

テーマ 「信用膨張と収縮が引き起こす事態を構想する」

マネーの量が実物経済で商取引に必要なとする量以上になれば、いずれ物価・資産価格が高騰し、通貨の購買力は、下がる。世界の金融資産(預金+債券の時価+株の時価+年金基金など)の増加が意味するのは、それを借りている人の負債の増加です。

借りた人が、利払いと返済ができるから、金融資産には価値がある。

金融資産は、金庫にあるだけでは金利が払えない。誰かが借りて投資し、利益を生まねば意味はない。

世界の金融資産の合計は、世界のGDPの3倍に膨らんでいる。これは、世界の商品生産金額の3年分が負債になっていることに等しい。

つまり、今の金融資産は、今後も利を生む資産として、維持可能ではない。行き着く先は、長期のインフレ、通貨価値(購買力)の下落です。その先駆けが、世界でもっとも使われている米ドルの価値の下落から始まる。

ヘッジファンド危機が、信用縮小の根底にあり、そのヘッジファンドに、レバレッジで資金を貸しているのが銀行・証券会社・保険会社です。

借りた人の危機は、貸した人の危機でもある。 第二幕の開演は近い。

~~~~~

### 1. 環境認識 (固有の足枷 & 矛盾の増幅)

経済も株も不動産も、金融取引で、世界にリンクしています。日本経済の、2004年からの回復も、輸出によるものです。国内の需要は増えていない。増えたのは輸出(25兆円増加)です。

25兆円の輸出増加は、5%の経済成長に相当します。輸出が増えた原因は、低金利による円安です。

ヘッジファンドは、預かり金を元に、金融機関からの信用借りによって、運用総額を膨らませます。最大が10倍、最小で2倍。平均で3倍とすれば、レバレッジ借りを含む運用総額は、\$12兆です。1500兆円になる。

当然、元本に対する平均利回りは、低下します。世界の実物経済の規模(=商品生産の規模)に対し、大きすぎるサイズになったからです。

米国が、無限にドル債を発行し、それを貿易黒字国(日本、中国、産油国、ロシア)が買い続けるなら、この商品とマネーの今のバランス構造を、持続させることができます。

金利が、以前より重要になった理由は、ファンドが借りて投機する経済になったからです。ファンドが、1500兆円の運用資金で、株、債券、不動産、資源を、高速売買(回転売買)するようになった。金融の世界は大きく変化しています。

2001年9.11以降の世界は、経済の刺激を目的に、実質金利を低く抑える金融政策を取ってきました。この低金利によって、世界の株、不動産、資源価格にバブルが起こった。(注)商品は中国を筆頭とする低賃金国が生産するようになったため、物価の上昇率は低い。インフレは資産(株・債券・不動産・資源)で起こったのです。

そこで、07年の世界は、金利上昇に向かいました。

金利変化の影響は、短期資金を借りて投機しているファンドに対しては瞬間に現れます。経済全体に対しては、半年後~1年後に現れます。ファンドは高速船、経済全体は大型貨物船のような感じです。低金利資金を使い、国境を越え1500兆円を運用するファンドこそが、問題の焦点です。ファンドは金利変化への感応が極めて高い。

バブルとは、理論価格を超える資産(株・不動産・資源)の高騰です。高騰すれば、価格変動率(ボラティリティ)が必然的に高まります。ボラティリティが上がれば、リスクが増えるので、担保の欠け目は上がります。そのため、ファンドからの株や不動産の売りが増え、個人はファンドに追随して売り、市場は理論価格を超えて下落します。

バブル崩壊は、価格高騰の結果として必然である。理由は、株や資産が高騰すると、価格変動のボラティリティが上がり、リスクが増えるためです。

ボラティリティが高まると、その株を担保にして貸す証券会社や銀行は、安全を確保しなければならないので担保の欠け目を増やします。たとえば 10%だった欠け目を、価格の変動リスクが高まったため安全を見込み 25%に上げたとします。

元本が5億円の場合、

担保の欠け目が10%のときの利用可能資金総額 :  $5 \text{ 億円} \div 0.1 = 50 \text{ 億円}$

担保の欠け目が25%のときの利用可能資金総額 :  $5 \text{ 億円} \div 0.25 = 20 \text{ 億円}$

結果、生じた担保不足 = 30 億円

担保を差し入れ、借りて投資(投機)を行っていた人(あるいはファンド)は、担保不足になった30億円を即刻どこかで調達し、担保の差し入れ、または返済をしなければならない。

別の資産がないときは、持っている株を、30億円分売ることになる。こうした人やファンドが増えれば、市場は崩落します。これがバブルの崩壊です。

また、乗数金融では金利の下落と上昇の効果も、乗数化されます。6倍の乗数(レバレッジ)なら、1%の金利の変化は、元本に対しては6%の金利の変化に相当します。

金融は高い利回りを求め、容易に国境を越えます。中国、日本、産油国は、米ドル債券・株と、ユーロ債券・株を大量に買い続けています。そのマネーは、ファンドが借り運用するマネーになっています。

ここが、矛盾です。

日本の超低金利は、国内経済浮揚のためですが、経済の刺激のための余剰資金の多くが、米国とユーロに向かいファンドを通じ、世界への投機資金になっている。

中国の、貿易黒字によるドル買い、ユーロ買いも同じです。産油国にたまったオイルマネーの行き先も同じです。

世界の実質経済成長率は5%台で、消費者物価の上昇率は2%台です。名目経済成長率の世界平均が7%というのは、高い経済成長と見なければならぬ。

金利は、世界平均で4%と低い。

本来なら、世界の金利は、2ポイントは上げ6%台に上昇していなければならない。今後の金利上昇のリスクも日・米・中国の国内事情を原因に、低い。そのため債券、株、不動産、国際コモディティ(資源と穀物)への投機が起こっている。それが、いんです。

年々、マネーは増刷され、借りる人と投機が増えて来た。投機的な売買を行うヘッジファンドは元本が140兆円に達している。「過剰流動性」の発生です。約10年続いている。

世界の資産市場(不動産、株、債券)とコモディティ市場(エネルギー、金属、穀物)は、10年間の低金利を原因とする『過剰流動性バブル』の上にある。

1980年代までのように「消費者物価のインフレ」につながっていない理由は、賃金が低い新興国が技術と資本を導入し、基礎商品を生産し、輸出するようになったからです。先進国のワーカー賃金を上げて、出荷価格を上げれば、安価な輸入品が入ってきます。賃金が上がっていないため購買力は増えず、店頭の消費者物価も、世界平均で2%しか上がらない。

80年代までのインフレは、賃金の上昇と消費者物価の上昇でもありました。消費財が先進国で生産されていたからです。いまのインフレは、資産価格(株価、不動産、債券、資源と穀物)のインフレです。

#### < 中国の問題 >

中国は世界最大の貿易黒字によって、米ドルを集め続けています。貿易黒字が大きい国の通貨は、赤字国の通貨(米ドル)に対し上昇しなければならない。これが変動相場による通貨調整です。

しかし中国政府は、ドル買い調整を行っています。人民元は米ドルにリンクされています。その理由は、中国の工場が対米輸出によって成立しているからです。

北京政府は元が上がることによる輸出の減少を恐れます。そのため人民元と金利を抑える政策をとっています。中国の長期金利は、3.1%と低く抑えられています。名目経済成長率が11.9%で金利が3.1%なら、バブル的な投機が起こるのは当然です。中国の株価は06年で187%も上がっています。

中国政権は、常時「政変」の危機をはらんでいます。農村と都市部の10倍以上の所得格差、そして官僚の不正です。トウ小平以後、江沢民、胡錦濤といずれも「先富思想」で国を治めてきています。過度の輸出経済です。対米輸出に経済が依存する中国がもっとも怖いのは、「ドルに対する元切り上げ」です。

元切り上げによって輸出価格が上がり失業者が溢れることを防ぐために、共産党政府は政策金利を3%に抑えています。このため、株の高騰が起こっている。

#### < 日本の問題 >

政府は国債の発行によって、1年で30兆円～40兆円の資金を調達しなければならない。金利が少しでも上がれば、政府部門の1000兆円の債務残高は維持できません。

わが国は、政府部門の総負債が、短期の借入れを含むと1000兆円です。名目金利が3%上がり、短期金利が3.5%、長期金利が5%になるように日銀が誘導すれば、政府の利払いは30兆円増えます。

今の超低金利でも30兆円の赤字の政府と自治体は、金利が1%も上がれば国債・公債が発行できなくなって、政府は予算(政府と自治体の総額で160兆円)が組めなくなります。金利が3%上がれば、400万人の公務員の給料(年間約40兆円)は、払えなくなる。国債か、あるいは第二の通貨とする財務省証券で払うことになる。これが財政破綻です。

同時に低利で発行し、郵政公社、政府、民間の金融機関が保有している国債価格は、下落します。これは、金融機関が、含み損で資本を失うため、ふたたび金融危機を迎える。

日本は、経済成長率が今より高くなっても、利上げには限界があります。根底の理由は、政府部門の赤字(=国債発行)が大きく、国債の利払いを今以上は増やせないからです。1年間で30兆円～40兆円の財政赤字を抱える政府部門(国、自治体、特別行政法人)が、高くなった金利の利払いをできるわけがない。政府の収入を増やす増税は、政治的に困難です。消費税の1%は2兆円程度にしかならない。10%上げても10兆円しか増えない。政府部門が発行した赤字債券(国債、地方債、財投債)を、日銀が買い上げる方法しかない。これは低金利を維持することを意味している。

## 米国の問題

米国はドル債券価格の崩壊を恐れます。債券価格の下落は金利の上昇と同義だからです。金利が上がれば、5年で50%も上がった住宅価格は崩壊します。今の長期金利(4.6%)を7%に上げることはできない。

米国は、1年で、世界から100兆円相当の資金流入が必要な経済です。世界の資金を呼び込むには、他国より金利を高く保つ必要があります。

貿易黒字国からの米国への資金還流の構造が、低い金利と、高いドルをもたらしています。

米国の住宅ローン資金1000兆円は証券化されていて、世界が買っている。

こうした構造のため、本来は上昇すべき米国の金利が上がらない。

米国の金利(長期・短期とも5%)が上がれば、世帯が破産の打撃を受けます。株価も下げる。米国の株価の下げは、約1500兆円の米国年金基金の破綻でもあります。(注)先進国の年金基金の総額は2600兆円です。これをファンドが運用しています。

そのため政治的な理由で、米国は金利を上げることができない。

米国は、住宅ローンで1200兆円の負債を抱えます。海外からの資金を呼ぶために必要な利上げをすれば、住宅価格は更に下がる。住宅を追われる人が200万人(現在の予想)、400万人と増えることを意味します。米国では、住宅ローンの証券化ということから、住宅価格は、金利の変化に約1年遅れについてゆきます。米国の利上げにも、ガラスの天井がある。

「通貨の変動相場制」は、貿易黒字国の通貨が上がって輸出価格が上がり、赤字国の通貨が下落し購買力が下がって、貿易赤字が自動調整されるのが主旨です。

しかし、貿易黒字国からのドル債券買いがあれば、変動相場制のメカニズムが働かない。これが90年代以降、ずっと続いていることです。米ドル本位の、基軸通貨体制とも言います。

また、消費者物価は、上昇してもせいぜい2%~3%と低い。そのため消費者物価に強く影響を受ける政策金利は、低い。これが、資産価格の高騰を生んだ原因です。

日本と米国の長期金利には、約3%の金利差(イールド・スプレッド)があった。そのため、3%の金利差を求めたジャパンマネーは、米国の債券(国債、社債、住宅ローン証券)買いに向かいます。輸出大国になって、商品代金として米ドルが貯まった中国と、原油高騰で貿易黒字が急に増えた産油国も同じでした。

国内で使い切れないマネーが、米国へ行った。基軸通貨であるドルへの[帝国循環]と言われます。商品と資金の両方が、ブラックホールのような米国に集まった。米国は1年で100兆円規模の、海外からの\$債券買いの超過が必要な経済です。

日本の超低金利が、世界を、事実上の超低金利にさせています。2%どころか、0.5%の短期金利を組み込めば1%レベルの期待金利と言ってもいいのです。不動産の期待レント(地代)が50万円の場合、期待金利が2%、リスクプレミアムが3%なら、理論価格は1000万円です。期待金利が1%、リスクプレミアムが1.5%に下がると、 $50 \text{万円} \div (1\% + 1.5\%) = 2000 \text{万円}$ と、理論価格は2倍に高騰します。これが、円キャリーを使ったトレード(取引)になる。

たきがみ博士 「人生という名の遊び場で、”いま、ここ”を、活かされ、すてきに生きる」  
<http://tokimeki0106.blogspot.com/index.html>

・世界で自社株買いが急増(06年46兆円)しています。自社株買いは、事実上の減資です。目的は流通株を減らし、株価を維持、または上げることです。このことも株価の上昇維持が困難であることを示して、います。まことに変なものが、この自社株買いです。経営能力と、戦略策定力に、衰えがあるのではないかと？

資本を持っても、自社を、事実上減資するわけですから。買収の防衛策は、隠れ蓑(みの)でしょうね。

オプション株の権利行使が、隠れた目的だったりして……10年間の金融主導経済の、終焉を見る感じもしますね。

~~~~~

2. 信用創造メカニズム

<クレジット・デリバティブのスキーム>

「クレジット・デリバティブ」をかければ、貸す側は、回収リスクを気にせずにローンを出せます。回収リスクを消すための保険を払うと考えればいい。もちろん、それを買う金融会社は、リスク率に相当する手数料をもらう代わりに、リスクを引き受ける。

クレジット・デリバティブの世界の総額は\$20兆(2400兆円:06年4月)です。2400兆円の貸し出しに、クレジット・デリバティブという保険がかかっているという意味です。

仕組み(スキーム)を、もっとも単純化して言えば、

過去の統計から5%の貸し倒れリスクがある1億円のローンの時価価値は9500万円です。(金利の要素は割愛)

ここで、銀行が9500万円の回収を、確定させたいとします。

「回収のリスクプレミアムの対価として、500万円の手数料を払う。1億円のローンの回収を保証してくれるところはないか？」と相手を探す。例えば保険会社がそのリスクを引き受ける。

・銀行は、500万円を払って、1億円のローン回収を確定させます。

・保険会社は500万円を受け取って、1億円の回収を保証します。

1億円のローンと抵当権は、銀行が持ったままです。保険会社に移転するわけではない。回収リスクの部分だけを売買するので、「デリバティブ(金融派生商品)」と呼ばれます。クレジットは債権のことです。

仮に、住宅価格が下落し、世帯が、ローンを払えなくなった場合、住宅の抵当権をもつローンの貸主(銀行)は、明け渡しを要求し(買った人を追い出して)、売却します。

ローン流れ(いわば質流れ)の住宅は、競売されます。売れた価格が8000万円だったとします。

銀行は8000万円を回収します。未回収の2000万円は、クレジット・デリバティブを引き受けた保険会社が払います。

・銀行は、「1億円 - 手数料500万円 = 9500万円を回収します。

・保険会社は、「500万円 - 2000万円 = 1500万円の損をします。

・世帯は住宅を失います。

クレジット・デリバティブは、住宅ローンだけではない。世界の金融で使われています。その市場は、想定元本で20兆ドル(2400兆円)です。

しかし、バランスシート(貸借対照表)上では、デリバティブは見えない。

住宅ローン債権を原資産とし担保にした証券(MBS: Mortgage Backed Securities: 不動産担保証券)や、住宅ローンを含み他のローンや証券の回収権を担保にしたデリバティブの合成証券(CDO: Collateralized Debt Obligation: 債務担保証券)の信用度は高く評価されていました。

例えば 1000 億円の最初の元本で MBS や CDO を買う。それを担保に出し 900 億円を借りる。その 900 億円でまた MBS や CDO を買う。そして、それを担保に借りて買うことを繰り返す…

掛け目が 90%のときの「レバレッジ」では、元本 1000 億円が「 $1000 \text{ 億円} \div (1 - \text{担保の掛け目 } 90\%) = 1 \text{ 兆円}$ 」の総運用資金に膨らみます。

元本の 200 兆円というのは、200 兆円が、世界の投資家や金融機関から集めた「出資額(元本)」ということです。「実際の運用額」は、「プライム・ブローカー」と呼ばれる米系銀行からの借り入れ(レバレッジ)で、その数倍から 5 倍に増えます。レバレッジが 5 倍なら、運用額は 1000 兆円になる。しかも、売買の回転率は高い。短期で、激しく売買します。

ヘッジファンドのレバレッジと、そのヘッジファンドに貸している巨大複合金融機関の、以上のような実相を見れば、「1% ~ 2% 金利が上がれば、世界の経済が 5% 成長であっても、ヘッジファンドと巨大複合金融機関に、システム的な破綻の危機が起こる。」と認識しておかねばならない。

担保の掛け目を 80% とすると、 $1 \text{ 億円} \div (1 - 0.8) = 5 \text{ 億円}$ の金融資産に膨らみます。このとき信用乗数は 0.8 です。企業利益が順調で、金利は低く、リスク率が小さくなったと考えて、信用乗数を 0.9 に上げれば、最初の 1 億円が、金融機関やファンドの間を転々とする間に、 $1 \text{ 億円} \div (1 - 0.9) = 10 \text{ 億円}$ に膨らみます。

金融(= 債権・債務の総体) は、実物経済と違い「乗数」で膨らむ。

実物経済で生産量を 2 倍にするには 2 倍の工場と設備投資が要る。金融では、信用乗数を上げるだけで[債権量 = 負債量]でマネー総額が増えます。

MBS(資産担保で裏付けられた証券)の信用度が高かったため、それを担保にして、レバレッジで借りる乗数金融が発生します。例えば、MBS 証券の、担保としての掛け目が 90% とすれば、以下のように最大 10 倍に、信用の連鎖が拡大します。

総合計では、買った MBS の総額は $100 \text{ 億円} \div (1 - \text{担保の掛け目 } 0.9) = 1000 \text{ 億円}$ になります。もし MBS の配当利回りが 6% なら、60 億円の年間配当を受け取ることができる。

最初の資金(元本)は 100 億円でした。それが、レバレッジで 1000 億円の MBS での運用に化ける。これが信用創造です。元本 100 億円に対しては、60% もの高い利回りになります。

仮に、この借り入れを円資金で行えば、短期金利 0.5% 付近で借りることができます。「円キャリー・トレード」という。低金利のマネーを、その国の通貨で借り、米ドルに交換し、高い利回りの MBS 証券で運用する。

円の短期金は、今、0.5% の超低利です。900 億円の借り入れでの年間金利は、わずか 4 億 5000 万円です。MBS の利回り 60 億円 - 借り入れ金利 4.5 億円 = 純利回り 55.5 億円です。

回収リスクを減らすための「クレジット・デリバティブ」も絡んでいます。リスクの計算には、過去のデフォルト率の統計を使います。

これらの証券の、原資産の一部となったサブプライム・ローンは、低金利と低い金利が生んだ過剰流動性により住宅の上昇率が高くなった 2003 年ころから増えた、新しい方法の住宅ローンです。

証券の理論価値は、リスク率のパラメータの設定で、大きく変わります。

~~~~~

### 3. 信用膨張への道程 (0707まで)

米ドル建てのMBSの残高は\$6兆(690兆円)、CDOは\$3兆(350兆円)です。米国債が\$4兆(460兆円)ですから、住宅ローンの回収権を担保にしたMBSは米国債より巨額です。(注)米国の企業が資金調達のために発行した社債は\$10兆(1150兆円)とこれも巨額です。

米国はこれらの『証券』を海外に売ることで、40%の資金調達をしてきたと言えます。米国で発行された資産担保証券のうち、40%(約400兆円)は海外が買っています。その海外が買ったうち60%(260兆円)は欧州が買っている。欧州に信用危機が最初に起こった理由は、米国のABS証券を欧州が買っていたためです。

この資産担保証券は、米国に資金を呼ぶ手段でした。これによって米国の経済が、高い水準で維持されてきた。AAAの格付け評価する金融機関に、資産担保証券を、借り入れの担保として出せば、90%あるいはそれ以上の掛け目として、評価されていました。

米国は1年100兆円の貿易赤字(100兆円分の米ドルの国外流出)にも係わらず、赤字に相当する分の債券が買われれば、黒字国の通貨に対し「相対的なドル高」として維持されます。

中国政府がもつ外貨準備の\$1.2兆(144兆円相当)、日本政府がもつ外貨準備の\$9136億(110兆円相当)は、米国のマネーとして使われています。

レバレッジ金融(乗数信用創造)は、2つの効果をもたらしていました。

住宅ローン資金を増やし、そして、住宅価格を上げる。

全米の住宅資産は、2500兆円くらいです。2500万円の住宅が1億軒です。住宅ローンの総額は、1000兆円です。年間で価格水準が5%上昇したときは100兆円くらい、10%なら200兆円くらいの資産所得効果が生じます。一言でまとめるなら、90年代は株価高騰の資産効果、2000年代は住宅価格高騰の資産効果によって、米国の経済が成長したと言っていい。いずれも所得の増加ではなく「資産金融」によるものです。

しかし、時価総額で2000兆円を超えた株価は、「企業利益」の増加と「低金利」が続かない限り、持続できません。2500兆円を超えた住宅価格は、「長期金利の上昇」があれば、下落します。

世界の低金利が10年も続いたこと、日本、中国、産油国が、米国債券を買ったことで、巨大複合金融機関16社の資金量は、2640兆円に膨らんでいます。(注)欧州からの米国債券の買いは、その多くがロシアを含む産油国マネーです。

100億円の純益が期待されている企業の理論株価(時価総額)は、期待長期金利が2%、リスクプレミアムが2%なら、 $100 \text{ 億円} \div (\text{期待金利 } 2\% + \text{リスクプレミアム } 2\%) = 2500 \text{ 億円}$

これは、PER(株価/収益率)が25倍、PERの逆数の株価収益率(1/PER)が4%であることを示します。

企業の期待純益は100億円のままであるとして、期待金利が1%(ポイント)上がり、リスクプレミアムも1%(ポイント)上がると、新しい理論株価は下落します。

$100 \text{ 億円} \div (\text{期待金利 } 3\% + \text{リスクプレミアム } 3\%) = 1667 \text{ 億円}$

たった2%(ポイント)というわずかな「除数」の変化で、その会社の理論株価(時価総額)は、2500億円から1667億円へと33%も下落します。レバレッジで膨らんだ乗数金融の性格が、これです。わずかな期待金利の変化(原因)が、大きな株価変化(結果)として、増幅されます。

住宅の理論価格も、米国ではレント(期待収益額)を金利とリスクプレミアムで割って、計算されます。

世界のファイナンス(金融)は、低金利の砂(資金)の上に、連鎖して複雑に組みあげられたガラスの城のように、わずかな砂の動き、つまり 1% ~ 2%の金利上昇に対し、脆弱な城です。米国の長期金利(10 年もの国債利回り)が、07 年 5 月初旬の 4.60%水準から、6 月には 5.1%台に上昇しています。

わずか 0.5%の上昇と言うなかれ。ヘッジファンドがその典型的「レバレッジ金融(乗数金融)」では、0.5%の上昇が大きな意味をもちます。元本の 6 倍のレバレッジなら、3%の上昇に相当します。

長期金利は、米国債の売買市場で決まります。海外からの買いが超過すれば、金利は下げる。債券の下落を恐れて売りが増えれば、金利が上がります。(注)中央銀行が決める政策金利は、短期金利に影響を及ぼすだけです。

世界経済は、消費者物価の上昇率は低く、つまり一般的インフレ率は低く、金融危機からデフレに陥った日本を除き、世界の資産価格は高騰する経済でした。

消費者物価の上昇が低い原因は、中国を筆頭とする低い賃金の国が、先進国の 20 分の 1 ~ 30 分の 1 の人件費コストで、消費財を増加生産し、増加輸出できる工業をつくったからです。そのため、世界の店頭価格は、上がったもわずかでした。

他方、(日本だけを除く)世界の不動産や住宅は、90 年代後期の、株価上昇のあとを受け、特に 2000 年代に激しい勢いで高騰しています。世界の不動産価格は、2000 年の 2 倍 ~ 3 倍になっていると断言していい。資源・穀物価格は、言うまでもない。

日銀の量的緩和の停止で、市場資金を 20 兆円吸い上げた 06 年 6 月ころから、米国や英国の住宅価格の下落によって、サブプライム・ローンの借り手(世帯)が、次第にローンを払えなくなり、今、その証券は、価格がつかない状態に下落しています。これがヘッジファンドの損失の原因です。

ヘッジファンドが損失を出すと、運用資産の中身に疑念を感じる投資家と金融機関(資金の出し手)が増えます。利益を出せないと、投資家は元本を引き揚げ(解約)しようとします。資金を貸したプライムブローカーは追加担保を要求します。これはファンドの解消と、運用した債券・株・資産の売りを意味します。

ファンドの損失は、多額に借りた短期資金の返済と、利払いの資金が足りなくなることです。

他方で、投資家は解約を要求し、金融機関は追加担保を要請する。ファンドは、破綻し、解散を迫られます。貸している金融機関は、追加の担保がとれず、連鎖が及びます。注目すべきは、単に、米国サブプライム・ローン証券での損失だけではないことです。

MBS証券の利回りが 7%なら、受け取る利益は 5 億円  $\times$  7% = 3500 万円です。他方、短期の借り入れ金利が 1.0%なら、利払い総額は 500 万円です。純益が 3000 万円出ます。

米国の住宅ローン担保証券は、利回りが高かった。貸し倒れがあっても、住宅の抵当権がついています。その住宅が、売れたときより 20%値上がりしていれば、競売(Foreclosure)にかけ、元本の回収はできたのです。住宅価格が上がってさえいえれば・・・住宅が値上がりしている時期は、ローンの回収率は、あまり問題にはならなかった。サブプライム・ローンは過去も、15% ~ 10%の延滞率があったのです。

今、米国の債券市場は、証券の元本で \$ 24 兆(2750 兆円:06 年)に膨らんでいます。(ニューズ・ウィーク誌: 07.08.29) 米国の GDP の 2 年分です。



米国の短期金利(3ヶ月もの)は5.25%ですから、少なくとも  $2750 \text{ 兆円} \times 5.25\% = 144 \text{ 兆円}$  相当は「金利」として、どこかの収入になり、それを別の誰かが支払っています。

企業分を含め、1世帯あたりに換算すれば、 $144 \text{ 兆円} \div 1 \text{ 億世帯 (米国の総世帯)} = 144 \text{ 万円 / 年}$

MBS証券は残高で、米国の\$国債市場(約400兆円)を超えているのです。MBS証券の残高は、\$5.7兆(655兆円)です。米国の国債市場より大きく、日本の国債残高に匹敵する巨額さです。

米国の住宅ローン残高が巨額(\$13兆:2007年直近)であるため、MBSの世界市場も大きい。

サブプライムローン(英米住宅ローンの10%)の信用危機から、米国の全住宅ローン(\$13兆:1500兆円)の危機になるかどうか、ここが、今回の信用危機の本質です。

住宅価格が下落すると、住宅ローンの破綻は増加します。期間30年、固定金利のプライムローンを「原資産」にするMBS証券は、政府系の住宅ローン会社が保証しています。

そのため、信用度では高い格付けがされています。米国政府が発行する国債と同格の、AAA(トリプルA)の信用とされる。AAAは証券のランクで最高度の信用とされ、デフォルトの確率がゼロに限りなく近いという評価です。

国債と同じように、発行時より金利が上がれば、流通価格(=市場で売買で決まる時価)が下がるリスクはありますが、保証があるので破綻(デフォルト)のリスクは小さい。そして普通、国債よりも利回りは高い。そのため、投資家人気があったのです。MBSの元(「原資産」と言う)となった住宅ローン債権は、多くは「プライムローン(住宅ローン全体の70%くらい)」です。返済期間30年の固定金利(6%程度)で借りることができる回収の信用度は高いローンです。

金融機関は、CDO証券等を担保にしたコマーシャル・ペーパー(ABCP:Asset Backed Commercial Paper:資産担保のコマーシャル・ペーパー)を別の金融機関に買ってもらい、短期資金を調達しています。

金融機関が短期資金の調達のために発行していたABCPの残高は、8.09信用ショックの前日の8月8日では、\$2兆1800億(250兆円:史上最高額)と巨額になっていました。銀行や証券会社の、資金融通での相互依存が高まっていました。

2006年のCDOの販売額は、前年比1.5倍の、\$9180億(110兆円)と巨額です。投資銀行のCDO組成の手数料は、額面の0.45%~0.75%と言われます(草野グローバルフロンティア代表草野己氏:エコノミスト07.9.11号)証券会社は100億円のCDOを作って売れば、償還まで、その0.45%~0.75%、つまり4500万円~7500万円の手数料が稼げます。このためCDOが巨額化した。利益率が高かったのです。

世界の金利の低さが、リスクを小さく見せていたのです。

#### 4.070809何が起きたのか

米国の、サブプライム・ローンの延滞率の増加が、海を越え、欧州の金融機関の信用危機になったのは、欧州の銀行・証券会社・ファンドが、資金運用のため、利回りが国債より高い米国の住宅ローン債権を組み込んだ債務担保証券を買っていたためです。

ユーロ高は、ドルや円が売られ、世界からのユーロ買いが超過することを意味します。通貨が高くなった国(ユーロ)には、産油国・中国・アジアを含む世界から、マネーが集まっています、それを預かる金融機関は、増えた資金を運用しなければならない。

90年代以降の金融は、伝統的な貸付から、「証券を購入し、その利回りを得る」という方式に変わってしまった。米国(英国も同様)では、「住宅ローンの金利と元本の回収権」を、証券にして、国の内外に売ることが発達しています。セキユリタリゼーション(証券化)と言う、金融工学で進んだのが、債務の証券化です。証券ですから、価格がつき、売られて流通します。

米国は海外からの借金国ですが、借金の方法は、証券売りです。それ買った国、金融機関、企業、ファンド(基金)、投資信託、個人が貸し付けたことになる。

従って、証券価格の下落(流通価値の低下)は、金融とファンドの信用危機を生みます。8.09 信用ショックがまさにこれでした。金融機関間の、短期資金の借り入れ・貸付の市場が、急に縮小したのです。

米国の MBS は、米国政府が発行する国債より、その残高が大きい。

米国の住宅ローンの総残高(1500 兆円)は、日本の住宅ローンの残高 200 兆円の 7.5 倍です。人口あたりでは 3 倍です。米国は「個人負債の国」です。日本は政府負債の国です。

MBS を買った人は、住宅を買った人からのローンの回収に応じ、配当を受け取る。

米国の住宅ローン債権は、証券化され、金融機関が不動産投信として投資するものになっていると考えれば分かりやすいでしょう。

根底にあるのは、米国世帯(1 億世帯)の、ローンでの住宅、自動車、家具、消費財の購入です。個人のクレジットカードのローンまでが証券化され、世界に売られた。その証券に「信用危機」の兆しが起こっている。これは、米ドルの信用危機につながるものでもある。

9月19日、米FRBが、政策金利を50 ベーシス・ポイント(0.5%)下げ、4.75%に誘導することを発表した。米国の利下げは2002年11月以来、6年10ヶ月ぶりです。((注)ユーロは政策金利4%:日本は0.5%)

8.09 で、金融機関に認識されたことは、サブ・プライムローン(残高 150 兆円)の延滞率の上昇(15%)からの、CDO の流通価格の下落でした。貸付の担保にとった証券の流通価格(時価)が下がれば、貸し付けていた金融機関は、追加の担保を求め、そして、貸し出しの回収をする。

レバレッジ金融が増加したときの逆、増加していた信用の、逆レバレッジでの縮小が起こります。この縮小は速い。数日で、金融機関間に波及します。

8.09 に、突然起こったのが、住宅ローン債権を担保にした MBS と回収権を担保にした CDO の信用不安です。きっかけは、米国の住宅価格の下落と、サブプライムローンの延滞率の増加への認識です。証券の価値の元となるものに、価値下落が起こった。

英国政府は、取り付けが他の銀行へ波及することを恐れ、「預金は全額を保護する」というペイ・オフの緊急停止を発表しました。信用収縮は、住宅価格が上がっていたオーストラリアやスペインにも、波及しつつあります。いずれも、住宅高騰国です。

「マネー発行権をもつ最後の貸し手」である欧州中銀と米国 FRB は、金融機関の間では売れない「ABCP(資産担保の手形)」を、最初の1週間で42兆円分買い取ります。他の証券も買いとる。しかし金融機関間の短期融資の停止状態は、その後の30日で100兆円分追加で買って、まだ、解消しない。

このままではユーロと米ドルの金利は、貸し付けの際に金利に含むリスクプレミアムが高くなって、急上昇する。短期金利の急上昇は、あらゆる商取引を縮小させます。住宅は更に下げ、住宅価格の上に乗ったMBSやCDOの流通価格も、下げます。

これを防がねばならない。こうして8.09以降の40日間で、欧州中銀と米国FRBの短期金融市場への介入による債券・証券・ABCPの買い取りは150兆円規模に達したのです。

今回の欧州と米国金融市場は、緊迫しています。1日を争う資金繰り問題と、担保差し入れだったからです。理由は、欧州と米国の金融機関、及びヘッジファンドが、「証券の売買業」であるためです。証券の金融機関間の売買が停止すれば、一夜で、連鎖倒産が起こります。一刻も、猶予(ゆうよ)がない。

8.09ショックが、恐慌的な変化になるかどうかは、今続発しているヘッジファンドの破綻が、どのレベルまで進むかにかかっています。米国の当局は今、世界に売ったドル債券の信用不安を恐れています。

~~~~~

5.070809事態の再確認

ローン債券が売れないと、住宅ローン会社は、資金調達の手段を失います。最大シェア20%の住宅ローン専門のカントリーワイド・ファイナンシャル社は、穴埋めのため\$115億(1兆3000億円)の緊急救済融資を受けています。他のローン会社も似ています。

ローン延滞が増え、抵当流れの競売が増える。現在新築で7ヶ月、中古で8ヶ月分の在庫が急増する。

ヘッジ・ファンドは、運用効果を高めるため、元本をベースにし、レバレッジや信用借りをします。10倍の資金量を運用する。時には20倍のレバレッジ(借り入れ)をします。借り入れは、低い金利である必要があるため、ほぼ短期資金です。返済が次々に襲う。

例えば1000億円の元本資金のファンドが、10倍のレバレッジ(1兆円)で投資・投機をしているとします。運用で5%の利益が上がったとする。借り入れ金利は、円キャリーで1%とします。純益は4%(400億円)です。元本は1000億円ですから、40%の高い利回りになる。配当は、30%はできます。これが昨年の利回りでした。

逆に、1.9%の損失(-190億円)を蒙ったときは、どうなるか。レバレッジの金利が100億円です。290億円の損失になる。元本の1000億円に対する損失は29%です。

ヘッジ・ファンドに貸した金融機関や、プライムブローカー(大手証券会社)は、満期が来たとき、借り入れの更新(継続)を断る。ファンドにとっては、毎週、数百億~1000億円の返済が襲う。

ファンドの破綻は、レバレッジで貸した金融機関やプライム・ブローカーの損失と、回収の不能を生みます。そうすると金融機関やプライム・ブローカー自体が、資金繰り難に陥る。連鎖は、短期資金では即刻です。

資金が必要だから資金繰りのための換金目的で株を売る。株価が下がる。このときは、損をしても売る。現金が要るからです。返済のためには、株を売って入金した米ドルまたはユーロで、円を買わねばならない。これはドル売り・ユーロ売りになる。円は買われるため上がる。ドルやユーロを売り買った円で、円キャリーの返済をする。

住宅ローン債権は証券化され、他の証券と合成され、内容が分からなくなって売られ、金融機関間、ファンド間を転々としています。これに証券担保のレバレッジ金融がつき、信用創造され、乗数負債、乗数債権になっています。住宅ローン抵当証券は、格付けがAAクラスと高かったのです。

ファンドと欧米金融機関(特に大手証券会社)では、それらの証券を担保にして借り、また別の証券や株を買うことを繰り返す「レバレッジ金融(乗数金融)」を使い「債権 - 債務」の総残高は、最低でも数倍に膨らんでいます。ここに、信用収縮が起こる。米国の住宅価格の下落がもっと大きくなれば、膨らんだ乗数金融は、多額にしばみ

皆が、証券の下落リスク(下落の確率)を、低金利に慣れすぎたため、低く見すぎていたのが、信用危機の原因です。巨大地震が襲い、損害が大きすぎ、多額にかけられた損害保険を保険会社が払えないことと同じことが、今まさに、現在進行形で、世界の金融機関の内部で、起こっています。また、この巨大リスクは、表面化していません。しかし、だんだん明らかになります。2008年の年末は一体どうなるか。予想ができません。拡大することだけが確実です。

日本の金融機関は、世界に15年も早かったバブル崩壊のため、回収リスクを恐れる習性があった。ところが、とっとりばやい利益になる手数料(保険料)を、欧米の金融機関や証券会社からもらって、信用デリバティブを引き受けている金融機関は多い。

従って、今回は、対岸の火事では決していない。

欧米は金融危機から、日本は日本の財政事情から、中央銀行がマネーを、大量に刷る時期を迎えました。低金利から高金利への移行には、国も金融機関も堪えられない。既存の債券・証券が多すぎるからです。

欧州中銀と米国FRBは、8.09以後、150兆円相当の緊急マネーの供給を行っています。これは、異例中の異例、異常中の異常です。世界の金融史上で最初です。

日本では、0.5%(短期政策金利)~1.6%(長期金利)という、歴史的にみて異常な超低金利が、1997年の金融危機の後、10年間も続き、すっかり日常化しています。10年の異常な低金利が、政府部門の1100兆円にまで積みあがった総負債(国債、財投債、地方債、政府の短期借入金)がはらむリスクを、小さく見せてしまっています。世界は、低金利による価格リスクフリー・シンドローム(リスクなし症候群)に、集団的にかかっていたと言えます。これが、今回の信用危機の本質に思えます。2000年代の米国や欧州の住宅価格の高騰(年10%以上)も、低金利による価格リスクフリー・シンドロームでしょう。

金融機関の経営者も、自社が絡んだ(買った、あるいは売った)デリバティブの仕組みの中身を、ほとんど知らない。世界が順調に言っているときは、どんどん価格が上がる。どこかが破綻し、逆転すれば、金融の津波です。津波は震源地を襲うのではない。何千キロも離れた異国の、観光客が集う晴天の海岸に、瞬時に被害をもたらします。

~~~~~

## 6. これからのシナリオ

ヘッジファンドの破綻による信用ショックが発生した8.09から40日。欧州中銀と米国FRBによる公開市場での証券・債券・コマーシャル・ペーパー購入(=緊急資金供給)の累計額は、150兆円余に達します。

どこまで増えるのか？ 金融機関の信用危機が収まるまでです。

「収まらねば、どこまでも、どれだけでも」と欧州中銀と米国FRBが宣言しているのです。

回収リスクの高いサブプライムローンの残高は、150兆円です。住宅軒数で言えば、1軒3000万円平均として、約500万軒分です。世帯人口では1500万人が住んでいます。

現時点で、150万軒(ローンで45兆円分:30%)が、Foreclosure(延滞での抵当権執行)になることは、ほぼ確定しています。そうすると米国の、1年間の新築住宅の軒数に匹敵する量の住宅が、中古市場に流れ込みます。

現在、米国の中古住宅市場には、9ヶ月分(約500万軒)もの在庫が溜まっている。これが住宅価格の下落圧力です。そこに、150万軒分(約3か月分)の、抵当流れの在庫が増えます。

2008年は、2005年～2006年(米国の住宅が最も高い時期)に組まれたサブプライムローンの金利が10%～15%に上がり、延滞での抵当権執行は更に増える。

2007年末から2008年の、米国の住宅価格は、2桁の下落になる可能性が極めて高い。崩れたブームは、心理的な面(トラウマの心理)からも、相当な別材料が新たに出ない限り元に戻らない。これが市場心理です。

*過剰なマネーは、住宅ではなく別のものに向かう。*

個人も「レバレッジ金融」に染まっている国が米国です。米国は、クレジットカード(短期負債)とローン(長期負債)の国です。結局、米国の住宅価格は、今の水準から、約2年で30%は下げるでしょう。住宅資産の評価価値では約1000兆円の喪失に等しい。

米国の利下げには、明確に限界がある。しかし、もっと金利を下げないと、住宅価格は一層下げる。海外に出してしまった住宅ローン担保証券の信用(=価格)は、流通しない(=買われない)今より、更に落ちます。

ドル建ての、担保付き証券が売れないということは、ついに、米ドルが基軸通貨の地位を滑り落ちることを含意しています。ドル通貨の価値を守る役割をもつのが米国FRB、ドル建ての担保付き証券(ABS、MBS、CDO)が流通しないという事態は、米国FRBの信用が、下落したことも意味します。

世帯の預金が増えない国で、1000兆円の住宅関連ローン残があり、年間100兆円の規模でローン貸し出しが膨らんでいる。米国と米国世帯はいつまで「金利」を払い続けることができるのか？ ここが、根底の問いでしょう。

フレディマックやファニーメイの証券を、米国債と同じ安全率と思い買っていた、内外の金融機関や投資家が、危険を感じ、証券を売りに出します。

フレディマックやファニーメイのAAAの格付けは下がり、金利は上がって、債券は下落します。今度は、フレディマックやファニーメイの債券が思うように売れず、資金繰りがおかしくなる。世界の金融機関も、手持ちのパススルー証券の下落で損害を受ける。米国の住宅ローン関連債券は1000兆円と巨額です。この時価(NPV)が下げれば、影響は想像より大きい。世界の債券市場、株式市場に、津波効果が起こります。

米国は、日本とユーロに協調させ同時に金利を下げない限り、大きなドル安(-20%以上)を招くという懸念から、世界(日本、中国、アラブ、英国、スイス、ロシア)が、ドル債券を売りにかかります。ドル債券売りの超過は、米国金利の高騰と、ドル安を意味します。

ユーロと日本が、米国の住宅価格下落に呼応し、強制的に金利を下げ、金融を緩めれば、世界の同時資産バブルは極限にまで行きます。そして、必然で、ハードクラッシュする。

<最後は、経済メカニズム的なソリューション>

唯一の最終解決法は、消費者物価と資産価格の上昇でしょう。それによって、金融資産と金融負債の、実質が減額されます。しかし 07 年後半から 08 年は、世界の信用縮小でデフレ傾向が強くなる。世界の不動産価格は 06 年から下げ始めています。デフレとは金融危機も意味します。金融危機は、個人金融資産の幾分か、または相当部分が、無効になることです。資産価格も下がることです。

しかし各国の政府、中央銀行は、物価と資産価格のデフレにともなう金融危機・企業危機・資産価格の下落には、政治的に耐えられない。そのため、日本がバブル経済の崩壊後の政策としたゼロ金利策や量的緩和策になびきます。容易な方法は、やはり、中央銀行のマネー増刷です。

実体経済に対し、膨らみすぎた信用(言い換えれば金融資産と金融負債)には、信用収縮という過程を経ての、インフレというソリューションしかない。負債の利払いが、できないからです。

8.09 以降の欧州中央銀行の資金注入で明らかになったことは、ファンドを市場に任せて破綻させれば、金融機関にまで連鎖する。それを防ぐためなら、必要な資金を市場に注ぎ込むという意思です。これは、株・資産・資源価格を、現在水準に近いところで守ることへの意思表示とも見ていい。株価、資産価格、資源価格が下がれば、それらをポートフォリオに組むヘッジファンドの崩壊も予測されるからです。

今後、株価、債券、住宅価格、資源価格が下がると、ファンドの損失が急増しますから、当局による緊急の資金注入が必要になります。今回の、中央銀行の危機対応を見ると「金融危機を避けるためにはマネーはいくらでも供給する」ということです。

F R B が債券買いでマネー供給をしても、高まった回収リスク率をリスクプレミアムとして含むべきローン金利は、高くなります。F R B のマネー注入策で米国の金利が下げれば、中国や産油国は保有している余剰なドル債券を売る姿勢を示します。これはドル価格の崩落を意味します。資本赤字国では、利下げと資金供給を行えば、通貨が下落し、資本流入が減る(=ドル売りが増える)ことに帰結します。

以上のことから、米 F R B の過剰な利下げとマネー注入は「ドルの信用不安」を呼ぶことがわかります。

米国より高騰した欧州の住宅価格も、米国と同じ推移をたどります。両者は似ています。特に英国は瓜二つ。スペインの住宅価格もいよいよ危ない。欧米の住宅価格の下落と、他の価格のインフレが同居する。穀物(特に小麦)価格の高騰を見ると、そう思えます。マネーが刷られるため、バブル崩壊後デフレにはならない感じです。政治もそれを許さない。

*潜在的に米国以上の危険性をはらんでいる英国の不動産市場*

米国と英国において、可処分所得に対する家計の負債を比べると、米国の 127% に対して、英国は 166% となっています。また、英国の住宅価格の上昇率は、米国よりも高い数値を示しています。この点から見ても、住宅価格が上昇する前提で借金をして、住宅価格の下落により大きな被害を被る構図は、英国にとってより深刻な問題になる可能性が高いと言える。

英国は 17 年連続で経済成長を続けていて、非常に景気が良い状態ですが、この経済成長は住宅価格の上昇が大きな要因になっています。もし、英国の不動産市場に眠る潜在的なリスクを呼び起こしてしまったら、信用不安に陥り、継続してきた英国の経済成長が落ち込む可能性がある。

今のままなら、債券・証券の価格バブルは崩壊することが確定しています。そうなると、金融機関とヘッジファンドには、破綻の連鎖が起こる。欧州中銀、米国 FRB は、「何が何でも」、金融のシステミックな連鎖危機を避けねばならない。そのために、市場から、放置すれば価格が下がる債券・証券を買って、大量の現金を金融機関の口座に振り込みます。海外に総額ではおそらく \$ 10 兆 (1100 兆円相当) のドル債券・各種証券が流れているからです。米ドル金利が、今後の数ヶ月 (07 年内) で 1.0% 下げれば年間 1100 兆円 × 1% = 11 兆円相当の利回りが減る。

米ドル債が大量に売られ、買い手が消えるかもしれない。そうなると米国は資金不足になって、ドル金利が上がる。ドル金利が上がれば、既存の債券・証券価格はまた下がる。米国 FRB は、再び大量のドル債券・証券買いを行って、マネーを金融機関に注入するということになる。

これは、相当高い率の「インフレ」への途です。最初は信用危機・金融危機でデフレになって、その後、インフレという経緯をたどります。

欧州中銀のトルシェ総裁、FRB のバーナンキ議長は、一切、記者の質問に答えません。事態の深刻さは、無言で資金供給し続けることによって分かる。

世界中で見れば、一旦増えたマネー量は減りません。マネーの実質的な価値を減らすのは、インフレだけです。

1 万円や \$ 100 で買える商品の量が減るのがインフレです。インフレの可能性は、刻々と高くなっています。インフレを後追いして、金利が上がったときが、債券、株、不動産、資源バブルの崩壊です。

近代化が、瞬間に 30 億人の後発国に及んだためです。しかし地球は、エネルギー、資源、食肉を大量消費する米国型のライフスタイルの拡散を許容しません。中国は経済の 2 桁成長の中で、マネー量が年間 15% 以上も増え、株と資産への投企経済が起こっています。

本来は、金融の引き締めを図り、金利を上げねばならない。それは、急な元高を招き、輸出が減るので、果たせない。つまり中国経済の株と不動産バブルは、「行き着くところ(臨界点に)まで」行きます。

~~~~~

< 米国と日本の国債価格の下落こそが本当のバブル崩壊 >

「内需拡大の掛け声」 「金融の緩和」 「不動産・株のブームが発生」 「企業信用(担保力)の拡大」 「企業と個人の借り入れの増加と、株・不動産への投機」 「株・不動産のスパイラルな上昇」、

そして、市場への資金供給が減り、

[資産価格下落] [担保不足] [融資の縮小] [売りが売りを呼ぶ、資産価格の負のスパイラル] [企業と金融機関の破綻] [政府資金投入 + ゼロ金利 + 量的緩和] 国債価格の下落 (= 金利の上昇)。

~~~~~

### 7. 結論（行動につなげる）

期待物価上昇率が高まっても、G7および中国の中央銀行が、政策金利を低いままに保てば、再び実質金利がマイナスになって、インフレ期待はいよいよ高まり、投資と投機が起こって、資産バブルも破裂の臨界点にまで行き着きます。

結果は、経済合理性をはるかに超えた資産価格(株価・不動産・資源価格)の上昇、そして破裂。

ドル金利が上がれば、既存の債券・証券価格はまた下がる。米国 FRB は、再び大量のドル債券・証券買いを行って、マネーを金融機関に注入するということになる。これは、相当高い率の「インフレ」への途です。最初は信用危機・金融危機でデフレになって、その後、インフレという経緯をたどります。中国経済の株と不動産バブルは、「行き着くところ(臨界点に)まで」行きます。一旦増えたマネーの量は減りません。マネーの実質的な価値を減らすのは、インフレだけです。

1万円や\$100で買える商品の量が減るのがインフレです。インフレを後追いで金利が上がったとき、債券、株、不動産、資源バブルは崩壊する。

中国が仮に08年の北京オリンピック、10年の上海万博の後、不況になったとしても後があるという。

中国のあとにはインドが控えています。インドのあとにはブラジルも控えていますから、(資源価格高騰の)高い尾根から、突然落ちるとは思えません。鉄鋼、銅(非鉄金属)、エネルギー、穀物も同じでしょう。

世界の資源の地殻変動です。資源価格の先端部分(30%~40%)は、ヘッジファンドの投機が作っています。しかしその背景には、中国、インド、ブラジル、ロシアと続く巨額需要がある。

そして、2010年ころからは、世界の環境、資源、農業、水資源、砂漠化、温暖化の問題が深刻になるでしょう。企業活動がその国の経済を作ります。個人の所得も決める。自由に企業を売買できる市場化した経済の中で、経営者は、株主価値(時価総額)を最大化するように経営する。

21世紀は先進国(10億人)の低成長、後発国(30億人)の高成長です。「普通にグローバルなスタンス」が必要になります。

|            |       | ~ 060601 | ~ 070809 | ~ 071001 | ~ 091231 |
|------------|-------|----------|----------|----------|----------|
| リスク回避取組み   |       | 手数料売買活発  | 沈静化      | 受け手なし    | 受け手なし    |
| 証券化        |       | 活発       | 沈静化      | 受け手なし    | 受け手なし    |
| ファンド<br>組成 | 金利の変動 | 低下       | 低位       | 上昇       | 上昇       |
|            | 価格の変動 | 上昇       | 低下       | 大幅下落     | 下落       |
|            | 元金出資  | 活発       | 活発       | 回収       | 回収       |
|            | 乗数融資  | 活発       | 活発       | 増し担保、回収  | 回収       |
| 債権売買       |       | 活発       | 活発       | 買い手なし    | 買い手なし    |
| 為替変動       |       | ドル高      | 頭打ち      | ドル安      | ドル安      |
| 金流         |       | 日中欧 米国   | 日中欧 米国   | 米国 日中欧   | 米国 日中欧   |
| 短期金利       |       | 高止まり     | 高止まり     | 低下/資金供給  | 低下/資金供給  |
| 長期金利       |       | 中位       | 中位       | 上昇 中位    | 上昇 中位    |
| 消費者物価      |       |          |          |          | 上昇       |