

# サブプライムローン問題による国際金融市場の動揺

～我が国経済への影響を中心に～

企画調整室（調査情報室） すずき かつひろ 鈴木 克洋

## 1. サブプライムローン問題で動揺した世界市場

2007（平成19）年7月から8月にかけて、アメリカにおける信用力の低い個人向け住宅貸付（サブプライムローン）の焦げ付き問題（いわゆる「サブプライムローン問題」）を発端にし、世界同時株安や対円為替レートの急騰など世界の市場に動揺が広がった。これに対して、各国の中央銀行による巨額の資金の供給など事態の悪化を防ぐ手段が講じられたことなどを受け、市場は今のところ落ち着きを取り戻している。しかし、こうした中央銀行の対策はあくまで流動性の供給という一時的なものにすぎず、サブプライムローン問題を根本的に解決するものではないことから、今後も欧米のみならず我が国を含めた世界市場を脅かす問題として残っている。

本稿では、サブプライムローン問題による世界同時株安と外国為替市場の動向を我が国の市場を中心に整理するとともに、これらの問題が我が国経済に与える影響について俯瞰する<sup>1</sup>。

## 2. 株式市場の動向

### （1）大きな影響を受けた我が国株式市場

サブプライムローン問題は、2006（平成18）年12月末頃からアメリカ経済のリスク要因として顕在化しはじめ<sup>2</sup>、2007年3月13日には米国大手ローン会社がニューヨーク証券取引所において上場廃止となる事態が生じた<sup>3</sup>。これを受けて、ニューヨーク市場、欧州市場、東京市場において株価が下落した（図表1）。しかし、この時点では、2月27日に起こった上海市場における株価下落を発端とした世界同時株安（いわゆる「チャイナショック」）の余韻がまだ残っている中にあり、その当時はサブプライムローン問題だけが大きく取り上げられることは少なかった。その後は、株価は再び上昇基調に転じ、しばらく株価は順調に上昇していくが、7月19日、米国のバーナンキFRB議長による「サブプライムローン関連の損失が500億から1,000億ドルになるとの試算がある」旨の上院議会証言が

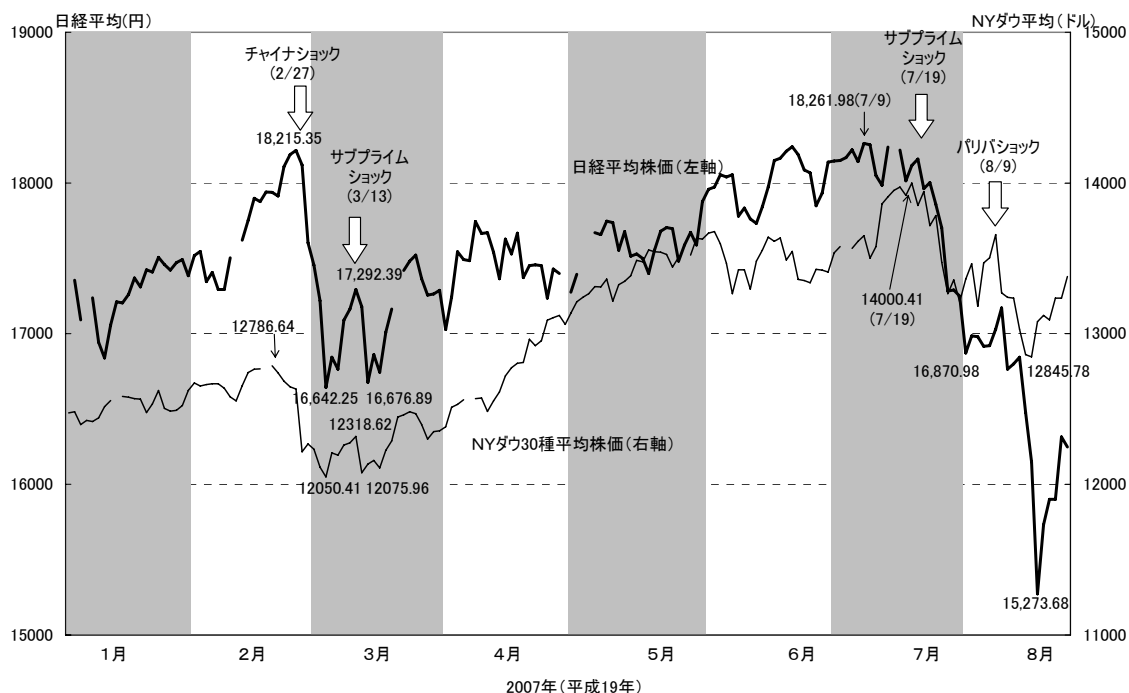
<sup>1</sup> 本稿は2007（平成19）年8月27日時点で明らかになっている情報を基にしている。

<sup>2</sup> サブプライムローン専門会社オウニット・モーゲージ・ソリューション、モーゲージ・レンダーズ・ネットワークが資金繰りに行き詰まり業務を停止したほか、約20社が業務を停止したとされる（『日経金融新聞』（2007.3.15））。

<sup>3</sup> ニュー・センチュリー・ファイナンシャルは、2007年3月8日に新規貸出を停止、12日に銀行団からローン債権の買い戻しを求められたことを受けて、ニューヨーク証券取引所が13日付で上場廃止を決定した（『日経金融新聞』（2007.3.15））。

あり<sup>4</sup>、ニューヨークのダウ平均株価は、同日の 14,000 ドル台をピークとして急落し、これを受けて日経平均株価も 18,000 円台から 17,000 円台まで大幅に下落した。

図表 1 日米の株価の推移 (2007 年 1 月 ~ )



(注 1) 2007 (平成 19) 年 1 月 4 日から 8 月 24 日までの日次データ。グラフの非連続は祝祭日。

(注 2) 矢印の出来事の日付は、欧米市場を基準としている。

(出所) 日経 NEEDS-Financial QUEST

その後、このサブプライムローン問題は、欧州の銀行に波及し<sup>5</sup>、ドイツでは政府がサブプライムローン関連の損失を出した銀行の支援に出ることとなったほか<sup>6</sup>、フランスの大手銀行も傘下のファンドを凍結する (8 月 9 日) などの措置をとった<sup>7</sup>。こうした事態が重なって、欧米の市場に動揺が生じ、景気への先行き懸念などから株が売られ、株価は大幅に下落した。こうした状況は東京やアジアの市場にも伝播し、それが再び欧米市場に影響してさらに株価が下がるといった負の連鎖が生じ、世界同時株安が進行していった。

<sup>4</sup> 『日本経済新聞』夕刊 (2007. 7. 20)。

<sup>5</sup> 我が国の主要銀行においては、サブプライムローン関連の金融商品による損失額は、1 行当たり多くても数十億円とされており (主要 8 行合計約 200 億円) サブプライムローン問題による我が国の金融機関への影響は、現時点では限定的であるとの見方が多い (『読売新聞』 (2007. 8. 11)、『日本経済新聞』 (2007. 8. 19))。

<sup>6</sup> ドイツの中堅銀行である I K B ドイツ産業銀行が、傘下のヘッジファンドがサブプライムローン債権の取引で損失を出したため、ドイツ政府系の復興金融公庫から支援を受けることとなった (『読売新聞』 (2007. 8. 4))。

<sup>7</sup> フランス銀行大手の B N P パリバが、相場の混乱で資産価値を適正に評価できなくなったとして、傘下の 3 ファンドを凍結した。この発表でフランス株式市場が大幅に下落し欧米市場全体に動揺が広がった (『日本経済新聞』 (2007. 8. 10))。これに対して、9 日に米国連邦準備理事会 (F R B) は 240 億ドル (約 2.9 兆円) 欧州中央銀行 (E C B) は 950 億ユーロ (約 15 兆円) の緊急資金供給をはじめとして連日資金供給するなど事態の沈静化を図ったが、世界同時株安が進行した (いわゆる「パリバショック」)。

こうした世界同時株価下落の中でも、特に、我が国における株価の下落は著しく、7月から8月における今回の株安局面において、ニューヨークのダウ平均株価が8.2%（14,000.41ドル(7/19) 12,845.78ドル(8/16)）の下落率であったのに対して、日経平均株価は16.4%（18,261.98円(7/9) 15,273.68円(8/17)）もの下落を記録している。サブプライムローン問題を契機とした今回の世界同時株安においては、サブプライムローン問題とは直接的な関係が薄いとされていたにもかかわらず、我が国の株価下落率が最も大きいという状況となったことは特筆すべき点である。

## (2) 我が国株式市場における外国人投資家売買シェアの大きさ

このように我が国において株価下落が大きかった理由としては、主に次の2点が指摘されている。第一には、欧米のヘッジファンド等がサブプライムローン問題で生じた損失を埋め合わせるため、または顧客からの解約に備えて現金を用意するために、比較的好調であり流動性の高い日本株を売却した可能性があること、第二に、株安と同時に進んだ急激な円高（後述）によって、輸出関連企業の業績が悪化するのではないかという懸念から、これらの企業の株式（これらの株式は足元の株式相場を牽引してきた）が売られた可能性があること、が挙げられている<sup>8</sup>。

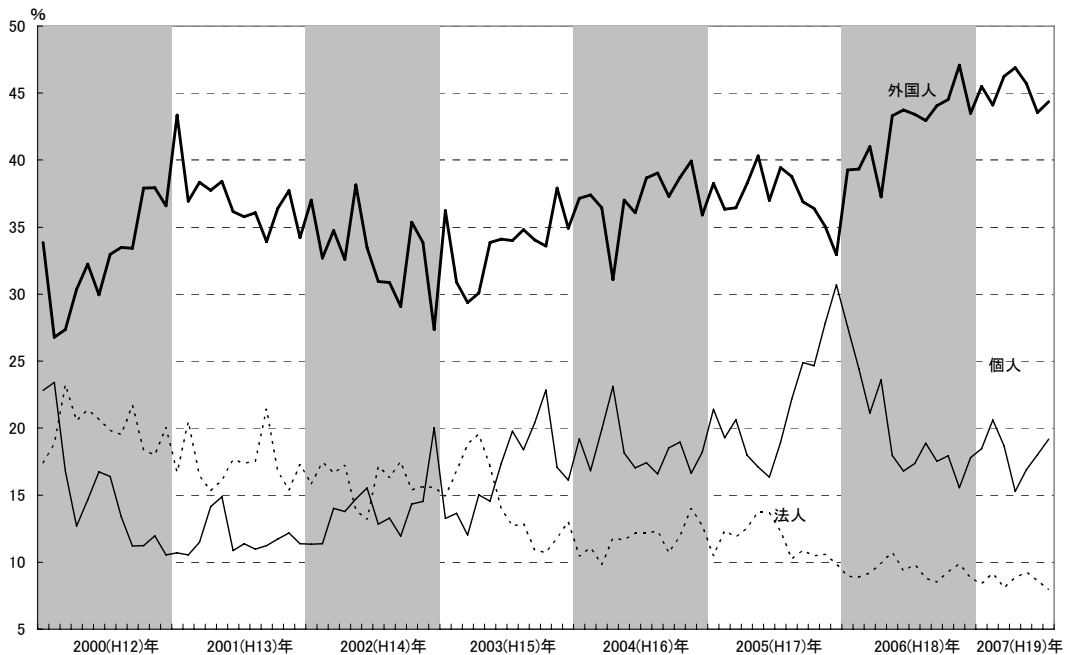
特に、前者については、我が国の株式市場における外国人投資家の売買シェアの大きさが株価の下落に拍車をかけた可能性が指摘される。図表2は、東京証券取引所（東証一部）における外国人投資家の買付けシェア（代金ベース）を見たものである<sup>9</sup>。これによると外国人投資家は、個人投資家や法人をしのいで、常に最も高いシェアを有している。2003（平成15）年に株価の最安値を記録した頃からは、売買シェアを更に伸ばし、足元ではおおむね45%程度のシェアを有している。つまり、我が国の株式市場においては、外国人投資家の売買動向が株価の価格形成に大きな影響を与えていると考えられる。

実際に、外国人の売買状況と日経平均株価の動向を比較してみると（図表3）、外国人が売り越した月、若しくは前月に比べて買い越しが極端に少額となった月は、株価が下落するという傾向にあることが観察できる。例えば、2006（平成18）年6月のインド株などの新興国の株価下落等を契機とする世界同時株安や2007（平成19）年2月のいわゆるチャイナショックでは、外国人の売り越しと株価下落に強い相関が見られる。今回の7、8月のサブプライムローン問題に係る株価急落のケースにおいても、外国人投資家による巨額の日本株の売却が株価下落に影響したと見ることができよう。

図表2 外国人投資家の買付け代金に占める割合（東証一部）

<sup>8</sup> 当然、株式市場は、あらゆる投資家の様々な思惑による取引によって相場が形成されるため、この2つの要因だけが今回の株価急落の要因とは言い切れない。例えば、株の信用取引（空売り）は株価下落局面で収益を上げることができるため、この空売りが株価下落に拍車をかけた一因となった可能性も指摘できる。いずれにしても、株式市場は匿名市場であるため、株価下落の要因を実証することは困難である。

<sup>9</sup> ここでは買付け代金ベースを例としたが、売付け代金シェアでも同様の傾向が観察できる。

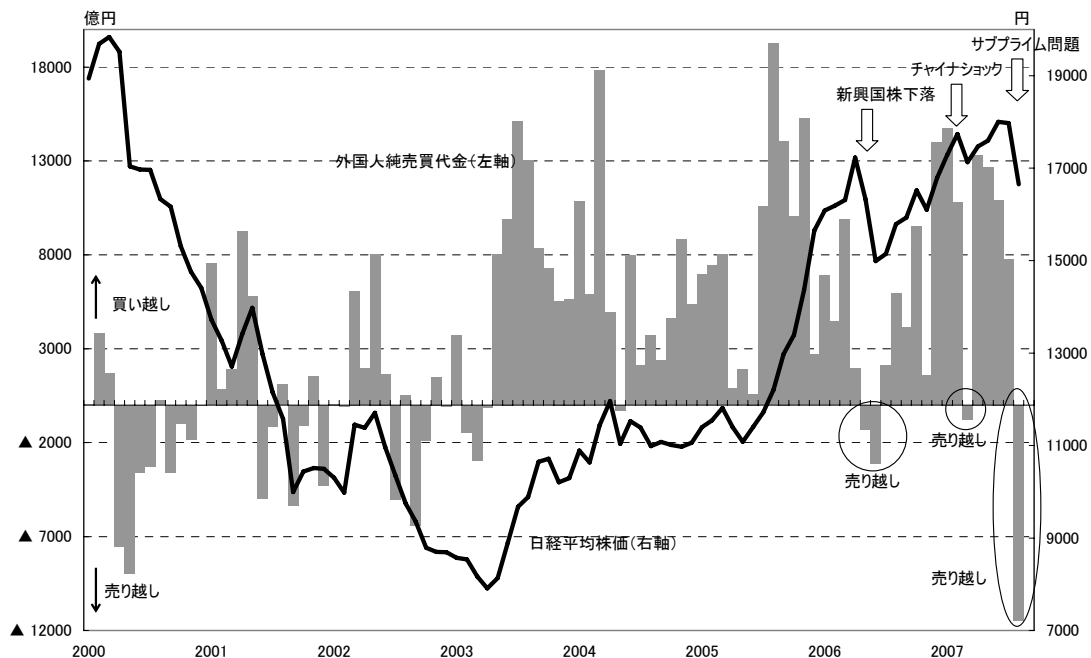


(注1) 2000(平成12)年1月から2007(平成19)年7月までの月次データ。

(注2) 各投資家のシェア = 各投資家の買付け代金 / 総買付け代金

(出所) 東京証券取引所『東証統計月報』

図表3 東証一部における外国人投資家の売買動向と株価



(注1) 2000(平成12)年1月からの月次データ。日経平均株価は月中平均値。

(注2) 2007(平成19)年8月は、8月17日までの数値。

(注3) 外国人純売買代金は、外国人投資家の買付け代金と売付け代金の差分。

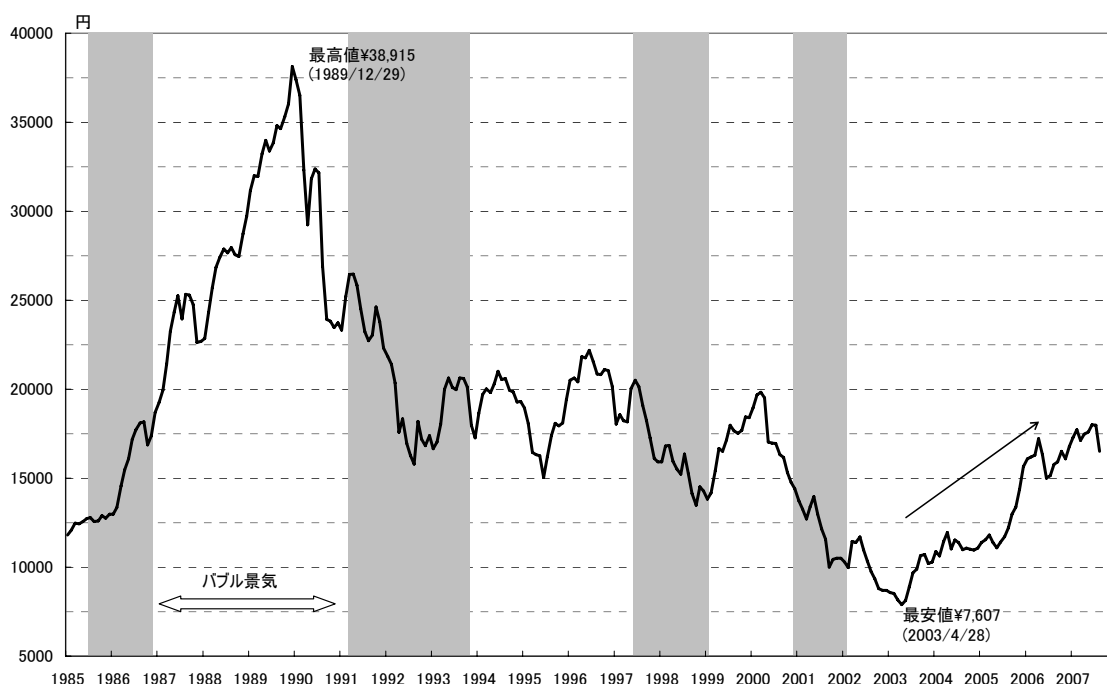
(出所) 東京証券取引所『東証統計月報』、日経NEEDS-Financial QUEST

(3) 株式市場の中期的視点

以上のように、今回のサブプライムローン問題は、数日間の単位で見れば、株価を急落させるなどして我が国の株式市場に大きな影響をもたらしたが、これが中長期的にも影響を持ち続けるとまでは言い切れない。そもそも株価は、理論的には、企業業績など企業価値を反映した価格として形成されるものであり、投機的な動きに連動して株価の変動があるとしても、中長期的にはおおむね基礎的要因（ファンダメンタルズ）で決まってくると考えられるからである。図表4は、我が国株価の推移を示すものであるが、2002（平成14）年1月からの今期の経済拡張局面では変動を繰り返しながらも、我が国景気回復を反映して、トレンドとしては緩やかな上昇傾向にあり、今後の株価の先行きは、基本的には我が国の景気情勢に従って推移すると考えられる。

ただし、先述のとおり、近年の我が国株式市場においては、外国人投資家の存在が大きくなっている。こうした構造は容易に変わるものでないことを勘案すると、仮にサブプライムローン問題がさらに拡大し、世界的かつ大規模な信用収縮が生じた場合には、我が国株式市場も再び少なからぬ影響を受けることは避けられないだろう。このため、サブプライムローン問題の行方については引き続き注視する必要があるだろう。

図表4 日経平均株価の推移



(注1) 1985（昭和60）年1月からの月次データ。月中平均値。  
ただし、2007（平成19）年8月は8月24日までの数値。  
(注2) シャドーは、景気後退期。  
(出所) 日経 NEEDS-Financial QUEST

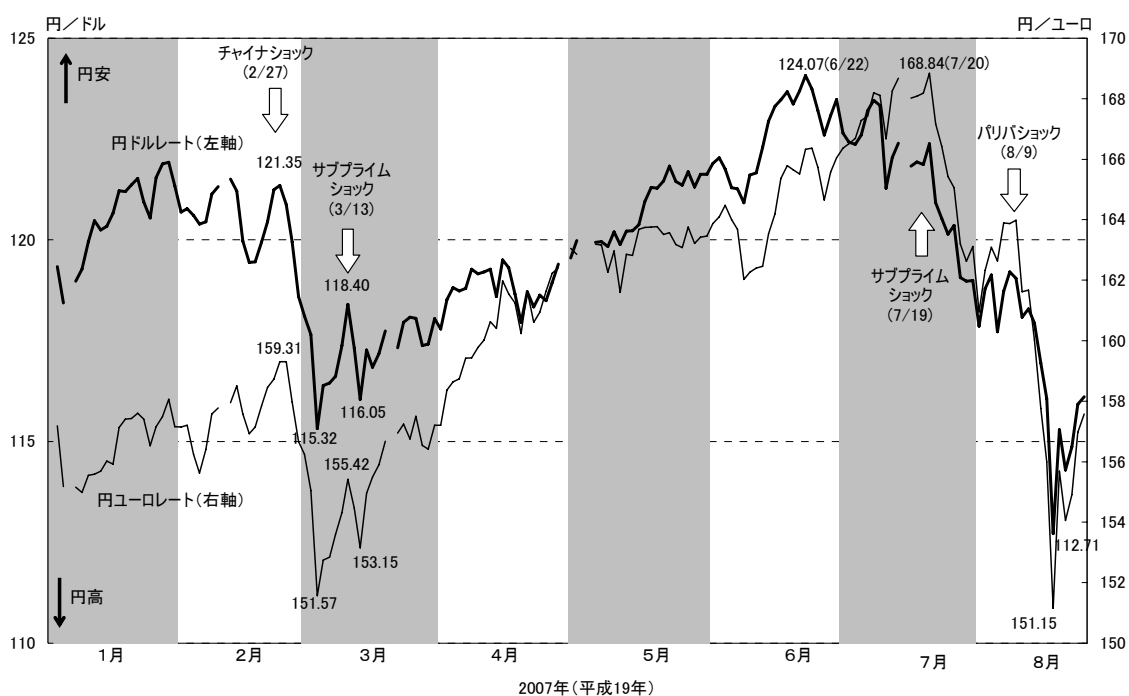
### 3. 外国為替市場の動向

( 1 ) 株安と同時に進んだ円高

為替市場では、サブプライムローン問題を受けて、これまでドル・ユーロに対して独歩安で推移していた円が急騰するという事態が生じた(図表5)。つまり、株式市場で日経平均株価が急落する一方で、為替相場では円が急騰したことになる。サブプライムローン問題が懸念され始めた2007(平成19)年始めからの為替レートの動向を振り返ると、2月末のいわゆるチャイナショックを受けて1ドル121円台から115円台まで6円の円高となったが、その後はすぐに円安傾向に反転した。3月には1回目のサブプライムローン問題によってわずかに円高に振れたものの、その後は緩やかな円安基調で推移していくことになる。6月22日には1ドル124円07銭(東京市場午後5時、以下同じ)となり、足元でも最も円安が進んだ。また、対ユーロでは、7月20日に1ユーロ168円84銭となり過去最安値を記録している。しかし、欧米市場において7月19日に再びサブプライムローン問題が表面化すると、再び円高基調となり、8月9日以降の世界同時株安時において、円が一気に急騰した(8月17日時点で1ドル=112円70銭、1ユーロ=151円15銭)。先述のレートと比較すると、対ドルでは約12円、対ユーロは約17円の急騰である。

こうした円の急騰は、輸出関連企業の業績悪化という懸念を生じさせ、これら企業の株式が売却されたことが、株価急落の一因となった可能性があるのは先述のとおりである。

図表5 円ドルレート、円ユーロレートの推移(2007年1月~)



(注1) 2007(平成19)年1月4日から8月24日までの日次データ。グラフの非連続は祝祭日。

(注2) いずれも東京インターバンク市場におけるスポット・レート(午後5時時点のオファー(売り値)とビット(買い値)の中間値)。

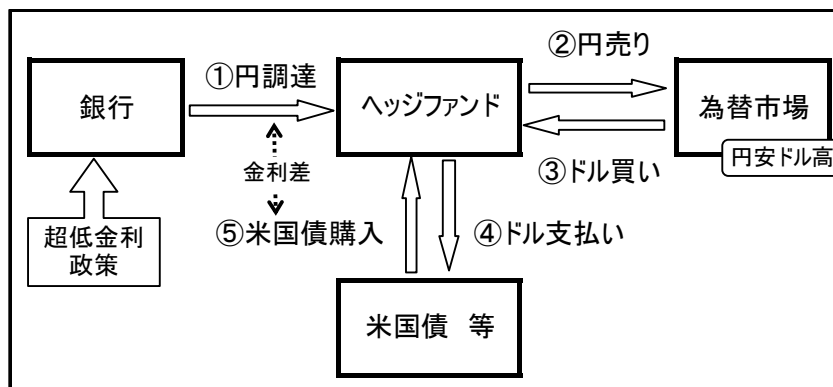
(出所) 日本銀行『外国為替市況(日次)』

( 2 ) 円キャリー取引の巻き戻し

こうした円急騰の背景として指摘されているのが、いわゆる「円キャリー取引（円借り取引）」の巻き戻しである。そもそも円キャリー取引とは、金利の低い日本で円を借り入れて、その円を外国通貨に替え、金利が高いところで運用する投資手法とされている<sup>10</sup>（図表6）。我が国金融市場においては、1997（平成9）年9月に「無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%に誘導する」というかつてない低金利政策を採用して以来、1999（平成11）年2月のゼロ金利政策の実施、2001（平成13）年3月の量的緩和政策の実施によるゼロ金利を経て、足元でも0.5%という低金利政策が続いており、我が国金融市場では低利で円資金を借り入れることができる。このため、理論的には、低利で調達した円資金をドルなどの外貨に交換して、金利の高い米国債等で運用すれば、（為替レートの変動がないならば）金利差分の収益をあげることができる。さらに、この資金を債券より収益率の高い資産（例えば、新興国の株式やリスクの高い証券等）へと投資すれば更に収益をあげることができる。こうした取引が広がれば、円が大量に売られることになり、円安基調を形成することになると考えられる。こうした円キャリー取引は1990年代後半から、ヘッジファンドや機関投資家によって行われてきたと言われている。

今回7月から8月にかけて円が急騰した背景には、この円キャリー取引の逆の動き（円キャリー取引の巻き戻し）が起こったとされている。つまり、サブプライムローン問題の発生によ

図表6 円キャリー取引の概念図



（出所）筆者作成

て、円キャリー取引を行っていたヘッジファンドや機関投資家が、株価下落による損失確定やリスク回避等のために投資資産を売却し、借り入れていた円を返済するため、外貨を売って円を買うという円キャリー取引を解消する動きがあったことから、急激な円高になったというものである。

しかしながら、ファンドや海外投資家によるこうした円を借りて行うという「狭義」の円キャリー取引の規模については、それほど大きな規模ではないとの見方も多い<sup>11</sup>。外国

<sup>10</sup> こうした金融市場から円を借りて行う円キャリー取引は、海外投資家や海外のヘッジファンドなど円資金を持たない者の投資手法であり、「狭義」の円キャリー取引と解されることが多い。このほか、個人投資家や生保といった国内の機関投資家などとも円資金を持っている者が、この円資金を元手に外債に投資するなどの取引もある。これらの取引も円安の要因となることから、「広義」の円キャリー取引として捉えられることが多い。

<sup>11</sup> 山川哲史「『円キャリー巻き戻し』神話を疑う」(『週刊エコノミスト』2007.8.21号)、田中泰輔「誤解だらけの『円キャリー取引』」(『週刊エコノミスト』2007.4.10号)など

為替市場は、株式市場のように特定の場所や建物がある市場はなく、基本的に電話や情報通信システムを利用した相対の取引市場である。銀行間での直接取引、銀行と顧客の取引、海外との取引は原則自由である。この中で、取引参加者はそれぞれ相場観に基づき、直物（スポット・レート）、先物、スワップ、オプションなどの取引<sup>12</sup>を利用して為替持高<sup>13</sup>を調整したり、為替変動に対するリスクヘッジをしたり、為替差益を狙った投機取引を行ったりすることになる。このため、「狭義」の円キャリー取引の巻き戻しが今回の円急騰の一翼を担った可能性は否定できないが、それが円の急騰のすべての要因とまで言い切ることはいえない。

### （３）円高・円安の要因

#### （ア）為替レートの決定要因

以上のように、7月19日のサブプライムショック前後の1か月間で対ドル10円近くの円高（8月9日のいわゆる「パリバショック」後の数日間では約6円の円高）であり変動率としては衝撃が大きかったが、その後は再び円安基調で推移しており、円高の更なる進行は現在のところ観察できない。一般的に為替レートはごく短期間では乱高下することが多いものであるが、問題は、中長期的にトレンドとして円安・円高のどちらの方向へ向かうのかが、今後の我が国経済の行方を見る上では重要となる。そこでまず、為替レートがどのように決まると考えられているか整理をする。

為替レートとは、二つの通貨の間の交換比率である。ある国の通貨は通常その国の中でしか通用しないため、貿易に伴う代金決済を行ったり（貿易取引）ある投資家が海外の国の株式等を購入したり（資本取引）するなど、海外との間で資金決済を行う場合には、必然的に外貨の売買が行われることになる。変動相場制を採用する主要国通貨間の為替レートは、通貨当局による市場介入が行われることがあるものの、基本的には外国為替市場におけるこうした外貨の売買（需給関係）によって決定される。この外貨の需給関係は、民間の貿易取引や公的な市場介入による外貨の需給フローのみならず、企業や機関投資家や個人の自国建て資産と外貨建て資産の残高（ストック）間の資金運用のシフトによっても変動することになる。特に、近年は、国際金融取引の自由化、IT化等による迅速化・高度化によって後者の資本取引（資金運用シフト）が相場形成の中心となっているとされる。

こうした中で、内外の金利差、内外インフレ率差、国際収支不均衡による為替リスクプレミアム<sup>14</sup>等が為替レート決定の重要な要因となる。図表7は、現在の円を取り巻くこれ

<sup>12</sup> 受け渡し取引約定の即日行われるものを直物取引、受け渡し決済を将来の特定の日に行うものを先物取引、直物売り先物買い（直物買い先物売り）を同時に交差締結するものをスワップ取引、ある価格で売ったり買ったりできる権利の取引をオプション取引という。

<sup>13</sup> 企業や銀行などが、外貨建て資産や負債全体として、どの程度の為替変動リスクに晒されているかを把握するために用いられる。ドル建て資産からドル建て負債を差し引いた額が為替持高となる。この金額がプラス（マイナス）の時を「買い持ち（売り持ち）」といい、ドル安円高になれば損失を被る（利益を得る）。この為替変動リスクに対しては、為替持高の調整、先物等によるリスクヘッジ等で持高をゼロの状態（スクエア）にしたり、積極的に持高を調節して為替差益を得ようとしたりすることになる。

<sup>14</sup> 為替リスクとは、外貨建て資産の場合、その為替相場が変動して自国通貨で見た価値が変動するリスクのこと。自国通貨に比較して外貨建ての金融資産や負債を保有する場合、為替リスクを伴うため、この為替リスク



らの要因をイメージしたものである。

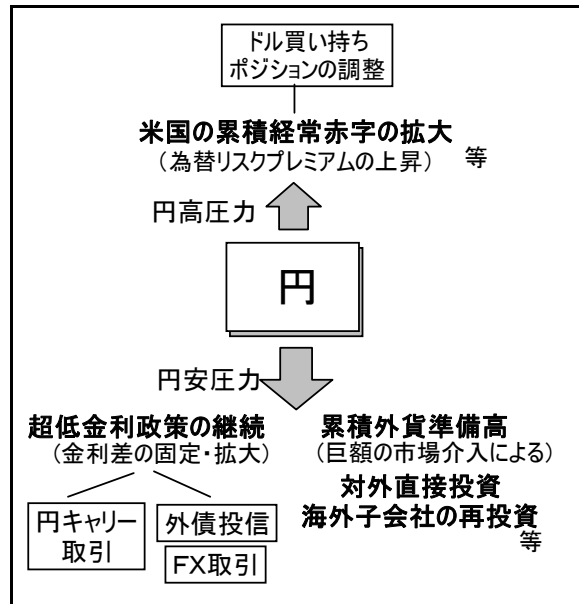
(イ) 超低金利政策を背景とした円安圧力

内外の金利差は、先述のとおり、より金利の高い通貨への投資が選択されるため、金利の高いドルが買われ(円が売られ)円安圧力となって働くことになる。現在、日本銀行は、政策金利の引上げはゆっくりとしたペースで行われる可能性が高いことを表明しており、日米の金利差(政策金利で4.75%ポイント(=米国5.25% - 日本0.5%))の調整は緩やかであるという見方が市場に定着しているとされる。このような我が国金融市場における長期にわたる超低金利政策のため、我が国の個人

を含めた投資家は、より高い収益(利子、配当等)を求めて、自ら保有する円を元手にして、外貨預金や外貨建て投資信託の購入や外為証拠金取引<sup>15</sup>を行っており、その取引残高は年々上昇傾向にある(図表8)。これらの取引においては、円が売られることになるため、円安圧力となって働くことになる。

なお、こうした個人投資家の資産選択による円安圧力だけでなく、1999~2004(平成11~16)年度にわたって行われた積極的な円売りドル買いの市場介入がある。足元では介入が行われていないが、これまでに累積された外貨準備高が2007(平成19)年7月現在、9,000億ドルに達しており、これも円安の圧力の一つとなっていると考えられよう(図表9)。

図表7 円高・円安要因の概念図



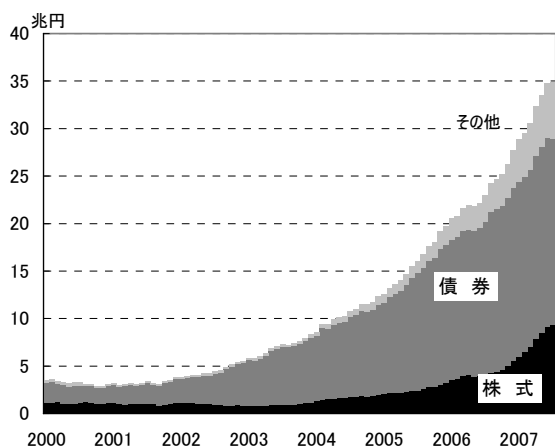
(出所) 筆者作成

図表8 外貨建て投資信託と外国為替証拠金取引の残高

分のプレミアムを考慮して投資家は資産運用先を決定することになる。つまり、外貨建て資産を保有するためには、外貨建て資産の期待運用利回りが自国通貨建て資産の期待運用利回りを為替リスクプレミアム分だけ上回っている必要がある。

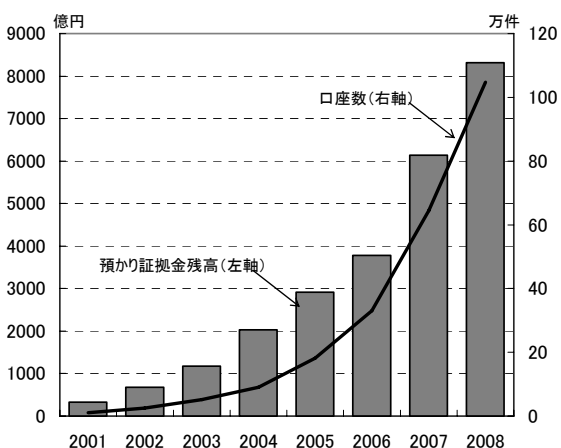
<sup>15</sup> 外国為替証拠金取引(FX取引)は、一定の証拠金を元手にその何倍もの金額の外国為替を売買できる取引である。ポジション売買によって為替差益を狙えるほか、金利差に応じた差益(スワップポイント)も得ることができる。FX取引では証拠金の1~200倍の金額を想定元本として取引できることから、FX取引額を年間累積すると130兆円に達するとの試算もある。

【外貨建て投資信託残高】



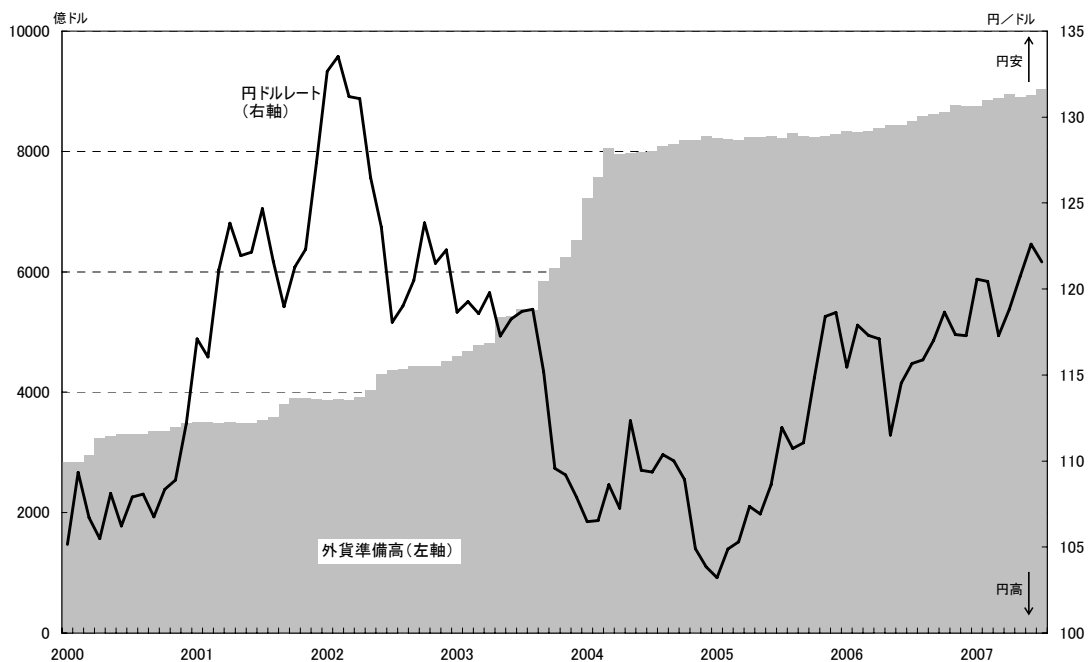
(注) 月次ベース  
 (出所) 投資信託協会『契約型公募投資信託の資産運用状況(外貨建分)』

【外国為替証拠金取引残高試算】



(注) 各年3月時点。2008年は見込み。  
 (出所) 矢野経済研究所『2007年版外国為替証拠金取引の動向と展望』

図表9 我が国における外貨準備高の推移



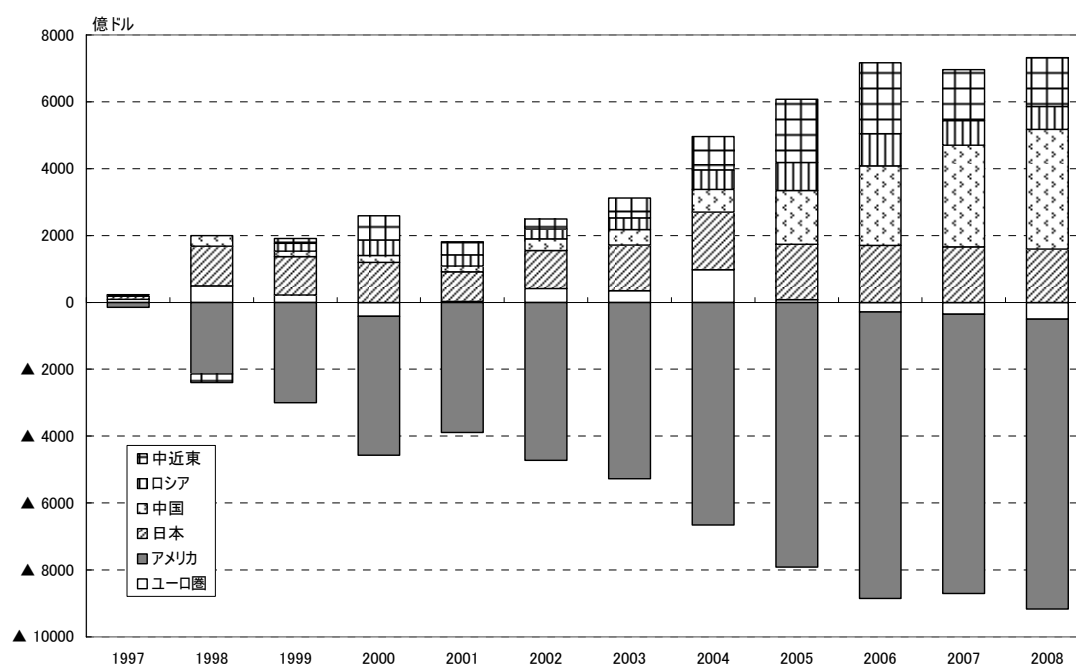
(注1) データは、2000(平成12)年1月～2007(平成19)年7月まで  
 (注2) 外貨準備高は月末値。円ドルレートは東京インターバンク市場におけるスポット・レート(午後5時売値買値の中間値)の月中平均値。  
 (出所) 財務省『国際収支統計月報』、日本銀行『金融経済統計月報』

(ウ) 潜在的な円高圧力の蓄積

このように、我が国における長期の超低金利政策を背景とした金利差によって、円安基調が形成されていると考えられている。このため、今回の7、8月に起こったサブプライムショックによって一時的には大きく円高に振れたものの、再び円安基調へ戻りつつある。しかし、このサブプライムローン問題が深刻化し、仮にアメリカ経済の急減速という事態が生じた場合には、急速な円高傾向へ変化するという可能性も捨てきれない。その背景として、アメリカの深刻な経常赤字という問題が指摘できる。

アメリカの経常赤字は、1997（平成9）年以降、傾向的に拡大を続け、2006（平成18）年には8,500億ドル台に達し、先行きも同水準で推移することが見込まれている（図表10）。この先、原油価格の高騰などにより、経常赤字の拡大に拍車がかかった場合には、調整は避けられなくなる事態も想定される。つまり、アメリカの経常赤字拡大によってドルの下落懸念が高まり、これまで経常赤字をファイナンスしていた経常黒字国・地域（日本、中国、ロシア、中近東など）が、為替損を避けるために、保有していたドルを自国通貨に換金しようとする動きが生じ、ドルが下落するという可能性があるからである<sup>16</sup>。

図表10 世界の経常収支の推移



（注）2007年、2008年は見通し。

（出所）IMF “World Economic Outlook Database” April 2007

ただし、こうしたドル安基調の見方は、いずれ調整が行われることになるという中長期的視点のものであり、短期的に見た場合には、急激なドル安局面へ転換する可能性は少な

<sup>16</sup> EUの経常収支は、ほぼ均衡していることから、アメリカの経常赤字による為替変動リスクを避けるため、世界的な外貨準備高をドルからユーロにシフトする動きが強まっている。これが足元のユーロ高の大きな要因となっていると考えられている。なお、外貨準備に占める円の比率は約3.1%にすぎず（2007年第1四半期速報。米ドル約64.2%、ユーロ約26.1%、ポンド約4.5%）基軸通貨の一翼を担うとする「円の国際化」という水準には遠く及ばない。この理由の一つは、超低金利政策によって円の収益率が極端に低いことがあげられよう。

いという観測の方が大勢である。つまり、世界経済がこれまで同様に拡大していく中で、日米金利差の調整は緩やかであり、かつ為替変動も少ないと認識されている間は、円安圧力が十分に効き、円安基調は継続すると見られているからである。しかしながら、先述のとおり、仮にサブプライムローン問題がこの先深刻化すれば、局面は変化する可能性がある。つまり、この問題により、アメリカ経済が失速し、世界的にリスク回避の動きが広がって、株価下落と債券価格上昇（長期金利の低下）が同時進行することに加え、こうした景気減速に対してアメリカの政策金利の引下げ期待が高まることによって、日米の金利差が縮小するようなことがあれば、急速な為替調整（円高ドル安）が行われる可能性があることには注意しなければならないだろう。

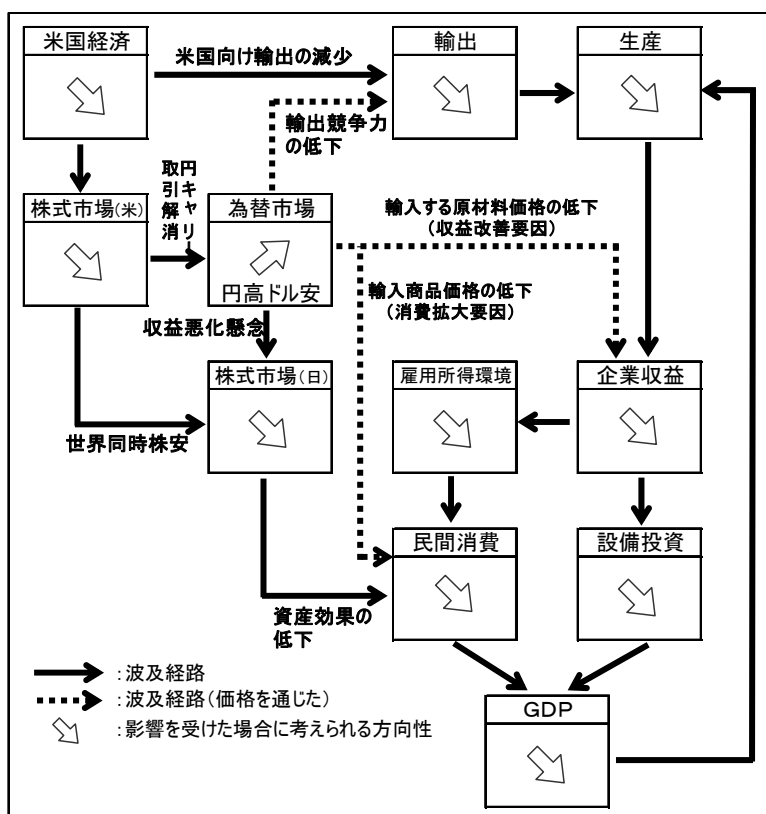
#### 4. サブプライムローン問題の我が国経済への影響

市場は、現在のところ、サブプライムローン問題を発端にした一時期の世界的な動揺から、落ち着きを取り戻しているが、サブプライムローン問題ははまだ全容がつかめていないとはいえず、今後、再燃する可能性は十分残されている。仮にこの問題が深刻化し、再び市場に混乱が起こった場合、我が国経済全体にとって、どのような影響があるのかを見ることとする。

図表 11 は、サブプライムローン問題によってアメリカの景気が減速し、世界的株安と円高が同時に進んだ場合を想定し、それらが我が国経済へどのように波及するのか、一般的に考えられる経路をイメージしたものである。

サブプライムローン問題の深刻化でアメリカの消費が落ち込み、米国向けの輸出が減少する（数量効果）これとともに、円高が輸出競争力を低下させ、輸出の減少に拍車をかけること

図表 11 円高・株安による我が国経済への波及効果(概念図)



(出所) 筆者作成

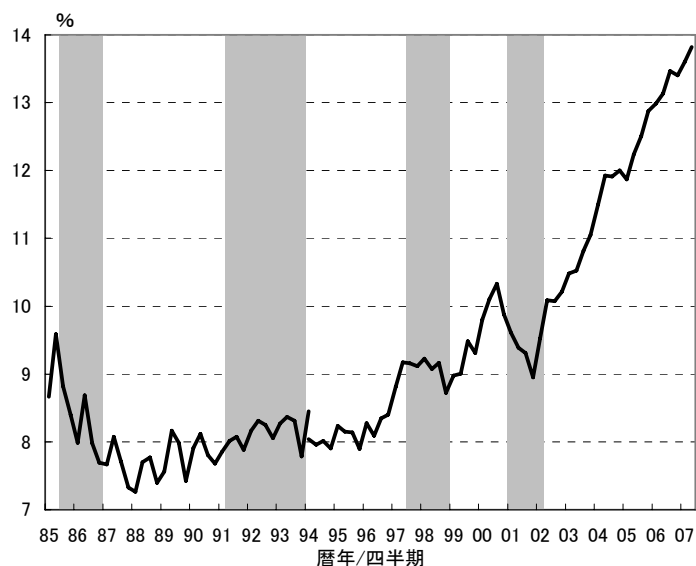
ことになる（価格効果）。2002（平成 14）年 2 月からの今次景気拡張期においては、輸出が我が国経済を主導する構図であったことを勘案すると(図表 12)、我が国経済に少なからぬ

影響を与えることになるだろう。輸出の減少は、企業における生産活動を低下させ、企業収益を圧迫し、収益の配分先である設備投資を減らすとともに、雇用所得にも負の影響を与えることになる。こうした雇用所得環境の悪化とともに、株価下落による資産効果の低下で（逆資産効果）個人消費は冷え込むことが考え得る。これらは企業の生産活動へとフィードバックされ、さらに企業収益を押し下げ、消費を落ち込ませるように、経済はある均衡点に到達するまで、縮小することになると考えられる。

ただし、円高については負の効果だけではなく、正の面もあることを忘れてはならないだろう。これまで円安基調である上に、相次ぐ原油高・原材料価格高によって、企業収益は圧迫されていたとされる。円高基調への転換で、原油高が相殺され、企業収益にプラスの効果を与える可能性もある。これらの影響が、マクロ経済全体として最終的にどちらへ向かうのかは、経済構造に依拠するとともに、円高、円安の影響・効果がそれぞれのくらのインパクトと時間をもって波及するのによって変わってくるため、明確ではない。

いずれにしても、サブプライムローン問題は、我が国経済にとって、円高、株安、対米国向け輸出の減少という様々な形で影響を与える可能性があることは事実である。今後も引き続きサブプライムローン問題の行方については注視する必要があるだろう。

図表 12 輸出依存度



- (注1) 輸出依存度 = 輸出 / (GDP + 輸入) × 100
- (注2) GDP、輸出、輸入は実質。93年までは1995年基準、94年からは2000年基準。
- (注3) シャドーは景気後退期。
- (出所) 内閣府『国民経済計算年報』、『四半期GDP速報』

【参考文献】

深尾光洋『実践ゼミナール国際金融』（東洋経済新報社1990.11）