良債権化する傾向が強くなる。住宅価格は値上がりし続けるという「土地神話」を前提としたプラスの連鎖が狂い始めてきたのである。

サブプライムローンの不良債権化は、通常の貸し出しの焦げ付きよりも、経済全体に与える影響が大きい。これは、信用リスクの高いサブプライムローンの資金は、住宅ローン担保証券（RMBS）や債務担保証券（CDO）の形で証券化されて金融市場から調達されているからである。その資金の出し手は、内外の投資家やヘッジファンドである。焦げ付きが拡大すれば、RMBSやCDOが元本割れを起こし、金融機関の運用が行き詰まり、その出資者へも影響が及ぶことになった。

サブプライムローン問題を受けた金融不安の影響で、米住宅価格の下落にもさらに拍車がかかり、米格付け会社スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）による住宅価格は、下げ幅が1987年の統計開始以来、過去最大になった。住宅の販売不振も一段と深刻になっている。

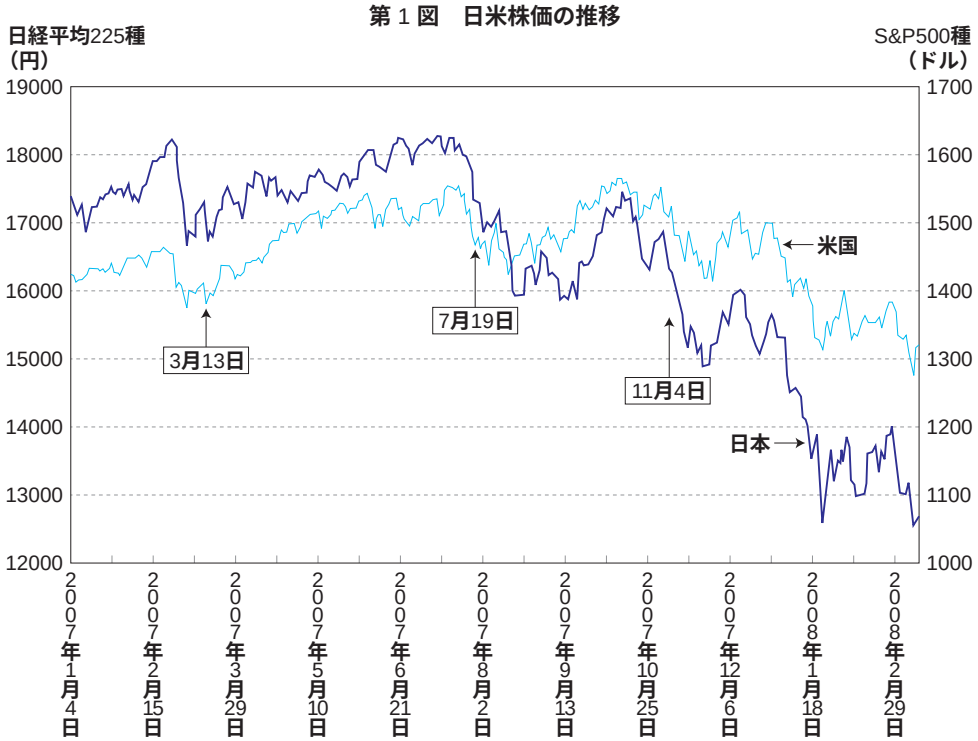
(3) 世界経済の動揺

サブプライムローンの焦げ付きに端を発する損失がどこまで深刻な問題であるかは、現段階では依然として不明である。しかし、2007年後半以降、市場の不安心理は一気に高まった。サブプライムローン問題に端を発する米国の株価暴落とその後の世界同時株安は、日本の株式市場も大きく冷え込ませる結果となった（第1図）。

サブプライム関連の損失をめぐっては、当初の予想よりも大きいことが判明しつつある。米連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長は、2007年7月19日の上院議会証言で、サブプライム関連の損失が500億から1000億ドルになるという試算を示した。しかし、2008年1月17日の下院予算委員会証言では、サブプライムローンの焦げ付きが金融機関などに1000億ドル（約10兆円）程度の損失をもたらすとの見通しを示し、今後の状況次第では、さらに拡大する可能性もあると述べた。国際通貨基金（IMF）や経済協力開発機構（OECD）は、さらに大きな損失を試算している。

サブプライムローン関連の損失は、米国の金融機関だけでなく、欧州の金融機関でも拡大している。損失の絶対額では、米国ではシティグループ（米銀最大手）、メリルリンチ（米大手証券）、およびアメリカン・インターナショナル・グループ（AIG、米保険最大手）が、また欧州では英銀最大手HSBCとスイス最大手銀UBSが突出している（第1表）。2008年1―3月期の決算でも損失が膨らんでいる。しかし、損失は中堅の金融機関にも広がっており、英中堅銀ノーザン・ロックは経営難から国有化され、米証券大手ベアー・スターンズはJP

第1図　日米株価の推移



＊2007年3月13日　米国大手ローン会社（ニュー・センチュリー・ファイナンシャル）がニューヨーク証券取引所で上場廃止。
＊2007年7月19日　バーナンキFRB議長による「サブプライムローン関連の損失が500億から1000億ドルになるという試算がある」旨の上院議会証言。
＊2007年11月4日　シティグループ、最高経営責任者（CEO）辞任と追加損失を公表。

第1表　最近の大手金融機関の決算

米国	米銀最大手 シティグループ	2007年7―9月期 2007年10―12月期	サブプライム関連の有価証券評価損など65億ドル超の損失を計上。評価損が約80億―110億ドルになる見通し。 サブプライムローンに絡み、235億ドルの損失を計上。
	米大手証券 メリルリンチ	2007年7―9月期 2007年10―12月期	サブプライムローンなどにからむ損失が89億ドル。 サブプライムローン問題による有価証券の評価損として115億ドルを計上。
	米証券大手 ベアー・スターンズ	2007年9―11月期	サブプライムローン問題に関連して19億ドルの損失を計上。
	JPモルガン・チェース	2007年10―12月期	純利益が前年同期比34%減の29億7100万ドル。サブプライムローンをめぐり、有価証券の評価損など27億ドルの関連損失。
	米大手証券 モルガン・スタンレー	2007年9―11月期	サブプライムローンに関連して10月末時点で37億ドルの損失が発生したと発表。
	米保険最大手 アメリカン・ インターナショナル・ グループ（AIG）	2007年10―12月期	サブプライムローンに絡む損失が、約144億ドルに上ったと発表した。有価証券の保証業務で多額の評価損を計上したため。
欧州	スイス大手銀 クレディ・スイス	2007年7―9月期	資産の評価損などを合計22億スイスフラン計上。
	スイス最大手銀 UBS	2007年7―9月期 2007年12月10日	最終損益が8億3000万スイスフランの赤字。サブプライムローン問題に絡み投資資産について42億スイスフランの評価損を計上。 サブプライムローンに伴う損失で新たに100億ドルの評価損を計上。
	英銀最大手 HSBC	2007年12月期 通期決算	サブプライム問題関連を中心に、172億ドルにのぼる評価損・引当金を計上したことを明らかにした。
	英銀大手 バークレイズ	2007年11月15日	サブプライムローン関連取引で計13億ポンドの評価損を計上。内訳は7―9月期が5億ポンドで、10月に入り8億ポンドを追加。
	独銀最大手 ドイツ銀行	2007年7―9月期	サブプライムローン問題に絡んで約22億ユーロの損失を計上。
	ドイツの大手州立銀行 ウエストLB	2007年12月期通期	税引き前損益が10億ユーロ程度の赤字。
	フランスの銀行大手 クレディ・アグリコル	2007年10―12月期 決算	最終損益が8億5700万ユーロの赤字だった。サブプライムローン問題に関連して33億ユーロの損失を計上したことが響いた。

モルガン・チェースに救済合併されている。米国住宅ローン最大手カントリーワイド・ファイナンシャルも、米大手銀バンク・オブ・アメリカが事実上の救済合併を行なった。損失の規模は相対的には小さいが、日本の金融機関も損失を計上している。金融庁は、2008年2月13日、サブプライム関連商品で、日本国内金融機関の損失額が2007年12月末時点で6000億円と、同9月末に比べ2.2倍に拡大したと発表した。

2　世界経済が動揺した背景

(1)　住宅価格バブル

米国経済でサブプライムローン問題を大きく拡大させた直接的なマクロ要因は、住宅価格などの資産価格が大幅に上昇したことである。問題が顕在化するまで、米国では住宅価格の上昇が目覚しく、過去5年余りの間に50%以上も上昇した。住宅価格の上昇は株価など他の資産価格の上昇とも相まって、家計部門の資産の大幅な増加につながったことは言うまでもない。このため、米国の低所得者層でも、一見近視眼的な行動をとっても大丈夫な状態が続いていた。

もっとも、住宅価格の上昇は、サブプライムローンや低金利による借り入れの増加も一因となっていることには注意が必要である。ここ10年間余りの間の住宅ローン金利の低下は大きく、各家計は月々の返済負担を増やすことなく、借入額を増やすことができた。このような住宅ローンの大幅な増加が、住宅価格を押し上げただけでなく、アメリカ国民の旺盛な消費行動を支えたと言える。

住宅ローンの増加が健全な実体経済の成長を反映したものであれば、それ自体問題視すべきものではない。しかし、近年の米国経済では、サブプライムローンなど、購入後の住宅の値上がりを当てにして、行き過ぎた住宅ローンが拡大してしまった。したがって、ひとたびサブプライムローンの問題が顕在化し、住宅価格が下落すると、これまでの正の連鎖は負の連鎖へと転じてしまった。

類似の住宅価格の上昇は、近年、欧州各地でも観察されている。欧州経済でも住宅価格の下落が始まれば、新たな負の連鎖が発生しかねない。

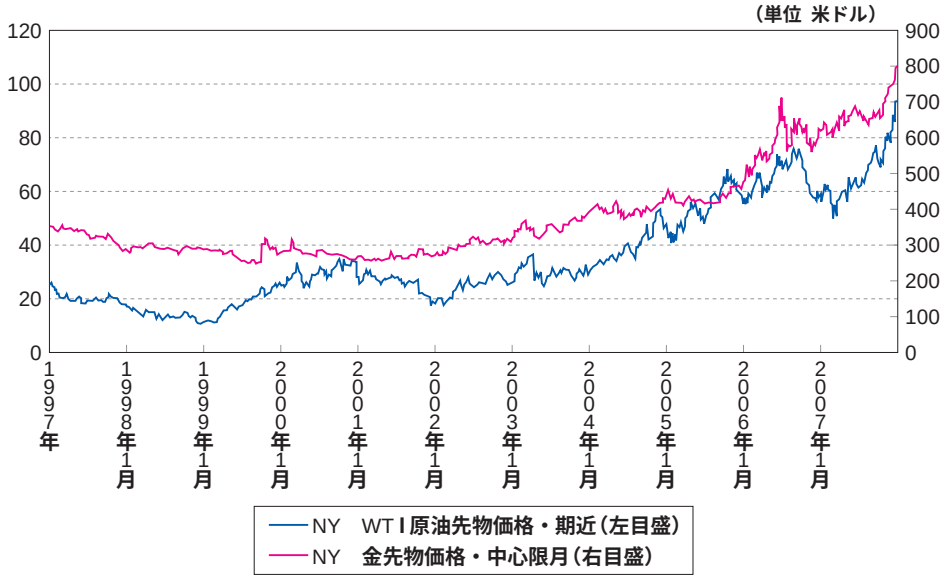
(2)　世界的な過剰貯蓄・かね余り

もっとも、米国を中心とした資産価格の高騰とその不安定化の背景としては、世界的な過剰貯蓄による「かね余り」がきわめて重要である。国際資本移動が自由になった今日、世界各地の投資家が米国などへ資金供給を積極的に行なうようになった結果、米国内の資産価格や経済活動に与えるインパクトは決して少なくない。

世界的かね余りの原因の一つは、原油価格高騰を背景とした石油産油国の余剰資金である。原油価格は2002年夏頃までは1バレル20ドル前後で推移してきたが、イラク戦争を契機としてその後ほぼ一本調子で上昇し、2006年には1バレル70ドルを超えた（第2図）。さらなる高騰の背景には発展途上国を中心とした需要の大幅な高まりがあるものの、上げ幅は急激である。原油は米ドル建てで取引されるため、石油産油国の余剰資金は伝統的に米ドル建ての資産で運用される傾向にあり、それが米国経済の資金余剰につながったと考えられる。しかし、米国金融市場の不安定性が増加すれば、石油産油国の余剰資金であっても、米ドル建ての資産で運用され続けるとは限らない。サブプライムローン問題が表面化した後、原油価格の上げ幅が拡大し、1バレル100ドルを超えた史上最高値の取引が続いているが、その余剰資金の行方は世界経済の不安定要因である。

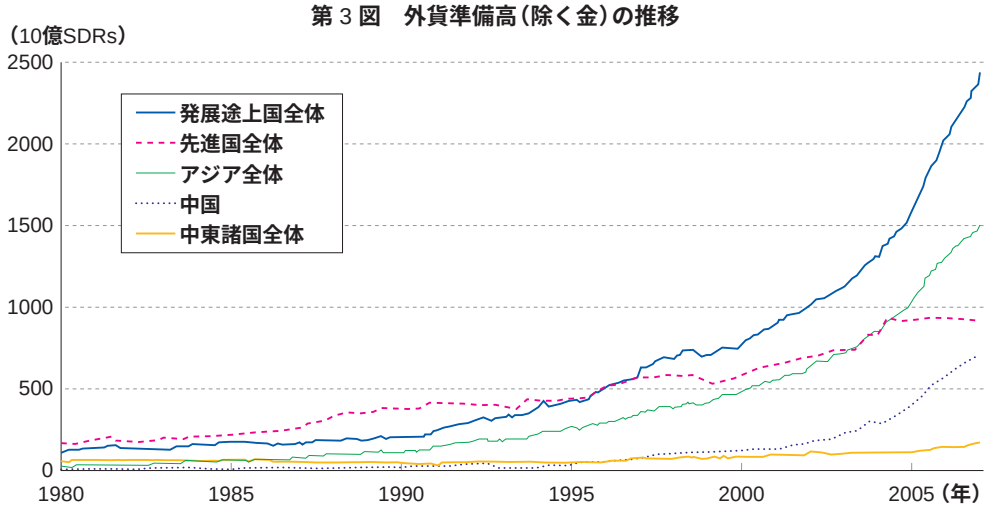
第二の原因は、発展途上国の外貨準備の蓄積である。2000年代に入って、上述の石油産

第２図　原油価格・金価格の推移



（出所）日経NEEDS-Financial QUEST。

第３図　外貨準備高（除く金）の推移



（注）1SDR（special drawing rights）＝約1.5米ドル。IMFの特別引き出し権。
（出所）IMF.

油国だけでなく、東アジアを中心とした発展途上国で外貨準備が大幅に増加している。通貨危機が発生する以前は、これらの国々の多くは、慢性的に経常収支が赤字で、資本流入が続いていた。しかし、通貨危機の苦い経験から、危機を予防するため、経常収支の黒字を通じて外貨準備を蓄積するようになった（第3図）。その結果、多くの発展途上国が資本流入国から資本流出国に転じ、それが米国への資本流入という形で米国の経常赤字拡大の大きな要因となった。

世界経済におけるプレゼンスが飛躍的に増大した発展途上国の資産保有のスタンスの変化は、世界全体の資本移動の流れにも大きな影響を及ぼす。特に近年では、外貨準備などを運用する政府系ファンド（SWF）を設立して運用を行なう国も増えてきている。従来は外貨準備の大半が米ドル建て国債で保有される傾向にあり、これが、米国経済が大幅な経常赤字を抱えながらも米ドルがさほど下落していない一要因にもなっていた。しかし、各国の外

貨準備の積極運用は、米国市場にも無視できぬインパクトを与える可能性を高めている。

3　円キャリー取引

(1)　円キャリー取引の影響

世界的なかね余りの第三の原因は、日本の超低金利を背景とした円キャリー取引である。「円キャリー取引」とは、低金利の円で投資資金を調達し、それを高いリターンが期待できる外貨に変換して運用する手法で、主に海外のヘッジファンドによって行なわれている。ゼロ金利政策は解除されたとはいえ、日本の超低金利政策は依然続いている。2007年の利下げが始まるまでは日米の金利差は短期金利で5%以上あった。英国や欧州とは、2008年に入っても大きな金利差が持続している（第4図）。

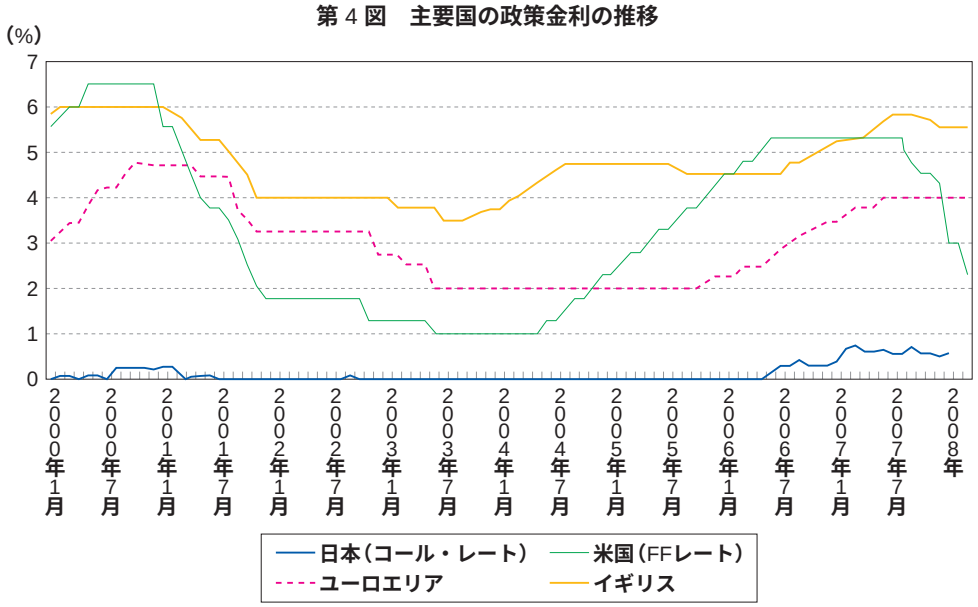
円で調達した資金の投資対象は多岐に亘るが、米国の株式や不動産もその主たる投資先の一つである。円キャリー取引の増加は、米国の資産市場加熱に一役買ってきたと言える。最近では、商品市場へと向けられ、原油などの商品相場を大きく押し上げ、新たなかね余りを生み出す要因となっている。日本の超低金利政策は、もはや日本国内だけでなく、米国や世界経済の構造問題にも大きな影響を与えている。

円キャリー取引が活発になった背景としては、日本の低金利状態に加え、当面は為替相場が大幅な円高には振れないという見方が支配的であったことである。為替相場が円高に振れない限り、外貨を再び円に換える時点の為替差損は発生しないからである。世界的なかね余りによってドル建て資産への資金供給が堅調なことが、このような見方を支えてきたと言える。

(2)　円キャリー取引の解消

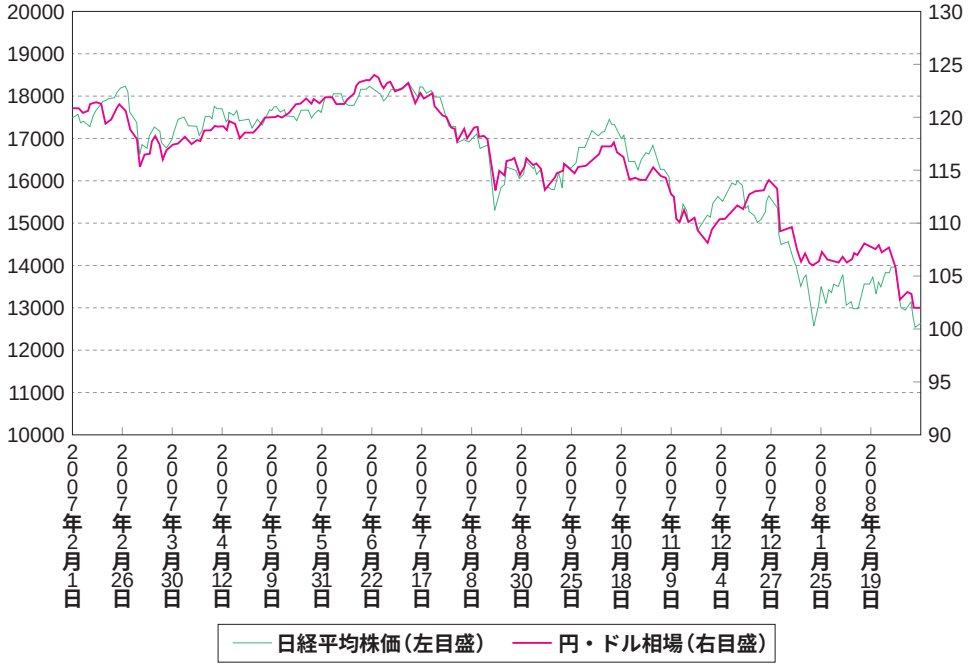
しかし、この一連の流れが、サブプライムローン問題に端を発する世界同時株安で変調しつつある。住宅ローン担保証券（RMBS）や債務担保証券（CDO）の元本割れや株価の下

第4図　主要国の政策金利の推移



（出所）日本銀行。

第５図　株価と為替レートの連動



（出所）　日経NEEDS-Financial QUEST。

落の結果、海外の機関投資家は損失を穴埋めするために円キャリー取引を解消する動きにでてきたのである。資産を売却して再び現金に換わった外貨を外為市場で売って円を買い戻して、円の借り入れ資金返済に充てた結果、円高も進行した。

円キャリー取引が解消されるなかで特徴的であったのは、日本の株も同時に大きく下落したことだ（第5図）。従来の常識は、海外の投資家が日本株を売れば円も売られ、為替レートは円安に振れることである。しかし、円キャリー取引のもとでは、海外の機関投資家は円で資金調達をして日本株を購入していた。このため、円キャリー取引が解消される際には、円を返済するために、外貨を売って円を買うと同時に、日本株を売却した。結果、円高と日本株の下落が同時に進行した。米国の大幅な利下げおよび円高は、円キャリー取引の解消を加速させ、さらなる日本株の下落と円高を生み出している。サブプライムローン問題が顕在化して以降、日本の株価が震源地の米国株の下落を大きくしのぐ下落を示しているのはその表われである。

4　現在、世界経済が直面する課題

(1)　金融政策のジレンマ

サブプライムローン問題と、それに端を発する米国経済、世界経済の動揺を受けて、米国のFRBは、昨年（2007年）夏以降、相次いで大幅な利下げを行ない、政策金利FF（フェデラル・ファンド）金利の誘導目標は累計で4%も引き下げられた。わずか8ヵ月の間にこれだけ利下げが行なわれるのは、きわめて異例なことである。また、日本銀行も予想されていた利上げを相次いで見送った。サブプライムローン問題の深刻さとその当面の影響を最小限にとどめるという点では、やむをえない政策であったと言える。

しかし、サブプライムローン問題の背後にある問題は、このような一時的な利下げや低金利政策によって構造的に解決できるものではない。むしろ、各国の低金利政策は「世界的かね余り」をさらに拡大させ、新たな問題の火種を作り出しているとさえ言える。

実際、一連の低金利政策は、サブプライムローン問題に端を発する一連のパニックを沈静化するうえでは役立っているが、エネルギーや商品価格の急騰の新たな一因になっている。エネルギーや商品価格の高騰は、物価上昇圧力を高めるだけでなく、バブルなど過度の資産価格上昇が起これば、やがては価格の暴落という形での反動が不可避となる。そして、それは世界経済に新たな動揺を生み出すことになる。

(2) 基軸通貨ドル

今日の国際経済では、米ドルは、単にアメリカ合衆国の法定通貨であるだけでなく、「国際通貨」として世界各国の間の国際間の取引や富の貯蔵手段として利用されている。今日の国際金融市場における米ドルの地位は、単に米国の通貨という地位を超えて、世界に通用する通貨としての地位を確立している。原油高、円キャリー取引、外貨準備増に起因する世界経済の余剰資金の投資先が、米国に集中したゆえんである。

このような偏った資金フローは、米国経済にとっては低金利による海外からの資金調達を可能にするというベネフィットがある反面、極端に低い貯蓄率や行き過ぎた資産価格の高騰につながる危険性をはらんでいる。基軸通貨米ドルを背景とした米国経済の存在は、世界的な貯蓄・投資バランスを歪めている可能性がある。

また、「基軸通貨としてのドル」の存在は、今日の国際金融の世界では必ずしも磐石のものではない。とりわけユーロの台頭は、基軸通貨が米ドルからユーロへと移行する可能性を高めている。かりに多くの国々で基軸通貨がユーロへと移行する事態が支配的になれば、価値保蔵手段としての米ドルに対する需要減、それによる米ドルの暴落が新たなリスク要因となる。その影響は、米国だけでなく世界経済全体にとっても決して小さくなく、日本でも円ドル・レートの急激な増価や株式市場の動揺という形で現われる可能性が懸念される。

(3) 中国のプレゼンスの高まり

世界経済におけるプレゼンスが飛躍的に増大した発展途上国の外貨準備保有のスタンスの変化は、世界全体の資本移動の流れにも大きな影響を及ぼす。特に近年、外貨準備残高の伸びが最も顕著な中国の影響は、国際資金フローを考えるうえでは決して無視できるものではなくなってきた。

中国の外貨準備高は、2006年10月末に1兆ドルを超え、2007年末には前年同期比で43.3%増の1兆5300億ドルになった。2001年末時点の中国の外貨準備高は2000億ドル程度だったので、わずか6年で7.5倍に拡大したことになる。2006年初めには日本を逆転し、現在は4000億ドル以上も上回っている。急速な経済成長を遂げている中国は、今日、世界経済で大きな存在である。

中国の外貨準備が大幅に拡大した最大の原因は、人民元増価のペースを緩やかなものとするために、中国政府が為替介入を続けているためである。中国では、厳しい為替管理の下で、人民元の対米為替レートを安定化させるための外国為替市場への積極的介入が、外

貨準備の大幅な蓄積につながったと言える。人民元を市場の実勢に応じてよりフレキシブルに決定する通貨制度の改革は、中国だけの問題でなく、世界全体の資金フローという点でも必要である。

5　世界経済の持続的成長に向けて

サブプライムローン問題に端を発する世界的な市場の動揺は、さまざまな不確定要素を依然として含みながらも、やがては落ち着きを取り戻すであろう。しかし、問題を米国不動産市場にのみ起因する一時的な問題と考えるのは適切でない。その背後には、米国の資産価格の高騰やグローバルなかね余り現象がある。日本の超低金利政策に起因する円キャリー取引も、少なからぬ影響を与えてきた。

最近の国際的資金フローは、世界各地で活動するヘッジファンドなど機関投資家がリスクの実態をみえにくくしていると言われている。最近では、政府系ファンド（SWF）による積極的な資産運用の動きを懸念する声もある。しかし、ヘッジファンドには「大量破壊兵器の製造」と揶揄されるネガティブな面がある一方、リスク移転や流動性の提供を通じて成長に寄与するというポジティブな面もある。また、SWFは、その性格から長期の運用が主体である。したがって、今日のグローバル経済の動向と経済の不安定要因について、機関投資家やSWFをめぐる動向を注視するだけでなく、安定した国際資金フローを促す経済政策や制度設計が肝要である。

資金フローに国境がなくなった今日、アンバランスな資金フローの調整がハードランディングとして起これば、その影響は米国経済だけでなく世界経済全体に及ぶ。なぜ世界的な資金余剰が発生しているのかを念頭において、世界各国が政策協調を行ないながら、事態のソフトランディング的解決が望まれる。その際には日本の政府・中央銀行においても、国内だけでなく、世界経済へのインパクトに注意を払いながら政策決定を行なう必要がある。

また、国際資本移動に占める新興国の役割がますます大きくなっている今日、必要な政策協調は、従来型の主要国首脳会議（サミット）や先進7ヵ国財務相・中央銀行総裁会議（G7）のような先進国間だけの話し合いだけでは不十分である。東アジア諸国や他の新興国を含めた幅広い政策協調を行なうという視点が政策当局者に必要である。

国際金融の制度設計という視野から問題をみた場合、ユーロの誕生・拡大により、欧州域内では、米ドルに代わってユーロを基軸とした国際取引の基盤が整いつつある。しかしながら、東アジア地域に関しては、近年の目覚しい経済成長にもかかわらず、今後どのような形で国際金融の制度設計を進めていくべきかについて、残された課題が山積している。多くのアジア諸国は、高い貯蓄率をもちながら、国内貯蓄の多くがいったんは欧米に流出する傾向がある。欧米に流出した資金は、ヘッジファンド等によって投機性の高い資金としてアジアに還流し、域内のリスクを高めている。新しい国際金融システムの制度設計の構築は東アジア地域では緊急の課題の一つである。

ふくだ・しんいち　東京大学教授