

# 国際金融危機の構図と対応 —経済政策理論上の含意—

平成21年8月4日  
経済産業研究所BBLセミナー  
財務省国際局長 中尾武彦

# 世界経済の見通し(IMFによる世界経済見通し)

	実質GDP成長率(%) <sup>*1</sup>				消費者物価上昇率(%)				失業率(%)				経常収支 上段:GDP比% / [下段:実数値(単位:10億ドル)]				一般政府財政収支 GDP比(%)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2014
	日本	2.3	-0.7	-6.0	1.7	0.0	1.4	-1.0	-0.6	3.8	4.0	4.6	5.6	4.8 [211.0]	3.2 [157.1]	1.5 [76.4]	1.2 [56.0]	-2.5	-5.6	-9.9	-9.8
米国	2.0	1.1	-2.6	0.8	2.9	3.8	-0.9	-0.1	4.6	5.8	8.9	10.1	-5.3 [-731.2]	-4.7 [-673.3]	-2.8 [-393.2]	-2.8 [-396.8]	-2.9	-6.1	-13.6	-9.7	-4.7
ドイツ	2.5	1.3	-6.2	-0.6	2.3	2.8	0.1	-0.4	8.4	7.3	9.0	10.8	7.5 [250.3]	6.4 [235.3]	2.3 [71.7]	2.4 [72.9]	-0.5	-0.1	-4.7	-6.1	-1.4
フランス	2.3	0.3	-3.0	0.4	1.6	3.2	0.5	1.0	8.3	7.8	9.6	10.3	-1.0 [-26.9]	-1.6 [-45.3]	-0.4 [-8.9]	-0.9 [-23.9]	-2.7	-3.4	-6.2	-6.5	-4.6
イタリア	1.6	-1.0	-5.1	-0.1	2.0	3.5	0.7	0.6	6.1	6.8	8.9	10.5	-2.4 [-51.2]	-3.2 [-73.2]	-3.0 [-60.2]	-3.1 [-61.0]	-1.5	-2.7	-5.4	-5.9	-4.5
英国	2.6	0.7	-4.2	0.2	2.3	3.6	1.5	0.8	5.4	5.5	7.4	9.2	-2.9 [-80.7]	-1.7 [-45.4]	-2.0 [-40.7]	-1.5 [-30.5]	-2.6	-5.4	-9.8	-10.9	-6.4
カナダ	2.5	0.4	-2.3	1.6	2.1	2.4	0.0	0.5	6.0	6.2	8.4	8.8	0.9 [12.7]	0.6 [9.7]	-0.9 [-10.9]	-0.7 [-8.4]	1.4	0.4	-3.4	-3.6	0.4
先進国	2.7	0.8	-3.8	0.6	2.2	3.4	-0.2	0.3	5.4	5.8	8.1	9.2	-1.0 [-389.6]	-1.1 [-465.0]	-1.0 [-371.3]	-1.0 [-371.6]	-1.2	-3.5	-8.8	-7.7	n.a.
先進7カ国	2.2	0.6	-3.8	0.0	2.1	3.2	-0.4	0.0	5.4	5.9	8.0	9.3	-1.4	-1.4	-1.2	-1.3	-2.3	-4.6	-10.4	-8.7	-4.6
ユーロ圏	2.7	0.8	-4.8	-0.3	2.1	3.3	0.4	0.6	7.5	7.6	10.1	11.5	0.2 [20.4]	-0.7 [-95.5]	-1.1 [-133.8]	-1.2 [-134.9]	-0.7	-1.8	-5.4	-6.1	-3.3
NIES諸国 <sup>*2</sup>	5.7	1.5	-5.2	1.4	2.2	4.5	0.4	2.0	3.4	3.5	4.9	4.9	5.7 [103.6]	4.4 [76.2]	6.3 [91.0]	6.1 [88.9]	3.4	0.8	-3.2	-3.9	n.a.
新興国・途上国	8.3	6.0	1.5	4.7	6.4	9.3	5.7	4.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a. [633.4]	n.a. [714.4]	n.a. [262.4]	n.a. [384.2]	0.4	-0.2	-4.4	-3.6	n.a.
新興アジア	10.6	7.6	5.5	7.0	5.4	7.4	2.8	2.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6.9 [406.5]	5.8 [422.4]	6.4 [481.3]	5.7 [469.0]	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国	13.0	9.0	7.5	8.5	4.8	5.9	0.1	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.0 [371.8]	10.0 [440.0]	10.3 [496.6]	9.3 [493.6]	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CIS諸国	8.6	5.5	-5.8	2.0	9.7	15.6	12.6	9.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.2 [70.9]	5.0 [108.7]	0.0 [0.6]	1.5 [27.0]	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
世界	5.1	3.1	-1.4	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4 [243.8]	0.4 [249.5]	-0.2 [-108.9]	0.0 [12.6]	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(注1)実質GDP成長率については、2009年7月公表のWEO Updateを反映(「先進7カ国全体」を除く)。それ以外は2009年4月のWEO。





(注2)NIES諸国:香港、韓国、シンガポール、台湾。

(主な前提)

(1)各国当局の政策は不変。(2)為替レート:①先進国については、実質実効為替レートは、2009年2月25日から3月25日の水準で一定。②2009年:1ユーロ=1.310ドル(年平均、以下同)、1ドル=96.3円、2009年:1ユーロ=1.306ドル、1ドル=101.5円。(3)石油価格:1バレルあたり、2009年は\$52.00、2010年は\$62.50。(4)金利平均:6カ月物米ドル建預金金利(LIBOR)が2009年は1.5%、2010年は1.4%。

# 主要各国を起源とする世界のローン及び証券化商品の評価損

【2007年～2010年】(IMF:Global Financial Stability Report(2009年4月公表)による推計値)

	種類	内訳	残高(Outstanding)			評価損(推計)(Estimated Writedowns)			評価損 /残高	(単位:億ドル)	
			前回(2008年10月)	今回(2009年4月)	増減	前回(2008年10月)	今回(2009年4月)	増減			
米国 	ローン (Loan)	住宅(Residential Mortgage)	47,000	51,170	4,170	1,700	4,310	2,610	8%		
		商業用不動産(Commercial Mortgage)	24,000	19,130	(4,870)	900	1,870	970	10%		
		消費者(Consumer)	14,000	19,140	5,140	450	2,720	2,270	14%		
		企業(Corporate)	38,700	18,950	(19,750)	1,200	980	(220)	5%		
		地方自治体(Municipal)	0	26,690	26,690	0	800	800	3%		
		計	123,700	135,070	11,370	4,250	10,680	6,430	8%		
	証券 (Securities)	住宅(Residential Mortgage)	53,000	69,400	16,400	5,800	9,900	4,100	14%		
		商業用不動産(Commercial Mortgage)	9,400	6,400	(3,000)	1,600	2,230	630	35%		
		消費者(Consumer)	6,500	6,770	270	0	960	960	14%		
		企業(Corporate)	39,500	47,900	8,400	2,400	3,350	950	7%		
計		108,400	130,470	22,070	9,800	16,440	6,640	13%			
合計			232,100	265,540	46%	33,440	14,050	27,120	67%	13,070	10%
欧州 (含む英国)  	ローン (Loan)	住宅(Residential Mortgage)		46,320			1,920		4%		
		商業用不動産(Commercial Mortgage)		21,370			1,050		5%		
		消費者(Consumer)		24,670			1,750		7%		
		企業(Corporate)		115,230			4,160		4%		
		計		207,590			8,880		4%		
	証券 (Securities)	住宅(Residential Mortgage)		13,900			1,950		14%		
		商業用不動産(Commercial Mortgage)		1,810			310		17%		
		消費者(Consumer)		2,500			180		7%		
		企業(Corporate)		12,270			610		5%		
		計		30,480			3,050		10%		
合計				238,070	41%		11,930	29%		5%	
日本 	ローン (Loan)	消費者向けローン(Consumer Loans)		32,300			650		2%		
		企業向けローン(Corporate Loans)		33,390			670		2%		
		計		65,690			1,320		2%		
	証券 (Securities)	企業債務(Corporate debt)		7,890			170		2%		
		計		7,890			170		2%		
合計				73,580	13%		1,490	4%		2%	
総計				577,190	100%		40,540	100%		7%	

(注) 政府及びGSEsは、ローン及び証券で計2500億ドルの評価損

(注1) 金融機関は、銀行、保険、年金基金・貯蓄金融機関、GSE、ヘッジ・ファンド等である。

(注2) 住宅(Residential Mortgage)ローンは、サブプライム、Alt-A及びプライムである。

(注3) 企業(Corporate)ローンは、レバレッジローンも含む。

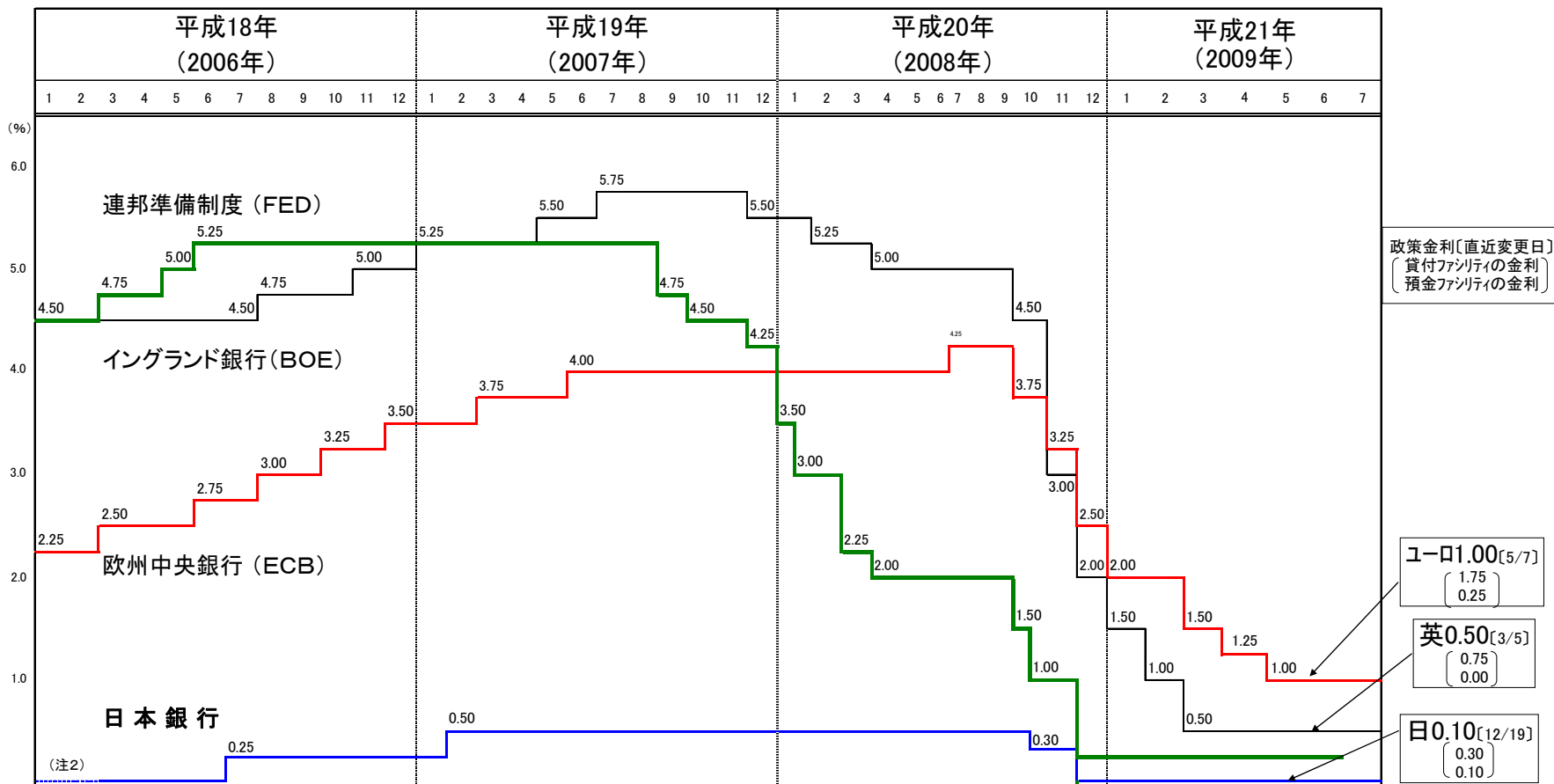
(注4) 住宅(Residential Mortgage)証券化商品は、ABS(Asset Backed Security: サブプライム等を原資産とする資産担保証券)、ABS-CDOs(ABS-Collateralized Debt Obligation: ABSを原資産とする債務担保証券)、プライム・モーゲージ担保証券である。

(注5) 企業向け(Corporate)証券化商品は、ハイグレード社債、ハイイールド社債、ローン担保証券である。

(注6) 2007年から2010年まで間に生じる可能性のある評価損を推計。例えば、米国のローンはマクロ統計から算出した貸倒償却率から、証券は市場価格・取引価格等から、評価損を試算。

# 主要国の政策金利の推移

(平成21年7月23日現在)



政策金利〔直近変更日〕  
〔貸付ファシリティの金利〕  
〔預金ファシリティの金利〕

ユーロ1.00〔5/7〕  
〔1.75〕  
〔0.25〕

英0.50〔3/5〕  
〔0.75〕  
〔0.00〕

日0.10〔12/19〕  
〔0.30〕  
〔0.10〕

米0.00~0.25〔12/16〕  
〔0.50〕  
〔0.25〕

(注1) 各国における金融市場調節の操作目標は以下のとおり：連邦準備制度 (FED) - フェデラル・ファンド・レート誘導目標水準、イングランド銀行 (BOE) - バンクレート、欧州中央銀行 (ECB) - 短期買いオペ最低応札金利、日本銀行 - 無担保コールレート (O/N)  
 (注2) 日本銀行は、平成13年3月19日～平成18年3月9日の間、金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高としていたため、その間は政策金利に該当する金利はなかった。  
 (注3) 前回の利下げ局面時 (2001年～2003年) における主要国の政策金利の最低水準値は以下のとおり：  
 連邦準備制度 (FED) : 1.00% (2003年6月～2004年6月)、イングランド銀行 (BOE) : 3.50% (2003年7月～11月)、欧州中央銀行 (ECB) : 2.00% (2003年6月～2005年12月)  
 (出所) 日本銀行、FRB、ECB、BOE

# 主要各国の経済対策の概要

(2009年4月24日現在)

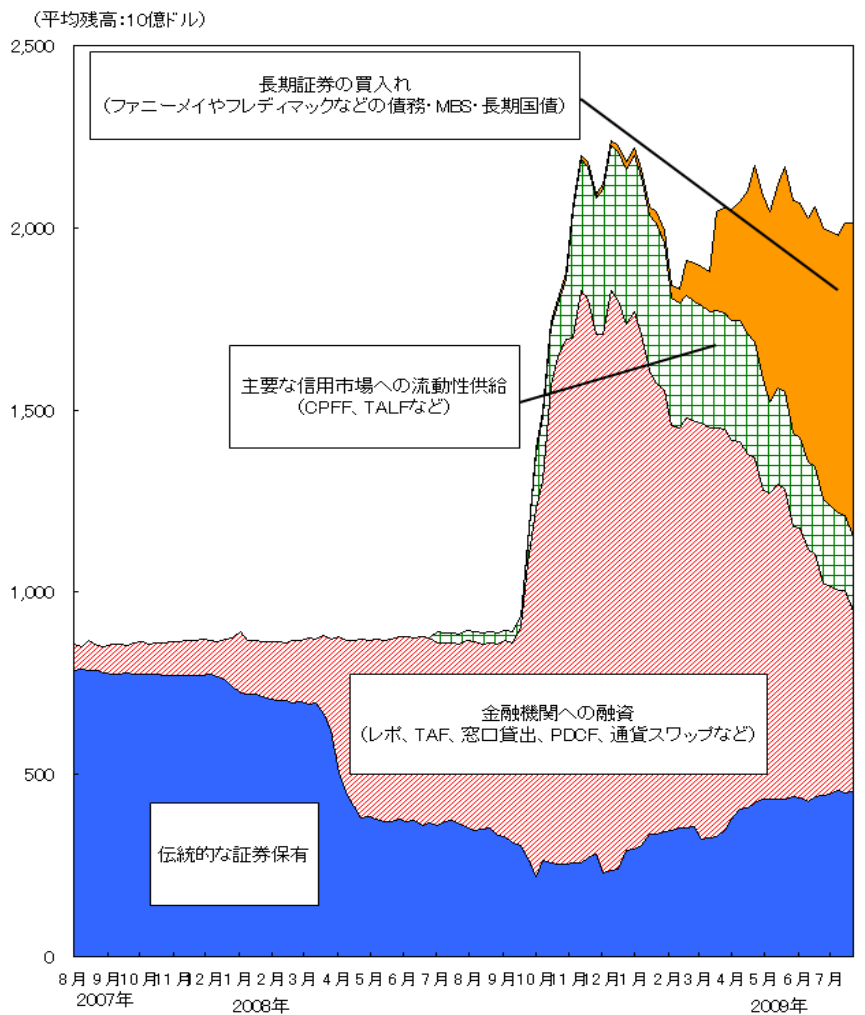
	予算規模	経済対策の概要
米国	7,872億ドル	クリーンエネルギー対策、科学技術振興、公共事業、教育対策、ヘルスケア対策、失業対策、公共サービスの充実、減税など。【09年2月17日成立】
英国	200億ポンド	付加価値税(VAT)の一時的引下げ、投資支出の前倒し、中小企業への債務保証、児童手当増額の前倒しなど。【08年11月24日発表】
	28億ポンド	失業中の若年者に対する職業訓練などの雇用対策、休眠地を活用した住宅建設支援、自動車買い替え時の割引など。【09年4月22日発表】
ドイツ	320億ユーロ	エネルギー効率のよい建物・主要なインフラへの投資支援、減価償却制度の見直し、一定の環境基準を満たす新車に対し自動車税を最大2年間免除する等の措置など。【08年11月5日閣議決定】
	500億ユーロ	インフラ整備、所得税減税、医療保険料率の引下げ、一定の環境基準を満たした自動車の買替え時のスクラップ手当の支給など。【09年1月13日発表】
フランス	170億ユーロ	税の前倒し還付等による企業の資金繰り支援、インフラ等の公共投資の拡大、自動車・住宅セクターへの支援、低所得者への特別給付金の支給など。【09年2月4日国会可決】
	26億ユーロ	中低所得者向け所得税減税、社会投資ファンドの設立、就学児を有する低所得世帯への教育費補助加算など。【2009年3月4日閣議決定】
イタリア	800億ユーロ	低所得者を対象とした給付金の支給・電気ガス料金の割引、中小企業等を対象とした減税、住宅ローンの借り手救済など。【09年1月27日国会可決】
	20億ユーロ	一定の環境基準を満たした自動車の買い替え時のスクラップ手当の支給、省エネの家電購入に対する税控除など。【09年2月6日閣議決定】
カナダ	399億加ドル	中低所得者向け減税、インフラ投資、住宅建築の促進、雇用保険・就業訓練の拡充など。【09年2月3日成立】
日本	11.5兆円	緊急保証・貸付、防災・耐震対策など。【08年8月29日安心実現のための緊急総合対策決定】
	26.9兆円	定額給付金、緊急保証・貸付、高速道路料金引下げなど。【08年10月30日生活対策決定】
	37兆円	雇用対策、雇用創出等のための地方交付税増額、経済緊急対応予備費の新設、税制改正(減税措置[住宅減税等])、金融機能強化法に基づく政府の資本参加枠拡大、銀行等保有株式取得機構の活用・強化、政策金融の「危機対応業務」発動・拡充など。【08年12月19日(生活防衛のための緊急対策決定)】
	56.8兆円	雇用対策、企業の資金繰り支援、環境問題への対応、医療・介護・教育支援の拡充・首都周辺のインフラ整備、地域活性化、消費者政策・防災対策の強化、地方政府が行うインフラ整備への支援【09年4月10日経済危機対策】

(注1)イタリアの第一弾経済対策(800億ユーロ)については、既定施策を経済対策として計上している旨の報道あり。

(注2)日本については事業規模

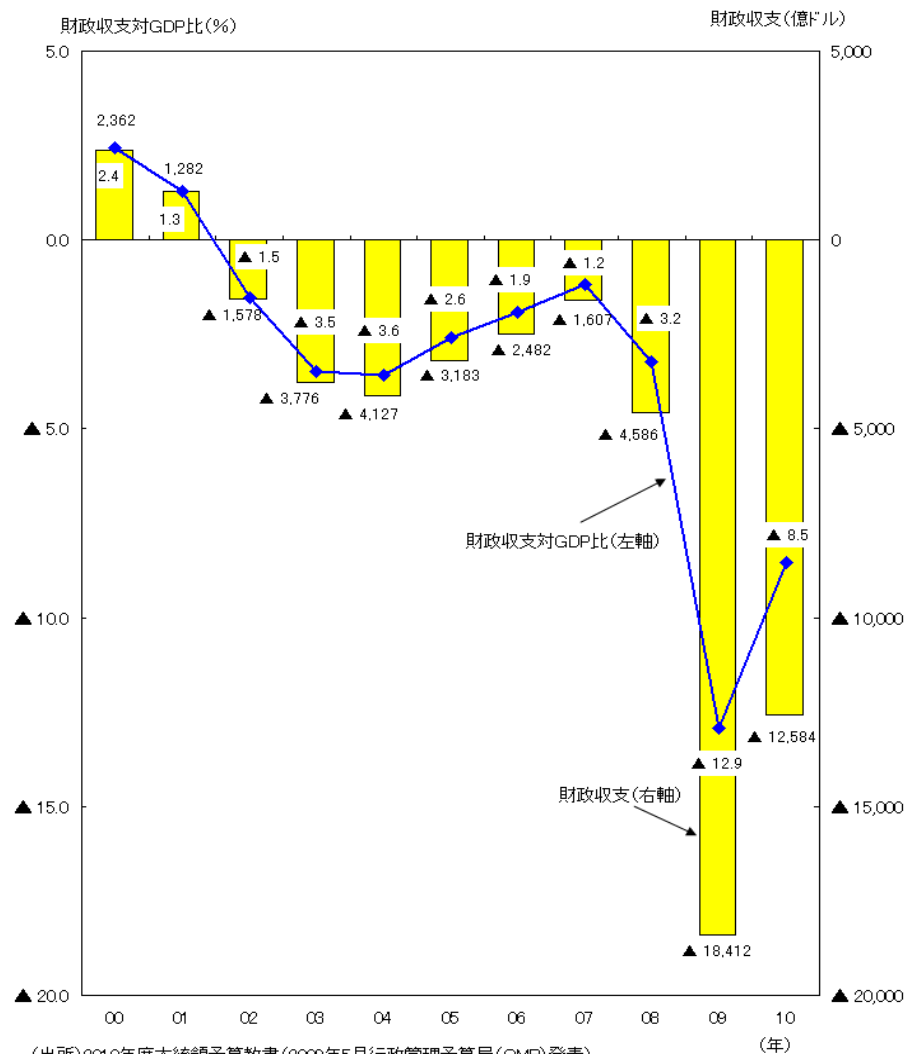
# 危機対策後のFRB、米国連邦財政の状況

## <FRBのバランスシートの拡大>



(出所) クリーブランド連邦準備銀行  
 (注1) 証券貸出制度(SLF, TSLF)により貸し出した国債は「伝統的な証券保有」から除き、「金融機関への融資」に含む。  
 (注2) ヘアスターズ買入に関する支援策やAIG支援策については、金融機関への融資と主要な信用市場への流動性供給に含まれる。

## <財政赤字の拡大>

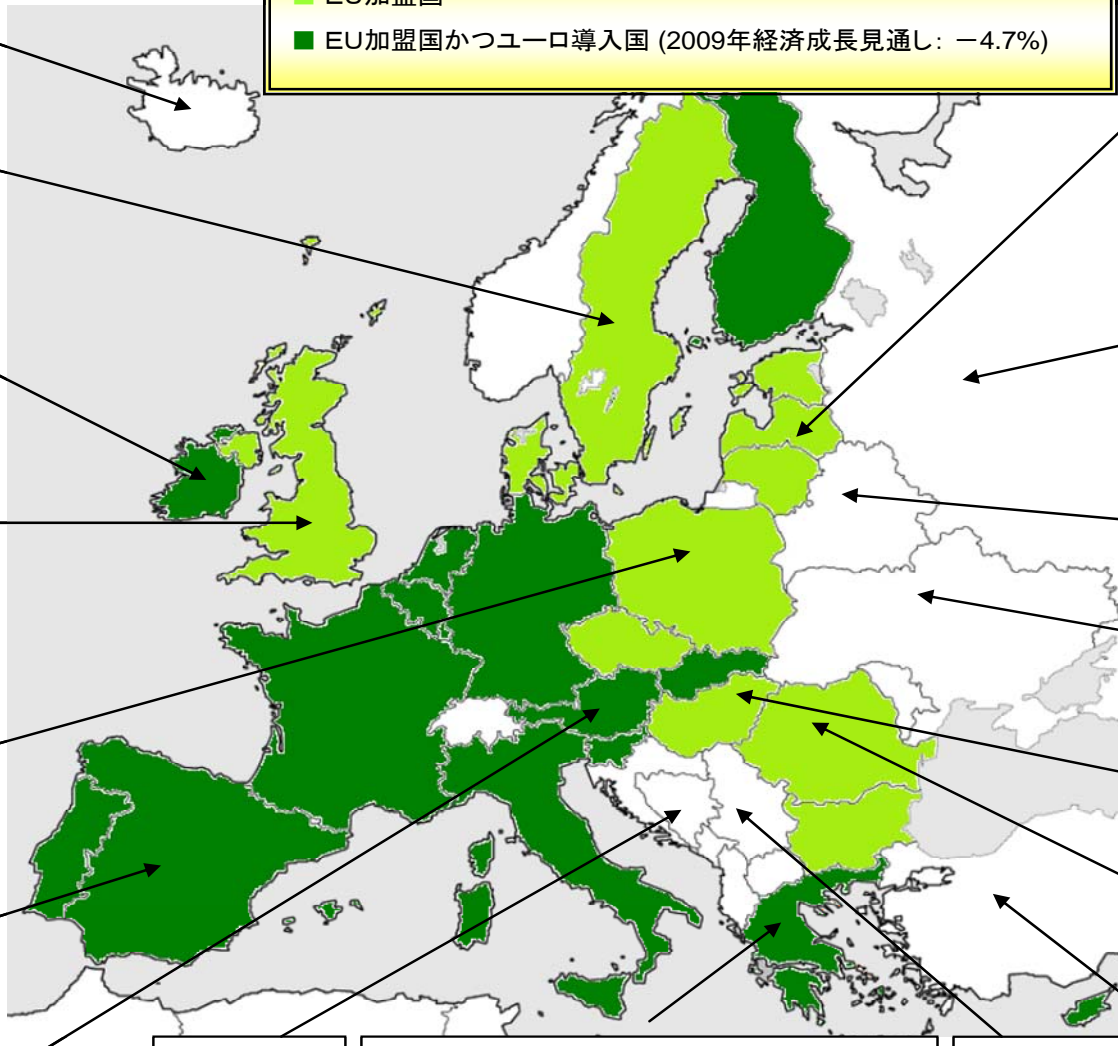


(出所) 2010年度大統領予算教書(2009年5月行政管理予算局(OMB)発表)  
 (注) 財政収支及び財政収支対GDP比については、2008年度までは実績。それ以降は2010年度大統領予算教書(2009年5月発表)による見通し。

# 欧州実体経済は全般的に悪化

■ EU加盟国

■ EU加盟国かつユーロ導入国 (2009年経済成長見通し: -4.7%)



## ラトビア

2009年のGDP成長率は前年同期比マイナス18%程度の見通し  
2009年の財政赤字対GDP比が▲16%まで拡大する見通し  
IMFプログラムを実施中

## ロシア

通貨ルーブル、株価が大幅に下落。その対応等により外準も下落(ルーブルは対ユーロで昨年11月から約20%下落。株価は昨年5月から最大約70%下落。外準は昨年のピーク時から約30%減少)

## ベラルーシ

IMFプログラムを実施中

## ウクライナ

IMFプログラムを実施中

## ハンガリー

IMFプログラムを実施中

## ルーマニア

IMFプログラムを実施中

## トルコ

IMFとの間で支援プログラムを協議中  
2月の財政赤字が前年同月比8倍超に急増

## セルビア

IMFプログラムを実施中

## ギリシャ

銀行の東欧新興国向けの貸付残高が対GDP比17%と高いエクスポージャー  
S&Pがソブリン格付けを引き下げ(主要西欧諸国で初めて)

## ボスニア・ヘルツェゴビナ

IMFプログラムを実施中

## アイスランド

IMFプログラムを実施中

## スウェーデン

銀行の東欧新興国向けの貸付残高が対GDP比26%と高いエクスポージャー

## アイルランド

アングロ・アイリッシュ・バンクの国有化、金融機関2社への出資を決定  
国家資産管理庁による銀行資産買取を決定  
2009年の財政赤字対GDP比が▲14.2%まで拡大する見通し

## 英国

09年2Qの実質GDP成長率(一次速報値)が▲0.8%となり5期連続のマイナス成長  
2009年の財政赤字がGDP比▲11.1%まで拡大する見通し  
S&P、英国債格付け見通しを「ネガティブ」に変更(5月21日)

## ポーランド

IMFのフレキシブル・クレジット・ライン(FCL)による支援が承認された(5月6日)

## スペイン

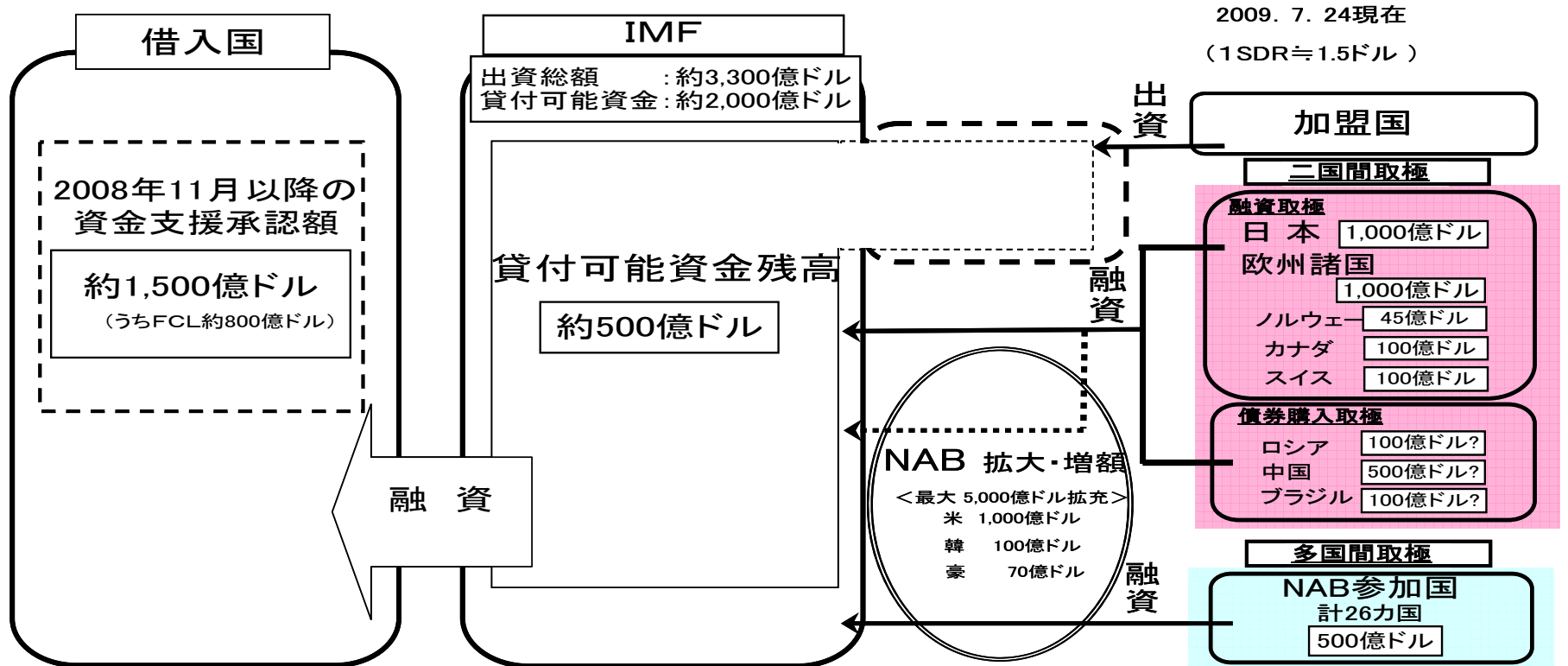
実質住宅投資が08年4~6月期以降、3四半期連続で年率2割超のペースで急減  
3月の失業者数の増加が過去最高を記録。09年2Qの失業率は17.9%

## オーストリア

銀行の東欧新興国向けの貸付残高が西欧諸国中最大(対GDP比58%)



# IMFの資金基盤強化



**NAB（新規借入取極）**：国際金融上の緊急事態においてIMFの資金基盤の拡充が必要となった場合に、本取極参加国からIMFに対して、あらかじめ合意された一定額までの資金を融資する仕組み。メキシコ危機を受けて、従来の一般借入取極（GAB）の規模・参加国を拡充する形で合意された（98年11月発効）。

## （参考）金融危機に伴うIMFの資金支援承認状況

- ・ウクライナ、2年間で総額165億ドル(11月5日)
- ・ハンガリー、17ヶ月で総額155億ドル(11月6日)
- ・アイスランド、2年間で総額20億ドル(11月19日)
- ・パキスタン、23ヶ月で総額75億ドル(11月24日)
- ・ラトビア、27ヶ月で総額25億ドル(12月23日)
- ・ベラルーシ、15ヶ月で総額25億ドル(1月12日)
- ・セルビア、27ヶ月で総額40億ドル(1月16日)
- ・エルサドハトル、15ヶ月で総額10億ドル(1月16日)
- ・アルメニア、28ヶ月で総額10億ドル(3月6日)
- ・モンゴル、18ヶ月で総額2億ドル(4月1日)
- ・コスタリカ、15ヶ月で総額7億ドル(4月10日)
- ・メキシコ、1年間で総額470億ドル(4月17日)(注)
- ・グアテマラ、18ヶ月で総額10億ドル(4月22日)
- ・ルーマニア、2年間で総額170億ドル(5月4日)
- ・ポーランド、1年間で総額205億ドル(5月6日)(注)
- ・コロンビア、1年間で総額105億ドル(5月11日)(注)
- ・ボスニア・ヘルツェゴビナ、3年間で総額15億ドル(7月8日)
- ・スリランカ、20ヶ月で総額26億ドル(7月24日)

※協議中の国  
・トルコ

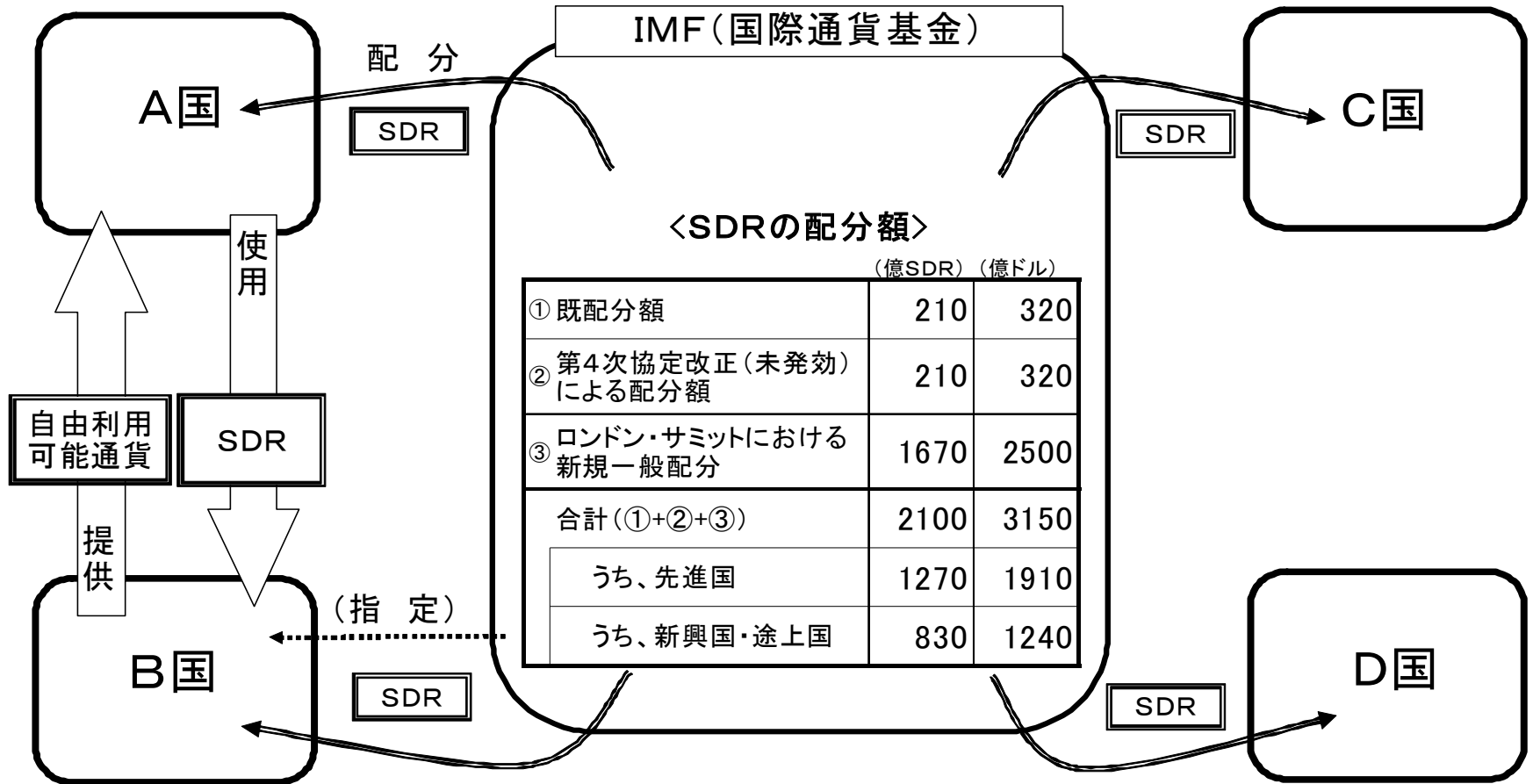
(注)フレキシブル・クレジット・ライン



# SDRの配分・使用のメカニズム

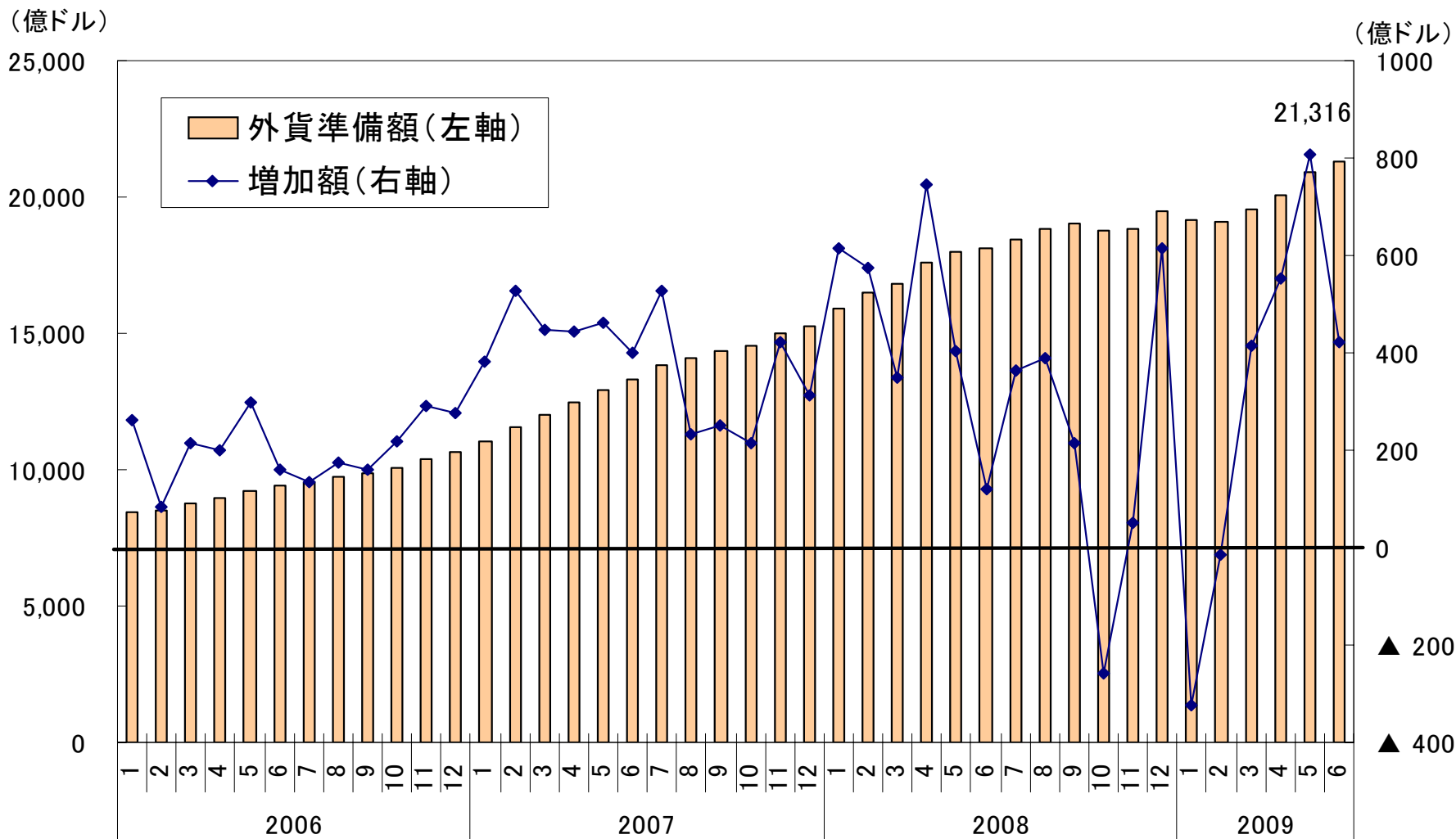
〔 2009年7月末現在  
1 SDR ≒ 1.5ドル 〕

## SDRの配分・使用



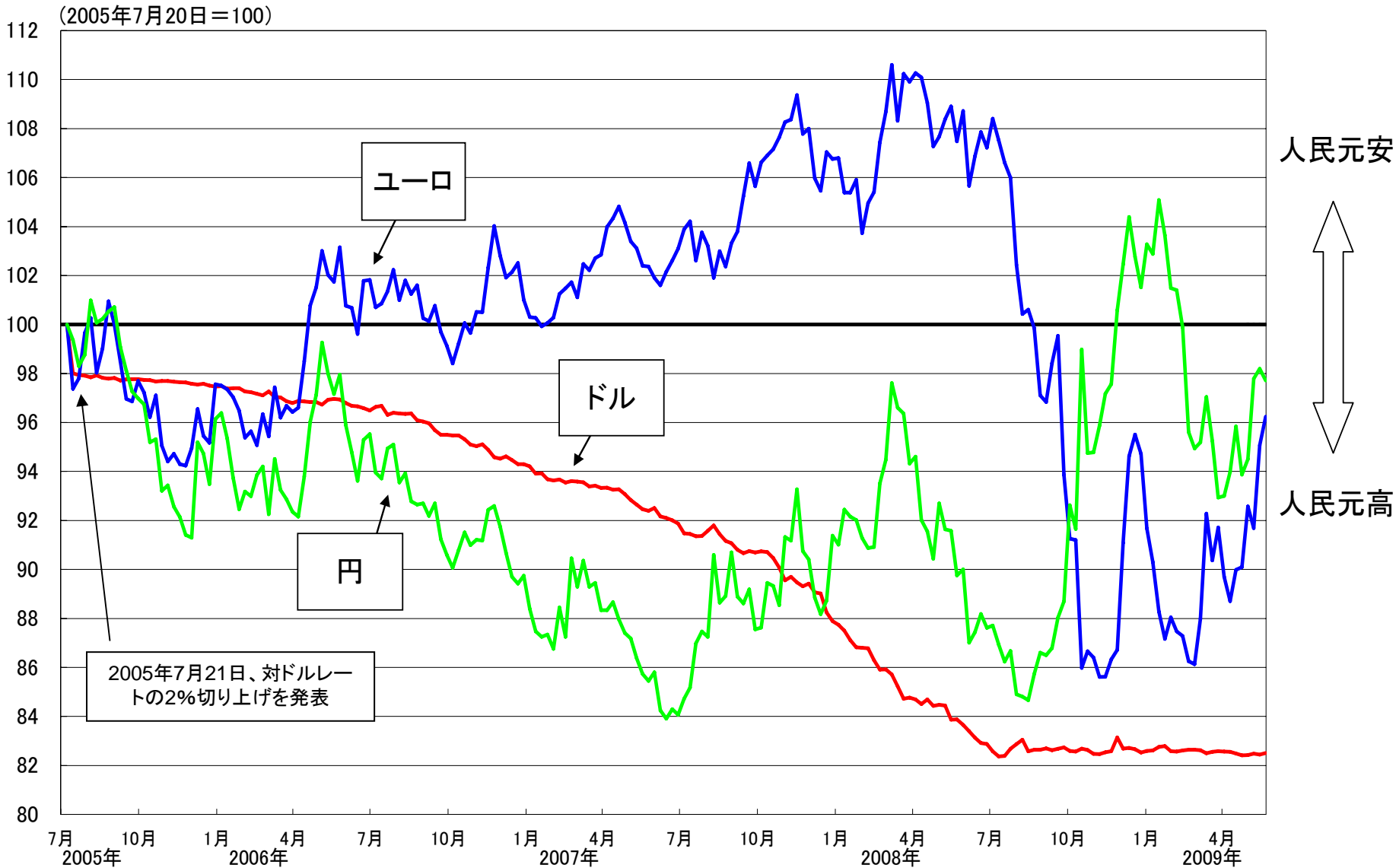
- ・ SDRを使用する国は、使用するSDRと等額の自由利用可能通貨(米ドル、ユーロ、日本円、英ポンド)を取得する。
- ・ IMFから指定を受けた場合には、自国へのSDRの純累積配分額の3倍まで、自由利用可能通貨を提供する義務がある。

# 中国の外貨準備残高、増加額の推移



(出所) 中国人民銀行

# 人民元を基準とした3通貨の為替相場推移



# 中国・周小川人民銀行総裁の論文

## <「On Savings Ratio」(2009年3月24日)(抜粋)>

### 国際通貨システムの改革を推進すべき

- ・ドルが主要通貨として用いられ、最も重要な外準通貨であることから、貯蓄が米国へ流れる傾向がある。短期的には米国がより資金を必要とするかもしれないが、長期的にはそれは米国の成長方式にとり有用ではない。海外資産の特定通貨への集中は好ましくない結果を生む。
- ・主要な準備通貨の発行国の経済・金融政策に対するサーベイランスを強化すべき。また、国際通貨制度の多角化を進めるため、SDRの地位を向上させるべき。

## <「Reform the International Monetary System」(2009年3月23日)(抜粋)>

- ・国際準備通貨は、①安定的な基準によって支えられ、明確なルールに従って発行されるべきであり、②その供給は需要の変化に応じて調整できるよう、十分に柔軟であるべき、また、③供給の調整はいかなる個別国の経済環境や国家関心からも分断されるべきものである。
- ・準備通貨の発行国は国際流動性を供給すると同時に準備通貨の価値を維持できないというトリフィンのジレンマは現在もなお存在する。
- ・国際機関が管理する超国家準備通貨は、信用に基づく個別国通貨の根源的なリスクを取り除くだけでなく、安定した流動性供給を可能とする。
- ・SDRは、超国家準備通貨としての可能性を持っており、SDRの機能拡大に特別な配慮が払われるべき。SDR割り当ての拡大はIMFの資金問題や発言権改革問題にも資する。
- ・メンバー国の需要に十分に答えられるようにSDRの使用範囲を拡大すべき(以下を提案)。
  - ①SDRと他国通貨との決済システム構築(これにより、SDRが貿易や金融取引の決済手段として利用可能に)
  - ②SDRの貿易、投資、商品価格設定、企業会計への使用
  - ③SDR建の金融資産の創設
  - ④SDRの評価と構成通貨の改善(構成通貨に主要国の通貨を含めることとし、GDPに基づくウェイト付けを行う)

## 最近の人民元国際化に向けた中国の動き

### ① 人民元による貿易決済

08年12月24日の国務院常務会議において、広東・長江デルタ地域(上海・広州を含む)と香港・マカオとの間、及び広西・雲南とASEANとの間、の貿易において、人民元決済のテストを行う旨決定。09年6月29日、人民銀行と香港金融管理局との間で、中国・香港間の人民元建て貿易決済開始に向けた覚書が結ばれ、7月1日には「国境を跨ぐ人民元決済試験実施管理弁法」が制定された。

これにより、中国と対象地域間の人民元での貿易決済が限定的に解禁となった。

### ② 海外での人民元債券の発行

09年5月、東亜銀行及びHSBCの香港系中国現地法人化銀行2行が、香港での人民元債券発行のための国務院の同意を得たとの報道。

※ 08年12月13日、国務院は、「本土において比較的多い業務を有する香港企業または金融機関の香港における人民元債券の発行を認める」旨打ち出しており、この方針に沿ったもの。

※ 香港における人民元債券は07年6月以降、国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国銀行、建設銀行及び交通銀行の5行が総額220億元を発行済みであるが、外国銀行としては初めてとなるもの。

### ③ 人民元通貨スワップの締結

08年12月から09年4月までの間に、韓国、香港、マレーシア、ベラルーシ、インドネシア、アルゼンチンの6カ国・地域と総額6500億元(947億ドル相当※締結日のレート)の通貨スワップを締結。