

サブプライム問題と米国経済

大場 智 満

はじめに

最初にお手元の資料の説明をさせていただきます。中にはごらんになった方がおいでかもしれません。(文末資料一頁参照)

(1) RATSとMICKKEY

今年はねずみ年ですから、渡辺前財務官と一緒にこの表をつくってみました。RATSのほうは、石油だけではなくて穀物の問題も出てきまし

たから、RはResourcesということで、広い範囲の言葉を選んだわけです。AはAppreciation of RMB (China)。Tが、渡辺前財務官はTrade Frictionというのですけれども、私は温度。地球温暖化Temperatureにした。SはSubprime。US Politicsのほうは、MICKKEYにしました。ミッキーマウスのMICKKEYです。

Mは、Medicare。ヒラリー・クリントンの最大の関心事項はMedicareですから、それを入れた。IはもちろんIran, Iraq。Cは気候変動でClimate Changeとしました。KはKim's Korea

北朝鮮です。EがEmployment。Yは通貨ということだ。Yuan, Yenとしてみた。

(2) サブプライムの漫画

もう一枚はサブプライムの漫画です。全部ロンドン・エコノミストに載っているもので、字が小さくて恐縮です。(文末資料二頁参照)

漫画の①は七月です。これは恐らくブッシュのつもりだろうと思います。七月に突如サブプライム問題が出てきました。これは七月一日から二〇日ですね。エコノミストは早かった。

ところが、②で、住宅ローンのリスクが大変だよという漫画です。これは、綱渡りなんですけれども、カミソリの刃ですよ。それを、綱を切らないように持ち上げているわけです。

ところが、③。これは、八月一日から一七日となっています。要するに、みんなサブプライム

ローン問題を心配しているわけです。これは「はさみ」ですけれども、みんな刃のほうを示しながら、危ないぞ、危ないぞといっているのです。しかし、バーナンキは悠々と読書をしているという漫画です。

次が一月二四日、「gates of hell」、地獄の門ということだ、火事で燃え盛っている。

それから、アメリカ経済への影響というので何かないかなと思つてさがしていたら、たまたま先週号に⑤が載っていた。これは説明しないとわかりにならないかと思つています。Odd numbersというのは奇妙な数字あるいは端数という意味でしょうかね。〇・六%という成長率が発表されましたがそれかと思つたり、あるいははっきりとした見通しができていないじゃないかという意味なのか。

この漫画は、イギリスのジョークを頭に置きな

がら書かれています。statistics、「統計」というものはビキニのようなものだというジョークです。like a Bikiniと云うのがある。「統計」というのはビキニのようなものだというフレーズの後に、What they reveal is suggestive.

What they conceal is vital. ビキニのようだと
いった後で、「統計」というのはあらわれている
ところは示唆に富むものだと。ビキニで、表に出
ているところは suggestive と。それから、con-
ceal。隠れているところは vital。何と訳しますか
ね。生き生きとしているというんですかね、それ
と。……。statistics is like a Bikini です。

ところがこの漫画は、ビキニではなくて、普通
の水着を着ている、だからますますわかりません
だということをしているわけです。後でお話し
しますが、恐らく成長率が絶えず下方修正されて
いくというようなことを指して「エコノミスト」

が皮肉っているんだろうと私は思います。それこ
そ解釈は自由ですので、どのように解釈されても
いいと思います。

(3) 福沢諭吉の「開口笑話」

こういうジョークはイギリスでは非常に多い。
私が驚いたのは、一九世紀の初めに福沢諭吉がロ
ンドンへ行っている。そのときに、アイルランド
問題のジョークを見つけてきているのです。

アイルランド問題が、既に一九世紀初頭にイギ
リスではジョークになっていて、しかもその
ジョークを福沢諭吉が見つけて持ってきた。それ
で、「開口笑話」という福沢諭吉のジョーク集、
これは一八九五年に出版されているのですけれど
も、それに載っている。

どんなジョークかというと、アイルランド問題
というのは「タイトブーツ」だというジョークな

のです。きつい靴ですね。きつい靴を履くと、あなた方はどうなるか。その痛さでほかの苦痛が忘れられるというジョークです。これがアイルランド問題。

(4) ジョーク余話

昨日もある会で短いジョークを聞かせてくれたといわれました。後でお話するより最初に話して、そのかわり今日のお話の中ではジョークは使いません。これは、聞いた方もおいでになるかもしれません。私がよく使っていた、竹下さんに教えたら、竹下さんの方がよく使っていたジョークで、「ぼけ」の四段階というのがあります。第一段階は人の名前を忘れる。第二段階は人の顔を忘れる。第三段階はジッパーを上げるのを忘れる。第四段階はジッパーをおろすのを忘れるというジョークです。

これを、私の友人が変えて使っていました。日的に変えた。ゴルフ場で仲間が途中でトイレに行った。出てきたら、ジッパーを上げるのを忘れていた。そこで、注意した。「君、前がぁいていますよ」といったら、走ってティーグラウンドのほうへ行ったというわけです。

そういうぐあいにつくり直してくれる人がいるのです。前がぁいているというのを、ゴルフのときには確かに使いますけれども、別の意味で使われているわけです。やつぱり、アイデアのある人がいるんだなと思っています。

あと、これも最近私が思い出して使っている。まだ一、二度ぐらいしか話していませんのですけれども。岸総理がやめた後、竹下さんを、そのときは官房副長官でしょうかね、そんなに偉くなかったと思うのですが、竹下さんと呼んで、「君に頼みたいことがある。人間だれしも年をとってくる

と、同じことを二度、三度いうようになる。竹下君、君だけは、自分が同じことをいったら、必ず注意してくれ」といったという話なのです。

そのときに竹下さんは何と聞いたか。「総理のその御要請は今日で四回目です」といったというのです。(笑) これをふっと思いついたのですけれども、竹下さんがつくったジョークなのか、本当に岸元総理との間でやりとりしたのか、聞く相手がいない。

それで、うっかり使うと、また大場のやつ、自分でつくったんじゃないかといいかねない人がいる。本来なら確かめなければいけないのですが、確かめられなかった。

一、サブプライムローンの問題

さて、それでは本題です。サブプライムローン

の問題。この問題が起きたのは七月です。七月の末に、私は会員の方々にレターを出して、この問題はかなり大変なことになるという説明を申し上げた。最初に考えたことは、金融資本市場の動揺とか、あるいは信用収縮ということ。さっきの漫画のように、居眠りしている中央銀行の総裁がいたわけです。

対策が遅れ遅れになった。米国が最初に金利を下げたのは九月四日ですから。

(1) G7の問題

私が最初に整理したのは、アメリカの問題とG7の問題とを分けるということです。アメリカの問題というのは、サブプライムローンにあらゆる対策を施して解決すること。今の短期金融市場の動揺とか、信用収縮の問題は、G7で大蔵大臣や中央銀行総裁が話し合って解決の方向に持ってい

くべきテーマである。だから、はっきり二つに分けなければいけないということを、まず申し上げた。

それで、一〇月一九日でしたか、一〇月のG7を注目していたわけです。ところが、これが期待外れでして、期待外れという大臣や総裁に申しわけないのですが、まず経済については、ステートメントというかコミュニケーションを、最初に見ますとファンダメンタルズはいいんだからということ、最初にうたっているのです。その後、どのように信用収縮とか短期金融市場の動揺を解決したらいいかという議論になっているようです。

私が期待していたのは、この問題の契機になったのはヘッジファンドです。ですから、ヘッジファンドの規制の強化という怒る人がいるでしょうが、ヨーロッパからすれば、ヘッジファンドに対する規制を見直して、もう少し監督当局が

見られるようにしたらどうか。フランスとかドイツの考え方なのですが、英国とアメリカは、一度規制緩和したものをもとに戻すようなことをしてはいけないというのが基本的な立場です。

(2) ソブリン・ウエルス・ファンド (SWF)

明日、明後日の東京のG7で日本がどういうふうにこの問題をまとめていくか。大変だろうなと人ごとのようにいっています。

一〇月のG7でそのヘッジファンドについて何か手だてを考えるとすることは、ほとんど議論されていません。議論されたのは、ソブリン・ウエルス・ファンド (SWF) です。国家運用ファンドの問題です。これについて議論が行われた。

そこで、国家運用ファンド、これはソブリン・ウエルス・ファンドですから、直訳すると「国富ファンド」です。実際の動き方を見ていて、「国

が運用する基金」と意識したほうがいいかなと思っ
ています。今二・五兆ドルぐらいの規模と見て、
間違いはないと思います。

ただ、どんどんふえていく。経常収支の黒字の
半分ぐらいは、産油国や中国とか韓国とか、シン
ガポールも、ちょっと扱いは違いますけれど
も、こういった国々は、経常収支の黒字の半分ぐ
らいはSWFをふやそうと思えばふやせる。産油
国、OPEC諸国の経常収支の黒字は、昨年大体
三〇〇億ドルです。それから、ロシアとかノル
ウェー、非OPECの黒字は一八〇億ドルで
す。両方で四八〇億ドル。おもしろいことに、
中国が、一―六月が経常収支一六〇億ドルの黒
字なのです。これは単純に二倍しますと三二〇
億ドルですね。多分、三二〇億ドルにとどまら
ず三五〇億ドルとか三六〇億ドルとか、ふえ
ていくとは思いますが、一―六月の実績を倍に

しますと、三二〇億ドル。足すと八〇〇億ド
ルですね。だから、政府運用ファンドは、毎年四
〇〇億ドルぐらいはふえていく可能性がある。

経常収支の黒字に着目するのは、金利だとか配
当だとか、そういう数字を国によって公表してい
ない。特に湾岸諸国は出しませんから。ですが
ら、表に出ている経常収支の黒字から考えてみる
と、年に四〇〇億ドル位はふえていく。二―三
年でまた一兆ドルふえてしまう。

SWF問題が飛び火して、日本もこういうファ
ンドを持ったらかとという議論が出てしまし
た。私はこれには反論せざるを得ないと思ってい
ます。新聞にも簡単に書きましたけれども、日本
や先進国は影響力が大きいから、このようなファ
ンドを持つべきではないというのが、私の基本的
な考え方です。

日本については、もう一兆ドル近い外貨準備で

すから、そのうち二〇〇〇億ドル、三〇〇〇億ドルを横に置いて、それだけを運用するということをやるうと思えばできないわけではない。しかし、それは非常に攪乱的な動きになる。とてもヨーロッパ諸国やアメリカを説得できるものではない。

外貨準備の運用ですけれども、確かに日本の外貨準備は大きいですが、過去を見ると、イギリスとかイタリアは、外貨準備が大きくない時代に、国際収支の赤字をファイナンスしなければいけないときがあった。

開發途上国のほうは、IMFが控えていて、經常収支の赤字があるとIMFがお金を貸してくれるわけです。そのかわり、コンディショナリティーといって、厳しい貸し付け条件をつけるわけです。それが嫌だから、最近、中南米は、アルゼンチン、ブラジルを初め、みんなIMFに対し

てお金を返してしまいました。

ですから、今IMFはお得意さんがいなくなつてしまったわけです。今、大きなお得意さんは一カ国です。トルコです。トルコからは貸付金の金利が入ってくる。それ以外はみんな返されてしまっている。IMFは金持ちですから、給料の心配までする必要はないのですけれども、こういう状況が続くと、やがて金(きん)を売ってくることになっていくと思います。

先進国はどうしたかというと、GABというんですが、「借り入れ一般取り決め」というのを結びました。要するに、IMFの世話になどならないうで、先進国の場合には、仲間でファイナンスしようというので、GABなんです。「借り入れ一般取り決め」。

その仲間というのはどこかというのと、一〇カ国です。一〇カ国蔵相会議というのは、GAB(借

り入れ一般取り決め)で、仲間内のファイナンスをするためにつくられた。その問題をあつかうのが一〇カ国蔵相会議だということである。開発途上国とは違う扱いをしてきている。

そういう歴史を考えると、やはり先進国がファンドをつくってみずから運用するというのは、感心したものではないという気がしています。

(3) 外貨準備運用の問題

現実の問題として、一兆ドル近い外貨準備をどうするのかということですが、私は、銀行に対する外貨預金をしたかどうかと、もうしているかもしれないけれども。

もちろん、日本の外貨準備はほとんどがドルだし、ユーロも若干持っていますから、外貨預金として銀行に預ける場合には、ドルはアメリカの銀行中心、ユーロはユーロ圏の銀行中心ということ

になる。しかし外国の銀行は、サブプライム問題でリスクが大きく、現実に二〇〇億ドル以上の損失を計上している銀行が幾つもある。

そういうところに外貨預金をするわけにもいかない。となると、これは日本の銀行の方々に喜ばれるかもしれないけれども、リスクを余り負っていない日本の銀行にドル預金、ユーロ預金をしたらどうかと考えているわけです。

今日も国会の議論を聞いていましたら、外国為替資金特別会計の埋蔵金はどうなっているのかという質問をしている人がいました。特別会計には二〇兆円ぐらいの積立金があることは事実です。しかし、一兆ドルの外貨準備は、一〇〇円、九五円になったら、すなわち、二〇円、円が強くなったら、為替の評価損は二〇兆円になる。ですから、二〇兆円もあるからというようなことを頼りにする、埋蔵金がそこにあるのではないかという

ことをいう方は間違っていると思うのです。評価損という形で、積立金は簡単に飛んでしまうのです。

この外国為替資金特別会計というのは昔つくった会計ですから、大福帳です。評価損と利益の積立金と、両方そのまま積んでいくわけです。ですから、三六〇円のとき以降の評価損が全部乗っているわけです。利益の積立金のほうは、円・ドルの金利差がありますから、その金利差とか、あるいは売買、介入等でドルを安く買って高く売れば、利益が出る。そういう利益を積み上げていくということなんです。しかし、仮に二〇兆円あるとしても、二〇円、円高・ドル安になれば飛んでしまう。

最近、かなりの金額を一般会計のほうに出しているようですが、私は反対です。

(4) サブプライムローンの動向

サブプライムローン、どうしてこういう住宅ローンがポピュラーになってしまったのかということなんです。これは、二〇〇一年から二〇〇五年まで、年に一〇%前後住宅価格が上昇していった。サブプライムローンの借入人というのは、一つは銀行に対して不義理をしている人々。あるいは、カード破産なり、カードでもって問題を起こしている人々。その他、どう見ても借入金資産が超過しているとか、あるいは月給の半分近くが借入金返済に充てられている人々です。サブプライムローンというのは人間を見ていないんです。借入人の調査などしない。

つまり、住宅価格が一〇%ずつ上昇してきたから、その住宅を売れば回収できる、こういうローンであるわけです。だから、人間を見ていない。朝日とか読売、NHKもそうですけれども、低所

得者に対する住宅ローンというふうの説明していただきますけれども、これは間違いです。中所得者も借りている。信用力のない借入人に対するローン、それがサブプライムローンなのです。

お手元の「米国住宅指標一覧」の数字をごらんいただくと、サブプライムローンの延滞率が、一番右側にあります。昨年の第三・四半期までしか出ていませんが、プライムローンですと三・一%、サブプライムローンですと一六・三%という数字が出ています。これは、第四・四半期には、サブプライムローンの一六・三%は二〇%になっていると思います。(文末資料三頁参照)

住宅ローンというのは、今ちょうど一〇兆ドルです。アメリカのGDPとほぼ同じです。GDPのほうがちょっと大きいですか。そのうち、サブプライムローンは一・三兆ドルと見られています。もちろん、今はサブプライムローンは当り前

のようですが、とまっています。何故なら、住宅価格が下がり出しているのですから、サブプライムローン、信用力のない人にお金を貸す、住宅ローンを貸すようなことはあり得ないわけで、ぱったりとまっています。

(5) 住宅ローンの動向

住宅ローンのほうは、少し動いています。というのは、金利が下がっているからです。

先ほどから申し上げた、住宅価格が一〇%ずつ上昇しているような経済があつて、初めて成立するとか、創出される住宅ローンがサブプライムローンだということです。

そのほかに、二〇〇一年から二〇〇五年のころ、これはグリーンस्पンのミステイクといつか、間違いといつては気の毒なんですけれども、金利を一%まで下げていった。住宅ローンの金利

は、長い間、八ないし一％ぐらいだった。それが三％低下してきたわけです。

ですから、二〇〇二年に私が計算してみたときには、一兆ドルぐらいの借りかえがあったわけです。一〇兆ドルの住宅ローンのうち、一兆ドルの借りかえがあった。

一兆ドルの借りかえをすると、七五〇億ドル余計お金を借りられた。住宅価格が上がっているからです。と同時に、金利が三％低下しているから、それで三〇〇億ドル、家計部門というか、個人にお金が入ってくる。合わせて一〇五〇億ドル。ですから、GDPを一〇兆ドルとすると、一％ポイントですね。

これについては、BISのエコノミストが同じような計算をしてみても、GDPの一・五％ポイント、個人消費を高めているとしている。住宅価格が一〇％ずつ上がることによって、毎年、個人消

費を一％ポイントずつふやしてきたということがいえるのです。ですから、これが逆に回転し始めると、逆資産効果で厄介なことになるということです。

この表のほかのところもごらんいただきたい。数字が細かい表なので見にくいとは思いますが、れども、これは私が一週間に一度は必ず見ている表です。

(6) 住宅投資の動向

「住宅着工件数」が左から四行目ですけれども、年率一〇〇万戸まで落ちてきています。一二月は特にひどくて、前年対比で見ると三八％も落ちています。

右のほうに移ってきて、「GDP実質民間住宅投資」というのがあります。これも第三・四半期なんですけれども、前期比マイナス五・六％、前

年比でマイナス一六・五%という数字がごろいただけだと思います。

住宅ローンの金利は、現在では五・八%。またさらにここから〇・一か〇・二%下がっている可能性があります。

住宅価格は、中古住宅の価格が、これは前年比でマイナス六%、新築住宅のほうは前年比でマイナス一〇%という状況になっています。

どこまで下がるのかとよく聞かれるのですけれども、日本の住宅問題を思い出してみると同時に、アメリカの過去の住宅価格が上昇したときのデータを見るしかない。

アメリカでは、一九七〇年代後半と一九八〇年代の後半に、住宅価格が二〇%ぐらい上がっているのです。ミニバブルといえるでしょう。これが、二〜三年で価格が下がって、もとの状態に戻っているのです。ところが、問題は、今回の住

宅価格の上昇は、八〇%の住宅価格の上昇なので。二〇〇〇年から二〇〇五年までで八〇%です。

ただ、インフレが進んでいますから、資産価値、住宅の価格が八〇%上がっているから、前の二回の調整期間のように八〇%下がるかというところ、そこまでの調整は行われなと思っています。私は住宅価格が八〇%上がったもののうち四〇%から五〇%ぐらい住宅価格が下がれば、それで調整が終わるのかなと推測しているわけです。

そうすると、もしこの表でござんいただいたように、住宅価格の低下が、新築住宅一〇・四、中古住宅六・〇。年に一〇%ぐらいずつ低下していくと、調整に四年間はかかる。もう少し、一五%ずつ下がれば、あるいは三年間で住宅価格は底入れするかということなのです。

ここが意見が分かれるところで、日本のことを

勉強したとか、アメリカの過去の歴史を勉強している人は、大変だぞという意見になるわけです。

日本のことを勉強していない方は、アメリカというのは力の強い国なので、そんなに住宅価格の調整に時間ばかりませんよ、力があるんですよとおっしゃるわけです。しかし、私は深刻に考えたほうがいいだろうと思っております。

(7) グローバリゼーションとセキュリティタイゼーション

サブプライムローンがなぜこんな大問題になってきたかということにつけ加えさせていただきますと、グローバリゼーションとセキュリティタイゼーションです。

グローバリゼーションは、我々は受け入れざるを得ない。もうそれが人類の進歩にもつながっているし、平和にもつながっていることを考える

と、グローバリゼーションは受け入れなければならない。

問題は、セキュリティタイゼーションです。銀行を中心にして証券化が進んだ。ローンをまとめて、日本の場合はまとめるといっても一〇件とか二〇件のローンをまとめるということかもしれません、向こうは三〇〇件とか五〇〇件の住宅ローンをまとめて、住宅担保といいますか、RMB S というものです。住宅抵当担保証券というのをつくり上げて、そこにサブプライムローンなどが入ってきているわけです。さらにそれをもう一つ再証券化をやりまして、でき上がったのが、皆さんも御存じのCDOというものです。

Collateral Debt Obligation です。

これは証券ですから、つくられた証券が分割されたり、あるいは一緒になったりして、別の証券につくり上げていくことも可能で、証券化は広

がっていった。それから、実際に貸す会社・住宅金融会社は、証券化されるのだから、何も借入人の管理を、管理をとという言葉は悪いかもしれないけれども、財政状況を見る必要はないということとです。ですから、証券化によって、銀行もそうだけれども、貸すほうは非常に気が楽になっていったということがあります。それが、このセキュリティゼーション。

ですから、私はセキュリティゼーションが悪いものだとは思っていませんけれども、金融工学というか、新しい金融商品をつくり上げるときに、今まではこの証券化というもののメリットだけが強調されていたような気がします。証券化の負の面を考えて、その対応策というか対策を見ていかなければいけないと思います。それも、明日、明日のG7に期待したいのですけれども、そこまでは無理だと思いますね。

二、米国経済への影響等

(1) 米国経済への影響経路

今、G7とアメリカとの役割分担について、G7についてのお話に入りつつあるので、G7も、経済への影響を考えると、いろいろな経路があります。一番わかりやすいのは、今お話しした住宅価格が低下することによるアメリカの個人消費の低下です。アメリカの個人消費のGDPに対するシェアは、七〇%です。正確にいうと六九・九%なのだそうです。それが米国のGDPを低下させる一番大きな経路ですね。

二つ目は、住宅のほうからいうと、住宅着工件数です。これは、住宅投資につながってくるわけですから。住宅投資のGDPに対する比率は五・八%といわれております。住宅投資がマイナスに

なってしまうこと。

最後に、企業の設備投資です。企業の設備投資が、落ちてくるのです。金融資本市場の混乱、混乱というよりも動揺という言葉を使ったほうがいいかもしれませんが、それと信用収縮です。お互いに相手の顔を見るようになってきていますから、企業も、あるいは個人も大変なのです。資産の状況とか、これまでのしぶりまで、金融機関が見るようになってきています。そういったことで、個人消費のみならず企業の設備投資までもが減ってくる。

(2) 二〇〇八年の米国経済の成長率

二〇〇八年の米国経済の成長率の見通しが、見直すたびに低くなってきている。現在は、公のものとしては、昨年一月の半ばにバーナンキが出したものだ。今年の成長率ですが、一・八%ないし

二・五%という数字です。これは、幅の広い数字ですけれども、要するにフェデラルリザーブの理事が、みんな意見が分かれているということ、それぞれが自分は何%から何%というようなことを述べたんだろうと思います。その真ん中をとったというか、かなり低い数字とか高い数字を外して、一・八%ないし二・五%という数字を出したんだろうと思います。これが、二月中旬のバーナンキの上下両院の議会証言でどう変わるかを、注目しているわけです。

この間に、政府のほうは、個人消費を盛んにしよう、もとに戻そうということ、一五〇〇億ドルの財政刺激策をとった。それから、金利のほうは、最初〇・七五%下げ、この間、二九日、三日のFOMCでもって、さらに〇・五%下げた。当局としては、この影響がでるといいたいだろうと思うのです。しかしさめた目で見ると、成長率

が下がっているからいじらざるを得なかったということなので、下方修正することは間違いないのですが、どういう数字を出してくるか、私は非常に興味を持っております。

政府に対しても、せつかく一五〇〇億ドルも刺激策をとってくれているのに、それが景気に響かない、私は二〇〇八年中は響かないと思っています。そういう対応をバーナンキができるだろうか。八月には居眠りしていたわけですから。アメリカのポリティクスを考える上で、その辺が非常に興味があるわけです。

大体、当局は自分の発言でさらに成長率を低下させるようなことは絶対に避けますからね。そうすると、どうしても成長率が下降するときには、余りペシミスティックな数字を出したがるまいわけです。ですから、そこを割り引いて考えてみないといけないかなと思っています。

ですから、去年の一〇月のG7のときは、IMFの見通しは、日本が一・七%、アメリカが一・九%、ユーロ圏が二・一%だった。もう既に見通しとしても〇・五%ぐらいは下がっていると私は思います。

アメリカについていえば、先ほどの漫画ではないですけれども、一%を割るといって悲観的な見方が、こここのところで急にでてきた。おもしろい国ですね。ついこの間までは楽観説を唱えていた方々が、急に悲観的な数字を出してくるのです。

今の住宅価格の問題とか住宅着工件数の問題、それから大きかったのが雇用です。一二月と一月。バーナンキは、この雇用の数字が悪かったの、で、恐らくがっくりいったんじゃないかと思えます。そういったことで、にわか悲観的な見方がふえてしまった。

ですから、二月中旬に、先ほど申し上げた一・

八%ないし二・五%という見通しを〇・五%は下げないとおかしいと思います。非常に興味を持って見えています。

(3) 金融機関への影響

さて、信用収縮と短期金融市場の動揺の影響が一番強く受けたのは、もちろん企業、借り手なんですけれども、貸すほうの銀行も影響を受けているわけです。相手を見なければいけないとか、今までの債権の回収ができるかとか、いろんなことを考えざるを得なくなってきたわけです。

去年の金融機関への影響、後半の七月〜一二月の数字を見ますと、シティバンクの損失の見込みが二八六億ドルとか、あるいはメリルリンチの二二五億ドルの損失見通しが出てきますと、やはりこれはかなり大変だという気がしてくるわけです。

日本は、幸いにして、金融庁がまとめた数字が動かないとすれば、サブプライムローンの関連の証券の保有は、一兆三〇〇〇億円です。これは、銀行から信用金庫まで調査した結果が一兆三〇〇億という数字になっています。だから、仮に半分ロスが出たとしても、六五〇〇億円ということ、G7の中では日本が一番少ない。

ただ、三週間前から出てきたわけですけれども、モノラインというアメリカの金融保証会社ですね。その格付が、トリプルAから下がってきた。支援しようかという企業や、金融機関もあつたようですが、結局お金を出す企業や金融機関は今のところありません。

モノラインの世界経済に対する影響は、いわれている程大きくはないと思います。というのは、この金融保証会社が保証していたのは、アメリカのカウンティーとか、州政府とか、ローカルガバ

メントです。その保証が大体五割だと見ておられます。モノラインの四社が大口ですが、カバーしている保証額は、大体二・四兆ドルぐらい（そのうち約半分が地方債）といわれております。

(4) アジアへの影響

さて、アメリカの成長率が仮に一%を割るような数字が現実の問題として出てきたときに、これに対して一番大きな影響を受けるのは、アジアかなと思っております。ヨーロッパは、それほど大きな影響は受けないのではないかと。ユーロ圏というのが、一つの完結した動きを見せるようになっていきますから。

日本はどうか。既にアメリカ向けの輸出を数量ベースで見ると、一年前に比べてずっと落ちているのです。ここでアメリカの成長率が低下し、マイナス成長になる四半期もあるかもしれま

せんけれども、日本のアメリカ向け輸出がどうなるかというのは、一つの問題です。

ただ、日本の輸出のシェアも、五年前、二〇〇二年には、アメリカ向けの輸出が日本の総輸出の二九%もあったのですけれども、昨年で計算してみますと、二〇%です。かなり落ちてきています。どこが大きくなってきているかといえば、皆さんが推測されるように、二〇〇二年の中国向けの輸出は日本の総輸出のうちの九・五%であったのが、今は一五%になっているということです。

おもしろいのは、輸入のほうを見ると、アメリカからの日本の輸入のシェアは、これも落ちてきているのです。五年前は、日本の輸入のうち一七%がアメリカからだったのです。それが、今は一一%になっている。ところが、日本の輸入に占める中国のシェアは、二〇〇二年が一八%だったのが、現在二一%になっています。

アメリカが景気下降したときの影響は、この数字から見ると、それほど大きくはないかと。昔のように、アメリカが風邪を引くと日本は肺炎だとか、そんな状況にはなっていないと見ております。

(5) ユーロ圏への影響

それからもう一つ、かつてと違っているのはユーロ圏です。ユーロという通貨が、ドルを脅かす存在になってきた。私がそういうと多くの方がドルはまだ捨てたものじゃないぞと反論されるのですが、私は、この六年間のユーロの台頭というか、ユーロの力が強くなったことは大変なものだと思います。

もちろん、貿易取引、ドル建ての輸出入、あるいはユーロ建ての輸出入。これはまだドルが断然強い。ドル建ての輸出入は、現在、世界貿易の約

三分の二。これはIMFの数字です。IMFにしては割と大きな数字ですけれども、三分の二。残りの三分の一がユーロ建ての輸出、ユーロ建ての輸入だと見ているわけです。円建ての輸出入とかポンド建ての輸出入というのは無視されています。IMFがそういう数字を出しています。

ユーロ建ての輸出入を進めている国は、もちろんユーロ圏とEU、それからフランス語を使うアフリカ圏です。この貿易の通貨別の数字が外貨準備の保有額につながっているような気がします。

外貨準備に占めるドルの比率は六〇%で、ユーロの比率は二五%。残念なことですけれども、ポンドの比率が五%で、円の比率は二%ちょっとです。私はもう少し大きくなっていくのではないかなというところで気をつけて見ているのですけれども、この数字には、かなりがっかりさせられるものがあります。

それから、貿易と外貨準備の話、これはある程度つながっているから一緒にお話したのですけれども、ユーロ取引が進んでいるのは資本取引です。一昨年の六月以降、ユーロ建てのノート、ボンドの発行額及び発行残高が、ドル建てのノート、ボンドの発行額あるいは発行残高を上回るようになっていきます。

数字を申し上げておきます。一番新しい数字が去年の九月末の数字です。まず、ユーロ建てのボンドあるいはユーロ建てのノートの発行残高は九兆九五八〇億ドル、約一〇兆ドルと見ていいわけです。これに対してドル建てのノート、ボンドの発行残高は七兆三五〇〇億ドル。これはB I Sの数字ですけれども。ポンド建の残高が一兆七〇八〇億ドル。これもがっかりする数字なんですけれども、円建てのボンド、ノートの発行残高は五五七〇億ドルです。円の国際化をいろいろ進めてき

たのですけれども、現実の数字はこうなっています。

コマーシャルペーパー、要するに短期金融市場です。短期金融市場を見ても、ユーロ建ての取引あるいはユーロ建てのコマーシャルペーパーの発行残高のほうが多くなっています。ニューヨークにおけるドル建ての発行額よりも、ユーロ建てのほうが大きくなっております。数字を申し上げると、去年の九月末現在で、ユーロ建てのコマーシャルペーパー、プラスその他のマネーマーケットの商品ですけれども、発行残高は四九〇〇億ドルです。ドル建ては三九六〇億ドルという数字をB I Sが取りまとめております。ポンド・スターリングは一四九〇億ドル。円は、わずかに二三〇億ドルです。

もう少し皆さんに頑張っていたかどうか、東京金融資本市場において円建てのコマーシャル

ペーパーとか、あるいは円建てのボンド、ノートの発行を多くするように努めたいという気がしております。規制があるとすれば、その規制を改めるのは政府の役割ですけれども、やはり円をどういうふうに位置づけ、理解させるかという問題につながってくるという気がしております。

(6) BRICsへの影響

アメリカの成長率が低下したときに、BRICsですね。インド、中国、ロシア、ブラジルの経済が最近いいから、これらが緩衝国になってくれるのではないか。デカップリングですね。そういう意見が出てきていますけれども、私はこの見方はとりません。

中国やインドやブラジルは、アメリカの成長率が低下すれば、必ずその影響を受けます。そのアメリカの成長率の低下あるいは先進諸国の成長率

の低下等を補うことにはならないと見ております。これは、BRICsを重視する方々にとってみると、おやおやという見方なんですけれども。私はもともと、BRICsという国々が最近伸びてきていることはよくわかっているのですが、それぞれにリスク要因を抱えていると見ているのです。

時間が長くなるといけませんから簡単にお話ししますと、ブラジルの問題は、やはりインフレ率です。今のところ何とか抑えていますけれども、この国はインフレ期待が強い。よくジョークで、昔リオデジャネイロに行ったら、「バスに乗れ、タクシーに乗るな」というジョークがありました。これはリオデジャネイロが発信地なんですけれども。それは、三〇〇〇%のインフレ率のときに、バスに乗れば、バスは乗る前に料金を払う。タクシーは、目的地へ着いてから料金を払う。だ

から、その間に料金が上がってしまうという
ジョークです。これはブラジルが発生源です。

ところが今、インフレ率を抑えているのです。
一〇%以上の高い金利でもって、インフレが進ま
ないようにしています。財政も、ブラジルにして
みれば気をつけているのです。このインフレ期待
というのがブラジルのネックだと思います。

もう一つは、経常収支の黒字が減りつつあるこ
と。ブラジルは、貿易収支で年に二〇〇億ドルぐ
らい、経常収支で一〇〇億ドルぐらいの黒字を計
上するのが当たり前の国だと思っんです。それ
が、貿易収支、経常収支の黒字が、ここどころ
急速に減ってきているのです。これが気になっ
ています。これがブラジルのリスクです。

これはジョークではないのですけれども、ペ
ルーのフジモリ大統領が再選を果たしてブラジル
へ行ったときに、時の大統領が再選を控えてい

た。フジモリさんに、再選に成功する条件は何か
と聞いたら、フジモリさんは二つあるといったの
です。一つはインフレを抑えること。もう一つは
女房と別れることだといったのです。フジ
モリさんは、奥さんを離婚して再選を果たした。
自分のことをいったのかと思うのですが、ブラジ
ルの問題はインフレなのです。

それから、中国のリスクは、過剰流動性だと
思っております。過剰流動性が大きいから、株が
上昇したり、不動産価格が上がったりしている。
ですから、今、物価問題が中国の非常に大きな
テーマになってきている。

過剰流動性を抑えようとして、先進国的な手法
をとっているわけですけれども、効くわけないで
すね。金利を上げたり、預金準備率を上げたりし
ていますけれども、そんな方法で中国の過剰流動
性がおさまるとは思えません。やはりあの国は腕

力を使うしかないのです。そこに踏み切ってくれば、過剰流動性の問題は解決すると思います。そういう思い切った政策をとってくるかどうかです。

成長率は低下してきています。中国の今年の成長率の見通しを、先ほど九・五%と申し上げましたかね、九・六%ですね。ワールドバンクは、最初は一〇・五%だと見ていたのが、現在、九・六%に修正しています。

あと、インドの問題は経常収支の赤字です。最近、日本はかなりインドを見直しておりますけれども、経常収支の赤字が二〇〇億ドルから三〇〇億ドルに近づいているわけです。いつまでインドがそれをもちこたえられるかということです。

第一には、直接投資を受け入れることが肝心ですし、それが十分でないときは、第二、外銀などから借り入れをしなければいけないのです。今の

ところ、インドは見直されていて、いい国だというふうになっていくものですから、ファイナンスができていくということです。

最後にロシアですけれども、ロシアのリスクはプーチン政権です。この三月の大統領選挙の後、政治的な安定性が保たれるかどうか。新しい大統領と、実際に力を持っているプーチンの調整がどのように行われるかというのが、私の一番の興味です。

あと、経常収支の黒字は大きいし、経済の面では、私はそんなにロシアについて心配していませんけれども、やはりポリティカルリスクを気にしております。

今、四カ国について申し上げたのは、どうもBRICs、四カ国は、かなり急速に力が強くなって、先進諸国の成長率の低下を十分補う力を持つに至ったと過大評価されているものですから、水

をかけたわけです。

おわりに

これから、アメリカを中心にして経済の下降が始まると見ておりますが、先ほど申し上げたように、日本はそんなに大きな影響を受ける国ではなくなっております。

なくなっておりますけれども、アメリカの今度の選挙を見てみますと、三つの問題があります。民主党も共和党もそうですけれども、特に民主党はそうですね。第一がメディケアの問題が大きくなっています。二つ目は経済。特に個人消費を復活させる、高めるために、どういう措置をとったらいいかということ。三番目には、イラク問題をどう解決するか。財政の赤字は、一五〇〇億ドルぐらいまで減るかと思っていたら、今年度も来年

度も、財政の赤字が四〇〇億ドルを超えます。經常収支の赤字は相変わらず八〇〇億ドルぐらいです。ですから、世界じゅうの經常収支の黒字国のお金がどうか、黒字国がアメリカのファイナンスを行っているという状況になっています。

ということで、これもがっかりしないで聞いていただきたいのですけれども、私はアメリカの覇権というのは変わってくると思っております。今度のイランのおさめ方を見ても、ロシアとかヨーロッパ諸国に頼らなければイラン問題をおさめられない。イラクは、もう自分でやってしまったわけですけれども、そういう状況が見られます。ですから、かつてのアメリカの強さというものを、我々としては見直さなければいけないと思っております。

我々はアメリカの安全保障の傘の下にいるわけですから、そこをこれからどのように調整してい

くかというのが大問題だと思っております。サブプライムローンの問題は、単に経済への影響が大ききということだけではなくして、安全保障の問題まで考えさせられるという気がしております。

それは、片方にユーロという強い通貨が出てきたということもありますけれども。

以上です。何か落としている問題があれば、お話しいたします。

高橋理事長 どうもありがとうございます。

サブプライム問題から始まって、世界経済の大きな流れについて、わかりやすく御解説をいただいたかと思えます。ありがとうございます。

少し時間をいただいておりますので、もし御質問、御意見等がおありの方は御発言いただきたいと思えます。

今回のG7で金融安定化フォーラムが、レー

ティングの見直しとか、サブプライムに関連して中間報告をするという話がありますが、どんなふうにごらんになっているか、つけ加えていただければと思います。

大場 金融フォーラムの議長は、今イタリアの中央銀行の総裁です。四月に、金融フォーラムとしての報告が出てくるはずです。ですから、明後日は中間報告だと思います。恐らく、篠原財務官はかなり苦労しているのではないかと思います。どこまでまとめられたか。

金融フォーラムの日本のメンバーは日銀の理事も入っていますが、もう一人、金融庁の国際問題担当の丸山審議官が加わって三人でやっています。G7と違って国も多いですし、まとめるのは大変だと思います。中間報告でどこまで出てくるかなということですね。いずれにしても、四月にはイタリア銀行の総裁の責任で報告書が出てくるの

で、それを見たいと思っています。

サブプライムローンの問題は、アメリカの問題ですから、アメリカがどうするのか。成長率の低下はどうなるのか。明後日のG7でポールソンやバーナンキがどういう説明をするか注目したい。

成長率が低下するなんて、アメリカ政府はいけませんよ。この前の予算教書を見て驚いたのですけれども、ブッシュは今年の成長率は二・七%だということです。驚くべき数字ですね。それは、自分が一五〇〇億ドルもつぎ込むのだから効果が出ないはずがないと見ているのでしょうか。一%以下の成長率だという見方がコンセンサスになりつつあるときに、大統領は二・七%ですからね。驚くほかないですね。しかし、それが政府の期待なのだとしてあげればいいのでしょうか。

明後日のG7の問題は、第一に世界経済をどう認識するかです。これは、アメリカがどういう説

明をするか。今のよう大きな数字を出してくるのか、現実的な数字を示すのか、そこは興味があります。

二つ目に、金融です。短期金融市場の動揺と信用収縮にどう対応するのかという問題です。

さらに、財政をどうするか。アメリカは他国にも財政刺激策をとってほしいというでしょう。しかし日本もドイツもイギリスも、この問題に財政政策で対応するつもりはない。ですから、何も出てこないと思います。そうかといって、アメリカが財政政策まで動かしているのですから、これに水をかけないように、激励することが大事です。

それから、金融政策。これはもう市場に資金を供給しようという点では異論はありません。

しかしECBのトリシェ総裁も、我が福井総裁も、金利を下げることは考えていないと思います。トリシェもインフレが心配になってきました

からね。ユーロ圏のインフレ率が2%を超えてきたのです。あそこは、2%で抑えるというブデスバンク以来の考え方を持っています。それが、最近消費者物価も上がってきているので、逆に金利を上げたいという気持もある。

ですから、G7、東京で金利を下げると受け取られるような話をするはずがないと思いますね。

そのほかに、IMFをどうするか。今、トルコしか借りてくれる国がないわけです。中南米諸国はみんなIMFの借入金を返済してしまいました。金(きん)を売るところまではいかないですけど、収入の道をどういうふう構築していくかということも議論されるかも知れない。

その過程で、IMFのクオータの問題ですね。アジア諸国の力が、GDPが大きくなっていますから、アジアのクオータ、IMFにおけるシェアですね。そういう問題も議論されるかもしれませ

ん。

ということ、いろいろな問題が議論されるんですけど、私も、我が財務大臣は、多分苦勞されると思いますよ。いろんな考え方の人たちがいますからね。明後日のG7についてはそういうことです。

高橋理事長 ありがとうございます。

こういう機会ですので、ほかに何か御質問等ございませぬでしょうか。

質問者 ジャパンパッシング、ジャパンパッシングという言葉がよく聞かれるんですが、大場さんから見て、アメリカからの発信で、何かそういうことが起きるだろうということはお考えになっておられるでしょうか。

大場 今、自分たちの選挙のことについていって……。

ジャパンパッシングですか、パッシングです

か。

質問者 両方です。

大場 中国を重視したいという考え方ははっきり出てきていますね。

質問者 出てきていますか。

大場 はい。特にポールソンは、ゴールドマン・サックスにいたところから中国に対して特別な関心を持っていた。

ただ、ポールソンが気の毒なのは、共和党政権下で、議会も共和党が上下両院でマジヨリティーを占めているところで腕を振るおうと思つて財務長官になった。ゴールドマン・サックスにいたときは数十億円もらっていた。それが、財務長官は二〇万ドル足らずですからね。二〇〇〇万円ぐらいの年俸になった。年俸は少なくとも、世界のために腕を振るおうと思つていたわけです。ところが、出てきてすぐに民主党の議会になつてしまつ

た。ですから、当てが外れたところがあるのかなという気がしているのです。

最近ではニューヨークから出てきた財務長官はドル高だ、テキサスから出てきた財務長官はドル安だと、そんなことが語られるぐらいです。ポールソンも基本的にはドル高だと思つたのですけれども、それを強い主張として出してきていないですね。

中国ですけれども、今のアメリカの政権の足元を見てしまっている。

そういうことで、ジャパンパッシングとか、それは一月まで待たないと、はっきりしたことはわかりませんね。しかし、中国が大きな国になりつつある。無視できない国になってきているということは、日本だけではなしに、ヨーロッパも同じです。

先ほどのヨーロッパの輸出入を見ても、中国の

比率が大きくなってきていますね。中国からヨーロッパ向けの輸出はかなりふえてきている。いろいろ考えて、ヨーロッパは中国を大事にしていこうと思えます。

ですから、すぐにジャパンパッシングとか、パッシングまではいくわけがない。日米間には、今何も大きな問題はないですね。それこそ、トレードフリクションがあればパッシングとかそういう言葉が使われるのですが、アメリカと日本との間では、今そういう問題はないでしょう。

中国の存在が重くなっていることは事実ですけど、アメリカも上手にやると思えますよ。日本の顔を立てながら、中国といろいろな交渉をする。

ですから、今度の東京のG7でも、人民元の問題は、余り深入りしないのではないかと気がしております。もし、為替相場の問題を出すとす

れば、それは人民元しかない。お互いの円とかドルとかユーロは問題ないですからね。それはもう市場に任せておこうという考え方が基本ですから。

もし為替相場について何かいっておいたほうがいいということになれば、それは中国の人民元がやり玉に上がるわけですけども、きついことは云わないと思います。G7は明日、明後日ですから、余り余計なことをいって、違っていたなんていわれると困るので。

高橋理事長 ありがとうございます。

今のお話は、ヒラリー・クリントンであつても、オバマであつても、日本との関係では大して違いはないということですか。

大場 どちらかというとおバマのほうがいいと思いますですけども、しかし、アメリカ人にとつてみれば、女性の大統領か、ケニア系の大統領かとい

うので、大変でしょうね。オバマもよく頑張っていると思いますよ。

質問者 済みません、日本で政府系ファンドを設立してはどうかという話についてです。

もともと今サブプライム問題になっている事の発端として、先ほど大場先生は不動産価格がずっと上がってきていたということをおっしゃっておられました。そのもともとの根源たる理由が、アメリカが経常赤字をどんどん垂れ流ししてきているのを、日本を初め、新興国も含めてトレジャーリールを買いう形で還流させていた。したがって、本来ならば金利が上がるはずのものが上がらないで、ずっとバブルを生み出す根源たる理由をつくってきていたんじゃないかという気がしているんです。

そういうことを考えると、本当に我々は先進国の一国という立場で盲目的にずっと米国債を買い

続けることが運用であるという考え方を持っているのかというのは、すごく疑問に思っています。そういった観点からは、もう少し是正の考え方はないのかなと。

それは、例えば、今、銀行にお金を預けるといってお話があったんですが、実は日本全体では、恐らく五〇〇兆円ぐらいの外貨資産を運用していて、そのうち生保とか金融機関が海外で運用している。そのうちの大きな部分が米国債に行っちゃまっているのが現状だと思うんです。

だから、迂回してやろうが直接やろうが余り変わりない話であって、もっと積極的に日本はバランスシートのマネジメントをしないとイケないんじゃないかという気が、最近、だんだん強くなってきています。そのあたりはどういうふうにお考えか、ちょっと聞かせていただければと思います。

大場 ユーロ建ての資産をもう少し持ったらどうかということでしょうか、一つは。株式とか価格が変動する社債を買うというのは、外貨準備としては適当ではないと思います。

私は、ユーロはもう少し持つてもいいと思ってはいますけれども、ユーロを持つとすると、ドルを売るわけですから、ドルの値段が下がる。そうすると、日本の外貨準備はほとんどがドルですから、自分が損をしてしまうことになるのです。多額の評価損を出すことにつながる。これは長い間の懸案なのです。

日本だけではなく、中国も日本を上回る外貨準備を持っていますから、上手にユーロ建ての資産をふやそうと考えていると思います。

みなでアメリカの赤字のファイナンスをしているからいつまでたっても赤字がなくならないのではないかという見方は、ある一面を見ているの

ですけれども、逆にいうと、アメリカが赤字を出してくれているので世界の需要が保たれているという見方もできるわけです。アメリカの消費で一番大きいのは中国からの輸入商品です。そういうことを通して世界経済が回っているという面も見てやらなければいけない。

ですから、逆にユーロが強くなってきて、ドルがいつまでも赤字を続けられない。つまり、アメリカのドルの金利が高くなるということを考えると、少しずつ変えていかなければいけないと思います。

私は、ユーロだけが強いと見ているのです。円とドルは弱い通貨だと。ユーロを基準に考えると、円とドルは同じように弱い通貨だと思っています。円とドルの間で少しぐらいどちらが強くなるかと弱くなるかと、それは大したことではない。それこそ、金利差が大きくなるとか小さく

なるとか、そんなことで動いてしまうということ
です。基本的には、ユーロというものを見直して
いくことが大事だと思っております。

先ほど説明しましたけれども、「為替・
株価・金利」の表は、私が毎日見ている表です。
今日ごらんに入れるので持ってきたのです。(文
末資料四頁参照)

一番上の一番左が去年の六月末の数字です。こ
こから始まっているのです。これからどのぐらい
各国の金利とか、為替とか、株価とかが動いて
いるかが、この表で見られるわけです。

下の欄の一八日と二二日のところを黒い枠で囲
んだのは、一八日にはアメリカ政府が一五〇〇億
ドルの景気刺激策を発表した。それでも余り数字
は動いていない。二二日は、バーナンキが〇・七
五%の金利の引き下げを発表した。アメリカにつ
いていえば二二日で、ヨーロッパや日本について

見ると、二三日を見なければいけないのですが、
別に効果が出ているわけではない。

ただ、後でゆっくりごらんいただくと、六月と
比べてみますと、一ついえるのは、国債、ドル建
て国債の利回りが低下しています。ユーロ建ては
ドイツ国債をとっているのですけれども、その金
利も下がっている。ということは、質への転換が
行われて、ドル建て債もユーロ建て債も、国債が
見直されているのだと思います。それは、一番上
の左側の六月の数字と比べてごらんになると、こ
の間に金融市場がどういふふうに動いてきたかと
いうのがつかめると思います。

高橋理事長 ありがとうございます。

それでは、時間も大分過ぎました。今日は、サ
ブプライムローン、世界でのいろんな動きを丁寧
に御説明いただきありがとうございます。厚
く御礼を申し上げます。どうもありがとうございます

ました。(拍手)

(おおば ともみつ・国際金融情報センター理事)

(本稿は、平成二〇年二月七日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

大 場 智 満 氏

略 歴

1953年 3 月 東京大学法学部法律学科卒業
1953年 4 月 大蔵省入省
1977年 7 月 大臣官房審議官（大臣官房担当）
1978年 6 月 大臣官房審議官（国際金融局担当）
1979年 7 月 国際金融局次長
1982年 6 月 国際金融局長
1983年 6 月 財務官
1986年 6 月 大蔵省顧問
1986年12月 国際金融情報センター理事長
2001年 1 月 同理事長を退任、現在 理事

著 書

『二つの空洞化を超えて』 （日本放送出版協会、1995）
『NEW ヨーロッパを読む 75のキーワード』 （有斐閣、1995）
『世界の金融・資本市場』 （金融財政事情研究会、1995）
『世界ビジネスジョーク集』 （中央公論新社、2003）

ほか

Challenges for Year 2008 (Year of Mice)

for World Economy

RATS

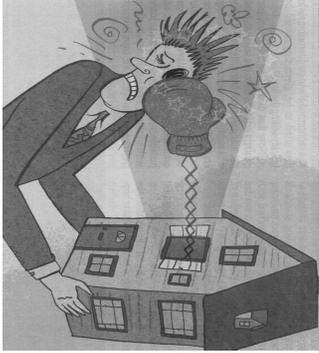
- R: Resources
- A: Appreciation
of RMB (China)
- T: Temperature
- S: Subprime

for US Politics

MICKEY

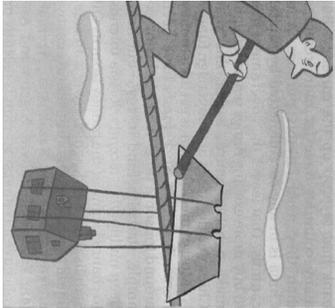
- M: Medicare
- I : Iran Iraq
- C: Climate Change
- K: Kim's Korea
- E: Employment
- Y: Yuan Yen

①



The Economist, July 14th-20th 2007, P75

②



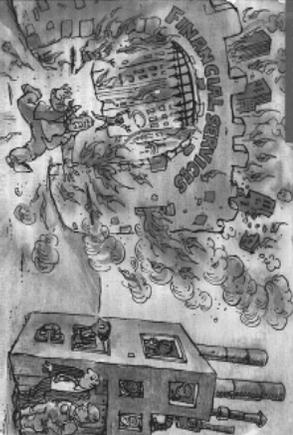
The Economist, July 28th-Aug 3rd, 2007 P68

③



The Economist, Aug 11th-17th 2007, P87

④



At the gates of hell
Banks and brokers are having a terrible time.
Now the misery is spreading
The Economist Nov. 24th 2007

⑤



Odd numbers
Why America's advance GDP figures do not paint
the whole picture
The Economist Feb.2.2008

指標一覧

件数	GDP実質民間住宅投資			住宅ローン 固定金利 (30年)	ケース・シ ラー住宅	住宅価格 中古住宅 価格	新築住宅 価格	住宅在庫		住宅延滞率		
	前年比%	前期比%	前年比%	%	前年比%	前年比%	前年比%	新築在庫	中古在庫	全体	プライム	サブプライム
								万戸	万戸	%	%	%
	-			7.8	-	-	-	32.2		4.3	-	-
	1.9			7.6	-	-	3.6	28.1		4.4	-	-
	7.6			6.9	-	-	4.8	29.4		4.4	2.5	11.0
	6.0			7.4	-	-	5.2	30.8	171.4	4.1	2.1	11.4
	0.7			8.1	-	3.9	4.2	29.8	186.8	5.0	2.6	13.5
	0.4			7.0	10.2	6.0	3.6	30.8	188.8	5.2	2.7	14.3
	4.8			6.5	9.3	8.5	7.2	33.9	213.8	4.9	2.6	13.2
	8.4			5.8	11.2	8.1	3.4	37.0	227.0	4.5	2.4	11.5
	10.0			5.8	15.4	9.0	13.8	42.2	224.4	4.4	2.2	10.3
	6.6			5.9	15.8	12.9	7.5	51.1	284.6	4.7	2.5	11.6
	-4.8			6.4	7.6	1.8	3.8	53.5	345.0	5.0	2.6	13.3
	-16.9			6.3	-2.4	-2.4	-0.3	49.5	390.5			
	9.0	1.3	7.0	5.8	16.5	10.3	8.0	44.5	229.7	4.3	2.2	10.6
	4.5	3.1	6.2	5.7	15.8	13.4	6.3	45.5	267.8	4.3	2.2	10.3
	6.5	1.7	6.9	5.8	15.2	14.2	10.5	48.7	277.2	4.4	2.3	10.8
	1.0	0.1	6.4	6.2	15.6	13.4	5.4	51.1	284.6	4.7	2.5	11.6
	-2.1	-0.2	4.8	6.2	13.6	8.6	6.5	55.3	319.8	4.4	2.3	11.5
	-7.2	-3.1	-1.5	6.6	9.9	3.1	6.9	56.5	373.8	4.4	2.3	11.7
	-12.4	-5.5	-8.5	6.6	5.7	-1.0	-0.1	56.0	378.3	4.7	2.4	12.6
	-10.1	-4.6	-12.8	6.3	1.8	-2.7	2.1	53.5	345.0	5.0	2.6	13.3
	-6.4	-4.4	-16.5	6.2	-0.7	-1.4	4.5	54.8	380.6	4.8	2.6	13.8
	-10.7	-3.1	-16.5	6.4	-2.8	-1.3	-2.1	54.1	436.8	5.1	2.7	14.8
	-13.8	-5.6	-16.5	6.6	-4.3	-1.7	2.0	52.7	437.0	5.6	3.1	16.3
	-20.9			6.3	-6.9	-5.1	-5.5	49.5	390.5			
	-5.2	-	-	6.2	14.7	10.4	9.8	52.2	288.3	-	-	-
	0.0	-	-	6.3	13.8	8.4	5.7	53.9	298.5	-	-	-
	-1.0	-	-	6.3	12.3	7.2	4.1	55.3	319.8	-	-	-
	-5.9	-	-	6.5	11.2	4.0	8.8	56.5	341.5	-	-	-
	-6.0	-	-	6.6	10.0	5.3	4.3	56.4	358.9	-	-	-
	-9.7	-	-	6.7	8.6	0.1	7.6	56.5	373.8	-	-	-
	-11.4	-	-	6.8	7.2	1.0	3.9	57.3	386.1	-	-	-
	-12.4	-	-	6.5	5.7	-2.2	1.6	56.8	384.4	-	-	-
	-13.6	-	-	6.4	4.3	-1.8	-5.7	56.0	378.3	-	-	-
	-11.3	-	-	6.4	3.0	-4.4	2.7	55.3	386.0	-	-	-
	-11.0	-	-	6.2	1.8	-3.4	0.9	54.2	381.0	-	-	-
	-7.9	-	-	6.1	0.7	-0.2	2.6	53.5	345.0	-	-	-
	-4.6	-	-	6.2	-0.1	-3.0	3.9	53.6	353.9	-	-	-
	-3.7	-	-	6.3	-0.8	-1.0	0.0	54.4	380.5	-	-	-
	-10.9	-	-	6.2	-1.3	-0.1	10.0	54.8	380.6	-	-	-
	-10.4	-	-	6.2	-2.1	-1.3	-5.6	54.7	422.0	-	-	-
	-10.5	-	-	6.3	-2.8	-2.5	2.9	54.3	437.8	-	-	-
	-11.2	-	-	6.7	-3.4	0.0	-3.2	54.1	436.8	-	-	-
	-9.0	-	-	6.7	-3.8	-0.7	3.4	53.8	456.1	-	-	-
	-13.2	-	-	6.6	-4.3	0.2	-3.0	53.3	438.3	-	-	-
	-19.3	-	-	6.4	-4.9	-4.8	6.0	52.7	437.0	-	-	-
	-20.6	-	-	6.4	-6.1	-5.5	-8.3	51.2	443.3	-	-	-
	-20.0	-	-	6.2	-7.7	-4.0	2.4	50.2	421.7	-	-	-
	-22.0	-	-	6.1				49.5	390.5	-	-	-
				5.8								

サブプライム問題と米国経済

米国住宅

暦年	月	住宅着工						住宅販売				
		住宅着工許可件数			住宅着工件数			新築戸建住宅販売件数		中古住宅販売		
		年率万戸	前期比%	前年比%	年率万戸	前期比%	前年比%	年率万戸	前期比%	年率万戸	前期比%	
96	141.9	-	-	146.9	-	-	75.6	-	-	-	-	
97	144.2	1.6	-	147.5	0.4	-	80.6	6.6	-	-	-	
98	161.9	12.3	-	162.1	9.9	-	88.9	10.3	-	-	-	
99	166.4	2.8	-	164.7	1.6	-	87.9	-1.1	-	517.2	0.3	
00	159.8	-4.0	-	157.3	-4.5	-	88.0	0.1	-	518.8	0.3	
01	163.7	2.4	-	160.1	1.8	-	90.7	3.1	-	532.7	2.7	
02	174.9	6.8	-	171.0	6.8	-	97.6	7.6	-	565.7	6.2	
03	188.8	7.9	-	185.4	8.4	-	109.1	11.8	-	617.6	9.2	
04	205.8	9.0	-	195.0	5.2	-	120.1	10.1	-	672.7	8.9	
05	216.0	5.0	-	207.3	6.3	-	127.9	6.5	-	707.5	5.2	
06	184.2	-14.7	-	181.2	-12.6	-	104.9	-18.0	-	651.0	-8.0	
07	137.1	-25.6	-	134.4	-25.8	-	77.3	-26.3	-	567.9	-12.8	
05	Q1	210.5	0.9	5.5	207.2	5.4	8.0	128.3	3.3	6.9	701.0	1.6
	Q2	213.8	1.6	2.8	205.1	-1.0	5.9	127.3	-0.8	5.9	714.3	1.9
	Q3	222.8	4.2	7.6	210.0	2.4	6.2	129.6	1.8	11.8	718.0	0.5
	Q4	216.9	-2.6	4.0	206.9	-1.5	5.3	126.3	-2.5	1.7	696.7	-3.0
06	Q1	215.0	-0.9	2.1	212.7	2.8	2.7	113.2	-10.4	-11.8	686.3	-1.5
	Q2	192.8	-10.3	-9.8	186.1	-12.5	-9.3	108.6	-4.1	-14.7	682.7	-3.4
	Q3	172.0	-10.8	-22.8	170.4	-8.4	-18.9	99.4	-8.5	-23.3	628.7	-5.1
	Q4	157.2	-8.6	-27.5	155.5	-8.7	-24.8	98.6	-0.8	-21.9	626.3	-0.4
07	Q1	155.9	-0.8	-27.5	146.0	-6.1	-31.4	85.3	-13.5	-24.6	642.3	2.6
	Q2	146.3	-6.2	-24.1	146.4	0.3	-21.3	85.5	0.2	-21.3	591.7	-7.9
	Q3	132.4	-9.5	-23.0	130.0	-11.2	-23.7	73.0	-14.6	-26.6	542.0	-8.4
	Q4	113.7	-14.1	-27.7	115.1	-11.5	-26.0	68.0	-6.9	-31.1	495.7	-8.5
06	1月	222.4	4.9	4.0	229.2	14.9	6.9	118.5	-4.4	-1.5	675.0	-0.9
	2月	212.9	-4.3	0.7	212.5	-7.3	-3.7	108.4	-8.5	-17.8	694.0	2.8
	3月	209.7	-1.5	1.7	196.5	-7.5	5.4	112.6	3.9	-15.2	690.0	-0.8
	4月	198.7	-5.2	-7.6	182.1	-7.3	-11.6	109.7	-2.6	-12.9	671.0	-2.8
	5月	191.8	-3.5	-8.0	194.4	6.8	-4.0	108.7	-0.9	-15.5	688.0	-0.4
	6月	187.9	-2.0	-13.7	181.9	-6.4	-12.0	107.3	-1.3	-15.8	649.0	-2.8
	7月	177.4	-5.6	-19.5	174.6	-4.0	-15.0	96.9	-9.7	-30.2	632.0	-2.6
	8月	173.1	-2.4	-22.0	164.6	-5.7	-21.4	100.9	4.1	-19.6	631.0	-0.2
	9月	165.4	-4.4	-26.9	172.1	4.6	-20.0	100.4	-0.5	-19.3	623.0	-1.3
	10月	156.0	-5.7	-28.1	147.0	-14.6	-28.8	95.2	-5.2	-28.7	627.0	0.6
	11月	152.7	-2.1	-31.2	156.5	6.5	-27.1	98.7	3.7	-18.7	625.0	-0.3
	12月	162.8	6.6	-23.2	162.9	4.1	-18.3	101.9	3.2	-17.8	627.0	0.3
07	1月	156.6	-3.8	-29.6	140.3	-13.9	-38.8	89.0	-12.7	-24.9	644.0	2.7
	2月	154.1	-1.6	-27.6	148.7	6.0	-30.0	84.0	-5.6	-22.5	668.0	3.7
	3月	158.9	1.8	-25.2	149.1	0.3	-24.1	83.0	-1.2	-26.3	615.0	-7.9
	4月	145.7	-7.1	-26.7	148.5	-0.4	-18.5	90.7	9.3	-17.3	601.0	-2.3
	5月	152.0	4.3	-20.8	144.0	-3.0	-25.9	86.1	-5.1	-20.8	598.0	-0.5
	6月	141.3	-7.0	-24.8	146.8	1.9	-19.3	79.7	-7.4	-25.7	576.0	-3.7
	7月	138.9	-1.7	-21.7	137.1	-6.6	-21.5	79.6	-0.1	-17.9	575.0	-0.2
	8月	132.2	-4.8	-23.6	134.7	-1.8	-18.2	70.1	-11.9	-30.5	548.0	-4.7
	9月	126.1	-4.6	-23.8	118.2	-12.2	-31.3	69.3	-1.1	-31.0	503.0	-8.2
	10月	117.0	-7.2	-25.0	127.4	7.8	-13.3	72.5	4.6	-23.8	498.0	-1.0
	11月	116.2	-0.7	-23.9	117.3	-7.9	-25.0	63.4	-12.6	-35.8	500.0	0.4
	12月	108.0	-7.1	-33.7	100.6	-14.2	-38.2	60.4	-4.7	-40.7	499.0	-2.2
2008	1月											
	2月											
	3月											

(注)1.住宅価格、住宅在庫、住宅在庫率は原数値。

2. 新築、中古住宅の四半期の値は月末値。

3. ケース・シラー住宅価格指数の07年第四半期は10・11月実績からの試算値。

証券レビュー 第48巻第3号

6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
	108.54	109.18	108.90	110.04	109.33			108.60	108.17	106.79	107.65
	109.18	1.4707	1.4660	1.4804	1.4776			108.17	106.78	107.64	106.54
	1.4696	160.14	161.32	161.87	160.81			1.4869	1.4805	1.4652	1.4642
	160.43	1.9699	1.9585	1.9614	1.9566			160.83	158.08	157.70	156.00
	1.9699	7.2710	7.2675	7.2627	7.2708	7.2621		1.9559	1.9626	1.9635	1.9713
								7.2551	7.2398	7.2425	7.2490
	4.250	4.250	4.375	4.188	4.188			4.313	4.188	4.250	4.188
	3.175	3.140	3.155	3.135	3.025			3.095	3.080	3.055	2.925
	4.600	4.550	4.400	4.400	4.250			4.050	4.050	3.920	3.950
	3.831	3.782	3.822	3.884	3.794			3.765	3.675	3.735	3.821
	4.100	4.105	4.050	3.980	4.035			3.975	4.045	4.000	3.970
	3.881	3.895	3.909	3.910	3.920			3.912	3.911	3.897	3.897
	4.616	4.598	4.597	4.591	4.576			4.558	4.541	4.509	4.446
	4.125	4.153	4.089	4.089	4.087			4.054	4.024	3.978	3.975
	0.495	0.505	0.505	0.520	0.530			0.530	0.530	0.505	0.505
	0.85750	0.85667	0.85583	0.85583	0.85583			close	0.85583	0.85583	0.85583
	1.470	1.473	1.478	1.440	1.435			1.430	1.430	1.392	1.420
	12,827.49	12,589.07	12,735.31	12,853.09	12,606.30			12,778.15	12,501.11	12,466.16	12,159.21
	2,499.46	2,440.51	2,474.55	2,488.52	2,439.94			2,478.30	2,417.59	2,394.59	2,346.90
	4,283.37	4,295.23	4,298.32	4,237.62	4,229.31			4,236.68	4,140.94	4,108.34	4,065.76
	14,500.55	14,528.67	14,598.16	14,388.11	14,110.79			close	13,972.63	13,504.51	13,783.45
	1,392.71	1,403.06	1,424.29	1,401.36	1,377.58			close	1,350.20	1,302.37	1,330.44
	862.00	880.30	881.70	893.60	897.70			903.40	902.60	882.00	880.50
	362.32	368.17	366.58	363.89	365.15			370.22	365.57	361.26	361.41
	95.09	96.33	95.67	93.71	92.69			94.20	91.90	90.84	90.13

28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8
106.75	106.90	107.11	106.24	106.43			106.54	106.72	106.82	106.54	
106.89	107.10	106.27	106.45	106.50			106.71	106.82	106.54		
1.4782	1.4777	1.4862	1.4861	1.4802			1.4629	1.4648	1.4631		
158.01	158.26	157.92	158.19	157.72			158.26	156.45	155.89		
1.9842	1.9894	1.9864	1.9873	1.9652			1.9735	1.9648	1.9615		
7.1950	7.1945	7.1916	7.1818	7.1890			7.1884	7.1840	7.1840		
3.250	3.438	3.250	3.188	3.000			2.750	2.000	3.000		
2.265	2.240	2.105	1.905	2.045			2.205	2.120	2.045		
3.300	3.300	3.100	3.150	3.150			3.200	3.250	3.150		
3.581	3.677	3.666	3.593	3.593			3.644	3.570	3.589		
4.025	4.045	4.115	4.170	4.040			4.020	4.010	4.000		
3.885	3.883	3.876	3.870	3.868			3.881	3.868	3.872		
4.378	4.383	4.381	4.374	4.367			4.368	4.372	4.359		
3.948	3.994	4.018	3.930	3.919			3.932	3.846	3.895		
0.505	0.505	0.505	0.515	0.505			0.505	0.525	0.505		
0.85250	0.85167	0.85083	0.85000	0.85000			0.850	0.851	0.851		
1.422	1.482	1.437	1.452	1.437			1.475	1.478	1.429		
12,383.89	12,480.30	12,442.83	12,650.36	12,743.19			12,635.16	12,265.13	12,200.10		
2,349.91	2,358.06	2,349.00	2,389.86	2,413.36			2,362.85	2,309.57	2,278.75		
3,765.41	3,810.01	3,789.31	3,792.80	3,867.47			3,867.16	3,717.08	3,760.12		
13,087.91	13,478.86	13,345.03	13,592.47	13,497.16			13,859.70	13,745.50	13,099.24		
1,293.03	1,328.73	1,320.11	1,346.31	1,336.86			1,364.72	1,355.48	1,298.41		
927.10	925.10	920.60	922.70	908.70			904.90	885.90	900.70		
364.16	367.19	368.52	369.46	364.34			367.85	363.79	364.11		
90.99	91.64	92.33	91.75	88.96			90.02	88.41	87.14		

サブプライム問題と米国経済

特記なき限りニューヨーク市場クローゼンク

為替・株価・金利 (2008年1月)

		07/06	07/09	07/10	07/11	07/12	1	2	3	4	5
為替	\$-¥ オープン	123.18	115.62	114.64	109.93	112.54	111.66	111.65	109.67	109.33	
	\$-¥ クローズ	123.18	114.80	115.43	111.23	111.71	111.65	109.67	109.32	108.60	
	EURO-\$ クローズ	1.3542	1.4267	1.4488	1.4633	1.4590	1.4593	1.4714	1.4750	1.4743	
	EURO-¥ クローズ	166.80	163.78	167.23	162.80	163.00	162.90	161.37	161.25	160.09	
	€-\$ クローズ	2.0088	2.0473	2.0798	2.0564	1.9849	1.9864	1.9809	1.9711	1.9741	
	\$-元 クローズ	7.6132	7.5061	7.4650	7.4000	7.2971	7.3071	7.2981	7.2770	7.2750	
金	FF O-N	5.375	4.500	4.625	4.500	3.000	close	4.250	4.188	4.125	
	T-B 3M	4.675	3.705	3.815	3.075	3.245	close	3.175	3.145	3.115	
	ユーロ 3M	5.340	5.250	4.850	5.250	4.850	close	4.730	4.800	4.750	
	T-Bond 10YR	5.924	4.587	4.471	3.938	4.023	close	3.903	3.892	3.865	
	EURO O-N	4.090	4.100	4.105	3.935	4.375	close	3.600	3.940	4.065	
	EURO-BILL 3M	3.986	3.780	3.871	3.883	3.661	close	3.783	3.849	3.873	
	EURO 3M	4.175	4.792	4.603	4.810	4.684	close	4.665	4.644	4.630	
	独債 10YR	4.574	4.329	4.239	4.126	4.307	close	4.210	4.193	4.135	
	無担保コール O-N	0.650	0.700	0.530	0.530	0.525	close	0.525	0.525	0.245	
	ユーロ円TIBOR 3M	0.7333	0.8483	0.8500	0.8683	0.8600	close	0.8600	0.8600	0.8591	
株	新発10年国債	1.879	1.685	1.610	1.478	1.510	close	1.510	1.480	1.475	
	NYダウ工業30種(\$)	13,408.62	13,895.63	13,930.01	13,371.72	13,264.82	close	13,043.95	13,056.72	12,800.18	
	ナスダック	2,693.29	2,701.50	2,859.12	2,660.96	2,652.28	close	2,609.69	2,602.68	2,504.65	
	EURO STOXX 50(EURO)	4,499.77	4,381.71	4,499.79	4,394.95	4,399.72	close	4,339.23	4,333.42	4,270.53	
	日経平均(円)	18,138.36	16,785.69	16,737.63	15,680.67	15,307.78	close	close	close	14,691.41	
	TOPIX	1,774.88	1,616.62	1,620.07	1,531.88	1,475.68	close	close	close	1,411.91	
	NYメタス金先物(期近物)	650.90	742.80	795.30	782.20	838.00	close	860.00	869.10	865.70	
	CRB商品先物指数	315.74	333.67	351.01	339.84	358.71	close	366.86	368.61	366.22	
	NY原油WTI先物(期近物)	70.68	81.66	94.53	88.71	95.98	close	99.62	99.18	97.91	

		18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
為替	\$-¥ オープン	106.54			106.71	105.97	106.44	106.71	107.17		
	\$-¥ クローズ	106.87			105.96	106.43	106.71	107.17	106.74		
	EURO-\$ クローズ	1.4622			1.4455	1.4629	1.4629	1.4755	1.4682		
	EURO-¥ クローズ	156.20			153.16	155.72	156.11	158.12	156.67		
	€-\$ クローズ	1.9554			1.9434	1.9609	1.9553	1.9766	1.9831		
	\$-元 クローズ	7.2418			7.2673	7.2392	7.2325	7.2203	7.2115		
金	FF O-N	4.313			close	3.625	3.125	3.500	3.750		
	T-B 3M	2.785			close	2.275	2.160	2.315	2.205		
	ユーロ 3M	3.900			close	3.500	3.300	3.250	3.300		
	T-Bond 10YR	3.630			close	3.433	3.598	3.702	3.549		
	EURO O-N	3.905			3.970	3.975	3.975	4.000	4.000		
	EURO-BILL 3M	3.927			3.913	3.865	3.842	3.902	3.896		
	EURO 3M	4.411			4.393	4.330	4.288	4.302	4.383		
	独債 10YR	3.974			3.912	3.992	3.889	3.998	3.977		
	無担保コール O-N	0.480			0.480	0.505	0.505	0.505	0.515		
	ユーロ円TIBOR 3M	0.85583			0.85583	0.85583	0.85417	0.85333	0.85333		
株	新発10年国債	1.409			1.360	1.317	1.358	1.385	1.492		
	NYダウ工業30種(\$)	12,099.30			close	11,971.19	12,270.17	12,378.61	12,207.17		
	ナスダック	2,340.02			close	2,292.21	2,318.41	2,369.92	2,326.20		
	EURO STOXX 50(EURO)	3,995.17			3,793.95	3,753.68	3,577.99	3,809.07	3,777.06		
	日経平均(円)	13,861.29			13,325.94	12,573.05	12,829.06	13,092.78	13,629.16		
	TOPIX	1,341.50			1,293.74	1,219.95	1,249.93	1,284.45	1,344.77		
	NYメタス金先物(期近物)	881.70			close	890.30	883.10	905.80	910.70		
	CRB商品先物指数	360.87			close	356.81	348.24	357.36	361.64		
	NY原油WTI先物(期近物)	90.57			close	89.85	86.99	89.41	90.71		