

依然出口が見えない金融危機

【ポイント】

1. 米国を発端としたサブプライムローン問題は、米欧を始めとした金融機関に多額の損失を発生させ、世界的な問題に発展した。
2. 各国は、当初の流動性供給、政策金利の引下げに加え、預金保護策、資本注入などの政策施行に乗り出し、更には主要国の協調的な政策施行にも至っている。
3. 実体経済の悪化が金融市場の悪化に更に拍車をかける可能性もあり、今後も世界の金融情勢は予断を許さない状況が継続するだろう。

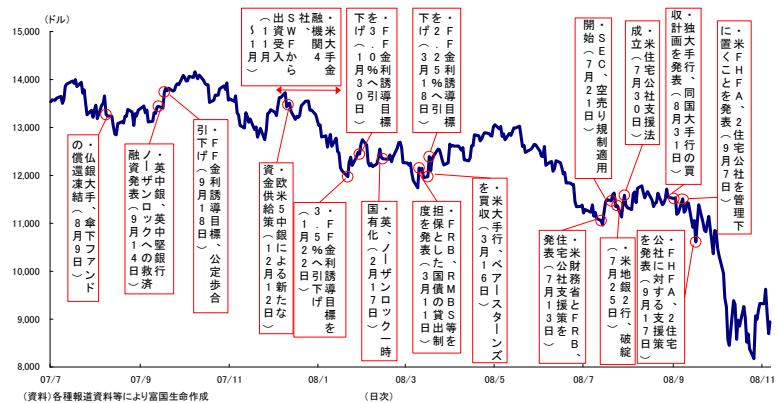
2007年夏に広く存在が認識されたサブプライムローン問題は、証券化商品の価格下落などを通じて、世界の金融機関に多額の損失を発生させた。08年9月以降の米国では、大手投資銀行が経営破綻、他金融機関との合併、銀行持ち株会社への転換を余儀なくされ、商業銀行も更なる損失計上、赤字決算に追い込まれている。このような中、問題発生当初は民間企業への本質的な介入を見送っていた米欧を中心とした各国政府・中央銀行も、金融機関への公的資金を用いた資本注入を始めとした介入に乗り出している。今回の金融危機の一連の流れを把握し、今後を考察する上での一助としたい。

1. 金融不安から金融危機へ

07年8月の仏銀大手による傘下ファンド凍結以降、金融市場に一気に動揺が広がった(図表1)。サブプライムローン関係で損失を抱えた金融機関に対する資金の出し手が極端に少なくなり流動性が収縮、市場不安の緩和を図るため、米欧中銀による緊急資金供給、政策金利引下げなどの対応が相次いだ。しかし、金融商品の価格下落が継続する中、その後も金融機関の損失拡大は続き、SWF(新興国政府系ファンド)からの出資受け入れなど増資への動きが進んだ。

07年末から08年にかけては、銀行間の流動性悪化が加速し、流動性の高い株式の換金売りが増えたことで世界的に株価が下落し、それでも資金を調達しきれなかったファンドの破綻が相次いだ。また、3月には米証券大手も資金繰りに窮し、買収先に対する資金供給という形で、FRB(米連邦準備理事会)にとって初めての個別支援が行なわれた。この対応により、株式市場(NYダウ)は一時13,000ドル台まで回復し、一旦は不安心理が引いたものの、原油高などの問題から米国経済が減速するとの見方が広まり、5月をピークに株価は再び下落に転じた。一方、保有する住宅ローン資産の価格下落、貸し倒れの影響によって財務体質が急速に悪化していた米住宅公社2社についても、7

図表1. NYダウの推移とイベント(07年7月~)

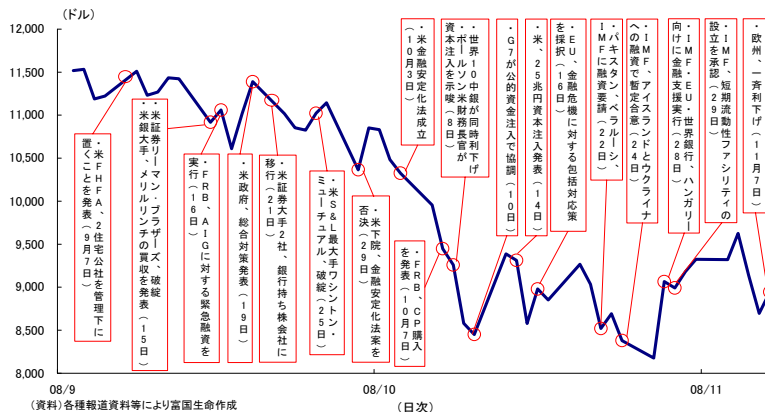


月末には住宅公社支援法、9月には具体的な資本注入策を盛り込んだ新施策が成立するなど、米国政府による救済が進むこととなった。

2. 深刻化する金融危機

今回の金融危機の様相が厳しさを増したのは、証券化商品等の損失拡大により経営難に陥っていた米証券大手の経営破綻以降（9月15日）である（図表2）。米政府が資金注入を否定したことがきっかけとなったが、これにより他の証券大手についても、他金融機関との合併、銀行持ち株会社への転換を余儀なくされた。更にサブプライムローン

図表2. NYダウの推移とイベント（08年9月～）



関連で損失を拡大させた保険最大手も資金の出し手が見つからず、FRBの緊急融資によって救済された。その後もFDIC（連邦預金保険公社）によるS&L（貯蓄貸付組合）最大手の強制閉鎖、米銀大手による他銀行の買収など、経営の悪化した金融機関の再編が断続的に行なわれた。不良資産の買い取りを軸とする金融安定化法が紆余曲折を経て10月3日に成立に至ったものの、自力増資が困難となっている金融機関には資本不足への対応が必要との見方から、NYダウが8,100ドル台まで急落するなど株価は下げ止まらなかった。

こうした混乱は、もともと厳しさを増していた欧州の金融市場に一気に波及した。銀行間金利が更に上昇し、資金の調達が困難となったことで、企業や個人に対する融資抑制が加速するなど実体経済に深刻な影響が及び始め、まず英国が資本注入に踏み切った。それを契機に、図表3に示した通り、公的資金による資本注入への動きが広がり、EU全体として、加盟国向けの特別融資枠拡大策、一斉利下げ、周辺国への特別融資実行などが実施された。

なお、世界的な協調の動きとしては、IMF（国際通貨基金）が金融安定性報告書（以

図表3. 米欧の主な市場対策

年月	主な政策対応（米国）	主な政策対応（欧州）	主な金融政策等（米欧）
07年8月			FRB、ECBが緊急資金供給 FRB、公定歩合引下げ
07年9月			FRB、FF金利誘導目標（5.25%→4.75%）、公定歩合引下げ
07年11月			FRB、短期金融市場に資金供給（約470億ドル）
07年12月			米欧5中銀、協調資金供給
08年1月			FRB、FF金利誘導目標（4.25%→3.5%→3.0%）を引下げ
08年2月	景気対策法が成立（戻し減税など、総額1,680億ドル）	英、ノーゼンロックを国有化	
08年3月	政府支援機関、連邦住宅貸付銀行のMBS買取上限額引上げ 米財務省、金融監督制度改革案を発表		FRB、RMBS等を担保とした国債の貸出制度を導入 NY連銀、ペア・スターズに流動性供給 FRB、FF金利誘導目標（3.0%→2.25%）を引下げ
08年7月	米住宅公社支援法成立		
08年8月		デンマーク中銀、大手行ロスキルドを救済買収	
08年9月	米FHFA、2住宅公社を管理下に 米FHFA、2住宅公社に対する支援策を発表 FRB、保険最大手に対する信用供与を発表（融資枠850億ドル） 総合対策発表（不良資産買取機関構想、MMF元本割れ回避等）	英、住宅ローン大手を一部国有化 独、商業用不動産金融に対する緊急支援策まとめる アイスランド、預金の全額保護、グリニル銀行の国有化 アイルランド政府による6銀行の預金・債務等の全額保証	ECB、流動性供給で受入れる適格担保証券の要件厳格化 英、空売り規制拡大 日米欧の5中銀、ドル資金供給（6,200億ドル） SECが金融機関株式の空売りを全面禁止
08年10月	金融安定化法が成立 G7、金融破綻防止へ合意 （公的資金による金融機関の資本増強など5項目） 米大手9行、地銀等に25兆円の公的資金を注入する方針	ギリシャ、独、預金の全額保護を表明 英、預金保護上限引き上げ ベルギー政府、フォルティスを完全子会社化 アイスランド、預金の全額保護、ラズバンク国有化 伊、国内銀行に対する救済策 スペイン政府、金融機関からの資産買取のファンド創設 英、大手2行に資本注入を発表 EU15による緊急首脳会合、銀行間取引の政府保証、金融機関への資本注入などを柱とした共同行動計画を採択 仏、修正経済金融法成立／独、金融市場安定化法成立 スイス、大手行に公的資金を注入 オランダ、大手金融機関に公的資金を注入 仏、大手6行に公的資金を注入 独、州立銀行に公的資金を注入	FRB、CP買取を発表 世界10中銀、同時利下げ（FF金利2.0%→1.5%） 日米欧の5中銀、ドル資金の供給上限枠を一時撤廃 欧州3中銀、2,500億ドル規模の資金を市場へ ECB、ハンガリー中銀に50億ユーロの特別貸出枠を設置
08年11月			欧州一斉利下げ

(資料)各種報道資料等により富国生命作成

下、GFSR)の中で資本注入を促したことを受けて、10日のG7では資本注入を含む行動計画で合意がなされた。その後14日には、米国でも大規模な資本注入計画等の発表に至っている。

また、金融危機が深刻化する中、経常赤字や国内からの資金流出等の要因から資金繰りが急速に悪化し、国際機関の支援を受ける新興・中小国が目立ってきている。これまでIMFは、アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、キルギスタン向けに緊急融資を決定し、他にもベラルーシ、パキスタンなどからの支援要請を受けている。このような状況に際し、財政改革などの条件を課さずに加盟各国の出資金額の最大5倍を融資するという、資金繰り支援策も新設しており、今後支援要請が更に増える可能性がある。

3. 金融機関の損失規模と対策

次に、金融機関の損失規模について確認する。IMFのGFSR(10月8日公表)によると、米国の融資と証券化商品関連の実現損失額の推計は、米住宅市場の悪化と全般的な景気減速が新たなローンの劣化を生んでいることから、4月報告時点の9,450億ドルの約1.5倍となる1兆4,050億ドルに拡大した(図表4)。4月時点と比べて、米国融資については、危機の発端となったサブプライムローン関連の損失推計額の拡大は小幅にとどまっているものの、プライムローン、商業用不動産、消費者ローン、企業向けローンなど、それまで影響が軽微だと思われていたローンの損失推計額が拡大している。

証券化商品についても、4月時点では損失が想定されていなかった、一般的に信用が高いとされるプライムMBSや高格付け社債の損失の発生が織り込まれた。一方ここには含まれていないが、景気減速が広がりを見せる中、英国やスペインなど一部の欧州諸国では住宅市場が軟調となっており、金融機関が米国資産以外でも損失を抱えるようになる可能性についても指摘されている。

IMFは、銀行の自己資本比率を強化しつつ民間セクターの信用を拡大するために、世界の主要な銀行が今後数年間で、損失推計額1兆4,050億ドルの半分近くにあたるおよそ6,750億ドル(約69兆円)の資本を増強する必要がある、と試算している。今までに公表された公的資金注入見込額は、米国2,500億ドル(約25兆円)、欧州約2,700億

図表4. 米国発の商品に係る損失の推計

単位: 億ドル

	証券化商品	残高	損失推計額	
			2008年4月	2008年10月
証券化商品	ABS	11,000	2,100	2,100
	ABS CDOs	4,000	2,400	2,900
	Prime MBS	38,000	0	800
	CMBS	9,400	2,100	1,600
	Consumer ABS	6,500	0	0
	高格付け社債	30,000	0	1,300
	ハイ・イールド債	6,000	300	800
	CLOs	3,500	300	300
	計	108,400	7,200	9,800
	対残高比、%		6.6	9.0
米国融資	サブプライム	3,000	450	500
	Alt-A	6,000	300	350
	プライム	38,000	400	850
	商業用不動産	24,000	300	900
	消費者ローン	14,000	200	450
	企業向けローン	37,000	500	1,100
	レバレッジド・ローン	1,700	100	100
計	123,700	2,250	4,250	
	対残高比、%		1.8	3.4
証券化商品+融資計		232,100	9,450	14,050
			4.1	6.1

(資料)IMF

図表5. 米欧における金融政策の規模

	対策規模	公的資金注入			資金繰り支援等	その他	預金保護
		公的資金注入	資金繰り支援等	その他			
米 国	3兆ドル超	2,500億ドル (最大7,000億ドル)	約1.9兆ドル(見込)	FRBによる最大9,000億ドルの資金供給、 CP買取、個別金融機関への融資	25万ドル 当座預金全額		
英 国	5,000億ポンド	500億ポンド	2,500億ポンド	BOEの流動性供給2,000億ポンド	5万ポンド		
ド イ ツ	5,000億ユーロ	800億ユーロ	4,000億ユーロ		全額		
フランス	3600億ユーロ	400億ユーロ	3,200億ユーロ		全額		
イタリア	銀行問題に個別に対応			銀行が保有する債券につき、100億ユーロを上限として一時的に国債と交換	10万ユーロ		
オランダ	2,200億ユーロ	200億ユーロ	2,000億ユーロ		10万ユーロ		

(資料)各種報道等により富国生命作成

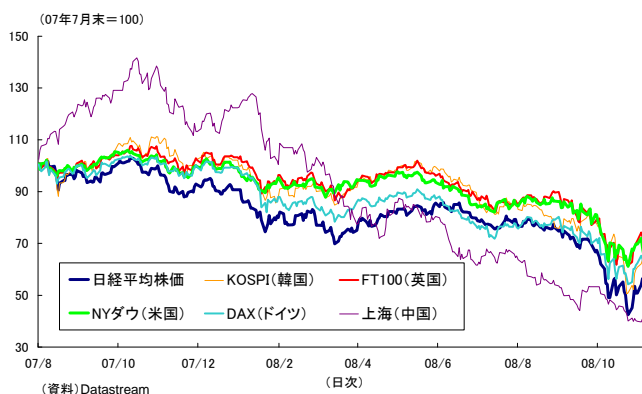
ユーロ（約 37.8 兆円）と、総額で 60 兆円あまりとなるが、これは、IMF の推計する必要資本増強額の 9 割程度に相当する（図表 5）。

このような公的資金を用いた資本注入については、日本も「失われた 10 年」において、不良債権を抱えた銀行に総額 12.4 兆円を注入した経験を持つ。当時、日本は銀行にどれだけの不良債権があるかを徹底調査したことが解決のポイントとなった。一方、今回の金融危機は非常に急速且つ世界的に問題が波及しているため、不良債権化した証券化商品の価値判定が困難となっている。また、従来低リスクとされてきた資産の価値も下落するリスクが高まっていることから、今まで十分とされてきた自己資本比率では今後不足する懸念も発生している。このため、安易に日本の例とは比較できない状況となっており、先行きに対する判断にも不透明感が残る。

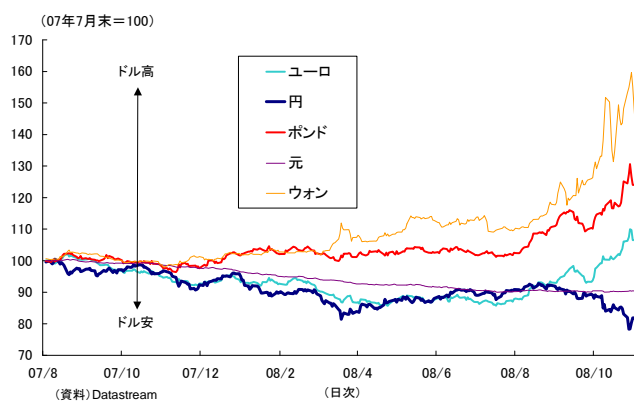
4. まとめ

世界のマーケットに目を転じると、株価については、07 年 10～11 月をピークに下落傾向で推移している（図表 6）。07 年当初は、先進国の株価が力強さを欠く一方で、アジアなど新興国の株価は堅調さを維持していた。しかし、先進国で歴史的な下落を記録する中、新興国の株価水準も先進国と同様、あるいはそれ以上に急落している。11 月 7 日現在では、一時よりやや値を戻しているものの、前述の仏銀大手による傘下ファンド凍結直前の 07 年 7 月末と比較して 4～7 割程度の水準にとどまっている。また、例えば NY ダウで 1 日に数百ドルの値動きをする展開が未だ継続しており、悪条件があれば一気に下落する懸念がある。一方、為替については、07 年夏以降、ドルがユーロに対してドル安傾向で推移したものの、08 年 8 月以降は欧州経済の後退懸念から金利の先安感が高まり、それまでユーロにシフトしていた資金が急速にドル

図表 6. 世界の株価の動向



図表 7. ドルに対する各通貨の動向



や円に還流している（図表 7）。07 年 7 月末のドルに対する水準と比較すると、11 月 7 日現在、ウォンが 44.5%、ポンドが 29.8%、ユーロが 7.1%ドル高方向に、円が 17.5%、元が 9.9%ドル安方向に位置しており、07 年夏以前からは正反対の方向に推移している。

これまでみてきたように、米国を発端とした金融危機は、欧州、更には成長の牽引役だった新興諸国の金融市場にまで及んでいる。また、11 月 6 日の IMF 世界経済見通しでは、09 年に戦後初めて日米欧の成長率が同時にマイナスになると公表されるなど、世界的な景気後退への不安も高まっている。こうした実体経済の悪化が金融市場の混乱に更に拍車をかける可能性もあり、今後も世界の金融情勢は予断を許さない状況が継続するだろう。

（財務企画部 安藤 加奈子）