

2008年11月29日

ビジネスフォーラム講演

日本経済の展望と成長戦略 ——金融危機の影響と長期的課題——

深尾 光洋

慶應義塾大学教授

日本経済研究センター理事長

【略歴】

1974年 京都大学工学部卒業。

後に日本銀行入行。1981年ミシガン大学Ph.D.取得。その後 O.E.C.D.経済局 通貨金融課シニア・エコノミスト、日本銀行 調査統計局企画調査課長、同調査統計局参事等を経て1997年慶應義塾大学商学部教授。現在は日本経済研究センター理事長を兼任。

【主な著書】

1983年「為替レートと金融市場」東洋経済新報社(日経経済図書文化賞受賞)

1990年「実践ゼミナール国際金融」東洋経済新報社

1995年 *Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies*, Brookings

1997年「企業ガバナンス構造の国際比較」日本経済新聞社(森田泰子氏との共著)

1998年「財政投融资の経済分析」日本経済新聞社(岩田一政氏との共編著)

1999年「コーポレート・ガバナンス入門」、ちくま新書

2000年「ゼロ金利と日本経済」、日本経済新聞社、(吉川洋氏との共編著)

2001年「日本破綻」、講談社現代新書

2003年「検証銀行危機」、日本経済新聞社、(日本経済研究センターとの共編著)

2003年「生保危機の真実」、東洋経済新報社(日本経済研究センターとの共編著)

2004年「検証日本の収益力」、中央経済社(日本経済研究センターとの共編著)

2006年「中国経済のマクロ分析」、日本経済新聞社(編著)

アウトライン

今日は「日本経済の展望と成長戦略」というテーマでお話ししようと思っていたのですが、9月15日のLehman Brothersの破綻以降、相当大きな影響が経済に出てきていますので、金融危機のウエイトを大きくして、成長戦略については最後の方で少しお話しするといったスタイルで進めたいと思います。

まずアウトラインは、アメリカの金融危機がどういうふうに展開してきたのかをざっと説明しまして、なぜこんなに混乱が深刻化したのか、その背景を説明します。次に、アメリカ政府による金融救済策の評価、アメリカの危機と日本の97,8年の危機との比較、またCDS（Credit Default Swap）がずいぶん話題になっていますが、この市場の問題点を説明し、日本の金融機関への影響、特に銀行への影響を説明します。そして日本経済への影響、日本経済の見通しと、日本経済の長期成長戦略を最後に付け加える形でお話ししたいと思います。

アメリカの金融危機のタイムラインですけれども、私は今回のLehmanの破綻前までは、サブプライム問題はそんなに大きな問題にはならないであろうと、ちょっと甘くみておりました。大体マーケットの人たちも皆そう思っていたと思うのですが、その後これが一気に大きく悪化したというのが実際のところですね。その背景をやや後知恵になるわけですが、なぜあそこまで酷いことになっていったのかについて説明していきたいと思います。

MBSのしくみ

まず、2007年6月にBear Stearns傘下のヘッジファンドがMBS（Mortgage Backed Security）による損失を発表します。今日のお話では金融上の3文字とか4文字の略語がたくさん出てきます。私も今回の金融危機をフォローし始めて、初めて聞いたものが実はいくつかありまして、そういう意味では必死にキャッチアップしつつ、いろんなことを勉強しているというのが実際です。ただ、元にある考え方というのは、20年くらい前からある証券化のプロセスを色々組み合わせただけのことですので、はじめの証券化さえわかれば簡単なわけです。

MBSとは何かですが、MBSのmortgageとは英語で住宅ローンのことで、抵当証券です。MBSは住宅ローンを1000本、2000本と、相当数集めます。アメリカのサブプライム・ローンは、1本あたり平均で2000万円くらいの住宅ローンです。所得の低い人向けですから、そんなに大きなローンを組めないわけです。アメリカの住宅価格は日本よりも大分安くて、ちょっと郊外に行きますと土地の値段が非常に低いので、住宅価格はほとんど建物の値段ということになります。1本あたり2000万円くらいのものを例えば1000本とか2000本集めて大きな金額にします。これをまとめて形式上会社の格好を取っているだけのペーパーカンパニーに買わせます。あるいは信託を使った信託財産の中に放り込む。そこから出てくる元利金の支払いのキャッシュフローがあります。元利金の支払いキャッシュフローをMBSを買っている人に上から分けていくわけです。キャッシュフローを最初に取り権利を持つ人、2番目に取りれる権利、3番目に取りれる権利と順番に切り分けるわけです。切り分けておくと、サブプライムは低所得者向けの住宅ローンで、相当デフォルト率が高いわけですが、1番上の10~20%の最初に取りれる人はまず絶対返ってくるわけです。最初に取りれる人は格付けが非常に高い。元のものがいかに悪いものであっても、たくさん集めてそこから

格付けが高いものが出てくる。2番目に出てくるのがよりリスクが高いから格付けが下がる。3番目はもっと下がるという格好になってきます。AAA（最上位格付け）、AA、A、BBB、BB、Bと格付けします。

銀行も投資銀行も⁽¹⁾住宅ローンをたくさん集めてきて、証券化して売り払うというビジネスをやっています。MBSはCitibankなんかがよくやっているわけですが、Citibankの関連の証券会社が住宅ローンを買って集めてきて、それを全部まとめて大きなパッケージにして、上から切り分けて、AAA、AAといった債券にして売っている。これがMBSです。アメリカの場合、ずいぶん格付けが甘く、上位のキャッシュフロー8割くらいのところまでAAAにしていたわけです。

サブプライム・ローンの証券化

アメリカの住宅ローン市場で一番良いのはプライム・ローン、ALT-a、その次がサブプライム・ローンと3段階になっています。3年間の所得証明が出せ、定職があって、所得もそれなりにあって、過去クレジットカードで支払い遅延になったことがここ何年も無いような状況ですと、プライムになります。そこまではいかないのがALT-a、また例えば、3年間の所得証明が出せない、定職が無くてアルバイト等で稼いでいるといったような場合はサブプライムになります。

従来の場合ですと、プライム・ローンは信用度の比較的高い人のもので、これに関しては住宅ローンの証券化を20年以上ずっとやってきていて、問題もあまり発生していない。今回の景気の悪化で多少デフォルト、返せない人がでてきていますが、でも全体ではあまり問題はない。

これはどうしてかという、もともとアメリカには個人の信用情報について、Fair Isaacという大きな会社があって、クレジットカードを持ったことのある人であればほとんど全ての人の支払い履歴データを集めています。ここが偏差値のようなものを出していて、Fair Isaacのポイントで何点以上というので切り分けられています。アメリカは偏差値が好きな国ですので、例えばTOEFLやTOEICのスコアようになっていて、Fair Isaac指数の何点以上の人がプライムが借りられるというように分かれています。プライムの人は比較的所得もしっかりしているし、定職もあるし、過去のトラッキングレコードというか、支払い遅延は無かった。ところが、サブプライムの人は所得証明が出せないとか、リスクが高い人です。そういうものは証券化になじまなくて、2002、3年くらいまでは、ほとんど証券化されていません。そういう人はそもそも住宅ローンを借りられなかったわけです。日本だって借りられません。

ところが、2003年頃からアメリカの景気が相当良くなって、不動産価格がずっと上がってきました。そういうところに住宅ローンを貸してみても意外と全部返ってくる。返ってくる理由は地価が上がっているので、支払い不能になっても担保不動産を売れば取り戻せる、あるいは借り換えができるということで戻ってきたわけです。これで、サブプライム・ローンの証券化がはじまって、2002、3、4、5年とずっと貸出を延ばしていましたが、2006年くらいになるとさすがに相当危ないな、とマーケットでは思っていたようです。実際現場で証券化をやっている人は相当やばい

(1) アメリカのInvestment Bank（投資銀行）は証券会社である。Bank（銀行）は預金を受け入れて貸し出しを行っており、日本でいえばみずほ銀行や三菱東京UFJ銀行などを示すが、これに対してアメリカの投資銀行は日本でいえば野村證券などの証券会社にあたる。

ものが入っていることを知っていながら売り払っている。売れている理由は、過去のものが比較的良かったので売れているのだけれども、その頃には相当やばいというのはわかっていたわけです。またキャッシュフローの切り分けに対する格付けも甘くなっていました。当初は比較的堅めにやっていたのだらうと思いますが、トラックレコードが良いとサブプライムというだけで少し金利を高くしてやれば、たくさん買い手がつく。住宅ローンが拡大して、住宅価格が上がると、過去のものが破綻しないから、まだ大丈夫という風にぐるぐるまわっていく、これがバブルのプロセスです。

金融危機のはじまり

しかし金融引き締めで金利が上昇し始め、ヘッジファンドが持っていたMBS関連による損失が出てくるとい問題が起きます。やばいなどと思っていたのが2006年ですが、2007年の8月にはドイツの銀行がサブプライム関連損失を発表、イギリスではNorthern Rockで取り付けがあって国有化が起きる。10月になるとCitibankをはじめ複数の金融機関がサブプライム損失を大量に発表し、Citiでは損が出たのでトップが辞任し、アブダビから75億ドルの出資を受け入れます。さらに2008年、UBS（スイス）が住宅関連資産での損失で2兆円弱のロスを発表します。一四半期で2兆円弱というのは本当に巨額でして、4月にもう一回同じくらいの額を出しています。2期で4兆円弱の損失が出ています。

サブプライムと報酬大系

フロアからの質問：どんどん住宅価格が上がって行って、てっぺんが見えるわけじゃないですか。何兆億ドルの出資を必要とする前にもうわかっていたにも関わらず、なんとかなると思っていてそれを続けていたのか、それとも全く見えていなかったのでしょうか？

深尾氏：当然見えていたわけです。マーケットでは、実際に証券化する担当レベルでは2006年頃から危ないとわかっていたわけです。でも証券化し続ければ買い手がついて、どんどん証券化すればあなたに2億円のボーナスをあげますと言われたら、あなたならどうしますか？やめたら無くなるわけです。Citiの証券化部門のトップの年収は20億、Goldman Sachsは秘書を含めても平均報酬1億円です。アメリカ企業の場合ですけど、景気が良くて自社株も高いのは良いことですが、実力からみると自社株はこの半分だと思ったとしましょう。その時にあなたがCEOだとしたら、「うちの会社の株は高過ぎる、この半分です。」と言えますか？株が高過ぎるといのは非常に危険な状態です。株が高過ぎる時に、うちの会社にはこんな価値はありませんといったら、絶対クビになります。社外取締役が過半数いて、後からもっとダメなトップが入って来るかもしれないわけです。この株価を正当化するために、M&Aをやったりしてもっと走るわけです。

景気刺激策

2007年11月、Citiのトップがクビになるわけです。さらにBank of America（以下BOA）がCountrywideという住宅ローンをやっていた金融機関を買収したり、Bear Stearnsのトップが辞めたり、2008年になって米議会が1500億ドルの景気刺激策（主に減税）を可決します。1500億ドルと

いうのは、アメリカのGDPのちょうど1%くらいになります。日本の名目GDPが530~540兆、アメリカがだいたい14兆ドルですから1400兆円くらい。為替相場にもよりますが、ざっくり言って日本の3倍というのがアメリカの経済規模です。日本のGDPは500兆円、人口が約1億3000人であるのに対し、アメリカのGDPは1400兆円、人口3億人です。日本の例の定額給付金は2兆円で、GDPの0.4%です。14、15兆ドル、GDPの1%の減税をするアメリカの方がずっと大きい。つまり、日本の5倍くらいの景気刺激策を取ります。

Bear Stearns、Fannie Mae、Freddie Mac 救済

連銀は金利をどんどん下げて景気を下支えします。2008年3月にはBear Stearnsが潰れそうになり、FRBがJP Morganによる買収を支援する。実質的にBear Stearnsが追加的に損を出したら連銀がその損を被るということで吸収させる。ということが起きます。これで実は少し安定化しました。

Bear Stearnsはアメリカで5番目の投資銀行です。投資銀行のランキングからいうと、1番目はGoldman Sachs、次がMorgan Stanley、Merrill Lynch、Lehman Brothers、それからこのBear Stearns。これらが投資銀行のトップ5です。トップ5の一番下のところが潰れそうになったときに連銀が助けたので、他の投資銀行もやばいだらうといわれていたのですが、まあ助けるだろうと高を括っていたのが本当のところでは。

これが08年9月になると、俄然イベントが多くなります。7日、米財務省がFannie Mae（連邦住宅抵当公庫）、Freddie Mac（連邦住宅金融抵当金庫）に対して救済策を発表します。Fannie Mae、Freddie Macというのは、MBSを政府が保証して転売するという役割をしているところで、Fannie Mae、Freddie Macの総資産残高は保証額を含めて約5兆ドルあります。ですから500兆円の規模があって、非常に大きな金融機関です。アメリカの経済規模が約3倍なので、日本に引き直すと150兆円規模の金融機関になりますから、郵貯銀行が吹っ飛びそうな、それぐらいのリスクがあったわけです。日本で言えば住宅金融公庫の巨大なのが潰れそうだったということで、Fannie Mae、Freddie Macに対して救済策として、政府は20兆円近い資本注入を発表します。

Lehman Brothersの倒産

Lehman Brothersの資金繰りが悪化して、9月13日（土）、14日（日）に連銀がアメリカの主要な金融機関のトップを集めて、Lehman Brothersをなんとか助けてやってくれとプレッシャーをかけます。Lehmanに資金繰りのための資金供給をするか、合併してやってくれと。Lehmanの買収に興味を示していたのがイギリスのBarclaysとBOAですが、due diligence、つまり資産内容の査定をやっていくと損が相当大きい。政府がある程度損をみてるならば買ってもよいというところがあったのですが、Paulson財務長官と、ニューヨーク連銀総裁で後にオバマ政権の財務長官になるGeithnerがこれを拒否します。これでLehman Brothersは資金繰りがつかなくなって、月曜の早朝とか日曜の深夜にChapter11を適用申請します。Chapter11は会社更生法に当たる法律ですが、金融機関の場合はほとんど清算に近い扱いになります。Chapter11を申請すると、automatic stayという取り立て禁止条項があり、支払いが停止しますので、事実上倒産になります。これでBOAはLehmanよりちょっとましなMerrill Lynchを買収します。さらに、Lehmanの資産内容がだんだん漏

れてくると、Lehman でやっていたことのリスクが大きかったということがわかってきます。

AIG の格下げと担保提供条項

Lehman の抱えていたリスクに似たことをやっていた AIG の格付けが大きく引き下げられます。AIG は 2007 年の全米のベストカンパニーの一つです。Forbes という経済誌の 2007 年のベスト企業に挙げられていて、当時格付けは AA 格。AA 格というのは、AAA 格とほとんど同じです。AA の中で特に優れたものに AAA をつけているので、格付けでいえば最上位に近い格付けです。CP(無担保の短期の借入金)の格付けはトップ格付け、Lehman Brothers もトップ格付けです。ただしリーマンの長期の格付けは A です。

格付けというのはどういうものかという、特定の債権、例えば、この社債、この預金、あるいはこの保険契約において借り手側がそれをちゃんと払えるだろうかという観点から格付けします。ですから、格付けは個別の企業ではなく、個別の債務に付きます。AA という場合は、AIG の長期負債についての最上位のもの、最優先の社債の格付けが AA 格だということです。また短期債務については CP の格付けがトップであるということです。

AIG の格下げを受けて、AIG を含む NY 市場の株価が下落します。AIG は保険会社です。日本では AIG は AIG スター生命や損害保険会社を持っていて非常に大きいですが、これが突然格下げになったわけです。この理由というのは、さっき言ったサブプライムがらみの債権に対して大量の保証を与えていたからです。AIG はアメリカの会社ですが、American International Group というくらいで、世界中で業務をしています。ロンドンにあった 300 人くらいのデリバティブ取引をやっているユニットがあって、ここが利益の 2 割弱を稼いでいました。そこが CDS という信用保証(後で説明)を乱発して、保証料を利益計上するというをやっていたのですが、サブプライムがらみのものも保証していて、この信用が無くなってくると含み損が出てきます。

サブプライムのデフォルトはまだそんなにたくさん出ているわけではないのですが、相当デフォルトが出そうだとすることで、保証のロスがかなり増えそうだと見込みになります。ロスが相当増えそうだと見込みになると、CDS の保証契約では相手側に担保を出さねばならないという担保提供条項があります。格付けの高い金融機関であれば、例えば AA 格以上であれば、ほとんど心配ないから担保は必要ない。ところが、その金融機関が A になると「担保を出せ」ということになります。AIG の損が嵩んできて格付けが AA から A になると、信用リスクが高まるので取引の相手方、AIG に信用保証を受けていた企業、例えば日本の銀行が GM のファイナンス会社にお金を貸していて、それが潰れると嫌だから AIG から保証を買ってれば、万一 GM のファイナンス会社が潰れても AIG からキャッシュが来て損は免れる。でも、AIG が潰れたら困るので、AIG の格付けが下がると AIG から担保を取るわけです。

担保条項がトリガーされて、AIG は突如 2 兆円近い担保を要求されます。突然担保が必要になったので、金が足りないわけです。担保を出す場合は、通常預金や短期国債を入れます。AIG の親会社は保険会社を子会社としていくつも持っているのですが、その子会社株式が提供可能ですが、しかしこれでは相手に受け入れられず担保にはならなかった。AIG は AA 格ですから、誰かから無担保でお金を借りてきて、借りた預金を担保に差し出そうとしたのですが、誰もお金を貸してはくれなかった。そこで連銀は、もう一回金融機関をオフィスに呼んで、AIG に金を貸してやれとプ

レッシャーをかけるのですが、誰も貸さない。PaulsonもGeithnerも政府は絶対貸さないから民間が貸せ、と言っていたのですが、最後の最後にAIGがもうだめだとお手上げになったら、米財務省・連銀がAIGへの850億ドルの救済融資を発表します。850億ドルの救済融資のおかげでAIGは破綻を免れたわけです。

CPの元本割れと米MMF

LehmanのCPは最上級格付けですから、MMFの運用資産に入っています。MMFは短期の最上級の有価証券で回す、非常に安全度の高いファンドです。日本で証券取引口座を開けばMRF (Money Reserve Fund) というのが付いてきます。これがキャッシュの預かり口座になります。日本でMMFと言っているのはアメリカのMMFよりもリスクが高く、同じものではありません。アメリカのMMFは日本のMRFにあたります。ですから、証券取引口座で必ず付いてくるほとんど現金口座にあたるもの、それにLehmanのCPが入っていたわけです。Lehmanが破綻しますと、そのCPの価格が急落します。当初元本の4割くらい、最終的には9%くらいまでに下がりますが、この結果としてMMFが元本割れします。

アメリカの場合は、ちょっとお金を持っている人は銀行に10万ドル以上預金しません。銀行はよく潰れるからあんまり安心できないので、むしろMMFを持っていた方が安全だと。いろんなファンド、例えばヘッジファンドとか、あるいは投資信託などの余裕資金はこのMMFで運用しているわけです。残高は非常に大きくて、3兆4~5000億ドルですから、300兆円超の残高がある非常に大きなファンドです。

そのファンドの一部が元本割れを起こすと、信用不安が起こって、MMFから資金がざっと引いていきます。MMFは短期国債でも運用していますが、最上格付けのCPでも運用しています。アメリカの大企業は基本的に短期の資金繰りはCP市場に頼っています。数週間から数ヶ月ぐらいの無担保の社債で資金繰りをつけていて、それを買っているのがMMFです。ですから普通の投資家はキャッシュにあたるMMFを持っていて、そのMMFはさらに最上級格付けのCPとか、TB (国債) で運用されているという構図になっています。Lehmanが破綻したことによって、MMFが元本割れを起こします。

信用不安と短期金融市場の機能停止

これで株価が大幅に下がって、短期金融市場の機能が停止します。まず、LehmanはBear Stearnsよりも格上で、潰れないだろうとみんな思っていたのが突然潰れて、CPは最上級格付けだったのに、突然デフォルトで価値が大幅に下がった。AIGに至ってはベストカンパニーの一つであったのに突然資金繰り難になって、一夜にして政府から8兆5000億ドルの借入れが必要になった。それも、11%というべらぼうに高い金利で借りています。しかも政府に対して、議決権のある株式の8割をちょっと下回る79.9%の株式を政府にほとんどタダで与えるという約束をしてお金を借りてきています。議決権のある株式のほとんどを政府にタダであげますという、ワラント (新株予約権付社債) の形で発行しています。ですから政府が議決権を握る、株価は急落する、しかも11%近い金利で政府からお金を借りる。こういうことが必要になりました。

そうなると、どんなに格付けが高くても信用が高くても、もう信用できない。AAA格付けのあつ

たMBS、あるいはMBSをもう一回証券化したCDOの価格がどんどん下がって、値段がAAAのもので、元本価格の6～5割くらいに下がります。A格だと元本の10%くらいまでに値段が下がる。格付けが高いものといっても全然信用できない。また短期の社債の格付けが高くて、それも信用できない。この結果として、金融機関が全く信用できなくなるという状況に陥ります。

日本でも1997年の秋から98年にかけて全く同じことが起きています。三洋証券が潰れて、拓銀、山一が潰れ、さらに長銀、日債銀が98年に潰れる。この金融機関の連鎖破綻の時期には金融機関がお互いに相手のことが全く信用できない。これがアメリカ市場でもLehmanの破綻の後に起き、さらに全世界に広がって、特にヨーロッパとアメリカでは金融機関がお互いに信用できない状態になります。この理由の一つとして、ヨーロッパの金融機関がサブプライム・ローンを大分持っていたことが挙げられます。ロンドンにサブプライム・ローンの大きな転売市場があって、ロンドン市場でヨーロッパの銀行が大量に買っているからです。大体、サブプライム・ローンのリスクの負担は、アメリカが5割、ヨーロッパが4割、残りを日本などの他の国が負担しています。日本ですと、農林中金が1兆5千億近い巨額のロスを発表しましたが、3～4兆のロス、あるいはもうちょっと出しているかもしれません。一番負担が酷いのがアメリカで、次いでヨーロッパが相当酷く、サブプライム・ローンの一割以下が日本に来ていて、日本も影響を受けているというような状況になるわけです。

これで短期金融市場の機能が停止します。つまり、銀行がお互いに他の銀行にお金を貸さない状態になります。相手が信用できない。Lehmanでも突然返せなくなるわけですから、金融機関、銀行や投資銀行、証券会社が相互にお金を貸し合う市場は非常に大事なわけですが、そこがお互いに信用できない。そうすると、銀行は自分自身の資金繰りが不安でしょうがない状態ですから、本来銀行というのはお客さんの資金繰りを助けるわけですが、自分自身の資金繰りが苦しい時には、結局お客さんからお金を回収し、新規貸し出しを停止するわけです。この結果、GE等でさえ金が取れないという状態になります。

金融再編

さらに、Morgan StanleyとGoldmanが残っているわけですが、やばいということになり、Morgan Stanleyがその他の銀行と合併や増資を打診し、結果として、日本の三菱UFJグループが増資を引き受けます。

9月18日、連銀と協調して主要国の中央銀行がドルの流動性供給を行います。それから米財務省が7000億ドルの住宅関連資産買い入れ策を発表し、またMMFに対する預金保険のような制度を作ることを発表します。

Goldman Sachs、Morgan Stanleyが銀行持株会社に移行します。銀行持株会社になることで、連銀の監督下に入ります。従来は連銀の監督は無く、やりたい放題やって儲けていたのが、突然連銀に「監督して下さい」と頭を下げたわけです。「監督して欲しいなら、してあげる」ということで銀行持ち株会社に移行しました。実は、Lehman Brothersは前から銀行持ち株会社になりたいと言っていたのですが、それを連銀が突っぱねていました。しかし、GoldmanとMorgan Stanleyが言ったら、手のひらを返したように、いいよと言ったわけです。

さらに、三菱UFJがMorgan Stanleyへの出資発表、野村がLehmanの部分買収を発表します。ヨ

ヨーロッパのオペレーションを2ドルで買うという話ですが、2ドルというのはちょっとミスリーディングで、3年分のボーナスとして1000億円積んでいますので、1000億円で人を3年分買ったという事です。そして、Washington Mutualが破綻してJP Morganが買収しました⁽²⁾。

米政府の金融危機対策

そして下院が金融危機対策法案を否決して、株価は大暴落し、非常に不安定な状況が続きます。10月になって上院が修正された金融危機対策法案を可決して下院へ送り、3日(金)下院が修正された金融危機対策法案を可決します。もともとの金融危機対策法案は全部ダウンロード可能で、私もダウンロードして見ていたのですが、当初のは3ページです。財務省が提言した金融危機対策法案は3ページのすごく単純な法律で、要はこの金融危機を乗り越えるために財務省が70兆を自由に使い、金融機関の持っている債権を買えるようにし、しかもこれについて議会は何も文句を言えないし、将来訴訟を受けることも無い、という信じ難いような法律を出したわけです。議会が受け取ったら、馬鹿にするなどと言ってそれにいろんなチェック機能を入れて100ページくらいの法律にして下院を通そうとします。

ところが、選挙の直前でオバマ人気が高く選挙に負けそうなRepublican(共和党議員)は国民に不人気な政策には投票できないということで、否決されてしまう。仕方が無いので、上院は100ページの法律に300ページ程追加して、個別の議員のところには甘味剤というか、ばらまきをいれたわけです。各州ごとに色々なばらまきを入れて、例えば西部の方ですと公的教育機関に対する補助金を入れるとか、あるいは木製の弓矢を作っているところへの減税措置とか、Indian Reservation(インディアン特別保留地)になるところへの補助金じゃないかと思われるんですが、とにかく信じられないような種々雑多な減税を放り込んで通します。最終的に400ページ程になって、下院に送って通します。

そして、AIGは当初8.5兆円、足りないのが12兆円にして、それでも足りないのが15兆円、AIGに政府が金をどんどんつぎ込みます。

それから、連銀、欧州中央銀行など10カ国の中央銀行が協調利下げして、アイスランドの金融危機が表面化する。主要国が集り、とにかく大手の金融機関は潰さないようにしようということと、あと不良債権問題に対して協力して対応しよう決めて、なんとかバランスをとるわけです。

まず、13日に英国が主要3行に370億ポンドの資本注入実施を表明し、米国政府は2500億ドルの公的資本注入を発表します。またアメリカの公的資本注入については、当初の7000億ドルのプランでは、政府が不良債権を買い上げるという案だったわけですが、この中の例外条項を無理矢理読むことによって、連銀の総裁と財務長官が決定すれば、何を買ってもいいという項目が入っていて、相当あやしい法律の読み方なんですけど、25兆円分、銀行の発行する株式を買うという資本注入を発表します。

これでPaulsonが議会議員から詰め寄られて、上院の公聴会でbait-and-switch(おとり商法)⁽³⁾と

(2) JP Morganは銀行で、Morgan Stanleyは証券会社。もともとは一つだったが、大恐慌の後の、銀行と証券の分離で二つに分かれた。

(3) 非常に安い目玉商品を出しておいて、それを目当てに来た人に別のものを買わせる商法。

同じことをやったんじゃないか、住宅ローンを政府が買い入れることで救済するという案を、銀行救済に読み替えてしまうのはおかしいじゃないかと叩かれているわけですが、「いや、状況が変わったんだ。」と言い張っているわけです。

企業の当座預金の全額保護や預金保険の拡大とか、何でもありの形になります。最近アメリカが行っている金融危機の救済策や対応策をみますと、日本が1997-9年に行った救済策よりも無秩序に対応しているという印象を受けます。

住宅価格の下落

またサブプライム・ローンに話を戻します。まず住宅価格をCase-Shiller Home Price Indicesで見えます。Case-Shillerのシラーさんは、Irrational Exuberanceという本を書いたハーバード大学の有名な先生ですが、ケースさんはたぶん彼のリサーチアシスタントじゃないかと思われれます。その二人のつくった統計をS&Pという格付け機関が買い取ってアップデートしたものです。

Case-Shiller指数(2000年1月を100)で見ると、2006年の10月くらいがピークで、そのあと値下がりしています。州によって大きな差があるのですが、バブルが酷かったのは、カリフォルニア、ネバダ、アリゾナ、それからフロリダ、もう一つがニューヨーク、ボストンなどのあたり。それでもニューヨーク、ボストンあたりはそんなには下がっていないのですが、フロリダとカリフォルニアはすごく上がってから相当下がっているということが言えます。

ただ、一つ理解しておく必要があるのは、アメリカでは多少住宅価格が上がっても不思議ではないのです。それは、これまではそんなに住宅価格が上がっていなかったからです。もう一つ、アメリカのGDPは成長率が実質で3%くらいありますが、インフレ率は2%くらいありますので、年間所得が5%弱くらいずつ上がっているのです。住宅価格がそれくらい上がってもそれはsustainableだということになります。そうすると、8年たてば、40%上がっていてもおかしくないわけで、指数が150くらいであれば変ではないということになります。アメリカの住宅価格はあと2割くらい下がればsustainableの線までいきます。景気さえ正常であれば、もうちょっと下がればいけるといった状態だったわけです。ところがこのあと、9~10月にかけての金融不安、このあと相当まだ景気が落ち込みそうですから、安定しない可能性があるわけです。

金融危機の背景

1、証券会社に対する資本規制の緩和

なぜこのような金融危機が起きてしまったのか。一つは2004年にSEC(証券取引委員会)、アメリカの証券会社に対する規制・監督をするところですが、そこが2004年に大手投資銀行5社に対する資本規制を弱めました。従来は資産評価のヘアカット規制というのがありました。ヘアカット規制とは、証券会社に対する規制で自己資本を計算する際、例えば短期国債を持っているならばその価値を98%、長期国債だと金利で価値が変動するから9割くらいと見なし、一般社債であれば20%くらい価値をカットし、株式だと3割、4割カットし、持っている有価証券に対して、何割か価値をカットしてやって、カットしても価値があるように資本を持ちなさいというものです。この規制の下では、大体資産に対して資本を10%くらい持たないとだめだったわけです。その後、資産に対し資本を2~3%持てばいいところまで緩和します。このためレバレッジというのですが、

資本に対する総資産の規模が10倍くらいのところが3～40倍まで上昇し、非常にリスクの高いことができるようになったわけです。

2、レバレッジ

もう一つは、デリバティブや証券化商品を使った高レバレッジ取引が拡大したことです。レバレッジとは借りた金で取引をするという意味です。例えば外貨を買う場合でも、100万円の元手でドル投機をする。100万円でドルを買って、上がったら儲かる、下がったら損をする。損しても1～2割、得しても1～2割ということになります。ところが、これを100万円でドルを買って、このドルを担保に80万円借りて、もう一回ドルを買って、それを担保にさらにドルを買えば、100万円で5倍の取引ができるわけです。これが「レバレッジを効かせる」ということです。つまり自分の金と、借りた金を使って、リスクのある資産を買うということです。

今、日本で一番レバレッジができるのがFX取引（外国為替証拠金取引）でして、ドルでしたら200倍くらいいきます。ものすごくリスクが高いのでうんと気をつけてください。よく、FX取引の担保証拠金のことを投資だという人がいますが、全くのウソです。投資ではなくて証拠金ですので、損がでたら一発で飛びます。レバレッジを効かせるのもせいぜい2倍かそこらにしておいた方が安全だと思いますが、要はレバレッジの非常に高い、自分の手金に借りたお金を使って、高リスクのことをやるというわけです。

3、CDS

（デリバティブの中でも）特にCDSが非常に大きなリスクを取ります。例えば、私がGMのファイナンス会社にローンがあって、このときにAIGに対して年率2%の保証料を払います。5年もののGMファイナンスの社債を持っている。リスクがあるので毎年2%保証料を払って、万一GMファイナンスが潰れたらそれによる損失をAIGが保証する。これが債務保証です。これでは債務保証そのものですが、CDSはそれと一つだけ違いがあって、私がGMの社債を持っていなくてもCDS取引ができる点です。つまり、GMの社債を持っていて、その損失を補償する契約ならば、それは普通の損失補填契約です。ただし、私がかつともGMファイナンスの社債を持っていなくても、あそこは潰れると思ったら、AIGに2%払って保証を買っておけば、潰れたら儲かるわけです。キャッシュで貰えます。

CDSというのはすごい発明でして、例えば全く付き合いが無いのだけれど、ある会社に貸し出しがしたい場合、そこに対するCDSを売ればいいのです。三菱重工にお金を貸したいのだけれど、取引が無いからそれはできない。でも、同じリスクを取りたい。その時は、三菱重工のCDSを売ればいいわけです。そうすると、保証料が毎年入ります。それで三菱重工が潰れたら、その損は自分が被るわけです。ですから、貸しているのと同じ状態になります。CDSの保証を売るという行為は、お金を借りて三菱重工に貸すというのとほとんど同じリスクになります。ですから、三菱重工と付き合いが無くてもできるわけです。非常に便利なものであって、CDSを使えば、全く知らない会社のCDSを集めれば、シンジケートローンのパッケージができちゃうわけです。これは2000年くらいから取引が始まって、急速に拡大しました。CDSマーケットは非常に流動性が高く、どんなものにも値段がついています。これがCDSでして、実質的に信用保証を与えること

で保証料を得るわけです。

想定元本残高(実質的な保証にあたる元本の残高)が54兆ドル、2007年の世界GDPと同じくらいになります。この元にある債権はこんなに無いわけですし、元資産はこんなに無いけれども、取引だけは非常に大きいわけです。ですから、例えばCDSを売っておけば、ある企業に対して実際上貸し出したのと同じ、つまりお金を借りて、自分が貸したのと同じリスクを買える。逆にCDSを買っておけば、これは社債を空売りしたのと同じ状態になります。

空売りというのはピンとこないかもしれませんが、例えば、Lehmanが潰れると思ったとします。Lehmanが潰れるという噂が流れる前に自分はなんらかの情報を持っていて、潰れそうだと思っている。空売りには株の空売りや、社債の空売りというのがありますが、Lehmanの社債を機関投資家などから借りて、それをそのまま売り払います。どうやって返すのか。買い戻して返すわけです。潰れたら安く買い戻せますから大もうけです。ただ、空売は結構難しく、貸してくれるところがないといけません。普通空売りはそう簡単にはできないわけです。しかし、CDSを使えば非常に簡単にできます。CDSのprotectionを買えばいいのです。潰れば保証金がドンと入るので自分は儲かるわけです。Lehmanが破綻したら自分が儲かるタイプのCDSを買っておけばいいわけです。潰ればうんと儲かり、潰れなければ自分が保証料を払い続けます。

CDSは5年満期のものが標準的で、大体年4回保証料を払います。保証料の水準はAAA格であれば、数ベース~数十ベースポイントです。小文字でbpと書きます1bpは100分の1%です。10bpは0.1%、100bpは1%にあたります。リスクが高いところになりますと1000bp、年間保証料10%になります。最近ですと武富士とか消費者金融会社は10%を超えるくらいの信用保証料になっていて、非常にリスクが高いわけです。転職する時は、その会社のCDSの値段を見ておくと、マーケットがどれくらいデフォルト確率をみているかよくわかります。結構高めに出ています。

CDSは5%までですと毎年払っていき、5%を超えますと、5%を超えた部分を保証料としてup front(前払い)で払います。Morgan StanleyはLehmanが破綻した後、CDSの保証料が年率10%に跳ね上がりました。10%の保証ということは、5年ものであればまず25%保証料を現金で払い、さらに元本の5%を毎年払っていきます。それくらいリスクが高くなったということです。

4、リスクの高い住宅ローンのファイナンス

もう一つは、SPC(特別目的会社)、SPV(特別目的事業体)を使った住宅ローンのファイナンスをたくさん行ったことが挙げられます。さっきMBSの話をしました。投資銀行はMBSの一番リスクのあるところを持っていたわけです。持っていたと言っても、実はほとんど自分の金を投入していないのです。MBS全体に詰め込んだサブプライム・ローンの1~2%位しか持っていないわけです。このスキームがうまくいけば、上位の権利をもつ者が取った後の残ってくる利益は全部自分のものになる。ダメになったらそれがゼロになるというこういうタイプの賭になります。それ以上のロス全部、上位の債務を持っているところが被ってくれる、そういう設計になっているわけです。

5、Prime Brokerage

そしてもう一つは、prime brokerageをたくさんやっていたということです。prime brokerageも非

常にリスクが高い取引です。投資銀行はヘッジファンドの prime brokerage をやります。これはどういうことかという、ヘッジファンドはニューヨークにたくさんあって、私もヘッジファンドのマネージャーを知っていますが、お金を集めてきて投資をしています。そのときに、細かい情報を足で集めて、ニッチなマーケットで投資をして高いリターンを得るとというのが単純なヘッジファンドです。ヘッジファンドは空売りなんかもよくします。証券を借りてきて売って、安くなったら買い戻すわけです。

私の知り合いのヘッジファンドの人は日本株で運用していますが、日本株が下がっている時にも利益を上げているわけです。割と単純なことをやっています、自分で足で稼いで良いと思った会社を少数選んでそこを買います。全体のマーケットが下がっていると自分もやられるわけです。マーケット全体が下がったときのヘッジのために、自分がダメだと思った会社を調べておいてその株を空売りします。ですから、株を借りて売っておくわけです。そうすると、株が値下がりした時、相対的に良い会社があまり下がらず、相対的に悪い会社がたくさん下がれば利益が出るわけです。相対的に悪い会社の株を借りて、高いうちに売っておき、良い会社の株をもともと買って置くわけです。バランス良くやっておけば、全体が下がっても上がっても相対的な判断さえ間違えなければ常に利益が出ます。こういうことをやっています。

そうしますと、空売りが必要になります。空売りをするために株を借りてこなければいけないので、担保が必要になってきます。ヘッジファンドが持っている良い会社の株を Lehman に預けます。流動性のために持っている MMF とか国債なんかも預けておくわけです。それを担保にしておいて、株を借りてきて売ったり、あるいは金を借りて株を買ったりするのですが、問題点は自分の預けた資産を Lehman が担保に使って良いという契約条項が入っていることです。自分が担保に預け入れた有価証券を Lehman が売っても良い、空売りしても良い、あるいはそれを担保にお金を借りても良いという契約を結んでいるわけです。これは、ダブルにリスクを被ったことになります。

この前、日本の FX 取引業者が何社か潰れました。あれはお客さんから預かった預かり資産を自分で投機に使っていたわけです。ですから担保を担っているキャッシュを自分で投機していたわけですから、Lehman と同じことをやっていたわけです。ただ、普通の FX 取引ではそれは違法です。そんな契約条項は無いわけですが、prime brokerage の場合は知った上でやっている。つまりヘッジファンドは預け入れた資産を Lehman が担保に使っていることは知っているわけです。そのかわり安い金利でお金を借りたり、あるいは安い品借り料で株式を借りたりするわけです。ヘッジファンドが株の空売りをやる時は、普通は機関投資家なんかから Lehman を通して借りてくる。すると、品借料年率何%かを払うわけですが、Lehman が利ざやを取って株式を貸している。Lheman は、例えば日本生命から株を借りて借り料としてお金を払うわけです。Lheman は株式そのものの借り入れと貸し出しを行っている。ヘッジファンドは株式そのものを借りて、それを売れるわけです。で、安くなったところで買い戻して返せば儲かる。下がる時に儲ける方法は空売りということになります。

Lehman が潰れますと、ヘッジファンドの預かり資産が回収できなくなります。連鎖破綻になるわけです。ヘッジファンドは、Lehman は投資銀行だから絶対潰れないだろうと思って預かり資産を預けている。普通の預かり資産であれば分別管理をしているので、投資銀行が潰れても普通は

回収できます。ところが、prime brokerageの場合はLehmanの財産と混在していて、Lhemanが自分の担保にしてよいということになっていますから、回収できないわけです。Lehmanが潰れた結果Lehmanの負債の価値は当初1ドルだったものが9セントまで低下します。ですから、91%カット。預かり資産の価値もほとんどなくなることになります。

他のところもprime brokerageをやっています。私の知る限りMorgan Stanleyもやっていました。すると、取り付けになります。Morgan Stanleyには大量の取り付けが行ったわけです。

日本でも同じでして、三洋証券が破綻したときに、三洋証券はお客さんの財産と自分の財産を完全には分別管理していなかったように思われます。当時の日本の規制は酷くて、私も後になって知ったんですが、分別管理は証券業界の自主規制であって、ペナルティゼロです。金融システム改革法の時に、慌てて当時の大蔵省が規制を潜り込ませて通し、分別管理を義務づけて違反には刑事罰を課したわけですが、それまですごく甘かったわけです。分別管理できていないと、お客さんの資産を勝手に自分の担保に流用できるので、取引のリスクが高いわけです。

分別管理とはどういうことかという、コインロッカーの会社がありますよね、コインロッカーの会社が潰れても、ロッカーに入っている自分のバックを取り戻せるわけです。これが分別管理、取り戻し権というものです。あるいは銀行が潰れても銀行の貸金庫に入っているものは回収できます。これが分別管理と顧客資産の分離というのですが、この分離がされていないと、潰れると自分のものでも回収できなくなります。

実際、三洋証券の時はその問題が起きたし、山一もそれを疑われて、山一が潰れそうになった時には、みんな自分の預かり資産を引っ張り出しに行ったわけです。ですから、預けてある先が信用できるか、法律上分別管理をしていると言っているが、本当にしているかどうか。FX業者は自分で使っているということで、信用できない。それで実際に潰れていくわけです。分別管理をしていなければ、相当レバレッジをかけることになります。自分はお金が無くても、お客さんの預かり資産を担保にして取引すれば、すごいリスクを負えるわけです。このようにLehmanの預かり資産の凍結の問題が起きています。

Lehman破綻の波紋

FRBはBear Stearnsを救済した後、Lehmanを破綻させたわけです。LehmanのCPは最上級格付だったわけで、予想外の破綻です。高いレバレッジによる損失リスクが表面化し、Lehmanの負債は元本の一割以下にまで価格が低下します。LehmanもCDSの決済価格は額面1ドルが9セントになったわけです。ということは、Lehmanが潰れたときに損を補填しますという保証を買っていれば、1ドルの元本あたり、91セントもらえる。この損失率は非常に高いです。91%というのはあり得ないくらい高い損失率です。日本の銀行が潰れた時に、最悪のところは木津信用組合ですが、あのカット率が77%ですから、回収価値は23%あります。Lehmanの回収率9%は非常に低いので、一体どういう規制をやっていたんだろうというのが私の実感です。

例えば、山一証券の場合は回収率97%程度でした。投資銀行は日本で言えば証券会社ですが、証券会社は、本来流動性の高い証券をたくさん持っているのが普通であって、会社が潰れても大体有価証券を売れば返せるというのが本来なのですが、全然そうではなかった。そうすると、Lehmanが潰れると信用がなくなって、今度はMorgan Stanleyにも取り付け、預かり資産を返して

くれというプレッシャーが来ることになります。

また、Morgan Stanleyから資産が急速に流出する、prime brokerageに対する信用不安が拡大する。格付けや会計に対する信用が失墜するということが起きます。

AIGへの金融支援

AIGに対する金融支援決定では、AIGが破綻すると保証を受けていた多数の金融機関が損失を被る可能性があったので、AIGを助けたわけです。New York Timesによれば、Goldman SachsはAIGに対して200億ドル前後のCDS取引の「勝ち」があったと言われています。

CDSはデリバティブですが、デリバティブ取引については、教科書を読むと複雑なことがいろいろ書いてあるんですけども、むしろ単純に考えた方がわかり良いです。一つ目に、全てのデリバティブ取引、オプションもスワップも先物もCDSも、何でも基本的にゼロサムゲームです。一方に勝ちがあれば、相手方に同額の損がある。足せばゼロになる。二つ目に、要は将来の為替相場とか、金利とか、ある会社が潰れるかどうかとか、こういったことについての賭をするわけです。賭をやって儲かるか損するかというのがデリバティブです。ですからいろんな将来の状況がどうなるかによって、勝ち負けが決まってくるわけです。

賭ですから勝っている状態が好ましいわけですが、自分が大勝ちした状態は実はきわめて危険です。麻雀やっている人はすぐわかると思いますが、負けている人が給料の3倍負けていると、勝っている自分はこれを回収できない可能性が十分にあります。このように、賭の勝ち金額というのは、ある意味で不良債権なわけです。Goldman SachsはAIGに対して2兆円以上勝っていて、リスクが高い。負けたAIGは結局政府に泣きついたということになります。

Lender of only resortとしての連銀

連銀による準備預金に対する付利というのは、連銀が実質的に短期金融市場の金融仲介をするということです。お金が余っている金融機関は足りない金融機関に貸したくなく、連銀に預けておいて金利をもらいます。そして、連銀が足りない金融機関にお金を貸す。ですから、連銀のバランスシートは今どんどん膨れ上がっているわけです。

日米金融危機対策の比較

日本と比較してみますと、やっぱり公的資金の投入に対する世論の抵抗があったのだと思います。日本の場合も公的資金の注入が98年まで遅れました。また、日本の場合は10年くらいかけてロスを吸収しました。93年から大体10年の間に銀行部門全体の不良債権ロスが100兆円、GDPの20%くらいでした。アメリカのサブプライム・ローンのロスの金額は大体同じくらいで100兆円くらいだろうと思います。そうすると、経済の規模に対比したロスで言えばアメリカの方が少ないわけです。経済規模は日本の3倍で、日本の場合は日本の銀行が全部被ったわけですが、アメリカのサブプライムの場合半分は外国が被っているわけです。ヨーロッパが4割、日本が1割弱を被っている。そうすると、アメリカの金融機関は半分くらいしか被っていない。日本の10年間のロスは100兆円、ただし、アメリカは経済規模が3倍で、かつ4割くらいヨーロッパがカバーしている。大したたことはないんじゃないか。いくつかの金融機関がひっくり返ることは当然ある話で、資

本注入がいる場合もあるだろうけれども、日本ほど酷くはないだろうと私は思っていたわけですが、そうならなかった。

その理由の一つは、急速に損失が出たことです。時価会計の適用が広いので損失が早く出た。もう一つはサブプライム以外の問題があったのではないかと、ということです。それが後で話すCDS、あるいはデリバティブの問題点です。

アメリカの対応策をみますと、日本の危機対策もいろいろ問題があって私もいっぱい批判しましたけれども、まだ日本の方がましだというのが私の実感です。日本の場合何をやったかといいますと、三洋証券が会社更生法を適用申請して、インターバンク市場、銀行間の借り入れ市場でデフォルトが戦後初めて発生します。これで債務不履行が発生したのですが、その後は政府、日銀は一貫してインターバンク市場での債務不履行を避けます。金融機関のシニア債務、株式は別ですが、それ以外のものは徹底的に保護するというのを貫きます。このために、金融機関のシニア債務についても基本的には全部返すが、ただし株式は紙切れにすることがあるということをやってきたわけです。

ところが、アメリカの場合非常に行ったり来たりしてしまっていて、Bear Stearnsは一応助ける。これで株主もちょっとは助かっているわけです。安くなっていますけど、0にはなっていない。でも、Lehmanはふっとばしちゃって、Lehmanのシニア債務は全部債務不履行で、価値は9%まで下がる。AIGは保険会社で、そもそも連銀は監督もしていないのに、政府が15兆円も貸して、資本注入もしている。保険会社に対して資本注入を政府がしている。このあたり政府が行ったり来たりしているわけです。

また、日本が公的資本を注入したときは、銀行に特別検査に入って、その上で資産査定してから色合いをつけて資本注入をしています。健全なところには有利な条件で注入する、ダメなところは国有化して株式をゼロにする。ですから、拓銀・長銀、日債銀の株式は無価値になっています。そういう格好で、株式についてはゼロにすることはあるけれども、シニア債務については助ける。またこの時に一応線引きをして、比較的良いところには増資をしてあげる、そうでない悪いところは国有化して、経営陣も全部、当然ボーナス無しで入れ替える。

ところがアメリカの場合それができていないわけで、例えばCitibankは2兆5000億の資本注入を受けたわけですが、足りないということでもう一回資本注入を受けているわけです。Morgan Stanleyも相当危ないと言われているわけですが、これが資本注入を受けている。しかも検査無しで資本注入を受けている。ですから、バランスシートをしっかりとチェックして、どれくらい穴が開いているかをチェックした上で、それを全部埋めるだけの資本注入をしているかということではなくて、つかみでバツと、何兆円という形で資本注入をしている。こういうところに大きな問題があるわけです。

米経済への影響

金融危機でアメリカの実体経済も急速に悪化してしまっていて、経済は急速に冷え込みつつあります。さらに、自動車ローンが全然下りない。非常に信用度の高い人でないと、自動車を買うときのローンが組めない。アメリカの場合はローンで買う人が異常に多いので、このために売り上げが急減しています。リースで買ったり、ローンで買ったりしているのですが、その許可が下り

ない、金融機関が貸さない。それから地方自治体も、短期の地方債を出して資金繰りをしているわけですが、その買い手がない。ということで、カリフォルニア州、あるいはマサチューセッツ州が資金繰り難になって、公共事業ができないということが起きつつあります。ちょうど日本の97,98年の状況に類似していて、3,4四半期はマイナス成長が続く可能性が高い。短期金融市場の動揺は続いていまして、パニックみたいな状態はなくなったのですが、非常に問題のある状態が実はずっと続いているわけです。本当に異常な状況ではなくなったんですけど、だいぶ異常な状態がずっと続いている。全然正常ではない。ですから金融機関同士の信用、信頼感もまだ戻ってきていないという状況になります。

このために、社債を出す場合のリスクプレミアムですが、A格の社債を出す場合の金利で、国債に対してどれくらいの上乗せ金利(スプレッド)を払えば借りられるかというものですけれども、200bpですから、2%近く高く払わないと、社債が発行できない。昔は5~60bpで、国債プラス0.5~6%の上積み金利で借りられたのが、2%上乗せした金利でないとお金が借りられない状態になっています。

CDS保証の売りの利益計上

もう一つ、サブプライム・ローン以外にもうひとつバブルがあったのではないかと、つまりサブプライム・ローンの損だけで、あんなに世界の金融市場が混乱するわけではないというのが私の感じとして、もう一つ大きなバブルがあったのではないかとということです。一つはCDS、デリバティブ全般です。CDSは先ほど説明しました。CDSも勝ち負けの問題というわけですが、特にAIGに大きな問題があったわけです。AIGについてもCDSの保証の売りで大きな利益を得ていました。ただし、よく考えてみるとおかしな話です。デリバティブ取引というのは、勝ち負けゼロ、足したらゼロです。保証料を受けるというのは、将来の期待損失額に見合う保証料をもらっているわけです。保証料払っている方は将来の期待損失に見合うから保証料を払っているわけです。保証料を全部利益計上したらやっぱりおかしなわけで、大半の保証料は本当は積み立てるべきものです。本当にマーケットバリューをしっかりと計算していれば。

従来の信用保証でも同じ問題があって、例えば、日本の銀行がどこかの貸し出しに保証した場合は、保証料を利益計上しています。これも問題があるわけですが、CDSもそれでやっていたわけです。このために、AIGは何万人もの従業員を雇っているわけですが、わずか300人くらいのロンドンのデリバティブ取引部門でAIG全体の利益の2割くらいを稼いでいて、一人あたり年間報酬が1億円を超えていたといわれています。

これはどういうことかということ、CDSを売っている方はCDS債務を過小評価していることになります。保証を売っているAIGはCDSの保証債務を過小評価しているわけです。買っている方は景気が悪化すれば、CDSの値上がり益を利益計上するわけです。CDSは足してゼロになるはずなのに、足してプラスになっているのではないかと。CDSの想定元本残高は54兆ドルありますが、仮に売りか買いの一方が1%価値を過大評価すれば、これで54兆円です。日本のGDPの10%くらいになります。ものすごい架空利益がある可能性があるわけです。

融資では良く知られた「損益の期間対応のミスマッチ」というのがありまして、貸し出しを行うと、当初儲かります。貸してすぐ潰れるといことは滅多にないわけです。どんな相手でも。し

ばらくすると損が出てきます。そうすると、新規に貸した場合、当初は利益が出た後で損が出てきます。当初の利益だけみて貸していると、新銀行東京みたいなことになるわけです。非常に単純なことです。

CDSも同じことです。CDSをたくさん抱えているところは次のような金融機関です。Morgan Stanley、Goldman Sachs、JP Morgan Chase、Deutsche Bank、ABN Amro、Barclays。で、Lehman Brothersが7番目に入ってきて、UBSが8番目です。AIGは20番目に入っています。信用保証というのは、大体売り買い両方やっているところが多いのですが、CDSの保証を与える方はモノライン（信用保証専門の）保険会社、AIGなどの保険会社が多いです。買っている方は銀行が多いです。貸し出しのリスクをヘッジするために銀行が買っていて、最終的な保証の出し手は保険会社、あるいはヘッジファンドがやっています。ヘッジファンドや保険会社が貸し倒れリスクを負って、保証を受けているのは銀行が多いという構図です。その間に投資銀行が入るわけです。例えば、私がCDSを買うときは、普通は直接AIGに行くということはまずなくて、投資銀行に行くわけです。ディーラーにまず行くわけです。Goldman Sachsに行くとCDSを売ってくれる。CDS保証を売ったGoldman Sachsは、自分自身にリスクがかかるのが嫌ですから、他に売り手がないか探して、いくつかの取引を経て最終的にAIGに持たれる。そうすると、CDSというのは、もともとの元本が1であっても、間に何段階か取引が入って残高が膨れあがるわけです。例えば、日本のみずほ銀行がLehmanの損失補償契約をGoldman Sachsから買うと、次にMorgan Stanleyに行って、さらにAIGに流れるという格好でぐるっと回っているわけです。

この問題点というのは、格付けが下がると、各段階で担保が必要になります。で、取引所で取引をする場合は、担保は一つでいいわけです。空売りする場合、例えば日本の金融の先物取引所とか、商品の取引所ですと、売買は取引所が相手方になって、取引所と各取引者が取引する。だから、担保は負けている人が一人だけ担保を入れれば良く、勝っている方は相手が取引所だったら心配いらぬというのが取引所のメリットなわけです。ところが、CDSというのは全部相対取引で、つまり、金融機関や企業との個別の取引ですから、担保がそれぞれ必要になる。CDSは各段階で担保が必要になるという特異な性質がある。ですから、景気が悪化すると、担保の必要額が膨れあがるという問題点がCDSのマーケットにはあります。

Warren Buffettの警鐘

こういった問題点は、Warren Buffetが、2002年のBerkshire Hathaway Annual Reportで議論しています。Berkshire Hathawayは1998年にGeneral Re再保険会社を買収しました。この会社はデリバティブ取引をやっている証券会社で、清算する段階で多額の含み損があったわけです。

デリバティブの価値は非常に複雑な数学モデルを使って推定します。例えば、ブラック・ショールズ式なんて聞かれた方あると思いますが、複雑な式で価値を評価するわけです。ああいうシミュレーションはやってみるとわかるんですが、数値なんてどうにでもなります。例えば企業買収する場合のキャッシュフローの推計なんて、マーケットの伸び率をどう置くか、割引金利を1%変えるだけで、大きな価値の変化が起きます。ですから、こういうモデルで計算するのは実は危ういわけです。デリバティブ取引は長いもので5年のもの、10年のものがあるのですが、例えばCDSの価値評価ですと、まず倒産確率を考えるわけです。CDSを売っている方は倒産確率をAAA

のところは確率ゼロにしようと考えれば、ゼロになります。ロスゼロで大丈夫とかですね……。実際、AIGはそれをやっていたわけです。あるいは、AAAといたって格付け機関の格付けが甘い可能性がありますよね。本来それを考えなくてはいけないし、そもそも保証料を取れているというのは相手は危ないと思っているからであって、それをリスクゼロとおいたらやっぱりどこもおかしいわけです。

このモデルで推計するということは、そのモデルを使っている会社のCEOとかディーラーには評価を甘くするインセンティブがすごく強い。しかもそれでボーナスを取っているわけです。ですから、非常に甘い評価をする可能性があって、これで帳簿上の利益を出すインセンティブがあるわけです。

実は、この問題点はバフェットさんが指摘していて、かつ、デリバティブ取引の担保差し入れ条項の問題点、AIGの破綻で表面化したわけですが、これについても指摘しています。バフェットさんは、デリバティブは“Financial weapon of mass destruction（金融上の大量破壊兵器）”だ、“time bomb（金融市場における時限爆弾）”だと、そこまで言っているわけです。もっとも、バフェットさんもデリバティブを少しやっているようですので、完全に手を洗っているわけではありませんが。

日本経済への影響

では、日本にどういう影響があるかですけれども、一番の大きいのは株価の下落です。日本の銀行部門全体でみると、100何十行かありますが、自己資本は厳しめにみて、2008年の3月時点で35兆円くらいです。これに対して、銀行の持っている株は08年の3月で25兆円です。銀行のバランスシートの右側の資本というのは35兆円あって、左側には株が25兆あるわけです。当時1万2500円ですから、株が7000円まで下がりますと、約4割、10兆円弱損が出ます。自己資本は35兆が26兆になるわけです。ガーンと下がるわけです。ですから、銀行部門は株をたくさん持っていて、株価が下がると相当苦しい。たぶんこの株価になると、債務超過のところは何行かあるだろうと思われれます。ですから、日経平均が7000円になりますと、相当経営が苦しいところがあると思います。だから資本注入法が出た。

あと、農林中金が大分損を出していますが、サブプライムがらみのものを結構持っていたと思われれます。これは証券会社の噂話ですけれども、外資系の金融機関の場合、農中担当になると、MD(Managing Director)に昇進できるというので有名だったそうです。つまり、利幅の大きな取引をいっぱいやってくれるということです。

日本経済の見通し

日本経済の見通しですが、日経センターの見通しも2008年8月15日予測で成長率0.5（2008年）、0.9（2009年）というのが、11月18日で-0.4（2008年年度）-0.8（2009年度）と相当下がっています。最近の生産指数がものすごい落ち込みをしていますので、これでも甘いかもしれないくらいです。日銀見通しも成長率を1.2（2008年度）、1.5（2009年度）というのを0.1（2008年度）、0.6（2008年度）ということで大幅に切り下げてきています。IMFのWorld Economic Outlookは年二回の発表のはずなんですけど、先日発表した後一ヶ月に数字をガラッと変えてきました。それく

らい大きな影響、Lehmanの破綻の影響が大きかったということになります。

日本経済の展望ですが、やはり相当低迷が長期化する可能性が高いと思います。08年度はマイナス成長で、09年度もマイナス成長になる可能性がかなりあります。それから、GDPギャップが拡大するために、国内物価上昇率は高まらない可能性が高いと思われます⁽⁴⁾。

日本の経済成長と人口減少

日本経済をどう支えるかですけれども、日本の経済に対して外国からの興味が薄れている理由の一つは人口の減少です。人口減少を何とかしないと、成長率は相当低いだらうと思います。現在労働力人口の伸び率はマイナス0.8%くらいで、だいたい1%位ずつ減っていきます。年率1%という大したこと無いように見えますが、70年で人口が半分になるわけです。人口が70年で半減というのは大体出生率1.4と見合っています。出生率1.4ということは、100カップル200人いると、一世代たつと140人になるわけです。2世代いくと、ちょうど100人になります。ルート2で減っていきますから。2世代で半分、最近結婚年齢上がっていますから、平均出産年齢を35歳位とすると、70年でちょうど半分になり、年率1%くらいの減少率になります。そうすると成長率は低くなって、税収も当然それに合わせて減ってきますから、インフラの維持とかもできなくなります。人口が減っていけばインフラもいらなくなるわけですが、維持ができなくなっていく。

知的移民の積極的受け入れ

これをどうすればいいのか、日本はそんなに悪い場所ではないので日本に来たい人はたくさんいるだらうと思います。ひとつ本気で移民を考えたらどうか。ただし移民といっても、産業界はunskilledを入れようという話があるんですが、私はむしろ知的な移民を入れてはどうかと考えています。平均的な日本人よりも低い外国人を入れますと、日本人にとって社会保障がむしろ負担になります。逆に平均的な日本人よりもできる人を入れればいいわけです。

一つのやり方は、日本語検定試験を利用することです。日本語検定は今、年間43万人受けていて、大体5万人弱くらいが検定1級に受かっています。日本語検定1級というのは、日本の大学で勉強できるレベルの日本語能力ということになります。こういう人に優先的に留学や、就労できる滞在許可を与えたらどうかということです。日本語検定に受かって、日本でちゃんとした就職先があれば、5年間のWorking Visaを出し、5年間仕事を持って平穩に居住すれば永住可能にする、帰化してもよいとする。こういうふうにしますと、本人は日本語検定1級ですが、例えば50歳以下の家族には2級以上というくらいのレベルを課しておけば、必死に勉強して試験受けて来てもらえる。親が日本語ができれば、子供の学習を相当程度助けられ、日本の社会にうまく溶け込めるでしょう。こういう制度を作れば、たぶん受ける人も増えてくると思います。中国・韓国、アジア地区の途上国、あるいはそれ以外の国でも全然構わないわけです。日本語くらいじゃだめだというのであれば、日本国憲法と日本史くらいの試験をやってもいいと思うんですが、それで入れてはどうか。5万人というはまだ焼け石に水でして、年間60万人減っているのでもまだ全然足りない

(4) 仮に需要が低下して、GDPギャップ（現実のGDPと潜在GDPとの乖離）が大きくなると、物価は低下する傾向がある。

のですが、でもまずこれでやってみてはどうか。日本語ができる、バイリンガルの人を入れるわけですが、そういう人を数十万人入れておくというのは、日本の安全保障の上でも非常に重要です。

日本に来てもらって、平穩に仕事や生活をやってくれていて、日本の金融機関やビジネスをどんどん支えてくれれば、それはいいことであって、国際理解にもなるというわけです。いま、日本の相撲を見ていますと、今度昇進した安馬（現：日馬富士）もモンゴル人ですし、まげを結って日本の伝統格闘技を維持してくれているわけですから、良いじゃないかと私は思っているわけです。

日本語のできる外国人を入れて、日本のビジネスの拡大に使ってはどうか。情報も集まるし、金融業や貿易業も拡大する、日本企業が外国進出する場合でもいっぱい人がある。日本の企業の海外進出のネックは人材である、とよく言われていますが、これもカバーできるのではないかと思います。時間を大分オーバーしましたが、これで終わらせていただきたいと思います。

フロアからの質問：今回のようなバブルを避け、ソフトランディングさせることを考える余地も無いのですか？

深尾氏：ソフトランディングさせたのがGoldman Sachsです。やばいとわかっていたので、これが問題になる直前にGoldmanのトップの3人のディーラーがサブプライム関係のロスに対するヘッジをドーンとかけたわけです。CDSを大量に買い入れることによって、ロスにカバーをかけたわけです。ヘッジをかけるとどうなるかという、Goldmanが勝ちますよね。それでロスが免れます。相手が損するわけです。その相手の一つはAIGです。サブプライム・ローン関係の問題点の一つは明らかに報酬大系にあります。株主とか債権者は、株価はゼロになるし、貸し倒れれば価値がゼロになるわけです。でも、例えばGoldmanのサブプライムの部長、managing directorをやっている場合、ボーナスは1億、2億もらっている。アメリカの金融機関の場合、ボーナスのうち3分の1は株式でもらいます。自社株の形でもらって、3年かけて売却できる形になっていることが多いです。会社のequityを持つことになりませんが、3年かけて順番に売却すればいいわけです。同業他社に移った場合は価値が無くなります。でもヘッドハントされていれば、その損失は就職先の会社がボーナスで面倒みてくれます。自社株を相当持っていますが3年間勤めれば全部キャッシュに換えることができます。こういう状況下でmanaging directorはどうするか。人間は奴隷にはできません。クビにはできますけど、違法なことをやっていれば捕まりますが、そうでなければ捕まりませんので、いかにリスクの高い投資を行ってボーナスで儲けて逃げてかまわないかけです。インセンティブの問題は自分をその身に置いてみると非常によくわかります。