

サブプライム問題と日本の実態経済への影響

はじめに

米国のサブプライム問題が金融市場に波及して1年以上経過しましたが、日本の実態経済への影響も懸念されています。サブプライム問題と米国金融危機発生について整理するとともに、今後の日本経済を考える上で注目すべきポイントについてまとめることとします。

サブプライム問題の発生

サブプライム問題が世界中に広く認知され世界中で株安傾向に転じたのは2007年7月ごろです。それまで、主要国の株価は上昇基調が4年程度続いており、日本でも「いざなぎ越え」といわれる長い景気回復が続いていましたが、サブプライム問題への懸念の高まりから主要各国の株価は下落局面へと転じました。

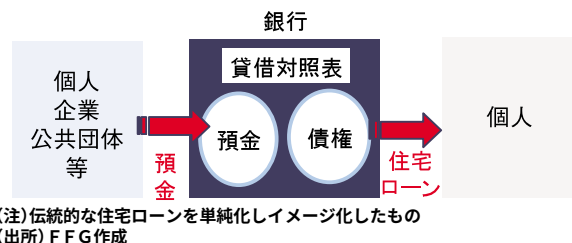
しかし、サブプライム問題は2007年7月に急に始まった問題ではありません。大きな転機はその1年ほど前の2006年8月に起こっていました。米国の住宅価格は2006年8月をピークに8年間で2倍の水準に上昇していました。これは1980年代後半に日本が経験した不動産バブルに近い水準です。日本の商業地の地価は1991年をピークに5年間で約2倍となり、その後急速に下落した後、2006年ごろに漸く回復に転じました。米国の住宅価格も2006年8月をピークに急速に下落しています。

このように米国の住宅価格は、日本の不動産

バブルの時と同様の動きをしています。バブルが発生した要因も似通っています。日本の不動産バブルの一因は不動産担保に依存した融資の拡大であったと考えられますが、米国でも住宅向けの過剰な融資が住宅バブルの一因となりました。

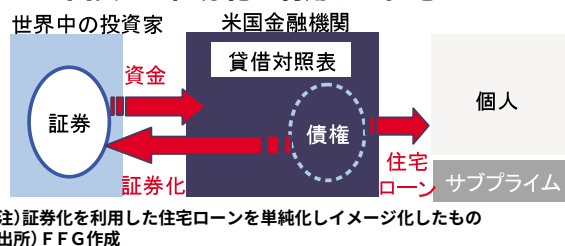
不動産バブルという一度日本で経験した過ちが、なぜ十数年経った米国で起こったのでしょうか。その背景には証券化の仕組みの発達があったと考えられます。日本の銀行の多くが行っているような伝統的な住宅ローンの仕組みは、図表2のようなものです。つまり、銀行は個人等から預金を集め、住宅購入資金を必要とする個人への貸し出しを行います。その際、銀行の貸借対照表には預金と債権が計上されることになります。

図表2 伝統的な住宅ローン

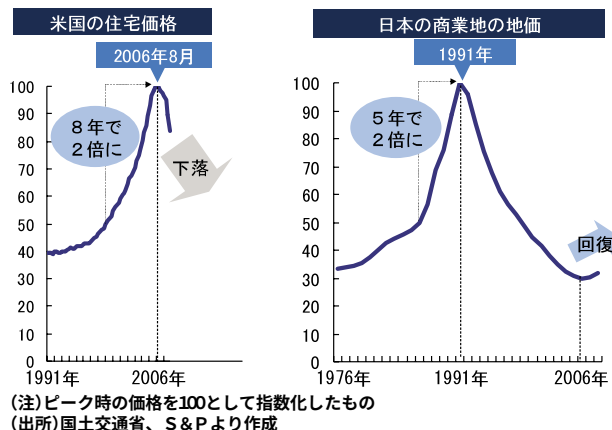


一方、2000年代に入り米国にて急速に拡大した住宅ローンの仕組みは、図表3のようなものです。これは、金融機関が個人に住宅ローンの貸し出しをすることで発生した債権を証券化するというものです。証券化とは文字通り、債権を証券に変えることであり、証券を販売することで他の金融機関や投資家から資金を受け取ることができる仕組みです。

図表3 証券化を利用した住宅ローン



図表1 日米の不動産バブル



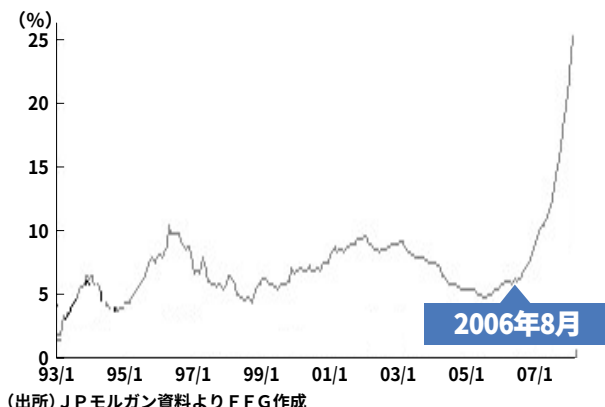
米国の金融機関が発行した住宅ローンを担保とした証券(RMBS=Residential Mortgage-Backed Securities)は欧米の金融機関やヘッジファンドを中心に世界中の投資家により購入されました。米国の金融機関は証券化により資金を調達することで住宅ローンの貸し出しを増やすことができるようになり、貸借対照表を膨らませることなく手数料収入を得ることができるようになりました。

このような「おいしいビジネス」を米国の金融機関が各社積極的に推進した結果、融資競争が激化し、審査基準を引き下げや新商品の開発が行われサブプライム層と言われる信用力の低い個人にまで融資が拡大されました。その中には、当初2年間超低金利で貸し出し3年目から高金利の変動金利に移行するものや、当初2年間は金利のみを支払い3年目から元金と利息の返済が始まるというような住宅ローン商品も含まれていました。

このような商品は、サブプライム層の収入では最後まで返済を出来ないケースが多く、最初の2年間で終了した時点で同様の商品や長期の住宅ローンに借り換えされるケースが多かったようです。住宅価格の上昇局面では、担保価値が増加するためこのような借り換えが円滑に行われていたようですが、住宅価格が下落を開始すると、借り換えが困難な状況になりました。

図表1でみたように2006年8月ごろに住宅価格は下落を開始し、サブプライムローンの延滞率は住宅価格の下落開始と同じタイミングで、急速な上昇を開始しました(図表4)。

図表4 米国サブプライムローンの延滞率

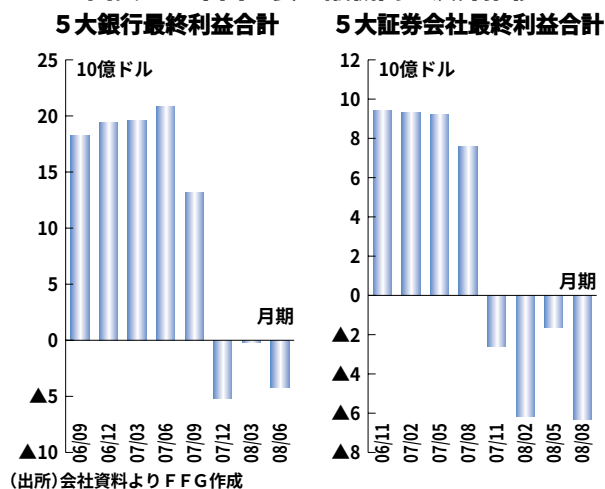


サブプライムローンの延滞率が上昇すると、今度はサブプライムRMBS(サブプライムローン債権を担保とした証券)の価格が下落を開始します。格付けの低いサブプライムRMBSから順に下落を開始し2007年7月には最高格付けである「AAA」のサブプライムRMBSも価格が下落し始めました。このころから、サブプライム問題の影響の大きさが広く認識されるようになり主要国の株価は下落局面に入りました。

米国金融危機の発生

図表5は米国の主要金融機関の決算推移を示していますが、銀行も証券会社も2007年7月以降に迎えた四半期決算以降、収益性が大きく低下しています。米国の主要金融機関が大きな損失を計上した主な要因は、サブプライムRMBSの価格が下落したためであると考えられます。

図表5 米国主要金融機関の決算推移



米国の金融機関が多額の損失を計上して信用力を維持するための増資が不可欠となったとき、積極的に増資に応じたのは中東やアジアの政府系投資ファンドでした。2007年11月から翌1月にかけてアブダビや中国などの政府系投資ファンドが、米国の大手金融機関の増資に応じました。しかし、その後それらの金融機関の株価は当時の35~50%程度まで下落したため、これらの投資ファンドは大きな含み損を抱えています。このため、最近では増資の引き受け先として中東やアジアの投資ファンドの名前が見られなく

なっているのだと考えられます。

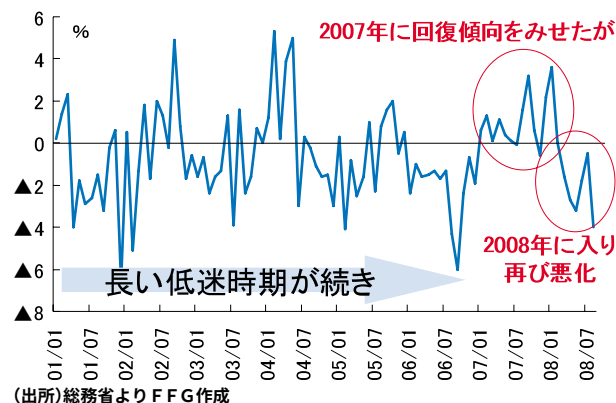
そのような中起こったのがリーマンブラザーズの破綻です。リーマンブラザーズは、国内外の金融機関に対して出資の要請や救済合併の交渉を行ったと考えられますが、増資や合併は成功せず、政府の支援も得られなかったため2008年9月15日に破産法第11条を申請するに至りました。リーマンの破綻により金融危機の様相は一気に高まりました。民間では、資金の出し手やリスクの引き受け手が圧倒的に不足している状況で、政府による金融安定化対策への期待が高まっています。

日本の実態経済への影響

金融機関によるサブプライムRMBSの保有が比較的少なかった日本においても、実態経済の悪化の兆しがみられるようになってきました。ここからは、足元の国内の経済指標を確認するとともに、日本の実態経済に影響を与える要素についてまとめることとします。

まず、図表6にて国内の消費の動向を確認しますと、2000年代の消費支出は低迷しており、2007年に漸く回復傾向をみせましたが2008年に入り再び悪化しています。もともと力強さに欠けていた個人消費は、景気の先行き懸念により冷え込みを見せているようです。

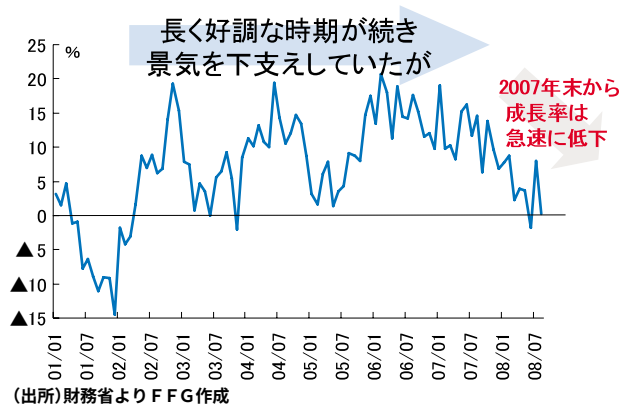
図表6 日本の家計消費支出(前年同月比)



一方、2002年ごろから輸出は年率10%程度の伸びを続け国内の景気回復を下支えするエンジンとなっていたが、2008年に入り成長率は急速に低下し足元の成長率は0%程度まで落ち

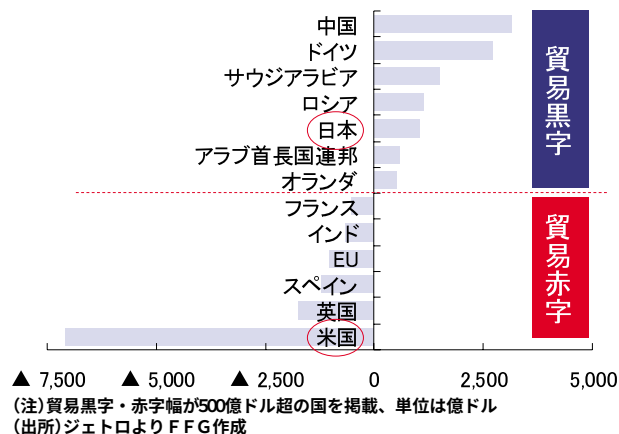
込んでいます(図表7)。

図表7 日本の輸出額(前年同月比)



ここで、米国経済が日本の輸出産業に与える影響を探るために、貿易の構造を確認しておきます。図表8にて主要国の貿易収支をみると、米国は一国で7000億ドルもの貿易赤字を抱えており、米国が世界で生産された財の一大消費地としての役割を担ってきたということが分かります。

図表8 各国の貿易収支

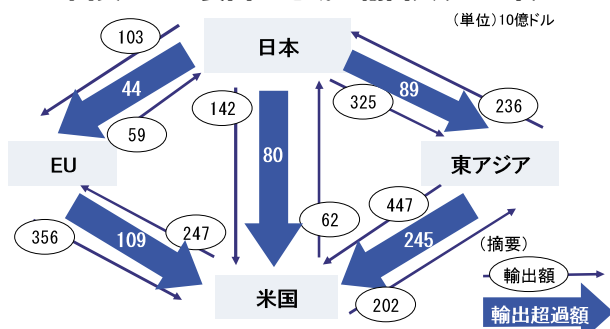


次に、図表9にて日本との関係の深い国・地域との輸出入の額を確認してみます。日本の輸出先の第1位は米国で2007年の輸出額は約1400億ドルでした。しかし、近年中国を中心とした東アジアへの輸出は拡大しており、東アジアに対する輸出額は3000億ドルを超え、米国への輸出額の2倍を超える水準となっています。

輸出額から輸入額を差し引いた輸出超過額を確認すると、日本は米国に対しても東アジア、EUに対しても輸出超過となっていますが、東

アジアやEUも米国に対しては輸出超過となっています。米国の景気後退により米国での消費が落ち込めば、東アジアの経済も落ち込むことが懸念され、ひいては日本から東アジアへの輸出も落ち込む可能性が高まるという構造になっています。

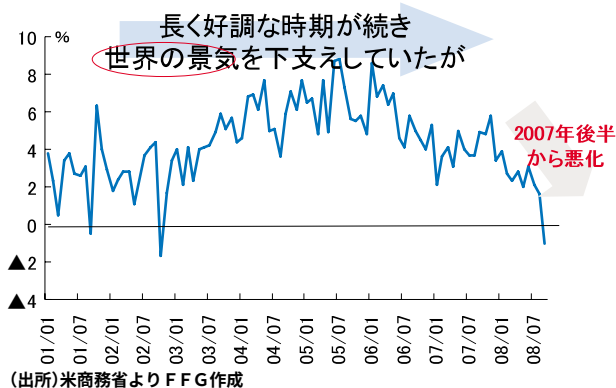
図表9 主要国・地域の輸出入(2007年)



米国の消費動向

日本の実態経済の動向を予測するためには、米国の消費の動向に注目する必要があります。図表10にて米国の小売売上高の動向を確認すると、2003年から2005年ごろには5%程度の高い成長率にて推移しており、この消費拡大が世界の好景気を下支えしていたと考えられます。しかし2007年後半から成長率は鈍化し足元ではマイナスに転じています。

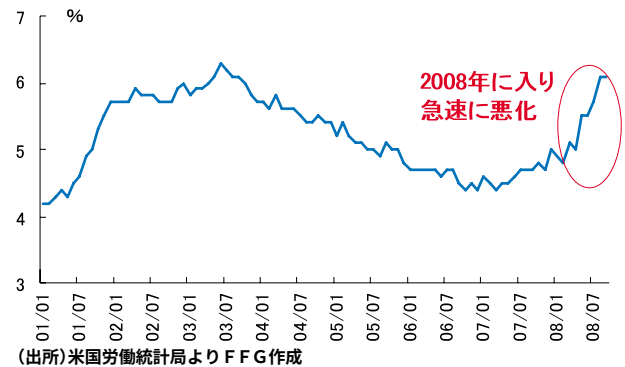
図表10 米国小売売上高(前年同月比)



米国の消費の落ち込みの理由は、住宅価格の下落により住宅を担保とした借入れが難しくなっていることや、景気の先行き懸念により消費マインドが悪化していることなどが考えられます。また図表11に見られるように、米国の失

業率は2008年に入り悪化しており、これも個人消費を低下させる要因となっていると考えられます。

図表11 米国失業率の推移



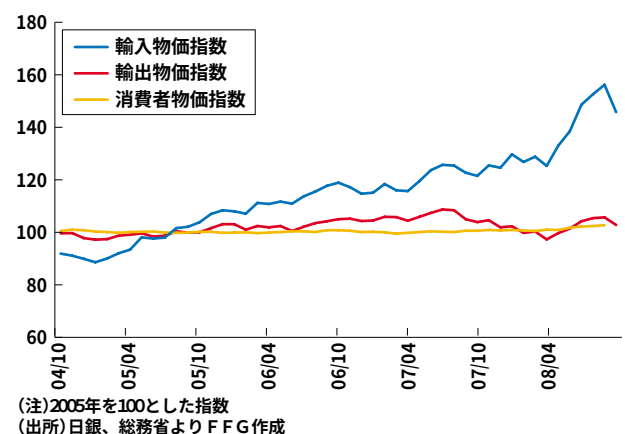
米国の個人消費の低迷がどの程度の期間に渡り、どの程度まで悪化するかが、日本の経済の落ち込みの度合いに影響を与えると考えられます。米国の個人消費の動向やそれに影響を与える失業率や住宅価格の動向にも注目していかなければならないでしょう。

日本の経済にとってのプラス材料

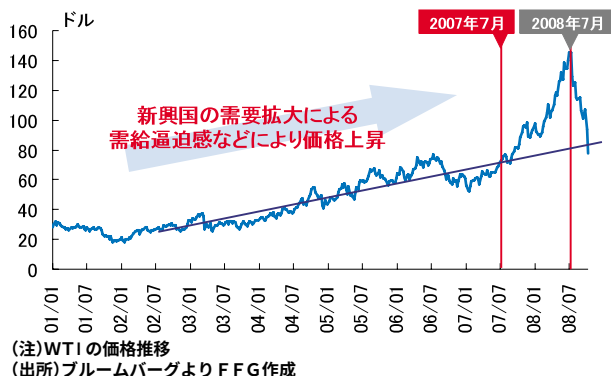
輸出の落ち込み懸念と並んで日本経済の重石となっていた、原材料価格の高騰については落ち着きを見せはじめています。

図表12で見られるように、日本の企業は、原材料の輸入価格が上昇していたにも関わらず、価格転嫁がスムーズに行われないという状況が長く続いていました。しかし足元の輸入物価は若干の下落傾向を示していることが見て取れます。

図表12 日本の輸出入物価・消費者物価



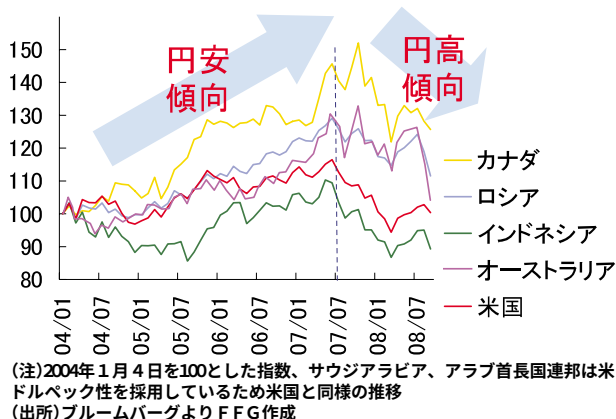
図表13 原油価格の推移



図表13で示したように、サブプライム問題により世界的な株安が始まった2007年7月ごろから投機資金が原油先物に流入し原油価格は高騰していましたが2008年7月をピークに下落しています。

図表14では日本が資源を輸入している主な国の対円での為替相場の推移を示しています。2007年7月ごろまでどの通貨に対しても円安の傾向を示していましたが、米国金融危機が深まるにしたがって円高傾向に動いています。円高は輸出企業にとってはマイナスのインパクトとなりますが、円の購買力が上がるという意味ではプラスのインパクトをもたらすと考えられます。

図表14 資源輸出国の為替推移



原材料価格が落ち着きを取り戻すことだけで、日本経済の回復を期待することは難しいですが、少なくともこれまで原材料価格の高騰に苦しんでいた企業にとってのプラス材料になると考えられます。今後も資源価格の動向、為替の動向

には注目が必要です。

最後に

米国及び日本の景気後退入りしている可能性が高まるなか、景気後退がいつ終わるのかということに関心は移りつつあるのではないのでしょうか。日本の景気回復は米国の景気回復に依存すると考えられるため米国の景気後退がいつ終わるのかに注目が集まります。

米国は1900年以降22回の景気後退を経験していますが景気後退平均期間は14ヶ月で、戦後(1945年以降)の景気後退平均期間は10ヶ月です。正式な景気後退入りの時期の判断には1年程度かかりますが、2008年1月に景気後退入りしたと考えるのが一般的です。つまり2008年10月時点で既に10ヶ月の景気後退が続いているということになり、通常であれば景気後退から脱する可能性が高まる時期です。

今回の景気後退は、深刻な金融危機が同時に起こっているために通常よりも長い景気後退になる可能性が高いですが、各国政府による協調的な金融政策や、金融機関への公的資金の注入が功を奏し金融危機の状況を脱すれば、景気回復入りの時期が見えてくると考えられます。

日本の場合バブル崩壊後約10年経過した2001年から2002年ごろに、大規模な公的資金の注入とあわせて銀行の不良債権の処理が行われた結果、経済の活力を取り戻してきました。米国では日本での教訓もふまえ、住宅バブル崩壊から2年余りたった現時点で公的資金の注入と不良債権の処理策を打ち出しています。米国政府が金融危機を脱するための十分な政策を着実に実行していけば、日本のように長い経済の低迷を経験せずにすむと考えられます。

経済のグローバル化が進み、中小企業経営にも世界での経済の動きがすぐさま影響を及ぼすようになっています。激動の世界経済の潮流をつかみ、過度に悲観的にならず冷静に対処していくことが必要であると考えます。

(城 真由美)