

《公開講演会記録》

格付会社から見た世界経済

日本格付研究所社長・元大蔵省財務官 内海 孚



「格付け」とは

「格付け」といっても皆さんあまり馴染みがないかもしれませんが、日本格付研究所は28年も前にできました。最初の頃、まだ数人しかいない時代、企業に電話して「日本格付研究所です」と言う、「え？ 粕漬けの研究所ですか？」と言われたという話もあったくらいです。

格付会社はアメリカで始まったのですが、1980年代の初めくらいまでの日本は、会社が債券を出す時には大蔵省が審査をしました。投資家保護の観点から、政府が基準を設けて許可をしていたのです。

日本も債券発行を自由化する際に、格付会社が3つできました。今の私の会社

もその1つです。当時、私はまだ大蔵省にいましたが、まず生命保険会社とか、銀行とか、投資をする立場の人が出資して、投資をする時にどの債券がどの程度の信用があるかを知りたいということでした。格付会社がありました。

他にも日本経済新聞社の子会社、それから日本興業銀行の子会社の2つの格付会社がありました。しかし、銀行が格付けをするのは利害相反ではないかという声が上がって、日本興業銀行と日本経済新聞社の子会社が合併して1つになりました。

外国では、「ムーディーズ」と「S & P」つまり「スタンダード・アンド・プアーズ」という2つがアメリカでもヨーロッパでも市場占有率95%くらいです。完全な寡占業界です。

この2社がいろいろ問題を起こしています。特にヨーロッパの国々では乱暴な格下げをやりました。日本にもこの2社があり、1990年代の経済危機の時、丸紅、伊藤忠などみんな投資不適合に格下げされました。ウチががろうじて投資適合にしていたから、つぶれないで済んだのです。日本に格付会社が無かったら、もうとっくにつぶれていたんです。

去年の8月、S & Pがアメリカの国債を最上級のトリプルAからダブルAプラスに落として、大騒ぎになりました。

格付けというのは倒産確率がどのくらいになるかという計算ですが、やはりどこかが基準になります。それがアメリカの国債です。いくら今、アメリカの経済が模範的ではないにしても、アメリカの国債がやはり基準になると私は思い

ます。アメリカが返済不能になった時、生き延びられる他の国はないです。どこの国も返済不能という状態になります。多国籍企業も同じです。そういうことを考えると欧米の格付会社というのは、何を考えているのだろうと思います。

アメリカ経済の今

今のアメリカ経済はいろいろな問題に直面しています。私は5、6年前からアメリカの経済成長は、しばらくは2%に達しないだろうと言っていたのですが、今後もまだ3年ほどは2%がせいぜいではないでしょうか。その最大の原因はアメリカの家計部門のバランスシートが傷んでしまっている。つまり借金が多くなって、アメリカの消費者たちは借金の返済と貯金に一生懸命で、あまりお金を使わない状態がまだまだ続きそうです。

そうだったのはいわゆるサブプライム・ローン問題が原因です。住宅金融専門会社が仕事もない収入もない資産もない人にどんどんお金を貸したのです。どうして貸せるのか？アメリカの不動産価格がずいっと上がっていたからです。特に2000年以降は毎年5〜6%、あるいは10%近い勢いで上がっていました。仕事

もない収入もない資産もない人に資金を貸して、その人が返済不能になっても、家を取り上げて売れば資金を回収できる、こういうことだったのです。

貸して、そのリスクを金融会社が自分で負っていいのですが、それを証券化して、投資家に切り売りしました。

そういう証券に対して、ムーディーズとかS&Pとかが、トリプルAという最高級の格付けをする。そうするとまた他



サブプライム・ローンの後遺症

の証券会社や銀行がサブプライム債券を買って、それにいろいろなものを混ぜて、さまざまな金融商品の中に入れて売る、いわば毒まんじゅうを売りました。

それをアメリカの投資家だけでなく、ヨーロッパの投資家も腹いっぱい食べちゃった。ところが2007年の半ばぐらいに、アメリカの住宅価格が頭打ちになり、下がり出しました。下がり出すと、仕事もない収入もない資産もない人たちにローンが払えるわけがない。それでみんな焦げついてしまいました。

焦げついても住宅金融会社のほうは、みんな債券にしてばらまいていますから、それがどこにあるか分からない。それで大騒ぎになったわけです。

アメリカ、ヨーロッパを巻き込んで2007年半ばから住宅価格が下がり始めたのに、その間にも格付会社はどんどんサブプライム・ローンを証券化したものに、極めて高い格付けを与え続けました。ところが、それが難しくなると、ものすごい勢いで今度は格下げし始めました。責任を追及されたらかなわないと、1カ月の間にトリプルAのものを、シングルAとかBとかまで下げた。サブプライム・ローン騒ぎの元凶の1つがアメリカの格付会社です。これが格付会社の信用度を



アメリカの消費者は今…

ものすごく傷つけたのは確かです。

ほとんど不動産が上がっていった時には、消費者はほとんど借金をして、消費を増やした。アメリカのGDPに占める個人消費の割合は、1960年代はせいぜい62、63%だったのが、その頃は70%になってしまった。アメリカの家計部門の借金の総額は1997年にはGDPの66%だったのが、2007年には100%にまで膨れ上がりました。今、アメリカの家計は一生懸命その借金を返済し、

貯蓄を増やしているわけです。

そういう状況ではアメリカの成長率が高くなるわけはありません。バーナンキというアメリカの中央銀行総裁が、一生懸命金融緩和をやっています。日銀の白川さんと競争するようになっこうでやっているんですが(笑)、いくら金融をゆるめたって、銀行規制がうるさくなって銀行は貸せない、個人だって銀行から借りてお金を使うより、今は一生懸命借金を返済して、さらに貯蓄をするのですから、成長率が高くなるはずはありません。

2番目の要因は、財政の危機です。サブプライムローン問題からスタートして、アメリカの銀行もヨーロッパの銀行も、ガタガタになりました。そして政府も膨大に金を使ったものですから、ヨーロッパもアメリカも財政が非常にきびしくなりました。日本ほどきびしいところはありませんが、アメリカもヨーロッパも財政がガタガタに傷みました。

3番目に、銀行は2度とこういうことが起こらないようにいろいろな規律がきびしくなりましたから、そんなに簡単にかつてのようにお金を貸せない。したがって、アメリカの経済は今後3年くらい2%程度の成長率にとどまるでしょう。しかもアメリカの中で非常に明確になっ

たのは、健全なミドルクラスの崩壊、貧富の格差のものすごい拡大です。一番上の1%の人が全所得の21%を手にしている。1979年には1%の人の所得は全体の10%でした。上の20%の人が半分以上の所得をとっています。その結果、中間層がガタガタになりました。

今度の大統領選挙で、小さい政府か大きい政府か、ということが議論されていますが、そういう意味でアメリカはなかなか難しくなっているのは確かです。

アメリカは終わらない

ただ、そうかといって、「アメリカの覇権は終わりだ」とか「ドルの終焉」とか、いろいろな本が出ていますが、あれはまたちょっとおかしい。中国がアメリカに代わるとか、中国の人民元がドルに代わるなんていうのは、私の孫が死ぬ時までにはないでしょうね。

アメリカの強みというのが、いくつかあると思います。長期的な強みです。

1つは、ソ連圏の鉄のカーテンが壊れた。中国は社会主義市場経済という限度のある市場経済ですが、今、市場経済に住む人口は50億人になりました。20年前にはせいぜい10億人だったのが、50億人

になった。これがどういう影響を長期的に社会経済に与えるか。1つはおそらく原材料とか1次産品の価格が長期的に上がっていくでしょう。

なぜかという、市場経済に新しく住むようになった人たちの生活水準が上がると、1次産品の需要が当然増えます。たとえば中国の13億人の間でモーターゼーションが普及した時、これはもう我々の目の前にあるわけですが、これで鉄鋼から石炭から、エネルギー価格も、どんどん上がっていく、こういう状況は何十年も続いていくでしょう。

食料品もそうです。中国の13億人の人が皆牛肉を食べるようになったらどうなるか。1カロリーの牛肉をつくるためには30カロリーの食物を牛に食べさせないとできません。だから新しく市場経済に住む人たちの生活水準が上がってくれば、一次産品の需要というのは長期的に増えていく。ところがその供給は需要に追いつくのに時間がかかります。だから原材料や一次産品の価格が長期的に上がっていくというのが私の仮説です。

同時に製品の値段は長期的に下がっていくでしょう。今、デフレで大騒ぎしていますが、これだけ大量に安い労働力が市場経済に流入したわけですから、製品

の価格は当然下がる。日本の製造業の私たちは、その中で必死の努力をして、少しでも付加価値の高い製品の開発をすることで生き残りを図っていて、それが少しずつ進んでいるわけですが、その点、あの資源大国のアメリカは強い。

それから第2に人口動態です。今の人口と2050年の人口を比べてみましょう。日本は今1億3000万人弱ですが、2050年には1億人を下回るでしょう。ヨーロッパは7億3000万人が6億人に減ります。アメリカは2億8000万人が4億人に増えます。そして中国は2050年には14億人になり、60歳以上の人口が何と31%となります。完全に高齢化社会です。そうすると、やっぱりアメリカは強いなということがお分かりでしょう。

これは最近始まったことなのですが、第3にアメリカにとって明るいニュースは、アメリカの製造業が国内に戻ってくる傾向が出始めたことです。アメリカの製造業は1979年には働いている人の数が2000万人いたのが、今は1200万人しかいない。

ところが、ここへきて国内回帰傾向が非常に顕著になりました。最大の理由は、中国を中心として外へ出ていた工場など

がアメリカに戻り始めたことです。

その原因は中国の労働コストの上昇です。2000年～05年の間に中国の労働コストは毎年10%上がり、05年～10年はプラス19%、今後5年間はおそらく20%ずつ上がっていくでしょう。しかも労働紛争が頻発している。そういう傾向を前にして、中国に出ていた生産を見直さざるをえなくなるでしょう。

アメリカと中国の製造業の生産額はだいたい同じです。しかし、働いている労働者の数は、アメリカは1200万人で中国は1億2000万人、ちょうど10倍です。つまりアメリカが10倍の生産性を持っているということです。それにアメリカの賃金は安くなり、中国の賃金は毎年20%上がっています。これなら戻ったほうがいいとなります。しかもエネルギーコストもアメリカのほうがはるかに安い。中国では電力は2010年から毎年15%以上も上がっています。

またヨーロッパのエアバスの製造もかなりアメリカで行うようになり、フォルクスワーゲン、デンマークのIKEAなど、アメリカ市場で売るのはアメリカでという傾向が出ています。これもアメリカのグッドニュースです。

もう一つのアメリカのグッドニュース

は、エネルギーです。北アメリカのシェール・ガスの生産ブームが、経済を牽引し始めました。エネルギーの専門家に言わせると、アメリカは今後10年以内に、石油とガスの輸出国になりそうです。アメリカがエネルギーの輸出国になった場合には、安いエネルギーがアメリカ産業の国際競争力を再び強めるだけではなくて、アメリカがエネルギー大国になると、世界の経済地図を大きく書き変えることになる可能性があります。

ユーロはなくなる？

次にユーロ圏ですが、今、ユーロはなくなるのではないかと、米英の人や、英語の情報誌を読まない日本人たちが、一生懸命そういう本を書いています。

市場経済が世界を制覇しましたが、この市場には1つの癖があります。ある国とか、ある会社がうまくいっている時、どんどん発展している時は、その強いところしか見ない。しかし、どの国もどこの企業も、強みと弱点があります。ところが市場経済は、うまくいっている場合には強みしか見ない。いったん難しくなってくると、その国や企業の弱みしか見ないという癖があります。

格付会社の一般的な傾向も市場の傾向そのままで、いいところにはどんどんいい格付けを与え、ちょっと悪くなるといところは見ないで、どんどん格下げをし、その芽をつんでしまうことが現に起こっています。

その例としては、2010年にユーロ圏の中で欧州金融安定基金という、いざという時、7500億ドルの資金で難し



ギリシャのデモ

くなったユーロの加盟国を救う基金ができる数日前に、S & Pがスペインを格下げしました。私は基金ができるまで待って、それが加盟国をどのくらい下支えするかを見た上で、格付けをするのがフェアだと思います。

一つ要注意は、英国が欧州大陸の問題については非常に偏見を持っているということです。考えてみると、英国は200年にわたって世界の経済に君臨しました。それがなぜ可能だったかというと、欧州大陸の中でいろいろな対立をつくるように動いて、そのバランスの上に立って、英国の覇権があったのです。欧州大陸が皆いっしょになって手を握ってしまったら、小さな島国の英国は、行く道が難しいのです。そういうことがしみついているのか、英国の「フィナンシャル・タイムズ」は、非常にいい新聞ですが、ユーロには最初から敵意を持っています。日本のエコノミストやメディアはそれに百パーセント依存しているので、その偏見がそのままうつってきます。

私はユーロ圏の分裂とか、ユーロの消失はありえないと見えています。なぜユーロができたのかといいますと、鉄のカーテンが壊れた時、西ドイツのコール首相はドイツ人の宿願、東西ドイツの統一を



コール元首相（ドイツ）

何とか実現したいと思った。しかし、ヨーロッパの他の国々は第1次、第2次大戦と2度にわたって、ドイツにやられましたから、再び巨大なドイツがきたら恐怖だという気持ちで潜在的にあって、東西ドイツの統一に賛成する雰囲気はまったくなかった。

そこでコール首相はフランスのミッテラン大統領に、「東西ドイツの統一を支持してくれ」と頼みます。大統領は「いいよ、その代わりに我々のEUの統合過程を思い切って進めようじゃないか、そのためには通貨統合が一番いい」ということで、これが決まった。ユーロができた背景には、憎み合い、殺し合いをしたその歴史には戻らないという強い意図がありました。ですから、ユーロはどこかの国がだめになるかと思うと何とか立ち



ミッテラン元大統領（フランス）

直ってくる、そこに対する支援も決まるということになります。

問題になっているギリシャ人もその80%はユーロ圏にとどまりたいと言っています。なぜかという、まず国も企業も個人も、ギリシャ人は皆、ユーロ建てで借金をしています。昔のドラクマという通貨に戻ると、価値が半分くらいになってしましますから、そうしたら借金が倍になるわけで、これでは返せるわけがありません。

それにもしユーロから離脱となったらどうなるか。ギリシャはこの9月には国家公務員に払う給与もない、年金を払うお金もない。今とりあえずブリッジローンが出されて、外からの支援で払っていますが、ユーロ圏から出てしまうと支援がなくなる、そうすると必然的に昔のド

ラクマに戻り、中央銀行が印刷して払う以外にない。それではその経済は生きてはいけません。そのことをギリシャ人は知っています。だから厳しい条件の下でも何とかやっていかなくてはいいです。スペインやイタリアでも国内でいろいろデモもありますが、しっかりと財政再建に取り組んでいく構えです。

アメリカや日本、特に日本は、経済がきびしい時に財政再建なんて無理だと言いますが、ヨーロッパの人たちは、場合によってはマイナス成長でも、今、財政を立て直しておかなくては、基本的に長期的に今後成長していくための基礎はできない、と腹をくくっている。これがやはりヨーロッパの強みです。

ユーロ圏の国々は、今後1、2年は成長率0%そこそこでしょう。しかし、3、4年となると、おそらく欧州の国々の方が経済の基礎を立て直してアメリカや日本よりも先行していくでしょう。無視はできません。

日本での格付け

日本については、私たちはトリプルAという格付けを維持しています。日本は明治維新以降、国債の債権をちらにし

たこと（デフォルト）はありません。

日本はそこまで落ちることはない、我々だけがトリプルAを維持しています、さすがに社会保障と税の一体改革がうまくいかなかった場合には、格下げを考えざるをえないかなと思いましたが、まあ野田さんがしっかりとこれをやってくれたものですから、トリプルAを維持しています。

日本に独自の格付会社があるということは、ヨーロッパの人たちから見たら非常にうらやましいのです。格付けというのは、その国、その地域の企業文化をしっかりと理解しないといけないのです。たとえば、丸紅、伊藤忠を簡単に投資不適格にしたことは彼らの誤りです。それからムーディーズが、一度トヨタ自動車を格下げしたことがあります。その理由は、トヨタ自動車の永年勤続制度は企業の競争力を弱めるということでした。日本のトヨタの場合はそれが強みです。それがアメリカの格付会社には見えない。

最近の例でいうと、東京電力の株がひどいことになっているのはご存知の通りですが、東京電力の債券の総額は、日本の国債に次ぐ大きな額です。ですからいろいろな年金基金とか、公益法人とかはたくさん東京電力の株や債券を持ってい

ます。それをアメリカの格付会社は投資不適格に分類してしまいました。日本経済新聞社の子会社はトリプルBに落ちました。我々はシングルAにしました。

もし我々がこれを下げるとどうなるか。たとえば公益法人とか年金基金は、投資のための規則で、シングルA以上の債券でなければ、投資ができません。ウチが落とした途端に、年金などが大量に売ったら、格付けだけで東京電力は破産します。日本政府が首都圏の電力に責任を持つ東京電力を破産させることはないという、その点に着目してウチはシングルAを維持しました。

やはりそれでよかったので、政府が東京電力に公的資金を注入して、破綻がないということはもうはっきりしました。シングルAを維持することは格付会社としてはウチがリスクを負うんです。本当に破綻した時には、最後までシングルAを維持したために投資家が損を被ったといっって訴訟されるリスクがあるわけですから。そういう意味で私は、やはり格付会社は一つの公的な使命、パブリック・グッツというか、共有財産としての性格があることを本当に認識しなければいけないと思っています。

透明性に欠ける中国

次に、世界でどういう格付けをしているかですが、アメリカ、ヨーロッパ、インド、韓国なども格付けしています。しかし、中国の格付けはしていません。中国から出てくるいろいろな資料が、信頼できない。透明性がないからです。

たとえば中国は今年の第1四半期の成長率がだいぶ下がって8・1%、第2四半期が7・6%でした。しかし、中国の発電量は、6月7月の伸びがゼロです。7%以上成長して、電力消費量の伸びがゼロ、これは可能でしょうか。

それから製造業の購買担当者景況感PMI指数というのがありまして、中国の製造業について調査をして、その数値が50を割ると収縮、50を超えると拡大という指標ですが、中国政府の出しているPMIでも、この8月はマイナス、つまり50を割っています。

さらに違う例では、中国の企業はずいぶんアメリカやカナダの株式市場に上場しています。どうやって上場したかと言いますと、アメリカの上場企業を中国の企業が買い取った形で、あまり審査も受けないで上場したわけです。しかしその

中身が実態を反映していないということ、大騒ぎになった例が数多く出ています。私たちは中国は怖くてまだ手をつけることができないでいます。

格付会社の収入は？

格付会社はどこからお金をもらっているのか、それは格付けするところからもらっています。たとえばトヨタ自動車を格付けする、その費用はトヨタ自動車が払って、その格付けに基づいて債券が発行されるわけです。格付けするところからもらうのは利益相反ではないのかという議論はアメリカでもありますし、英国でもあります。ヨーロッパでもあります。ある程度それはあると思います。利益相反を徹底して排除しない限りは信用が得られません。どうするか。

私は今、国家公務員と同じように、あらゆる兼職は格付会社に関する限り、まったくできません。たとえば格付けに行ったアナリストたちの報告を受けて、格付けを決める格付け委員会には社の役員が口をはさむことは一切できません。その株を持っている職員はその委員会に入ることはできません。それでも、お金をもらっているところ

に格付けをするのはおかしいではないか、となると、では、格付会社はどこからお金をもらえばいいのでしょうか。投資家からもらえばいいのではという意見もあります。しかし、投資家はAという債権に投資をしていたら、格付けが下がったら困るということが起きますから、結局どうやっても利害相反は避けられませんか。そうである以上は、それをきちんとした規則で回避することだと思います。

ウチでいつも強調しているのは、市場に媚びてはいけないということです。市場に媚びるといえるのは、例えばサブプライム・ローンについて、ムーディーズとS&Pが最初トリプルAを出して、発行者つまり金をもらうところに一生懸命サービスをして、逆に市場でそれが下がり出すと、市場に媚びて市場以上のスピードで格下げをしていくというやり方です。重要なことは市場とも依頼者とも適切な距離を置くことだと思っています。

米国MITのグスターヴォ・マンソー教授の論文を読む機会がありました。

その論点は、格付会社は格付対象となる国や企業の信用力を的確に評価しなければならぬが、同時に、その国や企業が生き続けることに考慮を払わなければならない、ということでした。

もし、格付会社が、その格付先の存続(Survival)にはおかまいなしという風潮が広がった場合は、危険な格下げ競争を招き、国や企業の破綻で死屍累々という状況を現出する恐れがあると指摘しています。現在のユーロ圏諸国について起きていることは、まさに、その指摘の通りの状況です。少なくとも、市場の動きに便乗したり、これを徒らに加速したりすることは厳につしまなければなりません。その意味で、格付会社は私企業ですが、公共財としての側面を併せ持つという認識に立って行動することが求められています。

格付けとは、私がよくいう都々都逸みに、「企業を殺すにや刃物はいらぬ格付会社があればよい」というようなことになったら困るということを念頭に、私は格付けの仕事をしております。

(9月14日・講演会)

講師略歴(うつみ まこと)

1934年 東京都生まれ
1957年 大蔵(現・財務)省入省
1989年 財務官
2004年 (株)日本格付研究所社

長