

米国発国際金融危機と世界同時不況

—危機拡大のメカニズム—

小松 憲治

日本大学大学院総合社会情報研究科

The American Financial Crisis and the Global Depression

—The Mechanism of Crisis Expansion—

KOMATSU Kenji

Nihon University, Graduate School of Social and Cultural Studies

In this paper, I intend to expound, how the local financial crisis, so called “Sub-prime Loan Crisis” in the United States, could be expanded into the world-wide “Global Depression”. In order to analyze the mechanism of crisis expansion, I will approach by the following three ways, the first, “short-term market oriented factors”, the second, “medium-term system oriented factors”, and the third, “long-term structure oriented factors”. Both of the American Financial Crisis and the Global Depression were constructed by those multiple factors complex.

1. はじめに

現代の世界経済は、まさに米国連邦準備制度理事会(FRB)の前議長アラン・グリーンスパンが「100年に一度か、50年に一度の事態」と表現したことからも明らかなように、歴史的に重大な経済危機に直面している。¹

米国の住宅金融の一種、サブプライム・ローンの破綻に端を発した金融危機が表面化したのは、2007年春のことであった。その後、その不健全信用という病原体が、グローバル化した国際金融市場において、証券化のメカニズムを通じて世界中に拡散され、蔓延していることが判明した。

この米国発国際金融危機の影響は、予想を超えて急激に拡大するとともに、それがもたらした被害の重大性は衝撃的であった。一連の経過のなかで象徴的な事件は、2008年9月に集中的に発生したファニ

ーメイおよびフレディマックの国有化や、リーマン・ブラザーズの破綻、そしてバンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの吸収合併などである。

そのような金融危機の進行過程で、米国の金融業界から、病原体の主な散布者であり、実態不明のデリバティブや過大なレバレッジによって荒稼ぎをしていた投資銀行（証券会社）やヘッジファンドが姿を消し、「大きすぎてつぶせない」米国最大の保険会社アメリカン・インターナショナル・グループ(AIG)は国家管理されるにいたった。

そして2009年春の時点では、シティ・グループやバンク・オブ・アメリカをはじめとする米国の主要金融機関は、ほとんどが国家管理の公的資金による資本強化政策の庇護を受けることになった。

さらに、米国産業の代表的担い手であった三大自動車会社のうち、第三位のクライスラーは破産してイタリアのフィアット社に吸収合併され、第一位のゼネラル・モーターズ(GM)もまた合理化を迫る国家と債権者や労働組合との板ばさみにあい、破産申請を余儀なくされた。これが「自由と民主主義」を唱えて二十世紀後半の世界を先導してきた最大の資本主義国アメリカ合衆国の現在の姿である。

¹ Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, “Epilogue”, 2008. アラン・グリーンスパン著、山岡洋一訳『波乱の時代』特別版「サブプライム問題を語る」日本経済新聞社、2008年、46～47頁。倉橋透・小林正宏共著『サブプライム問題の正しい考え方』中央公論新社、2008年。

そのような破滅的な結果を国内経済にもたらした米国発国際金融危機の波及効果は、米国一国にとどまらず、世界中に飛び火して人類史上まれに見る災害をもたらした。各国の金融システムに伝播した信用不安は、信用収縮を通じて実体経済における有効需要の収縮による経済活動の収縮を誘発し、その結果、世界同時不況が深刻化している。

国際通貨基金（IMF）は、2009年4月に発表した「世界経済見通し」のなかで、2009年の世界経済全体の実質経済成長率は、 -1.3% に低下すると予測し、「第二次世界大戦後、最悪の景気後退になる」と警告している。その内訳は、先進国全体で -3.8% 、各国別では、米国が -2.8% 、ユーロ圏が -4.2% （ドイツは -5.6% ）、そして日本は主要先進国中最低の -6.2% だという。これに対して、新興国および開発途上国も全体では 1.6% の低成長に減速するが、国別では、中国は 6.5% 、インドは 4.5% のプラス成長を維持する見通しだ。

ちなみに、日本政府が2009年4月下旬に発表した「2009年度政府経済見通し」（改定値）は、実質経済成長率が -3.3% 、名目経済成長率が -3.0% である。なお、2008年12月段階で最初に公表したそれぞれの数値は、実質成長率は 0.0% 、名目成長率は 0.1% であった。

その後、内閣府が5月20日に発表した2009年1～3月期の国内総生産（GDP）速報値によると、物価変動の影響を除いた実質経済成長率は前期比 -4.0% 、年率換算で -15.2% 、名目経済成長率は前期比 -2.9% 、年率換算 -10.9% という第二次世界大戦後最悪の結果となった。しかも日本経済のマイナス成長は、すでに過去4四半期継続しており、これもまた戦後初めての経験だという。

本稿の目的は、「米国発国際金融危機」がどのようにして発生し、その危機がどのようにして世界中に拡大して「世界同時不況」をもたらしたか、その因果のメカニズムを分析するとともに、21世紀の世界経済がこのような危機を今後二度と発生させないためには、どのような経済政策の運営や経済秩序の形成が必要かを究明することにある。

そのために、この歴史的な大事件の具体的な事実経過を、第2節（事件顕在化直後の2007年の動向）お

よび第3節（2008年以降2009年中央現在までの動向）において詳細に検討し、そのあとで、この危機を生み出した真の「原因」を＜短期的・市場要因＞、＜中期的・制度要因＞および＜長期的・構造要因＞に分けて総合的に分析する。なお、この社会的疾病の根源を絶つための「対策」については、与えられた紙数に制約があるため、別の機会に稿を改めて論ずることにしたい。

いずれにせよ、世界経済が現在進行中の資本主義体制の根底を揺るがす危機的状況から脱出するためには、歴史的なパラダイム・シフトに向けての発想の転換と、それを実現するための国際協力および各国の人的・物的資源の思い切った投入と制度改革への努力が必要である。そして、その効果が顕在化するまでには、かなり長期にわたる時間的経過が必要であることも予想される。

2. 米国のサブプライム・ローン破綻と危機拡散のメカニズム

世界経済が直面している危機的状況の分析をはじめにあたり、事件発生の経過を明らかにしておこう。米国のサブプライム・ローンの破綻がもたらした国際金融危機と世界同時不況の発生という歴史的な大事件は、次のような二つの段階に分けて考えることが可能である。

第一段階は、2007年春の「サブプライム・ローン破綻の顕在化」から同年末の米・欧を中心にした国際協調による第一次政策対応がおこなわれた時期である。この時期は、事件が「米国の国内金融市場と国際金融市場における信用不安拡大」の現象にとどまっていた。ところが、2008年春以降の第二段階にいたると、事件の性格が、単なる信用不安という金融危機にとどまらず、それによって生じた貨幣経済面の「信用収縮」、すなわち「貸し渋り」や「貸しはがし」などによる「流動性不足」が実体経済面の「有効需要の不足」をもたらした、「経済活動の大収縮」、そして「世界同時不況」へと発展するのである。

その第一段階を本節「米国のサブプライム・ローン破綻と危機拡散のメカニズム」で、第二段階を第3節「国際金融危機の拡大から世界同時不況の深刻化へ」で詳しく説明する。

2.1 サブプライム・ローンと証券化によるリスク分散システム

最初に、「サブプライム・ローン (sub-prime loan)」という用語の意味を説明しておく。米国の住宅金融は、大別すると、公的ローンと民間ローンに分類される。「公的ローン」には、コンフォーミング・ローン (政府支援機関 GSE の基準に合致するローン) と FHA・VA ローン (連邦住宅庁・退役軍人省の公的保障付ローン) があり、「民間ローン」には、ジャンボ・ローン (高額ローン) と Alt-A ローンおよびサブプライム・ローンがある。「サブプライム・ローン」とは、「プライム・ローン」より信用力が低いローンという意味である。信用力の高いプライム・ローンには、公的なコンフォーミング・ローンと民間のジャンボ・ローンが入る。Alt-A ローンは、A クラス (プライム・ローン) に准ずる中間的な信用力のローン (収入証明等の不備の場合) を示す。²

米国における「サブプライム・ローン」すなわち「信用力の低い低所得者向け住宅融資」は、近年の住宅投資ブームを支えてきた重要な要因のひとつであった。その特徴を要約的に解説すると、次のようにいえよう。2000 年代に入って間もなく出現した住宅価格が右上がりの不動産ブームのなかでは、ローン設定によって手に入れる物件の将来の値上がり益も見込まれ、住宅購入契約当初の金利は債務者に受け入れやすい低い水準に設定されており、しかも返済能力の信用調査が簡単なもので、信用力の劣る低所得者にとってはありがたい融資制度であった。³

しかし、このローンは、2～3 年後に変動金利の高い水準に移行するため、所得水準が低下したり、不動産ブームが去って住宅価格が低下したりすると、

債務者はローンの返済に苦しむことになる。住宅を売って債務の返済をしようとしても、買ったときの値段を大幅に下回る売値では借金が残ってしまうのだ。

その上、米国では、1990 年代以降、金融商品の証券化 (セキュライゼーション) が進んだこともあって、債権者である住宅ローン会社 (モーゲージ・バンク、商業銀行、貯蓄貸付組合など) は、その債権 (抵当権: モーゲージ) を他の金融会社 (投資銀行や証券会社) に売却することができた。金融会社は、そのようにして集めた多様な債権をリスクと格付けの異なる種類に分類したうえで、あらためてリスクと格付けを安定的に配置しなおした新証券を組成し、専門家でも内容の理解しにくい高利回りの複雑な金融商品に仕立てて、住宅ローン担保証券 (RMBS: residential mortgage backed security) や債務担保証券 (CDO: collateralized debt obligation) として資本市場で売り出す。そして資産運用を目的にする世界中の投資銀行・証券会社・投資ファンド・ヘッジファンド・年金基金・商業銀行などが、その証券を高利回りの金融商品として購入し、顧客に売り込む。さらに、その金融派生商品 (デリバティブ) が、異常に高いレバレッジ (約 30 倍～40 倍) によってリスクを増幅され、金融機関同士で取引される。いまや国際金融市場には、このような「金融商品の証券化によるリスク分散システム」が形成されているのである。

2.2 リスク分散システムによる金融危機の世界的拡散

2007 年に入って、米国の不動産ブームは消え去り、住宅価格の低迷が続いていた。その結果、サブプライム・ローンの焦げ付きが顕著になった。モーゲージ・バンクなどのローン会社から債権を買い取った投資銀行や投資ファンドなど金融会社は、債権取立てのため、債務者に担保物件である住宅からの立ち退きを求め、手に入れた住宅を債権処理のために低価格で売却する。それが住宅市場の価格破壊をもたらし、連鎖的な悪循環を生み出した。本来はローカルな米国のサブプライム・ローン問題が、グローバル化した国際金融市場の「証券化によるリスク分散

² 倉橋透・小林正宏共著『サブプライム問題の正しい考え方』中央公論新社、2008 年、42 頁。

³ 小松憲治「サブプライム・ローン問題と金融政策」、『小松憲治 Web Site』【内外経済情勢分析】(3)、2007 年 12 月掲載公表記事、参照。

<http://atlantic.gssc.nihon-u.ac.jp/~komatsu/>

本論文の第 2 節「米国のサブプライム・ローン破綻と危機拡散のメカニズム」は、上記ウェブサイトに掲載した拙稿に若干の修正を加えて、ここに収録したものである。

システム」を通じて、世界的な金融不安発生という危機の拡散をもたらしたのだ。

今から考えると、サブプライム・ローン問題の危険な兆候はかなり早くから現れていたが、2007年の上半期には、その実態はまだ十分に認識されていなかった。米国連邦準備制度理事会(FRB)のベン・バーナンキ現議長も3月末の国会答弁で、「サブプライム・ローン問題が住宅市場全体に及ぼす影響は小幅であり、金融市場や他の経済分野に波及する可能性は低い」と証言していた。

この問題の危険性が表面化し、危機の拡散が現実のものとなったのは、米国大手証券会社ベアー・スターンズ系列のヘッジファンド2社が巨額の損失を出して破綻したことを契機に、2007年7月10日、スタンダード&プアー(S & P)やムーディーズなど格付会社がサブプライム・ローン関連証券の大量格下げを発表してからである。

この頃になると、バーナンキFRB議長も危機感を募らせ、「サブプライム問題による金融機関の損失は500億ドルから1000億ドルの規模に達する」と議会証言するようになった。

2.3 ヨーロッパに飛び火した金融危機と各国の対応

2007年8月に入ると、サブプライム問題はヨーロッパの金融市場に飛び火して、証券化によるリスク拡散の国際的影響が明らかになる。

8月9日、ドイツ連邦準備銀行は、米サブプライム関連投資で損失を負った中堅IKB産業銀行の救済策を発表した。また、同日、フランス大手銀行BNPパリバは、傘下の三つのファンドの一時的資産凍結を決定した。

このニュースの衝撃でヨーロッパの金融市場では、各金融機関が資金手当てを急いだため、流動性不足による短期金利の急上昇が発生した。

欧州中央銀行(ECB)は、この事態に対処する緊急措置として、即日、948億ユーロに及ぶ大規模な流動性供給オペレーションを実施した。これに並行して、米国連邦準備制度理事会(FRB)も240億ドルの資金供給を行い、米国金融市場の混乱の鎮静化につとめた。

しかし、市場では、逆に不安が広がり、株価の下

落が続いたため、米連銀は、8月17日、緊急の連邦公開市場委員会(FOMC)を開いて、新たな金融緩和政策を発表した。その中心は、公定歩合の0.5%引き下げ(6.25%⇒5.75%)であるが、信用供与期間や適格担保の範囲の緩和も含まれていたことも見逃せない。

9月にいたって、それまで落ち着いていたイングランド銀行(BOE)の動きがあわたしくなる。9月14日、英国の金融当局は、サブプライム・ローン問題に関与して流動性不足に陥っている中堅金融会社ノーザン・ロックに対して緊急の金融支援を行うと発表した。この情報に驚いた市民の一部が預金の払い戻しを求めて取り付け騒ぎになったことは、世界中のテレビで放映された。

米連銀は、9月18日の連邦公開市場委員会で、フェデラルファンド金利の誘導目標を0.5%(5.25%⇒4.75%)引き下げ、公定歩合も同様に0.5%(5.75%⇒5.25%)引き下げることを決定した。さらに10月31日の連邦公開市場委員会で、フェデラルファンド金利の誘導目標を0.25%引き下げ4.5%とした。

その後、12月11日の連邦公開市場委員会において、フェデラルファンド金利の誘導目標は、0.25%引き下げられ、4.25%となった。

2.4 欧米諸国の協調的金融緩和政策と日本の金融政策

米国のサブプライム・ローンに関連した不良債権の証券化によるリスクの国際的拡散は、その対策面で必然的に国際協調の必要性を明らかにした。

2007年12月12日、欧米5中央銀行は、2007年の年末から2008年の年始にかけて、短期金融市場の混乱を防ぐために、共同で大量の資金を供給すると発表した。参加したのは、米連邦準備制度理事会(FRB)、欧州中央銀行(ECB)、英イングランド銀行(BOE)、カナダ中央銀行、スイス国立銀行の5中央銀行であり、その具体的政策は、次のようなものであった。

FRBは、2007年12月17日に入札方式による新しい資金供給方法を導入し、入札の参加者や担保の範囲を広げる。そして年越し資金として最大400億ドルを供給する。入札方式の資金供給は、新年に入ってから継続する。

ECB とスイス国立銀行は、欧州の金融機関による銀行間取引で信用不安からドルの調達金利が高くなっているため、異例ではあるがドルを市場に供給する。このため FRB は、ECB に最大 200 億ドル、スイス国立銀行に 40 億ドルを通貨交換で供給する。

BOE およびカナダ中央銀行も他の中央銀行と協調して、短期金融市場に潤沢な資金供給を行う。

我が国の中央銀行、日本銀行は、このときの国際協調金融緩和政策には直接的に参加はしなかったが、12 月 12 日夜、緊急記者会見を行い、「年末越えの資金を充分供給し、市場の安定に努める」との声明文を発表した。

3. 国際金融危機の拡大から世界同時不況の深刻化へ

米国におけるサブプライム・ローン破綻の影響は、当初、2007 年の段階では、米国内金融市場および国際金融市場における信用不安とそれにもともなう信用収縮という形で現れた。しかし、2008 年にいたると米国発の国際金融危機による混乱と萎縮が米国経済はもとより世界経済全般にわたって深く波及浸透し、実体経済面において世界同時不況が進行し拡大する様相が顕著になった。

2008 年に発生した金融危機をめぐる一連の事件は、今まで隠されていた米国型金融資本主義社会の矛盾が表面に噴出し、システムの一端が崩れ始めるとその波及効果でシステム全体が崩壊する「ドミノ倒しの連鎖」が止め処もなく続くかのような観を呈した。

「ドミノ倒し」が頂点に達したのは 2008 年 9 月のことである。この一ヶ月間に、住宅公社ファニーメイとフレディマックの国有化（9 月 7 日）、証券会社リーマン・ブラザーズの破産申請（9 月 15 日）、保険最大手 AIG の救済（9 月 15 日）、貯蓄貸付組合（S&L）最大手ワシントン・ミューチュアルの破綻（9 月 25 日）などの大事件が相次いで発生した。世界経済はこの時点から、歴史的な大不況へと突入してゆく。

本節では、2008 年以降顕著となった金融危機の影響が実体経済におよぶ過程を、いくつかの象徴的事件を手がかりにして遡及することにしよう。

3.1 ベアー・スターンズの破綻を救済した FRB の公的介入

2008 年に入ると、新年早々に、金融商品に対する保証を専門に行っている保険会社モノラインの危機が表面化した。従来は、地方債の保証などの手堅い業務に関わってきたモノラインが、住宅投資ブームの中で民間の住宅ローン担保証券（MBS）の保証に乗り出し、サブプライム・ローン破綻にともなう保証債務履行請求の増加によって財務内容が極度に悪化した事件である。その結果、地方債を扱っていた時代にはトリプル A という高いランクにあったモノラインの格付けが引き下げられ、モノラインが保証していた住宅ローンの証券化金融商品全般の信用が低下する事態に陥った。

こうした状況に対応して、連邦準備制度理事会（FRB）や米国政府は、さまざまな対策を次々に打ち出した。中央銀行としての FRB は、すでに前年から、こまめに金利引下げ政策を連発していたが、2008 年 1 月 22 日、FF 金利を 0.75% 引き下げ 3.5% にした。そして、僅か 8 日後の 1 月 30 日には、さらに 0.5% 引き下げ 3.0% にしている。また、2 月 13 日には、ジョージ・ブッシュ前大統領のもとで、議会は、総額 1,680 億ドルの「緊急経済対策法」を成立させた。

しかし、米国の金融危機は深刻さを増し、3 月 14 日にいたって、全米第 5 位の証券会社ベアー・スターンズの破綻騒ぎが発生した。ベアー・スターンズは、米国の証券会社に許されている投資銀行業務のためにレポ（証券担保貸借）市場で短期資金調達を行っていたが、関連大手ファンドの破産などの影響で数十億ドルの資金が流出した結果、資金繰りが悪化し、流動性不足に陥った。

ベアー・スターンズがそのまま破綻し、連邦破産法第 11 条の申請を行ってすべての契約の解約という事態になれば、契約の相手方にも損害が及び、それがどこまで波及するかわからない。これを危惧した FRB は、緊急措置としてベアー・スターンズへの融資を行うことを決定した。厳密には、ベアー・スターンズの保有する 300 億ドルの資産（不良債権）を清算会社に移転し、そのための資金として 290 億ドルを JP モルガン・チェース銀行を通じて公定歩合

で融資するというものである。残りの 10 億ドルは、破綻企業の買い手となった JP モルガン・チェース銀行に劣後出資させている。形式的に銀行を介しているが、実態は大恐慌以来初の中央銀行による証券会社への融資であり、それが焦げ付いた場合に国庫負担になることを考えると、事実上の公的資金投入といってもよいだろう。⁴

3.2 住宅公社ファニーメイおよびフレディマックの国有化

米国の住宅公社、ファニーメイとフレディマックは、ともに庶民のマイホーム取得を支援するため、アメリカの住宅市場に資金を安定的に供給することを目的に、連邦議会が特別法によって設立した組織である。

ファニーメイ (FNMA: Federal National Mortgage Association、連邦抵当金庫) は、「1934 年国家住宅法」にもとづいて 1938 年に設立され、1970 年に株式上場されている。フレディマック (FHLMC: Federal Home Loan Mortgage Corporation、連邦住宅金融貸付公社) は、「1970 年緊急住宅金融法」によって設立され、1988 年に株式上場された。両社とも民営化され、株式がニューヨーク証券取引所に上場されているが、連邦政府との特別の関係があることから、政府支援機関 (GSE: Government Sponsored Enterprise) と呼ばれる。

両社とも、法律により直接融資は禁止されており、民間金融機関が住宅ローンを融資するための資金を提供するため、証券化等を行っている。具体的には、①民間金融機関から買い取った住宅ローン等をバランスシートに保有したまま、社債等を発行するポートフォリオ投資事業と、②証券化して住宅ローン担保証券(MBS)を投資家に販売する MBS 信用保証事業がある。いずれの事業においても、債務者がデフォルトした場合の信用リスクは、GSE が負担する。

投資家は、いざという時には連邦政府が何らかの支援を行うことを期待し、その暗黙の政府保証ゆえに、両社の資金調達コストは民間金融機関よりも低

く、それを通じて低利の住宅ローンの供給を支援することが可能となっている。その結果、アメリカの個人向け住宅ローン市場約 10.6 兆ドル (2008 年 6 月末、FRB 調べ) のうち、ファニーメイとフレディマックが民間金融機関に供与した資金の残高は、5.2 兆ドルに上る。すなわち、全米の住宅ローンの約半分は、2 社の GSE が支えていることになる。両社の住宅ローン市場におけるシェアはストックベースでは半分であるが、フローベースで見ると、2008 年以降は、民間の MBS 新規発行が激減したため、8 割程度まで上昇している。⁵

以上のような半官半民の成立経緯と飛びぬけた活動シェアを持つファニーメイとフレディマックが、サブプライム・ローン破綻騒動が惹き起こした金融危機のために債務保証の重荷で破産するという「ドミノ倒し」の被害に遭うとなれば、その影響の甚大さゆえに、市場経済原理を重視するブッシュ共和党政権といえども、救済の手を差し伸べないわけには行かなかった。

2008 年 7 月、すでに審議に入っていたサブプライム救済法案は、住宅公社 2 社の危機報道を受けて、債務者だけでなく GSE までも救済するための包括法案として審議しなおされ、両院で可決。7 月 30 日、「2008 年住宅経済復興法」(The Housing and Economic Recovery Act of 2008) が成立した。しかし、その後も両社の株価は低迷し、政府の住宅政策と金融市場への不信感は払拭されない状況がつづいた。

そこで、2008 年 9 月 7 日、ヘンリー・ポールソン財務長官は、バーナンキ FRB 議長および新監督機関 FHFA(Federal Housing Finance Agency、連邦住宅金融機構) のロックハート長官とともに記者会見を行い、ファニーメイとフレディマックの国有化を発表した。その理由は、このまま放置することが、金融市場の安定、住宅市場への資金供給、納税者の保護という三つの観点から望ましくないと判断されたためであると説明された。⁶

⁴小林正弘・大類雄司共著『世界金融危機はなぜ起こったか』東洋経済新報社、2008 年、98～99 頁。

⁵小林正弘・大類雄司共著、前掲書、132～136 頁。

⁶小林正弘・大類雄司共著、前掲書、164～170 頁。

3.3 米証券第4位リーマン・ブラザーズの破綻とその衝撃

2008年9月15日、米国の証券業界第4位のリーマン・ブラザーズが破綻したというニュースは、米国のみならず世界の金融市場に激的な衝撃波となって伝わった。

すでに見たように、米証券第5位のベアー・スターンズは、同年3月14日の段階で、連邦準備制度理事会(FRB)の公的支援を受けてJPモルガン・スタンレー銀行の傘下に入っている。そして、業界第3位のメリルリンチは、同じ9月15日に明らかにされたところでは、バンク・オブ・アメリカに吸収合併されることになった。

ところが、リーマン・ブラザーズだけが、連邦破産法第11条の適用を申請せざるを得なかったというのだ。「なぜ公的支援をしないのか？」という疑問が、当然のように、ヘンリー・ポールソン財務長官に向けられた。それに対する回答は、「公的資金による救済を考えたことは一度もない」という厳しいものであった。

当時の事情を考えると、米国は、4年に一度の大統領選挙を2ヵ月後の11月4日に控えて、民主党のバラク・オバマ候補と共和党のジョン・マケイン候補がしのぎを削っている最中であつた。したがって、政権末期とはいえ現職のジョージ・ブッシュ共和党大統領のもとで、党是であつた「小さい政府」や「市場での自由競争」に反する民間企業への公的資金による政府介入を連発するわけには行かなかったのである。

現に、議会は、共和党議員はもちろん民主党議員さえも、大量の公的資金すなわち国民の税金を使って、民間企業の不始末の尻拭いをするに反対する意見が強かつた。その証拠に、ブッシュ政権のポールソン財務長官の下で纏め上げ、提案された「金融安定化法」案は、9月29日の下院本会議で否決されたのだ。

超党派で合意が得られるはずであつた緊急法案が予想に反して否決されると、米国の株式市場は敏感に反応した。その日のダウ工業株30種平均株価は、終値で前週比777ドル安と史上最大の下落幅を記録し、世界の株価も大幅に暴落した。

これに驚いた政府と議会は、ポールソン財務長官と民主党のバーニー・フランク下院金融サービス委員長の協力によって、当初案には無かつた預金保護や税優遇、さらには金融機関に資本注入する権限を財務省に与える条項も盛り込んだ450ページの膨大な新法案を議会に再提出した。10月3日に下院で可決した「緊急経済安定化法」(Emergency Economic Stabilization Act of 2008)は、政府に公的資金枠7,000億ドルを用いて金融機関の不良債権を除去するために裁量的に介入することを認める保護政策の許可証であつた。⁷

3.4 米保険最大手AIGの救済はなぜ行われたか

リーマン・ブラザーズの破産申請とメリルリンチのバンカメによる買収が伝えられた翌日の2008年9月16日、米国の保険会社最大手アメリカン・インターナショナル・グループ(AIG)が連邦準備制度理事会(FRB)から850億ドルの緊急融資を受けて救済されることが決まつた。

それから1週間もたたぬ9月22日、投資銀行として幅を利かせていた証券業界の両雄、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは組織を変えて銀行持株会社になった。

さらに、9月25日には、貯蓄貸付組合(S&L)ワシントン・ミューチュアルが破綻し、JPモルガン・チェース銀行がこれを買収している。

2008年9月15日の「リーマン・ブラザーズ破綻」から9月30日の第一次「緊急経済安定化法」案の下院による否決までの半月のあいだに相次いで発生した大事件の経緯をみると、当時のワシントンにもウォール街にも、何か特定の指導原理や行動原則が介在していたとは考えられない。

政治家も企業人も、目の前で展開される大銀行や大企業の「ドミノ倒しの連鎖」に圧倒されて、当面の逃げ場を求めて右往左往していたのではなかつたか。

敢えて合理的な理由を求めるならば、保険最大手

⁷日本経済新聞社『日本経済新聞』特集「検証・グローバル危機—大収縮—」 2009年5月24日、4面記事参照。

AIGの救済は、住宅公社ファニーメイとフレディマックの場合と同様に、「大きすぎて潰せない」(Too Big to Fail)という消極的判断が作用したためであり、他方、リーマン・ブラザーズの破綻は、「買い手が見つからなかった」ための消極的選択の結果であったといえるのではないか。

そうした迷いに決着をつけ、積極的な判断材料を与えたのは、9月30日の第一次「緊急経済安定化法」否決に対する「市場の反応」、すなわちダウ工業株30種平均株価の史上最大の暴落と世界同時不況の兆候の急速な拡大であった。

その後のさまざまなデータが示すように、2008年9月を境にして、世界経済は不況の深い淵に沈みこんで行くのである。

だからといって、市場の反応に押されて2008年10月3日に成立した第二次「緊急経済安定化法」が、正しい政策選択だという保証はない。7000億ドルという巨額の財政資金を使って、落ち込んだ経済活動を刺激することは、それなりの成果を挙げるだろう。しかしながら、財政支出による有効需要のかさ上げ政策は、カンフル注射のような一時的効果はあっても、長続きするものではない。その財源が、租税収入ではなく赤字国債の発行によるものであるならば、再びレーガノミックス以前の「大きな政府」の時代に戻ることになる。

変革を掲げるバラク・オバマ大統領の民主党政権が、そのような愚かな選択を行うとは考えたくないが、現在進行中の破綻した金融機関の国有化や斜陽化した自動車産業の再生計画を見るかぎり、ケインズ経済学的赤字財政政策や国家社会主義的介入政策への「先祖がえり」をしているように見受けられ、その行く末に不安を感じざるを得ない。

4. 米国発国際金融危機発生の原因は何か

一世紀に一度といわれるほど重大な国際金融危機は、なぜ発生したのであろうか。その直接的な引き金は、米国のサブプライム・ローンの破綻であったにしても、そのローカルな米国発の金融危機がグローバルな国際金融危機へと拡大し、世界的な同時不況をもたらした「真の病根」は何処にあるのか。

その疑問に答えるために、私は、次のような三つ

の視点から接近することにした。

第一の視点は、「短期的な市場要因の分析」であり、本節において詳しく述べるように、米国における国内流動性と世界市場における国際流動性の過剰供給が住宅バブルを発生させ、それを支えていたサブプライム・ローンなど不健全信用の破綻が国際金融危機の連鎖を惹き起こす直接要因となった点に注目する。

第二の視点は、「中期的な制度要因の分析」であり、近年における米国歴代政府の経済政策がもたらした制度上の変革とその弊害に焦点を当てる。

そして第三の視点は、「長期的な構造要因の分析」であり、第二次世界大戦以降の世界経済が抱えてきた構造上の矛盾を摘出するとともに、それに依存してきた米国経済の構造的問題点を明らかにする。

まず、第一の視点であるが、すべてのバブルの場合にその原因として過剰流動性の存在が指摘されるように、今回のサブプライム・ローンを中心とする住宅バブルの背景には、米国の国内流動性はもとより、世界市場における国際流動性の過剰供給が介在していた。そして米国の金融システム自体が不健全信用の増殖を助長する要素を内包していたのだ。その過剰流動性および不健全信用の発生原因を列挙するならば、次のようになる。

4.1 低金利政策に誘導された金融緩和状況の長期化

1990年代後半に、それまでの経済改革による成果や情報技術(Information Technology)の発達をもたらした「ニューエコノミー(New Economy)」景気を謳歌していた米国経済は、2000年代に入ると、「ITバブルの崩壊」や「2001.9.11同時多発テロの衝撃」によって一挙に不景気の谷底に突き落とされた。これに対して当時の連邦準備制度理事会(FRB)グリーンズパン議長がとった政策は、公定歩合の連続的な引き下げによる超低金利水準の維持と公開市場での潤沢な資金供給を中心とする景気刺激政策であった。しかし、その効果は直ちに現れることなく低金利政策に誘導された「金あまり状況」すなわち「国内流動性の過剰供給」は長期化したのである。

今回の国内流動性の過剰供給は、後述するように、国際流動性の過剰供給と密接に関連している。時代

背景から見れば、世界経済のけん引役である米国経済が国内景気の悪化に直面していたばかりでなく、かつては世界経済の第二のけん引役であった日本経済もバブル崩壊後の長期的な不況に侵され、ヨーロッパ経済も通貨統合や EU 拡大の効果は一時的にあったものの、域内の平準化による重荷も背負っていた。世界経済の中で元氣であったのは、BRICs 諸国くらいであったろうか。

米国の財政・貿易両面における「双子の赤字」は、アフガニスタンおよびイラクでのテロとの戦いが拡大するに及んで、膨張する一方であった。これが国際流動性の過剰供給の源泉であったことは言うまでもない。

米国は、慢性化した経常収支の赤字を資本収支の黒字（すなわち海外からの借金）で埋めざるを得ない状況を、さらに悪化させていたのである。そして、その国際的な資金循環の不健全な構図は、現在のところ、改善される兆しは見えない。

4.2 不動産価格高騰を前提とする住宅投資の異常な膨張

市場に潤沢に供給された過剰流動性は、利益を生む投資先を求めて活発に動くが、ITバブルの崩壊で行き場を失った資金の向かった先は土地や建物といった不動産であった。

いずれ、制度的要因分析で明らかにするように、その背景には、クリントン民主党政権下で成立した低所得者の持ち家優遇制度や土地開発業者への支援政策もあったため、「サブプライム・ローン」その他の住宅ローンによる住宅購入や開発業者による住宅供給が急速に増加した。

こうして発生した「住宅投資ブーム」は、住宅価格や地価の高騰をもたらし、住宅ローン会社とその利用者の双方が不動産価格の上昇を前提として安易にローンを組み、ローン返済能力に疑問のある低所得層の人々にいたるまで、高価な住宅購入に走る風潮を生んだ。まさに「住宅バブル」の誕生である。

この間、住宅ローン会社のセールスマンは、売上げの増加を至上命題として、住宅の販売に励み、買い手のローン返済能力に問題があっても、当初2〜3年は低い金利のサブプライム・ローンを組んで買い

気を誘い、債務不履行に陥った場合には、値上がりした住宅を手放しさえすれば、決済が可能だと説得して不安を取り除いたといわれる。気持ちの大きくなった買い手は、高価なプール付の住宅を購入し、その住宅を担保にして、さらに自動車や電化製品を買うことも可能であったという。

このような不健全信用の膨張が、21世紀のアメリカ社会で許容され、それがゴム風船のように破裂するまで放置されていたことは、まことに信じがたい現実である。

4.3 投資銀行（証券会社）やヘッジファンドの金儲け至上主義

住宅バブルの当事者が住宅購入者と住宅ローン会社（モーゲージ・バンク、商業銀行、貯蓄貸付組合）だけであつたら、無謀な貸し付け競争による破産や倒産があつても国際金融危機は発生しなかったかもしれない。だが、そこには、ブームを演出したもう一方の主役がいた。それは投資銀行（米国では証券会社、あるいは証券会社の投資部門と同義）やヘッジファンドである。

投資銀行の役割は、本来、企業の株式や債券の発行を引き受けたり、証券市場での売買を仲介したりして、その手数料を収益とするものであった。ところが、1980年代以降の資本自由化の進行過程で、ソロモン・ブラザーズが住宅ローンの多数组み合わせによるモーゲージ債の高利回り証券化に成功したあと、この自己勘定ビジネスの売り上げを急速に伸ばしたために、投資銀行間の熾烈な競争が始まった。さらに1990年代には、株式発行で調達した自己資金の何倍ものカネをレバレッジで借り入れて投資にまわす方法が常態化した。こうした競争激化の中で彼らは企業の社会的責任や伝統的な商道徳を無視した金儲け至上主義の強欲な市場プレイヤーへと変身していったのである。彼らの事後的な告白によると、高利回りの追求と売り上げの増加のためには、「何でもありの世界」であつたようだ。⁸

⁸ Lawrence G. McDonald and Patrick Robinson, *A Colossal Failure of Common Sense*, 2009. ローレンス・マクドナルド、パトリック・ロビンソン共著、峯村利哉訳『リーマン・ブラザーズはなぜ暴走したのか』徳間書店、2009

ヘッジファンドは、個人や法人から資金を集めて運用する集合投資機関であり、その規模の小ささゆえに運用責任者に、短期の売買、デリバティブ取引、レバレッジを効かす自由が与えられている。しかし、規制や税を逃れるためにオフショアのタックスヘイブンで登録される例が圧倒的に多く、利益追求に徹するその行動はとらえがたい。こうしたヘッジファンドもまた、1990年代以降、その数を増やすとともに規模を拡大し、国際金融危機の際に陰の主演として威力を発揮してきた。⁹

4.4 証券化の進展と金融工学の発達が生んだ金融派生商品（デリバティブ）

1980年代に盛んになった金融自由化の流れに沿ってセキュリティゼーション（証券化）の方向性が進展するとともに、投資銀行（証券会社）は金融工学の技術を駆使して、さまざまな金融商品（預金、為替、債権、株式など）の価格変動リスクを回避するための金融派生商品（デリバティブ）を開発した。すでに第2節の第1項で紹介したように、住宅ローン債券の分野では、同種・同リスクレベルの債権を多数組み合わせた住宅ローン担保証券（RMBS）もしくは不動産担保証券（MBS）のかたちで証券化が行われ、リスクの低い債権は高い格付けの低利回り商品として、リスクの高い債権は低い格付けの高利回り商品として販売された。そして、それらの中で売れ残りやすい高リスク商品のリスクを分散するために、これを住宅ローン以外の多くの種類の債権と組み合わせて債務担保証券（CDO）として再証券化し、高利回りの金融商品として米国内だけでなく世界中の投資家に向けて販売したのである。

投資銀行に限らず、商業銀行でも老舗のJPモルガン・チェースのごときは、1990年代にクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）という新金融商品を生み出した。これは、さきのMBSやCDOのよ

うにリスクを集めたり分散したりするのではなく、信用リスク自体を切り離して第三者に肩代わりしてもらうものである。その対価として、肩代わりする第三者には、定期的に保証料のような高い報酬が支払われるという信用リスクの転売手段である。

一般的に、デリバティブは、低コストでの資金調達と高利回りでの資産運用が可能とされるが、典型的なハイリスク＝ハイリターン金融商品である。投資家にとって、これらの新金融商品は、その組成内容を理解するためには高度な金融工学の知識を必要とするため、信用のおけるムーディーズやS&Pなど格付け会社の保証があれば、リスクへの警戒は薄れ、その利回りの高さに誘惑されて、われ先にと買いに走った。

しかし、これらの格付け会社も、民間企業であるため、必ずしも公明正大ではなく、自社の利益追求のために行動していたことが、バブル崩壊後に明らかになった。彼らもまた、住宅や土地の不動産価格が右上がりでも上昇していた時期には、このブームがいずれ終焉を迎え、レバレッジで嵩上げされた高利回りが逆転し、膨大な損失が発生することを予期できなかったのだ。

自己資金に対する借り入れ資金の比率を示すレバレッジの倍率は、経済状況の如何によって変化するが、住宅バブルが続いていた時期には、一般的に約30倍ないし40倍であったといわれる。投資した金融商品の価格が高騰すれば、元手の資金による利益はその倍率だけ高まるが、商品価格が下落した場合には、損失もレバレッジに応じて急増するのである。

今回の米国のローカルな住宅バブルの崩壊が、国際金融危機へと拡大し、世界同時不況をもたらした理由のひとつとして、現代の金融システムに内蔵された上述のような「リスク拡散のメカニズム」が作用していたことを忘れるわけにはいかない。

4.5 国際流動性の慢性的過剰現象

米国をはじめ世界各国で2007年夏まで続いた不動産投資ブームや株取引ブームは、世界的な国際流動性の過剰が生み出したバブル現象の一部であった。

国内流動性の過剰は、1990年代前半以降の「失われた10年」からの復活をかけて「ゼロ金利政策」を

年。

NHKスペシャル取材班著『マネー資本主義―暴走から崩壊への真相―』NHK出版、2009年。その他参照。
⁹小松憲治「真の市場経済原理とは何か―ヘッジファンド危機をめぐって―」千葉大学『経済研究』第14巻第3号、1999年12月、435～456頁、参照。

採用した日本においても発生していた。また、90年代後半の国際金融危機に直面したアジアその他地域から逃避した大量の国際資金が投資先を求めて国際金融市場に浮遊していたことも明白な事実だ。そうした資金を低金利で借り入れ、利回りの高い米国の住宅ローン債権を買う「キャリートレード」も投資銀行やヘッジファンドによって盛んに行われた。これもまた、国際流動性の過剰現象の側面である。

そのような国際的な資金循環の流れが、2006年後半から翌年前半にかけて、不動産価格の上げ止まりや下落傾向の発生が惹き起こしたサブプライム・ローンの破綻によって崩壊すると、行き場を失った過剰な国際流動性は、投機マネーとなって原油取引市場をはじめ各種資源市場や農産物市場、そして金市場に殺到した。その結果、原油価格はもとより、資源価格・農産物価格・金価格は史上まれに見る異常な高騰を経験することになった。

それ以前には原油1バレル＝50ドル程度に安定していたニューヨーク原油市場で、2007年夏には70ドルを越える高値を生み出し、さらに翌2008年夏には原油1バレル＝147ドルという狂乱相場をもたらすにいたった。原油市場をはじめとするさまざまな市場において、このようなバブル発生によるインフレ現象が完全に消滅するのは、2008年9月に突発したリーマン・ブラザーズの破綻以後のことである。

結びに代えて

本稿の冒頭に述べたように、米国発国際金融危機の発生原因は根が深く、上記の短期的市場要因のほかに、中期的制度要因および長期的構造要因についても分析を行う必要がある。しかしながら、諸種の事情により、今回の論述は以上に留め、機会をあらためて、「米国発国際金融危機の真因は何か―制度的・構造的要因分析―」を本稿の続編として発表することにする。

参考文献

脚注で参照した著書および論文を除き、参考にした主要な文献を列举する。

- (1) Hendrik S. Houthakker and Peter J. Williamson, *The Economics of Financial Market*, Oxford University Press, 1996. H. S. ハウタッカー、P. J. ウィリアムソン共著、宇佐美洋訳『金融市場の経済学』時事通信社、2000年。
- (2) ジャック・アタリ著、林昌宏訳『金融危機後の世界』作品社、2009年。
- (3) ベンジャミン・フルフォード著『アメリカが隠し続ける金融危機の真実』青春出版社、2009年。
- (4) 武藤敏郎・大和総研編『米国発金融再編の衝撃』日本経済新聞社、2009年。
- (5) 日本経済新聞社編『大収縮―検証・グローバル危機』日本経済新聞社、2009年。
- (6) 藤井睦久・中村恭二共著『デリバティブのすべて』金融財政事情研究会、2001年。
- (7) 小松憲治共著、青木一能編『グローバリゼーションの危機管理論』芦書房、2006年。拙稿、第1章「経済のグローバル化と国際通貨金融システムの課題」参照。

(Received: December 31, 2009)

(Issued in internet Edition: February 8, 2010)