

## 100年に一度の深刻な米金融危機

—世界同時不況は来るのか？ 金融危機ははたして収束するのか？

- 1. サブプライムローン問題の本質
- 2. 「米“投資銀行”帝国」の破綻
- 3. 米過剰消費の是正プロセス
- 4. ウォール街からデトロイトの再編へ
- 5. 「日本“輸出”株式会社」の課題
- 6. 世界の株価・為替パフォーマンス

2008年11月27日

三菱UFJ証券株式会社

チーフエコノミスト 水野 和夫

# グローバル化；三つのステージ

## 第Ⅰ段階；1974年～2007年

- ・・・金融経済の実物経済に対する優位性確立  
（1995年以降、新自由主義全盛期、  
世界の金融資産＝103兆ドル増）

## 第Ⅱ段階；2007年～2012年（？）

- ・・・サブプライムローン問題  
調整期（金融バブルの後始末、新自由主義  
の終焉  
5年程度、先進国はマイナス成長）

## 第Ⅲ段階；2013年～（33年？）

- ・・・実物経済が拡大して、金融と実物のバランス回復  
（新興国経済・名目GDP20兆ドルの拡大<sup>2</sup>）

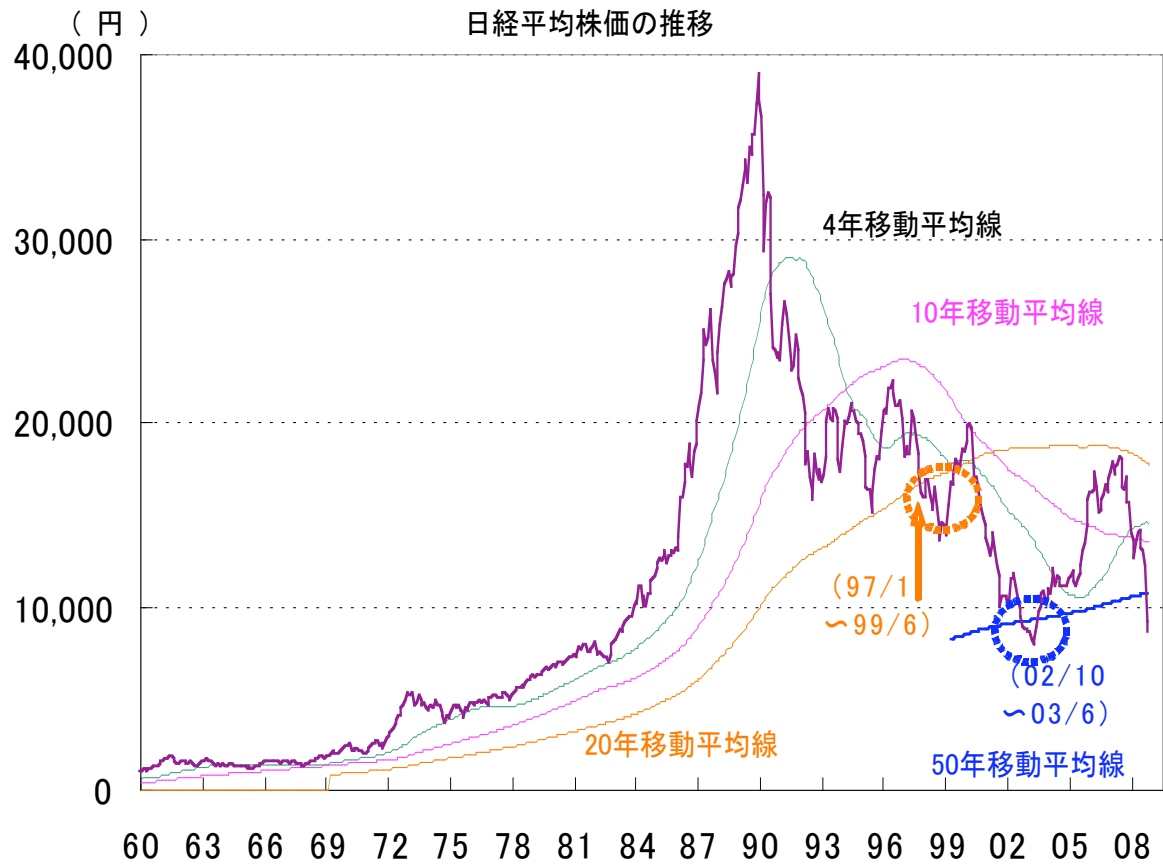
	第Ⅰ段階(全盛期) (95年～07年)	第Ⅱ段階 (08年～12年)	第Ⅲ段階 (13年～33年?)
金融と実体の関係	金融(先進国) の肥大化	金融の縮小	実体(新興国の拡大)
(金融/実体比率)	2.2倍(95年)→3.4 倍(07年10月)	20兆ドル強の金 融資産価値消滅	実物経済=143兆ドル (先進国54兆ドル、新興 国89兆ドル)
実質経済成長率(世界)	4.1	1.5	3.3
先進国	2.7	-0.6	1.0～2.0
途上国	5.9	3.9	5.0
為替レート	(95/1～07/7)	(07/8～08/10)	(13年～33年?)
円/ドルレート	114.73	109.09	70～100
(95年平均)、<08/11/21>	( 94.06 )	< 95.94 >	
ドル/ユーロ	1.135	1.475	1.5～2.0
(95年平均)、<08/11/24>	( 1.29 )	< 1.2953 >	
円/ユーロ	129.66	159.98	125～170
(95年平均)、<08/11/24>	( 121.52 )	< 126.08 >	
原油(WTI)ドル/バレル	32.46	99.64	120～180
<08/11/24>		< 54.50 >	

# 日米株式会社モデルの破綻

- 1. 米“投資銀行”帝国・・・投資収益収支（②-①）
  - ①低コストで海外から巨額の資本調達（支払い利息）
  - ②ハイレバレッジをかけた対外投資（受け取り利息・配当）
  - ③巨額の経常赤字の持続（高い生活水準）
- 2. 日本“輸出”株式会社・・・交易条件（②/①）
  - ①安い値段で資源・食糧を輸入（輸入物価）
  - ②ハイテク製品を輸出（輸出物価）
  - ③巨額の貿易黒字維持（高い生活水準）→08/8～10赤字化
- 3. 資本主義1.0から資本主義2.0へ
  - ①1994年まで、資本＝主権国家＝国民の利害一致

日経平均株価

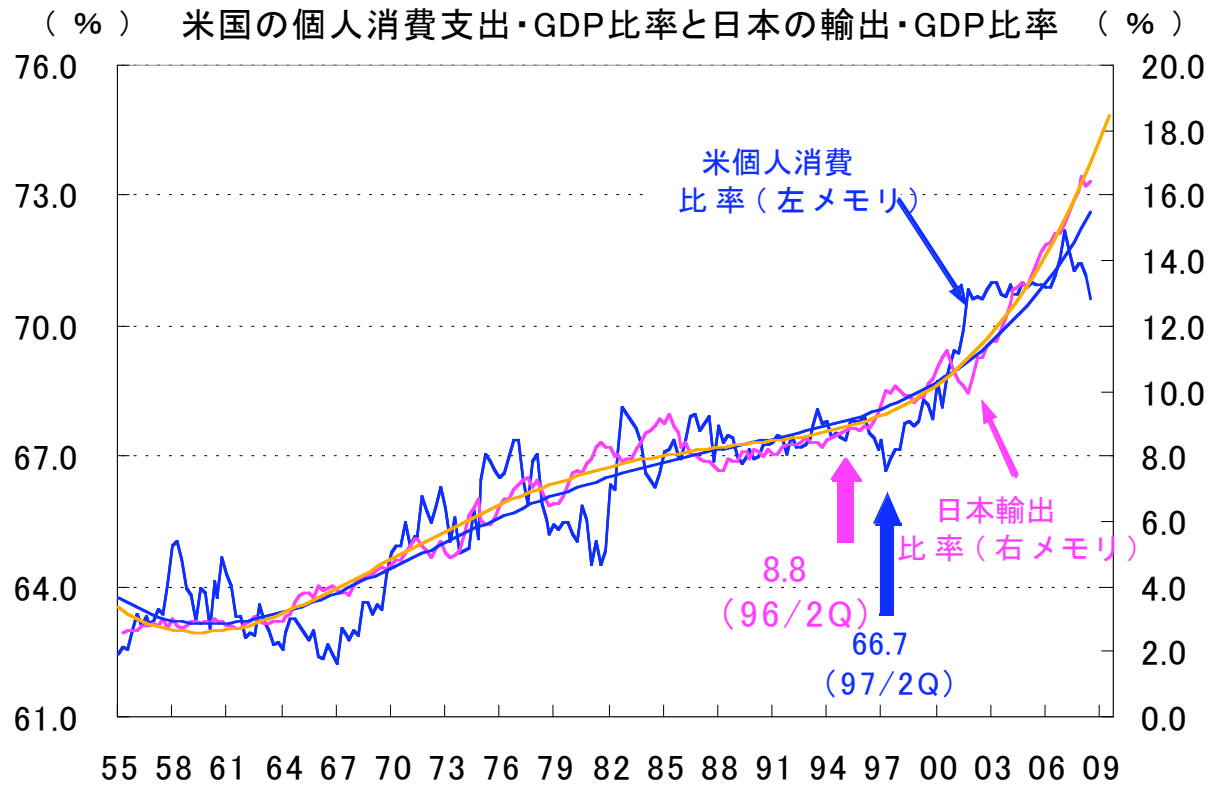
以降、50年移動平均線を下回った日経平均株価＝戦後の喪失  
 NYダウの20年移動平均線(08/11月)＝7539ドル、08/11/20＝7552ドル



日経平均移動平均線(08年11月)

4年	10年	20年	50年
14,527	13,531	17,776	10,619
		(1949年5月～08/11＝ 8,976)	
日経平均株価(08年11月21日)			
7,910.79 円			

米“投資銀行”帝国 vs. 日本“輸出”株式会社



米個人消費支出 (対GDP比、%)			
97/2Q	07/1Q	08/3Q	ボトム～ピーク
66.7	72.2	70.6	5.5

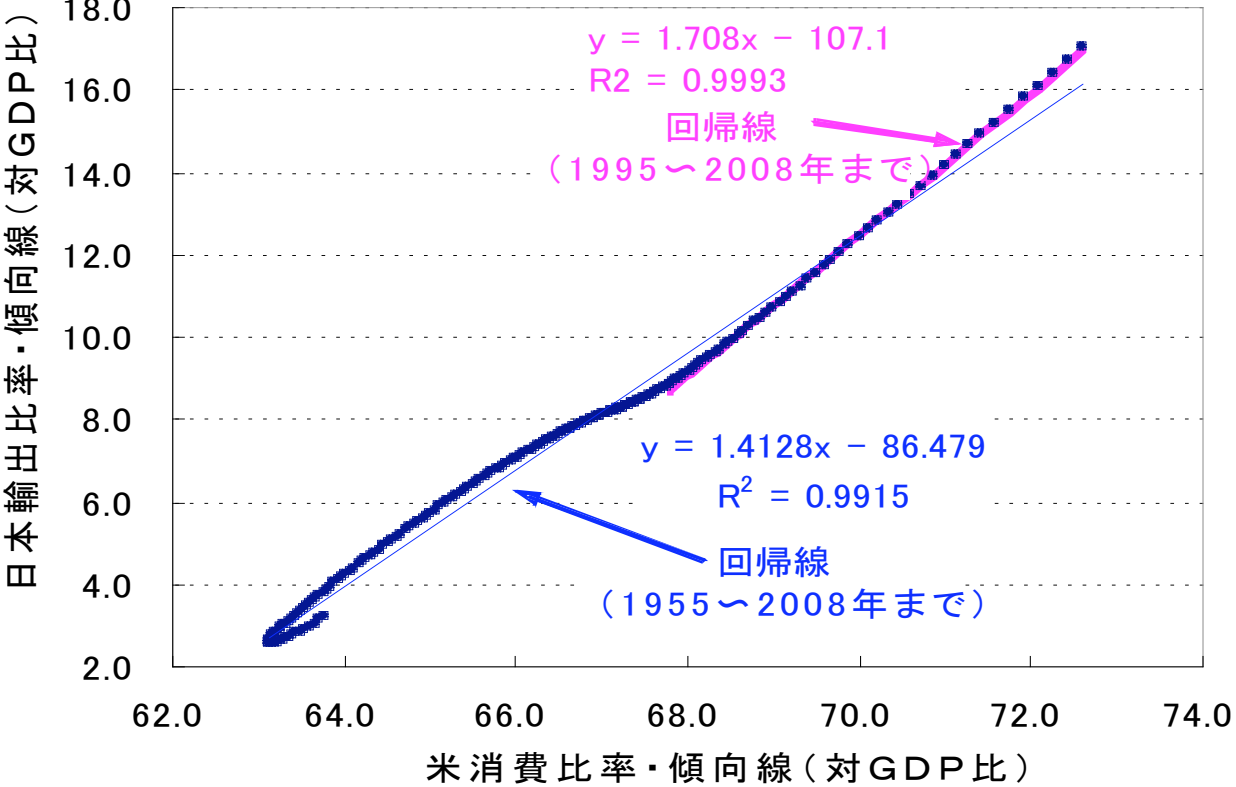
日本輸出比率			
96/2Q	08/1Q	08/3Q	ボトム～ピーク
8.8	16.6	16.4	7.8

**輸出対GDP比率が5年後に8.8%へ低下すると仮定**  
 (①設備投資対GDP比が13.4%へ低下、②その他の項目は02年以降の伸びを維持)  
**実質GDP成長率**  
 (5年間の年平均、%)  
 -2.2

(出所)米商務省“Gross Domestic Product”、内閣府「国民経済計算年報」

1995年以降、米消費比率に依存度を一段と高める日本の輸出比率

米消費支出比率と日本輸出比率の関係  
(1955年～2008年/2Qまで)



【米消費比率(X)→日本輸出比率(Y)  
米消費比率1.0%アップした場合

- 1995年～
  - 2008年まで +1.41%
- 1955年～
  - 1973年まで +1.65%
- 1995年～
  - 2008年まで **+1.71%**

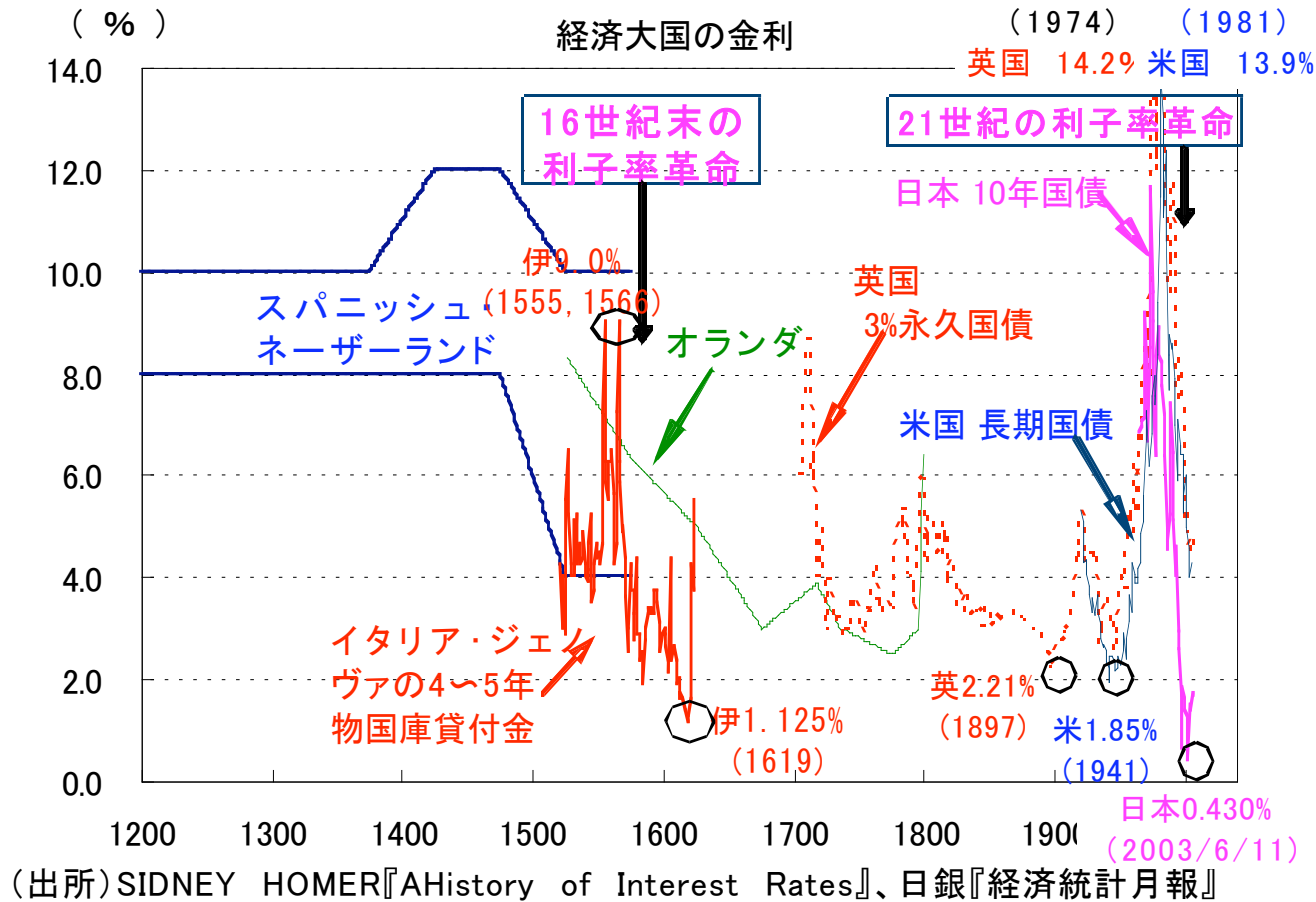
(注)米輸出比率、日本輸出比率ともに、4次関数の傾向線を使用

# 1. サブプライムローン問題の本質

- 資本の主権国家(先進国)に対する離縁状  
→21世紀の「利率革命」(図1)
- サブプライムローン問題 = 先進国(とくに米国、日本)10億人の中産階級が没落し、新興国30億人の中産階級の台頭を促す
- 1995年→2008年10月、世界の金融資産は64兆ドルから167兆ドルへ、103兆ドル増加(図2)
- 途上国の名目GDP(08年) = 19.4兆ドル
- 新興国向け投資資金、103兆ドル/20年 = 5兆ドル/年  
 $5/19.4 = 26\%$  アップ(設備投資GDP比)  
(日本の近代化; 設備投資・公共投資比率、  
1956年7-9月期13.9%→1973年10-12月期32.3% )

(図1) 21世紀の利子率革命(利子率=利潤率)

- 2.0%以下の長期金利、1997年9月以来、12年目に突入
- 現在の経済・社会システムを維持させるのに困難なほどに利潤率が低下



【システムの危機】  
金利急騰ののち急低下

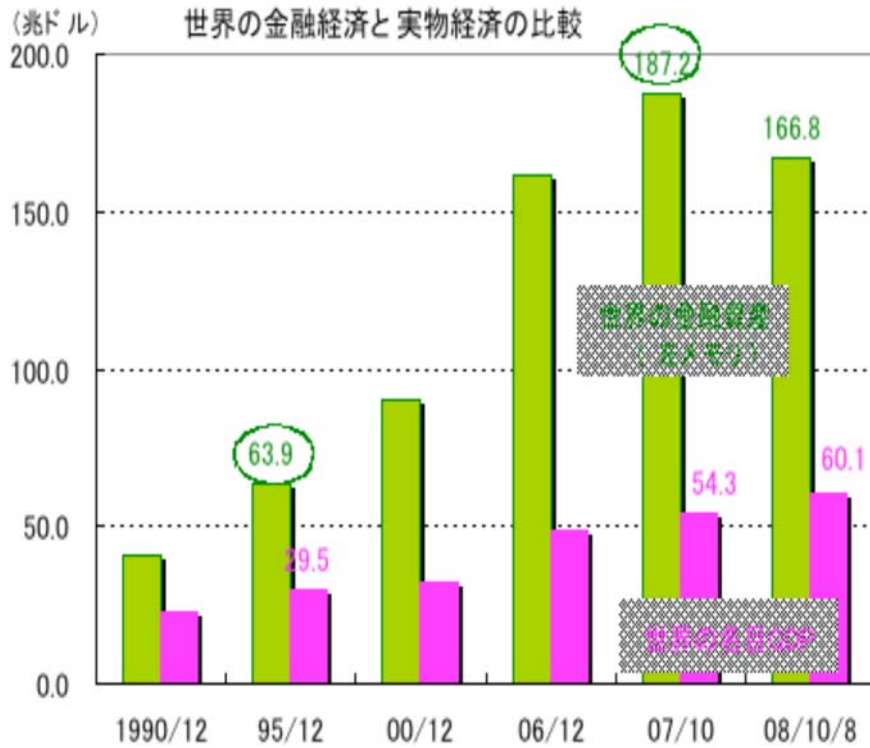
① 中世・「帝国」の危機  
16世紀の利子率革命  
・・・財政プレミアムの急騰、その後急低下  
(イタリアの長期金利 1.125%)

② 資本と国家が一体化した資本主義  
20世紀末の利子率革命  
・・・インフレプレミアムの急騰、その後急低下  
(日本の長期金利 0.430%)

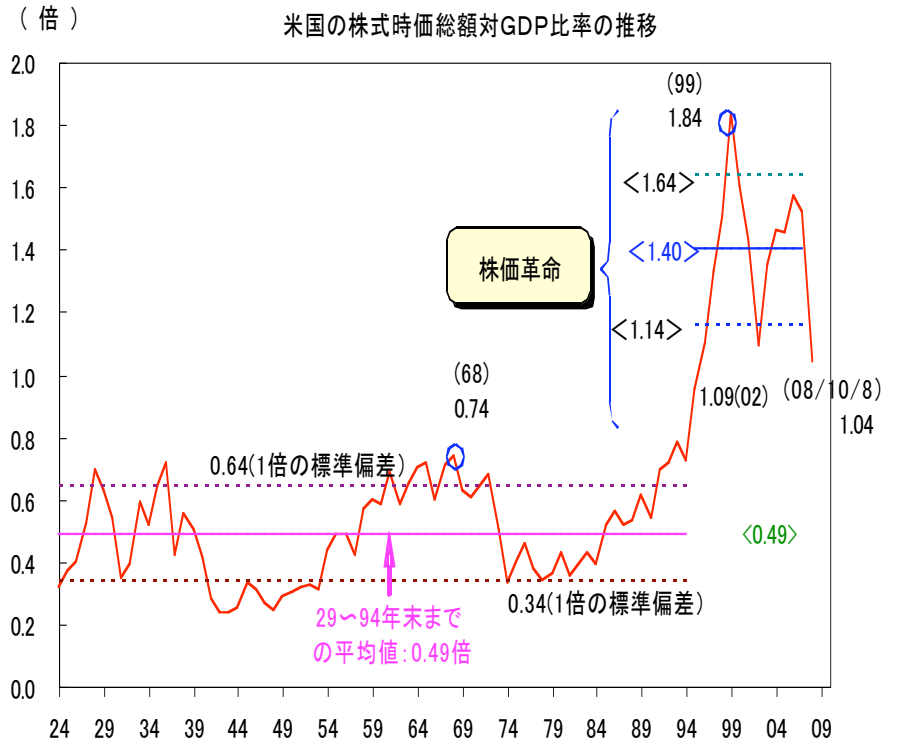
「帝国の時代」・・・超国家企業の時代  
〈資本が国家と離婚した資本主義〉

(図2) 1995年以降、103兆ドルの金融資産増

加




(注)1. 世界の金融資産=世界の株式時価総額+世界の債券発行残高+世界の預金  
 2. 世界の預金(マネーサプライ)は、日米、EU、英国、カナダ、ANIEs、A  
 中国、インドの合計  
 (出所) World Fedration of Exchange、IFS、OECD、ADB、日銀、FRB、ECB



(注)1. 株式時価総額は年末値  
 2. NY取引所とNASDAQの合計  
 (出所) NY証券取引所“Fact Book”、米商務省“Gross Domestic Product”、  
 “Historical Statistics of the United States”(アメリカ合衆国歴史統計)

## 2. 「米“投資銀行”帝国」の破綻

- 2008年、市場統合（「価格革命」）における中間地点

16世紀；2400万人の地中海世界（スペイン、イタリア）VS.

4500万人の新興国（英欄仏独）

21世紀；10億人の先進国VS. 28億人のBRICs

- 1557年、スペイン世界帝国の財政破綻（）

→「長い16世紀」（1450年～1650年）の中間

→1650年、イタリア（先進国）に英国（新興国）の生活水準がキャッチアップ

- 2008年、サブプライムローン問題（ドル危機）

→ドル危機＝「米“投資銀行”株式会社」の危機（米国から資本が流出）

→1968年「世界革命」から40年目（1974年新自由主義から34年目）

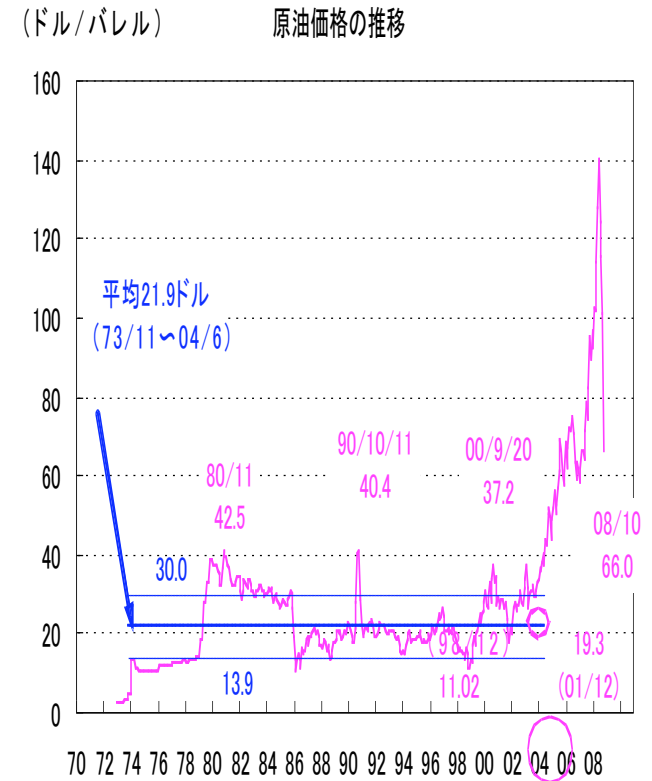
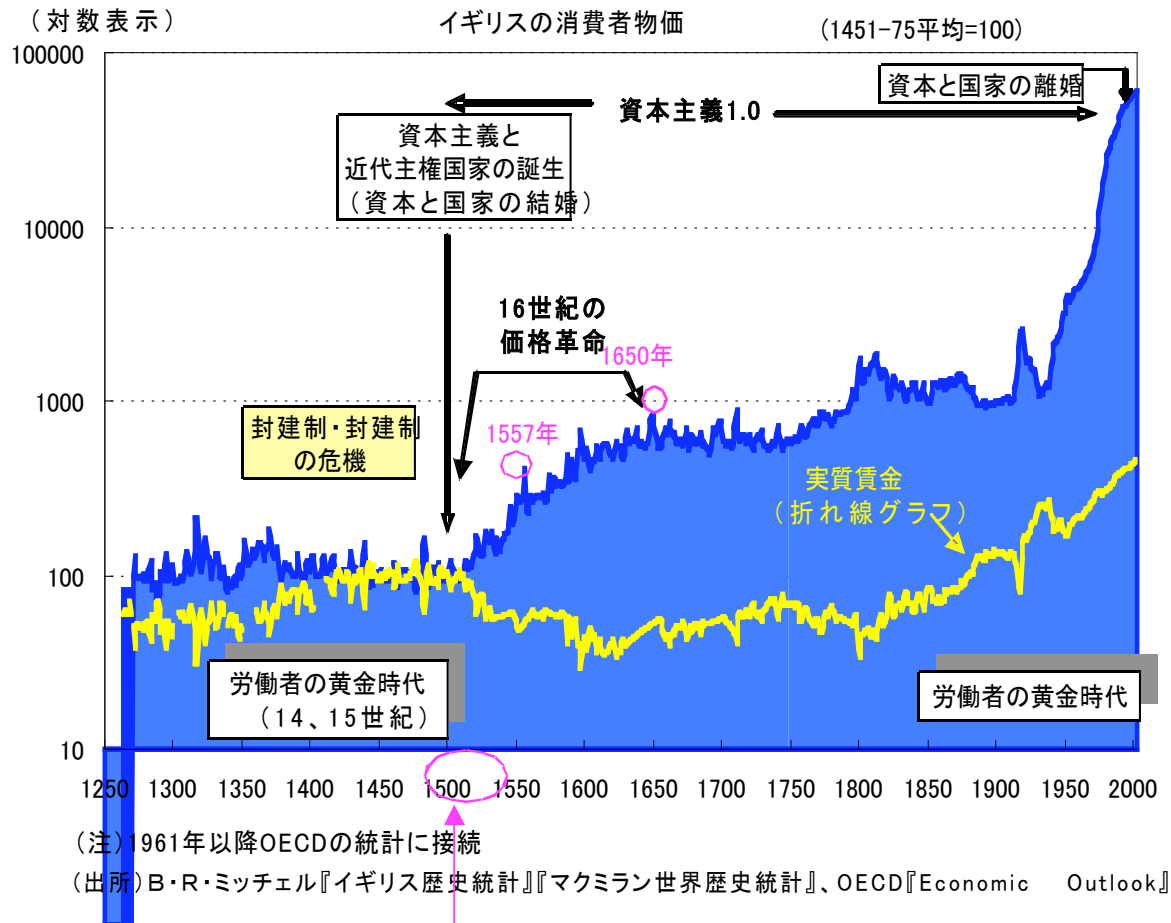
→中国が日本の生活水準が追いつくのに、小たノレオオレ20年

(図3) 価格革命

—現在は1557年当時(価格高騰の4~5合目)に匹敵

16世紀の価格革命

21世紀の資源・食糧「価格革命」



(注) 83年2月以前は、アラビアン・ライトスポット価格、83年3月以降はWTI先物期近物(月末値)を使用(ただし、90年10月、00年9月は高値、01年11月は安)

(出所) New York Mercantile Exchange

(図4) 歴史と反復

-1520年代「最も犯罪的な時代、想像しうるかぎりの最も不幸な時代、最も墮落した時代」(エラスムス)

		1450年-1650年(長期の16世紀)	1968年-(グローバル化の21世紀)
危機の予兆	内部システムの決定的亀裂	フィレンツェ公会議 1439年	世界革命 1968年
	システムの外からの攻撃	イタリア・ルネサンス 1450年～ ビザンチン帝国の首都コンスタンチノーブル陥落 1453年	ポスト・モダニズム(「大きな物語」の終焉) 1979年 石油危機 1973年 「ジハード」宣言(ビンラディン)1979年
反転攻勢	技術革新	活版印刷技術(グーテンベルグ) 1455年(注)	MPU(インテル)誕生 1971年
	新時代の幕開け(市場の開拓)	グレナダ陥落 1492年 アメリカ大陸発見 1492年	ベルリンの壁崩壊 1989年 インターネット革命 1995年
	精神革命 貨幣革命	宗教改革 1517年 ポトシ銀山発見 1545年	ハイエク、新自由主義 1974年 「強いドルは国益」 1995年
旧体制の危機	旧体制、大打撃被る	ローマ劫掠 1527年	世界同時多発テロ(9.11) 2001年
	旧体制の敗北と挫折	アウブスブルグの宗教和議 1555年 カール五世退位 1556年	洞爺湖サミット 2008年 米ブッシュ大統領退任 2009年
	旧体制を揺るがす経済危機	フェリッペ二世、財政破たん宣言 1557年～	ドル危機(サブプライムローン問題) 2008年～

(注)永田諒一[2004]『宗教改革の真実』(講談社現代新書、28頁)

(「長い16世紀」を終わらせた象徴的出来事)

1641～1649年 清教徒革命、1688～1689年名誉革命・・・農民の間での二極化

1648年 ウェストファリア条約

1650年 物価のピーク(「長い16世紀」の終わり)

1651年 ホブズ『リバイアサン』

【経済格差の収斂(一人当たり実質GDPの格差)】

・英国(新興国)/伊(先進国) :0.65(1500) →0.89(1600)

→1.14(1700年)

・中国/日本 :0.20(2003) →0.26(2007)、

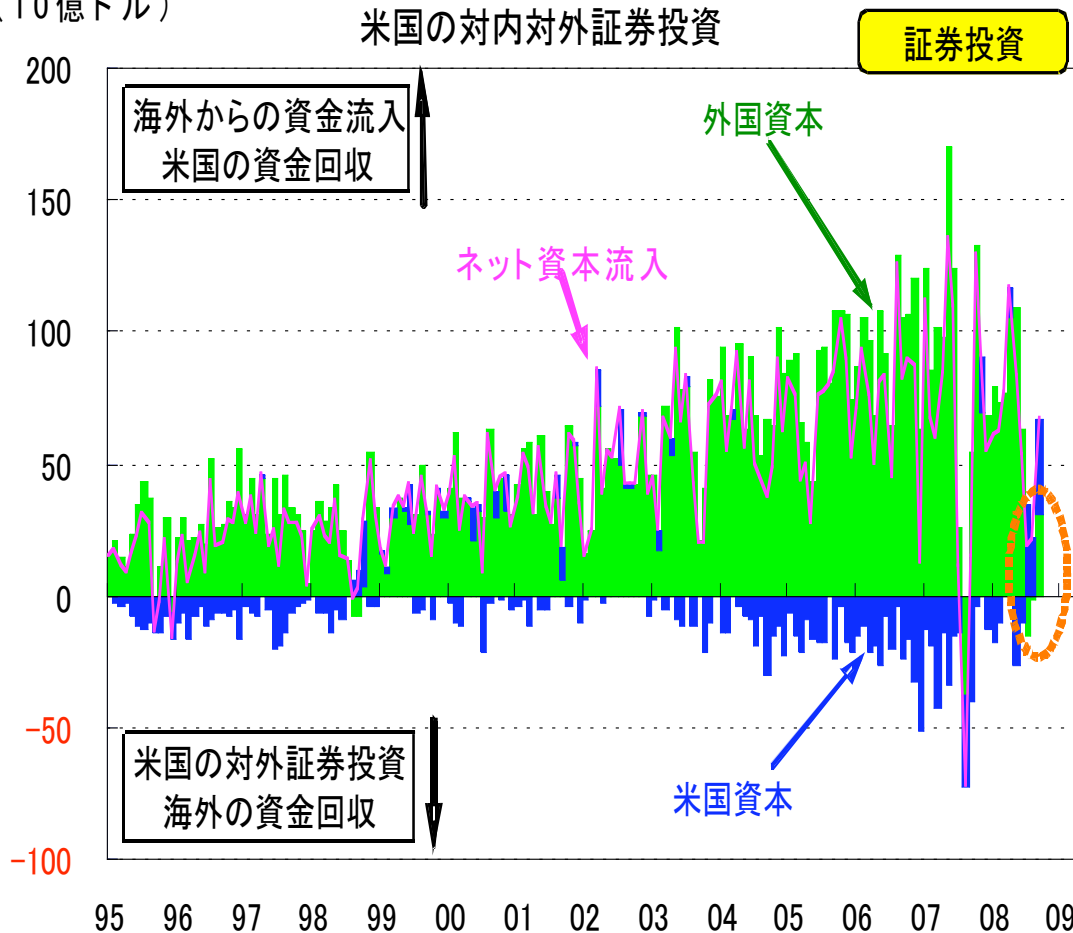
20年後0.99(日本、年率1%成長、中国8%成長)

(図5a)「米“投資銀行”株式会社」の

破綻  
 - 08年6月まで、月間910億ドルの資本流入、615億ドルの貿易赤字、294億ドルの対外投資

(高い対外投資リターンVS. 安い資本調達コスト)

(10億ドル)



(注) 米国への資金流入 = 外国の対米証券投資 - 米国の対外証券投資

(出所) 米財務省“Capital Movements”

米国の対内対外証券投資

(10億ドル)

	ネット証券投資		米国の 外国向け	米經常赤 字
	対米 資本流入	外国の 米国向け		
03	663.3	719.9	▲ 56.5	-522.1
04	763.6	916.5	▲ 152.8	-640.2
05	839.1	1011.5	▲ 172.4	-754.8
06	892.3	1143.2	▲ 250.9	-811.5
07	791.6	1015.9	▲ 224.3	-738.6
07/1Q	237.0	311.3	▲ 74.3	-196.9
2Q	328.2	391.7	▲ 63.5	-194.1
3Q	▲ 47.8	41.8	▲ 89.6	-173.0
4Q	274.2	271.1	3.1	-167.2
08/1Q	199.7	229.0	▲ 29.3	-175.6
2Q	252.1	278.0	▲ 25.9	-183.1
08/5	83.2	109.7	▲ 26.4	-
6	52.7	62.7	▲ 10.0	-
7	18.4	▲ 15.7	▲ 34.2	-
8	21.0	▲ 1.6	▲ 22.5	-
9	66.2	▲ 30.9	▲ 35.4	-

(注) 1. プラス値は外国資本の米国への資本流入  
 (米国資本の外国から回収)  
 2. マイナス値は外国資本の米国から回収  
 (米国資本の外国へ投資)

(出所) 米財務省“Capital Movements”

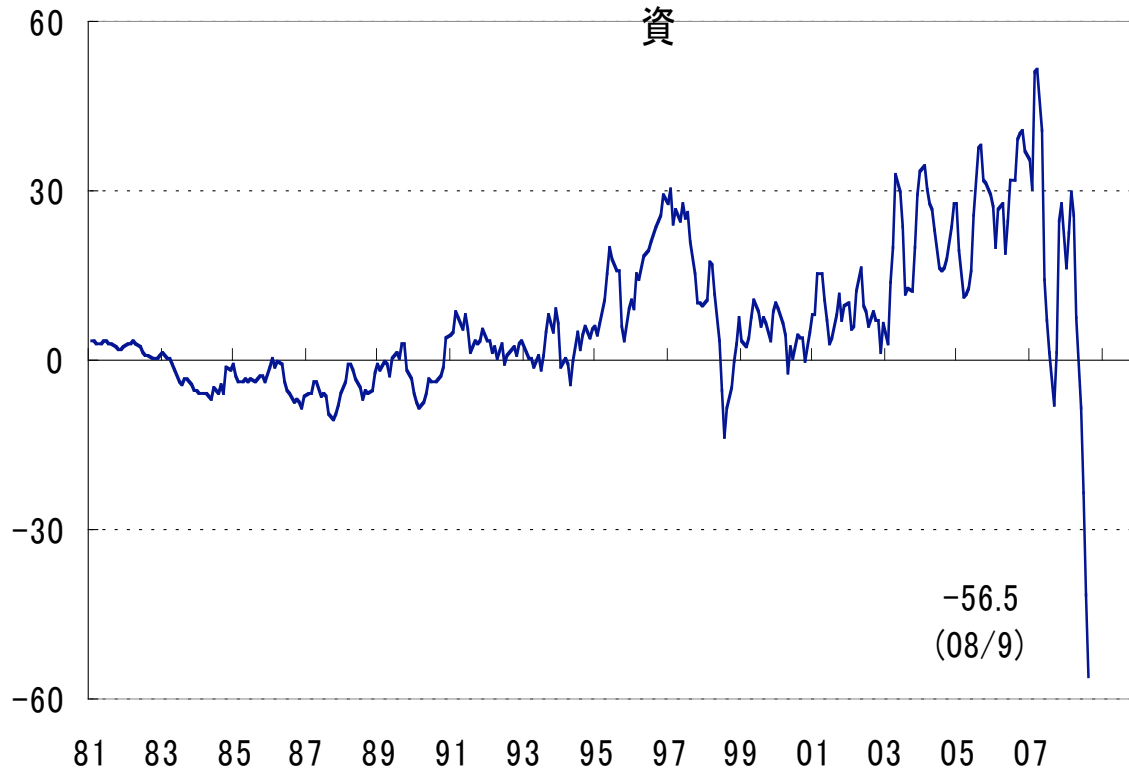
外国人の対米証券投資

(単位、10億ドル)

合計	外国人の対米証券投資					
	EU12	英国	日本	中国	カリブ海	
08/5	109.7	-22.5	67.6	-4.4	35.9	2.8
08/6	62.7	-12.4	16.4	9.8	12.9	20.3
08/7	-15.7	-11.0	10.4	10.9	11.1	-16.2
08/8	-1.6	-10.3	21.5	-11.2	10.3	1.9
08/9	30.9	-27.5	47.8	-9.0	-6.1	39.4

(図5b) 資金繰り逼迫の米国

(10億ドル) 米国の経常赤字を超える外国人投資家の対米証券投資



	04/4月から
	07/6月まで
①	外国からの資本流入 90.9
②	米経常赤字 -61.5
①-②	<u>対外証券投資可能額 29.4</u>
	(単位、10億ドル)

(注) 1. 外人投資家の対米証券投資-米経常赤字で計算  
 2. 中点5ヶ月移動平均値、経常赤字は四半期の数字を3で割って月次の数字に変換

(出所)財務省“Capital Movements”、“U.S. International Transactions”

(図5b) 外人投資家の対米投資



(図5c) 米銀の対外取引

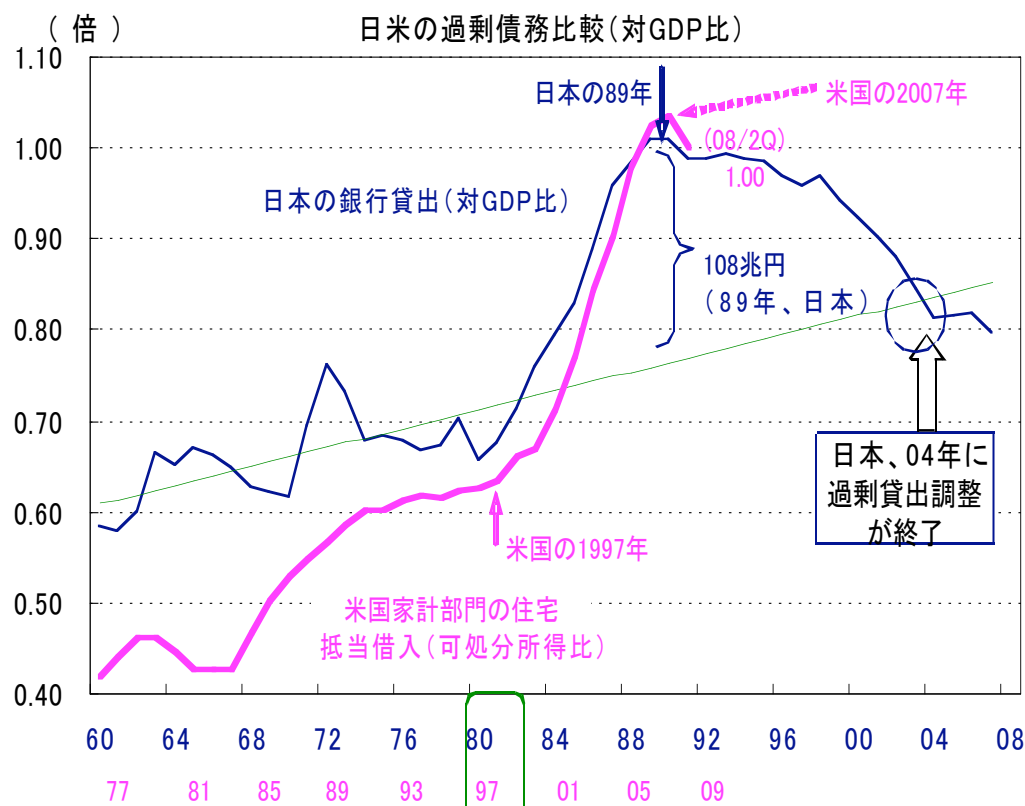


# 3.米過剰消費の是正プロセス

- 米家計住宅ローン残高10.6兆ドル(08/2Q) (図6)  
(負債総額14.5兆ドル)
- 住宅ローン過剰借入(可処分所得比)=3.8兆ドル
  - うち、銀行の不良債権=1.3兆ドル
  - 家計の自助努力(消費抑制、貯蓄率のアップ)=2.5兆ドル
- 過剰消費・投資(住宅)額=3.5兆ドル(97/2Q~07/1Q)
  - うち、個人消費支出=3.1兆ドル(図7)
    - 住宅=0.4兆ドル(07年の住宅投資6300億ドル)
- 個人貯蓄率を5年で7.5%ポイントアップ、2.6兆ドル貯蓄増
- →米経済成長率は5年間ゼロ、ないしマイナス成長(図8)
- 個人消費支出は、年2.5%減少ペース(図9)、  
(耐久消費財の下落率は5%減)
  - 戦後初めて、米家計の借入額がマイナス(図10)

## —対GDP比(対可処分所得比)の上昇幅は日米 同じ

(図6) 日米債務比較



(出所) 日銀「金融経済統計月報」、FRB「Flow of Funds Accounts」

①90年代の日本—不良債権処理100兆円(うち、公的資金注入46兆円)、89年時点の過剰借入=108兆円

②米2007年時点で過剰借入3.8兆ドル  
要償却額=1兆ドル強  
家計の借金返済額(貯蓄率上昇)=2.7兆ドル  
(1年間3%の貯蓄=3000億ドル×9年)

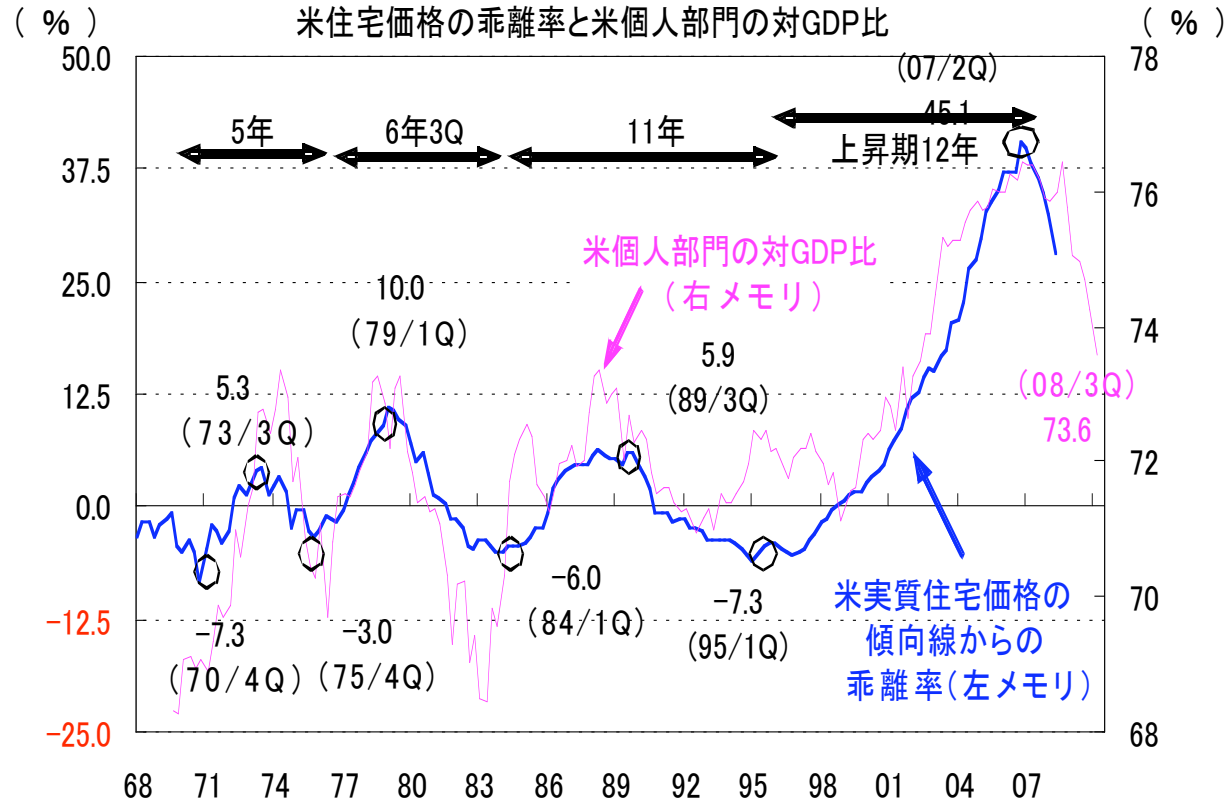
(10億円、%)

(日本)	1980年代の日本の銀行貸出		
	1980年	1989年	増加額
銀行貸出 (対GDP比)	157,906	412,408	254,502
	65.5	100.9	35.4

(10億ドル、%)

(米国)	1997年から2007年までの米国家計の住宅抵当借り入れ		
	1997年	2007年末	
住宅抵当借入 (対可処分所得比)	3755.9	10542.7	6786.7
	62.7	103.7	40.9

(図7) 米国のブーム・バースト(住宅投資と個人消費支出)



(注) 1.米個人部門=実質個人消費支出と住宅投資の合計  
 2.米個人部門の対GDP比は1年半先行してプロット  
 3.傾向線の対象期間は68/1Q~95/1Qまで

(出所) Office of Federal Housing Enterprise Oversight、  
 米商務省“Gross Domestic Product”

米国実質GDPの寄与度 (%)

	95/3Q~ 07/3Q①	07/4Q~ 08/3Q②	差 (②-①)
実質GDP	3.2	0.8	-2.4
個人消費支出	2.4	0.0	-2.4
住宅投資	0.1	-0.9	-1.0
企業設備	0.6	0.2	-0.4
外需	-0.4	1.4	1.8
輸出	0.6	0.9	0.3
輸入	-1.0	0.6	1.5

実質GDP成長率(%)  
 貯蓄率、毎年のアツ

	1.0	1.5
07年	2.0	2.0
08	1.3	0.9
09	0.7	0.1
10	0.4	-0.5
11	0.1	-0.8
12	-0.1	-1.1
13	-0.2	-
貯蓄率	6.0	7.5
	(2013年)	(2012年)

③破産状態の米家計(2007年)

A. 資金繰り

(所得上位10%層)

実物資産へのネット投資・・・2060億ド

金融資産へのネット投資・・・4990億ド

負債の純増・・・ 2170億ド

ネット貯蓄・・・ 4880億ド

(所得下位90%層)・・・「借入なしでは、生存できない」

実物資産へのネット投資・・・3830億ド

金融資産へのネット投資・・・1710億ド

負債の純増・・・ 8080億ド

ネット貯蓄・・・ -2540億ド

B. 資産・負債状況  
(負債比率)

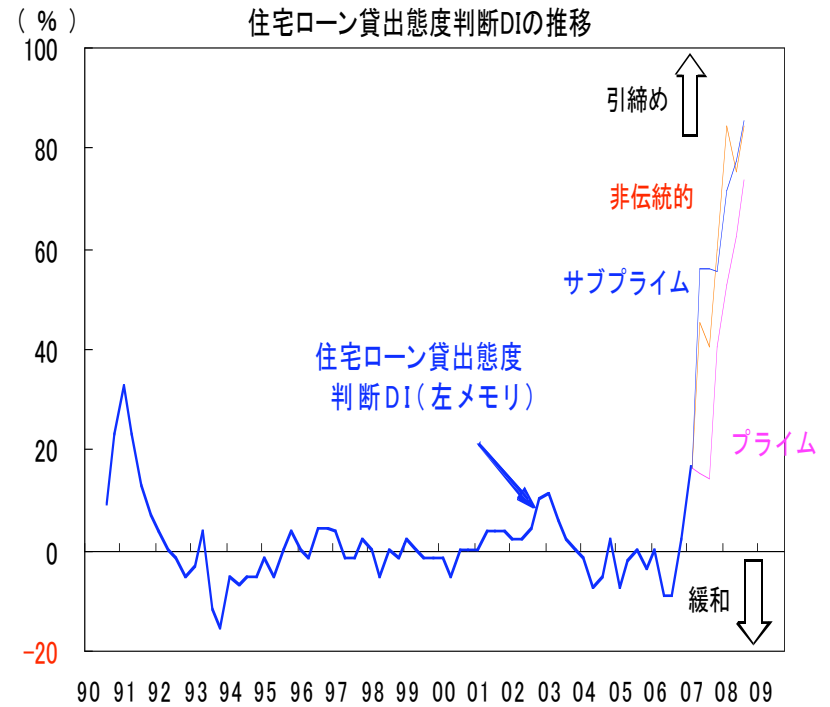
(図9a)米家計の借入

一戦後初めて純減した家計の借入(08/2Q)



(図9b)米銀の融資基準

一戦後で最も厳しい米銀の融資基準



- (注) 1. 貸出態度判断DIは、(貸出基準を厳しくした割合-緩和した割合)  
 2. 非伝統的住宅ローンとは、Alt-A、IOローン、非居住目的ローン等  
 3. サブプライムとはローン組成時、借り手に延滞歴あり、破産歴あり等  
 (出所)FRB『Senior Loan Officer Opinion Survey』

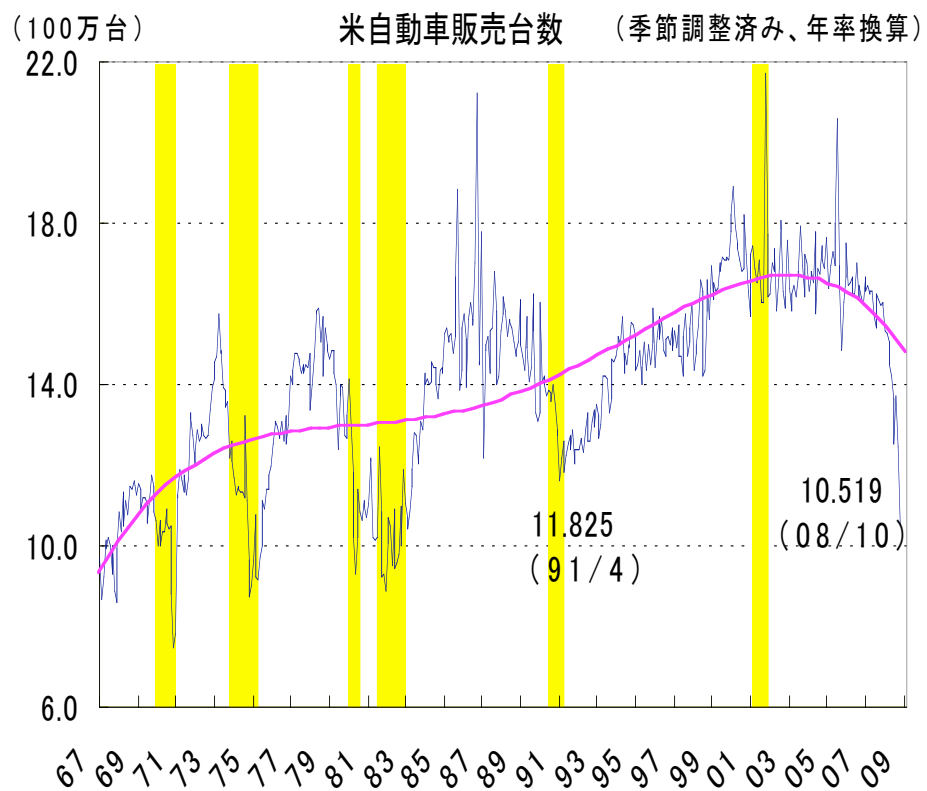
## 4.ウォール街からデトロイトの再編



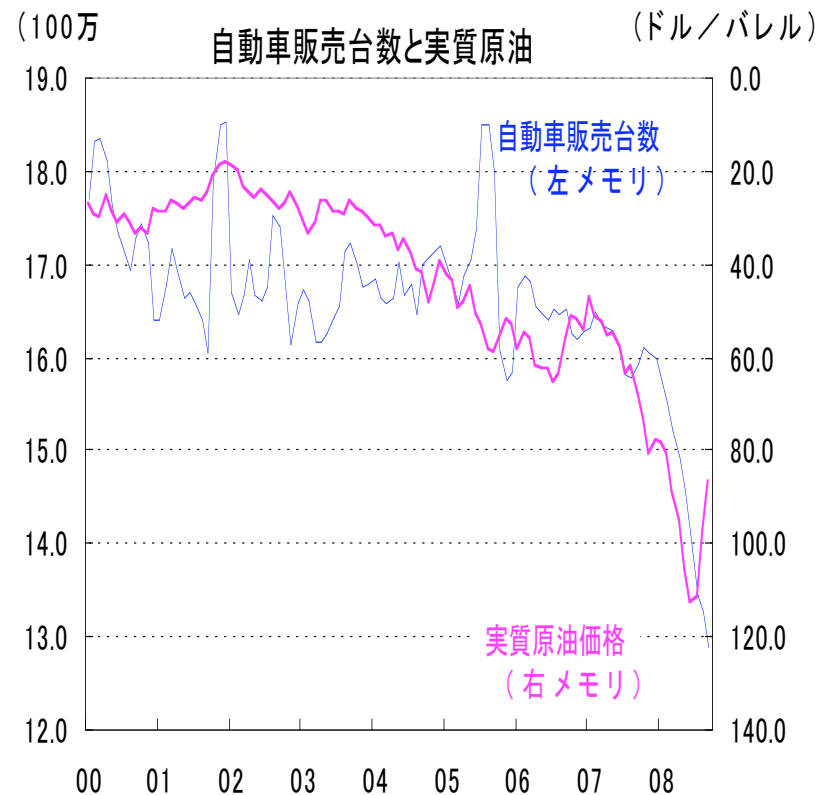
- 米自動車販売台数、96～07年1640万台 (図10)  
（米国産車1350万台）
- 08/10、1052万台（うち米国産車773万台）  
→1000万台割れの可能性  
→600万台以上の需要減少
- サブプライムローン問題＝将来、中産階級になる人のチャンスを奪う
- 自動車メーカーの再編＝中産階級の既得権益（年金など）を奪う

(図10)米自動車販売台数

- 原油高による販売不振から、今後は融資基準厳格化による不振へ



(注) 輸入車およびライトトラックを含む  
 (出所) 米商務省“Car Sales”



(注) 輸入車およびライトトラックを含む  
 (出所) 米商務省“Car Sales”、New York Mercantile Exchange

# 5.「日本“輸出”株式会社」の

## 課題

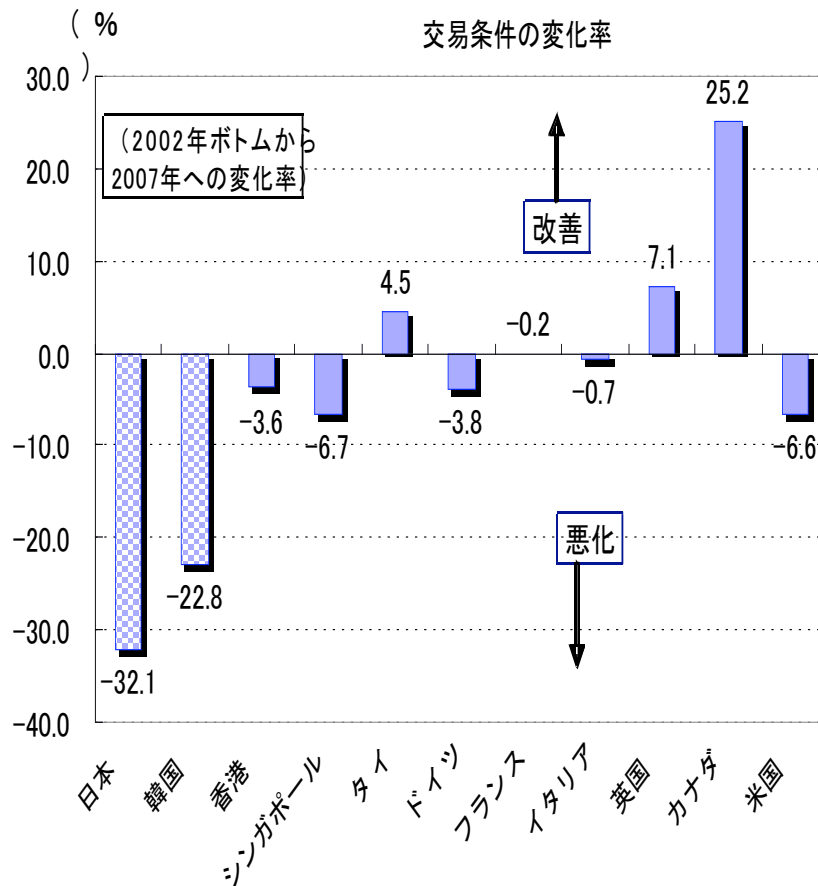
- 交易条件（輸出物価/輸入物価）（図11）
  - ①「価格革命」→資源高で輸入物価が上昇
  - ②先進国の中産階級の没落→高級品が売れない（日本株式会社の最大の販売先が打撃）
- 日経平均株価の不振
  - 07/7/9 → 08/11/21
  - （下落率）
  - 日経平均18261円 → 7910円      56.7%

(図11a) 交易条件(=輸出価格/輸入価格)

-02年度以降の景気回復、

国内総所得GDI(年1.3%) = 実質GDP(年2.0%) + 交易利得年▲0.6%

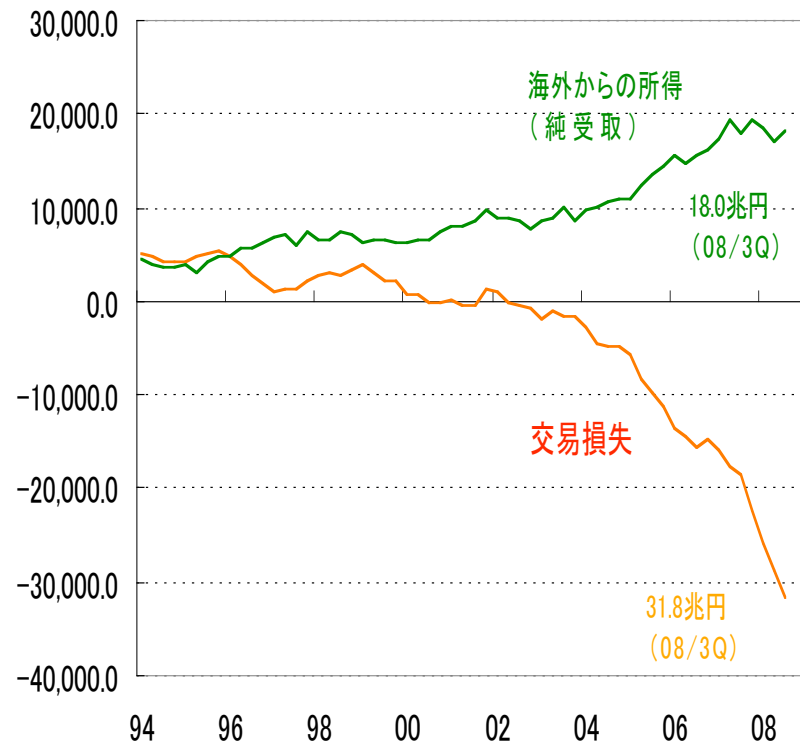
国民総所得GNI(年1.6%) = 国内総所得GDI(年1.3%) + 海外からの純受取(年0.3%)



(注) 日本は08/1月と比較、その他は07/4Qとの比較

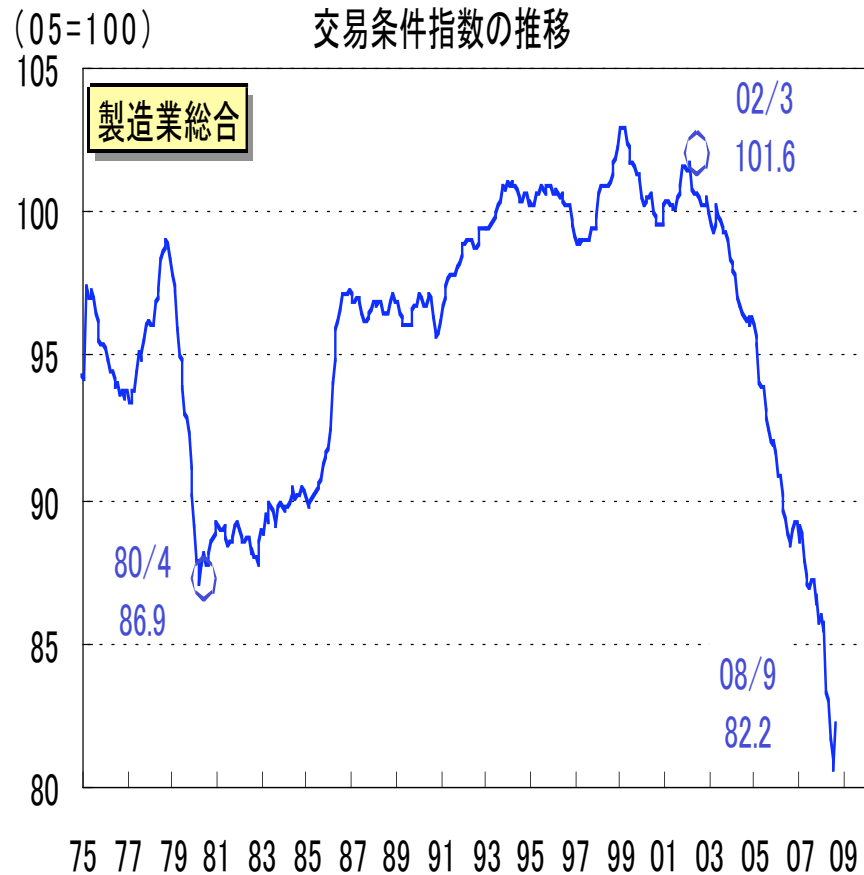
(出所) IMF "International Financial Statistics"

(10億円) 交易利得(損失)と海外からの所得(純受取)

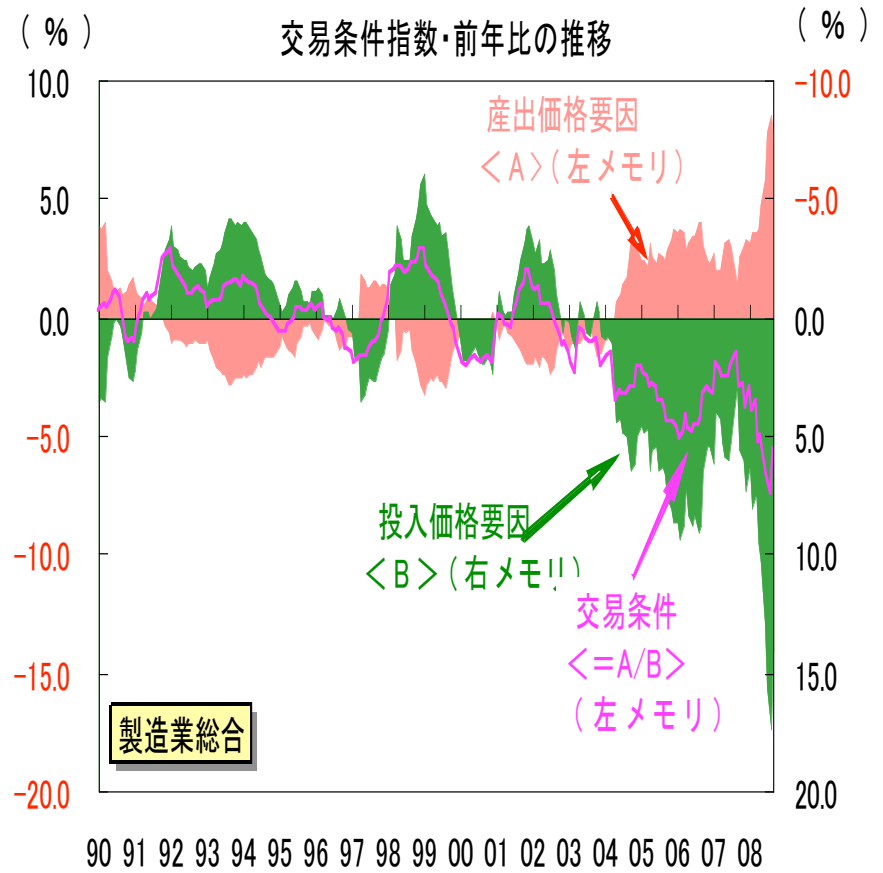


(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

(図11b) 交易条件 (= 輸出価格/輸入価格)

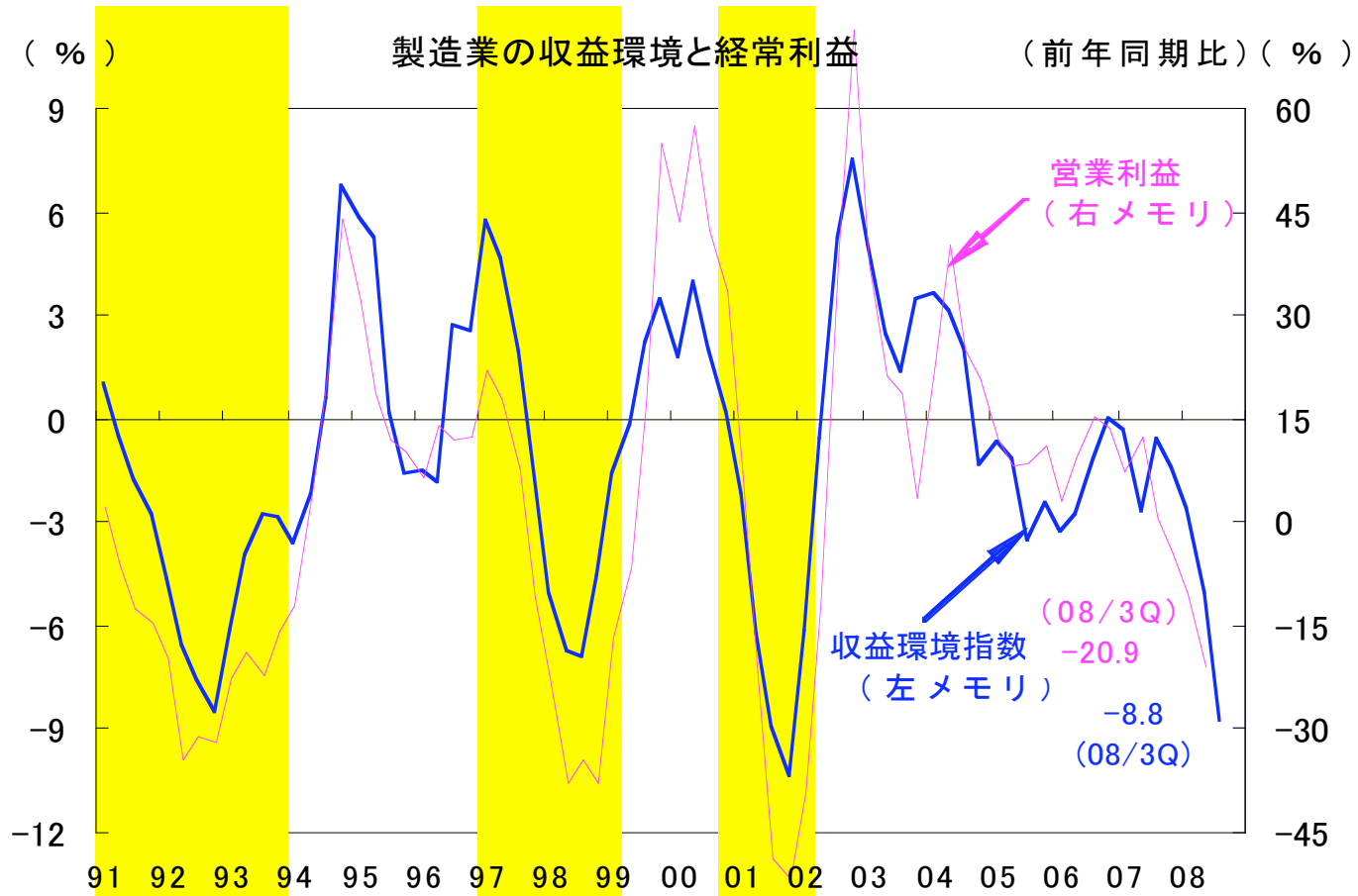


(出所) 日銀『製造業部門別投入産出物価指数』



(出所) 日銀『製造業部門別投入産出物価指数』

(図11c) 営業利益と収益環境指数(=交易条件×稼働率指数)



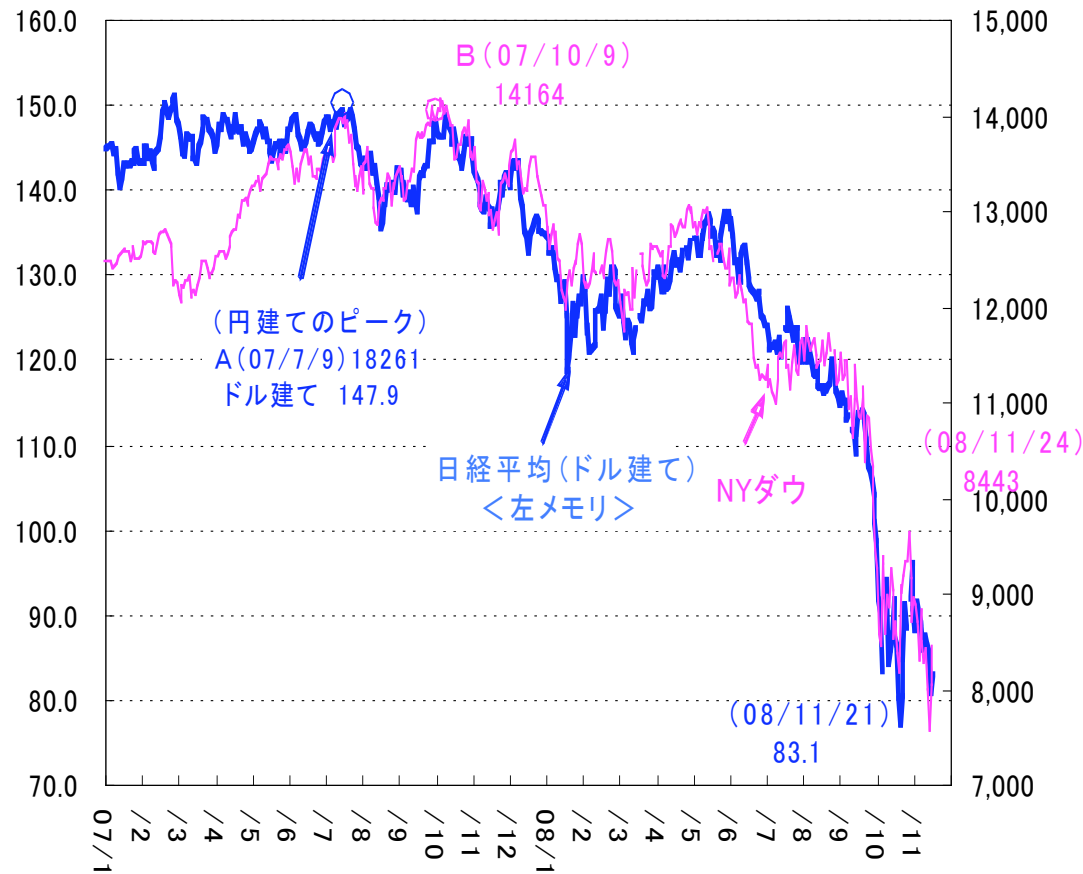
(注) 収益環境指数 = 交易条件(利ざや) × 稼働率(数量)、交易条件 = 産出価格 ÷ 投入価格 (出所) 日銀「製造業部門別投入産出物価指数」、財務省「法人企業統計季報」

# 6.世界の株価・為替パフォーマンス

(図12) 日経平均株価(ドル建て) vs. NYダウ

ダウ

(ドル、日経平均) 日経平均株価(ドル建て)とNYダウ (NYダウ、ドル)

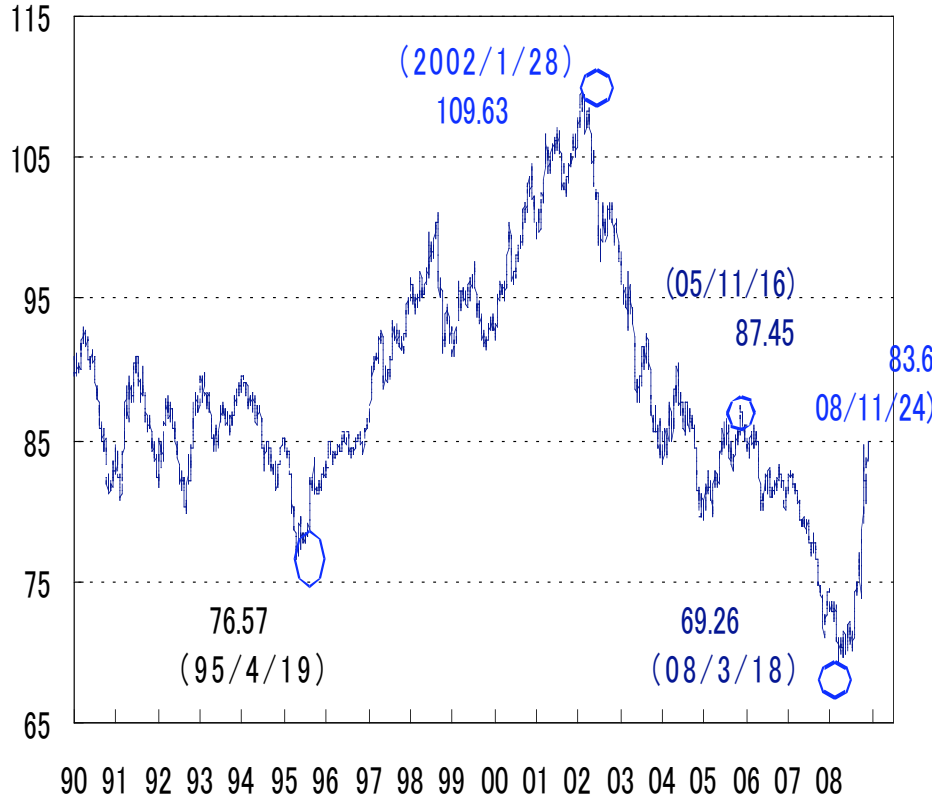


	07年 ピーク	08年 11月17日	下落率 (%)
ドル建て日経平均 (日経平均)	147.9	83.1	-43.8
(為替レート)	18,261.98	7,910.79	-56.7
<月/日>	<7/9>		29.6
NYダウ	14,164.53	8,443.39	-40.4
<月/日>	<10/9>	<11/24>	

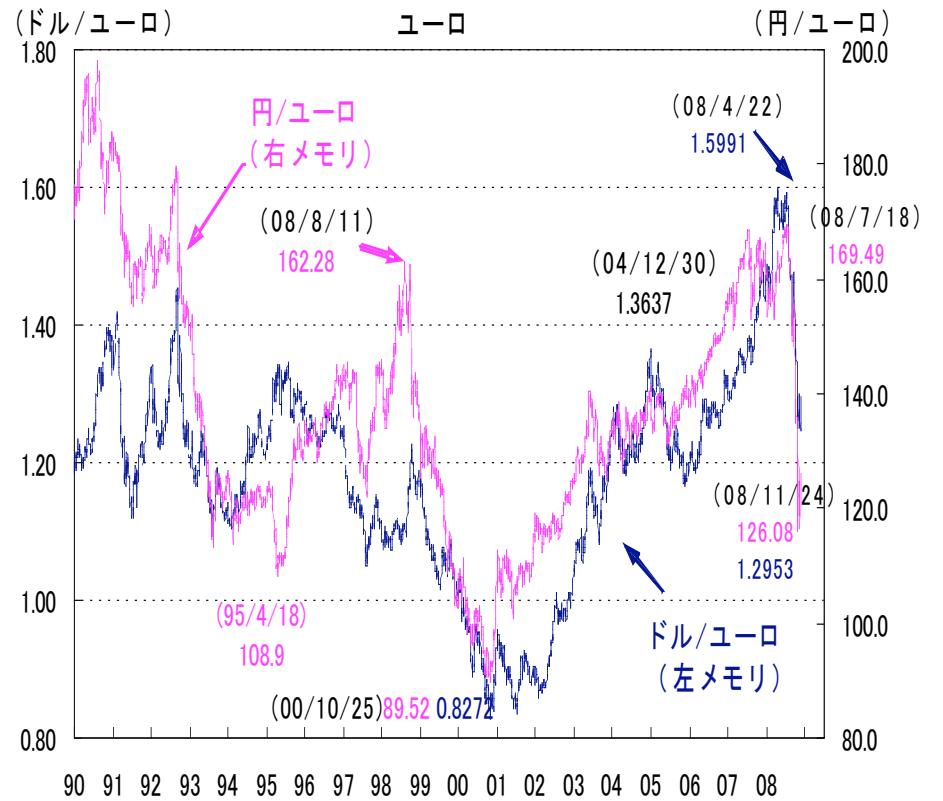
	07年 ピーク	08年 11月24日	下落率 (%)
ドル建て欧州株価			
DAX	11618.2	5899.2	-49.2
<07/10/31>			
CAC	8472.5	4108.8	-51.5
<07/10/31>			
F100	13979.6	6305.4	-54.9
<07/10/31>			

(図13)ドルvs. ユーロ

(1973.3=100) 米ドル実効レート(対先進国通貨バスケット)

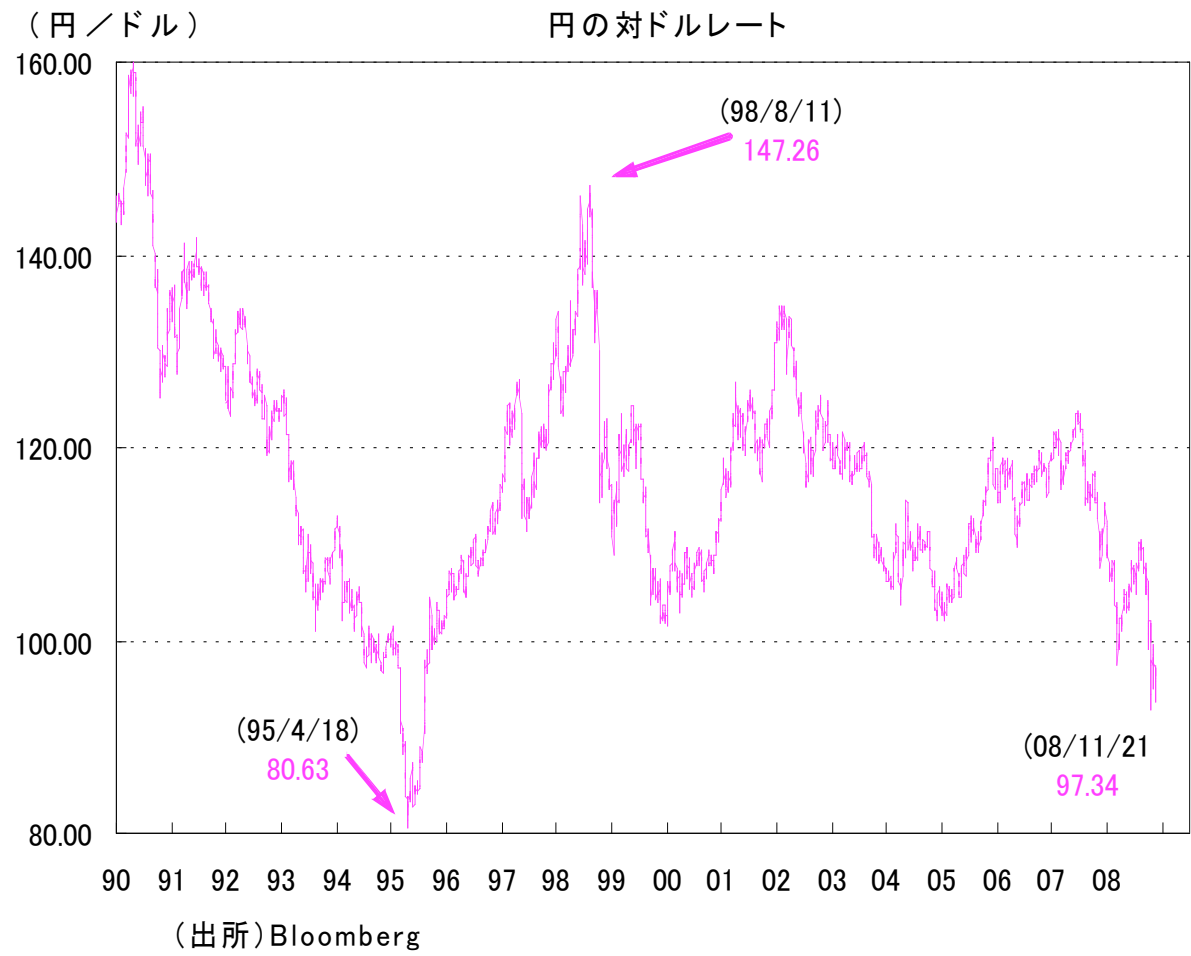


(出所) 米FRB

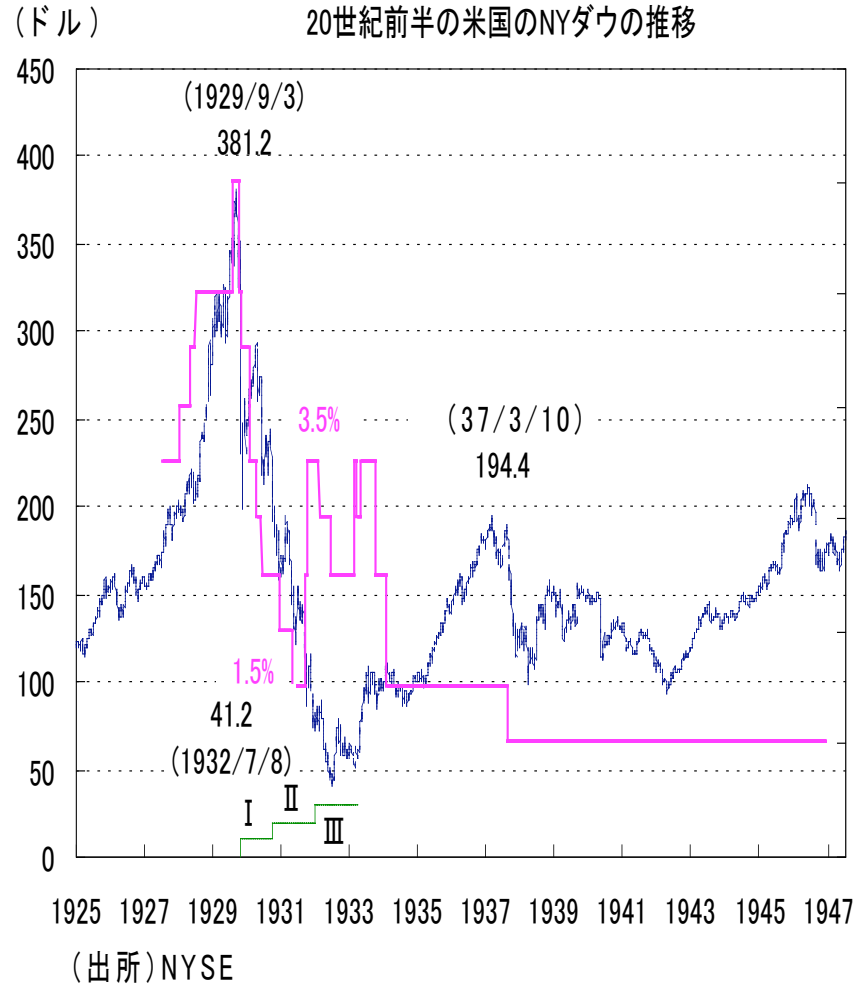


(注) 1998年末まではEMUレートで換算した値

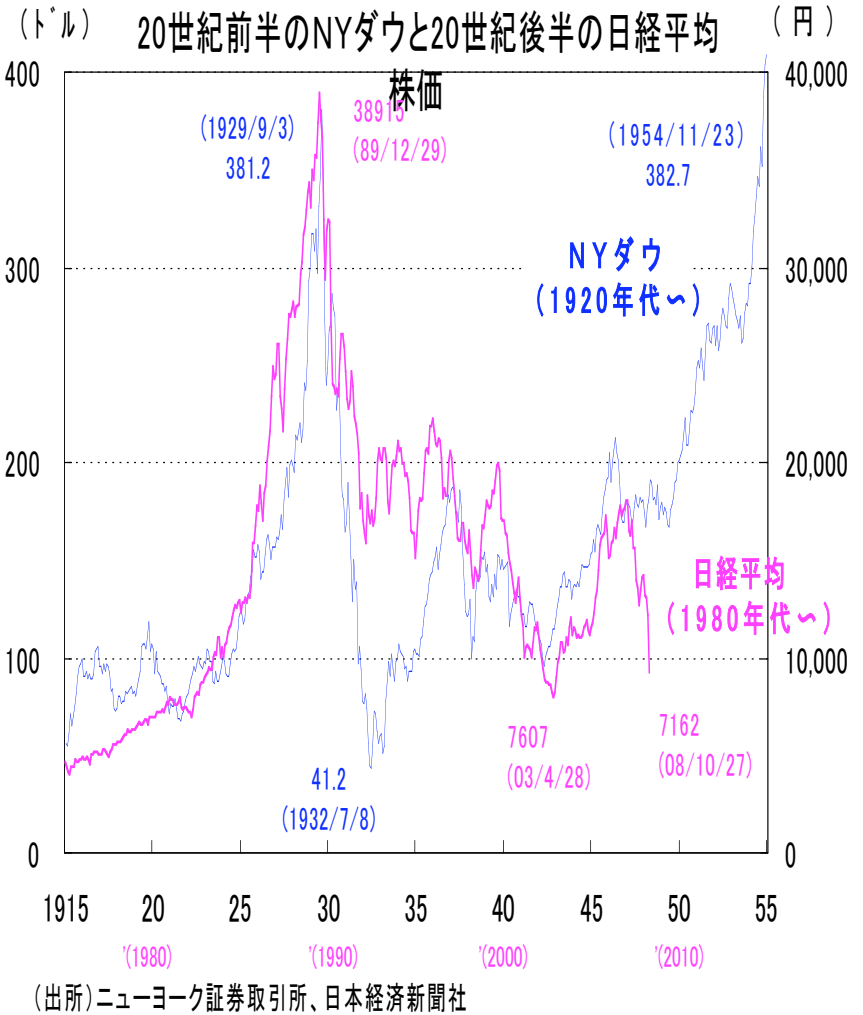
(図14) 円ドルレート



## 大恐慌時代のNYダウ



## 大恐慌時代vs. 21世紀



## 【フーバー大統領】

### 第1期；1929年10月～30年9月（失業率、29年3.2%、30年8.7%）

30年6月、スムート・ホーレイ法制定（28年大統領選挙の公約）  
（課税対象品目の関税率39%→59%）

### 第2期；1930年10月～31年12月（失業率、31年16%）

30年12月、合衆国銀行破綻（ニューヨーク市）  
31年夏、不況から真正デフレに転化  
31年9月21日、英国金本位制離脱  
31年10月9日、米連銀公定歩合引き上げ（1.5%→2.5%）  
（金の流出を防ぐため）→結果としては、米国から大量の金が流出  
31年10月16日、同（2.5%→3.5%）  
第一次銀行恐慌（30年10月～31年2月）・・・350行破綻  
第二次銀行恐慌（31年3月～32年3月）・・・500行超の破綻

### 第3期；1932年1月～33年3月（失業率24%）

32年1月、「復興金融公社」（RFC）設立（議会承認、2%の利子で融資）  
32年歳入法、平和時における最大の増税法  
（所得税の一部源泉徴収、奢侈品税、物品税など）  
33年1月、議会在RFC融資先のリスト公表（銀行に対する不信高まる）  
33年2月14日、ミシガン州銀行休日宣言  
33年3月4日までに、48州で銀行が閉鎖されるか、預金引き出し制限  
33年1月～3月、銀行倒産が一気に深刻化  
第三次銀行恐慌（32年10月～33年3月）・・・3460行の破綻、預金総額32.76億

（出所）『世界大恐慌』（秋元英一、講談社選書）より作成

【ルーズベルト大統領就任(33年3月4日)】

33年3月6日、全国的銀行休日宣言、金本位制停止

3月9日、緊急銀行法(銀行を3つのクラスに分類)

〈クラスA=健全銀行、クラスB=採算ギリギリ、クラスC=閉鎖〉

クラスBの銀行に、復興金融公社(RFC)を通じて優先株の購入

4月12日 預金総額90%を占める資産状態が健全と判断された12817行が再開  
(約1000の銀行は閉鎖されたまま)

4月18日 ドルのフロート制開始(ドルの切り下げ)

5月 証券法(一般投資家のための徹底したディスクロージャー規制の実現)

6月 連邦預金保険公社(FDIC)設立

グラス=スティーガル法(商業銀行の投資銀行業務兼営を禁止、  
銀行預金の保険恒久化)

〈「ペコラ調査」(1932年4月~34年5月上院通貨委員会)の本格調査が、  
33年2月以降始まる〉

7月 証券取引委員会(SEC)設立

「ポリシー・レジームの変化」(テミン)

政治体制の変化があると、国民の期待が良い方向に変化する

(NYダウ、33年2月17日50.2→37年3月10日194.4)

1934年1月 金準備法制定(連邦準備銀行から財務省に金地金をすべて引き渡し、  
財務省が唯一の合法的な金保有者)

2月1日 金準備法修正(トーマス修正条項)

(ドルの金価格を40%切り下げ、1オンス=35ドルに固定し、管理通貨制へ移行)

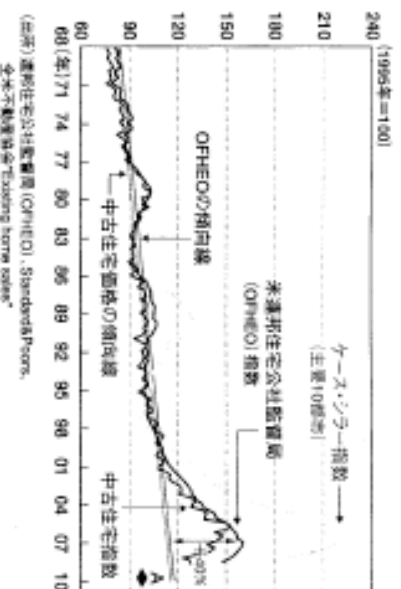
1934年の実質GDP成長率、30年以来初めて9.0%のプラス成長(33年マイナス1.9)

ニューディーのキーワード=農村復興、消費者購買力、ワークレリーフ(失業救済計画)

(出所)『世界大恐慌』(秋元英一、講談社選書)より作成

# 100年に1度の深刻な米金融危機

米国の家賃住宅価格



(出所)連邦住宅公社監理局 (FHFI), Standard&Poor's, 全米不動産協会 "Easing home sales"

## 1100 年に1度起こるかどうかの

深刻な金融危機」(グリー

ンズバンプ前FRB議長、08年7月31日)が起きている。サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機は「すべてのマネーはウォール街に通ずる」ドル帝国の危機だからだ。ドル帝国の危機は主権国家・米国の危機ではあるが、容易に国境を越えることができる「資本の帝国」は揺らがない。95年以降と07年10月以降の株式市場で10兆ドルを失ったが、それでも95年以降90兆ドルを確保したからだ。

08年7月時点でサブプライム関連の損失は4000億ドル(43兆円)に達した。世界の金融システムが安定するのは、不良債権処理の進捗率が8割を超えたときであるが、現在3割程度である。米中古住宅価格の騰跌はかなり進んでいるが、市場に売りに出されていない物件も含めた実質住宅価格は4割も割高だ(図)。仮に、住宅価格の下落幅が過去の調整時の倍くらいになるとすれば(図A点)、さ

らに36%下落し、新規不良債権が生じる。

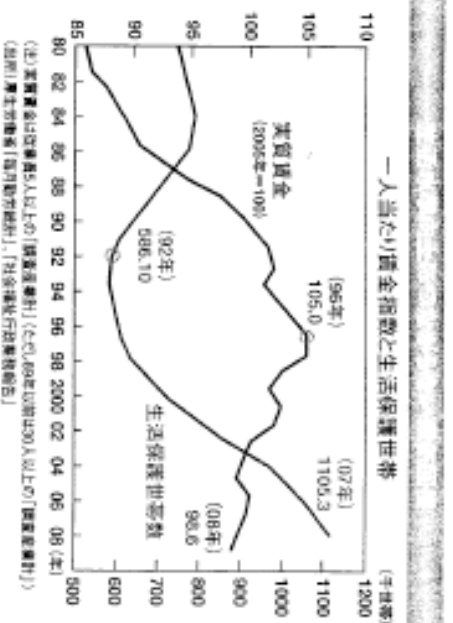
今後、住宅価格の下落が広がると、負債の一部に見合う資産が削減してしまう。米国の家計が十分金融資産を保有していれば、自らの金融資産を取り崩して債務を返済することができるが、日本以上に金融資産の偏在が大きく、「借り入れなしでは生存できない」世帯が9割を占める米国では無理だ。住宅資産を超える住宅ローン残高相当額が不良債権化し、その額は1.3兆ドルに達すると予想される。これは欧米の大手金融機関の株主資本に匹敵する。

米金融システムを安定化させるには政府系住宅金融機関(GSE)のみならず、大手民間金融機関に対して公的資金の注入が必要となる。公的資金の財源として増発される米国債を「買える」のは外国人しかいない。国債発行額が08年以降急増し、うち9割以上を外国人投資家が購入しているから、外国の支援なしには米金

融システムの安定はありえないのである。

米国が自力で解決できないドル危機は、16世紀の「価格革命」における中間地点で生じた世界帝国スペインの債務不履行宣言にも匹敵する重大な事態である。カトリック中心の世界帝国を目指したスペインのカルロス5世が1555年ブラスパスブルクの崇教利権で挫折し、その後、スペインは時代の流れを見誤り、覇権を失った。米保守派が見たニューワールドポスターは中東政策の失敗で、「無極化の時代」(全米外交評議会長R・ハース)に取って代わられた。利潤率低下を克服するために動き出した歴史の歯車(「価格革命」)は政治的イデオロギーのいかんにかかわらず進む。16世紀の「価格革命」を推し進めたのが「兼任の差(生活水準の差)」(F・フロアデル)であったように、21世紀のそれを終わらせるのも同じである。その差の解消には少なくとも20年かかるだろう。■

## 何のための総合経済対策か



**世** 界同時不況の可能性が高まってきた。昨年夏以降、金融システム不安が収まるどころか、米大手証券会社から、米大手銀行へど破綻が広がっている。米議会も有効な対策を打ち出せないから、世界の株価が急落する。ベルギーなどベネルクス3国の政府はベルギー・オランダ英金融機関フオルテイスに対して総額112億ユーロを出資し、事実上国有化した。欧州と米国で資本移動が活発化していたことから、欧州の金融機関も無慮ではいられない。

欧米の金融機関破綻の次に起きるのは、借金漬けになっている米家計の消費削減である。今後、米自動車販売台数が急減する可能性が高い。既に米自動車販売台数は08年9月に1246万台と、ピークだった2000年の1734万台から28%も減少している。米家計の財務状態からすれば、この水準から2割程度落ち込むことになる。現在までの自動車販売台数の減少は原油高のせいであって、米銀の

貸し渋りが理由ではない。いまだ自動車ローン残高は増加しているからである。今後起きるであろう貸し渋りが、販売台数を一段と減少させ、デトロイトの再編を迫る。

米個人消費が冷え込めば、輸出主導で景気を回復させてきた日、独、アジアが不況となる。08年6月、8月には日本の輸出数量が減少に転じた。アジア向け輸出の伸び率鈍化で、従来から減少していた米欧向けを相殺できなくなった。消費主導の米国では自動車販売台数が38年ぶりに1000万台割れとなる懸念が高くなる。一方で、日本は既に81年12月以来、27年ぶりに貿易赤字に転じた。輸出数量減は生産(P)を押し下げ、名目貿易収支の赤字転落は生産の減少以上に所得(1)を減らす。生産以上に所得が減少するということは、02年以降、実質GDPは年率2%で成長してきたが、一人当たり賃金は同じ時期に年率0.5%で減少していることに現れている(図参照)。

もはや、景気回復が国民の生活水準を向上させるというのは幻想だ。「いざなぎ景気」を超える02年以降の景気拡大期でも、生活保護世帯が増加している。しかも、景気の上昇あしと関係なく、90年代後半から「働きによる収入の減少・喪失」や「貯金等の減少・喪失」を理由とする受給割合が趨勢的に増えている。

グローバルセッションが世界の経済構造を劇的に変えているのに、政府は相変わらず景気が悪くなると、条件反射のように緊急総合対策を優先し、構造改革を後回しにする。構造を変えてはじめて、景気対策は効果が出るのである。

小泉構造改革はグローバル化に日本をどう対応させるかという視点に欠けていたが、政府はこれを覆い隠すかのごとく、効果が期待できないとわかっていても既に存在しない旧来の経済構造を前提とする総需要対策を実施せざるを得ない。国の借金の山が残るだけだ。 **12**

本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する場合があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、ウェブサイト等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。

当社の役員（会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。）が、以下の会社の役員を兼任しております。： A D E K A, 豊田自動織機, トヨタ自動車, カスミ, 新生銀行, 三菱UFJフィナンシャル・グループ, カブドットコム証券, 東京海上ホールディングス, T&Dホールディングス, クリード, 三菱倉庫, KDDI。

債券取引には別途手数料はかかりません。手数料相当額はお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright © 2008 Mitsubishi UFJ Securities Co., Ltd. All rights reserved.

〒100-0005 東京都千代田区丸の内2-5-2 三菱ビルディング 三菱UFJ証券株式会社 経済調査部

（商号） 三菱UFJ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第179号

（加入協会）（社）日本証券業協会・（社）金融先物取引業協会・（社）日本証券投資顧問業協会

本資料は、英国において同国Financial Service Authorityの監督下にあるMitsubishi UFJ Securities International plcが配布致します。また、米国においては、Mitsubishi UFJ Securities (USA), Inc. が配布致します。