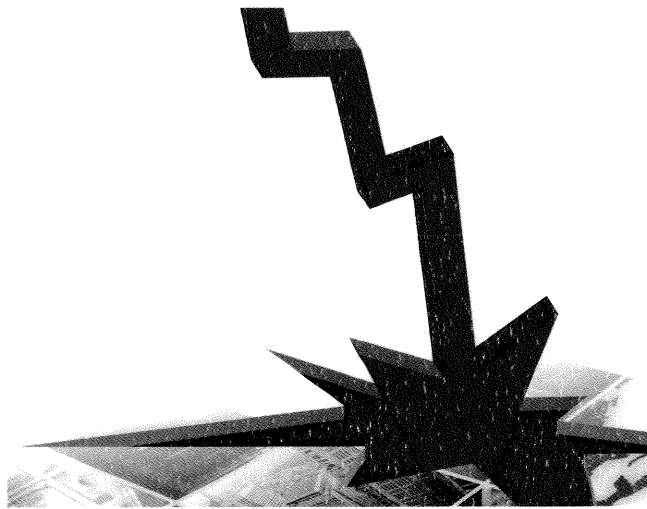


産研 フォーラム

第34回
2008

サブプライム・ローン 問題とその影響



問題提起

晝間 文彦…… 5

講演

I. 「デリバティブズとしてのサブプライム・ローン:そのリスクをどう見るのか?」

森平爽一郎…… 9

II. 「サブプライム・ローン問題と日本の経済・金融」

長谷川克之……23

III. 「サブプライム・ローン問題の欧米経済・金融市場に与える影響」

菅野 雅明……33

IV. 「サブプライム問題と銀行監督の将来」

氷見野良三……49

パネル・ディスカッション・質疑応答

……59

早稲田大学産業経営研究所

第34回 産研 フォーラム

サブプライム・ローン問題とその影響

2008年10月17日（金）

於：早稲田大学国際会議場「井深 大 記念ホール」

◇ 目 次 ◇

開 会	辻山 栄子…… 1
ご 挨 拶	太田 正孝…… 3
問 題 提 起	晝間 文彦…… 5
講 演	
Ⅰ. 「デリバティブズとしてのサブプライム・ローン：そのリスクをどう見るのか？」	森平爽一郎…… 9
Ⅱ. 「サブプライム・ローン問題と日本の経済・金融」	長谷川克之……23
Ⅲ. 「サブプライム・ローン問題の欧米経済・金融市場に与える影響」	菅野 雅明……33
Ⅳ. 「サブプライム問題と銀行監督の将来」	氷見野良三……49
パネル・ディスカッション・質疑応答	……59
プログラム	

開 会

産業経営研究所 所 長 辻 山 栄 子
早稲田大学教授（商学学術院）

産業経営研究所所長をしております辻山です。本日はお忙しいところ多数の皆さまにご参加頂きまして誠にありがとうございます。恒例により本日のフォーラムを主催させて頂いております商学学術院総合研究所ならびに産業経営研究所につきまして簡単にご紹介させて頂きたいと思います。

詳しいことはお手元の小さいパンフレットに記載されておりますが、産業経営研究所は1974年、今から34年前に商学部の教員を中心にして設立されました。産業界とアカデミックをつなぐ研究機関として設立され、これまで34年間産業経営にかかわる広いテーマについて最先端の話題を取り上げ、さまざまな角度から研究活動を進めています。詳しくは、資料の後ろに産研フォーラム報告書、産研アカデミックフォーラム報告書の一覧が出ていますが、他にも公開シンポジウム、さまざまな研究会等を主催しております。2007年10月には、改組によりアジア太平洋センターの国際経営部門との統合によって、商学学術院総合研究所が設立され、産業経営研究所はその研究部門として活動を続けています。

本日取り上げるテーマである「サブプライム・ローン問題とその影響」は、現在の喫緊の課題として世の中の注目を集めている話題です。ホットな話題であると若干は思っていました、ここまですべてホットな話題になるとは、企画段階では我々も想像しておりませんでした。

本日の講演者の先生方はこのテーマを論じるのに相応しい、まさに論客、第一人者の方々をお招きしておりますので、本日の議論は歴史に残る議論になるのではないかと拝察しております。私も財務会計を専攻しておりますが、この領域でも現在この問題を契機にして時価会計の凍結の問題が議論されております。

本日のご講演、それに続くディスカッションを通じて、サブプライム問題をより深く理解し、会場の皆さまと共にこれからの方向性、処方箋というものを考えていきたいと思います。これから17時半までの長丁場ですが、ご講演をお引き受けいただいた先生方に、改めてお礼を申し上げますとともに、本日のフォーラムが実り多いものになることを期待して、簡単ではありますがご挨拶とさせていただきます。ありがとうございました。

ご 挨 拶

早稲田大学 理事 太 田 正 孝

早稲田大学の常任理事をしております太田でございます。まだ新米理事でございますが、早稲田大学を代表して一言ご挨拶させていただきます。

既に辻山先生が触れられましたが、本日のタイトルはドラマでもここまでどんぴしゃりと計算出来ないのではないかとというくらい非常にタイムリーなものです。この会場がいっぱいになることはあまり多くないのですが、今日はほとんど満席状態という事実がそのことを如実に示しております。

本日は、私たち商学学院の同僚である大学院ファイナンス研究科の森平先生、実務界からは、みずほ総合研究所の長谷川先生とJPモルガンの菅野先生、そして官界からは金融庁の永見野先生というすばらしいエキスパートの先生方をお迎えでき、ホットな 이슈 に関して半日、十分な議論がなされることを期待しております。

大学を代表しての挨拶ですので、若干、早稲田大学のPRをさせていただきます。早稲田大学も失われた10年が数年前までありました。まだ、いわば時価評価には必ずしも実態が反映しておりませんが、内容やパフォーマンスはどんどん改善しております。パワーの意味では完全に昔の早稲田に戻っており、いろいろなランキングなどにもその効果が現れております。現在は、そのパワーをさらに伸ばしてグローバル展開するために日々努力しているところです。

ところでそうした活動の一環として昨日エール大学デーを開催し、エール大学の総長リチャード・レビン先生にもご来校頂き、早稲田大学名誉博士学位を贈呈いたしました。レビン先生はエール大学で10数年総長をされましたが、その下でいろいろな役職をされた先生方がなんと今、デューク大学、ペンシルバニア大学、ケンブリッジ大学、オックスフォード大学、MITのそれぞれの学長、総長をされております。このように世界の教育界に非常な影響力のあるレビン先生をお迎えできたことは早稲田大学にとってたいへん光栄なことでした。

その折りにさまざまな分科会を開催しました。ビジネス系ではエール大学のSchool of Managementいわゆるビジネススクールの先生をお迎えして、私もプレゼンターとして2時間近く議論をしましたが、当然のことながら、そこでもサブプライム・ローンの話題が出ました。アメリカはいま大変な状況にあり、ある意味でいわゆるアングロサクソンあるいはアングロアメリカ(Anglo-America)のビジネスモデルの見直しについて、またビジネスの意味はどこにあるのかといった根源的問題について、前線で教えているビジネススクールの先生方も非常に真剣に考えているようです。

まだ日本ではMBAを取った後に給料が大きく上がるということはないのですが、アメリカでは

上がらないと誰もビジネススクールに行かないわけです。例えば、ハーバードあたりを出ると最高50%ぐらいまで上がるのではないかと噂されますが、そういう話をしているときに、その先生が隣に座っておられたので、「ところでエールではどのくらい上がりますか」と質問しましたところ、「(リーマン・ショックが起きる) 2週間ぐらい前だったら答えられたけれど、今は答えられない」というくらいですので、これは大変な問題であることは間違いないと思います。

さて、もう私が長々とお話をする必要はないでしょう。皆さん、このタイムリーなテーマに関して、素晴らしい四人の先生方とともに充実した半日を過ごして頂ければと思います。では、よろしくお願いいたします。

問 題 提 起

早稲田大学教授（商学学術院） 晝 間 文 彦

いまご紹介を頂きました前産業経営研究所所長をしておりました晝間と申します。この第34回の産研フォーラムのテーマを6月頃に決めるということで、いろいろ考えた時に、サブプライム・ローン問題はどうかという話で、その後今日お話し頂く四人の先生方にコンタクトを取らせて頂き、是非にとお願いいたしました。後でご紹介致しますが何人かの方々は日々この乱高下する金融・証券市場に直面されていて、海外に行かれたり、非常に生々しい話も聞けるのではないかと思います。

所長の辻山先生もおっしゃっていましたが、状況がここまでになるとは思っていませんでした。今日も“時価会計の一部凍結”という新聞を電車の行き帰り読んで何とかキャッチアップしようと考えておりましたがなかなか一人では難しい。そこで今日は四人の先生方に現在進行形の最もホットなお話をお聞きして、私にとっては足りないところを補わせて頂くということで非常に期待しております。その前にコーディネータとして少し、このサブプライム・ローン問題は皆さまもご承知だと思いますが、振り返ってみて、今日の産研フォーラムでどういう事をコーディネータとして考えているかということを中心に話をさせて頂いて責を果たしたいと思っております。

振り返ってみるとサブプライム・ローンは皆さまもご承知のように、低所得者向けの住宅ローンを最新の金融技術、証券化という技術を使って可能にしたということで、1990年代の半ばぐらいからあったといわれています。私も大学で金融論等を教えていて、教科書にも証券化のメリットはこれこれだと書いてあります。でもデメリットの方はあまり書いてないということで少し不公平だったと思っています。それが発端だが、根っこにはそういう住宅ローンの問題、アメリカの住宅市場の問題があると思いますがそれだけでは治まらないのが現状だと思います。

思い起こすと2007年8月、わずか一年前にアメリカでなくてヨーロッパ、フランスのBNPパリバ・ショックということで傘下のファンドを凍結するということから注目を浴び、ノーザン・ロック銀行の緊急融資とか、ベアー・スターンズの傘下のファンドの問題などのことで、今年の3月に大手のベアー・スターンズが破綻してバンク・オブ・アメリカに買収されるということで、一気に注目を浴びました。私の社会人大学の学生の一人もベアー・スターンズの日本法人に勤めていた方がいて、非常に大変だという印象を持っていました。それで落ち着いたのかと思っていましたが9月に入ってアメリカの米連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）と米連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）が国の管理下に入る。9月の上旬から中旬にかけてリーマンが破綻をするとか、その前後に16日に保険会社のAIJも国の管理下に入る。そして大手の証券会社が揃って銀行持株会社に替わる。

アメリカの大手の証券会社が一斉に消えてなくなるということがぞくぞくと起こってきました。リーマンが破綻したのが9月15日ですので、僅か事が起こって一カ月しか経っていない。毎日毎日アメリカの状況、それがヨーロッパに繋がり日本、ロシア、中国もそのようなニュースが毎日流れているのが今の現状で、それに関連して金融だけではなく、会計の問題、金融システムから実体経済への影響も本格的に問題視されるようになってきているということです。

つい2日ぐらい前に、ノーベル経済学賞の受賞者が公表されましたが、今年はアメリカの貿易理論の第一人者のプリンストン大学のポール・クルーグマン（Paul Robin Krugman）教授が受賞しましたが、日本経済新聞だったと思います。インタビューの記事の中で、「自分が生きている間に1929年の大恐慌に指摘するような金融危機、経済危機に遭遇するとは思わなかった」という感想を述べている記事を読みました。

幸か不幸か、皆さまは今日関心をもってこの会場にいらっしゃった方も一生の中でこれだけ経済、金融の面で大きな事件というか、それに遭遇するというのはある意味では非常に貴重な経験なのではないかと思います。かなりの方が個人で投資をされ、非常に苦境に陥っているということもテレビ等で聞きますが、実際の深い体験を持った方、あるいはこの世界の中で通常は順調にいつている経済、金融のシステムがどうしてこんなになってしまったのか、最初はアメリカの低所得者のサブプライム・ローンといわれるものだったはずだが、今や全世界が協調して対応しないとどこまでいくか解らない状況になっています。

ここにあるスライドですが、そしてお配りしたパンフレットの最初にページに矢印の「底が見えない暴落」という図を考えたのは私ですが、といっても案を持ってきてくれた方は印刷会社の方で、少しぐらい希望的にいても少し矢印を上に向けておいた方がいいのではと講師の方々と先ほど話をさせて頂きましたが、希望としてはこれがずっと下にいくのではなくて、いずれ上向きになるだろうという話もこの四人の講師の方のこれからの話の中で少し希望の見える話も出てくればいいかなあと、私個人としては思っています。

僅か表面に出てきて一年ぐらいの問題であるが今や全世界の喫緊の経済金融問題であるということでは間違いないと思います。

今日お招きしてお話しをして頂く講師の方々は、各分野での専門家の方々です。たぶんコーディネータとして誇れるのは、ピンポイントで選ばせて頂き、直接お電話し、このようなシンポジウム、フォーラムがあるので是非にとお願いしました。でもお忙しい方々ですので断られるかなと思っていましたが、幸いも引き受けて頂きました。ただ、引き受けて頂いてもお忙しい方なので海外出張とか、どうしても都合がつかなくなってしまうのではないかと不安も正直抱えていました。でも四人の先生方がちゃんと出て頂けたので安心しております。

これからお話しをして頂くのですが、最初にファイナンス研究家の森平先生にお願いをしようと思っています。それは金融理論、金融技術が元の問題なので、まずファイナンスの面、金融技術、金融工学の面からこの問題をどう考えたらいいいのか、証券化という先端技術ですが、それらを含め

て理論的な説明をできるだけやさしく、私にも解るように説明してくださいとお願いしてあります。

理論的な背景を一応頭に入れた上で、次にお話を頂く、長谷川氏には金融危機、サブプライム問題が日本の経済を中心にどういう影響を与えるのかという事を中心にお話して頂くようお願いしてございます。

そして日本だけでは収まらない問題なので当然アメリカ、ヨーロッパとか、発祥の地と影響の大きい地域、欧米経済に関連をしてお話しをお願いしておりますのが、菅野氏です。

一応日本経済、アメリカ・ヨーロッパ経済の現状、あるいは影響、今後のお話しをお聞きして、その後に金融機関を監督する行政の立場として、金融庁から永見野氏をお招きして、行政の立場から今回の問題について、どう分析して、可能であればどうまとめていかれるのか、監督行政機関からの視点でお話しをして頂こうと考えています。

私の頭の中では一応この問題についての全体像を四人の講師のお話しをお聞きして掴めるのかなということで、一人30分で短かくて申し訳けないですがお話しをして頂くというのが前半になっています。後四人の方を交え、フロアーの方も交えてディスカッションを1時間15分ほど持てればと思っています。

講 演

I. 「デリバティブズとしてのサブプライム・ローン：そのリスクをどう見るのか？」

早稲田大学教授（大学院ファイナンス研究科） 森 平 爽一郎

ただ今ご紹介頂きました森平でございます。

今日の話題はサブプライム問題ですが、私の観点からするとサブプライム問題は、ある意味で、終わったと思います。シート1はIMF（国際通貨基金）が2008年10月、つい一週間ぐらい前に「金融安定化に関する報告書」です。そこで「サブプライム危機で欧米の銀行でどのくらいの損失が出たか」という推定をしています。右側が2008年4月の数字で、左側が6カ月後の10月の数字です。

サブプライム・ローンに関していうと、2008年10月には500億ドルの損害ですが、それは全体ローンの内、わずか3.6%にすぎません。4月では450億円ですから50億ドルしか増えていないのです。ですからサブプライム・ローンの損失は出つくしたといってもいいかも知れません。では何故火が消えないか？ここにもあるように、サブプライム以外の他の所に火が移ってきているのです。今日もUBS銀行の決算が出たと思いますが、自動車、クレジット・カード、奨学金ローンなどのデフォルトがどんどん増えています。そしてそれ等を証券化した商品の損失が顕著に増えています。アメリカでは大学を卒業すると平均で6万ドル給料が取れます。ハイスクール卒だと3万ドルしか取れないのですが2倍給料をもらえる人達が奨学金を返せないということになりつつあります。奨学金を返せないとクレジット・カードも使えなくなります。そういう意味でも危機が深刻化しているのです。

証券化商品の損失が4月ではあまり増えていなかったが、10月には証券化商品の損失が増えています。いわゆるサブプライム問題の直接の損失が契機になって周りに火が広がっているという段階だということに注意しないとイケないと思います。

では、火はいつ止まるのでしょうか？シート3にあるようにエール大学のケースとシラーというファイナンスの専門家の二人の教授が、アメリカ10大都市の住宅用不動産価格指数を作っています。1987年のスタート時から殆ど一定だったのですが1998年くらいから価格が上がり始めました。いわゆる不動産バブルです。2006年の終わりから2007年の最初の頃下がってサブプライム危機が発生したのです。実は住宅ローンの危機は2001年の所でも起きています。しかし我々は大したことがないだろうとたかをくくっていました。また起きました。今度も大したことがないだろう。狼が来たといっているぞというように、でもそうではなかった。

注目しなくてはいけないのがこの指数を基にして先物と先物オプションというデリバティブが発行されて、シカゴの商品取引所で毎日取引されています。例えば日経平均に対して先物取引をするのと同じように、この指数に対して先物取引を行う人達が、先行きどう見ているかというデータがここにあります。

投資家は10月14日（14日というのはダウ平均が1,000ドル近くまた上げた時ですが）その日のこの不動産指数先物価格をみると先行きずっと下がっています。底がいつ来るかということ、2011年です。つまり不動産危機は後3年は続くでしょう。これは私の意見でなく、マーケットの投資家が、自分たちの命より二番目に大事なお金を賭けた取引の結果、このように価格が下がるだろうと予想しているのです。

ロバート・シラーが今年の4月30日に東京新聞の朝刊のインタビューに答えています。「ポールソン米財務長官は住宅価格下落の最悪の部分は終わったとして、市場は相場が回復に向かうと表明しましたと言っています」。あなたはどのように思いますかと問われケース・シラーは次の様に答えています。「楽観的しすぎている。ケース・シラー指数で見るとロサンゼルスデルス、ニューヨークなどの大都市の多くでは2000年以降住宅の価格が2倍、3倍にも上がっている。価格は下落しているといっても、ピーク時で20%か20%落ち込むしか過ぎない。後5年は下落するだろう、」とっています。彼はなぜこういっているかということ、自分たちが作った指数とその先物予測価格からいっているわけです。「金融不安も峠を越したという見方があるがそんなことはないよ」とっています。4月に、「貸し渋りや商品の低迷で極めて低い経済成長率が今後数年に渡り続くだろう。日本や欧州など、世界経済全体が足枷になる」、まさに今起きていることです。

アメリカの研究者、特に不動産ファイナンスの研究者の人達の意見を見てみましょう。シート4はハーバードとメイヤーというコロンビア大学の研究者が先日10月2日のウォールストリートジャーナルで救済計画だけでは十分でないといっています。

「ブッシュ政権に次のような提案をします」と言って「全ての住宅ローンを30年満期の年5.25%のローンを固定で借りる住宅ローンにリファイナンス（借換）をすることを国が保障することにしましょう」。すると5.25%の金利の固定ローンが銀行に払われます。その、証券化商品を買った人もその1分をもらえますし、証券化した人も5.25%の少しをもらえる。ですから先行きみんながこれ以上キャッシュフローが痛むということがないだろうということになります。これをやらない限りダメだといっています。私もそう思います。

何故30年間5.25%にしたかということ、この30年間のアメリカの住宅ローンの最低金利が5.25%だからだといっています。あまり支持されていません。私も不動産ファイナンスを多少やりましたが、日本でもそうですが、アメリカでも不動産ファイナンスをやる人は大体冷や飯を食う人達が多いのですが、そういう人達の意見はなかなか支持されませんが、私は基本的にはすごく重要な考え方と思います。

次にシート5をみながら、サブプライム問題は一体何かということを考えていきましょう。例え

ば、皆さま方が家を建てたい場合、お金がありません。ではどうするか。毎年毎年貯蓄して何十年かしたら建てるというのではなくて、銀行からお金を借ります。そうすると銀行はこの土地を担保に取ります。返せなくなったらこの担保を撰取します。その代わり毎月元本の一部と利子を払います。これがぐるぐる廻れば問題がありません。日本で1997年に銀行の危機が起きたのは、商業用不動産にお金を貸したのが返ってこなかったということです。どうしたかという国がお金を注ぎ込んで銀行を助けたのです。

今回のサブプライム危機は違います。住宅ローン契約時には、住宅ローン証書を交します。必ず返しますよという約束です。この証書を銀行は他に売ってしまいます。そうすると銀行は住宅ローンは戻ってこないし金利も入らないが、一度に貸したお金と将来の利息収入の殆どの部分がいま一度に入ってくるのです。そしてそのお金を元にして、また貸付を行うということにします。

このように証書その物を売ることを証券化商品の売買、投資といいます。そうすると、世界中の投資家、銀行、証券会社、アイスランドのように国自体までもこうしたものに投資をするということになります。実は問題はもっと複雑です。こうしたいろいろな証書をプールします。それ自身一つずつ持っているよりはプールした方がリスクが少ないというようにして、それをまた証書、証券化して売るわけです。その時にAランク、Bランク、Cランク、Dランクと付けてAランクはリスクがすごく少なく、Bはそれよりは少し少なく、Cは更に、Dは非常にリスクは高いかも知れないが高い利息を払うというようなことをします。

もっと複雑なのは、こうして組み合わせたものを、また組み合わせるという形にします。例えばイングランド地方の住宅ローンをまとめましたというのと、テキサスの住宅ローンの証券化商品をまた組み合わせるということを行います。リスクが高いので、アメリカのモノラインと呼ばれている保険会社がそれに対して、保証を付けます。住宅ローンがデフォルト、倒産してしまったらお金を払います。ところが2007～8年から一時期に爆発しました。どんどん不動産価格が下がっていくと、不動産の証券化商品が紙くずになる。これでは保証が出来ないという形で、今や世界中に危機が波及しているということになります。

シート7、8で以上のことを契約してあります。デリバティブとは何かというと、親があつて子どもがある。住宅ローンがあつてそれを証券化した商品がある。我々は銀行を助けようとして何十億、何兆億円というお金を入れているのです。しかし銀行が負っているリスクはどこからくるかというと、住宅ローン証書そのものではないのです。これは紙切れなのです。実体は何かというと、住宅ローンが痛んでいるのです。もう少し正確にいうと住宅ローンの背後にある住宅が傷んでいるのです。ですから銀行にお金を入れても住宅が痛んでいる場合は、その傷はどんどん銀行に降ってくるという所に気を付けないといけません。

我々は何故サブプライム・ローン問題を見誤ったかを次にシート11から13までを用いて説明してみましょう。アメリカでも不動産ファイナンスをやっていた人達は何かおかしいと既に4～5年以上前から言ってきました。しかしほとんどファイナンス、あるいは経済学者のほとんどそうした意

見はなかったのです。

シート12は全米の不動産銀行協会が集めている統計データです。これは一般に公開されていません。有料でないと手に入りません。住宅ローンのうち何%が、抵当流れ、つまり裁判所の競売物件なのかという割合を示します。全住宅ローンのうち、その四半期で何%が抵当に流れたかということです。98年から毎四半期ごとのデータです。2001年頃に一回強烈に数値が上がっています。3%です。四半期で3%ですから、年率平均でいうと約12.3%です。他方サブプライム問題が起きたのは2007年です。去年の夏にサブプライム危機が起きたといった時には、2001年の数字よりは全然低いわけです。ですからみんな、どうということはないだろうと思ったわけです。

2001年の時にサブプライム・ローンが相当な抵当流れになったがその時にはみんな騒がなかったのです。少し上がっているかも知れませんがこれに比べたら大したことはないと思ってみんな心配しなかったのです。

何故心配しなかったのでしょうか。2001年は実はITバブルが崩潰し個人の家計の所得が減りました。その為に住宅ローンを払えませんでした。或いは見栄を張っていい家を買いました。他方値が下りそれをあてにしていた人が住宅ローンを払えませんでした、というところでした。しかし問題が起きませんでした。シート13の住宅価格指数をみるとずっと不動産価格は上がっていたのです。ですから2001年の時点で、抵当流れが増えて銀行はその抵当を取って競売に掛けその住宅を売りますが売った住宅が高かったのです。高く売れるので貸したお金を回収出来たのです。従って証券化されたものも問題がなかったということになります。

ところが2007年～8年で住宅価格が急激に下がりました。抵当流れ率が増え、担保を攝取しました。競売に掛けましたが住宅価格が前より30%、40%落ちているということですから貸したお金がそれだけ返ってこないということです。これが重要な点です。

もう一つ大事な点をシート12から読みとることにしましょう。少しデータが古いのですが、上の二つの線がサブプライム・ローン住宅ローンの抵当流れ率です。大きく上下変動しているのが変動金利で借りたサブプライムの抵当流れ率です。変動金利とは、最初の1年ぐらいは金利が低く、それを過ぎると金利がボンと上がります。日本でもゆとり金利というのがあって同じことをしています。2006、7年からその抵当流れ率はグリーンと上がっています。ところが固定ローン金利サブプライム・ローンの抵当流れ率は上がっていないのです。下の2つの線はプライムローンです。アメリカ人であれば一人ひとりクレジットスコアをもらいます。それが一定以上の点の時の抵当流れ率です。その変動と固定、ほとんど二つとも変わっていませんが、2006年第3回半期からは変動でプライム住宅ローンの抵当流れ率が上がって来しています。如何に変動金利で借りているというのが大変なのかということです。先ほどのコロンビア大学の二人の先生が言った、変動金利を5.5%の固定金利ローンに切りかえて、国がそれを保証しましょうということを言ったのです。そこまで踏みきれていないのです。何故出来ないのでしょうか。らくしてお金を借りた人間が失敗したからといって、それをなぜ我々が助けなければいけないのだというのが、アメリカの多くの人の意見です。

シート14は、アメリカの預金保険局（FDIC）が出しているレポートです。'79年から'03年までの住宅の価格が何%下がったか、上がったかを見えています。図の赤いところが大体住宅ローンが15%以上価格が上がった時と場所を示しています。その後に価格が下がったが山高ければ谷深しという相場の極意がありますが、不動産価格のバブルの山が高かったところは谷が深いのです。

シート16をみて下さい。サブプライム・ローンというのは全体の住宅ローンの内、僅か14%しか占めません。ただ注意しなければいけないのは、その内80%は証券化されていて、全体としては1兆3,000億ドルですから、150兆億円です。この半分为痛んでるだろうということになります。ということは80%証券化したものの全体の40%、60兆円ぐらいがつぶれてしまったということになります。

サブプライム問題を見る時にもう一つ大事なことは社会問題ということなのです。先ほどデリバティブの問題だと言いましたが、又それは人種問題なのです。シート17をみて下さい。サブプライム・ローンを借りた人の所得水準が低い人、真ん中の人、高い人です。このグラフは又、サブプライム・ローンを借りた人の何%がどういう人種に属しているかを示しています。これを見て何が分かったかという、サブプライム・ローンを借りている人達はマイノリティなのです。特定の人種に偏っています。白人の借手は少ない。どうやってその人達を助けるかという時には結局人種間の問題になってしまうという非常に複雑な問題があります。アメリカは貧困層がサブプライム住宅ローンを借りているのです。なぜサブプライムがこれだけ大きくなったかという、貧困層の人が住宅を持つということは、アメリカの基本的な、アメリカンドリームを支える基本になっているのです。ですから二つの住宅公社は暗黙の政府の保証があって、彼らが貧しい人をサポートするのは善だという考え方が基本にあるのです。アメリカの住宅ファイナンス研究の近況をずっとみると、以前はむしろマイノリティの人にお金を銀行が貸さないということがおかしいという議論が常にあるのです。その為の統計的、計量経済の手法はどうあるべきかを研究するぐらいです。ですからそこが甘かったといえます。

シート18、19をみて下さい。アメリカでは住宅ローンの差し押さえが行われると、半径200メートル以下の住宅価格が0.9%減少します。これは計量経済学と空間計量経済学の研究で分かっているわけです。一つの住宅が抵当流れになると他の住宅価格が下がってくるということになります。

シート20を見て頂きましょう。シカゴのある通りです。日本の感覚からいうと良い家ですが、アメリカでは低所得者層の人達が住んでいる所です。ここの赤いところ、デフォルトした住宅です。こういう所に一つの住宅でデフォルトすると周りの住宅の価格が下がって、それがまた抵当流れになって、他の住宅価格を下げ、住宅ローンを返せなくなるという連鎖が出てきています。これを信用リスク分析では、デフォルト相関が高いとなります。

こういう同質的な住宅ローンに分散投資してもリスクは減らないのです。これはファイナンスの基礎です。ところが住宅価格が上がっているから大丈夫だといってきたのが問題です。

住宅ローンは結局デリバティブなんだと。ですから住宅ローンを証券化した商品を買った銀行を

助けるためにお金をいくら入れても、デリバティブの親になっている元の住宅そのものが痛んできている以上、それを救わない限り、問題は基本的には解決しないということになります。

アメリカではいま日本の経験を学べといわれていますが、日本の経験は証券化されなかった不動産、住宅ローンを抱えていた銀行にお金を注入したからそこで問題がなんとか解決しましたが、今回は問題が違います。あまりにも証券化されたものが多くて、それが世界に散らばっていった時に最後の投資家を助けても、いくらでも降ってくるのですから、日本の経験に学べといわれますが、それは必ずしも十分ではないと思います。川上から毒を含んだ水が、どんどん流れてくるわけです。下の所で何をやっているかというところに中和剤を入れているだけなのです。川上の毒を止めない限りはダメなのです。川上の毒とは何かというと、基本的には変動金利でサブプライム・ローンを借りた貧困な人、マイノリティの人達を助けるということです。5.5%の固定の住宅ローンに切りかえて、5.5%の金利の支払い、元本の支払いを保証する。10年しか借りない人でも30年にして負担を緩やかにするということをやらない限り絶対に解決しないと私は思います。

シート25に示したこの本を学生さんの皆さんはお読みになったらいいと思います。東京外語大を出たある人が不動産屋になったのですが、その人が自分の経験を書いています。彼が銀行からお金を借りました。不動産に投資しました。ビルを建てました。ところがバブルが弾けました。不動産価格がどんどん下がりました。お金を返せません。彼は銀行に行き、「担保に取った不動産を銀行が持っていってくれ、その代わりローンはチャラにしてくれ」といいました。ところが銀行は、「いや持っていけない」と、銀行は持っていくと不良債権になるので不良債権がたまるといろいろとまずいことが起きるので、「あなたは倒産しないよ」といったということです。あるいは「追い貸し」というのをします。三カ月間お金を払ってくれないと不良債権ということで金融庁に非常に厳しいことをいわれます。ではどうするかというと、金利を払うお金を貸すのです。アメリカではいまでも同じことが起きています。そうすると見かけ上の不良債権にはなりません。

なにを言いたいかというと、不動産は住宅ローンを借りた人が倒産する権利を持っているのです。お金を借ります。住宅ローンの元利合計を返さなければいけません。最初のうちは抵当に取った住宅の価値がどんどん価値が上がっていきます。そうしたらどうするか。倒産しない方が良いです。自分の持っている部分と返さなければいけない部分の差額がいっぱいあります。アメリカはこの部分を担保にしてお金を借りることすら出来ます。シート29～31に示したホームエクイティローンがそれです。その用途は、何に使ってもかまいません。皆さんもそうだと思いますが、家を買ったら何が欲しいか、それだけでは満足出来ないでしょう。大きな液晶テレビも買いたい、家具も、絵も買いたい。だからこの部分を担保にして買う。ところが住宅価格がどんどん下がってきます。もう差額はあります。担保価値がへってきます。銀行は返してくださいといいますが。景気が悪くなり所得が減り返せません。破産です。どうしますか。「持ってけ泥棒」です。価値の下がった住宅を銀行に押しつけます。これをデリバティブ用語ではプット・オプションといいます。みんな住宅を原資本とするプット・オプションを持っているのです。気安く権利行使します。

しかし日本人は大変です。何故かというトリコースローンだから、“持ってけ泥棒”ではすみません。身ぐるみ銀行に取られます。保証人もたてているので、必死に返そうとします。アメリカはノンリコースローンなので担保だけ渡してしまえばそれで終わりです。

アメリカでは、“持ってけ泥棒”でかまわないのです。しかもその記録は10年経つとチャラになります。倒産したという記録がなくなりますので、また住宅ローン、カードローンを始めたりすることが出来るので、権利を行使します。

このように住宅ローンは、いろんな形のデリバティブをもとにした住宅ローンの証券化商品であるので、その本当の理解は大変だということがお分かりいただけると思います。そのリスクを算定するのはものすごく難しいのです。専門家でも仲々のことでないと出来ないのに、多くの投資家がハイリターンが取れるという形でどんどん買って来たわけです。

最後にシート32～33に示したCDOとは一体何だったかということをお話します。住宅ローンを束にしてリスクの程度にいくつかに分けるのです。リスクに応じて格付けを取るのです。Aランク、Bランク、Cランクでもいいと思います。問題は適切な格付決定に失敗したことです。リスクを見誤ったということなのですが、その背後に金融工学がありました。この金融工学技術を使ってリスクとリターンを判定し、それを元にして格付けをしました。ですから格付け機関の人達は、「我々は格付けしました。それに使った手法が悪かったのです」というのです。そうすると金融工学の人たちは、「我々は単なる技術者で責任がないと思っていたのが突然責任が掛かった」ということで、「銀行が悪かった」と銀行は格付機関が悪い。格付機関は「金融工学が悪い」と言う。金融工学をやった人は、誰かに責任を負わせたいと思い後ろを見たが、誰もいなかったということになっています。

よく「大学の先生は学問しか知らない。実務を知らない。象牙の塔の中で、理論だけやっていい生活を送っていますね、と言いますが、実はそうではないのです。金融工学をやった人たちは、サブプライム・ローンの現状、現場を見ていないのです。サブプライム・ローンが起きてから、不動産ファイナンス研究をやっているので米国の友人に連れられていろいろなところを回ってみました。こういう所の商品を束ねて証券化し、その価格を付けるのですが、一番大事だったのは何か、共倒れになるリスクを見積るときに金融工学をやっている方はこの現場を見ないのです。何を見るかというと、コンピュータの中に入った数字だけを元にして商品を作り、その商品をマーケットで売り買いする、その値段から逆算して、共倒れになる確率を見るのです。コピラという手法を使うのですが。それは現場を見ていないのです。いったんシート20の様な現場を見たらとてもではない、危ないといえます。ところが金融工学をやっている人達は、こんな現場は見ないです。本当はこれを見ないといけないのです。不動産ファイナンスにかかわる研究者や実務家の人達は住宅ローンの一軒一軒のデータを分析しています。そして危ないといってきたのです。

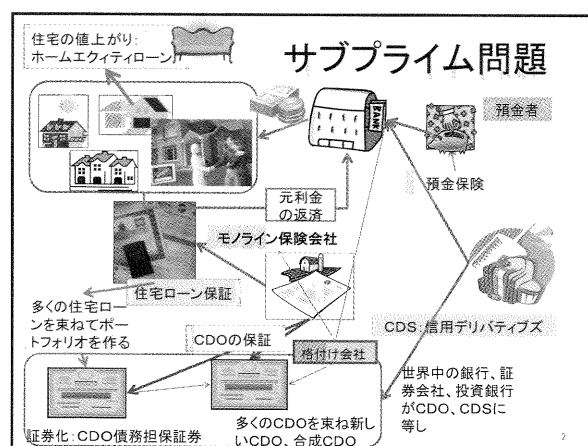
最後に、我々はいま非常に変化期にあります。学問の世界も、実務の世界もそうだと思いますが、今回のサブプライム・ローンの危機が及ぼした影響は非常に大きかったのではないかと思います。ありがとうございました。



デリバティブズとしてのサブプラムローン そのリスクをどう見るか？

2008年10月17日
第34回 産業経営研究所フォーラム
早稲田大学大学院 ファイナンス研究科
森平 爽一郎

シート 1

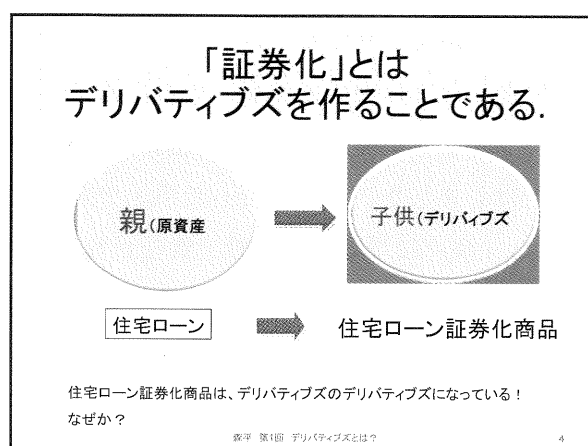


シート 2

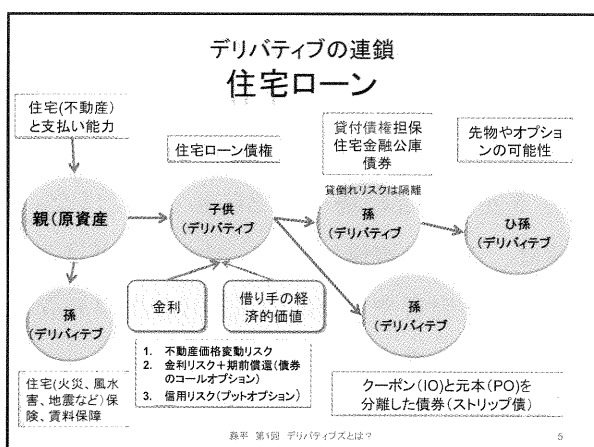
サブプライム問題は デリバティブズを抜きにして語れない

- 様々なデリバティブが、目に見える形、見えない形で入っている。
- デリバティブズの連鎖が形成されている。
 - 業態を超えて
 - 国を超えて
 - 時間を超えて
- 複雑なデリバティブを無理？作った。日本の過去(現在?)の仕組み債投資と同じ

シート 3



シート 4



シート 5

なぜサブプライム問題を見誤ったのか？

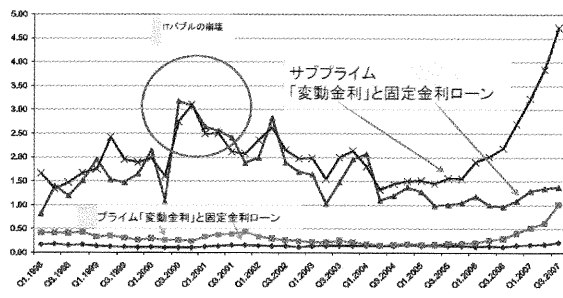
1. 不動産投資、保有のデフォルトは、二つの指標で見なければならない。詳しくは後で
 1. 支払い能力
 2. 担保価値
2. 2000-2001年のITバブル崩壊時にもサブプライム問題は起きた。しかし一過性だった！ その後の本当の危機を見逃した。なぜか？
 1. ITバブル崩壊時の所得減少からの破綻、しかし
 2. 不動産価格が上昇を続けた。担保価値はあがっていた。
3. 本当の危機は、この両者が互いに関連をもつて、急激な低下したとき
 1. 担保価値の下落: 不動産価格が下げ止まらない
 2. 支払い能力の低下: 失業率の増加
 3. 両者が相関をもつて、スパイラルな影響を与えている。
4. デフォルト率と特にデフォルト相関の推定を間違えた！

シート 6

抵当流れ率(四半期あたり%)

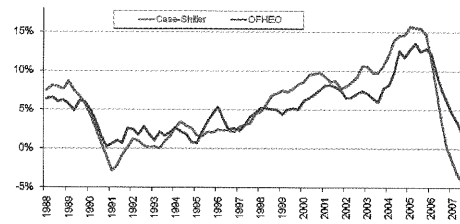
全米不動産銀行協会資料

四半期あたりの抵当流れ率%



シート 7

不動産価格指数(2つ)の動向



OFHEO: 連邦建設業者監督局指数 S&Pケースシャー指数

シート 8

Table 1: Historical Evidence of U.S. Home Price Booms and Busts, 1970-2003

City	Year	Peak Price	Peak Index	Year	Price	Index
Atlanta	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Boston	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Chicago	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Dallas	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Denver	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Detroit	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Houston	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Los Angeles	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Minneapolis	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
New York	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Phoenix	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Portland	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
San Francisco	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Seattle	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Tampa	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Washington	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Wichita	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85
Yakima	1979	\$14,000	100	1980	\$12,000	85

宴の後に
待っている物
は何か?

米国預金保険機構
FDICによる研究
Cynthia Angell and
Norman Williams
「U.S. Home Prices:
Does Bust Always
Follow Boom?」
February 10, 2005

ブーム期: 住宅価格が少なくとも
3年間、35%以上増加した
ケース数は上昇率

不動産の信用リスク

バブル崩壊: 5年以上に渡り少
なくとも15%以上の住宅価格
の下落

シート 9

サブプライム 楽観論に警鐘 米住宅『5年は下落続く』

東京新聞 2008年4月30日 朝刊

世界経済の波乱要因となっているサブプライムローン問題は、米金融機関の一・三月期決算発表を受け、市場ではヤマを越したとの楽観的な見方が広がっている。住宅価格の指標として知られる「ケース・シャー指数」の考案者で、住宅バブル崩壊を二〇〇五年時点から指摘していたエール大学のロバート・シャー教授に実態を聞いた。(聞き手・ニューヨーク支局・池尾伸一)

ーポールソン財務長官は住宅価格下落の「最悪の部分は終わった」として市場は早晩、回復に向かうと表明した。

「楽観的すぎる。ケース・シャー指数でみるとロサンゼルス、ニューヨークなど大都市の多くで二〇〇〇年以降、住宅価格は二倍から三倍にも上昇。総合指数も二倍以上に跳ね上がった。しかし、価格は下落しているといってもピーク比では10-20%の落ち込みすぎない。あと五年は下落が続くとみるのが妥当だ。楽観論が根強いのは、日本に土地神話があったように米国ではいまだに住宅神話があるためだ」

西平 サブプライム

10

シート10

サブプライム 楽観論に警鐘 米住宅『5年は下落続く』 続き

ー金融不安も峠を越したとの見方がある。

「住宅価格下落が続く以上は金融機関の業績悪化も続く。住宅市場は株式市場をしのぐ規模だ。金融機関の保有する資産価格を大きく左右する。この結果、貸し渋りや消費の低迷で、極めて低い経済成長率が今後数年にわたって続くだろう。日本、欧州など世界経済全体の足かせになる」

ー金融不安も峠を越したとの見方がある。

「住宅価格下落が続く以上は金融機関の業績悪化も続く。住宅市場は株式市場をしのぐ規模だ。金融機関の保有する資産価格を大きく左右する。この結果、貸し渋りや消費の低迷で、極めて低い経済成長率が今後数年にわたって続くだろう。日本、欧州など世界経済全体の足かせになる」

西平 サブプライム

11

シート11

世界的な不動産価格の下落

1. 日本: 地価の下落と不動産ファンドの倒産
2. 韓国、中国: 不動産価格の下落
3. オーストラリア: 不動産価格とその証券化商品価格の下落、政府による住宅証券化商品の買い上げ(40豪ドル=3,500億円)
4. 英国、アイルランド、ドイツ、デンマークなどにおける不動産価格の下落と、不動産銀行のデフォルト
5. その他の国に波及しつつある。

12

シート12

サブプライム問題は

人種問題: Minority
地域問題: Neighborhood Issues
経済問題: 低所得: Low Income People

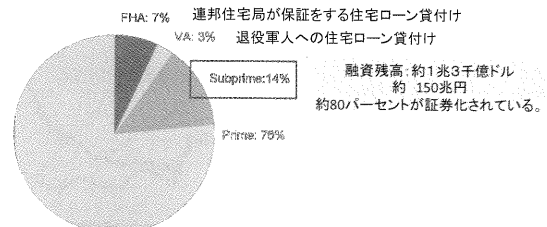
3つの問題が、重なっている。

森平 サブプライム

12

シート13

相対的に少ないサブプライム貸付け



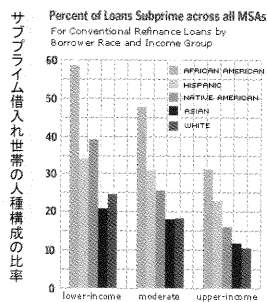
出典: 全米不動産銀行協会:MBA

森平 サブプライム

14

シート14

サブプライムは人種問題? 2002年統計 人種と所得別のサブプライムローン



森平 サブプライム

15

シート15

米国の貧困層とは

- 年間世帯所得が25,000ドル以下
- 3,900万世帯、全世帯の45%をしめる
- これらの層は、通常、信用スコアが低いため住宅ローンを借りられない。
- サブプライム貸付けは、当初、この層を目標にした。

森平 サブプライム

16

シート16

ACONによる推定

- ACON: は住宅差し押さえによる、アメリカの都市とコミュニティへ (Neighborhoods) の影響は、
- 2,500億ドル=25兆円の損害と推定

森平 サブプライム

17

シート17

差し押さえ→抵当流れ→住宅価格の下落

1. 空間計量経済学研究によると、ある地域で、
 1. 「差し押さえ」や「抵当流れ」が、1件生じると、
 2. 半径200mの住宅価格が0.9%下落する
2. その結果、ホームエクイティローンの金利支払い、借換えが困難になり、
3. デフォルトを誘発し、さらなる「差し押さえ」や「抵当流れ」が生じる!
4. 貸し手は、空家=在庫コストの上昇を抑えるために価格を下げて、早急に処分したい
5. 空家がもたらす犯罪の温床と増加 次のページを参照
 - 負のスパイラル
 - 低所得層のデフォルトから中・高所得層のデフォルトへ

森平 サブプライム

18

シート18

犯罪の増加

- 100世帯で2・8件の差し押さえが発生すれば、犯罪率が約6・7%上昇する。
- 空家が増加
- 空家が、犯罪の温床になる
- 周辺住宅価格の低下
- 差し押さえの増加

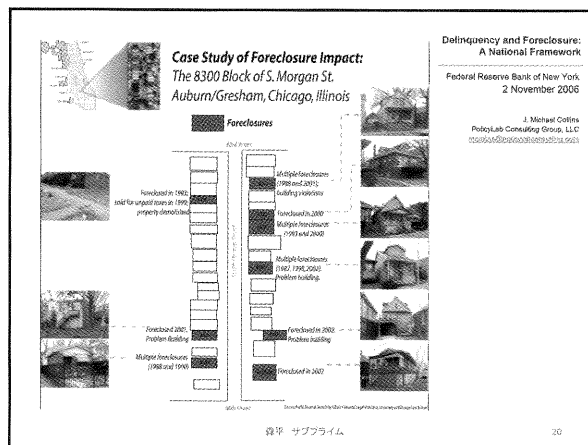


コミュニティの崩壊。この問題こそが重要
経済的な問題だけでなく、注目する必要がある。

森平 サブプライム

19

シート19



森平 サブプライム

20

シート20

サブプライムローンとは？

信用力の低い人への住宅ローン
•信用力はFICO(ファイコ)評点620点以下

21

シート21

フェア・アイザック・スコア:FICOスコア

1. 消費者ローン(カード、自動車、ガソリン、公共料金、税金、住宅ローンなど)の信用履歴を、個人(Social Security Number)ベースで過去7年分、デフォルトした場合は過去10年分、データベース化している主な企業(各社のHPを参照のこと)
 1. Experian: <http://www.experiangroup.com/>
 2. Equifax: <http://www.equifax.com/home/>
 3. Trans Union <http://www.transunion.com/>
2. 2003年のThe Fair and Accurate Credit Transactions Act(FACT Act)法により、各人はこれらの信用履歴を1年に1回入手可能。たとえば、「AnnualCreditReport.com」から3社のレポートを入手可能。
3. フェア・アイザック社はこれら3社からの信用情報にもとづく個人クレジットスコアリングモデル
 1. を開発し
 2. モデルからの評点(スコア)を販売
4. 個人は、お金(4-6ドルくらい)をはらって、このスコアを知ることができる。

22

シート22

FICOスコア: 続き

- モデルにおけるリスクファクターとその「重み」
 1. 返済履歴: 35% 期限内に返済したかどうか、何日遅れたか、90日以上の延滞は特にスコアが低い。
 2. 債務残高: 30% 多くの口座にそれぞれ残高の大きいほどスコアは低い、借入れ限度額にどのくらい近い? 期前償還をしたのかどうか、残存比率が低いとスコアは高い。
 3. 信用履歴の長さ: 15%、最低6ヶ月、長ければ長いほど良い(日本人の感覚と違うが、休眠状態でない1つの口座の維持年数が長いほどよい、
 4. 最近借入れ申し込みの頻度など: 10% どのくらいの口座をもっているのか? 最近口座(申し込み)数が増えるのは良くない
 5. 借入れのタイプ、口座数の組み合わせなど: 10% 異なるローンのタイプやその金額の「組み合わせ」、ポートフォリオ効果
- これらのファクターはプラスにも、マイナスにも効く、日本の信用情報は、いわゆる「ブラック」情報のみ

23

シート23

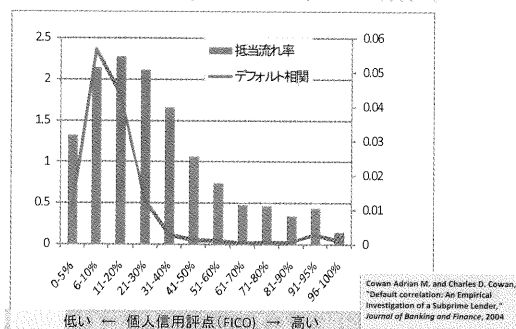
FICOスコアの利用方法: 続き

1. スコアは、300点から850点のあいだ、多数は600から800点の間に位置する。680点が平均値: プライムローン
2. FICOは住宅、HE、自動車ローン申し込み時の金利に反映されている。
3. FICOスコアが620点以下はサブプライムとして位置づけられる。
4. 以下のHPを見てみよう
<http://www.myfico.com/Default2.aspx>

24

シート24

個人信用評点 (FICOスコア)別サブプライムローンの 抵当流れ率とデフォルト相関



シート25

住宅ローン(子供)は、 以下(親)の物のデリバティブ

1. 住宅ローンプール(子供)のリスクとリターン
の源泉(親)は、
 1. 借り手の返済能力
 2. 住宅(担保)の価値
 3. 支払金の変動か固定か
2. つまり、住宅ローンはこれら三つのデリバ
ティブズであり、特に
 1. プールの分散度合い: 共倒れリスク(デフォルト
相関)が重要

シート26

借り手の信用リスクをどうはかるか？

- 借り手の支払い能力
 - 年間所得と借入高との比: 日本では5倍程度？
 - 正しくは、年間所得(変動する)とローン残高(変
動金利ローン場合不確実に変動)の「比」
 - DSR: Debt Service Ratio, DTI: Debt To Income
ratio
- 担保の市場価値(そのときの売値)
 - ローン残高と担保市場価値(変動する)の比
 - LTV: Loan To Value Ratio

シート27

住宅ローン(子供)は、 以下(親)の物のデリバティブ

1. 住宅ローンプール(子供)のリスクとリターン
の源泉(親)は、
 1. 借り手の返済能力
 2. 住宅(担保)の価値
 3. 支払金の変動か固定か
2. つまり、住宅ローンはこれら三つのデリバ
ティブズであり、特に
 1. プールの分散度合い: 共倒れリスク(デフォルト
相関)が重要

シート28

住宅ローンにおける デフォルトする「権利」

住宅ローンの借り手は様々な権利をもっている

1. デフォルト(破綻)する権利: プットオプション
2. 早く(満期前)にお金を返す権利: コールオプション

シート29

担保物権の役目

今の経済情勢では、一括返済はとてもし
できない。だから担保になっているこのビル
を「法律どおり持っていてくれ」といい続
けてきた。もっていつてくれれば、私の借
金はチャラになる。それが担保物権とい
うものの本来の役目なのだ。



小島 宣隆 (著) 借金王 角川文庫 pp.30-31

シート30

破産は怖くない

小島 宣隆 (著)借金王 角川文庫 p.33

「担保になっている自社ビルをもっていってくれ
と最初に銀行に言ったのは、バブルがはじけて間もないこ
だった。

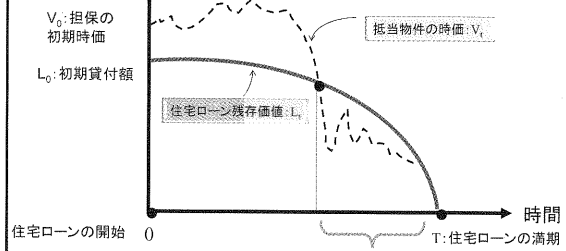
今に比べたら、まだ地価が高かったから、あのとき銀行が
担保物権を処分していたら、三割減くらいですんでいただろ
う。そうすれば私の借金ももっと少なくなっていたはずであ
しかし、現在はほぼ9割減までになっているから、なおさらもっ
ていかない。かといって私の会社を倒産させもしない。

31

シート31

不動産抵当貸付の信用リスク

デフォルトする権利: プットオプション



この期間「倒産(プット)オプション」を行使することが望ましい
→ 担保不動産の時価: $V(t)$ がローン残高: $L(t)$ を下回ったときには、
値下がりした担保を貸し手(銀行)におしつける(プット)する権利を持って
いる。

32

シート32

住宅ローンの例: 倒産の権利

1. 住宅ローンの借り手は、いつでも倒産する「権利」を有している。
2. 担保に差し出した住宅の価値が、ローンの残高を下回った時には、倒産するのが合理的! プット・オプションの保有
 1. 原資産 担保不動産の市場価格
 2. 行使価格 ローン残高の時価(現在価値)
 3. 残存期間 住宅ローンの満期までの年数
3. 銀行は、このリスクを考えて住宅ローン金利を決める必要がある。
4. ただし、住宅ローンは長期⇒金利の不確実性、担保不動産の不確実性を考慮しなければいけない
5. ブラック=ショールズモデルのプットオプションモデルを利用できるか? NO

33

シート33

Ⅱ. 「サブプライム・ローン問題と日本の経済・金融」

みずほ総合研究所株式会社市場調査部長 長谷川 克 之

ただ今ご紹介頂きましたみずほ総合研究所の長谷川です。本日は「サブプライム・ローン問題と日本の経済・金融」ということですが、結論から先に申し上げますと、日本の経済、日本の金融もサブプライム問題の影響を決して免れることは残念ながら出来ないというお話をさせて頂きたいと思います。

資料1 ページ、金融機関のサブプライム関連の損失を数字で示してあります。先ほど森平先生のお話の中でIMFはサブプライム関連の損失が今年の10月のレポートで1.4兆ドルという数字を紹介しています。いまどのくらいの損失が実際計上されているのかというのがこちらの数字です。資料提出の時は5,900億ドルでしたが、今朝の時点での集計では、大体6,600億ドルまで損失が拡大しています。これが1.4兆ドルまでいくかという点必ずしもそういうことではありません。IMFのレポートでは全体では1.4兆ドルですが、そのうち金融機関の損失では7,000から8,000億ドルと見込まれていますので、IMFの数字が正しいということで仮定すれば残りは1,000から2,000億ドルということになるのかもしれませんが。ただIMFの数字は実はこれまでも過小評価されている傾向があり、一年前のIMFのレポートでは大体2,000億ドルとの見方がされていました。この手の数字は最初は数字が小さくて、それがだんだん大きくなってきます。バーナンキ（FRB議長）は、2007年の夏場には大体500から1,000億ドルとの見方をしていました。それが2,000億ドル（IMF）に増大し、秋口には3,000、4,000億ドルとなってそして今年の春には1兆という数字に上がってきているわけです。

日本の不良債権問題でも1990年代、「日本の不良債権どのくらいあるのか」という議論がされていました。当初は10兆円ぐらいという数字から始まって、90年代後半に外資系の証券会社が日本の不良債権は40兆円あるというレポートを出した時には大騒ぎになりました。40兆円もあるはずがないだろうという議論がされていましたが、結果としては不良債権は100兆円あったということです。ですので、この手の数字は往々にして数字が拡大しやすいということだと思います。

資料1 ページ右のグラフは地域別に見たのがこちらの数字です。こうしてご覧になっていただくと当然震源地のアメリカの金融機関の損失が大きく、次いでヨーロッパもここ一、二週間は金融危機の様相を呈しており相当損失が拡大しています。

一方日本の金融機関の損失は、これは金融庁の数字とは若干違って、情報ベンダーのブルームバーグの数字ですが、数字としては欧米と比較すれば相対的には小さいといえます。ただ金額が小さいから日本は大丈夫かという点必ずしもそうではないというのが、本日のお話の主旨です。

その話に入る前に、最初に日本の証券化マーケットの状況についてお話をしたいと思います。先

ほど、証券化のいろいろな問題点を森平先生の方から指摘して頂きましたが、日本の証券化マーケットについては、規模が極めて小さい、まだまだ発展途上にあるということが指摘できます。資料2ページの左のグラフは私どものグループのみずほ証券のデータに基づき、日本で発行されている証券化商品の発行額を見たものです。2006年が過去最高で10兆円ぐらいの証券化証券の発行があり、2007年は若干下がっています。証券化されている原資産がグラフに示されていますがRMBS、すなわち居住用不動産の証券化商品が中核となっています。これは昔の住宅金融公庫の住宅ローンが中心です。

またCMBS、すなわち商業用不動産の証券化も近代増えています。アメリカで問題になったサブプライム・ローンは基本的には日本にはありませんし、その証券化也没有ありません。また証券化商品が二次加工、三次加工されたCDOのも金額的には小さなものとなっています。

資料2ページ右のグラフはデータのソースは違いますが、世界の証券化マーケットにおける日本のウエイトを見たものです。世界で発行されている証券化商品のなかで、日本で発行されたものが何%あるのかを示しています。2008年は世界の証券化マーケットが、ほぼ機能麻痺に陥っていますので、日本のウエイトが若干高まっていますが、それまでは、日本市場は世界の1%規模でしかありません。日本のGDPは世界の約10%ですので、その十分の一ぐらいの規模にしかすぎないということで、日本証券化マーケットはまだまだ発展途上だといえます。サブプライム問題によって証券化商品に係る様々な課題が露呈しましたが私は個人的には証券化という金融技術そのものに問題があった訳ではないと思います。問題はその金融技術の使い方が間違っただということではないでしょうか。

今日の話の中心である日本の経済・金融への影響ということで、第一に、実体経済を通じた影響というのがあります。二つ目には、金融を通じた影響です。実体経済を通じた影響という点では、日本の近年経済回復が外需主導によるものであることに注意が必要です。資料3ページに日本のGDPのグラフがありますが、黒く塗りつぶした所が外需の要因で、基本的には外需が日本の景気を牽引してきたことがわかります。直近の2008年の第2四半期には外需がマイナスの寄与になっており、落ち込みが顕著となっています。

日本の輸出数量を資料4ページの左のグラフでみると2007年の秋ぐらいをピークとして緩やかに減速してきている様子がみられます。

輸出先を地域別に見ると、アメリカ向けの輸出は2007年初ぐらいから落ち込んでいました。その後はアジア向け、ヨーロッパ向けが比較的好調でしたが足元ではエマージング諸国向けの輸出が急速に減速してきています。アメリカの経済の減速を契機として、世界経済に急ブレーキが掛かって急激にスローダウンしているということが日本の輸出の減速にあります。そういったことも反映して、右のグラフにある通り、日本の企業の景況感は大企業、中堅中小企業、製造業、非製造業を問わず、急速に悪化している状況にあります。

輸出の減速に伴い日本の景気が減速していると申し上げましたが、ここで注意を要するのは、今

年の夏場にかけての原油を代表とする商品市況の高騰が日本から海外に対する所得の流出をもたらしたということです。この所得の海外への流出も日本経済の悪化の一つの背景にあったといえます。

資料5 ページの右のグラフは、日本の主要素原材料の輸入金額を対GDP比でみたもので、2005年ぐらいから原油価格が上がる中で、この輸入金額の対GDP比が急上昇してきたことが確認できます。足元の水準は石油ショックの時とほぼ近い水準にまで上昇しています。

そうした交易条件の悪化に伴う、いわゆる交易利得の規模を見たのが、資料5 ページの左のグラフです。一番下の太線が日本ですが、日本の交易損失、アメリカやヨーロッパと比べて極めて大きいことがわかります。それだけ、海外への所得の流出が日本の経済の下押しとして効いてきたということです。

なぜ、これだけ原油価格が上がったのかというと、これは間接的にサブプライム・ローン問題の影響が大きいと思っています。原油価格上昇の背景には当然世界経済の好調に伴う需給の逼迫がありました。一方では金融的な側面も極めて強かったと考えられます。

世界の金融市場ではサブプライム・ローン問題を受けて株価が下がり、そしてまた一時期インフレ懸念ということも取りざたされて、債券も下がりました。株式や債券といった伝統的な金融商品に対する投資がなかなかしづらいといった中で、資金が伝統的な金融商品から実物資産に逃避した面もありました。フライト・トゥ・クオリティになぞらえて、フライト・トゥ・コモディティといわれるが、そういった動きが起きたと見られます。

フライト・トゥ・コモディティの動きを数字で確認するのは正直、簡単ではありませんが、資料6 ページ左のグラフの数字はヘッジファンドの中でコモディティにも投資を行うマネージド・フューチャーズ/CTA（コモディティ・トレーディング・アドバイザー）という投資戦略の、ヘッジファンドの預り資産額です。2004年ぐらいから上昇しているが、相当なヘッジファンドの数、資産がコモディティのマーケットに流入したことがうかがえます。ヘッジファンドのような短期的な投資家に留まらずに、最近では年金基金等の機関投資家も、インフレヘッジ、あるいは分散投資という観点からコモディティに対して積極的に投資を行うようになっていて、彼らが投資をする際に活用するコモディティ価格に連動した投資信託である、コモディティインデックスファンドの資産の金額を見たのが資料6 ページの右のグラフです。足もとを急速に拡大してきているということがうかがえます。

そういった短期の投機資金、中長期の投機資金がサブプライム危機というものを契機とする形でコモディティ市場に流入したことが原油価格が一時は147ドルにまで上昇した背景にあります。そしてこの原油価格の上昇が先程お話しした通り日本の交易損失の拡大に繋がったという意味では、日本の経済はこういった世界の金融市場の動向の影響を強く受けているといえます。

ところが、足もとは原油価格は147ドルから約半分に下落しています。その背景には、これまでのファンド資金のコモディティマーケットへの流入に巻き戻しが掛かる形で資金が流出していることがあります。

資金流出の背景には、多分に政治的な影響が強いと思っています。今年は皆さまもご案内の通り大統領選挙の年です。日本と同じでアメリカの政治家も大統領選挙、もしくは議員の選挙を戦う上ではガソリン価格を引き下げないと有権者に対して顔向けが出来ません。原油価格を下げる、ガソリン価格を下げるというのが選挙戦を戦う上では必須ともなりました。議会でコモディティマーケットの投資マネーへの流入を規制しよう、もしくは監視を強化しようという声が強まり、議会でそういった規制法案が一ヶ月間に20も30もの法案が上程されるというのが夏場の状況でした。

ヘッジファンドはこういったコモディティを買う一方で、何かを売るケースが多いわけですが、何を売っていたかという金融株を売っていました。金融株を売って原油に投資をすることが一般的でした。金融株が下がって金融不安にもなったために、SECはヘッジファンドの金融株の空売りの規制を強化しようということと動いたわけです。ヘッジファンドのロングのポジション（買い持ち）のコモディティの買いポジションと金融株のショート（売り持ち）ポジションを両サイドで抑えに掛かったとも言えます。そうした状況の中でヘッジファンドの損失が拡大しました。資金が流出して原油価格がご案内の通りの推移になったということです。

またマーケットを通じての日本経済への影響ということでは、世界の不動産マーケットが金融市場を通して、かなり連動して動いているということが指摘できます。先ほどの森平先生のお話にございました通り、不動産価格が下がっているのはアメリカだけではなくありません。イギリス、フランス、アイルランド、スペインも下がっています。そして日本でも下がっています。

資料7ページのグラフは、世界の不動産市場の動向を、リート（不動産投資信託）や世界の不動産企業の株価から見たものですが、左の長期のグラフをご覧になると、赤線のアメリカ、青線のイギリスで不動産価格の上昇、もしくは不動産関連の株式の上昇の極めて近年顕著であったことがわかります。日本やドイツでは左グラフでは読み取りにくいのですが、それでも若干上がっています。2003年以降の動きを短期で見た右のグラフをご覧いただきますと、これはかなり連動していて、とりわけ日本は発射地点が低かったということもあり、この4主要国の中では最も不動産価格が上がっていた国ともいえます。

世界の機関投資家は不動産というものを横串を刺して日本の不動産と海外の不動産を照らし合わせながら投資を行います。元来は不動産は極めてローカル性が高い資産でしたが、不動産が金融商品化する中で、世界の値動きを反映して日本の不動産価格も決まりつつあるという事が、日本の不動産価格の下落の背景にはあります。実際一部の外資系金融機関、これは破綻をしてしまった金融機関などはそうですが、日本の不動産マーケットでは、かなりアクティブにビジネスを行っていました。そういった外資系金融機関がオペレーションを縮小するということが日本の不動産マーケットに対しても悪影響を及ぼした側面もありました。

金融マーケットを通じての影響ということでは、皆さまご案内の通り、世界が同時株安に見舞われています。また円が強くなっているということが、日本の企業個人の投資マインドを大きく下押ししているということがいえます。最近の金融や市場の動向を概観したのが資料8ページです。

一番左のグラフが世界の株価、真ん中は世界の金利、一番右が実効為替レートで見た為替です。ご覧いただく通りの値動きですが、あえてポイントを指摘させて頂くと、左のグラフでは、日本株も下がっていますが、足もとがエマージング諸国の株価下落が先進国以上に顕著です。いったい何が起きているのでしょうか。円が強くなっているということはご案内の通りですが、ではドルが弱くなっているのかというと、実効為替レート、即ち貿易量で加重平均した通貨の実力を見てみると実は足もとではドルは全然弱くない。ドルの先行きに対しては相当慎重にみていますが、少なくとも足もとということではドル安が進んでいるのではなくて、円が一番強い、次に強いのがドル、そして足もとはユーロが一人弱いという状況です。ユーロが弱い要因はいろいろありますが、ヨーロッパの景気が減速し、金融危機がヨーロッパに飛び火していることの影響も大きいと思います。

資料9ページは、足もとの世界のお金の流れを整理しています。世界のお金の流れを包括的に捉えている統計は存在しませんが、ここではアメリカの対内対外証券投資、即ちアメリカに対してどこからこういった形でお金が入ってきて、またアメリカからこういった形で外に対してお金が流れているのかを示した図です。真ん中がアメリカ、左上がヨーロッパ、左下が中南米、右上が日本、右下がアジアです。それぞれの地域から矢印が向かっていますが、その金額を示したのが矢印の一番近くにあるグラフです。若干数字の目盛りがグラフによって違いますが、世界の資金フローの中で一番厚みがあるのが、ヨーロッパからアメリカに向かっているところです。ヨーロッパからアメリカに向かっている矢印の右上のグラフでは、2007年の1－6月期をピークとする形で対米証券投資の流入額が激減していることがわかります。また激減しているのは左下の中南米からアメリカに向かっている矢印です。足もとでは流入どころか流出です。即ち中南米にお金が戻ってしまっているということです。ヨーロッパからアメリカに向かっているお金の流れの大宗はイギリスからです。私は九割の中には相当程度オイルマネーが入っていると考えられます。オイルマネーのアメリカへの証券投資の流入が大きく細っている可能性が高いといえます。

中南米からアメリカへの資金流入の大宗はカリブのオフショア金融センターを経由したものです。これは多分にヘッジファンドのお金です。そういったお金がアメリカに入ってこなくなった状況にあります。お金がアメリカに対して向かっていないということに加えて、アメリカからの対外証券投資にも大きな変化があります。資金フローの逆流が起きているということです。

アメリカからアジア向けの所の矢印の下にあるグラフは、グラフが大きくマイナスになっています。すなわちアメリカの資本がアジアから逃避して、アメリカの国内に回帰しているといったことが、アジア諸国の株価の大きな下落の背景にあります。グラフ上は数字が、アメリカから日本というところを見ると、ここも足もとはマイナスになっています。アメリカの投資家は日本の資産を売って、アメリカの国内に資金を戻しています。国内で大きく損失を上げているので、利益を確定出来るものがあつたら売る。損失、損切りをしなくてはいけないものがあつたら売るということで、世界のアセットを売りまくっている状況です。残念ながら日本の株式マーケットが極めて自律性に乏しいと言えます。前日のニューヨークの株価を見てマーケットが決まってくる。フローベースの売

買では大体5割から6割が外国人の売買です。ストックベースの投資残高で見れば3割弱が外国人です。こういったアメリカを代表とする海外の投資家、グローバルなお金の流れというものの影響を日本経済は極めて大きく受けるという状況にあります。

資料10ページのグラフにあります通り、今年はヘッジファンドにとっては極めて大変な年です。おそらくヘッジファンドのパフォーマンスは過去最悪になるでしょう。想定していなかったような、金融機関が破綻したり、また原油価格が半減をする、金融株の空売りがいきなり規制が強化されるという想定外の事態が相次いでいます。株式のボラティリティも極めて高い。そういった状況でヘッジファンドのパフォーマンスは月を追うごとに悪化をしています。当然ヘッジファンドからお金が逃げていくということで、ヘッジファンドは資金の流出に備えてアセットを売らなければいけないという状況にあります。ヘッジファンドの資産はグローバルではだいたい2兆ドルといわれているが、おそらく足もとでは相当現金資産のウエイトを高めている可能性が極めて強いと考えられます。

資料11ページにもあります通り、世界の金融市場では、また取りわけ銀行間の短期金融市場では、異例の状況になっています。右のグラフは日米欧の銀行間の取引レートがオーバーナイトインデックスワップという政策金利の期待水準、アメリカだったらFF金利、日本だったらコールの金利からどのくらい上方に乖離しているかという、その上乗せ幅をみたものです。

アメリカとヨーロッパ、イギリスでこのスプレッドが急上昇していることがわかります。日本でもやや上昇の兆しが伺えます。今世界のドルを中心とした外貨の短期金融市場では、金融機関が疑心暗鬼になってお互い資金の融通が事実上出来ていない状況です。例えば銀行間の上乗せ金利を見ても、直近でも400ベース近い上乗せ幅がかかっています。振り返ってみたら日本の金融機関が厳しかった、90年代にジャパンプレミアムというものが発生しました。その時のジャパンプレミアムの水準が私の記憶では100ベースを少し超えたぐらいということでしたが、足もとは世界の金融機関のプレミアムが、ジャパンプレミアムの時の4倍近い水準がかかっているとも言えます。このように異常な状況の中で各国の中央銀行は流動性を潤沢に供給しています。最終的には先週末発表されているように公的資本を金融機関に注入するだけではなく、銀行間の取引について、各国の政府が保証をするということになったわけです。そこまでしてもまだ金利が下がっていないという異例の状況が続いていて、これは危機的な状況です。

これが金融の危機で留まっていればまだまだですが、そういった金融の危機が事業会社に波及しつつあります。今まではウォールストリートの問題であったが、それがメインストリートの問題にもいま波及しつつあるという状況です。

左のグラフは、金融機関だけでなく、事業会社も含んだCDS、クレジット・デフォルト・スワップといわれるもので、それぞれの会社の信用力を表します。信用リスクをヘッジしようとした場合のヘッジコストに当たるものです。それがじわじわ上がってきている状況です。残念ながら日本のインデックスも上がってきているという状況にあります。

懸念されるのは、こういった海外でのドル資金の逼迫というものの影響に実は日本も決して無縁

ではないということです。

資料12ページ左のグラフはコール市場の取引残高ですが、やや減少しつつあります。また日銀の白川総裁は、9月末の記者会見の中で円資金の流動性に及ぼす影響が出てくる可能性が高いとはっきりとおっしゃっています。実際の在日外銀の支店の勘定を見ると、オフショア勘定が足もとを上昇しています。海外の市場が逼迫する中で、日本で資金調達を行ってそれを海外に運用するという動きも足もとからみられるわけです。

国内全体としてみれば、日本では資金が余っています。国内は金余りです。ただこういった資金のタイト化の兆しが一部で見られるということも、見過ごせないポイントだと思っています。

日本の経済については、世界の経済が立ち直れないとなかなか回復には向かわないということで、日本の経済の回復が自律的に達成されるのは残念ながら難しいと思っています。ただ足もとは、極めて暗い、厳しい話が多いのですが、あえて明るい点を見出そうとすれば、いま日本はある意味では世界から注目される余地があるのではないかと思います。それは不良債権処理の経験といったことだけではなく、ある意味では逃避通貨として円が買われている。なんで海外の投資家が円を買うのかということそれは日本の経済は決して盤石ではないが、日本の金融機関、日本の企業のバランスシートが海外と比べたら相対的にはまだ健全という中で、海外のサブプライム・ローン問題や近年のいろいろなバブルの影響を結果としては日本経済はそれほど受けていなかったということがいえます。そうしたことで日本に対して逃避的な資金が流入しているといえます。

ただ足もとは残念ながら株式マーケットには向かっていません。しかし資料13ページの左のグラフは、海外の投資家からみたら日本の株の水準は比較的割安感が強いということを示しています。また円の水準もドル円相場でみたらかなり円高になってきたという感がありますが、ドルの実質実効為替レート、すなわち物価差も反映して、実質ベースでみたら足もとは、まだまだ円高という水準ではございません。若干グラフの水準よりは足もとが上に上がっていますが、それでも円高では決してありませんので、そういった意味では円高のリスクというものは意外と強いと思います。

また、そういった逃避資金が円に向かうということだけではなくて、世界で資金調達出来ない銀行、企業が日本を調達マーケットと位置付けて水面下でもいろいろ調達の話が進んでいるようです。また今回の問題を受けて、英米型の資本主義の在り方が今後おそらく問われてくることになります。今までの常識では考えられなかった欧米の金融機関に対する公的資金が注入時価会計の凍結検討また株式の空売り規制強化といったことが起きています。いわば英米型の資本主義の在り方が見直されるというなかでは、できればそうなって欲しいと思うが、日本的な資本主義の在り方というのが世界に対してある意味ではプラスの材料として注目されるということもあると思っています。ジャパンパッシングとか、ジャパナッシングということが残念ながら近年言われてきましたが、今は、そういったこれまでの海外の評価を覆す日本にとってのチャンスだと私は思っています。以上駆け足となりましたが、私からのご報告に代えさせていただきます。ご静聴ありがとうございました。

The image shows the top portion of a presentation slide. At the top left is the 'MIZUHO' logo in a stylized font. To its right, the text 'Mizuho Research Institute' is written in a smaller font. Below this, the text 'Created by Mizuho' is visible. In the center, there is a white rectangular box with a thin black border containing the text '第34回産研フォーラム' (34th San Ken Forum), '~サブプライム問題とその影響~' (~Subprime Problem and its Impact~), and '資料' (Materials). Below the box, the title 'サブプライム・ローン問題と日本の経済・金融' (Subprime Loan Problem and Japan's Economy and Finance) is displayed in a large, bold, black font. A horizontal line with a repeating diamond pattern separates the title from the main content area below.



 Meizu Research Institute Ltd.

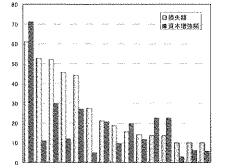
サブプライム関連損失の拡大

■ 世界の金融機関の関連損失は既に5900億¹⁾にまで拡大

➢ 一方、資本調達額も4400億²⁾に弱と相応の規模。但し、時間の経過とともに調達条件はより厳しいものに

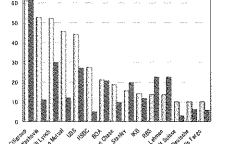
■ 米国のみならず、欧州でも相当な損失規模。日本の損失額は相対的には小さいが...

〔金融機関別サブプライム関連損失(10/2時点)〕



(資料) Bloombergより各主要金融機関発表資料作成

〔地域別サブプライム関連損失(同左)〕



(資料) Bloomberg



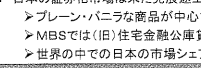
 Mizuho Research Institute Ltd.

日本と世界の証券化市場

■ 日本の証券化市場は未だ発展途上にあり、市場規模は小

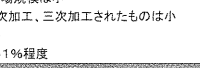
- プレーン・バニラな商品が中心であり、二次加工、三次加工されたものは小
- MBSでは (RE) 住宅金融公庫貸出が中心
- 世界の中で日本の市場シェアはわずか1%程度

〔日本の証券化商品発額〕



(単位: 億円)

〔世界の証券化商品発行金額〕



(単位: 100億ドル)

足元の日本経済概観

- 2008年4～6月期のGDPは国内需要・外需ともに落ち込み、前期比▲0.7%（年率▲3.0%）のマイナス成長
- これまで成長を牽引してきた外需の落ち込みによる日本経済への影響は大

〔 4～6月期2次QE結果 〕

(資料)日本銀行「国内総生産(1)平価集計」

国内総生産	2008年			前期比(%)		
	4月	5月	6月	4月	5月	6月
国内総生産	-0.3	-0.7	-0.7	-0.1	-0.7	-0.7
(前期比(年率))	-1.4	1.0	2.4	2.6	-3.0	-3.0
民間総生産	-0.4	-0.7	-0.7	-0.1	-0.7	-0.7
(前期比(年率))	-1.5	-0.3	-0.3	0.1	-0.7	-0.7
官製総生産	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.3
(前期比(年率))	0.0	-0.3	-0.3	0.0	-0.3	-0.3
民間投資	-0.5	-0.7	-0.7	-0.1	-0.7	-0.7
(前期比(年率))	-2.3	-1.2	-1.2	-0.3	-2.0	-2.0
民間消費	-0.3	-0.7	-0.7	-0.1	-0.7	-0.7
(前期比(年率))	-1.0	-0.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7
政府消費	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
(前期比(年率))	-0.2	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
外需	-0.2	-0.4	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1
(前期比(年率))	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
国内総生産増減率	-0.3	-0.7	-0.7	-0.1	-0.7	-0.7
(前期比(年率))	-1.4	1.0	2.4	2.6	-3.0	-3.0
民間総生産増減率	-0.4	-0.7	-0.7	-0.1	-0.7	-0.7
(前期比(年率))	-1.5	-0.3	-0.3	0.1	-0.7	-0.7
官製総生産増減率	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.3
(前期比(年率))	0.0	-0.3	-0.3	0.0	-0.3	-0.3
民間投資増減率	-0.5	-0.7	-0.7	-0.1	-0.7	-0.7
(前期比(年率))	-2.3	-1.2	-1.2	-0.3	-2.0	-2.0
民間消費増減率	-0.3	-0.7	-0.7	-0.1	-0.7	-0.7
(前期比(年率))	-1.0	-0.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7
政府消費増減率	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
(前期比(年率))	-0.2	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
外需増減率	-0.2	-0.4	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1
(前期比(年率))	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1

(資料)日本銀行「金融政策決定要旨」

輸出の鈍化と景況感の悪化

Mizuho Research Institute Ltd

■ 輸出は07年第4四半期をピークに大幅鈍化
 ▶ 地域別では米国向けはサブプライム問題本格化以前の07年初初に減少。年初末では新興国向けの落ち込みが顕著

■ 企業の景況感も大企業・中小企業、製造業・非製造業を問わず悪化傾向

〔輸出数量の推移〕

〔日銀短観企業判断DI〕

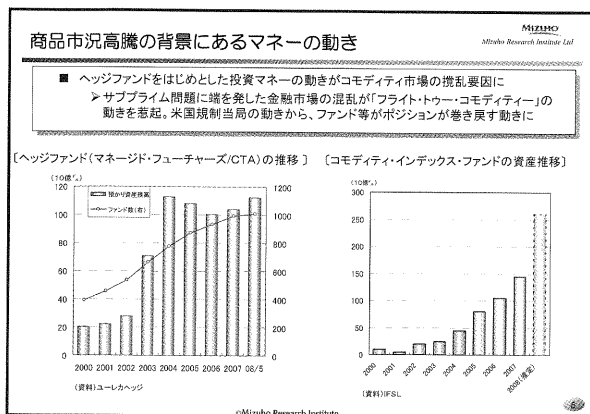
輸出数量の推移 (単位: 10億円)

年次	米国向け	中国向け	アジア向け	その他向け	輸出総額
04	10	2	3	5	20
05	12	3	4	6	25
06	15	4	5	7	31
07	18	5	6	8	37
08	10	3	4	5	22

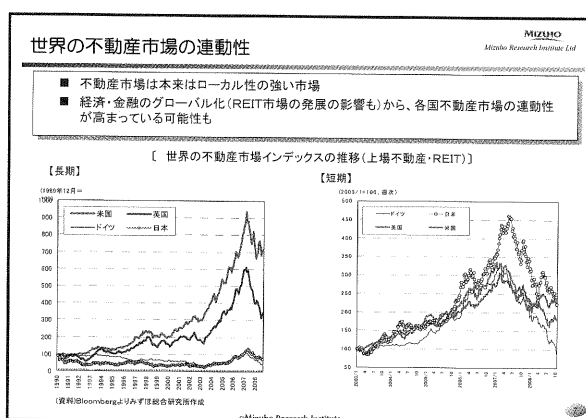
日銀短観企業判断DI (2004年4月～2008年3月)

年次	大企業	中小企業	製造業	非製造業
04	50	45	50	45
05	55	50	55	50
06	50	45	50	45
07	45	40	45	40
08	40	35	40	35

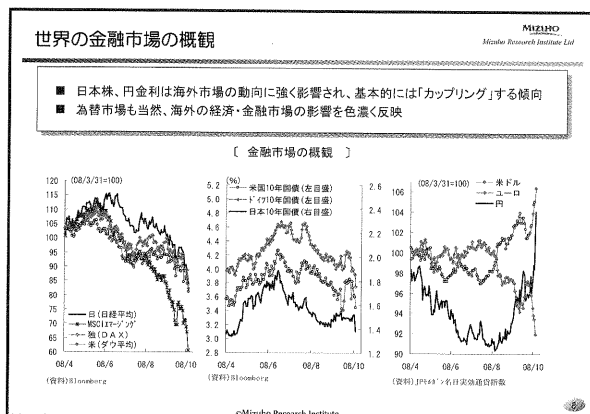
[illegible]



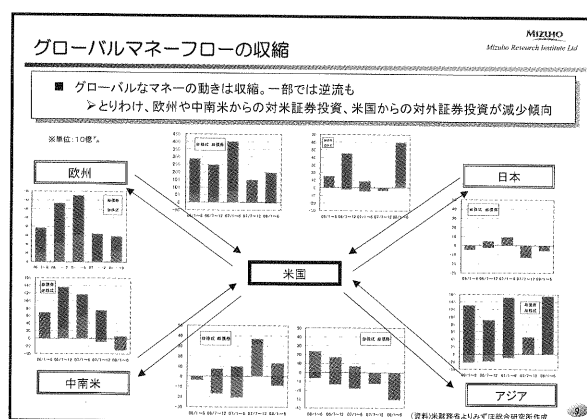
資料7



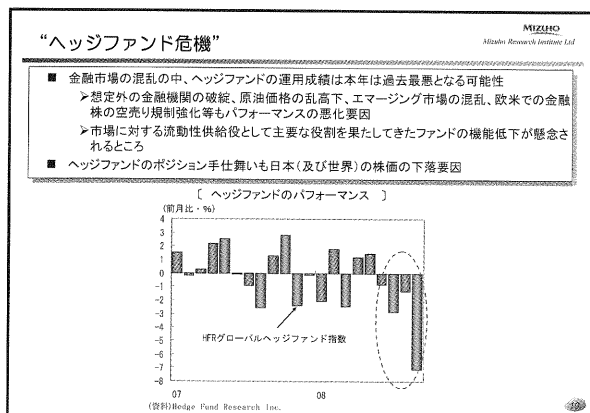
資料8



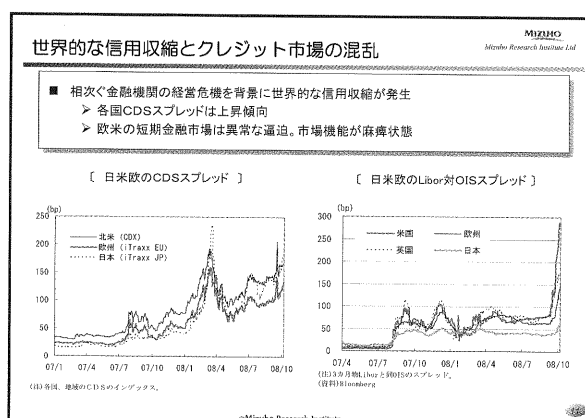
資料9



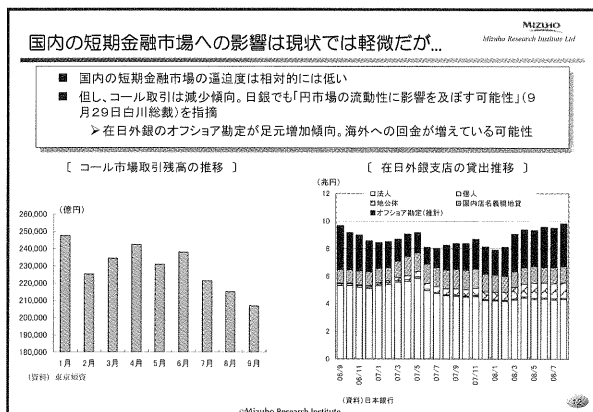
資料10



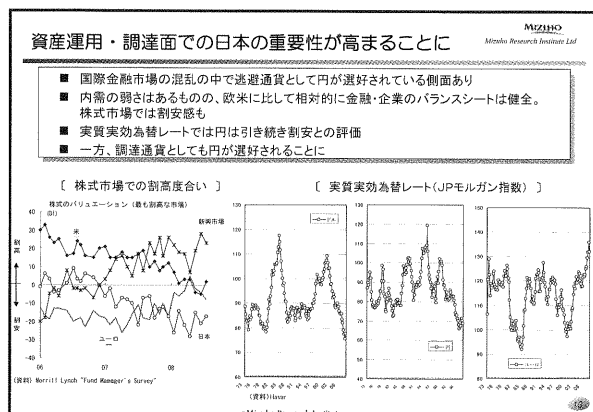
資料11



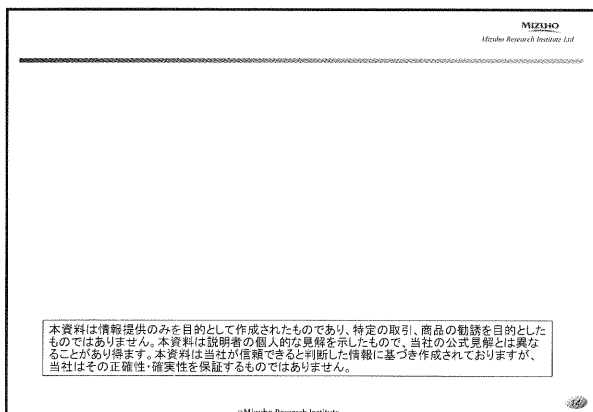
資料12



資料13



資料14



資料15

Ⅲ. 「サブプライム・ローン問題の欧米経済・金融市場に与える影響」

JP モルガン証券株式会社チーフエコノミスト 菅 野 雅 明

ただ今ご紹介にあずかりましたJPモルガン証券の菅野です。ただいま晝間先生からご紹介がありましたがこれから世界経済の中における、サブプライム・ローン問題を考えて見たいと思います。本題に入る前に私は晝間先生とは30年来のお付き合いというよりもむしろ大変お世話になっていて、私が日本銀行に入って間もない頃、シカゴ大学に2年間留学しました。その時に晝間先生とご一緒させて頂きました。晝間先生からノートをお借りしてなんとかシカゴ大学の2年間を過ごすことができました。この席を借りて改めて晝間先生に御礼を申し上げたいと思います。ありがとうございます。

それでは本題に入りたいと思います。大きく分けて2つの点を申し上げたいと思います。ただ今森平先生から不動産の動向に関しお話を伺いましたが、いまグローバル経済の中で、各国経済間の連関が非常に強まっております。ですから日本経済を見るについても、世界経済がどうなっているのかという観点が重要です。また、日本の株の売買も外人投資家の占める比率が非常に高くなっております。外人投資家の投資行動に影響を与えるアメリカ、ヨーロッパの経済の影響の動向が株式市場を通じて日本に来るわけですので、その意味でも海外の経済の動向を簡単に振り返ってみたいと思います。次に、サブプライム・ローン問題に端を発する金融界の大混乱が起きていますので、それを私なりに解説させて頂きたいと思います。

世界経済について一つの図で表すのは難しいのですが、こちらに示しているグローバル鉱工業生産とグローバルPMIという図をご覧ください。これは基本的には世界の鉱工業生産、すなわち各国の鉱工業生産をGDPでウェイト付けして私どもが試算している数字で、これがある意味では実体経済をそのまま反映する数字ですが、残念ながら国によって鉱工業生産の発表が遅れたりしてなかなか全体像が掴みづらいという難点がございます。それに対してPMIという、日本ではあまり一般的ではないかもしれませんが、企業景況感の指標があります。これは各国で毎月同じ時に同じ質問を投げて、その国の中で回収して発表しています。それをまた私どもで、世界各国のGDPでウェイト付けして加重平均すると翌月の1日には世界中のPMIの平均値が出ます。それを示したのが赤い線で、青い線より2カ月ほど先にきています。このグローバルPMIは足もと急落しています。米国の不動産投資がピークアウトしたのは2006年ですが、実体経済への影響が本格的に出始めたのがやはり2008年以降という形です。とくにこの夏ぐらいから、明らかに世界経済は変調を来しているというのが分かると思います。ちなみにPMIは50という線が大体の平均で、50を切り始めたということは、世界の主要国の鉱工業生産は減少に転じているという状況下です。

アメリカの住宅投資ですが、サブプライム・ローンの影響を最も受けた需要項目です。2006年から明らかに住宅投資は大きなマイナスを付けております。このシャドーがついて所が過去の景気後退期ですが、過去の景気後退期には、この2001年のITバブル崩壊に伴う時期を除くと、他はすべて住宅が大きく足を引っ張っております。ただし、今回の住宅需要の後退は、過去に比べても谷がかなり深く、より期間が長くなっているのが特徴です。先ほどのお話しにありましたケース・シラーの住宅価格も現在急落しています。

今後住宅市場はいずれ回復するでしょうが、何を見ていればいいのかといえば、それは住宅の在庫率です。何カ月分の住宅が在庫として溜まっているかということですが、現在は中古住宅の在庫率が高く、やや上げ止まった感じはありますが、少なくとも過去の統計で見える限りは一番高いところにきています。アメリカの場合には中古住宅市場のマーケット規模がとくに大きいマーケットです。売買は新築住宅の数倍の規模になっています。特に中古住宅の在庫率が下がってこないことには解決の兆しはまだ見えないという状況です。

ただ問題は住宅の分野だけに留まっていません。サブプライム・ローンは住宅投資に関する問題として注目されましたが、実はその後次々に問題になった金融問題の発端に過ぎなかったわけです。そして、金融と実体経済の負の連鎖が始まっています。金融問題がアメリカの実体経済に大きな影響を及ぼしています。例えば失業率です。過去の景気後退期をご覧くださいと、必ず景気後退期には失業率が上がります。今回も上がってきていますが現在は中途ですのでさらにこれから数字は上がってくるだろうと思われまます。

ただし、失業率というのは経済の運行指標といわれております。これに対し、新規失業保険申請件数というのは経済の一致指標の性格が強い指標です。これはウィークリー（週次）、すなわち毎週半ばに発表されます。もちろんウィークリーの指標ですからその分ブレます。ハリケーンがが到来したり、工場がストライキをすると失業者が増えるというのもありますが、そういうブレを除いた基調変化を見ることが必要と思います。

足もとの新規失業保険件数はどんどんと上がっていますが、現在45万件ぐらいになっています。45万件というのは過去90年代と比較してもピークのレベルにきております。たぶん今回はもうしばらくこの水準を維持するだろうということで、過去の90年代のどの不況期よりも厳しい不況期になるのではないかと見られています。

当然ですが所得も失業率が上がってくればアメリカの家計部門全体の所得の伸びは大幅に鈍化してきて、これが間もなくマイナスに入ってくるだろうということで、いま足もと、アメリカの消費は大きく崩れています。特に自動車関係の売れ行きは大幅に落ちているので、自動車メーカーは非常に苦況にいま立たされております。アメリカの設備投資もここにきて減速、そして景況感、これはISMといってアメリカ版のPMIのことですが、こちらも足もとがここで大きく減少しています。9月分が10月の頭に出ました。後2週間ほどすると、10月分の数字が出ます。いまこの地区版、ニューヨーク、フィラデルフィアという景況感が今週になって発表なっていますが、これが大幅に悪化し

ているので、多分11月の頭に出てくる10月ISMは更に大きく下がるのではないかとマーケットではいわれております。それが昨今のアメリカの株価が下がっている一つの背景です。

アメリカは今年の前半になんとか持っていたのは輸出が意外とよかったのです。ドルの価値が上がってきたから、アメリカの製造業の競争力が回復して、一時的に輸出が持ち直したわけですが、世界景気が今後減速する中では輸出も息切れし始めているというのが今の状況かと思います。

サブプライム・ローン問題に関して非常に重要なのが銀行の占める位置づけです。銀行は基本的には通常の商業銀行であれば預金、或いはインターバンクという銀行間の市場でお金を調達して、それをローンという形で貸し出すわけです。ただし、最近では証券化がすすみ、銀行はローンを自己のバランスシートで保有するのではなく、証券化市場で売却してそれを原資に再び貸し出しするという形のビジネスを行っています。そこでの資金調達コストをインターバンクのスワップレートとの対比、すなわちそれに対してどれだけスプレッドが上乗せされているかというのを見ると、これが足元で急拡大しています。このスプレッドが開けば開くほど実際の銀行の資金調達コストは上昇するわけで、銀行の貸し出しは困難化することを意味しています。銀行の立場からは、クレジットローンとか、自動車ローンを提供する時に、それだけ上乗せ金利を出さないと貸せないというのが基本的な状態です。サブプライム・ローン問題をきっかけに証券化市場が機能不全に陥り、それが消費者ローンにも影響し、アメリカの個人消費全体が低迷し始めました。

銀行の貸出態度に関するアンケート調査の結果ですが、アメリカ、ユーロ圏ともかなり厳しくなっています。厳しいというのはもっと金利を高くしないと貸せないということです。すなわち貸倒率が上がっているのです。貸し出し金利をそれなりに高く設定せざるを得なくなってきました。また、先ほどの証券化の話にもありましたように、米国の消費者にとってはせっかくFRBが金利を下げたのに金利低下の恩恵をあまり受けられないことになります。残念ながら、アメリカでは中央銀行の金融政策が余りきかない状況になっていきています。すなわち金融の伝播メカニズムが崩れている。ここが非常に現在悩ましいところです。

ユーロ圏も同じように足元で急速に景気が悪くなってきました。特にドイツは、IFOというのが一番有名な景気指標ですが、これは日銀短観のようなもので企業の景況感指数を示す代表的な指標です。ことしの前半まではドイツの企業景況感は非常によかったのですが、これが急速に今悪くなってきました。そのほかのベルギーやイタリアで今大きく下げています。

ドイツの鉦工業生産が足元、急減しているのは、日本同様ドイツも基本的には資本財の輸出国だからです。資本財とは機械など設備投資に必要な財のことです。そういう資本財を輸出する経済というのは、世界の設備投資動向に大きく需要を依存します。現在、世界全体で設備投資が急速に鈍ってきています。ということは、企業がブレーキを踏むと、日本やドイツはその何倍かのいわば影響を受けてしまいます。一般にGDPが1%縮むときにも、設備投資はその何倍も大きく変化します。その分フレの大きな経済になる傾向が見て取れます。こうした状況下でECB（欧州中央銀行）も政策金利を下げています。今後も欧州はさらに金利を下げていくだろうと見られています。

イギリスについても同じように住宅価格が下がり、実際に景気は悪くなり、そしてもう一つ金融混乱という三重苦に直面し、イギリスの中央銀行BOEの政策の舵取りは困難な状況になっています。イギリスの金利が低下したので、英ポンドの価値も低下しています。

次にアジアですが、中国を取り上げてみますと、中国も今回の世界的な景気悪化の例外ではなく、全く無傷ではいられないということです。ただほかの国々に比べれば、相対的に減速の程度は軽微にとどまるのではないかと思います。第4四半期のGDPの減速は免れませんが、マイナス成長にはならないでしょう。中国の中央銀行である人民銀行は金利を下げています。インフレが少しずつおさまってきたということで、金融政策にも自由度が出てきたということです。それと、このチャートにはありませんが、財政政策も自由度があります。去年2007年の中国の財政収支は、20年間で初めて黒字になっています。したがって、今後、中国の輸出の伸びが止まり中国の景気がさらに悪くなると、中国政府は思い切って財政出動してくると思います。ちょうど1990年代前半の日本と同じように、公共投資を大幅に増加してくると思います。しかもその公共投資は、日本でいいますと東京オリンピックのころの日本とかなり似ていますので、高速道路をつくっても、そのほかの一般道あるいは鉄道網をつくっても、まだまだ生産性の高い公共投資になっていますので、日本の90年代のような非効率な公共投資には多分ならないだろうと言われています。また、人民元についても、為替レートはある意味当局がかなり自由に動かすことができますので、これまでの人民元の切り上げ政策というのは、ひとまずここで終止符が打たれると思います。すなわち金融政策、財政政策、為替政策をとってみても、まだ意外と中国は自由度がありますので、実際にどの程度中国の経済が減速するかは見てみないとはいけませんが、少なくとも政策的に対応する余地は中国ではまだかなり残されていると思います。

一方同じエマージング経済諸国でも周辺アジア諸国はやはりここに来て急激に減速、あるいはここにありますが一部の項目はマイナスになってきています。ここ1～2カ月でやはりエマージング諸国の状況が急変しています。皆さんもいわゆるデカップリング論というのを聞かれたことがあるかと思います。すなわち先進国の経済が減速しても、エマージング諸国は中国を初めとして大丈夫だという見方です。中国はある意味で閉鎖的な経済体制ですのでデカップリングの余地がありますが、そのほかのアジアのエマージング諸国はかなり厳しい状況に置かれています。今回のエマージング諸国の状況は、従来の例えばタイバーツが突如切り下げられた1997年のアジア通貨危機の時とも状況がかなり違います。以前のエマージング危機というのは、国の破綻、財政赤字が大きくなり過ぎて、インフレになって、国債の引受手がだれもないとか、介入しようにも外貨準備がなくなってしまったとか、マクロ経済的な事象が通貨危機の原因でしたが、今回はエマージング諸国の企業がかぎです。今までは余りエマージング諸国の企業は目立たなかったのですが、エマージング経済が台頭するにつれて、エマージング諸国に在籍する企業が過去数年間に大量に資金調達をしました。皆さんもBRICsという言葉は御存じだと思いますが、日本でもBRICsファンドのようなものがつくられて、その企業に投資する、あるいはその企業が発行する債券、株に投資する動きが一時日本

だけではなく、世界中で盛んになりました。

ところが、先ほど長谷川さんのチャートにもありましたが、ここに来て今資金が逆流しています。すなわち先進国で資金のアベイラビリティが低下したために、世界の投資家はそのような新興市場国の企業に投資したお金を一斉に引き揚げ始めています。新興市場国の企業は、ただいま一斉に資金繰り難に直面しています。お隣の韓国で今、銀行が非常に苦しい状況に置かれています。韓国の場合は、銀行が代表して外貨を調達して、そして国内の企業に貸していたわけですが、その資金が海外に流出しているために銀行の資金繰りが苦しくなっているのです。

そのほか、ロシアからも今大量の資金が流出しています。ただロシアの場合には、今までためた外貨準備が厚いので、すぐに変調をきたすということはないと思いますが、状況はここに来て大きく変わってきています。そういう問題が今エマージングにあるということを頭の片隅に置いておいてください。

最後に、頂いた時間が残り少なくなっていますが、別の角度からサブプライム・ローンの問題を考えてみたいと思います。まずアメリカ発金融混乱の行方というところですが、四つの段階に分けて考えています。

最初はまさに住宅バブルが崩壊しました。これは実物経済の話です。次に先ほど森平先生がお話しされました、住宅問題をきっかけとするサブプライム・ショックです。このときに初めて住宅の問題が金融の問題に変わってきています。ただ、このときの金融の問題というのは、流動性の危機、すなわち先ほどお話いただいたCDOなどの証券化商品をだれも買わなくなってしまったために、幾ら証券化商品を換金しようと思っても、だれも買ってくれる人がいない。そうすると流動性がなくなって、すなわち実際にキャッシュが欲しくても、どこからもキャッシュが手に入らないという問題がこのときに生じています。

その後、今年の3月から、いわゆるベアー・スターンズ・ショックのときですが、そこで判明したことは、単なる流動性不足の問題から自己資本不足の問題に焦点が移ってきたことです。手元流動性がなくなると、誰もが持っている資産を換金するために投げ売りするわけです。そうすると、資産の価格が下がります。その結果自己資本がマイナスになる金融機関が出てくるわけです。

今年の9月から第四段階に入り始めています。それは何かというと、それがもはや個別の金融機関の問題ではなくなってきて、金融機関のほとんどの先が自己資本不足に直面し始めたということで、いわゆるシステミックリスク、要はどこかの金融機関の経営がまずかったから自己資本が足りなくなったのではなくて、まともな経営をやっていたところも資本が足りなくなってしまった。すなわち持っている資産がどんどん目減りしてしまう、優良資産であっても目減りしてしまうということです。さらには実体経済との関係でみると、アメリカ発の景気悪化が今世界中に広がりつつあります。先ほどもごらんいただきましたようにヨーロッパ、エマージング諸国に景気悪化が広がる一方、これがまた銀行の貸し倒れ率を引き上げて金融不安を助長するというかたちで、実体経済と金融の間の負の相乗作用、英語でいうとネガティブフィードバックループという状況にいたってい

ます。問題は非常に複雑化しています。

なぜこのような状況になったかというのはいろいろありますが、今回特に重要なのは、クレジットバブルが崩壊したということです。信用が突如失われてしまった世界というのを考えてください。人間関係でもそうですが、信用が失われたら、だれもお金は貸しません。いくら金利がもらえるからと言っても、元本がなくなることと考えたら、だれもお金は貸さないわけです。そういう疑心暗鬼の状態に今既になっています。信用を築くには非常に時間がかかりますが、崩れるのは一瞬です。

なぜここまで崩れたかという、大きなターニングポイントになったのが、ちょうど1カ月前のリーマン・ブラザーズの破綻です。アメリカではチャプターイレブンの申請、日本でいうと会社更生法の適応があった事件ですが、ベア・スターンズが破綻したときは、株主はお金を失ったけれども、債券の保有者、お金を貸していた人は守られてきました。今回のリーマン・ブラザーズの件はすべての人が財産を凍結させられてしまった。もちろんその株主は資産を失いましたが、債券を保有している人も事実上清算の対象になってしまったので、もう債券だろうと貸し出しだろうと、二度とそんなことは懲り懲りだという人たちが今増えてきてしまったということです。

そして、先日7,000億ドルのアメリカの金融安定化法が制定されました。公的資本の注入も実際に発表になりました。ただし、公的資金を入れれば物事は解決するのでしょうか。確に対症療法的なところはあります。人間の体でいくと、銀行というのはちょうどリンパ腺のようなもので、すべてのいろいろな血液がそこに集まってきます。ですから、そのリンパ腺のところを何とかしないと、たとえば癌が転移するといけないということで、銀行への公的資金の注入があったわけです。これは必要だったと思いますが、ただ問題はこれだけでは解決しないということも事実です。

日本の90年代の不良債権処理と比較をしてみたいと思います。日本は1998年3月に法律が変わって、そこで公的資金の注入ができるようになりました。二度資本注入を行いました。1998年3月は21行に1.8兆円の注入をしました。これは申請ベースです。銀行が国に対して公的資金を注入してくださいと言って注入したわけですが、そのときの銀行のトップは、そのようなことを自行だけがやったら、かえって取りつけ騒ぎが起きる可能性があるのもそんなことはできないというのがそのときの風潮でした。したがって、21行全部、主要行全体が国に対して申請して、横並びが崩れないようにという形をやりました。今回のアメリカとかなり似ています。ところが、結局それでは問題は解決しません。ある意味要らない銀行にも公的資金を入れている一方、必要な先には十分入らなかった。

次に、結局その後さらに問題が大きくなって、長銀、日債銀の破綻が事実上迫ってきた段階で、もう一度、国は強制的な資本注入ができるような法律に変えています。1998年10月です。それで長銀、日債銀を国有化しました。その後翌年3月に15行に7.5兆円の資本注入をしました。実はその資本注入という結果だけが今非常に注目されていますが、重要なポイントがあります。その前に金融庁が検査官を派遣して厳格な査定を行い、強制的に銀行の持っている保有資産の簿価を下げました。その結果、自己資本不足に当然なって、こうなったら強制注入しなくてはいけないというこ

とですが、実はここに一つ大きなポイントがあります。

すなわち日本の場合には、強制的に資産を目減りさせて、その結果として銀行の簿価にあった含み損が消えました。最終的にはりそな銀行の国有化というステップまで行ったわけですが、同時にその時点が景気の大底になっていました。2002年の初頭が景気の底です。結果的に日経平均は2003年の4月に大底を打ち、そこからずっと上がり始めました。複雑化した問題を解決するには三つの条件が必要です。公的資金の注入、含み損の一掃、3番目に実体経済の回復、その三つがないと、実は大きな転換点はつくれません。

アメリカの場合には含み損をまだ銀行は抱えています。今回は公的資金を入れていますが、ヨーロッパもそうです。日本も途中はそういう段階がありましたが、最終的にはやはり含み損を一掃して銀行のバランスシートをきれいにしないと、なかなか資産価格は上がりません。

以前、ベアリング・ブラザーズにニック・リーソンという人がいました。この人はやはり損を隠していて、ついに大量の損をつくって、ベアリング・ブラザーズという証券会社自体が倒れてしまいました。日本でも、大和銀行のニューヨーク支店、それから住友商事のロンドンでの銅の不正取引、そういうところ一人のトレーダーが上司に秘密のまま多額の損失をつくってしまった事件がありました。本人は必死になって何とか損失を挽回しようとしませんが、それはついに実らず、むしろ損だけがどんどん拡大してしまったわけです。すなわち一旦損を持ってしまうと、正しい判断ができなくなるために損失が拡大しがちなのです。よく言われるように、損切りは早目にというのはそういうことなのです。

そのトレーダーも損を切ると、損切りするとすぐ立ち直ります。これは不思議なものです。国の場合でも、損がバランスシートにたまっていると、なかなか資産価格は回復しません、株価は上がりません、地価も上がりません。ではそれを損切りすればいいではないかという、これはなかなかできません。痛みが伴うからです。もし今の段階で銀行が損切りすると、時価がかなり低い。これはいわゆるフェアバリューではないとみんな言います。それでもやりなさいといったら、何が起きるかという、金融機関は資本不足に陥り、国有化という事態にもなりかねません。そうすると、たとえば401kで持っている年金者の個人資産に傷がつくことになります。それから、金融機関に資金注入してきた海外のソブリン・ウェルス・ファンドの資金も減資の対象になり価値が大幅に目減りあるいは全部吹っ飛んでしまいかねません。これはやはり難しい政治的判断です。したがって、解決までにはどうしても時間がかかります。今も時価会計を停止するかどうかという重要な問題を今議論していますが、痛みを一時的に和らげるためには時価会計をとめたほうがいいと思いますが、ただ時価会計をとめると、痛みがなくなるかわりに不良資産の処理スピードは遅くなります。すなわち痛みをとるか、時間を選択するかという問題です。ところが、人間はなかなか痛みがとれを選択できません。

日本でも失われた10何年ということがいわれました。アメリカでは問題解決まで10何年かかることはないと思いますが、やはりどうも時間はかかりそうだというのが今の状況です。ところが今回

は日本と違ってアメリカは世界経済の中心です。ヨーロッパも痛んでいます。エマージングも今痛みつつあります。90年代は日本経済だけが孤立して悪かったので、周りの国はうまく条件さえ整えば手助けができた。リスクマネーは入ってきましたが、どうも今回はそういう状況ではありません。

だれがアメリカ・ヨーロッパを助けるのでしょうか。今長谷川さんからお話があったように、日本に期待が高まっていますが、日本だけでアメリカ・ヨーロッパはとても救えません。国内に貯蓄が十分あるのは中国、日本ぐらいしかありません。これだけ原油価格が下がってくると、中東もなかなか難しい。解決までの間に地価や株価などの資産価格が下がるリスクがあります。そして長谷川さんのお話にあったように、一体今、アメリカ全体で不良債権が幾らあるのか。この議論が実は一般にいわれるほど簡単でないのは、時間がたつにつれ実体経済がどんどん悪くなると、不良債権額がさらに増えていってしまうと悪循環に陥りやすいからです。

確かに現在は非常に厳しい状況です。マクロ経済は100年に一度といわれるような状況にあるのかもしれませんが、ミクロ的にはチャンス的一面もあります。個人や企業の観点からは危機をバネに新しいビジネスチャンスを見つけることも可能です。決して暗いだけではありませんので、皆様どうかプラス思考でご自身の周りを見直してください。長時間どうも失礼いたしました。

2008年度下期の世界経済と金融市場動向

—金融と実体経済との負の相乗作用リスクは顕現化するか—

JPモルガン証券株式会社
チーフエコノミスト
菅野 雅明

2008年10月17日

JPMorgan

シート 1

足下急速に悪化する世界の経済環境

1

米国経済：2008年後半は政策効果が息切れ

4

ユーロ圏経済：足下で経済指標が下振れ

20

中国経済は年後半減速へ

29

原油価格高騰の影響

34

JPMorgan

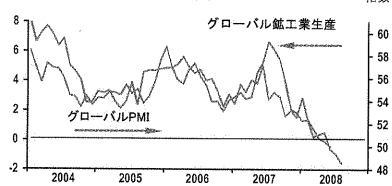
1

シート 2

グローバル鉱工業生産は2008年第2四半期に減少

グローバル鉱工業生産とグローバルPMI

%、3ヵ月移動平均3ヵ月前比、年率



JPMorgan

2

シート 3

原油・資源価格は調整局面入り

原油価格と商品市況 (CRB先物)

ドル/バレル

1967=100

原油価格 (WTI)

商品市況 (CRB先物)

2007/01/04=100

農産物

貴金属

出所：JPモルガン

JPMorgan

3

シート 4

足下急速に悪化する世界の経済環境

1

米国経済：2008年後半は政策効果が息切れ

4

ユーロ圏経済：足下で経済指標が下振れ

20

中国経済は年後半減速へ

29

原油価格高騰の影響

34

JPMorgan

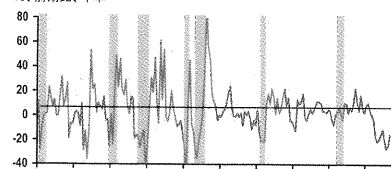
4

シート 5

米国：住宅投資の大幅減少継続

米国：実質住宅投資

%、前期比、年率



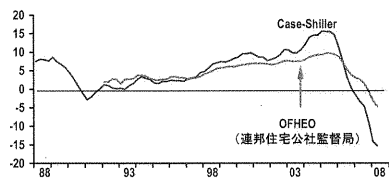
JPMorgan

5

シート 6

米国：住宅価格は年率2桁で下落中

米国：住宅価格指数—S&P Case-ShillerとOFHEO
%、前年比



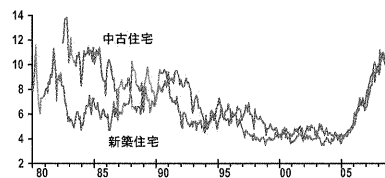
JPMorgan

6

シート7

米国：住宅在庫率は上昇中

米国：住宅在庫
カ月



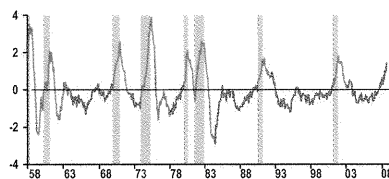
JPMorgan

7

シート8

米国：失業率の急上昇は過去の景気後退局面並み

米国：民間失業率
%ポイント、前年差、季節調整済み



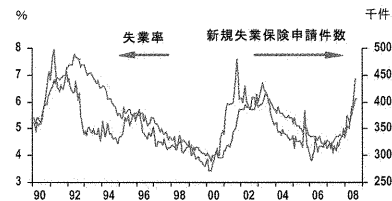
JPMorgan

8

シート9

米国：失業率はさらに上昇する見込み——新規失業保険申請件数に注目

米国：新規失業保険申請件数と失業率



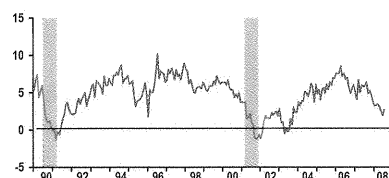
JPMorgan

9

シート10

米国：雇用者数の減少を反映して雇用者所得も減速

米国：雇用者所得
6カ月前比、季節調整済み、年率



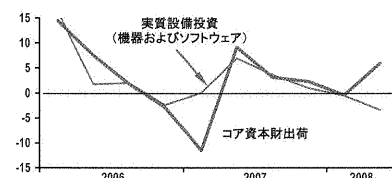
JPMorgan

10

シート11

米国：設備投資も急速に減少

コア資本財出荷と実質設備投資
%、季節調整済み、年率



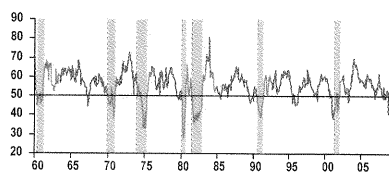
JPMorgan

11

シート12

米国：製造業ISMも急落

米国：ISM製造業景況感
指数、季節調整済み



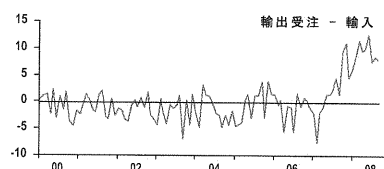
JPMorgan

12

シート13

米国：純輸出はドル安もあって回復するも、先行きは再び減速の見込み

米国：純輸出（ISM）
ポイント



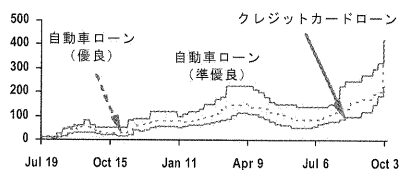
JPMorgan

13

シート14

自動車、クレジットカードローン金利のスプレッドは足下で再び拡大

AAA格資産担保証券（消費者ローン関連）スプレッド
ベース・ポイント



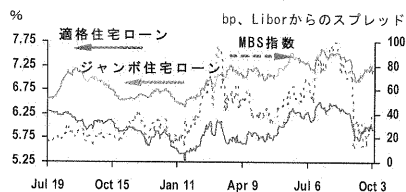
JPMorgan

14

シート15

米国：GSE救済策発表を受け、住宅ローン金利は急落

米国：30年住宅ローン金利及びMBS指数



JPMorgan

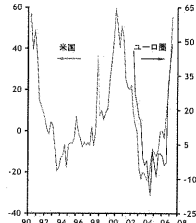
15

シート16

欧米で銀行の貸出条件がタイト化

企業向け銀行貸出基準

D1（タイト化・緩和）、両軸



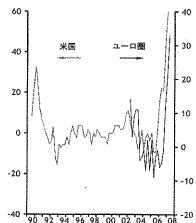
JPMorgan

16

シート17

家計向け銀行貸出基準

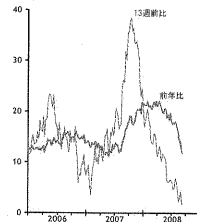
D1（タイト化・緩和）、両軸



米銀：企業向け貸出テンポは足下で急減速

米国：商工業向け銀行貸出

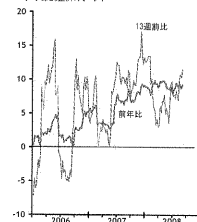
%、季節調整済み、年率



JPMorgan

米国：消費者向け銀行貸出

%、季節調整済み、年率

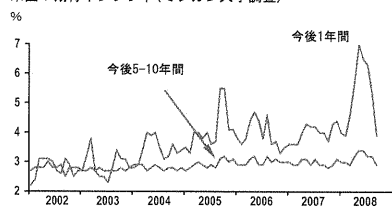


17

シート18

米国:期待インフレ率も反落

米国:期待インフレ率(ミシガン大学調査)



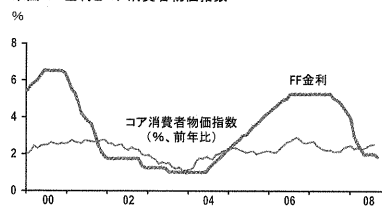
JPMorgan

18

シート19

米国:市場ではFedが12月にFF金利を50ポイント利下げするとの見方が広まる

米国:FF金利とコア消費者物価指数



JPMorgan

19

シート20

足下急速に悪化する世界の経済環境

1

米国経済:2008年後半は政策効果が息切れ

4

ユーロ圏経済:足下で経済指標が下振れ

20

中国経済は年後半減速へ

29

原油価格高騰の影響

34

JPMorgan

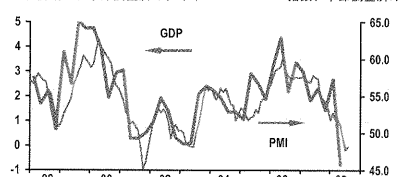
20

シート21

ユーロ圏経済の下振れリスク拡大

ユーロ圏GDPおよび全産業PMI

%、前期比、季節調整済み、年率



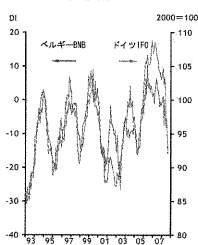
JPMorgan

21

シート22

ユーロ圏:ドイツでも企業景況感が急落

ユーロ圏:企業景況感(1)

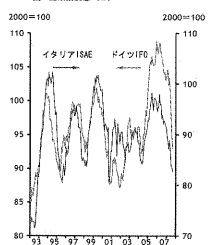


JPMorgan

22

シート23

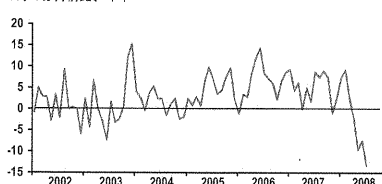
ユーロ圏:企業景況感(2)



ドイツの鉱工業生産は足下大幅に下振れ

ドイツ:鉱工業生産

%、3カ月前比、年率

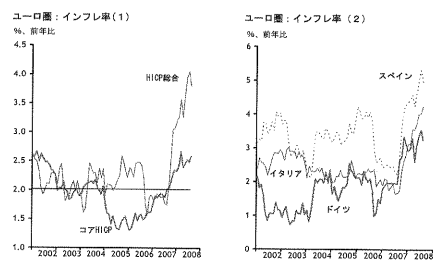


JPMorgan

23

シート24

ユーロ圏のインフレ率はECBの許容範囲上限を突破



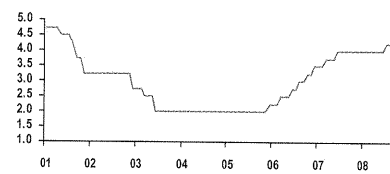
JPMorgan

24

シート25

市場ではECBも利下げに転じるとの見方が広がる

ECBの政策金利（レフィレート）
%、年率



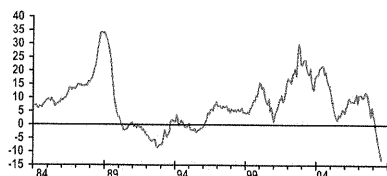
JPMorgan

25

シート26

英国：住宅価格は13年ぶりの下落

英国：住宅価格（Halifax調査）
%、前年比



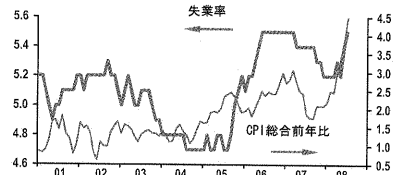
JPMorgan

26

シート27

イギリスではインフレと高失業率が並存(スタグフレーション)

英国：失業率とインフレ率
%、両軸



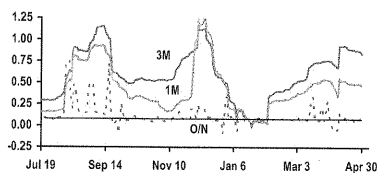
JPMorgan

27

シート28

英国：BOEの利下げにも拘わらず、スプレッドが拡大

英ポンドLIBOR：政策金利とのスプレッド
%ポイント スプレッド



JPMorgan

28

シート29

足下急速に悪化する世界の経済環境	1
米国経済：2008年後半は政策効果が息切れ	4
ユーロ圏経済：足下で経済指標が下振れ	20
中国経済は年後半減速へ	29
原油価格高騰の影響	34

JPMorgan

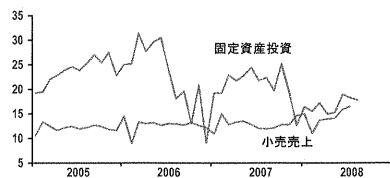
29

シート30

中国の内需(個人消費、固定資産投資)は堅調持続

中国：実質小売売上と実質固定資産投資

%、前年比



JPMorgan

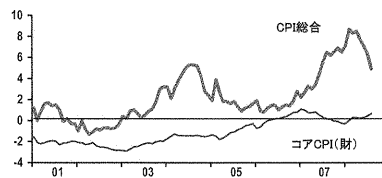
30

シート31

中国では食料品価格が高騰するも一般財価格は安定。食料品価格の高騰は今後次第に沈静化する見込み
(弊社予測:2008年第4四半期CPI総合 前年比+5%)

中国：コアCPIはデフレーションが続く

%、前年比



JPMorgan

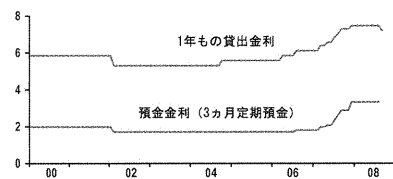
31

シート32

中国も利下げに転じる

中国政策金利

%



JPMorgan

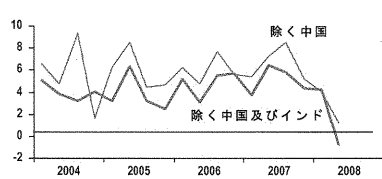
32

シート33

中国を除くエマージング・アジアの景気が足下急減速(1)

エマージング・アジア：実質個人消費と設備投資の合計

%、前期比、年率、季節調整済み



JPMorgan

33

シート34

足下急速に悪化する世界の経済環境

1

米国経済：2008年後半は政策効果が息切れ

4

ユーロ圏経済：足下で経済指標が下振れ

20

中国経済は年後半減速へ

29

原油価格高騰の影響

34

JPMorgan

34

シート35

先進国(日本、米国)は原油輸入量を減少させているのに対し、中国ではGDPを上回る増加を示す

(2007年)

	実質GDP	原油輸入量		
		%、前年比	%、前年比	100万トン
				増減
日本	2.1	-2.9	203.7	-5.9
米国	2.2	-1.2	498.3	-6.0
中国	11.9	12.4	163.2	20.2

JPMorgan

35

シート36

36

37

38

39

— 47 —

IV. 「サブプライム問題と銀行監督の将来」

金融庁監督局 銀行第一課長 氷見野 良 三

御紹介いただきました氷見野です。よろしくお願いします。金融庁では大手銀行の監督などを担当しています。

今の菅野さんのお話でいうところの金融危機の第三段階以降、ヨーロッパやアメリカで金融機関の破綻の話がよく出るようになりまして、特に第四段階、先月以降は毎週のように大きな銀行が救済されたとか、場合によっては破綻したといったニュースが出て、また欧米でショックが起こるたびに日本の株価にも影響が出るという状況にあります。

では、どんどんそういう経営危機が起こるということだと、ヨーロッパやアメリカの当局は一体何をしていたのか。ちゃんと免許を出して、検査もして、監督をしていたはずではないのか。それでなぜ続々と経営危機になるのかという疑問を持たれるかもしれません。また、今までの監督の仕方では仮にうまくいっていなかったとすれば、こういう結果になったとすれば、これから一体どうするのかというところも問題になろうかと思います。ただ、銀行監督といいましても、いろいろな要素があります。あれもこれも羅列してもごちゃごちゃするだけです。一つ要素を抜き出して、それを例にお話をさせていただきます。

それは銀行の自己資本比率規制、日本ではBIS規制といわれているものですが、銀行の財務上の健全性を確保するための規制です。

仮に90億ドル預金を集めて、自己資本株式市場から調達した10億ドルを合わせて、100億ドルの貸し出しをしている銀行があったとします。この貸し出し等の中に例えばサブプライム・ローンの入った証券化商品が入っていて、損が出てしまったとします。その損の額が例えば自己資本の額よりも大きい20億ドルだとしますと、結局貸し出しの資産の価値が減ってしまいますので、預かっている預金よりも持っている資産額が少ない、すなわち、債務超過になって預金者にお金を返すだけの財産がなくなってしまうということになります。そうすると、預金者の負担になるか、あるいは最近みたいに政府がお金をつぎ込むということで、納税者の負担になるか。さらに直接の負担だけではなくて、銀行が機能を落とす結果、経済全体に悪い影響が出てくる。日本も90年代に経験したことです。アメリカ・ヨーロッパでもいわゆる第三段階、第四段階以来、こっちの話になりつつあります。

他方、損は出してもその額が自己資本の額より少なければ、一応お客さまに預金を返すだけの資産は残っていることになります。そこで、銀行としてこれくらいの損失については備えておけばいいという見積もりをしまして、それよりたくさん自己資本を持っているという規制を置いておけば、

預金者の人も安心ではないかということでできたのが自己資本規制です。この不等式の両辺を割り算して、一定の比率の確保にしまして、健全性の基準のようにしたのが自己資本比率規制です。

ここまでのところは一応単純ですが、分母の損失の発生額のめどとなる指標、損が大体どれくらい出得るかという見積もりをするのは非常に難しいです。こういう規制とかいうと、金融理論から正しい姿が一つ出てくるかのように思ったりしますが、実際は七転八倒しながら試行錯誤を繰り返して変わってきたというのが実情です。

例えばアメリカの場合、最初にこの自己資本規制が入ったのは南北戦争のころで、その場合は本店のある町の人口に応じて幾ら自己資本を持て、とやっていました。随分粗雑なようですが、余り支店網、交通手段、通信手段がなかったころには、こういう素朴なものでもよかったと思いますが、大恐慌の時代にどんどん銀行がつぶれるという状況になると、さすがにもう少し精緻にしようと。預金を返す備えだから、預金との関係で比率にしようとやりましたが、やってみると実際には損は資産のほうから出るから、資産に対して自己資本を一定比率にしたらいいいではないかと直りましたが、その後第二次大戦後は余り銀行はつぶれない、経済がどんどん伸びていく中で銀行は余りつぶれないような状況になりまして、いったん規制をやめてしまいました。

やめたのですが、今度はまた80年代にS&L危機ということで、小さい金融機関は毎日つぶれる、あるいはコンチネンタル・イリノイのような大きな銀行もつぶれることになり、アメリカの当局は幾つもあって、お互いに仲が悪いのですが、いろいろけんかをしながら調整して共通の規制を入れました。この規制を入れたところ、分母が資産になっていると、資産以外の格好でリスクをとろうと銀行がします。また、規制がかかってない日本の銀行がどんどんビジネスをアメリカでもロンドンでも伸ばすということにもなる。そこで、国際共通規制にしようといって入ったのが、いわゆるBIS規制、あるいはバーゼルⅠと呼んでいるものです。アメリカはさらに自分の国だけもっと厳しいものにしました。

そのようにして進んできたわけですが、また最近でいえば、1988年に入って20年間使われてきたバーゼルⅠという国際合意された規制のあり方が、日本の場合で言えば2007年3月末からバーゼルⅡという新しいものになってきています。

では、新しく工夫して直した規制までやっておきながら、今度の危機は一体何のさまたと、当局はこういう規制まで最新式に変えておきながら、なぜだめだったのかという問いかけが出ると思います。

これ（資料6頁）は森平先生のおもしろい見やすい絵を、単におもしろくなく書き直ただけで中身は同じですが、向こうの端のサブプライム・ローンを、貸して、加工して、売って、また自分で買ってという流れを示したのですが、はじっこが腐ってくるとこのプロセスを通じてバツと損失が広がっていく。この全体の仕組みの中で銀行があちこちに出ていますが、いろいろな役割でリスクを負っているわけです。新しいバーゼルⅡというのは、例えば銀行が証券化商品を持っている場合、あるいは銀行が証券化商品をつくっている場合、あるいは簿外で置いておくがその簿外のを

助けている場合について、いろいろバーゼルⅠよりはしっかりリスクをとらえて、規制をかける仕組みになっています。またディスクロージャーも強化していきまして、市場の目でもよくチェックしていくようにしようというように中身は変わっています。

こういういいものにしておきながら、なぜ防げなかったのか。もっと強力にやっておけばよかったのではないかという御批判もあるかと思いますが、実はバーゼルⅡは検討に6年以上もかかりました。この6年間難航した中で、一番右往左往したのがやはり証券化の扱いのところで、バーゼル委員会としては2000年ごろからしっかり厳しくやっていこうと、これを野放図にしておいてはいけないと言っていました。そうすると、今世界中の銀行の稼ぎのもとであるところを締めるような格好になります。最初はバーゼルⅡをやることに賛成していた世界中の大手銀行も、一気にバーゼルⅡなどやめてしまえというように変わっていききました。そうするとなかなか話もまとまらず、難航し続けたわけです。

バーゼル委員会がやや孤軍奮闘でしっかりやろうとやっているときに「そうだ、頑張れ」と言ってくれた人は、メディアでも学会でもほとんどいませんでした。何をもたもたてこずっているのかというあざ笑うようなもの、あるいはこんなことをやって厳し過ぎるではないか、せっかくの先進的な証券化市場をつぶす気かという批判が継続している状態でした。

なぜむきになってそのようなことを言うかということ、このプロセスの後半は私はバーゼル委員会の事務局長をしていましたので、やや自己弁護の色彩もあるので、多少割り引いて聞いていただいたらいと思いますが、この過程で2003年ぐらいには、イギリスの『フィナンシャル・タイムズ』なんかを読むと、バーゼルⅡなんかはもうつぶれる、だから気にしなくていい、銀行も準備しなくていいというような記事が毎週のように載っていました。最後に2004年6月に合意ができたとき、次の日の『フィナンシャル・タイムズ』の朝刊には、フィナンシャル・タイムズのやっているコンサル会社の一面広告が出て、陸上の選手がスタートラインから走り出そうとする写真が載っていて、「Are you ready for Basel II?」と書いてあって、皆さんバーゼルⅡの準備はできていますかと。今までの記事と広告は一体どういう関係にあるのかと思ったこともありますが、当局はそれなりにやろうとしていた。ある程度やっていた。

さらに日本の場合は、バーゼル合意の改正に盛り込めなかった点でも、国内実施に当たっている国内のQ&Aなどで工夫してやっていました。これ（資料8頁）は平成18年7月28日ですから、サブプライム危機が勃発する1年前に出ているQ&Aですが、証券化エクスポージャーの格付を信じて売ったり買ったりということになっているが、実は上場企業の格付と違って、証券化エクスポージャーの格付は、案件の中身も外からわかりにくいし、実際に今までのところデフォルトした実績が少ないので、実績で本当に格付が信用できるかどうか分析しようがないではないか。したがって、使わないとは言わないが、そういった中身まで格付会社が公表しているものしか、日本当局は新規規制上使わないということを出していたとか、それなりに金融庁も問題が起こる前からできるだけことはしようとしてきました。

では、そんなに工夫も盛り込まれていて、また日本も工夫していたバーゼルⅡがあっただけでサブプライム問題が出たのかということになりますが、危機勃発が2007年の夏としますと、2004年に合意ができて、その後2006年にさらにサブプライムと関係があるようなところも修正のようなものがありました。その後香港が実施して、日本が実施して、危機が勃発して、その後カナダが実施して、欧州がやっと実施して、アメリカは2010年までにやると言っていたのですが、最近では2012年までにやると、またおくらせています。

震源地のアメリカは病気に効く薬が入っているものは、飲むと痛いのです。なかなか先送りしてやらなかった。日本はそもそも余り証券化とかをやっていなかった。しかも不良債権問題はもうぐり抜けていたので、新しい規制を入れてもやっていけるということで、比較的早くやっていた。多少は危機へのかかり方は、インフルエンザがはやる前にワクチンを飲んでいただろうかというような話で、若干は効いたのではないかと思います。こういう時間的な関係にあります。

そうは言いながら、実際に危機が起こってみますと、本当に十分だったかという議論はありまして、先ほどごらんいただいた表に加え、さらに追加的にいろいろな工夫をしようということを、バーゼル委員会ではやっているところ（資料10頁）。

このようにいろいろいいわけを言いますと、当事者としては一生懸命やってきたという話にはなりますが、直接携わってない方が聞くと、こういうテクニカルなことを次々に後追いでつけ加えていくことで、本当にいつか危機の来ない金融システムがつくれるのだろうか。一生懸命やっているのはわかるが、これで十分なのですかという疑問を持たれるかもしれません。例えばここ20～30年の動きを見ますと、アメリカで金融危機が80年代に起こって、規制が入ると規制の抜け穴ができて、それを埋める規制ができて、その埋める規制をまた抜けるものができる。また新しいものができて、さらには金融革新があると新しい仕事の仕方もできれば、それに対応するような規制もできて、また別の危機が起こる、対応をとる、別の危機が起こる、対応をとる、またサブプライムが起きたのでいろいろやるというように次々やってきている。

こういうものについて、例えばグリーンズパンさんはバーゼルⅡが始まる前の演説でこのようなことを言っています。「製造業では製品計画のサイクルがある。プロダクトサイクルがある。銀行規制当局も現行規制の改正提案がパブリックコメントに付されるころには、もう次の世代の規制の準備を始めることになるだろう」。プロダクトサイクルというと非常に前向きなことをしている感じも受けます。

他方、ロンドン大学のグッドハートさんという先生は、BISで同じようなところ講演をしていて、「金融経済論を教えているが、私は学生には銀行監督者には絶対になるなと教えている。なぜならば、評判を失うリスクが高い割には、給料が安い。銀行監督者として期待できる一番いい運命とは何か。だれにも気づかれないことである。何かが起こればおまえのせいだと言われる」。

さらに学生に言っているのは、「効果的なよい規制を設計する仕事は、ギリシャ神話に出てくるシーシュポス王の苦行そのものだ。ただ、シーシュポス王の場合には、誘惑してはならない女性を

誘惑した結果、神の怒りを買って、山に石を持って上がるとまた落ちてきて、それをまた持って上がるということをさいの河原のように繰り返しているが、バーゼル委員会のメンバーは悪いこともしていないのに大変な目に遭っている」という演説をしています。

では、こういうことをずっと繰り返していくかということになるわけですが、規制のせいというより、先ほど菅野さんのお話にもありましたが、金融システムには上がったり下がったりを拡張するような性格がそもそもあるのではないかとも思われます。資産価格、つまり土地価格や株価が上がりますと担保にできる価値が上昇します。また、そういう状況ですと、金融機関の収益も上がってもうかるということで、だんだんリスクに対する警戒感はなくなっていく。そうすると、融資もどんどん緩く出やすくなって、お金が出やすいことはいいことですが、審査が余りに甘いと、必要のない投資を行ったり、返す当てもない借金をしたり、過剰投資、過剰消費になっていく。これはミンスキーの瞬間と呼ばれているそうですが、あるとき気づいてみると、返せないお客さんばかりいっぱいいるではないか。あるいは、担保にとっているいろいろな投資された資産は、実は使い道のない無価値な物ではないかということにみんなが気づく瞬間が来る。気づくと、そのものの値段が落ちて、みんなが一斉に売ろうとするので取引が成り立たなくなって、流動性が枯渇する。さらには損がどんどん出ると、自己資本にも制約が出てきて、貸し渋りが出てくると、経済自体も落ちてきてということで、本当にそこまで落ちて、金融の働き自体の中に心理的な相互作用もありますし、いろいろな要素があるのだろーと思いますが、行き過ぎだ、こんないいうちがこんな安い値段で買えるのかと、逆に気づく瞬間が来るまで落ち続けるという傾向がある。

こういうものを放置しておけば、幾ら規制をつくっても結局は同じようなことを繰り返していくばかりではないかとも考えられます。日本のバブルとその崩壊のこともそうかもしれませんし、またアメリカでITバブルが起きて、それをつぶしてみたら、今度は住宅バブルが起きて、それがつぶれてみたら今度は原油等のコモディティーバブルが起きて、それがつぶれてみたらということをつまでも繰り返すのかという問題意識が一つあり得ると思います。

では、それをどう直したらいいのか。ここでいい答えが出るとすばらしいのですが、今言えるのは答えがないという程度です。

一つは、中央銀行、日銀その他の金融政策で、物価だけではなくて、土地などの資産価格も見て金融政策をやったらいいいではないかという説もあります。割とこちらに積極論なのが、BIS、国際決済銀行のエコノミストたちで、バブルを起こしてつぶしてしまえば、それは大変なマイナスがあるのだから、やはり物価安定だけではなく資産価格のバブルの発生を防ぐことも金融政策の重要な役割ではないか。景気と物価だけではなく、バブルの発生防止も頑張るべきだという見方もあります。

他方、かつてのアメリカの連邦準備制度に典型的な見方としては、金融政策は資産、土地の値段などがバブルかどうかということに気をつける必要はない。つぶれた後、積極的に金融緩和をやればいいということです。グリーンSPANさんの自伝などでも、バブルかどうか事前には全くわかる

はずはないのだから、引き起こした僕には責任は全然ないと書いていますが、この問題は、つぶれた後に幾ら金融緩和を行っても、つぶれた過程でみんなが恐怖感にとらわれているときには、幾ら中央銀行がじゃぶじゃぶにお金を出しても、経済に行き渡らないということになります。これは日本が経験したことです、バブルの崩壊後に積極的な金融緩和を行えば何とかなるというのは全く甘いし、間違っているだろうと思います。

ではBISビューが正しいか、FRBではなくBISビューでいけばいいかという、これもなかなか難しいところがあり、物価と景気と資産価格、資産価格の中でも土地と原油と株価が全然別の向きを向いて動いているときに、一体どこを向いて金融政策をすればいいのか。動かす指標は一つの金利で上げる下げるしかありません。その中でどれもこれもというのは難しい。ということで、いずれの立場に立ってもそう簡単なことではないと思います。

では日銀の政策でやれないのなら、かわりに金融庁が頑張れという話を考えるとすると、例えば景気の変動を拡大するような金融システムの特性に規制で対抗できないかというのが一つあるかと思います。自己資本比率が景気変動で余り大きく動かないようにしようというところは、バーゼルⅡをつくるときに、たまたま日本は景気の底で交渉をやっていたので、なるべく極端な動きが出ないようにしようと主張して、かなり反映された面もあります。けれども、それだけで十分かというと、恐らく金融という仕組み自体に内在する変動を大きくする傾向に対抗できるだけのところにはなっていないと思います。

では一体どういうところで対応をとればいいのかということについては、いろいろ今議論が出ています。例えば自己資本比率規制で何かできないか。あるいは償却や引き当て、あるいは冒頭辻山先生が言われましたが、価格評価の仕方、さらには役員報酬のあり方で、目先ですごくもうかると役員報酬をガーンととって、いけいけどんでやって、赤字が出たときにはやめていないという話ではおかしいので、金融機関の役員の報酬のあり方まで口を出せばいいという話まで出てきています。

いろいろアイデアは出ているわけですが、規制の目的と調整の仕方がどう整合するか、あるいは具体的に本当に機能するような仕組みが組めるか、そのようなところについてはまだ課題が多く、これから検討していくべき話だろうと思います。

ただ、今回のサブプライム危機は、金融ハイテクを使ったプロセスを通じて表に出てきているので、そうしたハイテク系のところに技術的な対応をやっていくことも恐らく必要だろうと思われるが、実はそういった表に出ている証券化取引やデリバティブズなど、ハイテク的な皮をはいだ危機の本質を見ていくと、実は今回21世紀型の危機とか言っているが、人類が何度も繰り返してきた、日本でもやってきたバブルの発生と崩壊という根本的なものが別の姿をまとったものにすぎないのではないかという見方もあります。

例えば最近の米国の銀行の決算を見ても、今年の第一四半期までは証券化商品の時価評価に伴う損が多かった。ハイテク系の損が多かったわけですが、最近になってふえているのは、むしろ当た

り前の融資、当たり前のクレジットカードローンそのもの自体が腐り始めた損が大きくふえ始めています。そうすると別にハイテク危機でも何でもなくて、昔懐かしい、日本と同じ金融危機という話になってしまうわけです。

今回の危機の特殊性だけに注目して規制上、監督方針上の対応を考えるという面もありますが、それだけでは恐らく足りなくて、そもそも根本的なところにもさかのぼって、今後どうしていくということをいろいろ議論していかなければならないところに来ていると思います。

以上です。どうもありがとうございました。

サブプライム問題と銀行監督の今後

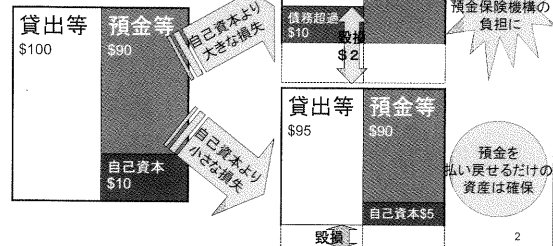
2008年10月17日(金)15:30~16:00
早稲田大学産業経営研究所 第34回産研フォーラム
水見野 良三 (金融庁)
個人的見解であり、所属組織の見解ではありません。

1

シート1

銀行の自己資本比率規制

銀行の財務上の健全性を確保するための規制



2

シート2

自己資本比率規制(2)

自己資本 $\geq$ 銀行として備えておくべき損失額

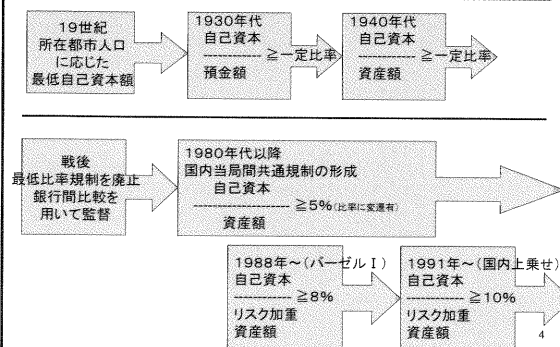


自己資本
----- $\geq$ 一定比率
損失の発生額の目処となる指標

3

シート3

米国における規制進化



4

シート4

バーゼル II

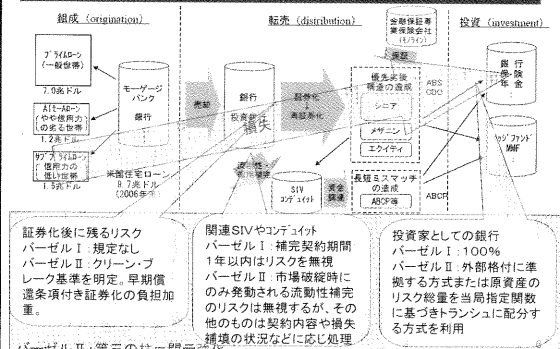
- バーゼル I (BIS規制)
1988年に導入された
銀行の自己資本比率規制
- バーゼル II (新BIS規制)
2007年3月末から
実施されている
新しい自己資本比率規制



5

シート5

サブプライム問題・証券化・バーゼル II



6

シート6

パーゼルⅡの証券化の扱い: 検討経緯

- 1998年: 検討開始
- 1999年: 第1次案
- 2000年: 証券化取扱厳格化論⇒2次案(デフォルト時回収率をゼロとすること、証券化後に銀行に残るリスクに資本経課を行うこと等を検討課題として提示)
- 2001年: 証券化に関するワーキングペーパー(厳格な取り扱いを提示)⇒第3次案頓挫⇒パーゼルⅡ全体の合意期限の延長続く
- 2002年: 証券化に関するワーキングペーパー(枠組みを整理簡素化、流動性補完や早期償還条項の扱いを追加)
- 2003年: 第3次案⇒原資産のリスクをもとに計算する方式を廃止する方針を公表⇒同方式を復活させる旨公表
- 2004年: 最終案(ABCPプログラム向けの内部評価方式の導入等)
- 2005年: パーゼル2.5(トレーディング勘定の流動性の低い信用リスク商品の取扱)

- 証券化の取扱いの見直しは最も難航した事項の一つ
- 検討過程においても、最終案公表後も、「厳しすぎる」「市場を潰す」との批判が継続

シート7

＜証券化取引における格付の公表要件＞

【関連条項】第249条第3項第3号

第249条-01 証券化取引における格付の適格性に関する基準のうち、当該格付が「公表されており、かつ、格付推移行列に含まれるものであること」とありますが、具体的にどのような情報項目の公表が必要ですか。＜平成18年7月28日追加＞

国内実施に際しての金融庁によるQ&A
(サブプライム問題勃発の1年前に公表)

証券化エクスポートは
・ 個々の案件の詳細の第三者による把握が困難
・ 過去のデフォルト実績が僅少

⇒格付をデフォルト実績値によって有意に検証することが困難。

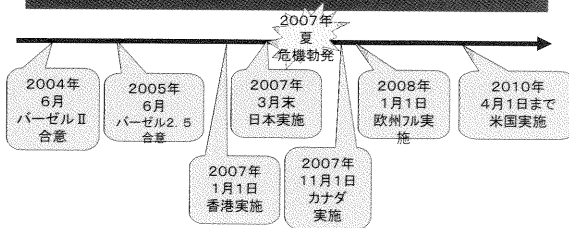
⇒事業法人等に対する格付以上に、
・ 格付基準(クライテリア)に厳格に基づく付与
・ 第三者による評価可能性
が重要

⇒右の項目が市場参加者に容易に入手可能であるべき

1. 一般情報
 - i) 格付基準(クライテリア)
 - ii) 格付推移行列(マトリックス)
2. 案件情報
 - i) 案件の名称
 - ii) 格付
 - iii) 発行金額
 - iv) 通貨
 - v) 裏付資産の種類
 - vi) 劣後比率
 - vii) 発行日又は発行月
 - viii) 法定最終償還日又は法定最終償還月
 - ix) クーポン・タイプ(固定・変動)
 - x) 利率
 - xi) スキームの概略等を記載した適格格付機関のレポート
 - xii) 格付を変更した理由

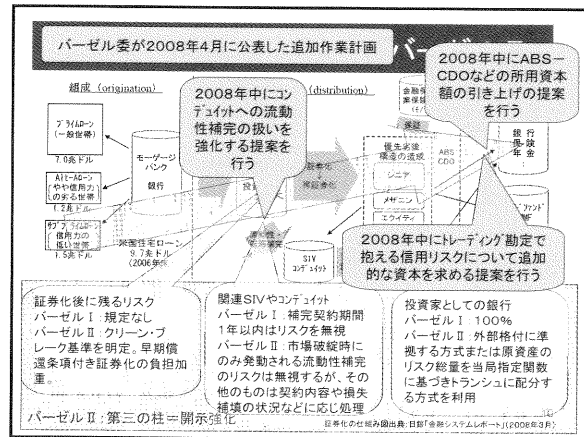
シート8

サブプライム問題とパーゼルⅡ



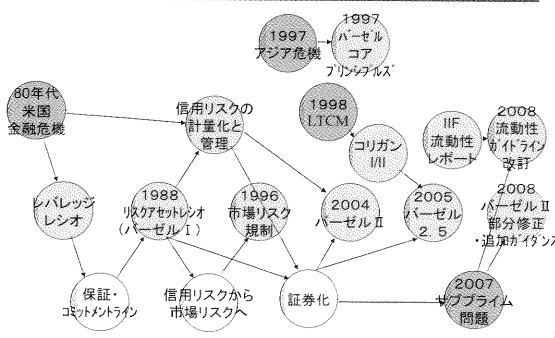
9

シート9



シート10

・規制・ビジネスモデル・リスク管理実務の進化



11

シート11

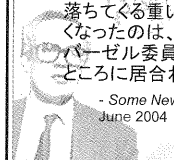
プロダクト・サイクルがシシュフォスの苦行か？

「製造業では製品計画のサイクルがある。銀行規制当局も、現行規制の改正提案がパブリック・コメントに付されるころには、もう次の世代の規制の準備を始めることになるだろう。」

- The Role of Capital in Optimal Banking Supervision and Regulation, Alan Greenspan, February 26, 1998

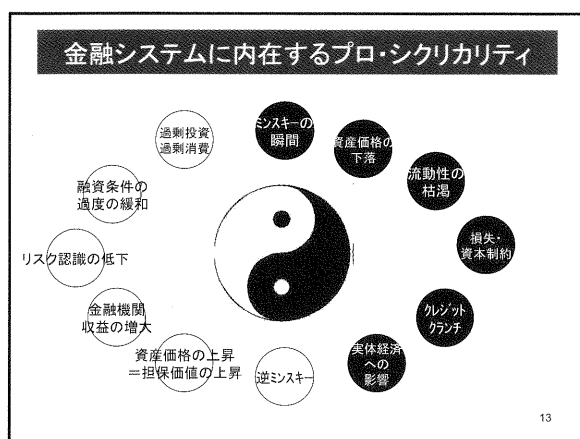
「効果的な良い規制を設計する、という仕事は、シシュフォスの苦行そのものだ。もともと、(ギリシア神話の)シシュフォス王の場合には、(神の怒りを買って)何度運び上げてもまた落ちてくる重い石を山の頂上に運びあげ続けなければならなかったのは、誘惑してはならない女性を誘惑したためだった。パーゼル委員会メンバーは、たまたま「まずい時にまずいところに居合わせた」に過ぎない。

- Some New Directions for Financial Stability? C.A.E. Goodhart, 27 June 2004



12

シート12



シート13

金融システムのプロ・シクリカリティに対抗するには？

- 資産価格をも勘案した金融政策？
 - － “BIS view” 「バブル崩壊後に発生する経済へのマイナスの影響の大きさを考えると、金融政策はバブルの発生を回避することに努めるべきである」
 - － “FRB View” 「金融政策は資産価格には割り当てられるべきではなく、バブルが崩壊した後に積極的な金融緩和を行うことによって対応すべきである」
(白川方明『現代の金融政策』2008年)
- カウンター・シクリカルな規制？
 - － 景気変動による過度の変動を避ける工夫はバーゼルⅡにも盛り込み済み
 - － 自己資本比率規制？ 引当・償却・価格評価？ 役員報酬？
 - 思想の整理・具体案の設計には課題多い

14

シート14

パネルディスカッション・質疑応答

早稲田大学教授（商学学院） 晝 間 文 彦

○晝間 15分間、もう少し時間があるかと思いましたが、すぐにたってしまいました。皆様からいただいた質問がかなり多くて、皆さんの関心が非常に高いことが改めてうかがえました。

これからの進め方ですが、まず皆さんからいただいた質問にお答えをしていただく形で進めて、それで時間がありましたら、また新たに質問を受けるとか、あるいは4人の講師の方のお話の中で、いや、私はこう思うとか、そういうディスカッションの時間がとれればと考えています。

いただいた質問用紙ですが、講師のお名前がない質問が三つあります。それらはこちらのほうで、適宜関連のお話をしてくださった、あるいは専門の関係でこの講師の方にお答えいただこうと思います。その後、個別の講師のお名前を書いている質問がありますので、それを順次御紹介してお答えいただくということで進めていきたいと思います。

まず1番目の質問ですが、サブプライム問題と現在直面している金融危機との関連をより詳しく説明してほしいということで、そのかなりの部分は菅野さんのレジュメで経緯を説明されていたと思いますが、それとその次の質問が、経済がこれから改善されるとしたら、その兆候としてどんなものが考えられるだろうか、その点についての質問です。ですから、これについてはこちらのほうで勝手ではありますが、菅野さんと長谷川さんをお願いしたいと思います。なかなか難しい点も含んでいますので、答えられる範囲で結構ですのでお願いします。

では菅野さんからお願いします。

○菅野 最初にいただいた質問が多分一番難しいのではないかと思います。正直言って、もし答えがわかるなら教えてくださいというのが、多分今世界中のほとんどの人の見方ではないかと思います。

と申しますのも、今われわれがいる位置づけというのは、よくある議論として、富士山でいくと何合目にいるのかということですが、普通は時間がたつと2合目から、3、4、5、6と上がっていきますが、多分今回の特徴は、時間がたつにつれて自分たちのいる位置づけがむしろ下のほうに下がっている、あるいは頂上がはるかにもっと先だということが端的にあらわしているのではないかと思います。

というのも、日本の経験からしても、実は何度も最悪期は過ぎたと、Worst was overと聞きましたが、その後に必ずもっと深い谷が待っていたというのが90年代の経験です。峠を越えるとさらにその先に峠があったという言い方もできるかもしれません。

ですので、まずそういうところから出発したいと思います。なぜそのように言うかという、これは私の独断と偏見で言っていますが、一番難しいのはどんな問題でもそうですが、これは普通われわれが直面する日常の問題でもそうですが、当然解決方法がわかるためには、まず現状を正しく認識できてないといけません。日本でなぜ失われた10年以上のことが起きたかという、やはり現状認識するまで数年、多分1997年の三洋、山一、北拓のところまで、実は正しい認識ができなかった。そこからようやくいろいろなことが考え始められたというのが、日本でした。

その物差しでアメリカを見た場合には、まだアメリカの政府、議会、金融機関自身、それからアメリカの国民一般がまだ事態を十分にわかってない。私はそこがまず一番大きいと思います。

ですので当然ですが、これは何も批判しているわけではありませんが、日本から見てもそうだったからやはりそういうもので、新しい事態、新しい危機とした場合、なかなか人間は新しいものをそのまま受け入れようとしません。一番端的な例は、時価と簿価ないしはフェアバリューの乖離です。みんなフェアバリューは高いところに置いて、時価は圧倒的に低い。そうすると、こんな時価でもう一回今会計を見直したら、とんでもない損が出るわけです。だから、当然その時価を何とかしてくれというので、今日の日経新聞の一面にもあったような話で、先ほど辻山先生からもお話がありました、あれは時価会計ではなくて、保守的会計をも否定するようなものと、後ほど御説明いただきたいと思います。今、時価会計ではなくて保守的会計すら否定されていて、気持ちはわかりますが、その間に実はフェアバリューがおっこちてきてしまう、実は限りなく下のほうに落ちてきてしまったというのが、90年の日本の経験だったわけです。

ですのでダイレクトにはお答えできませんが、まずアメリカ及びほかの国は、ひょっとすると日本もまた同じかなという気もしていますが、常に問題の質というのは新しいので、まず問題の本質が理解できるまでにかなり時間がかかって、そして最後に過去を見ると疲れ果ててどうしようもないと、そこで始めて無条件降伏が行われるわけです。余りいい表現ではないかもしれませんが、要は原爆が落ちて初めて事態の深刻さに気がつく。結局1998年の日本は、10月に長期信用銀行と日債銀までが破綻するということになって、これではだめだということで、金融再生法以下の法律ができて、司法の強制注入ができるようになったわけです。そのときには、金融庁さんの検査の結果、自己資本は全部ほとんどのところで吹っ飛んでしまって、それがまた金融機関の収益を悪化させたわけですが、まだまだアメリカはそこの段階にはいっていません。ですので、そういった意味ではまだ残念ながら時間はかかってしまうなという気がします。

ただ、こう言うとまだ非常に暗いのですが、ではこのまま一直線にどこまでも落ちていくかというと、多分そうではないと思います。これは私の勝手な想像だということで聞き流していただきたいのですが、このままでいくとアメリカでは多分民主党が、次の大統領選挙はどうもオバマ氏が勝ちそうな状況ですが、いずれにせよ新政権は必死になってアメリカでまた次に税制支出をしましょう。そうすると、来年の後半ぐらいにアメリカの景気がよくなることは十分に考えられます。問題はそこで何が起きるかですが、日本の場合には、本当はそこで不良債権処理すればよかったの

ですが、景気やよくなった、そうするとまた資産価値が上がってくる、ここで処理するのはばかげているということでみんな持ってしまったわけで、またその後景気の後退になって、ますます処理できなくなったというのがあります。ですから、果たしてそのときにアメリカ及びほかの国々がどのような不良資産処理をするか、そこによってもまだ今後の長さは変わってくるのではないかと思います。

○晝間 ありがとうございます。それでは関連して、もし長谷川さん、何かつけ加えることがありましたら、お願いします。

○長谷川 基本的には菅野さんが言われることに全くアグリーですが、あえてつけ足しをすればしたら、目先は政策対応いかにによってかなり展開が変わってくる、と、そういった意味では政策対応リスクがかなり強い局面なのかなと個人的には思っています。

今回、公的資本を注入したわけですが、いろいろお話がありましたとおり、十分な査定が事前にされているわけでは必ずしもないということです。追加的な資本の注入が予想されます。その際に、こういった形で資本を注入するのかというのも問題になってくるでしょうし、また本当に時価会計を凍結するのかわからないのかというのも大きな問題だと思っている次第です。

そういった中で確かに政策も、大統領も変わりますと財務長官も変わって、こういった規制のフレームワークが今後構築されていくのかによって、恐らくマーケットが描くその先々の期待成長率、もしくはリスクプレミアムは大きく変わってくるリスクがあると思います。仮に向こう2年、3年、5年というタイムスパンで、これまでのある意味ではマーケットの自立性に任せていたような政策がとられないと、かなり規制が強化されてくれば、リスクプレミアムが場合によっては高くなるということも十分考えられます。場合によってはマーケットの期待成長率が大きく押し下げられる明るい展望はマーケットからしたら恐らくなかなか描けないということもあり得るのかなと思っています。

ただ、足元の株価なりいろいろなクレジットの商品が、かなり割安に放置されているということも一方ではあるのではないかと思います。そういった意味ではもしかしたら買い場なのかもしれないとも考えられます。恐らくいろいろな商品の中でいえるのかなと思います。

AAAだったものが恐らく今は、例えばクレジットデリバティブのインデックスとかを見てみると、40、50ぐらいまで下がってしまっていて、満期まで保有できるということで考えれば、時価評価を気にしなくてもいいということであれば、もしかしたら買いなのかもしれないと思っています。

また株価でも、日経平均株価はマーケット全体で見て、PBRが1を割れてますので企業の財務諸表を信じる事ができれば、そこは買いなのかもしれないと思っています。

問題は、今マーケットからリスクをとれる投資家がいなくなってしまった中で、マーケットの価格発見機能が完全に麻痺しているということです。市場機能が回復すれば、恐らく自立的な反発も

期待できる、もしくは期待したいと個人的には思っています。

そういった中で、恐らく世の中には相当なお金がディストレスト・ファンド等に流入していて、そういった割安のものを買いたいと思っている投資家も相当いると認識しています。

ただ、今回アメリカがやろうとしていることは、インベストメントバンクという独立した業態はなくなってしまいましたが、国家が7,000億ドルのお金を使って、国営のインベストメントバンクを、もしくはファンドを立ち上げたということで、それを安く買って、簿価に近いところで買うのかもしれないませんが、それを満期まで保有して、そのところで値上がり利益を享受するという国家ファンドプロジェクトが始動したとも極論すれば言えるわけです。国家ファンドのお金がある意味では今麻痺している価格発見機能の先導役として動けば、恐らくリスクマネーがそういった商品に向かうことが期待できると思っていますが、もっと安いところを買いたいと思っている人たちがいるのにもかかわらず、国が必要以上に高い価格で買ってしまえば、ディストレスト・ファンドに向かっているお金としては、買い場を失っていく。いわばクラウディングアウト的なことにもなりかねないので、アメリカとしては一体どういった価格で今後買っていくのかということが、いろいろな意味で重要になってきていると思っています。以上です。

○晝間 ありがとうございます。それでは次の質問に移りたいと思います。

菅野先生ほかと書いてありますが、その前にもう一つ質問を済ませてからそちらに行きたいと思っています。

最初の質問は、これはどなたの講師名も書いていませんが、証券化商品等を評価する際の格付機関は、何に留意すべきでしょうか。格付けの問題についての御質問だと思いますが、これはできたら森平先生にお答えいただければと思います。

○森平 格付機関が今相当厳しく、私は割と彼らの立場を理解したいと思っています。格付などやめてしまえばという考えになりますが、そうしたら一体どうしたらいいのだろうかということですから。

普通格付機関は、事業債の格付については今までそれほど問題はありませんでした。一時期日本で、バブルのときに銀行格付に失敗したということで相当批判を浴びましたが、それ以降体勢を立て直して、相当欧米の格付機関に対応できるようなところまでいったと思います。

でも、証券化商品については、全く新しい商品をつくるわけですから、市場で取引されていない価格はわかりません。わからないからこそ、一体どのぐらいの信用度があるかということで格付機関に頼むわけです。格付機関はどうするかというと、依頼先からいろいろなデータを集めてきて、できる限りの方法を使って信用リスクの度合いを、その時点における最大の情報量と技術で基本的にやっているといます。その格付けで値段をつけて、買ったり売ったりする。今回の場合はどうしたかということ、そのようにした結果、サブプライム商品の、わずか40銘柄ぐらいが一応流動性は高くないけれども取引されていて、それを指数にして、アイトラック指数というのをつくって、そ

の価格を毎日見ている、その価格から逆に今度はモデルを立てて、モデルに価格をインプットすると、価格を決める未知ファクター、特に大事なのがデフォルト相関、互いに共倒れになるというリスクを調べるようにしたわけです。

ただ、問題になったのは、そこで40銘柄しか取引されていない、それも流動性のないマーケットの価格は本当に正しかったのか？

ただ、こういうことは言えると思います。みんなで渡れば怖くないという話があると思います。格付機関の実際の人たちに聞くと、どうも先ほど言ったデフォルト相関のパラメーターがわからないですから、どうするかというと、そこから自分でこんな値ではないかという厳しい値を入れると、価格がすごく低く出ます。ということは、格付を低くしなくてはいけない。そんなことはできないといえます。今ある多くの格付機関からそんなに離れた格付はできないといえます。そうすると、みんなが思うところの格付をすれば、商品も売れるし、責められない。

結局みんなが同じような格付をどこもするようになるわけです。そうすると、結局本当のことがわからなくなります。

今回こうやってサブプライム危機が起きて、実際に証券化商品、例えばCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）のマーケットができて、今のものであれば倒産したら約100円のものが6%、6円でしか売られていないという状況がわかって、幸か不幸かデータがどんどんたまってきました。私は信用リスクが専門ですが、バブル崩壊以前は実証研究はできなかった。なぜかという、デフォルトしたデータがないから。しかも大学の人たちにそれは利用可能ではありません。ところが、われわれにとってすごくよかったのは、バブル崩壊以降、たくさんデフォルトしたおかげで、データを集めて、しかも金融庁さんも言いますが、デフォルト確率を推計しなさいということになると、会社、銀行は何かしなくてはいけない。では、大学の先生にデータを提供しますから推計しなさいとなったわけです。その結果、デフォルト確率を小さな会社、例えば従業員300人以下であれば、相当な程度まで何百万件のデータを使って分析して、それを毎日毎日日本の銀行は営業店の窓口で、あなたにお金を貸すかどうかというときにやっています。事実、中小企業庁が保証をつけるときは、それで決めているわけです。ですから、今までは厳しかったと思いますが、そういうデータが公に広く公開されれば、その分析ができるのではないかと考えています。

ですから、今まではちょっと大変だったと思いますが、規制当局もデータをみんなにオープンにしろと、ただ大学の先生だけではなくていいと思いますが、オープンにして分析をしろ、その結果はみんなが利用可能だと。ですから、将来的にはデータがもっと一般に公開されて、分析はみんなができる、世界中の人ができるという形になれば、もう少しうまくいくのではないかと考えています。

○晝間 ありがとうございます。

それでは次の質問に移りたいと思います。

二つありますが時間の関係で、もし時間があればまた戻りたいと思いますが、一つだけ質問を御紹介します。

最近になってリーマン以降、CDS市場の問題が注目をされています。この質問はそれに関連する話で、理論上は売りポジションと買いポジションで損益は相殺されるはずですが、ただそれに関連して、どの程度リスク、損失が明確になっているか、それがはっきりしないと、余り透明性のないままでCDSの取引をするという、CDSの取引の今後について、どう見ますかということで、これもできましたら森平先生にお願いしたいと思います。

○森平 CDSというのは基本的には信用保険と同じです。東京海上にある会社が取引先があった場合、その会社がつぶれると困るから、信用保険を買って、つぶれたらお金を払ってください、そのかわりあらかじめ信用保険料を払いますということです。でも、東京海上はそういう標準化された新保険をいっぱいいろいろな人に売って、なるべくプールして、リスクを全体としては最小に持ってくるようにするわけですが、CDSのマーケットというのは、相対取引で一つ一つの契約の中身が物すごく複雑です。事実契約書を見ると、薄いものでも50ページとか、厚いもので100ページ、それが英語でバーッと書いてあります。中にはいろいろな表や数字があって、とても何が何だかわからない。色々なCDSを標準化したらいいのではないかと、標準化すればそれはみんな同じ商品ですから、よくわかり過ぎていって、逆に言うともうける機会がなくなってしまいます。そうすると、非常に複雑な商品に成ります。パソコンでもいろいろな機能がついているとすごくいいと思うように、同じような仕組みをつくります。そうすると標準化できませんから、標準化できないものは全体のマーケットで一般的に取引できない。その結果、価格がわからないと、悪循環になってしまいます。

どうしたらいいかと。シカゴ商品取引所、そこでCDSの標準化物を上場して、決済機関を作りそこで取引をやって、その価格が決まれば、それとやや特殊なCDSとの間の関係がどうなるかということは、皆さんが勝手に分析しなさいという形で、価格もわかるようにしましょうということを言っています。それも一つの方向だろうと私も思います。

それから今回のサブプライム問題についていえば、先ほども言いましたが、単なる数理モデルの上で価格をきれいに決めたらうまくいくというのは、やはりおかしいのではないかと思います。サブプライムだったら、信用力のない人たち一人一人にお金を貸したわけですから、その人たちがデフォルトするというのはいくつか。いろいろな問題があると思います。例えばアメリカですと、住宅ローンがデフォルトするときに、借り手がどういう人種なのか、男なのか女なのかというのは使ってはいけないということが、憲法の修正条項で決まっています。日本ではやってもいいことになっていますが、そういうことが使えないということを前提のもとで、デフォルトしやすい、延滞しやすいという個別のローン・バイ・ローンのデータから分析を積み上げていき、それをCDSの価格まで持ってくる必要があります。ここが分断されて、ミクロな分析は不動産ファイナンスの人たち

がやっていて、デリバライズ商品設計の部分は金融工学の人がやっていて、この間に連携がなかった。それをリンクさせる努力をしなくてはいけないのではないかと思います。答えになっているかどうか分かりませんが、そのぐらいです。

○長谷川 若干補足させていただいてよろしいですか。

CDSのマーケットは、業界の統計によると今55兆ドルぐらいあります。御質問された方も書いていましたが、実際にネットアウトすればゼロに近いということは確かにあるようで、マーケットの中でも想定元本では55兆ドルですが、ネットアウトしたら1兆ドルぐらいかなという声も聞かれていまして、問題はCDSマーケットの透明性を高めるような工夫が、恐らく今後されていかなくてはいけないということで、先生が言われた取引の標準化も一つかもしれませんし、今相対で取引をしているものを、清算機関を独立してつくって、そこで清算の事務のスムーズ化を図ることも一つ考えられる話だろうと思います。

CDSのマーケットは、今までテストされたことがなかったマーケットです。マーケットが発達したのは90年代の後半以降でして、今回初めて大きな破綻を経験して、これからいろいろな体制を整備して、市場を育成していかなくてはならないマーケットだと認識しています。最近CDSをいろいろな形で批判されるメディアの論調もありますが、やはり金融機関が信用リスクを管理していく上では、必須のマーケットと認識していますので、このマーケットをいかに透明性が高い形に育て上げていくかということが、今後の大事なポイントになってくると思っています。

○晝間 ありがとうございます。今までは質問者、講師名が書かれていない、あるいはどなたでもという形の質問票を見てきましたが、この後は講演していただいた方に、森平先生は今二つ続けてお答えいただきましたので、長谷川さんに質問がいくつか来ています。ただ、これは何となく答えづらい質問ではないかと思いますが、一応質問が来ていますので、これの一部は菅野さんにもお聞きしたいということですので、答えられる範囲で答えていただければと思います。

お一人目は、現在の為替水準は、まだまだ円高でないというように講演の中で言われていましたが、どこまで円高は進むのか。それから、日経平均はどこまで下げるのかという非常に答えにくい質問です。

それからもう一つ、遅く質問票が回ってきたものですが、それも似たような質問ですので、もしお答えいただければということで挙げます。实体经济が非常に悪くなっている中で、日本企業でこういった業種がその中でも厳しい環境になるとお考えですか。今後の予測になりますので非常に答えづらいと思いますが、答えられる範囲で、わからないということであれば、あるいは企業秘密だということであれば、それでも構いませんので。

○長谷川 為替については目先はかなり円高リスクが高いと思っています。

アメリカが今やっていることはまず金利を下げる、5.25%だった金利を1.5%まで下げました。恐らくは一段の引き下げもあると思います。また大量に流動性供給を行っています。もしかしたら日銀の量的緩和に近いような状況にもう既になりつつあるのかもしれないと思っています。

また、今後は財政赤字を拡大させます。今までは財政赤字は対GDP比で3%ぐらいでしたが、目先は4,000億ドルぐらいの財政赤字が、1兆ドルは確実に上がってしまうのではないかと見られています。財政支出の拡大や、金融救済費用等に伴い中長期的に財政赤字の拡大が長期金利の上昇要因、もしくはドル安要因としてきいてくる可能性があります。またこれだけ流動性を供給していますので、FRBのバランスシートは量的に拡大するのみならず、質的にもかなり悪化しています。ですからドルの信任問題という形に発展しかねない状況と思っていまして、潜在的なドル安要因は相当強いと考えています。

では問題は円サイドということですが、御説明したとおり、円も決して盤石ではない。日本の経済も影響は免れないのですが、相対的にはその影響は軽微ということなので、投機的なお金が引き続き入ってきてもおかしくないと思っています。問題は、日本の経済に壊滅的な影響、壊滅的という語弊がありますが、日本の経済に影響が相当出てきて、それが株安なり、株安を通じた投資家なり、金融機関のポートフォリオに影響して、日本も相当影響を受けてきたなとマーケットが思っていて、円はそんなに買えないと思うところまで円高が進む可能性があるのかなと。その水準が95円なのか、90円なのか、85円なのかはわかりませんが、場合によってはそういったものを市場催促に行く相場展開が考えられます。今、日銀さんはすぐに金利を引き下げるとい形にはなっていないく、先々すぐには金利は上げません？というスタンスですが、日銀が利下げに追い込まれるところまで恐らく日本の経済が悪化して、場合によっては円が強くなっていく。そういった蓋然性が強いと個人的には思います。

またドル安ではないと言いましたが、ドルが全面安になって困っているのが日本だけではなくて、ユーロもユーロ高で困って、アメリカもドル安で困って、アメリカが資金の逃避を現実的にリスクとして認識して、これは大変なことだと、三極で協調介入をしなくてはいけないと思うところまで円高が行ってしまう、もしくはドル安が進む可能性があるのかなと思っています。

日経平均についてはなかなか難しいわけで、2003年の最安値を伺うような展開もあり得るのかもしれない。それはかなりアメリカ株の動向に左右されると思いますが、一つ言えることは、日本株は相当な割安です。主要国の中でPBRが1、もしくは1を割ったのは日本だけです。アメリカのPBRははるかに高い。ヨーロッパもそうです。そういうことからすると、日本株の割安感は確かにあるのだろーと思っていますので、そういう割安感から入ってくる投資家のリスク許容力が回復する可能性も考えれば、そこまで極端に日本株に対してベアになる必要もないのではないかと個人的には思います。

○晝間 菅野さん、もしありましたらお願いします。

○菅野 為替というのは、私は日銀時代に為替の介入担当のポジションにいたこともありまして、非常に大好きな話題で、結構血湧き肉躍る話題です。というのは、何を言ってもほとんど許されるわけです。これぐらいモデルが定まっていないものはないし、モデルの中のパラメーターもどんなものでも使えてしまって、どんな説明ももっともらしくできるので非常に好きな話題ですが、長谷川さんの言われたことは極めてごもっともな話で、それが間違っているということでは全然ありませんが、あえて違う観点の見方を話したいと思います。

やはり今回のサブプライム問題の出発点であるアメリカが、今非常に大変になっている。それから、この処理のためにこれから莫大な財政資金が出てくるということを考えると、ドル暴落というのはすぐに出てくる発想ですが、まずこれはもうみんなが知っています。ということは、この話題は現在のドルの相場の中に織り込まれていると私は考えます。

ですから、まず予想よりもどれだけ下振れるかということですが、私自身は逆に結論を言うと、ドルはそんなに売られないだろうと、もう織り込まれているのではないかと考えています。むしろ今危ないのはユーロです。ヨーロッパのほうです。これから各国の対応で足並みが乱れてきそうなのは、ユーロ圏のほうではないかと思っています。今までユーロはかなり買われ過ぎていましたので、むしろユーロドルのアンワインディングが起きる。もちろん期間の問題がありますが、目先の為替が動くのは、今積極的に投棄を仕掛け元気のある人は世界中にもう余りいません。ただ、今いろいろな価格が動くのは、みんなアンワインディングです。過去につくったポジションの巻き戻しで、いろいろなところが動いています。確かに今ドルが強いのも、これも先ほど長谷川さんの資料にあったように、途上国からアメリカにドルのお金が戻ってきています。債券が今、物すごい勢いで戻ってきています。それから前のように出ていません。ですから、まず途上国通貨対ドルでいくと、ドルが強い。ユーロ／ドルでもドルが強い。ドル／円だけは、円が若干強い。ですから、世界の中でいくと円が一番強い、ドル、ユーロという順になっていると思います。したがって円が相対的に強いというのは、私もそのとおりだと思いますが、どれぐらい強いかというのは、今後の状況による。

これからの内外金利差ですが、確かに日銀はもう余り下げ余地がないです。金利は下げられない。ユーロはもっと下げる。アメリカもまだ下げるでしょう。ですから、そういう金利差だけを考えても、円が強くなってしまうことはあると思いますが、ただ同時に積極的に日本を買う理由があるかと思えば、余りないと私は思います。また目先は円高が進むと思いますが、ある程度世界の金融市場の混乱がおさまれば、また一種のキャリートレード的、すなわちほかの国はまた金利を上げてくると思いますので、また円安の時期も来ると思います。

それからもう一点最後に申し上げると、10年間をとってみると、意外と為替は安定しています。大体10年サイクルで、1995年の円高の時期がありました。あのときは例えばポンドも1ポンド130円ぐらいあって、その後250円までいって、それで今また170円ぐらいまできていますので、長いこと持つと意外と為替は割と安定的に動いていると思います。

あと株については、長谷川さんとほとんど意見は同じです。日本の株価はほとんど世界の投資家

によって左右されてしまっています。残念ながら日本の投資家は、よく政治家が「なぜ日本の株だけこんなに売られるのか」と言いますが、「それは政治家の先生、あなたが胸に手を当てて考えてください。日本の将来に夢をなくしたのはだれの責任ですか。これで日本の人たちは本当に日本の株を買えますか」ということを申し上げたいし、実際に言っています。

割安かどうか。これは難しいです。割安かというときは、大概翌期の収益や資産価値について言いますが、今は残念ながらこれから収益がどこまで落ちていくかわからないので、果たして割安かどうかというのは、今の段階ではいえないと私は思います。何らかの前提がないと割安、割安ではないということはいえないので、もし翌期の収益が今思っているより悪くなれば、必ずしも割安とはいえない、資産価値が下がってくる可能性もあると思えば、余り割安とはいえないのではないかと考えています。

○晝間 ありがとうございます。それではその次の質問に移りたいと思います。

菅野さんと氷見野さんですが、質問は二つぐらいあります。まず菅野さんにお聞きして、それからあと氷見野さんの質問が続いています。まず一つは、今回のサブプライムローンの問題の発端になっているのは住宅バブルで、そのときに種々の原因があると思いますが、アメリカで低金利がついたことが背景にあるのではないかと。そういった観点から、先ほど氷見野さんの御報告にもありましたが、当時のアメリカの金融政策が妥当であったのかどうか、その辺の判断についてお聞きしたいということです。菅野さん、よろしくお願いします。

○菅野 確かにグリーンズパン議長の時代にFRBはITバブル崩壊の後、思い切って金利を下げて、FFレート1%という時代をかなり長く続けました。それからその後徐々に0.25%ずつ上げて、これは非常に透明性の高い金融政策とそのときは評価されたわけですが、ただ余りにも透明性があり過ぎて、金融市場のボラティリティが極めて小さくなりました。それ自体がまたリスク資産にお金を向かわせることになったというのは、多分ほぼ定説だと思います。その限りにおいて、グリーンズパン議長の金融政策が、この住宅バブル、それからさらに実はその奥にあったクレジットバブルと無縁だったということはないし、何らかの責任があったといえ、多分そうなると思います。

ただ、これはあくまでも結果論です。それだけで、仮にグリーンズパン議長時代のFRBがもう少し早目に利上げをして、0.25%ずつではなく、もう少しバラバラに驚かせるような利上げをやったとしたら、今回のクレジットバブルは起きなかったでしょうかという、多分これはクエスチョンマークだと思います。多少ピークは小さくなったと思います。ですから、先ほど氷見野さんの御説明の中にBISビューとFRBビュー、Fedビューというのがあって、一見するかなり違うように見えて、確かにアプローチは違いますが、その二つの違うアプローチをやったからといって、現実のバブルが防げるかという、私はそれは非常に懐疑的に思っています。バブルというのは、ほとん

ど人間の本性一部なのかなと思っていますので、その話とここに書いてあるように金融政策が仮に妥当ではなかった、要すれば政策がパーフェクトということはあり得ないですね。絶対にどんなときでもパーフェクトの政策ではありませんが、だから点数がどれぐらいかというのは、人によって違いがあると思いますが、だからといって、やはりバブルは防げなかったのではないかと私は思っています。

○晝間 ありがとうございます。同じ質問を氷見野さんにもと来ていますので、もしつけ加えることがありましたら、お願いします。

○氷見野 アメリカの金融政策が妥当だったかどうか、結果論で悪い結果が出たので、やはり悪かったということはできますが、1年前には神だのマエストロだのとたたえていた人が、今になってやはり結果が悪いから、あいつが悪かったというのはちょっとやはりひどいと思います。その当時こんなことをやっていたはいけないと言っていた人が本当にいたかどうかというところで、グリーンズパンさんを裁くべきだと思いますが、それはいました。国際決済銀行（BIS）の金融経済局長、ビル・ホワイトという人は、毎年のBISの年報で、BISは中央銀行の集まりですからFRBも大株主の1人なので、余り露骨には書いていませんが、読む人が読めば、口を極めてグリーンズパンを批判している。毎年の年報はBISのウェブサイトに乗っていますから、その序文と結論はホワイトさんが自分で書いていますので、読んでいただければはっきりすると思いますが、それは言っていました。ただ、いつかは大変なことになるぞと言っておけば、大体当たるというのもまた事実なので、あまりホワイトさんだけをたたえるのもどうかと思いますが、そう言っていた人もいたということをお参考までに申し上げておきます。

○菅野 氷見野さん、どうでしょう。今となって振り返ってみて、グリーンズパンさんがこういう政策をしていたら、今回のこういう住宅バブルも、クレジットバブルも、そしてその崩壊も起きなかったというパスは描けますか。

○氷見野 それは物すごく不評判になって、世界史上最悪の議長だと在任中に言われる覚悟があれば、あり得たかもしれませんが、そうでなければ多分なかったと思います。

○菅野 ちょっと一言いいですか。

○晝間 どうぞ。

○菅野 多分これも、今の氷見野さんの御発言は非常に示唆に富んだお答えですが、要すればよく

言われるように、危機を回避した人は英雄にはなれません。ほとんどほろくそに言われるのが関の山です。というのは、もし本当に危機を回避してしまったら、その人のやったことが本当に正しいというよりも、そのコストだけが出てきて、自分たちにこんなコストを背負わせたただけだという結果しか残りません。ですから、危機が起きて始めてやはりそれが言えるわけで、ということは逆に言うと、危機を本当に必死になって、先ほどのビルホワイトさんがそのように言われたのならすばらしいと思いますが、ビルホワイトさんが本当の立場のときにどこまでできたのかというのは、またちょっと立場が違って、ですからなかなか、現場の人に危機を本当に回避させるための制度的なシステミックなものは、実は余り存在しないのかなという気も最近ちょっとしています。

○氷見野　せっかくおもしろいので。

○晝間　どうぞ。

○氷見野　すみません。それでBISが主張しているのは、中銀総裁なり政策委員会だけの責任で発動しろなんて言うのと、それはだれもとれない責任ではないかと。多分できないだろうと。何らかの客観指標を使うべきではないかと。不動産価格や株価などいろいろな資産価格指標を使って、そのトレンドからの乖離が余りに極端になったときには、もうやるのだと。それは総裁の責任ではなくて、やると決めた。今インフレーターゲットでやっているような感じで、資産価格のトレンドからの乖離幅ターゲットのようなものを作って、それでやれというようにしないとだめだといって、いろいろ指標の工夫などをやっているのがBISの金融経済局で、本当に実行可能かどうかというのは、ちょっと私もよくわかりませんが、そこに向けてやってはいます。

○晝間　ありがとうございます。昔の経済学のルール対裁量というような話で、でもルールをつくるときは割といいときで、実際にそれを適用するときになると非常に痛みが伴うので、先ほどの菅野さんの話ではないですが、これを実際にやるのは先延ばししようということで、手遅れになることもあるのかなという感じがちょっとしました。

あと氷見野さんのところにお二人から来ています。基本的に質問の内容は同じだと思います。氷見野さんのご報告の中で、自己資本規制の話が中心でしたが、金融市場をコントロールすることだと不十分ではないか。ほかの証券市場、不動産市場、保険会社、ヘッジファンド、ノンバンク等々の規制が今後は重要になるのではないか。そうした取り組みがこれまで十分だったのかどうかということも含めて、今後どうなのかというお話をいただければということですので、お願いします。

○氷見野　いろいろな金融業種の中で、やはり銀行が一番規制が重いと思います。それで銀行を例にお話ししたわけですが、では全部銀行並に重くしていくのが理想かと考えたときに、今は規制し

たほうがいいと振れているわけですが、それでゴールドマンやモルスタがFedの規制に服することになってしまったわけですが、銀行並に規制されることになりましたが、私は当局の能力を過信するのもやはりいけないだろうと思います。規制だけで本当に、いろいろな主体を端から規制することで危機が防げる、経済がよくなるというのも、ちょっと一時危機モードに寄り過ぎているような気がします。ちょっとバランスを持って考えるべきだと思いますが、規制というより、むしろ透明性を高めて、いろいろな市場参加者の目でチェックがきくような仕組みにしていくことが重要ではないかと思っています。

例えば今の御質問の中で不動産市場のあり方などもというお話がありましたが、例えば鑑定士さんの評価の精度がどれだけあるかということも、今回のサブプライム危機のような話になると非常に重要になってきます。日本の国土交通省でも証券化に使う鑑定はちょっと違うのではないかと。売り買いする一方の当事者にアドバイスして、鑑定評価は幾らですよと相対で出しているのと、鑑定評価をもとにつくった商品がどこまでばらまかれるかわからないというときの鑑定は違うではないかと。そうすると、証券化商品に使う鑑定というのは、いろいろな透明性、客観性、プロセス、基準が一つ高くなければならないのではないかとというので、実はその基準の改訂版が出ています。ですからそういうところも含めて、合わせわざでやっていくのが正しくて、銀行だけがちがち縛ればどうこうなるという話でもないし、あらゆる業態を銀行並にやっていくのが理想だということでもなくて、いろいろな工夫をしていく必要があるだろうという気がします。

○晝間 ありがとうございます。あと2通、私が忘れていましたが、全員の方ということで、どなたとも書いていませんので、これはこの後適宜質問を入れたいと思います。

一応今までで、いただいた質問の大半を各講師の方にお答えいただきましたが、先ほど休憩をしているときに、一つ講師の方でこういう話がおもしろいかもしれないと。私も時間があれば皆さんのお聞きしたいということがあり、コーディネータの勝手に非常に申しわけないのですが、われわれの質問も少し議論させていただいて、それでもし時間がありましたら、フロアからお願いするということにしたいと思いますが、よろしいでしょうか。

今回サブプライムから始まって、金融システム全体の問題で、そのもとが住宅バブルという話で、これまで菅野さんのお話でも、人間は懲りずにバブルを繰り返してきた、幾らやっても懲りないという話が出ていたと思いますが、その中でも今回のバブルとこれまでのバブルでもし違いがあるとすればどんな点か。同じだ、人間は懲りないということを改めて示した1個のエビデンスにすぎないという考え方もあるでしょうし、いや、ここだけ違う、これに対しては何か対応策があるかもしれないという御意見がもし出れば、非常におもしろいなと思っています。

今回のバブルとこれまでのバブルと、どのように各講師の方がお考えなのか、各自お聞きしていきたいと思います。それでもし各講師の間で、それは違うとかそのような御意見がありましたら、遠慮なく言っていただければと思います。

それでは森平先生からお願いします。

○森平 歴史を見ますと、20世紀ではバブルは定義によりますが、大体7～8回起きたといわれています。21世紀で今回起きました。多くのエコノミスト、経済学者が、バブルについて分析していますが、例えばガルブレイスの本が非常に有名ですが、彼の本を読むと「バブルの前に天才がいる」と。これは邦訳ですが、そういう題があります。それは何を言っているかという、バブルの前に非常に新しい考え方や商品を出して、それはすごくリターンが高くて、リスクが少ないものだという形でみんなに売るということです。それは実際はそうではなくて、新しいけれども本質的には従来の金融商品と変わらないし、もっと悪いものだ。それにつかまされて、ユーフォリアといいますが、ワーズといくわけです。

例えばサウス・シー・バブルというのがありましたが、海外に新しい会社をつくって、そこで株式を発行して、その株をみんなで買いましょう。これはイギリスがこれから世界が伸びていくときに大事だなんていうことを言うわけです。今回はもしかすると、これは正確ではありませんが、例えばサブプライムローンといって、みんなが幸せになる商品をつくって、それを証券化してみんなですべてリスクを負担しましょう。だけどリターンもとれるということで、新しい商品だ、すばらしい、その後ろには金融工学があるというものかもしれません。

そういう意味で、毎回毎回見かけは違いますが、でも本質は多分変わらないと思います。だから、正しいかどうかわかりませんが、バブルとその崩れは20代、30代の人があと10数年たったときに、もう一回別の形で起きると思います。では、それを予測できるかどうかということだと思います。

グリーンSPANさんの伝記が出てすぐに読みましたが、彼は朝バスタブにつかりながら、毎日下から上がってくる統計データを見る。それが楽しみだと。それをじっと見ればわかると言っていますが、多分サブプライムローンのデータが入ってこなかったのだらうと思います。

○晝間 ありがとうございます。森平さんのお話は、基本的には本質的には余り変わらないという御意見だったと思いますが、長谷川さん、どうでしょうか。

○長谷川 バブルというのは、やはりマインドがマーケット参加者、それは個人も含めて、幅広いマーケット参加者の見方が一方向に触れたときにやはり起こりやすいと思います。今回のバブルというのは、いろいろなところにバブルが発生したわけですが、もしかしたらインターネットを経由して、さまざまな投資家が同じような見方をするようになったという側面もあるかもしれないと思います。

ただ、バブルは必ずしも悪いかというと、確かに結果としてはインパクトが大きいわけですが、先ほども控室で言っていましたが、当然バブルの頂点で売り抜ける人もいます。当然マーケットというものはマーケット全体としたらゼロサムですので、買う人がいれば売る人もいます。です

から、ある意味では言葉としては悪いのかもしれませんが、マーケットというものは偉大なる知的なバトルだと思います。今回は確かに多くのクレジット商品が相当値上がりしていました。その中で明らかにファンダメンタルズな分析に基づいて、これはオーバーバリューと考え、そこで売っていたファンド、外資系の証券会社、投資会社も沢山ありました。そういった人たちは、その知的なバトルの中で、ある意味では勝ち組であったと私は思います。過去のバブルにおいては、80年代末から90年初にかけての日本の株価バブル時もそうでしたし、2000年代初頭のITバブル時もそうだったと思いますが、やはり勝ち組は勝ち組で、そのまま逃げる事ができた。ところが今回はシステムそのものが崩壊の危機に瀕する中で勝ち組が負け組と一緒にずるずると下に下押しされてしまったという点が、これまでと違うのかなと思います。

それでは、なぜ金融システムが崩壊の危機に至ってしまったかという点、最終的にリスクをとれる投資家がなくなってしまった、もしくはなくなりつつあるということがあるのかなと思います。先ほどのお話の中でヘッジファンドのお話をしましたが、本来ならばリスクをとって、ここはもうそろそろ下値だろうと買ってくれる人間がいれば、プライスがオーバーシュートしてもそのところで一定の歯どめがききますが、そのリスクテーカーが今いなくなっているということで、そのリスクテーカーがいなくなってしまったことが大きな問題です。リスクテーカーを育てる、そのマーケットの中でいろいろなリスクプロファイルを持っている投資家が大事だということを認識することが大切ではないかと個人的には思っています。

○晝間 ありがとうございます。勝ち組になれば非常にいいのですが、その勝ち組すら今回の金融危機ではほとんどいなくなってしまうほど規模の大きい金融危機だったというお話で、それに対抗するものとしては、そういうときに最低をねらってリスクをとれるような投資スタイルが期待されるというお話だったと思います。それでは菅野さん、お願いします。

○菅野 明らかに皆さん、今日のお話を聞かれていて、今回のバブルそれから崩壊、過去のチューリップのバブル、南海泡沫会社のバブル、共通する要因は幾つかあります。物事はまず必ず需要と供給と両方あるわけですが、需要者すなわちバブルに参加する側は、結果として過大なリスクテイクをしてしまった。ただ問題なのは、それは後からいえる話であって、それが過大かどうかというのはなかなかその渦中ではよくわからないわけです。というのは、人間のわれわれがつくっている特に経済社会というのは、必ず進歩しているわけです。例えばITなどが典型ですが、必ず生産性を上げるためにいろいろな仕組み、それは通信手段の発達とか、20世紀の初めにはまさに鉄道が今のハイテクと同じような役割をして、おもしろいのはやはり新しい文化ができたとき、大きな技術革新があったときは、必ずバブルになっています。鉄道がバブルになりました。それから今回はハイテクです。ただそういうバブルと今回のバブルの様相がちょっと違うのは、やはり金融の根源的なところで、実はバブルが起きていたというところが、非常に今回は違っていると思います。

今までは例えばハイテクや鉄道があって、当然それに金融が絡んでバブルになりました。今回は証券化商品という新しいテクノロジーがバブルになってしまい、金融システムの根幹を今むしばんでしまっているわけです。先ほど言いましたように、人が信じられなくなってしまっているというわけです。リスクのある金融機関にはもうお金を貸しません。東京市場でも例えば銀行間ですりやっていますが、今逆に日本の金融機関に対してはお金を出すけれども、外資系にはどんな値段がついてももうお金は出たくないという金融機関が大半です。外資系同士も同じです。ということで、明らかに今回のバブルの崩壊は、過去よりもやはりかなり大変なものに結果的になってしまった。

なおかつもう一つは国際化です。やはり国際化というのも、これまではむしろポジティブな評価をするときに、あるいはビジネスチャンスだと海外へ出かけていく、中国やアジアに企業が進出する、あるいは日本にいても観光客がアジアから来る、そして国際化の中でビジネスをやっているという、これも何ら間違えではありません。正しいことをいったときにバブルになるのです。

そして今回の証券化はやはりアメリカ1カ国ではなくて、森平先生のお話にもありましたように、一番のきっかけはヨーロッパの投資家がいっぱい持っていて、そこで実はパニックが起きたわけです。国際化の中で起きていることが今回の特徴で、90年代の日本のバブル崩壊は、結果的に言うと、ほかの国も90年代みんな同じでバブルで崩壊したわけですが、日本だけが10年間引きずったために、最後は日本だけが取り残されたという言い方もできる一方で、あとは日本がうまく透明性を取り戻せば、海外のお金はいつでも日本に入ってくれたわけです。そして、リップルウッドはハゲタカだとか言われましたが、むしろそういうお金があったので、ようやくボトムアウトしたわけです。

ところが今回は、本家本元のアメリカ、ヨーロッパがバブルに見舞われています。ですので、本当にこういうときはどうやって立ち直るのだろうかというのが、今のところ見えていません。

なおかつ最後にこれは同じになるのか違うようになるのか、私個人として非常に今関心を持っているのは、これを言うとまた暗くなってしまってどうかという気もしますが、大恐慌の後、世界の歴史はとんでもない方向に行ってしまったわけです。今回でもはしりが見えているのは、例えばアイスランドとイギリスは今ひどい争いをしています。今アイスランドでバブルが崩壊して、預金を保護するという声明は出しましたが、アイスランドの国民の預金は保護するが、外人の預金は保護しないとアイスランドの声明が出して、結構イギリスの投資家はアイスランドに投資していたわけですが、預金でもしていたが、これは保護されていないというのでイギリス政府が怒って、イギリスは報復措置に出ているとか、今かなりひどい状態になっています。これから場合によっては国民のフラストレーションがどんどん高まってくると、つまらないことでも国と国との間の争いに発展しかねない。ふだんであれば冷静であれば大したことにならないことが、意外な方向に拡大していかないとも限らないので、本当にこういう今の状態が20世紀に見られたような国際政治の不安定化、そしてとんでもない勢力が出てくることにならないように、われわれとしてはぜひ冷静になってい

たいなと思います。

○晝間 ありがとうございます。共通のところも多いけれども、今回のバブルについては金融技術がある意味では新しいバブルの根源の原因として加わったと。さらにそれを拡販する環境として、グローバリゼーションがあったということで、新しいバブル損失要素として、金融技術、それからそれを拡散する環境としてグローバリゼーションを新しい面ととらえられていて、これが本当に進むと、かなり深刻な状況になるかもしれないという御指摘をいただきました。

それでは最後に氷見野さん、いかがでしょうか。

○氷見野 私は去年の夏ぐらいから、外国の当局のやることを見ていると、これは日本で見たことがあるという思い出を思い出すことばかりです。

最初の辺でドイツの銀行がおかしくなったときに、ほかの銀行からいっぱい増資を集めて回って、それで立ち直らせるというのをやりました。これは日本のやっていたいいわゆる奉加帳増資ではないかと。

その後今度、ポールソンさんが銀行でみんなでお金を出し合って、証券化サブプライム商品を買上げたらいいではないかと言われて、ポールソンさんの構想はつぶれてしまい実現しませんでした、これは日本の共同債権買取機構とそっくりではないかと。

それで今度は、リーマンブラザーズなんかは救わない。それでも平気だといってやってしまったわけですが、ばかでかいトレーディングルームに過大投資した三洋証券がつぶれるときには、このくらいのものがつぶれても日本経済はびくともしないと思っていたら、バタバタと北拓や、徳陽シティ、最後には山一に波及して真っ青になったというのと、リーマンの後、インターバンク市場が冷え上がって、ヨーロッパの銀行もアメリカの銀行も大変な状況になったと。それで慌てて、三洋証券の後は結局三塚大臣が「預金もインターバンク債務も全部必ず返ってきますから御安心ください」と宣言して、今アメリカやヨーロッパの各国政府はみんな同じような宣言をしてやっている。やっていることはそっくりだという感じはします。

○晝間 ありがとうございます。一応今バブルの比較のようなことを各講師の方にお話しいただきましたが、最後に勝手ながら私が少し思っていることを言って、最後といいますかまだちょっと時間がありますので、各講師の方から御意見をいただければと思います。

氷見野さんのスライドの最後から2枚目の金融プロシクリカルのは、非常に今回の資産価格が上がって、リスクの評価が甘くなって、どうして甘くなるのかということもあれですが、それが知らない間に行き過ぎて、ミンスキーになって、それがはたと気がつくと、逆のスパイラルが起こって、逆ミンスキーで、まだ逆ミンスキーにいつてないのかもしれませんが、それは非常に納得がいくのではないかと私自身は思っていますが、各プロセスでは、そこにいる人にとって非常に合理的な行

動をしている。でも、サイクルを見てみると、場合によるとこんなひどいことが全体として起こっている。ですから、ミクロの各段階では合理的に行動しているのに、どうして全体としてそうならないのか。ですから、ミクロの合理性とマクロの合理性がコンシステントでないという部分は どうしてなのか。それに関連して、先ほど菅野さんが言われていた人間の心理といいますか、やろうと思っても痛みはやはり嫌で、いいところだけとってというような、そのときはその人にとっては非常に合理的なことをやっている。だけど全体で見ると、そうはいかない。今度の現況でも森平先生が言われていたように、最初のサブプライムローンの話はもう終わりだが、それがほかの消費者ローンやカードローンに波及している。そうすると、その前にやはり過剰に借りていたという話がどこかに出てきているはずで、だけどそのときには各自に合理的に貸して、合理的に借りていたのかなと。

ですからその辺を考えますと、今のファイナンス理論とか経済学で、バブルといいますか、サブプライムの問題を説明できるのだろうかというのが、私の一番大きな疑問です。ですから、もうあと5分か、ちょっとオーバーしても10分ぐらいしかないので申しわけないのですが、感想でも結構ですが、各講師の方はその辺についてどのようにお考えなのか、お聞かせ願えればと思います。

では森平先生から。

○森平 答えになっているかどうかわかりませんが、私は信用リスクはモデルをつくるのが専門ですが、この仕事を始めたときに、日本でなぜバブルが、銀行貸し出しがあのようなになったのか統計データとかも集めてやりましたが、そうではなく私の個人的なつてで、いろいろな銀行の一線にいて貸し出しをやった人たちに聞いて回ったことがあります。なかなかフォーマルに話してくれないので、最終的にはお酒を飲みながらやるわけですが、そのときにみんな言うことは同じです。やはり危なかった。最後のほうの段階では危ないと思ったと言います。貸し出ししたらみんな危ないと思った。それで、今だからそういうことを言っているのであろうと、うそをついていて、そのときはそうではないだろうと思ったのですが、そうではありません。やはりそう思っているのです。でも、なぜ貸し出しをするかという、と、雑駁な話で申しわけないのですが、その中にだれかがいるのです。彼らよりちょっと上の人ですが、その人が「今貸し出しをしないでどうなる、行け。こんな弱気なことを言っているのではだめだ」と言います。よくみんな銀行の人は、声の大きい人が勝つと言います。それで、ではその人たちに聞いてみようという、その人たちも危ないと思った。僕はある人が言いますから、彼が言っていたのだという人に聞くと、いや、その上の人そういうことを言えと言う。自分も危ないと思った。

結果的に僕が見ると、いろいろな意味でバブルの崩壊というのは、人々が合理的に行動しているようでも、そういうところの積み重ねがあるのではないかと。行動経済学という分野で2人がノーベル賞をもらいました。今ファイナンスの分野では、行動ファイナンスというのがあって、人々は楽観的なときはもっと楽観的になるし、悲観的なときはもっと悲観的になるとか、今言ったような

こと、組織の中においてある種のそういう力学が結局最終的な決定に及ぼすとか、そういうものをやはりある意味で今まじめにやらないと、本当の意味でリスクは、こういう恐慌とかが起きるということを考えなくてはいけないのではないか。われわれは余りそういうのをやりたがらないのですが、多分そういうものが必要になるのではないかと思います。例えば組織と銀行の関係とか、それはガバナンスとか内部統制という枠組みでやるのかもしれませんが、そこまで踏み込まないといけないのかなと思っています。

○晝間 ありがとうございます。長谷川さん、いかがでしょうか。

○長谷川 氷見野さんの先ほどのプロシクリカリティー (Procyclicality) は、今私ももっともだなと感心しましたが、先ほどお話ししたこととやや重複しますが、やはりビジネスというのは、ある意味では知的なバトルですので、そういったプロシクリカリティーを念頭に置いて逆張りで投資を行う、もしくはビジネスをする事業会社、金融機関も世の中にはたくさんいます。今回その多くの金融機関が確かにバブルに踊ってしまい、結果として破綻をするなり、救済合併を受けるなり、そういった形になりましたが、その中で勝ち組というのは、先ほど勝ち組も沈んでいるというお話をしましたが、アメリカの金融機関の中でも奉加帳形式である意味では増資を申請するけれども、実はそれほど痛んでいない金融機関もありますし、ヨーロッパの中にそういう金融機関もあります。

またそういったプロシクリカリティーの中で、みんなが投資を絞っている局面で、逆に投資を行うことによって、安価な投資コストを活かして、先々のマーケットシェアをとろうという企業さんもいます。マーケットがピークになりつつのところで、ピークを察知して、そこで投資を手控えるという会社さんもいるわけで、もちろんプロシクリカリティーを回避するのも大切ですが、やはりそういったマーケット機能を大事にすること、うまくマーケットがダイナミックに回っていくようなシステムを維持していくことが、すごく大事なのだろうと個人的には思います。

○晝間 ありがとうございます。菅野さん、いかがでしょうか。

○菅野 皆さんの言われることは非常にごもっともで、私が特につけ加えることも余りありませんが、もう一回冷静になっていろいろ考えてみると、例えば日本のバブルのときには、日本人というのはどうしても付和雷同型で、赤信号みんなで渡れば怖くないと思っていたところが、赤信号をみんなで渡ったらみんな死んでしまったというのが日本のバブルだとやゆされていましたが、実は今回のアメリカなどを見ていると、ほかの国も多かれ少なかれ同じことがあって、必ずしも日本だけではないなと。確かに日本にそういう要素があったことは否定しませんが、やはり人間のある意味の心の行動様式の一部なのだろうと。ただ、これが本当に悪いものなのかというと、これは両面があって、むしろ少しでも当然いい生活をしたい、そしてその底にはその生活を支える実際は実物の

変化があるわけです。インターネットができて生活は非常に便利になっているわけですから、やはりそこまでを否定するわけにはいきませんが、ただその投資行動として考える場合には、やはり重要なのは、一人一人が自分の頭で考えることなのだろうと思います。

もちろん勝つためには、バブルの早い段階で参加して、バブルの頂点で売れば絶対に勝てますが、もしそれを全員がやったら、絶対にこのゲームは成り立たないわけで、必ず勝者と敗者がどうしてもいる。敗者がいるからこそそれができるのであって、敗者の人たちにそういうことを言ったとしたら、これは自己矛盾に陥ってしまい、何も言っていないとほとんど等しいわけです。

ですから、晝間先生の言われることは非常によくわかって、一人一人の合理的なことが全体として合理的でないという合成の誤謬の問題は常に起きるわけで、ですからどういう観点からこの問題を考えるかによっても対応は違いますが、むしろ私は一個人の投資家として考えたときには、やはり自分の軸で考えることが非常に重要だと思います。どうしてもバブルの最中で、大体個人の投資家を見ていると、8合目で買う人はすごく多いです。やはり待つて待つて、バブルかもしれないと思いながらいても、みんなが買って、幾らもうけたという話を聞くと、ついに我慢し切れなくなり買う人たちがそこにいて、そうすると大概その後間もなくピークアウトするというのがあれです。

ですから、日本は貯蓄から投資へということで、この間ずっと個人がリスク資産を少しずつ持つようになりましたが、やはりもっともっと経験を積むことが大事だと思います。そして自分で本当に考えての決断ならあきらめもつきますが、大概の場合はそうではなくて高値づかみが多くて、それからロスカットも、先ほどちょっとお話ししましたが、なかなかできないのが人情です。過去の自分を否定する話になりますので、ロスカットというのは非常に難しいです。でも、やはりロスカットは早目にと。実は投資というのは非常に冷徹な判断能力を問われるゲームです。ですから、なかなかお金もうけの話とそこがうまくつきませんが、やはり一言言うと、自分の個を大事にしたい。全体に付和雷同するのではなく、やはり自分の判断でやると意外とリスクは小さくすることができると、私は個人的には思っています。

○晝間　ありがとうございました。氷見野さん、いかがでしょうか。

○氷見野　晝間先生のお問いかけは非常に本質的な話で、私はちょっと答えを持ち合わせていませんが、長谷川さんが言われた、そういった中でもうまくいったところとそうでないところの相対的な違いがあるというところで、一つ御参考に言っておこうと思うのは、米・英・独・仏・スイス・日本の当局からなりますシニア・スーパーバイザーズ・グループ（SSG）というものがあまして、去年サブプライム問題が発生した以降、どうも相対的にうまくいったところとそうでないところを比べて、なぜ違うのかという勉強をしました。なぜシティはたくさん損が出たけれどもJPモルガンはそれほど出ていないのか。メリルはたくさん出たけれどもゴールドマンは余り出ていないのか。UBSはたくさん出たけれどもクレディ・スイスは余り出ていないのか。日本の3メガでもそれな

りに額の違い、損の違いがあった。どこが違うのだろうかという研究をして、レポートを出しています。一つは、ヴァリュー・アットリスクとかでリスクをはかるのは当然だが、それだけを見るのではなくて、いろいろな補完的なデータも見ながら、リスクをとらえていたところは強かった。

例えばリスクを分析してこれだけのリスク量だという前に、そもそも総額で自分は幾ら持っているのかとか、非常に粗雑ですが大きい数字もちゃんと経営者が頭に入れていたかとか、あとシナリオテストというのはみんなやっています。こんなことが起こったら一体どうなるかと。それを過去の歴史にだけ求めていたところと、今起こっていることの構造をとらえて、将来シナリオをつくろうとしていたところで違いがあるとか、あるいは組織がタコつぽになっていて何部何部でやっていると、何部がこれでもうけている、社内の地位もボーナスもこれにかかっているという人がやっていると、最後まで突っ走る。ところが何部何部何部をかなり強力に統括している人がいると、おれは債券も株も証券化商品も見ている。それで全体の収益で、僕のボーナスが決まると。もうそろそろ証券化から手を引いて、これからはこっちに行くというようにやれる人がいたところといなかったところで違うとか、いろいろおもしろいことが書いてあります。

それだけで説明できるかどうかというのはよくわかりませんが、ニューヨーク連銀のウェブサイトとかに行くと、その報告書が英語ですが載っていますので、御関心のある方はおもしろいのではないかと思います。

○菅野 ちょっと1点だけいいですか。極めて短く申し上げます。

○晝間 はい。

○菅野 やはりちょっと議論はかなりそもそもバブルから外れていますが、今の氷見野さんの言われたことに私も非常に感銘を受けていまして、企業というのはやはりカルチャーだと思います。どうした企業が最終的に生き延びて、どうした企業が途中で消滅するかということは、当然なかなかそんな普遍的な心理を簡単に一言でお話することはできませんが、やはりその企業の中の多様性というのは非常に重要だと思います。要するにワンマン社長がいて、たまたまある局面ではそのワンマン社長の判断が正しくていっても、そのワンマン社長がずっと正しい判断をするということは極めて珍しいです。むしろたまたまあるときにいい判断をしたのは、多分かなりの部分は偶然が多いのですが、それが自分の実力だと思ってしまって、その人がカリスマになった企業はほとんどその次の危機のときに必ずやられているような感じがありますので、違う意見を全部うまくそこで公平に議論が戦えるような雰囲気を持った企業のカルチャーでないと、やはり長く生き延びることはできない。何十年あるいは百年以上続いた日本のしにせが、最近いろいろなスキャンダルで倒産に追い込まれたケースがありますが、やはりそういうところはそういうカルチャーがなかったところですから、それを投資の中に入れるのなら、自分の中にそういうものを、常に複数の、自分

の1人の中にディベートができるようなもので、世の中が熱狂したときにはむしろ冷静な判断ができるような、それが企業の場合はカルチャーですが、個人の場合では教育ということで、ぜひ晝間先生にも頑張ってください、やはり皆さんを教育していただきたいと思います。

○晝間 わかりました。わかりましたといって、できるかどうかはクエスチョンマークですが。

今5時30分を7分ぐらい過ぎていまして、大変申しわけなかったのですが、2人の方の御質問を講師の方にお聞きする時間がとれなくて申しわけなかったと思います。これ以降3階で懇親会がありますので、もしお時間がありましたら出席していただいて、講師の方にも何人か御出席いただけるとのことですので、ぜひお話をしていただければと思います。

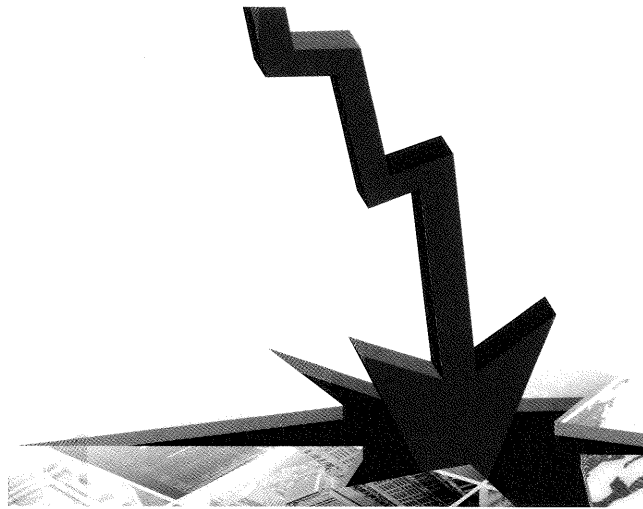
長時間にわたりまして御出席いただきいただきまして、本当にありがとうございました。こちらで用意したプログラムはほぼ終わりましたが、お話を聞いていくと、これから非常にいろいろおもしろい話になるのかなというところで、ちょっと時間が足りなくて、講師の方にももう少しお話ししていただければと思いましたが、さまざまな制約のため、申しわけなく思っています。

それでは、この機会が何らかの意味で出席していただいた皆様方のプラスになればと心から祈念をして、一応このシンポジウムを終わらせていただきたいと思います。後で懇親会の御説明をさせていただきますが、本日は本当にどうもありがとうございました。講師の先生方、ありがとうございました。

もしお時間のございましたら、5時45分ぐらいからということで、ちょっとおくれるかもしれませんが、3階の第一会議室で懇親会を予定しています。ぜひお時間のある方は御参加いただければと思います。

どうも長時間ありがとうございました。

サブプライム・ローン問題とその影響



第34回 産研フォーラム

日時 2008年10月17日(金)
13時15分～17時30分

会場 早稲田大学国際会議場「井深 大 記念ホール」

早稲田大学 産業経営研究所

ご あ い さ つ

早稲田大学産業経営研究所は、1974年の設立以来、今日まで34年にわたり、産業界とアカデミックな世界をつなぐ研究機関として、産業経営に広く関わる最先端の諸問題をさまざまな視角より研究してまいりました。その成果は機関誌である『産業経営』や『産研シリーズ』などで発表してまいりました。

また、2007年10月からは旧アジア太平洋研究センターの国際経営部門との統合により新設された商学学術院総合研究所の研究部門として改組されて、今日に至っております。産業経営研究所は本大学の商学系の教授陣を中心スタッフとし、さらに他大学などからも特別研究員を迎え、今年度は18のプロジェクト・チームと4つの特別リサーチ・チームを設置し、活発な研究活動や数多くの講演会を行っています。また、毎年秋には、主として社会人の方々を対象とした公開講演会「産研フォーラム」を開催し、社会との積極的な交流をはかりご好評を頂いております。

昨今の日本および世界経済を俯瞰しますと、2007年夏にアメリカで表面化した、低所得者向けの住宅ローンの焦げ付きに端を発する問題、いわゆる「サブプライム・ローン問題」の影響が、関係者の当初の予想をはるかに超えて、燎原の火の如く、アメリカだけでなく、欧州各国や日本にも広がっています。さらにその影響範囲も先進諸国の金融システム面だけにとどまらず、さまざまなルートを通じて実体経済面へも暗く深い影を落としています。

そこで第34回の産研フォーラムでは、アメリカに端を発し、世界経済の今後の動向を左右するとまで言われる、この「サブプライム・ローン問題」をテーマに選び、徹底討論していただくことにしました。この問題の基本的な背景あるいは原因は何か、この問題が各国経済のみならず世界経済全般にもたらす影響はどれほど甚大になるのか、さらには、この問題に対して対症療法だけでなく、根本的な治療・対策は可能なのだろうか。このような諸観点から議論していただくのに相応しい4名の方々を、学界、実務界および監督官庁からお招きし、講演とともにパネルディスカッションを行う予定です。

「サブプライム・ローン問題」は、「証券化」と呼ばれる金融技術革新や経済のグローバル化といった、近年の金融経済の本質的変革にも深く関係していると言われていきます。今回のこの金融危機が、従来見られなかった新型ウイルスなのか、あるいは従来の療法（ワクチン）を活用することで退治可能な旧型ウイルスなのか、といったことについても大いに議論していただければと思っています。

多くの皆様のご参加を、所員一同、心よりお待ちしております。

早稲田大学商学学術院総合研究所長
兼産業経営研究所長 辻 山 栄 子

プ ロ グ ラ ム

開 会 (13:15~13:20) 産業経営研究所 所長
早稲田大学教授 (商学学術院) 辻 山 栄 子

挨 拶 (13:20~13:25) 早稲田大学 理事 太 田 正 孝

問題提起 (13:25~13:40)
司会・コーディネータ 早稲田大学教授 (商学学術院) 晝 間 文 彦

講 演

I. 「デリバティブズとしてのサブプライム・ローン：
そのリスクをどう見るのか？」 (13:45~14:15)
早稲田大学教授 (大学院ファイナンス研究科)
森 平 爽一郎

II. 「サブプライム・ローン問題と日本の経済・金融」
(14:20~14:50) みずほ総合研究所株式会社市場調査部長
長谷川 克 之

III. 「サブプライム・ローン問題の欧米経済・金融市場
に与える影響」 (14:55~15:25)
JPモルガン証券株式会社チーフエコノミスト
菅 野 雅 明

IV. 「サブプライム問題と銀行監督の将来」 (15:30~16:00)
金融庁監督局 銀行第一課長 氷見野 良 三

————— 休憩 (15分間) —————

パネル・ディスカッション・質疑応答 (16:15~17:30)
コーディネータ 早稲田大学教授 (商学学術院) 晝 間 文 彦

講 師 略 歴

森 平 爽一郎（モリダイラ ソウイチロウ）氏

- 1985年12月 テキサス大学オースチン校経営大学院ファイナンス研究科修了
- 1985年10月 福島大学経済学部助教授
- 1991年 4 月 慶應義塾大学総合政策学部助教授
- 1994年 4 月 慶應義塾大学総合政策学部教授
- 2006年 9 月 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授（現職）

長谷川 克 之（ハセガワ カツユキ）氏

- 1988年 3 月 上智大学法学部卒業
- 1988年 4 月 日本興行銀行入行
- 1990年11月 同行国際金融調査部
- 1997年 7 月 同行ロンドン支店副調査役
- 1997年 8 月 英国ロンドン大学経営大学院・ロンドンビジネススクール卒業
- 2002年 4 月 分割・統合に伴い、みずほ総合研究所金融産業調査部主任研究員
- 2007年 7 月 みずほ総合研究所金融調査部主席研究員
- 2008年 4 月 みずほ総合研究所調査本部市場調査部長（現職）
- 2008年 4 月 一橋大学客員教授

菅 野 雅 明（カンノ マサアキ）氏

- 1974年 3 月 東京大学経済学部卒業
- 1974年 4 月 日本銀行入行
- 1979年 シカゴ大学大学院経済学修士
- 1997年 日本銀行調査統計局参事
- 1997年 日本経済研究センター（主任研究員）出向
- 1999年 4 月 JPモルガン証券株式会社入社（現職）

氷見野 良 三（ヒミノ リョウゾウ）氏

- 1983年 3 月 東京大学法学部卒業
- 1983年 4 月 大蔵省入省
- 1987年 7 月 ハーバード・ビジネス・スクールMBA
- 2003年11月 バーゼル銀行監督委員会事務局長
- 2007年 7 月 金融庁監督局銀行第一課長（現職）

会場案内図

●会場 早稲田大学国際会議場「井深 大 記念ホール」

●交通案内 JR山手線／西武新宿線・高田馬場駅から
都営バス早大正門終点下車（徒歩5分）
東京メトロ東西線・早稲田駅（徒歩10分）
都電荒川線・早稲田駅（徒歩5分）

講演会場までのご案内図



主催 早稲田大学 産業経営研究所

〒169-8050

東京都新宿区西早稲田1-6-1 早稲田大学9号館3階

☎ 03 (3203) 9857 ☎ 03 (3202) 4274

🌐 <http://www.sizer.cache.waseda.ac.jp/sanken/>

✉ E-mail : irba@list.waseda.jp（担当：宮田・溝部）

報告者紹介

(報告順：敬称略、所属機関名・役職名は報告当時のもの)

森平爽一郎	早稲田大学教授 (大学院ファイナンス研究科)
長谷川克之	みずほ総合研究所株式会社市場調査部長
菅野 雅明	JPモルガン証券株式会社チーフエコノミスト
氷見野良三	金融庁監督局銀行第一課長

産業経営研究所スタッフ

辻山 栄子 (所 長)	早稲田大学教授 (商学学術院)
中村 信男 (所長補佐)	早稲田大学教授 (商学学術院)
清水さゆり (助 手)	早稲田大学大学院商学研究科 博士後期課程
伊藤 龍史 (助 手)	早稲田大学大学院商学研究科 博士後期課程
中道 麻子 (助 手)	早稲田大学大学院商学研究科 博士後期課程

産研フォーラム No. 34

2009年3月10日発行

発行者 早稲田大学産業経営研究所長 辻山栄子
発行所 早稲田大学産業経営研究所
〒169-8050 新宿区西早稲田1-6-1
電話 03 (3203) 9857
FAX 03 (3202) 4274

印刷所 照栄印刷株式会社

R.I.B.A OPEN FORUM

No.34
2008

Subprime lending crisis

Intoroduction	Fumihiko Hiruma..... 5
Presentation	
1. The Subprime Loans as a Derivatives : How we can understand it	Soichiro Moridaira..... 9
2. Subprime Crisis and the Japanese Economy	Katsuyuki Hasegawa.....23
3. The Impact of Subprime loan Issues on the US/European Economy and Financial markets	Masaaki Kanno.....33
4. Banking Supervision in the post Subprime Era	Ryozo Himino.....49
Discussion	59
