

Occasional Paper No.18

第16回 国際金融シンポジウム

サブプライム危機と国際金融の新局面

～危機の教訓とこれからの国際金融・通貨体制の展望～

日時 2008年3月11日(火)

会場 東京會館 ローズルーム9階



財団法人 国際通貨研究所

目次

はじめに	3
1. 開会スピーチ	
財団法人国際通貨研究所理事長 行天 豊雄	4
2. 基調講演(一)「サブプライム危機の現状とドルの行方」	
国際通貨研究所経済調査部長・チーフエコノミスト 竹中 正治	7
3. 基調講演(二)「日本経済、焰はごうごう、釜はぐらぐら」	
モルガン・スタンレー証券マネージング・ディレクター 経済調査部長 ロバート・アラン・フェルドマン	17
4. パネルディスカッション	24

はじめに

昨年はサブプライム危機が米国と世界の金融市場に衝撃を与えました。近年の金融証券化の普及や金融・投資のグローバル化は、金融・投資ビジネスに大きな変革・発展をもたらすと同時に、投資家行動、市場ルールや監督のあり方に大きな課題を提示しております。更にはサブプライム危機を契機として、世界的なマネーの流れが米国一極集中から変化する兆しも見られ、サブプライム危機を横目に高成長を遂げるエマージング市場でもバブルのリスクが拡大していないか懸念されています。

このような問題意識にもとづき、国際通貨研究所は、2008年3月11日（火）に「サブプライム危機と国際金融の新局面—危機の教訓とこれからの国際金融・通貨体制の展望—」と題する国際金融シンポジウムを開催いたしました。

本稿は、当研究所理事長である行天豊雄の開会スピーチをはじめ、当研究所経済調査部長・チーフエコノミストの竹中正治、およびモルガン・スタンレー証券マネージング・ディレクター、経済調査部長のロバート・アラン・フェルドマン氏による二つの基調講演、パネリストとしてご参加いただいた小島明日本経済研究センター理事長、榊原英資早稲田大学教授をまじえたパネルディスカッションの記録を掲載したものです。

本稿が、サブプライム危機の教訓や経済・金融市場への影響、求められる政策対応、これを契機とした国際的なマネーフローの変化などについて様々な議論をする上での一助となれば幸いです。

2008年5月

財団法人 国際通貨研究所

1. 開会スピーチ

財団法人国際通貨研究所理事長 行天 豊雄



本日は私ども国際通貨研究所が主催しております第16回国際金融シンポジウムに、かくも大勢の皆さま方にご参加いただきましてありがとうございます。それから本日スピーカーを務めていただきます皆さま方にも心から御礼を申し上げる次第です。

現在の危機には四つの側面があるように思います。第一は、申すまでもなく、米国のサブプライム危機に端を発します、金融機関のバランスシートの崩壊、信用収縮という典型的な金融危機です。

第二の側面は、住宅ブームの崩壊に伴う雇用、消費の減退がもたらす、マクロ経済面での景気の後退です。

第三は、米ドルの下落、原油をはじめとする一次産品価格の高騰、いわゆるSWFの活発化等々、国際金融情勢の不安の激化です。

そして第四は、こういったことを背景といたしまして、日本、EU、それから、いわゆるBRICs等々、世界の他の経済に悪影響が及んでいます。

こういうさまざまな側面は、申すまでもなく、お互いに深く相互に連携しているわけで、その意味では現在の危機は複合危機と呼べる様相を呈していると思います。しかし、あえて私が皆さま方に申し上げたいのは、この四つの側面、四つの要因というのは、お互いに関連はしているけれども、同時にそれぞれの中に、ある意味で歴史的なインプリケーションを持った、それぞれのダイナミクスが働いているのではないかということです。

つまり、第一の金融危機の側面について考えてみれば、今回の金融危機の最大の特性は、それが証券化商品市場という新しいマーケットで起こっているということでしょう。この証券化商品市場というのは、申すまでもなく、資本主義がグローバル化し金融化していく

プロセスの中で、いわばごく最近に到達した新しい局面であるわけです。証券化商品市場の特徴というのは、要するに本当の価値が分からない商品の、誠に巨大な市場が世界中に発生した、ということです。そこで危機が起こっています。普通はバブルが破裂すれば価格は下落します。価格がある程度まで下落すれば、市場関係者はこれで十分価格が下落したから新しい取引を起こしていいのだ、というある種の安心感を得て、そこが底になって正常化へのプロセスに戻っていくわけですが、証券化商品市場の場合は、もちろん理論的には価値が計算できるわけですが、実際には、特にいわゆるCDO（Collateralized Debt Obligation）以降の合成製品についていえば、本当に幾らの価値があるか分からないわけです。従って、底値が分からない。もうこの水準では底値だから、投資して大丈夫だ、というその底値が分からないことが、現在の危機を非常に深刻なものにしているわけです。従って、現在の金融市場の状況というのは、中央銀行の役割とは一体何なのだ、金融監督とは一体どうあるべきなのだ、格付けとか保険というものは一体何なのだというふうに、金融市場全体に対する一種のチャレンジを呈しているという意味で、歴史的なインプリケーションを持った面があると思うわけです。

第二のマクロ的な景気についても、確かに現象的には米国における住宅バブルの崩壊ということですが、実態は、やはり消費バブルの崩壊なのだろうと思います。ということは、第二次世界大戦後、ほぼ半世紀にわたって米国経済を支え、ひいては世界経済を支えてきた消費過剰の体質、裏返せば貯蓄不足の体質という構造がいよいよその存在可能性について問われ始めているのかな、という感じがします。その意味でも、やはり歴史的な意味合いがあるように思います。

第三の国際通貨に関する面から申せば、要するに現在起こっていることは、ブレトン・ウッズ体制が70年代の初めに崩壊して以降確立されていた所謂デファクトのドル本位制というものがこれからどうなるのだろうか、何だかんだ言いながら依然として続いていくのだろうか、それとも何らかの変化が起こるのだろうか、もし変化が起こったとすれば、その後に来るのは何なのだろうか、というような、問題提起をしていると思うわけです。

第四の世界経済、特に日本経済について申せば、こういったさまざまな歴史的なダイナミックスを背景にして、幸か不幸か、日本の経済もどうやら転機に差し掛かっているような気がいたします。いずれスピーカーの皆さま方から、それぞれのご意見があると思いますが、従来失われた10年からの回復、またその夢が非常に短くついでにしまった状況とか、その結果さらけ出されたのは少子高齢化に向かう国民、あるいは非常に難しい財政状

況、等々の話になってきているわけです。

今回の危機というのは、ちょっと大げさな言い方かもしれませんが、20世紀後半に世界的に樹立された資本主義経済のある種のパラダイムというものが、21世紀に入ると共に何か変わり始めているのかな、何年か経って今回の危機を振り返ったときに、そういう印象を持つのかな、というようなことを感じているわけです。

本日は全体で2時間という非常に凝縮された時間です。どうぞ、じっくりと講師のお話を伺われて、お楽しみいただきたいと思います。また、シンポジウムの後でささやかなレセプションを企画していますので、ぜひそちらの方でもご歓談願いたいと思う次第です。主催者を代表いたしまして、開会に先立ちまして、一言お礼の言葉を申し上げた次第です。どうもありがとうございました。

2. 基調講演(一)「サブプライム危機の現状とドルの行方」

国際通貨研究所経済調査部長・チーフエコノミスト

竹中 正治



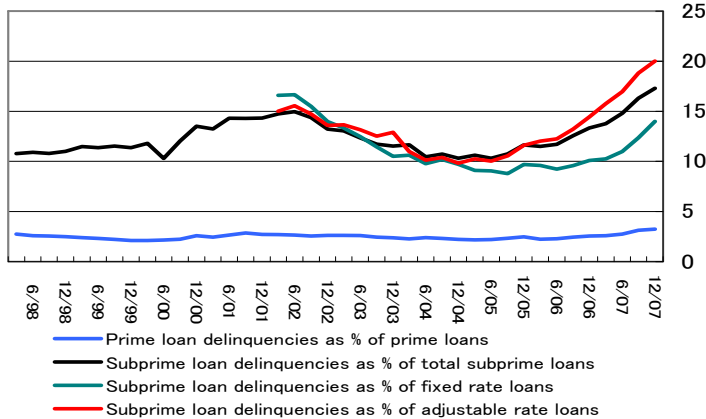
それでは早速、この後に控えておりますパネルディスカッションの下地といたしまして、私からはサブプライム危機の現状と、それから米国の経常収支不均衡の問題につきまして、報告したいと思います。サブプライム危機のこれ

までの顛末、何が起こったのか、またなぜそんなことになったのか、あるいはどういう教訓を汲み取るべきかということについては、既に多くの報道もなされておりますし、私の後にフェルドマンさんからもコメントをいただきますので、私のレポートではその点は省略したいと思います。

ただし、何が起こったのかという事の顛末から理解を始めたいという方のために、マイケル・コベルというアメリカの経済金融評論家が、2月に彼のサイトに公表した“The Subprime Primer”という紙芝居のような漫画をご参考になるのではないかと思います。「何だ、漫画か」と思うかもしれませんが、これはやや単純化されておりますが、非常に分かりやすく、ウィットに富んだ内容で、事の顛末が約45ページの紙芝居になっております。私のワシントンの友人が「最近こんなものが出回って話題になっている」と言って教えてくれたものでして、ここにある最初のページは、モーゲージブローカーを相手に、住宅ローンのお客さんが「頭金はないんだ。月間の返済金も不足しているんだ。それでも何とかしてくれるかな」と問うているわけですが、それに対してブローカーが「ご心配なく」と言って、サブプライム危機の最初のスタートが切られるということです。Googleで検索すると、すぐ見つかると思います。

それでは早速、本題に移りまして、サブプライム危機の現状ということでお話を進めていきます。まず、米国の住宅ローンの延滞、債務不履行の比率を見てみたいと思います。

住宅ローン延滞率推移(%)



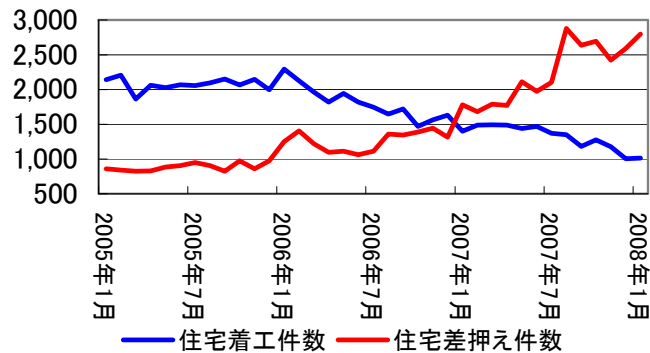
データ: Mortgage Bankers Association
[グラフ 1]

これは、ローン全体に対する延滞を起こしたローンの比率を示しています [グラフ 1]。サブプライムを中心に、昨年 12 月末の時点で、いまだ延滞率が上昇を続けており、頭打ちの形になっていないとお分かりになると思います。黒い線がサブプライム全体の延滞率です。また、

赤は ARM と呼ばれる、金利見直し条件付きのサブプライムの延滞率でして、とうとう 20% に達しました。これが頭打ちになってこない、危機が峠を越えたとは言えないわけです。

(右に) 青線で示したのは住宅着工件数で [グラフ 2]、2006 年の第一四半期のピーク、年間 200 万戸を超えた水準から、現在は半減して年間 100 万戸くらいまで減少しております。反対に、赤い線が、英語で foreclosure (フォアクロージャリー) と言われている差

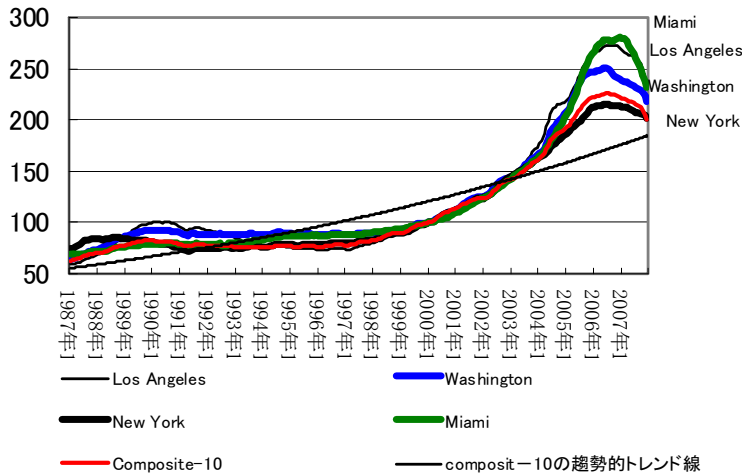
住宅着工件数と差押え件数推移
(単位:1000、年換算数)



データ: 米国商務省、Realty Track
[グラフ 2]

し押さえの件数です。これも年間換算した数字で書いてありますが、年間 250 万件を超える水準まで上がってきておりまして、これもまだ頭打ちの状態になっていないとお分かりいただけるとと思います。

S&P/Case-Shiller住宅価格指数
2007年12月時点
2000=100



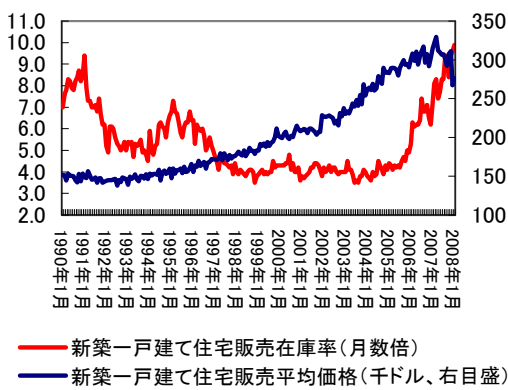
データ: Bloomberg

[グラフ 3]

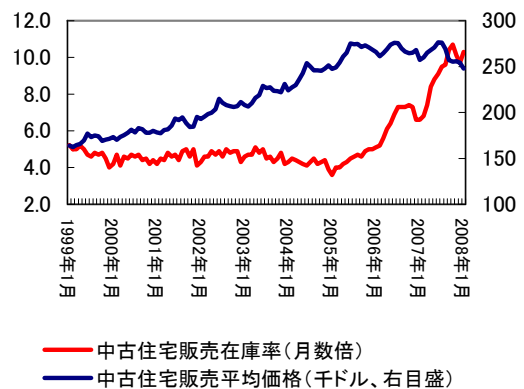
それから住宅価格の推移です[グラフ 3]。ここでは米国の主要都市部をカバーしている、S&P Case-Shiller Index と呼ばれるものがあります。赤線で示したのが総合指標、Composite-10 と呼ばれるものでして、

2006年のピークから足元まで11.4%下落しています。前年同月比では9.8%下がってきています。ただし、趨勢的なトレンドを示すために、近似線として黒い実線を引いていますが、このトレンド線よりは、まだ上方に乖離しています。つまり、趨勢的なトレンドに戻るためには、さらに下落が必要だというふうに読めるわけです。あるいは上がり過ぎたバブル相場の反動としまして、いったんトレンド線が下方に乖離するような可能性もあるかもしれません。

新築一戸建住宅販売価格と在庫率



中古住宅販売価格と在庫率

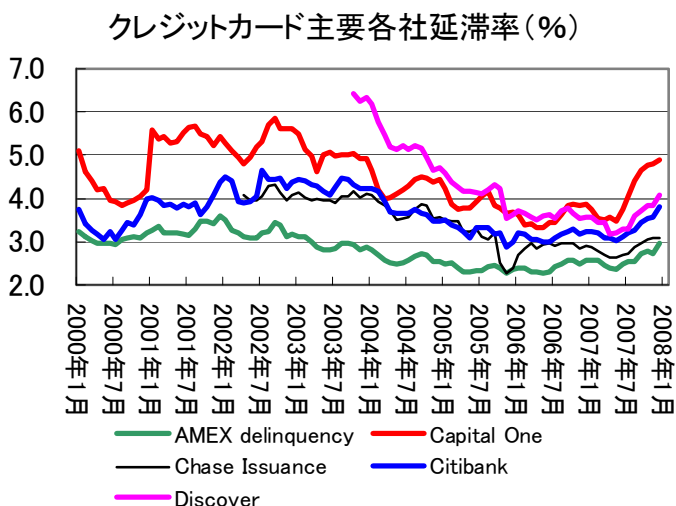


データ: National Association of Realtor

[グラフ 4]

[グラフ 4]は新築と中古住宅物件の業者の抱える在庫が、月間販売額の何カ月分あるかというのを赤い線が示しています。2006年から在庫率が急上昇いたしまして、現在、10カ月

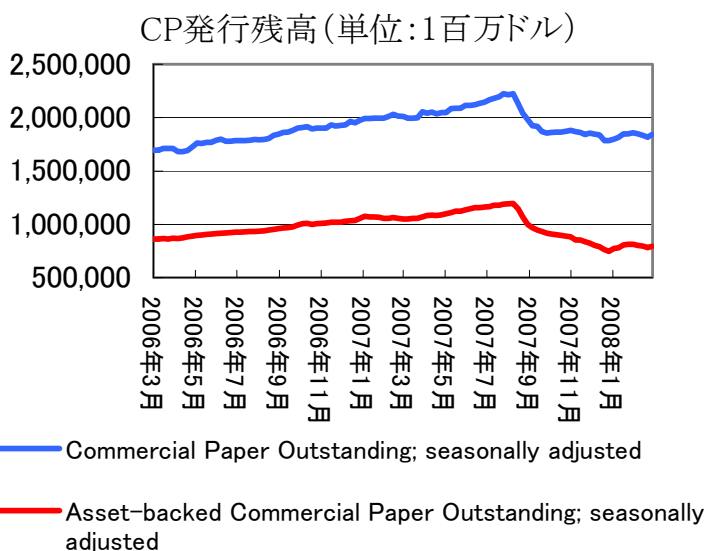
分くらいの在庫がたまっているという状態になっています。やはり在庫率が下がり始めないと、価格も底を打つことはないと考えられるわけです。



データ: Bloomberg [グラフ 5]

だろうと考えられます。

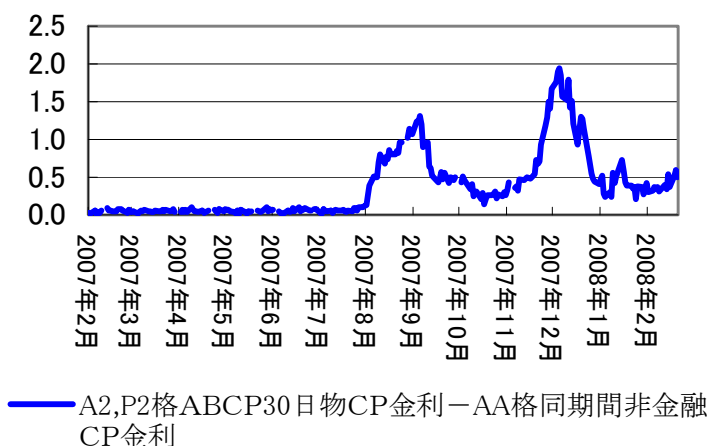
それから、大量の債務破綻が信用の収縮、いわゆるクレジットクランチを招くのはバブル崩壊に共通のことです。今回のサブプライム危機では証券化ビジネスの資金調達手段として最も代表的なABC Pの市場が打撃を受けているということで、ここではその残高を示しています [グラフ 6]。赤い線がABC Pの発行残高でして、昨年末前のピークから足元まで 4000 億ドルくらい減少しています。要するに約 40 兆円も信用の収縮が起こっているということで、まだ赤い線が上に向かう形にはなっていないです。



データ: FRB

[グラフ 6]

ABCP リスクプレミアム(%)



データ:FRB

[グラフ 7]

などでも報道されているとおりに注目されているわけでした、業界全体で 1250 億ドル、約 13 兆円が、サブプライムを含む証券化商品に対する、この業界の保証金額だといわれています。

続いて住宅不況が米国経済に与えるインパクトをまとめてみます。まず、住宅建設投資は GDP の 4% ほどを占めていますので、今年は年率 10% くらいで住宅投資が減少を続けると仮定しますと、大体 GDP の押し下げ効果は 0.4% ということになります。それから重大なのが、住宅資産価値の減少がもたらす、負の資産効果による個人消費の減少です。これについては幾つもの推計研究があります。住宅資産の価値が 1 ドル減少すると、おおむね 7 セントから 9 セントくらいの個人消費が減少すると推測されています。これを単純に当てはめると、アメリカの住宅資産価値の総額は 21 兆ドルあったということですから、価値が 10% 減少しますと、1680 億ドルの個人消費が減少するということになります。これがもし 1 年間で生じるとすると、GDP の成長率を 1.25% 押し下げる、20% ならその倍の 2.5%、GDP の成長率を押し下げるということになります。ただ、これは乗数的な波及効果は考慮していない数字なので、実際はもっと大きくなるということが考えられるわけです。

この結果、ABC P の市場の金利では、昨年末までは見られなかったリスクプレミアムが乗っていることを示したのが左のグラフです[グラフ 7]。

また、巨額の損失で財務内容が悪化しているモノラインと呼ばれる信用保証の各社が、自己資本の増強ができるかどうかというのが、現在、新聞

続いて最終的な金融機関と投資家の損失の総額の予想ですが、サブプライムローン自体に限定しますと、残高が 1.4 兆ドルといわれていますので、仮に 30%が債務破綻して、貸し手は 50%回収できるというような想定で考えますと、損失



の総額は 2100 億ドル、23 兆円となります。つい最近、3 月 3 日に財務省のロワリー次官補がワシントンの講演で、既存の累計損失額は世界全体で 2000 億ドルを超えたと発言しております。ただし、景気後退によりサブプライム以外のプライムの住宅ローン、あるいは先ほど見ましたクレジットカード、自動車ローンなどの他のクレジットに損失が広がることが考えられます。従って 損失額もいまだ現在進行形で増えていると考えられます。

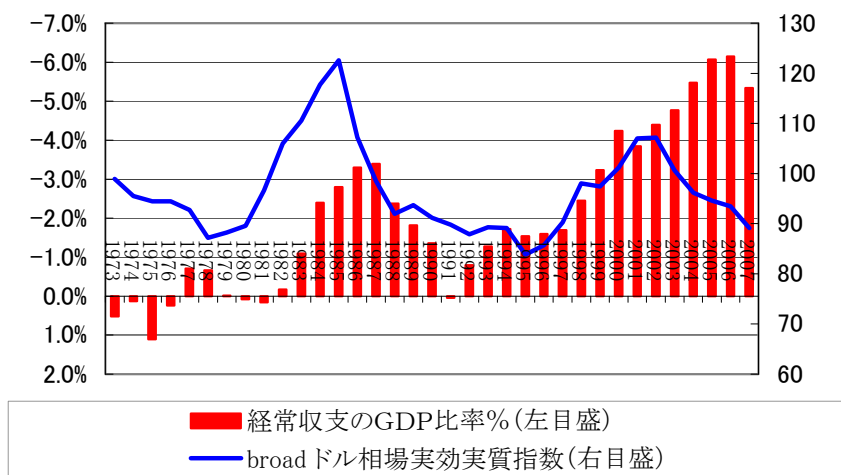
結論としまして、現在、米国経済は景気後退に向かっていると考えるのが自然な考え方だと思います。1 月の大幅な金利の引き下げ、あるいは税金の還付を含む総額約 1600 億ドルの財政支出という景気刺激策が採られたわけですが、その効果が現れるまでのタイムラグ、数カ月を考えますと、年後半の景気の押し上げ効果はあっても、年前半の景気後退を回復するには、金利も財政も間に合わないということではないかと思えます。

以上をまとめますと、短期的には、ほとんどすべてのベクトルがまだ悪い方向に向いており、回復の兆しが見えてくるのは早くても今年の後半か、あるいは来年以降と予想しております。

以上が前段でして、後段の、米国の経常収支赤字の調整とドル相場のことを考えてみたいと思います。短期から少し中長期的な面に目を移したいと思います。サブプライム危機は、米国が世界的な優位を標榜していた金融投資ビジネスの中核で生じたという点で、いろいろな議論が広がっています。一つには米国への一極集中的なマネーフローに変化が生じるのではないかと、あるいはドル本位制の終わりが始まるのではないかとというような議論が出てきております。これに関する現状のトレンドはどうなっているかを見てみたいと思います。

米国の経常収支赤字は、実は 2007 年から既に縮小・調整過程に入っています[グラフ 8]。

米国の経常収支(対GDP比率)と実質実効ドル相場指標
(2007年の経常収支は見込み)
2007年12月のドル相場指数:85.16



データ: 米国商務省、FRBデータより筆者作成
[グラフ 8]

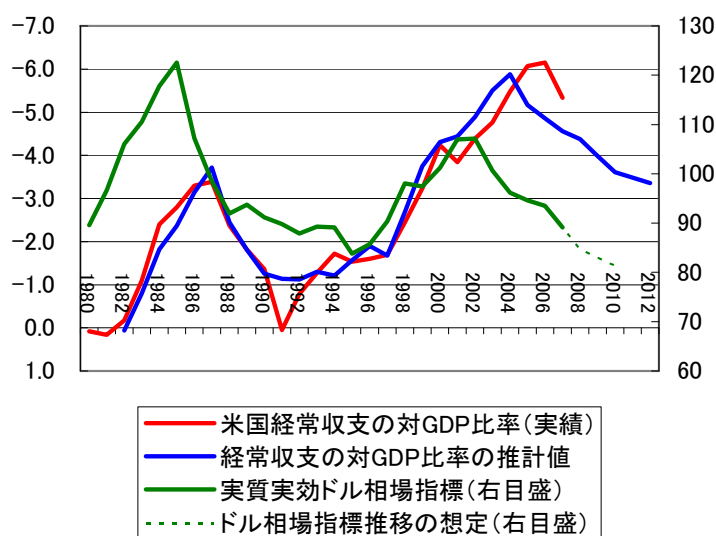
名目GDPに対する
経常収支赤字の比率
で見ますと、2006年
は約6.1%でしたが、
2007年は5%台前半
に縮小した見込みで
す。まだ最後の数字
が出ておりません。
グラフの青い線はF
RBの発表している
実質実効ドル相場イ
ンデックスでして、
赤い棒グラフがアメ

リカの経常収支赤字のGDP比率を示しています。過去の動きを見ますと、このドル指標は80年代前半に大きく上昇した後、プラザ合意の85年から大きく下落しています。これに約2年遅れて、経常収支赤字が変化しているのがお分かりいただけると思います。経常収支赤字は、このとき80年代は名目GDP比率で見ると3%台でピークをつけた後、91年にかけて大きく縮小して

おります。その後、90年代の後半に再びドル相場の上昇という時代があって2002年をピークにまた下落しているという形がお分かりいただけると思います。ようやく2007年から経常収支赤字が縮小に転じ始めたという形になっています。

問題は経常収支赤字の改善基調が継続するかどうか

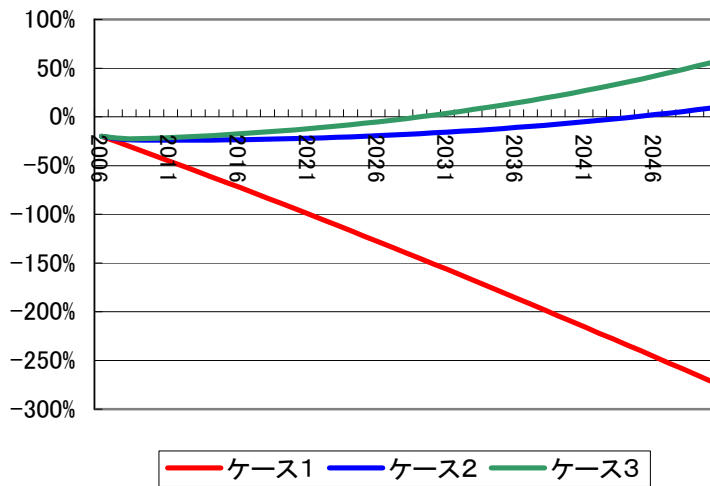
実質実効ドル相場推移と
経常収支赤字の名目GDP比率



データ: 米国商務省、FRB、IMF World Economic Outlook Dataより筆者作成
[グラフ 9]

ということです。そこでドル相場の指標を含む3つの変数を使いまして、米国の経常収支赤字の回帰分析をしました[グラフ 9]。緑色の線は、先ほどと同じFRB発表の実質実効ドル相場指標です。2008年以降は点線で、推計の前提としてドルが下がるという形にしています。赤い線が、経常収支赤字の実績の推移です。青い線が、私が行った回帰分析による推計モデルを示した値です。過去の推移について見ますと、赤い実績と青い推計値が非常によく重なっているのがお分かりいただけると思います。青い線の推計値は、過去2年程度のドル相場指標の下落を前提にしますと、2012年くらいまでにはGDP比率で3%まで縮小するということが予想されております。従って私は、ドルの穏やかな下落が続くという前提で、縮小・調整のトレンドが継続する蓋然性が高いと考えています。回帰分析の変数と推計式は当研究所ホームページに掲載しておきましたので、もし検証されてみたいという方はご覧いただきたいと思います。しかし、経常収支の赤字がGDP比率で縮小するといっても、黒字にならない限り、つまり依然赤字であるならば、アメリカの赤字の累積の結果として、対外純債務の膨張が止まらないのではないかとお考えになる方もいるのではないかと思います。確かに2006年時点で米国の対外純債務は2.5兆ドルあります。これは名目GDPの19%あるわけです。ところが、実は毎年の経常収支赤字ほど、アメリカの対外純債務というのは年々増えていないのです。それはどういうからくりかといいますと、アメリカのグロスの対外債権というのは、やはり世界最大で、13.8兆ドルあるわけです。そして債務が16.3兆ドルという形になっているわけです。この債権と債務の間に、米国にとって有利な総合投資リターンの格差があります。ここで言う総合投資リターンというのは、配当や利息などの所得と資産負債の価格変化による評価損益も含めたリターンのこととして、米国の場合は、商務省のデータによる限り、1989年から2006年までの間では、対外資産の利回りの方が債務よりも4.3%高いという状態ができています。そこで、そうした対外債権・債務の間に、このような投資リターンのギャップや格差があるということを前提にシミュレーションしたものがこの図表です[グラフ 10]。赤い線で示したケース1は経常収支の赤字が名目でGDPの6%という高い水準が継続して、ドル相場は名目で毎年2%下落する、かつ対外債権・債務のリターンは格差がなくなって、6%でフラットになるという一番悪い条件を想定した場合です。この場合、対外債務の残高は膨張を続けて、到底維持可能なコースだとは思えないわけです。ところが、経常収支赤字がGDP比率で3%に縮小して、その水準が継続する、名目ドル相場は年率にして1%下落する、

米国の対外純債務(対名目GDP比率)
シミュレーション



データ: 米国商務省データを基に筆者が試算
[グラフ 10]

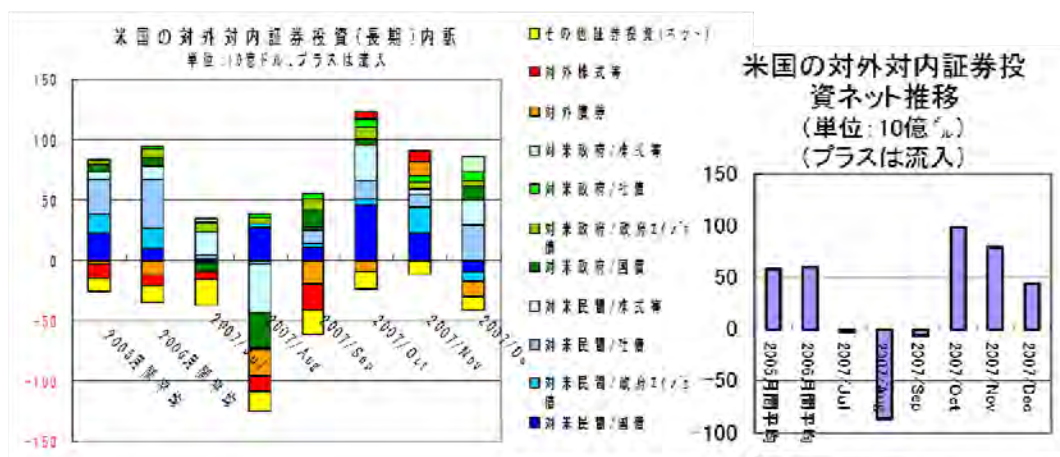
かつ対外債権・債務の間には、過去の差よりも縮みましたが、2%の米国に有利な投資リターンの格差があるという想定で見たのが青色のケース2です。この場合は、米国の対外純債務残高は20%台前半で頭打ちになりまして、膨張を続けません。何と2045年には純債権ポジションを回復してしまうということが計算され

ます。同様に、ケース2と同じ想定で、名目ドル相場下落を年率2%にすると、緑色の線になります。もっと早く縮小に転じてしまって、むしろプラスになっていくということが想定されるわけです。これはあくまでもシミュレーションですので、私はこのとおりになるといっているわけではないのですが、このシミュレーションが示唆する点は2点あると思います。

第一に名目GDPを上回る非常に大きな対外債権・債務を保有し、その間に自国有利の投資リターン格差があるということは、長期的に莫大な富を生んで、少々の経常収支赤字は埋め合わせてしまうということを意味していると思います。

第二に名目ドル相場の趨勢的な下落自体が、そうした対外債権・債務の間の米国有利の投資リターンを生み出す一つの要因として働いているということです。これはどういうことかといいますと、米国の対外債権の50%は外貨建てで、残り50%がドル建て。一方、債務のほとんど、90%はドル建てという、基軸通貨国ならではの構造があるわけです。その結果、名目ドル相場下落は米国外の投資家の為替損を見合いに、米国の対外資産に為替益を生み出すという構造になっているわけです。こうしたアメリカの構造を、例えば金融帝国米国の世界に対する搾取の構図であるというようなことを言うのも、アメリカ相手にけんかを吹っ掛けるのなら面白いかもしれません。しかし、私はフェルドマンさんにけんかを売るつもりはないので、そういう言い方はいたしません。

また、ちょっとお断りしておくで、最近の研究論文では、このアメリカの対外債権・債務のポートフォリオの推計からは、商務省のデータが示すほど、投資リターンのギャップが検証できないというような研究報告もなされております。それが正しいとすると、商務省のデータが将来修正されるということもあり得るかもしれません。



データ:米国財務省

[グラフ 11]

いよいよ終わりになりますが、ともあれ、ドル相場の下落期待が強まることで、米国への資本流入が今後減少するのではないかと心配をする方もおられます。ところが、少なくとも足元までは、そういう状況はあまり見られないようです。上のグラフは対米証券投資と米国の対外証券投資のフローを示したものです[グラフ 11]。つまり、米国をめぐるマネーフローの流出と流入です。サブプライム危機が非常にセンセーショナルな形でニュースとなった昨年の7月から9月にかけては、マネーフローがネットで、米国からの流出超過となっているのがお分かりいただけると思います。しかし10月からは、2005年、ないしは2006年とほぼ同じ流入超過に回復しています。

というわけで、当面ドル相場はおおむね下げ基調をたどるのだろうと思いますが、それは米国の経常収支不均衡の調整という、大局的には循環的な出来事ではないかと私は考えているわけです。米国の金融財政政策によほど大きな失敗がなければ、対外純債務の際限のない膨張とドル暴落という危機的な負の連鎖というものが起こる可能性は、今のところは低そうだと、私は中長期的には考えています。

以上、時間の制約で言葉の足りない点が多々ありますが、当研究所のホームページに関連する私の論考を二つ掲載していますので、詳しくご点検されたい方はぜひご覧いただくとありがたいと思います。以上です。ありがとうございました。

3. 基調講演(二)「日本経済、焰はごうごう、釜はぐらぐら」

モルガン・スタンレー証券 マネージング・ディレクター 経済調査部長

ロバート・アラン・フェルドマン



本日はサブプライム問題を中心に話そうと思います。30 ページくらいの資料がホームページに載っていると思いますが、本日は主に一枚だけを使いたいと思います。先ほど竹中さんが、サブプライム問題はこういうものですよということを非常に細かく、きれいに説明

して下さいましたが、私はなぜこういう問題が発生したのか、これからどうすべきなのかということについて話をさせていただきたいと思います。その中で、サブプライム問題の大きさや、米国経済に対する影響の話を含んでいきたいです。

まず、なぜこれが発生したかですが、サブプライム問題の原因として、基本的に3つの間違いがあったと思います。一つは債務者の間違い、二つめは債権者の間違い、三つめは監督者、即ち当局や金融機関のリスク管理担当者の間違いです。これらの三種類の間違いがあったと思います。

先ほど竹中さんの資料の中で漫画がありました。債務者、すなわちお金を借りる方の間違いは何かといいますと、無理なことをやったという事です。そもそもお金がなくても家を買えると思うことがおかしいのです。そういうことをやって何も被害がないと思うのは、教育が足りないというよりは、目まいを起こしたと言えるでしょう。景気が良くなると、人間はよくこうなります。これは相当大的な間違いです。

一つの例を申し上げます。私は昨年9月に、ある日米の金融会議に出席しましたが、そのときにある出席者が次のような話をしました。これは逸話です。東海岸のサウスカロライナ州で、その友達がゴルフをやっていました。18ホールが終わって、友達がクラブハウスに行こうとしているときに、キャディーさんがやってきて、「ちょっとちょっと」と言いました。「何ですか」「私、実は家を買っているのですが、今売るべきだと思いますか」と聞きました。「そうですか、もうちょっと事情を教えてください」「実は5軒買っちゃったんですよ」と。5軒買ったのです。「じゃあ、頭金はどれくらい入れたのですか?」「実は

ゼロです」「そうですか。それは富裕層住宅ですか、普通の住宅ですか?」「ちょっと分からない」「作りが非常にしっかりしているのか、ちょっと粗末なのか、どうですか?」「見たこともない」「じゃあ、買ったところはどこですか?」「アリゾナ州です」と。アリゾナ州は西海岸（に近い方）です。見たこともないし、頭金もなしでそれだけ買ったということは、債務者側の責任が大きいのです。

今の大統領選のディベートの中味を見ますと、あまりサブプライム問題には触れていません。借り手側の問題点を突く候補者がいれば批判されてしまうからです。今は、選挙を控えて麻痺している部分もありますが、実はこれは相当大変な問題だと思います。とにかく債務者側の責任が非常に大きいということです。日本の場合もそうだったと思います。

二番目は債権者（貸手）の問題です。先ほどの漫画もそうですが、無理に借りたいと言う人に対して、金融機関はいいですよと言いました。詐欺もあったと言われておりますし、徹底してFBIもSECも調べて、悪いことをやった人たちをぶた箱に入れるべきだと思いますが、さて、債権者（貸手）はなぜこういう行動をとるのか。社内のコンプライアンスが弱いことも一因ですが、結局、景気が良いときに、レバレッジ比率を一定にすることを目標にして運営すると、貸出をどんどん増やすことになってしまいます。バブルの時期には日本もそうだったのですが、株価が上がっている、あるいは債券価格が上昇していくと、（株や債券の評価益が発生して）金融機関の資産が膨らみますよね。株主資本も膨らみます。そうすると、もっと貸出を増やせるということになります。それが、いわゆるprocyclicalな貸出になります。景気が良くなればなるほど、どんどんお金を出すわけです。逆もそうです。景気が悪くなると、貸出をリスク管理の面から見て減らそうとします。その様な社内のリスク管理方法が、債権者側の大きな問題の一つです。

もう一つ、資産の評価の仕方の問題もあります。例えば過去5年間、こういう比率で貸出金がおかしくなったから、これからもそうだろうという数字を基にして評価する傾向があります。特に証券化商品です。問題になる発生率を計算するとき、過去5年間の数字を使って本当に正しい数字が出せるかということ、出せないのです。数字が右上がりの中で平均を取ると、必ず良過ぎる数字が出るのです。

また、制度が変化する時には過去の経験が参考にならない、という問題があります。そもそも「これでいいですよ」と言った各金融機関の中の、リスクを評価する人たちは、統計学的に無理なことをやったということです。しっかり統計学を勉強していれば、そういう間違いをするはずがないのですが、「景気が良いからいいでしょう」という雰囲気もあつ

たと思います。

では監督者はどうでしょう。先ほど言った様に、レバレッジ比率が目標であると、(貸出姿勢が) procyclical になってしまう、ということを考えずに貸出を行った事が大きな間違いだったのですが、監督当局もそれに気付かず、あるいは気付いていても、景気が良いからいいだろうと判断してしまったわけです。

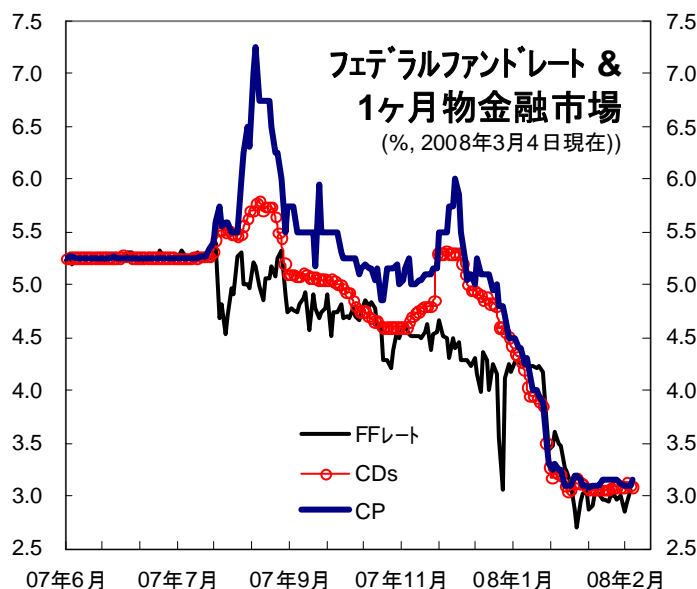


この3つの間違いをどうやってこれから直すかということが、むしろ問題ではないかと思えます。先ほど行天さんが、証券化商品が今回の問題の原点だとおっしゃいました。証券化商品がなかった時には日本の不良債権問題、Y 2 K問題、あるいはS & L問題があったわけで、確かに証券化商品が今回の問題の原点かもしれません。しかし私はむしろ、そういう商品に対して、制度の合理的な取り組みが間に合わなかったこと、そこに問題があったと思えます。

さて、では今回、すべてが悪かったかということ、そうではないのです。今までやってきた色々な改革が効いたかどうかポイントだと思いますが、例えば80年代後半に導入されたB I S基準があります。T i e r 1、T i e r 2などが導入されました。最近バーゼルIIというものもありますが、特にバーゼルIが非常に良いことを生んだのではないかと思います。つまり、金融機関の資本が充実しているかどうかという概念を徹底して市場に知らせた、ということです。T i e r 1がどれくらいあるのかないのか、ちゃんと情報を開示しろと。そういう制度がもう15年以上続いていたので、今回、問題がこれだけ大きい、これだけ資本が必要です、という情報が割と早く市場に出たわけです。80年代後半の制度改革はかなり効いたという感じがします。

もう一つは、資本市場が非常に充実したと思えます。20年前、資金を取るということ、特に今話しているような金額を取るということは相当大変なことだったのですが、今は世界中のいろいろな市場が発達して、いろいろな投資家があります。加えてソブリン・ウェルス・ファンド(政府系ファンド)や投資会社がでてきて、かなり大きな金額を長期的に投資するようになったわけです。つまり資本市場の発達、この問題に取り組む制度として

働いたといえると思います。そういう意味で、ここ 20 年間失敗ばかりではないのです。むしろ制度改革で、当局も業界の人も一緒になって良い制度を設計した、と言えると思います。



[グラフ 1]

3 番目の点ですが、これは私が今一番心配している点です。こういう問題が発生すると、当然中央銀行が大量にお金を貸さないといけないのです。そうしないと、市場は安定しません。しかし今回、興味深いことにそれがあまり効いていない。左のグラフ [グラフ 1] は一カ月物金融市場とフェデラルファンドレートの格差ですが、大量にお金を出しても、一旦縮小してまた広がってしまう、という経験が何度もあったのです。これはなぜなのか、ということが一つ問題だと思います。基本的に市場安定政策である流動性供給をやりながら、いわゆる倫理の欠如に対する政策も採らないといけないのです。すなわち、損した人とか、正しくない投資をした人に損を負っていただく、という政策も必要です。日本はなぜ問題进行处理するのに 10 年間以上かかったかといいますと、損した人やうまくない投資をした人に損を認めていただくこと、これにすごく時間がかかったからです。これが（現在の）アメリカの場合十分早く進んでいるのか、十分治療しているのかという点ですが、私はまだ進んでいないと思います。先ほど大統領選の話をしました。国民の気持ちは、日本国民の住専に対する気持ちと同じだと思います。家を失う人が可哀想ではないかということに対して、大統領候補の人達はあまり反応したくないのです。触れたくないのです。ポールソン財務長官もいろいろおっしゃっていますが、ちょっと倫理の欠如の問題に対する熱意が足りません。流動性はどんどん供給しながら、倫理の欠如問題に取り組んでいないということだと、日本のようにこの問題は長引きます。これはちょっと心配なことだと思います。

先ほど竹中さんの資料の中で、中古でも新規でも在庫が 10 カ月分あるという数字がありました。これは減っていくでしょうが、多分普通の水準に戻るまでに少なくとも 1 年か、

あるいは2年くらいかかるのではないかと思います。倫理の欠如に取り組まない状況が続けば、さらに長くなるのではないかという心配ももちろんあります。

では、実体経済への影響は先ほど竹中さんのお話にもありましたが、最近の推計の数字を見てみますと、先ほどの数字より高くなっています。同僚エコノミストのグリーンローが、ほかの証券会社および学者と一緒に2月29日にペーパーを出しましたが、今のサブプライムの損失総額の推計は2000億ドル前後ではなく、4000億ドル前後という数字を言っています。これは過去の日本の問題、あるいは米国のS&L問題に照らして考えると、似ているところがあると思います。バーナンキさんが(今年の)夏あたりに1000億ドルではないかと言う話をしまして、その後、秋にかけて、いや2000億ドルかなと。今は4000億ドルです。S&L危機の場合は、非常に似たように、どんどん推計が上がっていった経験もありました。当時は、多分5500億ドルくらい掛かるという数字が93年、94年あたりに出たと思います。

では、この4000億ドルという数字はどのような数字なのかということですが、一つの推計方法によるものだけではないのです。実は推計方法は3つあり、一つはいわゆるヴィンテージの推計です。すなわち、何年にどういう住宅ローンが出て、各ヴィンテージでどれだけの損失があるか、過去の数字に照らして推測するとどうなるか、そういう数字が一つの計算の方法です。その計算方法を使いますと、記憶がちょっと定かでないのですが、3500億ドルくらいだそうです。

もう一つは指数、すなわちABX指数とか、そういう市場の指数から逆算して推計するものです。これはもちろん市場が悪くなるときには、さらに膨らんでいく。膨らんだ結果、では資本が足りない、もっと売らないといけない、それでもっと指数が下がって、いたちごっこのように悪くなっていく欠点もあるのですが、その方法で推計をしますと4250億ドルくらいという数字だそうです。

三番目ですが、先ほどの竹中さんの資料にもありましたが、差し押さえの今までの経験を使って見るということです。例えばマサチューセッツ州が困った時期、テキサス州が困った時期、あるいはカリフォルニアが昔困った時期、足して3で割って、大体差し押さえの経験はこういう形ですと、そういう数字を計算して、似たようなことがこれから起こるという前提で計算すると、大体4000億ドルという数字になります。三つの全然違う方法で計算しても4000億ドル前後になるというのは非常に面白いと思います。

とにかくそういう数字が背景になっているわけですが、もちろん金融機関が大きな損失

を被ったからといって実体経済に影響を与えるとは限らないわけです。これは住宅市場と少し違うのですが、信用収縮がどれだけの影響を与えるかは、また別の計算になります。これは面白いことに、先ほどの竹中さんの計算と非常に似た結果になります。大体GDPの1.5%とか、それくらいの数字です。

とにかく申し上げたいのは、問題はまだまだ長引くだろうということです。倫理の欠如問題にきちんと取り組んでいないこと、住宅の在庫がものすごく高いということ、先ほど竹中さんがおっしゃったような個人消費などの心理影響や、ほかの影響もかなり大きいということから、問題は長引くのではないかと思います。

日本に対する影響についてですが、為替の話は後ほど若干したいと思います。もちろん対米輸出が悪影響を受けます。現時点、弊社の（米国の）GDP予測ですと、第1四半期、第2四半期はマイナス成長ということですが、面白いことに第3四半期、9月に前期比年率3%成長になります。しかし昨年が非常に強かったために、3%成長になったとしても、前年同期ですと約0.6-7%にしかならないのです。10-12月も、若干プラスの前期比でも、同じくらいの0.6-7%にしかならないのです。もし第3四半期、すなわち7-9月期が前期比プラス3%ではなくて、例えば1%とか0%であれば、これは前年同期でマイナスということになります。

では、今、市場はどう思っているかという点です。1月にニューヨークで、弊社の顧客数人と話をしましたが、当時は（市場の落ち込みは）短くて浅い、すなわち第3、第4四半期にはゆっくり上がっていくのではないかというのが通説だったのです。もちろんリスクは全部ダウンサイドですが、短くて浅いという意見が多かったのです。

先週は東京にいましたが、先々週、先々先週に欧州とアメリカを回っていた間に、コンセンサスが若干変わりました。今は浅いことは浅いのですが、長引くだろうという通説になっています。少なくとも第二四半期だけでなく、第三、第四四半期もかなり悪いのではないかという市場のコンセンサスになっています。そうしますと、株式市場がまだ割と高く、クレジット市場（債券市場）、特に社債などが非常に安くなっているという格差は縮小するはずで、収斂してくるはずで、クレジットマーケットの方は、良くなっていく要素はないので、どこが危ないかというと、株価が若干危ないのではないかという結論です。もちろんこれは日本に影響を与えることになりますので、対米輸出がそんなに被害を受けずに、マーケットシェアを増やすということがあっても、金融市場がそんなに良くなることはないのではないかと思います。

最後のインプリケーションになりますが、アメリカがくしゃみをするとう日本が風邪を引くということが昔よく言われましたが、今、アメリカが風邪を引いているわけです。日本が気管支炎になるのか、肺炎になるのかは国内の経済改革次第だと思います。幾ら悪い病気が外から来ているとしても、自分の体が強ければ、病気になる必要性はないのです。コレラとかは別ですが、これはコレラではないのです。もちろどうやって日本がこの問題に対応すべきか、というと、これは私の意見にすぎませんが、国内で出来る限りやるべきことをやる。実は先ほど行天さんが非常に良いことをおっしゃったと思います。今は危機ですとおっしゃいました。それを聞いて私は非常に安心しました。なぜかといいますと、危機になると大体反応しますよね。今までは、特にここ1年半くらいは、あまりにも怠慢だったということですから、逆に市場が下がって危機感が出たということは、国内の次のステップへ行けるということだと思います。

結局、サブプライム問題によって、日本の国内の閉塞感を打開するということになれば、それに越したことはないのではないかと思います。以上です。ご清聴ありがとうございました。

4. パネルディスカッション

<パネリスト> 小島 明 (日本経済研究センター会長)

榊原 英資 (早稲田大学教授)

ロバート・A・フェルドマン

(モルガン・スタンレー証券

マネージング・ディレクター、経済調査部長)

行天 豊雄 (国際通貨研究所理事長)

<司会> 篠原 興 (国際通貨研究所専務理事)



(篠原) どうもありがとうございました。それでは、今の二つの基調講演に対するコメントを小島さん、榊原さんからいただきます。まず、「危機なのだから反応しなさい」と言われたことに対して、小島さんから、日本の反応のようなものも多少お考えのどこかに入れながら、コメントをいただけたらと思います。

(小島) 大変立派な報告をいただきました。それより前に、この会場の方々は大変クオリティーが高いプライムオーディエンスで、私はサブプライムスピーカーで少し緊張しております(笑)。

フェルドマンさんが具体的な話を、借り手の問題、貸し手の問題、ほかのところの問題などをおっしゃいましたが、最近、サブプライム問題を調べていると、非常に異常なこと

がいっぱい出てきて驚きました。NINJA ローンというのがあるのだそうです。NINJA ローンというのは、No Income（無収入）、No Job（無職）、No Asset（資産なし）でも借りられると。それから IO（Interest Only、利息のみ）、少なくとも最初の期間は Interest のみで貸しているとか、それから借り手に所得が幾らあるのか質問もしない、うそを言ってもチェックしないというような、大変ハッピーなビジネスをやっていたのです（笑）。そのビジネスの最大の問題は、昔の日本の土地神話みたいなものがアメリカにおいて生まれて、住宅価格はずっと右肩上がりであり上がり続ける、もしそうならば、借り手が払えなければ、それは担保を差し押さえて、貸したときよりも高い価値で売却できるわけですが、そのプロセスが完全に逆サイクルになったというところではないかと思います。

それから冒頭に行天さんがおっしゃった歴史的な問題ですが、これはいろいろな点があると思います。一つは、先ほどもおっしゃった証券化の問題。それから、竹中さんがおっしゃっているグローバルインバランス、アメリカの対外ネット債務の問題。もう一つ、実は金融危機という



のは今回が初めてではありません。20年前にブラックマンデーがあり、10年ちょっと前にアジア危機があり、その翌年、まさに10年前にアメリカの大手のヘッジファンドがつぶれたということがあります。スティグリッツ・コロンビア大学教授によると、グローバル化が進む中で、80年代以降、よく数えると50くらいの金融危機があった。その中でも大きいのがブラックマンデー、それからアジア危機、そして今回だと思います。今回の特徴は証券化、しかもドルの資産ということで、それが世界中に切り売りされて、世界的に、とりわけ先進国に伝播したという要素があります。それぞれの特徴があるけれども、やはり危機の共通したバックグラウンドがある。それはやはりドル過剰、過剰流動性であり、その背景としてのアメリカの赤字、その他の国の黒字という、いわゆるグローバルインバランスがずっと続いて、その程度が非常に大きくなっている中で、マーケットパニック、ある危機が時たま起こる。しかし、それぞれの危機は、多少なり性格が違っているという位置付けをしなくてははいけないのではないかと思います。

そんな中で、1997年のアジア危機については、当時、お隣の榊原さんは、早速これは21

世紀型危機だとおっしゃったのですね。それは突然巨額の外国資金がアジアから引き揚げてしまうということで、要するにマネーの世界からすごい勢いで実体経済に影響を与える危機であったと。この1年くらいデカップリング（分離）論がいろいろな形で議論されていました。世界の景気の流れはアメリカの景気循環から切り離されて、自律的に経済は動くのだというのがデカップリング論ですが、もっと前からデカップリング論、それは実体経済、実物経済と、マネーの経済がどんどん離れていくという過程のことを指しています。例えば貿易の取引と為替の取引を見ると、為替は何百兆円の規模になっていて、資金の流れが国境を越えて非常に急激であり、瞬時に行われるという性格を一層強めています。

思い返すと1998年、アジア危機の翌年に、ヘッジファンドの象徴であるジョージ・ソロスが面白い本を書きました。世界資本主義とか資本主義の危機ということで、それはまさにデカップリング論、つまり実体経済とマネーの経済が分離していると。実体経済は、デザインをしてもものを作るときに、材料を取ったり、工場を作ったりして、発想・企画から生産販売まで、ずっと時間をかけるわけですが、マネーの経済は瞬時に行われる。マネーの経済においては、古典経済学的な均衡論というのは成り立ちません。幾らでもマーケットにエクスペクテーション（期待）が生まれます。エクスペクテーションはリアルではないのですが、期待が生まれると、それをめぐって需給が動く。需給は、お金の感覚でいうと為替であり、金利であるわけですが、しかし金利・為替が決まったとたんに、また次の期待が生まれて、その価格形成が壊れます。それでいつの間にか、理論的な均衡値からどんどん離れてしまうということをソロスは言って、そのためには、自由な資金の移動で儲けたヘッジファンドのボスにして非常に皮肉なのですが、要するにマネーの世界をコントロールすべきだ、規制すべきだといっていたのです。そういう状況はずっと続いていると思います。

それから、今回の日本への影響ですが、先ほど竹中さんが今年の3月3日の財務省の発表（ロワリー次官補の講演）を報告されました。その中でもう一つ、サブプライム関連商品による損失額、金融機関が公表した分を集めると2000億ドル、大体20兆～21兆円という数字を紹介されていましたが、そのとき同時に、その半分は米国系の金融機関が抱えており、4割弱、つまり750億ドルが欧州系であると。残りは1割もありません。日本の金融機関なり、日本の投資家がサブプライム関係の商品を買い込んで、それで直接痛んでいるという部分は非常に小さいのです。これはバブルで散々苦しんだ結果、あまり自由に投資しなかったという怪我の功名もあるかもしれませんが、直接的な損失はありません。

しかし、今回はこれまた議論が出てくるでしょうが、アメリカのサブプライムローン問題が表面化し、信用収縮が始まり、景気がどんどん減速し、今年は1%台の成長がやっとだといわれ、ヨーロッパも今年は1%台、日本も1%台、先進工業国がみんな1%台成長でしかないという非常な減速経済です。それは通常ですと資源・エネルギーに対する需要の減退、減速を示しますから、一時前から言われていた石油その他の価格の行過ぎ、投機的要素があるといわれた価格が急落するはずですが、逆に上がっているのです。要するに、アメリカの実物経済に投資していた金が、やはり分散されて、新しい運用先として商品に向かっているということだと思います。基本的には資金余剰の経済がグローバル経済の状況であるということだと思います。

また、そういう中でドルが売られています。円高もその中で生まれました。日本にとつての影響は、サブプライムに絡む直接損失の影響よりも、まず為替が円高になる。石油が上がる、その他の資源が上がるということの影響の方が大きい。2002年に日本の景気は回復が始まって、今日まで一応拡大基調が続いてきたわけですが、この間に日本のGDPの輸出依存度は11%くらいから、今、16~17%まで高まっています。より輸出に依存するマクロ経済になっており、依存度が高まったところに、少なくとも先進国経済の急激な減速が出てきています。それによる影響は、今後具体的に出てきます。先進国経済のマーケットが減速するというに加えて、円高があり、円高の過程で、輸出関連の企業の収益が懸念され、株が下がりました。石油が上がりますと、内需関係の企業の業績に対する懸念が出て、その株が下がりました。なぜそうかということ、日本の福田首相が、「ゆとりのある企業は賃金を上げてくれ」と言った事で判るとおり、最終消費の部分が弱いわけです。ですから、転嫁が十分できない環境の中、内需型の企業は、石油の価格その他の輸入価格の上昇によるコスト増をかなり抱えたまま、収益が悪化するということがあるのでしょう。そういう意味で、日本への影響は出ていると思います。

最後に、竹中さんがおっしゃった点で、アメリカの経常収支の赤字は、確かに少し縮小過程にあります。それと対外債務の問題は、ちょっと楽観的過ぎではないかと思います。71年に、そういう対外バランスを緩和するためにニクソンショックがあった。その後も85年にプラザ合意があって、大為替調整になりましたが、基本トレンドとしては一向に改善していません。行天さんは、世界は貯蓄が足りない、消費過剰だとおっしゃいましたが、これはアメリカはそうですが、米国外の世界は貯蓄余剰であって、FRBのバーナンキさんが議長に就任する前に“the global saving glut”(世界的貯蓄過剰)、要するにアメリカが生ん

だ赤字が世界の過剰流動性を生みだしているという面があるのではないかとっています。

今回、信用収縮があつて、しばらくその影響がありますが、市場を安定化するために、ECBもFRBも、とりわけ昨年末以来、巨額の資金供給をしています。それが回りまわつて、またグローバルなグラット（過剰）を生みだすのではないのでしょうか。従つて、これからも日本に対する非常に大きな影響として、石油その他資源の価格が上昇しやすい土壌が依然として持続するという感じで見えておりますが、いかがでしょうか。



（篠原） ありがとうございます。
続きまして、榊原さんに二つの基調講演へのコメントをいただきたいと思いますが、榊原さんにインドや中国、アジアの国々への影響というような論への、イントロ的などころもちょっと触れていただけたらと思います。

（榊原） フェルドマンさんが借り手・貸し手の倫理観の欠如みたいなことを言いましたが、これは *hindsight* (後講釈) であつて、要するに資本主義とはこういうものだ、市場経済とはこういうものだと思つています。特に金融というしっぽが実物経済という頭を振るようになった、過剰な金融化が進んだ資本主義社会というのは、こういうことが必ず起こるわけです。ですから、今起こっていることを一言で言うと、金融バブルの崩壊なのです。そのポイントにあるのは、やはりセキュリタイゼーションです。セキュリタイゼーションというのは、非常に簡単な言葉で言うと、要するに金融機関がバランスシートから債権を落としてしまったのです。それで新たに資金調達をするわけです。その資金でさらに金融業務を拡大するのです。ですから、これは実は信用創造を金融機関そのものが行うということが実際に行われたわけです。それでどんどん金融業務が膨らめば、当然リスクの大きいものをその中に入れてこないといけないということが起こつて、それでサブプライムみたいなものが *MBS* (*Mortgage Backed Security*) という形で出てきた。それが *CDO* (*Collateralized Debt Obligation*) になつたというわけです。

そういうことですから、今起こっているのは明らかに金融バブルの崩壊なのです。ですから、これから何が起こるかということを一言で言えば、僕もこのごろよくテレビに出るものですから、何でも一言で言うということに慣れてしまっているのですが(笑)、一言で言えば、何が



起こるかという金融収縮なのです。例えばシティ(グループ)が、4500億ドルをバランスシートから落とすということを言っている。こういうことがいろいろな金融機関で起こってきます。

問題はこういう形で金融収縮が起こったときに、vicious cycle(悪循環)が起こるのです。今までは virtuous cycle(好循環)だったのです。ですから、倫理観の欠如とおっしゃったけれども、資産価格が上がっている限りは合理的な行動だったのです。貸し手にとっても借り手にとっても、資産価格が上がっている限り合理的な行動なのです。これがバブルを生むわけです。日本のバブルもそうでした。土地価格も上がっているうちは良かったのです。ですから今度の金融バブルも、住宅価格が上がっているうちは、すべての参加者にとって合理的な行動だったのです。ですから、住宅価格が逆転したとき初めて virtuous cycle が vicious cycle になり、今や株価も下がってきていますよね。これもやはり vicious cycle に一つのエレメントを加えるわけです。

それから金融収縮による vicious cycle というのがもう一つあり、これは実物経済が悪くなる可能性があります。先ほど(負の資産効果による個人消費の減少の)推計がありましたが、実物経済の方が落ちていきます。今のところ設備投資は落ちていませんが、確実に消費は落ちるでしょう。雇用が悪化し、確実に消費は落ちます。それから投資の方も落ちる可能性があります。

そういう vicious cycle がいよいよ出たということですので、アメリカが景気後退に入るというのは間違いありませんし、本当に7-9月期から回復するかどうかというのは、金融と実物経済の vicious cycle がどうなるかということを見極めないと、まだ分からないのです。

例えば金利を下げるというのがどれほど効くかということです。つまり、借り手と貸し手がいなくなったら、金利を下げてもしようがないのです。金融収縮が起こっているよう

なときに、金利を下げるということがどのくらい効くか。もちろんある程度の効果はありますが、それほど大きく効かない可能性があります。

あるいは減税する。減税したときに、減税してもらった人が（消費をせずに）借金を返してしまえば、効果はありませんよね。そういう可能性が極めて高い。つまり、資産価格が下がっているわけですから、当然借金を返すというインセンティブが出てきます。

実際に財政金融政策がどれだけ効くかというのはまだ分からないということです。今、比較的楽観的な人は、恐らくモルガン・スタンレーもその中に入るとは思います。7-9 月期から回復するといっているのですが、これはまだ、私は非常に **uncertain**（不確実）だと思います。サブプライムの問題、あるいは金融収縮の問題がどういう形で今後展開するのか、まだ拡大する気配を見せていますよね。モノラインがもうそろそろいろいろな業務から手を引くというようなことを言い出している。資本を調達するということが起こっていますが、クレジットカードの問題など、いろいろなところに波及する可能性があります。つまり、金融収縮が全般的に起こるといっていい気配が出ていますから、この問題はそう簡単ではありません。

先ほどから何人かの人がおっしゃっていますが、こういうバブルの崩壊というのは定期的に起こるわけです。20 年前のブラックマンデー、10 年前の東アジア危機、あるいは7〜8 年前のアメリカのインターネットバブルの崩壊と定期的に起こるのですが、恐らくこの20 年、30 年起こっているバブルの崩壊の中で一番大きなものだと思います。



私は、98 年に東アジア危機が起こって、そろそろ収まってきたときに、この次の危機はアメリカから起こると予測したのです。アメリカから起こってきたときはこんなに簡単に収まらないということを言った記憶がありますが、恐らくそういうことだと思います。まさに、こういう金融

資本主義の本家本元であるアメリカから危機が起こってきて、それをドライブしていたアメリカのメジャーな金融機関が非常に困窮しています。もちろん日本の場合と違って、資本注入が非常にうまく進んでいますし、特にソブリン・ウェルス・ファンドなどはたくさん出していますから、メジャーな金融機関が破綻するということはないでしょうが、中小

金融機関が破綻するという事は十分あり得ます。バーナンキもそういうことを言っています。ですから、これからもまだ金融収縮の影響が、いろいろなところに出てくるということがあると思います。

最後にアジアということですが、要するにデカップリングというのではない、というのはもうはっきりしています。当然のことながら、中国も、日本も、インドも影響を受けます。その中で、恐らくかなり影響を受けるのは中国だろうと思います。というのは、中国の成長というのは、海外から来る資本に相当依存していますよね。それから貿易の量もインドに比べて多いですから、比較的中国在り、かなり影響を受けるでしょう。

もう一つは、サブプライム問題とは別に、今、中国経済がバブル状態です。昨日発表された消費者物価指数が確か8.9%で、消費者物価が非常に上昇しています。それは国内的な政治問題ですから、中国は金融を引き締めざるを得ない、あるいは元を切り上げていかざるを得ないという状況ですから、中国バブルの崩壊というのが、恐らく夏以降起こってくる可能性があります。それがサブプライム問題と重なることによって、世界経済が相当深刻な減速状況に入ってくるということだろうと思います。日本についてはまた後で、為替のところでしゃべる機会があると思います。日本もかなり深刻になると私は思っていますが、一応時間が来ましたので、最初のリマークはこれだけにさせていただきます。

(篠原) ありがとうございます。会場の皆さんに一言おわびを申し上げますが、通例では質疑応答の時間を設けるのですが、時間の都合で質疑応答の時間を設けておりません。従いまして、僭越ながら私が皆さんのご意向とご興味の代弁者となりまして、皆さんがお持ちのような問題意識をスピーカーの方々に投げ掛けて、幾つかの問題に関して、なるべく幅広いご意見をいただくという格好で進めようかと思っております。

最初は、やはり相場動向から考えても為替問題ですよね。為替問題といいますが、わが国におきましては円高ということになります。円高は、日本から見れば円高ですが、比較的長期的なドル安問題です。もっと言えば、行天さんの話にもあったような、通貨制度そのものへの改革みたいなものを突きつけられているのかもしれない。今日は「来週の相場はどうなりますかね」「期末の相場付けは幾らでしょうかね」という、相場の天気予報はやめまして、サブプライム問題が一応の収束をみるまで1年半とか2年とかかるのでしよう。そのくらいのタイムホライズンで考えて、為替相場、通貨制度の問題をどう考えていくかという点からご意見をいただこうかなと思っておりますが、まずは篠原さんからいきま

しょうか。

(榊原) 中長期的にこれから起こることは円安バブルの崩壊です。実は日本の方はあまり気が付いていないのですが、去年の夏までの状況というのは、明らかに円安バブルなのです。ドル安、円安の状況でした。なぜ円安バブルが生じたかという、金利の正常化がまともに進まなかったからです。もっと金利を上げておかないといけませんでした。それが進まないものですから、金利差がドライビングフォースになって、円キャリートレードが進んだ、あるいは日本の資金が外へ出た。これからサブプライム問題を契機にして欧米の金利が大幅に下がってきますが、日本はあまり下げる余地がありません。ですから、もう既に相当金利差が縮小していますが、これからもさらに縮小していくということが起こります。

当然のことながら、円ドルレートは100円を切って90円、80円と、あるディーラーが3日くらい前に言っていました、来年度の相場、つまり4月からの相場は100円を切るところから始まると。それでどこまで行くかということです。100円を切るなんて言うと皆さん非常に驚かれますが、実質為替相場でいうと、今の100円は10年前の125円とか130円ですから、10年前の130円だと僕は逆介入していましたからね。ドル売り介入していましたから、実効為替相場でいくと、100円というのは決して円高の状況ではありません。さらにクロス円を見ると、ユーロとかポンドとかスイスフランとかに対して、めちゃくちゃな円安ですよ。ですから、もしユーロドルがそんなにユーロ高にならなくても、恐らくクロス円から崩れてきて、例えば昨日今日あたり見ても円高が進んでいますが、むしろ円・ユーロで円高が進んでいるということです。つまり、円ユーロが160円くらいから155円くらいまで来ているということですから、これからそれが進むのだと思います。そうすると、クロス円というのは非常に商いが薄いですから、一気に10円、20円下がるということは十分あり得るわけです。ですから、むしろクロス円が円高に振れることによって、ドル円でも円高が進みます。

これは何かというと、要するに円安バブルの崩壊ということであって、円安バブルの崩壊がこれから1年くらいは起こります。それを背景にして、恐らく株も下がるでしょう。

暗いことばかり言って申し訳ないのですが、暗いことをずっと言い続けてきて当たっているものですから、あまり愉快ではないのですが(笑)、そういうことで、やはり円安バブルを作り出したのは誰かということ、僕はいろいろなところで言っているのですが、今日

は言うのをやめますけれども、今まで政権を長く持っていた、例えば小泉・竹中ラインが、金利を上げさせなかったという部分があるのです。あそこで金利の正常化をやっておかなければいけなかった。これでは日本経済がおかしくなったときに、日本は打つ手がないですよね。金融政策も財政政策もあまり打てないということですから、やはりこれから為替は1年、1年半くらい見ると、円安バブルの崩壊が起こるだろうと思います。

(篠原) ありがとうございます。フェルドマンさん、一言。

(フェルドマン) ありがとうございます。私も似たような意見なのですが、先ほど竹中さんの発表をお聞きして、非常に懐かしいなと思いました。というのは、為替と経常収支と一緒に議論することは、最近なかなかないのです。20年前は当然と思われたことが、今ほとんど議論されていないのは、ちょっと面白いなと思います。

では、どのように為替が決まるかということを考えると、榊原さんが今おっしゃいましたが、金利格差とかキャリートレードが一つの大事なポイントです。もう一つは、いわゆるホームバイアス、日本人はほかの国の人たち以上に国内資産を持っています。これはだんだんとほかの国へと収斂していく、すなわちお金が外に流れていくということもあります。PPP(購買力平価)、今の100円は昔と全然違う水準だったという話もありましたが、三つが絡み合っているということではないかと思います。私はまだ円高が続くのではないかと思っています。極端な円高、すなわちまた80円を切って、当時の80円に当たる、今の価格で言うと60円くらい水準まで行くということは考えていないのですが、ホームバイアスの修正ということもこれから続きますので、円高がさらに進んでいくのではないかと思っています。

今なぜ、為替ではっきりした、世界にあったような議論がないのかということだと、G7は既に時代遅れだという問題が非常に大きいと思うのです。G7ができたときの国際金融構造と今の国際金融構造は全然違うのです。なぜ欧州がまだ4議席あるのか。イギリスポンドはユーロとほとんど一緒に動くので通貨は1.1くらいしかないのです。一つしかないのに、なぜ4議席あるのか。むしろG7を直して、米国、ユーロ、日本、そして中国にするか、中国・インドとか、そういう発展途上国を代表するような形にしないと意味がないと思います。そうして初めて新しい時代の通貨問題に介入できるようになるのではないかと思います。

ですから、これは政治的に非常に難しい。特に今、サブプライムで大変だということで、あまりそういう改革をやりたくはないかもしれませんが、やらない限りは国際通貨制度が落ち着かないのではないかと思います。

(篠原) ありがとうございます。行天さん、一言二言。

(行天) 先ほど竹中さんが、ドルの実質実効レートの変化と、それから米国の経常収支の対GDP比の話をされておりました。要するに竹中さんの議論は、2年くらいのラグを置いて経常収支に反映されるのだと。確かに実質実効レートと経常収支の間の相関というのはあると思いますが、彼がパワーポイントで示していたグラフにもあったように、21世紀に入ってから、どうもその関係に変化が起こっているのではないかと。つまり、ドルの実質実効レートはかなり下がっているにもかかわらず、経常収支の赤字というのは、その後、2006年あたりまで全然減っていないわけです。これはなぜかという、やはり21世紀に入ってから世界的な産業の構造変化の結果、アメリカの経常収支というものの価格弾力性、つまり為替相場への反応の度合いというのはかなり減って、逆に所得効果、つまりアメリカの国内需要の影響が非常に大きくなっているのではないかと気がしております。

ですから、私は結論として、アメリカの経常収支が、特に対GDP比で見ると、今後中期的に減っていくだろうとは思っています。ただ、それはドルの実質実効レートが下がり続けるからというだけでなく、先ほど私がお話ししましたように、今後、アメリカの潜在的な成長力が今までのようにならなくなるのではないかとこの所得効果の方から、アメリカの経常収支の対GDP比は減っていくかもしれないと思っています。

それが次にドル相場にどう影響するかというのは、そのときの話になってしまうわけです。当面は、先ほどからお話があるように、少なくともドルに関して言えば、金利もこれからさらに下がるでしょうし、アメリカ経済全体の景気も良くならないということになりますと、ドルが強くなる要素というのはほとんどありません。日本について言えば、確かに去年の初夏くらいまでは、ドルと円が世界の最弱通貨でして、弱さを競っていたような感じがありましたが、その後はアメリカの問題が大きくなってきたために、ドル円レートに関して言えば、ドル安円高に変わってきています。しかし日本の方も、先ほどからお話にあるように、これからあまり円高になるような感じもしませんので、どうもドルと円が二つの最弱通貨になるという状態はしばらく変わらないと思います。ただ、その弱さの

度合いが、どっちが当面先に進むかということですが、どうも今の感じでは、やはりアメリカの受ける影響の方が大きいように思いますので、ということは、弱い通貨同士ではあるけれども、しばらくはドルの方がより弱い通貨であろうと思っています。

(篠原) ありがとうございます。これ以上インサイドに入って、来週の相場付けは幾らだというような、こっそりした話は、懇親会の方でスピーカーの方からこっそりお聞きになってください。次の問題に移りましょう。

これはドル安問題のコインの裏側という性格もあるかもしれませんが、目に余ると言ったらおかしいのですが、原油をはじめとした一次産品、コモディティの価格の高騰という状況があります。これも同じように、やや長いタイムスパンで、一次産品相場をどのようにとらえるか。これとサブプライム問題がどう関係があるのか、直接関係があるのか。それをやりますとそれだけでまた1本、別のシンポジウムになってしまいますから、それはお許しいたいて、一次産品相場上昇問題についてのご意見をいただこうかと思えます。まず、小島さん、お願いできますか。

(小島) 梶原先生と違って「一言で」は言えないので(笑)。先ほどもちょっと言いましたが、アメリカをはじめ、工業国の景気・成長減速は明らかに始まっているし、なお減速しそうだという中で、石油価格が逆に跳ね上がっているというのが、今



回の非常にユニークな現象だと思います。1970年代、2回の石油ショックがあったのですが、あれはサプライショックで、その結果、先進工業国の景気が悪くなって、しばらくすると今度は原油の価格が暴落しました。石油は単なるコモディティの一つであるという話になってしまったのですが、どうも今回は因果関係が逆で、サブプライムの問題が出る前から、原油および一次産品全般が高い価格の方向にシフトしています。それはサプライショックではなくて、需要が強いからです。世界経済が数年にわたって、それまでのどの10年間と比べても、戦後最も高い成長率を持続的に続けてきたということと、成長率の牽引力の多くのところ、成長の半分以上は新興国で、新興国は同じ1%の成長率を得るため

に必要な資源・エネルギー効率が低いということですから、そういう形の世界経済の高度成長は、石油をはじめとした一次産品にかなりの価格上昇プレッシャーになるわけです。

ただ、近年 100 ドルを超えるようなところになって、オイルエコノミストたちは、需要は強いけれども、本当の需給から見ると、ちょっと行き過ぎだということで、先ほどから言っているマネー経済のバブルの現象と重なってくるのではないかと思います。オイルエコノミストのコンセンサスは、中国の需要その他が強くても、実際の需給から見ると、せいぜい 1 バレル 60 ドル前後だろうというコンセンサスがあるようです。それ以上のものはスペキュレーションを含めた投資・投機がかなり入っています。その背景には、やはりマネー経済が膨張しているということが、どうもあるような感じがします。

その先がどうなるかという、やはり減速した影響はこれから徐々に現れるでしょうから、多少、今のような投機的な高い水準からは若干の剥落があるでしょうが、低落した水準で長く石油価格がもまれる、あるいは 70 年代の再現みたいなシナリオは全くない世界になってきています。それは世界経済の成長構造そのものが変わった、ということがベースにあります。

あとはマネーの件ですが、ドルがどうなるかということと関連しますが、この数年間、あるいは 10 年くらい、IMF の統計をずっと見ていますと、世界の外貨準備は今 6 兆ドルくらいある。その中で通貨別に見てみますと、ドルの比率がだんだん下がっているわけです。円は下がるに下がれません。もう marginal (限界点) で引っかかっていますが、ユーロが増えています。しかし、外貨準備そのものは幾ら管理しても、中身は通貨ですから変動のリスクがあります。そこで 1997 年のアジア危機のときには、一つの反省として、外貨建ての対外債務に対して外貨準備が少な過ぎたということで、各国が一生懸命外貨準備を増やしたら、今度は過剰になってしまったわけです。過剰になった外貨をどうするかというと、今度は実物資産に持っていきこうといって、例のソブリン・ウェルス・ファンドなどが生まれて、それが実物を求めて動き出しているという要素が新しく入っています。そういうことも考えると、石油を含めた一次産品価格というのは、急激な下落はなくて、どうもトレンドとしては上方バイアスが強い世界に入ってきたのではないかという感じがします。

(篠原) ありがとうございます。榊原さん。

(榊原) ちょっと僕は小島さんとは意見が違うのですが、やはり原油価格はこのところ1カ月ちょっとで急騰していますよね。一時は90ドルを切っていました。これで少しずつ下がっていくのかと思ったら高騰した。これはどういうことかということ、やはりサブプライム問題の by-product (副産物) で、ヘッジファンドなどの財政状態が非常に悪くなっていますよね。あるいはヘッジファンドを抱えるアメリカの金融機関の状況が悪くなっています。そうすると、今もうかるところは商品市場なのです。商品市場にそういうお金がどっと入ってきた。つまり、株でも損をする、あるいは証券化市場でも損をするということですから、金とか油とか穀物というところにどっとお金が入ってきているというのが今の状況です。ですから、これは相当投機的な動きです。投機的な動きはしばらく続くだろうと思います。経済は悪いわけですし、証券化市場みたいなところもどんどん悪くなりますし、株も悪くなりますから、そういう状況が一方であります。

それが一方にありますが、世界経済、実物経済そのものが相当深刻な減速状況に入っていくということを前提にしますと、私はそれがあってと思っていますから、アメリカは恐らく最初の6カ月はマイナス成長だろうと思います。日本もヨーロッパもその影響を受ける。あるいは中国が後半おかしくなるということになると、少なくとも油とか穀物に対する実需は減りますよね。実需が減ってくるという状況がかなりはっきり見えてくるのが、この春から夏以降ということになります。そうなってくると、私が投機している立場ですと、どこかで利益を出した方がいいということになる可能性があるわけです。どこかで利益を出すという可能性になると、私は原油市場の暴落というのは、今年の後半にはあり得ると思っています。(そうした動きは) 今年前半にはないと思いますが、投機的なだけに、世界経済が本格的に減速してきたときに、そういう変化が起こるでしょう。先ほど小島さんもおっしゃいましたが、実需で言うと60ドルだという話ですが、それは今の世界経済を前提にして60ドルですから、世界経済が大幅に減速すれば50ドルになる可能性があります。そのときに、今、スペキュレーションをやっている人たちがスペキュレーションを続けるのか、あるいはそこで手仕舞って今度はほかのものを探すのか。そういう世界に入ってくると思いますし、そのプロセスの中で、僕は恐らくヘッジファンドが幾つか破綻すると思います。そういう状況ですから、商品市場も非常に不安定な、ボラタイルな状況だと考えた方がいいと思います。このままずっとトレンドとして上がっていくということではなくて、相当ボラタイルに動いて、場合によると今年末くらいには原油価格の暴落ということもあり得るのではないかと思います。

(篠原) ありがとうございます。フェルドマンさん、手短に。

(フェルドマン) 私は今の二つの意見とかなり違うという感じがします(笑)。一つは投機的な動きは良くないという前提が暗黙的にあると思いますが。

(榊原) 良くないとは言っていません(笑)。投機的な動きだと言っているだけです。

(フェルドマン) 私は今の石油が非常に高くなった、あるいは穀物が高くなったということは、もう願ってもないことだと思います。願ってもない。なぜかというと、地球温暖化問題、エネルギー問題、環境問題、こういう問題を解決するには、5年間、10年間では足りないのです。これは20年間、30年間かかるのです。そうしないと、ものすごく強いシグナルがなければ、人間は動きません。だって、30年前に第一次石油ショックがありましたよね。あれで「合理的に考えればそのうち石油は切れるから、何かやらなくては」ということになったはずなのに、ならなかった。

(榊原) モルガン・スタンレーは商品市場に相当お金を入れているのですよね(笑)。

(フェルドマン) 私は分かりません。私はやっていないし、どうせ私のポータスに入らないから関係ないのです(笑)。

まじめな話ですが、本当に地球温暖化問題や環境問題を解決したいなら、新しいエネルギー源、すなわち持続性のあるような代替エネルギーなどを開発するインセンティブが、相当長い間強くなければ開発されません。そうしますと、100ドルかどうか分かりませんが、非常に高いエネルギーの値段が長く続くということは、需要が上がったり下がったりではなくて、むしろ地球の持続性という観点からは願ってもないことだと思います。



もう一つは実需ということですが、世界経済がかなり伸びていますが、例えばこれから中国、インドのエネルギー効率がかなり良くなったとしても、エネルギー需要はぐんぐん上がってきます。今、毎日 8500 万バレルの原油を（世界中で）使っていますが、これが 10 年たつと簡単に 1 億バレルになってきます。その石油はどこにあるのですか。代わりになるようなエネルギー源がどこかで開発されないと間に合わないのです。その開発にはすぐ時間がかかるので、今からシグナルを発してもらおうということが一つのポイントです。

農産物はどうかという、これも実需だと思います。今まで発展途上国で食べていた一人当たりの肉の量は非常に少なかったのです。しかし、これからそれがぐんぐん上がってきます。では、その肉を作るための穀物はどこで誰が作るのか。もう少し合理的に食べましょうということは、市場は言ってないのです。例えば大豆 100 グラムあたりにタンパク質は 33 グラム入っています。牛肉には 17~18 グラムしか入っていないのです。しかし牛肉 1 キロを作るために大豆がどれだけ必要かといいますと、10 キロです。こんな非合理的な食べ方はないのです。これからはニワトリに大豆だということだと思いますが、実需がぐんぐん上がっている中、商品市場が高止まりするということは、生産サイド、サプライサイドを刺激する長期的な効果が非常に大事で、絶対続くべきだと思います。

（篠原） ありがとうございます。サブプライム問題が牛肉の食べ方に及ぶとは思わなかったのですが、次にまいりましょう。次のテーマは、ソブリン・ウエルス・ファンドというのが、ぼろりぼろりとスピーカーの口から出たと思います。これもサブプライムとどのように、特に関係あるかというとまた話は別なのですが、サブプライム問題が深刻化するとともに、ソブリン・ウエルス・ファンドの存在そのものもかなり知られるようになってきたというような形で、僕たちの目の前に展開されているかと思います。これをどのように考えましょうかということと、日本は同様の試みをするべきか否かということに関して、ご意見をいただきたいと思います。どなたからいきましようか。小島さんからいきましようか。

（小島） まず、今回のアメリカのサブプライムの問題で、シティグループをはじめ、金融機関はだいぶ苦しい状況になって、公的資金導入論もありましたが、公的資金が中東から入ってくるなど、非常にユニークな現象があります。要するにグローバルなパワーシフトが起こっている中で、こういう現象が起こっているということです。そのパワーシフト

と並行して、先ほどから再三出てきているグローバル不均衡が持続して、今、外貨準備が6兆ドルを超えるくらいあります。それが今、中国、ロシアも含めたその他産油国に蓄積されて、必要以上に、しかも持続的にまだ増えそうな状況になっていますから、当然そういう運用をすることになります。あるいは、アラブ諸国は石油以外の産業がなく、将来、石油が枯渇したときにどうしようかということを実際に考え出して、産業を興すためにいろいろ投資を始めている。これは新しい現象です。サウジアラビアの昔の路線ではなく、今、中東の一部の国が動いている。ですから、これは続くと思います。それが1点。

それから、日本はというのは、どうでしょう。これは誰が運営するのですか。役所がやるのですか。どうも最近の東京都の銀行みたいなことを連想してしまうのですが、皆さんの知恵を伺った方がいいと思います。

(篠原) ありがとうございます。榊原さん、お願いします。

(榊原) やはりある種のパワーシフトですね。アメリカが経常的に、こういう形でずっと赤字を出しているということの結果、ソブリンファンドが出てきたということで、今やヘッジファンドの倍以上のサイズですし、恐らくこのサイズはどんどん広がっていくと思います。

G7等でアメリカやヨーロッパがディスクロージャーやトランスペアレンシーというようなことを言っているのですが、僕はその議論に若干オブジェクションがあるのです。というのは、10年くらい前に東アジア危機があったときに、われわれはアメリカに強くヘッジファンドのディスクロージャーを要求したのです。そのときに最初にノーといったのがラリー・サマーズで、その彼が今、ソブリン・ウエルス・ファンドのディスクロージャーを要求している。やはりいつもアメリカというのは、自分の利益でくるくる意見を変えるのです。それならヘッジファンドもディスクローズしろということですから、ソブリン・ウエルス・ファンドをディスクローズしろということを強要することは非常に難しいというのの一つです。

それから、今のような形の石油価格の上昇が止まらず、しかもアメリカの経常収支の赤字がそれほど劇的に改善されないとすれば、この傾向は続くでしょう。では、日本が(SWFを)やるべきかどうかというのは、通常、大蔵省(現財務省)にいた人は絶対やるべきではないと言うのですが、私は、もしやるのなら、新規立法をすべきだ、新しい組織を作るべきだと思います。役人にはこれはできません。それから、今の日本の雰囲気ではで

きません。コンプライアンスだのガバナンスだのと言って、リスクを取るな、という話です。しかし、ソブリン・ウエルス・ファンドというのはリスクを取るために作るわけですから。それから、直ちにディスクロージャーしろといわれても、これは駄目です。巨大なファンドを動かすわけですから、巨大なファンドを動かすときに、直ちにディスクロージャーしたら、動きが全部読まれてしまいます。ディスクロージャーに対してある種の制限をかけ、リスクを取ることを許容する、そういう新しい機関を作るということを前提にやるのなら、それは一つの動きだと思います。ただ、今、役人にやれと言っても、これは無理です。今の状況は役所にリスクを取れという状況ではありませんから、やはり新規立法をして、新たにリスクを取っていい、あるいはディスクロージャーについてある程度の制限を付けていいのだ、ある年数がたってからディスクロージャーすればいいのだという新しい立法をして、それで官民の優秀な人を集めて運用するというのであれば、十分やっているといます。またそういうものを作れと政治家は言っているのですが、それなら、やはり新規立法を考えなければいけないということだと思います。

(篠原) ありがとうございます。行天さん、お願いします。

(行天) 日本の立場からこの問題を考えると、私はこれからの日本は、今、日本が持っているさまざまな形での investible fund、投資できる資金を活用するということは非常に大事なことです。日本には spendable な金、使ってしまったいい



金というのはないのです。しかし、あるのは investible fund として、その非常に大きなものの一つが、1兆ドルに達する外貨準備であり、1500兆円といわれる家計資産であり、さまざまな年金、保険の基金であり、こういう金をこれから本当にまじめに、いかに productive に使うかということを考えないと、本当に日本の経済というのは難しくなってくるので、私はこのSWFの話は、こと日本に関する限りは、そういう大きな国の investible fund の活用という観点から考えるべきだと思います。これは実は、実際には技術的、法律的、政治的に大変難しい話ですから、そう簡単にできるとは私は思いませんが、少なくともそうい

う高い見地からの施策の一環として、どこかで考え始めないと、時間的にも間に合わなくなるのではないかということをお心配しています。

(篠原) ありがとうございます。どうやらサブプライム問題というのは1年半とか2年とか、だいぶ長い時間をかけて、アメリカの経済や社会や市場が消化していくであろう状況のように思えます。そうすると、このサブプライムローン問題がどういう格好で正常化するにしても、これから僕たちはそれをずっと追っていかなくてはならない、見ていかなくてはならない、見続けていかなくてはならない。そのときに、何を視点にして追い掛けたらいいのでしょうか。例えば為替相場かもしれませんし、下手したら foreclosure (差し押さえ) のパーセンテージが上がるかもしれませんし、何だか分かりません。スピーカーの方々からのご示唆で、会場の方々に、これを追い掛けてサブプライムローン問題をずっとフォローしてごらんくださいというヒントを、一つずついただけたらと思います。まず、フェルドマンさんからお願いします。

(フェルドマン) 一言で言うと、(必要なことは) 免疫力を高めるということです。いろいろなことが世界に起こります。それに対して日本がどう反応するか、被害を受けないような経済をどうやって作るのか。これは免疫力です。例えば今、農産物が急騰していますが、日本の農場の平均の広さはインド以下です。日本はこのようにできていますからしょうがないといわれていますが、北海道はかなり農場を大きくしましたが、本州、四国、九州はそれができないかといえ、私は多分できるのではないかと思います。今の制度はおかしいから、もっと効率的に農業ができるはずですよ。加えて今、農地の1割くらいが耕作放棄になっています。これはとんでもない損ですよ。だから、そういう免疫力を上げるというやり方は幾つかあります。基本的に生産性を高めるということですが、そのために何が必要かという、基本的に規制改革とか業界再編がかなり必要ではないかと思います。農業関連、例えば食品メーカーとかの業界を見ますと、あまりにも薄利多売で、あまり付加価値を付けていませんよね。ですから、もう少し各業界の新陳代謝を高めるように、ファンドとか国内の人たちが動けるような、コーポレートガバナンスとか、国のガバナンスのルールを高めれば、海外の問題に対する免疫力が上がって行って、ようやく老人を食べさせられる日本になれるのではないかと思います。

(篠原) ありがとうございます。小島さん、お願いします。

(小島) 一言で言うと難しいのですが、一つはサブプライムローンそのものについての問題は、今、例えばサブプライムがらみの金融商品というのは、言ってみれば中国製の餃子みたいなものです。中国製のいろいろなファクターが入ってくると、売り手はあるけれども買い手がないと。A B C P (Asset Backed Commercial Paper) というのは、アメリカで30年余りの歴史があるのですが、ほとんど今死んでいます。2001年、9.11のテロのときでも粛々と機能していたのですが、今回初めてそれがかなり震度の高い金融危機であるということに覚悟しなくてははいけません。それはどのようにして解決していくのか。時間はかかるでしょうが、一つ注意しておいたらいいのは、住宅価格そのものがどういう展開になるか、どれくらいで下げ止まるか。それで大体、一つの大きな目安が出てくるという感じがします。

もう一点、これは免疫力とフェルドマンさんが今おっしゃいましたが、要するに世界の経済の中でボラティリティーといいますか、変動幅が非常に大きな経済になっています。為替ひとつとっても、1973年に変動相場になってから、年間の変動幅は、大きいときは2~3割、あるいはそれ以上の変動幅があるのです。企業の経営にとって10%の粗利を確保するということが大変なことですが、それをぱっとゼロにするような大幅な為替変動が起こるし、金利も変動しやすいものです。こういうボラティリティーということが、一つ、今のグローバル不均衡の中で確実にある。時たま、それ以上にマーケットショック、危機みたいな、今回のようなものがあるという状況を覚悟しながら対応することが大事な感じがします。

(篠原) ありがとうございます。榊原さんお願いします。

(榊原) 僕は大体危機になると大変元気になって(笑)、非常に楽しい思いをしますが、普通の日本人はその逆です。危機になるとしょぼんとします。しかし、今度のサブプライムというのは、基本的にはアメリカの危機ですよ。先ほど行天さんが言ったように、investible fund は日本にたくさんあるのです。ですから、これは日本にとって相当のチャンスなのです。ですから、私はもっと日本の金融機関なり、日本の企業は、リスクを取ってほしいということ、モルガン・スタンレーくらい買ってほしいですね。1980年代後半から

90年代初めには、三菱銀行はカリフォルニアの銀行を買いましたよね。今、私はそういう時期ではないかと思います。つまり、日本の企業が非常に内向きになっていますが、日本にあるアセットというのは、まさに金融資産なのです。それを使ってリスクを取って、例えばシティを買えなくても、日興コーディアルくらいは買い戻すとか、そういうことをそろそろ考えて、積極的に出て行くときです。危機というのはチャンスなのです。非常にチャレンジングな時期なのです。しかも日本は相対的に傷ついていないのですから、外国からの買収ばかりを気にして籠城作戦をするのではなくて、外に出て行って、どんどん、特にアメリカ系の企業を買うくらいのことを考える時期に入っています。例えば私は今インドのことをやっていますが、タタモーターズはジャガーを買収しますよ。ローバーを買収しますよ。それからタタ・スチールはコーラスという鉄鋼会社を買収しました。そういう感じで、非常にボラタイルな、危機的な状態なのだから、日本がむしろリスクテイクをして、積極的に外に出ていくということをぜひやってほしいと思います。

(篠原) ありがとうございます。危機かどうか、どのくらい深いかというのは、榊原さんのご機嫌をうかがってみるのも一つの指標かと思います(笑)。それでは最後に行天さん、お願いします。

(行天) 今の状況というのは、要するにバブルの崩壊だと思います。金融バブル、消費バブル、住宅バブルと。バブルが崩壊したときに一番大事なのは、いつ底が見えるかということだと思うのです。底が見えるまでは状況は悪化するし、底が見えればそこで止まるのだと思います。現状で一体どういう状態になればマーケットは底が見えたと思うか、そこが今一番大事というか、**crucial**(決定的)なことなのです。私は、具体的にそれが何か言えと言われれば、米国の大手の金融機関が、もう破綻することはないということを、マーケットがいつ **convince** される(確信する)か。それはどういう形になるかわかりませんが、資本の注入が必要でしょうし、さまざまな資産の悪化に対する積み立てその他ができるかという話です。要するにもう大手の破綻はないなとマーケットが確信できるようになれば、私はそこで悪化は止まるし、恐らくマーケットが正常化のプロセスを動き始めるだろうと思います。その時期がいつ来るか、私は夏前にも来てほしいと思いますが、そうでないかもしれない、もう少し遅くなるかもしれないというのが今の印象です。

(篠原) ありがとうございます。時間がそろそろ終わりですので、本日のシンポジウムはここまでをもって終了したいと思います。ご静粛にお聞きいただきまして、ご参集いただきました皆さま方に心より御礼を申し上げますとともに、お四方のスピーカーの方々に御礼の拍手をいただけたらと思います。ありがとうございます (拍手)。

以上

Copyright 2008 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>