

第33回 ESR I－経済政策フォーラム

「サブプライム問題と世界経済の行方」

平成20年3月28日

内閣府 経済社会総合研究所

○渡辺 大変お待たせいたしました。

ただいまから第33回E S R I－経済政策フォーラム「サブプライム問題と世界経済の行方」を開催させていただきます。

最初に、私ども内閣府経済社会総合研究所次長、広瀬哲樹より開会のあいさつをさせていただきます。

○広瀬 それでは、主催者を代表しまして、一言ごあいさつさせていただきます。

本日は、E S R I－経済政策フォーラム「サブプライム問題と世界経済の行方」に多数ご参加いただきまして、ありがとうございました。

本フォーラムのことはよくご存じだと思いますが、経済政策上の重要課題につきまして、研究面で必ずしもまだ成果は出ていないのですけれども、論点を明確にし、政策形成に資するという目的、それから、そのために広範な議論を喚起することも目指して開催しております。

本日は経済政策、それから国際金融に高い見識をお持ちの皆様をゲストにお迎えしまして、その広がりにはまだ終わりが見えていないサブプライム問題の発生とその規模、あるいはその影響度や、サブプライム問題が過去の金融危機とどう違うのか。また、フィナンシャル・イノベーションが果たした功罪、あるいは金融システムの安定化のために各中央銀行とどういうふうに協調していったらいいのか。アメリカ経済の下ぶれというリスクもまだ残っているわけですが、世界経済への影響はどのように生ずるのかなど、活発にご議論いただければと思っております。

それでは、深尾先生、よろしく願いいたします。

○深尾 慶應大学日本経済研究センターの深尾でございます。本日はフォーラムにおいていただきまして、ありがとうございました。

本日は、「サブプライム問題と世界経済の行方」と題しまして、サブプライム問題について概観し、その構造や背景についてもお話ししたいと思います。

サブプライム問題が拡大した背景は2000年前後にまでさかのぼります。2000年ぐらいに米国株式市場のドットコムバブルがつぶれて、株価が相当下がったわけですが、その後、Federal Reserveが不況対策として低金利政策をずっと続けておりました。低金利が続く中で景気が徐々に回復するにしたがって、住宅ローン貸し出しが拡大していった。住宅価格が徐々に値上がりして、家計の住宅投資が拡大していったわけでありませう。また住宅価格の上昇が家計の担保価値の上昇を招いて消費のための借り増しを容易

にし、アメリカの消費の拡大を支えたということです。

もう1つは、好況が持続して貸し倒れが少なかったということもあって、将来の貸し倒れリスクを非常に低く見積もるといふ動きが拡大した。この結果として、金融機関も徐々に債務者の所得よりは、むしろ住宅の担保価値を重視した貸し出しに移っていった。ちょうどどこかで聞いたような話でありまして、日本の1980年代のバブル景気のときに、私も大手金融機関から、「都内に一戸建て住宅を持っていれば用途は問わず5,000万円を長期プライムで貸します」というダイレクトメールが来ました。日本にもそんな時期があったわけですが、同じようなことがアメリカでも起こったわけでありまして、アメリカでも「土地神話」が徐々にこの時期に醸成されたということです。

こうした状況の下、従来は住宅ローンが借りられなかった低所得者向けのローンが徐々に拡大していったわけでありまして。

住宅地の値段を見ても、特にロサンゼルス、サンフランシスコ、サンディエゴといったカリフォルニア、ネバダ州のラスベガス、この西海岸の大都市周辺は住宅ブームになっていた。また、東のほうではフロリダ州のマイアミなどでも高級マンションが投資対象になっていました。このほか、ニューヨークなどの北東部でもかなりの地価上昇を見ております。ですから、カリフォルニア、フロリダ、ネバダなどで不動産価格が大幅に上昇しまして、この図でわかりますように、2000年を基準として、地域によっては3倍近いところまで値上がりしたということになります。

しかし景気回復に伴ってFederal Reserveが金利を引き上げ始め、引き締めをしたことで価格が下落に転じた。これで、こういった地域の不動産バブルが終わりつつあるというわけでありまして。

サブプライム貸出というのは、低所得者向けの住宅ローンですので、貸し出し金額は大したことありません。1件当たり平均で20万ドル、1ドル100円で換算して2,000万円ぐらいの貸し出しであります。過去数年内にクレジットカードなどの返済で1～2か月遅れる等の債務返済の遅延があったり、あるいは、普通は3年ぐらいの所得の証明を出さなければいけないわけですが、その所得の証明書が出せない。きちっとした仕事についていないので所得の証明がしっかり出せないとか、こういった層に向けてのローンであります。

こういうサブプライムの貸し出し先というのは、そもそも従来はローンを借りられなかった人たちが不動産の担保価値上昇で借りられるようになった人たちであり、この貸

出がサブプライムローンであります。また、この貸し出しは、当初2～3年は返済額が軽減されて、その後、返済額が2～5割ぐらい増加する設計になっていました。

何でそんなローンを借りるのか。2年、3年したら、返済額が2割も5割も膨れ上がったら、常識的には返せなくなると思われるわけですが、彼らにはそれなりの目算がありました。住宅ローンを借りて、2～3年しっかり返済しておきますと、返済実績が残ってまいります。そうしますと、債務者の貸し出し評価上のランクが上がってきて、従来はサブプライムだったのが金利の低いプライムローンに借り換え出来るようになるという見通しがあった。それから、もう1つの目算は、不動産価格が上昇していけば担保価値が十分高くなるので、担保価値の余裕ができるから借り入れ金利が低下する。そうすれば、2年、3年したところでの金利の引き上がりの飛び上がりが少ないだろう。こういうふうを考えていたわけでありませう。

実態を見てみますと、2003年から05年に借りた人の返済の跳ね上がりが2006年頃から増加して、これで返せない人がいっぱい出てきた。この問題は、将来さらに大きくなるだろうという予想で、住宅ローンの資産価値が低下し、サブプライム問題がどんどん拡大してきたわけです。しかし、最近の金利低下で、かなりの程度救われる人も出てきている。サブプライムローンの大部分は、変動金利であります。基本的に6か月ぐらいの変動金利で変わっていくわけでありませう。そうしますと、今金利が大幅に下がってきておりまして、2006年頃には市場金利が5%台だったものが、現在は2%そこそこまで下がってきております。先ほど返済額が2～3年経過すると2割から5割増加するというのは、市場金利が借入当初の水準で走った場合に2割から5割増加する、そういう見通しだったわけです。しかし現在のように市場金利が2%ちょっとまで下がっておりますと、2年ないし3年経過後、返済額が増加すると見込まれていたのが、あまり増加しないですむ債務者も増加している。つまり、連銀が金利をどんどん切り下げたことによって、2～3年した時点での返済負担の急上昇が相当程度軽減されている。アメリカの金利引き下げは、サブプライム問題を相当改善する方向に働くと思ひます。

サブプライムの貸し出し残高は、大体全体で1.3兆ドル前後ですから、1ドル100円で計算しますと130兆円ぐらいになる。貸倒損失は損が出ても当初元本の2～3割だと思ひられます。2～3割貸し倒れますと、20～30兆円のロスが出る。これがサブプライム関連の直接のロスだということになります。

ただ、サブプライム以外の住宅ローンでも結構投機的な貸し出しがあります。これに

についてはサブプライムよりはAlt-Aとかジャンボローンと呼ばれる貸し出しに含まれています。そういったローンについてもロスが出てくる可能性がありますので、合計すればもっと大きなロス、例えば5,000億ドル、50兆円とかいうような感じのロスになる可能性はあるということが言えます。

住宅貸し出し証券化の仕組みを図で説明しますと、まず住宅金融会社がサブプライムローンを貸し出します。次に金融会社は、その貸出債権の大部分を転売するわけです。このローンを何千本かまとめて1,000億ぐらいの大きなプールにします。この貸し出しの束を裏づけにして、格付けの異なる複数の債券を発行します。そしてこのファンドから発生するキャッシュフローを上から切り分けていきます。つまり、ローンの返済から入ってくるキャッシュフローがあるわけですが、それを一番格付けの高い債券を持っている人に最初に払う。さらにお金が残っていれば、次の格付けの債券の保有者に払う。こういう格好で切り分けを行います。この債券のうち、売りにくい格付けの低い債券を何本もまとめて、CDOと呼ばれる2段階目の証券化をして販売するというも行われておりました。

このときに、図の左下にあります、モノラインという名前の保険会社が、債務保証をしていた場合があります。

しかし、証券化によって、リスクが相当複雑になっております。サブプライムローンの債権を例えば1,000億円まとめたというのが、一番左の箱だと見てください。一番左のバランスシートは、サブプライムローンを1,000億円まとめてある。そこから返ってくるキャッシュフローを、大体8割ぐらいについては最上級のAAAの格付けをもらって販売する。AAAというのはまず返済が滞ることはほとんどない、最上級の会社並みの格付けです。残りの5%をAA、こんな形で切り分けていくわけでありまして。

格付け機関は、この格付けを与えることで、相当お金をとります。大体、元本の0.1%強とっていると言われておりますので、1,000億円の証券化で格付けをしてやれば、1億2,000万円入るわけでありまして。そうしますと、結構いい商売でありまして、年間こういうのが何十本も出てくれば何十億と収入が入ってくるわけです。

そのときに、発行証券の何%ぐらいをAAAにするか、AAにするかという判断は格付け機関が持っているわけですが、こういう証券化をする金融機関はなるべく高い格付けのものをたくさん売りたい。つまり、例えば7割AAAで売るよりは8割AAAで売ったほうが高く売りさばけるわけです。

格付け機関の間でも競争がありますので、格付けが甘めになっていくという可能性があります。格付け機関はゲートキーパーと呼ばれていて、お金が流れるときのチェックをする人になります。この債券はリスクが高いから、例えばBだ、あるいはBBだ、低い格付けだということを言う。あるいは、これは安全だからAAAだと格付けする。こういうゲートキーパーをやっているわけですが、そのゲートキーパーはお金をどこからもらっていたかという、ゲートを通る人、門を通る人からもらっているわけです。つまり、証券化をして売りたいという、この証券化をする金融機関からお金をもらって、証券発行残高の0.12とか0.14とかいうパーセントでお金をとる。そうすると、1,000億円の証券化であれば1億4,000万円とか1億2,000万円の格付け手数料をとる。そうしますと、どうしても格付けが甘くなるリスクがあるわけであります。

さらに、下のほうの格付けになりますと、例えばBBB以下は売りにくいわけですが、これをたくさん纏めて信託や特別目的会社に入れまして、それをもう1回切り分けて、一番上のBBBを70、AAを10と格付けして再販売します。サブプライムローンというのはもともと低所得者向けのローンでして、リスクが高いものです。そのリスクの高いローンの証券化商品の中の格付けの低い、ですからリスクの高いものの中の一番リスクの高い部分をもう1回器に入れて、がさがさとかき回して、一番高いところがまたいいよと売られるわけです。そうすると、言葉は悪いですが、ガベージを集めて、その中のガベージをもう1回集めて、さらにその上のほうをAAAと言って売っていった。これを2回、3回とやったということになります。

一番初めの低所得者向けのサブプライムローンがだめになりますと、一番初めの証券化したAAAというのはそんなには傷まないはずですが、CDOなどの2回目の証券化商品は下手したら全滅になる、3回目も当然全滅になると、こんな格好になります。そうすると、AAAといっても、一番初めの証券化の1回目のAAAとローンの再証券化2回目のAAAと3回目のAAAでは相当違いがあって、そこにリスクがたまってしまったということになるわけです。

金利は、同じAAAでも2回目、3回目の証券化のほうが実は高めに設定されています。企業年金などのファンドマネージャー、はファンドのパフォーマンスを競っています。この場合、債券運用をしているファンドは、ベンチマークといいまして、マーケットの主要な格付けの平均金利よりも高いマーケット、利回りを出さないとクビになる。こういう状況になると、同じ格付けであればちょっとでも金利の高いものをとろうとす

る。

この競争結果として、資金を運用する機関投資家は、優良企業の発行するAAA社債よりは、金利がやや高めのCDOなど証券化商品のAAAのほうを買っていった。格付け機関は、どのAAAでも同じリスクだというふうに公言していましたが、資産の内容は不透明ですがAAAの格付けを持っているCDOなどを積極的に買っていった。ところが、不良債権問題が悪化すると、サブプライムローンの流動化商品は大幅に値下がりしました。

2007年の春ごろから、流動化証券の市況がどんどん悪化しています。図の左側にABXという指標がありますが、これで見ると、当初100だったAAA債券の価格がもう50そこそこまで低下してきております。また、BBBのものはもう10%そこそこまで、もともとの元本100だったものが10数%まで下がってしまった。こういう形で、非常に大きなロスが、こういう債券を持っていた人に発生してしまった。

サブプライム問題は、去年の初めに住宅ローン専門会社などがまず破綻し、次にローンを債権化して流動性を高めていた金融機関に損失が拡大する。また、シティグループなどが連結から外したSIVという特別目的会社が破綻に瀕して、親会社が救済せざるを得なくなるということが起きております。このSIVは、Structured Investment Vehicleという名前です。SIVは、シティグループ等がこういった資産流動化証券を売るのに、資産流動化証券そのままだと売りにくいので、それをもう1回器に入れて、それを短期の、1か月、3か月ないしは6か月ぐらいの短い手形(ABCP)を投資家に売って資金調達することでもうけを出していたわけです。つまり、住宅ローンの証券化商品ですから、期間は長く数年以上の期間があるわけですが、それを担保に出して短期のCPという手形を発行して、その間で利ざやをとるという形で、SIVという格好にしていたわけです。

シティは複数のSIVのスポンサーになっています。しかしSIVは、形式上シティの連結から外れており、リスクは遮断されているという開示を行っていました。シティの本体から見れば、SIVの連結が外されていてリスクはないと言っていたわけですが、実際はSIVが破綻しそうになると、結局シティのいい顧客にそういう商品をいっぱい売っていますので、SIVを見殺しにできない。この結果、母体行がSIVを助けることになりました。日本で住専の母体行責任というものがありませんでしたが、それと似たような構図になっていたわけです。

欧州系の金融機関も米国金融機関などとの貸出枠契約や、あるいはこういう資産、流動化証券を大量に買っていたということで、大きな損が出ております。サブプライムローン関連損失の4割ぐらいを欧州系の金融機関がかぶっている。

今年の1月にフランクフルトで、この問題についての国際会議がありまして、そこで連銀の幹部の方がおっしゃっていましたが、ヨーロッパの金融機関が損失をだいぶかぶってくれたので、アメリカの金融機関の損失がだいぶ軽減された。

サブプライムローンに関連して、さっきモノラインという保険会社の話をしました。もともとこの保険会社は高格付けを取得して、その信用力で地方債の債務保証を専門に行っていました。地方自治体や地方の公営企業が発行する債券、長期債に対して、例えば自治体がAAで出すよりは、モノラインという保険会社に保証してもらってAAAで出した方が、売りやすいし高く売れる。この保証料でもうけていたわけです。

このモノライン保険会社は、地方債の保証をメインでやっているうちは、地方債の債務不履行というのはほとんどないので、利益が出ていた。しかし1990年代ぐらいから地方債保証ビジネスの成熟化に伴って、仕組み債の保証業務に乗り出した。つまり今回の公演で説明したような証券化商品、資産流動化商品の保証に乗り出した。それが今回、焦げついてしまったということになります。

そもそも資本が2兆円ぐらいしかない小さな金融機関ですが、これが元利金の名目額合計で300兆円近いものを保証していたわけです。このため、ごくわずかの市況悪化で資本が吹っ飛ぶということになります。大手のモノライン保険会社は、まだムーディーズあるいはS&PからAAAの格付けをとっていますけれども、去年の第4四半期の損失で、自己資本の半分ぐらいを喪失してしまったところがあります。自己資本の半分以上を1四半期で無くしてもAAAが維持できているというのは不思議ではないわけでは。格付け機関とモノラインの間の癒着で政治的な格付けをしているように、私には見えてしまうわけです。

次に、今サブプライム問題の深刻さですけれども、私は97～98年の日本ほど深刻ではないというふうに判断しております。日本は、94～95年の超円高で、日銀は金利を0.5弱まで既に下げていた。ですから、97～98年の金融危機が起きたときは、もう金利を下げる余地がほとんどなかった。金融危機でゼロ金利にして、さらに量的緩和を行ったわけです。

しかし、これに対してアメリカは、消費者物価で2%台のインフレになっております。

インフレが根強いのが懸念材料と言われたりしていますが、私はむしろ安心材料だと思っています。こういう金融危機のときでも、2%ぐらいのインフレがあれば、金利を2%以下にすれば、実質マイナス金利にできる。そうなれば、当然金融緩和の効果は非常に強くなります。要は、売り上げ数量が一定でも、売り上げはプラスで増えていくわけです。そこで金利がゼロであればちゃんとお金は返せるわけでありますから、かなりの程度、強い金融緩和になるだろう。過去、アメリカがマイナスの実質金利をとったのは、S&Lの危機、中小金融機関の危機があった、91年、それから2001~02年のITバブルの崩壊、このときに実質金利をマイナスにしたわけですが、今回も多分マイナスにするだろう。

日本の物価を見てみますと、1998年以降、GDPデフレーター、コアの消費者物価、あるいはコアコアの消費者物価でみると、日本はずっとマイナスのインフレ率でした。コアの消費者物価というのは生鮮食品を除く消費者物価。コアコアというのは、食料品全部と、それからエネルギーを除いた消費者物価。これは、いずれもマイナスがずっと続いておりました。現在、新聞に出てくる消費者物価インフレ率は1%ですが、輸入のエネルギーや食料品を除けば実はマイナスでありまして、1人当たりの賃金なども実はまだマイナスです。そうすると、日本のほうはデフレで、金利をゼロまで下げても実質金利はマイナスにできなかったわけでありまして、アメリカの場合は相当金利を引き下げる余地がある。

次に日米の不動産バブルの比較をしてみましょう。これの図が日米の地価バブルの比較です。日本の場合は1980年から2006年までで、6大都市の住宅地価の指数を名目GDPの指数で割ったものです。つまり、住宅地の指数を名目GDPで割っている。直感的に言いますと、所得に比べて住宅地価がどうかと見るわけでありまして。

日本の場合、85年までぐらいは、所得の伸びなりに地価が上がっていて、この数字は横ばいだったわけですが、85年からバブルでどんどん上がって、1.9倍ぐらいまで住宅地が上がりました。商業地で言うともっと上がった。しかしその後下がって、バブル前より下回ったところまで来ております。この図で見ると、バブル前の6割ぐらいのところまで下がっております。これはやはり将来に対する悲観論が増えたというのも1つあると思いますし、まだまだ1人当たり賃金が下がっている。そうすると、あまり無理なローンは借りられないということで、地価が下がっている。

もう1つは、日本の場合、人口が減り始めていまして、特に地方圏の住宅地の低下が

大きいわけではあります。これは6大都市ですけれども、本当に地価が強いのは東京と名古屋圏ぐらいで、それ以外の地価はそんなに強いわけではない。日本の場合は大体労働力人口、が年率1%ぐらいで減少しています。労働力人口の減少率は、今年率大体0.8%ぐらいで、これから徐々に加速して、1%ぐらいずつ減っていくと見込んでおります。そうすると、人の数が減っていけば住宅は余ってくるわけです。一人っ子が増えれば、両親から家を2つもらっても1つ余る状況になるわけです。そうすると、徐々に住宅の需給は弱くなるので値段が下がってくる。

アメリカの不動産価格と名目GDPの比率は、87年からしか長期の統計はとれないのですが、ずっと下がってきていて、98年以降は上がってきております。これは名目GDPに対して地価が下がって、どんどん買いやすくなっていったところに、その後また不動産価格が上がっていった。アメリカの人口は大体年率1%ずつぐらい増えていきます。移民もあるし、人の頭数は増えている。そうしますと、住宅地に対する需要というのはそんなに弱いわけではない。

もちろん一部の土地で、例えばカリフォルニア、ネバダとか、あるいはフロリダあたりの不動産価格が3倍になったようなところはだいぶ下がるだろうと思いますが、全米で見るとそんなには下がっていかないだろう。そこで全体として見れば、米国の現状は、日本とはだいぶ状況が違うのではないかと考えております。

次に、世界経済の行方ということですので、米国以外のリスクを見てみますと、1つは中国のインフレの深刻化であります。表面上は8%台の中国のインフレ率ですが、実質2桁インフレだと、私は判断しております。15とか20%ぐらいのインフレではないかと思われまます。実際、不動産などでヘッジできる層は非常に少数ですので、中国のインフレは相当大きなリスク要因だと思います。言ってみれば、中国の政府は、もちろん人民元の切り上げをやってきておまして、今ちょうど1ドル7元ぐらいまで上がってきて、上がる前は8.2とかそれぐらいだったものですから、1ドル8.2元から1ドル7元ぐらいまで、17%ぐらい切り上げてきております。ただし、必要だった切り上げ幅は、多分3割ぐらいだったのを、なるべく切り上げないようにしてきたわけです。

中国は何をやったかといいますと、実質的な調整インフレをやっている。つまり、通貨の大幅な切り上げを避けて物価の上昇で競争力を調整することを選んだ。競争力が強すぎるから切り上げろと言われたのだけれども、切り上げ幅を減らして、その分インフレにしたといえます。その調整インフレをやってしまった。表面上、8%のインフレで

済んでいる理由は、価格統制ではないかと見ています。中国はまだ相当統制色が強いので、国営企業などに値上げを止めさせることで、ある程度物価統制が可能な状態になると思われます。

中国のインフレ率を見ますと、肉類で一時4割ぐらい、それから野菜などもすごく上がっているわけです。ところが、太い点線で書いてある衣料品のインフレ率は、小幅のマイナスです。これがとても本当とは思えない。公式統計ではこうなっているのですが、本当とは思えない。

私の所には、中国人の留学生が結構来ておりまして、日本の正月休みに中国に帰ったりしているわけですが、聞きますと、北京の例えばスーパーなどの値段を見ても、普通の洋服の値段が前年比2倍にもなって、しかも質は低下しているという。そういう服なら、北京で買うよりも東京で買ったほうが安い。ユニクロで中国製を買ったほうが、中国で中国製の服を買うより安い。相当変な状況になっているわけです。中国では、まだ貸し出し金利が7%そこそこで、インフレ率が実勢で2桁ですから、借金して、在庫を握っているだけでももうかる状態であります。日本で言いますと、72年から73年ぐらいの状況に近いところにある。この結果、値段が上がっている。去年の第4四半期には、中国政府は値上げに対して許認可制を導入して、値上げを監視するというをやっています。中国のインフレは相当高くなってきていて、これが社会不安の問題を引き起こしたり、あるいは厳しい金融引き締めが必要になって、反動的な不況が起きる可能性があるわけです。

上海の株価はもう相当下がってきておりまして、今、ピークの半分ぐらいまで下がってきております。上海の株価は、3年ぐらい前に比べて、株価指数で6倍、時価総額で約10倍まで上がっていた。これは、中国企業が無償増資をだいぶやってきたので、時価総額は指数以上に上昇して10倍にまでなっていた。これが今半分ぐらいまで下がってきている。

もう1つのリスク要因は、ヨーロッパの問題ということになります。英国、スペイン、イタリアなどでも不動産バブルが深刻で、地価下落のリスクが大きい。ヨーロッパの金融機関は、アメリカのサブプライムで損を出したのですが、それ以外に、欧州そのものにおいての地価バブルのクラッシュという可能性がかなりある。イギリス、スペイン、ポルトガルあたりの不動産価格の上昇は大幅でありまして、ロンドンの不動産を買えるのはロシアの大金持ち以外にないと言われるぐらいに値段が上がっている。これが下落

に転じる可能性が高い。そうしますと、ヨーロッパのほうのリスクも出てくるということになります。

まとめて言いますと、輸入品を除いた国内物価の低下傾向はまだ続いております。GDPギャップもゼロ付近で、デフレ緩和の脱却はまだ不確実な状況です。アメリカのサブプライム問題は、日本の不良債権問題ほど深刻ではないが、日本の輸出には相当マイナスになるだろう。それから、中国はインフレが加速していきまして、これの反動不況のリスクがかなりある。欧州でも一部の国、特に周辺国で地価のインフレが激しかったわけで、こういったところで反動のリスクがある。このために、海外景気の低迷や円高のリスクを考えると、これで日本が再度デフレに陥るリスクもあると考えております。

以上でございます。（拍手）

○渡辺 どうもありがとうございました。

それでは、次にパネルディスカッションに入ります。パネリストの皆様は、ステージにご登壇ください。よろしくお祈いします。

それでは、本日のパネリストの皆様方をご紹介したいと思います。

まず、先ほど基調講演をいただきました深尾光洋様です。（拍手）

次に、日本銀行金融市場局長の中曽様でございますが、後ほどお見えになる予定でございます。

BNPパリバ証券チーフエコノミストの河野龍太郎様です。（拍手）

それから、湯元健治内閣府官房審議官でございます。（拍手）

それでは、本日のモデレーターを努めます広瀬次長に、この後進行をお願いいたします。

○広瀬 広瀬と申します。

それでは、私のほうから、以降のパネルディスカッションを進めさせていただきたいと思ひます。

本日は、深尾先生から網羅的にサブプライム問題、それからその影響が世界経済にどのように波及するのか、特に日本経済にとってどうなのかということをご紹介いただきました。

それでは、同じ分野を常々ウォッチされ、またいろいろな立場からサブプライムの問題についてお考えを既に述べられている方々もおられますし、仕事でやっておられる方もおられると思ひますので、順番にお考えを伺いたしたいと思います。サブプライムの発生

の要因、あるいは背景といった点、それから従来の金融危機との相違点、そういったところを明らかにできればと思います。また、グローバル化の中で金融政策の役割は変わってきているかと思います。そこにも言及していただけたらと思います。さらに、世界経済の展望あるいは課題といったところで、深尾先生とは少し違う立場がもしおありでしたら、そういうところも紹介いただけたらと思います。

それでは、最初に河野さんよりプレゼンテーションをお願いしたいと思います。よろしくお願いたします。

○河野 よろしくお願いたします。今から20分、お話しさせていただきます。

今、深尾先生からお話があったことと、基本的なメカニズムの考え方は同じです。ですから、私は今日は重複しないような形で、話を問題提起ということで行っていききたいのですが、まず、私どものようないわゆるグローバルベースで金融業を営んでいる者、エコノミストは、今世界経済をどういうふうに見ているかということをご紹介したいと思います。

私たちは3か月に1度ロンドンに、各国、先進国のみならず、新興国のエコノミストも集まりまして、予測会議を行っているのですが、まず、ざっとどういうふうな景気の見方をしているかというのをご紹介したいと思います。

お手元の資料がちょっと小さくて恐縮ですが、1ページの表です。まず、上から日本ですが、日本の潜在成長率は大体1%台後半、私どもの推計ですと1.7%ぐらいというふうを考えているのですけれども、2008年度の成長率はその半分で、0.8%というような見方をしております。恐らくこの1-3月から景気後退に入った可能性があるというふうに見ています。

そして、アメリカであります、アメリカは潜在成長率が大体2.75%というふうに言われているわけですが、既に2007年から潜在成長を下回る成長になっていましたが、今年、2008年は、その潜在成長率の3分の1の0.9%ということで、これは既に景気後退に入っているということでもあります。

今、ここにいらっしゃる方は、大体もう日本とアメリカはだめそうだということはよくご存じだと思うのですが、問題は私どもの拠点がありますヨーロッパであります。一部の方は、アメリカはこけてもヨーロッパと新興国があるから大丈夫ということをおっしゃられる方がいらっしゃるのですが、実はヨーロッパもここに来て、とりわけ昨年の後半に来て急激に減速が起こってきております。ヨーロッパのユーロ圏の潜在成長率は

大体2%程度というふうに考えられているのですが、私どもの想定は今年1.1%というふうな見方をしております。これはなぜなのかということで、今日は特に、まず初めに与えられた20分では、アメリカとヨーロッパの話を差し上げたいと思います。今、深尾先生のほうからアメリカの話もありましたので、まずヨーロッパの話を差し上げたいと思います。

これはご指摘いただいたとおりなのですが、4ページを見ていただきたいと思います。4ページは、製造業セクターとサービスセクターのPMI、いわゆるセンチメントインデックスというもので、50を超えていれば拡大、50を下回っていれば減速というものです。例えばドイツを見ていただきますと、2007年の頭をピークに、製造業が拡大はしつつも、緑色の線が徐々に鈍化していったというのがわかると思います。この原因はアメリカを中心に景気の減速が始まった影響だというふうに考えられるのですが、これを見ていただくと、やや深刻なのがサービスセクターでありまして、2007年の後半から急激に下がってきているということがわかると思います。また、私どもの本拠地がありますフランスは比較的好調なのですけれども、図の3番目のスペイン、あるいは図の4番目のアイルランドを見ると、製造業、非製造業、ともに急激に50を下回っていて、明らかな減速局面に入っているのだということでもあります。

これは一体何が起こっているのかということなのですが、実は私は2月末に予測会議をやったのですけれども、その3か月前、昨年秋、11月の段階で、私が考えていたことと違うことがいくつか起こっていました。当初は、アメリカの景気は結局2006年の春がある意味で成長率のモーメンタムのピークであったわけなので、その悪影響が徐々に広がってきていたのかなと思っていたのですが、今お話ししましたように、ドイツもスペインもアイルランドもサービスセクターなど、国内要因が悪化しているのですね。これはある意味では、後ほどひょっとしたら議論になるかもしれませんが、日本の構図と一緒にあります。新聞では、サブプライムバブル崩壊の悪影響、クレジットバブル崩壊の悪影響が現れるというふうに書いていたわけですが、実は昨年中は輸出と生産は非常に好調でして、だけれども2007年の頭から日本は景気減速が起こっていた、内需が減速していたからだということなのですが、実はヨーロッパも全く同じでございます。

なぜヨーロッパは内需が減速しているのかということなのですが、理由は大きく分けて2つあります。1つは、これは全く日本と一緒にあるのですけれども、今日はグラフがありませんが、ドイツやイタリアでは、昨年の後半からガソリン価格あるいは食品価格の

上昇で、実質購買力を失った家計部門の消費のペースダウンが起こっているということです。これは最近日本で起こっているということと、基本的には同じであります。

2つ目ではありますが、先ほど深尾先生がご指摘された周辺国、スペインやアイルランド、あるいはこのグラフにはありませんがポルトガル、あるいはユーロ圏ではありませんが、デンマークの住宅バブル、あるいは住宅ブームの崩壊の悪影響が広がっているのだということでもあります。

次に、どのぐらいの状況になっているのかということですが、資料の5ページです。これは先ほど言及された件なのですけれども、実はBNPパリバというのは、2006年の秋からアメリカの住宅バブルの崩壊や世界経済は大変なことになるというシナリオを掲げて各国の投資家を歩いていたのですが、私がこの話を持ってヨーロッパの機関投資家に行くと、必ず返ってきた答えが、「アメリカぐらいの住宅価格の上昇でバブル崩壊が起こるといふことであれば、ヨーロッパも相当大変なことになっているよ」と2006年の秋には常に言われておりました。これを見ていただくと、図の1番目は住宅価格の上昇度合いであります。アメリカをはるかに上回るペースで、スペイン、アイルランドの住宅価格の上昇が起こっている。あるいは、図の2番目を見ますと、2005年にアメリカでは住宅投資がGDP比で6%に上昇して大変だと言っていたわけですが、スペインやアイルランドはこれをはるかに上回る状況になっていたということでもあります。

この潮目が変わってきたのが今年の8月です。私どもには非常に不名誉な名前がついておりますが、パリバショックあたりからスペインやアイルランドで住宅価格が下落し始めたということでもあります。起こっていることはもう典型的な住宅建設ブームの崩壊でありまして、値段がどんどん上がるから住宅をいっぱいつくっていたけれども、買い手がある日いなくなってしまうということ、後に見ていただくように、過剰債務、過剰雇用、過剰投資が起こっているというわけでもあります。

6ページ目が、ちょうどスペインの状況でありまして、図の1番目を見て頂きますと、実は2007年の第4四半期から2002年以来初めての住宅投資の減少が始まったのですが、住宅着工の落ち具合を見ると、今後ますます住宅投資は落ち込んでいこうということが見てとれると思います。

図の2番目は、建設業界の就業者全体に占める割合ですが、相当高い水準になっているということでもあります。

図の3番目は、ユーロ圏の平均と比べた家計部門の負債残高であります。これもス

ペインは相当大きく膨らんでいるというのがわかると思います。

そして、アメリカの評価は難しいのですけれども、アメリカでは主に家計部門が相当大きな過剰債務を抱えているわけですが、スペインは住宅バブルというよりも建設部門全体でのバブルでありまして、このように相当大きな企業部門も借入を増やしています。まさに住宅価格が上がる、アセットが上がった結果、借入をどんどん増やしていったら、資産価値が下がり始めると過剰債務になっているということでもあります。

現在、そのバブルの生成過程で生じた過剰債務、過剰雇用、過剰投資の調整が始まってきているということです。

なぜこういったことがヨーロッパの、とりわけフランスとかドイツというよりは周辺の国々で起こっているかということ、一言だけ簡単にお話しいたしますと、要は、通貨のコンバージェンスの過程で、実物経済のコンバージェンスは相当時間がかかるわけですが、金融のコンバージェンスが一気に進んでしまったので、例えば物価水準がドイツやフランスに比べて相当低かったはずのスペイン、アイルランドでは、物価水準や賃金水準が低いからインフレ圧力が相当高まるわけですが、これを経済規模の大きなドイツ、フランスに合わせて金融政策をやってしまうと、90年代の半ばの通貨統合の準備が始まるころから実質金利が相当低い状況であり、このころから住宅ブームが起こっていたと。おまけに、そこに2000年のITバブル崩壊、2001年のセプテンバー11の後、Fedに続いてECBも継続的に利下げをしましたが、ドイツ、フランスほどヨーロッパの周辺の国々は景気が悪くなっていたわけではなかったので相当の緩和が起こってしまい、本当に長すぎる緩和が続いた結果、ブームがここまで広がっていったということでもあります。そして、行くところまで行って、ついに崩壊が始まったということです。

ちなみに、これは私の想像なのですが、イギリスなどに行かれる方はよくご存じの方が多いと思いますが、恐らく去年の夏場に潮目がスペインなどで変わった原因は、タブロイド紙などを見ると、スペインでセカンドハウスを買おうという宣伝がいっぱいあるのです。要は、スペインのセカンドハウスをいっぱい買っていたのはイギリス人だったわけですが、夏場の金融市場の混乱で、彼ら買う人たちが一斉にいなくなってしまったということなのだろうと思います。

ヨーロッパの話はここまでにしたいのですが、今後大変なことになります。といいますのが、今までと反対のことが今後起こってくるからです。スペイン、あるいはアイル

ランドは景気が悪くて住宅バブルが崩壊して、信用収縮が今起こってきている状況ですが、E C Bは15か国の国にあわせて金融政策をやっていますから、1～2か国の景気の状態が悪いからといってすぐに動けるわけではありません。F e dは、景気に実態悪が出てくる前に、フォワードルッキングに利下げを開始しましたが、ヨーロッパは15か国が納得できるような金融政策しかできませんから、組織の成り立ちとして、基本的にはバックワードルッキングな金融政策にならざるを得ないのです。ということは、実際に利下げが始まったときには相当深刻な状況になっているということです。アメリカ、日本はもう皆さん今、大変なことになっているというふうに思っているかもしれませんが、ヨーロッパはこんなはずじゃなかったのにと、年末に一番大きな変化を感じるのがヨーロッパではないかというふうに思います。

これがまずヨーロッパの話になります。ヨーロッパは今からアメリカの悪影響も出始めているということです。

次に、アメリカであります。これも先ほど深尾先生がお話いただいたことと全く同じであります。7ページですが、まず図の2番目の中古の住宅販売を見ると、2005年末をピークに大幅な下落が始まった。その結果、図の3番目にありますように、中古の住宅の在庫が、通常は業者が抱える在庫は4.5か月分ぐらいなのですが、10か月ぐらいに増えてしまった。住宅の在庫を抱えると相当な資本コストがかかりますから、当然投げ売りが起こってくるということで、図の1番目を見ますと、価格が下がってきて、そして一方で、図の4番目にあるように、新規の住宅投資も調整が起こっているということで、これが今過剰投資の調整になります。

もう1つ大きいのが、債務を抱えた家計部門の過剰債務であります。8ページ目の図の1番目を見ていただきたいと思います。これはマクロベースの個人所得に占めるモーゲージ残高の比率なのですが、2000年当時はわずか5割強しかなかったのですが、それが2006年には9割弱まで増えているということです。何でこんなことになったかというのは、先ほど深尾先生からご指摘いただいたとおりです。I Tバブル崩壊、セプテンバー11の後に、アメリカの景気的大幅な落ち込みを避けるために、F e dが相当な金融緩和を行った。そして消費が増え、住宅投資が増えたけれども、それはこういったファイナンスによって支えられていたのだということでもあります。

2005～06年の頭までは、返済の時期がやってくると隣の住宅ローン会社に行って借り換えをすることができたわけで、またその金利をほとんど払わなくていい状況があった

わけですが、2006年春ぐらいからは、住宅価格の下落が始まったので借り換えができなくなって、延滞が増え始めているということでもあります。

この8ページ目の左のグラフでもう1点重要なポイントは、分子と分母に分けますと、2000年から2006年の間に、分母の個人所得は約3割増えているのですが、分子のモーゲージ残高は5兆ドルだったものが10兆ドル、倍になっているという点であります。倍になっているということも非常に重要な点なのですが、実は5兆ドル増えたという金額自体も相当意味があります。といいますのは、先ほどお話ありましたように、いわゆるサブプライム問題といわれますが、サブプライムローン自体は残高としては1.3兆ドル、あるいは1.5兆ドルぐらいしかないのです。そうすると、仮にこの間、すべてのサブプライムローンが発生したといった場合、残りの3.7兆ドルは一体何なのかということがあります。それはまさにサブプライム以外の、それよりも格付けが高いと思われるようなローンで、家計部門の広範囲にわたって過剰債務が起こっているということでもあります。ということは、今後債務の返済が始まりますから、今までは所得の伸びを上回る消費の伸びが可能だったわけですが、今後は消費の伸びは所得の伸びを下回る状況が続かざるを得ないということでもあります。これが過剰債務の調整という過程だと思います。

ここで問題なのは、今、実物面での調整の話をしましたが、この債務の裏側には、金融機関の債権の問題がある。そして、その債権を最終的に不良債権として抱え込んでいく金融機関の問題があるということです。少しページが飛びますが、11ページのグラフを見ていただきたいと思います。上にバンク・キャピタル・クランチというふうにあります。要は信用収縮ということでもあります。図の1番目から図の4番目を見ていただくと、図の1番目は、住宅ローン向けの貸し出し基準を引き締めた銀行の割合が出ています。急激に昨年の夏場以降、上がっております。図の2番目はクレジットカード、あるいはオートローンなどの、クレジットカード以外のローンの貸し出し基準を引き締めた銀行の割合ですが、これも急激に高まっています。貸し出し基準を引き締めるというのは、これは美しい言葉であります。要は借り手側から見ると貸し渋りということになるわけであり。問題は、一般にアメリカは傷んでいるのは家計部門だけだ、一方で企業部門は比較的バランスシートが堅調だと言われているわけですが、図の3番目を見ると、企業部門向けの貸し出し基準についても相当引き締めが起こっているということです。図の4番目にありますリスクの高い商業用不動産向けの貸し出しの基準も相当

引き締められているということでもあります。

ですから、家計部門だけが今後貸し渋りに遭うのではなくて、企業部門も資金調達が非常に難しくなってきた、恐らくこの1-3月から企業の設備投資はマイナスに入ってくると思います。特に、建設投資は大きく落ち込んでくるのだらうと思います。

今、一体これは何が起きているのかということなのですが、次の13ページ、今日のミーティングが始まる前に、若干我々の内部でディスカッションした話を、今日先生が特に触れられなかった話として差し上げたいと思います。要は、今アメリカの金融部門で起きていることというのは、一言で言うと、フィナンシャル・アクセラレーターという現象が起きている。これは一体何なのかというと、普通の伝統的な経済理論だと、株価が下がる、資産価格が下がるのはなぜかということ、景気が悪いからだ。景気が悪いから資産価格が下がるわけですが、このモデルは逆なのです。正確に言うと、相互に悪影響が増幅しあうということですが、要は、資産価格が下がることによって家計や企業や銀行の財務内容が悪化する。その結果、その家計や企業の資金調達が難しくなって、結果的に個人消費や設備投資が抑制されるということでもあります。

先ほど、冒頭、私がお話した過剰債務とか過剰投資の調整というのは、過去の失敗の調整で成長が抑制されることなのですが、必ずしもフィナンシャル・アクセラレーターの状況においては、債務の返済に問題があった人たちだけではなくて、問題がなかった人たちも資産価格の下落によって問題が起こってくるのだということでもあります。

実際に、今これが起きている。そして、このモデルをつくった1人が、皆さんご存じだと思いますが、今のアメリカのFRB議長、バーナンキでありまして、まさにこういったことが起きているだらうということが念頭にあるからこそ、昨年8月以降、インフレリスクがあるかもしれないなどの多くの批判を言われつつも、最悪の事態を避けるために、アグレッシブな利下げをやっているのだということでもあります。

アグレッシブな利下げ行い、最悪の事態を避けると言いましたが、最悪の事態とは何かというと、90年代に日本が経験した負債デフレだというふうに思います。もちろん、一方で原油価格の上昇が起こっており、インフレ加速も問題だらうということなのでしょうが、フィナンシャル・アクセラレーターの負のスパイラルが始まると負債デフレに陥るというリスクが生じます。だからこそ、アグレッシブな利下げをやっているのだらうというふうに思います。

実際に14ページを見ていただくと、現在の金融政策の状況がわかるのですが、通常、

中央銀行というのは、経済と物価を目標に金融政策をやっていますから、大体経済と物価に合わせて、例えばテーラー・ルールなどで計算した金利水準で金融政策を行うのですが、現在、アメリカの経済、物価に対して中立的な金利水準というのは、昨年10-12月までのデータで計算すると3.77%です。あるいは、この1-3、4-6月、マイナス成長になると思われまから、それで計算すると、大体3%台の半ば、あるいは若干3%台半ばを下回るような状況なのですが、既にFRBは2.25%まで利下げを行っています。まさにこれは、最悪の事態である負債デフレを回避するために大幅な金融緩和をやっているということでもあります。

今後、どのくらいの利下げが行われそうかという、まず金利政策に関して言いますと、これまでのFRBの論文や行動から見ると、その最悪の事態、90年代の日本の失敗を回避するためには、中立水準から計算されるよりも200BP強下げると、その最悪の事態が回避できる可能性が高いという見方を彼らは持っていると思われまから。そうすると、現在の中立水準が大体3%台半ばだとすると、そこから200BP引きますと1.5、あるいは1%台前半まで、場合によっては1%までの利下げというのも当然覚悟しているのだろうと思います。

ここまでは暗い話をさんざん言ってきたのですけれども、最後にちょっとお時間を数分いただきまして、今日は資料がないのですけれども、金融面においては潮目に変化が出てきた可能性があるということを描いたしたいと思います。

といたすのが、今週の月曜日に明らかになりましたFRBのベアスターンズに対する資金供給なのですが、これ実は非正統的な金融政策の始まりになる可能性があるということをお伝えしたいと思います。具体的にどういうことをやったかということなのですが、今までFRBが金利政策とともにやってきた政策は、基本的には流動性の供給だったわけですが、今回やった政策はそこから一歩出ている可能性がかなりあります。どういうことかといいますと、ベアスターンズから不良債権を買い取る受け皿にお金を290億ドル貸したということです。不良債権を買い取るための資金を290億ドル貸したということなのですね。そして、担保は一体何かというと、その買い取る不良債権が担保なわけでありまから。つまり、やれば徹底的にやるでしょうから、最終的にはロスはないと思うのですが、万が一出資者であるJPモルガンの10億ドルの出資をロスが超えてしまえば、当然FRBのロスになってしまうということで、今までからすると、相当一歩踏み込んだ政策になっているということでもあります。

人によっては、政府の公的資金ではないので効果は小さいと言っている評価もまだあり、マーケットでも評価は相当分かれているのですが、私はこれが公的資金の投入以外の何物でもないということだと思います。もちろん、本来は公的資金の投入は政府の役割かもしれませんが、ご存じのように、公的資金の政府の投入は議会の議決が必要になりますので、とりわけ今年は大統領選挙の年で、相当難しいわけであります。ですから、議会の議決の必要がなくて機動的に動けるFRBが動いたということなのだろうと思います。これがその1点です。

あと、人によっては、金融機関の資本注入でないので、資本が劣化した金融機関は貸し渋りをやるのではないか、信用収縮が止まらないのではないかという意見もあるのですが、ただ、これは今回、FRBの資金を使って、金融機関の不良債権をバッドバンクに移すわけなので、JPモルガンが今回買うベアスターズはグッドバンクなのです。非常に体がきれいになっているのです。ということは、何が起こるかということ、グッドバンクになった金融機関は自己資本がまず改善しているということと、改善すれば資本市場を通じて資金を調達することが容易になるということ。結果的に、だからこそJPモルガンが買ったということなのだろうと思います。恐らく、今後、こういったさまざまな金融市場に悲観の波が訪れたとき、仮に次に大手の金融機関が同じような状況になったときには、受け皿銀行にFRBが資金注入してその資金で買うという形になると思います。ひょっとすると、今回の受け皿会社であるLLCが、不良債権買取機構になる可能性も十分、スキームとしてはあり得るのではないかという感じがしております。

私からすると、恐らく金融市場ではもう行き過ぎた、相当な逆バブルと言っているほどの悲観が訪れていて、今のクレジット市場の商品の価格を見ると、アメリカの景気がひょっとしたら破綻してしまうかもしれないということを前提にしたプライシングが増えているような状況なので、本来的にかなり行き過ぎが起こっているように思います。そういった意味では、そういったときに、資産市場に中央銀行が介入して逆バブルをつぶすというのは、ある種非正統的な金融政策を正当化する論拠になるのだと思うのですが、個別の金融機関を救済することではなくて、ひょっとしたらダイレクトにFRBが住宅ローン担保証券市場に介入してもよかったのかなというふうに思います。ただし、ご存じのように、FRBは日銀と違ってそういったものを買えないので、法律でできる範囲でやったということで、受け皿銀行に資金を貸して、そのお金で不良債権を買ったということなのだろうというふうに思います。

これですぐに世の中の流れがガラッと変わるわけではないですが、こういった今お話ししましたような、ひょっとするとドラスティックなマクロ・プルーデンス政策、あるいは非正統的な金融政策という側面を持つ政策がついに行われ始めたということが、徐々に徐々にマーケットに浸透していくと、資産市場では、極度の悲観が後退して、リスクアセットのプライスが上がり始める可能性があると思うのです。もちろん、実体経済はまだしばらくはマイナス成長が続きますし、日本への悪影響もしばらく続くのですが、この今週出た政策はこれまでとは全く違う、けれどもあまりにも複雑すぎてマーケットが今消化できていないなという感じなのではないかと思います。

少し時間をオーバーしてしまいましたが、以上であります。

○広瀬 河野さん、どうもありがとうございました。

それでは、湯元さんよりプレゼンテーションをお願いします。

○湯元 深尾先生及び河野さんから詳細なご説明がございましたので、私のほうはなるべく重複しない形でお話をさせていただきたいと思います。

まず、サブプライム危機の発生原因については、マクロ要因、ミクロ要因の双方があったと思います。マクロ面では、世界的な高成長・低インフレ期待がリスクプレミアムの低下をもたらすとともに、中立水準以下の政策金利、あるいは信用スプレッドの縮小といった緩和的な金融環境がベースとしてあったと思います。そうした中で、世界的にはグローバルなインバランスが生み出した過剰流動性がバブルを生み出した根因として指摘できると考えております。それから、金融機関の貸出・投資行動ですが、これは日本のバブル期を含めて、世界的に共通の現象だと思いますが、インフレに予防的に対応するための政策金利の引き上げ過程で、長短金利ギャップが縮小していく。そうすると、より高いリターンを求めてリスクの高い分野に貸出や投資を行い、これがどんどん増幅される。こうした背景があったと思います。

それから、とくにアメリカの場合は、すでにお話のあったとおり、非常に証券化市場が発達しています。各経済主体、金を貸す金融機関、レンダー、いわゆるサービサーもありますし、それから証券化商品を組成・販売する人たちがいます。それから、格付け機関、金融保証会社、さらに非常に多様な層の投資家がいるわけですし、これらの人たちが緩和的なマクロ環境の中でリスクを評価する規律にどうしても緩みが生じてきたということがサブプライム問題の基本的背景にあったと思います。

ここら辺の詳細は、割愛させていただきますが、今回私の方からは、サブプライム危

機の特徴について整理をさせていただいた資料の8ページをごらんいただければと思います。まず、損失の性格についてまとめておりますが、私は、実は日本とアメリカなどでちょっと違う部分があるというふうに感じております。つまり、アメリカでは実際の売却損や貸し倒れ損失といった実損よりも、証券化商品の価格下落による評価損の方が圧倒的に規模が大きいわけです。これは会計基準の違いということで、アメリカではかなりストレートに時価会計が適用されるため、巨額の評価損を計上しています。

一方、日本の方は、金融庁が発表している日本の金融機関の実損と評価損を比べてみますと、大体75%ぐらいが実損で、残り25%が評価損という形になっており、むしろ逆になっている。これは日本では、必ずしもすべて時価で評価する会計基準にはなっていないという、この辺の差があると思います。

それから、損失の大きさですが、これは今、正確な統計データはありませんけれども、欧米主要金融機関で2,000億ドル規模に達していると言われております。深尾先生からもご指摘がありましたとおり、バブル崩壊のときの日本と比べたらまだまだ小さいのですが、これは不動産価格の下落幅等をもみても、バブル崩壊後の日本は7割、8割下がったのに対し、今、アメリカでは主要都市でもようやく10%を超えた程度の下落に止まっている。もちろん、この先、まだ下がる可能性が十分あるわけですが、現時点では3割程度の下落が予想されており、この差が損失規模の差になって現われている。

今回のサブプライム問題のもう一つの特徴は、危機が非常にスピーディーにかつ幅広い市場に、グローバル規模で拡大したことです。証券化市場のみならず、短期金融市場、クレジット市場、株式市場、為替市場、瞬く間にかなりのスピードで広がった。このあたりの背景・内容については、後ほど日銀の中曽局長の方から詳しいお話があろうかと思しますので省略いたしますが、そういう特徴を有している。

それから、波及スピードが早いということに関しては、市場に非常に危機が広がって、先行きの不安感を増幅するというネガティブな側面は当然あるわけですが、1つだけポジティブに評価したいと思っておりますのは、住宅市場の悪化、例えば、1年後、2年後、3年後に住宅価格がどこまで下がるか、そういうところをかなり先取りして市場が織り込んで、それが実際の証券化商品のマーケットプライスに反映されて市場価格が下がる。それに対して、金融機関が時価評価損を計上する。こういう形で、バブル期の日本と比べると、かなり損失処理のスピードが早いというのが特徴だろうと思います。もちろん、これから追加損失が予想されるわけですが、そういう意味では、まさに日本の

ように10年も問題の解決に時間がかかるということはまず考えにくい。この問題が1年かそこらで片付くのかどうかはわかりませんが、長くとも数年タームで、数年以内に解決可能な問題ではないかと考えております。

それから、この辺の話は先ほど深尾さんや河野さんの方からお話がありましたが、サブプライム関連の証券化商品の価格がちょっと理屈の上からは説明できないような異常な水準まで低下し、これが金融機関の巨額損失計上につながっているわけです。本来、証券化商品の市場価格は、予想将来キャッシュフローを割引現在価値にして算定される形で価格が形成されるはずですが、現実的には、S I Vなどの投資Vehicleをつくって、オフバランスで証券化商品に投資をしてきた銀行などが投売り・換金売りを余儀なくされて価格暴落につながっている。銀行、例えばシティなどは、S I Vによって一旦切り離したはずのリスクを自らまたオンバランス化して再度取り込まざるを得なくなってしまったわけです。この結果、銀行は「意図せざるバランスシートの拡大」に直面し、自己資本比率維持のために、資産の方を闇雲に売っていかないといけなくなってしまった。この結果、証券化商品の価格が収益還元価格以下に下がってしまっているということが現実に起きている。そして、価格が下がり続ければさらに評価損を計上しないといけなくなる。そうした悪循環プロセスがずっと続いてきたということだろうと思います。

ですから、この悪循環プロセスにどういう形で歯止めを打つのか、これからの先行きを見ていく上で非常に大事なことではないかと考えている次第でございます。

それから、今回のサブプライム危機のマグニチュード、大きさをどう見るのかという点です。先ほどからご指摘がありましたとおり、サブプライムローン残高自体がそれほど大きくないという割には、損失の額は急激に拡大してきたわけでございます。このサブプライム関連の潜在的損失額の試算が、昨年秋以降、IMF、OECD、それから民間の投資銀行等、これ以外にもたくさん出ておりますけれども、時間が経つにつれ、推計値がどんどん拡大してきている。つい最近では、IMFの幹部が8,000億ドルだと言った数値が出てきて驚いたわけでございますけれども、特に試算の根拠等が、それぞれの試算の中で、完全には明確になっていない。一部前提条件等が出ているものもありますけれども、例えば住宅価格の下落を今後どの程度と見込むのか、それに伴ってデフォルト率がどこまで上昇すると前提するのか、あるいはデフォルトした場合でも、担保の回収・抵当権の実行によってある程度、回収できるわけですが、その回収率をどれくらいと見込むのかといったような様々な前提の違いがあつて、推定値が異なつてく

るのだと思います。

とくに重要なのは、住宅価格ですが、住宅価格自体は、ケースシラー主要10都市指数でみて、足元10%超えて下がっております。さらに、そのケースシラーの先物指数で見ますと、2009年末にかけて、さらに追加的に16%下がる。それから2011年末にかけてトータルで今から26%下がるといったような先物価格の予想形成になっている。そういった予想形成を織り込みながら試算をしますと、損失額がどんどん拡大していくような姿になるということだろうと思います。

問題は、このところの延滞率の上昇、あるいはデフォルト率が累積的に見てかなりの水準に上がってきているという点をどう見るかですが、先ほど申し上げた証券化商品の市場のプライシングが、下方にオーバーシュートしているのではないかという感触を持っております。そういう市場での価格付けと予想デフォルト率がどのような関係になっているかについては、今まで出てきている試算の中では、必ずしも明確になっていない部分もありますが、恐らく3,000億ドルから4,000億ドル、あるいはそれを超えるような規模の推計値が出てきているということは、デフォルト率が最終的に累積で見ますと、3割を超えていくといったようなことが前提として織り込まれていないと、ここまできななか下がらないのではないかという感じを持っております。

そういう意味では、デフォルト率の上昇に歯止めをかけるような政策がある程度とられ始めておりますが、それがどれくらい有効に機能するのかわかるかということが1つのポイントになると考えております。

それから、もう1つ重要な点として、モノラインについて、深尾先生からご指摘がございました。ここは正直言いまして、私も自己資本の半分が吹っ飛ぶような損失が出ながら、大手上位2社がAAA格付けをなお維持していることは不思議に思います。もちろん自己資本の調達も表明・実施しておりますので、自己資本はある程度回復しているわけですが、モノラインは、CDOやCDOスクウェアードと呼ばれる証券化商品を何重にも重ねたリスクの高い証券化商品に対して、1,300億ドル近い大規模な保証エクスポージャーを持っています。これに対して、現在出ている損失が100億ドルちょっとに過ぎない。S&Pなども将来の予想損失額を試算しておりますが、200億ドル弱といったレベルで、意外と少ないわけでございます。もちろん、これからさらにモノラインの損失が拡大し、まさにモノラインの追加格下げ、さらにはそれに伴って関連証券化商品の格下げ、それから、当然、銀行・証券会社などの投資家の評価損の拡大と、こういっ

た悪循環が当然懸念されるわけです。このモノラインの保証については、皆さんの中に専門の方がいらっしゃると思いますが、実際にはクレジット・デフォルト・スワップのプロテクションの売りというものをかけておまして、そこが評価損という形で決算に計上されているわけですが、現在までのところは、現実にはデフォルトが発生して、元本を全部モノラインが返済しないといけないという状況には至っていないわけでございます。保証の相手方である銀行などの投資家との契約でも、追加担保差し入れを要求されていないものもあるようです。全部がそうかどうか分かりませんが。

そういう意味では、実損を被る度合いが証券化商品に直接投資している金融機関と比べると相対的に小さいということが、格付け維持の要因になっているのではないかと思っておりますが、ここはまだまだ不透明要因が多くありますので、なかなか確たる見通しは立てにくいと、私自身も思っております。

それから、次に、アメリカ経済の見方について申し上げます。先ほど、河野さんからご指摘がありましたとおり、先行き債務デフレに陥りかねないような状況になってきているということだろうと思いますが、私の方からは、今後の住宅市場の悪化と住宅価格の下落の程度、それから個人消費への波及の影響をどう見るかといった問題とともに、米国政府の政策対応を含めたアメリカ経済の復元力をどう見るかを中心にご説明したいと思っております。まず住宅市場の方は、まだまだ調整が長期化、深刻化するリスクが残っていると考えています。一部販売などで、底入れとまで言えるかどうか分かりませんが、安定化の兆しも見え始めていますが、まだまだ在庫率水準なども高く、楽観できる状況ではないと思っております。

それから、個人消費への影響につきましては、先ほどのケースシラーの住宅価格の先物指数で、相当先まで、まださらに3割近く下がるという予想になっておまして、これによる逆試算効果は非常に大きなものが予想されるのではないかと思っています。さらに、いわゆるMortgage Equity Withdrawal、MEWと呼んでおりますが、この剥落による個人消費への影響も相当あると予想され、少なくとも当面半年程度のアメリカ経済は、景気後退の可能性を含め、決して楽観視できない状況にあると思っております。

ただ、アメリカのブルーチップ・インディケーターで民間の見通しを見てみますと、今年上半期はほぼゼロ成長、悲観的に見る調査機関は、当然2四半期連続マイナス成長でリセッション入りを見込んでいる。既にリセッション入りか今後1年以内にリセッションを見込むアメリカのエコノミストは過半を超えているような状況でございます。た

だ、下半期は、一応このコンセンサス見通しでは2%台に回復するという予想になっています。これを楽観的と見るべきなのかどうかということなのですが、私は、このあたりはアメリカの政府の政策対応がかなり大胆でスピーディーに行われてきた点を市場が評価しているのではないかと見ています。ご案内のとおり、マクロ面では財政政策、総額1,680億ドル、17兆円規模の減税をするということで、これは5月から戻し減税という形で小切手を還付します。それから、FRBによる累次の金融緩和、これもかなり短期間で累計3%もの大幅な金融緩和が行われたわけでございます。

それから、先ほどのデフォルト率の上昇をいかに食い止めるかという政策に関して言いますと、いわゆる債務者救済策ということで、これから金利リセットを迎える対象者180万人に対して民間ローンや、FHA-Secureという公的な保険付きのローンに早く借り換えをさせる。それから、金利リセットを5年間凍結するといったような策が出ておりまして、これは最大120万人救えるということですが、足元の実績ではまだまだそこに届いていないため、一部にはその効果をかなり懐疑的に見る向きもありますが、私は、それでもそれなりの効果は期待できるのではないかと思います。

それから、これはまだ実現はしていませんが、いわゆる担保割れ物件、ネガティブ・エクイティと言われていますが、担保価値が債務残高より下がってしまうというような人たちに対しても債務保証するような提案も今なされ始めようとしています。こうしたミクロの政策努力も、今、それなりにスタートし始めていると考えております。

それから、金融資本市場の大幅な変動に対する先進各国中央銀行による取り組みについては、後ほど中曽局長のほうから詳しくご説明があるかと思いますが、短期の金融市場、インターバンク市場や証券会社の資金繰り支援のために大幅な流動性を供給し市場の安定を図ってきた。それに加えて、先ほど河野さんからJPモルガン・チェースのベアスターンズ買収に対する支援策、これが公的資金注入のスタートではないかという指摘がありました。確かに、こうしたかなり大胆な、非伝統的政策をとることをFedが明確に示したことにより、今後、マーケットのセンチメントが大きく変わっていく可能性が期待できるのではないかと考えております。それに加えて、GSEと呼ばれる公的な金融機関、ファニーメイとかフレディマックといった公的機関が住宅ローンの買い取り枠を拡大する方向になってきています。これには当初ブッシュ政権は反対していたのですが、もうこういう状況となつてはいたし方ないということで、2,000億ドル規模で枠を拡大する。

それから、連邦住宅貸付銀行（F H F B）、ここが2年間の時限的な措置でM B Sを買い取るということで、その金額が1,000億ドルを超えるということで、トータル3,000億ドルを超えるような一応の買い取り枠が設定されたわけです。今、サブプライムの損失が本当に8,000億ドルまでいくのかどうかということはありませんが、3,000~4,000億ドルでとどまるということであれば、ある程度これでこういう枠組みで問題解決ができるのではないかと期待感が市場に生まれてくる可能性は十分あるのではないかと考えております。

それから、見逃せない点は、昨年夏場以降の流動性危機ともいえるべき状態から金融システム危機に波及しかねない状況が生まれたにもかかわらず、何とか踏みとどまっている最大の要因として、大手金融機関がまさに自主的に自力で増資をして資本増強策をとったという点です。いわゆるソブリン・ウェルス・ファンドから500億ドルを超える出資を既に受けており、公募増資も含めると800億ドル超の資本を調達しているわけです。もちろん、これから出てくる追加損失に対して、引き続き中東やシンガポール、中国などの国々が出資してくれるかどうかという懸念はあるわけですが、例えばソブリン・ウェルス・ファンドは、中東だけの運用資産を見ても8,700億ドルもあるということですから、そういう意味では、まださらなる増資の引き受け能力は十分ある。そういう意味では、かなり官民ともにこの危機に対する対応能力が、それなりに備わっているのではないかと感じております。

最後に、世界経済をどう見るかについて申し上げます。いわゆるデカップリング論、逆にもう1回カップリングするというリカップリング論が各方面で言われているわけですが、私は金融資本市場と、実物経済・実体経済は分けて考える必要があるかと思えます。金融資本市場は、ご案内のとおり、世界同時株価下落ということで、逆資産効果が世界的に同時に起きている、そういう意味で、明らかにカップリングしていません。

それから、もう1つ注視しなければならない点は、株価下落がドル安につながり、ドル安によってドルから原油や国際商品市場に資金がシフトし始めている。それが資源・穀物価格の高騰を招いている。これも、世界的に景気を下押しするというので、この金融資本市場のカップリングが世界経済を下押しする影響には留意しなければならないと思えます。ただ、一方、悪い点だけではなくて、米国を中心に政策金利をどんどん下げていく、それから長期金利も下がっているということで、これはある意味で景気下支

え効果、プラス効果として作用するだろうと思います。

それから、実体経済の方ですが、基本的にはまだ大きな目で見れば、デカップリングが続いていると見ておりますが、少なくとも今後の方向は、徐々に連動性が高まっている形になっている。特にアジア諸国の対米輸出依存度を見ますと、日本は最も高いわけですが、特にGDP比率で香港、中国、このあたりが非常に高いわけです。こういう影響を受けやすい国がBRICsの中にあるわけです。

それから、中国の輸出の中身を見ましても、アメリカ向けの寄与がほぼゼロになってきており、かなり輸出の減速が見られ始めている。EU向けについても、中国の輸出の伸びは少し鈍化し始めているということが言えます。

一方、日本の各地域向けの輸出の動向を見ますと、対米輸出はこのところ、1月すとんと落ちて2月戻した形になっておりますが、トレンド的に言うと緩やかに減少している。それから、ヨーロッパ向けに関しましてもアップダウンはありますが、伸び率としてはほぼ横ばいになってきている。それから、アジア向けについては、2月、春節の影響もあってすとんと落ちましたので、ちょっと影響を見極めにくいところではありますが、例えば一部の電子部品・デバイス関係で少し輸出が落ち始めた形跡もありまして、このあたりは慎重に見ていかないといけないなと感じているわけでございます。

それから、リスク要因として、ヨーロッパにおける住宅ブーム終焉のリスクに関しては、先ほど河野さんから詳しくご説明があったとおりで、私もこの点は非常に警戒的に見ていかないといけないだろうと感じております。

さらに、中国のインフレの問題も、深尾先生からご指摘がありましたとおり、統計の信憑性というところがあるわけでございますが、中国はいわゆる投資の過剰ということで、ここがどの程度抑えられるのか。それからインフレに対して金融引き締めをかなり強化してきておりますので、株式市場は暴落し、不動産価格も下期以降、少し軟化し始めている兆候が出てきている。このあたりも、高成長から緩やかな2桁を切る成長にソフトランディングできるのかどうかというところが鍵になると思います。

それから、最終的には、こういうデカップリングがどんどん崩れていって、実体経済がすべて悪化し出す前に、アメリカでこのサブプライム問題に対するまさに抜本的な対応がとられ、市場がそれを評価する形で今の市場での証券化商品の価格の下がりすぎが調整されてくる。その局面ができるだけ早く来るということが非常に大事ではないかと考えております。その可能性は、私は全くゼロではなくて、それなりにあると考えてい

る次第でございます。

以上で、私のプレゼンテーションを終わらせていただきます。

○広瀬 湯元様、どうもありがとうございました。

お仕事があって、遅くおいでになられましたけれども、日本銀行金融市場局長の中曾様でございます。私が局長にお願いしたときは、個人的な発言については名前を引用しないということをお願いしたのですけれども、今回そういうルールになっていませんので、立場をおっしゃっていただいた上でご発言していただくと、多分明快になるのではないかと思います。一応お断りしておきますので、よろしく申し上げます。

○中曾 ご紹介いただきました日本銀行、中曾でございます。

それでは、お手元の資料に沿ってご説明をしていきたいと思えます。私の今日の話は、ここでございますが、まずサブプライム問題がどこまで波及したかという点を概観いたしまして、次に、日本市場への影響はどういった点か。それを見た上で、金融調節、つまり流動性供給という面で、日本を含みます各国の中央銀行がどのような対応をしているかということをお話ししておきたいというふうに思えます。

それでは、早速ですけれども、まずサブプライム問題の範囲なのですけれども、市場の混乱という意味では、恐らくこのグラフの話に入る前なのですけれども、去年の半ば以降、3回くらい大きな波があったと思うのですね。第1波が去年の8月から9月にかけて。第2波が年末にかけて。そして、恐らく第3波は、今年の2月末から3月半ばにかけてということでありまして、足元はといえば、その第3波が先週以来のF e dあるいは政府の打ち出した諸施策によってスパイラル的な悪化に歯止めがかかっている状態かというふうに思えます。これは今お話があったとおりだと思います。

それでは、まずこの波及の範囲について見ておきたいのですけれども、まずこの左側ですね。震源地でありますサブプライム証券化商品につきまして、去年以降、大きく価格が下落しております。右側の再証券化商品ですね、A B S、C D O。これについて見ますと、こちらは対LIBORのスプレッド、上乘せ金利で表示しています。ですから、この表示ではスプレッドが大きいほど価格が低いことを意味するわけなのですけれども、このグラフをごらんいただきますと、特にB B B格のようなものではスプレッドが4,000ベースに達しております。つまり、価格は大きく下落しておりますが、事実上、これは発行停止状態に陥っているというふうに見ていいと思えます。

それから、次に、これは住宅ではありませんで、商業用不動産向け貸し出しを裏づけ

とした証券化商品、こちらの価格も下落しているというのが左のグラフです。つまり、CMB Xのようなものにも波及しているということです。さらに、右になりますけれども、これはCLO、企業向けの貸し出しを裏づけとした証券化商品の上乗せ金利も大きく上昇しておりますので、ここにも波及が及んでいるということになります。

さらに、5ページにまいりますけれども、最近では、特に今年に入ってからだと思っておりますけれども、消費者ローン、クレジットカードとか自動車ローンを裏づけとする証券化商品のスプレッドも拡大しております。さらに影響は、右のグラフになりますけれども、国境、つまり大西洋を越えまして、欧州の住宅ローン証券化商品のスプレッドも、ここへ来て大きく拡大しているということでもあります。

あと、ABCPなどについても波及しているということでございまして、7ページでちょっと申し上げたいというのは、特にこの第3波ですね。2月末以降の市場混乱の1つの大きな特徴は、それまでは相対的に安全性が高いというふうに見られておりましたファニーメイとかフレディマックのような、いわゆるGSEの信用まで揺らぎ始めた点だというふうに思います。具体的には、この左のグラフにありますけれども、GSEが発行する債券ですね。ファニーメイ、フレディマックの発行する債券というのは、2月ごろからスプレッドが拡大をしてきております。それから、同様に真ん中のグラフになりますけれども、これはファニーの場合ですけれども、GSE発行の住宅ローン証券化商品のスプレッドも急拡大してきております。

ところが、このGSEの債券、あるいは保証、住宅担保証券は、米国のレポ市場で担保として非常に広範に用いられたわけでありますので、その価格が下落するということは、レポ市場を直撃することになりました。つまり、レポ市場の流動性が枯渇して、レポ市場で資金を調達していたアメリカのプライマリーディーラー、証券会社の資金繰りが極めてタイトになったということだと思えます。特にベアスターンズは、3月14日に資金調達が非常に困難になって、JPモルガン・チェースによる救済合併という展開になったのはご案内のとおりだと思います。

こうした動きと並行いたしまして、これは右側のグラフになりますけれども、ファニー、フレディの株も大きく下落しました。

お示ししているグラフは、これは3月18日までなので、実際は先週以来、冒頭申し上げましたように、FRBなどによる一連の措置、詳しくまた後で申し上げますけれども、こちらが功を奏しまして、グラフ上にはこれは表れていないのですが、スプレッ

ドは大幅に縮小し、株も上昇して一息ついているというのが現状でございます。

それから、モノラインの話は若干出たと思うのですが、モノラインも損失拡大懸念から株が下がっておりますし、これが保証している地方債の市場にも、これは右側になりますけれども、スプレッドが拡大してきていると。こちらも特徴だと思います。

以上、見てまいりましたように、サブプライム問題というのは、震源地のRMB S、住宅ローン証券化商品からCMB S、商業用不動産担保証券ですね。さらにC L O、そして消費者ローンなどの周辺の証券化商品市場に波及しております。さらに、ごらんいただきましたように、G S Eの債券、G S E保証のモーゲージ証券の下落を通じまして、レポ市場にも及んだと。同時に地方債にも影響が及んだと。このように影響の範囲が広がるにつれて、拡大の損失予想額も、ここへお示ししてございますように、時の経過とともにだんだん大きくなっているというのが足元の状況だと思います。

続きましては、日本市場への影響ということを見てまいりたいと思います。一体どういふところに表れているかということのを、大きな特徴点が表れているところを中心に見てまいります。

まず、長期金利です。このグラフで示しているのは、日独米の10年債の利回りなのですが、ごらんいただきますように、特に海外の金利ですね、ドイツ、米国の長期金利、去年あたりから、特に夏場以降、大きく下落してきております。背景は、米国の景気減速懸念というのもあるのだと思うのですが、もう1つ、いわゆるフライト・トゥ・クオリティですね。これによる買い需要ということも言われております。

日本の長期金利も、下げ幅は米金利ほどではないのですが、これに引きずられるような形で下落をしています。

年限別に長期債を見てみますと、この左のグラフになりますけれども、10年ゾーンまでは去年の夏から、日本の場合低下してきておりますが、一番上にあります20年債の金利なのですが、確かに下がってはいるのですが、ほとんど低下をしておりません。この点について、ごくごく最近あたり、ちょっと目立った動きがありましたのでご説明しておきたいと思います。この一番右端ですね。これ3月17日になるのですが、ぼこっとはねています20年債なのですが、この背景は、ヘッジファンドなどの海外投資家の動きも反映しているというふうに見ています。つまり、これらの海外投資家なのですが、イーールドカーブが今後フラット化するというふうに予想してございまして、20年債をそれまで買い持ちにロングにして、それから中短期ゾーンをショートにする、こう

いうフラットナーというポジションをかなり積み上げていたのだと思うのです。

しかし、ここへ来ての国際金融市場の不安定な状況の中で、このポジションが巻き戻されまして、20年債の利回りが上昇したというふうに見ています。

ポジションの巻き戻しの影響は、20年債のところに表れているわけなのですが、このほかにもいくつか象徴的な動きがあります。その1つが、これは13ページの左側になります。スワップスプレッドの動きですね。スワップスプレッドというのは、スワップレートと国債の利回りの差なのですが、ここにも表れています。

具体的には、超長期ゾーンのスワップスプレッドがこれから拡大するだろうというふうに思って、海外の投資家などでは、超長期債をロング、それからスワップの固定を払いを組み合わせるポジションを積み上げていました。これはスワップスプレッドのボックストレードとも言うのですけれども、こういったポジションが非常に大きくなっていったのですが、このポジションも3月17日にかけて巻き戻されたということです。ですから、そのポジションが逆戻りするわけですから、買われていた超長期債が売られて、スワップの固定金利の払いのポジションがクローズされると。こういう動きになりましたので、ここにお示ししていますように、非常に奇妙な動きではあるのですけれども、スワップのレートが国債の金利を下回る、つまりスワップスプレッドがマイナス方向に突っ込んでいます。これは特に20年、30年というところで表れているのですけれども、そういったスワップスプレッドのマイナス現象というものが発生しています。

その後、スプレッドは縮小してきていますが、まだ多分30年債だとマイナスになったままではないかと思えます。

同様にということになるのですけれども、この右側の15年の変動利付国債も、実はロングにするポジションがかなりあったのですけれども、これも大きく戻されておりました、この右グラフの端っこのほうにありますけれども、黒い太線で示した理論価格と市場価格のギャップが非常に大きく拡大しております。

以上のようなネガティブのスワップスプレッドとか15年変国理論値とのギャップは、大きく開いた後、足元は縮小方向にございます。さっき言った米国の一連の措置などが効いているのだと思うのですけれども、ゆがみは、足元では修正される方向にありますけれども、まだ全部元に戻っていないということだと思えます。

いずれにしましても、海外の投資家のポジションが大きく巻き戻されたというのが足元の特徴でございます。

同じようなことは実は株価にも表れております。14ページでごらんいただきますと、株価も少し長い目で見ますと、左側になりますけれども、これは2007年の夏場以来、下落基調になっています。右にお示しした米国の株につられたような動きになっているわけなのですが、主体別の売買動向をごらんいただきますと、このグラフにありますように、外国人ですね、この青塗りですけれども、これがちょうどサブプライム問題が大きくなってきた夏場以降、外国人投資家の売り越し、これは下の方向に出ていますけれども、売り越しが続いています。実際、この毎週の数字を追っていきますと、3月10日の週には、外国人投資家の売り越し幅が9,200億円になっておりまして、売り越し超の額としては、これは87年10月のブラックマンデー以来の売り越し超幅になっているということでございます。

これが株の動きなのですが、あと、クレジット市場をちょっと見ておきますと、まずクレジット市場の社債スプレッドですね。社債の対国債の流通利回りのスプレッドなのですが、まず日本のところ、一番左をごらんいただきますと、確かにBBBのような格付けにつきましては、ここへ来て少しスプレッドが拡大してきておりますが、一方、A格以上のものについては落ち着いた動きになっています。

これに対しまして、米国、それから一番右の欧州につきましては、A格以上の高格付けの銘柄も、スプレッドが大きく拡大しております。ですから、欧米市場では、サブプライム問題の影響で投資家の投資意欲の減退が表れているというふうに見ています。

もう1つのクレジット市場であります。こちらは17ページになりますけれども、CDS市場についてごらんいただきますと、CDS市場も、ひところまでは日本の黒い太線なのですけれども、プレミアムがかなり相対的には低いところにあつたのですけれども、足元で欧米を追いかけるような形で急上昇してきております。CDSの市場は外国人投資家のプレゼンスが高いので、彼らの裁定行動を通じまして、欧米プレミアムへ連動しているという面もあろうかと思っています。

以上、見てまいりましたように、サブプライム問題の影響なのですけれども、国内市場でもプレゼンスの大きい海外投資家の投資行動の慎重化、リスクテイク姿勢の後退を通じまして、債券ですとか株、あるいは今見ましたCDSの市場など、我が国の金融市場にも影響が及んできているということでございます。

続きまして、金融調節の話をしたと思います。実は、影響は私どもの調節の場あります短期金融市場、マネーマーケットにも及んでおります。これに対しまして、日本

銀行を含めまして、各国の中央銀行はどのようなやり方で流動性を供給しているかというのを以下でお話ししたいと思います。

まず、短期金融市場、一体何が起きているのかということを一言で言いますと、市場の流動性が、特にこれは欧米の市場なのですけれども、失われているということであり、これを表す指標に、私どもよくLIBORと、Overnight Index Swap、OISの差であります、LIBOR-OISスプレッドという指標を見えています。グラフ、左が1か月もの、右が3か月ものなのですけれども、ごらんいただきますと、やはり去年の8月以来、夏場、そして年末、そして2月末から3月半ばという、3回ほど市場流動性が低下して、スプレッドが拡大する局面がございました。このスプレッドの拡大ということが示していることは、市場の流動性の低下と、これに伴います市場機能の低下を意味しているわけがあります。

スプレッドの拡大を通貨別に見ますと、左のグラフですね。欧米市場のほうが高いわけです。黒い太線で示しているのが日本なのですけれども、水準自体は、欧米に比べると低いです。ただ、パターンとしては3つ山があるという意味では似ています。同じようなパターンをたどっている。水準はしかし低いと。3つ目の山は、海外の影響というものもあると思いますし、日本の固有の要因として年度末の接近、ちょうど月曜日が3月31日になりますので、そういった要因も重なっているというふうに思っています。

これに対して、こういう状況に対して、各国の中央銀行は、流動性供給を行うなどしまして、市場機能の維持に努めております。ただ、欧米の中央銀行は、彼らが持っている既存の手段では去年の夏場以降、なかなか十分に対処できないことがしばしばございました。

そこで、去年の12月と今年の3月の2度にわたりまして、海外の5つの中央銀行が協調的な行動に出て、新しい資金供給手段を導入したと、こういう経緯がございます。

20ページにお示ししているのが、米、ECB、スイス、英国、カナダ、こういった5つの中央銀行による、いわゆる協調行動の中身をお示したものであります。時間の制約もございますので細かい話はいたしませんけれども、特徴は、一番下のポイントというところにあります。いくつか整理して申し上げますと、第1は、資金供給オペのタームの長期化、つまりタームオペの増加ということです。これは、短期金融市場の機能の低下は、特にタームものと呼ばれる長めの資金市場で顕著であったことが背景です。典型では、この一番左にありますが、米国のFedのTAF、Term Auction Facilityと

言っていますけれども、これが典型例だと思うのですね。これは、期間1か月の資金を供給するものなのですけれども、このほかにも、右のほうにありますバンク・オブ・イングランド（BOE）、それからカナダ中銀、一番右ですが、こういったところもタームオペを導入したり、あるいはタームもののオペを増加させたりしています。これが第1の特徴。

そして、第2が対象先の拡大。これもTAFを例にとりまして言いますと、従来、Fedのオープンマーケットオペレーションというのは、20先程度のいわゆるプライマリーディーラーを対象に行われていたものなのですけれども、TAFでは、対象は預金取扱金融機関でぐっと広がります。このため金融市場の隅々まで資金を供給できる効果があるというふうに見ています。これが第2の特徴。

第3は、担保範囲の拡大でございます。これもTAFを例にとりまして、従来の公開市場操作では、彼らの担保の範囲というのは国債などの限られた資産だったのですけれども、TAFではモーゲージ債を含む幅広い資産が適格とされております。これによって、金融機関は従来よりも幅広い資産を担保に、Fedから資金を受け入れることができるようになるわけでございます。同様に、担保の拡充措置というのはバンク・オブ・イングランドでもとられております。

そして第4、やや次元は異なるのですけれども、FRBとECB、そしてスイス中銀の間で取り交わしたスワップがございます。ECB、スイス中銀は、これで調達したドルをそれぞれの国内のオペで傘下の金融機関に供給したというのがもう1つの特徴です。これは、欧州の金融機関の間でドル資金需要が強いといったことに対処するための措置と理解をしております。

これが特徴なのですが、さらに、Fedはこの3月に入りまして、矢継ぎ早にいわゆるプライマリーディーラー向けの資金供給先の拡充に乗り出したところであります。背景は、先ほど申し上げましたように、レポ市場の機能が不十分なものに陥ったことなのです。これに対してFedが行ったことは、まずこの表の一番左にございますように、長めのレポオペを始めた。つまり、従来のレポオペというのは、オーバーナイトから2週間だったものを1か月程度に伸ばしたというのが第1点。

そして真ん中に、これはまた細かい話になるのですが、TSLFですね。Term Securities Lending Facilityというのを導入いたしました。これは、概要にございますけれども、Fedが保有する国債を貸し出して、モーゲージ債を担保としてFedが

受け入れるというものです。民間の金融機関の立場からすると、レポ市場では受け入れてもらえなくなったようなモーゲージ債を Fed に引き取ってもらって、かわりに国債を借り入れるわけですね。国債は信用度が高いので、レポ市場でも引き続き担保として受け入れられますので、この国債を使ってレポ市場での資金調達が可能になるということです。昨日、27日ですけれども、第1回のこの T S L F の入札、750億ドルが実施されたところでございます。

欧米の話をしました。では日本銀行はどうかのだという話なのですが、ここでお示しするのが、日本銀行のオペの一覧です。特徴は、一言で言うと、種類が非常に多様である。そして、柔軟性に富んでいるということでもあります。ですから、結論的に申し上げますと、欧米の中央銀行が12月とか3月の協調行動の中で採用した新しい手法というのは、先ほどいくつか特徴点言いましたけれども、日本銀行は実は既にほとんど持っていてございました。

そこを以下の比較表で少し具体的に見てまいりたいと思うのですが、この表でお示ししているシャドーをかけた部分が、海外中銀がこの12月あるいは3月で新しく入れた措置でございます。

まず第1、タームのところ、期間のところをごらんいただきますと、先ほど申し上げましたように、アメリカの Fed は T A F とか新型のレポオペで、1か月程度の資金を供給できるようになったのですけれども、日本銀行は、この表の中にございますように、共通担保オペのところにあります。期間はオーバーナイトから、実は最長12か月まで自在に期間を設定することができます。現在、私ども市場局では、主としてオーバーナイトから3か月程度のタームでオペを行っているところでございます。

そして、2番目に担保の範囲なのですけれども、やはりアメリカでは、T A F によって担保の範囲が拡大されたのですけれども、日本銀行は既に民間債務を含む幅広い適格担保を受け入れてございます。

そして、3番目がオペの対象先になるのですけれども、アメリカでは、先ほど申し上げましたように、T A F によって従来のプライマリーディーラー以外の銀行にも金利入札によって資金供給を行えるようになったわけなのですけれども、日本銀行はもともとこの表の左の対象先のところにありますけれども、銀行も証券も対象先になっております。一番数が多い、共通担保の全店オペということになりますと、対象先は銀行、証券合わせて151ほどございます。

あと、説明は省きますけれども、アメリカのディスカウントウインドウに相当いたします貸し出しファシリティ、あるいはアメリカのSLFに相当いたします国債補完供給制度、こういった仕組みが既にごございます。

以上、見てまいりましたように、日本銀行は既に十分なツールキットを持っていたのですが、何でそんな先行的にそういった手段が備わっていたのかというと、こういったサブプライムの発生を予見していたわけでは、もとよりありません。やはり、振り返りますと、90年代の金融危機、我々の日本の金融危機ですね。それから、量的緩和といった中で、我々の市場機能が不全に陥ったときに、これを補うためにいろんなオペ手法を開発して、その後改善されてきたことが大きいというふうに思っています。過去につくったものが現在生きたということだと思っております。

欧米中央銀行と、私どもは緊密な連絡を取り合っております。そういった中、日本の調節手法も参考にされたのではないかというふうに思います。

ですから、日本銀行は新しい手段を導入するという意味での協調行動には、そもそも今申し上げたように必要がなかったもので、参加はしませんでしたけれども、声明には加わりまして、既存の手段を活用して適切な金融調節を行っていくという方針を表明して、実際実行するという点では協調行動に加わったという言い方もできると思います。

それでは、最後に、各国の中央銀行が今述べてきたような流動性供給手段を用いて、どのような金融調節を行っているかというのを見てまいりたいと思います。

以下のグラフ、各国中銀のオペ残高の推移をお示ししてごございます。まず、日本銀行なのでございますけれども、去年のこの矢印でございまして、矢印が夏場以降サブプライムの影響で動揺が始まったところを示しておりますけれども、こういった中で、日本銀行は、今申し上げたような多様なオペ手法を駆使して金融調節を行っております。足元、今日現在、最大の私どもにとっての課題というのは、年度末前後の資金供給を潤沢に行いまして、市場の安定を確保する、これに主眼を置いてごございます。そういった調節運営を行っております。

その年度末の資金供給について言えば、現下の国際金融情勢が不安定であることに鑑みまして、実は例年より早く、今年の1月の半ばから年度末越え資金の供給を開始いたしまして、昨日までに、数えてみたら累計で41本、金額的には32.8兆円の年度末越えの資金供給を既に行っております。

次に、Fedなのでございますけれども、こちらをごらんいただきますと、やはり年末にかけ

てぐんとオペの残高が拡大しています。さらに内訳をごらんいただきますと、年末に出ましたT A Fの部分というのが大きくなっております。また、それ以外のターム物のオペの割合が増加していることも特徴だというふうに思います。

次に、E C Bなのですが、オペの残高自体はあまり大きく増えてございません。ただ、これも内訳を見ますと、従来彼らは水色の1週間もののオペが中心なのですけれども、足元は3か月もののいわゆるタームもののオペの割合を増やしてございます。ちょうどその12月末、1月の初めのあたりのところにぽこんと膨らんでいる棒があります。これは、彼らが特別にやりました年末越えの2週間もののオペでございます。一時的に年末資金供給を相当潤沢にやったということがここに表れているというふうに思います。

それから、バンク・オブ・イングランドなのですが、B O Eはオペ残を結構厚めに積み上げるような資金供給を行っています。こちらもやはり内訳を見ると、斜線の、これは3か月もののオペの残高が拡大していることがわかります。一番上の、この「その他」なのですけれども、これが去年の夏場以降拡大をしているのが目を引くのですが、この中には、いわゆるノーザンロック向けの貸し出し、いわゆる特融が含まれているというふうに理解してございます。

政策金利との関係というふうに見ますと、去年の夏ごろは、欧米では市場金利がターゲットから乖離をしたり、これは真ん中の米国ですね、あるいは欧州でも乖離したり、あるいは変動が大きくなったりして、レートコントロールを結構苦労している難しい面があったと思うのですが、その後オペ手段を申し上げたように、拡充をしまりましたので、その活用を図ることによって、最近ではターゲットに以前よりは収れんするようになっていくというふうに、欧米中央銀行については言えると思います。

一方、一番左の日本銀行なのですけれども、こちらは既存の手段を活用してかなりきめ細かいオペ運営を行っておりますので、誘導目標からの乖離幅は欧米よりも極めて小さくて、0.5%付近で安定的に推移してございます。ですから、日本の短期金融市場は、海外市場の動揺の中にあっても、なお比較的安定しているというふうについていいと思います。

それでは、内外の短期金融市場、今後さらに落ち着きを取り戻して順調に行くのだろうかという点なのですが、この点につきましては、先ほどちょっと見ましたけれども、右側、LIBOR-OISスプレッド、あるいは同じような指標なのですが、T E Dスプレッド、これはLIBOR-FB/TBで市場レートと市場リスクのない政府短期証券のレートを比較した

ものなのですが、こちらを見ますと、こちらのグラフは3月26日あたりまで入れているグラフですので、足元はやっぱり3つ目の山が確かに縮小はしてきています。ですから落ち着きを取り戻しつつはあって、その背景というのは、アメリカの一連の措置であったり各国の流動性供給であったりすると思うのですが、縮小方向にあるとはいえ、まだレベル的には結構高いなという感じがしています。

さらに、これをLIBOR-OISのフォワードレートから見ると、先行きのLIBOR-OISスプレッドがどうなるかということなのですが、これを見ると、やっぱり水準的には結構高い状態にあり、特に欧州でその傾向、右側ですか、強いように思います。ですから、海外の短期金融市場の神経質な地合いというのは依然続いていると見ておいたほうがいいと思いますし、その限りにおきまして、日本の市場も影響を受ける、そういった地合いが続くのではないかと。したがって、流動性供給面では、各国中央銀行と引き続き緊密な情報交換を行いながら、細心の注意を払いながら対処してまいりたいというふうに思っています。

私からは以上でございます。

○広瀬 パネリストの皆さん、どうも多面的な議論をしていただきまして、ありがとうございました。また、司会進行として申し上げますと、重複を努力して避けていただきまして、論理がうまくつながらなかったご苦勞があったかと思っておりますけれども、どうも協力ありがとうございました。

そこで、最初に全体の議論をリードされました深尾様から、プレゼンテーションされた方々に対するコメントがありましたらよろしく願いいたします。

○深尾 個別にコメントしますと時間が不足しますので、大きく、今日のお話をまとめるような格好でレスポンスをしたいと思っております。

全体像を言いますと、要は、日本以外の各国で不動産バブルがあったということです。日本は80年代から90年にかけてのバブルがひどかったのですが、その後遺症で景気停滞が続いてその後はバブルがなかったわけですが、アメリカやヨーロッパでは相当大きな不動産バブルがあった。このために、不動産向けの貸し出しがどんどん拡大していった。これがアメリカの引き締めをきっかけに、特にアメリカでバブルが崩れ始めた。

アメリカの場合は時価会計が広く適用されておりますので、これから5年、10年という長い間で出てくる不良債権のロスを見積もって評価損を出さなければならぬ状況に陥ったわけです。

しかし、将来景気がどうなるか、物価がどうなるかというのは、本当はだれにもわからないのですが、それを無理やり時価をつける必要に迫られたわけです。取引の少ない、資産証券化商品などは市場価格がつけにくいので、これについては証券会社が気配値といますか、取引気配の値段を出していた。ところが、この気配値を出すときに、これまでは、「これが気配の値段ですよ」と言ったときに、顧客から「その値段で買ってくれ」と言われても、それは断ってきていた。しかし最近、アメリカで「気配値では買わない」といった証券会社が訴訟で負けたらしい。この結果、証券会社が気配値を出すときに、非常にコンサバティブな値段を出さざるを得なくなった。つまり、サブプライム関連資産を買いたくないのに買わされてしまうリスクを避けるためには、うんと安く気配値を言わないと危なくなった。これで、気配値を出すときに、相当厳しめの値段を出すようになった。

日本の場合を思い出してみますと、不動産関連の不良債権のロスは毎年少しずつ出すことで毎年の利益で償却して、実際は10年ぐらいかけて処理したわけです。不良債権の処理が遅かった、遅かったと言われていますが、そのロスを徐々に認識することで、毎年の利益にぶつけることで何とか処理をやった。ところが、アメリカの場合は、ほんの1年ぐらいの間にロスの大半を出さなければならない。そうしますと、資本がある程度厚くても吹き飛ばすような、非常に大きな損が一気に出た。これが1つの違いです。多分不良債権問題の深刻さから言うと、アメリカのほうが日本よりも軽症だと思いますけれども、金融機関は厳しい状態に置かれているのだと思います。

アメリカでここまで市場が混乱している背景は、日本の1997～98年と大体同じような状況で、信用不安があるからです。つまり、金融機関がお互いに相手の金融機関がどれくらい損を抱えているかわからない状態になってしまって、とにかく、本当に本当に安心と思われるところ以外はお金を貸さないという状態になってしまった。このために、金融市場で、従来であればすぐ電話1本といますか、スクリーンで1つキーをたたけばお金をいくらでもとれたという状態が突然とれなくなってしまった。これで大変なことになったわけです。このために中央銀行が大量の資金を供給する必要が生じたということだと思います。

特にアメリカの証券会社は、これまで銀行はToo big to failとか言われてきたわけですが、インベストメントバンク、証券会社ですけれども、大手の証券会社も実はそうなってしまった。これは、もう既に5年あるいはもっと前からそうなっているのだろう

と思います。大手の証券会社は、相互に、また顧客との間で大量のデリバティブ取引をやっております。デリバティブ、金融派生商品、というと何か難しく聞こえますが、要は銀行間でお金の「かけ」をやっているわけです。株が上がるか下がるか、金利が上がるか下がるか、為替が上がるか下がるかの「かけ」をいっぱいお互いにするわけです。その場合、それぞれの取引に勝つか負けるかの1つになります。

こういう大量の「かけ」をおこなって勝ち負けの債権債務が積みあがっておりますと、ある金融機関がつぶれますとほかのところ一気に影響が広がります。麻雀をやったことがある人はすぐわかると思うのですが、自分が大勝している状態というのは相手がうんと負けている状態です。相手の財産がしっかりしていればかけ金がとれますけれども、相手がしっかりしないとかけ金をとりはぐれるわけです。

ゴールドマンサックスなどは、デリバティブでサブプライムに全部ヘッジをかけたので、ほとんどロスを出していないと言われておりますけれども、実はゴールドマン自身、非常に心配なのだろうと思います。自分が一人勝ちしているということは、周りが大負けしているわけでありまして、これで相手がつぶれますとかかけ金をとりはぐれるわけです。

ベアスターンズの場合は、想定元本、つまりかけをやっている元本額が10兆ドル、1,000兆円ですから、日本のGDPの倍ぐらいの想定元本のかけをやっている。そこを破綻処理しますと、この1000兆円の元本のかけ全部が一括清算することになる。現在価値でデリバティブ取引を全部清算するわけですが、金融市場はむちゃくちゃになるわけです。日本のCDS市場、つまりクレジット・デフォルト・スワップ市場で相手が倒産した場合の保証をしてもらうための値段がごちゃごちゃに動いているという話が、中曽さんからありました。これは米国の混乱で、日本のCDS市場、つまりデリバティブ市場が機能しなくなっているのだらうと思います。つまり、従来であれば何の問題もなく、取引をできた、かけに入れたわけです。しかし現在は、そのかけに入るときに、相手方の信用がわからないとかけに入れない。このためにマーケットが止まってしまっている。こんな状況になっているかと思います。

そうすると、これから何が起こるかということを考えると、Federal Reserveがやったことは、証券会社についても商業銀行と同様に、担保がある限り無制限で貸しますということを始めたわけです。いろいろ難しい制度の名前が出ていましたが、要はそういうことです。証券会社については中央銀行からの無制限貸し出しの対象外だったものが、

今後は担保がある限りは無制限に貸し出すということをFederal Reserveが始めたわけです。これは大きな変化でありまして、多分これから証券会社に対する規制が変化するだろう。証券会社に対してToo big to failといいますか、あれはエコノミスト誌だったと思いますが、Too entangled to failといいますか、あまりに大量に取引残高ができていて、しかもそれが網の目のようになっているので、特定の金融機関をつぶすことができない、こんな状況に今なっているわけですが、これについての何らかの対応が多分なされることになるだろうというふうに思っております。

○広瀬 深尾先生のほうで論点を何点か絞っていただいたわけですが、今起こっている流動性の問題については、かなり手当てができたというふうにまとめていただいたのだと思います。特にアメリカにおける流動性の問題はかなり手当てがなされていて、日本の90年代後半、それから2000年以降の経験を、彼らはかなり学びとっていた。そういう意味では、ご説明があったものを伺っていると、我々の知見といいますか、どこかで聞いたような話が多かったという感じがいたしました。

加えて、当面の金融システムについて、さらに議論すべきことがあるというお考えがございましたら、一言でも結構ですから、湯元さんからお願いできますでしょうか。

○湯元 今、広瀬さんがおっしゃったように、私も市場の流動性に対する不安を鎮静化させるためにさまざまな手段を使って大量の流動性供給を行ってきたこと。これは一定の成果を収めつつあると思います。

ただし、本質的問題は、流動性の不足ということなのか、それとも、欧米の金融機関の自己資本の毀損、あるいは意図せざるバランスシートの拡大による自己資本比率の低下という厳しい状況に対して、民間の自助努力だけで対応可能なかどうかというところが今、問われているのではないかと、私自身考えております。そういう意味では、ソルベンシー・リスクというところまで言うのかどうかという問題はもちろんありますが、そうした点を視野に入れた対応が必要な局面に今、入りつつあるのではないかとというのが、私の率直な実感でございます。

それから、実際に民間自身も、そもそも単に自己資本比率を回復させればそれでいいのかというと、これまでのビジネスモデルが証券化の技術、それからデリバティブを駆使した技術、あるいはレバレッジをかけてリターンを何倍にもして収益を上げてきたこのビジネスモデル、これ自体がもはやもう通用しなくなっている。これは、世界的に資産価格が上昇から増勢鈍化ないしは下落局面に入りつつあるため、こういう中で、

金融機関は非常に厳しい環境変化に直面していると思います。

そういう意味では、公的なさらなる努力というのは不可欠ですが、民間自身も新しいビジネスモデルを再構築していかないといけないわけで、問題の根はまだ深いという部分が残っているのかと思います。実際に実体経済も確かに全般的に減速ないしは悪化しているわけですが、金融のところでもまさに機能不全が続いて、いわゆるクレジットクラッシュが、欧米の金融機関では貸出サイドが、まさに企業向け貸し出しや消費者ローン、クレジットカードローンまで含めて、厳格化され始めている状況ですから、早くその金融のところの懸念、問題を払拭させないと、まさに実体経済へのフィードバックがより大きくなっていくリスクがあると、私自身は認識しております。

○広瀬 ありがとうございます。

河野さんはいかがでしょう。

○河野 論点は2つあると思うのですが、アセットプライスに相当依存しているということです。というのが、よくマーケットでは資本注入を行ったらオーケーだという話があるのですが、では資本注入を行ったら常にクレジットクラッシュが食い止められて問題が解決するのですかということなのですね。つまり、クレジットクラッシュは、金融部門の自己資本の劣化の問題だけではないということです。日本でも銀行が問題なのか、企業、家計が問題なのかという相当大きな問題になったわけですが、結局、仮に銀行が健全であったとしても、企業や家計の財務内容が資産価格の下落によって悪化しているとすると、当然、金融機関は貸し出しに躊躇しますし、借り手の倒産リスクの上昇に対して、貸付金利を引き上げることがありますから、今後資産価格がどうなるかというのが、非常に大きな部分を持っているということが1つ。

それと、非常に今回新しかったというのは、今やあらゆる形態の債権債務の証券化が可能になっているがゆえに、経済の血液であるマネーの流れが、伝統的な銀行部門を通じたものだけではなくなくなってしまって、有価証券を通じたものに大きくシフトしているのだということです。つまり、それは金融機関の自己資本の充実もすごく重要な話なのですが、金融市場参加者がある日突然、こんな商品リスクが高くて持っていられないよと感じた途端に、金融環境が急激に引き締まったりするということがあります。ですから、市場参加者の将来期待がどうなるかというのが非常に大きいということだと思います。

それで、本来であれば、実体、ファンダメンタルプライスよりも相当高い値で買います

ぎたわけですから、それが多くの方が割安だと思う水準まで資産価格が下落するという
ことで、初めて資産市場の反転が起こるのですが、そういった意味では、本質的には市
場参加者のリスク再評価を通じた資産価格の調整のプロセスを政策で邪魔するというの
はよくないのですが、ただ、先ほど少しお話ししましたが、恐らく今のマーケットは既
に不信、疑心暗鬼によって逆バブル状態に陥っているということで、本来的には資産市
場というのは将来の経済の姿を映し出すはずの鏡なのですけれども、その鏡がゆがんで
いるがゆえに、実体経済に悪影響をもたらしている状況になっているということな
ので、相当問題は大きいとは思いますが、非正統的な政策を、結局当局が介入するとい
うこと抜きには問題の解決が難しいし、それを一連の動きというものは、やり始めてい
るのだろうという認識を示しています。

○広瀬 多分、立場上お話しにくいのでしょうかけれども、個人的なお考えに限定してという
ことで、中曾局長、いかがでしょうか。

○中曾 まず、今のような状況の中で、各国の中央銀行がやっている流動性供給というのがど
こまで効果的なのかということなのですが、現在起きていることというのは、恐らくリ
スクの再評価過程であろうと思います。そうすると、流動性供給というのは、そういう
リスクの再評価、修正過程を秩序立って、オーダーリーに進めていくための前提条件の1
つではないかというふうに考えています。

それから、今起きていること、どうしても私自身、実は90年代の金融危機のときは信
用機構課というところで危機対応に当たっておりましたので、アナロジーで見てしまう
ことが多いのです。先ほどの深尾先生がおっしゃったToo entangled to failですか、
これは今の局面の1つの特徴だと思うのですが、ただ、10年前、98年の半ばごろから問
題になりました日本長期信用銀行の破綻に至る過程で、実は我々が一番心配していたの
は、そのデリバティブのエクスポージャーなのですね。たしか50兆円くらい想定元本ベ
ースであったと思いましたがけれども、今日的な文脈で議論されているような、同じよう
な実は心配をしてございました。ですから、やはりそうやってみると、いろんな違うと
ころはあるのだけれども、我々の非常に痛みを伴ったその10年前の経験というのは、な
お今日に生かせる知見につながる部分が多いのではないかというのが、個人的な率直な
印象でございます。

○広瀬 再度になりますけれども、深尾先生、いかがでしょうか。

○深尾 先ほど広瀬さんが、中央銀行の対応で流動性について対応されたというふうにお話し

やったのですが、まだ正常化からはほど遠い状態です。確かに銀行証券については、対応をある程度やっているということだろうと思いますが、とても正常化していないし、企業・家計部門のほうもまだまだ問題がある。利下げ効果についても、既存のサブプライムローンについては、返済額の飛び上がりはかなり縮小するレベルまで市場金利が下がったという意味で、相当の効果があつたというふうに申し上げましたが、新規に借りる場合には、まだ金利が高い状況にあります。つまり、サブプライムでどんどん貸してくれていたころの市場金利に対する上乗せ金利に対して、上乗せ幅が大幅に拡大しております、新規に借りるのは実は非常に難しい状態です。

そうしますと、既存のサブプライムローンについては利下げがある程度効くだろうと思いますが、新規貸し出しについてはやっぱりとても始まらない。そういう意味で、まだまだ信用リスクが高く、回復のところまでいかない。これがアメリカ経済を冷やす要因だろうと思います。

しかし同時に、ドルがだいぶ安くなっておりますので、アメリカの輸出は結構いい状態でありまして、中国経済がインフレでもとにかくしばらく走ってくれば、アメリカにとってみれば、輸出で経済の下支えが期待できる。ですから、企業部門のほうは回復してきていて、これが結構アメリカを支えてくれるのではないかというふうに思っております。

ただ、さっきお話したように、私は中国に対してもだいぶ懸念を持っておりまして、いつごろ本当の引き締めが始まるのか、あるいは社会不安の問題が出てこないのかといったところが大きなリスクというふうに思っております。

○広瀬 深尾先生から、クレジットクランチといいますか、信用供与拡大の問題、金融部門から実物市場への影響の度合いという議論が起こったと思います。またワンラウンド、識者の方々にお伺いしたいのですけれども、湯元さんのお考えでは、例えばこのサブプライム問題からリアルへの影響、アメリカ、ヨーロッパと時間がずれるかもしれませんけれども、どれぐらい反転するまでに時間がかかりそうか、どれぐらいの程度の影響がありそうか、そのあたりのコメントがありましたらお願いしたいと思います。

○湯元 予測にかかわる部分は個人的見解ということでは言わせていただきますけれども、現実にはもう、リアル以前に金融資本市場の変動の影響を受けて、まさに資産価格の下落が世界で始まっている。それから、同時に、先ほど言ったことの繰り返しになるのですが、アメリカの利下げが、まさに原油価格の高騰、国際商品市況の高騰をもたらして、それ

が世界的な景気悪化の原因になっているわけです。

今、ヨーロッパ経済の減速とか日本経済も減速しておりますけれども、それ自体の要因は、サブプライムばかりが言われるところがありますけれども、世界的に見て、やっぱり原油価格やガソリン価格、あるいは灯油価格、食料品価格が上がって、それがヘッドラインのCPIを押し上げていることが大きい。アメリカでもヘッドラインCPIは4%を超えていますし、ヨーロッパでもEU平均で3%を超えている。中国では8%台、9%近くに上昇している。アジア諸国でも国によってばらつきがありますが、3%台から5%台というようにヘッドラインが上がっていることが、実質ベースで見た個人消費の抑制につながっている形になっていると思います。それに株価下落など金融面の影響がこれから加わってくるとどうなるのか、確かに心配をしているところであります。

それから、不動産価格の下落を通じた影響については、ヨーロッパでどれぐらい広範に広がっていくのかは、なかなか見通すことは難しいと思っております。ただ、実はヨーロッパの金融機関もサブプライム関連商品でダメージを被ったことは事実ですし、それからそれを原因として貸出サイドが厳格化していることも事実ですが、例えばヨーロッパにおけるサブプライム類似の貸し出しをやっている国がすごく多かったのかどうかということで言うと、私の資料の最後に参考でつけておりますが、実はそんなに、全くアメリカと同じような異常な貸出をやっている国は少ない。自国においてアメリカと同じようなことが起きるリスクというのは相対的に小さいという側面があるかと思えます。

一方、中国は、インフレ統計の実態がどうかというのは非常に難しいのですが、少なくとも金融引き締めと、それから人民元の市場実勢に任せた上昇、それもこのところ、上昇ペースが加速してきております。あれだけ人民元の上昇に反対していた当局も、最近では、このインフレをいかに鎮静化するかということにかなり軸足を移してきたと思えます。

ただ、人民元の上昇が価格競争力の低下を通じて輸出減少を招くのかどうかについては、私はまだ今のレベルでは大きな影響はないと考えています。逆に、人民元の上昇が、これまで中国の外貨準備の増加を通じて、マネーをアメリカに還元していた効果が、少しずつ縮小していくことが、今後、どういう影響を逆にフィードバックさせるのかということは、今後の注目点として考えております。全般的に世界的にマクロ経済が本当に

悪くなるということになるのであれば、1年後ぐらいに相当悪化していく可能性がありますが、先ほど申しましたとおり、それ以前に、金融市場の抜本的な改善が起きてくるのかどうか、鍵を握るのではないかと見ております。

○広瀬 河野さんはいかがでございましょうか。

○河野 今回の問題になったバブル崩壊の本源的なアセットはアメリカ住宅価格ですから、住宅価格が下落を続けている間は、金融的には引き締め状況が大なり小なりはあるということです。

ただ、どんどん悪化していくのかというと、そうではないということです。恐らく、先ほどもお話ししましたが、既にFFレートをアメリカは2.25%まで下げておりますが、私は負債デフレを回避するという観点から、そのFFレートは例えば1%ぐらいまで下がるだろうというふうに思っておりますし、もう半分FRBは手を染めたのではないかと思っているのですが、非伝統的な金融政策という側面が今後出てきて、伝統的な金融政策も非伝統的な金融政策もアグレッシブにやるということになってくると、恐らく年の半ばぐらいまでには、これで金融システムの底抜けはなくなったというふうに、市場参加者が確信に至ると思います。

そして、その確信に至るということは、結局、先ほどお話ししましたが、アセットプライスというのは、結局、人々のそういった金融システムに対する期待が大きく作用していますから、資産価格が上がるということは、金融の引き締め度合いが徐々にやわらいでくるということです。恐らく例えば株価やクレジットマーケットの改善自体によって、実体経済に対する悪影響が徐々になくなってくる、あるいは株価の上昇が実体経済にプラスになってきて、そういった資産効果が住宅価格の下落による逆資産効果を徐々に相殺していくようなメカニズムが、今後起こってくるのではないかというふうに思っています。

ただ、繰り返しお話ししますが、仮に資産市場が今年の半ばぐらいに、あるいはもう少し早いかもしれませんが、反転したとしても、今既に起こっている金融ショックが、実体経済に、乗数効果などを通じて波及が今起こってきているわけですね。金融ショックによって家計や企業の質が抑制され、それで結局生産が抑制されて雇用が抑制される。だから、所得が減って再び企業や家計の消費や投資が減るというプロセスは始まっていますから、実体経済に明確なプラスの効果が現れてくるというのはもう少し先、それよりも半年ぐらい後になるのではないかというふうに思っています。

○広瀬 ありがとうございます。

中曾局長、もう少し幅広く、例えばサブプライム問題から、我々がレッスン・ラウンドとすべきものがあるとすれば、というようなことも含めて、もし実物マーケットへの影響というのをお考えでしたら結構ですし、また幅広いところでコメントがございましたらお願いします。

○中曾 まず、いつまで、というのはなかなかわからないので、チェックポイントとしてどういふ点があるかという点、今出た点とも関係するのですが、1つは金融機関の与信姿勢ですね。これは自己資本制約がどのくらいきつくて、どのくらい早期に緩和されるかという点が第1点。

2つ目は、企業金融ないし家計の借り入れコストにどのくらい響いてしまうのかどうかという点ですね。さっきグラフの中でもお示ししましたが、かなり社債のスプレッドは上がってきています。これは企業にとっては借り入れコストが上がるということの意味ですから、この部分が響いてくる程度がどのくらいあるかと。もちろん、利下げをしますと、その分、根っこの部分が下がりますけれども、しかしスプレッドの上乗せ部分がそれをオフセットしてしまうくらい広がってしまいますと、やはり企業の借り入れコストが上がってしまうので、この辺の力関係がどういふふうに影響するかということが2つ目。

そして、3つ目は、これは幅広いかどうかはわかりませんが、新しい側面というのは、つまり日本の金融危機などと比べてもう少し幅広い点で見なくてはいけないというのは、国境を越えている部分はおもとよりなのですが、巻き込まれる市場の範囲が非常に広がっていて、特に要注目は、コモディティだと思います。つまり、原油はもちろんなのですが、金、それから金属、そして最近では食料品ですよね。市場の動きをみていると、よりわかりやすいものを求めて、複雑なクレジット商品からよりわかりやすい投資対象を求めていくらかお金が入っているのではないかというふうに思っています。

そうすると、この価格の変動が大きくなると、これは物価に影響してまいりますので、その面からリアルの世界への影響をどう見ておくかというのがちょっと新しい側面かなというふうに思っています。

○広瀬 また最後になってしまいましたけれども、この分野に一番ご見識がある深尾さんに、さらに追加的なものがありましたらコメントをお願いいたします。

○深尾 今まで出ていないポイントとしては、1つは、欧州の通貨統合に対する反省が出てくる可能性はあると思います。欧州でユーロという統一通貨を入れて、非常にうまくいったというふうに言われているわけですが、もともと欧州の広さといいますか、経済の違い、人の動き方ということから見ると、1つの通貨でカバーするには大きすぎるというのはもうみんなわかっていたわけです。

通貨統合前から、アメリカの財務省からドイツのブンデスバンクは、ヨーロッパで通貨統合するのは無理があるのではないかと聞かれていたわけで、それに対しての答えは、これは政治判断であるというものでした。経済ではなくて政治判断である。つまり、政治的に通貨を統合したいからするのであって、経済的にそのほうがより効率的だからするというわけでは必ずしもない。長い目で見れば、人の動きが徐々に高まって、統一通貨に見合った域内の流動性といいますか、人、物、金の動きになるのだらうと思いますが、やはり言葉も違いますし、アメリカの州とヨーロッパの国ではやっぱりだいぶ違いがあるわけです。

そうすると、通貨を統一したわけですが、それによって周辺国では相当インフレが高くなってしまって、競争力をなくしてしまっている。イタリア、スペイン、ポルトガルあたりは競争力をなくしてしまっていて、これで景気が悪くなりますと、一番大変になるのはそういった国ということになります。そうすると、欧州の通貨統合で、多分利己的に考えればといいますか、自分だけの国の国益を考えたら、例えばスペインとかイタリアあたりがユーロから抜けて切り下げるほうが実は経済合理性があるという状況になる可能性があります。本当にそれをするかどうかはわかりませんが、政治的にはそういう動きも出てくるでしょうし、そういった場合の欧州の対応というのはこれから1つの試練が出てくるだろうと。そういうことをやっぱり視野に入れて考えておく必要があるかなというふうに思っております。

○広瀬 かなり無理なことを突如お願いしたいのですけれども、中曽局長からいただいたLIBOR-OISスプレッドで3回山があったわけですが、3回とも、我々も、多分市場のプロの人にとってもサプライズだったと思います。最後に簡単にお伺いしたいのですけれども、今後サプライズはあるのかなのか。一言で結構なので、あるとすればこんなところがあるかなというものを、もしお持ちでしたら一言ずつ、まず深尾さんからお願いします。

○深尾 サプライズについては、プロの人にとってはサプライズではないと思います。つま

り、流動化をやっていた投資銀行の人には、多分2005年ぐらいから、相当リスクが高いことをやっているという認識はあったわけです。それがボンと出てきたということだと思います。

ただ、これはやめるにやめられない状況にあったのだと思います。というのは、これまで利益を出してきていますと、自分の会社がやめると自分の利益がなくなって、ほかがもうかる可能性があるわけです。ですから、バブルに乗っているときにいつ不動産融資をやめるかとか土地投機をやめるかというのは実は非常に難しいわけです。特に投資銀行の人のボーナスはその期の利益で出ているわけですし、また経営者にとっても、「うちの金融機関の利益は高すぎるので現在の株は高すぎる」とは口が裂けても言えないわけです。本当はそう思っている。とすると、とにかく短期でもいいから利益を出すために、ハイリスクのビジネスをやってしまう。企業や金融機関にとって株価が高いというのは実は非常に大きなリスクがあって、高すぎる株価をどうやって正当化するかが問題です。「自分の会社の株は高すぎる」というのを経営者は言えない、それを言ったら自分が首になる、というのが、多分その根本にあるというふうに思います。

○広瀬 ありがとうございます。

中曾さん、お願いします。

○中曾 サプライズがないようによく見ていこうということに尽きるかなと。

そういった上で、あえて申し上げますと、やっぱりこの間、大きな特徴は去年の8月以降、やはりグローバル投資家の投資姿勢の変化ですとか、あるいはこれに伴うキャピタルフローの変化、これを正確にトレースしないで状況を正確に認識することが大変難しくなっているというふうなことだと思うのですね。ですから、サプライズをないようにするためというのは、恐らくたくさん目の目で市場をウォッチする。具体的には、我々の世界で言えば同業、他国の中央銀行との情報交換ですね、市場をウォッチしているようなところと一段と情報交換を密にすることと、我々の地元、東京の金融市場については、我々の内部では、よくマーケットインテリジェンスというふうに言っているのですけれども、モニタリング、解析、分析、その面での努力を一段とレベルアップしていく必要があるかなと思っています。

○広瀬 ありがとうございます。

では河野さん、お願いします。

○河野 サプライズは3つあります。

1点目は、原油コモディティが大幅に下落する可能性があるのではないかというふうに思っています。私は、これが今既に起こっている最後のバブルだと思います。結局、仮に日米欧の景気が、私たちが今日議論したように悪くなるということであれば、いかに新興国が底固いといっても、彼らの経済が無傷でいられるということはないでしょうから、実需がないということが認識されれば、いかに大量のマネーが入ってきているということになっても下落するということになると思います。

現在、非常に対立しているのが原油価格と金利です。これは、原油が間違っているか長期金利が間違っているか、どっちが間違っているかということで、私は原油価格でバブルが起こっているのだろうというふうに思っています。これが1点目です。

2点目は、今深尾先生がおっしゃられたとおりなのですけれども、ここ数年、世界最強の通貨の1つとされていたユーロが大きく反転する可能性、下に崩れる可能性があるということです。それは先ほど、私が冒頭にお話ししましたが、スペインやアイルランドなど内部から、そういったところが大幅に悪化しているということです。少なくとも、政治からはないかもしれないとおっしゃられましたが、産業界からは、ユーロを離脱すべきだという話が出てきます。そうすると、景気が悪くなった状況でそういった言葉が出てきますと、為替市場で踊る言葉はユーロ崩壊とかユーロ解体ということになってきますから、利下げが起こったときにユーロが大きく崩れるということは起こり得るのではないかと。だから、今はアグレッシブに利下げするFRBによってドル安、そしてなかなか動かないECBでユーロ高ということですが、これが崩れてくるのではないかというふうに思っています。

あと、3点目は日本なのですけれども、突然お話ししますけれども、私は5月に日本銀行が利下げ、7月にも2度目の利下げがあるのではないかと思っているのですが、これは時間が限られておりますので、これだけにしたいと思います。

1つ追加で、先ほどお話しするのを忘れたのですが、事前にフロアの方からの質問をいただいていた件なのですけれども、結局、証券化って一体何だったのかということだったと思うのですが、証券化も相当メリットは大きくて、証券化によってリスクの移転が可能になった結果、さまざまなメリットがあったわけですが、仮に証券化商品ブームが生じ貸し出しの審査やモニタリングが甘くなるようなことがあると、結果として、経済全体の資源配分をゆがめて、リスクをむしろ増大させてしまうねというのが、もともとと言われていたことだったのです。だけれども、そんな状況だったらそういった証券化

商品に投資しないだろうから、オリジネーターがある程度有価証券を引き受けるだろう、だからこの問題は解決できるだろうと思っていたのですが、資産価格がどんどん、上がるものだから、買い手自体が「いや、オリジネーターに持ってもらわない」と。自分たちが全部買って、甘い審査やモニタリングになってしまったということです。緩和的な金融環境がブームを引き起こしてしまったわけです。

要は、何の問題かという点、これは制度設計とかの問題ではなくて、やはりマクロブルーデンスといいますか、やっぱりバブルを起こさない金融政策といいますか、そういったことが重要なのだなというふうに改めて感じました。なので、ちょっと私、緩和だ緩和だと言ってきましたが、別にバブルを待望しているわけでもないですし、バブルを起こさせないように常にウォッチしておくという政策が重要だなということが、本当に当然のことなのですけれども、改めて感じられたなという気がします。

○広瀬 湯元さん、お願いします。

○湯元 サプライズのほうは、もうかなり皆さんおっしゃっているので、それほど追加的なサプライズは考えつかないのですけれども、ドル暴落というのはもう言われちゃっているので、サプライズでも何でもなし、あるいは既にかなり下がっているということだと思いますが、このプロセスが、例えば外貨準備を豊富に保有している国々のドルからユーロなどへのシフトという形で、今でも水面下で起きていると思いますが、明確化してくる、あるいは中東諸国がドルペックを外すというような噂もありますけれども、そういった何らかのイベントをきっかけにして歯止めないドル下落が起きるリスクです。

そうすると、先ほど河野さんがおっしゃったこととは逆に、原油がまだもう一段上がる可能性があります。原油価格については、一段の高騰もサプライズとして考える必要があります。もうさすがに110ドルまでいったのだから上がらないだろう、かなり投機資金が入っているので、そこが収まってくれば下がるだろうといった見方が強いと思いますが、そういうサプライズも念頭に置く必要があると思います。

それから、ヨーロッパの方は、実体経済面では東欧とかロシアとの貿易取引や投資関係が非常に密接になってきましたので、かなりクッションになっていたわけですが、例えば東欧諸国の中には、経常収支の赤字の国やそのファイナンスを短期資本流入に依存している国が少なからずあります。90年代後半に、アジア通貨危機が起きましたが、そうした危機と類似の危機が東欧で勃発するリスクも否定できず、そうなると、ちょっと怖いなという感じを持っております。

それから、河野さんが言われた証券化の功罪につきましても付言したいと思います。一部では証券化のやり方がおかしいとか、証券化そのものが悪いという極端な議論もあります。しかし、証券化は河野さんもおっしゃったとおり、リスクの移転を効率的に行う仕組みとして、非常に優れた仕組みです。ただし、恐らくは、借り手や貸し手、その途中に介在するさまざまな投資家、格付け機関、保証会社、こうした経済主体がすべてリスクを他者に転嫁できると安易に考えていたことも否めません。国内だけでなく海外投資家にまで転嫁できるということで、まさにモニタリング機能やリスクに対して、どの程度しっかりしたリスクマネジメントを行うかという規律やインセンティブ、こうしたものがやはり知らず知らずの間に欠如してしまったのではないかと思います。住宅バブルが起きている最中で、まさに高いリターンが得られたがゆえに、自己規律に緩みが生じてしまった。それを今、金融政策で相当是正しようとしているのですが、本来、金融政策でこれを是正しようと思ったら、とんでもない大幅な利下げ、大量の資金供給といった、現在起きているようなラディカルな政策対応が必要になってきてしまうわけです。それ自体は経済の将来の振幅を非常に大きくしてしまうリスクを抱えている。やはり金融政策と、金融インフラ、つまり会計基準や情報開示、規制・監督の問題ですが、そういうところが証券化やデリバティブの技術の進歩に十分追いついていなかったという反省を、現時点ではすべきではないかと思います。そうした議論は、今、まさに国際的な枠組みの中でなされ始めているわけですが、一刻も早くそうした金融インフラをきちっと確立していくことが重要ではないかと思います。

○広瀬 本当は湯元さん、河野さんがご指摘になったようなフィナンシャル・イノベーションの問題とか、金融のソフトインフラの問題であるとか、レッスン・ラウンドのところをもっと議論したかったのですけれども、実は45分までしか時間がございません。これだけの専門家がそろうことはあまりありません。もう少しフロアとディスカッションができればと思ったのですけれども、短い質問でしたら2問、長くなりましたらすみませんが1問ということでお許しいただきたいと思います。どなたか、この機会ぜひ質問したいという方がおられましたら、挙手をお願いします。差し支えなければ、お名前と所属とをおっしゃっていただけましたらと思います。

お願いします。

○質問者1 特許庁の〇〇といいます。

住宅バブルが発生した背景なのですけれども、日本の低金利で結局、円キャリートレ

ードという言葉もありますけれども、かなり世界中に資金が流れていった、その背景があるのではないかという感じがあるのですけれども、そういった遠い昔の遠因といえますか、ああいうのはどういうふうに影響を与えたのかどうかということが1つ。

あと、さっき言った証券化の問題です。これは、案外と故意的な面もあるのではなからうかと。結局、背景にはドルとユーロの大きなそういった対立背景があって、結局ユーロが仕掛けたような背景もあって、逆に仕掛けたはいいけれども、自分たちも結局巻き添えを食らったという、そういったうがった見方もあるのではなからうかと思うのですけれども、その点はどうでしょうか。

○広瀬 どなたに対する質問ですか。

○質問者1 どなたでもいいです。

○広瀬 深尾先生、お願いしてもいいですか。

○深尾 まず、バブルの原因ですけれども、やはりアメリカがグリーンスパン連銀議長のもとで巧みに景気後退を避けてきたわけですから、その景気後退を避けるやり方というのは、資産価格が下がり始めるとうんと低金利を下げ、さっき言ったように実質金利をマイナスにするような格好にして景気を支えてきたわけです。そのために、ある意味では丸太乗りといえますか、1つだめになるとぼつと乗り換えるというか、住宅価格が下がると今度は株のほうに乗り換えて、株が下がり始めると、今度は住宅のバブルに乗り換えるというような格好で乗り継いできたという面があって、これで住宅価格が上がってしまったというのが1つあります。

もう1つは、アメリカがずっと経常赤字を続けたのでドルが安くて、ヨーロッパはユーロが高かったわけです。通貨が高いと、当然金融緩和ぎみにするわけですが、ヨーロッパの金利を低めにすると、経済の元気のいい周辺国、ヨーロッパの中でも成熟したフランス、ドイツに対して、いきのいい周辺国がありますが、周辺国のほうにとっては金利が低すぎる、真ん中にとっては金利が高すぎる、こんな感じになっていて、周辺国で住宅バブルが高めになってしまった。

次に、もう1つはユーロとアメリカの話ですが、通貨の覇権争いをしているというふうに私は全く見ていません。むしろヨーロッパの金融機関があそこまで巻き込まれたのは、ヨーロッパというのはユーロで一体になった統合金融市場だと言っていますけれども、実は全然統合ではないわけです。つまり、金融市場についてはやっぱり国ごとに違いがあって、地場の金融機関が強い。例えばスイスの銀行を考えると、自分の国が小さ

いわけですが、ヨーロッパ内で拡大しようと思っても、フランス、ドイツなどは、それぞれ地元の地場の銀行があって、なかなか入っていけない。つまり日本で言えば、地銀がそれぞれ根を張っている所以他の県の地銀や都銀は、なかなか入っていけない。

一番オープンなマーケットはアメリカだったので、スイスの銀行などはアメリカに出て行って、これで膨大なアメリカ向けの貸出や証券投資を作ってしまった。銀行の栄枯盛衰を考えると、アメリカが70年代に途上国向け貸し出しで損を出して、国際金融業務から大部分の金融機関が撤退した。日本がその後バブルに乗って出て行って、大損して、やっぱり帰ってきたわけです。ヨーロッパはその後、世界金融市場でうんと拡大しまして、世界の国際金融市場へ出ていった。私は欧州の銀行が、あれだけ海外に出ていくと危ないなと思っていたのですが、アメリカでやけどしたと。こんな感じで、大きな3つの山があって、その最後に出ていったのがヨーロッパの金融機関だと思っています。

○広瀬 どうもありがとうございました。

時間が来てしまいまして、十分ほかの質問にはお答えできなかったかと思います。本日お集まりいただいた方々、また特に4人の専門家にご参加していただきましたこの経済政策フォーラムですけれども、サブプライム問題と世界経済の行方ということで長時間議論させていただきました。

最後に、先生方に拍手をもってお送りしていただきたいと思います。（拍手）

では、本日はこれにて終了させていただきます。どうもありがとうございました。