

Contents

\*\*\*\*\*

特集：サブプライム問題の行方	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Hazardous times” 「大荒れのとき」	7p
< From the Editor > 不透明性を撃て	8p

\*\*\*\*\*

特集：サブプライム問題の行方

夏期休暇ということで、2週間、本誌をお休みいたしました。つくづく暑い夏でしたが、マネーマーケットにとっては特に熱い夏だったのではないのでしょうか。ということで、今週号はサブプライム問題に関する3つのコラムを掲載します。

ひとつは8月6日、日経ネット「マネー&マーケット」経済羅針盤の連載コラムに寄稿した「サブプライムと肉まん」。

2つ目は書き下ろしで、「国際金融危機の心理学」。

そして最後は、8月31日の日経金融新聞「視点論点」に寄稿した「心ならずも増える国家の仕事」。以上、ご参考になれば幸いです。

(1)「サブプライムと肉まん」

このところ、株式市場や為替相場が荒れ気味である。この世界には、「1の桁が7の年は大荒れ」というジンクスがあって、1997年のアジア通貨危機、87年のブラックマンデー、67年のポンド危機などの例が有名だ。「アンラッキーセブン」とでもいうべきこの法則は、今年も実現してしまうのだろうか。

2月末にいきなり上海市場発の「世界同時株安」があったりして、ヒヤリとさせられた。しかしその後の相場は立ち直り、快調な右肩上がり続けて来た。7月中旬にはニューヨーク株式市場が、ダウ1万4000ドル台の史上最高値をつけた。しかしその翌週から、「サブプライム問題」に端を発する株安が始まった。東京市場もいや応なく、荒波をかぶっている。今後の展開を予想してみよう。

## 関心はポスト安倍よりポスト福井

まず、これまでのニューヨーク市場は、「ゴルディロックス経済」と呼ばれるような理想的な投資環境にあった。経済成長は巡航速度で軟着陸を目指し、インフレは起きず、世界的なカネ余りで金利は低下傾向。これで企業業績が良いのだから、投資家にとってこんなに結構な話はない。これが昨年夏からの息の長い上昇相場の原動力となった。

しかるに、「ゴルディロックス」状態はそろそろ出口が近そうである。まず原油価格が再び史上最高値を更新し、インフレ懸念が頭をもたげてきた。景気も四半期ごとのブレが大きい。当然のことながら、金利の先高観が生じてくる。バーナンキ米連邦準備理事会（FRB）議長の次の一手は、利下げではなく利上げかもしれない。

ここで重要になってくるのが、日本銀行の動きである。円キャリートレードという形で、世界に流動性を供給し続けてきた日本の超低金利が、そろそろ終わるかもしれない。機関投資家の間からは、「ポスト安倍なんてどうでもいいから、ポスト福井が知りたい」などという声もれ聞こえてくる。参院選で歴史的大敗を喫し、ほとんど「ツーストライク・ノーボール」状態の安倍晋三首相よりも、来年3月に任期の切れる福井俊彦日銀総裁の後継者が気になる。今や世界が注目しているのは、日本の政局よりも金融政策なのだ。

## サブプライム、金融商品の「隠し味」に

と、こんな風に市場が高所恐怖症になりつつあったところを、サブプライム問題が直撃した。ご案内の通り、サブプライムとは米国における低所得者向けの住宅ローンのこと。住宅価格の上昇が続いている間は良かったが、金利上昇とともに焦げ付き件数が増えてきた。融資残高は1兆3000億ドルに上るが、その延滞率が13%となり、昨年12月から住宅ローン会社が約20社破綻している。さあ大変だ、という声に対し、主流派エコノミストたちからはこんな説明がされたものである。

「全米で見た場合、住宅価格が下落しているわけではない。そして住宅ローン全体の貸し出しに占めるサブプライムの比率は10%程度である。90年代の日本のような、資産デフレや金融不安の可能性は低い。」

「仮に経営破綻に追い込まれる金融機関が出るとしても、他の健全な銀行が買い叩いて收拾するだろう。だから日本経済が体験したような『資産デフレ 金融機関の経営悪化 クレジットクラッシュ 実体経済への悪影響』といったスパイラルは考えにくい」

「強いていえば、住宅投資の減少や個人破産増加による消費への影響が懸念されるが、小規模にとどまるだろう……」

ところが7月に入って生じたのは、サブプライム問題を契機とする信用収縮であった。なぜだろう。

サブプライムのリスクを分散するために、金融機関はその大半を証券化して販売していた。例えば銀行が一口30万ドルの住宅ローンを1000本組んだとする。すると合計3億ドルの貸し出しができる。銀行はこの貸し出しを証券会社に売り、利益を確定する。証券会社は、これを1000万ドルずつに分けて投資家に販売する。サブプライムローンは高利回りなので、金融商品に入れると全体の利回りを上げる絶好の「隠し味」になるのである<sup>1</sup>。

こんな風に、サブプライムの最終リスクを分散してしまうのは、売り手側としてはまことに都合が良かった。ところが金融商品の買い手側からすれば、「自分が買った投資信託に、知らないうちにサブプライムが入っていた」ということもあり得るわけだ。サブプライムの格付けが一斉に引き下げられた時点で、投資家は疑心暗鬼に陥った。金融商品が投げ売り状態になって、大きな損を出す投資家が相次いだ。つまり問題は住宅市場ではなく、クレジット市場にあったのである。

### 「食べただけでは分からぬ」怖さ

ここで筆者は思わず、「北京の肉まん騒ぎ」を思い出してしまう。「段ボールが入った肉まんが売られている」というのはテレビ局のヤラセだったそうで、何はともあれご同慶の至りである。が、このニュースを聞いて誰もがギョッとしたのは、「食べただけでは肉まんの中身までは分からない」ということではなかったか。今や中国産の食品が盛んに輸入されている一方で、われわれの舌はそれほど敏感でも繊細でもないのである。

同様に、自分が買った金融商品の中身はバッチリ分かっているという投資家がどれだけいるだろう。ほとんどの金融商品には、肉まんと同様に「情報の非対称性」がある。商品について、買い手は売り手ほど詳しくなることは出来ないのである。

かといって、金融機関に勧められた商品を素直に買っているようでは、こういうときに慌てふためくことになる。が、そうでない人はきわめて少数派であることを考えれば、この騒ぎ、しばらくは続くのではないかと筆者は考えている。

それにしても、アメリカの住宅価格や中国の肉まんに一喜一憂しなければならないとは、グローバル化時代はなんと難儀なことであろうか。

(8月6日、日経ネット「マネー&マーケット」経済羅針盤)

<http://markets.nikkei.co.jp/column/rashin/personal.cfm?genre=i2>

---

<sup>1</sup> 個々にはリスクのある金融商品も、数多く集めてパッケージにしまえば、すべてのリスクが同時に実現する確率は低いので、結果として安全な金融商品となる。そうなれば格付けも高くできる、という理屈であった。ただし数が増えればチェックも粗雑になるので、結果としてリスクの高い商品が出来てしまう。

## (2) 国際金融危機の心理学

「アンラッキーセブン」の法則は、不幸なことに的中しつつあるらしい。こういう「10年に1度の混乱」が起きるとき、かならず耳にするセリフがある。以下はその代表的なものである。

- 「マネーゲームはやはり悪である」
- 「米国経済の終焉がとうとう訪れた」
- 「実体経済にも悪影響が懸念される」

しかるに、上記のような恐怖の予言は不思議なほど成就しない。10年に1度くらいのわりで、マーケットに混乱が吹き荒れたとしても、あいかわらずマネーゲームは進化を続けているし、米国経済はなおも世界の先頭を走っているし、実体経済は意外と堅調だったりする。要は上記のようなセリフは、いつも言いたがっている人たちがいるのであって、あんまり真に受けてはいけないのであろう。

本来、マーケットというものは、間歇的に行き過ぎが生じるものである。10年に1度くらい、大荒れになるのは不思議なことではない。平穩無事で、将来が予見可能な状態が永続する方が異常であるとさえいえる。そしてまた、混乱期は投資家を鍛え、市場に何がしかの学習効果を残す好機でもある。もちろん人間は忘れっぽいので、この学習効果は数年を経ずして失われてしまうのであるが。

それでは、マーケットの混乱期における正しい心がけとはどのようなものであろうか。

- 「山より大きなイノシシは出ない」
- 「この世に終わりはない」「命までは取られない」
- 「痛い目を見ることによって、正しいリスクの取り方を学習できる」

上記のようなセリフは、1987年にも1997年にも聞いたような気がする。やはり人間は同じことを繰り返すので、そのために10年に1度くらいは「アンラッキー」が訪れる必要があるのかもしれない。

一方で、危機を直視しようとしめない態度も困ったもので、以下のような声もよく聞くところである。

- 「株価はもう戻しているから大丈夫」
- 「欧米はともかく、日本は関係ない」
- 「所詮はプロの世界のこと。個人には関係ない」

については、当面の株価は当てにならない。なんとなれば、投資家の損がどの程度であるかまだ確定しておらず、場合によっては 1998 年の LTCM 級の破綻が来るかもしれない。そうとなれば、中央銀行の利下げだけでは解決しなくなるので要警戒である。

もよく聞くが、欧米の経済の調整はアジアにも及ぶので、回りまわって日本経済にも確実に影響する。さらに言えば、日本の金融機関が無自覚にサブプライムを買っている(買わされている)可能性は小さくない。

については、「あなたの年金がサブプライムを買っているかもしれない」と言うだけで、表情がこわばるだろう。

さて、「アンラッキーセブンの法則」が成立するとしたら、その後の展開も似たようなことになるかもしれない。過去に大きな市場調整があると、そのあとは得てして、「利下げ バブル発生 バブル崩壊 安全保障上の危機」というサイクルが続くのである。

1987 年：ブラックマンデー 日銀の低金利 日本不動産バブル	1990 年 バブル崩壊	1991 年 湾岸戦争
1997 年：アジア危機 ロシア危機 Fed の利下げ 米国の IT バブル	2000 年 バブル崩壊	2001 年 9・11 テロ
2007 年：サブプライム問題 Fed の利下げ 中国バブル？	2010 年 バブル崩壊？	2011 年 中東危機？

上記のように考えれば、向こう 2 年間は意外と投資家にとっては稼ぎ場が到来するのかもしれない。要するに不安定な時期においては、過度な悲観も楽観も禁物である。

### (3) グローバル化時代の逆説：心ならずも増える国家の仕事

サブプライム問題に端を発する世界的な市場の混乱は、欧州中央銀行 (ECB) を中心とする大量の資金供給と、米連邦準備理事会 (FRB) による公定歩合下げによって落ち着きを取り戻した。しかしこの問題で、誰がどの程度の損失を被っているかは、1~2 ヶ月たたないと分からないという。「通貨の守護神」たちにとっては、今後も気の抜けない日々が続くだろう。

一連の経緯を見ていて、「心ならずも増える国家の仕事」という言葉が思い浮かんだ。冷戦の終了と経済のグローバル化が同時進行した 1990 年代には、「国家の時代の終わり」という指摘をよく耳にした。国家の代わりに主役となるのは、国際機関であり多国籍企業であり NGO であろう、21 世紀は「脱・国家」の時代になる、とのことであった。

ところが、「脱・国家」は思いのほか難しかった。例えば欧州では通貨統合という形で、「国家は国境を越えられるか」という実験が進行した。その一方で、ユーゴスラビアでは民族や宗教間の対立が噴出した。そして実際に戦火が拡大してしまうと、国連も EU もなす術がなく、最後は米軍による空爆を待つしかないのであった。

そうかと思えば、金融のグローバル化が行き過ぎたツケとして、1997年にはアジア通貨危機が発生した。その処理に国際通貨基金（IMF）が出動したところ、インドネシアなどはかえって混乱を拡大してしまった。つまり国際機関は無力というよりは有害であった。そして金融危機がロシアに波及し、大型ヘッジファンドの LTCM（ロングターム・キャピタル・マネジメント）が破綻すると、FRB が機動的な利下げを実施すると同時に、すばやく資金協力を取り付けて事態を鎮めたのだった。

その後もミレニウム・バブル崩壊（2000年）、同時多発テロ事件（2001年）などがあり、「心ならずも国家が頑張らなければならない」21世紀の幕が開けた。

今やテロリストのネットワークからヘッジファンドまで、世界には「国家」の枠に収まらないアクターが急増している。情報技術の発達や経済のグローバル化が、彼らの動きを加速する。結果として、世界を震撼させるような危機がときおり発生する。ところが火消しに回るのは、あいも変わらずローカルな政府や中央銀行である。

それでは国家はその任に堪えるのか、といえは答えはイエスでありノーであろう。米国は湾岸戦争（1991年）では危機の收拾に成功したが、イラク戦争（2003年）では自らが火種を作ってしまった。ブッシュ・シニアは良かったけれども、ブッシュ・ジュニアは失敗したという違いは、おそらく信認の有無によるのだろう。つまり、国家に信頼がある場合は火消しも成功するが、国家が自らに対する信頼を損ねてしまえば、火に油を注ぐことになりかねないのである。

思えばリーダーシップとは、そういうものなのだ。現実の国際政治や世界経済においては、正統性のある権力というものは存在しない。だとすれば、「あの人が言うのなら仕方がない」と、世界中が納得する状況を創り上げるほかはない。

衆目の一致するところ、軍事力と経済力で世界ナンバーワンの座にあるのは米国であるから、ホワイトハウスや FRB がそういう「人徳」を有していてくれれば、まことに都合がいい。が、いつもそうとは限らない。まして米国は大統領選挙の季節本番を迎え、今後は行動に制限が加わることになる。

目の前のサブプライム問題において、とりえず信用収縮の危険は去った。今後は損が確定するに従って、「奉加帳」が回される機会があるかもしれない。再び国境を越えた協力が必要になるだろうが、「通貨の守護神」たちにその準備はできているだろうか。

いずれにせよ、「国境なき時代において、国家はいつまで『火消し役』足り得るか」は、息の長いテーマとなることだろう。

（8月31日、日経金融新聞「視点論点」）

## <今週の”The Economist”誌から>

”Hazardous times”

「大荒れするとき」

Leaders

August 25<sup>th</sup> 2007

\* 信用収縮のときは中央銀行の出番。とはいえ、急いで利下げすると副作用が生じる。そのジレンマについて、”The Economist”誌が「らしい」切り口で分析しています。

<要旨>

流動性危機のときは強制的に金を貸せ、というのが中央銀行の鉄則である。米国不動産市場の危機が世界中に広がり、多くの投資家が資金供給と金利低下を熱望している。米連銀率いる中央銀行たちはそれに努めている。連銀は利下げするという約束は慎重に避けながら、实体经济を守るためにはあらゆる方策を排除しないと示唆している。

投資家の目から見ると、これは飴玉である。8月16日にはパニック状態であった株式市場は回復してきた。さらに銀行間のクレジット市場も落ち着きを見せている。それもこれも、次回9月18日のFOMC以前にも利下げがあるという期待ゆえである。これは二重の意味で危険である。利下げは確実ではないし、正しいとも限らないからだ。

投資家が誤解したがる気持ちは良く分かる。1987年の暴落以来、連銀はあらゆる金融恐慌でそうしてきた。8月17日の公定歩合切り下げの際も、金融の混乱は米国経済のリスクだと認めた。その10日前に、インフレが最大の懸念だと宣言したときとは様変わりである。

連銀と市場は、まず長期金利をリスクにさらしている。債務を再編しリスクを分散する新しい金融モデルには利点が多かった。だが、サブプライム問題が起きてみると、誰が安全か分からなくなり、銀行は互いに貸し出しをためらうようになった。

中央銀行としては、短期資金を供給することで取り付けを止めなければならない。キャッシュ不足による経営破たんを望む者は誰も居ないし、そうなれば投げ売りあるのみだ。

しかし長期の金融政策の視点に立てば、金利を下げたところでキャッシュが増えるわけではない。リスクの計算方法が変わるだけだ。安い資金は他の資産を魅力的に見せてしまう。連銀は資産価格を下支えしてくれていると思う投資家がいても不思議ではない。が、こうした信仰を見逃すことは、危うい投機を歓迎しモラルハザードを生むことになる。

確かに愛のムチ政策には限界があろう。金融システムに危険が迫れば、連銀は踏み込まねばならない。信用収縮が深刻化すれば、インフレも消えるだろうから、利下げの余地もできる。しかしバーナンキが優先すべきは、金融市場よりも経済の安定である。1998年にLTCMが破綻した際に、グリーンSPANは3度の利下げを行ったが、それは失敗だった。

今回の場合、米国経済への影響を語るには早過ぎる。市場による自己修正作用は始まったばかりである。産油国政府やハゲタカファンド、バフェットのような抜け目ない投資家など、資金はまだまだ待ち構えている。すでにバンカメは、カントリーワイド社に20億ドルを出資する構えだ。利下げを急ぐことは、悪しき遺産を作るかもしれない。

## < From the Editor > 不透明性を撃て

今年是不二家やミートホープ社の不祥事、さらには中国産食品の問題など、食品における「情報の非対称性」が物議を醸す機会が多いようです。売り手は商品の欠陥を知っているけれども、買い手はそのことが分からない。毎日、食べるものであるだけに、消費者は食品の安全性をいつも気にしている。それゆえに、いったん不安心理が生じてしまうと、それを解消することは非常に難しい。

今回のサブプライム問題も、金融商品における同様な構造が浮かび上がります。リスクを分散する「証券化」というマジックは、いつも誰かが最後につかまされるジョーカーを細分化し、いつまでも「ババ抜き」を繰り返すことを可能にしました。しかし気づいてみれば、プレイヤー全員の手の中にジョーカーが残ることになり、そもそも自分の手の中にジョーカーがあるかどうかさえ分からない。結果として誰が貧乏くじを引いたのかも見えないままに、市場は不安定な動きを続けています。

思えば、先の参院選の主要な争点となった「消えた年金番号」と「政治とカネ」も、不透明性が有権者に嫌われました。食もマネーも複雑になる一方の世の中で、以前であれば許された永田町や霞ヶ関の暗闇も、この際、ガラス張りにして最初から出直せ、というのが民意であったのではないのでしょうか。

どうやら「情報開示」こそが、今年の大テーマなのでありましょう。そういえば参院選における最後の駄目押しとなったのは、記者会見における赤城農水大臣の「バンソーコー」でした。あれは出来過ぎた「落ち」であったのかもしれない。

今週、安倍改造内閣はそこそこ好評に発足したようですが、情報開示だけは気をつけなければなりません。不透明性は、遠慮なく狙撃されることでしょう。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)