

スタグフレーションから サブプライム・世界経済危機へ (中)

矢吹 満男*

【目次】

はじめに

第1章 スタグフレーションへの対応と世界資本主義の構造変化

【以上第120号】

第2章 インターネット不況からの回復と住宅バブルの拡大

【以下本号】

I インターネット不況からの回復

II 危機前史—画期としての2004年—

第3章 グローバル・インバランスとサブプライムローン問題

第4章 アメリカとヨーロッパとの関係

第5章 「サブプライム・世界経済危機」の発生と深化

【以下次号】

第6章 アメリカ経済の現局面—長期停滞論の提起

おわりに—リーマン・ショック後の世界をどう展望するか？

JEL 区分：B51

キーワード：サブプライムローン問題，グローバル・インバランス，信用バブル

第2章 インターネット不況からの 回復と住宅バブルの拡大

I インターネット不況からの回復

「ネット＝株式バブル」崩壊後のインターネッ

ト不況にもかかわらず、2001年の実質 GDP 成長率はマイナス成長を回避し、アメリカ経済は比較的順調に回復した。その理由は何か？ 2001年9/11同時テロが発生し、アメリカはアフガニスタン・イラクと対テロ戦争を開始した。

*専修大学経済学部教授

表1が示すように、民間設備投資の落ち込みと対照的に、1991年ソ連崩壊後GDP比4.5%から2001年のGDP比2.9%まで落ち込んでいた軍事支出が、2001年から急増した。2010年にはGDP比4.7%となった¹⁾。軍事関連産業の従業者数も増加した²⁾。[2000年243万人→2006年360万人]これが「ネット=株式バブル」崩壊後の不況が軽微であった理由の一つでもある。アメリカの財政は90年代クリントン政権下1998年度に黒字化を達成し、2001年度まで黒字を維持したが、対テロ戦争のための軍事支出の増大によって、2002年には再び赤字に転落した。

財政赤字が拡大したのは、軍事支出の拡大と共に2001年にブッシュ政権が不況対策として実施した「2001年経済成長のための減税調整法」(2011年までの時限立法)による減税のためである。個人所得税の最高税率は39.6%から35%に引き下げられた。2001年には「戻し税」も実施された。①課税所得が6000ドル超の独身者または夫婦個別申告者に対して300ドル、②同1

万ドル超の世帯主に対して500ドル、③同1万2000ドル超の夫婦合算申告者に対して600ドルが払い戻された。不況で大きく落ち込んだ設備投資に対して「2002年雇用創出・勤労者支援法」による投資減税も行われた。初年度特別償却30% (2004年までの時限措置)。

第1章第6節Ⅱで見たように、1990年代初頭不況からの回復には財政出動の出番はなく、金利の引き下げが「最高のリセッション対策」であったが、インターネット不況からの回復には軍事支出の増大を含む財政政策が一定の役割を果たした。

これらの減税が景気回復に効果があったのか? 「戻し税」を中心とした個人所得税の減税は、「総額380億ドルだが、消費に回ったのはその約8%にすぎない」、「戻し減税の景気刺激効果は極めて小さかった³⁾」と言われている。

投資減税は、2001年(-6.1%)、2002年(-0.6%)と大きく落ち込んだ企業の設備投資の悪化を食い止めるのに一定の役割をはたした

表1 アメリカ実質GDP成長率(対前年比)

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
GDP	4.1	1.0	1.8	2.8	3.8	3.3	2.7	1.8	-0.3	-2.8	2.5	1.6	2.2	1.5	2.4
個人消費支出	5.1	2.6	2.6	3.1	3.8	3.5	3.0	2.2	-0.3	-1.6	1.9	2.3	1.5	1.7	2.7
耐久財支出	8.6	5.2	7.3	7.1	8.2	5.4	4.3	4.6	-5.1	-5.5	6.1	6.1	7.4	5.8	5.9
非耐久財支出	3.2	1.7	1.9	3.5	3.3	3.3	3.3	1.7	-1.1	-1.8	2.2	1.8	0.6	1.9	2.1
サービス支出	5.0	2.4	1.9	2.2	3.2	3.2	2.7	2.0	0.8	-0.9	1.2	1.8	0.8	1.0	2.4
民間国内総投資	6.5	-6.1	-0.6	4.1	8.8	6.4	2.1	-3.1	-9.4	-21.6	12.9	5.2	10.6	4.5	5.4
非住宅	9.1	-2.4	-6.9	1.9	5.2	7.0	7.1	5.9	-0.7	-15.6	2.5	7.7	9.0	3.0	6.2
構築物	7.8	-1.5	-17.7	-3.9	-0.4	1.7	7.2	12.7	6.1	-18.9	-16.4	2.3	12.9	1.6	8.1
設備	9.7	-4.3	-5.4	3.2	7.7	9.6	8.6	3.2	-6.9	-22.9	15.9	13.6	10.8	3.2	5.8
知財	8.9	0.5	-0.5	3.8	5.1	6.5	4.5	4.8	3.0	-1.4	1.9	3.6	3.9	3.8	5.2
住宅	0.7	0.9	6.1	9.1	10.0	6.6	-7.6	-18.8	-24.0	-21.2	-2.5	0.5	13.5	9.5	1.8
財・サービスの純輸出															
輸出	8.6	-5.8	-1.7	1.8	9.8	6.3	9.0	9.3	5.7	-8.8	11.9	6.9	3.4	2.8	3.4
輸入	13.0	-2.8	3.7	4.5	11.4	6.3	6.3	2.5	-2.6	-13.7	12.7	5.5	2.2	1.1	3.8
連邦政府支出	0.3	3.9	7.2	6.8	4.5	1.7	2.5	1.7	6.8	5.7	4.4	-2.7	-1.9	-5.7	-2.4
軍事支出	-0.9	3.5	7.0	8.5	6.0	2.0	2.0	2.5	7.5	5.4	3.2	-2.3	-3.4	-6.7	-3.8

DOC

が、2000年代設備投資は低調で、2000年のピークを超えるのに2006年までかかった。表2が示すように、「製造業」の設備投資が2000年のピークを超えたのは、2013年のことである。停滞的であった。2008年のリーマン・ショックまで一番伸びたのは、資源価格の高騰を背景とした「鉱山業」と住宅バブルを背景とした「建設業」であった。

「ネット＝株式バブル」崩壊後の不況が軽微で順調に回復していった一番の理由は、不況対策としての金利の引き下げが、住宅バブルに点火したことである。「バブルが崩壊すると回復まで平均7年かかる」(ラインハートとロゴス)とされている中で、「ネット＝株式バブル」崩壊と踵を接するように住宅バブルが発生したのは、異例である。その理由は「ネット＝株式バブル」では銀行は主役ではなく、ベンチャー企業の倒産で多少不良債権比率は増加したものの銀行のダメージは比較的小さかった。住宅バブルではまさに銀行が主役に躍り出た。

2000年春に「ネット＝株式バブル」が崩壊、景気が急減速したため、FRBは2001年1月3日の電話協議でFF金利6.5%からの緩和サイクルを開始した。2001年9月11日「アメリカ同時テロ」に続く更に急速な引き下げで01年末には1.75%となった。1年で4.75%もの大幅な引き下げであった。金利は02年と03年に更に下げられ、2003年6月25日1%にまで下げられた。物価上昇との関連で「マイナス金利」状態となった。「イラク戦争に関連した経済的不確実性」とデフレ懸念によりその水準を1年間維持した。FF金利の低下と共にアメリカの長期利率が更に下がり、やや遅れてEUの長期利率も低下した。それがモーゲージ利率を押し下げた。[30年固定金利2000年8.08%→2004年5.86%]そのため住宅投資が活発となった。住宅ローン残高も増加した。[2001年5.3兆ドル→2007年10.6兆ドル]

住宅投資のGDP実質成長の前年比伸び率は2002年6.1%、2003年9.1%、2004年10.0%、2005

年6.6%となり、4年連続大幅増を記録した。住宅投資の活発化で、建設業従業者は90万人近く増加した。建設業者は90年代ブーム期に比べて30%増して戸建て住宅を建設した。住宅建設は05年の終わりから06年に停滞し始めたので、オフィスビル、小売りモール、ホテルのような非住宅プロジェクトの建設が増加した。非住宅不動産バブルが非住宅セクターの巨大な過剰建設に導いた。実需以上に先行きを強気に見過ぎ、過剰に建設した⁴⁾。

住宅投資はかなり裾の広い産業で、住宅が新築されれば家電や家具の販売が増える、景気の浮揚効果は大きかった。

アメリカでは1990年代半ばから「第2次持ち家ブーム」で、ケースシラー10都市住宅価格指数は98年11月と01年12月のたった2月下落したのみで、アジア通貨危機や「ネット＝株式バブル」崩壊による「インターネット不況」下でも上昇傾向はへこむことはなく、金利の低下が住宅価格上昇に拍車をかけ、「02年までに住宅市場はバブルであった⁵⁾」。株式市場のブームも03年春までにスタートした。大多数のアメリカ市民の資産は、株式というよりも実は不動産である。アメリカの家計は1999年から2002年にかけて、6.2兆ドルの株式資産価格を失ったが、この間不動産資産価格は4.5兆ドル増加した。不動産価格の上昇による資産効果で堅調な個人消費が継続した。住宅資産のインパクトは、株式資産のインパクトよりもかなり大きい。「住宅による相対的に大きな資産効果こそが、株式市場がその価値の半分近くを失ったのに何故消費支出が2001年と2002年に力強かったのかを説明する⁶⁾」。

不動産価格の持続的上昇によって、ホームエクイティ・ローン[住宅の資産価値－住宅ローン残高＝住宅の実質価値を担保にした借り入れ]が盛んとなり、これが個人消費を押し上げた。

表1によれば、個人消費支出は2000年の+5.1%からは減速したが、2007年まで堅調であっ

表2 アメリカの産業別設備投資

(100万ドル)	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
農林水産業	1716	1488	1532	1910	1894	2081	2702
鉱山業	30586	42522	51278	42467	50548	51253	66746
公益	42802	61302	82823	65502	54569	50409	58032
建設	23110	25049	24802	24773	23159	28627	30072
製造業	196399	214827	192835	157243	149065	156651	165634
耐久財産業	117005	133786	118875	84062	80226	85119	92180
非耐久財産業	79394	81041	73959	73181	68839	71532	73455
卸売業	32442	33579	29981	26789	26014	32314	40578
小売業	64063	69791	66917	59316	65868	72170	73531
輸送・倉庫	57299	59851	57756	47124	44460	46054	56926
情報	122827	160177	144793	88156	80524	83488	91373
金融・保険	130101	133684	131105	128444	120787	153629	161389
不動産・リース	100629	92456	82674	94529	87852	91606	103022
サービス業	170297	193561	184938	179703	180531	183316	210366
合計	974631	1089862	1052344	917490	886846	953171	1062536

DOC, *Annual Capital Expenditures Survey* 各年版より作成。

た。この堅調な個人消費支出は借金に支えられた異常なものであった。第1章で指摘したように米家計の債務残高／可処分所得は1980年代初頭以降拡大傾向をたどったが、2000年代はそのトレンドを超え、2001年107%→08年I 138%と急増した。それが金融システムの脆弱性につながった。2000年代アメリカの家計の債務残高が急増した理由は、21世紀に入ってIT革命の進展と共にグローバル化が中国・インドを含めて全面展開したことと、それにブッシュ大統領の「反労働組合政策」が加わって90年代後半に一時的に勝ち取られた家計の経済的保障が大きく浸食されたことである。アメリカ家計所得の中央値は2000年1月56817ドル→2007年12月56149ドルと停滞的であった⁷⁾のに対して、新自由主義的政策で医療費や教育費等が高騰したためである。

この表からも明らかなように、個人消費支出の伸び率は一貫して国内総生産の伸び率を上回っている。04年を例外として。これも異例なことである。そのため個人消費支出の実質GDP

に占める割合は1998年67.6%から2006年71%にまで上昇した。これも戦後のアメリカ経済において例のない事態である。堅調な個人消費に支えられ、アメリカ経済は2007年まで順調な成長を続けた。

アメリカの海外からの輸入も膨大となり、アメリカへの輸出市場に支えられ、日本やアジア諸国も成長した。発展途上国を成長した。世界経済の年平均成長率も2003年から07年まで5%を超えた。1960年代以来の水準であった。

2007年4月のG7は、世界経済は「過去30年以上で最も力強い持続的成長」をしているとの楽観的な声明を発表した。しかし、持続的成長の背後で、アメリカではサブプライムローン問題という恐るべき危機が潜在化していた。このサブプライムローン問題にはヨーロッパの金融機関も大きく加担していた。2001年にWTOに加盟した中国は外資を集めて「世界の工場」となり、日本の高度成長期をも凌ぐ極端な投資主導でバブルに沸く欧米への輸出を増大させた。人口大国・中国の成長が資源食料価格を高騰さ

2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
2672	2149	2337	2168	3255	3063	3149	2992
99309	120681	149272	100564	115749	165693	196653	198060
69757	85354	98668	103024	94462	98047	124958	111680
30257	36692	40838	19751	17856	21778	23555	27618
192364	197298	213117	155153	160798	192441	203119	219767
106843	107664	103022	76039	86570	110151	113299	121141
85521	89633	110095	79114	74227	82290	89820	98626
36600	30776	32370	25252	31075	35745	40852	38120
86735	82511	73234	58428	65252	68131	77567	77492
68021	67351	79617	55702	58952	72722	81792	93397
104373	106084	103327	88373	97150	100057	106237	123057
163069	173412	132913	99466	103093	109229	130168	139947
132073	117451	106910	72902	81282	91124	115652	113901
230064	248381	257713	234538	207229	211574	230419	251550
1217107	1270522	1294491	1015322	1036153	1169604	1334421	1397769

せ、BRICSを浮上させた。アメリカの経常収支赤字が拡大し、グローバル・インバランスが拡大した。持続的成長の中で潜在化していた危機が時間の経過と共に顕在化し、世界経済を震撼させていった。

- 1) DOD, National Defense Budget: Estimates For FY 2016, Table7-7.
- 2) DOD, National Defense Budget: Estimates For FY 2006, Table7-6.
- 3) 滝井光夫「2001年ブッシュ減税と景気刺激策」(『ITI季報』Spring2002/No.47) p.16.松浦茂「ブッシュ政権の財政再建策」(国立国会図書館『調査と情報』第499号, 2005年)も参照。
- 4) D.Baker, (2011) *The End of Loser Liberalism Making Markets Progressive*, the Center for Economic and Policy Research. pp. 18-19.
- 5) Ibid., p. 45.
- 6) D.Baker, *The Run-up in Home Prices: A Bubble, Challenge*/November-December 2002, p. 109.
- 7) G.Green and J.Coder, *Household Income Trends* March2015, Sentier Research, LLC, Issued April 2015

II 危機前史—画期としての2004年—

問題の根源であるサブプライムローン問題について、2004年が鍵となる重要な年であることは前稿¹⁾でも指摘した。サブプライムローンは1994年には350億ドルで住宅ローン全体に占める比率は4.5%にすぎなかったが、第2次持ち家ブームの中で1997年には1250億ドル、14.5%に達した。サブプライム専業貸付業者数も増加した。2003年には3320億ドルにまで増加したものの、住宅ローン全体に占める比率は8.8%に落ちていたが、2004年以降急増し、その比率は20%に達するようになった。2006年には住宅ローン残高の15%程度を占めるまでに増加した。サブプライムローンを証券化した住宅ローン担保証券 (mortgage-backed securities: MBS) も2004年から増大し、それを他の資産担保証券 (asset-backed securities: ABS) と共に再証券化した債務担保証券 (collateralized debt obligation: CDO) の発行も急増した。CDOは1980年代の「CMOの発展したもの」であるが、「1990年代中葉以降、金融工学にもとづいて新しい展

開を遂げた」。

サブプライムローン自体は10兆ドルの住宅ローン残高の15%程度であるが、それを証券化したRMBSやそれを再証券化したCDO等の残高は10兆ドル程度に膨らんだとも言われている。90年代半ばに考案されたクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）も、2000年の商品先物近代化法で連邦政府による規制が正式に免除され、2004年以降住宅ローン担保証券のリスクヘッジにも利用されるようになり短期間に60兆ドルを超える巨大な規模に拡大した。住宅バブルと重奏する形で信用バブルが拡大した。

何故2004年以降サブプライムローンが急増し、それに基づいて信用バブルが拡大したのか。サブプライムローンが増加した背景には政策的な後押しもあった。2002年6月ブッシュ大統領は住宅所有の機会を拡大するとの演説を行った。多くのマイノリティが住宅を所有していない。アメリカでは住宅所有のギャップがある。ギャップをなくすため、マイノリティの持ち家を促進するとした。住宅ローン業界に対してもマイノリティが借りやすいよう金融アクセスを改善するよう要請した。

具体的な数値目標として、①向こう10年間で手ごろな物件の供給を700万件増やすこと、②2010年までにマイノリティの住宅所有者を550万人以上増加させるとした。そのための政策として、2003年「アメリカン・ドリーム頭金法」を成立させ、低所得世帯の住宅購入に伴う頭金や事務手数料を補助する仕組みを導入した。住宅ローンに対する公的保証の要件緩和によって、頭金負担を軽減することも提案した。さらに中低所得者が住宅を購入した場合に、その住宅を建設した業者に税額控除を与える仕組みである「住宅保有税額控除」と呼ばれる優遇税制を提案した。

クリントン政権下住宅公社（GSE：ファニーメイとフレディマック）の低所得層への融資枠の上限が、1995年の資産の42%から2000年には50%にまで引き上げられたが、2004年ブッシュ

政権は、FRBが住宅ブームの過熱ぶりを憂慮し、金利を引き上げはじめたにもかかわらず、その融資枠を資産の56%にまで拡大した²⁾。

景気対策として住宅政策に重点が置かれる中で、第1章第4節Ⅱの年表で示しておいたように、2003年財務省通貨監督庁は、ジョージア州公正住宅ローン貸付法（2002年）等各州が制定した略奪的金融から消費者を守る規制を無効とする法律改正（1863年国法銀行法の改正）を行った³⁾。そのためサブプライムローンが増えた。

何故2004年であったのか、それを象徴するのが「Net Capital Rule」の規制緩和である。投資銀行が証券化業務にのめり込んだ背景には規制緩和があった。先の年表で示したように、投資銀行には1975年米証券取引委員会（SEC）が決めた「Net Capital Rule」が課されていた。投資銀行の負債は自己資本の15倍以内とするというのがその内容である。後に財務長官となるゴールドマンサックスのCEO ポールソン等の「資本の効率的な活用」を訴えるロービー活動⁴⁾が功を奏し、SECは自己資本額5億ドル以上を維持すること等を条件に、各行の申請により、同ルールの適用除外を受けることが可能となった。5大投資銀行とシティグループ、JPモルガンの7行が適用除外となった。まさに「グリード」そのものである。このルールの変更は、「第三国に親会社を持つ金融グループについて、当該第三国の規制が欧州の水準を満たさない場合、EU各国の規制当局が直接規制できる」とした「EU金融コングロマリット指令⁵⁾」に対応したものであった。

「投資銀行は、法的には証券会社であり、SECの監督下にある。しかし、SECの監督権限は証券会社単体であって、それを子会社としても証券持株会社ならびにその傘下にある兄弟子会社や関連会社全体には監督権限が及ばない⁶⁾」。この監督上の不備について「SECは2004年にCSEプログラム（Consolidated Supervised Entity Program）を創設して、連結ベースで監督できる仕組みを整えた⁷⁾」。

「SECがCSEプログラムを創設した理由は二つであった。第1に1999年のグラム・リーチ・ブライリー法は持株会社の形式の下で銀行・証券の相互乗り入れを認めるものであり、これに則って主要投資銀行は、持株会社をつくって自らはその証券子会社となった。その結果、すでに見たように持株会社を監督できないSECの監督体制に大きな欠陥が生じた。第2に、2002年に採用されたEUの金融コングロマリット指令によれば、EU域内で営業を行っている域外の金融コングロマリットは、本國でEUと同等レベルの金融監督を受けていなければ、EUの監督を受けなければならない⁸⁾」。

「以上の2点により、SECは連結ベースでの監督プログラムを策定し、2004年8月に施行した。そして、監督内容として国際的に定着しているのは銀行監督のバーゼル基準であり、しかも2004年にはバーゼルⅠに代わる新しいバーゼルⅡの内容が最終合意されていた。そこで、CSEプログラムは、バーゼルⅡに準拠した自己資本規制を導入することとなったのである。その際、もともとあった証券業者の自己資本規制（Net Capital Rule）を証券持株会社傘下の証券子会社に適用するにあたって、バーゼルⅡのリスク計測手法の準用を認めた⁹⁾」。

このルール「正則は、正味資本が25万ドル以上かつ総負債の6.2/3%以上である。逆数で表現すると、負債倍率（負債÷正味資本）は15倍以内となる。これに対し、代替則は正味資本が25万ドル以上かつ対顧客勘定受取債権の2%以上である。一般の証券会社は正則と代替則の選択が可能であり、大部分は正則を採用しているが、顧客勘定残高の大きい大手証券会社はほぼすべて代替則を採用している。…したがって、CSEプログラムの対象とされる大手投資銀行は、代替則を採用しており、負債倍率15倍以内の制約にあるわけではない。しかし、どちらを取るにせよ、業容を拡大するためには、資本要件をクリアすべき所要正味資本の増加が必要であることはいうまでもない。…ところが、CSE

プログラムのもと連結ベースで監督を受けることを申請した証券子会社については、従来の標準的方法に代えて、マーケット・リスクのHair-cut部分やデリバティブのCounter-party Risk等、信用リスク部分の控除額算定について、VaRモデルのような計量的手法やシナリオ分析、内部格付など内部モデルの利用を認めた¹⁰⁾。そうすると「余剰資本を捻出でき、それを親会社である持株会社が吸い上げて他に転用可能になる¹¹⁾」。「その結果、財務会計上の負債倍率で計算しなおすと、2004年のCSEプログラム導入後、大手投資銀行の負債倍率は上昇していき、ベア・スターズ破綻直前の2008年2月には、軒並み30倍を超えてしまった¹²⁾」。

こうしてCSEプログラムを受け入れれば、標準的手法に比べ巨額の余剰資本を捻出できるのであるが、こうしたメリットを享受できるための条件として、証券子会社は控除額を差し引く前の正味資本ベースで10億ドル以上、控除後ベースで5億ドル以上の資本要件が求められる¹³⁾」。

バーゼルⅡは、「業者自身がVaRモデルやシナリオ分析、内部格付手法など内部モデルを使って自己資本戦略をたて、これを監督当局が検証するというプロセスが入っている。しかし、SECは業者の健全性規制やシステムミック・リスクの監視といった役割には、もともと不慣れであった、CSEプログラムが強制ではなくボランティアな監督プログラムであった¹⁴⁾」。

CSEプログラムが、「証券会社の正味資本ルール（Net Capital Rule）の適用を一部緩和して負債倍率の制限をしなかった¹⁵⁾」ことによってどのようなことが起こったのか？1997～2007年の670万以上のサブプライムローンとこの間にオリジネートされた1257のサブプライムローン担保証券取引例のデータに基づいて、この点を詳しく分析したのがNadauldとSherlund¹⁶⁾である。この規制緩和後、CSE資格公認の5投資銀行（ベア・スターズ、ゴールドマンサックス、リーマン・ブラザーズ、メリルリン

チ、モルガンスタンレー)は、住宅価格上昇率が高かったが平均的な信用の質の低い地域でモーゲージの「購入活動を競合する会社に比して不釣り合いに増加させた」ことを明らかにし、「第2次市場でのモーゲージに対する需要と第1次市場でのサブプライム信用の供給との因果関連を明らかにしている」。「CSE 資格公認は、銀行がその後サブプライム証券化市場でのプレゼンスを拡大するのに使用しうる資本のかなりの部分を自由にした」。

CSE 資格公認の5投資銀行は、資本必要量の変化を経験しなかった競合銀行に比して「サブプライムローンに対する相対的需要を増加させ」、「2003年には、オリジネートされた全サブプライム案件のうち32%が5 CSE 銀行によるものであったが、その数は04年43%、05年48%に上昇した。その後 CSE 銀行のシェアは07年まで増大した」。彼らは「基本的なモーゲージローン担保のホールセール価格を持っていないのでより高い住宅価格増値の地域における質の悪いローンが実際に購入するのが安いということを確認的に示すことはできない」ものの、「住宅価格増値のより高い率が好ましい信用格付を交付する一方、貧弱な信用クオリティローンはおそらく購入がより安価であった」としている。

何故2004年か？2004年それまで住宅金融の中核であった住宅公社（フレディマック、ファニーメイ）は不正会計疑惑で監督官庁である連邦住宅公社監督局 OFHEO によって、①対象となる住宅ローンの限度額に加え、「②保有できる資産総額の上限（ポートフォリオキャップ）が7227.95億ドルに制限され、かつ、③最低自己資本基準についても法的基準〔資産の2.5%+MBS 残高の0.45%〕に加えて+30%の上乗せが課され¹⁷⁾」た。それによって民間 RMBS という巨大な収益機会が生まれた。

Caballero¹⁸⁾は、投資銀行が証券化業務にのめり込んでいった背景には、とりわけ「ネット＝株式バブル」崩壊後「全世界で、外国の中央銀行と投資家、多くのアメリカの金融機関も含め

て安全資産に対する飽くなき需要があった。それがアメリカの金融システムに対する巨大な圧力とインセンティブとなった」としている。「2001年までに安全資産に対する需要はアメリカの企業世界や安全なモーゲージ借り手が自然と提供するものを超えて増大し始めたので、金融機関は以前には利用されておらずリスクのある源泉から AAA 資産を生み出すメカニズムを探し始めた」。「サブプライムの借り手が次に控えていた」。

「2000年代前半は CDO は主として社債や企業向け貸出債権、クレジットカード債権、航空機のリース債権から作られていた、ここでも狙いは分散投資…しかし、2003年初になると、シティグループをはじめとするウォールストリートの証券会社は、分散投資の考え方を投げ捨ててサブプライムローンが大部分を占める CDO を作るようになった¹⁹⁾」。

投資銀行は商業銀行と違って預金を集めてはいない。どうしたのか？外部資金を導入した。自転車操業だった。2002年 FRB が、高格付け投資銀行向け融資のリスク掛け目をそれまでの100%から20%に引き下げた。商業銀行は投資銀行に融資しやすくなった。だから投資銀行は証券化業務にのめり込んだ。

CDO の発行増と合わせ、先にも述べたように「金融版の大量破壊兵器」(バフェット) CDS も2004年から急増している。2004年 CDS 市場にヘッジファンドが参入し、CDS のプレミアム（保証料）が大幅に低下した²⁰⁾。CDS は信用リスクだけを移転するデリバティブ。これによってリスク回避が容易になり、金融機関はサブプライムローンを拡大し、それを証券化すると共に、それを再証券化した CDO の発行、販売そして自らの保有も増やした。

サブプライム・世界経済危機前史をみてきた。何故2004年だったのか。これには Caballero も指摘するように、国際的なマネーフローの動きとも密接に絡んでいるが、この解明が次章の課題である。

- 1) 拙稿「21世紀初頭アメリカ資本主義の構造と循環」(『専修経済学論集』第43巻第3号, 2009年) 参照。
2004年の意義を強調したものとして, 西村清彦「ユーロ圏危機から何を学ぶべきか? - 規制改革の視点を踏まえて -」(日本銀行, 2012年3月5日) も参照。
- 2) ラグラム・ラジャン (伏見他訳)『フォールト・ライズ』(新潮社, 2010年) p. 43.
- 3) E.Spitzer, Predatory Lenders' Partner in Crime, <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/02/13>
サブプライム層に対する略奪的貸付については, 福光寛「アメリカの住宅金融をめぐる新たな視点: 証券化の進展の中でのサブプライム層に対する略奪的貸付」(『成城大学経済研究』170号, 2005年), 鳥畑与一『略奪的金融の暴走 - 金融版新自由主義がもたらしたもの -』(学習の友社, 2009年), 宮田伊知郎「防げたはずの悪夢? - 住宅市場における人種差別と『サブプライム・メルトダウン』」(『歴史学研究』851号, 2009年) 参照。
- 4) NY Times Covers Net Capital Rule Change, But Misses Paulson' 2000 Lobbying, 2008
<http://www.tinyrevolution.com/mt/archives/002604.html>
- 5) 神山哲也「欧州における金融コングロマリット規制」(野村資本市場研究所『資本市場クォーター』2004年秋号) p. 1.
- 6) 二上季代司「金融業務の変質とリスク管理」(滋賀大学経済学部付属リスク研究センター, Working Paper No.J-9, 2009年) p. 10. SEC の CSE プログラムについては, 同「銀行証券分離撤廃後の『ゲームのルール』 - 『CSE プログラム』のどこが間違っていたのか? -」(日本証券経済研究所大阪研究所『証研レポート』2009年4月) からも多く学ぶことができた。記して謝意を表します。
- 7) 同上。
- 8) 同上 p. 11.
- 9) 同上。
- 10) 同上, pp. 11-13.
- 11) 同上, p. 13.
- 12) 同上。
- 13) 同上。
- 14) 同上, p. 14.
- 15) 同上, p. 13.
- 16) Taylor D.Nadauld and Shane M.Sherlund, The Role

of the Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit,
<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/200928pap.pdf>.

- 17) 小林正宏・安田裕美子『サブプライム問題とアメリカの住宅金融市場 - 世界を震撼させた金融危機の根幹は何なのか』(住宅新報社, 2008年) p. 68.
- 18) Ricardo J.Caballero, 2010. The "Other" Imbalance and the Financial Crisis,
<http://www.nber.org/papers/w15636>
- 19) ポール・ミュオロ, マシュー・パディラ (可児滋訳)『実録サブプライム危機』日本評論社, 2009年) p. 313.
- 20) 草野豊己「『信用リスク崩壊』という未踏域」(『エコノミスト』2008年4月15日所収) 参照。

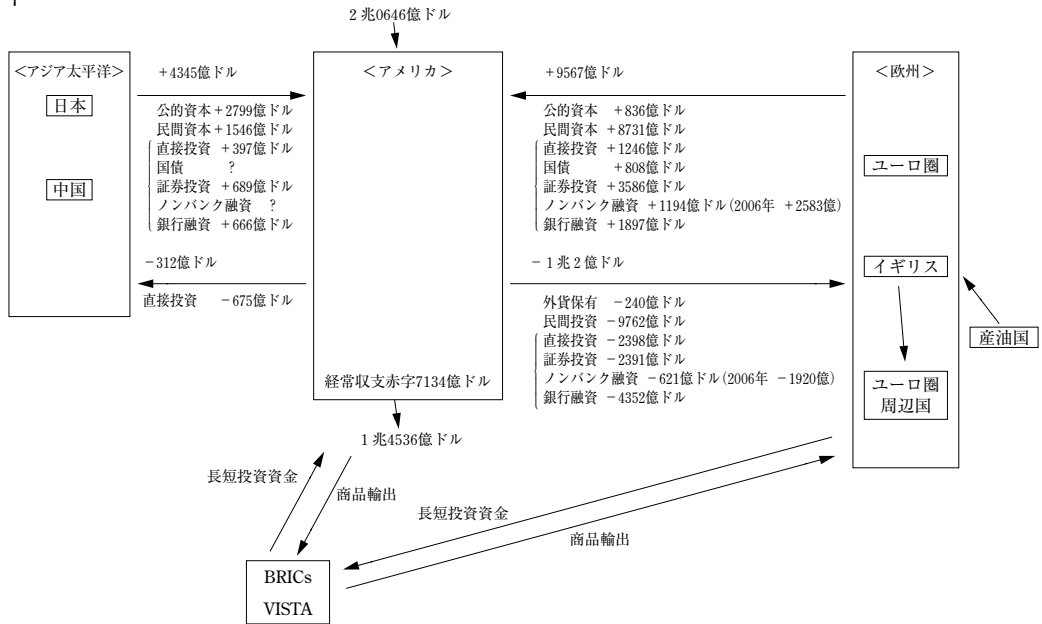
第3章 グローバル・インバランスとサブプライムローン問題

サブプライム・世界経済危機とそれに続く長期停滞が提起される現状を解明するためには, 2000年初頭「ネット=株式バブル」崩壊後の2000年代世界経済のトータルな把握が必要であると述べた。それへの第1次的接近として, 図3¹⁾は, アメリカの地域別国際収支表(2013年9月19日公表)に基づいてアメリカ, アジア・太平洋, 欧州三地域の2007年時点での資金の流れを示したものである。これに BRICs・VISTA 等の新興諸国, 産油国, ユーロ圏周辺国の関連を示した。合わせて2008年時点での資金の流れを示した。

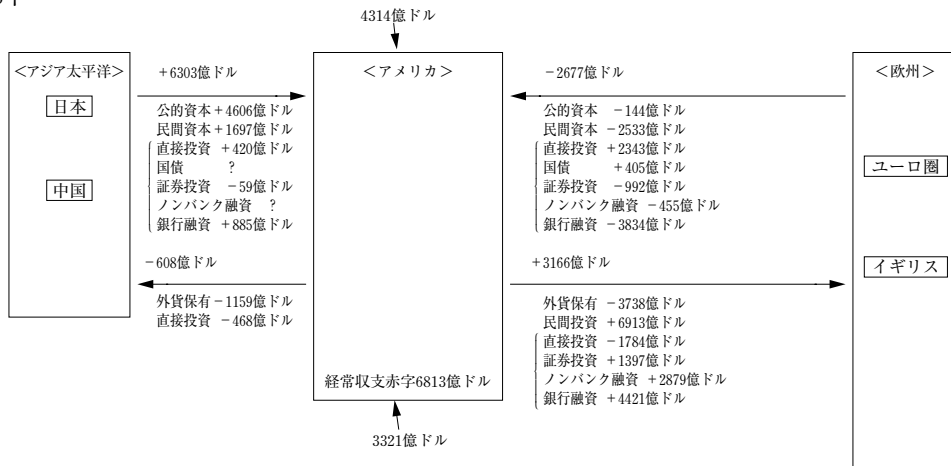
米欧関係の国際収支はほぼ均衡しているのに対して, 米とアジア・太平洋関係は中国を中心に4033億ドルの流入超となっている。これが2007年のアメリカの経常収支赤字7134億ドルの約60%をファイナンスしている。グローバル・インバランスである。

1980年代にはアメリカの経常赤字が恒常化していたが, それをファイナンスしていたのは主として日本であった。先進国と新興国・発展途上国との間で対外不均衡は大きくはなかった。

2007年



2008年



(出所) Bureau of Economic Analysis により作成。

図 3

1990年代に入ると、先進国では経常収支は黒字に転じ、新興国・発展途上国では経常収支赤字が持続した。しかし表3が示すように、1997年アジア通貨危機をきっかけに両地域の経常収支の動きは一変する。1990年代黒字であった先進

国は、1999年以降赤字に転じ、2000年代に入ると急速にその赤字幅を拡大させ、黒字に転じた新興国・発展途上国では対照的に黒字幅を拡大させた。これらの国々における経常収支の変化についての重要な理由は、これらの国々が過去

10年ほどの間に経験した一連の金融危機である。これらの危機に対応して、韓国等の東アジア諸国は多額の外貨準備を蓄積し始め、中国は投資・輸出主導型成長の促進を目的とする外国為替市場における介入によって外貨準備を蓄積した。2001年の中国のWTO加盟をきっかけとする人口大国・中国の高成長が石油等資源価格を急騰させ、これらの諸要因によって多くの開発途上国と新興市場経済圏は、今や国際金融市場において純借手よりもむしろ大きな純貸手に転化した。

先進国の中で急速に経常収支赤字を拡大させたのがアメリカで、1998年の2000億ドル超の赤字から2005～2007年には7000億ドル超の赤字へと拡大した。対GDP比は2001年3.7%からピーク2006年5.8%となった。1998年の時点では主な黒字国は日本、新興アジア、ASEANで、中国の黒字は大きくはなく、2001年まで低下した。2001年は中国がWTOに加盟した年で、それをきっかけに対中直接投資が増大し、外資に支えられ中国の輸出が増大した。中国の経常黒字も対GDP比で2003年の2.6%からピーク2007年10.1%にまで急速に拡大した。人口大国・中国の投資・輸出を主導とした急成長は資源価格の上昇をもたらし、中近東の黒字も2003年頃から急速に拡大した。「グローバル・インバランスは、世界的な経常収支不均衡として1990年代後半から、特に2003年から2007年にかけて拡大した²⁾」。

これが危機勃発前の2000年代前半には世界経済の最大のリスクとして指摘されていた³⁾。90年代後半のアジア通貨危機のように、アメリカの経常収支赤字の拡大からドルに対する信認が低下し、アメリカへの資金流入が細り、「sudden stop」が発生すれば、アメリカは金利を引き上げざるをえず、景気後退を惹起するという懸念である。サブプライム・世界経済危機に関する議論の焦点はまずここに据えられた。

2000年代初頭アメリカでは住宅バブルが発生・膨張し、それと重奏する形で未曾有の信用

バブルが発生した。その基礎には低金利があった。2001年6.5%から2003年6月1%にまで引き下げられたFF金利は「イラク戦争に関連した経済的不確実性」とデフレ懸念により、2004年6月30日まで維持された。そこからFRBは段階的に引き上げはじめたが、住宅ローンに関係する長期金利は余り上がらず、一時的に長短金利の逆転状態が発生した。「グリーンスパンの謎」である。そのため前章でも述べたように、2004年頃からサブプライムローンが拡大し、2002年頃からのバブルが延命された。

この住宅バブル→信用バブルの発生に、グローバル・インバランスはどうかかわっていたのか？グローバル・インバランスについて、Dooly 達⁴⁾は基軸通貨国特権を有する米国を中心として、その周辺に米国への輸出に強い関心を持つ貿易収支地域（アジア：中国、香港含むNIES、マレーシア、日本）と国際的な資本投資に関心を持つ資本収支地域（ヨーロッパ、カナダ、オーストラリア、ラテンアメリカ）が存在し、米国の経常収支は前者における政府による対米投資と後者における民間の対米投資でファイナンスされるとするブレトンウッズⅡ仮説を提示した。『マネー敗戦』の著者吉川元忠氏が「帝国循環」と呼んだものである。

アメリカは中心国であり、システムの仲介者で、海外資金の調達により、国内貯蓄を上回る規模の国内投資で高い成長を実現できた。また流入資金の余剰分を海外に証券を中心に投資して高い利回りを稼いだ。アジアも余剰労働力をフル活用して生産を行い、それを米国に輸出することによってより高い経済成長を実現できる。アメリカの経常収支赤字の拡大からドルに対する信認が低下し、アメリカへの資金流入が細り、「sudden stop」が発生すれば、アメリカは金利を引き上げざるをえず、景気後退を惹起するという懸念に対して、Dooly 達はアメリカ経常収支赤字の拡大にもかわらず、このシステムは本質的にウィンーウィンの枠組みを提供しており「安定的かつ持続可能である」とした。

表3 各国の経常収支の推移

(億ドル)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
先進国	328	177	570	106	-1154	-25564	-2336	-2206	-2206
アメリカ	-1136	-1248	-1407	-2151	-2955	-4108	-3953	-4581	-5213
ユーロ圏	n/a	n/a	569	230	-341	-930	-230	447	252
ドイツ	-300	-169	-113	-159	-312	-342	-71	393	359
ギリシャ	-32	-51	-71	-59	-76	-100	-94	-96	-128
日本	1104	689	952	1151	1142	1307	862	1091	1394
発展途上国	n/a	n/a	-602	-941	58	1087	615	964	1631
アジア	n/a	n/a	158	537	451	428	407	625	840
中国	n/a	n/a	404	315	211	204	174	354	431
LA	-381	-390	-659	-898	-552	-487	-538	-168	78
ブラジル	-184	-235	-305	-334	-253	-242	-232	-76	42
中東	-26	156	229	-180	247	908	551	368	642
サウジアラビア	-53	7	3	-131	4	143	94	119	280

IMF, World Economic Outlook Database, April 2015 より作成。

金融危機後の時点で、Dooly 達⁵⁾は「米国へのネットの資本フローは今世界経済を巻き込んでいる金融危機を引き起こしたのではない」と論じた。ブレトンウッズⅡ仮説批判が「予期した危機」は「新興市場圏からアメリカへの資本流入の突然の停止」であったが、「そうした危機は起こらなかった」。「危機は予期せざるもので、直接的にも間接的にもそれに先行する国際的なインバランスによって引き起こされたものではない」。では危機はどうして発生したのか？ Dooly 達によれば、「大部分の金融システムがより高い利回りを継続して稼ぐ絶対的な必要性とこれらの機関が高い利回りを得る無分別で不正直な方法を見つけ出すスピードを認識しなかったことである」。「我々はまた慎重な監督と規制の欠如を予想するのに失敗した」とも指摘している。「結果として伝統的な金融システム外でレバレッジの増大を促し、資産価値の下落で投げ売りによる一般的な取り付けに対してシステムを脆弱にした」。

これに対してアイケングリーンは、『グローバル・インバランス』日本語版（2008年4月）で「ブレトンウッズ体制は、比較的同質的なメ

ンバーから成り立っていた」のに対して「新ブレトンウッズ体制において…これらの国々はブレトンウッズ体制よりもはるかに同質性が低い」。「体制維持に関する集団的な利益を共有しているというアイディアは、つねに行きすぎた軽はずみな思い込み⁶⁾」であると批判した。「アジア諸国が、単一の主体として行動するような結束した周辺地域を形成できるとする新ブレトンウッズ体制のアイディアは、ナイーブすぎた⁷⁾」。「二つに類似点があるとすれば、それはどちらのシステムも脆弱であるという点⁸⁾」である。その「日本語版への序文」で、Warnock 達の研究によりながら、「米国の金利は海外からの資本流入によって100ベース・ポイントは押し下げられ⁹⁾」たが、海外からの資本流入は「2006年以降」先細りとなり、ユーロ、円、そして幅広い新興市場国の通貨に対して「ドルは、顕著に減価」した。「高レバレッジの米国投資家に問題をもたらした信用収縮は、より深刻なものとなり、「サブプライム危機」へとつながった。危機のなかで「米国の赤字には縮小圧力がかかりはじめた」。「2000年代前半のグローバル・インバランスと、2000年代後半の金

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
-1947	-3689	-4287	-3547	-5746	-857	-60	-635	-284	1576	1699
-6338	-7454	-8067	-7186	-6866	-3808	-4439	-4593	-4608	-4003	-4106
753	134	-189	51	-2332	-303	-37	-96	1942	2843	3130
1269	1338	1734	2373	2176	1994	1946	2282	2523	2513	2876
-135	-183	-296	-447	-516	-360	-303	-286	-62	13	22
1820	1701	1745	2121	1426	1453	2176	1265	587	336	243
2297	4507	6474	6231	6840	2471	3157	4131	3833	2170	1970
916	1427	2726	3958	4257	2746	2347	992	1222	1425	1953
689	1324	2318	3532	4206	2433	2378	1361	2154	1828	2098
199	320	458	58	-393	-304	-653	-821	-1074	-1637	-1648
117	140	136	16	-282	-243	-473	-525	-542	-812	-913
1005	2209	2898	2705	3497	491	1743	4159	4148	3350	2234
519	901	991	934	1323	210	668	1586	1648	1326	1062

融危機・ドル下落・米国の経常収支赤字の縮小は密接な関係がある¹⁰⁾。

危機発生時の財務長官ポールソンも、中国、産油国、他の黒字国の高い貯蓄がグローバルな実質利子率を押し下げ、投資家をして利回りを奪い合わせ、リスクを安売りするようにしたと論じた¹¹⁾。08年の大統領経済報告も「現在のグローバル金融危機のルーツは90年代後半に始まった。発展途上国の貯蓄の急速な増加（時々「グローバル貯蓄過剰」と呼ばれた）は、アメリカや他の工業国への大規模な資本流入となり、安全資産へのリターンを押し下げた。安全資産に対する相対的に低い利回りが恐らく投資家がよりリスクな資産からの高い利回りを求めさせた」と論じた。The Economist 誌（2009年1月24日）も“*When a flow becomes a flood*”と題する記事で、「金融危機の根底的な原因は、グローバル・インバランス、主としてアメリカの巨額な経常収支赤字と中国の巨額黒字にある」と指摘した。

危機の勃発前この点を立ち入って論じたのがバーナンキで、2005年「世界的過剰貯蓄と米国の経常収支赤字」と題するスピーチで次のよう

に述べた¹²⁾。

「過去10年間多様な諸力の結びつきが世界的な貯蓄供給の著しい増加－世界的過剰貯蓄－を生み出し、それは米国の経常収支赤字と今日の世界における相対的に低い水準の長期実質利子率の両方を説明する」。

そうした「高レベルの世界的貯蓄の重要な理由」としてバーナンキは、「高齢化しつつある成熟国における高齢者の強い貯蓄インセンティブ」、「多くの主要先進諸国における退職者・労働者比率の劇的な上昇の見通し」、「労働力が緩やかに成長するかあるいは減少するにつれて、米国以外の多くの先進諸国は、国内投資機会の明らかな不足」と共に、「世界的過剰貯蓄の特に興味深い一面」として「開発途上国と新興国への信用の流れの著しい逆流」、すなわち「開発途上国や新興国の経済を、国際資本市場において借り手から巨額の純貸手へと転換させたシフト」を指摘した。

「2000年3月に始まった株式市場の下落後に、新規の資本投資とファイナンスへの需要は、世界中で衰退している」が、「意図された世界的貯蓄は強いままであった」。そのため「米国だ

けでなく海外においても、実質利子率は近年相対的に低くなってきている。「住宅ローンの低い利率が住宅建設の記録的水準と住宅価格の力強い上昇を支えているため、世界的過剰貯蓄の重要な資産価格効果は住宅投資市場で生じてきた」。「その結果米国の国民貯蓄を低下させ、経常収支赤字拡大に寄与し」た。世界的貯蓄が何故アメリカに向かったのか？これについてバーナンキは、「米ドルの特別な国際的地位」と共に「投資先としての米国の魅力と金融市場の深化・高度化」をあげている。「巨額の米国の経常収支赤字の根本的な理由は米国の外部」にある。

このバーナンキの「世界的貯蓄過剰 GSG」仮説は、「アジア諸国の過剰な貯蓄が圧倒的に米国の財務省証券と政府機関債そして GSE 発行の MBS に投下され、モーゲージ金利を含め長期債の実質金利を低下させた」として、「グリーンパンの謎」に対する回答を示している。危機に先行する時期の安易な金融状態を「グローバルな経常収支インバランスの累積と新興経済に発するグローバル貯蓄過剰に帰し」、ルビーニとミームが批判しているように「アメリカの問題から生じた責任を他国に転嫁するもの¹³⁾」、「巨額の経常赤字の責任をたくみに外国人に転嫁¹⁴⁾」するものであり、テイラーが『脱線 FRB』¹⁵⁾で強調した IT バブル崩壊後マイナス金利状態を長期間放置しバブルを助長した政策ミスに対する責任を巧妙に回避している。

危機前史でみたように低金利状態と合わせ、第 1 章第 4 節 II 「資本移動の自由化と金融の自由化」で年表としてまとめたアメリカの一連の規制緩和がバブルを助長したことは言うまでもない。とりわけ 2002 年のジョージア州公正住宅ローン貸付法等略奪的金融から消費者を守る州法が 2003 年財務省通貨監督庁によって無効にされた経緯は重大であった。まさに「妨げたはずの悪夢？」であったが、規制緩和に突き進んでいった背景には、イラク戦争への突入と合わせ、ポスト冷戦特有のメンタリティがあったのでは

ないか。冷戦終焉が「和解」ではなく、「一方の全面勝利／他方の全面敗北」として終わったという誤った感覚が、アメリカの「唯一の覇者」意識を強化し、「あたかもアメリカが全世界的に普遍的な価値の担い手であるかの幻想を広めた¹⁶⁾」。

このグローバル・インバランスとバブルとの関連、さらにアメリカの低金利政策との関連について論争を踏まえて、この問題を包括的に論じたのが Obstfeld と Rogoff¹⁷⁾である。

彼らは「グローバル・インバランスは本質的に無害な現象であり、新興市場の遅れた金融発展の自然な不可避の結果であった」とする Dooly 達に対して、「これらの分析の根本的な欠陥は先進国の資本市場、特にアメリカのそれが、基本的にパーフェクトであり、リスクなしに永遠にレバレッジの拡大を続けられるという仮定である」と批判している。実際に長期的なドル安の進行で対米投資資産には為替差損が発生した。

彼らはバーナンキと同じく「90年代後半に始まった貿易と資本フローのグローバル・インバランスへの言及なしにこの危機を理解するのは不可能である」とし、「2000年代のグローバル・インバランスと最近の金融危機が密接に関連している」ことを認めているが、その関連の理解については「微妙に異なるスタンスをとっている」。彼らの見解では、グローバル・インバランスとサブプライム危機の「両者は2000年代に入り採用された各国の経済政策によって引き起こされたものであり、その政策がアメリカを通して、そして究極的にはグローバルな金融市場を経由し伝播した時に発生した歪みにより生じた」。

「ドルの法外な特権」で「米国はマクロレベルのインバランスを海外からの安い資金でファイナンスできるため、インバランスの是正の政策をとらず、金融緩和政策を持続して低金利を持続させ、為替レートと資産価格上昇、米国の対外債務の増加率を累積経常収支赤字の増加率

よりもはるかに低い水準に抑えることに成功した」。実際07年まで巨額の経常収支赤字が累積されたにもかかわらず、アメリカの対外純債務は2兆ドル程度で安定していた¹⁸⁾。

一方中国は「巨大な外貨準備により米国の金融資産を購入する事により不胎化政策をとり国内インフレを抑えつつ、かつ為替レートを割安に維持して輸出を増大させ、そのため自国経済の内需転換という構造調整を先延ばし、巨額の準備と国内貯蓄を生み出した」。「米国の政策と新興国の政策の相互作用によりグローバル・インバランスと住宅バブルとレバレッジが増大するメカニズムが維持増幅されていたという政策相互依存説¹⁹⁾」である。問題はこの過程で両国の再生産構造の歪みが大きくなったということである。

住宅バブルの原因となった長期利子率の下落を「グローバルな貯蓄過剰」に帰すバーナンキに対しては、ObstfeldとRogoffは「通貨政策に非常にマイナーな役割しか割って振っていない」と批判している。「ハイテクセンターのグローバルな下落とより密接に関連している」「低い長期利子率と共に、貨幣政策の順応的スタンス、特にアメリカの貨幣政策が2004年に始まる住宅市場過剰とグローバル・インバランス双方の拡張において主要な役割を演じた」。「FRBが01年にスタートする非常に順応的なスタンスを採用し、それを維持するのが長すぎた」と批判するテイラーと共に「アメリカの金融緩和がアメリカの赤字の促進と危機のステージ」の設定において重要であった」とした。ObstfeldとRogoffによれば「FRBの貨幣政策、グローバルな実質利子率、信用市場の歪み、そして金融イノベーションの相互作用がアメリカをグローバル金融危機の中心にする有害な諸条件のミックスを生み出した」。

バーナンキが指摘した「グローバルな貯蓄過剰」、グローバル・インバランスはDooly達が主張するように金融危機とは関係はなかったのか。アジア通貨危機後これら諸国は高い経済成

長を維持するための輸出主導戦略を追求して外国為替市場介入を行い、更にIMFへの新たな依存を強制する将来の金融危機へのバッファとして外貨準備を蓄積するようになった。しかしIMF・World Economic Outlook(2005年9月)に従えば、グローバルな貯蓄は2000年から02年に世界GDPの1.34%下落し、70年代や80年代に比べてかなり低くなった。「中国は2000年の途上国アジアの総対外黒字の僅かに半分であったが、05年までにそのほとんど全てとなった。その時までには中国のインバランスは産油国のそれとならんでグローバル赤字の主要なカウンターパートとなった」。中国の台頭と共に2007年までグローバルな貯蓄が増大した。

実際にITバブル崩壊後落ち込んでいたアメリカへの資本流入は2004以降急増する。2003年8583億ドルから04年には1兆5332億ドルに急増、06、07年と2兆ドルを超えた。アジアからの資本流入の中心は公的資本であり、アメリカの国債やエージェンシー債に多く投資されている。そのためFRBは、「04年6月末に引き締めサイクルに乗り出し」、目標FFレートは1%から06年7月には5.25%にまで引き上げたが、「グリーンスパンの謎」と言われたように長期金利は上がらず、まさに2004年からサブプライムローンやそれを証券化したMBS、さらにそれを他の資産担保証券と共に再証券化したCDOが増加した。ObstfeldとRogoffは「グローバル貯蓄過剰の考えが最も妥当するのは04年あたりである」としている。

では「世界的貯蓄過剰」仮説が想定したように、07年に端を発する金融危機は、ドルの信認低下によるアメリカからの資金の引き上げをきっかけとしたものであったのか。アメリカへの資金流入の内アジア・太平洋地域からの資金流入は2001年の1330億ドルから04年4371億ドルへと増加した。その後高水準を維持しながらその水準を超えることはなく、超えたのはむしろリーマン・ショック時08年の6303億ドルであった。その内70%程度が中国マネーであった。従っ

てサブプライム・世界経済危機は、ドルに対する不信感からアメリカからの資金の引き上げをきっかけとして発生したわけでもなく、中国が原因だったわけでもない。むしろ中国は2008年末に打ち出された4兆元という膨大な景気刺激策と合わせ、世界経済を救ったのである。後にはこの景気刺激策は極端な投資主導という再生産構造の歪みをさらに拡大し、危機の新たなステージを用意することになるのであるが…。

ObstfeldとRogoffは「バーナンキのGSG論があてはまるのは04年以降」としているが、危機前夜04～07年にかけての急増の中心であったのはヨーロッパ地域からのものであった。ヨーロッパ地域からの資本流入は2001年4310億ドルから2003年2630億ドルに落ち込んだ後04年6220億ドルへと急増した。第2章Ⅱで、サブプライムローン問題にとって、2004年が鍵となる重要な年であるとアメリカ国内の動きを指摘したが、それと連動し国際資本フローにも大きな変化があったのである。ObstfeldとRogoffが指摘しているように、「当時完全には認識されていなかったが、世界経済は実際に04年に新たなより危険な局面に入った」。グローバル・インバランスは更に拡大し、図3が示すように、ヨーロッパからの資金流入もピーク2007年には9567億ドルに達した。

それがアジア・太平洋からの流入と対照的に2008年には突如2677億ドルの資金引き揚げに転じている。アメリカからヨーロッパへの資本流出も2007年の1兆2億ドルから08年には3166億ドルの引き揚げに転じている。この資本フローの動きは何を意味しているのか。「経常収支とネットの資本フローに焦点を当てた」過剰貯蓄見解は、「金融脆弱性の核心であるグローバルな融資パターンから注意をそらすことになる」として、グロスの資本フローに注意を向けたのがBorioとDisyatat²⁰⁾である。

2014年グローバル・インバランス論で論陣をはったアイケングリーンは「グローバル・インバランスのレクイエム²¹⁾」と題する論稿で、「金

融危機の裏側で、国際的な資本移動が役割を果たしたことは否定できない」。しかし、「問題となった資本移動は、海外から米国に流入して経常赤字を埋めたネットのフローではなかった」と指摘した。我々はしばらく米・アジア関係から離れ、アイケングリーンが「世界経済の不均衡を批判した者も、擁護した者も、北大西洋を挟んだこの双方向のグロスのフローを、ほとんど完全に見逃していた」と自己批判した米欧関係に目を転ずる必要がある。

- 1) 本図の作成にあたっては、岡本恵也「揺らぐとも『アメリカ経済』、揺らぐとも『ドル本位制』(岡本恵也・楊枝嗣朗編著『なぜドル本位制はおわらないのか』文真堂、2011年所収)と岩本武和「グロスの資本フローと国際投資ポジションからみた世界の構造転換」(http://www.esri.go.jp/jp/prj/int_pri/2013/prj2013_01_04.pdf)を参照。
- 2) 小川英治編『ユーロ圏危機と世界経済—信認回復のための方策とアジアへの影響』(東京大学出版会、2015年) p.4.
- 3) Catherine L.Mann. 2002. Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability, Journal of Economic Perspectives, Volume16, Number3, pp.131-152.
- 4) Michael P.Dooley, David Folkerts-Landau and P. Garber. 2002. An Essay on The Revived Bretton Woods System. <http://www.nber.org/papers/w9971>
- 5) Michael P.Dooley, David Folkerts-Landau and P. Garber. 2009. Bretton Woods II Still Defines The International Monetary System. <http://www.nber.org/papers/w14731>
- 6) バリー・アイケングリーン(畑瀬真理子・松林洋一訳)『グローバル・インバランス 歴史からの教訓』(東洋経済新報社、2010年) p. iv.
- 7) 同上, p. ix.
- 8) 同上, p. iv.
- 9) 同上, p. viii.
- 10) 同上。
- 11) H.Guha, 2009. Pauson Says Crisis Sown by Imbalance. Financial Times (January 1) <http://www.ft.com/cms/s/0/ff671f66-d838-11dd-bcc0-000077b07658.html>
- 12) Ben S.Bernanke, 2005. The Global Saving Glut and

the U.S. Current Account Deficit,

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102>

- 13) ヌリエル・ルービニ, スティーブン・ミーム (山岡洋一・北川知子訳)『大いなる不安定 金融危機は偶然ではない, 必然である』(ダイヤモンド社, 2010年) p.114.
- 14) 同上, p.343.
- 15) J.B. テイラー (村井章子訳)『脱線 FRB』(日経 BP社, 2009年) p.12.
- 16) 塩川伸明『冷戦終焉20年 何が, どのように終わったのか』(勁草書房, 2010年) p.195.
- 17) M.Obstfeld,K.Rogoff, 2009. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes, <https://www.imf.org/external/np/res/...obstfeld.pdf>
- 18) G.M.Milesi-Ferretti, 2009. A \$2 Trillion Dollars Question, <http://voxeu.org/article/2-trillion-question> この論稿で Milesi-Ferretti は, ドルの顕著な減価と米国株に比して外国株のパフォーマンスがより力強かったこととによって, 外国通貨建ての米国保有海外資産の価値が, 米国内で海外が保有するドル建て資産の価値よりも大きく増加したことをその原因として指摘している。こうした傾向は2008年には逆転し, ドル高の進行もあって2014年には純債務額は7兆ドルに悪化している。
- 19) 関村正悟「グローバル・インバランスからグローバル・シャドーバンキングへーバーナンキの Global saving guilt 論の展開をめぐってー」(岡本恵也・楊枝嗣朗前掲編著所収) p.141.
- 20) C.Borio and P.Disyatat, 2009. Global imbalances and the financial crisis: Link or no Link?, <http://www.bis.org/pub/work346.pdf>
- 21) B.Eichengreen, 2014. A Requiem for Global Imbalances, <http://www.project-syndicate.org/.../barry-eichengreen-notes> この論稿でアイケングリーンは, アメリカが「エネルギーの自給自足を約束するシェール革命と, 製造業の生産性向上によって」貿易収支が改善し, 一方中国も「貯蓄から消費へ, 輸出から内需へと, 不均衡の是正に乗り出した」ことによって2007年をピークにグローバル・インバランスが縮小したことをもって, グローバル・インバランスは終わったと断じた。確かにアメリカの経常収支赤字の

対 GDP 比は2006年のピーク5.8%から2014年2.4%に低下し, 中国のそれもピーク2007年の10.1%から2014年には2%にまで低下したことは事実である。しかし中国の投資・輸出主導から消費主導への再生産構造の転換は容易ではない。2008年の4兆元の景気刺激策が再生産構造の歪みをさらに拡大し, 2013年の時点でも中国の GDP 構成比は民間最終消費支出36%, 総固定資本形成46%となっている。これに対してアメリカのそれは同68%, 16%と対照的な構造となっている。米中間の貿易不均衡は拡大を続け, 2014年のアメリカ経常収支赤字4106億ドルのうち対中のそれは85%を占めるまでになっている。欧米のバブルに便乗して形成され, 4兆元の景気刺激策が強めた中国の極端な投資・輸出主導の再生産構造歪みは, 鉄鋼等基礎的資材の生産過剰となって世界経済を震撼させつつある。そのような意味でグローバル・インバランスは終わった訳ではない。

第4章 アメリカとヨーロッパとの関係

2009年ギリシャ危機に端を発する「欧州金融・債務危機」は当初アメリカ発のサブプライム危機が飛び火したものであり, 言わば受け身であると考えられていた。しかし研究が進むにつれて「ヨーロッパの金融危機がここまで深刻化した背景には, やはりヨーロッパ固有の要因¹⁾」があることが明らかになった。「金融動乱がアメリカからヨーロッパに飛び火したように思うのは, とんでもない誤解」であり, ヨーロッパとアメリカはサブプライム危機について「むしろ両者共犯²⁾」であるという真相が明らかになった。

図3は, サブプライム危機勃発前夜の2007年のアメリカの地域別国際収支表に基づいて, 国際的な資金フローをまとめたものである。この年アメリカに流入した資金は約2兆ドルで, アメリカから流出した資金は約1.5兆ドルであった。アメリカの経常収支赤字は7134億ドルであった。アメリカへの流入の半分はヨーロッパからのものであり, アメリカからの流出はヨー

ロップ向けが約70%であった。ネットでは435億ドルの流出超で収支はほぼトントンであった。

中国、日本を含む「アジア・太平洋」からアメリカへの資金流入は4345億ドル、アメリカからの資金流出は312億ドルで、差し引き4033億ドルの流入超となっている。先にも指摘したように、これがこの年のアメリカの経常収支赤字7134億ドルの約60%を、とりわけアジアの資金がファイナンスする形となっている。

後にFRB議長となるバーナンキは2005年、この過剰貯蓄に基づく経常黒字国アジアや中東産油国からの資金が、FRBの意に反したアメリカの長期金利を低位に維持し、住宅バブルの元凶となったと指摘したことは先に述べた。Warnock 達³⁾によれば「2005年5月までの12ヵ月外国政府が米政府債を積増ししなかったら」「10年物米国債の利回りは90bp高くなった」。

アジアからの資金流入の64%は公的資金である。貿易黒字で累増する外貨準備の多くをアメリカの国債やエージェンシー債で運用するものである。FRBスタッフ推計による表4は、日本を除くアジアと中東産油国のGlobal saving glut (GSG) 諸国の対米証券投資の内訳が示されている。2003年の対米証券投資は8700億ドルで、その内財務省証券4490億ドル、エージェンシー債1980億ドルと両者で74%となっている。2007年には2兆820億ドルに増加し、その内財務省証券9050億ドル、エージェンシー債6560億ドルと両者で75%となっている。経常黒字国の運用が両者に偏っていることがわかる。これが長短金利の逆転現象となり「グリーンスパンの謎」とも言われた長期金利の低位維持に一定程度寄与したことは間違いない。長期金利90bp押し下げ効果を明らかにしたWarnock 達は、「更なる分析はこのインパクトの3分の2は東アジアに由来していることを示している」と指摘した。

しかしアジアからの民間資本のうち証券投資は689億ドルと大きくはなく、表4が示すようにサブプライム関連証券化商品は、2007年でも

ABS/MBS (AAA) 440億ドル、ABS/MBS (非AAA) 60億ドルに止まっており、2000年代の住宅バブルとそれに連動した信用バブルに大きく加担したわけではない。「米住宅ブームをファイナンスするアジアの役割は相対的な関係で実質的ではなかった⁴⁾」。ではこれらのバブルに大きく加担した地域はどこなのか？収支トントンでバーナンキの当初の「世界的貯蓄過剰」仮説の視野に入っていなかった米欧関係に立ち入ってみよう。

<危機前夜に異常に膨らんだ米欧間の民間資本の動き>

アジアからアメリカへの資金流入の中心は公的資金であるが、米欧関係では公的資金の規模は小さく、民間資本が中心である。2002年にはアメリカからヨーロッパへの銀行融資は372億ドルであったが、07年には4352億ドルへと10倍以上拡大した。同じくアメリカからヨーロッパへのノンバンク融資は2002年の373億ドルから06年には1920億ドルにまで5倍以上拡大した。逆にヨーロッパからアメリカへの資本流入について、ヨーロッパの対米証券投資は2002年には1151億ドルであったが、07年には3586億ドルと3倍以上増加した。

<危機前夜に異常に膨らんだ米欧間の民間資本の動きの実態は何なのか？>

「国際収支においては、勘定は国籍ではなく、居住者をベースとしているので外国銀行のアメリカ支店及び子会社はアメリカの銀行として取り扱われる」。そのためその実態が隠されているが、親銀行の国籍に基づいたBIS「国際与信取引統計」に基づいて取引の実態を解明したのが、H.S.Shin⁵⁾である。彼によればアメリカからのグロス資本流出を主導したのはヨーロッパのグローバル銀行であった。「外銀の米支店及び子会社が、アメリカでMMFを通してホールセール資金調達を行い、その後それを本社に送ることによって銀行セクターを通してグロス資本流出を推進している」。

「08年半ば米プライムMMFの資産のうち

50%は、外銀の短期負債であり、ヨーロッパの銀行が一番大きな部分を占めていた」。Shin は、米 MMF から資金調達したヨーロッパの銀行の国別内訳（2011年6月末）を示しているが、それによるとフランスの約2000億ドルを筆頭にイギリス、オランダ、ドイツ、スイスと続いている。「アメリカの MMF はグローバル銀行にとってホールセール銀行資金調達の重要な源泉である」。そうして調達された資金はどのように利用されたのか？

「アメリカにおける外銀のオフィス間資産が最近20年間に急速に増加し、08年に急落、しかし09年に立ち直った」。Shin によれば、外銀のネットのオフィス間資産（支店の債権－支店に対する本社の債権）は1980年代と90年代のほとんどマイナスであった。支店の役割はローカル資産の取引を行うために本社から資金調達することであった。しかし、ユーロが登場した「1999年にネットのオフィス間資産はプラスの領域に上昇し、その後急速に増加した。米支店が、親銀行の貸出の出先機関であるというよりも、本店のための資金調達源泉となった」のである。Shin によれば、「09年9月にアメリカは161の外銀支店を抱えていた。それらは全体としてホ

ールセール銀行資金のうち1兆ドル以上を調達し、そのうち6450億ドルがそれらの本社の使用のため運ばれた」。ネットタームでは「外国銀行支店は09年9月に本社向けに4690億ドルにのぼるネットで正のオフィス間ポジションを有していた」。

そうして調達された資金はどのように利用されたのか？先にも指摘したように、地域別国際収支はヨーロッパの対米証券投資が2002年の1151億ドルから07年3586億ドルへと3倍以上増加したことを示しているが、その内訳の詳細がFRBの表4に示されている。2003年ヨーロッパの対米証券投資残高は、2兆1820億ドルで、この内財務省証券は3450億ドル、エージェンシー債は1920億ドルと、これらが75%を占めたGSG諸国と対照的に25%に止まっている。代わって大きいのが株式9740億ドル、社債（非AAA）4960億ドルである。住宅ブームを反映するABS/MBS（AAA）860億ドル、ABS/MBS（非AAA）150億ドルとこの時点では小さい。

2007年にはヨーロッパの対米証券投資残高は3兆9780億ドルへと急増した。この内財務省証券3990億ドル、エージェンシー債3080億ドルと両者合わせて18%で2003年に比して比率を低下

表4 アメリカ債券発行額（2003年と2007年）

(10億ドル)	全債券	財務省証券	エージェンシー債	社債(AAA)	ABS/MBS(AAA)	社債(非AAA)	ABS/MBS(非AAA)	株式
アメリカ債券発行総額(2003年)	29,757	3,342	5,969	393	1,439	4,093	254	14,266
外国人投資家保有	5,239	1,477	571	157	162	1,003	29	1,839
内ヨーロッパ	2,182	345	192	74	86	496	15	974
内GSGs諸国	870	449	198	5	11	33	2	172
アメリカ人保有	24,518	1,864	5,398	236	1,277	3,090	225	12,427
アメリカ債券発行総額(2007年)	40,169	4,113	6,786	425	3,154	5,286	458	19,947
外国人投資家保有	9,796	2,384	1,384	214	788	1,679	114	3,232
内ヨーロッパ	3,978	399	308	126	487	993	71	1,594
内GSGs諸国	2,082	905	656	9	44	72	6	389
アメリカ人保有	30,373	1,729	5,402	210	2,366	3,607	344	16,715

Ben S. Bernanke, C. Bertaut, L.P. Demarco, S. Kamin 2011. International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2002-2007, 表1より作成。

させた。急増したのは住宅ブームを反映するABS/MBS (AAA) で、2003年の860億ドルから4870億ドルへと急増している。ABS/MBS(非AAA) も150億ドルから710億ドルへと急増している。

そして「アメリカへのグロス資本流入は、シャドバンキングシステムを経由した民間住宅ローン担保証券やアメリカの負債者への債権の証券化によって作られた仕組み債の購入による外国（主としてヨーロッパの）銀行による貸出を表」している。「米証券保有のデータは、ヨーロッパの銀行の債権の大部分は米民間レベルでの証券であることを示している」。「民間版モーゲージ証券化による信用の急速な拡大はヨーロッパグローバル銀行からきている」、「サブプライムローンと結びついた証券および仕組み債のリスクに最もさらされたのはヨーロッパの銀行であった」。

「ヨーロッパの銀行は、米ドル仲介能力を発揮することによってアメリカの信用状態に影響

を与える枢要の役割を演じた」。「ヨーロッパの銀行の米カウンターパーティに対する大きなグロスの債権は、彼らの米国に拠点を置く預金者への大きな負債に匹敵している」。

図4によれば、2008年ユーロ圏銀行のドル建て資産はほぼ5兆ドルであり、同じく負債もそれに匹敵する規模となっている。スイスとイギリスの銀行を含めたヨーロッパ系銀行のドル建て外国資産は「リテールと企業向け貸出と国債、エージェンシー債、及び仕組み商品の米証券保有を含め2008年には8兆ドルに達していた」。

ここでの問題は、アメリカの短期金融市場で資金調達し、長期で運用する長短ミスマッチの問題が内包されていたということである。ドル資産の満期構成が長期中心で流動性が低いのに対して、ドル債務の満期構成が短期中心で流動性が高いという満期ミスマッチは1.1兆ドルと6.5兆ドルの範囲と予測された。さらに債務はドル建てのため通貨のミスマッチにも直面していた。

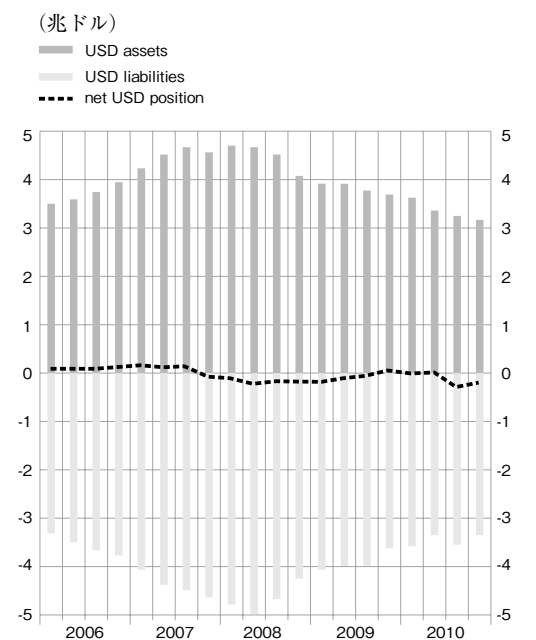
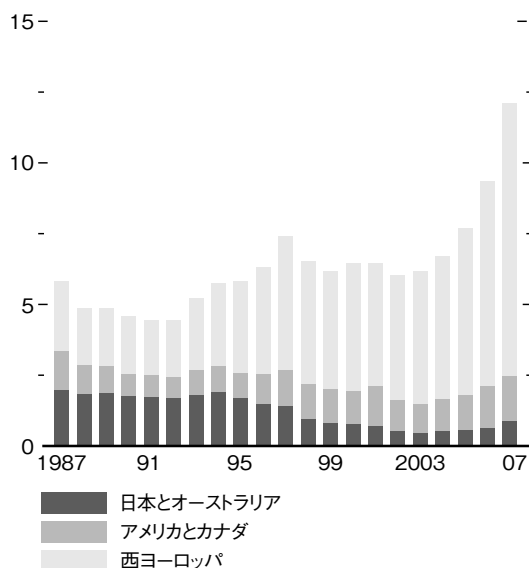


図4 ユーロ圏銀行のドル建て資産と負債



(出所) IMF *World Economic Outlook* 2009 April, p. 147.

図 5-1 新興・発展途上経済における先進諸国銀行の資産 (先進諸国経済の対 GDP 比)

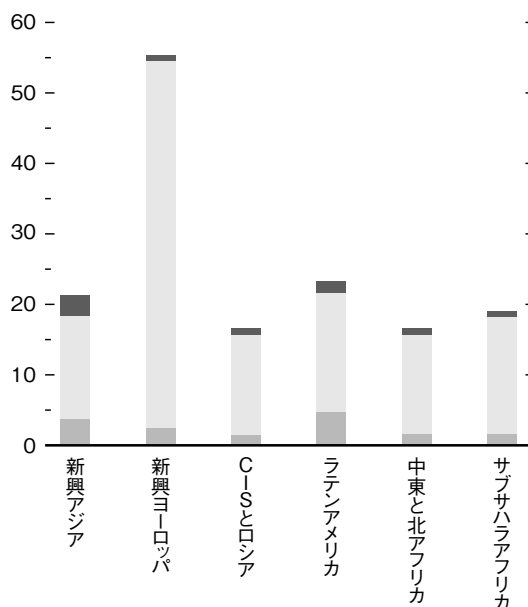


図 5-2 2007年の先進諸国銀行に対する負債 (新興諸国の対 GDP 比)

＜何故「非政府証券の大部分はヨーロッパの投資家に保有されている」のか？＞

「中国と日本のように経常収支黒字を有する諸国は主として財務省証券又は GSE 証券を保有している」のに対して、何故「非政府証券の大部分はヨーロッパの投資家に保有されている」のか？これについて「世界的貯蓄過剰」仮説を提起したバーナンキ等⁶⁾は、経常収支黒字国の財務省証券又は GSE 証券への強い選好が米財務省証券の長期利回りを押し下げ、ヨーロッパの投資家を財務省証券から「一見安全な民間版 MBS に押しやった」と一種のクラウディングアウト効果を指摘した。

これに対して Shin は「ヨーロッパのグローバル銀行は、単に国債から民間版証券に保有を切り替えたというよりも、アメリカの債権者に対する債権を05年から07年に40%近く増加させ、アメリカでの資産を増加させた」と批判し、「アメリカの債権者に対するヨーロッパの銀行資産

の膨張のよりもっともらしいメカニズムは、測定リスクの低さとバランスシート余力の増加によって推進されたバランスシート全規模の増加である」としている。『『グローバル貯蓄過剰』というよりもむしろ、サブプライム危機に先立つ信用基準の低さを銀行セクターの過剰能力によって生み出された『グローバル銀行過剰』に帰すのがより妥当とみえる』、これが Shin の見解である。

実際、ヨーロッパの銀行がアメリカでの証券投資を急増させた時期は、同時に「ユーロ圏内のクロスボーダー銀行が特に03年後爆発的に成長した時期でもあった」。IMF の図 5 が示す「先進国と新興国経済との金融リネージュ⁷⁾」は、バブル崩壊後のジャパンマネーの退潮を尻目に対外進出を強化したヨーロッパの銀行が、とりわけ2003年以降新興国への銀行貸付を急増させたことを示している。新興アジア、ロシア周辺国、LA、中東でのヨーロッパの銀行のプレゼ

ンスが高まっている。欧州新興国では、GDP比で50%を超える資金調達を欧州先進国の銀行から行っている。表掲外であるが、証券投資では全般的にアメリカの銀行プレゼンスが高まっているが、欧州新興国ではこの分野でも欧州銀行のプレゼンスが際立っている。新興国の対外的な資金調達構造をみると、多くの地域で、欧州先進国銀行からの借入が証券投資を通じた調達規模に匹敵ないしはそれを上回っている。「欧州系銀行がグローバルな資金仲介の輪を繋ぐ形で、国境を超えた資金提供が循環的に行われていた⁸⁾」のである。このためヨーロッパの金融機関は資産と負債両建てで急増した。BIS locational banking statistics Table 6Aによれば、BIS報告銀行全体の資産は1999年12月9.8兆ドルから2008年6月34.5兆ドルにまで3.5倍となったが、ユーロ圏銀行のそれは同時期3.1兆ドルから13兆ドルにまで4.2倍となった。

＜欧州銀行が何故アメリカの負債者と預金者の仲介を拡大したのか？＞

銀行能力のそうした急速な増加をみたのが何故ヨーロッパだったのか？ヨーロッパの（アメリカではない）銀行が何故アメリカの負債者と預金者の仲介を拡大したのか？国際金融ネットワークが緊密化する中で「欧州の銀行部門がハブとしての機能を高め⁹⁾」たのは何故か？「ヨーロッパの銀行が1999年に始まる10年間に急速に拡張したのは何故かということ」をShinは「未解決の重要な問題」と指摘している。これに対するShinの解答は「ヨーロッパの規制環境とユーロの登場」である。

銀行の業務の中心は預金を受け入れて貸出を行う商業銀行業務であったが、アメリカでは1980年代初頭から商工業貸付は低下傾向にあり、金融の自由化もあり利鞘が低下した。「預貸業務の成熟化から、伝統的な金利収入以外の新たな収入源を求めざるを得なくなった大手銀行は、証券業へ進出した」と前稿で指摘したが、こうした「銀行中心から金融市場中心の金融システムへの移行¹⁰⁾」はヨーロッパの銀行も同様で

あった。こうした中で1999年にユーロが登場し、ヨーロッパでは金融機関同士の競争に拍車がかかった。

「国内の伝統的な銀行業務の困難に直面したヨーロッパの特に大手銀行は、新たな収益機会を求めて、…積極的な国際展開を図ると同時に投資銀行業務やトレーディングといった金融市場関連のビジネスに積極的に乗り出し¹¹⁾」た。「ユーロ導入による為替リスクの消滅が、ユーロ建て資産（特にPIIGS諸国や東欧諸国への貸し出し）を拡大させた」。欧州新興国以外にも国際展開を加速したことは先に指摘した。

金融のグローバル化の進展で「アメリカ金融機関との競争」も激化した。第1章第4節Ⅱの年表でみたように、アメリカでは1933年グラス・スティーガル法で商業銀行が投資銀行業務を兼務できないこととなったが、80年代以降商業銀行は、段階的な規制緩和でなし崩し的に投資銀行業務に進出するようになった。1999年にはグラム・リーチ・ブライリー法で商業銀行も金融子会社を通じて投資銀行業務に参入できるようになった。ヨーロッパの銀行は新たな収益機会を求めて「投資銀行業務やトレーディングといった金融市場関連のビジネス」に乗り出したものの、「欧州系のユニバーサルバンクと正面から対決する」アメリカの投資銀行との競争激化が待ち構えていた。アメリカ投資銀行は金融イノベーションで先行し、「1990年代終わりから2000年代初めにかけて、欧州内での投資銀行の手数料シェアは米国投資銀行が(70%もの)驚異的な割合を占めるまでに至った¹²⁾」。そのためヨーロッパの銀行は、高い格付で国債より高い利回りが期待できるアメリカのサブプライム関連商品への投資やそれらを手がけているノンバンクに対する巨額融資に活路を見出さざるを得なくなった。星野氏によれば、歴史的な低金利で運用利回りが低下する中で、「ヨーロッパの保守的な機関投資家の間にも、より大きなリスクをとってでもより高い収益を得ようとする傾向が強まった¹³⁾」という。大きなリスクに

さらされることとなったのである。

またヨーロッパの銀行は自らも証券化を手掛けるようになった。ヨーロッパの証券化はユーロ導入までは非常に限定的であったが、それをきっかけに2007年初めまでかなり成長した。2007年のMBSの発行規模はアメリカの5分の1で、ABS CDOs市場ではヨーロッパの発行はゼロに近かった¹⁴⁾。アメリカでは発行の3分の1がアメリカの銀行のバランスシートに留まっていたのと比較して、ヨーロッパでの発行のほぼ60%がヨーロッパの銀行のバランスシートに留まったままであった。星野氏は「投資銀行業務を志向しながら、依然伝統的な銀行業務にも関わらざるを得ない」ヨーロッパの大手銀行の証券化を「オンバランスの証券化¹⁵⁾」と特徴づけられている。そのリスク管理としてCDSが利用され、先にも指摘したようにそのグローバルな残高は劇的な増大をみたのである。

ヨーロッパの銀行が国際マネーフローのハブとしての機能を強めた背景には、Shinは指摘していないが、2001年アメリカが開始した対テロ戦争の影響もあった。2001年WTO加盟後中国は外資を集め「世界の工場」として急速に台頭したが、人口大国・中国の成長によって資源価格が急騰した。「膨れあがったオイル・資源マネーは、米による『資産凍結』を恐れてヨーロッパ金融市場に流入し、アメリカに倣って英、独が先導した欧州金融の証券化を支えることになった¹⁶⁾」。オイル・資源マネーはさらにとりわけイギリスを経由してアメリカに投資された。

また2001年に入るやいなやFRBはFFレートの急速な引き下げに転じたが、ECBはインフレを恐れ、引き下げが遅れた。2004年アメリカがFFレートの引き上げに転ずるまで米欧間で金利差が拡大したこともオイル・資源マネーがヨーロッパに集まった一因でもあろう。

そもそもヨーロッパが「何故金融主導の経済成長に頼らざるを得なかったのか」。第1章で検討したアメリカの金融肥大化の背景と事情は同じで、この「間を突き詰めて行くと、最終的

にはヨーロッパにおける恒常的な需要不足の問題に行き着かざるを得ない」。第1章図2の労働分配率の長期低落傾向が一端を示すように「80年代から続く抑制的なマクロ経済政策と賃金抑制は、ヨーロッパに構造的な需要不足を生み出し、…外需に頼るか、あるいは90年代後半以降のアングロサクソン型資本主義ないしは金融資本主義の強い影響下で、資産効果による内需の拡大に頼らざるを得ない構造を作り出した¹⁷⁾」のである。

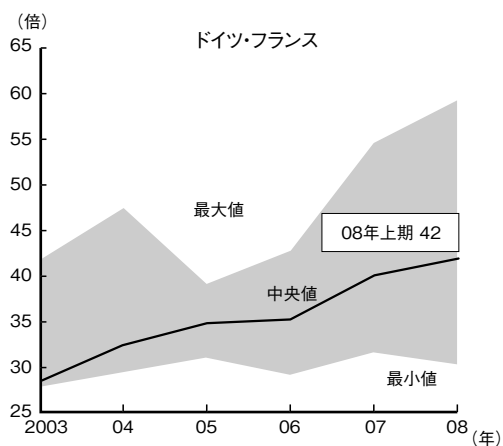
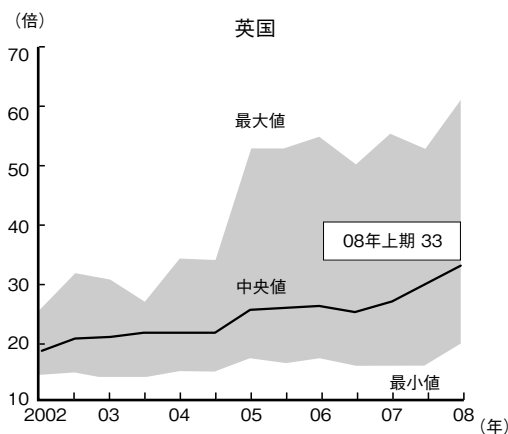
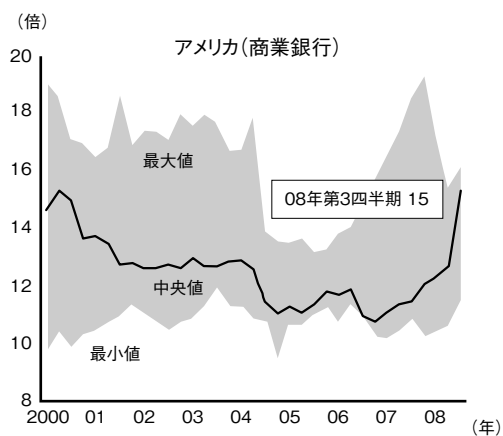
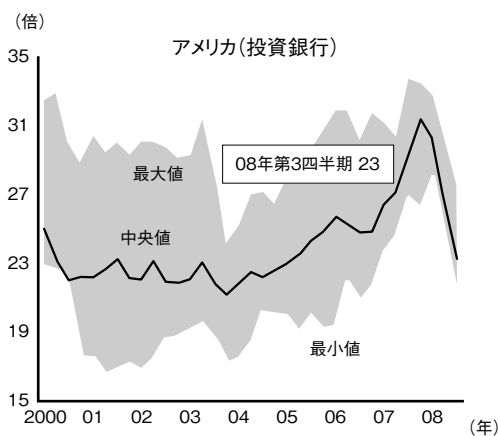
<BIS規制とシャドーバンキング>

ヨーロッパの金融機関は資産と負債両建てでバランスシートが急増し、図6が示すようにレバレッジ率が増加した。レバレッジ率の拡大には規制があった。1988年バーゼル合意に基づく自己資本比率規制が信用リスクに対して導入された。国際統一基準が適用される銀行においては、自己資本比率が8%以上、国内基準が適用される銀行においては同4%以上が求められた。バーゼルIである。

銀行はこの規制にどう対応したのかをAcharyaとSchnabl¹⁸⁾に基づいて検討しておこう。

銀行は、オフバランスのABCP(資産担保コマースシャル・ペーパー)導管体や同類の事業体であるSIVを設立した。米国の銀行の場合、資産の40%に相当する額がバランスシートから外されていることもしばしばであり、資産として計上されていない導管体やSIVからの利益をバランスシートに盛り込む操作を行った。

導管体やSIVは住宅ローン関連金融商品を担保にABCP等を発行して資金を調達した。「米国で発行されたCPの合計は、06年1月8660億ドルから07年8月には1兆2220億ドルまで拡大した」。銀行はこれらの導管体に対して流動性補完と信用補完を提供した。これらの補完措置により、導管体に投資した投資家は、資産のクオリティが劣化した場合には銀行に遡及できることになる。既存の自己資本比率規制の枠組みの下では、こうした補完措置に対する自己資



(備考) 1. ブルームバーグより作成。

2. レバレッジ比率は総資産/自己資本(少数株主持分を除く)により算出。アメリカは四半期データ(期間は08年第3四半期まで)、英国は半期データ(期間は08年上期まで)、ドイツ・フランスは年データ(08年は利用可能な直近値)。

3. アメリカ投資銀行は、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ、リーマンブラザーズ。

4. アメリカ商業銀行は、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン、ワコビア、ウェルズ・ファーゴ。

5. 英国は、HSBC、RBS、パークレイズ、ロイズTSB、HBOS(02年～)、スタンダード・チャータード。

6. ドイツは、ドイツ銀行(～08年第3四半期)、コメルツ銀行、ドレスナー銀行(～07年、08年は07年末値を使用)、フランスは、BNPパリバ、ソシエテ・ジェネラル、クレディ・アグリコル(04年～)。

(出所) 内閣府『世界経済の潮流—世界金融危機と今後の世界経済 2008年II』(2008年12月)

図6 欧米の主要金融機関におけるレバレッジ比率の推移

本の負荷は軽くてすんだ。流動性補完と信用補完を部分的にしか備えないものがSIVである。

「1年以下の流動性ファシリティについては、もしそれがバランスシート上にあれば100%を要求されるのに対して、補完措置の場合にはその20%以下の必要資本規制しか受けなかった」。導管体が償還期限の到来したコマーシャル・ペーパー（CP）を借換えできない場合、デフォルトしていない資産を買い戻すためのバックアップの信用枠もしくはコミットメントを提供するのが流動性補完であり、導管体の管理者自身が流動性補完を提供する。信用に対する保険は信用補完と呼ばれ、導管体の資産に対する信用損失を補填する。「流動性補完に対する必要資本は資産価値の0.8%だけであった。…信用補完に対する必要資本はもう少し大きかったが、十分に低かった」。

次に「銀行は、保有していたローンを、資本負荷が格段に低いトリプルA格付けの債務担保証券（CDO）や借入担保証券（CLO）への投資に単純に切り替えることによって、さらに自己資本比率の負荷を軽減できるという抜け穴を乱用した」。結果として、「トリプルA格付けの資産担保証券全体の30%が銀行システム内にとどまっていたし、もしABCP導管体とSIVを実質的に銀行システムシステムの一部として捉えれば、その割合は50%にまで上昇する」。

1988年のバーゼル合意に続いて「1996年にトレーディング勘定にかかわる市場リスクを対象に含める改訂がなされた。しかしながら、一律の手法で所要自己資本を課す枠組みが、銀行が有するリスク・エクスポージャーを適切に測定できていない、その結果、銀行が行うリスク管理の実態に合わなくなってきたとの認識のもと、1998年からバーゼル銀行監督委員会のもとで見直し作業が行われた。1999年6月、2001年1月、2003年4月と3度の市中協議を経て、2004年にバーゼルII最終合意として公表され¹⁹⁾た。バーゼルIIは、バーゼルIに比べ「銀行の内部管理手法を大幅に取り入れている²⁰⁾」

のが特徴である。バーゼルIIでは、「金融機関が企業とのリレーションシップを通じて事前の審査能力を向上させ事後的に企業の財務政策に関与することにより、一定の所要自己資本の開放を見込め、それによって融資のさらなる拡大も可能²¹⁾」となった。

2004年EU指令（ブリュッセルII）が出され実施に移った「バーゼルIIの提案で要約された任意の銀行リスクマネジメント慣行は、銀行は1988年バーゼルI協定の精神を回避するのに慣れていたので、すでにヨーロッパ内で幅広く実行されていた。バーゼルIIは、次にEUのCapital Adequacy Directive（CAD）を通してEU内で最も徹底して実質的に成文化された。対照的に、US規制当局はバーゼルIIに対してよりアンビバレントであり、そして銀行レバレッジへのキャップのような、相対的により厳しい規制（少なくとも、正規の規制銀行セクターにおいては）の維持を選んだ」とShinは指摘している。

ヨーロッパに対して「相対的により厳しい規制の維持を選んだ」アメリカも、Shinが（ ）内で留保しているように、「正規の規制銀行セクターにおいては」維持したが、先にも指摘したように、2004年投資銀行の負債は自己資本の15倍以内とするという「Net Capital Rule」が後に財務長官となるゴールドマンサックスのCEO ポールソン等の「資本の効率的な活用」を訴えるロービー活動によって規制緩和され、自己資本額5億ドル以上を維持すること等を条件に、各行の申請により、同ルールの適用除外を受けることが可能となった。5大投資銀行とシティグループ、JPモルガンの7行が適用除外となった。図6が示すように、その結果これら銀行のレバレッジ率が急拡大した。

ヨーロッパの銀行は「バーゼルIIの積極的採用によって、リスク加重資産を過少評価し」、「その結果、リスク加重資産を分母にとった自己資本比率や、同じ分母で中核的自己資本を分子にとったTier1比率は、高水準を維持できたに

もかわらず、equityだけを分子に、総資産を分母にとった比率 (equity/total assets) は、極端に低い値となった。このように、欧州の銀行がレバレッジを拡大し、貸出余力が高まった結果、欧州域内だけではなく、米国の民間の貸出市場にも参入した²²⁾。

「現金と貸出(資産)とからなる伝統的な『商業銀行型バランスシート』の上に、高レバレッジ化を通じて、市場性調達(含むデリバティブ)と投資有価証券(含むデリバティブ)からなる『投資銀行型バランスシート』の層が厚く累積し、『ハイブリッド型バランスシート』となっている²³⁾」。

Shinはヨーロッパの銀行のバランスシートが2004年後急拡大する一方「監督行政上の評価に基づくリスク・ウェイト調整後資産は、相当ゆっくりしたペースでしか増えていない」ことを示している。AcharyaとSchnablは、「銀行はいかにレバレッジ・ゲームに興じたか」と題する論稿で、「バーゼルの資本規制は単純にリスク・ウェイト調整後資産に対する総資産の比率が高い銀行によってギャンブルの道具にされた」と指摘している。

2004年を画期としてヨーロッパの金融機関は、アメリカの金融機関と共に投機的な金融活動にのめり込んでレバレッジ率を引き上げていった。Morgan Stanleyのレポート(2008年4月1日)によれば、2004年以降米投資銀行の自己資本収益率が急増するが、その半分はレバレッジ率の引き上げによるものであった。この点はヨーロッパの銀行も同様で、「2004年から2007年前半までの数年間、膨張した投資銀行型のバランスシートから一時的な高収益を上げてきた²⁴⁾」。

代田氏によれば、ROE(利益/株主資本) = ROA(利益/総資産) × レバレッジ(総資産/株主資本)であるが、ヨーロッパの銀行は低いROAを高レバレッジでカバーし、米系銀行と同水準のROEを維持していた。米系銀行の場合利鞘が3.6~4.1%と比較的高く、ROAが相対的に高かったため、レバレッジが低くて

もROEは13~15%であったのに対して、「欧州系銀行の利鞘は0.9%(06年)しかなく、ROAも同時期に0.4~0.8%」と低かったが、高いレバレッジ率のため「ROEは2002年に9%から06年には14.8%²⁵⁾」に上昇した。

AdrianとShin²⁶⁾は、ユーフォリア期の5大投資銀行を含む証券会社の分析に基づいて、「バランスシートが継続的に時価で評価されている金融システムにおいて、資産価格変化は直ちに純資産の変化として現れ、そのバランスシートの規模を調整する金融仲介業者の反応を誘発する」を明らかにした。銀行がバランスシート上のレバレッジを一定に維持しようとする時、資産の時価上昇による資本の拡大は、新たな資金調達と資産需要を生み出して、バランスシートを拡大させ、それがさらなる資産価格上昇につながるメカニズムがある。

「仲介業者のバランスシートの資産サイドの価格増加に対応して、レバレッジは下がる。仲介業者は剰余資本を保有する。そこで彼らは剰余資本の用途を探さだろう、製造業との大まかなアナロジーでいうと、我々は金融システムが『過剰能力』を持つとみられる、そうした過剰能力が利用されるためには、仲介業者はそのバランスシートを拡大する。負債サイドでは、彼らはより短期の負債を背負い込む、資産サイドでは、彼らは貸し出しうる潜在的な借り手を探す」。「バランスシートが十分に急速に拡張されている時、アメリカのサブプライムモーゲージ市場で、我々は返済手段を持たない借り手さえも信用が認められるというのを見た。剰余資本を利用する緊急性がそれだけ強い。信用サイクルの次なる下降の種がかくしてまかれた」。ウォールストリートの大投資銀行を含む証券会社の「総資産の変化とレバレッジの変化との間には強い正の関係がある。その意味で、レバレッジは循環増幅的である」。

「バランスシート調整の余地は、レポと逆レポを通してである」。レポと逆レポは投資銀行が金融市場でポジションを取るために必要な資

金と証券を提供する重要な金融活動である。「ユーフォリア経済期の担保資産価値上昇と同じく、安全な担保の集約的再利用が、大規模金融機関がレポのようなホールセール資金市場での短期ドル借入を拡大するのを可能ならしめた²⁷⁾」。

この担保の再利用を分析したのが Singh²⁸⁾である。「大銀行とディーラーはノンバンクによって差し出された担保を使用し、再利用する。それがグローバル金融システムを滑らかにするのを助ける。…原提供者はヘッジファンド、年金基金、公的セクター勘定、マネーマケット等々である」。

Singh は、「07年末に受け入れられた担保総額(約10兆ドル)」を「それを担保の元元の源泉と比較」している。「大ディーラーにきたヘッジファンドからの担保総額は07年末に約1.6兆ドルであったと推定される」。さらに「年金ファンド、保険会社、公的セクター勘定、幾つかの法人/マネーファンドのような顧客から貸し出された証券」約1.7兆ドルで担保の元の源泉は約3.3兆ドルである。「受け入れられた担保総額と担保の元の源泉の比率がディーラーの仲介による担保の速度」で、 $10/3.3 = 3$ となっている。

「こうした担保速度の増加が、大規模金融機関が部分的にグローバルダーの内生的に弾力的なファイナンスをシャドールバンキングシステムに置いてより高度に弾力的になるのを加速させた。それがユーフォリア経済期の大規模金融機関のダイナミックなバランスシートに導いた²⁹⁾」。こうした実態を米倉氏は経営破綻したリーマン・ブラザーズの会計手法を中心にヴィヴィットに説明されている³⁰⁾。レバレッジ率が30倍を超えた場合資産が5%下落しただけでも債務超過になってしまう。これが如何にして破綻し、サブプライム・世界経済危機が勃発・深化したのか、これらの検討が次章の課題である。

1) 星野郁 「ヨーロッパの金融構造の変貌と金融危機」(『世界経済評論』2009年3月) p. 22. ヨーロッパの金融機関の抱えている問題と変化については、星野論

文から多く学ぶことができた。

- 2) 赤木昭夫「世界恐慌への構図」(『世界』2008年12月号) p. 113.
- 3) Franis E. Warnock, Veronica C. Warnock, 2006. International Capital Flows and U.S. Interest, <http://www.nber.org/papers/w12560> 竹中正治氏と西村陽造氏は、「推計された1%程度の実質長期金利の押下げ効果は、2000年代の空前の住宅バブルの主因と言える程のものだろうか?」と問うて、「実質金利の低下がバブルを生み出す効果は金融政策で十分回避できた」とされている。同「『グローバル金融危機は原因は経常収支黒字国にある』という奇妙な議論-米国で台頭する金融危機の責任転嫁論-」(国際通貨研究所『国際経済金融論考』2009年第1号)参照。また同補論で西村氏は「米国の経常収支赤字拡大は住宅バブル、貯蓄率低下等による内需拡大の結果であると同時に、資本流入拡大(新興国からのものを含む)の結果でもある」と指摘されている。
- 4) C. Borio, P. Disyatat, Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?, op.cit.
- 5) H.S. Shin, 2012. Global Banking Glut and Loan Risk Premium, <https://www.imf.org/external/np/res/.../hsslides.pdf>
- 6) Ben S. Bernanke, C. Bertaut, L. P. Demarco, S. Kamin, 2011. International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007, <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/1041/ifdp1014.htm>
- C. Bertaut, L. P. Demarco, S. Kamin, R. Tryon, 2011. ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis, <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/.../default.htm>
- 7) IMF *World Economic Outlook* 2009 April, p. 147.
- 8) 古賀麻衣子「世界的な金融危機の波及とグローバルな銀行活動-既存研究からのインプリケーション-」(『日銀レビュー』2009年11月) p. 3.
- 9) 今久保圭「国際金融ネットワークからみた世界的な金融危機」(『日銀レビュー』2009年7月) p. 1.
- 10) 星野前掲論文 p. 23.
- 11) 同上 p. 24.
- 12) ヴィラル・V・アチャリア, マシュー・リチャードソン(大村敬一監訳)『金融規制のグランドデザイン』

- (中央経済社, 2011年) p. 462.
- 13) 星野郁前掲論文 p. 26.
- 14) European Central Bank (2008), EU Banking Structures, October, pp. 18-19.
- 15) 星野前掲論文 p. 27.
- 16) 長部重康「サルコジの金融危機戦略」(『世界経済評論』2009年3月号) p. 53.
- 17) 星野前掲論文 p. 31. 星野郁『EU 経済・通貨統合とユーロ危機』(日本経済評論社, 2015年) pp. 53～55も参照。
- 18) Viral V. Acharya, P. Schnabl, 2008. How banks played the leverage “game”?, Web-docs.stem.nyu.edu/…/Leverage_WP_Final.pdf
- 19) 監査法人トーマツ金融インダストリーグループ編『パーゼルⅡ対応のすべて リスク管理と銀行経営』(金融財政事情研究会, 2008年) p. 16.
- 20) 同上, p. 4.
- 21) 山村延郎, 三田村智「ドイツ・リテール金融業務における自己資本比率規制とリレーションシップ・バンキングの意義」(金融庁『FSA リサーチレビュー』2005年12月) p. 55.
- 22) 岩本武和「グロスの資本フローと対外インバランス」(『世界経済評論』2013年3/4月号) p. 23.
- 23) 岩田健治「なぜヨーロッパで危機が顕在化したのか? - EUの金融機関と規制監督を巡る諸問題」(『世界経済評論』2009年3月号) p. 38.
- 24) 同上。
- 25) 代田純「世界金融危機の構図 - 欧州系銀行の関与を中心として -」(中央大学『経済学論纂』2010年3月) p. 89. 「米国の『一般に公正妥当と認められた会計原則』(GAAP) では, SIVやABCP 導管体をバランスシートに計上することは義務付けられていない。対照的に, 国際財務報告基準に準拠している欧州の銀行は, 実際にはそのSIVや導管体をすべてそのバランスシートに計上することが義務付けられている」。「米国 GAAP の下では, 銀行は, 資産として計上されていないSIVや導管体からの利益をバランスシートに盛り込む操作ができる」ので「総資産利益率 (ROA) といった単純な計算ですら, 米国と欧州の銀行では簡単には比較できない」(前掲『金融規制のグランドデザイン』p. 458.) ことを留意する必要がある。
- 26) T. Adrian, H.S. Shin, 2010. Liquidity and Leverage, http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr328.pdf
- 27) J. Tokunaga, G. Epstein, 2013. The Endogenous Finance of Global Dollar and Global Financial Fragility in the 2000's: A Minskian approach, 2013年度経済理論学会第61回大会(専修大学)第13分科会配布論文。
- 28) M. Singh, 2011. Velocity of Pledged Collateral: Analysis and Implications, IMF Working Paper, No. 256, November 2011, pp. 1-24.
- 29) J. Tokunaga, G. Epstein, op.cit.
- 30) 米倉茂「国際金融危機の淵源なる『グローバル・インバランス』の深層 - “global imbalance” から “global financial imbalances” への視角転移 -」(『国際金融』1237号, 2012年所収) 参照。 <以下次号>
- [付記: 本稿は2013年度中期研究「サブプライム・世界経済危機の研究」の研究成果の一部である。]