

目次

1. サブプライムショック	P 1
2. 略奪的貸付	P 3
3. 住宅価格指数	P 5
4. MBS	P 6
5. 拡散するウイルス	P 9
6. 双子の赤字	P 11
7. ドルの信認	P 13

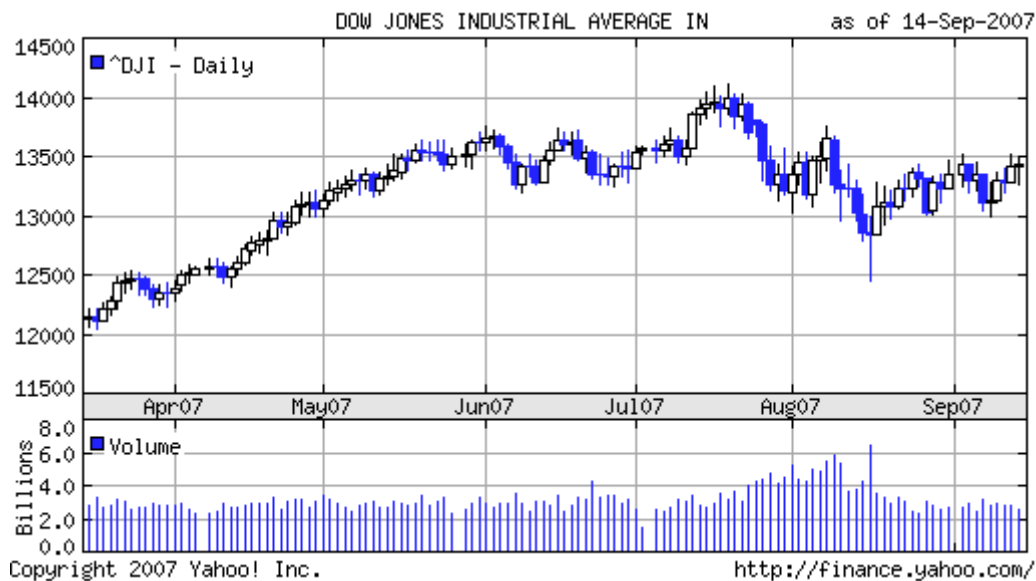
1. サブプライムショック

サブプライムローンなどという聞きなれない米国の住宅ローン問題が、世界の金融及び資本市場に激震を与えている。この問題が分かりにくいのは、本来単純な国内問題であるべき米国の住宅価格の下落が、国際金融市場に飛び火し、さらには国際資本市場に影響を与えているという構造の複雑さにある。もちろん外為市場にも強く影響している。

圧倒的多数の日本人にとって、米国の不動産や住宅など無関係なのであるから、そこにおける住宅バブルの崩壊など何の興味も無いであろう。ところが米国の住宅融資に過ぎないサブプライムローンが飛び火して、日本の株式市場が下げ、債券市場が上昇すると共に円高になるというのである。米国のサブプライムローンと日本の株式市場の相関関係など、伝統的な経済常識ではおよそ独立変数としか捕らえられていなかったのではないか？

風が吹けば桶屋が儲かるというが、現在の国際的な資金市場はその量・質・スピードにおいて信じがたいほど強い相互依存性を持つに到っている。従って、サブプライムローンがどのような構造で国際資金市場に影響を与えているのかを理解することにより、サブプライムローン問題の本質、及び、きわどく成立している現在の世界経済の脆弱さを理解することができる。

以下にサブプライム問題が表面化したここ数ヶ月間の世界の主要資本金融市場における指標チャートを示す。まず問題の米国であるが、サブプライム問題の直接の影響を受けるべきニューヨーク証券取引所ダウ工業株平均の本年4月以降の動きは次の通りであり、米国証券市場がサブプライム問題にどのように反応したかがこのチャートから分かる。



一見して分かるように、これが意外とたいした事はない。ニューヨークダウ平均は本年4月の12千ドルから14千ドルまで順調な上昇を遂げた後、8月のサブプライム問題の表面化により瞬間的に12500ドルを割り込んだものの、現在は13500ドル相当まで戻している。最大瞬間下落率は9%、現時点での下落率は4%弱に過ぎない。1987年10月の米国のブラックマンデーでは、ダウ平均株価は一日で508ドルも値下がりし下落率は何と23%だったのであるから、この程度の下落ではサブプライムショックなどと大げさな事は言えない。そこで次に米国金融市場の指標として同時期の米国10年国債利回りの推移を示す。



米国10年国債利回りは、米国経済の順調な拡大を受けて6月には5.3%の利回りをつけていたが、サブプライム問題の表面化以来急降下を続け、直近の最低利回りで4.3%まで下落すると共に、現在でも4.5%台に低迷している。すなわち米国長期金融市場は、サブプライム問題を受け、何と最大2割近い金利の低下を示したことになる。しかも不気味なのは、株式市場の下落が瞬間的なものにとどまり、その後時間の経過と共に回復しているのに対して、金融市場の金利低下は時間が経つほどじわじわとその下落率を大きくしていることである。

およそ経済活動とは、財貨用益にかかる実物経済とその実物経済の円滑な遂行を促進する金融経済より構成されている。そこで我々は、サブプライムは米国の住宅市場の価格下落に伴う不良債権問題であるとして、実物経済の側面から理解しようとするところであるが、少なくとも米国の証券市場並びに金融市場はそうは見えていない。企業業績を反映する証券市場は、サブプライム問題は消費へのマイナス効果を含めて米国企業の業績に影響するものの、その全体的な影響は4%にも満たないと考えているのである。これに対して金融市場は時間が経てば経つほどサブプライム問題の深刻さを重大に受け止めている。金融市場は、サブプライム問題が国際的な資金供給に影響し、金融不安を起こす可能性さえあると想定しているのである。すなわち、少なくとも現在までの市場の反応を見る限り、サブプライム問題とは米国の住宅市場問題ではなく、サブプライムを契機とする国際金融不安懸念であるということになる。ここにサブプライムを理解する鍵がある。

## 2. 略奪的貸付

サブプライムローンとは、米国の貸付債権中、優良顧客（プライム）向けではないものと言う。従って自動車ローンなどもサブプライムローンの範疇に入る可能性はあるのであるが（広義のサブプライムローン）、一般的には住宅を担保とする住宅ローンを問題としている（狭義のサブプライムローン）。

米国では一般に、住宅ローンの返済方法として、当初数年間の金利支払額を抑制したり、あるいは金利のみの支払いで元本返済を行なわない等の当初期間優遇返済方式が普及している。例えば当初2年の優遇期間には低金利が適用され、この間は優遇金利の支払いのみが行なわれるのであるが、優遇期間経過後は、通常のコストに優遇期間の金利優遇分を加算した累積金利に元本返済を加算した額を支払わなくてはならない。当然に月額返済額は優遇期間経過後に激増し、支払い困難になることが想定されるのであるが、ここで登場するのがホームエクイティローンである。

ホームエクイティローンとは、既存の住宅担保ローンに対して、担保となっている住宅価

格が上昇した場合に、住宅価格の値上がり分の担保余力に対して新たな追加貸付を行なう制度である。ここで住宅ローンの優遇期間において住宅価格が値上がりすれば、既存の住宅ローンの返済が困難になろうとも、新たにホームエクイティローンを組んでニューマネーを入れればいいのであるから、支払いに支障をきたすことは無くなる。又、この段階での住宅価格の値上がりが十分なものであれば、債務者は既に担保価値が十分にあるのであるから、サブプライムローンからプライムローンへの借り換え（リファイナンス）を行い、返済額そのものを減らすこともできる。それどころか、値上がりが期待以上のものであれば、リファイナンスによる返済額の減額に加えて、更なる住宅価格の値上がりによるキャピタルゲインさえ得る可能性さえあるのである。ホームエクイティローンは、住宅価格の値上がりを前提として、まさに打出の小槌のような信用創造機能を有している。

アメリカ合衆国は先進国としては例外的な人口増加国である。アメリカ合衆国の1995年から2000年にかけての人口増加率は平均1.2%であり、2000年から2005年にかけてもその増加率年平均は1.0%となっている。(注1) 同期間の日本の人口増加率年平均がそれぞれ0.2%と0.1%であり、同じくヨーロッパ全体の人口増加率年平均は0.0%と0.1%に過ぎないこと(注1)を考えると、地球規模的な人口論の中におけるアメリカ合衆国の特殊性は際立っている。止め処ない移民の流入と若年者の出生率の上昇(注2)がアメリカ合衆国の人口増加を支えている。

さて米国の人口が移民と出生率を原因として増加する以上、米国は構造的に住宅需要が高いということになる。住宅としての適格な土地の供給は有限なのであるから、米国においては構造上、人口増加率以上の住宅価格の値上がりがなければ住宅市場の一般均衡は達成できない。

一方、アメリカ合衆国は世界の基軸通貨たるドルの発券国である。第1項で米国国債利回りが現在4.5%台に低迷していることを指摘したが、日本の10年国債の本年8月の利回りは1.6%に過ぎない。世界最大の資本輸出国である日本からは米国に金が流れざるを得ない。日本以外にも、膨大な貿易黒字を積み上げる中国、原油の値上がりによるオイルマネーに沸くアラブ諸国からも基軸通貨ドルに金は流れている。米国には世界中から金が集まっているのである。

米国国民の住宅需要は構造的に強く、住宅ローンのニーズは高い。米国の金融機関には世界中から金が集まっており、その貸付ニーズは高い。これでは米国で住宅バブルが発生しないほうがおかしい。サブプライムローンが問題化報道以降、米国住宅ローン業者による略奪的貸付(Predatory Lending)とも言うべきローン販売の実態が暴露され始めている。サブプライムローンの締結に際して、借り手には頭金も所得証明書も要らなかったというの

である。それどころかサブプライムローンの締結自体が販売競争化し、ローンに高額の手数料を組み込んだり、金利の上乗せ額に比例した販売奨励金を社員に出していた事例もあるという。自己破産履歴者に対するローン販売の事例さえ報告されており、サブプライムはまさに何でもありのローン販売だったのである。

### 3. 住宅価格指数

以下に米国住宅価格の実勢価格を示すS & Pケース・シラー住宅価格指数の過去20年間の推移を示す。

西暦	月	総合指数	増減率
1987	1月	62.82	N/A
1988	1月	70.45	12.1
1989	1月	77.99	10.7
1990	1月	82.29	5.5
1991	1月	78.53	-4.6
1992	1月	77.74	-1.0
1993	1月	76.56	-1.5
1994	1月	75.71	-1.1
1995	1月	76.82	1.5
1996	1月	76.56	-0.3
1997	1月	78.08	2.0
1998	1月	82.70	5.9
1999	1月	90.06	8.9
2000	1月	100.00	11.0
2001	1月	114.58	14.6
2002	1月	123.93	8.2
2003	1月	142.86	15.3
2004	1月	162.90	14.0
2005	1月	193.35	18.7
2006	1月	222.46	15.1

如何であろうか。米国住宅価格は1991年から1996年にかけての6年間の低迷期を脱し1997年より一貫した上昇を続けてきた。2002年にはその上昇スピードがやや弱まったものの、2003年には年率15%を超える激しい値上がりとなり、その後の値

上がり率は2006年まで継続して年率2桁を超えている。米国における住宅価格の上昇は1997年以降10年間も続いてきたのである。この住宅価格が変調をきたしたのは2006年7月である。S&Pケース・シラー住宅価格指数の2006年1月以降の推移を月次で追いかけると、10年間続いた住宅バブルの崩壊が今年の7月に崩壊したことが統計上ははっきりと読み取れる。

西暦	月	総合指数	年増減率
2006年	1	222.46	N/A
2006年	2	223.38	4.96
2006年	3	223.75	1.99
2006年	4	224.99	6.65
2006年	5	226.00	5.39
2006年	6	226.29	1.54
2006年	7	226.17	-0.64
2006年	8	225.54	-3.34
2006年	9	225.09	-2.39
2006年	10	224.74	-1.87
2006年	11	223.94	-4.27
2006年	12	222.39	-8.31
2007年	1	221.32	-5.77
2007年	2	220.46	-4.66
2007年	3	219.66	-4.35
2007年	4	219.00	-3.61
2007年	5	218.23	-4.22
2007年	6	217.07	-6.38

#### 4. MBS (住宅モーゲージ担保証券)

サブプライムローン問題は、米国の当初期間優遇支払い住宅融資制度とホームエクイティローンにより引き起こされたものであるが、このような不健康極まりない融資が長期間継続可能であったのは、米国の人口増加を背景とする住宅バブルと基軸通貨ドルの相対的信頼度が長期間継続していたからである。ところがS&Pケース・シラー住宅価格指数を見れば一目瞭然であるように、米国の住宅価格は2006年7月に明らかに変調しており、昨年夏の段階では誰の目にも住宅バブルの崩壊は明らかだったのである。

サブプライムローン問題が国際金融市場において発火したのは、フランスのBNPパリバ銀行がサブプライムを含む資産担保証券の運用による3つのファンドの解約を一時中止した本年8月7日である。この結果ユーロ圏の短期金利が急上昇し、肝を冷やした欧州中央銀行（ECB）は8月9日に大慌てで市場に大量の資金供与を行なった。米国連邦準備理事会（FRB）と日銀もこれに続き大量の資金を市場に放出している。米国のサブプライムが問題だというのであれば、なぜサブプライム問題は昨年7月ではなく本年の8月に火を噴かなくてはならないのか？このことだけからも、今回のサブプライム問題が米国の住宅バブルの崩壊に根本的な原因があるものではない事は明らかであろう。

さて、問題は米国のサブプライムを契機とする国際金融不安にあることが分かったので、その規模を特定しなければならない。国際金融市場がサブプライムによる不良債権の発生により信用収縮をするといっても、それは一体どの程度の規模なのであるか？本年5月に発表された米国財務省等による米国証券の外国人保有調査報告書（注3）によると、2006年6月30日現在の米国民間企業による長期性資産担保証券（ABS）の外国人保有は次の通りと報告されている。

（百万ドル）

国	MBS	その他	ABS
ケイマン諸島	72,374	31,312	103,686
英国	44,082	44,334	88,416
ルクセンブルグ	22,381	27,923	50,304
オランダ	26,994	14,045	41,039
ベルギー	17,739	23,119	40,858
日本	19,756	16,378	36,134
ドイツ	22,272	7,755	30,027
スイス	14,343	13,716	28,059
ジャージー	17,399	9,664	27,063
バミューダ	14,385	12,530	26,915
国籍不詳	0	619	619
その他	69,146	51,986	121,132
合計	340,871	253,381	594,252

アメリカ合衆国は世界最大の資産証券化大国であり、全世界の証券化商品のおよそ75%が米国資産を証券化したものであるといわれている。（注4）不動産や貸付債権、リース債権、売掛債権などの特定の資産を裏付けに発行される証券を資産担保証券(Asset Backed

Securities)といい、一般にABSと略称で呼ばれている。ABSの中で特に住宅抵当証券を裏づけとして発行されるのは住宅モーゲージ担保証券(Mortgage Backed Securities)であり、こちらも一般にMBSとその略称で呼ばれている。

米国ではジニーメイ（連邦政府抵当金庫:Ginnie Mae）、ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫:Fannie Mae）、フレディマック（連邦住宅金融抵当金庫:Freddie Mac）という政府系住宅金融機関がMBSマーケットの6割を占めている。ジニーメイは全額政府出資であり、ファニーメイ及びフレディマックも住宅政策支援機関としての優遇措置がとられていることから暗黙の政府保証があるとみなされているため、これらの政府系住宅金融機関により発行されたMBSの信用力はとりあえず問題とはならない。住宅価格の下落に伴い償還リスクにさらされるのは民間金融機関発行のMBSなのであり、これが今回のサブプライム問題の発生原因である。そして問題の民間版MBSの外国人保有残高は、2006年6月末の段階で3408億ドルに上る。

民間版MBSの外国人保有残高3408億ドルという数字の解釈をめぐっては二つの考え方がありうる。一方の論者はたいした事はないと言い、この見方は米・欧・日の政府首脳並びに金融当局により強く主張されている。外務省が本年7月30日に公表した2005年の世界のGDPは44兆6454億ドルである。このうち米国のGDPは12兆4165億ドル、EU25カ国のGDPは13兆4770億ドルであり、日本のGDPは4兆5340億ドルである。仮に米国の住宅バブルの崩壊により住宅価格が3割下落したとしても、その外国人保有民間版MBSに対する影響額は1022億ドルに過ぎないのであり、これは世界経済に対して0.2%、米国経済に対して0.8%の影響を与えるに過ぎない。しかも住宅価格の下落は一気に起こるわけではなく、米国不動産市場において今後数年という時間をかけて過去10年間の価格上昇の修正が行なわれていくものである。確かに住宅価格の下落に伴う負の資産効果により、米国の消費は落ち込む可能性が高いが、現在の世界経済は米国経済に依存する割合を減じており、むしろ中国やインドといった新興国の経済成長が世界経済を牽引する効果が大いなのであるから（デカップリング現象）、主要国が適切な金融政策を講じれば今回のサブプライム問題は十分対応可能であるというのである。残念ながらこの見解は現在までの市場の信頼を得ていない。

米国住宅抵当銀行協会（Mortgage Bankers Association）の公表している全米のMBS発行残高は1999年末で約3兆ドル弱であった。本年3月15日に行なわれた米国財務次官 R.K.Steel 氏の議会証言（注5）より推定すると、2006年末の全米MBS発行残高は約10兆ドルである。この間政府系住宅金融機関のMBSは成長が規制されていたので、2000年から2006年にかけての米国MBSマーケットの大膨張はほとんど民間金融機関によりまかなわれてきたことが分かる。一方、サンフランシスコ連邦準備銀行の



J.Krainer氏が2006年12月29日付けで発表した論文(注6)によれば、民間金融機関によるMBSは全MBS発行残高の約4割を占めている。政府系MBSは1999年末には市場占有率が88%もあったのであるから、2000年から2006年にかけて政府系MBSはその市場占有率を88%から60%にまで大きく引き下げ、その分民間版MBSがシェアを伸ばしたのである。

これらの統計より推定すると、直近の民間版MBSの推定発行残高は4兆ドルであり、このうち1割弱の3408億ドルが外国投資家により保有されているということが分かる。さて前述と同じようにここで米国住宅価格が3割下落したとせよ。現在の民間版MBSもまた3割の価値を失うのであり、その総額は1.2兆ドルとなる。これは米国のGDPに対して10%、世界経済に対して3%弱という大きな影響力を持つ。

しかもこれは、米国住宅価格の下落に対して政府系MBSも民間版MBSも同率の影響を受けると仮定しての話であるが、この前提は成立しない。民間版MBSは政府系MBSに比較してはるかに劣悪な与信リスクを抱えている。もともと米国住宅市場の価格上昇に対しての危険性は数年前から問題視されていたのであり、そうであればこそ米国政府は政府系MBSの発行を抑制してきたところである。その中で、根強い住宅需要を背景に、民間金融機関は政府系MBSが出せない金をドンドン住宅市場につぎ込んできた。金利調整可能住宅担保融資(Adjustable rate mortgages; ARMs)などと言って、当初優遇期間内の金利を逡減させては借入元本を当初借入より膨らませてしまったり、あるいはホームエクイティローンなどと言って住宅の含み益のみを担保とした融資を行ってきたのは民間版MBSなのであり、現在の民間版MBSは不良債権の塊である可能性がある。従って、米国住宅価格が平均して3割下落するとすれば、民間版MBSはそれをはるかに上回る率での損失を被る構造になってしまっているのである。

前述のサンフランシスコ連邦準備銀行のJ.Krainer氏の論文(注6)では、MBSの中で金利支払いだけが行なわれているものが10%、当初借入元本より借入残高が拡大しているものが3%あることが報告されている。ここで住宅価格の下落が起こったのであるから、少なくともこれら13%のMBSは不良債権と考えるべきである。現在のMBS残高の13%というと1.3兆ドルとなり、この数字は先ほどの推定MBS不良債権額とほぼ同じである。すなわち、民間版MBSについては、既に現段階で発生している不良債権が1.3兆ドルなのであり、今後住宅価格が下落するに従ってここからさらに数千億ドル単位で不良債権が膨らんでいくというのが、現在のMBSの損失構造であると考えられる。(注7)

## 5. 拡散するMBSウイルス

米国のMBS発行残高が10兆ドルで、このうち4兆ドルが民間版MBSで政府保証のない高リスク証券であることが分かった。2000年から2006年にかけてのMBSマーケットの爆発的拡大を牽引したのは民間版MBSで、そこでは金利調整可能住宅担保融資(Adjustable rate mortgages ; ARMs) やホームエクイティローンの形で、本来貸付にはなじまない低所得者に対する略奪的貸付が行なわれた。さて2006年7月に住宅価格は10年来の異常高騰に終止符を打ち、米国の住宅バブルは崩壊した。従って民間版MBSの内略奪的貸付の残高は昨年7月の段階で完全な不良債権化していたのであり、それを担保としたMBS証券もまた不良証券である。そしてその金額は1兆3千億ドルと推定される。

(注7)

一方米国金融機関は民間版MBSのリスクを分散するとして、異なる種類のMBSをポートフォリオ化して更なる金融商品を開発してきたことが知られている。元を正せば米国のMBSを源泉としたさまざまな金融商品が、金融機関の間で転々と流通し、当然のことながら一部は国境を越えて全世界に移転している。米国の不良MBSウイルスが世界に拡散しているのである。そしてその一部が本年8月7日に解約停止となったBNPパリバ銀行の3つのファンドだったのであり、その運用残高は15億ユーロであった。不良MBSが米国内にとどまっている限りは米国の国内経済問題にとどまるが、国境を越えて拡散しているということになると、それは国際的な金融問題であり、国際金融不安を引き起こしかねない。問題はBNPパリバのように米国外に流出した不良MBSがどこにどれだけあるかということになる。

そこで前述の外国人保有民間MBS残高である。国境を越えた民間版MBSは3408億ドルであり、それは米国民間MBSの1割に満たないことになっている。この国別一覧を見ると、ケイマン諸島やジャージーあるいはバミューダといったタックスヘイブンの残高が際立って大きいことに気がつく。外国人保有MBS残高の3割はタックスヘイブンによるものである。もともとこれらの国には投資家などいないのであり、その資金の本当の源泉は中南米の麻薬資金等のアングラマネーであると言われている。民間版MBSに対する外国人投資の2番目のグループは、ヨーロッパの金融センターである。英国、ルクセンブルグ、オランダ、ベルギー、ドイツ及びスイスがこれに該当するが、これまたこれらの投資がそれぞれの国の資金を源泉としたものであるかどうかは大いに疑わしく、相当部分において原油価格の高騰に沸く中近東のオイルマネーが入っているはずである。すなわち、米国の民間版MBSの危険性は国際金融市場において既に十分認識されていたのであり、そんなハイリスク投資を行なうのは、金の出所を開示できないアングラマネーか何でもいから投資せざるを得ないオイルマネーしかなかったのであり、さもなければよほどの間抜け(日本)だったということではないか? (注8)

しかし、米国の民間版MBSが世界に流通し、アングラマネーとオイルマネー並びに間抜けが大損をするのであれば、世界経済におけるその傷は軽い。世界に拡散した不良MBSウイルスが米国財務省等の発表したとおりの3408億ドル程度であれば、その保有国一覧の内容からして、ほとんど問題とはならない。しかし我々は完全に不良債権化したMBS残高が1兆3千億ドルもあることを知っている。仮に米国財務省等による外国人保有MBS3408億ドルの全額が、ここで定義した不良MBS1兆3千億ドルに含まれるとしても、それでは残った1兆ドルの不良MBSはどこにあるのか？それは本当に米国内に残留しているのか？

既に指摘したように米国のMBSは他の優良ABSとポートフォリオ化され、さまざまな金融商品に姿を変えて国際金融市場に流通している。MBSはかなりの割合でMBSの顔を隠して流通しているのである。そうすると、投資家は優良ポートフォリオ投資を行なったつもりでいるものの、実はその中にMBSが含まれていて、ある日突然投資が不良債権化していることを知らされ損失を被ると言う可能性がある。MNPパリバで支払停止措置がとられた3つのファンドは、この悪夢が現実になっただけのものではないか？

1兆3千億ドルの不良MBSはMBSの顔をしていない。従って、誰がどこにこの不良債権をもっているのかが分からない。当の金融機関本人でさえか把握していない可能性がある。どこにあるのか分からないが、それが1兆3千億ドルという世界経済に重大な影響を与えかねない規模においてあることだけが分かっている。これでは金融機関同士、あそこは不良MBSリスクを抱え込んでいるのではないかと疑心暗鬼になり、お互いに資金提供を控えざるを得ない。まことにサブプライムローン問題は、国際金融不安を起こすに十分な条件を満たしている。

## 8. 双子の赤字

以下に過去4年間の米国の国際収支を示す。

(億ドル)

西暦	経常収支	資本収支	差引合計
2003	-5,275	5,335	60
2004	-6,652	5,773	-879
2005	-7,915	7,670	-245
2006	-8,566	7,128	-1,438

米国の経常収支は凄まじく悪く、2003年から2006年にかけて年々5千億ドル、6

千億ドル、7千億ドル、8千億ドルとその赤字幅を拡大している。この経常収支の赤字のほとんどは貿易赤字である。米国は構造的に輸出で稼ぐことができず、それにもかかわらず慢性的な過剰消費体質を矯正することなく、輸入を控えることができない。当然にドルは経常収支の額だけ米国から流出して金がないのであるが、これを補っているのが資本収支である。主として日本、中国を中心とするアジア諸国、オイルダラーを原資とするEU、あるいはヘッジファンドを多く含む中南米諸国が、米国国債を大量に買いまくりに、米国の経常収支の赤字を埋めている。すなわち米国は経常収支で一貫して巨額の赤字を出しながら、赤字による資金不足を他国からの借入により賄っているのである。米国は1985年以来対外純債務国である。

稼ぐ以上に消費する過剰消費体質は米国の民間部門に限らない。アメリカ合衆国の連邦政府総債務額は2003年の4兆ドルから、2004年には4.1兆ドルとなり、2005年には4.4兆ドルにまで累積している。この金のないアメリカ政府が、テロとの戦いなどといってアフガニスタンやイラクに侵攻し、イスラエルや北朝鮮に国際的コミットメントを乱発している。人間のやらかす事業の中で戦争ほど金のかかるものはない。従って米国の財政赤字の削減は極めて困難である。経常収支の赤字と共に、これを米国の双子の赤字問題といい、双子の赤字が世界経済に重い足枷を嵌めている。

米国の双子の赤字問題については、旧月島経済レポート第1回「米国の国際収支と双子の赤字」並びに第27回「ドルが泣いている」において検討したところであるが、その概要は次の通りであった。

- (1) アメリカは慢性的な経常赤字と財政赤字を出し続けており、2004年には経常赤字が6千億、財政赤字が4千億ドルであった。これをアメリカの双子の赤字という。
- (2) アメリカは民間部門が（日本と違って）構造的な過剰消費・貯蓄不足でありこの膨大な財政赤字を国内で解消できないどころか、その頼りとすべき民間部門が毎年貿易赤字を出し続け経常赤字を続けている。
- (3) アメリカの財政赤字と経常赤字による資金不足は資本収支の黒字により埋め合わせをしている。すなわち他国（主として日本を中心とするアジア諸国の中央銀行）からの借金である。
- (4) この結果、アメリカの対外債務は既に10兆5千億ドルに達している。対外債務が累積する中でアメリカの金利が上昇しているので、金利支払は増え、他の要件を一定とすれば今後さらに対外債務は拡大する。
- (5) アメリカが財政赤字を減らすためには現行の大規模減税を廃止し、金のかかるイラクへの派兵（1ヶ月50億ドル）を中止する以外に方法はないが、ブッシュ政権はいずれの選択もとらないことを明言している。

- (6) アメリカの経常赤字を減らすためにはアメリカ国民が過剰消費をやめ貯蓄を増やす必要があるが、アメリカ経済そのものが過剰消費により成立しており、国民性の変換は不可能に近い。
- (7) 以上によりアメリカ経済は海外からの資金流入（資本収支）により成立しており、海外からの資金流入を確保するためにアメリカは景気に配慮しつつ金利を上げざるを得ない。

我々は米国の不良MBSを1兆3千億ドルと推定し、統計上外国人保有であることが明らかとなっている3千億ドルを除く1兆ドルが本当に米国内に留まっているのかを前項において検討してきたのであるが、実はこの検討はやる必要がない。統計上明らかな3千億ドルは言うに及ばず、統計上明らかになっていない残りの1兆ドルも海外移転しているに決まっている。なぜなら、上述のように米国経済が双子の赤字を抱えて対外純債務国に転落している以上、そこでの全ての債務は、例えその中間段階において米国債権として認識されていても、結局最終的には対外債務に移転しているからである。すなわち米国のサブプライムウイルスはその全てが世界に拡散してしまっているという結論を得る。

世界経済全体の2006年の経済成長率は5.4%であった。同年の米国経済成長率は3.3%であり、米国経済は世界経済の28%を占める。その米国経済に占める個人消費の割合は70%強であり、ちなみに日本は56%である。結局ここ数年の米国経済の好調を支えてきたのは個人消費だったのであり、それが廻りまわって世界経済を支えてきたことになる。ところが今回のサブプライム問題の発生過程を振り返ってみると、もともと貿易収支の悪い米国国民が稼ぎ以上の個人消費を行なえたのは、住宅価格の継続的上昇に対して含み資産融資が行なわれ、資金が続いていたからである。そしてその金を貸したのは米国国債を大量に買い続けた日本・中国・オイルダラー・ヘッジファンドという外国人である。

## 8. ドルの信認

米国の住宅バブルが崩壊した今になって考えてみれば、何のことはない、米国国民は借金を消費に回していただけたことだったのである。結局残されたのは膨大な対外債務だけではないのか？サブプライム問題を抱えた米国住宅価格が、今後短期的に再上昇軌道に乗る事は考えにくい。そうすると、ここで累積した米国対外債務はどうやって返済されるのか？日本が大量に買った米国国債は大丈夫か？それ以上にドルは大丈夫なのか？以下にドルと主要通貨間の外国為替レートの推移を示す。

ドル円日足 [ 09-25 16:07 ]



1ドル120円前後で安定していたドルは、8月上旬のサブプライムショックの結果一時的に111円台まで下落したが、その後若干持ち直し、現在は114円前後となっている。およそ5%程度の円高ドル安であるが、このことからサブプライムショックの外国為替への影響はさして大きくないと考えるのは間違いである。確かにサブプライムによりドルは売られ円高となったのであるが、現在の為替市場においては円もまたさして魅力のない弱い通貨なのであり、円ドルの為替市場においては、ドルと円の弱いもの競争になったのである。もちろんどちらがより弱いかと言えばサブプライム問題を抱えるドルなのであるから、市場はやや円高ドル安を演出した。

そこで次にドルとユーロの為替チャートを示す。ここで面白いのはサブプライム問題以前に1ユーロ1.37ドル前後であったユーロが、サブプライムショックのあと一旦1.34ドルまで下げていることである。サブプライムショックの直接の発祥の地がBNPパリバ銀行だったからであり、当初は短期金融市場の問題だったのである。ところが欧州中央銀行以下の各国の中央銀行が金融市場に大量の資金を供給して、短期金利が下落し始めてからは、ユーロが俄然ドルに対して急騰を開始している。8月下旬以降、ユーロはドルに対して一貫して上昇し、現在は1ユーロ1.40ドルを突破し、これはユーロの対ドル史上最高値である。

ユーロドル 日足 [ 09-25 16:08 ]



サブプライム問題は、米国の住宅バブルの当然の崩壊を原因とする米国国内経済問題ではあるものの、その米国は住宅債務を金融証券化していたため、不良化した米国住宅証券が広く国際的に拡散しており、その結果不良証券を誰が持っているかとの信用不安から、欧州短期金融市場が資金供給不足を起こしてしまった。驚いた中央銀行は金融市場に大量の資金を提供すると共に、政策金利を引き下げ、とりあえず金融不安は治まりつつある。しかし、問題はサブプライムと米国住宅バブルの崩壊そのものではなく、サブプライム問題の発覚の過程でいまさらながら判明した米ドルの脆弱な基盤にある。年間8千億ドルを超えるような巨額の経常赤字を出しながらも、住宅バブルに乗って他国からの借金を重ね、その借金で（対外戦争を含む）止め処ない消費を続けることにより、良好な経済成長を演出するという米ドルは、そもそも本当に世界の基軸通貨たり得るのか？

サブプライム問題による不良債権総額そのものが、仮に当経済レポートの推定するような1.3兆ドルであるとしても、デカップリング効果の十分効いている現在の世界経済はこれを吸収することができるであろう。不良債権が1.3兆ドルだとしても、何もその全額が損失として確定するわけではないであろうし、何よりも不動産価格の下落は数年という時間軸の中で解消される。しかし、問題はサブプライムよりも米ドルの信認にあるのではないか？市場はサブプライム問題そのものよりも、サブプライムを生み出した米国経済の脆弱さと、その脆弱な米国経済に発券基盤を持つ米ドルに対して不信感をもち始めたので

はないか？サブプライムショックは、その直後の短期金融市場の動揺と今後予想される米ドルの信認過程を経て、世界の基軸通貨がユーロに転換する一大契機となる可能性がある。

2007年9月26日 公認会計士 細野祐二

- (注1) 世界国勢図会2007/08版 (財) 矢野買恒太記念会編集・発行 2007年9月1日発行
- (注2) 米国住宅抵当銀行協会 (*Mortgage Bankers Association*) の調によると、1991年から2000年までの10年間の米国への移民数は11百万人であった。米国への移民数は第二次世界大戦をまたぐ1941年から1950年までの10年間に1百万人であったものが、1951年からのそれぞれ10年ごとに2.5百万人、3, 3百万人、4.5百万人、7.3百万人と増え続け、11百万人となったものである。ヨーロッパが戦火にまみれ大量の移民が米国に押し寄せた1911年から1920年の10年間でさえも、総移民数は5.7百万人であったのであるから、米国は現在空前の大量移民時代を迎えているのである。この結果、米国国民中の外国出生移民の割合は、直近の5%を底として1999年末には10%にまで上昇している。現在の米国への移民の主力はヒスパニック系、アジア系であり、米国で新たに家庭を再興しようとするこれらの移民は少子化とは無縁である。当然に米国において大量の住宅需要が発生することになる。米国での住宅購入者中の初回購入者(買い替えではない人)の割合を人種別に求めると、ヒスパニック系及びアジア系はそれぞれ63.0%と74.3%であり、白人の41.2%を圧倒的に凌駕している。ヒスパニック系及びアジア系の空前の大量移民が米国の住宅市場を押し上げていた事は紛れもない。もちろんこれらの統計的事実と事の善悪は何らの関係もない。
- (注3) "Report on Foreign Portfolio Holding of U.S. Securities as of June 30, 2006", Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York and Board of Governors of the Federal Reserve System, May 2007
- (注4) *Securitization Market in the USA*, Vinod Kothari's Securitization Website
- (注5) *Testimony of treasury Under Secretary Robert K. Steel Before the U.S. house Financial Service committee on Government Sponsored Enterprise Reform, March 15, 2007*
- (注6) "Mortgage Innovation and Consumer Choice", FRBSF Economic Letter, Number 2006-38, December 29, 2006
- (注7) 日本経済新聞は9月25日付朝刊7面において、国際通貨基金(IMF)がサブプライム問題による金融機関の損失として最大23兆円(2千億ドル)の可能性があると試算を公表したことを報じている。1.3兆ドルという本稿で



の推定は不良債権額であり、IMFは損失額そのものを推定しているため、両者を同一に論じる事はできないが、それにしても本稿の不良債権額とIMFの損失推定額の乖離は大きすぎる。そこで9月24日に公表されたIMFの報告書原文 (*Global Financial Stability Report, Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and policies, September 2007*) を読んでみたところ、問題の損失推定は全175ページの報告書の12ページ目の囲み欄にあった。

IMFではサブプライム問題による損失発生額の予想として二通りの方法を採用している。最初の方法が、米国住宅価格が初年度に5%下落しその後安定化するというシナリオに基づく損失額であり、これが1700億ドルとされている。次の方法は現在の推定住宅価格により既存の債権の時価評価を行なった場合で、こちらが2000億ドルとなる。IMF自身がこの報告書の中で注記しているように、損失計算は前提次第で大きく異なるが、過去5年間にわたり15%平均で上昇してきた米国住宅価格の調整がわずか5%の下落で済むとは、私には信じられない。IMFによる損失予想額は既に金融市場において織り込み済みであったため、この報告が市場にインパクトを与えることはなかったが、ということも市場も当経済レポートと同様の損失額を想定している可能性が高い。

(注8) 第4項掲載の米国財務省等の公表資料によると、2006年末現在日本国籍の金融機関が米国MBSを197億ドルもっていたことが判明しているのであるが、日本の大手金融機関はこぞってサブプライムローンなどほとんどもっていないと主張している。ということは、日本の金融機関は米国MBSはもっているもののそれは全て政府系のプライムローンに限定されているか、あるいは実は複合金融商品化されたサブプライムを持っているもののそのことに金融機関自身気がついていないか、あるいは日本の金融機関が嘘をついているかのいずれかである。2癌目の可能性が高いと思う。