

### (付注 3)米国発金融危機の経過

米国時間の 9 月 14 日夜(日本時間 15 日朝)、米大手証券会社リーマン・ブラザーズが破綻した(わが国でいう民事再生法適用申請)。世界各国の株価は下落、15 日のニューヨーク・ダウは前週末比 504 ドル安で引け、2001 年の同時多発テロ時(684 ドル)以来の下げ幅となった。翌 16 日、日経平均株価の終値も同 605 円安で引けて 2 ヶ月ぶりの安値を付けた。

3 月に経営が行き詰まった大手証券ベア・スターンズは、米政策当局が背中を押すかたちで JP モルガン・チェースに救済合併された。加えて、9 月 7 日には、住宅公社への公的資金注入を含む救済策が打ち出されている。バンク・オブ・アメリカは、メリル・リンチの救済合併に方向転換した。リーマン支援に手を挙げる金融機関は現れなかった。9 月 16 日には、保険大手 AIG に FRB が最大 850 億ドルの融資を決めた。

リーマン破綻の損失経路は入り組んでいる。リーマンに融資している会社、社債を保有する会社の損失だけではない。大きな懸念は、リーマンに対する債権が組み込まれた CDO(債務担保証券)から生じる損失である。ファニーメイ、フレディマックの両住宅公社が公的支援を受けたことで、両社社債の不履行の可能性はひとまず小さくなっている。しかし、両社の CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)のほうは債務不履行になった。そもそも CDO の価格は組成した金融機関が付けるので、当の金融機関が破綻すれば、価格をつける主体がいなくなってしまう。他の機関が値付けする場合、投資家にとって不利な値付けがされると言われている。破綻処理に伴う売却で損失が拡大することにもなる。同社の保有する資産が破綻処理の過程で売却されていく。市場価格が存在しなかった資産にも売値が付くことになる。その価格はバランスシート上の評価額をかなり下回る公算が大きい。実際、メリル・リンチが 6 月末時点で 111 億ドルと評価していた ABSCDO(資産担保証券を資産とした債務担保証券)を 7 月末に売却したが、その価格は 6 割強の 67 億ドルに過ぎなかった。

米国時間 9 月 25 日、米貯蓄金融機関監督局(OTS)は、経営不振に陥っていた米貯蓄貸付組合最大手のワシントン・ミューチュアルに業務停止を命じ、連邦預金保険公社(FDIC)の管財下に置いた。総資産は 3070 億ドル(約 32 兆 5400 億ドル)で、米史上最大の銀行破綻となった。預金や約 2200 ヶ所の支店などは 19 億ドル(約 2000 億円)で米金融大手 JP モルガン・チェースに譲渡された。

上記のような動向を踏まえて、9 月 19 日に政府から不良債権の買取案が提案された。29 日に不良債権買取を含む「金融安定化法案」(正式には、緊急経済安定化法案(Emergency Economic Stabilization Act of 2008))が下院で否決されたが、一部修正した法案を 10 月 1 日に上院が可決。3 日には、同修正法案を下院でも可決し、大統領が署名して成立した。最大 7000 億ドルの公的資金を活用、金融機関から不良資産を買い取ることが柱であるが、預金者保護の拡大、個人・企業向け減税の拡充、代替エネルギー促進への税優遇なども含まれている。

10 月 7 日、米欧の 6 中央銀行(FRB、欧州中央銀行、英、カナダ、スウェーデン、スイス)

が協調して政策金利を 0.5%引き下げた。米国は、1.5%となった。また、英政府は、大手金融グループに 500 億ポンド(9 兆円弱)の公的資金投入方針を決定した。

8 日、FRB は、AIG に証券借入で最大 378 億ドルの追加支援を行うと発表した。

なお、欧州にも金融危機が波及し、預金保護や金融機関の国有化が行われている。

10 日、G7 は、公的資金による金融機関への資本注入を柱とする行動計画を採択した。

13 日、英政府は、英国 2 位のロイヤルバンク・オブ・スコットランドなど主要 3 行に、総額 370 億ポンド(約 6 兆 4700 億円)の公的資金の注入を発表。

14 日、政府は、金融機能強化法の強化・活用、政府・日銀保有株の売却一時凍結、株式の空売り情報の開示強化、自社株取得制限の緩和等を柱とする金融市場安定化策を発表(G7 の行動計画に基づき、協調姿勢を示す)。

14 日、米政府は、主要行への公的資金注入を含む包括的な金融市場安定化策を公表。当面の注入額は 2500 億ドル(約 25 兆円)。主要 9 銀行は資本注入に合意(米政府が議決権のない優先株を買い入れる)、週内にも合計 1250 億ドル(約 13 兆円)を注入。年内に注入を終える予定としている。

15 日、G8 首脳、「金融機関を強化し、金融システムの信頼を回復するという共通の責任を果たす」との緊急声明を発表。

CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)とは、企業が債務不履行に陥った際、投資銀行などが債務を肩代わりする、いわば「保証契約」。例えば、2008 年 10 月から 13 年 10 月までの 5 年間に、ある企業が取引先である A メーカーの破産リスクを回避したいとする。A メーカーが倒産した場合、CDS の売り手である金融機関は買い手である企業に 1 億円(想定元本)を払う。ただし、企業の方は金融機関に毎年、保証料として 50 万円を支払う旨、約束する。契約期間中に A 社が倒産しなければ、企業は金融機関に総額 250 万円を支払うこととなるが、A 社が倒産した場合は、金融機関が企業に 1 億円を支払うこととなる。

CDS には規制がなく、想定元本(保証金額)が引き受けた金融機関の自己資本の数十倍以上になることもある。そうした取引が金融機関同士、あるいは金融機関と企業の間でサインひとつで行われているため、どの金融機関がどの企業を保証して、想定元本がどれほどか、実態は明らかでない。世界の CDS 市場は 62 兆 1732 億ドルに上る。一般的には、CDS 契約の対象として、倒産以外にも大規模なリストラなども含まれているので、实体经济の後退で企業経営が悪化すれば、契約が履行されて損失が膨らむとの観測もある。

19 日、オランダ政府は、オランダ金融最大手 ING グループに対し、100 億ユーロ(約 1 兆 3700 億円)の公的資金注入を発表。

20 日、仏財務大臣、主要 6 銀行に対し、年末までに総額 105 億ユーロ(約 1 兆 4000 億円)の公的資金を一斉注入すると発表。

21 日、独で州立銀行 2 位のバイエルン LB は、金融機関救済法を利用し、54 億ユーロ(約

7100 億円)の公的資金を注入することにより資本を増強することを決定。

29 日、米国 FRB は、政策金利を 0.5%引き下げて 1.0%とすることを決定。

11 月 6 日、英国中央銀行は、政策金利を 1.5%引き下げて 3.0%にすることを決めた。また、欧州中央銀行(ECB)も、政策金利を 0.5%引き下げて 3.25%にした。

14 日、15 日に開催された G20 金融サミットは、首脳宣言を発表した。また、行動計画も発表した。

首脳宣言は、概要以下のとおり。

- ・金融システムの安定に必要なあらゆる追加的措置をとる。
- ・国内の状況から適切と判断される場合には、金融政策による支援の重要性を認識する。財政の持続可能性を確保する政策枠組みを維持しつつ、即効的な内需刺激の財政政策を用いる。
- ・複雑な金融商品に関する義務的開示の拡大や金融機関の財務状況の正確な開示を含め、金融市場の透明性を強化する。
- ・すべての金融市場や商品、参加者が状況に応じて適切に規制され、監督の対象となることを制約する。信用格付け会社への強力な監督(登録制導入など)を実施する。
- ・規制当局は、危機の予防・管理や破綻処理のための連携を強化する。
- ・IMF、世界銀行などの機能を強化する。新興国や途上国がより大きな発言権を持つようにする。十分な資金基盤を確保する。

また、行動計画は概要以下のとおり。

- ・複雑な金融商品の義務的開示の強化
- ・IMF や FSF、規制当局は、景気循環の増幅効果を緩和するための提言をまとめる。
- ・信用格付け会社の適切な監督
- ・金融機関は、報酬体系が過度に短期的な利益追求やリスクテイクに報いるようなものにならないよう必要な措置をとる。
- ・監督当局は、国境を越えて活動する主要な金融機関に対する監督で協力する。
- ・IMF や世界銀行の資金基盤を必要に応じて増加させる。

(以上、2009 年 3 月末まで)

- ・金融機関は、リスク開示を強化する。すべての損失を継続的に開示する。
- ・大規模で複雑な国境を越えて活動する金融機関の秩序だった整理が可能となるよう破綻処理制度や破産法を検討する。
- ・監督当局と中央銀行は、国境を越えて活動する金融機関のために、強固で国際的に調和した流動性監督のためのアプローチや中央銀行による流動性供給のためのオペレーションを開発する。
- ・IMF は、金融セクターに注意を払い、世界銀行と共同の評価プログラムに取り組む。

17日、米財務省は、7000億ドル規模の金融安定化法のもとで、新たに21の銀行に対し、335億6000万ドル(約3兆2500億円)の公的資金を投入したと発表。これまでの投入合計は1486億ドル。

23日、米財務省など金融当局は、金融大手シティ・グループに200億ドル(約1兆9000億円)を出資し、優先株を取得するとともに、シティが保有する住宅ローン債権や不動産担保証券など最大3060億ドル(約30兆円)について、不良債権化に備え、その大部分を保証する救済策を発表。シティは、10月末にも250億ドルの公的資金注入を受けた。

24日、英政府、200億ポンド(約2.7兆円)の経済対策を発表。

25日、米FRBは、金融危機の影響で取引が縮小している消費者金融と住宅ローン市場の活性化に向けて、最大で総額8000億ドル(約77兆円)の金融支援策を発表。自動車ローンや学生ローンなどを担保にした証券化商品を保有する金融機関に対して最大2000億ドルを融資する新たな制度を作り、住宅ローン債権の買取や住宅ローン担保証券の購入で最大6000億ドルを充てる。

12月4日、欧州中央銀行が政策金利を0.75%引き下げ2.5%とした。99年のユーロ導入以来最大の引下げ。英国中央銀行は、政策金利を現行の3%から1%引き下げて、57年ぶりに過去最低水準の2%とした。スウェーデン中央銀行は、過去最大の引下げ幅となる1.75%の引下げで、年2%とした。仏政府は、260億ユーロ(約3兆円)の経済対策を発表。

16日、米FRBは、政策金利を引き下げて史上最低の0-0.25%とするとともに、政府機関債の買い入れ規模拡大や長期国債買い入れも検討するとした。

19日、米政府、自動車メーカーへの支援策(最大174億ドルの融資)を発表。

1月14日、独政府は、500億ユーロ(約6兆円)の追加経済対策を発表。

15日、欧州中央銀行は政策金利を0.5%引き下げて過去最低の2.0%にすることを決定。

16日、米政府は、バンク・オブ・アメリカに公的資金で追加支援を実施すると発表。

21日、仏政府は、大手金融機関6行に総額105億ユーロ(約1.2兆円)の追加資本注入を発表。

27日、米政府は、新たに23金融機関を対象に計3億8600万ドルの公的資金を投入したと発表。

27日、定額給付金2兆円を含む08年度第二次補正予算成立(日本)。

27日、日本政府は、事実上の公的資金で一般企業の経営再建を支援する制度創設を発表。2010年3月までの時限措置。損失補てん額の上限は総額で1.5兆円。

2月10日、米財務省が金融安定化策を発表。官民合同で不良資産を買い取る基金創設が柱。政府と民間投資家の資金を活用し、当初5000億ドル(約46兆円)の「新金融安定化基

金」を創り、最終的に 1 兆ドルに拡大する。評価額の暴落で売買の難しくなった不良資産を金融機関から買い取る「バッドバンク」構想に近い。別の制度と合わせると、活用可能な資金枠は最大 2 兆ドルになる。他には、FRB が昨年 11 月に導入した制度の拡充。自動車ローンや学生向けローンなどを担保とした証券化商品と引き換えに貸出する。新たに、商業用不動産ローンも対象にする。さらに、公的資金注入による金融機関の資本増強も継続する。これは、金融安定化法に基づく残りの 3500 億ドルの範囲内での対処。厳格な資産査定制度の導入、公的資金の使い道や返済期限の明確化。経営陣の報酬の制限。

17 日、米国、7870 億ドル(約 72 兆円)の景気対策法成立。2 年間で 350 万人の雇用創出を目指す米国史上最大規模の景気対策。今後、1 年半で 4 分の 3 を支出予定。

18 日、米国政府は、700-900 万世帯を対象とする住宅ローンの借り手救済策を発表。低利の住宅ローンへの借り換え促進策が柱。政府系住宅金融 2 社の公的資金注入枠を倍増(4000 億ドル 約 37 兆円)に。

3 月 1 日、EU 首脳会議、経済危機への対応策を盛り込んだ共同声明を発表。金融機関に対する規制・監督を強化するため、欧州統一の金融監督機関の創設、金融安定の重要性確認、自動車産業支援策など。

5 日、英中央銀行は、政策金利を 1%から過去最低の 0.5%に引き下げた。また、750 億ポンド(約 10 兆 5000 億円)を上限として、国債や社債などを買い入れて市場への資金供給量を増やす量的緩和政策の導入を決定した。欧州中央銀行も、政策金利を 0.5%引き下げて過去最低の 1.5%とした。

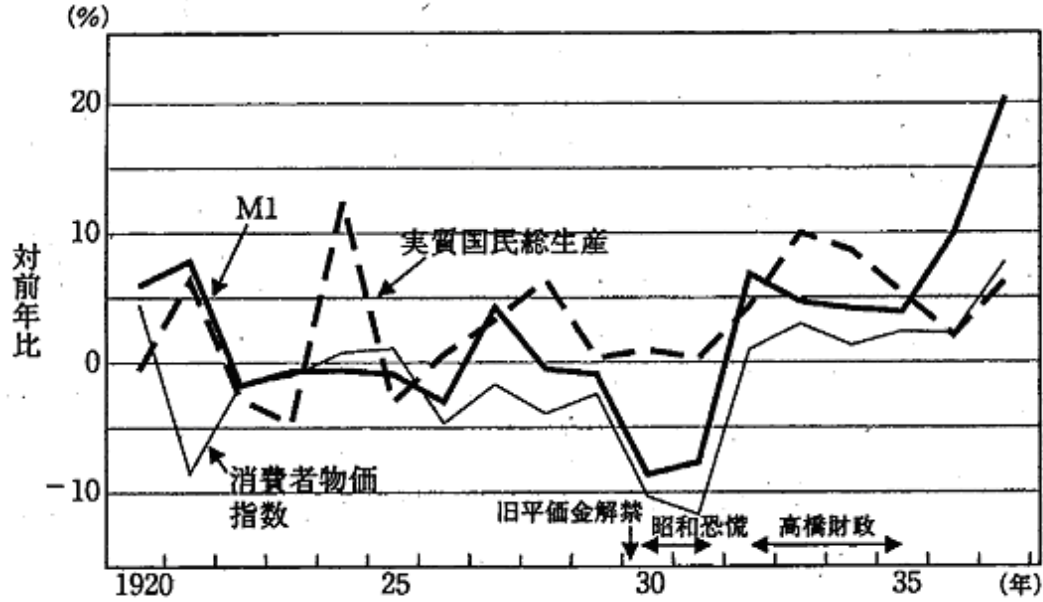
14 日、G20 財務相・中央銀行総裁会議は、共同声明を採択。各国中央銀行に対し、ゼロ金利、量的緩和など非伝統的手法を含むあらゆる金融政策を打ち出すことを求めた。企業の資金繰り支援や銀行の資本増強、不良債権処理などを継続して推進。各国が公表している財政政策を遅滞なく実施。ヘッジファンドの登録制導入、経営情報の適切な開示など金融システムの強化。

17 日、日本銀行は、銀行の劣後ローン引き受けによる資本増強支援策を発表。18 日には、長期国債の買い切り額を月 1 兆 8000 億円まで引上げ。

18 日、米 FRB は、連邦公開市場委員会(FOMC)で、事実上のゼロ金利政策を維持するとともに、今後 6 ヶ月間で長期国債を最大で 3000 億ドル(約 29 兆円)買い入れることを決定。

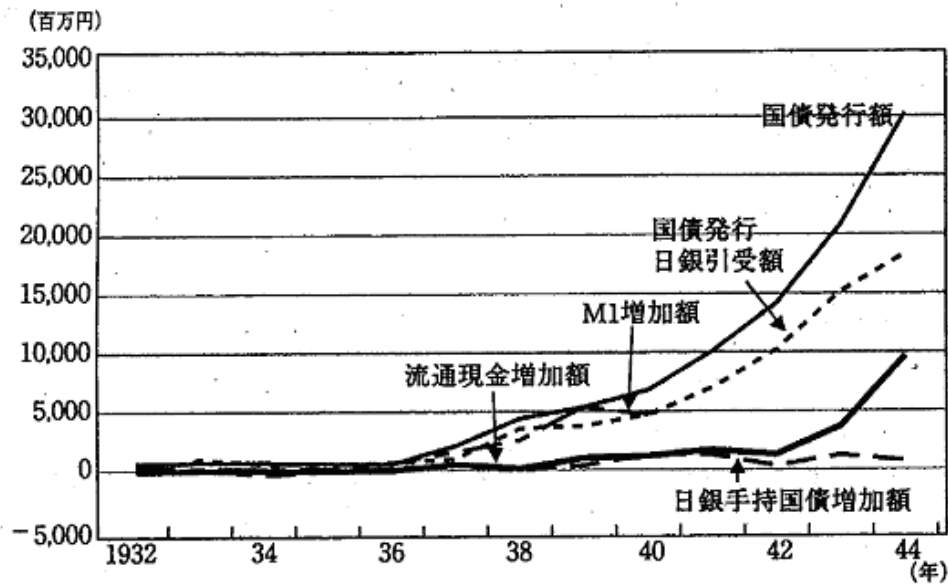
(付注 4)参考図表

図1 1920年代～30年代の貨幣、消費者物価、実質国民総生産の対前年比



(出所)「長期統計」(東洋経済新報社)、寺西重郎「日本の経済発展と金融」(岩波書店、1982年)

図2 1930年代～40年代前半の国債発行と日銀引受けおよび貨幣供給量



(注) 1941～47年は戦時中のためM1データは利用できない。

(出所) 鎮目雅人「財政規律と中央銀行のバランスシート」ディスカッションペーパー2001-J-15、日本銀行金融研究所、江見康一他編「長期統計5・貯蓄と通貨」東洋経済新報社、1988年。

図3 デフレ期とインフレ期の経済

日本 1926～35年				
	M2増加率	インフレ率	実質経済成長率	民営工場労働人員
1926～31年平均	0.3	-5.6	2.1	88.8
1932～35年平均	5.6	2.0	7.2	87.0

日本 1993～2000年				
	M2+CD増加率	インフレ率	実質経済成長率	失業率
1993～97年平均	2.5	0.5	1.7	3.1
98～2000年平均	3.4	-0.2	0.4	4.5

アメリカ 1930～37年				
	M2増加率	インフレ率	実質GNP成長率	失業率
1930～33年平均	-8.7	-6.7	-8.6	18.6
1934～37年平均	9.2	2.6	9.5	18.4

(注) 民営工場労働人員は1926年=100とする指数。その他は%。  
 (出所) 日本のデータは、戦前は日本銀行「本邦経済統計」と図4-2の資料。  
 戦後は日本銀行「金融経済統計月報」、内閣府「国民経済計算年報」、  
 アメリカのデータは図3-9と同じ。

図4 昭和恐慌前後の名目金利と実質金利

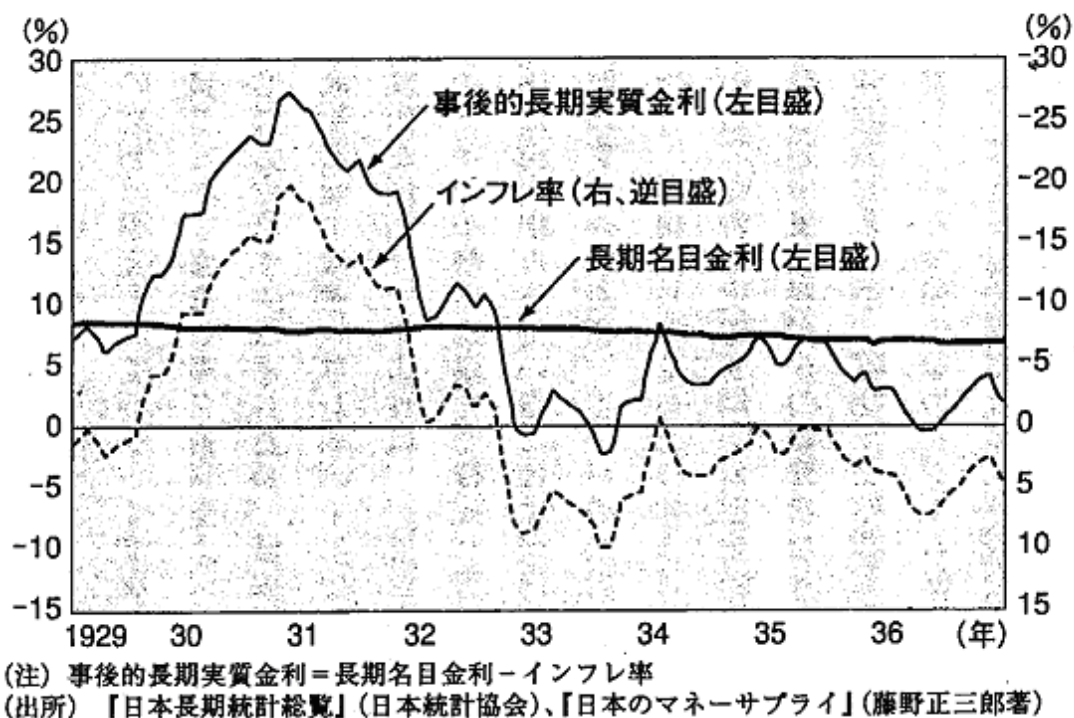


図5 大恐慌時のアメリカの物価と株価の推移

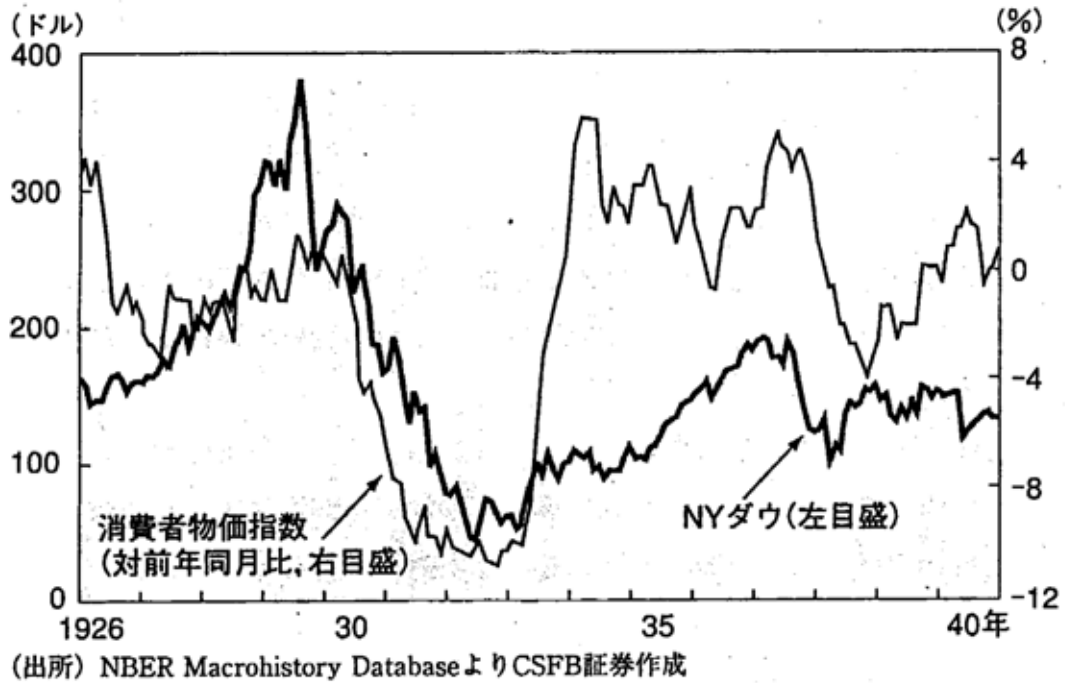


図6 回復期のアメリカの主要指標

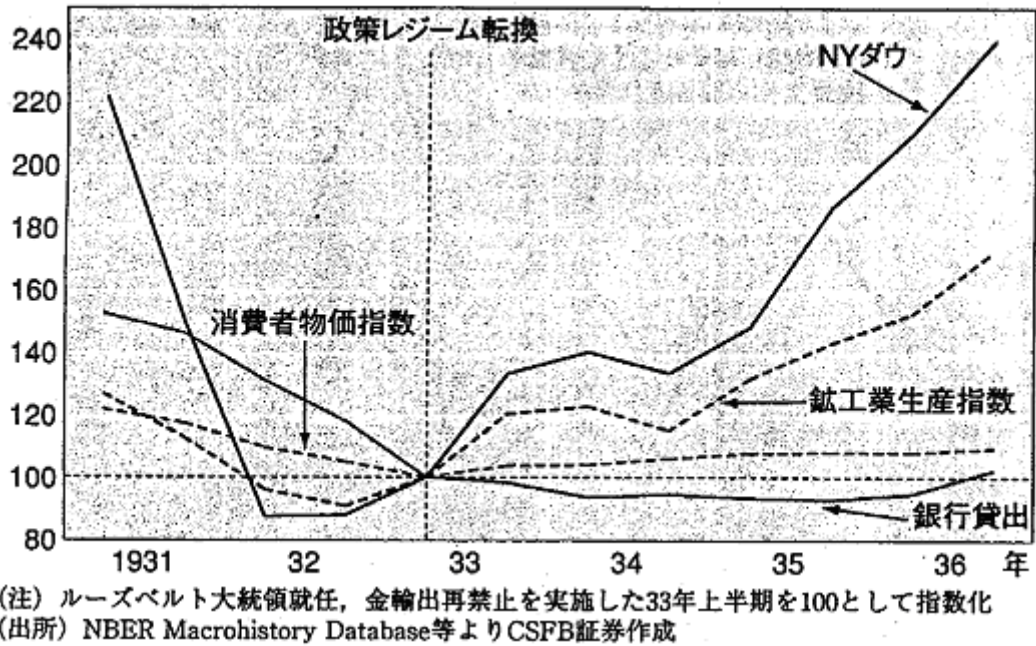




図7 アメリカ大恐慌前後の公共投資の対GDP比率

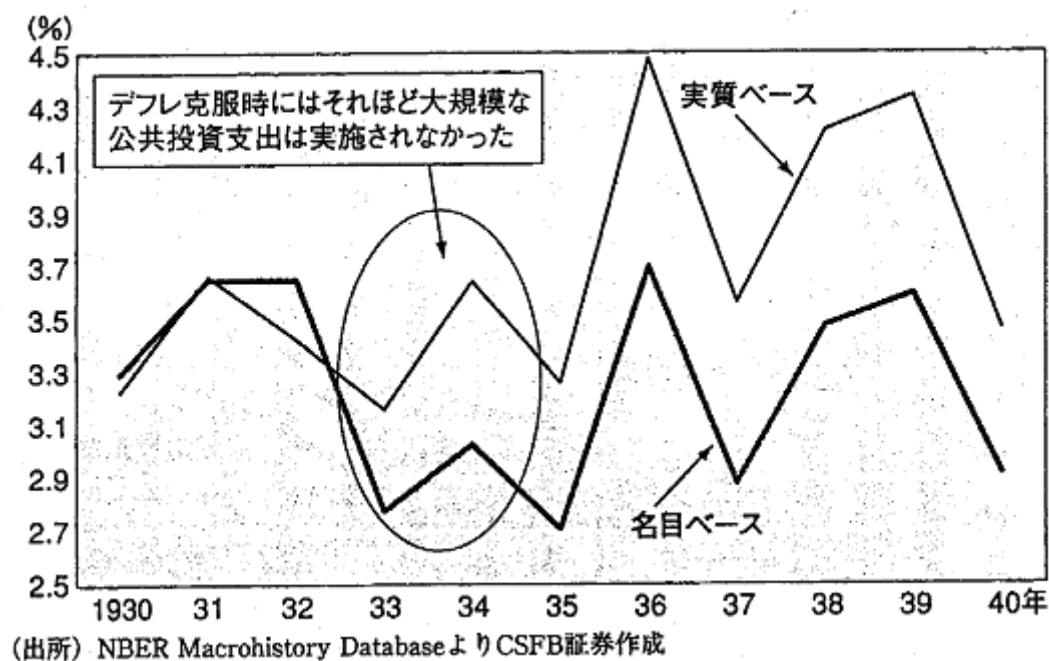


図8 デフレ脱却時のアメリカでの長短金利の動き

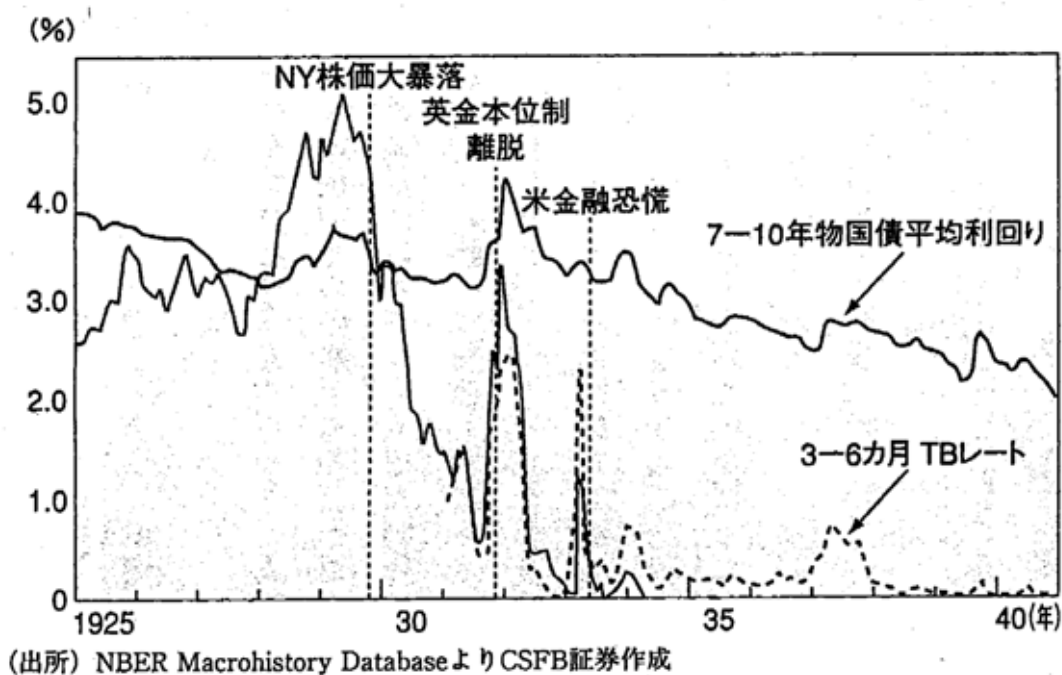
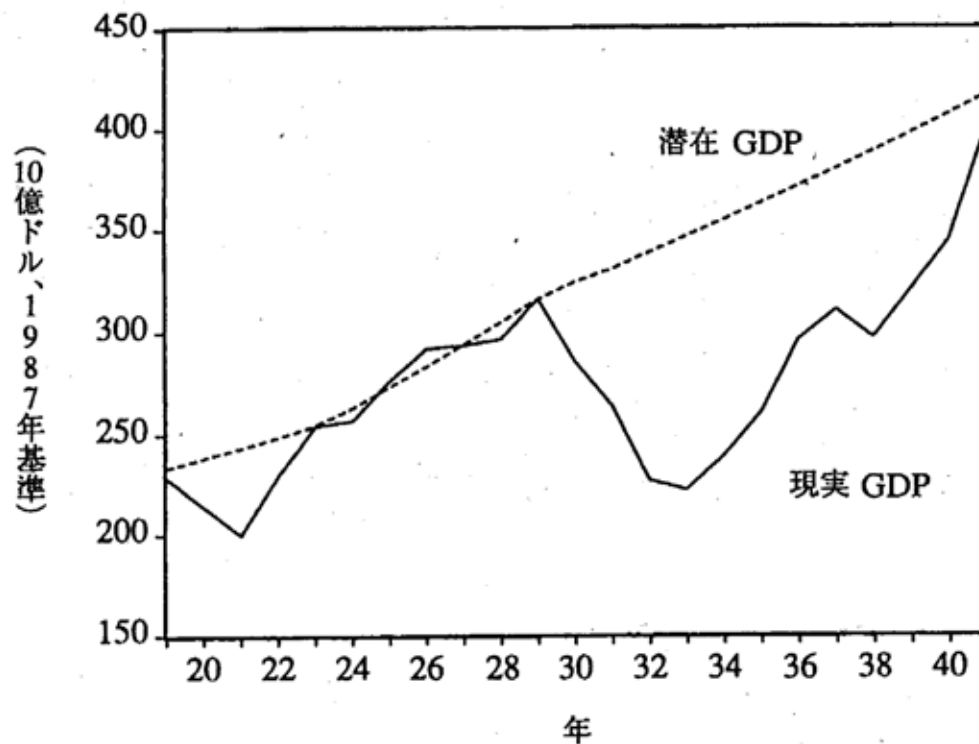
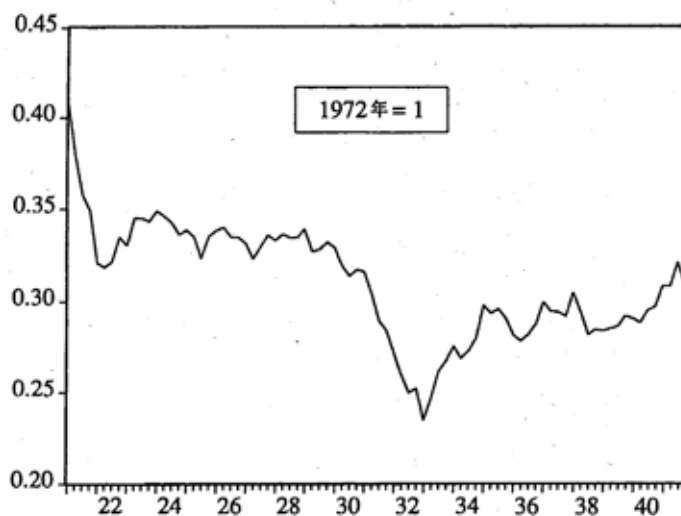


図9 米国の現実及び潜在GDP



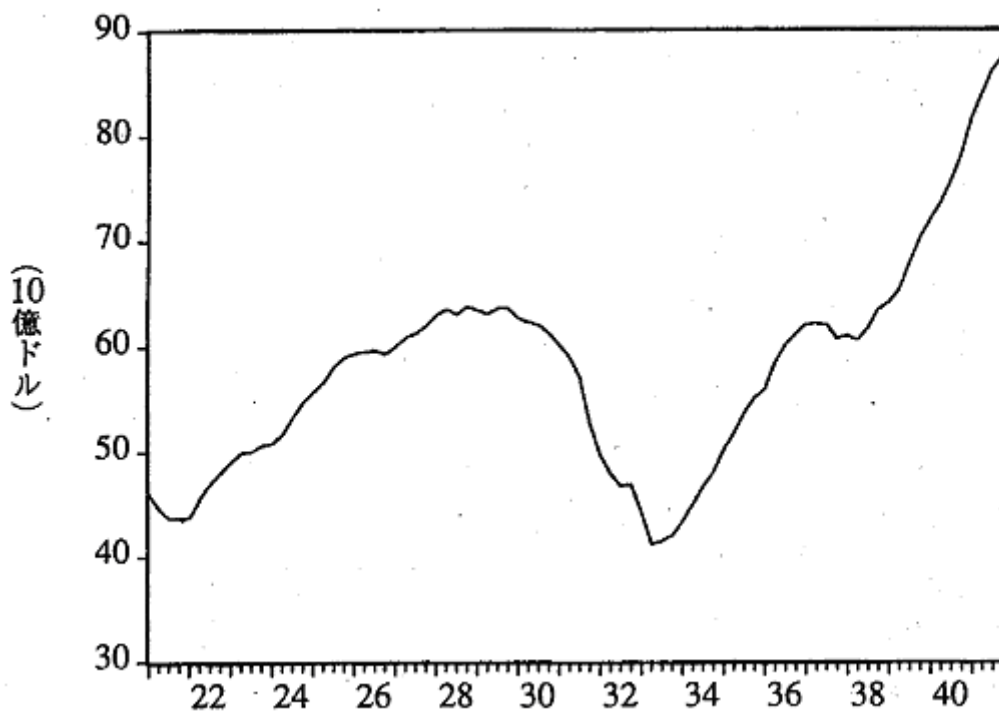
(出所)「大恐慌」(T.E.ホール/J.D.ファークソン、宮川重義訳、2000年5月)

図10 米国のGNPデフレーター



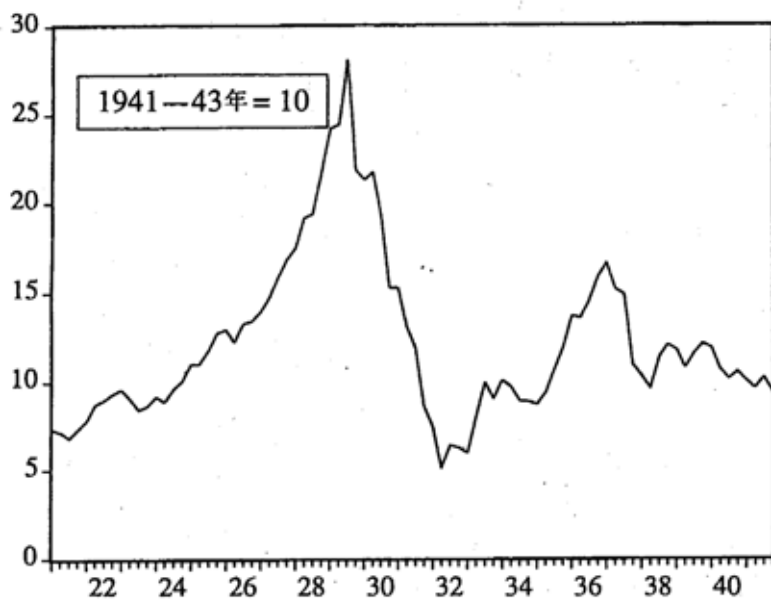
(出所)「大恐慌」(T.E.ホール/J.D.ファークソン、宮川重義訳、2000年5月)

図 1 1 米国の貨幣ストック ( M 2 )



( 出所 ) 「大恐慌」 ( T.E.ホール / J.D.ファークソン、宮川重義訳、2000年5月 )

図 1 2 米国の普通株価指数



( 出所 ) 「大恐慌」 ( T.E.ホール / J.D.ファークソン、宮川重義訳、2000年5月 )

## 参考文献

- A.B.パーキンス、M.C.パーキンス（2000）『インターネットバブル』、日本経済新聞社
- C.ベリィ、L.ヨーヌング（2000）「物価水準目標の先駆け：1931～1937年におけるスウェーデンの経験」、深尾光洋、吉川洋編『ゼロ金利と日本経済』第4章、日本経済新聞社、129-161頁
- L. スベンソン（2005）、「Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap」、  
（<http://www.esri.go.jp/jp/workshop/050914/050914gaiyou.html>）
- L.クリスティアーノ、藤原一平（2006）「バブル、過剰投資、時短、失われた10年」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ（No.06-J-08）
- アラン・グリーンズパン（2007）『波乱の時代 わが半生とFRB』、日本経済新聞社
- 伊藤隆敏、トーマス・カーギル、マイケル・ハッチソン（2002）『金融政策の政治経済学 上』、東洋経済新報社
- 猪木武徳（2002）「30年代の大不況を振り返る なぜ長びいたのか、どう終わったのか」、『月刊ESP』1月号、経済企画協会
- 岩田一政（2005）「Comments on “Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap” by Prof. Lars E.O. Svensson」、  
（<http://www.esri.go.jp/jp/workshop/050914/050914gaiyou.html>）
- 岩田規久男（1993）『金融政策の経済学』、日本経済新聞社
- 岩田規久男（2001）『デフレの経済学』、東洋経済新報社
- 岩田規久男（2003）『まずデフレをとめよ』、日本経済新聞社
- 植田和男（1992）『国際収支不均衡下の金融政策』、東洋経済新報社
- エドワード・チャンセラー（2000）『バブルの歴史』、日経BP社
- 岡本直樹（2001）「デフレに直面する我が国経済 デフレの定義の再整理を含めて」、内閣府  
経済財政分析ディスカッション・ペーパー・シリーズ（DP/01-1）
- 小川一夫、北坂真一（1998）『資産市場と景気変動：現代日本経済の実証分析』、日本経済新聞社
- 翁邦雄、白川方明、白塚重典（2000）「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、261-322頁
- 菊池英博（1998）「金融大恐慌と金融システム」、文京女子大学経営論集
- 経済企画庁（1991）『平成3年度年次経済報告』
- 黒田東彦（2005）『財政金融政策の成功と失敗』、日本評論社
- 香西泰、伊藤修、有岡律子（2000年）「バブル期の金融政策とその反省と金融政策」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、217-260頁
- 篠崎彰彦（2003）「ITブームとIT不況 日本経済の関連性と異質性」、篠原三代平編『経済の停滞と再生』第5章、東洋経済新報社
- 白川方明（2002）「デフレと金融政策」、小宮隆太郎、日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』第III部5、日本経済新聞社、465-476頁
- 鈴木淑子（2003）「アメリカ大恐慌とデフレーション 現代日本経済への教訓」、『Japan

- Research Review』9月号、日本総合研究所
- 竹森俊平(2002)、『経済論戦は甦る』、東洋経済新報社
- 竹森俊平(2006)、『世界デフレは三度来る 下』、講談社
- 竹森俊平、リュドミーラ・サフチェンコ(2006)、「金本位制のもとでのレジームの役割と物価への波及過程」、RIETI Discussion Paper Series (06-J-029)、経済産業研究所
- チャールズ・P・キンドルバーガー(2004)、『熱狂、恐慌、崩壊 金融恐慌の歴史』、日本経済新聞社
- 富田俊基(1997)、「英国大不況(1873~1986年)の研究 世界的な産業構造変化がもたらすデフレの現象の考察」、『フィナンシャルレビュー』November、大蔵省財政金融研究所
- 内閣府(2001)、『平成13年度年次経済財政報告』
- 内閣府政策統括官室(経済財政分析担当)(2007)、『世界経済の潮流 2007年秋 サプライム住宅ローン問題の背景と影響 地球温暖化に取り組む各国の対応』
- 内藤純一(2002)、「平成デフレと1930年代米国の大恐慌との比較研究 信用経済がもたらす影響を中心に」、PRI Discussion Paper Series (No. 02A-12)、財務省財務総合政策研究所
- 日本総合研究所調査部経済研究センター(2003)、「英国大不況下と世界的デフレについて」、日本総合研究所、2003年6月
- 野口悠紀雄(1992)、『バブルの経済学』、日本経済新聞社
- 林敏彦(2003)、「大恐慌時と異なるデフレ」、日本経済新聞「経済教室」3月28日
- 原田泰(2004)、『デフレはなぜ怖いのか』、文藝春秋
- 深尾光洋(2002)、「1980年代後半の資産価格バブルの発生と90年代不況の原因 金融システムの機能不全の観点から」、村松岐夫、奥野正寛編『平成バブルの研究 上』第2章、東洋経済新報社、87-126頁
- ベン・バーナンキ(2004)、『リフレと金融政策』、日本経済新聞社
- 三木谷良一、アダム.S.ポーゼン(2001)、『日本の金融危機 米国の経験と日本への教訓』、東洋経済新報社
- 宮尾尊弘(1989)、『ストック時代の経済 豊かさ獲得への処方箋』、日本経済新聞社
- 村松岐夫、奥野正寛(2002)、「教訓の模索と14の提言」、村松岐夫、奥野正寛編『平成バブルの研究 下』終章、東洋経済新報社、413-433頁
- 柳川範之(2002)、「バブルとは何か 理論的整理」、村松岐夫、奥野正寛編『平成バブルの研究 上』第4章、東洋経済新報社、195-215頁
- 吉川洋(2002)、「デフレと金融政策」、小宮隆太郎、日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』第III部3、日本経済新聞社、434-439頁
- 吉川洋(2002)、「土地バブル 原因と時代背景」、村松岐夫、奥野正寛編『平成バブルの研究 上』第9章、東洋経済新報社、411-430頁
- 若杉敬明、紺谷典子、丸淳子、米沢康博他(1988)、「日本の株価水準研究グループ報告書」、日本証券経済研究所