

金融危機と覇権の構造

竹田 茂夫

法政大学経済学部教授

今回の金融危機は米国内の不良債権問題に端を発するが、直接金融——日本の金融システムが今後めざすべき姿であると喧伝されてきた——の意外な危うさに関して重大な教訓を提供した。金融危機はまた、グローバルな富と権力の遍在をうみだす米国の覇権の構造をあらためて明るみに出した。

1. 金融危機の進行

米国の金融市場の変調が注目され始めたのは昨年(2007年)6月であった。7月終わりにインターバンク市場で「近年例を見ないほどの完全な流動性凍結」(英国大蔵大臣の表現)が生じて、短期金利が急騰し、銀行間で短期資金を融通しあう機能が停止した。世界的規模で金融市場の不安定性が高まり、流動性が突然枯渇したのである。

8月初めに、ドイツの銀行とフランスの銀行(BNP

パリバ)系の三つの投資ファンドが米国のサブプライム・ローンに関連して巨額損失を被ったことが伝えられると、銀行のもつサブプライム・ローン関連資産の評価損とオフバランスシートリスク(銀行がSIV金融投資のための特別目的会社などに対してもつ債務)に関する懸念が広がり、社債発行激減やABCP(資産担保コマーシャル・ペーパー)市場の激的な縮小が見られた。

つまり、銀行や投資家の間で互いの資産内容に関する疑心暗鬼が広まった結果、資金に余裕のあるものでもインターバンク市場や証券市場に資金を提供することがなくなったのである。主に短期金融市場で資金調達をするものは苦境に立つことになる。9月に英国の銀行ノーザンロックに対して預金の「取り付け」が生じたことには、このような背景がある。

これに対して、FRB(連邦準備制度理事会)やヨーロッパ中央銀行はほぼ十年前のLTCM(ロングターム・キャピタル・マネジメント)危機——1997年のアジア経済危機と翌年のロシア債務不履行に端を発した世界的な金融市場の攪乱によって、米国の金融システムが機能不全に陥り、超優良ファンドとみなされていたLTCMが破綻寸前までいった——以来の大規模な流動性注入を行った。中央銀行の古典的な役割である「最後の貸し手」機能は、今回は中央銀行が「最後の市場」となって幅広い種類の証券を買い入れることによって果たされたので

たけだ しげお

1949年生。一橋大学大学院博士課程修了。ニューヨーク州立大学 Ph.d

主要著書は『信用と信頼の経済学』(NHKブックス)

『思想としての経済学—市場主義批判』(青土社)『ゲーム理論を読みとく』(ちくま新書)など多数。

ある。

この一年間の急展開には目を見張るものがある。金融市場の攪乱は、銀行の貸し渋りと逆資産効果による消費支出減退を通して、米国の実体経済に深刻な影響を与えているが、今年3月に入るとさまざまな指標から、米国経済が景気後退に入ることが確実視されるようになった。今回初めてその手腕を問われることになったFRB議長バーナンキは、今年3月初めの時点までで5回ほど政策金利を機敏に下げたが（5.25パーセントから3パーセントへ）、その効果の大きさは疑問視されている。金融業については、一年前に巨額利益を誇示していた米国の代表的な銀行であるシティ・グループやメリルリンチは、いまや途上国（中国、東アジア、中東の石油輸出国）の政府系ファンドから資本注入を受け入れ、近年の企業買収ゲームの主演であったプライベート・エクイティの旗手カーライル・グループ傘下の投資ファンドは債務不履行の瀬戸際にある。多くのヘッジファンドは破綻の危機に直面している。

2. 危機の原因——証券化の罫

今回の金融危機の焦点は「証券化」に絞られる。証券化とは本来、ファニーメイ（連邦抵当公社—30年代ニューディール政策の一環として、国民の持ち家普及のための金融制度として設立された政府支援会社）が、銀行や地域の貯蓄組合のもつ住宅ローン債権を買い取り、プールして、流動性・安全性を保証しつつ、機関投資家、富裕層、銀行等に販売する方法を指した。このビジネスモデルは1970年に設立されたフレディマック（連邦住宅金融抵当公社）でも採用され、両公社は米国民の住宅建設を金融面から促進して金融仲介の模範生と考えられてきた。

このビジネスモデルを、2000年代以降、大手の民間金融機関も採用するようになったが、両公社が債務不履行リスクの低い優良住宅ローン（プライムローン）を買い取ったのに対して、民間金融機関

は高リスクの優良以下の住宅ローン（サブプライムローン）を買い取った。債務担保証券CDOとはサブプライム・ローンの証券化であるが、CDOはもともと債務不履行に関して確率的に独立な現象と考えられるさまざまな住宅ローンの束であるから、それをいわば横断的に切り分けて低リスク、中程度のリスク、高リスクの証券に仕立て直すことが可能である。もちろん、この順番に利回りは高くなる。このように証券化によって、投資家のもつ様々なリスク選好に応じて、リスクの異なる（したがって利回りの異なる）金融商品を提供できる。年金基金のような機関投資家は低リスク証券を買い、ハイリターンを求めるヘッジファンドはハイリスク証券を求めるといった具合に、である。

2003年に両公社の発行する抵当担保証券や資産担保証券は全体の4分の3であったのに対して、2006年半ばには民間金融機関の発行する証券が半分以上を占めるようになった。証券化は住宅建設を大いに促進した。ピーク時2005年の住宅投資は米国GDPの6パーセント以上を占めたが、これは1950年以来の高水準であった。

証券化の設計には金融工学が与る。しかし、後に「小利口」とか「利口過ぎる」（too clever by half）と揶揄されたように、今回も金融工学は個別合理性（債務不履行リスクを多くの投資家へ広く薄く分散する）を追求するあまり、金融システム全体にとってどのような副作用が現われるか考慮しなかった（できなかった）ように見える。証券化の問題として三点が挙げられる。

まず、証券化による金融商品の不透明化である。住宅ローンの束を仕立て直して証券を作る際の金融工学の手法が高度になればなるほど、証券の背後にどのような実際の信用リスク（債務不履行リスク）があるのか、投資家にとって見通しがたくなる。問題は投資家だけでない。英国下院委員会が、証券化業務を行ってきた投資銀行の幹部（英国支社会長）を呼んで質問した際、幹部はCDOとはなにか説明できなかったという（House of Commons

Treasury Committee, *Financial Stability and Transparency, Sixth Report of Session 2007-08*, p.17)。いわば中味のわからない商品を買手も売り手も扱っていたことになろう。今回の金融波乱をきっかけにして、投機資金が複雑で不透明な金融商品を忌避して、単純な商品市場に回帰する傾向が原油・穀物・貴金属の高騰の一因になっているという指摘もある。

次に、金融仲介プロセスの複雑化によるインセンティブのゆがみである。本来、銀行システムは最終的な資金の貸手と借手の間に銀行が介在して、リスク分散機能、資金プール機能、モニター機能などを果たす「間接金融」であるといわれるのに対して、金融市場で貸手と借手が直接に出会い、銀行などの仲介者がもたらす情報の非対称性を招かずに、公明正大で情報効率的な市場メカニズムに基づいて資金配分が行われるのが「直接金融」である、というのが教科書的説明である。だから、間接金融から直接金融へ移行することは、金融仲介の切斷 (disintermediation) と呼ばれてプラスの価値を付けられてきた。しかし実態はまるで違う。間接金融は銀行という金融仲介者をひとつだけ置くのに対して、実際の証券化では最終的な貸手 (投資家) と借手の間に、ブローカー、オリジネーター (発端の住宅ローン提供者)、サービサー (料金徴収)、アレンジャー、証券の格付け機関、モノライン (担保証券保証会社) などの複数の仲介者が介在する。これは上述した金融商品の不透明化を招くだけでなく、各段階の金融仲介業者は、CDOの鑑定を格付け機関に任せ、自分では中味を吟味せずになるべく早く手放してしまいたいというインセンティブを生んでしまう。他方、格付け機関は証券化業務に収益源をもつために、中立的な格付けが難しくなる。しかも、CDOは相対売買 (OTC) であり、証券取引所と異なり取引の透明性・公開性・公正性は保証されない (“When it goes wrong…,” *Economist*, Sep.20th 2007)。貸手と借手の間の情報の非対称性は逆に大きくなるのである。証券

化の失敗から金融の再仲介化 (reintermediation) が生じる可能性を指摘する議論もある (IMF, *World Economic Outlook*, Chap. 1, p.9, Oct. 17, 2007)。

最後に、規制の問題がある。CDOの需要側に規制の網が掛けられていなかったために、CDO価格の下落が他の資産価格に波及して、金融危機を一層深刻化させてしまうという点である。近年の株式売買や証券売買の主役は、ヘッジファンド (高利回りを求める利殖ファンドでその資産・負債や取引は公開されない) やプライベート・エクイティ (業績の落ちた上場企業を買い占めて非公開会社にして、会社を再建したうえで再び上場して利鞘をかせぐ) であった。ヘッジファンドには自己資本規制がなく、プライベート・エクイティは公開会社 (上場会社) なら服すはずの会社法に規制されない。このため両者は高度にレベレッジを利かせる (資本や資産を大幅に上回る借入金で投資を行う) ことができるが、ひとたびある資産市場で価格急落が起きると、自身が破綻する高いリスクをもつだけでなく、他の資産市場へ金融危機を伝播する増幅器の役割をはたしてしまう。たとえば、CDOを担保に銀行から多額の借入をしているヘッジファンドに対して、銀行がCDOの価格下落を補う追加証拠金 (マージン・コール) を要求すると、ヘッジファンドとしては手持ちの金融資産 (株式・債券など) を売却して資金を用意する必要がでてくる。金融危機の際には、ヘッジファンドに対する多額のマージンコールが同時に行われるから、複数の資産市場で同時に売却が生じて、多くの金融市場でスパイラル的下降が起きることになる。プライベート・エクイティについても同じことがいえる。新規の企業買収のための資金調達だけでなく、通常の資金調達業務が難しくなりつつある。

証券化の欠陥は、どのように金融機関を規制すべきか、「金融立国」という将来像は果たして望ましいのかなどの重要な問題にかかわる。上に挙げた証券化の三つの問題点は、将来の日本のあるべ

き金融システムとして提案されてきた直接金融（日本では「市場型間接金融」などと呼ばれる）というものがいかに重大な問題を抱えているかを示している。

金融と規制のあり方は、単純に最適な「制度設計」をすればよいというわけにはいかない（制度設計の例として、たとえば今回の金融危機の直前に発表された金融審レポート「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ、中間論点整理（第一次）」を参照）。規制のあり方とその抜け道が新しい金融方式を生み出し、さらにそれに対して新たな規制の網が掛けられるといった展開を指して、かつて弁証法的と呼んだ米国の研究者がいた。事実、1988年のバーゼルⅠ（国際決済銀行で合意された銀行の自己資本比率規制）が金融危機の際に銀行の貸し渋りや貸し剥がしを招いて、金融危機を一層深刻化させてしまった教訓を踏まえて、現在欧米で次第にバーゼルⅡ（自己資本比率を算定する際に、リスク評価をより一層細分化・詳細化することと各金融機関のリスクの自己評価方式に任せるという二点に要約される）が採用されつつあるのだが、今回の金融危機でこのバーゼルⅡの欠陥が露呈してしまった（“Mortgage Fallout Exposes Holes in New Bank-Risk Rules,” WSJ, March 4, 2008）。リスクの自己評価方式は結局、格付け機関の評価への依存を生むことになるが、これがどのような問題をはらむか上で述べた通りである。さらに、今では広く認識されているように、自己資本比率規制によって信用リスクを抑制するだけでは、金融危機を未然に防止することはできない。市場リスク（資産価格が下落するリスク）や流動性リスク（支払い手段が不足するリスク）に対してどのように規制の網をかけるべきかといった問題は、分権的意思決定方式である市場メカニズムをどのように制御するかという市場の本質にかかわるもので簡単に答えが出るわけではない（この点については、拙稿「将来の金融システムはどうあるべきか——金融審「中期ビジョン」批判、『生活経済政策』2003.8、No.79を参照されたい）。

3. 覇権の構造

ソ連・東欧圏崩壊後の米国の政治的・経済的覇権の基礎が築かれたのは、90年代後半の第二次クリントン政権の時代であったように思われる。当時、米国はIT革命と金融セクター主導のグローバル化によって、80年代に世界市場で強力な競争相手であった日本やドイツを凌駕した。世界的に低インフレと安定的な成長が実現したが、米国内では政権末期の2000年—2001年にITバブルが崩壊した。次のブッシュ政権で新自由主義的政策が徹底して行われ、社会的インフラの毀損、セーフティネット（社会保障、医療、教育）の機能不全、経済格差の一層の拡大が生じた。この政権末期の現在、住宅バブルが崩壊しつつあるのは上で述べた通りである。

この20年間で世界的な長期金利水準の持続的低下傾向が明らかになってきた（IMF, *World Economic Outlook* 2007によれば、特に21世紀に入ってから米国、EU、日本の三地域で、実質の長短金利はいずれもほぼマイナス金利である）。前連銀議長グリーンズパンのいう「コナンドラム（謎）」である。金融政策は、通常中央銀行が短期貨幣市場に介入して短期金利を制御し、それが裁定取引を経て他の金融市場に波及することを狙うものである。グリーンズパンによれば、2003年半ばから一年ほど続いた超金融緩和を転換するために、1%であった目標短期金利を引き上げた。ところが、長期金利はそれに伴って上昇しないという異例の展開をみせた。同じことが翌年にも観察されたというのである（A. Greenspan, *The Age of Turbulence*, Ch.20, 2007.）。

グリーンズパンは二つの説明を与えている。まず、旧共産圏の市場経済化にともなって、世界市場に突如現われた膨大で安価な労働力がインフレ期待を沈静化する結果、貨幣面から長期金利が抑制されるという。次に、新興国（特に中国）の高い貯

蓄率によって実質長期金利が引き下げられたという実体面からの説明である^(註1)。この低金利のもとで世界の投資家がより高い収益率を生む金融商品を求めた結果、証券化のトリックを通じて住宅バブルが生まれたというのである。グリーンSPAN時代に歴史的にみても大きな二つのバブルが生まれたわけだが、グリーンSPANはITバブルについては技術上の新機軸と「ニューエコノミー」が株式市場の熱狂を生んだのがその原因であるとし、住宅バブルについては新興国（特に中国）の貯蓄過剰（savings glut）にその原因を求める。ただ、ITバブルはインターネット関連技術の革新を起点にして生まれた株式市場のバブルであるが、今回の住宅バブルには技術上の新機軸はなく、金融セクター主導のバブルであることに注意すべきである。

超低金利は住宅バブルなどを通じて消費支出を拡大する。もともと低かった米国の貯蓄率はゼロかマイナスになったと考えられている。民間部門の過剰消費とブッシュ政権になってから生じた財政赤字は、マクロ経済学的バランスの裏側で、巨額の経常収支の赤字となって現われる。いいかえれば、米国経済は官民合わせて過剰消費であり、持続的に自国で生産する以上のものを消費している。その差額をファイナンスするのが米国の資本収支の黒字であり、結局米国は外国に対して債務を毎年増加させながら、過剰消費と巨額の軍事支出を続けていることになる。このような米国の経常収支の赤字（＝資本収支の黒字）は、日本、中国、その他のアジア新興国、石油輸出国などの経常黒字に対応している。それらの国の中央銀行は自国通貨の為替相場を維持するために、ドルを買い支えるが、そのドルが外貨準備として米国の財務省証券などに投資される。結局、米国は財務省証券を発行することによって、経常収支の赤字をファイナンスしていることになる。

米国の覇権とは、巨大な経済規模と圧倒的な軍事力の無言の圧力のもとにドルを国際通貨として信認・通用させ、金融自由化・貿易自由化・規制

緩和政策や知的所有権制度の強制などの手段によって、金融業やその他の事業資本のグローバルな活動の自由を国家の方針として保証して、世界を米国の制度と理念にあわせて作り変えていくパワーのことであろう。米国が世界最大の債務国であるにもかかわらず、巨額の消費支出と軍事支出が可能であるのは、このような覇権の構造があるからである。

しかし、このような覇権の構造は持続不可能である。次の四点に注意しよう。まず、毎年の巨額な経常収支赤字とその累積総額である対外純債務の存在は、持続的なドル安圧力を生む。事実、2001年から2007年にかけてドルは実効レートで4割ほど減価した。他国の中央銀行にとってみれば、準備通貨であるドルの将来の減価は確実なのであるから、少なくとも一部は他の通貨（ユーロなど）に代替しようとするインセンティブを生むであろう。つまり、ドル暴落が起きないとしても、ドルは世界通貨としての機能を次第に失っていく。

次に、中国や石油輸出国の巨大な貯蓄過剰の圧力が実質金利を低水準に維持する限り、低金利で長期の借りに依存する米国の過剰消費は解消されないし、その結果として経常収支の赤字も解消されず、新興国と米国の間の国際収支の非対称性はますます増大する。他方、低金利を忌避する投資資金は、高リスクを厭わず新たな事業形態や投資機会を開発して収益を追求しようとする。ヘッジファンドやプライベート・エクイティなどの投資形態や、サブプライム・ローンや資産担保証券はこのようにして生み出されたのである。つまり、現在の覇権の構造を前提とするかぎり、90年代日本のような資産価格の長期低迷と負債デフレに陥らないためには、次々にバブルを起こしていくことが必要になる。ただ、「バブルとバーストの循環」といったものが現実には可能かどうかは争点になりうる

第三に、米国の金融業主導のグローバル化と新自由主義に対する民衆の抵抗は、これからますます無視できないものになる。中南米では新自由主義

に幻滅した民衆によって、中道・左よりの政権がつぎつぎに成立し、中東ではアフガン攻撃やイラク侵攻によって逆に強力な反米勢力を作りだしてしまったのである。

最後に、長期的にみれば米国の覇権に正面から挑戦できるものは中国であろう。中国とはどのような政治的・経済的パワーなのであろうか。

4. 改革開放の意味

1978年の鄧小平主導の改革開放以降2007年まで、中国経済は年平均10パーセントに近い実質成長率を持続してきた。GDPで測れば、いまや日本を抜いて米国に次ぐ世界第二位の経済大国である。世界貿易や世界の資本移動における中国のウェイトは、米国の覇権の構造を支えると同時に、次第に侵蝕していくであろうことは上で述べた通りである。しかし同時に、一日一ドル以下の生活費で定義される絶対的貧困にとどまっているものは一億五千万人いると推定されているし、環境汚染、経済的不平等、政治的腐敗など多くの問題が未解決のままである。

テクノクラートや経済学者のなかには、中国社会の今後を経済成長として、あるいは近代化として捉える立場がある（胡鞍鋼『経済大国中国の課題』日本語訳2007年、林毅夫（Lin Yifu）“Marshall Lectures, Development and Transition: Idea, Strategy, and Viability,” 2007など）。単線的な経済成長として中国の発展を理解したり、西欧型の民主制政体や法治国家への収斂を想定することはどのような根拠で可能なのであろうか。

G. アリギは、市場と資本主義を明確に区別するF. ブローデルの図式を利用して、中国は、遠隔貿易と国家間の戦争を通じて競争してきた西欧型の資本主義の発展の道をとらないであろうと推論する（G. Arrighi, *Adam Smith in Beijing: Lineages of the Twenty-First Century*, 2007）。しかし、資本主義に転化しないような市場経済の「自然な発展」と

はどのようなものか、世界経済の配置のなかで、特に米国との覇権をめぐる闘争のなかでそのような発展が果たして可能なのか、アリギの議論のなかには解答を見出せない。

汪暉（Wang Hui）の有名な論文「1989年の社会運動と中国の「新自由主義」の歴史的根拠」（2000年）が重要なのは、改革開放の具体的経過を追うことによって、中国の市場経済の背後にある社会的要因を探り当てようとしているからである（邦訳『思想空間としての現代中国』（2006）所収）。

農村改革は、人民公社の解散、戸別生産請負責任制、郷鎮企業、中央政府から地方政府への権限委譲などの効果をあげたが、名義上の土地国有制が維持されたため、後に地方共産党幹部による農民からの土地収奪が行われることになった。これに対して、都市改革では工業資産の再分配や完全な私有化が行われたが、「しかるべき民主的監督過程と複雑な技術的サポート」のない状況で、地方政府・行政部門・企業などの利益集団に権益が集中したのである。

汪暉はK. ポラニーの議論に基づいて、市場化と社会防衛と国家（政治権力）の三つの力の配置のなかで中国の改革開放を考える。考察の焦点は、1989年の天安門事件で頂点を迎えた社会運動に絞られる。この社会運動には、市場経済に基礎をおく権限や分配への要求、つまり急進的な私有化政策の要求と社会的公正・経済的民主化の要求の二つのベクトルがあったという。国家が第一の要求の一部を取り入れ、第二の要求を抑圧することによって、中国の新自由主義が成立すると主張する。

汪暉のいうように、中国の国家運営の指導理念が新自由主義であるとすれば、その政治的な基盤を、毛沢東時代の理想主義的・平等主義的政策の悲惨な結末（大躍進や人民公社が大飢饉を生み、文化大革命が政治的抑圧と社会的停滞を生んだ）の記憶がなまなましいはずの中国民衆の豊かさや自由への願望に求めるべきであろう。しかし同時に、社会主義という建国の理念は、知識人によって正義

やフェアネスとして再解釈され、民衆によって生存への要求や不正への怒りとして身体化されているように見える。事実、地方で頻発する民衆暴動は、地方幹部の腐敗とかれらによる農民からの土地収奪、環境汚染、地方政府による恣意的な行政や税制などをきっかけにしているという。

アリギが空想するような調和のとれた市場経済と経済発展が実現されない限り、中国の新自由主義も、市場原理主義が米国の内外で生み出してきたような解決不可能な諸問題を抱え込むことになる。経済的不平等の拡大と貧困、社会的格差の固定化（アンダークラスの出現）と社会的排除、労働市場分断と非正規雇用の拡大、リーンな、あるいはミーンな社会保障制度などの諸問題である。かり

に社会主義の理念が陳腐化しているとすると、国家としての中国の正統性はどこにもとめるべきであろうか。■

- 註1. 長期金利水準から予想インフレ率を差し引けば、定義的に長期実質利子率が求められるが、BRICS（特に中国）の巨額の貯蓄によって（金融政策や貨幣的現象から独立に）この長期実質利子率が低水準に維持されるという考え方がある（グリーンスパンやバーナンキ）。他方、同じ長期金利は短期金利（中央銀行の政策金利）とリスク・プレミアムの和としても表現できる。金融政策によってインフレ期待やリスク・プレミアムはある程度コントロールできると考えられている。

