

# 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

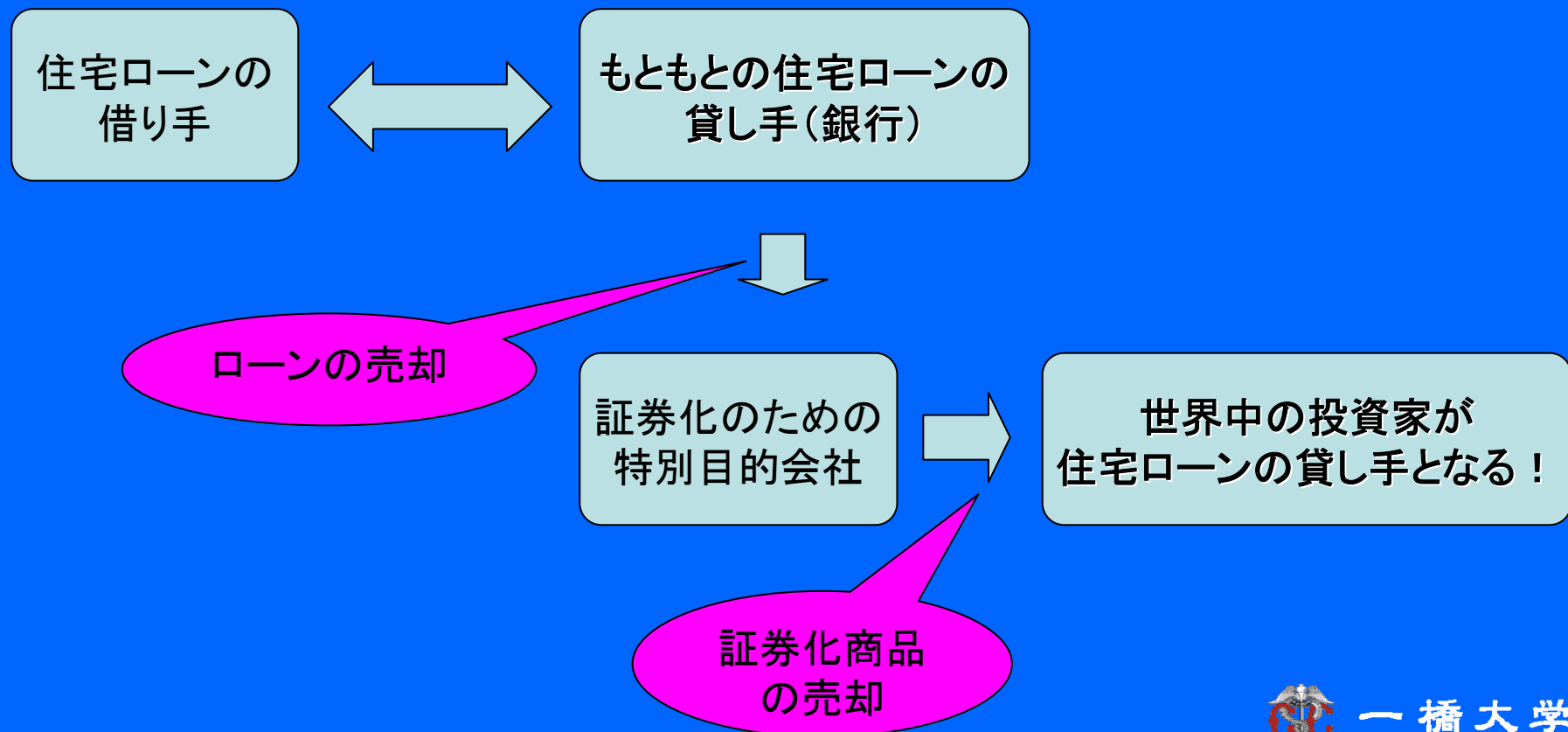
- なぜ、米国で金融危機は勃発したのか？
- なぜ、米国発の金融危機は欧州に広まったのか？
- なぜ、米国発の金融危機で、日本株式は暴落したのか？
- いつまで国際金融危機は続くのか？

# 金融危機の原因と 波及メカニズムを考える重要性

- いずれの考え方が正しいのであろうか？
  - 金融市場に対する規制が十分でなかった，規制緩和の負の影響が現れた。
  - 新興国や資源国からの資金供給が投機資金の源泉となった。
  - 日本や米国の金融緩和政策が投機資金を生み出した。
- ここでは，単独の要因と言うよりも，さまざまな金融市場の“隙”（スキ）が金融危機を生み出してきたことを明らかにしていく。

# 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、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

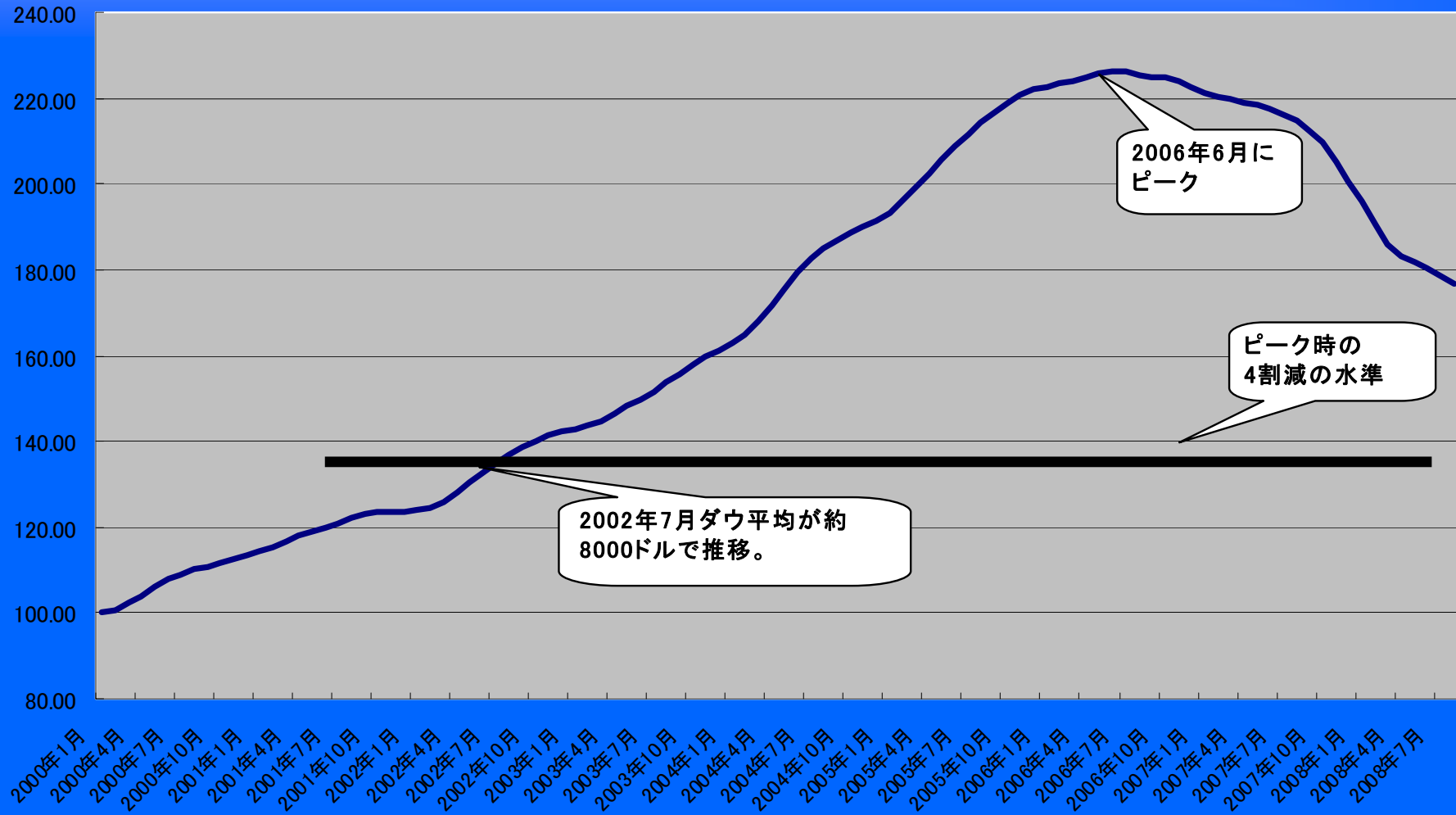
# 住宅市場バブルの発生と崩壊

- 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

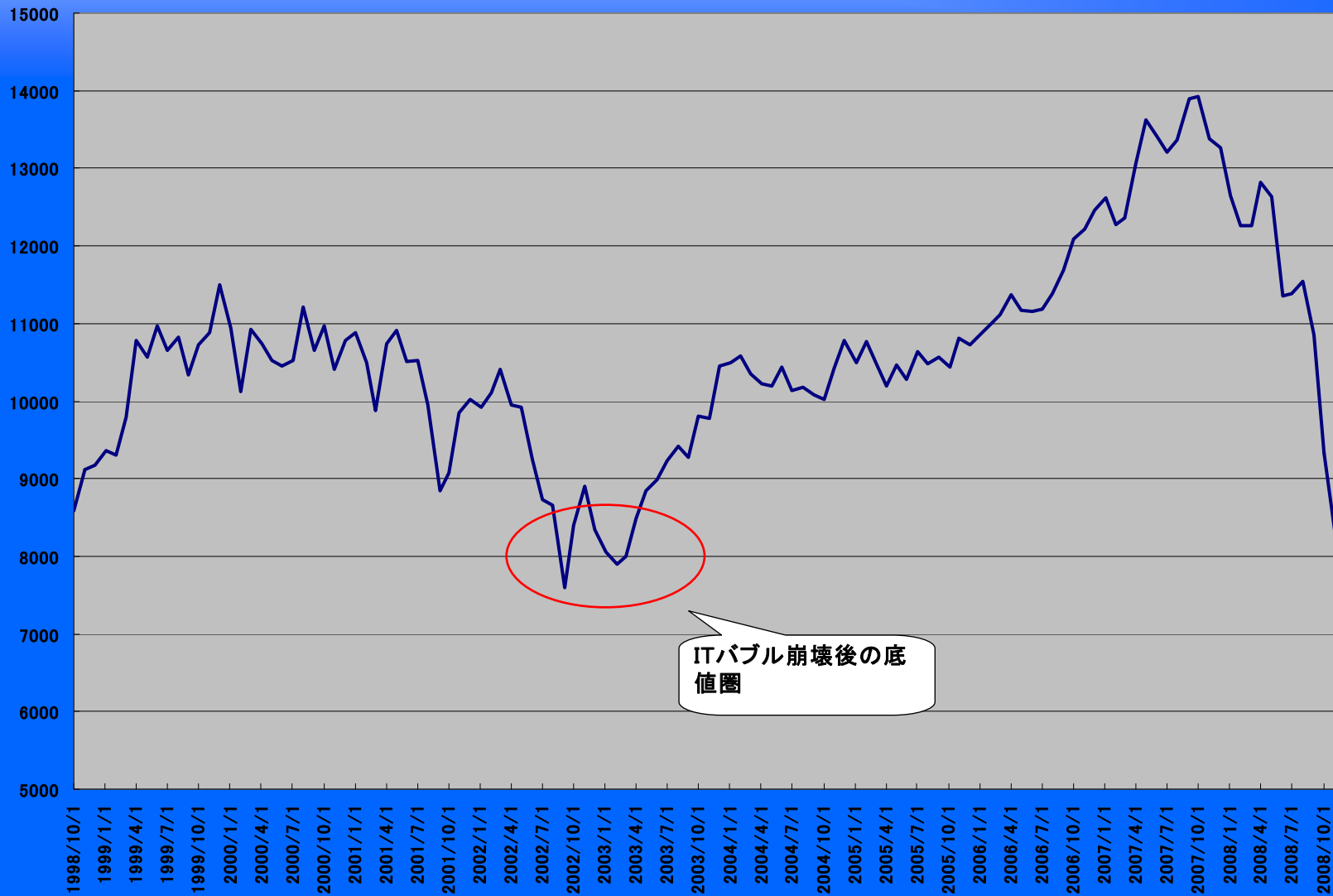
- 妥当な住宅価格は、ピークの4割減
- 妥当な住宅価格水準に見合った株価は、ITバブル崩壊後の株価水準
- ということは、2008年10月の株価暴落は、不可避だった！

ケースシラー住宅価格指数(全米10ヶ所平均)





NYダウ平均



# 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。

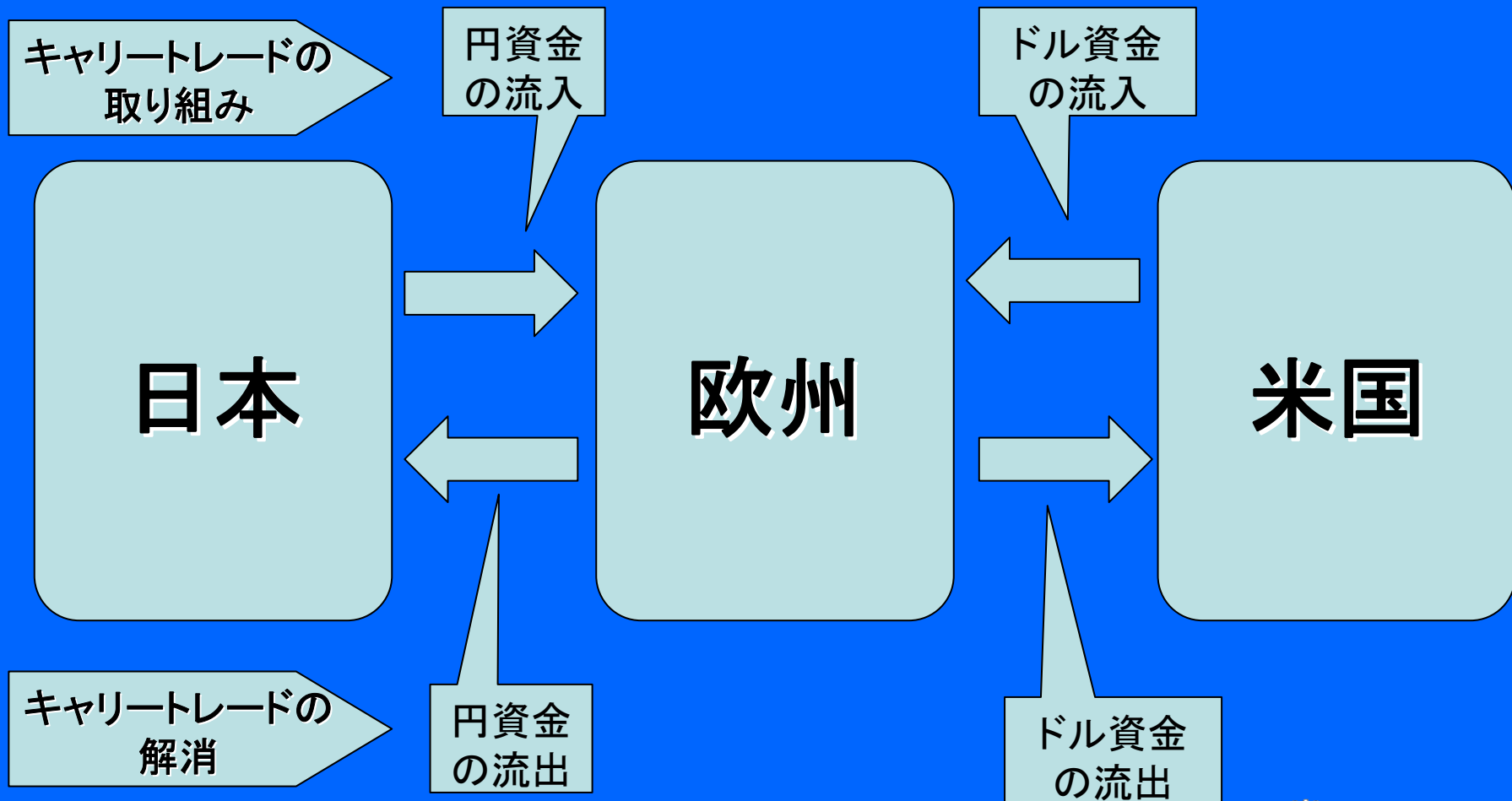
# なぜ、米国の金融危機が 欧州に広まったのか？

- 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,

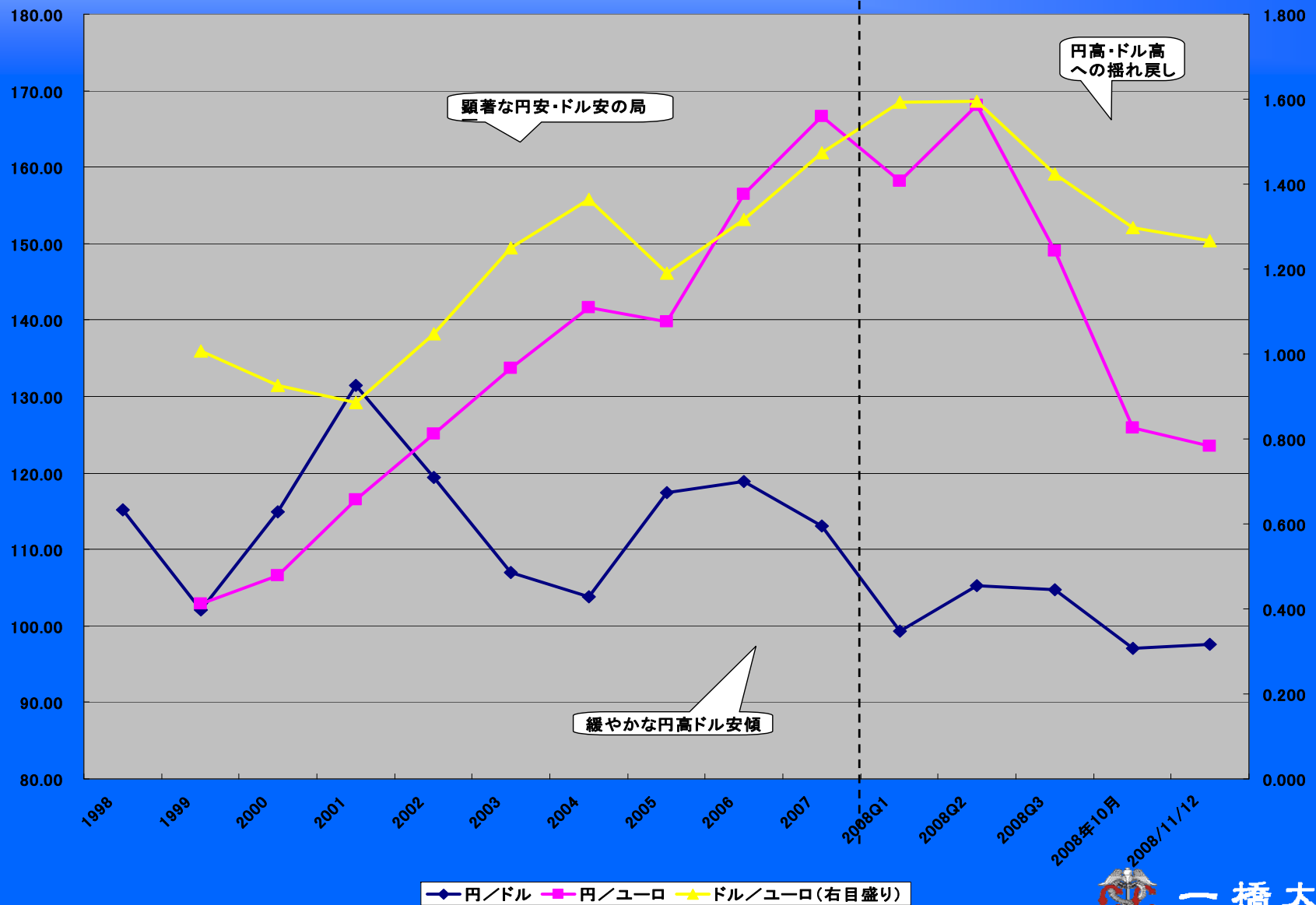
# ドルと円で起きたキャリートレードとその解消



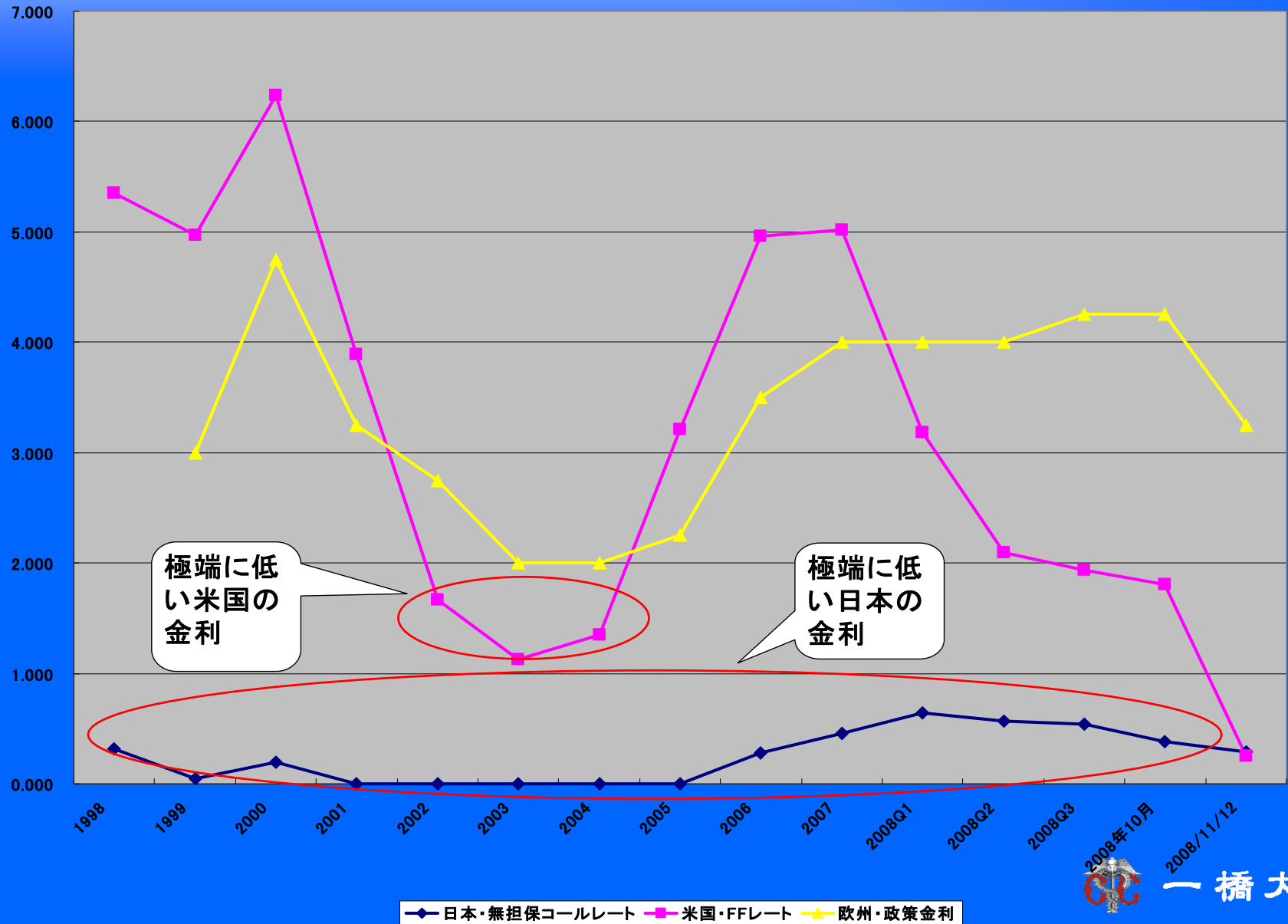
# キャリートレードの解消と 欧州のドル不足

- 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)

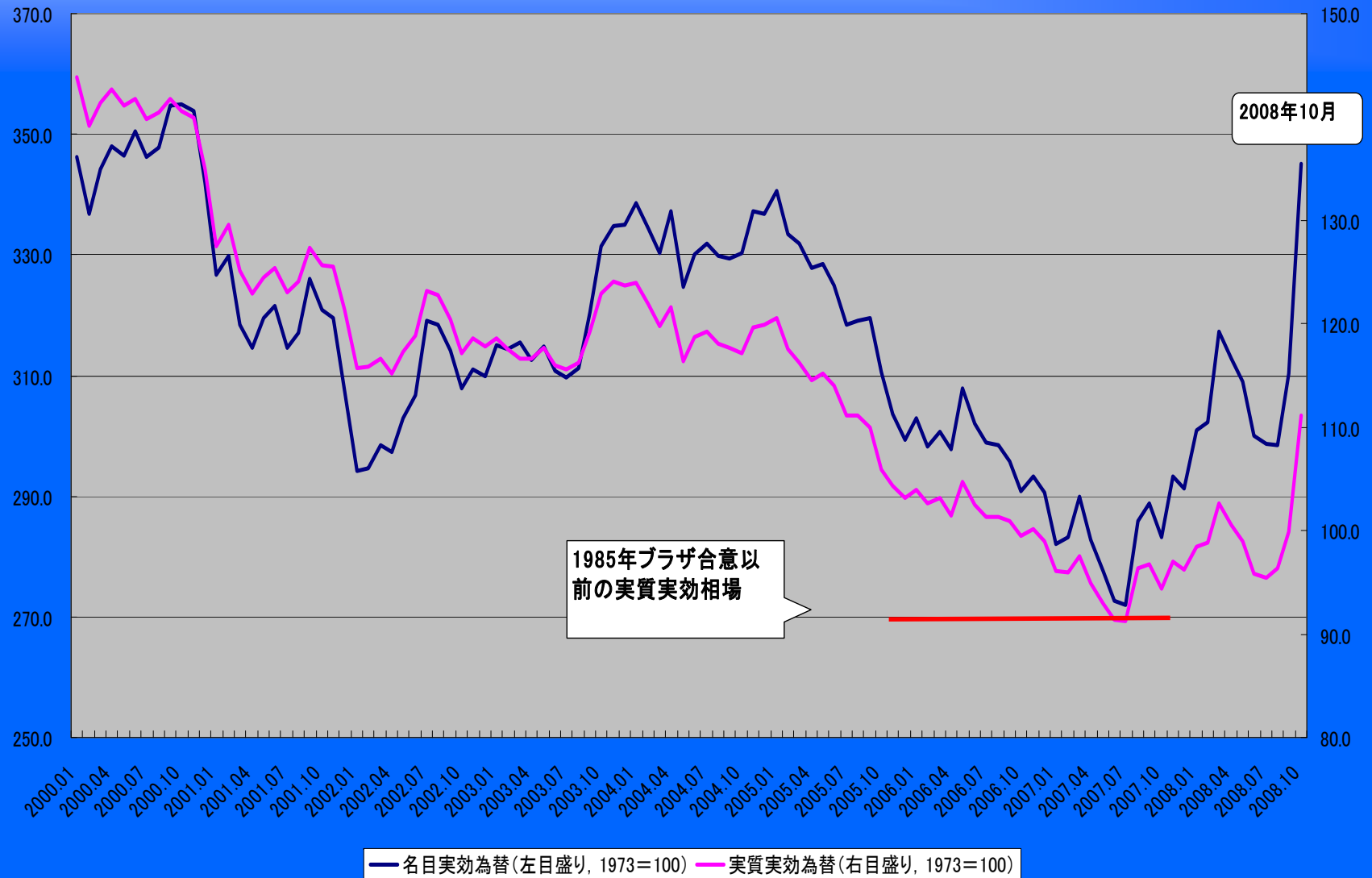




# なぜ、金融危機が 日本に上陸したのか？

- 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

2000年代の名目実効為替相場と実質実効為替相場



日経平均終値(月次)



ITバブル崩壊  
後の底値圏



# 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円台か・・・
- 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）

- 日米については、株価が底値圏にあると判断して良いのではないか？ しかし、日本株は、追加的な円安修正で一段の下げがあるかもしれない。
- 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。
- 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。
- **危機の中のチャンス：**
  - 金融危機の収束のプロセスにおいて、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とも言える。