

ゆらぐ国際金融と米欧経済

田中 素香

中央大学経済学部教授

1 国際金融を支配するアメリカ金融資本

アメリカの銀行、投資銀行（メリルリンチなど。日本の証券会社に相当）、ヘッジファンドなど金融資本は国際金融を支配している。

米英を先頭に先進諸国は1980年代から、比較的経済水準の高い開発途上国（体制移行国を含む）はIMF（国際通貨基金）の圧力もあって1990年代に急激に、金融自由化を進めたため、90年代末にはほぼ世界中の国が国際金融の網の目に取り込まれた。金融グローバル化といわれる。

世界の資金は主要な国際金融市場に流入しまた流出する。それは世界資金の回転台の役割を果たしている。2006年の世界資金の流れを示す図を見ていただきたい。最大の回転台はアメリカ（図の「北米」）、次いでイギリス、規模は小さいが日本とラテン・アメリカも回転台となっている。

たなか そこう

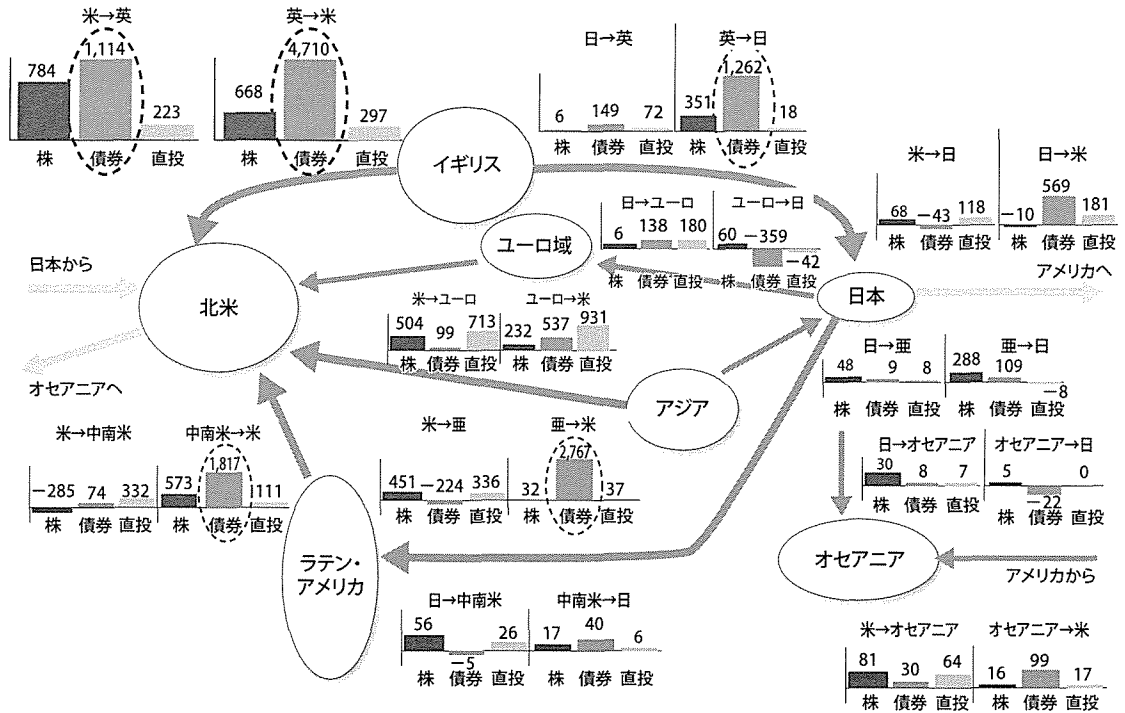
1945年生。九州大学大学院経済学研究科修士課程修了。下関市立大学経済学部助教授、東北大学大学院教授などを経て、2004年より現職。経済学博士。専攻は国際金融論、ヨーロッパ経済論。主要著書に『ユーロ』（岩波新書 2002）、『拡大するユーロ経済圏』（日本経済新聞出版社 2007）、『現代国際金融』（共編著 有斐閣 2008）などがある。

アメリカには世界中から資金が流入し、また全世界に向かって流出している。流入側では、イギリスから4710億ドル、アジア（日本を除く）から2767億ドルが流入し、2大動脈となっている。イギリスには産油国をはじめ世界中から資金が集まり、その高い割合がアメリカに向かう。アジアからアメリカへの流入は、たとえば中国や韓国などが自国通貨の対ドルでの急上昇を抑制するために中国なら元売り／ドル買い介入で得たドル資金が米財務省証券を購入するというような、政府系資金のアメリカへの流入である（外貨準備となる）。中南米にはケイマン諸島のようなオフショア金融センターがあり、アメリカとの間で資金のやりとりがある。オフショア金融センターは進出してくる法人に対して法人税を免除しかつ企業秘密を守る。多くの国の金融機関や企業はオフショア金融センターに本社や事務所をおいて合法的に脱税するのである。日本からラテン・アメリカへの資金流出は、ヘッジファンドなどが円の低金利を利用して円資金を借り入れドルに転換して使用する、いわゆる「円キャリー取引」を含んでいる。ユーロ域（ユーロを国内通貨とする諸国から成る地域）とアメリカとの取引額は、図のようにネットでは小さいが、証券の売買総額はイギリスに劣らないほど巨額となっている。後に述べるサブプライム証券は欧州のファンドによって大規模に購入された。

アメリカに流入する資金は安全を重視する場合には財務省証券に買い向かうので、アメリカは増税をし

図 2006年の世界資金フロー

(単位:億ドル)



(注) 数値はネット金額 直投=直接投資
(出所) みずほ総合研究所作成(原資料は米財務省資料および日本財務省資料)

なくてもイラク戦争の戦費(財政赤字)をまかない、しかも低金利を維持できる。世界中からアメリカに集中した資金はイギリス、オセアニア、日本、アジアなどに向かう。ヘッジファンドなどは開発途上国の高い利潤や利子をねらって、現地通貨建てでも投資を行い、莫大な利潤を稼ぐのである。金融グローバル化が進む中でアメリカ金融資本は膨大な利益をものにした。アメリカの全産業の企業産出高に占める金融業のシェアは1982年の8%から2007年の16%へと倍増しただけだが、税引後総利潤に占める金融部門のシェアは5%から41%に跳ね上がった。金融グローバル化とはアメリカの金融資本と政府にとってまことに結構なくみなのである。

2. 世界不均衡(グローバル・インバランス)の拡大

第2次大戦以後の20世紀のアメリカの経常収支赤字は1988年の3.3%が最高だった。アメリカ政府は増大していく赤字がドル暴落を誘発するのをおそれて85年「プラザ合意」を日本やドイツと結び、ために円はわずか2年間で256円から120円近くまで下落し、円高不況となった。逆に言えば、ドルは円(やドイツ・マルク)に対して暴落したのである。

2002年アメリカの赤字は3.3%を上回り、その後一直線に拡大して06年に8000億ドル超、GDP比

6.7%に達した。そのほとんどは貿易収支赤字で、輸出は輸入の半分をやや上回る程度である。基軸通貨国がこれほどの大幅赤字を継続したこと自体異常だが、他にも異常な現象を伴っていた。①米国赤字の対極に中国など東アジア途上国と産油国の経常収支黒字があり、貧しい黒字諸国から世界でもっとも豊かな国に資金（貯蓄）が流入、②不均衡拡大にもかかわらずドル相場は暴落せず比較的安定、③アメリカの貯蓄は投資に対して不足したので長期実質金利が上昇するはずなのに長期金利はきわめて低かった。これら（とりわけ①）の異常性を意識して、「世界不均衡」と呼ばれるようになった。

国別では中国の黒字が最大で06年約2000億ドルと米国赤字の約25%を占める。だが東アジアでは日本・NIESが中国やASEANに資本財・基幹部品を輸出して加工し米欧に輸出する「三角貿易」が進展しており、中国の黒字は「代理輸出」の面があるから、米国赤字の最大の相手は東アジア地域と捉えなければならぬ。

世界不均衡の原因は複雑だ。赤字国と黒字国が絡み合っている。アメリカの長期金利は外国資金の流入によって低く維持された。政策金利もITバブル破裂に続く01 / 02年不況から抜け出すために超低金利に維持された。こうして住宅価格の上昇、住宅投資の増大をもたらした。住宅価格が上がると住宅購入者は住宅担保で資金を借り入れることができ、自動車など耐久消費財の購入などを増やす。低金利はまたアメリカ企業の高利潤率とあいまって株価上昇に作用し、それがまた消費を刺激した（資産効果）。05年からアメリカ家計の貯蓄率はゼロ以下となった。可処分所得を使い尽くした上に借金が上乘せされたのである。消費増大は当然輸入の増大につながった。これが需要側の要因である。

供給側でもアメリカ製造業のウェイト低下という重大な変化が起きている。アメリカGDPの付加価値に占める製造業のシェアは1990年16.3%、2000年14.8%、そして05年には12.1%にまで低下した。製造工場をそっくり海外（中国、インド、アイルランドなど）

に移したり、海外での部品調達（アウトソーシング）をアメリカ企業は大規模に進めた。生産のグローバル化である。GMやフォードなど老舗の製造大企業さえ傾いている。アメリカ得意の情報技術部門でさえ部品輸入が膨大となって貿易収支は赤字となるほどだから、貿易収支赤字が膨大化するのとは当たり前である。

他方東アジア諸国は97年アジア通貨危機後投資のGDP比は低下し、貯蓄率はあまり変わらないので、貯蓄が投資を上回り、そのギャップ分だけ経常収支は黒字化する。東アジア危機の印象は今も強烈に残存しているから、政府の政策運営も、黒字を増やして外貨準備を充実することで次の危機を防止する方向へと向かった。

1990年世界の外貨準備は約8000億ドル、うち5000億ドルを先進国（日本を含む）、残りを途上国（アジアが圧倒的）が保有していた。アメリカの膨大な経常収支赤字が続いたため世界の外貨準備は06年末にはほぼ5兆ドルに急騰した。日本を除く先進国は5000億ドルとほとんど増えていないが、日本は9000億ドル超、次いで中国、他のアジア諸国も増え、日本を含むアジアだけで3兆ドルを超えた。なお07年半ばに中国の外貨準備保有は1兆4000億ドルと世界一になった。

ドル準備で保有すると、低金利のアメリカ財務省証券を保有することになるので、外貨準備の豊富な諸国はSWF（Sovereign Wealth Funds: 政府系ファンド）を創って世界規模のハイリスク・ハイリターン投資にも手を染めるようになっていく。経常収支均衡を顧みない基軸通貨国アメリカを前にして、他の国も国際マネーゲームに打って出たというわけである。東アジア諸国も利のある物件、利のある国に投資するというのであり、もはや安全な財務省証券での運用一本槍では行かないということでもある。アメリカがそうした投資対象を提供し続けられるかが問われる段階に進んだと見ることができよう。

3. サブプライム問題の爆発

投資に有利な世界的な低金利、世界最大のアメリカ市場の輸入増大によって、03年から07年半ばまで世界は未曾有の高成長を記録した。だがこの成長パターンはアメリカの住宅価格上昇の停止とともに崩壊した。アメリカ政府の住宅保有の奨励もあって信用度の低い個人への住宅ローン（サブプライム・ローン）の提供と住宅購入が急増した。最初の数年間ローン返済は少額で済むが、一定期間後にはローン返済額は急騰する仕組みのローンであった。住宅価格が上昇しているうちは、担保金融によって消費を増やし、ローンもきちんと返済すれば、やがて低金利のプライム・ローンに移行できる。だが住宅の過剰供給から価格上昇が鈍化し、やがて、低下するに至って、サブプライム問題が発火したのである。

証券化が事態をさらに悪化させている。ローン会社は定期的な返済をベースに資産担保証券（ABS）を発行し、ABSを担保に銀行から資金を借りてローン供給を増やした。サブプライム・ローンをベースとする証券に格付けがなされ、高格付証券から投資家に販売される。格付の低い証券は他の金融資産とドッキングしてさらに証券化し、債務担保証券（CDO）を組むと、そのうちかなりの部分が高格付証券となる「金融錬金術」が銀行と格付会社の怪しげな関係も手伝って横行した。

サブプライム・ローンの返済が延滞すると、ABSやCDOの時価評価は暴落し、それらを保有する銀行は相互不信に陥り資金の融通を渋ったため流動性危機を招いた。07年8月9日フランス最大手銀行BNPパリバがサブプライム関連投資を行っていた傘下の3つのファンドの資産凍結を発表したため、ECB（欧州中央銀行）は金融市場の機能麻痺を食い止めるために、1日で約15兆円もの短期資金を銀行間市場に供給した。この流動性危機は危機の第1段階だが、ECB、FRB（米国中央銀行制度）など中央銀行の資金供給によって収束した。07年末から

危機は2つの方向に進んでいる。第1は株価下落である。パリバショックの後アメリカ株は大きく下落し、世界の株式市場も追随した。その後金利引き下げなどで小康を得ているものの、世界株価下落への不安は残る。第2は資産価格下落による銀行の貸渋りと消費者心理冷却による不況の深刻化である。本稿の執筆時点では、FRBの大胆な金利引き下げや財政支出措置によって08年後半からアメリカの経済成長は回復との楽観的予想が多数派だが、不動産絡みの不況は長期化すると見るべきであろう。

このサブプライム危機の中で、低金利の円を借りて円売り／ドル買いで運用する円キャリー取引は下火となり、円は07年6月の124円から105円に急騰した。ユーロも169円から157円程度にまで下がった。しかしユーロは08年に入っても1.45ドルから1.49ドルと高い水準を維持している。東アジア通貨は、06年に対ドルで急騰した韓国ウォンが07年からドルとの安定を維持しているが、他の諸通貨は対ドルで軒並み上昇している。08年前半にアメリカ経済がリセッション（2四半期続いてマイナス成長）に陥る場合、アメリカの株価と短期金利がさらに低下することになれば、アメリカへの資金流入が抑制され、ドル相場の大幅な下落も予想される。

4. 欧州経済のゆくえ

アメリカのサブプライム不況が世界不況に発展するかどうかを巡っては、意見が分かれた。中国、インド、ロシアなどを先頭に高度成長を続ける途上国は内需依存の成長であるから、アメリカの不況から分離されて高度成長を続ける、という楽観論は「分離（デカップリング）論」と呼ばれる。EUの欧州委員会が07年11月に発表した景気予測では、EUやユーロ域の順調な成長は「分離」されて存続するという見方がとられていた。08年米国が仮に1.5%の不況に落ち込んでも、ユーロ域経済は07年の2.6%に続いて08年2.2%の比較的順調な成長を維持できる、というのである。

04年には中東欧諸国など10カ国がEUに新加盟し、07年にはブルガリア、ルーマニアが続いた。約1億人の低賃金諸国がEU経済に編入されて、低賃金生産基地となってEU企業の競争力は上昇した。EU財政からの地域政策資金や農業資金が大規模に流入し、EUがサポートする交通インフラ建設なども動き出した。こうして90年代後半から活発化していた投資だけでなく東欧諸国の消費にも勢いが出てきて、EUコア諸国の経済も刺激を受けたのである。いうまでもなく産業部門によってEU拡大の影響は様々だが、全体としては、非常に大きな経済改革をEUにもたらし、EU経済の活性化に貢献した。20世紀EUの欠陥、つまり地域内途上国との生産上の結びつきの欠如が是正され、21世紀欧州のリージョナリズムの展開に経済的根拠が与えられた。また中国、インド、ロシアなど新興市場諸国への輸出は順調に伸びていた。欧州委員会の「分離論」はそれらに裏打ちされていた。

だがそれは楽観的に過ぎたようだ。金融グローバル化で欧州はアメリカにつながっている。アメリカの株価下落はただちに欧州の下落を呼ぶ。また米欧間の証券取引は上述したように活発であったから、欧州は世界中の投資家（ヘッジファンドや銀行を含む）に売り捌かれたサブプライム証券の大手の買い手となった。スイス、ドイツ、イギリス、フランスなどの欧州大手銀行はかなり巨額のサブプライム損失を被っている。れっきとした銀行はBIS（国際決済銀行）の定めた貸出規制を受けるのだが、規制を受けず連結決

算もしないファンドを傘下に組織し（「影の銀行制度」）規制をすり抜けていた。それが裏目に出た。ドイツとイギリスではサブプライム証券の過剰保有によって中規模の銀行が破綻し、ドイツでは他の銀行や地方政府の資金援助を受け、イギリスでは銀行国有化に至った。欧州金融機関は資産価格の下落を受けて貸渋りを強め、短期金利が上昇している。住宅建設や消費は落ち込んでいるが、足下では設備投資や輸出はなお比較的力強く、深刻な不況の様相は見えないものの、08年の成長率は1%台半ばまで落ちるとの予想が多い。

アメリカ型の金融資本主義は限界にぶつかったとはいえ、アメリカが短期間で別の経済成長パターンへ移行するとは考えにくい。欠陥に修正をほどこして金融資本主義で成長をはかることになろう。しかし03年以降のように住宅で景気を引っ張るパターンは無理なので、新しく成長を牽引するセクターが必要であるが、どこがそれを担うのであろうか。アメリカ経済が停滞・混乱から抜け出すには時間がかかる。欧州は、洞爺湖サミットなど温暖化ガス排出抑制など環境政策において世界の主導権をとろうとしている。中国やロシアは資金面では重要なプレイヤーになっているものの、世界経済がバナンスのノウハウも経験もないから、リーダーシップは当面米欧を離れることはない。アメリカ経済のもたつきが長引けば、欧州のプレゼンスが増大し、アメリカ一極から米欧二極への流れが強まることになろう。■

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のリスク(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役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。



サブプライム問題が問いかけるもの

伊豆 久

久留米大学経済学部教授

はじめに

サブプライム問題はどこまで大きくなるのだろうか。昨年7月米連邦準備制度理事会（FRB）議長が「最大で1000億ドル」としていた金融機関の損失はすでに2000億ドルを越え、4000億ドルに達するとの予測も現れた。国境を越えた金融市場の混乱は収まるどころかますます激しくなり、世界的な景気後退の可能性も高まっている。

その一方で、事態の推移・原因、それが世界全体に波及した背景等については、この間に様々な検証・議論がなされ、まとまった報告書・書籍もいくつか発表されている¹。検討の必要な問題は何か、焦点が絞られてきたようにも思われる。その一つは証券化への評価であろう。筆者の手にあまる大問題であるが、以下、関連する論点の整理を試みることにしたい。

いず ひさし

1962年生。京都大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学。（財）日本証券経済研究所大阪研究所研究員等を経て、現職。専攻は国際金融論、証券市場論。主要著書は本山美彦編『世界経済論』（共著）ミネルヴァ書房、中尾茂夫編『金融グローバリズム』（共著）、イトウエル・テイラー著『金融グローバル化の危機』（共訳）岩波書店

1. サブプライム問題の特徴

サブプライム問題の重要なカギが〈証券化〉にあることについては、大方の意見の一致するところではないだろうか。同じく不動産関連融資の焦げ付きを震源地としながら、1980年代末の米国貯蓄金融機関（S&L）危機や日本のバブルとは異なって、融資債権の半分以上は証券化・転売され、リスクは世界の投資家に分散保有されている。住宅ローンを裏付けとする住宅ローン担保証券（RMBS）や、それをさらに証券化した債務担保証券（CDO）が、今回の主たる〈問題商品〉であり、その投資に失敗したヘッジファンドの破綻が、問題顕在化のきっかけとなった。そして、資金繰りに窮したファンドが株式市場や外為市場でのポジション解消に動いたため、混乱はクレジット市場から世界の金融市場へと波及したのである。

米国の住宅ローンにおける延滞率の上昇というローカルな金融問題が、国境を越え市場を越えて拡大した点に、サブプライム問題の最も大きな特徴があり、その伝導管の役割を果たしたのが融資債権をベースにした証券化商品なのである。したがって、背景にあるのは、〈融資の市場化〉とも呼ぶべきクレジット市場における金融技術革新とそのなかで膨張した〈投資ファンドブーム〉であり²、同じくバブルの崩壊とはいえ、新興IT企業への過剰な期待と株式市場における金融技術革新（株式交換やストックオプション等）

を背景としたITバブル（株式バブル）とは性格を大きく異にしているとするべきであろう。

2. 証券化市場における金融機関の損失

となると、では欧米の大手金融機関が、昨年秋からサブプライムローンに関連した巨額の損失計上に追い込まれたのはなぜであろうか。証券化によって、リスクは機関投資家に転嫁されていたはずである。証券化によって全体としてのリスク総額が変わることはないが、決済システムの外側に位置する投資家に分散保有されることで、金融システム全体には影響が及ばないはずであった。だからこそ、FRBをはじめ金融当局も、当初は、金融市場への影響は限定的だとしていたのである。

金融機関の損失はどのような性格のものだったのだろうか。

それを市場における金融機関の機能から見ると、①証券化商品のアレンジャーとしての業務に伴うもの、②投資ファンドに対する流動性供給者としての役割から発生したもの、③投資の失敗、の3種類に分類することができるように思われる。

一つは、証券化商品組成に伴ういわば「仕入れ原料」「副製品」の価格暴落によるものである。証券化すべく購入していたサブプライムローンやRMBSに係る評価損の計上は「仕入れ原料」の価格下落である。そして、損失の中心となったスーパーシニア格付けをもつCDOの評価損は、証券化にともなって生じた「副製品」を抱え込んだことによるものであった³。メリルリンチとシティグループは、昨年上半期のCDO組成ランキングで、それぞれ1位と2位を占め、その分、市場の混乱によりそれらの転売も不可能となると、巨額の損失を被らざるを得なかったのである。

二つ目は、投資ファンドに対する流動性供給者としての役割から生じた損失である。シティ等の金融機関は、投資ビークル（SIV）等と呼ばれる、証券化商品に投資する一方それを裏付けとするコマーシャルペーパー（CP）を発行することで資金を調達するファ

ンドを組成し、それらに融資枠を設定していた。ファンドは長短利回りの差を利益としていたのであるが、証券化商品が信認を失うと資金を調達できなくなり、スポンサーである金融機関も、流動性の追加供給や、ファンド資産の抱え込みによって、多額の損失を計上することになったのである。

三つ目はより単純な投資の失敗である。一つ目にあげたCDOの保有も、発行業務に伴うものではあるが、ポジションを持つことによるリターン獲得目的も大きかったであろう。他にも、例えばサブプライムローンの延滞率が上昇し関連商品のスプレッドが拡大すると正しく予想し、にもかかわらず損失を被った例も伝えられている。すなわち、サブプライム関連の低格付け商品を売って高格付け商品を買うというポジションを組み、当初は、予想通り低格付け商品の価格下落で利益を出したものの、高格付け商品まで暴落してしまい、結局、大きな損失に見舞われたといったケースである。

実際には以上の三つは個々の業務のなかに混在してもいるが、このように見てくると、①については、そこにリスク管理上の問題があったことは当然であるが、程度の差はあれ証券化商品の組成者として避けがたい面があることも否定できない。銀行型の融資債権の長期保有によるリスクとは異なる、証券化のアレンジャーとしてのリスクである。

②については、金融市場のファンド化が進んでいるとはいえ、ファンドが高比率の借入れに依存している限り（高いレバレッジを用いる限り）、流動性供給機関としての銀行から完全に離れることはできない。銀行側から言えば、そうしたファンドとの間では、通常、国債等リスクのない資産を担保に取引するのであるが、今回の場合、証券化商品への過信があったと言える。高いレバレッジをかけるファンドとの取引においてリスク管理が十分でなかったのである。

③は、金融機関が自ら投資家として行動したことによる損失である。結果的な損益は別としても、確かに、証券市場（特に証券化市場）においては市場の発行・仲介機能と市場におけるリスクテイク機能を敵

密に区別することは容易ではない。しかし、投資銀行が、発行業務や仲介業務(ブローキングやマーケットメーカー)から大きく離れたところで積極的なポジションをとることには、弊害も大きいと思われる。

後述のように、証券化の意義の一つは、銀行からのリスクの遮断にあったわけであるが、そのことは、金融機関がすべてのリスクから免れることを意味するのではない。証券化の進んだ金融市場においては、融資債権の信用リスクの多くは銀行の外部によって保有されるわけであるが、同時に金融機関の役割も変化し、そこで新たなビジネス・収益を求めれば、新たなリスクが発生し、それぞれにおいて適切なリスク管理が求められるのは当然のことである。

今後、サブプライムローンにとどまらず、クレジットカードローン、レバレッジドローン等クレジット市場全体へと評価損が拡大する可能性が高く、その場合には、金融機関に不足するのは流動性ではなく自己資本となり、必要な対策は中央銀行による金融緩和ではなく内外ファンド(あるいは米国政府?)からの追加出資とならざるをえないであろう。またより中長期的な金融機関のあり方を考えても、今回のクレジットバブルの崩壊によって、ここ数年間重要な収益源となっていた、各種ローンからの資産担保証券(ABS)やCDOの組成、LBO融資(買収ファンド向け融資)といった業務は大幅な縮小が避けられず、ビジネスモデルの再構築が必要となるであろう。

3. 証券化の〈功罪〉

では、証券化そのものの問題についてはどう考えるべきであろうか。証券化によってリスクは分散化されたとはいえ、そのことが逆に、危機のグローバル化、不透明化を招いたことは間違いない。

しかしながら、今回のサブプライム問題において問われるべき証券化の最も大きな〈罪〉は、証券化が融資段階での規律を緩めることにつながった点であろう。銀行が住宅ローンを提供しそのまま満期まで保有するのであれば、銀行は融資段階において慎重

にリスクを判断したはずである。しかし債権が融資実施後すぐに転売され、自らは融資に応じた手数料を受け取るだけという仕組みが、安易な(さらには「略奪的」な)融資を促したのである。

このことは、リスクの高い融資であるなら、それはそのまま証券化商品の価格に反映され、さらに融資の現場に戻って融資規律の引締めにつながるという、証券化市場が前提としている正確で迅速な情報の伝達や適切な価格決定が行われなかったことを意味する。その上に重ねて、証券化商品の組成段階においても、投資銀行や格付け会社それぞれがこれまた目先の手数料獲得に走るばかりで十分な資産の査定を怠っていたとすれば、〈融資の段階〉と〈証券化の段階〉の二段階にわたって歪みが発生していたことになる。リスクとリターンバランスが崩れて当然であり、つまり、証券市場において最も重要であるはずの、価格メカニズムが十分機能していなかったのである。

しかし同時に、証券化の〈功〉の部分についても冷静な議論が必要であろう。例えば、〈利回り8%で格付けBBB〉という住宅ローンであれば、そのリターン・リスクを許容・選好する限られた銀行・投資家しか資金を提供することができない。しかし、そこから、〈利回り3%でAAA〉、〈利回り6%でA〉、〈利回り12%で格付けなし〉という異なったリスク・リターン特性をもつ3種類の証券を作ることができれば、それぞれのリスクを好む投資家を集めることができ、結果的に、住宅ローンのコストを引き下げることができる。注1にあげた内閣府の報告書は、このコスト削減効果を金利約1%分と推計している。

また、証券化が始まった背景を振り返ると、伝統的な銀行融資のみに依存する経済に戻ることも容易でないことがわかる。米国では、1980年代からのSL危機、途上国債務危機等を契機に、融資債権の証券化が本格化したのであり、日本では90年代の銀行の機能停止がきっかけとなった。銀行が融資を満期保有する従来型の金融システムでは、融資先の倒産リスクや、短期の預金債務と長期の融資債権をもつこ

とからの金利リスクが非常に大きい。そして、それによって銀行の資金仲介能力が低下すれば、経済全体が麻痺することになる。かつては金利は規制され（それによって大手銀行は超過利潤を確保し経営危機に陥った銀行を救済することもできた）、高度成長のもとで経済全体のリスクは小さく、万一の場合には中央銀行による救済も可能であった。しかしながら今日、日本においてもそうした条件は失われてしまい、銀行（ひいては中央銀行・政府）がそうしたリスクを負うことは困難である。そのため、銀行を仲介者とする預金と融資を一つのルートとしつつ、もう一つの証券市場を通じた資金仲介の必要性が唱えられてきたのである。

日本のバブルの例を持ち出すまでもなく、伝統的な銀行融資といえども、そのリスク判断が常に慎重であるわけではない。そして、今回サブプライム問題が明らかにしたように、証券化市場といえどもその価格メカニズムがいつも円滑に機能するわけではない。「YesかNoか」ではなく、一つ一つの経験を踏まえた具体的な検討を重ねていくほかないのではないだろうか。

4. 格付けをどう見るか

そして、証券化商品の価格メカニズムにおいて極めて重要な役割を果たす格付けの失敗が、問題をさらに深刻にした。証券化商品への当初の格付けが、相関の認識等において適切でなかっただけでなく、その修正も市場の混乱をかえって助長した。サブプライムローンの延滞率の上昇は、2006年末には明らかとなり、07年2月には複数の住宅ローン会社の破綻にまで至っていたにもかかわらず、関連商品の格下げは行われなかった。しかし6月になると、今度は広範囲かつ大幅な引き下げが断続的に行われ、そのことが格付け（したがって価格）への信頼を一気に失わせ、売買が事実上ストップしてしまったのである。

しかしより構造的な問題は、格付けが、形式上は民間会社の私的な意見にすぎないにもかかわらず、事実上は独占的かつ公的な役割を担っているという点

であろう。格付けは、債券の信用リスクを簡単な記号でわかりやすく示した投資家向けサービスであり、したがって、株式について証券会社が株価の見通しを予想したレポートを投資家に提供するのと性格的には同種のものである。それは、民間会社の一つの意見、対価を受け取って提供しているサービスの一つにすぎず、当然のことながら、結果的に間違っていることも珍しくない。格付け会社や担当アナリストに多少のクセがあったり、対象業種が異なると整合的と言えないケースがあったりといったこともよく知られている。しかしながら、国際的に活動している格付け会社は3社しかなく、事実上その3社の意見が、市場で資金を調達する世界中の会社の生殺与奪の権を握っているといっても過言ではない。投資適格の下限であるBBBから転落すれば、資金調達は極度に困難となる。

格付け会社が極めて大きな責任を負わなければならないのはもちろんのことであるが、それを利用する投資家の側にも、格付けも一つの意見にすぎないことを十分に理解するなど反省すべき点は多い。証券化商品は、裏付けとなる資産（に対する格付け）をベースに新たな証券（新たな格付け）を作り出すわけであるから、格付けを二重三重に重ねることになる。格付けにズレがあれば、それも二乗三乗されていくのであるから、証券化を重ねた商品であるほど格付けを利用する側も慎重にならねばならないはずである。しかし実際には、証券化を重ねるごとにその裏付け資産は見えにくくなり、投資家サイドで独自にリスクを判断することは難しく、安易に格付けに依存する状況が生まれていたのである。

では、こうした問題は、制度的な改革によって解決できるのであるだろうか。

一つの選択肢は格付け会社への公的な規制の強化であるが、それは、一步間違えれば表現の自由に抵触する可能性があるだけでなく、格付けに公的なお墨付きを与えることにもつながり、かえって格付け利用の歪みを拡大させかねない。しかし、新BIS規制における格付けの重視など、3社がすでに「私的

な意見」を超えた巨大な力をもっていることも歴然たる事実なのである。

格付けが、投資家向けサービスであるにもかかわらず、その対価（手数料）が発行体（アレンジャー）から支払われることも、格付けをめぐる古くて新しい難問である。証券を発行する側は少しでも高い格付けを望み、格付け会社は少しでも手数料が欲しい。となれば、格付けが甘くなるのは避けられず、結局投資家が被害を受けるのであり、根本的な利益相反が存在すると言わざるを得ない。他にも、監査法人への監査手数料が決算を監査してもらう会社から支払われ、あるいは取引所の上場審査手数料が審査される当該会社から支払われるのも、これと同じ構図であり、監査や審査が甘くなりやすいという問題を抱える。いずれも投資家へのサービスなのであるから、投資家から手数料を徴収できればそれが望ましいのであるが、抜本的な解決の道は明らかではない。

市場のインフラである格付けの質を高めていくのは、結局は、格付け会社と投資家と規制の間の適切な緊張感であり、まずはそれを回復することが最も重要なことであるように思われる。

5. ドルの没落が始まったのか？

では、サブプライム問題による世界経済の混乱はどこまで大きくなるのだろうか。例えばジョージ・ソロスは、今回の危機は「過去60年間で最大の危機」であり、「ドルに依存した信用拡張時代の終わり」であると警告している⁴。世界的な恐慌に至る可能性を懸念する声もあるが、その前に、今回の混乱が過去のドル危機やバブルの崩壊とどのように異なるのかを具体的に検討する必要があるであろう。

と言うのも、「米国経済は終わった」「ドルの没落が始まった」といった主張は、1971年のドルショックの際にも、スタグフレーションが昂進した70年代末にも、87年のブラックマンデーの際にも、そして2000年からのITバブル崩壊の際にも声高くなされたからである。しかし、いまだ米国もドルも世界経済

における支配的な地位を失っていない。記憶に新しいITバブル崩壊の際には、単に株価が暴落するだけでなく、エンロン等の粉飾決算、株式市場のインフラであるべきアナリストや監査法人の不正が次々と明らかになった。米国経済を支える株式市場の根幹が崩れたと多くの人が考えたのである。しかしながら、米国は、迅速な金融緩和と減税、企業改革法の制定等によって景気後退を短期間で乗り越え、新たなブームを創出することに成功したのである。

では、サブプライム問題もそのように克服できるであろうか。

本稿執筆時（08年3月上旬）でも、数多くの懸念材料とその一方で楽観論など様々なことが論じられているが、ここでは論点の一つとして、米国へのマネーフローの変化を指摘しておきたい。実は、ドルをどのように支えるか、米国の国際収支赤字をどのようにファイナンスするかは、1960年代以降常に、国際金融における最大の課題であり続けた。60年代には貿易黒字国となった西ドイツや日本が外貨準備をドル預金し、70年代にはオイルマネーが、80年代前半には日本の生命保険会社が米国国債を買うことでドルは支えられてきた。そして、ITバブル崩壊後は、日本の他、中国等のアジア諸国・BRICS・資源大国等の中央銀行が、輸出によって稼いだドルを市場介入で吸い上げ、米国の国債・政府機関債に投資してきたのである。米国の赤字を新興諸国の黒字がファイナンスする「世界的不均衡（グローバル・インバランス）」がある種の均衡を生み出し、それが米国の住宅バブルを支えていたのであるが、最近、そこに大きな変化が生じ始めている。米国と同盟関係にない国々が運用する政府系ファンドの台頭である。

現在の米国の赤字をファイナンスしているのは、かつてのような日本や西ドイツ、サウジアラビアといった米国の同盟国ばかりではない。中国、ロシア、そしてインドやイランといった、米国にモノ申すことのできる国際政治上の大国が、政府系ファンドの運用に乗り出している。「9・11」やイラク戦争以降、中東諸国と米国の関係も微妙に変化しつつあり、それはオイルマ

ネーの動きにも影響を及ぼすであろう。そして、ユーロという、ドルに代わりうる通貨も誕生している。その一方で米国は、今後も変わらず巨額の対外債務を抱え続けなければならないのである。

現在は、各国政府系ファンドは、サブプライム問題で苦しむ米国金融機関への「従順な出資者」としての地位に甘んじているが、その潜在的な政治力は決して小さくない。これは、数年前までは存在しなかった、米国経済にとっての大きな脅威と言ってよいであろう。

ドルの買い支えが多少細っても、そのことが直ちに国際通貨としてのドルの地位を脅かすとは思えないが、ドルの下落は石油等一次産品のドル建て価格の上昇を招き、インフレーションとして米国に跳ね返って来ざるをえない。その時には、米国は、住宅バブル崩壊による景気後退とインフレに同時に襲われるのであり、それへの対処を誤ることがあれば、ソロスの警告も現実味を帯びてくることになるであろう。■

《注》

- 1 ①金融市場戦略チーム(金融担当大臣の私的諮問機関)「第一次報告書」2007年11月30日、②内閣府『世界経済の潮流』2007年秋号、2007年12月(第1章サブプライム住宅ローン問題の背景と影響)、③遠藤久佳「サブプライム問題の現状把握と将来の展望」『財界観測』2008年1月、④日本銀行金融市場局「金融市場レポート—2007年後半の動き—」2008年1月(第2章サブプライム住宅ローン問題と国際金融市場の混乱)、⑤江川由紀雄『サブプライム問題の教訓』商事法務、2008年、等。本稿もこれらに負うところが多い。
- 2 拙稿「サブプライム問題とファンド資本主義」本誌129号、2007年10月号。
- 3 メリル等がスーパーシニア格付けのCDOで巨額の評価損を抱えたのは、以下のような経緯によると推測される。サブプライムローンを裏付けとするRMBSのうちBBB程度の格付けのものは、投資家を集めにくく、再証券化(CDOの組成)されることが多かった。そこでも高いリターンを求める投資家が多く、理屈上AAAを上回る格付けとなるものの利回りの低いスーパーシニア部分は、CDO組成におけるいわば「残り滓」となりアレンジャーがそのまま保有した。手数料収入の獲得を目指して多くの案件をこなせば、「副製品」の保有額も大きくなり、それをポジション保有によるリターン追求が後押しもしたと思われる。サブプライムローンの延滞率が上昇してくると、当初はCDOの低格付け部分による損失負担で収まっていたが、やがてCDOの裏付け資産であるBBB格RMBSの全額が毀損する可能性が現れ、そうなると、RMBSの「上澄み部分」だけを集めたスーパーシニアといえど評価損を計上せざるをえなくなったのである。
- 4 *Financial Times*, January 23, 2008.