
AJ フォーラム 16

「サブプライム」ショックと世界不況

日程：2009年6月20日（土）

場所：国士舘大学梅ヶ丘校舎 34号館 B-302教室

山田 晴信（HSBC グループ 香港上海銀行在日副代表兼副 CEO）

「世界金融の潮流と日本」

はじめに

今日は世界同時不況、その原因である金融不安、その流れを一通りご紹介申し上げたうえで、現在日本がおかれている状況や問題点、特に金融セクター、銀行や証券会社のビジネスにとってどのような問題があるかということを含め、世界の中での日本の立ち位置、特に経済政策的な観点からのコメントを差し上げて、皆さんの議論の材料にできればと思っております。

最初に一つクイズをしましょう。幕末に薩摩藩はグラバー商会を介して鉄砲や大砲を大量に買い付けましたが、その時の支払いは、日本の両、アメリカの米ドル、イギリスのポンド、メキシコのメキシコ・ドルのどれで行ったのでしょうか。

正解はメキシコ・ドルです。当時の日本の国内通貨だった両は世界に通用しませんでしたので使われておりません。現在の基軸通貨で、世の中のどこでも通じるとされている米ドルは実はまだ存在していませんでした。最も通用してもよさそうなイギリスのポンドは、当時アジアにおいては残念ながら通用しておらず、その時代に最も環太平洋地域で通用していたのはメキシコ・ドルでした。

現在、テレビや新聞で「100年に一度の大不況」というお話しを目にしていると思いますが、150年前には実はそれくらい世の中は違っていたということですね。存在していなかった米ドルが世界の基軸通貨になっているのですから、100年、150年の変化の幅はすごく大きいです。ですから、私自身は100年に一度の大事件だとは必ずしも思っておりません。ここにおられる3年生、4年生の方にとっては就職戦線で大変苦労しているでしょうが、物事の大きさをきちんと理解するにはこういうことも頭の片隅においていただきたいと思います。

HSBC の紹介

HSBCはイギリスのロンドンに本部がある英国系の銀行ですが、イギリスにおける利益は10%くらいしかなく、世界中のいろいろな地域で事業を営んでおります。1億を超える顧客があり、33万人を超える従業員を抱えていますので、日本でいうと旧郵政公社に匹敵する大きさです。アジア、中東、ラテンアメリカで半分以上の利益を出しており、いわゆる先進国市場と新興国市場における

ビジネスのバランスが非常にとれている銀行グループです。昨年、「フォーブス」というアメリカの経済誌の大企業番付でHSBCは初めて1位、横綱のポジションを頂いております。米国系以外の企業で1位になったのは歴史上初めてのことです。

金融（ファイナンス）とは？

この中には銀行や証券会社に就職を考えている方も、金融とは縁がない世界だと思っている方もいると思いますが、実際、個人の生活やビジネスには金融との接点が色々なところにあります。ただ、なかなか見えにくいところがありますね。金融のことをある程度理解するというのは、社会生活を営む上でも重要ではないかと思っています。

教科書的に言いますと金融というのは「不確実な状況の中で、おカネ（購買力）を時間軸の上でどのように配分するかについての意志決定と実行」です。つまり、金融取引というのは今日の時点の現金を持っている人が将来返してくれるお金があることをあてにして貸す、あるいは投資をすることです。これは等価取引ですから贈与とは違い、もらったお金を何らかの形で返さなければならぬのが金融取引の基本です。

黒字側（貸し手）も、赤字側（借り手）から本当に返ってくるかということを確認する義務があります。これを「レンダーズ・ライアビリティ（貸し手責任）」といいます。借り手が返済できなくなった場合には、貸し手側にも責任があるわけです。今回のサブプライムローン、将来の返済能力が十分無いかもしれない低所得者層に対して、担保である家の価値が上がり続けるだろうという幻想的な前提条件のうえで過大な貸し込みを続けた結果、こういう事態が起きてきました。金融の大原則、貸し手側は借り手側に将来の返済能力があることをきちんとチェックしなければいけないという基本から振り返ってみますと、やはり問題があったなということがわかるわけですね。こうした一つひとつの取り組みが全体の金融システム、銀行や証券、あるいは証券市場、株式市場、マネーマーケットを構成しているわけです。

投資銀行とは？

そもそも投資銀行とはなんのでしょうか？ 1929年に米国で起きた大恐慌の反省の一つとして、1933年に銀行と証券業務の分離政策、グラス・スティーガル法が成立しました。簡単に言いますと、通常の預金を入れたり貸し付けをしたりする商業銀行業務と、投資銀行業務（インベストメント・バンキング）を分けましょうということです。日本もこの流れを受けて、第二次大戦後は銀行と証券業務が分離されて現在に至ります。

投資銀行業務の最初の中身は、仲介を中心とした代理人的な業務でした。しかし、金融工学の発展や証券業そのものの内容が変化してくる中で、証券会社自身がプリンシパル・インベストメント（自己売買）を多額の借入金でもってまかなって運用するという業務が徐々に力を伸ばしてきます。簿外取引によりレバレッジ（借入比率）のかさ上げ、場合によっては自分のバランスシート上の借り入れ能力以外にも特別持株子会社などを使って実質的なかさ上げをするようなことが行われていました。

更に、追い打ちをかけるように1999年にはグラス・スティーガル法が実質撤廃され、銀行が証券業をやってもいいという政策変更がありました。その結果、著名な米国の投資銀行がいずれも銀行

グループに買収されるか、あるいは自らが通常の銀行になってしまうという道を選び、残っている独立系の投資銀行は現在1社もありません。私が以前勤めていたモルガン・スタンレー、あるいは同じく横綱格であったゴールドマン・サックス、その両社も昨年9月に銀行持ち株会社に転換しております。

銀行は預金保護の名目のためにたくさんの規制がかかっていますが、証券会社は比較的自由度の高いビジネスを行うことができました。では何故破綻したかということをもう一度振り返ってみましょう。

これは私自身の理解ですが、先ほど申し上げたプリンシパル・インベストメントがあまりにも増大する中で、一種の利害相反を抱え込んでしまったのではないのでしょうか。証券を発行して投資家を買ってもらうというビジネスの中で、証券を発行する側の“出来るだけ低い金利でお金を借りたい”というニーズと、一方で運用する投資家側の“出来るだけ高い利回りで運用したい”というニーズは逆方向を向いて、利害が相反しています。この中でどうやって双方が納得できる条件を見いだすかというのが当初のエージェント業務のポイントでしたが、サブプライムローンを証券化したパッケージ商品については仕入れから販売、転売、あるいは自己運用に至るプロセスまでが自分の家の中で出来るようになりました。それは規制に問題があったかということ、商品、技術が進歩する中で規制当局がそれについていけなかった側面があると思います。

2つ目のポイントは過度のレバレッジ（過小資本）と流動性リスクの顕在化です。リーマン・ブラザーズが去年9月に破綻しましたが、あれは赤字で破綻したわけではありません。企業としては黒字で事業を続けていました。キャッシュフローもプラスでした。では何故倒産したのか。結局、市場で借りていたお金の借り換えが出来なくなったんですね。これを流動性リスクといいます。それから、短期的な利益志向を嫌でも促すような報酬体系が出来てしまって、なかなかブレーキをかける役目の人がいなかった、一言でいってしまえば経営者のおごりというものがあるのだらうと思います。

そういうマイクロレベルの構造原因もあると思いますが、マクロレベル、つまり世界の経済レベルでの一番大きな原因として、世界貿易のインバランス、過剰流動性の問題が指摘できると思います。たとえば消費国のアメリカ、生産・加工国の日本や中国、資源国の中東やブラジルと、世界の国の経済の役割分担のようなものがあると思います。アメリカにおいては過剰消費の体質があり、貿易赤字が定常的に続いていました。その中で生産・加工国である日本や中国は1兆ドル、2兆ドルともいわれる貿易黒字を貯め込んでいます。一方中東やブラジルのような資源国においても、外貨準備が非常に大きくなっていく。外貨準備というのは現金ではなく、ドル建ての証券で運用されるわけですね。ということは、ドル建ての証券を作り出している米国に資金が環流しているということです。この環流する資金が貿易のインバランスと並行して大きくなる中で、安易な与信ができるようになってしまったことが金利を低く維持し、住宅バブルを生む大きな原因の一つになったと言われています。

金融セクターの現在の課題と将来の展望

経済運営の思想について少し触れたいと思います。まず第一は、新自由主義、ここではイギリス

のサッチャー政権やアメリカのレーガン政権など、1980年代から始まった市場重視の新自由主義のことをいいます。日本においてもJRやNTTの民営化などに見られるように官から民へ、大きな政府から小さな政府へという流れがここ30年くらい続いているわけですが、こういう大きな経済思想が底流にありましたが、これからは逆方向に変容を遂げる、そういう議論もあります。

さらには、第二次世界大戦までは国の勢力争いは領土でしたが、戦後はどちらかというウェルス（富）・ゲームになってきました。このウェルス・ゲームがいよいよ終わると、新たなテーマを求めて国の勢力争いはシフトしていくに違いありません。その中でサステナビリティ、持続可能性というのが最近特に注目を集めています。オバマ大統領のグリーン・ニューディール政策、あるいはイギリスにおけるカーボン・クレジット・カード構想などです。地球が人類社会の文明と共存できるように文明社会のほうを変えていく、そのために必要な手だてをいろいろ講ずることが新たな国の威信をかけた争いになりつつあります。

金融セクターにおいては、公的資金がずいぶん投入されました。従って規制が強化されることは止めることができない流れだと思えます。金融制度をめぐる色々な議論の共通点は、金融行政、あるいは金融サービスに対する規制の自由度をあげすぎてしまうと問題がおきるという一点についてです。そういう意味でも、金融業に対する元々重い規制がもっと重くなる世界がくるだろうなと思っております。とりわけお金がお金を生むようなビジネスはだんだんとやりにくくなってしまいます。あくまでも金融業というのは実体経済で、メーカーや輸出会社のビジネスの創造や雇用創出に側面援助するのが基本的な役割だということが改めて確認されつつあるのではないかと思います。

今回の金融危機を通じて、金融市場が崩壊したなどという議論もありますが、私自身は、市場はむしろ健全で機能しているということがますます明らかになったと考えています。それは、市場の力によって一部経営者のおごり、あるいは規制当局の能力の限界ということがあからさまにされたということだろうと考えているわけです。

市場機能を超越する新たな仕掛けを、人間が人知をもって作り上げることができるのでしょうか。私は否定的な見解を持っています。一方、市場の効率性と安定性は二律背反です。市場における効率性を追求すれば追求するほど安定性は損なわれます。こういうバランスをどうとっていくかというのが大きな課題ではないかと思いますし、市場にとって本当の危機がもしあるとすれば、貨幣、通貨に対する信認がなくなってしまうことだと思います。そういう意味において、市場主義をここで諦めず、より上手にマネージすることを考えなければいけないと私は考えております。

日本にとっての戦略的課題

日本にとって、サステナブル（持続可能）な社会構築というのが第一の課題となりそうです。それから、マクロ経済の貿易インバランスが一番大きな問題だと先ほど指摘いたしましたけれども、そのインバランスを矯正できるのでしょうか。日本が過剰に貿易黒字国を目指すということ自体、日本の繁栄だけでなく世界の経済の安定を損ねる原因になっているという事を理解する必要があります。日本にとってもかつて貿易立国論というのがあり、私が最初に社会に出たときの通産省はそれが大きなテーマでありました。しかし今の時代は貿易立国論だけではやっていけないと思っております。国内における需要をいかに強くできるかということが非常に重要だと思っております。

アジアでもユーロと同じような通貨を作ったらどうだというような議論もありますけれども、私自身は基軸通貨が米ドルであるという今の体制が日本にとっては大変なベネフィットをもたらしていると思っています。若干皮肉な現象ですが、本来国内通貨である米ドルが世界の基軸通貨、準備通貨になっているということが米国の国際収支の赤字傾向をもたらす大きな原因になり、赤字があるから米ドル不安というのが常にあるわけです。将来、真の危機が起きるとすれば基軸通貨が崩壊したときです。これは政治的な意味合いもこめてのコメントですのでご議論いろいろあるかと思いますが、もっと壊滅的な状況になってしまうことを考えて、米ドルが基軸通貨であることを支持することが日本にとっては大事なことで、今後来たる真の危機対策があるとすれば、ドル暴落（ハイパーインフレーション）をどうやって予防するかということだと思います。これは経済社会の将来の安定や発展のための条件として、私はぜひ指摘しておきたいと思います。

更にそういった構図がある中で、日・米・中の良い政治的関係というのは、未来にとって大変重要な鍵だと思っています。そういう中で我々がアジアの中でも中国を理解するという事は非常に重要なことで、中国に日本を理解してもらうことも重要なことだと思っています。皆様達のような若者に是非アジアに出て行って欲しい。また、アジアの国の国情をみたくうえて、是非日本に帰ってきていただきたいと思っています。

伊藤 誠（国士舘大学 21 世紀アジア学部教授）

「サブプライム世界恐慌と日本経済」

1 サブプライムから世界金融恐慌へ

2007年夏に顕在化したアメリカのサブプライム金融危機が、その後世界恐慌に発展拡大している。その全体をサブプライム恐慌と短くよんでおきたい。

サブプライム恐慌の震源地はアメリカで比較的所得のサブプライム層にわたる住宅金融の投機的膨張とその崩壊にあった。アメリカの住宅金融は二階建ての構造を有していた。一階部分は借り手と直接の貸し手とのあいだの第一次住宅金融市場をなし、二階部分は一階部分で形成された住宅抵当債権を集めて抵当担保証券（MBS）として束ね、販売しつつ、多重証券化を積み重ねて売買する第二次住宅金融市場をなしていた。この二階から世界へ、アメリカの住宅金融関連証券が流出しつつ、膨大な資金を世界的にアメリカの住宅金融に流入させるしくみを形成していた。このしくみがアメリカで1996年以降の10年で住宅価格を平均で2倍あまり上昇させる住宅ブームを支え続けた。とくに、2002年以降のアメリカの景気回復は圧倒的にこの二階建て構造の住宅金融に支えられた住宅関連消費ブームによるものとなっていた。

それを促した背景にはつぎの四つの要因があった。①地域再投資法(1977)や選択的抵当権取引均等法(1982)などにみられる公民権運動の成果としての金融民主化が、サブプライム層をふくむ広範な人びとに住宅ローンの売り込みを促進した。②新自由主義のもとでの金利の自由化にともない、リスクの大きい住民にもそれなりの住宅ローン商品を弾力的に設計し、売り込めるようになっていた。③情報技術の発達にともない、個人別のクレジットスコアリングの評価システムやハイブリッド型住宅ローンの設計・運用が容易となり、住宅価格の値上がりを担保とするホームエクイティー・

ローンの利用も普及した。④非金融大企業が自己金融化傾向を強め、景気回復への低金利政策とあいまって金融諸機関における過剰資金が累積し、さらにはグローバルな過剰資金を証券化された住宅金融証券の販売により動員するしくみが、証券金融資本主義の発展として展開されていった。

アメリカの住宅金融の総残高は、2006年までに13兆ドルとアメリカのGDPとほぼ同額に達し、そのうちサブプライムローンは、2006年に総残高の13%、実額で1.7兆ドルを占めていた。アメリカの全人口約三億人のほぼ三分の一から四割強が住宅ローンによって新居をえたものと思われる。労働力の商品化による剰余労働の搾取に、労働力の金融化による重層的搾取が現代的に組織される傾向が広がっていたのである。それは証券金融資本主義化の基底に進行している資本主義的金融システムの機能変化を示している。2007年以降の住宅バブルの崩壊過程で支払い不能で住居を差し押さえられ、追い立てられる人びとは200万世帯をこえて増大を続けている。そこには略奪的ローンといわれる民衆に過酷な現代の金融システムの機能の一面がみられる。

2 カジノ資本主義とサブプライム恐慌の必然性

サブプライム問題が広範な世界的金融システムへの破壊的打撃を生んできているのは、アメリカの住宅金融が二階部分において重層的証券化を積み重ね、その転売関係がそれを促進した信用保険の先物取引などとともにグローバルに拡大していたことによる。個々の借り手ごとには返済能力に不安やリスクをとまなうサブプライム層への住宅ローンも、抵当担保証券（MBS）に束ねられると、危険が分散され薄められるものとされ、利回りが高く安全な証券投資対象とみなされていた。そうした発想は高度な確率論を応用した金融工学の裏付けがあるといわれていた。さらにその背後には、新古典派経済学による予定調和的な市場原理主義の誤りがあった。新古典派経済学では、サブプライム恐慌の必然性や意義は理解しがたいことになる。中谷巖(2008)の懺悔と転向はそのひとつの帰結にほかならない。

そこから、ミンスキー(1982)らのようなポスト・ケインズ派の金融不安定仮説が再評価されつつある。それは、『資本論』の一面にもみられる金融界が直接の部面となり、産業や商業に跳ね返り的に作用する貨幣恐慌の類型(第二類型の貨幣恐慌)についての指摘を想起させるところもある。たしかに資本主義はその発生期以来投機的金融の膨張によるバブルとその崩壊とを反復してきた。しかしそのような一般的認識では、投機的金融の膨張とその反復が、なぜ資本主義の長期低成長への転換後にとくに反復されがちとなり、今回のサブプライム恐慌がどのような特殊性をもってその集約点として生ぜざるをえなかったかは、明確にしない。その意味で、サブプライム恐慌には資本主義市場経済一般に本来的な金融不安定性、1980年代以降に頻発しているバブルとその崩壊の反復、さらに今回のサブプライム恐慌に固有な特性、の三重の歴史性がみとめられる。

ふりかえてみると、資本主義中枢部諸国の資本蓄積は、1973年にかけての戦後の高度成長の帰結として、各国内部の労働力商品の供給制約と世界市場における一次産品の供給余力の制約にたいし過剰化し、労賃と一次産品価格の上昇とそれにとまなう利潤圧縮による蓄積の困難に遭遇した。その意味で、この時期の資本の過剰蓄積は、資本主義の基本前提をなす労働力の商品化自体の無理を露呈し、そこからインフレ恐慌ないしスタグフレーションをひきおこしたのであった。

その後の資本主義経済の長期下降局面をつうずる危機と再編の反復過程は、景気循環の原理における恐慌と不況の局面が、好況末期の賃金上昇と労働者の立場の強化を反転する相対的過剰人口の

再形成、合理化による資本構成高度化にともなう産業予備軍の増強とその抑圧効果の再生を基調として進展する過程と類似の、労働者への過酷な抑圧がより大規模に長期的に継続する過程をなしている。新自由主義への主要諸国の政治潮流が転換も、情報技術の発展に重要な基礎をおき、資本主義経済のグローバリゼーションを貿易、投資、金融などの面にわたり促進しつつ、先進諸国の労働組合組織やそこに結集される階級的労働運動の弱体化や解体を促す攻勢を重要な一面としてふくんでいた。

こうして、先進諸国内部の労働者大衆の賃金所得がきびしく停滞しているなかで、消費需要は停滞基調をまぬがれず、諸企業の設備稼働率も低迷しがちで、大規模な設備投資による強力な景気回復は困難となり、ときおり多少の設備投資の回復があってもそれは持続されにくい。そこで、大企業が自己金融化を進展させる傾向も強められ、金融市場には過剰な遊休資金が蓄積されやすい。もともと、労働力商品の過剰と、設備能力としての現実資本の過剰と、遊休貨幣資本の過剰の三者の過剰が容易に有機的に結合されえないのが、景気循環の不況期における特徴をなしていた。そのような不況局面の特徴が、新自由主義的グローバリゼーションの時代には長期的な下降局面のなかで、間欠的な景気回復をはさみながら、傾向的に持続し、解消されがたい基本的問題をなしていた。

しかもその過程で自己金融化を進めた大企業に代わる有力な融資先のひとつとして、住宅金融など消費者金融の広範な攻撃的拡大が、情報技術により弾力的な拡張性を多面的に強化した銀行などの金融機関によりおしすすめられ、労働力の商品化がさらに労働力の金融化としての深化・拡充をみるにいたる。この傾向が、サブプライム恐慌に転化された2006年までのアメリカの消費ブームに、多重証券化のしくみを介してグローバルな過剰資金を流入させ続け、賃金シェアの低下にもかかわらず、アメリカの消費ブームを持続させる投機的な好況をもたらした。企業利潤を支え回復させていたわけである。しかし、そのような労働力の金融化による投機的ブームは、実質賃金の一般的上昇に連動しないかぎり、住宅価格をおしあげ、それにつれて元利払いを新たな契約ごとに増大させつつ、サブプライム層にまで消費者金融の負担を拡充し増加し続けることに無理と限界を内包していた。サブプライム金融恐慌は、まさにそこに内包されていた現代資本主義のもとでの労働力の商品化と金融化の無理を露呈しつつ、多重証券化の債権の世界的流通の連鎖を介して世界金融恐慌を発生させ、現実資本への打撃をつうじ雇用環境を大幅に悪化させて、世界恐慌としての悪循環を生じているのである。

3 サブプライム恐慌と日本経済

サブプライム金融恐慌は、当初、日本経済への影響は、比較的軽微であると思われていた。実際、日本の銀行やその他金融諸機関は、概して、80年代末の日本の巨大バブルの崩壊にはじまる90年代の「失われた10年」における不良債権処理の損失による苦い経験から、リスクの高そうなサブプライム関連証券はあまり多くを購入していなかった。加えて、それに先立つ不良債権問題の処理過程で、日本の銀行は、巨額な公的資金の投入を受けつつ、三菱UFJ、三井住友、みずほの三大メガバンクへの大規模な集中・合併をくりかえし、その資本規模と体質を強化し続けていた。そのため、日本の銀行やその他主要金融諸機関は、相対的に安定性を示し続けている。

こうして日本では、金融面の危機はこの間、相対的に軽微であったにもかかわらず、实体经济面での景気の下落はむしろ震源地のアメリカやヨーロッパにくらべても、むしろより深刻な様相を呈

するにいたる。すなわち日本経済は、07年11月からサブプライム恐慌のあおりをうけて景気後退局面に入り、とくに08年4月以降、GDPなどに示される実体経済の諸指標が下落に転じている。その後の各四半期における日本の実質経済成長はマイナスを記録し続け、とくに08年9月のリーマン・ショック以降における世界恐慌の深化過程で下落幅を拡大し、10 - 12月期には年率換算で14.4%、09年1 - 3月期には15.2%と第一石油危機当時の下落幅を上回る、戦後最大の落ち込みをみている。

そのため、下記の表にみられるような、IMFの09年4月の経済成長見通しでも、アメリカとユーロ圏とが景気後退のなかでなおかろうじて1.1%、0.9%の実質経済成長を示していた08年に、日本の実質成長率は早くもマイナス0.6%を記録し、09年の見通しでもアメリカとユーロ圏のそれぞれマイナス2.8%、4.2%にくらべ日本はマイナス6.2%とより大きな幅でのGDPの低落を予測されている。

IMFの掲載見通し(2009年4月)
実質経済成長率(年率%)

	2007	2008	2009	2010
世界	5.2	3.2	-1.3	1.9
先進国	2.7	0.9	-3.8	0.0
アメリカ	2.0	1.1	-2.8	0.0
ユーロ圏	2.7	0.9	-4.2	0.4
日本	2.4	-0.6	-6.2	0.5
新興・途上国	8.3	6.3	1.6	4.0
中国	13.0	9.0	6.5	7.5
インド	9.3	7.3	4.5	5.6

出所:IMF World Economic Outlook, April 2009

こうして日本経済に、予想外に深刻な実体経済の恐慌がおよんでいるのはなぜか。そこには、日本における新自由主義のもとでの経済社会の変化を批判的に総括し、今後の進路を考えるうえでも重要な問題が伏在しているように思われる。

その問題を解くもっとも直接の鍵は、鶴田満彦(2009)も指摘しているように、この時期の景気の反転に先立つ景気回復の内実にあった。たとえば08年版『経済財政白書』によれば、02年1 - 3月期を基準として、07年までにおける日本の実質GDPの各需要項目の増加は、国内需要1.08倍、民間消費1.09倍、設備投資1.29倍、輸出1.81倍となっている。それゆえ、この間の日本の景気回復は、民間消費と内需を停滞させたまま、輸出の突出した伸びとそれに連動する設備投資の若干の回復によるものであった。

とくに住宅ローンの拡大を支えとするアメリカの消費ブームにのって、対米輸出が01年の4119億ドルから06年の8173億ドルにはほぼ倍増し、同時に対米輸出を重要な一因として高成長を続けていた中国・インドなどアジア向けの日本の輸出も顕著に増大させていた。この間、日本の超低金利政策により円キャリーをふくむ日本からの資金の対外流出が大規模に継続して、そのため貿易黒字が続いていながら、円ドルレートがほぼ横ばいに推移していたことも輸出促進効果を与えていた。

輸出の増大に大きく依拠して、日本の企業は収益を大きく伸ばし、「法人企業統計」(財務省)によると、全産業の企業の経常利益は02年の33.3兆円から07年の60.5兆円へ、1.8倍余に増大している。しかしこの間、労働者1人あたり現金給与総額は月額で、01年の35万1335円から07年の33万313円

に低下を続けていた（08年版『労働白書』）。労働分配率（人件費／付加価値額）もこの間、低落し続けている。「史上最長」といわれたこの時期の景気回復が、世間一般には「実感なき景気回復」といわれ続けたのは、働く人びとの経済生活の実態を反映するところであった。

こうした日本経済の景気回復の動態は、この時期に突然生じたものではない。それは、拙著『日本経済を考え直す』（1998）でも検討したように、1973年を境とする長期にわたる危機と再編の反復過程で、高度情報化の広範なインパクトを受けつつ、日本資本主義が新自由主義的グローバリゼーションの流れによって、競争的市場の再活性化にむけて、公企業の民営化、戦闘的労働組合運動の抑圧解体、労働市場の多様な非正規化、それらによる一人あたり賃金所得の抑制・低下傾向をくりかえしおしすすめてきた結果を集約的に示すものであった。

これにさきだつ高度成長期には、労働生産性の上昇の成果がほぼ比例的に労働者の実質賃金の上昇に還元される労資協調的なしくみが、毎年の春闘を介してほぼ実現されており、フランスのレジュラシオン学派のいうフォード的蓄積体制（フォードイズム）が日本の様相のもとに形成されて、国内消費需要を生産性の上昇にみあって拡大し続け、その末期には一億総中流化といわれる経済生活の格差縮小傾向も実現しつつあった。福祉国家への歩みがそれをさらに保障する役割をもつものとも期待されていた。それらの諸傾向が新自由主義的グローバリゼーションの重圧のもとで大きく反転されて、日本は、アメリカよりも家計所得の格差が拡大しているとさえ指摘される不平等で、生活上の不安定性の大きな経済社会へ変貌してきたのである。そこから少子化傾向も強まっていた。高度情報化により職場での労働生産性は上昇しつづけながら、それに協力して過酷な労働強化にも耐えている大多数の労働者には、その成果は直接にも間接にも還元されず、この間の日本の景気回復は、国内消費需要が概して冷え込んだ状況のもとで、生産性上昇の成果を輸出競争力の強化にもっぱらふりむけて、主としてアメリカ、アジア向け輸出の増大に依存するか、あるいは80年代末のように財政金融政策の発動により巨大な投機的バブルをひきおこして、格差を拡大しつつ不安定な内需拡大を強いて実現して、失われた10年のような災厄をあとに残すか、どちらのかのパターンによるものとなっていた。

サブプライム世界恐慌にさきだつ「史上最長」の日本の景気回復は、たかだか年実質成長率二％程度の微弱なものにとどまっていたが、あきらかに輸出依存型の景気回復パターンにしたがうものであった。たとえば06年の日本の輸出依存度（対GDP比の輸出比率）は14％に達し、その指標の高度成長期のほぼ安定的な一〇％の水準はもとより、八〇年代中ごろのピーク（八四年の一三・四％）もこえている。したがって、このグローバルな投機的発展機構がアメリカ発世界恐慌に反転するスパイラルのなかで、日本経済はそれまでの景気回復の動力をなしていた輸出需要の崩壊をつうじ、主として実体経済面から打撃をうけ、輸出のみに依存していた景気回復の脆弱性をあらわにして、アメリカ、ヨーロッパ以上の成長率の落ち込みをみているのである。とくにリーマン・ショック後の輸出の減少が顕著で、09年1月には所得収支も大きく減少し、13年ぶりに日本の対外経常収支が赤字化している。これをうけて、産業諸企業は軒並み赤字化しつつある。

日本の諸企業は過剰設備を大きく遊休化しつつ、生産を削減して、在庫の負担を縮小しようとしており、派遣切りから正社員切りに雇用調整が拡大し、09年3月には失業率が4.8％に上り、5％をこえるのも時間の問題とみられている。日本の失業率は、失業者の定義が狭く限定されすぎているので、少なくとも二倍しなければ、欧米の統計数値と比較できないといわれているから、欧米並みの

統計のとり方なら、すでにほぼ10%近い失業がでていることになり、このほうが就活に悩む学生や街の実感に近いのではなかろうか。雇用の悪化は、むしろ消費需要をいっそう冷え込ませており、それがデフレをまねいて、さらに雇用に悪影響をもらすスパイラルな悪循環も強く懸念されている。08年9月に成立した麻生内閣は、こうした日本経済の危機の深化に対応し、小泉内閣までの新自由主義路線を180度転換するかのような、経済危機対策を過去最大規模の88兆円余の09年本予算、さらに14兆規模の補正予算として、あいついでうちだしている。

それは、新自由主義の終焉を告げる世界的な経済政策の潮流の変化の一翼をなしているとひとまずみてよいであろう。そこにふくまれている可能性の萌芽を積極的に読みとるならば、経済危機対策の側面で、新たな雇用対策費、低炭素革命への経費、生活支援の定額給付金など、従来型の公共事業中心のケインズ主義にとどまらない諸側面がみとめられなくはない。オバマ政権のグリーン・ニューディールにならって、それに同調するところもある。もし、定額給付金が選挙目当ての公費による買収にとどまらないものとして、定着拡充されてゆくならば、社会民主主義の展開によるベーシックインカムにつらなる理念をこれに付与してゆくことも考えられなくはない。

しかし、麻生政権による経済政策の転換にはいくつかの重大な問題点が伏在している。第一に、それはアメリカのオバマ政権の場合と異なり、選挙戦において、従前の政策方針の責任や問題点を明確に訴えて、あらたな政策方針の理念をマニフェストとして明示し、民衆の支持をえて実現されているものではない。むしろ当面する経済危機と選挙への対応をせまられ、従来からの政権与党としての責任も、新自由主義による諸政策の総括的反省も、それにもとづく新たな政策方針への理念やその理論的基礎も明確にしないまま、場当たりの、断片的に実施されつつあるのではないか。したがって、第二に、そこにふくまれている働く人びとや社会的弱者の雇用や生活の安定への配慮は、選挙が終われば反転して、企業・富裕者中心社会にもどるおそれも強い。実際、09年度予算は補正をふくめると、44兆円をこえる新規国債発行をともなうもので、その付則ですでに近い将来における消費税増額を予告している。後期高齢者医療保険・介護保険のようなシニア層にきびしい負担も是正される方向にない。そのこととも関連し、第三に、体系的理念にとほしいこの程度の政策転換の内実では、当面の緊急課題とされている日本経済の実体、とくに雇用の悪化と生活不安の増大に歯止めがかかるかどうか、まして景気回復にむかう効果が期待できるかどうか。同時に、少子化と国債の累積の負担問題にどう解決をもたらすかも日本再生のために重大で切実な課題として問われ続けている。

地方選挙、さらには国政選挙にかけて日本再生への広い選択肢が、大きな視野で提起され論議されるよう望みたい。

参考文献：

伊藤誠(1998)、『日本経済を考え直す』岩波書店。

伊藤誠(2009)、『サブプライムから世界恐慌へ』青土社。

鶴田満彦(2009)、『グローバル資本主義と日本経済』桜井書店。

中谷巖(2008)、『資本主義はなぜかいしたのか』集英社インターナショナル。

Minsky, H. P.(1982), Can "It" Happen Again?, M.E. Sharpe, 岩佐代市訳(1988)『投資と金融』日本経済評論社

唐渡 興宣 (国士舘大学 21 世紀アジア学部教授)

「サブプライム」ショックと世界不況

はじめに 金融の証券化と財務省・ウォール街複合体

今日、金融の証券化というのは、古くからある投資信託などの資産(equity)の証券化をさすのではなく、債務(debt)の証券化をさす。このdebt型の証券化商品としてのABS(Asset Backed Securities)の中でも、モーゲージ債MBS(Mortgage Backed Securities)を加工した住宅抵当証券CMO(Collateralized Mortgage Obligation)が証券化を飛躍的に普及させた。ウォール街の戦略はできるだけ借金をさせ、それを売却し、投資家にババを掴ませることである。すなわち借金の証券化によってアメリカ全体を借金漬けにすること、それを逆から見れば、金融資産の蓄積となる。この証券化は政府系金融機関(GSE, Government Sponsored Enterprise)のバックアップなしにはなしえないもので、証券化はウォール街・財務省複合体の産物でもある。

(1) 債権・債務関係の非人格化 (=物象化)

いつ繰り上げ返済されるかも知れないモーゲージ債は本来商品化になじまない。投資家はその債券を購入しても、利子が下がれば、住宅所有者は借り換える。投資家のもとに投資した金が戻ってくる。再度、投資しようにも利子が低い状況では有利な投資先がみつからない。この繰り上げ返済のリスクを解決するために、創案されたのがCMOである。1980年代初め、投資銀行ソロモンは大規模な調査課を立ち上げ、ロケット学者と数学者呼び込んで、住宅所有者の返済行為を徹底的に調べ、数学的処理を通じてモーゲージ債を分類、加工していった。GSEによって保証された数億ドルの債券が数千集められ、典型的には三つの区切りに分類された。このパッケージ化されたトランシュの片方には住宅所有者、反対の側にはトレーダーと投資家が向き合う。住宅所有者と投資家は絶対に顔をあわせることはない。住宅所有者が顔を合わせるのは地元の金融機関S & Lだけである。この住宅所有者とSLとの関係は債権・債務関係という人と人との法的関係で、この関係は取り残され、非人格化された一定額のキャッシュ・フローを表示した債券の束、CMOができあがる。そしてそれを買えば、一定額のカネが周期的に還ってくる。それは巨大な合理化過程である。同時にそれが示す運動は $G \cdot \dots \cdot G'$ ($G + \Delta G$)という擬制資本の運動である。CMOは住宅所有者の借金の擬制資本への転換を媒介するものであった。かくしてアメリカ全体の借金の山が金融資産・擬制資本に転換されるという物象化の極限がグローバル化していく軌道が設定された。

(2) 企業の商品化と新自由主義的経済の展開

79年FRBのボルカーはインフレ抑制のための利子率を20%にまで引き上げた。それによって企業、家計、周辺途上国、世界中の投資家からカネがウォール街に流れ込む道筋を作り出し、金融機関と最富裕層が権力を手中にしていく新自由主義と階級関係の再構築が開始された。高利子率は企業お資産価値以下に株価を引き下げた。企業が商品として取引される状況が作り出された。二流の投資銀行ドレクセル・バーナムのミルケンは投資不適格債券(ジャンクボンド)を劇的手法で販売し、ジャンクボンド市場を成立させた。そこにハイリスク・ハイリターンを求める投資家を呼び込んだ(ウォール街のカジノ化)。ミルケンは更なる債券需要に対して、LBOという乗っ取りの手法を開発

した。ジャンクボンドによって乗っ取りの資金を調達するという途方もないレバレッジによって借金が循環的に増大し、企業の負債は増大し、企業をの商品化は銀行のM & A業務を拡大させ、ジャンク市場は飛躍的に拡大し、乗っ取り圧力は利潤に占める配当比率を劇的に高めていった。87年のブラックマンディの株価の暴落はジャンクボンド市場を崩壊させウォール街に君臨したドレクセルも崩壊した。しかしそれはアメリカを借金漬けにし、リスクを冒してカネを出す投資家を増大させていった。

(3) 新自由主义的ダイナミックスと金融ヘゲモニー

M & Aの圧力は企業財務を一変させ、ダウンサイジング、アウトソーシング、海外生産を拡大し、コスト節約、大規模なリストラ、失業を生みだした。低賃金と不安定雇用の増大は長時間労働と婦人労働を増大させ、アメリカ人の旺盛な消費は維持された。更に借金しやすい状況はクレジット・カードによって収入以上の消費を促進し、それは預金を減少させた。賃金切り下げと海外生産は企業の利潤率を回復させたが、その利潤は株式市場を通じてむしりとられていった(金融の産業支配)。90年代アメリカは配当によってむしり取られた留保利潤率を低め、資本蓄積を低水準にし、経済成長を低水準にした。この低成長を支える最後の頼みの綱がCMOによる住宅建設であった。それは旺盛な消費によって増大する経常収支の赤字を補てんするために世界中の投資家を呼び込むためにも必要とされた。90年代MBA出身の若手の債券トレーダーたちは次々と新種の商品を開発し、ブラックボックス化されたその中身を大きく変貌させた。

借金をしやすくなるようにローンの在り方も変化していた。最初は低利率、3年後からは一挙に返済が増大する貸付、IO、バルーン・ローンなどの変動金利型貸付、ジャンボ・ローン、ノンコンフォーミング・ローンなどが相次いで開発され、リスクの高い証券化が拡大した。非人格化という証券化の手法を用いて、自動車ローン、クレジット・カード、リース、学生ローンなどが証券化され、それらが混入されたCDOが普及し、それらが擬制資本となっていった。家計、企業、政府の借金の証券化は国民生活全般から収益をあげる構造ができあがった。

低成長とはいえ長く続いた好景気は抑制されていた設備投資も借金しやすい状況の中で、商工業ローンの証券化CLOによって促進され、それはITバブルを引き起こし、IT企業の株価を中心に株式市場をバブル化していった。バブル崩壊に続く不況を住宅投資が緩和させ、ますますモーゲージ市場はその必要性を増大させた。

(4) サブプライムローン危機

バブル崩壊後の不況対策による低利率と新種のローンはサブプライム層へのローンを拡大は住宅建設を増大させ、住宅価格を上昇させた。返済が困難になることが明白な層への限度を超えた貸付が行われたのは、投資物件の値上がりとそれを売却して儲ける投機的住宅建設の幾つもの成功に幻惑された競争であった。第一次市場としての貸出市場にはS & Lに留まらず、投資銀行、商業銀行の子会社、中小零細のモーゲージ・カンパニーが参入してきた。信用補完のための公的保証がなされる第二市場において、投資銀行が設立した特別事業体SPVにモーゲージ債が売却される。この市場に民間保証機関が参入し、更には州債の保証を行うモノラインも参入し、GSEと競合関係が形成された。投資銀行はヘッジファンドやSPVを立ち上げ証券化業務を拡大した。GSEによって保証

を得られない債券が民間の保険会社に持ち込まれ保証を受け、新たな手法で分類され、それらは、優先、メザニン、劣後に分類されていった。劣後部分は高利回りを期待するヘッジファンドに売却するか、自分で保有していた。第三の市場での売却を確実にするために、格付会社の格付、保険会社の保証CDSが支えていった。保険会社は保証を与えた証券化商品にさらにCDS契約を結ぶというように、CDSは膨張し、そのCDSがCDOに組み込まれていった。サブプライム関連商品には住宅以外の種々のローンを組みこんだ仕組み証券として世界中に販売され、住宅ローン市場は10兆ドルにまで拡大し、そのうち半分が証券化された。サブプライムローンは市場全体の30%に達していた。

それを更に補足したのがAlt-Aという所得や資産の証明書の無い層への貸し出しであった。

05年には変動金利型ローンやバルーン・ローンの元利支払いが始まるや、元利の支払いを免れようとする住宅の販売圧力が強まり、住宅価格が低下し始めた。住宅バブルの崩壊である。それは金融機関への電撃的急襲となる。証券化商品の価格が下がるか、格付が下がるや、そこに融資している金融機関は追証を求める。在庫の強制売却に資金を調達しようとするれば、価格は暴落し、更に追証を求められる。他に貸し手はどこにもいない。かくして支払手段の不足という典型的な貨幣・信用恐慌となる。

(5) 世界市場恐慌としての世界金融危機

今回の金融危機は日本のバブル崩壊、アジア通貨危機、LTCMの破綻、ITバブルの崩壊、というようにローカルなものとは異なり、グローバルである。これらの金融危機は周期的に襲う国際的な「過剰な貨幣資本」の運動によるもので、その規模がますます大きくなっていき、それゆえに世界的金融危機となって現われたというのが多くの見解に共通している。金融危機が前面に現われていることは事実であるが、その基礎には世界的過剰生産がある。今回の金融危機は生産の世界から独立したのではなく、直接投資(FDI)に媒介された海外生産の発展は途上国、東欧の移行国を巻き込んで、飛躍的に生産を拡大し、後進国を国際分業にまきこんでいった。先進諸国は生産を後進国の労働者の苦汗労働に委ね、自らはその金融的上前をはねるグローバルな金融の産業支配を展開していった。先進諸国の資本蓄積は産業的蓄積から擬制資本の蓄積に構成的比重を増大させ、後進国はFDIに牽引されてその産業的蓄積を展開し、輸出主導型経済として始動していった。世界的規模での生産の発展は新たに30億人を拡大された世界市場に包摂していった。それは巨大な生産圧力となっていたが、世界的規模での過剰生産の発現が先送りされていたのは、アメリカの借金漬けによる過剰消費であった。今回の恐慌は先進国での擬制資本の蓄積と途上国における産業的蓄積この両者の発展の帰結である。