

ゲスト みずほ総合研究所専務執行役員・チーフエコノミスト 杉浦 哲郎 氏
聞き手 総合研究開発機構 理事長 伊藤 元重

■ サブプライム問題のとらえ方

伊藤 サブプライム・ローンに端を発して、今、世界のマーケットは大変な状況です。今後、どのような方向に行くのかはまだ分かりませんが、そもそもなぜこういう問題が起こったとお考えでしょうか。

杉浦 今回のサブプライムの問題は、狭くとらえることもできますし、広くとらえることもできると思います。まず狭くとらえてみますと、もともとサブプライム・ローンというのは、信用力が低い人向けの住宅ローンです。日本的な感覚でいえば、本来なら貸してはいけない相手に貸された住宅ローン、借りてはいけない人が借りた住宅ローンという部分がある。それをグリーンズパン米連邦準備制度理事会（FRB）前議長は、金融技術革新の成果だと高く評価していたわけですが、今になってみると、貸してはいけない人に大量に貸し出されたローンが、予想どおり不良債権になったというのが基本的なとらえ方だと思います。

伊藤 本来貸すべきではない、あるいは、危ないところに住宅ローンを貸すというのは、今回に始まった現象なのでしょうか。昔から不動産関連では、

そういうことがよくあったと思います。

杉浦 今回のサブプライム危機の淵源を辿ると、1980年代初頭の規制緩和によって、住宅ローン金利の上限規制が撤廃されたり、変動金利ローンなど新商品の発売が可能になったということがあります。当初は低金利でも後で金利が上昇するローンとか、最初のうちは金利だけ払って元金は返済しなくていいローンだとか、従来の伝統的なローンとは違った形態のローンが沢山出てきました。借り手からすれば非常に借りやすいですし、貸すほうも貸しやすい。そんな形で、特に2003年、2004年ぐらいからサブプライム・ローンが、急速に増大してきた。それと軌を一にするように、住宅の価格は上がってきたということです。

伊藤 どうして貸してはいけない人に対して、明らかに返せなくなるとわかっているようなローンが沢山出てきたのでしょうか。

杉浦 一言でいえば、住宅価格の上昇がそれを促したということでしょう。アメリカ人は一生のうちに6回ぐらい家を住み替えるといわれます。そういう人も含め、あるいは投機で買って売る人も含めて、住宅の値上がりを見越して、収入から見れば過大なローンを



すぎうら てつろう氏
みずほ総合研究所執行役員
チーフエコノミスト

組んでいたということです。お金を借りて、値上がりで返して、また買って儲けるといことが繰り返された。それで住宅の値段もさらに上昇し、その担保力をもとに家計がさらに借入れを増やして、消費の拡大につながっていった。住宅から消費に、あるいは経済にというプロセスをたどって、拡大していったのだと思います。

伊藤 無理な貸し出し構造がありながらも、住宅価格の上昇のおかげで何となくうまく回っていたということはよく分かりました。しかしそれが、米国内の現象に留まらずグローバルな広がりを見せたというのは、証券化ということが関係しているのでしょうか。

杉浦 証券化の影響は大きいと思います。証券化によって、邦銀も含めた海外の金融機関やヘッジファンド等が、サブプライム関連の証券をたくさん持つことになった。2006年ぐらいから住宅市場がさすがに頭打ちになってきて、住宅価格も下がり始め、延滞率も上がってきた。証券化された商品の値段が下がって、そういう証券を持っていた

ところが損失を抱えるに至った。最初は、ヨーロッパの銀行や、実質的には銀行が運営しているヘッジファンドにおいて、運用困難という形で弊害が表れて、それがアメリカに戻ってきたということです。

ただ、それだけであれば、こんなに大きな問題にはならなかったのかなという気もします。仮に証券化によって多くの人がサブプライム関連の証券を持っていたとしても、もし自分の手元資金だけで投資していれば、その分を損して終わりです。しかし、20倍とか30倍というレバレッジをきかせて投資をしていたことが、危機を深刻化させた原因だと思います。

■ 機能不全に陥ったオフ・バランス化

伊藤 ハイ・レバレッジな投資が可能だったのは、基本的にはどこかの金融機関がお金を貸していたわけですから、その投資が失敗したのであれば、影響が金融機関にも来るのは当然ということですね。証券化によるリスクの分散、つまりオフ・バランス化は、結局は機能しなかったということも言えるのではないのでしょうか。

杉浦 そうですね。証券化によるオフ・バランス化は、当初はリスクを金融機関に集中させない、つまり日本の失敗の轍を踏まないということで、高く評価されていました。しかし、結局は、金融機関は、自分たちが実質的に運営しているSIVというような特殊な事業体へ資金を投入することで、経営問題を抱えることになってしまった。



いとう もとしげ
NIRA 理事長

伊藤 SIV とは具体的にどういう会社ですか。

杉浦 ストラクチャード・インベストメント・ヴィークル (Structured Investment Vehicle) といって、CP (コマーシャル・ペーパー) を発行して短期資金を調達し、それでサブプライムの証券化商品である CDO (Collateralized Debt Obligation) などへ、長期の投資をしているファンドです。SIV が発行するコマーシャル・ペーパーには、SIV を運営している金融機関が保証やクレジットラインを設けています。したがって、SIV のようなファンドが価格下落で資産が落ち込んでいって資金調達できなくなったとき、あるいはコマーシャル・ペーパーを発行できなくなったときには、親銀行ともいえる運営元の金融機関がバックアップして貸し出しをしなければならない。最初から不良債権とわかっているような貸し出しを、せざるを得なくなった。

伊藤 もう少し具体的にいうと、SIV が銀行の保証をもらって、コマーシャル・ペーパーを発行し、短期の資金を

調達する。そういう金利が低い資金を取り込んで、サブプライム・ローンなど、後ろに不動産や様々なローンが含まれた証券に投資するということですね。こういう投資手法は、SIV やヘッジファンドで見受けられるということですが、そもそも SIV はヘッジファンドとはどう違うのでしょうか。

杉浦 ヘッジファンドと比べ、SIV は主に銀行が実質的に運営しているファンドが多いといわれています。しかし、銀行が運営しているといっても、SIV は銀行のバランスシートから切り離すことができる。オフ・バランス化ができるという利点があるので、どこの銀行もみんな一斉に SIV をつくって、投資していたのです。

伊藤 形式的には一応銀行から離れた別動部隊。そこが CP を発行してマーケットからお金を集めるときに銀行の保証が入った。そして、そこが資金調達できなくなったら、バックアップをしていた銀行が融資をしなければならなくなったということですね。しかし、そういうファンドがオフ・バランス化されているということ自体、おかしいのではないかと思うのですが。

杉浦 おっしゃるとおりです。実際、銀行が実質関与しているファンドであるから、オン・バランスにすべきだということになった。政策当局や市場の声もあって、今、シティバンクも他の銀行も、オン・バランス化しつつあります。

伊藤 逆に言うと、今まではバランスシートの外に出ていて見えにくかったものが、オン・バランス化で中に組み

入るようになると、銀行のバランスシートはリスクに見えてくる。

杉浦 そうです。先程レバレッジのお話をしましたが、金融市場における信用創造の中心は銀行です。この銀行がどんどん信用供与をして、それがファンドに流れ、そのファンドがサブプライムの証券化商品である CDO などを大量に買っていた。サブプライムだけではなく、クレジットカードの債権とか自動車ローンだとか、教育ローンなども一緒になった金融商品もあります。サブプライムはもともと 1.3 兆ドルくらいしかないのですが、そのほかの債権がみんな固まって証券化されていますので、総額はどんどん膨れあがっていきます。銀行にとっては貸し出し資産が急激に膨らんできたのですが、貸し出した先が不良化している。結局、銀行が、最初から不良債権になると分かっているような融資をしなけりばならなくなったのです。オフ・バランス化で安心だと思っていたら、最終的にはツケが銀行に戻ってきて、大変な思いをしているということです。

伊藤 独立したはずの子どもが、どこかでたくさん借金を抱えて、結局は親が立て替えて返済してあげないといけないという構造に似ているのでは。

杉浦 そのとおりです。子供が親の脛をかじっていたものですから、結局は親が面倒を見なければならなくなった。

伊藤 こうした SIV を抱えている金融機関は、大量の損失を出したシティバンクやヨーロッパの UBS のことだと思うのですが、日本の金融機関は SIV のようなファンドは持っていなかったの

でしょうか。

杉浦 持っていなかったように思います。日本の銀行は、どちらかというところ、サブプライム関連の証券に投資をしていて、それで値段が下がって評価損を出しているということでしょう。金融庁や各銀行の発表などを勘案すると、全部で 1 兆円くらいの損失を出す可能性も指摘されています。

信用不安の拡大

伊藤 ここまで、サブプライム・ローン問題がどのように広がってきたかという話を伺いました。一つは不動産の価格が非常に膨れ上がって、無理な投資や貸し出しをしてしまい、それがうまく回らなくなってきたということが挙げられました。二つ目として、そういったサブプライム・ローンが証券化され、SIV やヘッジファンドを通じて、レバレッジを効かせてある意味で伸びきった形で投資がされていたという問題がありました。うまくいっていれば当然、ハイリターンを生むわけですが、いったんうまくいかなくなると、非常におかしなことになってしまう。つまり、単にファンドが投資に失敗しただけではなく、そこにお金を貸していた金融機関までもが巻き添えを食うことになる。レバレッジを効かせているがために、資産が減っただけでは収まらず、大規模な負債をもちかえることになる。その負債を返すために、資産を投げ売りして、それでまた価格が下がるという悪循環がおこる。ここまですが、このサブプライム問題の第一弾、

第二弾ということだったと思います。こういう悪循環という話にまでことが及んでくると、次の問題も起きてくるように思いますが。

杉浦 はい。第三弾は、今、足元で起きつつあることだと思えます。今までお話ししてきたのは、サブプライムとその関連の不可解な債券の話だったわけですが、その影響が徐々に正常な債券のほうにも及びつつあります。CDOやサブプライム関連の証券は、高い格付けを取得していたため、誰もが安全だと思って投資していた。しかし、その格付けは結果的には間違っていたのです。高い格付けをあげられるような正当な証拠がないのに、そういう評価を与えてしまった。ですから、格付けに対する信頼感がなくなってきています。高い格付けは信用できないということで、格下げになっている債券も出てきています。

また、モノラインという保険会社が保証している債券の信用度が低下するという問題もあります。この保険会社が保証している債券であれば、デフォルトしても損失はカバーされるという安心感がありました。しかし、その保険会社があまりにもたくさんのリスクを抱えてしまったことで、保険会社の格下げの懸念が高まってきています。サブプライム証券やCDOだけではなく、モノラインが保証していた地方債も当然格下げになる。そこからまた、損失が出てくるということで、今まで安全だ、あるいはリスクは低いと思われていた正常債券にまで信用劣化は及んできています。

これは昨日（2008年3月6日）起きたばかりのことなので、どれくらい影響が広がるかはわかりませんが、カーライル・キャピタルというファンドがデフォルト通知を受け取りました。カーライル・キャピタルの主な運用資産は、ファニーメイとかフレディマックという、いわゆる準公的金融機関の出している債券です。国債の次に安全だと思われていた、そういう債券に投資をしていたところが、デフォルトを起こしているのですから、このような動きが広がってゆくとすると、その他の正常債券への影響は計り知れません。

伊藤 ファニーメイやフレディマックといった機関は、どういうことをしているのでしょうか。彼らが提供する債券は、サブプライム・ローンではなく、もっと安全性があると思われていたのですか。

杉浦 ファニーメイやフレディマックは、住宅ローンを買って証券化して、それを売ったり、それを裏付けにして資金調達をしているところです。そこが出した債券をたくさん持っていたのが、今回話題になったカーライル・キャピタルというファンドです。ファニーメイやフレディマックは、サブプライム・ローンを買って証券化していた。それだけを考慮すると彼らの資産の質は決して高くはないのです。しかし、政府が関与してつくった機関なので、そこがもし破綻したとしても、政府が救済するだろうという暗黙の政府保証のようなものを、誰もが想定していた。彼らが出す債券は非常に安全だと思われていて、カーライルなどの

ファンドがそこに投資していました。しかし、ここにきて、そのファニーメイとかフレディマックが出している債券のспレッドが、急にはね上がってきました。

伊藤 スプレッドが上るというのは、要するに、その債券の評価額が下がっているということですね。本来であればファニーメイとかフレディマックの債券は国債と同様に安全だから、спレッドは低いはずなのに、リスクが高まってそれが高騰してきた。債券価格の低下は担保価値の下落を意味しますから、そこに運用資金を貸している銀行が、追証を出せと言ってきた。しかし、追証を出せなくなって、今回のカーライル・キャピタルのデフォルトが起こったということですね。

杉浦 はい。その影響もあって昨日、ニューヨークの株価が大幅に下がって、日本の株価も今日下がりました。現時点での私の理解では、ファニーメイとかフレディマックだとか、安全だと思われていた機関が出す債券のリスクが高まっていると、市場ではとらえられているということです。高い格付けがされていたCDOだとかサブプライムの証券が格下げになったというのであれば、そもそも格付けがおかしかったのだという理解で済みます。しかし、誰もが安全だと思っていた債券の信用まで劣化していることのインパクトは、極めて大きいのではないのでしょうか。

伊藤 誰もが安全だと思えば安全で済みますが、誰もが不安になると価格が下がってくる。預金の取り付けとはちょっと違うかもしれませんが、そう

いう側面はあるのでしょうか。

杉浦 そうですね。もともとファニーメイやフレディマックには、暗黙の政府保証があるものと認識されてきました。しかし、4~5年前あたりから、暗黙の政府保証というのに疑問が投げかけられ、結局は政府は救済しないのでは、という議論が水面下で続いていた。実はファニーメイやフレディマックは安全ではないかもしれないということで、経営の規律だとか、資産内容とかをもっとよくすべきだという議論もありました。頭の片隅ですっと不安に思われていたものが、今回の全般的な信用不安の中で急に出てきて、そのリスクが認識されだしたのだと思います。

伊藤 格付け機関や先ほどのモノラインという保険会社も含めた、いわゆるグローバル金融の根幹にあるものの信頼が揺らいだということですね。

杉浦 金融の基盤は結局、信用しかありません。その信用不安がサブプライムから始まって、安全だと思われていたところにまで及んできた。極端に言えば、残るは国債しかないという状況になっていると思います。サブプライムという、たかだか1.3兆ドルの資産が、どんどんと信用不安、金融危機という形で大きくなってきつつあるというのが、現時点での状況ではないでしょうか。

伊藤 ここまで事が大きくなってくると、単に銀行のリクイディティー（流動性）の問題からソルベンシー（支払能力）の問題にだんだんと移ってくるように思いますが。

杉浦 はい。ポールソン財務長官やバーナンキ FRB 議長らが、資金調達ができるのならもっと早くやれとか、それができなくて潰れる中小金融機関が出てくるとか言っているのは、まさに事態は金融機関のソルベンシーの問題にまで広がってきていることを表しています。

ここまでくると日本の金融危機のときと状況はほとんど一緒です。私はサブプライムの問題が勃発したとき、これは日本と同じことになるぞと思っていましたので、予想どおりの展開といえるでしょう。アメリカ人にとっては、こんなはずではなかったということかもしれません。

伊藤 銀行のリクイディティー（流動性）の問題であれば、一時的に資金を入れてもらい、最終的にはそれをうまく返して乗り切れることも可能で、実際にそれをやってきた。しかし、ソルベンシーという問題まで発展してしまうと、一時的に救済するとしても、最終的には銀行そのものが存続不可能になることもあり得る。

杉浦 すでに自己資本が棄損して、国際ルールである自己資本比率 8%とのバッファーが縮小してきています。なぜ銀行の資本がそれほど急に棄損しているのかというと、マーク・トゥ・マーケット（Mark to Market: 実際の市場レートで時価評価すること）を常時求められているからです。特に今の CDO やサブプライム関連証券は、そもそも値段が付けられない状況ですので、どうしても保守的に評価せざるを得ない。例えば額面の、3割とか2割とか、そ

れぐらいで評価しなければならず、そうなるにあつという間に損失が膨れてしまう。銀行のソルベンシーの問題がここにきて急速に出てきているのは、時価会計、マーク・トゥ・マーケットを厳密にやろうとしているからです。あるいは自己資本比率規制を厳格に守らせるべきだと思っているからです。これらを緩めろという議論もあります。

伊藤 まさにかつての日本であった話ですね。

杉浦 そのとおりです。時価会計や自己資本比率規制が守られないのであれば、日本の銀行は潰してしまえという意見が、海外からも、日本の中でもずいぶんあつたように思います。しかし、今はアメリカがそういうルールを緩めようという議論をしている。これには多少の腹立たしさも感じますが、それだけ大変だということの表れかとも思います。

■ グローバル経済とサブプライム問題

伊藤 ここまでの話は、狭い視点から、つまり金融というところから見たときのサブプライム・ローンの問題ですね。では、広い視点から見た問題というのはどういうもののでしょうか。

杉浦 もっと大きな視点から、つまりグローバルマネーという文脈で考えてみると、今回のサブプライム危機は、金融のグローバリゼーションというか、グローバリゼーション一般と言ってもいいのでしょうか、そこに内在する摩擦や矛盾が生み出したものと考えられるのではないかと思います。風

邪をひいたら熱が出るように、グローバル化という現象が生み出した発熱のようなものとしてサブプライム問題を捉えることもできると思います。

これは結局、サブプライム問題がアメリカ経済や世界経済にどういう影響を及ぼすかという議論になる。金融と経済をもう一度、グローバルな視点から見てみる必要があります。今、世界的な規模で対外不均衡がきわめて大きくなってきています。以前、バーナンキ議長は、アメリカの膨大な経常赤字がファイナンスされているのは、アメリカの貯蓄投資バランスの問題というよりは、むしろ新興国で貯蓄があまりにも多すぎるからだと言っていました。**伊藤** つまり、新興国でのセービング・グラット（貯蓄過剰）が、不均衡を支えているのだという議論をしていたわけですね。

杉浦 はい。これをもう少し身近な例で考えてみたいと思います。アメリカの経常赤字は90年代からどんどん拡大してきて、つい最近ではGDP比で6%までになりました。アメリカの赤字の拡大は、そこにお金を出してくれる人がいるから、続いてきたと思うのです。では誰がお金を出したかといえば、かつては日本でしたし、その後は中国や産油国だったわけです。

日本もそうですが、中国はアメリカに輸出をして、その輸出で自国の経済成長を支えてきているという構造があります。第2次ブレイクアップ体制という議論があったように、アメリカ向けの輸出を増やすためには、人民元を低い値で維持しておく必要があります、そ

れでドル買い人民元売りをやる。それはアメリカにお金を貸すことにほかなりません。いってみれば中国はアメリカにお金を貸し、アメリカは借りたお金で中国から物を買っているという構造になっているのです。IT業界ではよくベンダー・ファイナンスという言葉が聞かれますが、そのようなことを大規模にやっていた。

そうすると、アメリカとしては、いくらでもお金を借りることができ、借金で経済を成長させていける。中国やその他の新興国はアメリカが沢山物を買ってくれますので、低賃金で安い製品をどんどん輸出した。当時、デフレの輸出とも言われましたが、世界が低インフレの時代に入ってきた。低インフレですから低金利が可能になって、アメリカでは信用が増えることとなった。

中国がドルを買う資金として、人民元が発行されているわけですが、その人民元が国内で銀行を通じて貸し出されて、中国でも景気が良くなる。ベンダー・ファイナンスを起点にして、両国でお金が増えて世界経済がいいという状況だったと思うのです。

伊藤 もう少しアメリカ経済の実態に視点を向けてみると、まず、不動産価格が高騰しており、消費も多すぎるということが言われています。今お話があった貿易で見ると、輸入のほうが輸出より大きすぎるということもあります。明らかにいろいろな不均衡が起こっていて、それを支えているのはいま言われたようなグローバルなファイナンスなのかもしれません。

それが仮に今、調整されるとすると、アメリカはもう少し輸入が減り輸出が増えることになる。今、消費性向が100を超えていますから、さすがに消費ももう少し抑えられ、不動産価格ももう少し下がることになってくる。このような調整は、実は世界の異常な需要超過を抑える上で好ましいと思いますし、それによって為替はもっと円高のほうに振れるかもしれません。

しかしこのような世界的な需要超過と、サブプライム・ローンの一連の金融の連動とは、どういうふうに関わっているのでしょうか。たまたま一緒になったのか、やはりサブプライム・ローン問題は、グローバル経済の矛盾として暴き出されてしまったのか。つまり、不均衡を象徴するものとして惹起した問題なのか。

杉浦 そのように感じております。アメリカが低金利をずっと続けてこられたのは、彼らの事情とすれば、ITバブルの崩壊とか、デフレの懸念とか、いろいろあったわけですが、やはり海外の影響は大きかったように思います。国外から安い製品が大量に入ってくるので、低インフレが続いた。さらには、お金もどんどん米国内に入ってきますから、連銀がインフレを懸念して短期金利を上げて、長期金利は上らなかったという状況があった。低金利が続く中で資産価格は上昇し、サブプライム・ローンが出てきて、家計が喜んで借金をしたわけです。

伊藤 なぜこのような経済上の不均衡が起きたのかという話を、もう一度整理してみたいと思います。少し前に

アメリカでニューエコノミー論というのが出てきて、景気循環は終わったということを書いていました。普通の経済では、景気が加熱すると資金がショートしてきて、金利が上がり、それが経済の上昇を少し抑える。あるいは物が売れてくる、例えば自動車が売れてくれば、生産現場では残業して一生懸命つくろうとしますが、間に合わない。人も足りない。それが物の価格を上げて需要を後退させる。つまり、経済のメカニズムの中で、ある種の自浄作用が働くことになります。

ところが、この10年ぐらいのグローバル化の中で起こっていることは、アメリカで景気が急激に良くなって貯蓄がマイナスになっても、海外から資金が入ってきてしまうので、金利があまり上らない。アメリカで需要が急増して消費が増えても、中国あたりから物が豊富に入ってくるので、物価を押し上げることもほとんどない。サプライサイドがあまり大きなフリクションを起こさないで、物や金がどんどん増えていくような状況になっているので、それが結果的には、かなり無理な金融構造をつくったり、グローバルに不均衡な状態をつくってしまったのです。そんな中で、サブプライムという問題が引き起こされ、今、調整されているということだと思っております。

杉浦 おっしゃるとおりだと思います。

■ 楽観できないアメリカ経済の行方

伊藤 サブプライム・ローンというの

は、原因ではなくて、今言ったような結果としての面もある。そして、結果がまた原因になっていくのですね。

杉浦 結局、家計が返しきれないような債務を抱えて、なおかつ返済原資であったキャピタルゲインがなくなり、キャピタルロスも出てくる。そしてフローの所得で過剰の借金を返さなければいけないということで、バランスシート調整が始まっているのだと思います。

つい先週もアメリカに出張していて、「日本は企業のバランスシート調整で長期不況になって、金融危機が起きた。あなたのところは家計のバランスシート調整が始まるから、これから大変だね。」と言いました。すると彼らは、「いや、そんなことはない。家計の借金は多いかもしれないけれども、資産もどんどん増えているので、ネット資産で見れば可処分所得対比の数字は極めて高い。バランスシート調整などあり得ない。」と言っていました。昨日発表された米国の資金循環勘定では、家計の資産が再び減少していますので、おそらくこれからさらに減っていくと思います。

伊藤 株や不動産であれば、当然減っていきますので、そうすると、いずれ彼らもバランスシート調整に直面することになるのではないのでしょうか。

杉浦 その通りだと思います。その後、ゼロになった貯蓄を増やさなければいけないので、消費も減りそれが経済にも影響を与えることになる。普通の景気循環における調整であれば、金利を下げればそこで収まる話ですし、いず

れペント・アップ需要(買い替え需要)が出てきて、景気は上向いてくる。アメリカの景気が良くなる時というのは、通常は、住宅がよくなり、その後耐久財消費が増えるというパターンをたどります。しかし、今回は、家計のバランスシートが壊れていますから、金利を下げてても効かないし、住宅市場の調整もあと1年か1年半ぐらい続きます。住宅も売れない、消費するための資金調達もできない、所得もそんなに増えないということになる。アメリカ経済の調整は非常に大きなものになるような感じがします。

伊藤 今の時点で、この調整はどの程度長引くとお考えでしょうか。

杉浦 普通に考えると、中長期的な成長のトレンドがある中で、住宅バブルのときには成長力が実力以上に押し上げられ、調整期に入るとこの部分が低下して、またもとに戻っていくという経路を辿るのだと思います。もし信用膨張がなければ、バブルもそれほど大きく起きず、少し景気が良くなって、そこで物価が上り、引き締めがあって、少しだけ調整される。アメリカの不況の平均は8ヵ月ですから、普通に考えますと8ヵ月でもとへ戻るということになるのでしょうか。しかし、経済が信用膨張によって実力以上に嵩上げされているので、その調整は大きくなってしまいます。さらに、金融システムに対する不安、信用不安が起きているので、それがまた、事態をさらに悪くしています。当初考えられていたよりは、振幅が大変に大きく、それもあつという間に終わるのではなくて、従来

のリセッションよりはかなり長いということをご想定しておいたほうがよいと思います。

伊藤 山高ければ谷深しということですね。

杉浦 はい。谷深しで、予想よりも長い。これまでの不況よりも2倍とか3倍くらい長いということは想定しておいてもいいと思います。少し前に話題になった、ラインハートとロゴフが書いた論文があります(注1)。それによると、第二次大戦後の先進国における金融危機は全部で18回あったのですが、その中で、特に金融危機とそのあとの落ち込みが厳しかったのが、日本を含めて5ケースあると言っています。日本、フィンランド、ノルウェー、スウェーデン、スペインです。金融危機が起きたあと、その5カ国の経済にどのような影響が起きていたのかを調べてみると、平均して、GDPが5%マイナス、不況が3年続いたというのです。18ケースの平均だと、GDPが2%マイナスで、不況が2年だそうです。今回のアメリカの場合がどちらになるかわかりませんが、その中間だと考えれば、おおよそGDPが3%くらい減る可能性もあり、不況も2年か3年続くと考えておくのが、妥当な線だと思います。

伊藤 日本の場合はもう少し厳しかったのではないのでしょうか。日本が経験したのよりは厳しくないだろうと、当事者の人たちは思っているかもしれない。

杉浦 そうかもしれませんね。

■ アメリカの経済不況が世界経済に与える影響

伊藤 アメリカにかなり激しいリセッションがくると、おそらくアメリカだけでは終わらず、例えば日本、中国、場合によっては欧州、世界に響いてくるはずですが、それにもかかわらず、石油だとか、あるいは一次産品がこんなに高いというのはどうしてでしょう。これから先に2年ぐらいいリセッションが予想されれば、当然、そういうものの値段は下がってもおかしくないと思うのですが。

杉浦 よく言われておりますように、今のところは、ドルに行っていたお金が、原油や商品に行っているという説明が、一番もっともらしいかなと思います。アメリカ経済の影響はそれほど他国には及ばないという、いわゆるデカップリング(decoupling)の状況もあるかと思っています。しかし、最近はどうも「デ」ではなくて「リ」ではないか、つまりリカップリング(recoupling)ではないかという議論も出てきています。

伊藤 中国や他の新興国もアメリカに巻き込まれて、一緒に不況に陥ってしまうということなるのでしょうか。

杉浦 デカップリングかリカップリングかという議論については、これは中間くらいだろうと思います。アメリカ経済がここまで減速して、既にリセッションに入っているという見方もありますし、目の前だという見方もあります。不況はそんなに簡単に終息しないという見方もあり、そのあとの回復

もV字型ではなく、ダブル・ディップ（double dip）、トリプル・ディップと言われた、90年代初めのリセッションと同様、だらだらとした道筋をたどるだろうという議論も増えています。私自身も、そのように見えています。もし、そうだとすると、中国経済もさすがに何らかの悪影響を被るものと考えられます。中国経済を引っ張ってきたのは輸出ですし、輸出関連の投資、あるいは輸出を増やすためのドル買い人民元売りによってもたらされた投資だったわけです。出発点はどうもアメリカのような気がするのです。

伊藤 中国のほかにも、影響を受けそうな国はありますか。ヨーロッパにもイギリス、スペイン、アイルランドなど、住宅バブルで苦しんでいる国があると思うのですが。

杉浦 欧州ではドイツ以外は、今、経済の減速感が強まっています。インドでも、ITが元気だとはいっても、ITの売り先はアメリカだということで、確実に影響は及んでいます。アメリカが今年にリセッションに入って、来年の少なくとも前半、または来年いっぱいぐらいまで落ち込むとすると、それがヨーロッパ、あるいは日本に今年中に波及して、来年には中国やインドまでもが目に見えて減速してきそうな感じがします。

そうなったときに、先ほど伊藤理事長がおっしゃったように、原油などの商品の価格も下がっていくのだろうと思います。実際に海運の市況などは、すでにピーク比で4割ほど落ちています。アメリカ経済の減速の影響は、タ

イムラグをもってこれから出てくると思います。

最近、新興国でも株価が下がっている。インドでも今日もずいぶん下がっているようです。インド、中国の株価はサブプライム危機が勃発した7月末の水準にほとんど近づいているか、それを下回っています。株価の調整は一步先に始まっているようです。

■ 日本への影響は限定的か

伊藤 日本に対する影響というのも、すぐではないにしても、相当厳しい形で表れてくると考えられますか。

杉浦 足元の経済指標だけ見れば、生産統計は去年の10月がピークで、それを超えられないでしょうから、すでにリセッションに入ったという人もいるようです。この6年間のGDP寄与率を見てみると6割以上が輸出ですので、今回の景気回復は結局、ほとんど輸出に依存していたわけです。少なくともこの1年とか1年半とかという短期で見ると、一番影響を受けるのは、もしかすると日本かもしれないなと思います。

ただ、3年、5年というタームで見た場合には、アメリカやヨーロッパよりも、日本のしぶとさがむしろ際立つ可能性もあると思います。アメリカもヨーロッパも、借金でアップアップしているわけで、雇用調整もこれから始まるでしょうし、設備投資にも慎重になると考えられます。日本が昔、三つの過剰（負債・雇用・設備の過剰）と言っていたものを、彼らはこれから何と

か整理していかなければならない。金融不安にも対処していかなければいけない。

日本は、一部でサブプライムで損を出したりしていますが、それでも企業の債務はみんな返してしまっています。固定費も削減していますから、損益分岐点は非常に低い。設備投資も、中国よりもむしろ国内に重点が置かれている状況です。最近少し落ちてはいますが、それは少なくとも過剰設備で落ちているわけではありません。そう考えると、欧米がバランスシート調整や金融不安の処理で苦しんでいる一方で、日本にはそれほど処理するものはないわけです。

伊藤 財政赤字以外はね。

杉浦 そうです。それ以外はあまりない。世界にとって次の問題はインフレだと思います。アメリカも、ヨーロッパも、新興国も、これからインフレで悩む。一方で、日本はインフレの問題はありません。日本はその調整はすでに終わっているし、あったとしても軽いと思っています。今の状況は、1980年代の第二次石油危機の後とよく似ていると思います。彼らはあの時は、スタグフレーションで苦しんで大変だった。日本は第一次石油危機の轍を踏まないということで、賃金も抑えましたが、企業も値上げしませんでした。インフレは早く収まって、景気も欧米に比べれば早期に回復した。それが日本の経済の相対的な成長力の高まりになって、これが円高につながっていったのだと思います。希望的観測かもしれませんが、同じようなことが今回も起きるの

ではないかと思います。

伊藤 一つ伺いたいのですが、どうして欧米はインフレに苦しむ可能性が大きいのでしょうか。アメリカの景気が悪くなってくると、需要が落ちてくるわけですから、石油も中期的に少し値段が下がってくる。となると、むしろインフレ圧力は弱まるのではないかと思うのですが。

杉浦 アメリカについていえば、まず生産性の上昇率が鈍化していて、以前に比べてインフレ吸収力がなくなっているということ。それと、大統領選挙があって、今、賃金上昇の抑制ができないというのが非常に大きな問題になっています。日本のように賃金を下げるという選択肢はないし、そういう状況もなかなか出てこないと思います。ヨーロッパは、特にドイツは、今、ストライキをやっていますが、賃上げがあるとそれがインフレにつながっていく。

新興国が急成長を遂げてきた結果として、原油やコモディティの需要が高まり、人件費も高騰してきた。新興国はすでに、食料品や原料がインフレです。中国の最低賃金は、もう何年か連続で2桁の上昇率を示していますし、他の国でも賃金は上がっていますので、それに伴うインフレ圧力もあります。産油国はドル・ペッグ制を採用しているので、金利低下にともなうインフレ懸念が高まっています。

加えて、金融不安もあって、金融緩和や財政刺激などのリフレ政策が取られるとすると、さらにインフレ圧力は高まります。結果的にスタグフレーション

ヨンになるかもしれませんが。そういうリスクはかなり高まっているように思います。しかし、日本にはそういう心配はないです。

伊藤 インフレという面からいっても、日本は欧米や他の新興国ほど悩まなくても済むということですね。日本がどこまでしぶといかは別として、例えば海外がインフレ的になって、景気が落ち込んでくるとしたら、為替で見るとかなり円高の方向の行くということでしょうか。

杉浦 そうですね。ドルについてはすでに、ドル離れの動きが非常に顕著です。この前、ドバイへ行ってきましたが、サウジアラビアがドル・ペッグ制を維持しているがために、他の産油国もなかなかドル・ペッグ制をやめることができない。しかし、クウェートはもうやめましたし、他の産油国もインフレを考えるとドル・ペッグをやめる、あるいは切り上げるというのが一番いい選択だと、中東諸国は思い始めています。こういったドル離れが進めば、ますますドル安に動いていくと思います。一方、アメリカ経済で今一番好調なのは輸出です。アメリカ自身が、ドル安を放ったらかしにするというインセンティブは非常に高いということがあります。

伊藤 今だと円安ですから、自動車などの輸出絡みの産業が高い利益をあげて、国内はどちらかというと低迷している感じがします。しかし、日本の産業構造もずいぶん変わってきています。今後そういった為替の変動に対して、どういった影響が日本経済の中で出て

くるとお考えですか。

杉浦 今のところ輸出企業が、どれぐらいの円高まで耐えられるかというのはわかりませんが、90円ぐらいになっても利益は出る体質にはなっています。もちろん120円と比べれば利益は当然減りますが、かつてのように円高になったら、どこも大赤字で、日本経済はダメだという状況では決してなくなってきています。円高に対する抵抗力は、新聞等で大騒ぎするよりはついているのだろうと思います。

■ アメリカの地位は低下したのか

伊藤 日本とアメリカで貿易摩擦が非常に激しく起こったときにも、アメリカの国力というのは落ちていくと言われましたが、今回のドル安についてはどうでしょうか。アメリカの国力というかアメリカの地位が、世界の中で予想以上に早く低下をしてきていると、受け止めることはできるのでしょうか。

杉浦 それはあると思います。今回のサブプライムの問題も、もしかするとそれかもしれないし、経済がここまで急速に冷え込んだのもそうかもしれません。

伊藤 アメリカの人口は、1995年から2005年にかけて年平均300万人ぐらい増えているのですが、その中には、いわゆる世界の優秀な人たちも移民として入っています。あと30年すると人口は4億になるといっているのですが、その辺りの戦略はなかなかしたたかなという感じがしますが。

杉浦 確かに人口は毎年1%弱増えて

いますし、安い労働力も増えているので、潜在成長力という意味ではそんなに下がらないと思います。アメリカでも人口の高齢化は進んでいます、アジアも含めて他国のほうがよほど早く進んでいます。それを貯蓄率、経常収支に反映させると、日本はおろか、ヨーロッパもみんな経常赤字になって、黒字になるのはアメリカだという見方もあります。そういうこともあるので、アメリカの国力が衰退するというのは、相対的に見れば違う、という議論も当然成り立ち得ると思います。

ただ、最近の大統領選挙での議論を聞いていて思うのは、グローバル化というものはアメリカにとって受難なのではないかという議論がだんだん強まってきていることです。90年代に進んだグローバル化には、アメリカは深くかかわっていて、そのメリットを低インフレとか、それに伴う購買力の拡大という形で、おおいに享受していた。しかし、そういうアメリカの一人勝ちの時代が、ここにきて終焉したのではないかという声も聞かれます。

■ 「サブプライム不況」脱出のシナリオ

伊藤 今、どちらかというところかなり悲観的なご指摘を伺ったわけですが、いろんな適切な対処、施策をして、一番うまくいった楽観的なシナリオというのはどういうものでしょうか。例えば、アメリカの中央銀行は金利をずいぶん下げていますし、場合によっては政府がさらなる景気対策をやるかもしれな

い。ポテンシャルとしては、グローバル化は生産性を上げる力を持っていますから、楽観的なシナリオはあり得ると思います。

杉浦 先週、アメリカ人とも議論しましたが、楽観的な人が非常に多い。彼らが言っていたシナリオは、伊藤理事長がおっしゃられたように、まず金融緩和する。これまでもこの半年間、ドラスティックにやってきて、おそらく今月も下げるだろうし、場合によっては2%、あるいは1%までFF（フェデラルファンド）レートを下げるかもしれない。そうすると、タイムラグをもって、今年の年末か来年の前半ぐらいにはそれが効いてくる。どういう形で効いてくるのかはわかりませんが、住宅市場が底を打って再び活況になるか、あるいは信用不安が収まる。それで、今は値段の付いてない債券に値段が付いて、底値がつけば、みんな買いにくるという話です。それまでの期間を、今回の景気対策がタイミングよく埋めていけば、今年の前半はリセッションだけれども、後半からV字型に回復するというシナリオです。確かにあり得ない話ではないと思うのですが、これは非常に楽観的なシナリオです。日本の経験を考えると、それほどうまくいくはずはないだろうと、個人的には思います。

そして、アメリカのもう一つの頼みは輸出です。これは中国やインド、ロシアなどの新興国が、それぞれデカップリング・シナリオに沿って、成長していくということを想定しています。これらの国の内需は非常に堅調ですの

で、ドル安も手伝ってアメリカから輸出が増え、アメリカ経済は持ち直すだろうということです。そういう意味では日本と一緒に、ある意味で政策頼み、海外頼みです。政策頼みというのは、何となく都合のいいことしか考えていない気がします。海外頼みというところは、正直、どちらに転ぶかはわかりません。

中国は社会主義国ですから、景気が落ちそうになれば、財政支出をするなり、不良債権を飛ばすなりと、何でもできるので、10%成長を続けられるかもしれない。インドもインフラ投資を一生懸命やっていますので、それで経済を嵩上げすることも十分可能です。ロシアは、製造業がなかなか伸びないので危ういのですが、それでも原油が高い間は高成長を続けられるので、そこに命運を託すことはあり得ると思います。しかしながら、アメリカ自身が、今の金融不安からすぐに立ち直るかという、私はどうも、そこは眉唾のような気がします。

■ S&L危機:日本のバブル不況:「サブプライム不況」

伊藤 1980年代から1990年代初頭に、住宅ローン専門金融機関である貯蓄貸付組合(S&L)が相次ぎ破綻し、その時もアメリカは経済的な混乱を経験したわけです。当時もアメリカ経済はかなり厳しいと言われていましたが、それから何年かしている間に、生き返ってしまいました。今回のサブプライムのショックというのは、S&L危機のとき

と比べるとどの程度なのでしょう。

杉浦 S&L危機のときの損失は、不良債権の比率からいっても、対GDP比で2%ぐらい、金額にすると1,000億ドル程度だったと思います。今回については、サブプライム関連の損失だけで考えますと1,700億ドル程度で、GDPの1.3%に相当するという試算結果が、IMFによって出されています。(注2) この数字だけだと、S&L危機ほどでもないと言えますが、そこからどんどん広がっていることを前提に考えれば、影響はもっと大きくなると思われます。IMFのレポートでは、さらに、証券化商品の時価評価に伴う評価損を2,000億ドルと見積もっています。トータルで3,700億ドルほどになって、GDP比3%程度の損失になるということも指摘できます。

伊藤 今回のサブプライムの問題を、日本のバブルの時の比べた場合はどうでしょうか。

杉浦 バブルの始まりを1985年と仮において、銀行の貸出残高のピークは1996年ですので、その約10年間で、バブルに対応してどのくらい貸出が増えたかというのを計算しました。これはまったくの単純な試算なのですが、その間、バブルによって増えた金額を見ると、220兆円という数字になりました。現時点での最終的な不良債権の処分損というのは98兆円ですので、バブルのときに増えた貸出の4割が不良債権になったということです。それは、対GDP比でいうと20%になります。

アメリカでも日本と同じことが起こると仮定して考えてみます。2000年か

らの住宅ローン、住宅モーゲージの増加を見ると、今日まで5兆ドルあります。日本と同様に4割が損失になるとすると、2兆ドルですので、対GDP比でいえば15%です。これは決して少ない数字ではありません。

伊藤 ただ、モーゲージや住宅ローン絡みのものが棄損したとしても、証券化しているから、むしろ銀行のバランスシートにはあまりはね返ってこないのではないですか。確かに銀行が保証した部分は戻ってくるということですが、どれくらいバランスシートに影響を及ぼすかはわからないのでは。

杉浦 それはおっしゃるとおりです。ただ、問題の広がりという点からいうと、そういう最悪のシナリオも十分に考えられます。先ほどはじき出した3,700億ドルの損失のうち、実際にアメリカの銀行が持っているのが1,700億ドルだということを前提にすると、1,700億ドルの自己資本が失われることになる。その額が資産の8%に相当すると考えると、12.5倍の資産を圧縮しなければいけないので、それを計算すると約2兆ドルの資産圧縮が必要ということになる。それで、貸出圧縮と債券の保有の圧縮というのが起きると、GDPがさらに1%、1.5%減るという話はあるわけです。こういったマイナスの影響は、考えればいくらでも広がられます。

伊藤 逆に言うと、銀行に非常に大胆な資本注入をすれば、それは止められるかもしれませんね。

杉浦 そこは止まります。ですから、今は禁じ手ですが、とにかく最後の手

は銀行を救済するということになります。どういう形で救済するのは分かりませんが、それにもいろいろな方法があります。税金で資本注入するのか、あるいは、これは無理でしょうが、LTCM（ロング・ターム・キャピタル・マネジメント）のときのように奉加帳を回してお金をかき集めて、値段の付かないCDOを買い取って値段を付けるという方法もあります。さらに、非常事態としてマーク・トゥ・マーケットをやめるとか、自己資本比率規制を一時緩めるとか、そういうところまでやって、大銀行を潰さないことも考えられます。

伊藤 普通の銀行に対するに資本注入というのは、預金者保護という視点がありますが、今回の場合は、その辺りは少し微妙でしょう。今、サブプライム関連で一番損失が大きいのはシティですが、その他に巨額な損失を出しているメリルリンチやモルガン・スタンレーなどは証券会社ですからね。

杉浦 金融システム全体の信用という意味では、商業銀行に限らず証券会社も大事です。ただ、証券会社であるメリルリンチやモルガン・スタンレーを助ける理由は、多分立たないと思います。日本のように分別管理をやっていけば損失は投資家に行き、そこで終わるわけで、銀行のような信用創造機関でなければ、金融機関破綻による損失のさらなる拡大というのは、理屈の上では出てきません。あくまで、それは投資家の問題だという話になります。ただ、その証券会社に銀行が多額の融資をしているとすれば、話は別でしょうが。

伊藤 ほんとうに明快なお話で、大変に勉強になりました。本日はありがとうございました。

平成 20 年 3 月 7 日

NIRA にて

杉浦 こちらこそ、ありがとうございました。

(注1) Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, “Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison.” (2008).

(注2) IMF, *Global Financial Stability Report: Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies*, (October 2007), p.12.

杉浦 哲郎(すぎうら てつろう)氏略歴

早稲田大学政治経済学部卒。富士総合研究所ニューヨーク事務所長、同経済調査部長などを経て、2007年よりみずほ総合研究所専務執行役員・チーフエコノミスト。専門は日米マクロ経済、経済政策分析。主な著書に『アメリカ経済は沈まない』[2003]日本経済新聞社、『BRICs～持続的成長の可能性と課題』[2006]編著、東洋経済新報社等多数。

対談シリーズ

対談シリーズは、NIRAホームページでご覧いただけます。
<http://www.nira.or.jp/president/interview/index.html>

(肩書きは、対談時のもの)

- 第21回** 2007年7月 **地域再生と創造都市**
 ゲスト：大阪市立大学大学院創造都市研究科教授
 都市研究プラザ所長 佐々木雅幸氏
 聞き手：NIRA理事長 伊藤元重
- 第22回** 2007年8月 **アジアの課題 アジアの非伝統的安全保障**
 ゲスト：立命館学大学国際関係学部准教授 本名純氏
 聞き手：NIRA理事長 伊藤元重
- 第23回*** 2007年9月 **これから10年・飛躍する産業 医療、環境、情報通信・・・これが新しい日本経済の強みだ**
 ゲスト：経済同友会代表幹事 桜井正光氏
 聞き手：NIRA理事長 伊藤元重
- 第24回** 2007年10月 **日本のアジア戦略をどうするか(1)「ASEAN+3」を考える**
 ゲスト：東京大学大学院総合文化研究科教授 山影進氏
 聞き手：NIRA理事長 伊藤元重
- 第25回** 2007年10月 **日本のアジア戦略をどうするか(2)FTAを外交に活用できるか**
 ゲスト：慶応義塾大学経済学部教授 木村福成氏
 聞き手：NIRA理事長 伊藤元重
- 第26回** 2007年11月 **分権化時代の自治体経営**
 ゲスト：高崎市市長 松浦幸雄氏
 聞き手：NIRA理事長 伊藤元重
- 第27回** 2007年10月 **地域経済の発展と産業クラスター**
 ゲスト：東北大学教授 原山優子氏
 聞き手：NIRA理事長 伊藤元重
- 第28回** 2007年11月 **日本のあるべき姿とシンクタンクに期待される役割**
 ゲスト：富士ゼロックス株式会社相談役最高顧問 小林陽太郎氏
 聞き手：NIRA理事長 伊藤元重
- 第29回*** 2007年10月 **新時代の農業を生きる ある生産者のビジョンとチャレンジ**
 ゲスト：株式会社ぶった農産 代表取締役社長 佛田利弘氏
 聞き手：NIRA理事長 伊藤元重

* 月刊『Voice』(PHP 研究所)から転載。

NIRA 総合研究開発機構
 National Institute for Research Advancement

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿 4-20-3
 恵比寿ガーデンプレイスタワー34階
 TEL:03-5448-1735 / FAX:03-5448-1744
 URL: <http://www.nira.or.jp/index.html>