

米国金融危機 *Turning The Corner?*

米国産業動向研究会

JETRO

2008年10月29日

竹中正治

takenaka@iima.or.jp

(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



サブプライム危機の現局面(短期の景気指標は依然ほとんど全て悪化中、底打ちは2009年後半?)

- ・ ~2005年:住宅ブーム、価格高騰、債務膨張
- ・ 2006年~:住宅市況の急速な悪化

住宅債務破綻の増加を予想するレポートが出回る。

「米国における住宅ローンの債務破綻予備軍」 ワシントン情報、06年2月、竹中正治

<http://www3.keizaireport.com/file/WDC012.06.pdf>

- ・ 2007年:金融危機としての顕現化、実体経済への時間差を伴った波及
- ・ 2008年:実体経済全般は景気後退へ、年後半マイナス成長の見込み
- ・ 2009年後半?:全般的な底打ち、回復の始まり?(2001年のITバブル崩壊後の景気後退よりも景気の低迷は長引きそう)
- ・ しかし、危機の新局面:①中東欧諸国など途上国への通貨・金融危機の波及

経常収支赤字、国内での信用膨張、対外債務の積み上がり

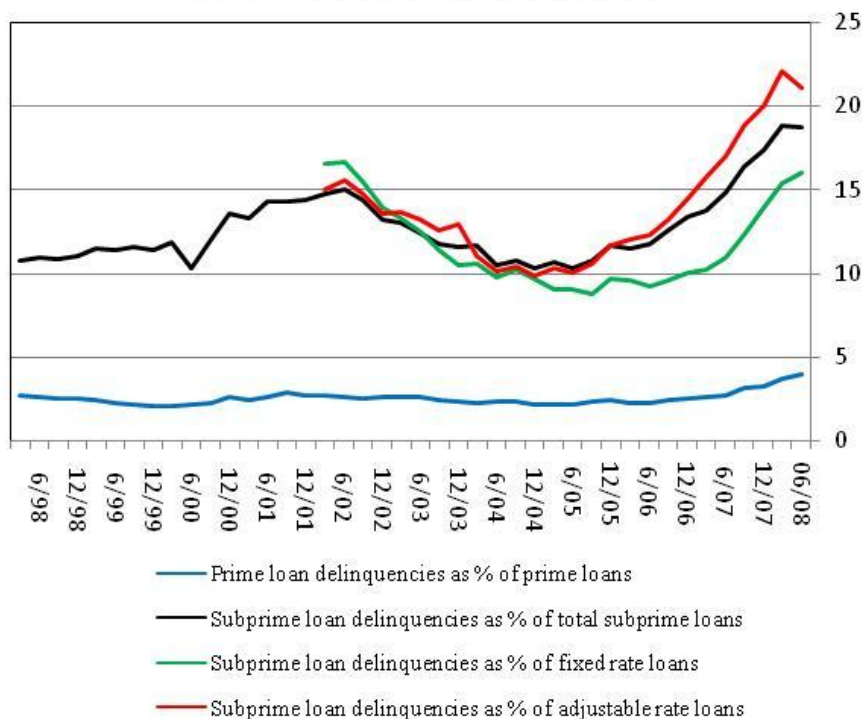
→ 資本流入から流出に転じることによって通貨・債務危機、欧州の危機が深刻化する様相
「中東欧に忍び寄る金融・通貨危機のリスク~膨張した経常収支赤字の調整が不可避となる時~」 竹中正治、西村陽造、国際経済金融論考、2008年4月25日

②世界的なデレバレッジへの調整→世界的株価暴落

住宅ローン延滞率と銀行の貸倒損失額の推移

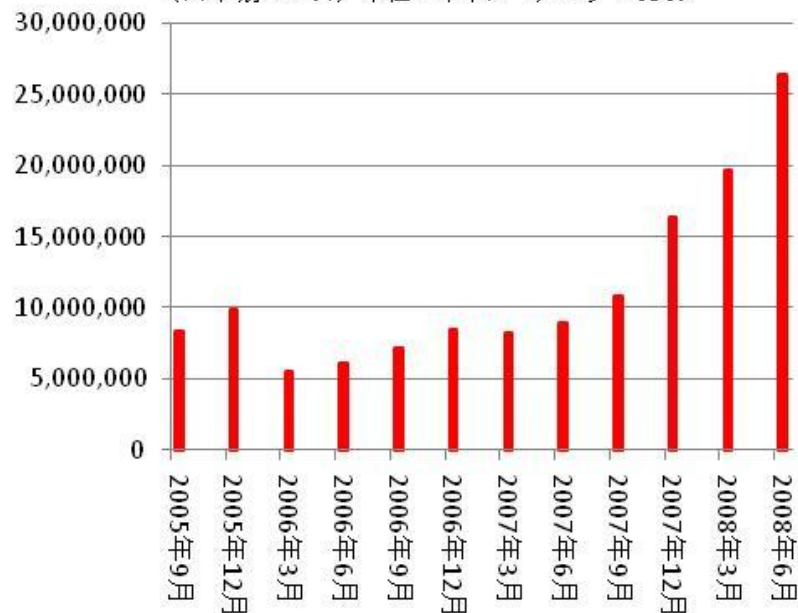
上昇一途だったサブプライムローンの延滞率に頭打ちの兆し
しかし銀行の貸倒損失はまだ増加基調が続くそう

住宅ローン延滞率(2008年6月末時点)



データ: Mortgage Bankers Association

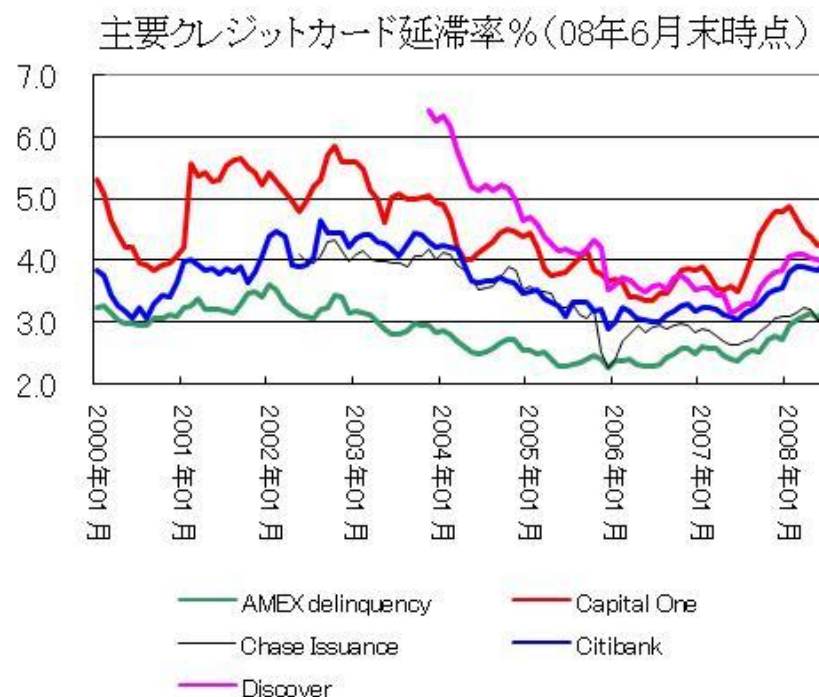
預金受入金融機関のネット貸倒損失額
(四半期ベース) 単位: 千ドル データ: FDIC



年間ベース90万戸割れ(08年9月)の住宅着工件数と増加を続ける住宅差押え件数(08年7月)(グラフ左)、
増加基調のクレジットカードの延滞率(グラフ右)

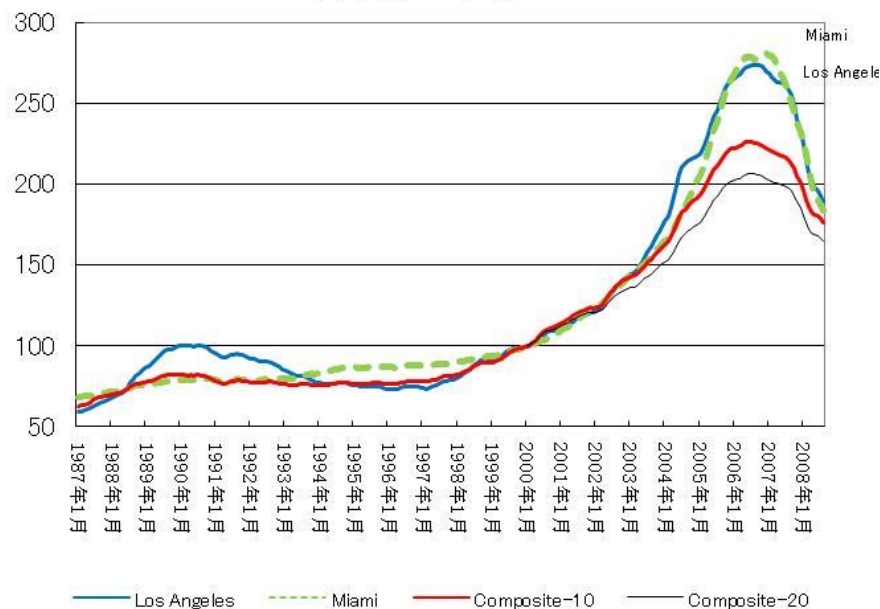


データ: Realty Track、米国商務省

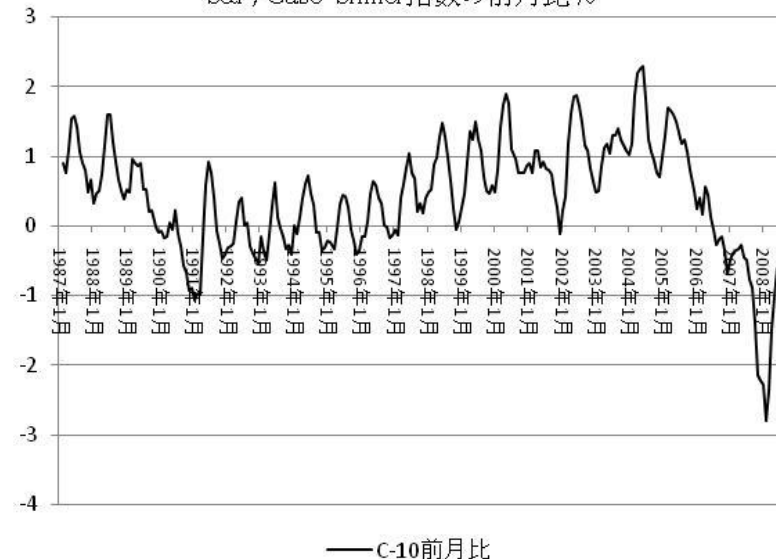


住宅価格は06年の高値から20%余り下落(08年8月時点)、
前月比では下げ幅が縮小、しかし割高調整はまだ終わって
いない。

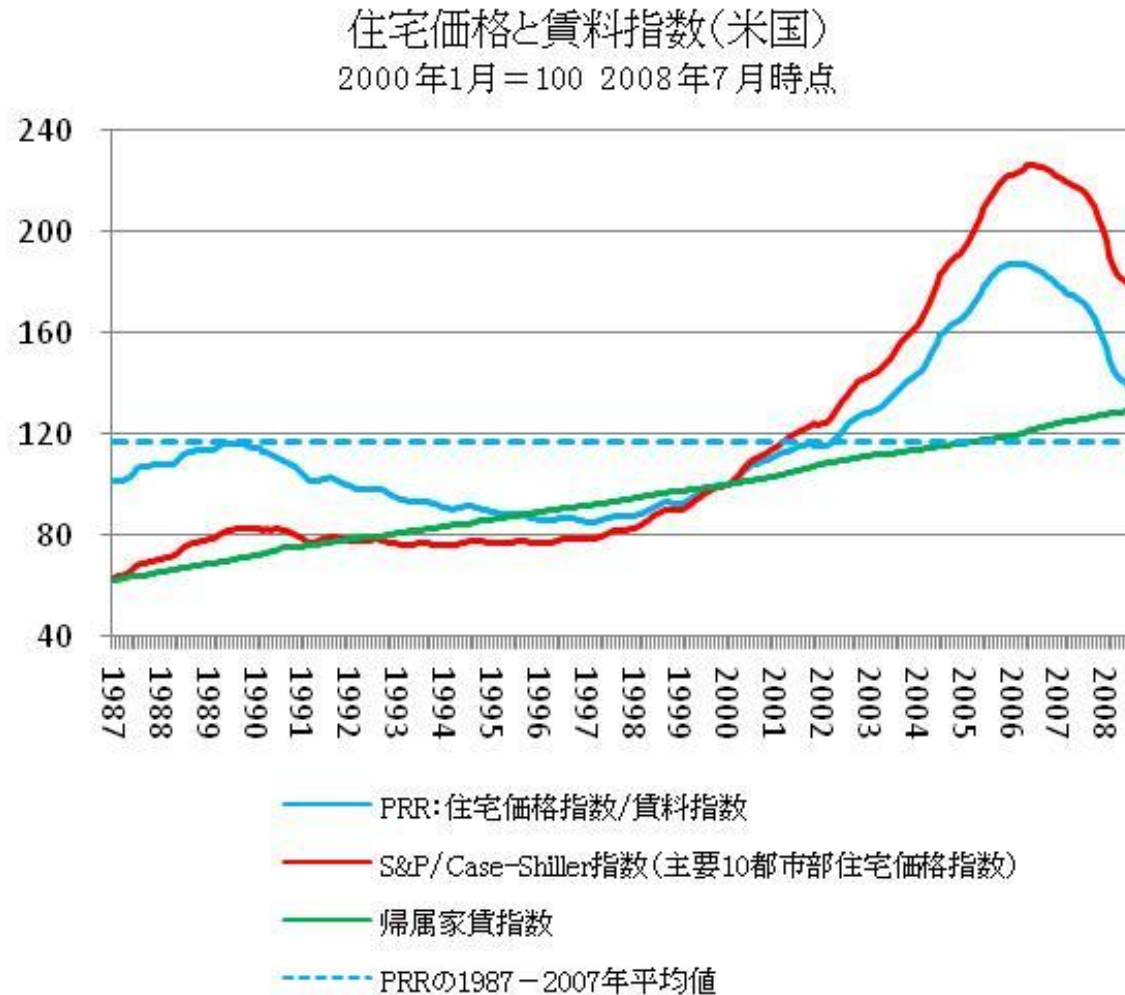
S&P/Case-Shiller住宅価格指数
2008年8月時点2000年1月=100



S&P/Case-Shiller指数の前月比%

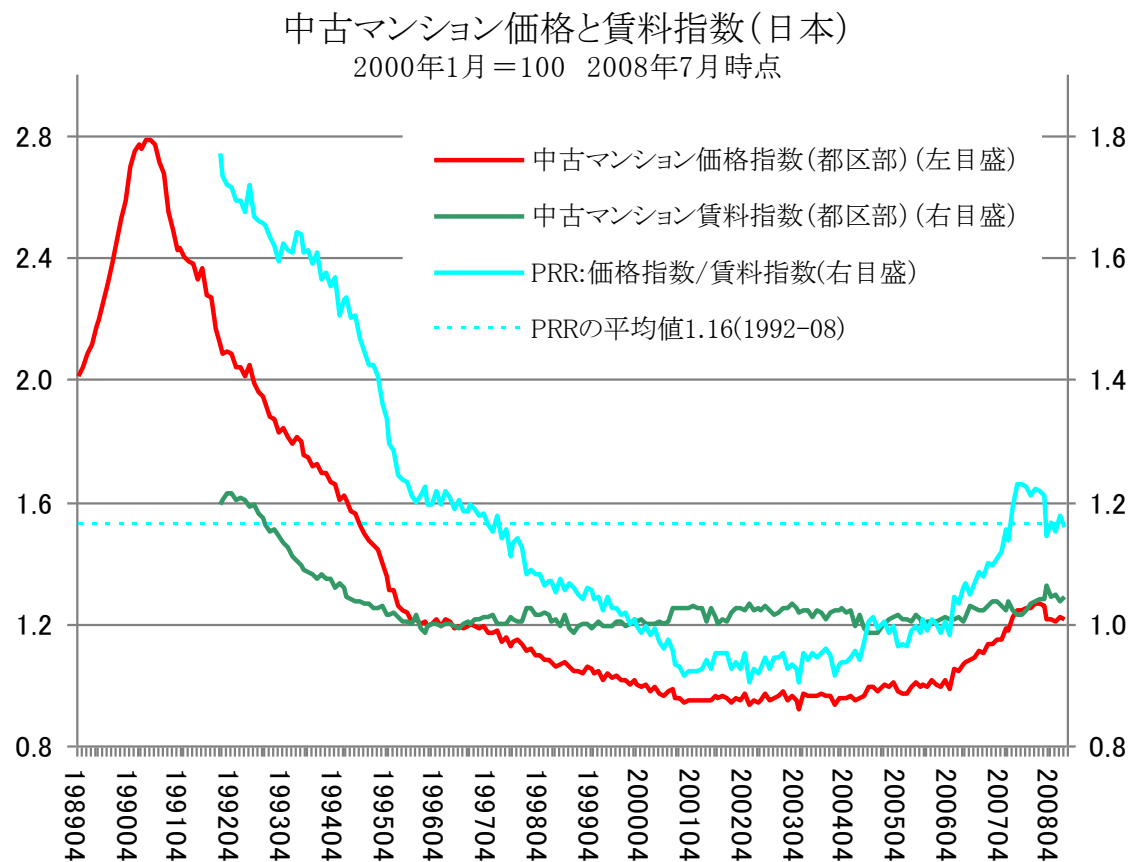


米国の住宅価格の割高はまだ十分調整されていないように見える。
住宅価格/賃料比率(“PRR”)で見る大局的な割高・割安



データ: 消費者物価、米国労働省、S&P/Case-Shiller index

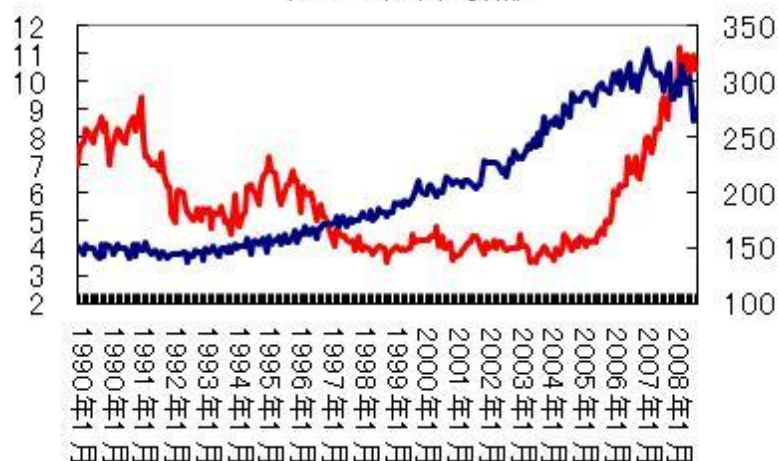
“PRR” (価格／賃料比率) の原理は日本でも有効



データ提供: (株)IPDジャパン「リクルート住宅
価格指数マンスリーレポート」
http://www.ipdindex.co.jp/news/2007_2_j.html

かつてない高い水準に上昇した住宅販売在庫率(赤線、月数倍)
在庫は絶対水準で減っているが、販売額も減少→月数倍在庫率高止まり

新築住宅販売価格と在庫率
(2008年9月時点)

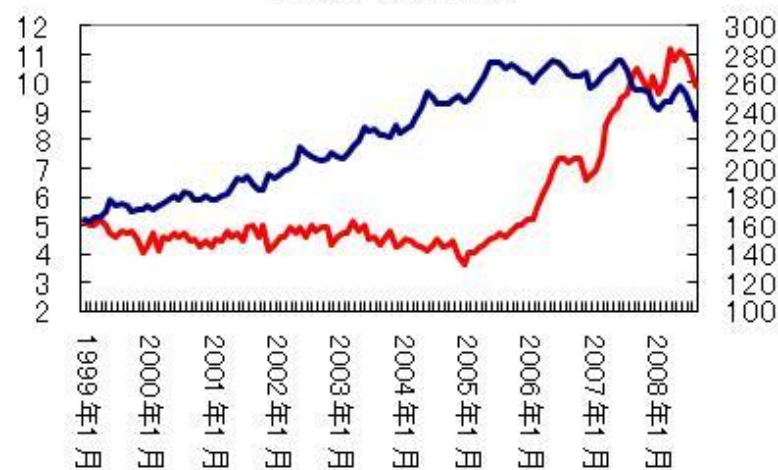


— 新築一戸建て住宅販売在庫率(月数倍、左目盛)

— 新築住宅販売平均価格(千ドル、右目盛)

データ: 米国商務省

中古住宅販売価格と在庫率
(2008年9月時点)



— 中古住宅販売在庫率(月数倍、左目盛)

— 中古住宅販売平均価格(千ドル、右目盛)

データ: National Association of Realtors

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(2006年)、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

20%下落→個人消費3360億ドル減少→年間GDPの2.5%に相当

30%下落→個人消費5040億ドル減少→年間GDPの3.6%に相当

Loss estimate by IMF Global Financial Stability Report Oct.2008

“Reported writedowns reached \$760 billion by the end of Sept.2008”

Table 1.1. Estimates of Financial Sector Potential Writedowns

(In billions of U.S. dollars)

	Base Case Estimates of Writedowns on U.S. Loans			Writedowns on U.S. Loans				
	Outstandings	April estimated losses	October estimated losses	Banks	Insurance	Pensions/Savings	GSEs and government	Other (hedge funds, etc.)
Subprime	300	45	50	35-40	0-5	0-5	—	10-15
Alt-A	600	30	35	20-25	0-5	0-5	—	5-10
Prime	3,800	40	85	25-30	0-5	0-5	45-55	0-5
Commercial real estate	2,400	30	90	60-65	5-10	0-5	—	10-20
Consumer loans	1,400	20	45	30-35	0-5	0-5	—	10-15
Corporate loans	3,700	50	110	80-85	0-5	0-5	—	25-30
Leveraged loans	170	10	10	5-10	0-5	0-5	—	0-5
Total for loans	12,370	225	425	255-290	5-40	0-35	45-55	60-100
	Base Case Estimates of Mark-to-Market Losses on Related Securities			Losses on Securities				
	Outstandings	April estimated mark-to-market losses	October estimated mark-to-market losses	Banks	Insurance	Pensions/Savings	GSEs and government	Other (hedge funds, etc.)
ABS	1,100	210	210	100-110	40-45	35-55	10-15	10-25
ABS CDOs	400	240	290	145-160	55-75	30-45	15-20	15-30
Prime MBS	3,800	0	80	20-25	10-15	10-20	20-25	0-5
CMBS	940	210	160	80-90	20-25	15-35	10-20	15-20
Consumer ABS	650	0	0	—	—	—	—	—
High-grade corporate debt	3,000	0	130	65-75	20-30	20-35	—	5-20
High-yield corporate debt	600	30	80	45-50	10-15	15-20	—	5-15
CLOs	350	30	30	15-20	0-5	0-5	—	5-10
Total for securities	10,840	720	980	470-530	155-210	125-215	55-80	55-125
Total for loans and securities	23,210	945	1,405	725-820	160-250	125-250	100-135	115-225

Sources: Goldman Sachs; JPMorgan Chase & Co.; Lehman Brothers; Markit.com; Merrill Lynch; and IMF staff estimates.

Note: The prime residential loans category includes a portion of GSE-backed mortgage securities. ABS = asset-backed security; CDO = collateralized debt obligation; CLO = collateralized loan obligation; GSE = government-sponsored enterprise; CMBS = commercial mortgage-backed security; MBS = mortgage-backed security.

Loss estimate in Financial Stability Report Oct.2008 by BOE

もはや米国住宅ローン問題ではない損失の拡大状況

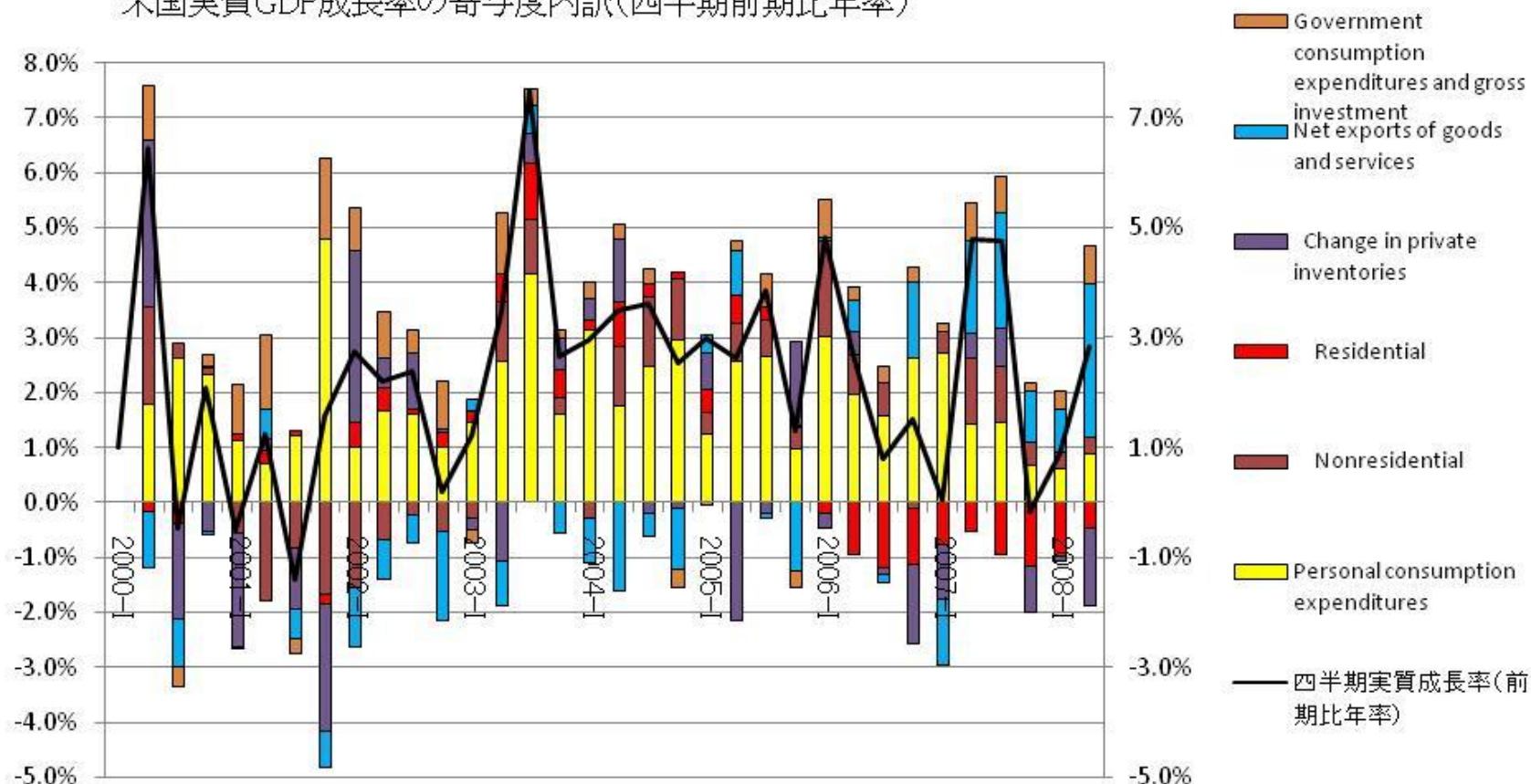
Table 1 Mark-to-market losses on selected financial assets(a)(b)

	Outstanding amounts	Losses: Apr. 2008 Report	Losses: Oct. 2008 Report
United Kingdom (£ billions)			
Prime residential mortgage-backed securities	193	8.2	17.4
Non-conforming residential mortgage-backed securities	39	2.2	7.7
Commercial mortgage-backed securities	33	3.1	4.4
Investment-grade corporate bonds	450	46.2	86.5
High-yield corporate bonds	15	3.0	6.6
Total		62.7	122.6
United States (US\$ billions)			
Home equity loan asset-backed securities (ABS)(c)	757	255.0	309.9
Home equity loan ABS collateralised debt obligations (CDOs)(c)(d)	421	236.0	277.0
Commercial mortgage-backed securities	700	79.8	97.2
Collateralised loan obligations	340	12.2	46.2
Investment-grade corporate bonds	3,308	79.7	600.1
High-yield corporate bonds	692	76.0	246.8
Total		738.8	1,577.3
Euro area (€ billions)			
Residential mortgage-backed securities(e)	387	21.5	38.9
Commercial mortgage-backed securities(e)	34	2.8	4.1
Collateralised loan obligations	103	6.8	22.8
Investment-grade corporate bonds	5,324	283.8	642.9
High-yield corporate bonds	175	29.1	75.9
Total		344.1	784.6

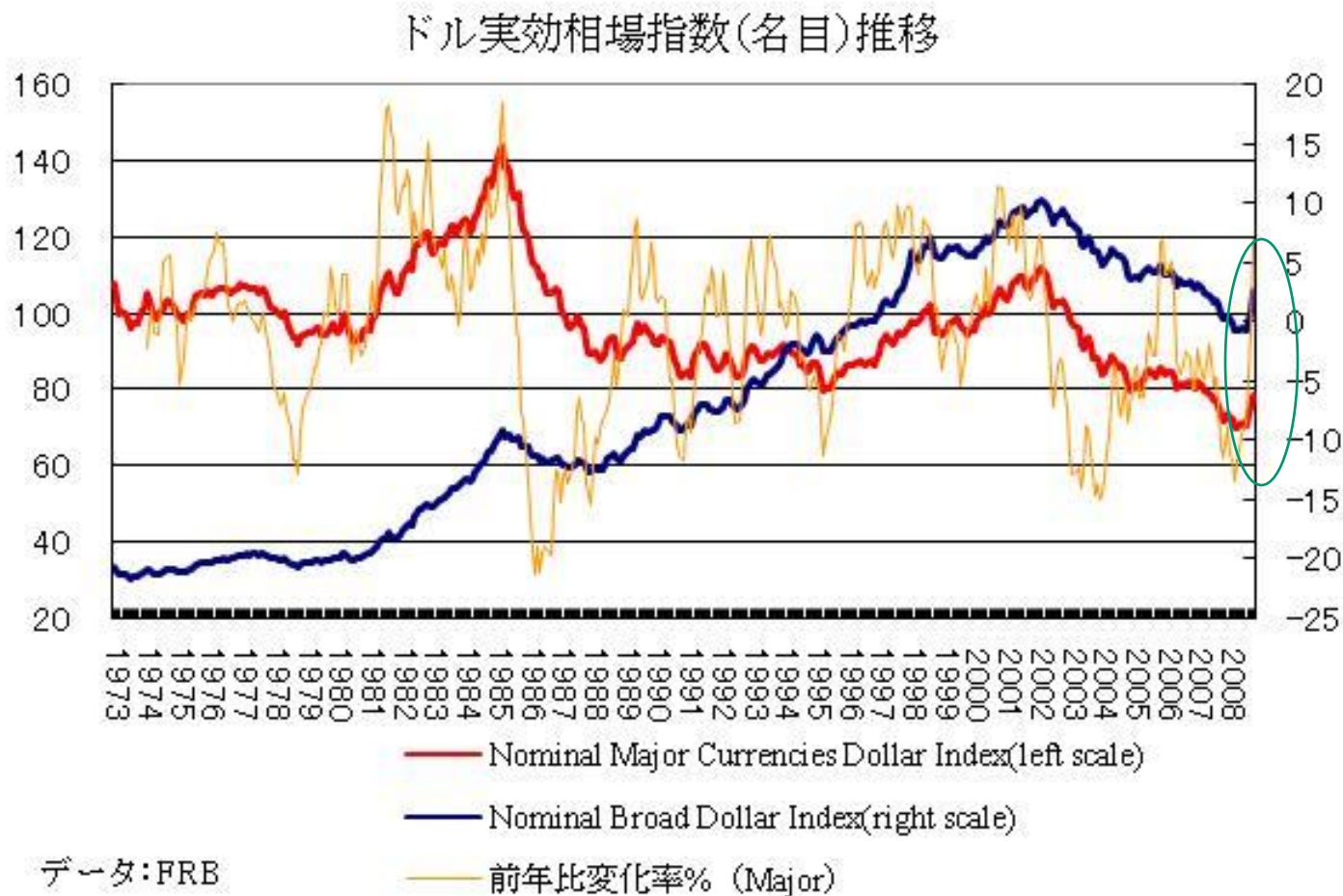
Source: Bank calculations.

08年第2四半期の実質GDP成長率は2.8%（前期比年率）、しかし純輸出の寄与度が2.8%とほとんどを占めた。世界経済の減速が鮮明になるに連れて、年後半にマイナス成長となる公算が高い。回復は2009年半ば以降？

米国実質GDP成長率の寄与度内訳(四半期前期比年率)



ドル危機(?) 米国金融危機の最中にドル相場の上昇というパラドックス



実質(インフレ調整後)で見ると大局的にはドル相場変動は循環的

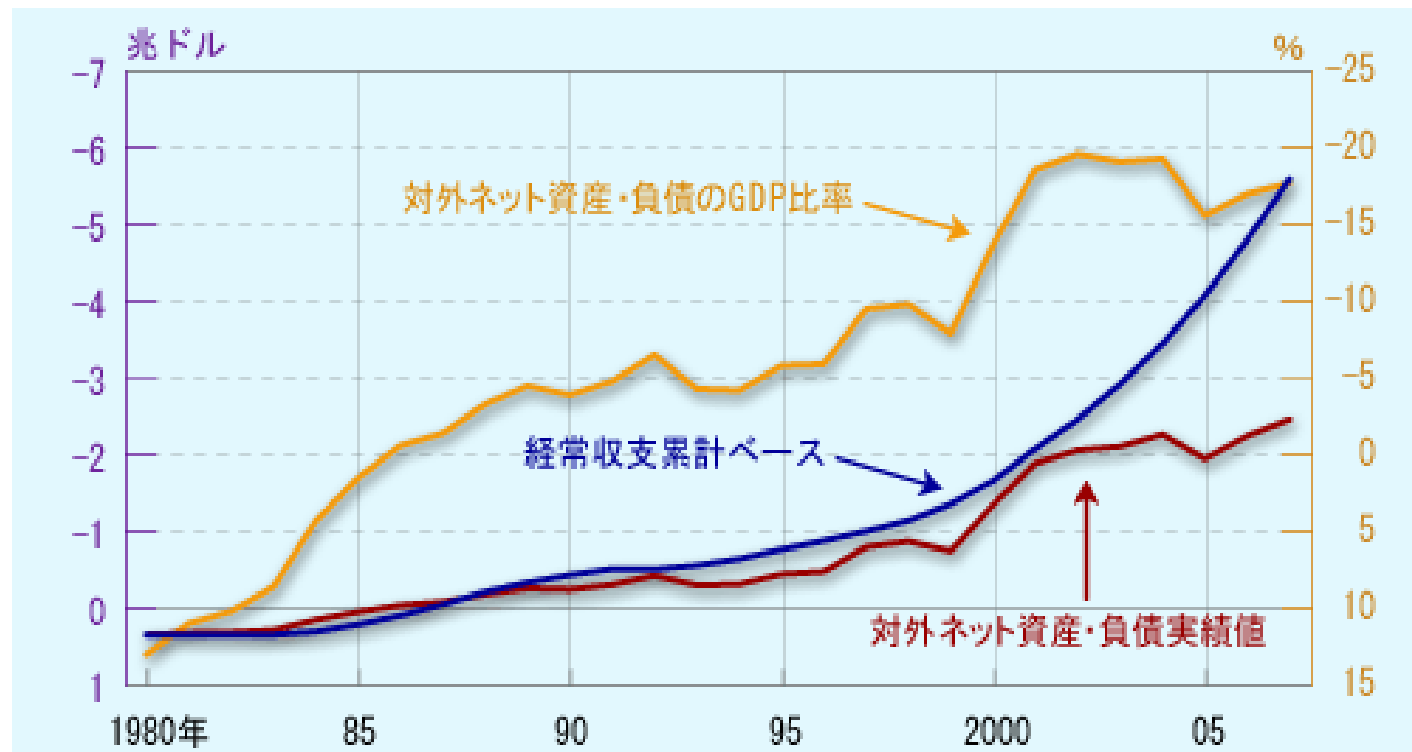


米国の対外純債務は経常収支赤字ほどには増えない

「金融帝国アメリカを支えるカラクリ」日経ビジネスNBoonline

<http://business.nikkeibp.co.jp/article/topics/20080707/164618/>

■ 米国の対外ネット資産・負債

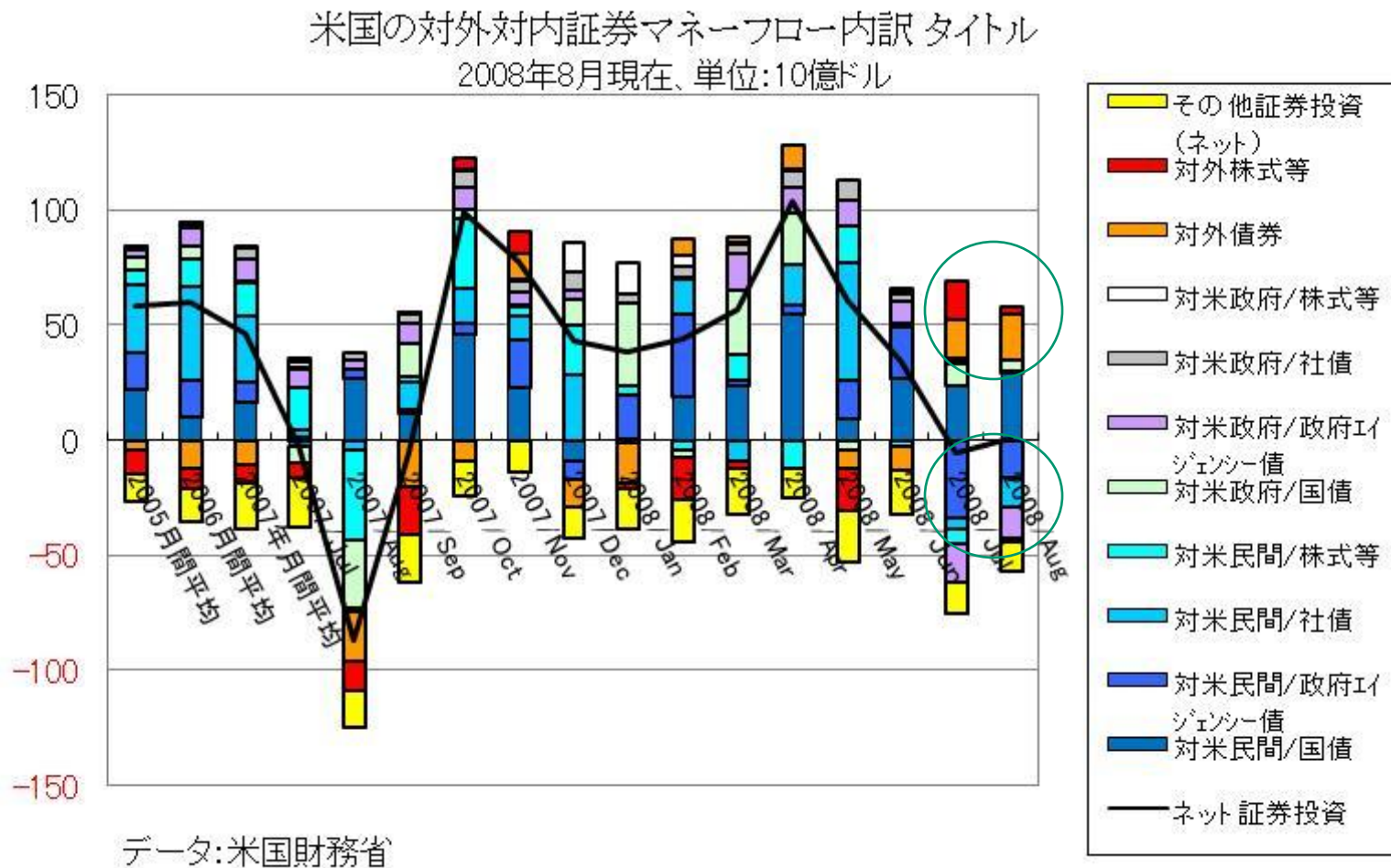


(注) 逆メモリ (マイナスはネット負債)

データ：米商務省

サブプライム危機勃発時の2007年7-9月、GSE2社の不安・激震が走った08年7 - 8月はネットで投資マネーの若干の流出超

08年7-8月は米国と海外の投資の相互引揚げ→全世界同時株安



今回の金融危機の教訓を考える

1、住宅バブルとその崩壊は、金融ビジネスの過剰な規制緩和、金融自由化の産物か？

“Regulation vs. Innovation”？対立の図式なのか。

ルール(規制)のないゲーム(ビジネス)はあり得ない⇔市場の自律的な規制機能？
対極的な2種類の規制(ルール)

保護主義的、当局裁量的vs.競争促進的、普遍的

イノベーション(証券化、信用デリバティブ)の結果、ルールと監督体制が陳腐化していた。

①ファイナンスのアンバンドリング←証券化

モーゲッジ・ブローカー:ライセンス制度すら無い州が多い

レンダー:零細、個人事業に近いノンバンク

インベストメントバンカー:銀行に比べて緩い規制

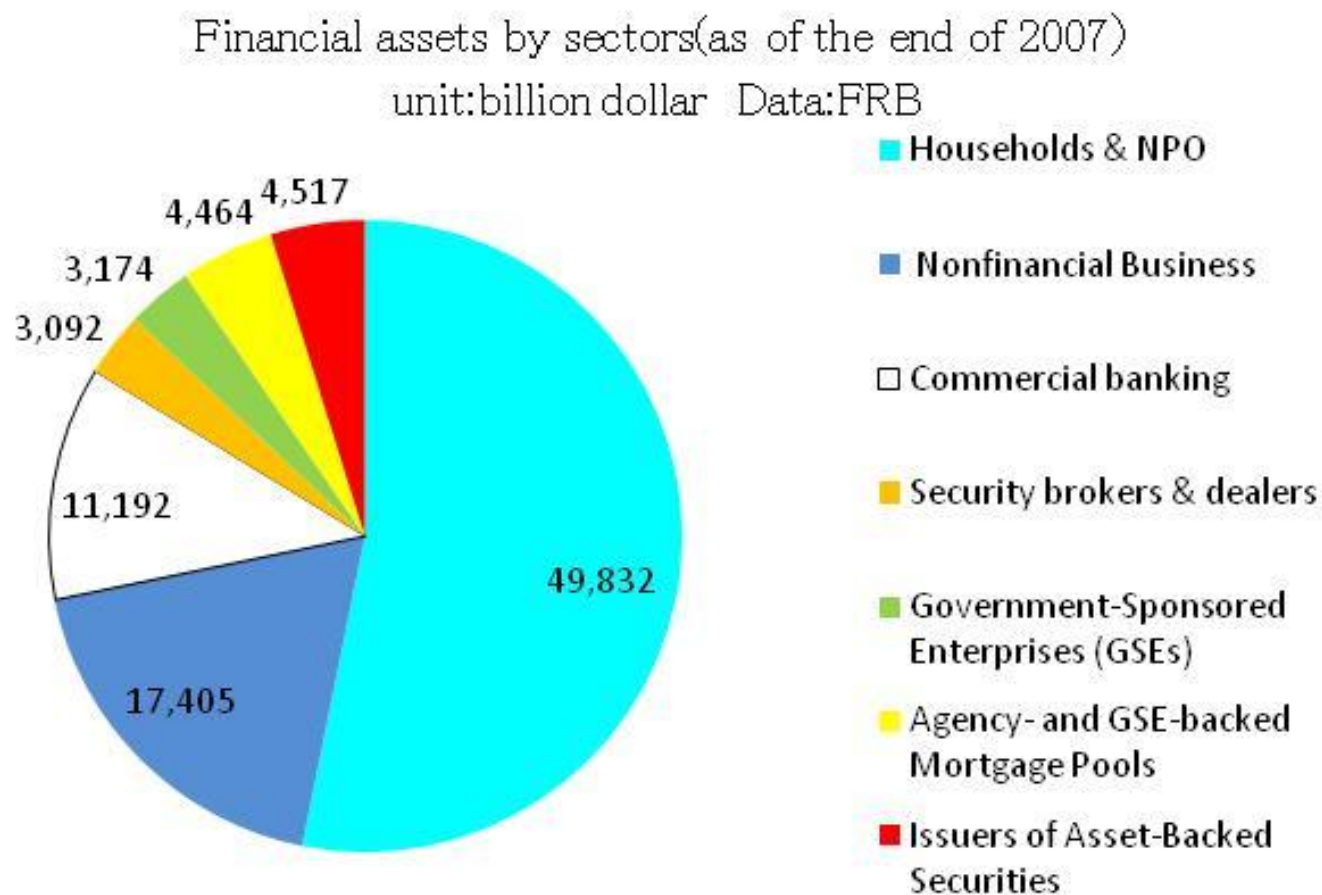
投資家:「格付け」にのみ依存

②資金の出手と信用の引受手の分離←CDSの普及

銀行セクター外でのリスク・ポジションの累積、集中(例、AIG)

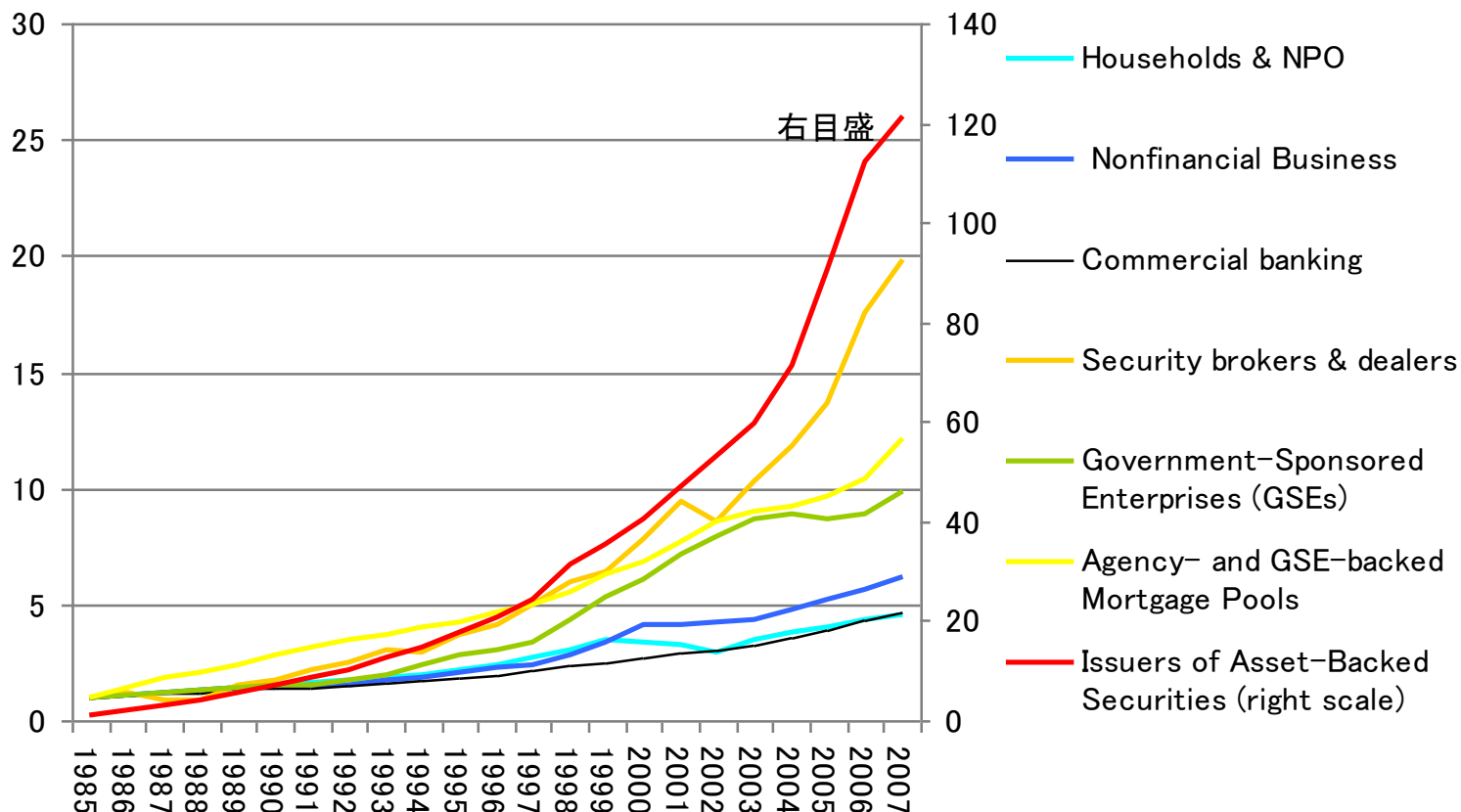
銀行のみを対象とするBIS規制の無力化(「投資銀行」はノンバンクである)

セクター別資産残高(データ:FRB資金循環表)



規制の緩い非銀行金融セクター(含む投資銀行部門)でのリスク性資産の急膨張

セクター別資産残高伸び率(1985年=100)指数



2、なぜリスク評価、管理システムを“高度化”していたはずの米国金融機関が危機的な巨大損失を抱える結果となったのか？

- ①VAR計測法はリスク量を過小評価する(実務家、理論家双方にとっては周知の事実)←相場変動は正規分布しない(稀な大変動が正規分布の想定よりも現実には頻繁に起こる)
- ②リスク性資産と時価評価→銀行与信姿勢の資産価格変動への同調性
→資産価格の変動を拍車
- ②リスク量計測の前提となる諸変数間の相関関係は時に激変する。
平時:個別の債務破綻は独立事象に近い
危機時:債務破綻は連鎖する→リスク量の急拡大
資本増強の必要、しかし資本市場は麻痺していた。
→最後の資本提供者としての政府による資本注入
- ④金融工学の発達はバブルとその崩壊の予防を意味しない。
人間が市場で他の人間を相手にするビジネスの本質:“チキンゲーム”

「市場の自律的な規制能力」への過信

グリーンスパン元FRB議長の議会証言 08年10月23日 ロイター報道

“Those of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholder's equity -- myself especially -- are in a state of shocked disbelief,” said Greenspan.

Greenspan softened his longstanding opposition to many forms of financial market regulation, acknowledging in an exchange with Waxman that he was "partially" wrong in his belief that some trading instruments, specifically credit default swaps, did not need oversight.

Waxman cited a series of public statements by Greenspan saying the market could handle regulation of derivatives without government intervention.

He said that regulatory reform will be necessary in the areas of fraud, settlement, and securitization to re-establish financial stability.

⇒暗黙の政府保証によるGSEの資産膨張を警告し、GSEに対する規律強化の改革を要求したのはグリーンスパン、共和党、行政府、それに反対したのは民主党

⇒2001年以降の金融緩和が過剰だったという批判は後講釈批判

金融緩和が不足で景気回復が遅れ、あるいはデフレになっていたら、FRBは容赦なく「緩和の不足」を批判されていたはず。

最近の刊行図書



新刊予定、「ラーメン屋vs.マクドナルド、エコノミストが読み解く日米の深層」

竹中正治 著、新潮新書(9月16日発刊)

竹中正治の定期執筆論考: 日経ビジネスNOnline「ニュースを斬る」毎月執筆