

金融危機の本質とは？

一橋大学大学院経済学研究科

齊藤 誠



金融危機の本質を考える

- なぜ、米国で金融危機は勃発したのか？
- なぜ、米国発の金融危機は欧州に広まったのか？
- なぜ、米国発の金融危機で、日本株式は暴落したのか？
- いつまで国際金融危機は続くのか？

今般の金融危機の特異性

- 今般の資産価格バブルは長命であった。
 - 2002年から2007年まで5年に及んだ。
- バブルの元凶が米国にあった。
 - サブプライム関連商品投資を介した住宅市場のバブル
- 2000年代初頭のITバブル崩壊以降の政策対応が資産価格バブルを後押しした。
 - 「バブルのつけをバブルで返す」発想、今般の政策発想にも認められる...
 - 規制や金融引き締めが後手に回った。
 - 金利や為替の変則的な動向が、変則的な国際資金循環を生み出した。

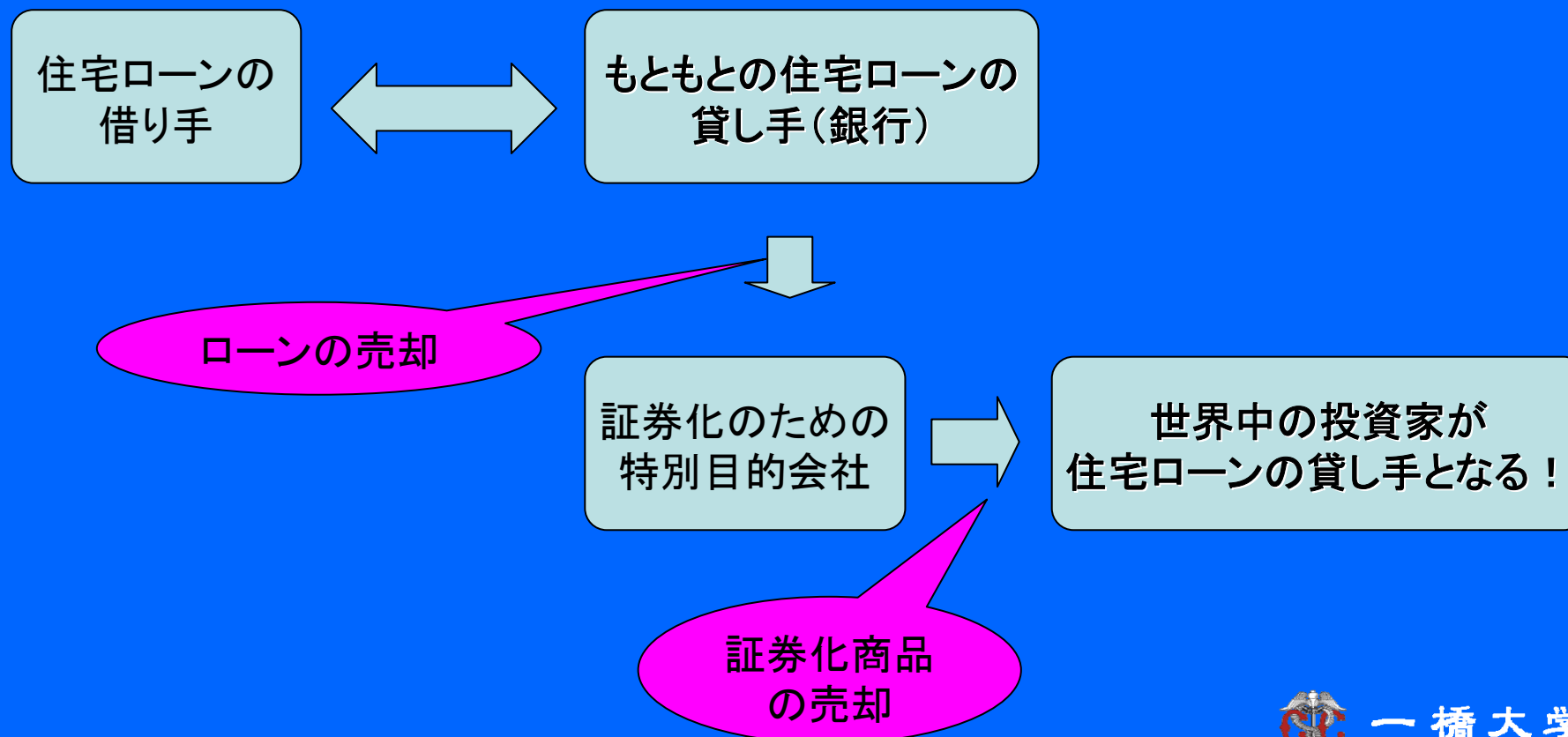


本報告の経済学的視点

- 双方向の国際資金循環
 - 望ましい対外ポートフォリオ：自国通貨建ての資金調達と外国通貨建ての資金運用
 - 大前提：健全なカバー無し・カバー付きの金利平価関係が成立している。
- 変則的な金利・為替環境と変則的な国際資金循環
 - 外国通貨建ての資金調達、あるいは、自国通貨建ての資金運用（円キャリー、欧州の投機）
 - 先進国の対外ポートフォリオの脆弱性が高まった。
- 日本経済のこれから
 - 外需から内需への転換は、決して非グローバル化ではない。
 - 健全な対外ポートフォリオを取り戻す好機

サブプライムローン問題の本質

- 住宅ローンの証券化とは？



なぜ、トリプルAを得たのか？

- 高格付けを得るためには、
 - 貸倒率が低くなければならない。
 - 元本回収率が高くなければならない。
- 高格付け商品は、安全な分、利回りが低い。
- サブプライムローンは、貸倒を覚悟で貸し付けていたので、貸倒率が非常に高かった、年率数十％程度。
- しかし、住宅価格が堅調であるかぎり、貸し倒れても100%（以上）元本が回収できた。
- 3K金融商品の誕生！
 - 高貸倒率、高利回り、高格付け



銀行、借り手、投資家の 不気味なトライアングル

- 貸し倒れを承知で貸し付ける銀行（住宅ローン会社）
- 返済できないことを承知で借りる低所得階層
- AAAなのに、高利回りであることに満足する投資家

住宅市場バブルの発生と崩壊

- 住宅価格の堅調がサブプライムローンの安全性と収益性を高める。
- 結果、サブプライムローン証券化商品が魅力的な投資対象となる。
- サブプライムローン証券化商品が住宅市場に資金を呼び込み、住宅価格を高騰させる。
- 2007年夏に、住宅価格が下落し、上のシナリオが崩れてしまう。



サブプライムローン問題の 着地点

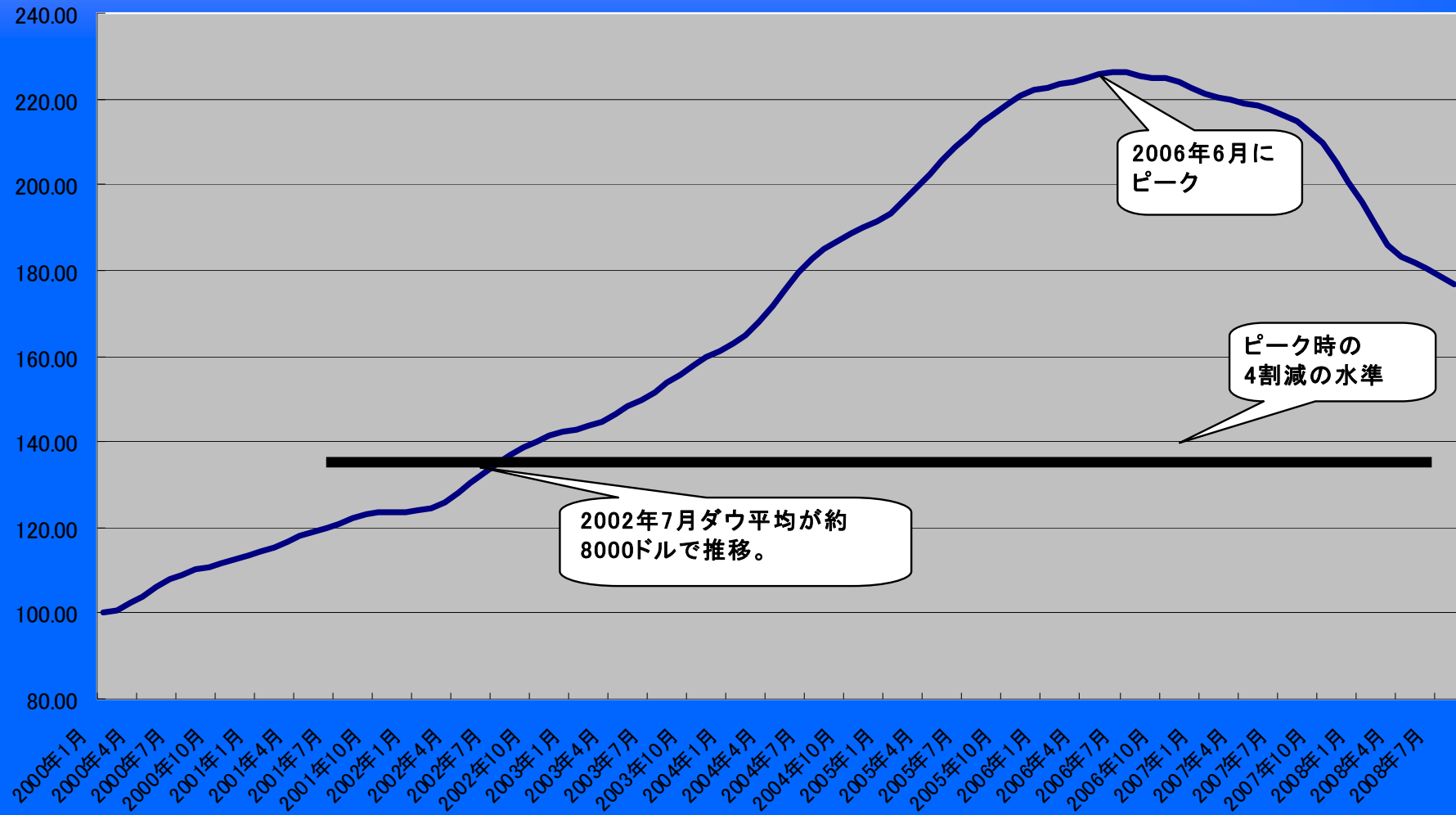
- 妥当な住宅価格は、ピークの4割減
- 妥当な住宅価格水準に見合った株価は、ITバブル崩壊後の株価水準
- ということは、2008年10月の株価暴落は、
不可避だった！

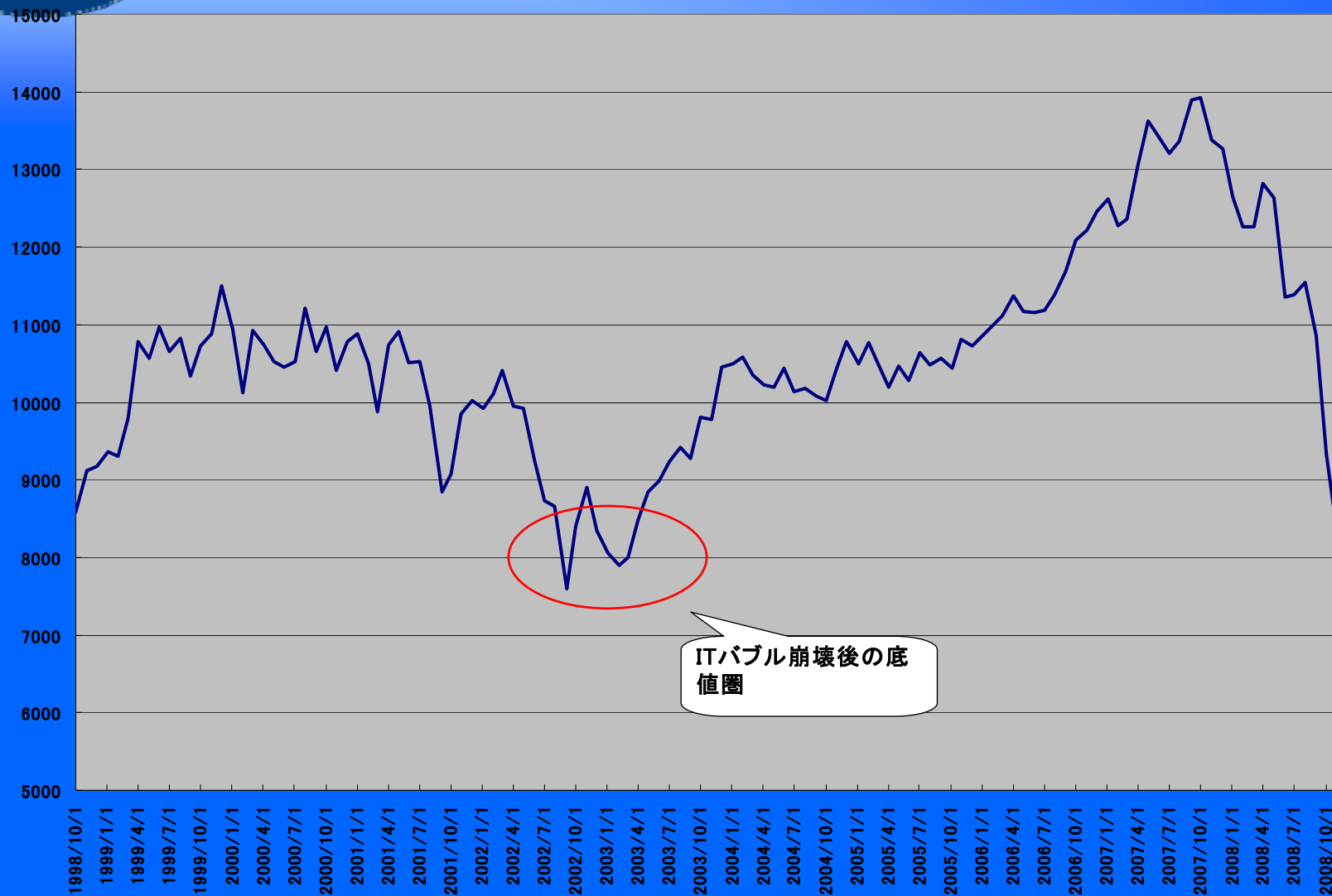
サブプライムローン問題の教訓

- ローンをしっかりと作って、ローンの信用リスクをできるだけ正確に評価するのは、銀行の仕事
- しっかりとしたローンのリスクを長期的に引き受けるのは、市場にいる投資家の仕事
- 米国型の金融システムでは、本来、銀行の仕事であったものまでも、市場サイドの仕組みが引き受けてしまおうとした。
- 新しい金融システムでは、銀行の仕事と投資家の仕事が補完するような仕組みを作るべきであろう。



ケースシラー住宅価格指数(全米10ヶ所平均)





ITバブル崩壊後の底
値圏

なぜ、米国の金融危機が 欧州に広まったのか？

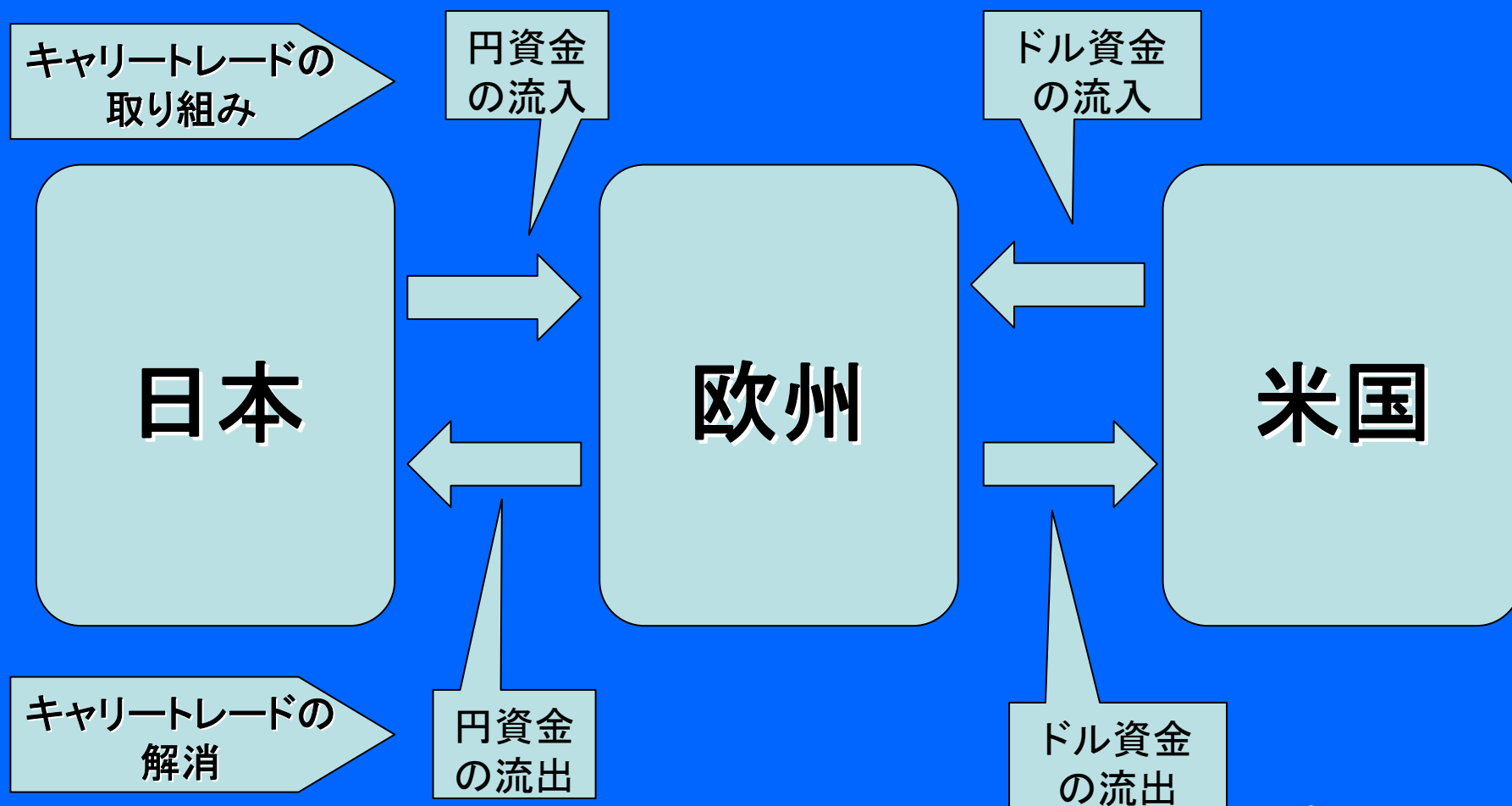
- よく知られている理由：
 - 証券化によってサブプライムローンのリスクがばらまかれていた！
- あまり知られていない理由：
 - 欧州の金融機関によって、ドル資金、円資金が投機資金と化していた。

なぜ、欧州でドル資金と円資金が 投機化したのか？

- 借りやすい通貨とは,
 - 通貨が安い,
 - 金利が低い,
- 連銀と日銀の金融緩和政策のために, ユーロに対するドルや円は,
 - 過度の通貨安が進行していた,
 - 金利が低かった,



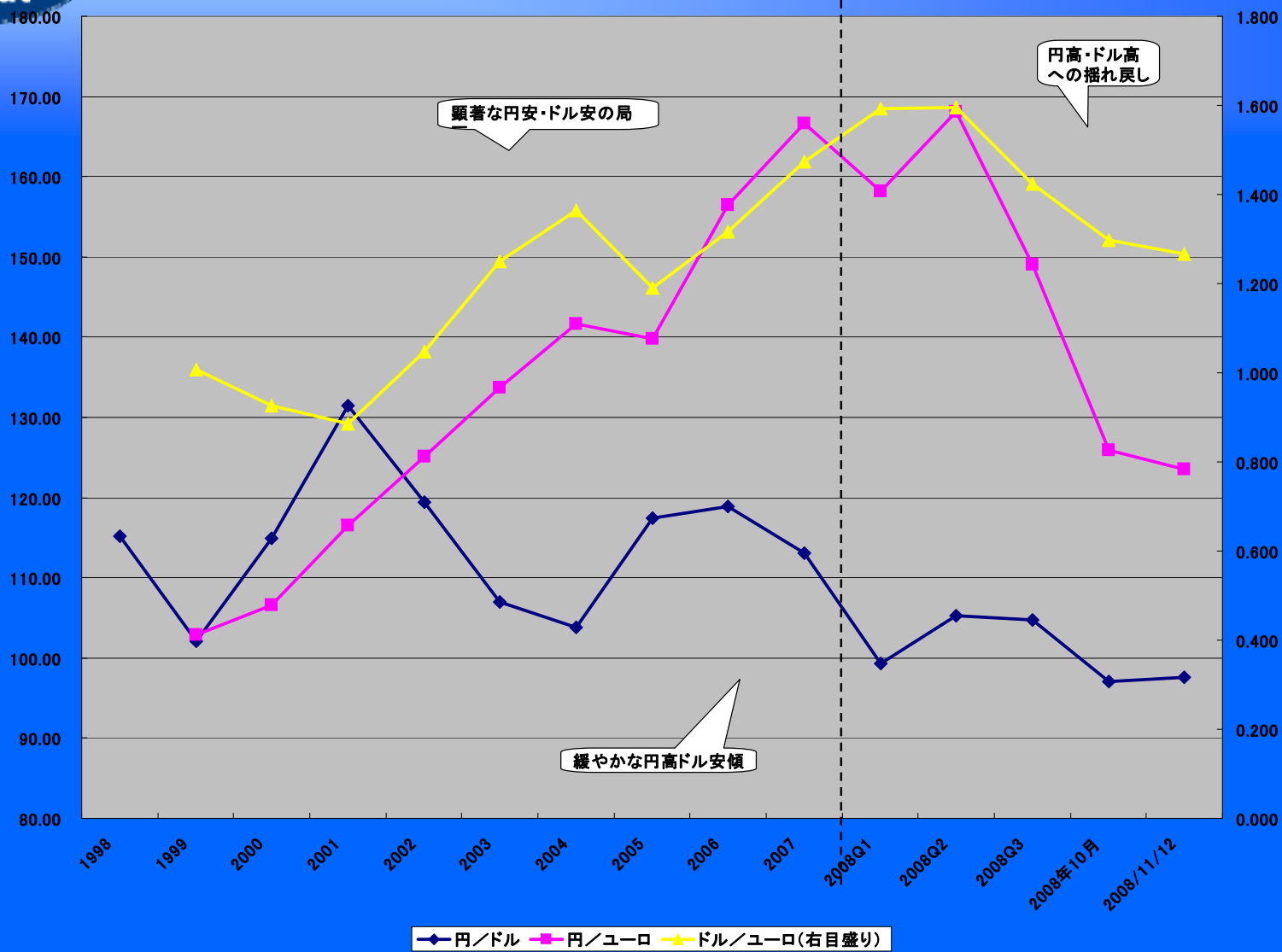
ドルと円で起きたキャリートレードとその解消



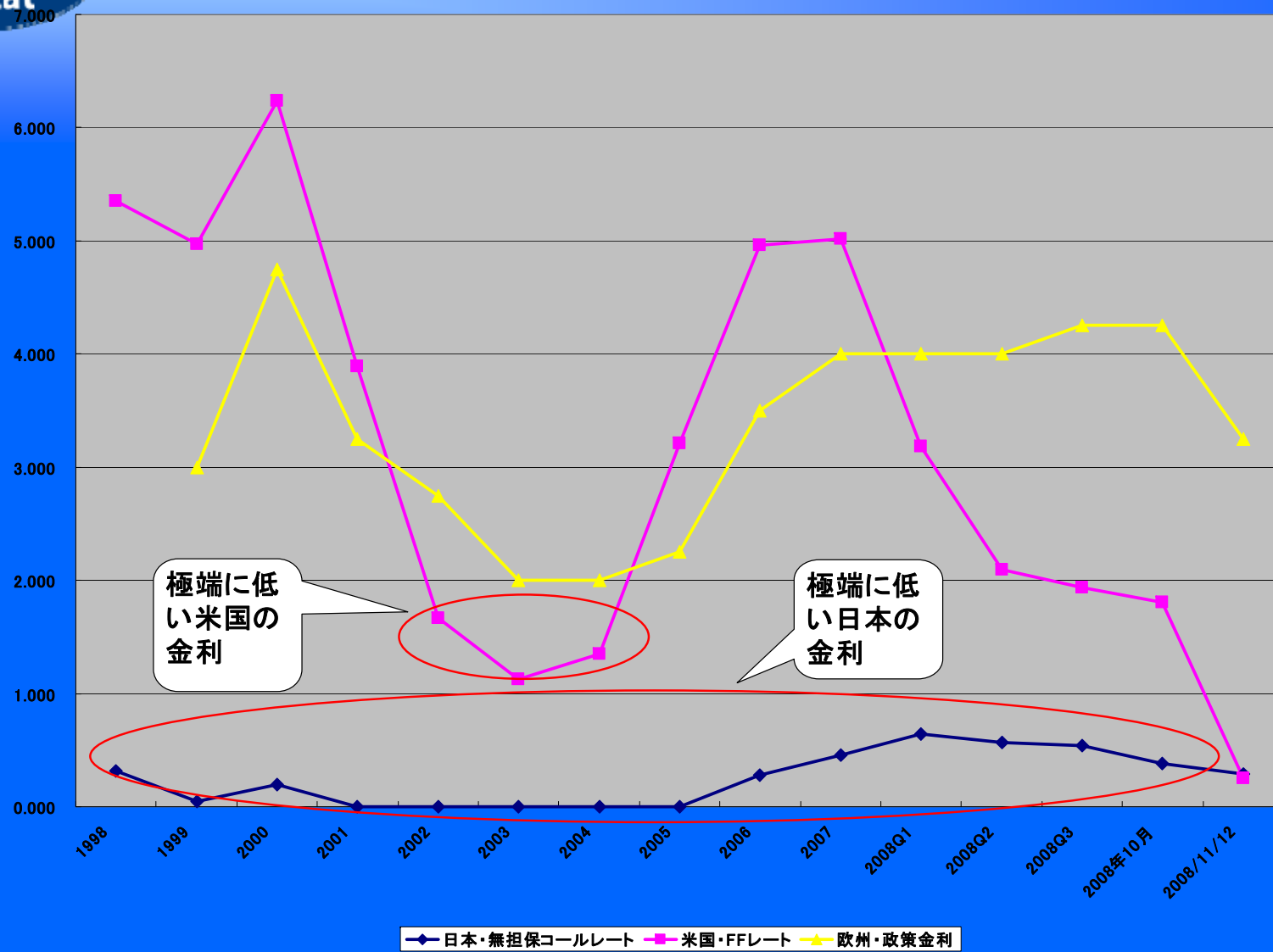
キャリートレードの解消と 欧州のドル不足

- キャリートレードの解消で欧州の金融機関は、深刻なドル不足に陥った。
- ユーロの相対的な地位低下で、円の地位が向上した。

日米欧の為替レート



日米欧の短期金利(年率, パーセント)



日米欧の資金循環と 今般の金融危機

- 本来の対外ポジション
 - 自国通貨建ての資金調達と外国通貨建ての資金運用
 - もっとも望ましいリスクシェアリング効果
- 米国の対外ポジション
 - ドル建て資金調達と外国通貨建て資金運用。
 - グローバル市場において(サブプライムローン証券化商品を含む)ドル建て資産が最も流動性の高い資産となった。
 - 米国のサブプライムローン問題が世界に波及した本質的な原因。



ITバブル崩壊後の金利・為替動向と 日米欧の資金循環の異変

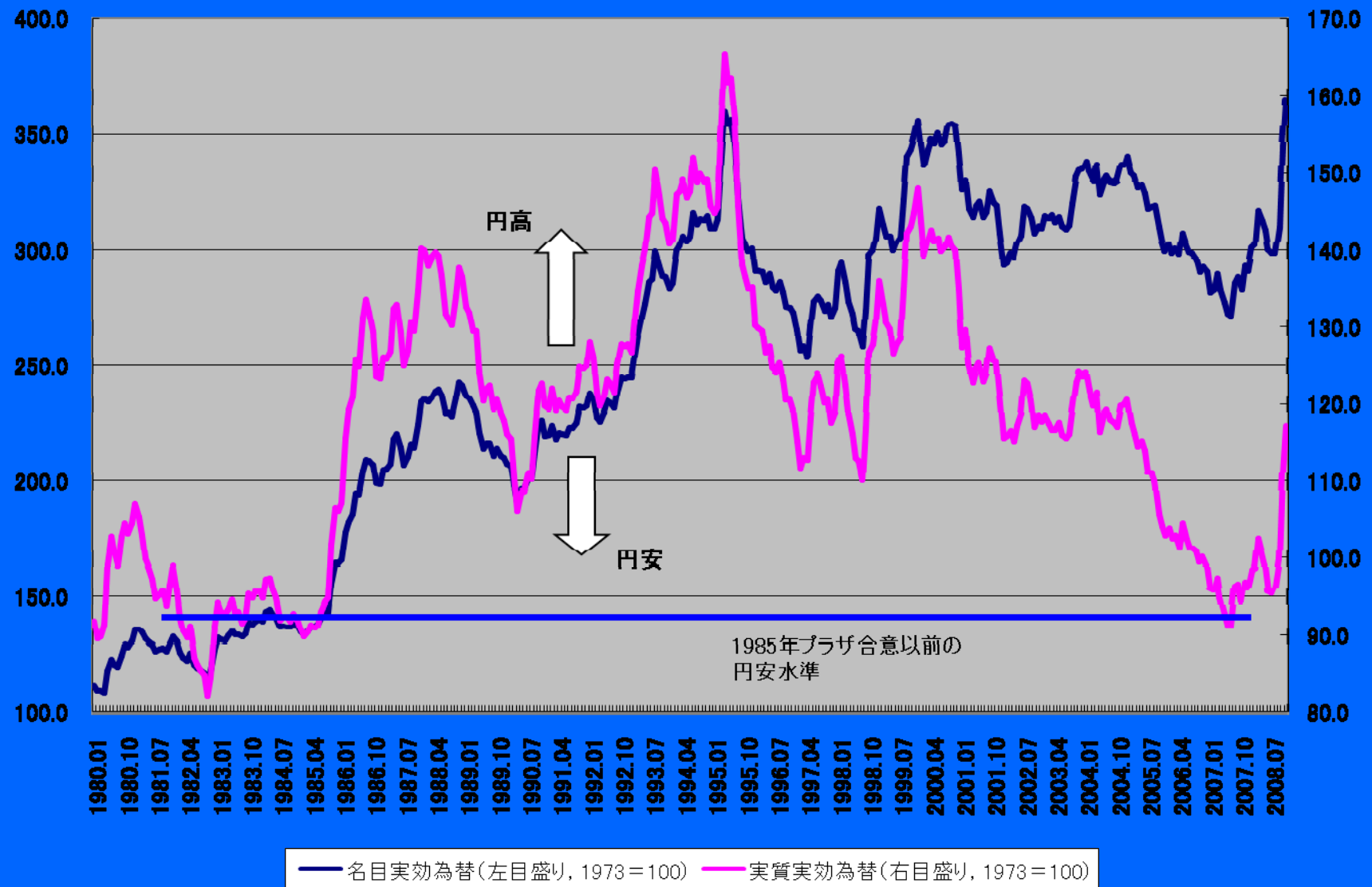
- 米国
 - 日本からの円建ての資金調達（円キャリー）
 - 欧州へのドル建て資金運用
- 日本
 - 米国、欧州への円建て資金運用
- 欧州
 - 米国からのドル建て資金調達（ドルキャリー）
 - 日本からの円建て資金調達（円キャリー）
- こうした変則的な国際資金循環がグローバル市場の脆弱性を高めた。



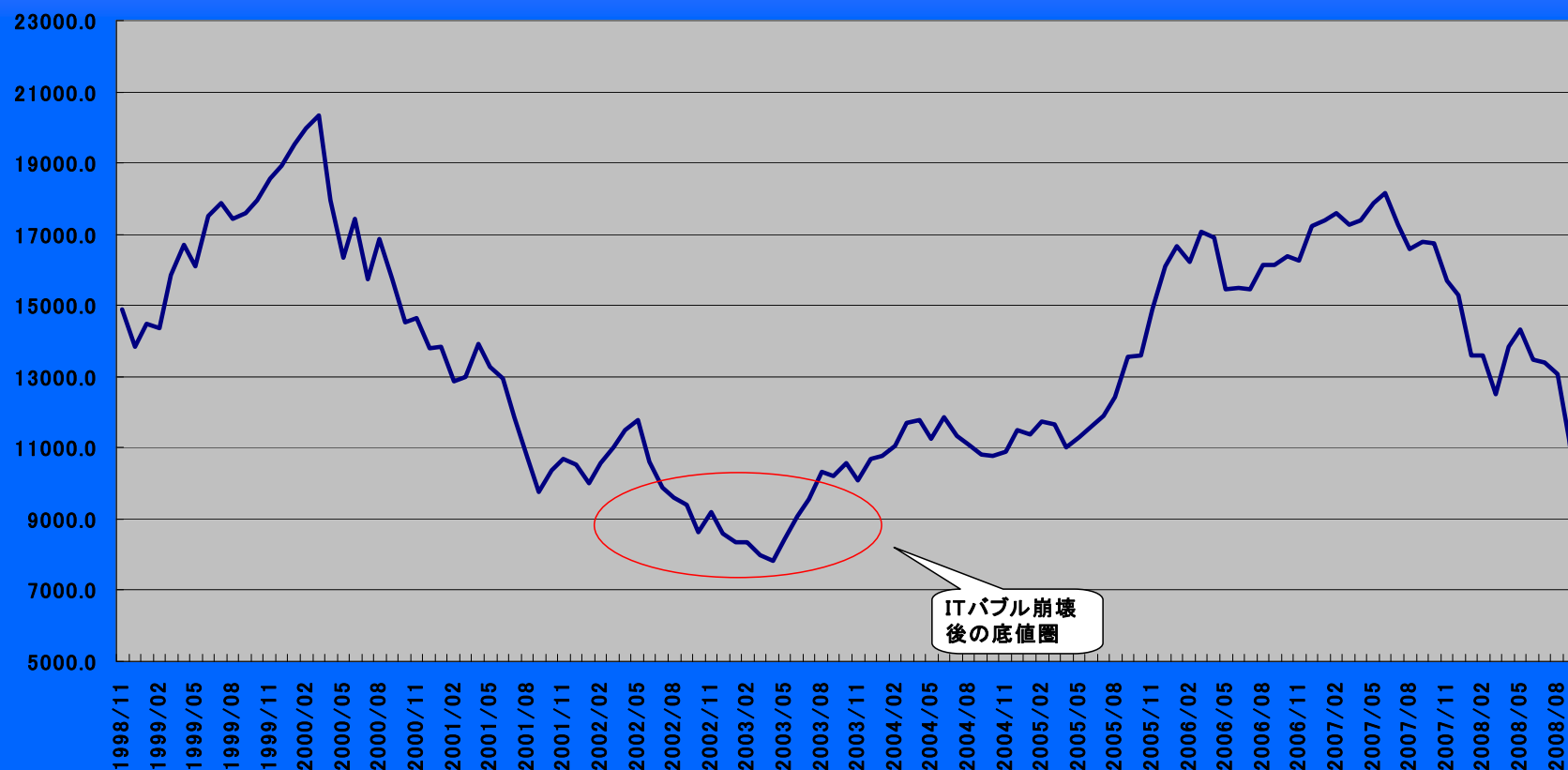
なぜ、金融危機が 日本に上陸したのか？

- 円安景気の終焉
 - 円通貨の価値は、1985年プラザ合意以前の円安水準であった。
 - 今般の金融危機で、ドル以外の通貨に対して顕著に円高となった。
- 輸出企業収益の激減 → 株価の暴落

図 実効為替レートの動向



日経平均終値(月次)



金融危機はいつ収束するのか？

- 10月の米国株暴落は、住宅価格高騰の修正から不可避であった。
 - ダウ平均で8000ドル前後か・・・
- 10月の日本株暴落は、円安の修正から不可避であった。
 - 日経平均で8000円前後か・・・
- ドル・円の資金を引っ張ってサブプライムローン商品などに投機活動を行っていた欧州金融機関の痛手は、日米の金融機関に比べてきわめて大きい。

いつ収束するのか？（その2）

- 日米欧において2002年以降の経済成長分のかなりの部分を失うのは、いたしかたない。2008年度、2009年度で調整する場合、年5%前後のマイナス成長は不可避であろう。
- 公的資金投入などの政策介入のタイミングは、底値を形成した後である必要がある。
- 株価を高めで無理に支えようという政策発想は、かえって底値形成の機会を奪ってしまう。
 - 空売り規制, 時価会計凍結の弊害



いつ収束するのか？（その3）

- むしろ、政策的に困難な状況は、欧州経済の方であろう。
- 当面は、欧州金融機関の深刻なドル不足に対して、連銀や日銀が迅速に継続的に政策対応をする必要がある。
- 中期的には、米国の大規模な財政出動と積極的な金融緩和で、ドルのコンビーニエンスが維持できるかどうか？

日本経済にとってのチャンス

- 金融危機の収束プロセスにおいて、増価し、利便性の増している円通貨の“強み”を発揮するチャンス。
- 円建て金融市場の醸成
 - 積極的な円建て資金調達
- 円建て資産を担保(梃子)とした海外M&Aの展開
- 日本経済の対外ポジションの望ましい姿への回帰
 - 円建ての資金調達と外国通貨建ての資金運用