

# サブプライム危機と 国際金融の新局面

## サブプライム危機の現状とドルの行方

2008年3月11日

竹中正治

(財)国際通貨研究所

経済調査部長・チーフエコノミスト

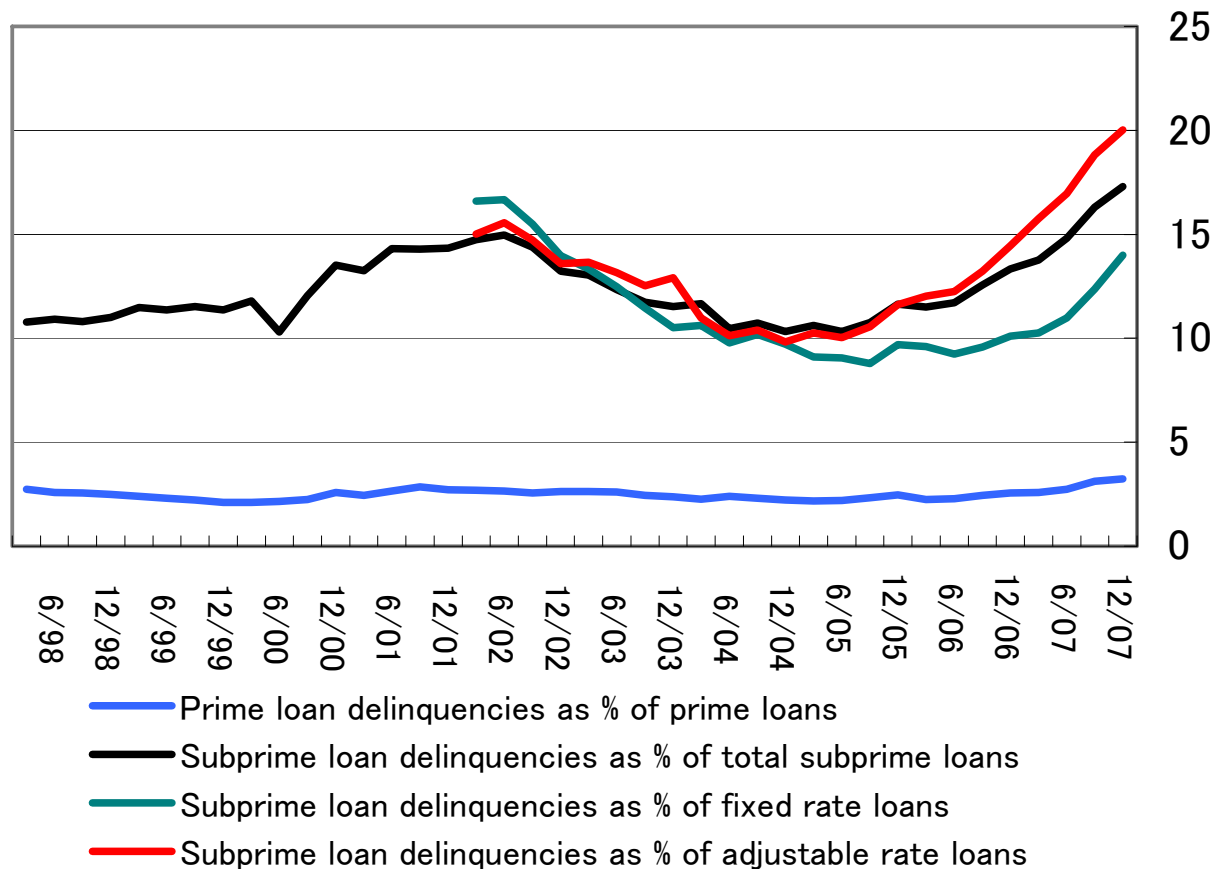
Institute for International  
Monetary Affairs



# 1、サブプライム危機の現状

# サブプライム・ローンを中心に上昇を続ける住宅ローン延滞率

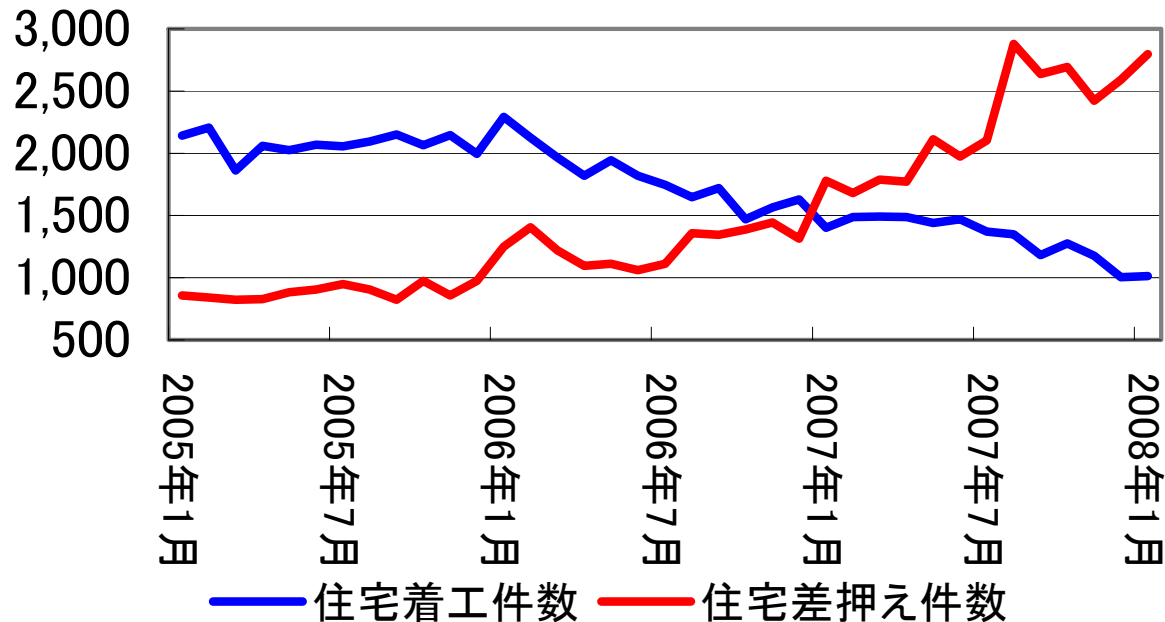
住宅ローン延滞率推移(%)



データ: Mortgage Bankers Association

# 減少する住宅着工件数と 上昇する差押え (foreclosure) 件数

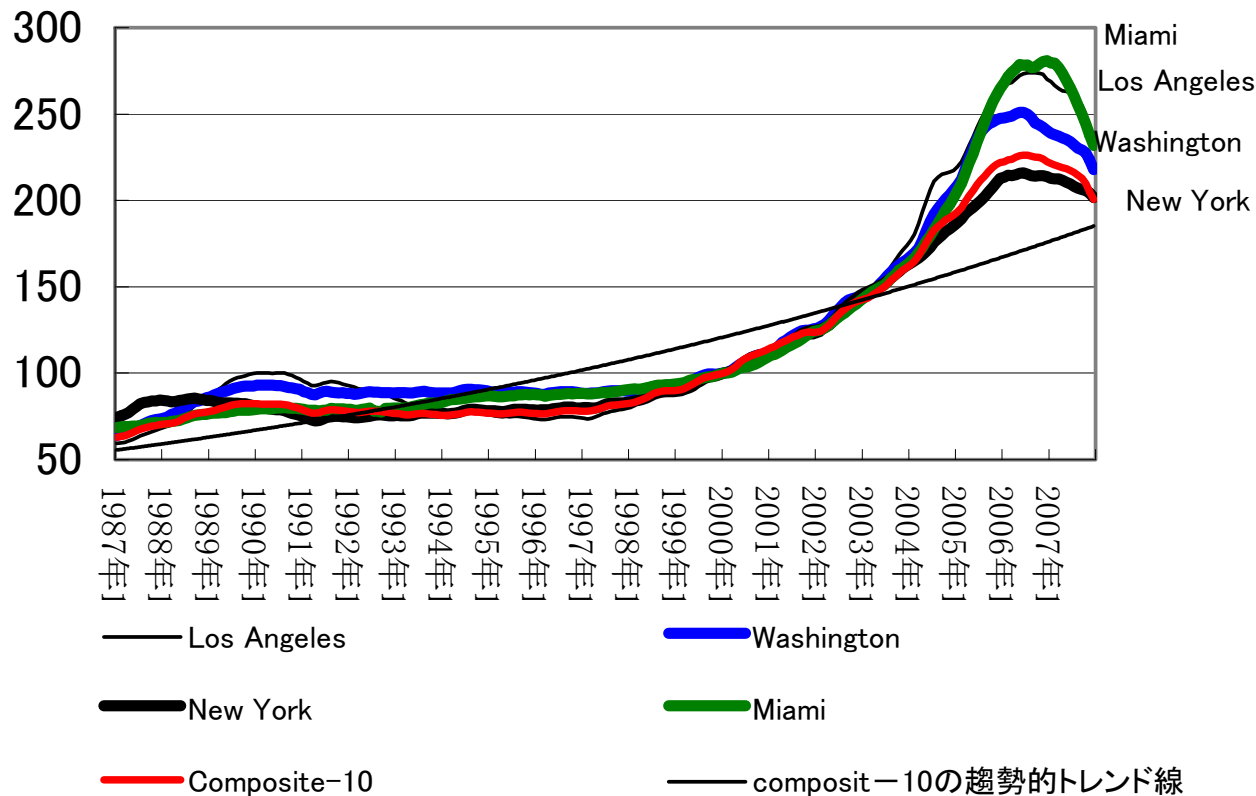
住宅着工件数と差押え件数推移  
(単位:1000、年換算数)



データ: 米国商務省、Realty Track

# 下落する住宅価格、しかし趨勢的トレンドラインより依然上方に乖離 (composite-10 2007年12月時点、06年6月ピーク時比11.4%下落、前年同月比9.8%下落)

S&P/Case-Shiller住宅価格指数  
2007年12月時点  
2000=100



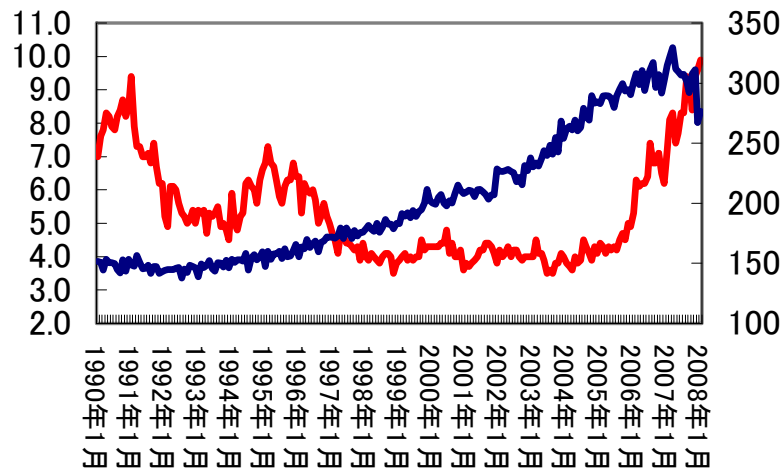
データ: Bloomberg

(財)国際通貨研究所

# 急騰後高止まりしている在庫率

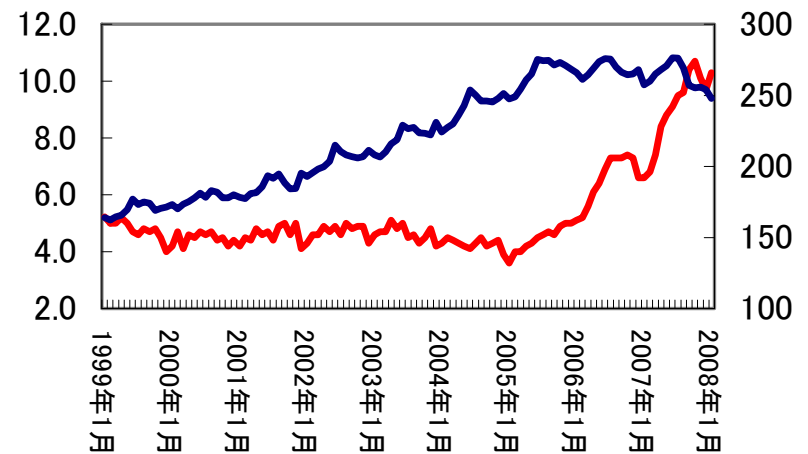
## 月数倍(在庫／月間販売)

### 新築一戸建住宅销售价格と在庫率



— 新築一戸建て住宅販売在庫率(月数倍)  
 — 新築一戸建て住宅販売平均価格(千ドル、右目盛)

### 中古住宅销售价格と在庫率

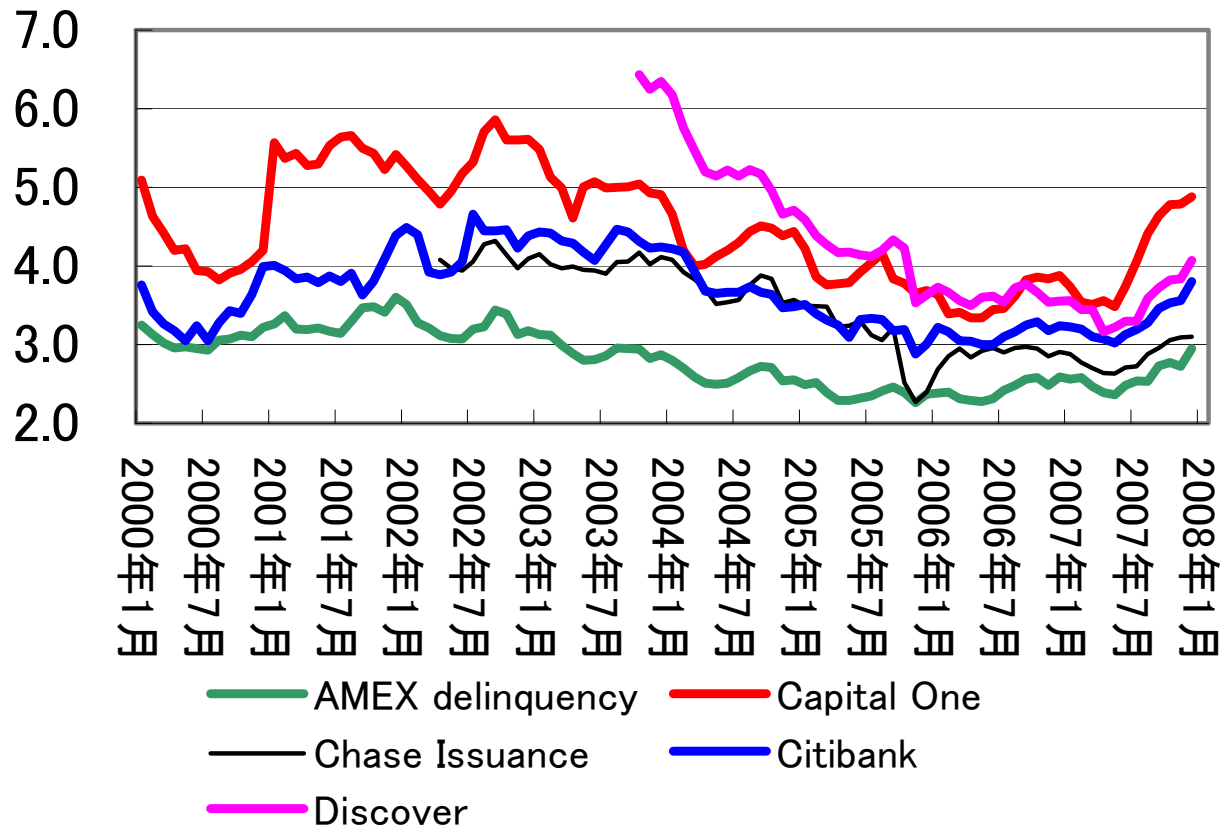


— 中古住宅販売在庫率(月数倍)  
 — 中古住宅販売平均価格(千ドル、右目盛)

データ: National Association of Realtor

# クレジットカードなど他のクレジットの延滞に波及

## クレジットカード主要各社延滞率(%)

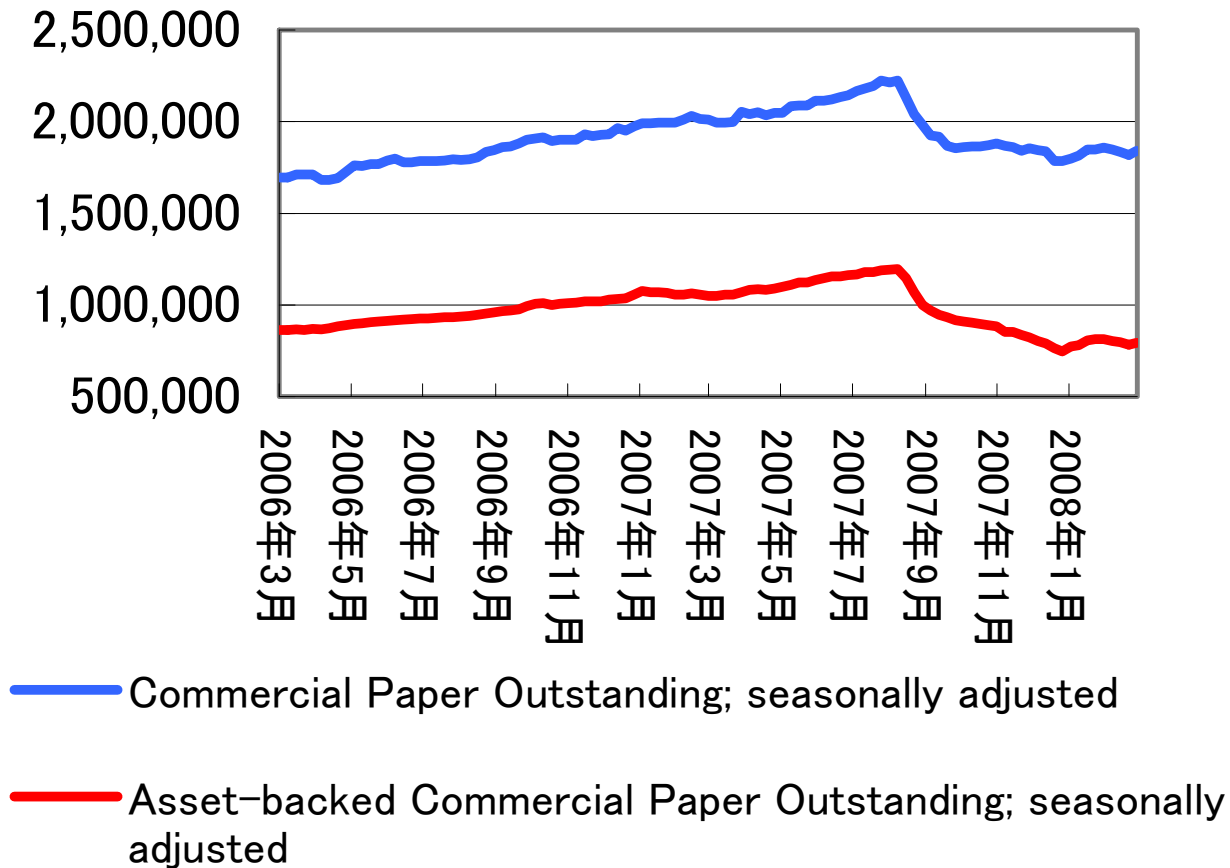


データ: Bloomberg

# 証券化市場の機能麻痺: ABCP発行高の急減

ABCP発行残高: 2007年8月ピーク時比約4000億ドル減

CP発行残高(単位:1百万ドル)

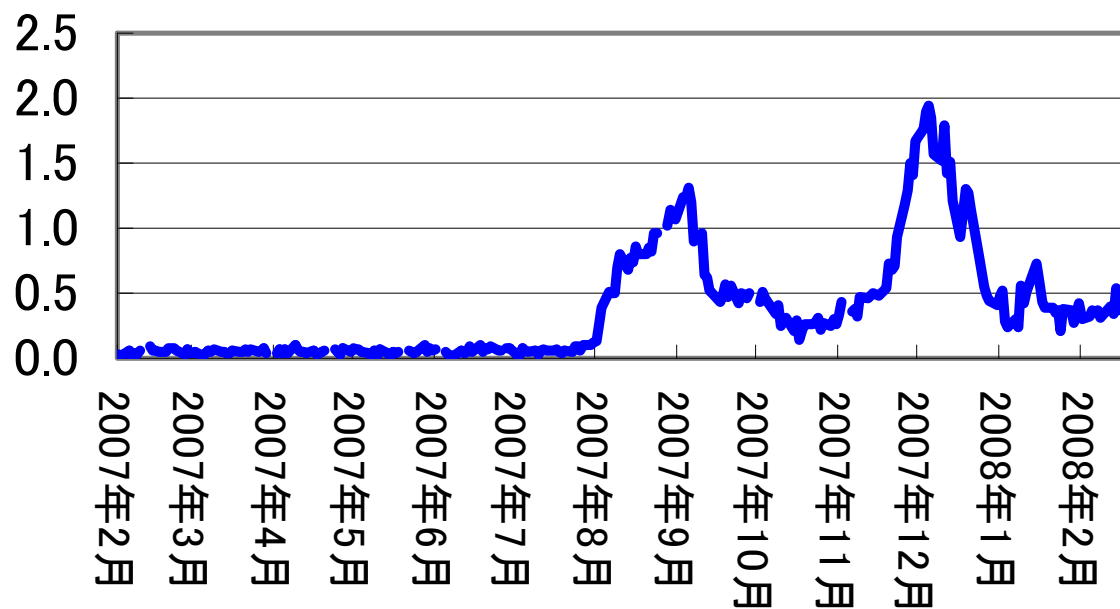


データ: FRB



# ABCPのリスクプレミアム

ABCP リスクプレミアム(%)



— A2,P2格ABC30日物CP金利—AA格同期間非金融CP金利

データ:FRB

# 債務保証会社、モノラインの危機

モノライン全9社、大手4社:MBIA、Ambac、FSA、FGICで8割  
シェア

保証総額約2.5兆ドル

地方債1.5兆ドル

ABS1.0兆ドル

米国のABS、7000億ドル余

RMBS及びホーム・エクイティ・ローン担保証券、2000億ドル

CDO of ABS(含むサブプライム関連RMBS)、1250億ドル

米国企業、及び海外企業物のCDO、3000億ドル余

出所: FRB調査統計局パーキンソン次長の米下院金融サービス委資本市場小委  
(2008/2/14)での証言より

# 住宅価格の下落が米国経済に与えるインパクト

## 住宅投資の減少

GDPの約4%を占める住宅投資が年率10% (年率20%) で減少を続ければ、GDP成長率を0.4% (0.8%) 押し下げる。

## 住宅資産減少の負の資産効果: 米国住宅価格の下落がどれほど個人消費を押し下げるか?

住宅資産残高21兆ドル、1ドルの住宅資産価値の減少は個人消費を0.07~0.09ドル減少させるという各種調査推計

10%下落→個人消費1680億ドル減少→年間GDPの1.25%に相当

20%下落→個人消費3360億ドル減少→年間GDPの2.50%に相当

## 金融機関と投資家に最終的にどの程度の損失が生じるのか?

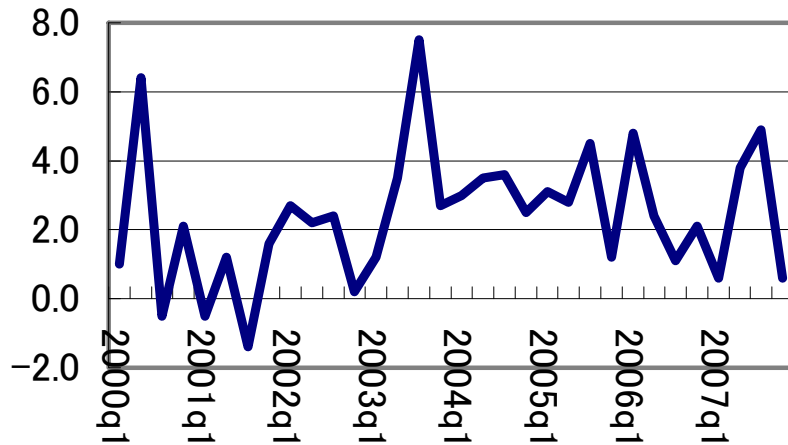
①サブプライム住宅ローン総額1.4兆ドル、30%が債務破綻して、50%を回収した場合、損失総額は2100億ドル (約23兆円) (日本の90年代~2000年代初頭100兆円)

②景気後退によるプライム住宅ローン、クレジットカードなど他のクレジットコストの増加規模は?

3月3日米国財務省ロワリー次官補の講演での発言:「累計総損失額は2000億ドルを超えた」

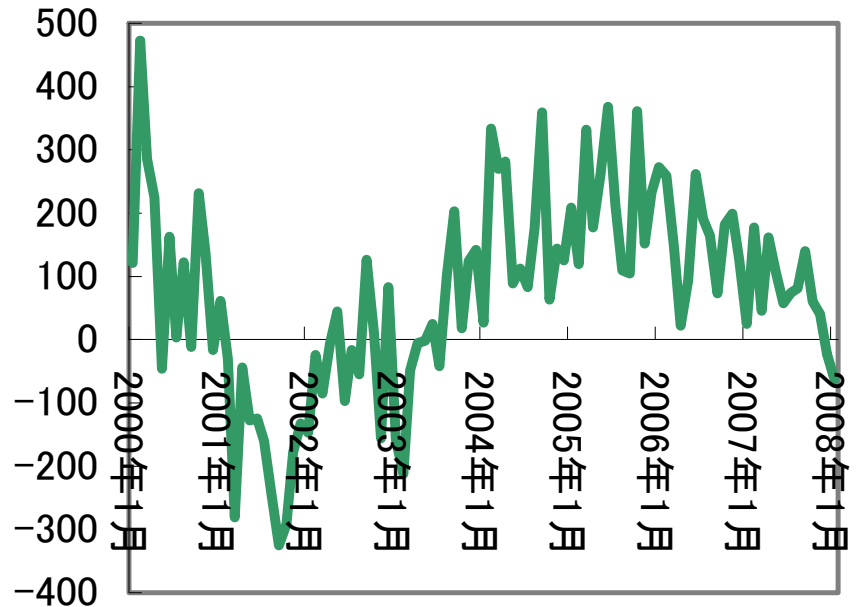
米国経済は「住宅不況」から全般的な景気後退に向かっているように見える。

米国四半期実質GDP伸び率  
(前期比年率%)



データ: Bureau of Economic Analysis

非農業部門雇用数の月次変化  
(Non-Farm Payroll) (単位:千)



データ: 米国労働省

## 2、経常収支赤字の調整とドル相場の下落 ドルは下落か？「凋落」か？

問題提起：米国が世界的な優位を標榜してきた米国の金融・資本市場の中核で生じたサブプライム危機

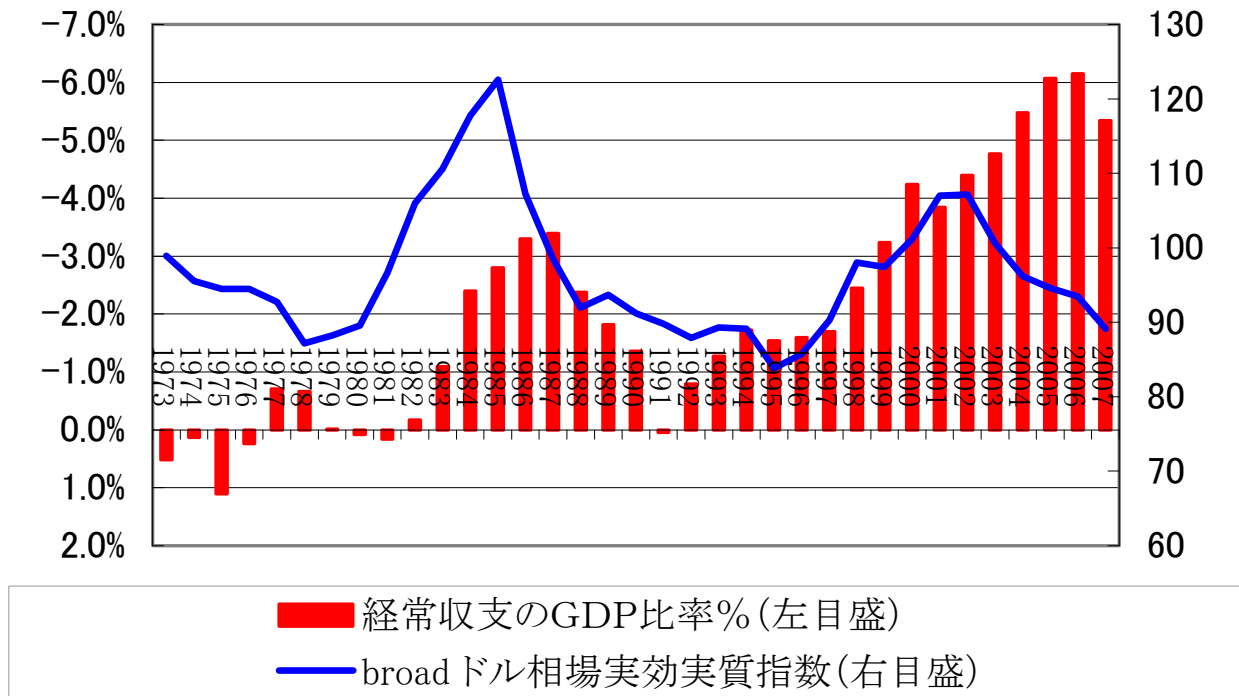
米国への一極集中的なマネーフローの流れに変化が生じるか？

「ドル本位制」の終わりの始まりになるのか？

それとも米国経済・金融面での覇権は再構築され、米国の時代が続くのか？

2007年から米国経常収支赤字は縮小・調整過程に入っている。FRBドル相場指標の変化と経常収支変化に趨勢的に2年弱のタイムラグが観測される。

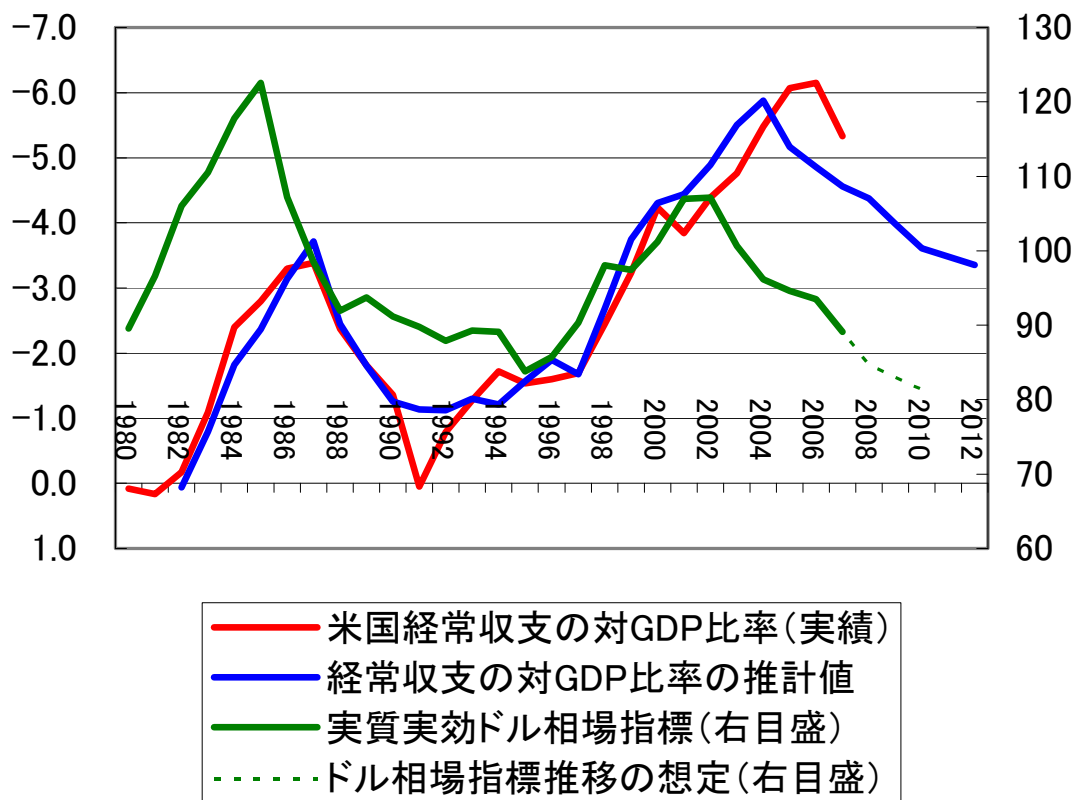
米国の経常収支(対GDP比率)と実質実効ドル相場指標  
(2007年の経常収支は見込み)  
2007年12月のドル相場指数:85.16



データ: 米国商務省、FRBデータより筆者作成

# 経常収支の推計モデルが示唆する米国経常収支赤字縮小 基調の持続

実質実効ドル相場推移と  
経常収支赤字の名目GDP比率



データ: 米国商務省、FRB、IMF World Economic Outlook Dataより筆者作成

# 回帰分析と推計式

回帰統計	
重相関 R	0.952117
重決定 R <sup>2</sup>	0.906528
補正 R <sup>2</sup>	0.893781
標準誤差	0.005797
観測数	26

## 分散分析表

	自由度	変動	分散	観測された 分散比	有意 F
回帰	3	0.00717	0.00239	71.12122	1.76E-11
残差	22	0.000739	3.36E-05		
合計	25	0.007909			

	係数	標準誤差	t	P-値
切片	0.258807	0.069103	3.745241	0.00112
X 値 1	-0.17643	0.076361	-2.31048	0.030622
X 値 2	-0.07896	0.015896	-4.96703	5.71E-05
X 値 3	-0.0321	0.003602	-8.90989	9.44E-09

推計式  $Y = (0.258806998233076 - 0.176430988608741X_{\text{値1}} - 0.0789568506599505X_{\text{値2}} - 0.0320968056983238X_{\text{値3}})$   
 Y: 経常収支赤字の対名目GDP比率

X1: Log ((米国のGDP実績値/米国の潜在GDP) / (貿易相手諸国のGDP実績値/GDP (実質) は1979年水準を100として指数化した。

潜在成長率は80年から06年までの実績値から線形近似した値を使用した。

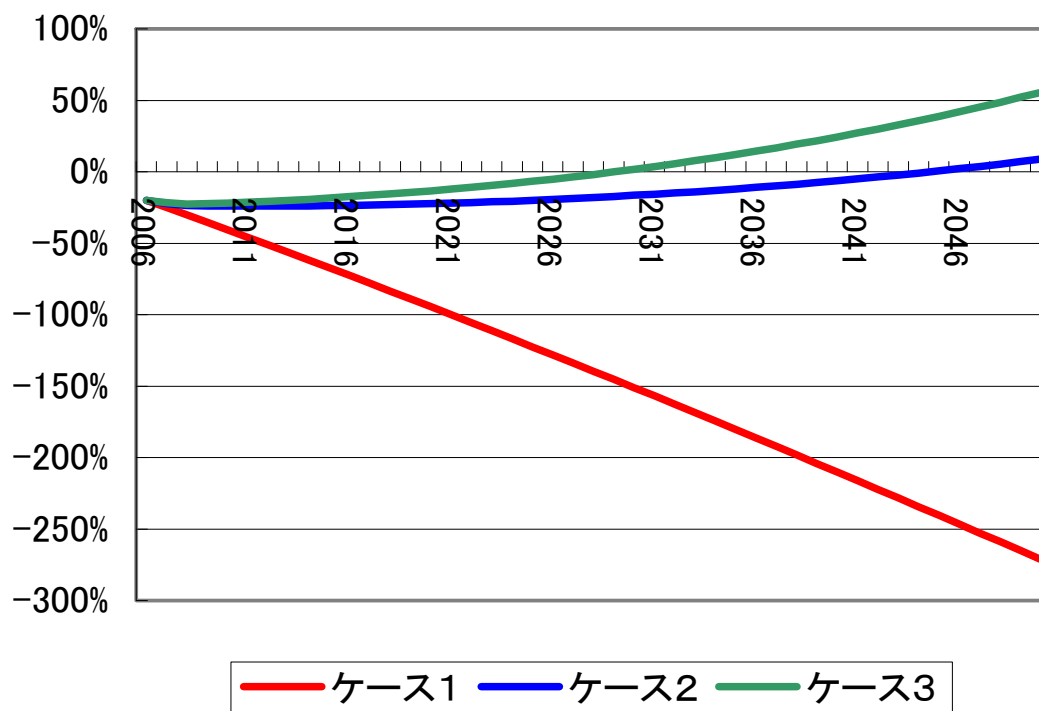
X2: Log (FRB実質実効ドル指標)

X3: Log (対外直接投資残高) historical cost



# 米国純対外債権・債務残高のシミュレーション

米国の対外純債務(対名目GDP比率)  
シミュレーション



データ: 米国商務省データを基に筆者が試算

# 推計の前提と3つのケース

米国の名目GDP成長率 5.0% (=実質成長率 3.0%+インフレ率 2.0%)

次年度の対外債権 = 当年度の対外債権 × (1 + 対外債権総合利回り + ドル相場変動要因)

次年度の対外債務 = 当年度の対外債務 × (1 + 対外債務総合利回り)  
+ 当年度の経常収支 (除く所得収支)

対外債権に占める非ドル建て比率 50%、ドル建て比率 50%

対外債務に占めるドル建て比率 100%

ケース1: 経常収支赤字は名目GDPの6%

対外債権と債務の総合運用利回りは6%でフラットになる

ドル相場は年平均2.0%で下落

ケース2: 経常収支赤字の名目GDP赤字は 2007年 5.25%、2008年 4.25%、2009年 3.25%、以降 3.0%で  
継続

対外債権の総合運用利回りは6%、債務は4% (除くドル相場の影響)

ドル相場は年平均1.0%で下落

ケース3: ドル相場は年平均2.0%で下落、他の想定はケース2と同じ

「対外債権総合利回り > 対外債務総合利回り」が米国の生命線(但し、最近のNBERの研究論文によるとこの点で過去のデータの信頼性に疑問も呈されている)

(%、年平均)

	1989～06年	2002～06年
対外債権総合利回り(①)	10.4	15.1
受取り投資収益利回り(②)	6.0	5.1
対外債権評価調整利回り(③)	4.3	10.0
価格変動	2.1	3.3
為替相場変動	0.0	2.1
その他	2.2	4.5
対外債務総合利回り(④)	6.1	6.5
支払い投資収益利回り(⑤)	4.5	3.6
対外債務評価調整利回り(⑥)	1.6	3.0
価格変動	1.6	1.0
為替相場変動	0.0	0.3
その他	-0.1	1.7
対外債権・債務 総合利回り格差(⑦=①-④)	4.3	8.5
投資収益利回り格差(⑧=②-⑤)	1.5	1.5
対外債権・債務 評価調整利回り格差(⑨=③-⑥)	2.8	6.9

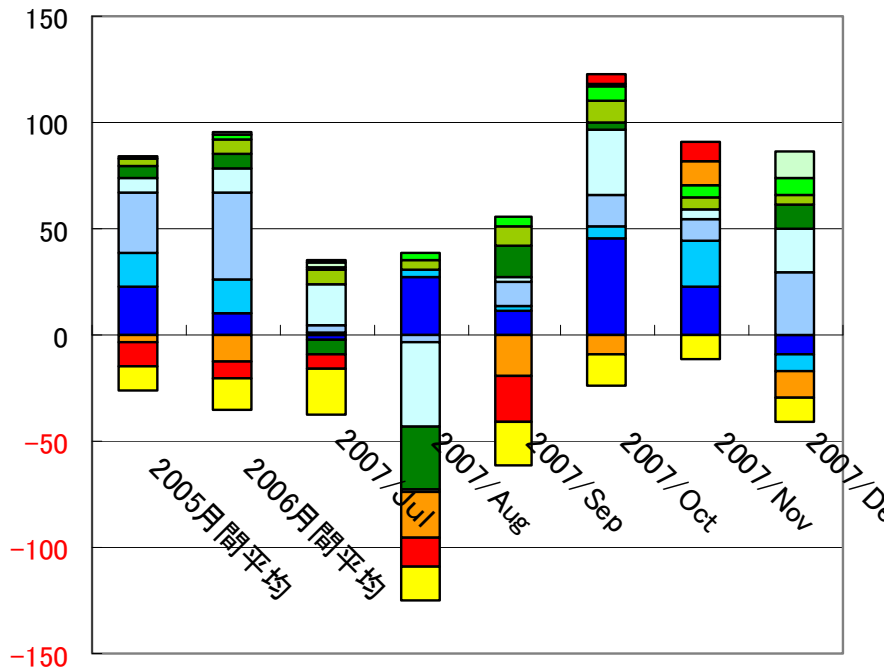
(注)受取り(支払い)収益利回りは、年間の投資収益受取り(支払い)を対外債権(債務)で割って算出したもの。対外債権(債務)評価調整利回りは、商務省が推計したその年の評価変化額を対外債権(債務)で割って算出したもの。対外債権(債務)総合利回りは、受取り(支払い)投資収益利回りと対外債権(債務)評価調整利回りを合計したもの。すなわち、①=②+③、④=⑤+⑥。

(資料)米国商務省

米国への資本流入は07年7～9月にネット流出となるも、その後例年並みに回復している。

米国の対外対内証券投資(長期)内訳

単位: 10億ドル、プラスは流入



■ その他証券投資(ネット)

■ 対外株式等

■ 対外債券

■ 対米政府/株式等

■ 対米政府/社債

■ 対米政府/政府エイジ:  
債

■ 対米政府/国債

■ 対米民間/株式等

■ 対米民間/社債

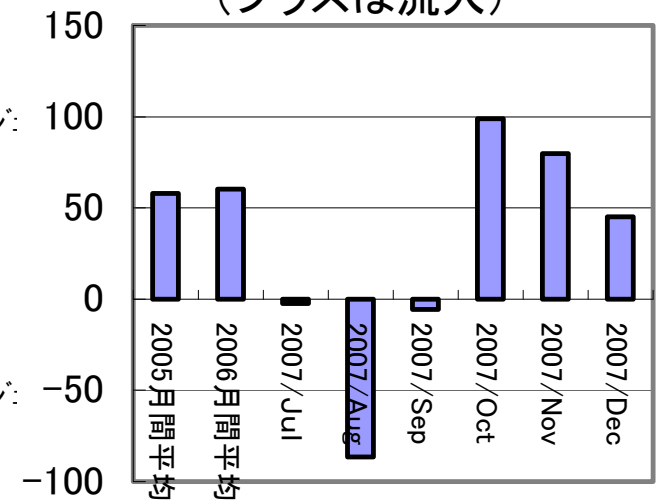
■ 対米民間/政府エイジ:  
債

■ 対米民間/国債

米国の対外対内証券投資  
ネット推移

(単位: 10億ドル)

(プラスは流入)



データ: 米国財務省