

ISSUE BRIEF

サブプライム・ローン問題の軌跡

—世界金融危機への拡大—

国立国会図書館 ISSUE BRIEF NUMBER 622 (2008. 12. 4.)

はじめに

I サブプライム・ローン問題から金融危機へ

- 1 サブプライム・ローン問題の発生
- 2 証券化商品市場と金融危機
- 3 米国政府・FRBの対応

II 金融危機の拡散

- 1 モノライン問題
- 2 流動性不足
- 3 ベア・スターンズ救済
- 4 GSE 問題
- 5 住宅・経済回復法（米住宅公社支援法）の成立

III クレジットバブルの崩壊

- 1 米国発金融危機
- 2 金融安定化法の成立に至る経緯
- 3 銀行への資本注入
- 4 日本への影響と対策
- 5 一連の金融危機による損失規模と各国の支援体制

おわりに

2007年夏以降、米国のサブプライム・ローン（低所得者・信用力の低い顧客向け住宅ローン）の焦げ付き問題に端を発した世界的な金融不安は1年以上経過してなお収束せず、その影響はわが国を含めた各国の実体経済にまで及んでいる。

米国を中心とした各国の政府・金融当局は様々な対策を打ち出しており、今後の金融機関経営のあり方や、監督体制の見直しまで問われている。

本稿では、2007年夏以降2008年11月現在も続いている金融危機の軌跡とその影響、各国・各地域の対策について可能な限り検証し、今後の見通しについても検討していく。

財政金融課

しげた まさみ
(重田 正美)

調査と情報

第622号

はじめに

米国のサブプライム・ローン¹の焦げ付き問題を契機として、2007年夏以降、金融機関の巨額損失やそれに伴う金融機関再編が生じ、特に2008年秋以降は1929年の大恐慌にも匹敵する金融危機の様相を呈している。本稿では2007年夏以降2008年11月末現在も続いている金融危機とその影響、各国・各地域の対策について検証する。

I サブプライム・ローン問題から金融危機へ

1 サブプライム・ローン問題の発生

(1) 金融緩和の収束と米住宅ブームの終わり

2004年6月(米連邦準備制度理事会)は、政策金利であるFFレートの誘導水準を4年ぶりに引き上げ、1.25%とした。この利上げは、景気が本格的な回復局面に入り、超低金利政策の役割が薄れたこと、原油や原材料価格の高騰が消費者物価を押し上げ、物価の上昇が景気に悪影響を与える懸念が強まってきたこと、等による。

金融が引き締め局面に入ったことで、住宅価格の上昇には歯止めがかかった。S&Pケース・シラー係数²によれば、住宅価格は2002年～2005年まで前年比10～12%の上昇を続けていたが、2006年末には前年比0.1%増と大幅に伸びが鈍化した³。新規住宅着工件数も、2005年をピークに2006年180万件、2007年135.5万件と減り続けた。

住宅価格の上昇の鈍化で、担保価値が上がりなくなり、サブプライム・ローンの借り手の中には低金利ローンへの借り換えに失敗して返済に行き詰るケースが相次いだ⁴。サブプライム・ローンの延滞率は2004年第4四半期には9.83%だったが、2005年第4四半期には11.61%、2006年第4四半期14.44%、2007年第1四半期は15.75%、2008年第2四半期には18.67%と上昇した⁵。

(2) サブプライム・ローン問題の発生

サブプライム・ローンの延滞率上昇問題は、まず住宅ローン会社の経営に影響を与えた。2006年末から、いくつかの住宅ローン会社の経営危機が報じられ⁶、2007年4月には業界第2位のNew Century Financialが連邦破産法第11条の適用を申請し、破綻した。住宅価格の下落に伴うローンの延滞はその後も増え続けた。サブプライム・ローンの8割以上が証券化されていることから、延滞の増加は今度は証券化商品市場を直撃した。2007年6月には、米証券会社Bear Stearns傘下のヘッジファンドの経営危機が報道され、同社は6

¹ 低所得者、あるいは信用力の低い顧客を対象とした住宅ローン。全米の住宅ローンの約15%程度を占める(2007年3月末で約1.5兆ドル)。通常のローンに比べ審査条件が緩和される代わりに金利が高い。

² 米国主要都市の一戸建て住宅売買実績を2000年=100として指数化したもの。

³ 2008年7月現在では、ピーク時の2006年6月と比べると21%下落している。

⁴ サブプライム・ローンは最初の数年が過ぎると金利が跳ね上がるが、不動産価格の上昇を見越してより条件の良いローンに借り替えたり、返済が滞っても担保の住宅を売却したりすれば利益が出ると考えられた。

⁵ *Mortgage Banking*, 2006.5, 2007.8. 直近の数値はMortgage Bankers Association (抵当銀行協会) <<http://www.mortgagebankers.org/NewsandMedia/PressCenter/64769.htm>>

⁶ 2006年12月に住宅ローン会社のOwnit Mortgageが米連邦破産法11条の適用を申請した。これはサブプライム・ローン会社の破綻第一号であるという(「サブプライム越年」『日経金融新聞』2007.12.28; “Ownit buyback requests far exceed assets,” *Asset Securitization Report*, 2007.1.8.)。

月 23 日に 32 億ドルの資金支援を発表した（最終的には 16 億ドル）⁷。これらのファンドは、サブプライム・ローン関連の証券化商品に投資しており、サブプライム・ローンの焦げ付きに伴う保有商品の価値下落から巨額損失が発生したのである。

2 証券化商品市場と金融危機

（1）証券化商品市場の崩壊

2007 年 7 月には S&P、Moody's などの格付け会社がサブプライム関連の証券化商品の格付けの引下げ方針を公表した⁸。このためサブプライム関連の証券化商品の価格は更に下落し、米欧の金融機関はサブプライム関連の巨額損失を計上した。

格付け会社による大幅な格下げは、投資家の証券化商品に対する不安を拡大させるだけでなく、証券化商品に対する格付け自体の信頼を損なうこととなった。これまで投資家は証券化商品に対する情報を格付け会社に依存してきたことから、このような状況下で証券化商品の評価が困難となった。証券化商品の市場流動性は極端に悪化し、適切な価格形成は不可能となった。そして、これらの商品の投売りによって損失を確定する動きも出て、証券化商品の価格は更に下落したのである⁹。

（2）欧州金融機関の動揺

2007 年 8 月に入ると、ドイツ中堅銀行の IKB 産業銀行がサブプライム関連損失を発表し、政府系金融機関による資金支援の方針が明らかにされた¹⁰。8 月 9 日にフランス最大手の銀行 BNP パリバが傘下の 3 ファンドを凍結すると発表すると、仏株相場は急落した¹¹。同日 ECB（欧州中央銀行）は市場安定のための緊急声明を発表し、9 日から 14 日まで、4% の政策金利による合計 2100 億ユーロ（約 35 兆円）¹² の緊急資金供給を行った。FRB も同様に、9 日に 240 億ドル（約 2.8 兆円）、13 日に 20 億ドル（約 2300 億円）の資金供給を行った¹³。FRB は 17 日に臨時の連邦公開市場委員会（FOMC）を開き、公定歩合を緊急に 0.5% 引下げ、年 5.75% とした¹⁴。さらに FRB は窓口貸出における貸し出し期間を通常の翌日物から最長 30 日間とするなど、金融機関への流動性供給のための特別な措置を講じた。

2007 年の春から夏には、サブプライム・ローン問題の影響が米国住宅ローン業界にとどまらず、証券化商品を通じて、欧州を含めた国際金融市場全体に広がっていることが明らかとなった。欧米の中央銀行の迅速な流動性供給は、金融システムを守るための危機管理であった。

3 米国政府・FRB の対応

サブプライム・ローン問題の発生地である米国では、政府及び FRB をはじめとする金融当局が貸し手・借り手双方に対する包括的な対応策や金融市場の動揺を抑えるための政

⁷ “Bear Stearns taps Lane to run funds division,” *The Wall Street Journal*, 2007.7.2. ファンド 2 社は 7 月 31 日に米破産法 11 条の適用を申請した。

⁸ “Ratings Cuts By S&P, Moody’s Rattle Investors,” *The Wall Street Journal*, 2007.7.11.

⁹ 内閣府『世界経済の潮流』2007 年秋号, p.34.

¹⁰ 「サブプライム投資 独中堅銀が損失 政府系金融機関 1 兆 3000 億円支援」『日本経済新聞』2007.8.3.

¹¹ 英国とフランスの株価指数は 9,10 日の 2 日間で 5% 超下ががり、米国、ドイツも 3% 以上下がった（「サブプライム問題 米欧アジア軒並み下落」『日本経済新聞』2007.8.12.）。

¹² 円換算は発表当時のレート。以下同様。

¹³ 「日米欧 3 日で 42 兆円供給」『日本経済新聞』2007.8.14. なお日銀も 9 日に 1 兆円の資金供給を行っている。

¹⁴ 短期金利の指標である FF 金利は 5.25% に据え置いている。

策を打ち出している。

(1) 米国政府の経済対策

米国政府は、2007年8月31日にFHA（連邦住宅局）による住宅ローンの融資保険制度の拡充等を柱とした住宅保有者に対する支援策を打ち出した¹⁵。9月19日には、OFHEO（連邦住宅企業監督局）が、政府系住宅金融公社ファニーメイ（連邦住宅抵当公社）、フレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）に対し、年間2%のペースで住宅ローン買い取り可能額を引き上げる方針を決定した。さらに両社に対し住宅ローン買い取り基準の上限緩和を求める動きも見せた¹⁶。OFHEOは2008年3月19日に住宅ローン債権の買い取り枠を最大2000億ドル（約20兆円）拡大すると発表した¹⁷。

ブッシュ大統領は、2007年12月6日に住宅保有者支援策として、最大120万人を対象に他のローンへの借り換えや5年間の金利凍結などに金融機関と共同で取り組む政策を発表した¹⁸。次いで2008年1月18日に、総額1680億ドル（約18兆円）に上る緊急経済対策を発表した。これは個人向けの戻し減税と企業の設備投資を促す優遇税制を柱として、消費喚起と雇用創出を見込んだものであった。これらを盛り込んだ景気対策法案（H.R.5140）は2月13日に成立し、戻し減税は5月以降夏にかけて実施された¹⁹。

(2) FRBの金融緩和と流動性対策（2008年4月まで）

FRBは2007年8月以降2008年4月までにFF金利を連続して引下げ、2.0%とした。これは米国の政策金利が、物価の上昇率を差し引くと、ゼロ%の状態になったことを意味していた（表1）。こうした金融緩和政策に加えて、FRBはサブプライム・ローン問題により生じた一連の金融危機に対して様々な流動性対策を行っている（表2）。

(3) 各国中央銀行との連携

2007年夏に生じた短期金融市場の流動性危機は、同年11月から12月にかけて、年末越えをめぐる金融機関の資金調達不安となって再び高まった。FRB、ECBなど5つの主要中央銀行は12月12日に各国の短期金融市場に大量の資金を供給する緊急声明を発表した。この際に、FRBは年末までに最大400億ドルの越年資金を供給(TAF)するとともに、ECBとスイス国立銀行(中央銀行)のドル資金調達を支援するために、為替スワップ協定を締結したことも併せて発表した²⁰。

表1 FRBによるFF金利引き下げ（2007.9—2008.4）

| 2007. 9. 18 | 2007. 10. 31 | 2007. 12. 11 | 2008. 1. 22 | 2008. 1. 30 | 2008. 3. 18 | 2008. 4. 30 |
|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 4.75 | 4.50 | 4.25 | 3.50 | 3.00 | 2.25 | 2.00 |

（出典）FRB資料より筆者作成

表2 FRBの流動性対策（2007.8—2008.3）

¹⁵ この他の対策として、立ち退きに直面している住宅保有者を対象とした税の所得控除拡大、融資基準の明確化、住宅ローン業者への包括的な登録制の適用、などが打ち出された（「サブプライム問題 米、政策を総動員」『日本経済新聞』2007.9.1.）。

¹⁶ 内閣府 前掲注(9), pp.53-55. OFHEOは2007年9月に両社の資産ポートフォリオ上限引き上げを公表した。

¹⁷ OFHEO<<http://www.ofheo.gov/newsroom.aspx?ID=422&q1=0&q2=0>>両社による債権買い取り枠の拡大は、財務状況を悪化させ、後に政府による公的支援が必要となる事態を招いた。

¹⁸ 「米、減税など最大16兆円 緊急経済対策発表」『日本経済新聞』2008.1.19.

¹⁹ 「2年で18兆円 景気対策法 米、異例のスピード成立」『日本経済新聞』2008.2.15.

²⁰ 「米欧5中銀が資金供給」『日本経済新聞』2007.12.13;日本銀行金融市場局「サブプライム問題に端を発した短期金融市場の動揺と中央銀行の対応」2008.7, pp.9-11.日本銀行はこうした取組みを歓迎する旨を公表した。なお、TAFは12月17-20日に実施された後、2008年に入ってから定期的にも実施されている。

| | 連銀貸し出しの 期間延長 | TAF* | レポの適格 範囲拡大 | タームレポ | TSLF(米国 債貸付) | PDCF** |
|---------|-----------------|----------|---------------|---------|-----------------|-----------|
| 導入時期 | 07.8.17,08.3.16 | 07.12.12 | 07.8.10 | 08.3.7 | 08.3.11 | 08.3.16 |
| 機能 | 有担保融資 | 有担保融資 | 有担保融資 | 有担保融資 | 国債貸付 | 有担保融資 |
| 募集方法 | 金融機関の要請次第 | 競争入札 | 競争入札 | 競争入札 | 競争入札 | 金融機関の要請次第 |
| 期間 | 90日 | 28日 | 翌日物が中心 | 28日 | 28日 | 翌日物 |
| 現在の残高上限 | なし | 1000億ドル | なし | 1000億ドル | 2000億ドル | なし |

(出典) みずほ総研資料²¹、FRB資料より筆者作成。

*TAF(Term Auction Facility)。1ヶ月物の入札型ターム物貸出。幅広い担保(高格付けの債務担保証券 CDO など)を対象に、入札金利による金融機関向け貸出を導入。

**PDCF (Primary Dealer Credit Facility)。プライマリー・ディーラーに対する窓口貸し出し。詳細は後述。

II 金融危機の拡散

1 モノライン問題

政府やFRBの一連の対応により、短期金融市場における年末年始の資金調達不安は幾分収まったが、2008年2月末から3月にかけて再び逼迫感が強まった。それは2008年1月以降、金融保証会社(モノライン)²²の格下げ懸念が広がったことによる。モノラインはサブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品の保証によって業務を拡大させており、サブプライム・ローンの債務不履行の増加によって大きな損失を出す可能性があることから、信用力が低下したのである。

モノライン各社の信用力低下は、その保証が付された証券化商品の更なる価格下落につながり、悪循環を加速させることになる。また、モノラインの保証力の低下によって地方債市場も機能不全に陥った。

2 流動性不足

サブプライム・ローン問題は、プライムローンを含めた住宅ローン全体の問題に拡大し、また証券化商品全般への不信が広がった。米国における住宅ローンの証券化の大半を占めるファニーメイ、フレディマック²³保証のMBS(住宅ローン担保証券)やエージェンシー債(政府機関債)などの評価が急落し、市場で取引が成立しにくくなった。

GSE(政府支援企業)の保証・発行するMBSやエージェンシー債は、米国財務省証券に準ずる信用力と発行量を背景に、レポ市場²⁴における重要な担保としての地位を占めていたため、レポ市場での資金調達に大きく依存していたプライマリーディーラー²⁵の資金繰りが急速に逼迫した。こうした事態に対応し、FRBはそれまでに実施していた資金供給策を強化(増額や期間を延長)するとともに、プライマリーディーラーに対する直接的な資金

²¹ 小野亮「サブプライム問題の処方箋を考える」みずほ総研, 2008.3.19, p.3.

<<http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/urgency/report080319.pdf>>

²² モノラインとは単一の保険商品だけを取り扱う保険会社のこと。狭義では、証券や企業の債務など金融商品の保証をしている米国の保険会社をさす。

²³ ファニーメイ(FannieMae)、フレディマック(FreddieMac)はGSE(政府支援企業)の一種。詳細は後述。

²⁴ 現金を担保とした債券の貸借取引を行う市場。

²⁵ 米財務省が指定した国債の大口入札者で、国債の発行時期や種類などに意見を表明できる、他の買い手が参加できない入札に参加できるなどの特典の代わりに、一定額の入札や落札(購入)を義務づけられる国債市場特別参加者。国債安定消化を図る仕組み。2004年10月に導入された制度。

供給の拡充を企図した。3月11日に、FRB、ECBなど5つの主要中央銀行は、各国の短期金融市場で資金供給を拡大するとの緊急声明を発表した。FRBが最大2000億ドルの資金を市場に供給するとともに、ECBとスイス国立銀行へのドル資金融通枠を拡大し、プライマリーディーラー向けのTSLF（米国債貸付）を導入した。次いで、3月16日に通常は銀行に限られている窓口貸し出しをプライマリーディーラーにも導入した(PDCF)²⁶。

3 ベア・スターンズ救済

金融危機が拡大するなか、全米5位の投資銀行（証券会社）であるベア・スターンズが資金繰り難に陥った。FRBは、その買収先となる米大手銀行JPモルガン・チェース経由で有担保貸出を実行し(3月14日)、ベア・スターンズが保有する高リスクの住宅ローン証券を担保に300億ドルの資金支援を表明した(3月16日)²⁷。その後FRBを含めた米政策当局は、ベア・スターンズ救済策として、ベア・スターンズの不良債権（300億ドル）を分離する受け皿会社を作り買い取り資金を貸すという対策を打ち出した²⁸。買収先のJPモルガンが10億ドルを出資、ニューヨーク連銀が290億ドルを融資するというものである²⁹。

これら一連の措置は、市場の混乱を避けるための資金供給策に留まらない政策であり、公的関与が拡大したものである。流動性供給を強化した結果、FRBの総資産は金融危機の発生前と比べて2倍以上に拡大し、多様な有担保貸出を導入したことから、FRBによる短期国債の保有割合は急激に低下した。そのほか、FRBの資産構成については、保有国債の債券貸出利用が増加するなどの変化が見られる³⁰。

4 GSE 問題

政府系住宅金融公社であるファニーメイとフレディマックは、サブプライム・ローン問題の発生以降、民間の住宅金融事業が急速に縮小する中で住宅関連の証券化のシェアを急速に高めていた。米証券業金融市場協会（SIFMA）によると、2008年5月の住宅ローン関連の証券化商品の発行額（1422億ドル）のうち1406億ドル、98%が政府系によるものであった³¹。2007年以降の政府の住宅ローン対策によって、2社は住宅ローン債権の買い取り枠を拡大したが、それが経営不安を加速させた。7月以降、2社の経営不安が市場に蔓延したため、ポールソン財務長官とFRBは7月13日に、2社への公的資金の注入を検討しているとの緊急声明を発表した³²。FRBは2社への資金繰り支援に向け、公定歩合による融資枠の準備を承認した。

2社は100%民間所有の株式会社であるが³³、米国内の住宅金融業務に特化し、政府の関

²⁶ 「米欧5中銀資金供給拡大」『日本経済新聞』2008.3.12; 日本銀行金融市場局 前掲注(20), pp.9-11.

²⁷ 「NY連銀 証券大手ベア救済」『日本経済新聞』2008.3.15; 「JPモルガン ベア・スターンズを救済買収」『読売新聞』2008.3.17, 夕刊; FRB, Monetary Policy Report to the Congress, 2008.7.
<<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2008/july/fullreport.pdf>>

²⁸ Federal Reserve Bank of New York <<http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2008/rp080324.html>>

²⁹ この融資に焦げ付きが生じた場合、290億ドルの融資は国が肩代わりする形となる。

³⁰ 日本銀行金融市場局 前掲注(20), p.12; 加藤出「狂奔するFRBが抱えるリスク」『金融ビジネス』2008 春号, pp.16-19. FRBが11月6日発表した財務状況は5日時点の総資産は2兆579億ドルとなり、1年間で総資産は2倍以上に膨れ上がった。

³¹ SIFMA <http://www.sifma.org/research/pdf/Mortgage_Related_Issuance.pdf>

³² 米財務省 <<http://www.treasury.gov/press/releases/hp1079.htm>>

³³ ファニーメイは1938年に100%政府保有の公営企業として設立されたが1968年に民営化された。フレディマックは1970年に設立し1988年に株式公開会社となった。2社ともNY証券取引所に上場している(坂田和光「米国の住宅金

与が認められ、同時に様々な特典が与えられている³⁴。2社が保有・保証する住宅ローン担保証券(RMBS)の残高は、約5.2兆ドル(約550兆円)にのぼる。FRB統計によれば、2社を含めた米政府機関債(長期債)約7.4兆ドルのうち海外の保有残高は、約1.5兆ドルである(2007年末)。これは米国債の海外保有残高(約1.9兆ドル)に匹敵するものである(このうち日本による保有分は、2007年6月末時点で総額2290億ドル(約24兆円)に達している)。2社の経営不安・破綻懸念が生じると各国が保有しているこれらの債券の価格が暴落し、米ドル安を伴った米国発の金融恐慌につながりかねない恐れがあった。

5 住宅・経済回復法(米住宅公社支援法)の成立

米政府は早急に米住宅公社の支援策と住宅ローンの借り手の救済策を柱とする住宅・経済回復法(米住宅公社支援法)を7月30日に成立させた(H.R.3221、P.L.110-289)。8月には2社が2008年4-6月期決算を発表したが、ファニーメイの最終損益は23億ドル(約2500億円)の赤字(前年同期は19億4700万ドルの黒字)、フレディマックは8億2100万ドル(約895億円)の赤字(前年同期は7億2900万ドルの黒字)となり、業績は一段と悪化した。このため公的資金注入を含めた対策が急務となった。9月7日、ポールソン財務長官は、2社への4つの救済策を発表した。この救済策には2社の上位優先株やモーゲージ担保証券(MBS)を財務省が購入することや、2社を政府の管理下に置くことなどが盛り込まれた³⁵。公的資金の注入に当たっては、優先株の政府購入枠を設定した上で、2社がまず10億ドルずつ発行し、経営状況に応じて段階的に増額するものとした(総枠は両公社ともに1000億ドル)。2社の経営陣は更迭され、株主にも一定の責任が求められた。ポールソン財務長官は9月7日の記者会見で、「現行の経営形態は継続不可能」と指摘しており、金融市場のリスクを減らすためにも、今後2社は抜本的な組織の見直しを迫られると考えられる³⁶。

Ⅲ クレジットバブルの崩壊

1 米国発金融危機

(1) 米国投資銀行の消滅

2008年9月15日、全米4位の証券会社リーマンブラザーズは連邦破産法第11条の適用を申請し、負債総額6130億ドル(約64.5兆円)で経営破綻した。同日、メリルリンチ(全米3位)が、大手米銀バンク・オブ・アメリカによって救済合併されることになった。

リーマンブラザーズの経営危機に対しては、3月のベア・スターンズと同様に何らかの救済措置が期待されたが、米政府は有力金融機関を集めた協議を主催したものの、資金援助は行わなかった。相次ぐ証券会社(投資銀行)の破綻を受けて、米証券最大手ゴールド

融機関の問題点と規制強化の動き』『レファレンス』659号、2005.12、pp16-19.)。

³⁴ 例えば大統領による理事の任命権があること、法人所得の州・地方税免除など。これらの特典があるため、一般にGSEにはいわゆる暗黙の政府保証があるとみなされている(渡瀬義男「米国における政策金融」『レファレンス』677号、2007.6、pp.67-68.)。

³⁵ 米財務省<<http://www.treas.gov/press/releases/hp1129.htm>>

³⁶ 2社については以前から民間会社でありながら発行する債券には「暗黙の政府保証」がついているとみなされ、市場の監視機能を殺ぎ、過度な規模拡大を許しているとの指摘があり、規制強化の動きがあった(坂田、渡瀬前掲論文)。

マン・サックス³⁷と第2位のモルガンスタンレーは銀行持ち株会社化することを選択し、9月21日にFRBに承認された³⁸。これにより米国において証券会社専業大手は消滅した。

(2) AIGの公的管理

9月16日には保険最大手のAIGが米政府の管理下に置かれ、米政府・FRBはAIGに最大850億ドル(約9兆円)のつなぎ融資を執行すると決定した³⁹。リーマンブラザーズの破綻とは対照的に政府がAIGを救済したのは、同社の資産規模や取引金融機関などがあまりに膨大で、破綻すれば世界的な金融恐慌に繋がる恐れがあったこと、特に同社はCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)⁴⁰市場で大きな取引をしており、同社が破綻すれば保証を失った債券の価格が下落し、債券を保有する世界中の金融機関が損失を被る危険があったためである。

(3) 金融危機の欧州への拡大

金融危機の影響は欧州にも広がり、英住宅融資最大手HBOS(英銀大手ロイズTSBが9月18日に総額122億ポンド(約2.3兆円)で買収)を皮切りに、各国の金融機関が資本不足に陥った(詳細は後述)。リーマンブラザーズ破綻を震源とする金融市場の混乱は世界的に広がり、欧米民間銀行を中心にドル資金調達が難しくなった⁴¹。

2007年夏以降、主要国の中央銀行は一貫して大量の資金供給を行ってきたが、9月18日には日米欧の6中央銀行が協調して総額1800億ドル(約19兆円)のドル資金を自国市場に供給する緊急対策を発表した(期限は2009年1月まで)⁴²。日銀はFRBと総額600億ドル(約6.3兆円)の通貨スワップ協定⁴³を結び、外国銀行を含む金融機関に直接ドルを貸し出す新制度を導入した。9月29日には、主要10か国の中央銀行が、同制度によるドル資金供給額を倍増し、総額6200億ドル(約65.1兆円)とした。その後10月13日には、日米欧5中銀が、ドル資金供給の上限を撤廃した⁴⁴。

2 金融安定化法の成立に至る経緯

(1) 法案成立の経緯

リーマンブラザーズの破綻やAIGの公的管理によって、米国、ひいては世界の経済・金融システムが破綻の危機に瀕していることが明らかになった。低金利と規制緩和が生み出したクレジットバブルの崩壊である。米国政府はこれ以上の金融危機の拡大を防ぐための総合金融安定化対策を9月19日に発表した(表3)⁴⁵。この対策は不良資産分離などの金融システム安定化策と、規制強化や政府基金活用による市場安定化策を主眼としていた。

³⁷ ゴールドマン・サックスの2008年6-8月期決算は純利益8億4500万ドルと前年同期比70%減少した。

³⁸ 銀行持ち株会社になることでFRBの監督下に入ることになるが、傘下の証券子会社に対し銀行と同じ担保条件でのFRB(NY連銀)による資金供給が容易になる。

³⁹ 見返りに政府はAIG株の79.9%の購入権を取得する。FRBによる融資金利はロンドン銀行間取引金利(3ヵ月物)に8.5%上乗せした水準で、9月16日の取引金利を基に計算すると約11.4%となる(「AIG米政府の管理下に」『日本経済新聞』2008.9.17, 夕刊)。

⁴⁰ 企業の破産や債務不履行に伴う損失から投資家を守る金融派生商品。投資家が事前に保証料を支払えば、投資先の破産や債務不履行などの場合にCDSの売り手から補償を受けられる。ISDAによると、2008年6月末の取引残高は全世界で54兆ドル(約5400兆円)に達する。

⁴¹ 日本のコール市場では、9月18日の無担保コール翌日物取引では国内大手銀は最大0.55%程度で資金を調達したのに対し、外国銀行は最大0.2%程度の上乗せ金利となった。

⁴² FRB <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080918a.htm>>

⁴³ 中央銀行間で異なる通貨を交換する取り決め。この場合、日銀が円を差し出して、代わりに米ドルを受け取る。

⁴⁴ 日本銀行<<http://www.boj.or.jp/type/release/adhoc/un0810e.pdf>>

⁴⁵ 米財務省<<http://www.treas.gov/press/releases/hp1149.htm>>

表3 金融安定化に向けた総合対策

【金融システム健全化】

- ・政府による不良資産買い取り機関の設立
- ・政府管理下の住宅会社による住宅ローン担保証券(MBS)の買い取り拡大

【金融市場向け対策】

- ・MMFの払い戻し保証のため政府基金を最大500億ドル活用
- ・799金融機関に対する株式空売りを禁止
- ・FRBは金融機関への公定歩合貸出拡大

(出典) 米財務省発表資料より筆者作成

財務省は9月20日、市場安定化のために金融機関から不良資産を買い取る権限を含めた法案を議会に提出した⁴⁶。同法案では公的資金による不良資産の買い取り額は最大7000億ドル(約75兆円)とされ、税金による金融機関救済に批判的な議会との調整は難航した。同法案は、9月28日には下院で一旦大筋合意したが、29日に否決された⁴⁷。その後、原案に預金者保護の拡大(FDICが保証する預金の上限を10万ドルから25万ドルに引上げ)や、中堅所得層の税優遇措置の延長などを盛り込んだ修正案が10月1日夜に上院で可決、10月3日に下院で可決し、成立した⁴⁸。

(2) 市場の動向

金融安定化法の成立を受けて、財務省は不良資産の買い取り準備に入ったが、買い取り開始までに時間がかかることや、金融機関に対する公的資金の注入策が盛り込まれていないため、対策が不十分であるとの指摘も少なくなかった⁴⁹。同法の実効性を疑問視する見方が根強いなかで、10月6日のNYダウは終値が9955ドル50セントと約4年ぶりに1万ドルを割り込んだ。同日のロンドンFTSE株価指数は前週末比7.85%下落し、1987年10月のブラックマンデー時に次ぐ下落幅となり、7日の東京市場でも日経平均株価が一時1万円を割り込んだ。世界同時株安による金融・資本市場の混乱を抑えるために、FRBやECB、中国など一部新興国も加わった世界10中央銀行は、10月8日に協調して同時利下げを行った⁵⁰。

3 銀行への資本注入

(1) 米国の対応

市場の動揺に対処するため、ブッシュ大統領は10月10日、G7財務相・中央銀行総裁会議の直前にホワイトハウスで演説し、公的資金による金融機関の株式購入など、資本注入の指針を表明した⁵¹。金融安定化法に基づく公的資金7000億ドルのうち、2500億ドルを資本注入に用いるとともに⁵²、2009年末まで、無利子預金の全額保護や、銀行間取引の保証制度など、幅広い安全網を設けるといった内容であった。

⁴⁶ 金融安定化法案<<http://www.treas.gov/press/releases/hp1150.htm>>

⁴⁷ 法案否決直後、NY株式市場は史上最大の下げ幅を記録し、9月29日の終値は前週末比777ドル68セント安の1万365ドル45セントとなった。

⁴⁸ Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (H.R. 1424) 条文は以下のサイト。

<http://banking.senate.gov/public/_files/latestversionAYO08C32_xml.pdf> 概要については廣瀬淳子「緊急経済安定化法成立」『外国の立法』237-2号, 2008.11.

⁴⁹ 「危機克服 まだ序盤戦」『日本経済新聞』2008.10.5.

⁵⁰ 利下げ後の政策金利(%、カッコ内は利下げ幅)は、米国1.5(0.5)、ユーロ圏3.75(0.5)、英国4.5(0.5)、カナダ2.5(0.5)、スウェーデン4.25(0.5)、スイス2.5(0.5)、中国6.93(0.27)、アラブ首長国連邦1.5(0.5)。

⁵¹ 米大統領官邸<<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/10/20081010.html>>

⁵² 米政府は大手9行(JPモルガン、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、ゴールドマン・サックス、モルガンスタンレー、ウェルズ・ファーゴ、バンク・オブ・NYメロン、ステート・ストリート、メリルリンチ)に1250億ドルを先行注入した。14日には議会に対し公的資金枠のうち大統領の判断で拠出できる1000億ドル(約10兆円)分を資本注入に充てることを通告した。

(2) 欧州の対応

各国政府は、相次ぎ公的資金を投入するなど、経営難に陥った金融機関の支援や救済を行った(表4)。

表4 欧州の金融危機の動向と対策(主要なもの)

| | |
|-----------|---|
| 2008.9.18 | 英ロイズTSB,住宅金融大手HBOSを救済買収 |
| 9.28 | ベネルクス3国政府、金融サービス・フォルティスに計112億ユーロの資本注入を発表 |
| 9.29 | 英住宅金融大手B&B 国有化 アイスランド、政府が大手銀行グリニットの株式75%(6億ユーロ)取得 |
| 9.30 | 仏自治体向け金融大手デクシア、仏・ベルギー・ルクセンブルク各政府と大株主から計64億ユーロの資本注入を発表 アイルランド、預金全額保護を発表 |
| 10.4 | 独商業用不動産大手ヒポ・リアルエステート、政府と民間銀行団から総額500億ユーロ融資枠設定 独政府、個人預金の全額保護を発表 |
| 10.6 | アイスランド政府、非常事態宣言。民間銀行を政府管理下に置く法律を緊急可決 |
| 10.8 | 英政府、大手金融機関向けに最大500億ポンドの資本注入策を発表 米欧英、カナダ、スウェーデン、スイス各中銀、協調利下げを発表 |
| 10.10 | G7、公的資金注入などを盛り込んだ行動計画を発表 |
| 10.12 | ユーロ圏首脳会議、「共同行動計画」を発表。各国間で協調した公的資金注入や銀行債務保証等 |
| 10.13 | 独仏政府など相次ぎ公的資金注入や銀行債務保証を柱とする政策を発表 英政府、国内大手3行に公的資金350億ポンド注入へ |
| 10.15 | ECB,ユーロ圏内でスイスフラン建て資金供給を実施 仏政府、公的資金注入策を柱とする修正経済金融法(総額3600億ユーロ)成立 |
| 10.17 | スイス政府、金融大手UBSに60億スイスフランの公的資金注入等の支援策発表 独政府、公的資金注入策を含む金融救済法案(総額5000億ユーロ)を可決、成立 |

(出典) 各種の報道、みずほ総研資料⁵³等より筆者作成。

欧州の金融機関は、外部からの資金調達に依存する度合いが高く、金融市場が一旦機能不全に陥ると、特にその影響を受けやすい⁵⁴。また、アイスランドやアイルランド、スイスなどの中小国の金融機関は自国の経済規模をはるかに上回る負債を有する⁵⁵ため、金融機関が経営危機に陥った場合に自国のみでは救済しきれない。欧州各国は、当初は個別に金融機関の救済や預金者保護に対応していたが、そうした各国ごとの対応では、他国の銀行の信用不安を招く恐れが生じてきた。このためEUは10月16日に首脳会議を開き、金融危機に横断的に取り組むための包括対応策を採択した。そこには、破綻回避や預金保護、金融システム安定に向けて必要な施策を行うことや、スイス、アイスランドなど、EU周辺国への危機対応を支援することなどが、盛り込まれた。

このように、欧州では金融危機対策を巡る足並みの乱れがみられた。この背景には、金融機関が国境を越えて活動できるような市場統合がなされている一方で、金融監督行政は各国にあり、横断的な金融監督体制が構築されていないという構造問題があるとみられている。EUのバローゾ欧州委員会委員長は、10月14日に金融関連の規制や監督体制を大幅に見直す考えを表明した⁵⁶。11月6日には欧州の主要中央銀行が一斉に利下げを行い、

⁵³ 『みずほ欧州経済情報』2008.10.

⁵⁴ 米国の銀行が1ドルの預金に対して98セントを融資しているのに対し、欧州の銀行は1ユーロの預金に対して1.4ユーロの融資を行っているという。不足分は短期金融市場から調達しているが、今回の金融危機で短期金融市場は打撃を受けており、市場での資金調達に困難をきたしている。“World on the edge,” *The Economist* (電子版), 2008.10.2.<http://www.economist.com/opinion/displaystory.cfm?story_id=12341996>

⁵⁵ スイスUBSの総資産はGDPの4.84倍、INGの総資産は自国(オランダ)GDPの2.9倍に上る。

⁵⁶ 「欧州委員長 金融規制見直し表明」『日本経済新聞』2008.10.15, 夕刊。

各国政府による財政出動とともに、景気を下支えする姿勢を明らかにしている⁵⁷。

(3) 公的資金投入の必要性

欧米各国が相次いで公的資金による銀行の資本増強を決定したことには、信用不安を鎮静化させ、金融機関の連鎖的な破綻を食い止めるという狙いがある。

2007年夏以降、欧米を中心とする金融機関は、保有していた証券化商品などの損失を計上し、自己資本を毀損させてきた。信用を維持するためには、増資によって自己資本を回復する必要がある。2008年初めまでは多くの金融機関が自力で増資することが可能であったが⁵⁸、その後も巨額の損失が相次いだことから、自力での増資が難しくなった。資本不足によって金融機関の貸出姿勢が厳格化すると、個人や企業が貸し渋りに見舞われ、経済全体に悪影響を及ぼすため、政府による資本増強が求められている。

4 日本への影響と対策

(1) 景気回復の終焉

日本の金融機関のサブプライム・ローン関連損失は、欧米に比べれば限定的であった⁵⁹。しかし、2007年夏以降の金融市場の混乱は、米国の景気悪化に伴う米国向け輸出の減速という形で日本経済に影響を与えている。政府は2008年10月の月例経済報告で景気の基調判断を下方修正し、同月の日銀の地域経済報告でも、海外経済の停滞に伴う輸出減少で地方の景気に悪影響が広がっていることが明らかになった⁶⁰。

国内主要銀行がリーマンブラザーズに投融資した総額は約3200億円であるが、このうち1400億円が担保などで保全されていないため、損失拡大の恐れがある⁶¹。2008年10月10日には大和生命が破綻し、世界的な金融危機が日本の金融機関の経営にも波及してきた⁶²。特に、同年10月以降の急激な株安は、保有株式含み損の増加を通じて銀行の自己資本比率や保険会社のソルベンシーマージン比率の低下という形で、日本の金融システムをゆるがしつつある。

(2) 対策

米国発の金融危機に対し、日銀は2007年夏以降、各国の中央銀行とドル資金を供給するなど、国際的な協調態勢の維持に努めている。2008年10月31日には、7年7か月ぶりの利下げが実施され、無担保コール翌日物レートは0.3%となった。

一方、政府は、2008年10月24日に金融機能強化法（2004年施行、2008年3月末失効）の改正案を国会に提出した。これは、欧米諸国が金融機関への公的資金注入の枠組みを整備している現状に対応するものである。公的資金の枠組みは2兆円規模とされ、大手銀行も注入可能にする方針である（期限は2012年3月末）⁶³。

⁵⁷ ECBが0.5%下げで年3.25%、イングランド銀行が1.5%利下げで3.0%とした。

⁵⁸ 2007年末から2008年初にかけて、欧米金融機関は資本増強策を打ち出した。米シティグループはアブダビ投資庁やシンガポール政府投資公社(GIC)などから290億ドル、メルリッチはテマセク(シンガポールの政府保有投資会社)やみずほCBから128億ドルの増資を行った。

⁵⁹ 2008年6月末時点では証券化商品関連の損失額は2兆5740億円。但しサブプライム関連以外の証券化商品も含まれている。金融庁「我が国の預金取扱金融機関のサブプライム関連商品及び証券化商品等の保有額等について」2008.9.4.<<http://www.fsa.go.jp/news/20/ginkou/20080904-1/02.pdf>>

⁶⁰ 日本銀行「地域経済報告」2008.10, p.1.<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/chiiki_rep/data/chiiki0810.pdf>

⁶¹ 「リーマン向け債権 国内主要銀3200億円 金融庁調べ」『日本経済新聞』2008.9.18.

⁶² 大手銀行6グループは2008年9月中旬連結決算の業績予想を下方修正する見通しである(「6大行、今期純利益が半減 株安や不良債権増加」『日本経済新聞』2008.11.19.)。

⁶³ 金融庁<<http://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>>

マクロ経済対策としては、2008年10月30日に新しい経済対策として、事業総額が約27兆円、「真水」にあたる財政支出が5兆円の「生活対策」が打ち出されている。そこには、2兆円規模の生活支援定額給付金（仮称）などが盛り込まれている。

（3）世界的金融再編への参加

今回の金融危機をきっかけに、欧米の主要な金融機関は、世界的な大型再編に乗り出している。日本の金融機関は、資金の有力な出し手として、再編に加わりつつある。三菱UFJHDは9月22日米証券大手モルガンスタンレーに20%出資（9000億円相当）して筆頭株主になると発表した（10月13日に90億ドルを出資）。野村HDも、経営破綻したリーマンブラザーズのアジア、欧州・中東部門を買収すると発表し、世界の金融市場での存在を高めようとしている。

5 一連の金融危機による損失規模と各国の支援体制

危機発生当初、バーナンキFRB議長は2007年11月8日の議会公聴会⁶⁴で「サブプライム関連の損失規模は1500億ドル程度（約19.9兆円）」との見方を示していた。しかし、危機の進行につれて損失規模は拡大し、OECDは2008年6月に最大4200億ドル（約44.9兆円）との試算を発表した⁶⁵。IMFによる2008年10月の試算⁶⁶では、世界の金融機関の損失額は最大1.4兆ドル（約140兆円）に上る。IMFは、損失額の増大により、世界の主要金融機関が6750億ドル（約69兆円）の資本増強を必要とするように試算している。

表5 世界の公的資金の枠組み（数値は2008年10月現在）

| | 金融機関への資本注入 | 銀行間取引の保証など | 預金保護 |
|--------|-----------------|--------------------|----------------|
| 米国 | 2500億ドル(25兆円) | 金融機関の新規債務を保証 | 当座預金は全額 |
| 欧州全体 | 約2700億ユーロ(37兆円) | 約1兆6300億ユーロ(231兆円) | |
| (英国) | 500億ポンド(9兆円) | 2500億ポンド(45兆円) | 上限5万ポンド(900万円) |
| (ドイツ) | 800億ユーロ(11兆円) | 4200億ユーロ(58兆円) | 全額 |
| (フランス) | 400億ユーロ(6兆円) | 3200億ユーロ(44兆円) | 全額 |
| 日本 | 2兆円規模で検討中 | | 決済性預金は全額保護 |

資金枠は2008年10月現在の数値

（出典）各種報道記事より筆者作成

世界各国の公的資金枠の合計は既に60兆円を超えており（表5）、IMFが試算した残額に概ね匹敵している。なお、表5には、米国が2008年10月以前に行った経営危機に陥った金融機関への出資や資産の買い取り額は含まれていない。そのような部分も対象に含めると、米国が市場安定化のため投入を決めた公的資金は約1兆3000億ドル（約140兆円）に達し、米国の名目GDPの1割に相当する規模に達している⁶⁷。

⁶⁴ 米上院金融サービス委員会

<http://jec.senate.gov/index.cfm?FuseAction=Hearings.HearingsCalendar&ContentRecord_id=798bba23-7e9c-9af9-724c-68a57b41e5c2&Region_id=&Issue_id=>; 「米サブプライム損失17兆円の可能性」『読売新聞』2007.11.9, 夕刊。

⁶⁵ OECD, “Financial Market Trends,” No.94, 2008/1, p.10.

<http://www.oecd.org/document/36/0,3343,en_2649_34849_1962020_1_1_1_37467,00.html>

⁶⁶ IMF, “国際金融安定性報告書(GFSR),” 2008.10.

<<http://www.imf.org/external/japanese/pubs/ft/gfsr/2008/02/sumj.pdf>>

⁶⁷ 米議会調査局報告書“The Cost of Government Financial Interventions, Past and Present,” CRS Report, 2008.9.23

<http://assets.opencrs.com/rpts/RS22956_20080923.pdf>

おわりに

金融危機に対処するために大規模な財政出動を行う姿勢をみせている米国は、今後、大幅な財政赤字に陥る見通しである⁶⁸。11月10日に、FRBと米政府はAIGへの公的支援のあり方を全面的に見直し、保険会社としては初めてとなる400億ドル(約4兆円)の資本注入の実施を発表する⁶⁹など、金融システム対策をどこまで広げたら事態が落ち着くのか、見通しの立たない状態である⁷⁰。米大手銀行シティグループの救済策や米国の大手自動車メーカー3社(ビッグスリー)の救済措置の浮上もその表れである。

金融危機は、わが国を含めた世界の実体経済にも悪影響を及ぼしている⁷¹。新興国、途上国の中には、先進諸国以上に厳しい経済状況にある国も少なくない。アイスランド、ハンガリー、ウクライナは、IMFの支援を受けることとなり、他にも数か国が協議中である。

今回の金融危機の根底には、投資銀行やファンドを中心とした高収益志向の投資活動があったとの見方も少なくない。サブプライム・ローンを含んだ様々なローンが証券化され、さらに何度も証券化を繰り返して世界中の投資家に販売されていた。低金利環境や規制緩和を背景として、投資の際に借入を活用するレバレッジ運用が多用された。証券化、格付け、CDS、レポ取引などの金融技術によって、リスクは世界中の金融市場に拡散していった。今後は金融面や財政面からの危機管理を進めつつ、金融危機の再発防止の視点から、金融監督体制⁷²や格付け機関のあり方⁷³の見直しが必要となろう。

米国の過剰消費体質(双子の赤字)と、その結果である外需依存型の我が国や、中国などの新興諸国の経済成長には、そもそも持続性がないことも明らかになった。各国が新しい経済運営と経済成長の姿を模索し始めるとともに、米国のドルを基軸とした国際通貨体制を見直す動きも生じる可能性もある。

11月14-15日に、主要8か国に新興国を加えた20か国(G20)と国連、IMF、世界銀行など国際金融機関による金融サミットが開催された。既に11月9日のG20財務相・中央銀行総裁会議では、危機の再発防止に向けて金融規制・監督強化・IMFなど国際機関の包括的な改革を進めることで合意された。金融サミットでは金融安定化に向け「あらゆる追加的措置を実施する」との首脳宣言を採択した⁷⁴。このような国際協調体制を土台として、短期的には金融・経済危機への取組みを急ぎつつ、中長期的には危機後を見据えた対応が必要とされるであろう。

⁶⁸ 2008年会計年度(07.10-08.9)における米国の財政赤字は、4548億ドル(約46兆円)になる見通しである。

⁶⁹ FRB<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20081110a.htm>>

⁷⁰ 11月12日に米財務省は資本注入の対象をノンバンクに拡大する考えを明らかにした。金融機関からの不良資産買い取りについては当面見送る方針を示した。米財務省<<http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1265.htm>>11月25日にFRBは最大8000億ドル(約77兆円)に上る追加金融対策として住宅ローンや証券化商品も買い入れる方針を明らかにした。FRB<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm>>

⁷¹ IMFは11月6日に2009年に日米欧がマイナス成長になるとの見通しを発表した(日本▲0.2%、米国▲0.7%、ユーロ圏▲0.5%、英国▲1.5%)。IMF<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/NEW110608A.htm>>

⁷² 2008年3月31日にポールソン財務長官は、金融行政の抜本改革案を提示した。FRBの機能拡大・州の保険監督に国も関与できるようにするなど中長期的な改革案となっている(「米財務長官、金融行政の包括的改革案」『日本経済新聞』2008.4.1; 米財務省<<http://www.treas.gov/press/releases/hp897.htm>>)。

⁷³ 米国SECは2008年6月に格付け機関に対するSEC規則の改正案を公表した。格付け機関については従来から利益相反の可能性、格付の正確性、同一性等に関し議論が行われている(坂田和光「米国における格付機関をめぐる論議について」『レファレンス』2004.11, pp.35-52; 小立敬「サブプライム問題と証券化商品の格付け」『資本市場クォータリー』2008.夏号, pp.13-35。)

⁷⁴ 「金融安定『あらゆる措置』」サミット首脳宣言、成長回復へ協調『日本経済新聞』2008.11.17。