

# アメリカ発金融危機と日本経済\*

—— 2008 年危機とその後 ——

田 中 史 郎

はじめに

1. 今何が起きているか
2. 世界危機発生の構造
  - (1) サブプライムローンの仕組み
  - (2) 証券化の問題
3. 中長期的分析
  - (1) サブプライムへの道—中期的視点から—
  - (2) 戦後史の中のサブプライム問題—長期的視点から—
4. 今後の展望

はじめに

2009 年の現在、世界は未曾有の経済危機に陥っており、日本でも例外ではない。周知のようにいわゆる Lehman Crisis (リーマン・ショック) を契機として、発信元のアメリカはいうまでもなく、ヨーロッパや日本をも巻き込んで、この危機は世界中に伝播した。確かに今回の経済混乱は、1929 年恐慌=30 年代不況以来のものであり、どのように大げさに語っても、言葉がまだ足りないほどである。

そうした状況にあって、本稿では、まず、何が起きているのかを確認し、その上で、その構造、なにかんづく危機発生の構造を明らかにするとともに、それが日本経済にも多大な影響を与えた要因と実相をも解明しよう。そして、最後に今後の経済のあり方を抽象的ながら模索したい。

## 1. 今何が起きているか

この間、「未曾有の…」や「百年に一度…」などの形容句を伴って、昨今の経済状況が語られている。また、日本では、高止まりの失業率、2008 年末の「派遣切り」や、それに対する「派遣村」の創設といった事態がこの深刻さを象徴している。では、一体、何が起きて、それがどうなっているのだろうか。まず、幾つかの資料に基づいて、現状を確認することから始めよう。

---

\* 本稿は、2009 年 10 月 31 日に、仙台市青年文化センターで行われた、本人文社会科学研究所、第 18 回公開講演会 (シンポジウム) 「アメリカ発金融危機と日本経済」での報告をもとに加筆したものである。

今回の危機は、アメリカ発の金融危機であることはよく知られている。それを象徴するのがアメリカ大手の投資銀行の一つであるリーマン・ブラザーズが、2008年9月に破綻したことであった。いわゆる「リーマン・ショック」ないし「リーマン危機」と呼ばれたことは記憶に新しい。当初は、これはアメリカ金融の問題であり、日本には大きな影響がないのではないかとはいわれたが、実際は、ある意味でアメリカ以上に大きな困難を背負わせられたといえる。この点は、後に立ち入ることにして、まず、ほぼ同時期にアメリカの五大投資銀行の全てが消滅した事実を図表1で確認しておこう。

アメリカでいう投資銀行とは、日本では銀行というより証券会社に近い業務を行っているが<sup>1)</sup>、それが五大投資銀行として存在していることは知られている。図表1にみられるように、2008年春のモルガンによる買収を皮切りに、秋には全ての投資銀行が買収・業種転換・破綻などにより、消滅したのであった。いうまでもなく、これはアメリカ金融史の中で特筆されるべき事柄であろう。

図表1. 投資銀行の破綻

Goldman Sachs (資産総額 1.1 兆ドル)	⇒	商業銀行に転換(08.9.21)
Morgan Stanley (資産総額 1.0 兆ドル)	⇒	商業銀行に転換(08.9.21)
Merril Lynch (資産総額 1.0 兆ドル)	⇒	Bank of America による買収(08.9.15)
Lehman Brothers (資産総額 0.6 兆ドル)	⇒	破綻(08.9.15)
Bear Steans (資産総額 0.1 兆ドル)	⇒	J P Morgan による買収(08.3.16)

注) 資産総額の大きい順に記述してある。

資料) 内閣府 [2008]、『世界経済の潮流』2008 II、より作成。

こうした投資銀行の消滅はいわば象徴的な出来事だが、経済全体をみるには、GDP 成長率を概観するのが至便である。もっとも端的に全体の状況を示すのが実質 GDP 成長率だからである。

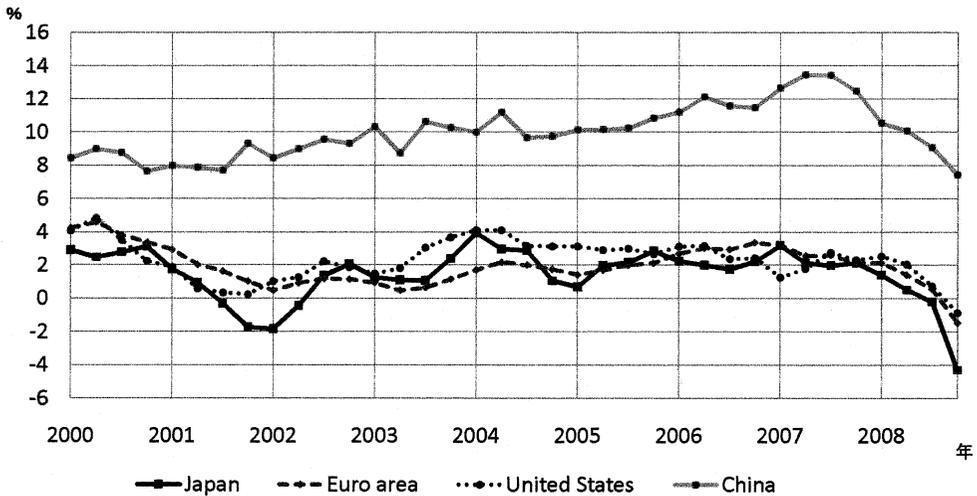
図表2にみられるように、第1に、中国のGDP成長率は一貫して10%内外の高いパフォーマンスを示しているが、2008年から09年にかけて大幅に落ち込んでいる。第2に、日米欧の成長率は、2002年(いわゆるITバブルの崩壊)をやや例外として、中国ほどではないものの、安定した成長を示していたが、やはり2009年にかけての落ち込みは激しい。これら日米欧の2008年第3四半期の成長率はいずれもマイナスである。とりわけ第3に、日本はマイナス4.3%というひどい落ち込みになっているのである。また、このグラフだけでは分らないが、下落幅が戦後最大であることを強調しておきたい。

以上のことは明白であろう。「世界危機」ないし「世界同時不況」といわれる所以である。では、株価の変動はどうだろうか、図表3で確認しよう。

みられるように、第1に、アメリカの株価水準は、2002年のITバブル崩壊による低落はみられるものの、長期傾向的に上昇していた。やや短期的にみると、2002年から始まる今回の景気拡大局面

<sup>1)</sup> アメリカの投資銀行は、日本でいえば銀行ではなく証券会社に近いことは本文で述べたとおりである。ただし、日本の証券会社の業務が株式の委託売買に偏っているのに対し、アメリカの投資銀行は、引受業務、M&A、仲介業務、トレーディング業務を中核とし、さらに資産管理業務、年金ビジネス等まで多角化を進めていた。

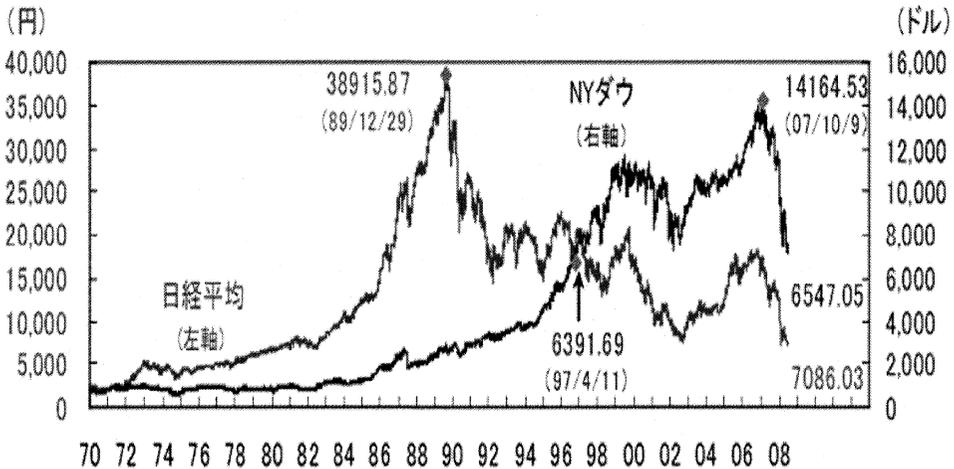
図表 2. 実質 GDP 成長率



資料) IMF [2009], *International Financial Statistics* より作成。

では株価は急上昇していたが、2007 年秋をピークとして急落しているのである。第 2 に、日本の株価は、かつて 1980 年代末のバブル景気をピークとしてその後は下落傾向にあるものの、2002 年から始まる今回の景気拡大局面（「いざなぎ景気」）では<sup>2)</sup>、上昇を続けた。しかし、アメリカと同様に、この間急落している。また、第 3 に、今世紀に入ってからの日米の株価の変動はかなりシンクロシ

図表 3. 日経平均・NY ダウ



資料) 国際投信投資顧問株式会社 (<http://www.kokusai-am.co.jp/company/profile.html>) Web ページより作成。

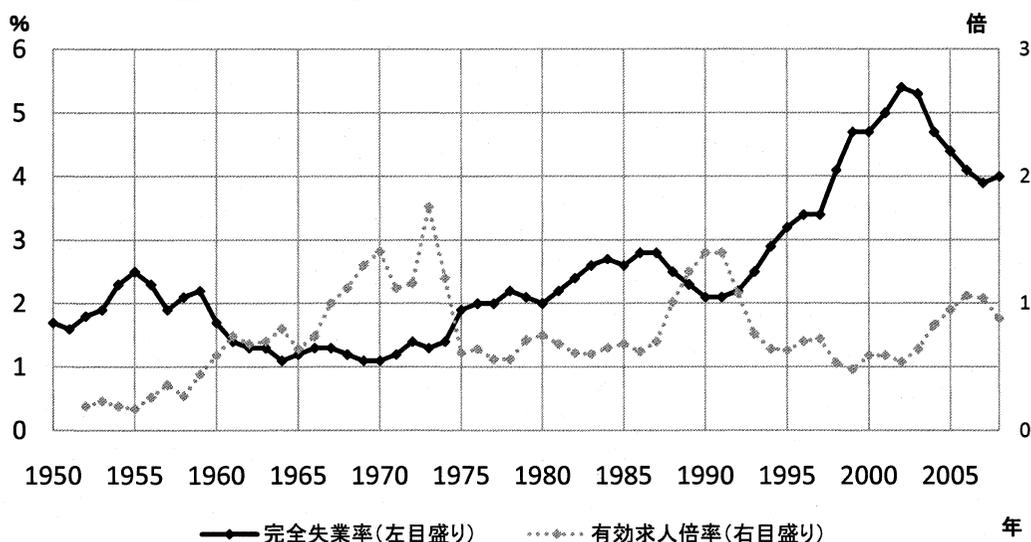
<sup>2)</sup> 日本では、この間（2002 年から 07 年までの 69 ヶ月）長期的な景気拡大が続いた。これは期間だけをとれば、過去最長の「いざなぎ景気」（57 ヶ月）を越えるものであり、戦後最長となった。しかし、それは、非正規従業員の拡大にみられるように、人件費を削減しての企業収益の増大によるものであった。多くの国民からすれば、好景気といっても実感に乏しい。よって、恒例によって長期的な好景気には名前がつけられるのだが、今回のそれは、「かげろう景気」や「実感なき景気」などともいわれた。だが、どうやら「いざなぎ景気」（「いざなぎ」並？）と名付けられたらいい。

ているが、当然のことながら、それは先の実質 GDP 成長率よりもやや早く下落を開始している。株価は景気の先行を示すものなのである。

続いて、労働市場の主要統計である完全失業率と有効求人倍率の推移を図表 4 でみてみよう。日本における労働市場の状況にも影響は明確に現れているのである。第 1 に、当然ながら完全失業率と有効求人倍率は相反的であり、景気の状態を反映している。たとえば、好景気ときには完全失業率は下落傾向にあり、有効求人倍率は上昇傾向にある。

この二つの指標からみられる戦後の労働市場（雇用状況）の動向は、次のようになる。すなわち、第 2 に、雇用状況は、高度成長期にはきわめて良好であったが、その後バブル景気の時期を除き傾向的に悪化していった。そして第 3 に、2002 年から始まる今回のいざなぎ景気においては、状況に若干の改善がみられるものの、2008 年からのアメリカ発金融危機＝世界同時不況に至り、それは悪化している。図表 4 では分からないが、月別の資料をみると、2009 年 4 月以降の値では、完全失業率は 5% を越え、有効求人倍率は 0.5 を下回っている。いずれの値も、敗戦直後の混乱期を除けば、ほぼ最悪の事態である。

図表 4. 完全失業率と有効求人倍率



資料) 総務省統計局「労働力調査」(<http://www.stat.go.jp/data/>)  
厚生労働省「有効求人倍率」(<http://www.mhlw.go.jp/toukei/>) より作成。

以上のような 3 つの指標で明確のように、この間の経済の後退はまさに未曾有のことだといってよい。世界経済危機、世界同時不況といっても過言ではない状況である。

また、日本においては、先の統計にも明らかのように、こうした中で労働問題(失業、派遣、パート、アルバイト、ワーキングプアなど)が深刻化していったのである。

この間のいざなぎ景気の時期は、それまできわめて高かった完全失業率はやや低下し、有効求人倍率も増加傾向にあった。しかし、08 年以降は、それらが急速に悪化していた。これらはすでに確

認したことだが、このようなことが生じた前提には、以下のことが進行していた。少し遡ると、この間のいざなぎ景気においては労働指標の改善がみられるものの、それはこれまでとは内容が異なっていたのである。

図表5にみられるように、今景気拡大においては、労働需要のかなりの部分は、非正規労働によって賄われていたのであった<sup>3)</sup>。20歳代前半では、男女とも非正規労働者の割合が同世代労働者全体の3割内外になっている。こうした不安定雇用が、昨年末の「派遣切り」に象徴される問題の底流にあることはいうまでもない。

図表5. 非正規職員・従業員の割合（男女別、年齢別） (%)

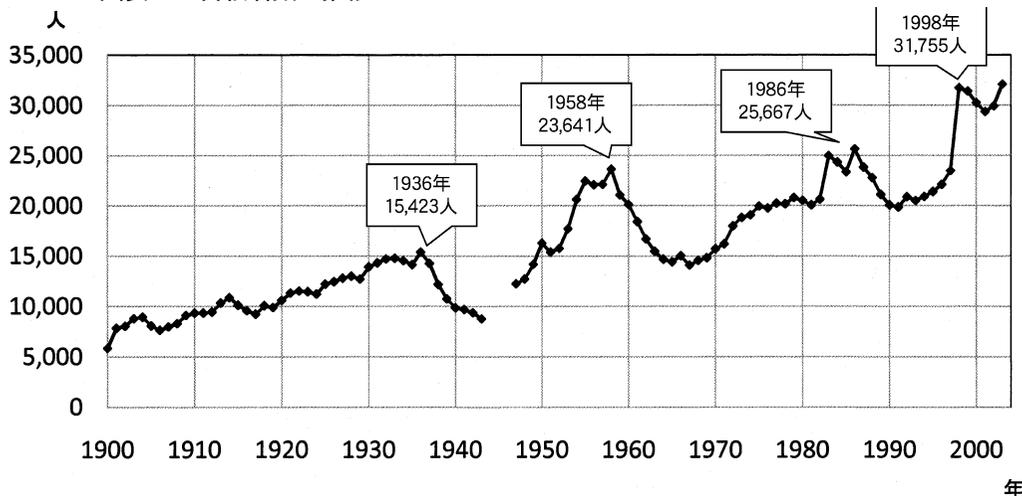
		年齢別							
		総数	15～24歳	うち在学中を除く	25～34歳	35～44歳	45～54歳	55～64歳	65歳以上
男	2000年	11.7	38.1	19.7	7.3	3.5	3.8	16.3	47.3
	2008年	19.2	44.4	28.6	14.2	8.2	8.0	27.6	67.9
女	2000年	46.9	43.9	27.0	33.6	52.7	53.0	53.5	59.6
	2008年	53.6	48.3	35.4	41.2	55.0	57.5	64.0	70.1

注) ここでいう「非正規」とは、「パート、アルバイト、派遣、契約、嘱託」労働者をさす。

資料) 総務省「労働力調査」、より作成。

また、この間の自殺者の増加もこうした経済状況と無関係ではない。図表6にみられるように、こ

図表6. 自殺者数の推移



資料) 警察庁「自殺の概要資料」(<http://www.npa.go.jp/toukei/>) より作成。

<sup>3)</sup> ここでは、深く立ち入れないが、1986年施行され、その後、相次いで「改正」された労働者派遣法の問題点はあまりに大きい。とりわけ、1999年の改正によって派遣労働の対象業務がネガティブリストに変えられ、また、2003年には対象業務が製造業にまで及ぶと共にその期間が大幅に延長された点は、特筆すべきである。こうした点に関しては、SGCIME編『現代経済の解説』御茶の水書房、を参照のこと。

れまでの自殺者増加のピークは、いずれも景気の後退期に対応しているが<sup>4)</sup>、1998年以降はその人数が年間3万人を突破している。この11年で人口33万人の中都市がすっかり消滅してしまったことになる。

## 2. 世界危機発生の構造

### (1) サブプライムローンの仕組み

以上のように、この間の状況を数種の資料によって概観してきた。それぞれ細部にわたって検討すべき問題ではあるが、先を急ごう。こうした経済状況はどのように生じたのであろうか。よく知られているように、今回の危機の直接の契機は、アメリカのサブプライム・ローン問題にある。まずこの問題を概観する。

サブプライム問題とは何か、こうしたことから確認しよう。そもそも、サブプライムとは、アメリカにおいて、貸し付けられるローンのうち、優良顧客（プライム層）向けでないものをいう。通常のローンの審査にはとまらないような信用度の低い人（つまり、低所得者）向けのローンであり、高金利である。主に、住宅や自動車を担保として行われている。今回は、その一部に返済が滞り、不良債権化が生じていたのであった。

何故、不良債権化したのだろうか？ こうした点に関しては、その返済方法に注目しなければならない。住宅サブプライム・ローンの返済方法として、傾斜的返済方法がとられていた<sup>5)</sup>。つまり、当初は返済額が少なく、数年後から返済額が徐々に多くなるという仕組みである。そのため借り手は自分の返済能力を無視した借入れを行うことが可能となり、実際にそのような貸し付けが増加していた。これはきわめて意図的な「貸し込み」である。

本来(?)は借り手の所得が増加することを見越しての傾斜的返済方法の筈であった。もっとも、実際にはそれほど所得は上昇していなかったようだ。だが、たとえそうでなくても住宅価格が上昇し続けていれば、矛盾は表面化しない。住宅価格が上昇していれば住宅を担保に借入れ（ホームエクイティローン）が可能であり、それをもって返済もできる。また、最悪の場合でも、住宅価格がかなりの程度に上昇してさえいれば、住宅を売却することによって返済が完了すると共に、売買差益すら得ることが可能だった。こうして、住宅ローンを組めないような低所得層にまでこのローンが広がり、ブームはブームを呼んだ。先の株価の推移から明らかなように、アメリカはこの間、高水準で長期の景気拡大期にあった。しかし、住宅価格は2005年をピークに下落に転じたのである<sup>6)</sup>。

<sup>4)</sup> 1936(昭和11)年は、「2.26事件」の勃発した年として知られているが、その背景には世界大恐慌から続く長期不況の存在がある。1958(昭和33)年は、「鍋底不況」からまだ脱し切れていない時期である。また1986(昭和61)年は、「円高不況」に重なる。そして、1998(平成10)年の「アジア通貨危機」による不況は記憶に新しい。

<sup>5)</sup> たとえば、「Interest Only Loan」と呼ばれるものは、当初の数期間は金利部分のみの返済で、その後徐々に返済額が増していく方式のローンである。なお、「Pay-Option ARM」と呼ばれるものは、当初の返済額が利子部分にも満たないものであり、そのツケは当然ながら数年後に回ってくることになる。

サブプライム・ローンに占めるこれらの割合は、2002年においては3%未満に過ぎなかったが、2005年には50%を超えていたという。(伊藤元重(監修)『金融危機をどう理解するか?』総合研究開発機構、2009年、Web版)

<sup>6)</sup> 「米国住宅価格指数」によれば、1990年代に入り住宅価格は徐々に上昇し、2005年のピークでは、1990年代前半と比較すると、20%程度上昇していた。しかし、2008年には、ピークより40%ほど下落している。

こうして、サブプライム・ローンの多くは破綻した。とりわけ変動金利分（傾斜返済型）の破綻は著しく、2007年第4四半期には、延滞率は20%、差押率は8%程度まで上がり続けている（経済産業省『通商白書』2008年、30頁）。サブプライム・ローン残高は、1兆4,000億ドルで、これは住宅ローン全体の1割程度だという（経済産業省『通商白書』2008年、28頁）。

## (2) 証券化の問題

サブプライム・ローン残高がきわめて大きく、これが今後とも大問題になることは明らかだが、じつはその実態以上に影響は拡大している。それが「証券化」の問題である。

サブプライム・ローンで個人に融資した会社（銀行やノンバンクなど、これら最初の貸し手を「オリジネーター」という）は、回収リスクの一部を回避・転嫁する目的でその債権を証券化（金融商品化）し、売却するところから、このメカニズムは始まる。箇条書き風に要点をまとめておく。

「証券化プロセスの第1ステップ」。銀行やノンバンクなどのオリジネーターが住宅ローンをプールし、パッケージ化してSPV（特別目的会社 Special Purpose Vehicle）に転売する<sup>7)8)</sup>。回収不可能によるリスクを回避するためである。

「証券化プロセスの第2ステップ」。SPVが証券をトランシェ(Tranche)分けしてリスクとリターンの異なるRMBS (Residential Mortgage Backed Securities) を組成する<sup>9)</sup>。そして、RMBSをヘッジド年金基金、投資信託、SIV(後述)などの大口投資家へ売却する<sup>10)</sup>。このように債権を証券化することがSPVの目的なのである。

「証券化プロセスの第3ステップ」。しかし、リスクの低いものは売れやすいがリスクの高いものはなかなか引き受け手がいない。こうした場合、リスクの高いものをさらに束ねて、それを裏付け資産にCDO (Collateralised Debt Obligations) を組成する<sup>11)</sup>。これもさらにトランシェ分けすることでリスクの低いものを作ることができるという。

「証券化プロセスの第4ステップ」。組成したCDOを再び大口投資家へ売却する。しかし、必ずしも全てが売れるわけではない。そうした場合、売れ残ったリスクの高いCDOを束ねて再びCDOを組成する。そしてこれを繰り返すのである。この際に、リスクを計量し、格付けに科学的根拠を与えたのが金融工学に他ならない<sup>12)</sup>。

---

<sup>7)</sup> ここで、ノンバンクとは、モーゲージバンク (mortgage bank) などの住宅金融専門機関をさす。モーゲージバンクとは銀行のように預金を集めて融資を行うのではなく、ローンを証券化することによって投資家から集め、その資金を元に住宅ローンなどの融資を行う機関のこと。アメリカではフレディマック(連邦住宅金融抵当金庫 Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC) やファニーメイ(連邦住宅抵当公庫 Federal National Mortgage Association, FNMA) などの政府系金融機関もローンを引き受けて証券化するなど、流動化を図っていた。

<sup>8)</sup> SPVとは、自らは利益を獲得するという目的がなく、証券化やプロジェクトファイナンスにおいて資金調達や資産の小口化のために使われる「器」としての事業体の総称。企業が不動産などの保有資産を流動性の高い形式(証券)に換えるために作る。これによって資産の流動化を図るのが目的である。

<sup>9)</sup> トランシェ分けとは、ある債権をリスクの高いものと低いものに分け、優先劣後構造を作ること。最も上の階層をシニア(格付けは通常AAA格)、次の階層をメザニン(典型的にはAA~BBB格)、最劣後階層をエクイティと呼ぶ。

<sup>10)</sup> RMBSとは住宅ローン担保証券といわれ、住宅ローン債権を証券化した金融商品。

<sup>11)</sup> CDOとは社債や貸出債権で構成される資産を担保として発行された資産担保証券。

<sup>12)</sup> 金融工学とは、確率論などを応用しリターンやリスクの管理などを行う研究をいう。なお、金融工学の問題性は、すでに早くから指摘されている。たとえば、塩沢由典「複雑系経済学のいまー金融工学との対比からみた

こうして、サブプライム・ローンを複雑に組み込んだ証券が世界中で販売された。その一つ一つがどのような組成によってなされたものかは、誰も知らないことになったのである。というより、むしろ内容を分からなくするために、組成を繰り返していったとあってよい。そうした中で、科学的装いを施した金融工学が蔓延(はびこ)ったわけである。しかし、そうであるがゆえに、今回のようにいったん危機が勃発すると、さらに危機感が増幅したといえる。

「証券化プロセスの第 n ステップ」。こうした中で、CDS(credit default swap)という金融商品が登場する。CDS とは、リスクだけをとりだし、第三者に肩代わりさせる金融商品である。リスクを引き受けた人には、その対価として定期的に保証料を支払う仕組みである。実際に貸し倒れなどが起きたら、その第三者は損失を被るが、そうでなければ、「濡れ手に粟」の保証料を得ることができる。これまでは、リスクを分散化するという方向で証券化がなされていったが、CDS においては、そのリスクそのものをあえて商品化するというわけである。いわば究極の金融商品ともいえる。

このように、何でも金融商品化できるのだ。需要が見込まれば、その対象が何であれ商品化できる。あたかも、新品種のリンゴや、新デザインの家電製品を作るように、である。

そして、危機感が現実のものとなった。サブプライム・ローン債券の破綻により、リーマンブラザーズの倒産や AIG 保険への公的資金投入など、2008 年 9 月にアメリカ金融危機が発生したことは、すでにみたとおりである。

アメリカでは、7,000 億ドル(約 70 兆円)の公的資金を投入する「緊急経済安定化法」が 2008 年 10 月 3 日に成立し、世界恐慌のおそれはとりあえず収まったが、金融危機は継続し、世界同時不況の様相を呈している。また、破綻してから思えばきわめて危険(リスク)な商品でもあるにもかかわらず、その隠蔽に手を貸したのが金融工学であることも明白になったのである。

### 3. 中長期的分析

#### (1) サブプライムへの道—中期的視点から—

では、何故このような事態が生じたのか、その背景をその中期的(直接的)、および長期的な構造分析から解明したい。まず、前者の中期的・直接的な契機を探っていこう。

この問題の直接的な契機は、1995 年に求められる。当時のクリントン政権下の財務長官であったルービンは、いわゆる「強いドル政策」あるいは「ドル高政策」と呼ばれる政策を打ち出した。そして、強いドルを前提とし、またそれを実現せしめる様々な金融緩和措置がとられた。その象徴的なものは、「金融近代化法」である<sup>13)</sup>。これはアメリカの「金融センター」、「金融帝国」成立の幕開

---

複雑系経済学—『エコノミスト』(臨時増刊、2000 年 4 月 10 日号)を参照のこと。

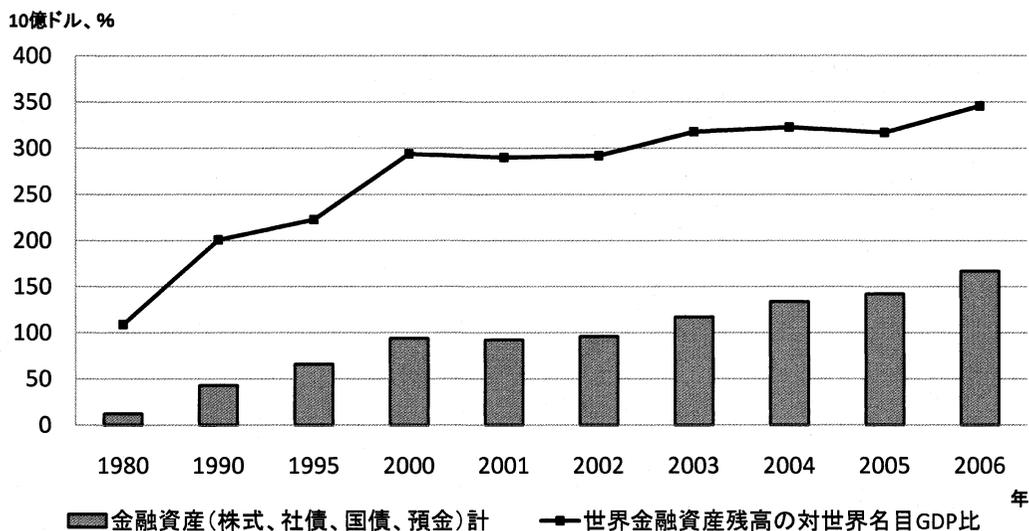
<sup>13)</sup>「金融近代化法」とは、別名、「グラム・リーチ・ブライリー法」(GLBA=Gramm-Leach-Bliley Act)とも呼ばれる。この法律によって、それまでの「グラス・スティーガル法」(1933 年銀行法、Glass-Steagall Act)はとってかわられた。

「グラス・スティーガル法」とは、1929 年世界恐慌の経験を前提とし、金融の安定を図るものであって、銀行、保険、証券のそれぞれを分離するという大原則に基づいていた。しかし、「金融近代化法」によって金融業務を分けていたこれらの垣根が撤廃され、金融機関の相互提携・相互参入が可能になった。金融に関するあらゆる業務が、金融持株会社を創設することで、一つの母体で運営されることが可能になったのである。以降、米国のみならず、世界中で、金融コングロマリットが誕生することになった。

けども評されている。実際、この1990年代中葉より、経済の金融化が世界的に進んだといえる。

図表7にみられるように、金融資産の対名目GDP比は、80年の1倍強から06年においては3.5倍へと拡大した。むろん、この間、2000年前後の「ITバブル」とその崩壊があるので、必ずしも一直線に進んだわけではない。しかし、経済の金融化すなわち、実体経済の拡大よりも金融部門の拡大が大きく上回るという状況が生じた。そして、これは世界的に進んだのであって、いわゆるグローバル化した。

図表7. 金融資産と対名目GDP比



資料) 『通商白書』2008年版より作成。

では、なにゆえルービンの行った、いわゆる「強いドル政策」が問題となるのか。一般的には、貿易上有利なように自国通貨(アメリカの場合にはドル)の為替安を求めるものだが、それと反対の政策、つまりドル高容認、ないし積極的にドル高誘導政策をとったからだ<sup>14)</sup>。

たとえば、ドル高になれば、アメリカの貿易の赤字はより拡大する方向に働く。しかし、ドル金利を高めれば、アメリカに対する投資が増大し資金が流入する傾向になる。資金の流入が経常収支の赤字を上回る量であれば、その資金をアメリカの金融市場で運用しながら、世界の各国のとりわけ成長が見込まれる製造業や、資源関連産業へ投資できる<sup>15)</sup>。そして、それはまた利益を生ませることができるといことになる。実際、アメリカへは外国からの投資が急増し、株式や債権の価格上

<sup>14)</sup> 他の通貨に対して、ドルの金利を上げれば、ドル建て債権の運用が有利になるので、ドルは買われ、ドル高となる。たとえば、こうした金融政策がドル高政策の一つである。

<sup>15)</sup> 周知のように、国際収支は大まかにいって① 経常収支、② 資本収支、③ 外貨準備増減によって構成されている。かりに外貨準備の増減がないとすれば、① 経常収支と② 資本収支の絶対値は等しくなる。たとえば、日本では、貿易では黒字を出しているが、それによって得られた外貨は、アメリカやアジアなどの外国への投資に向けられている。別ないい方をすれば、日本全体としては、丹念に物を作りそれを外国に売って金を稼ぐが、しかし、それを消費に回すのではなく、将来のために外国にせっせと投資している。そういう国際収支の構造をしている。アメリカは、まさにその反対なのである。

昇によるキャピタルゲインを獲得するという構造が確立した。これは、2000年前後のITバブルを経て、この間のサブプライム問題を引き起こした住宅バブルが崩壊するまで、拡大していったといえる。

別ないい方をすれば、アメリカは大幅な貿易赤字を出しつつ、その果実を享受していたといえる。つまり、アメリカ国民は全体としては、自らの生産以上に消費をすることができ、そのような豊かな生活を保障されたのである。そして好景気に沸いたことはすでにみたとおりである。

本来ならば、大幅な貿易赤字は国家にとって大問題である。それゆえ一般に、各国政府は為替(自国通貨)を切り下げ、少しでも貿易の黒字を目指す筈である。しかし、1995年以降のアメリカは、貿易赤字を縮小するという政策をとろうとはしなかった。いわば「居直った」ともいえる。「アメリカ経済が強いから、外国から資金が入ってくるのであって、資本収支は大幅な黒字である」、「経常収支の赤字は、何ら問題ではなく、実際、住宅ブームで、それまではマイホームを買えないような人も、今、買い始めているのではないか…」と。このようにして、サブプライムローンの破綻に至る住宅バブルが形成されていったのである。

## (2) 戦後史の中のサブプライム問題—長期的視点から—

これまで、サブプライムローンや証券化のメカニズムを明らかにし、そして、それを直接的に導いたルービンの「強いドル」政策を概観した。しかし、ここで疑問が生ずる。「強いドル」政策は、それまでの常識を覆すものであることはすでに述べたが、そうだとしたら何故、そのような選択をしたのか。あるいは、強いられたのか。より長期的な視点から考えなければなるまい。

大まかに戦後の世界経済を総括してみよう。第二次世界大戦の終結をもって、戦後世界が出発する。そのときの世界経済に占めるアメリカの地位は圧倒的であった。アメリカは、世界のGNPの4割、金準備に至っては世界の70%以上を独占していた。アメリカは戦争を通じてスーパーパワーを持つ国になっていたである。

それゆえ、冷戦体制のもと、戦後の西側世界経済は、アメリカを軸に構築されていった。IMF-GATT体制がそれである。ここでとりわけ注目すべきは、IMFの通貨体制だが、それは、一方で金(きん)とドルをリンクさせ、他方でドルと各国通貨をリンクさせる体制である<sup>16)</sup>。

しかし、1950年代後半から開始される世界的な高度経済成長は、不均等な発展を示した。日本やドイツの工業化によって、1960年代末には、アメリカとその他の各国との経済力の格差は著しく狭まった。もはや、アメリカは経済においては必ずしもスーパーパワーを発揮できるものではなかった。その端的な表れが、貿易構造にみられる。1960年代末においては、アメリカは貿易においてはかろうじて黒字であったが、冷戦のもとでの対外軍事支出は増加の一途をたどり、それらの収支のツケは対外流出ドルの滞留となって表面化した。そして、その幾分かは兌換請求され、1960年にはアメリカの金保有高と対外債務残高はほぼイーブンとなり、1970年には前者は後者の4分の1程度になった。つまり、金に裏付けされたドルは、わずか4分の1程度でしかなかったのである。

<sup>16)</sup> アメリカ政府は金1オンス=35ドルを保障するがゆえに、各国はドルとの為替相場を保持することが求められた。つまり、後者にとっては固定されたドルとの相場のもとで大幅な貿易不均衡(貿易赤字や貿易黒字)を生じさせないよう、国内景気をコントロールすることを義務づけられたことを意味する。

「金1オンス=35ドルを保障する」というアメリカの建前は、完全に破綻した。それが、1971年の金ドル兌換の停止を宣言したニクソンショックに他ならない。ここに、IMF体制は実質的に崩壊したといえる。それまでの固定相場制は終焉し、その後は変動相場制に移行したのである<sup>17)</sup>。

ニクソンショックは、戦後の高度成長期において、日本やドイツのキャッチアップにより、アメリカの工業力・経済力が相対的に低下したことに起因したものであるが、それにも拘わらず、ドル市場は世界最大であり、ドルは基軸通貨としての地位を保っていた。ドルには金の裏付けがないにも拘わらず、である<sup>18)</sup>。こうした事態は、アメリカは、金の保有量に束縛されることなく、ドルを増発できるという特権を手に入れたことを意味している。この意味は実に大きい。

こうした中で、アメリカ産業の優位性を保つには、この特異な性格を持つドルを利用する以外にはなかった。1970年代半ばに始まる世界的な金融ビッグバンは、そのようなアメリカ金融業による、アメリカ金融業のための金融市場整備に他ならない。

まず、1970年代半ばにアメリカの証券市場改革がビッグバンとよばれ、その後、イギリスで1980年代中盤に証券市場改革が、そして、1990年代末に日本でも同様な改革がなされた。いずれも、規制を緩和し市場原理を大幅に取り入れようというものである。そして、この集大成というべきものが、すでにみた1999年の「金融近代化法」であったといえる。

このような状況が続く中で、一方では、コンピューターなどの情報技術が飛躍的に進歩し、他方では、ソ連に代表される東側経済は混迷を深め、1980年代末には相次いで崩壊した。先の情報技術は、冷戦の終焉のもと、開放されたインターネット技術へと進化し、また、これらが金融技術とも繋がっていった。金融業ないし金融商品は、製造業やその生産物とは異なり、実体的なモノの生産や流通がないのであって、情報技術と親和性がとりわけ高いからに他ならない<sup>19)</sup>。

産業革命いらい産業の軸は製造業であったが、それらを生産コストの安価な途上国に押しやり、先進国でもっぱら情報と金融が産業の中心となっていった。つまり、先進国においては、製造業の生産性の上昇から利潤を獲得するのではなく、金融やそれを操作する情報から利潤を獲得するという経済構造ができあがっていった。

先進国では、生産を実体とした経済の拡大ではなく、そのような生産実体の根柢のない、いわば商人資本的な利潤の追求が唯一のものとなったといえる。それが、1980年代後半からの日本・世界におけるバブル経済であり、その破綻であった。その過程で、市場の失敗はもとより、1970年代とは異なった意味で政府の失敗が喧伝され、新保守主義的なイデオロギーのもと、制度的な「改革」が進められていった。

日本におけるバブルは株・土地に代表されるものであったが、今回のアメリカのそれは住宅バブル

<sup>17)</sup> 世界の通貨制度は、大きくは金本位制か管理通貨制かに区分でき、戦後のIMF体制は、アメリカをやや例外として、管理通貨制といえる。しかし、ニクソンショック後の変動相場制は、いわば「管理できない管理通貨制」であり、様々な金融の暴走はここから始まるといっても過言ではない。

<sup>18)</sup> 金との兌換を喪失したドルがなにゆえ、その後も基軸通貨の地位に留まっているのか、当時こうした論争がなされた。ドルで売買される市場が他通貨のそれと比較すると圧倒的に大きく、また、主要な貿易財の一つである原油がドルによって売買されていたこと、それらがその要因として考えられている。

<sup>19)</sup> インターネットに代表される情報通信技術と、金融にかかわる産業の親和性ないし補完性に注目すべきであろう。いずれも、収穫逓増(費用逓減)が著しく、マイクロ理論の前提としていたS字型の供給曲線が成立しないからである。

であったといえる。日本におけるバブルの契機は円高不況からの脱却を錦の御旗とした金融緩和政策とその失敗にあり、他方、アメリカのそれはいわゆる IT バブル崩壊の不況からの脱却を目指した金融緩和政策とその失敗にある。いずれも政府の政策的な過誤が含まれているが、それは、不況脱出策としてはある意味で必然でもあった。

バブル崩壊不況からの脱出に超大型の財政金融政策が動員され、それで生じた金融の弛緩が次のバブルを準備するという構造<sup>20)</sup>、すなわち、「バブルリレー」や「バブル循環」と呼ばれるような構造が成立していったといえる。

#### 4. 今後の展望

以上のように、今回の金融危機の現象およびその歴史的意味について考察してきた。そこで最後にこれらを踏まえて、今後の展望を考えたい。もっとも、それはある種、抽象的にしか表現できないものであるが…。

すでに、中期的、長期的視点から分析を加えてきたが、それらを前提とすると、以下のようなことがいえよう。

第1に、中期的分析の視点から主張できることである。それは、世界的な金融秩序の回復が求められるという点につきる。1929年世界の世界恐慌の教訓のもとで成立した「グラス・ステイーガル法」の意義を再確認すべきだといいかえてもよい。アメリカにおいて、これを覆すべく、「金融近代化法」がつくられたが、それが今回の金融危機の前提としてあったがゆえに、それへの反省は不可欠である<sup>21)</sup>。また、そうした法改正、すなわち、金融規制の緩和から生み出されてきた様々な金融商品に格付けを行う理論となった金融工学の問題点も明確にすべきであろう<sup>22)</sup>。

また、日本においても「日本版金融ビッグバン」などと呼ばれ、この間、金融の自由化がかなり進められたが、反省すべきだろう。

そして第2に、長期的分析の視点からは以下のようにいわざるを得ない。それは、ドル体制に変わる、新たな国際的な金融制度の確立が展望されるということである。これはまさに大問題であり、簡略に述べることはできないが、幾人かのエコノミストは、たとえば世界中央銀行の設立などを構想している<sup>23)</sup>。根本的な解決には、通貨制度や中央銀行制度をどうするかという点を抜きにしては考

<sup>20)</sup> いわば世界的な過剰資本が滞留しているのであるが、そこにはさらにいわゆるオイルマネーなども含まれる。

<sup>21)</sup> 金融秩序の回復と整備、金融の規制強化、経済理論から導かれる金融ルール(株式自己保有の禁止、持株会社の禁止、株式の短期売買への規制、レバレッジの規制、証券化商品や金融派生商品(デリバティブ)の規制)の確立などが考えられよう。

<sup>22)</sup> NHK取材班『マネー資本主義』に次のような一節がある。「多くの金融機関がデータを集めたところ、貸し倒れの発生率はきわめて低い状態が続いていた。……では、それ(住宅価格)が下がり始めたらどうなるのか。しかし、そんなデータは、この30年間存在しない。存在しないようなことは心配しない」。つまり、予測の前提となるのは過去の実績であり、過去にそのようなことがなければ今後とも起こらない……、という信じられないことを前提にしている。恣意性の入らない科学とはこういうことだというわけである。やや飛躍していえば、30歳の人は過去において一度も死んでいないので、つまりそのような科学的なデータがないので、その人は今後とも死なない……というようなものである。この30歳を50歳、70歳にしていけば、人間の寿命は永遠に続くことになる(?)。

<sup>23)</sup> たとえば、宮崎義一『複合不況』(中公新書)などをあげておく。これは、日本のバブル崩壊後に上梓された著作だが、著者の最後の結論は、「世界中央銀行」構想であった。

えられないのである。

以上の二つのことは、むしろ日本だけに留まる問題ではないが、そこで、やや焦点を絞って日本の問題を考えてみよう。

ところで、どうしてアメリカ発金融危機が日本にも影響を与えたのだろうか？ 当初は、既述のように、日本の金融機関は、かつてのバブルの経験により、サブプライム関連の金融商品をあまり買っていないので、影響も軽微だといわれた。しかし、実際はそうではなかった。なぜだろうか？

これを考えるうえでポイントとなるのは、2002～2008年までの長期にわたる「好景気」にある。この好景気はいざなぎ景気と呼ばれつつあることをすでに述べたが、その構造を確認してみよう。

図表8にみられるように、2002年から2007年までは連続プラス成長をとげた。いわゆるいざなぎ景気である。そこで興味深いのは、第1に、「輸出」の伸びが10%内外の高い水準であったこと。第2に、それに反して、「民間最終消費支出」の伸びは1%程度と低い水準のままであったこと。つまり第3に、いざなぎ景気は、「輸出主導型」の景気拡大であり、この表からは読み取れないが、さらにいえば、アメリカと中国への輸出が伸張したことに多くを負っていたのである。

では、なぜ「民間最終消費支出」や「民間住宅」などの内需が伸びなかったのだろうか、疑問が生じよう。日米貿易摩擦が問題となった1980年代、バブルが崩壊した1990年代、そして今世紀に入ってから、一貫して内需拡大型を目指すべきだといわれていたにもかかわらず、である。

じつは、その理由は分かりやすい。既述のように、いざなぎ景気における雇用の拡大は、非正規職員・従業員の増大によってもたらされたからだ。ここで詳細を論ずることはできないが、2000年以降、一方では労働分配率が下がり続け<sup>24)</sup>、他方、企業の経常利益は上昇を続けていた<sup>25)</sup>。つまり、

図表8. GDP支出項目別対前年度増加率 (%)

年度	経済成長率	民間最終消費支出	民間住宅	民間企業設備	政府最終消費支出	公的固定資本形成	財貨・サービス	
							輸出	輸入
1998	-1.5	0.3	-10.6	-8.2	2.6	1.5	-3.9	-6.7
1999	0.7	1.1	3.5	-0.6	4.1	-0.6	6.0	6.7
2000	2.6	0.7	-0.1	7.2	4.3	-7.6	9.5	9.7
2001	-0.8	1.4	-7.7	-2.4	2.8	-4.7	-7.9	-3.4
2002	1.1	1.2	-2.2	-2.9	2.1	-5.4	11.5	4.8
2003	2.1	0.6	-0.2	6.1	2.6	-9.5	9.8	3.0
2004	2.0	1.2	1.7	6.8	1.7	-12.7	11.4	8.5
2005	2.3	1.8	-1.2	6.2	0.8	-5.6	9.0	5.9
2006	2.3	1.1	-0.2	5.5	1.1	-8.8	8.3	3.1
2007	1.8	0.9	-13.5	2.1	2.1	-6.3	9.3	1.7
2008	-3.2	-0.5	-3.1	-9.6	0.3	-4.4	-10.2	-3.7

資料) 総務省統計局「日本統計年鑑」(<http://www.stat.go.jp/data/nenkan/index.htm>)より作成。

<sup>24)</sup> 労働分配率には、様々な定義(計算方法)があり、その定義によって値はかなり異なる。したがって、ある一時期を対象にするには意味がないが、時系列的に趨勢や傾向を把握するさいには意味をもつ。いざなぎ景気の開始の2002年と、そのピークの2007年とを比較しよう。①「雇用者報酬/(雇用者報酬+法人企業所得)」で定義される労働分配率は、85.8から84.2に、②「1人当たり雇用者報酬/就業者1人当たりGDP」で定義さ

労働者の稼ぎ出した付加価値の増加分の配分が、企業には多く、労働者には少なくなったといえる。このような状態では、内需が拡大しないということは、あまりにも当然である。こうした背景には、すでにみた労働者派遣法に代表される、労働市場の不健全性が存在する。

繰り返しになるが、この間のいざなみ景気の内実は、輸出主導のそれだったのである。それゆえ、アメリカのサブプライム危機－リーマンショックによる景気後退はアメリカの輸入を減退させ、そのことが本国以上に日本に危機的な状況を生じせしめた。輸出の対前年度増加率が08年度にはマイナス10.2%になっていることはそうしたことを意味している。

このように総括できるとすると、少なくとも、以下の点を主張しなければならない。すなわち、第1に、堅調な内需拡大を目指すことが求められよう。しかし、それはいわゆる高度成長を目指すものではない。むしろアンバランスな経済成長に依存しない社会の形成が求められる。景気が回復すれば全てが解決するというイデオロギーを超えた、マクロ経済モデルを模索しなければならない。その際、トリックルダウン理論と呼ばれるものを正面から批判するとともに<sup>26)</sup>、農業を含めた産業構造の見直し、地域に根ざした経済を構築する道を探らなければならない。環境問題も視野に入り、「スモールイズビューティフル」というスローガンも浮かぶだろう<sup>27)</sup>。

そして、第2には、雇用の安定、および社会保障全般の整備が問われる。一言でいえば、セイフティネットの強化（広義の社会保障）に他ならない。労働分野においては、派遣労働の禁止、パート労働の時給アップ、ワークシェアリングなどが考えられる。また、健康医療関連としては、疾病保険の整備、さらに、老後の問題にかんしては年金制度の立て直しがあげられる。その他として、教育費の無償化などにかんしては、長期の展望のもと、整合性の高い制度設計が求められる。そうした場合、ここでは深く立ち入れないが、「ベーシックインカム」という思想と制度が考察に値する<sup>28)</sup>。

みられるように、実体のない金融主導の経済からの脱却をどう図るかが問われているということである。抽象的にいえば、生産と生活を見直すことである。すなわち、富とは何か、という古典派経済学以来の課題を再確認すること、そして、生活にとって必需なものは何か、が問われなければ

---

れる労働分配率は、70.2から64.9に、③「人件費／(人件費＋経常利益＋支払利息・割引料＋減価償却費)」で定義される労働分配率は、63.5から59.5に、それぞれ低下している（『ユースフル労働統計2009』労働政策研究・研修機構）。

<sup>25)</sup> たとえば、『経済財政白書』（2007年版）には、以下のような記述がみられる。「今回の景気回復局面を通じて企業収益は改善傾向が継続している。全産業の売上高は、2007年1-3月期で前年比6.3%増と16四半期連続増加しており、経常利益では同7.4%増と19四半期連続の増加が続くなど好調な動きが続いている。水準をみても既に2003年度にはバブル期を超える水準にまで回復し、さらにそれを上回る増加を続けている。」

<sup>26)</sup> トリックルダウン理論（trickle-down theory）とは、富める者がより豊かになれば、貧しい者にも自然に富が浸透するという理論あるいは思想である。「金持ちを儲けさせれば貧乏人もおこぼれに与（あずか）れる」ということ。かつての麻生首相の経済理論らしき発想は、唯一これだった。しかし、こうした思想は理論的にも実証的にも成立しないことは明らかである。

<sup>27)</sup> 「スモールイズビューティフル」とは、E.F.シューマッハー『スモール・イズ・ビューティフル』（講談社学術文庫）による。

<sup>28)</sup> 「ベーシックインカム」（Basic income）とは最低所得保障と訳される。政府が全ての国民－年齢や性別にかかわらず－に対して毎月（年）最低限の生活を送るのに必要とされている額の現金を無条件－資産や収入などにかかわらず－で支給するという構想である。たとえば、毎月8～9万円をベーシックインカムとして、全国民に給付すれば100～120兆円程度の資金が必要。しかし、年金・生活保護・失業給付金・各種の手当てを原則的に無くし、また、それらを行うための多大な手続きにかかる諸経費を無くせば、可能かもしれない。GDPの20%強の費用なのだから…。これは、「働かざる者も、食うべからず」から「生きる者、全ては食う権利を持つ」という、スローガンへの転換である。

ならない。それはまた、所得の再分配を通じた格差の是正、そして環境問題にも繋がってゆくだろう。日常生活の課題を世界に見るとともに、世界経済の課題を生活の中に求めるという思考が鍵をなすのである。

## 参考文献

- 内閣府『経済財政白書』各年版  
内閣府『世界経済の潮流』各年版  
経済産業省『通商白書』各年版  
厚生労働省『労働経済白書』各年版  
労働政策研究・研修機構『ユースフル労働統計 2009』  
伊藤元重（監修）[2009]『金融危機をどう理解するか？』総合研究開発機構、Web版  
金子勝、アンドリュー・デウィット [2008]『世界金融危機』岩波ブックレット  
河村哲二 [2009]『知識ゼロからのアメリカ経済入門』幻冬舎  
塩沢由典「複雑系経済学のいまー金融工学との対比からみた複雑系経済学ー」『エコノミスト』（臨時増刊、2000年4月10日号）  
浜矩子 [2009]『グローバル恐慌』岩波新書  
水野和夫 [2008]『金融大崩壊』NHK出版  
宮崎義一 [1992]『複合不況』（中公新書）  
本山美彦、萱野稔人 [2008]『金融危機の資本論』青土社  
本山美彦 [2008]『金融権力』岩波新書  
山口義行編 [2009]『バブルリレー』岩波書店  
NHK取材班 [2009]『マネー資本主義』NHK出版  
SGCIME編 [2010]『現代経済の解説』御茶の水書房  
アグリエッタ、ジェソップ他 [2009]『金融資本主義を超えて』晃洋書房  
E.F シューマッハー [1986]『スモール・イズ・ビューティフル』講談社学術文庫  
IMF [2009], *World Economic Outlook – Crisis and Recovery–*  
IMF [2009], *International Financial Statistics*  
U.S. Department of Commerce [2009], *Balance of Payments & International Investment Position Articles*

# Financial Crisis Originated in the USA and Its Influences on Japanese Economy

— The 2008 Panic and After That —

TANAKA Shiro

The world economy fell in the unprecedented crisis of 2009, and even Japan wasn't an exception. As is generally known, this crisis came to the front with the so-called Lehman Crisis (Lehman Shock). It came out of the United States, involved Europe and Japan, and spread all over the world. This financial-economic confusion is the largest since the great depression in 1930's, and it can be said to be the first world simultaneous panic and the world simultaneous recession after the Second World War.

First, this paper will consider what occurred. When we see a change in the real GDP growth rate and the stock price, it's clear that the world economy stayed quite smooth from around 2002, followed by irregularity from 2008 to 2009. Such a thing is occurring now.

Next, the structure of the crisis occurrence will be explained. As is well-known, the situation was formed by the failure of "American subprime loans". Therefore the process in which it failed is made clear by considering the mechanism of these subprime loans.

Based on such an analysis, the structure that the crisis brought to the Japanese economy will be clarified. This financial crisis was an American problem at first, and it was thought that it wasn't so influential in Japan. However, this turned out to be incorrect. That is why this point is important.

Finally this paper will try to view the future based on the above-mentioned considerations. It will ask how we plan breakaways from the "insubstantial finance economy" to a "true economy". Abstractly speaking, it is to review production and life. In other words, it is essential to reaffirm problems since the classical economics. This is a key point of this paper.