

# 金融機関救済資金が生む ハイパーインフレーション

本山 美彦

大阪産業大学経済学部教授

## はじめに

米国で、「緊急経済安定化法案」(EESA)<sup>1</sup>が08年10月3日に成立したにもかかわらず、世界的な株価暴落が止まらない。連日、戦後最大の下げ幅を記録したのが、法案成立後の08年10月の世界の株式市場であった(菊川[20080926]、<http://www.afpbb.com/article/economy/2435657/3375181>)。

金融崩壊と実物経済の縮小がスパイラルを描き始めた。そして、素材価格の暴騰という典型的な世界的スタグフレーションが姿を整えつつある。その暴騰の火種を加えているのが、米国政府による巨額の資金散布である。

## 1 心肺機能が停止した米国金融市場

金融機関が心肺の停止に陥りつつある。金融工学の計測値によれば、3.4%超の1日当たりでの株

価下落は、88年間に58日程度のわずかな日数だけで(実際には1001日)、4.5%以上の下落は6日程度(実際には366日)、7%超は30万年に1日しか起こらない(実際には48日)とされてきた。ところが、EESAが上院を通過した08年10月1日の翌日のニューヨーク市場の株価は4%、下院を通過した同月3日には3%、6～7日には、ピークから30%も下げた。それこそ、計算上は何十万年に1回、歴史の実績からしても数十年ぶりの大暴落が続いたのである(計測値と実勢値については、東洋経済編集部「20080906」、39～40ページ)。

08年10月の第1週は、MMF、インターバンク、クレジット、CP(コマーシャル・ペーパー)等々のすべての金融市場の崩壊現象が見られた。まさに、心肺機能停止寸前にまで金融システムは追い込まれていたのである(Roubini[20081003])。

300社を超える不動産貸付業者が倒産した。SIV(ストラクチャード・インベストメント・ビークル=証券化商品を積極的に運用する特別ファンドの一種)は毀損した。SIVブローカーの主要5社のうち、2社が破綻し(ベアとリーマン、残り3社は、FRBの監督に服する商業銀行に衣替えさせられた(メリル、モルガン・スタンレー、ゴールドマン)。巨大なヘッジファンドから出資者が資金を急激に引き揚げている。モルガン・スタンレーは、10月2日時点で、顧客のヘッジファンドからの預かり金の3分の1を解約された。しかも、投資銀行だけではなく、商業銀行からも預金が出

### もとやま よしひこ

1943年生。京都大学経済学部卒。経済学博士。専攻は世界経済論。京都大学経済学部教授、福井県立大学経済学部教授を経て現職。

著書に『金融権力』(岩波新書)、『格付け洗脳とアメリカ支配の終わり』(ビジネス社)、『姿なき占領』(ビジネス社)などがある。

している。しかし、EESAが成立するまでは、全預金の63%しか連邦預金保険公社 (FDIC) の保証を受けていなかった。2008年第2・四半期のFDICの報告によれば、米国の全預金は7兆360億ドルであった。うち、FDICが保証できるのは、4兆4620億ドルであった。法案成立後も、預金保護の上限、10万ドルを25万ドルに増額したが、それでも、全預金の73%をカバーできるだけであった。1兆9000万ドルがまだ保証されていない。現実的にも25万ドル以下の保証では意味をなさないであろう。どんな小規模のビジネスも25万ドル以上の現金を使用しているし、大規模なビジネス、とくに外国取引では数百万ドルの現金を投入していなければならないからである。外国の銀行とのインターバンク取引では8000万ドルに達している。25万ドル以下の預金保証ではほとんど意味をなさないのである。眼前に展開しているのは、「闇でうごめく銀行システム」(shadow banking system)の音を立てての崩壊である。

金融機関だけではない。企業も、CP市場が崩壊してしまっているために、通常の運転資金の調達に困難を覚えている。金融システムの崩壊が資金調達の重要な手段であったCP発行を阻止している。CPによる企業の資金繰りの悪化が続けば、金融の混乱が実物経済の崩壊を生み出してしまう可能性が非常に大きくなる。08年9月、1年以内に満期になり、借り換えが必要な資金は全米で5000億ドルであった。しかし、9月中にCP市場の縮小率は2000億ドルになった。市場規模の縮小率は毎週8.7%のスピードで進んでいる。

大恐慌の足音が確実に近づいている。預金者の資金が銀行を通じて間接的に企業に融資される間接金融システムに比べて、資金市場から証券を発行して資金を調達するという直接金融システムは、金融崩壊時にははるかに脆弱なものであったことが、08年の金融危機が示した。金融の構造変化を果敢に遂行するのではなく、短期資金を市場に放出するだけの救済 (bailout) 手段では、米国発の金融恐慌のグローバル化は阻止できないのである

(Roubini[20081006])。

## 2 金融危機の諸段階

ヌーリエル・ルービニ (Nouriel Roubini) は、金融危機が進行する局面を12段階に分けている (Roubini[20080205])。その段階区分からすれば、08年10月の金融危機は第9段を過ぎ、第10段階に突入しつつある。そして、最終段階の恐慌の発現は目前なのである。

第1段階は住宅価格の下落局面。住宅価格は、07年2月時点でピーク時の価格の20-30%下落し、それだけで家計の損失額は4~6兆ドルとなった。30%の住宅価格下落とは、1000万世帯が「ジングル・メール」を出すということである<sup>2</sup>。

第2段階は安易な貸付行動の付けが回る局面。頭金なし、所得証明なし等々の安易なローンがサブプライムローン問題を深刻化させた。しかし、ルーズな貸付は、プライムローンにも波及していた。これを忍者ローン (NINJA loans) という。すべてのローンの60%がそうした貸付競争に起因するものであった。08年2月段階で、ゴールドマン・サックスは、米国の住宅ローン取引で4000億ドルの損失に見舞われたと推計した。当然、銀行の財務内容は悪化した。

第3段階は、デフォルトが一般の消費者金融にも波及する局面。クレジット・カード、自動車ローン、学資ローンなどでデフォルトが多発する。

第4段階は、モノライン会社の資金繰り悪化の局面。ローン証券の支払いを保証していたモノラインが支払い不能に陥る。モノライン自体の格付けも下げられる。そうすれば、購入した証券価格も暴落する。金融システム内で相互警戒感が高まる。

第5段階は商業施設への波及局面。商業施設の新規建設も停止してしまう。

第6段階は中小の銀行が破綻。米国ではFHLB (the Federal Home Loan Banks=連邦住宅貸付銀行) による住宅金融会社への支援が広がっていた。すでに、07年11月には、カンントリーワイド (Countrywide)

という住宅ローン会社がFHLBから550億ドルの支援を受けていた(Salmon[20071127])。

第7段階は、レバレッジによる損失の巨額化が表面化する段階。

第8段階は実物経済への危機の波及。金融危機の直撃を受けて、実物経済を担う企業の倒産が激増する。米国の企業のデフォルト率は、1971～2007年平均では3.8%であった。06年と07年の2年間は非常に低かった。しかし、08年に入って、10%を超えるようになった。デフォルト率が高くなると、支払い保証をデリバティブとして売買するCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)市場が打撃を受ける。5兆ドルの証券額に対して、CDS取引は名目でその10倍の50兆ドルもあるという異常な事態が存在していた。このことによる損失は2500億ドルは下らない。

第9段階は、「闇でうごめく銀行システム」<sup>3</sup>が崩壊する局面。米国の現段階がこの局面である。闇でうごめく金融機関とは、すべてを秘密にし、活動内容を表に出さない金融機関である。誰から出資を募り、どのような手口で儲け、どのような利益分配をしているかを絶えず隠す組織、つまり、闇の組織である。金融が自由化される以前には、銀行は、大衆から小口預金を預かり、それを企業に融資して、わずかばかりの利子差を収入源にするという、旧い型の商業銀行であった。この種の商業銀行とは、預金者が誰であり、どこに融資し、どのような利益分配をしているのかをすべて明らかにするものであった。データが公開されるという意味で、それは「パブリック」(public)なものだったのである。もしも、銀行が倒産の危機に瀕すれば、当局からの救済を銀行は期待できた。救済されるという保証を得るために、銀行はすべての活動を表に出していた。そして、当局の監督に服していたのである。つまり、商業銀行は、影のない世界だったのである。

これに対して、闇(影)の金融機関は、活動の自由を得るべく、金融監督当局の監視を嫌う。経営危機に瀕しても当局の庇護を受けないという約束事で、

闇の金融機関は、活動内容を極力秘密にする。これが、「プライベート」(private)である。このプライベート組織(投資銀行など)が破綻した。しかも、約束違反を冒して、当局による救済を求めた。救済資金を出す代わりに監督を開始するという意図をもつ当局と、救済はして欲しいが当局による介入はいやだという闇の組織とのせめぎ合いが08年の米国の金融状況であった。

カネは闇の金融機関に集中するようになった(Krugman[20080914])。つまり、カネは非預金組織(nondepository institution)に集まった。こうした闇の金融組織の方が、金融を容易にし、リスクをより効率的に回避できると見なされていた。しかし、真のリスクは隠され続けてきたのである。

FRBと財務省は、足並みをそろえて、危機に陥っている組織を救済しようとしている。膨大な公的救済資金が注がれた。ファニーメイやフレデリックマックの救済は、米国の財政破綻を招くことになるであろう。救済資金は、空しく浪費されてしまう可能性がある。必要なことは、いかに、新しいルールを早急にするかにある。それなくして、公的な資金を垂れ流しても意味がないであろうとクルーグマンは述べている(Krugman[20080914])。

そもそも、短期の流動性を借りて、それをより長期の資産に転換するが、その資産はさらに流動化の度合いを深めるというのが、闇の組織の悪しき特徴であった(Roubini[20080228])。しかも、デリバティブを多用すれば、商業銀行の貸し付けに対して設定される自己資本比率の規制を迂回することができる。

この組織が輩出するようになってまだ10年そこそこしか経っていない(Tett & Davies[20071216])。彼らの手法は、ほとんど外部の人間には知られていなかった。SIVsにしても、CDOsという用語にしても、一般に知られるようになったのは、サブプライム・ローン問題が表面化した2007年夏以降のことではなかった。彼らは非預金組織なので、本来は、中央銀行からの資金援助など望むことができないものだったはずである。

第10段階はニューヨーク株式が大暴落する局面。そして、世界の株式市場の大混乱。モノラインの行き詰まりが引き起こす金融市場のパニック。世界は、この段階に入りつつある。

第11段階は金融市場から流動性が枯渇する局面。中央銀行による大量の短期資金散布もほとんど効果がないことが知られるようになる。

第12段階は恐慌の発現。損失の連鎖、資本の毀損、極度の信用収縮、強制的な企業整理、資産の投げ売り、等々が連鎖する。そして、世界恐慌の発現。ゴールドマン・サックスの試算によれば、金融機関の2000億ドルの損失は、2兆ドルの信用収縮をもたらす。自己資本の10倍の貸出を金融機関がしているからである。

こうした悲劇を阻止するには、政府の適切な機動的な政策が不可欠であるが、現在の政府にそうした能力があるとは思われない。社会は最悪の事態の到来を覚悟しておくべきであるというのが、12段階を想定したルービニの結論であった(Roubini[20080205])。

### 3 「緊急経済安定化法」(EESA) が生むハイパーインフレーション

大統領府の経済救済措置は、多くの問題点を抱えている。7000億ドルの資金量で金融機関の不良債権を購入する権限を財務長官に付与したEESAは、多くの修正を加えられた。まず、最初に下院に提案された法案は、ブッシュ大統領とポールソン財務長官の連名によるものであった。08年9月に作成された最初の案は、わずか3ページの短さであった。これが、下院に提出されたときには様々の修正を加えられて110ページにまで増やされた。しかし、08年9月29日、下院で否決された(賛成205票、反対228票)。今度は上院に提出するために、法案は、さらに預金保護や1500億ドルの予備費を加えた修正によって、451ページの大部のものになった。08年10月1日、賛成74票、反対25票で可決された。そ

して、同月3日、下院を通過したのである。この程度の救済策では、事態の深刻さを打開できないとルービニは批判した("Nouriel Roubini: History shows the bail-out won't solve the banking crisis," *The Guardian*, Oct. 2, 2008)。

流動性を失った不良債権のモーゲージ証券(MBS = Mortgage Backed Security) を財務省が買い上げると言っても、実際の適正価格の算定は非常に難しい。適正な価格で購入した証券を適正価格で転売することは、値動きが激しい不良債権に関するかぎり、至難の技である。たとえば、メルリンチは、突然に、自己の保有する2008年第2・四半期のMBS価格を22%にまで下げた(Keon[20080729])。下落幅を大きくする一方の不良債権を公的資金で安定化させることは現実的には不可能に近いのである。

効果のほどが疑われるにしても、7000億ドルは巨額である。米国の人口は3億500万人である。したがって、一人当たり2295ドルの負担となる。働いている人口は1億5100万人である。働き手一人について、4635ドルである。

7000億ドルがいかに法外な大きさであるかは、国家予算との比較でも分かる。08年度の連邦政府予算は2兆9000億ドルである。EESA予算はその24%である。合計、3兆6000億ドルは09年度予算規模、3兆1000億ドルを大きく上回る。大統領府が金融機関救済のために用意する資金の総額は1兆ドルを超える。米国のGDPは14兆円である(Reddy[20080928])。

しかし、これだけの巨額の資金が散布されてしまえば、ハイパー・インフレーションを生み出す不安感が日々強くなっている。それは、ドル崩壊をもたらしかねない(Hudson[20080926])。■

#### 《注》

- 1 "the Emergency Economic Stabilization Act of 2008". 文字通り邦訳すれば、「緊急経済安定化法案」となるはずだが、日本のジャーナリズムでは、各社が異なった訳語を当てている。読売は、

「緊急経済安定化法案」と「金融安定化法案」の二通りを併用し、朝日は、「緊急経済安定化法案」と「金融救済法案」を使っている。毎日、日経、時事、NHKは「金融安定化法案」で通している。米国のジャーナリズムでは「米国金融制度救済」(a bailout of the U.S. financial system)という表現が一般的に使われている。この名称は、財務省の最初のものでは、「財務省が住宅ローン関連資産を買い取るための法案」(Legislative Proposal for Treasury Authority to Purchase Mortgage-Related Assets)、それを短くした「不良資産救済法」(Troubled Asset Relief Act of 2008)であった。08年9月19日にポールソン財務長官が声明で使ったTARP(Troubled Asset Relief Program)とか"bailout plan"という言葉が一般的に使われている。ブッシュ大統領は、"bailout"という用語より"rescue"を使って欲しいとしていた(*New York Times*, Sept. 28, 2008; Oct. 2, 2008)。*"bailout"*には揶揄的な意味が含まれているからではないだろうか。本論では、EESAと表現する(詳しくは、鳥居[20081007])。

- 2 「ジングル・メール」とは、住宅の鍵を封筒に入れて、それを不動産ローンを供与してくれた銀行に送りつける、つまり、住宅を返還するという意味である。日本と異なり、米国ではローンは人に付くのではなく、担保に出した住宅に付くために、鍵を返却してしまえば、ローンの受け手は借金返済から免れる(BBC[20080212])。
- 3 ピムコ(PIMCO)のアナリスト、ビル・グロス(Bill Gross)によれば、"shadow banking system"という表現を最初に使ったのは、同じピムコのポール・マッコレー(Paul McCulley)であった(Gross[20071127])。ピムコ(Pacific Investment Management Company LLC)は、債券専門の運用会社として1971年に、カリフォルニア州にて設立された。安定した高いパフォーマンスが信頼を集め、設立以来30年を経て、世界最大級の債券運用会社に成長した。米国をはじめ、東京、シドニー、シンガポール、ロンドン、ミュンヘンに拠点を設け、グローバルにビジネスを展開し、世界中の投資家の資金を運用している([http://www.smam-jp.com/image/wn/about\\_pimco.html](http://www.smam-jp.com/image/wn/about_pimco.html))。

#### 《引用文献》

BBC[20080212], "Jingle mail: The Awful Sound Of "Voluntary" Foreclosure,"*News* (<http://www.cbsnews.com/blogs/2008/02/12/couricandco/>

[entry3822384.shtml](http://www.cbsnews.com/blogs/2008/02/12/couricandco/entry3822384.shtml)).

- Gross, Bill[20071127], "Beware our shadow banking system," *Fortune*, November 27, 2007.
- Hudson, Michael[20080926], "The bailout is a giveaway that will cause hyperinflation and dollar collapse," *the Real News*, Sept. 26, 2008.
- Keoun, Bradley[20080729], "Merill Sells \$8.55 Billion of Stock, Unloads CDOs," *Bloomberg*, July 29, 2008.
- Krugman, Paul[20080914], "Financial Russian Roulette," *New York Times*, September 14, 2008.
- Reddy, Sudeep[20080928], "The Real Costs of the Bailouts," *the Wall Street Journal*, Sept. 28, 2008.
- Roubini, Nouriel[20081003], "Financial and Corporate System is in Cardiac Arrest: The Risk of the Mother of All Bank Runs," *RGE monitor* (<http://www.rgemonitor.com/roubini-monitor/253853>).
- [20081006], "The Fed keeps on wasting time while the mother of all bank runs is underway," *RGE monitor* ([http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/253907/the\\_fed\\_keeps\\_on\\_wasting\\_time\\_while\\_the\\_mother\\_of\\_all\\_bank\\_runs\\_is\\_underway](http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/253907/the_fed_keeps_on_wasting_time_while_the_mother_of_all_bank_runs_is_underway)).
- [20080205], "The Rising Risk of a Systemic Financial Meltdown: The Twelve Steps to Financial Disaster," *RGE monitor* (<http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/242290>).
- [20080228], "NYU professor predicting a whole of a bear market," *Financial Week*, February 28.
- Salmon, Felix[20071127], "Countrywide's FHLB Bailout," (<http://www.portfolio.com/views/blogs/market-movers/2007/11/27/countrywides-fhlb-bailout>).
- Tett, Gillian & Paul J Davies[20071216], "Out of the shadows: How banking's secret system broke down," *Financial Times*, December 16
- 菊川弘之 [20080926], 「金融安定化策(TARP)の行方が短期的な焦点」、『AFBBNEWS』 (<http://www.afbb.com/article/economy/2435657/3375181>).
- 東洋経済編集部 [20080906], 「不確実性とは何か」、『週刊東洋経済』2008年9月6日号。
- 鳥居英晴 [20081007], 「[54]Bailout、Rescue、TARP、EESA 金融救済法と政治用語」、『日刊ベリタ』 (<http://www.nikkanberita.com/read.cgi?id=200810070059262>).