

金融資本主義と「国際通貨戦争」

木下悦二

はじめに

過去三十年間に米国資本主義経済が質的変貌を遂げている。その変貌の内容は産業資本主義から金融資本主義への展開である。そして今次金融危機の特質は資本主義経済に固有な過剰生産恐慌といった周期性の経済危機ではなく、この金融資本主義の展開がもたらした構造的危機であった。その点で shadow banking system と呼ばれる金融構造が深く関わっていて、危機はそれの全面的な崩壊として現れた。危機に対して米国の金融当局はそれまで規制外において自由放漫な活動を許していたこの「影の金融システム」の全体を救済することで金融経済を立て直し、それを通じて米国経済の回復に導こうとした。だが救済はウォール街に止まり、米国経済全体の回復に導かなかった。そこで 2010 年に連銀が採用した QE2 (量的緩和第二弾) は目指した国内経済の沈滞解消に役立たず、却って国際的に、とりわけ新興工業諸国に負の影響を及ぼし、「国際通貨戦争」との反撥を見るに至っている。本稿はその経緯を辿ることとする。

I. 危機と救済

1) 「影の銀行システム」について

2007 年 9 月のジャクソン・ホールでの年次金融政策フォーラムで大手投資会社ピムコのマツカリーが shadow banking system の崩壊が切迫していることを警告した。中央銀行の規制下にある伝統的銀行システムの外部に様々な金融機関が生まれ、活発に活動するようになっていたが、彼が指摘するまでそれらを包括的に捉える視点がなかった。名称と視点が与えられたことで、この「影の銀行システム」の研究が一気に活発化するようになった。数多くの研究や報告書が生まれている。まず名称を与えられたことで実態の解明が始まったのである。「影の銀行システム」の構成範囲については必ずしも意見の一致をみていないが、投資銀行、証券会社 (broker-dealer)、 MMMF (投資信託)、 コンデュイト、 SIV、 CDO、 ヘッジ・ファンド、 プ

ライベイト・エクイティ・ファンド(企業買収ファンド)などが数え上げられている。

影の銀行システムについて最も包括的な分析を行っているのは Pozner et al; “Shadow Banking”, FRBNY Staff Report no. 458 であろう。この論考は影の銀行システムの制度的特徴とその経済的役割を論じ、伝統的銀行システムとの関係の解明を目指している。伝統的銀行システムが果たしている信用媒介機能には満期、信用、流動性の変換を含むが、こうした機能を「影の銀行システム」は細片化して多様な機関の間でネットワークを形成しながら実行している姿を彼らは誠に詳細に描き出している。証券化を介しての伝統的銀行との関係や、銀行自体が金融持株会社として影の部分を自らの中に組み込んでいる事実をも明らかにしている。だが、規制下の銀行システムと対比して規制外の影の銀行システムが前者を上回るまでに肥大化し、今次金融危機に果たした役割を踏まえての彼らの分析の視角は、影の銀行を規制下に組み込む点に置かれていたと見て良いであろう。金融安定理事会の報告書では世界的視野からそうした規制者の視点がさらに明確に打ち出されている(FSB, 2011)。

本稿はこれらといささか違った視点で整理したい。伝統的銀行が自己に不利な規制を回避する行動を通じて、規制外の投資銀行、MMMF、ヘッジ・ファンド等々の金融機関の活動を活発化させ、金融資本主義の飛躍的展開をもたらしたと捉えている。その媒介契機が証券化であった。証券化が不動産ブームを燃え上がらせるとともに、「影の銀行システム」とされている部分の構造を変質させ、それが金融危機に導いたのであって、その点を明らかにするところから始めよう。

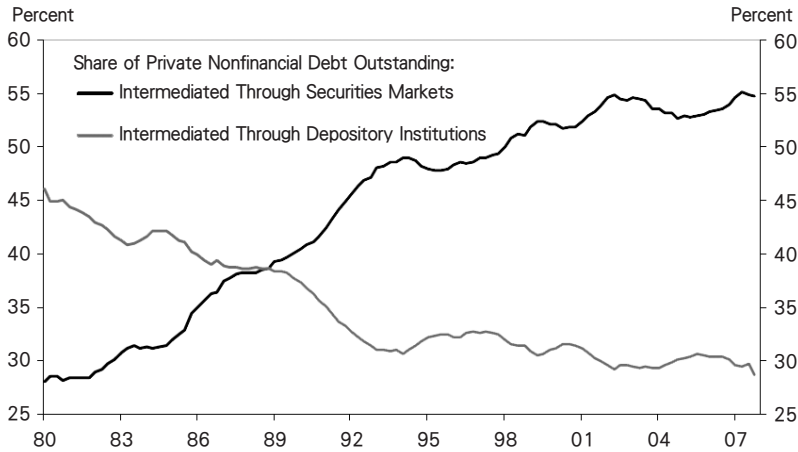
2) 証券化への途

預金を集めて企業に貸出を行っていた商業銀行の役割に代わって、有力企業が株式や社債を通じて長期資金を賄うばかりでなく、コマーシャル・ペーパー(CP)によって短期資金までも市場から直接に調達するようになった。間接金融から直接金融への展開である。これは金融経済の発展の一側面だが、とりわけ米国ではグラス・スティーガル法によって商業銀行業務と投資銀行業務とを分離させていた結果、商業銀行は顧客としての有力企業を失って、中小企業に、またカード・ローンや自動車・ローンのような消費者向け金融に、更に住宅金融に営業の重点を移すようになった。これは長期にわたる変化ではあるが、今次の危機への展開に大きく関わっている。

米国では銀行が厳しい立場に置かれたのは80年代だった。それを如実に物語るものとして預金に代わって証券の役割の拡大を示す図を見て頂こう。これはこの時期に非銀行金融機関の活動が拡大したこと、すなわち「影の銀行システム」が活発になったことを反映している。

預金の比重低下の一部は70年代に登場したMMMFが1980年の金利規制の廃止に伴い銀行

図1 銀行と証券市場の金融仲介シェアの変化



Source: Morgan Stanley calculations based on Federal Reserve Flow of Funds Accounts.

預金に代替して急伸長したことを反映している。証券市場の拡大は様々な面に現れている。80年代には高リスク高金利のジャンク・ボンドが大量に現れたが、それはプライベート・エクイティ・ファンドによる企業買収が活発化したからである。彼らのLBO (leveraged buyout) と呼ばれる手法は買収相手企業の資産を担保に債券を発行して買収資金調達を行うのだから、発行される債券は買収の成否に従って極めて高リスクであるだけに高金利である。S&L (貯蓄貸付組合) は金利規制緩和でこうしたジャンク・ボンドへの投資を拡大し、挙げ句の果てに80年代末から90年代初めに破綻に陥った。また自動車金融のような各種の金融会社がコンデュイト (証券化媒体) を介してローンの証券化を行うようになった。商業不動産金融や住宅金融の証券化も広がったが、技術的にも証券化の困難な住宅金融の証券化については政府系住宅金融公社のジニー・メーがすでに70年代に元利保証付き証券化に先鞭を付け、次いで政府系ながら民営住宅金融機関のファニー・メーとフレディ・マックが買い取った住宅債権の証券化を行っていた。しかし、決定的に重要な証券化は商業銀行自身が住宅ローンを含め多様な貸付債権の証券化に乗り出した点にある。

商業銀行による証券化への取り組みは、1988年のパーゼル合意によって、貸付債権に対し8%の資本準備金保有を義務づけられたことによる。これが銀行の収益に重圧となるところから、その回避策として証券化が企てられたのである。大手銀行シティバンクが始めたSIV (仕組み投資事業体) を介しての証券化構想がそれである。銀行は破産隔離の別会社としてSIVを設立し、そこに住宅ローン、カード・ローン、自動車・ローン等々の債権を移して簿

外化することで、バーゼルの負担を回避する。SIVの債権買い取り資金は証券担保のコマースナル・ペーパー(ABCP)を発行して調達する。証券化にはまず各種債券をそれぞれ多数集めてポートフォリオに組み、それを裏付けに証券化して売り出すのだが、証券化には技術的に困難がある。証券は満期まで定時定額の現金支払い(金利)を行い、満期時に元本を返済する契約である。ところが例えば住宅ローンの場合を見れば判るように、中途解約、滞納、返済不能が起りうるので、これが証券化を妨げる。そこで「仕組み証券化」の技術が編み出された。先ず多数の債権を集めてポートフォリオに組み、それをリスク負担の多寡によって、シニア、メザニン、エクイティに細分化して証券として売り出すのである。リスクの大部分をエクイティが引き受け、残りのリスクをメザニンが負担することで、多数のAAAの投資適格証券を創り出すのである。そのリスク評価は社債のように企業の営業実績によるのとは違って、金融工学による確率計算で理論的に算出されたものである。それだけに信用補完が必要となり、エクイティを原債権者(銀行)が買い取るのもそれだが、超過担保や保険を利用する。それにこれらの証券は企業の発行する同格の証券よりも高い金利が付けられている。こうした仕組み金融によって生まれた証券はABS(資産裏付け証券)と呼ばれている。重要なことはSIVの普及によって、銀行の経営モデルそのものがローンを「組成して保有する」のではなく、「組成して分散する」方向に大きく転換した点にある。この銀行の手で産み出された大量のABSの受け皿となって影の銀行システムが肥大化を遂げることとなった。

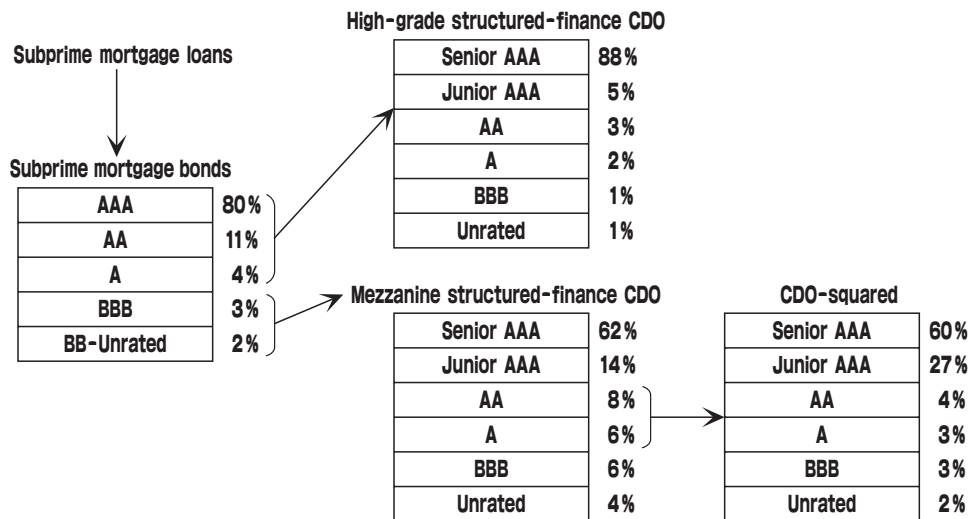
情報技術革新の飛躍的發展が見られた90年代には金融工学の発展でリスクそのものが取引対象となり、様々なデリバティブが産み出された。その一つが信用のリスクを対象とした信用デリバティブで、中でも大きな役割を果たすようになったCDS(credit default swap)は証券所有そのままにして信用リスクだけを移転する手段であって、債務不履行に対する一種の保険である。その適用によって、バーゼル合意の8%資本準備規制を回避しようとしたのがJPモルガンのBISTROである。ジリアン・テットはその著『患者の黄金』で詳細に論じている。企業への融資債権への資本準備金保有負担を回避するために、97億ドルにも及ぶ307社への融資に伴う全損失額を7億ドルと算出し、損失が生じたときにそれを引き受けるSPV(特別目的会社)を創設して、損失時の支払を確実化するため7億ドル分の国債を保有する。こうした裏付けで証券化して売り出すのである。さらに、保険会社AIGとの間でそれにCDS契約を結ぶといったリスクに対して二重三重のヘッジ手段を講じることで、巨額の融資に関わる資本準備規制を免れることができたというのである。

これに刺激されてCDO(債務担保证券)が広がった。銀行が保有する債券、各種のローン、その他の資産を一纏めにしてポートフォリオに組み、それを仕組み証券化の手法で細分して証

券化するのである。ところで 90 年代の後半にもなると住宅価格の上昇に伴って、ファニー・メーやフレディ・マックの融資基準外の住宅ローンを組む融資会社が多く現れてきた。サブプライム・ローンである。CDO ではこのようなリスクな債権も容易に組み込める。上記の JP モルガンの場合には融資リスクの実績評価の定まった企業融資が対象だったが、サブプライム・ローンまでも含めた各種の債権を裏付けとする ABS CDO ではリスク評価は実績でなく理論的推計となる。CDO は SIV について見たように、仕組み証券化手法でエクイティとメザニンがリスクを負担して AAA の投資適格証券を創り出すのだが、更にメザニン部分を多数集めてそれをリスクに負担に応じて細分し、投資適格証券を創り出す。こうした複雑な手法を駆使してリスクな資産から投資適格証券を多数生み出すのである (図 2)。それはもはやリスクの分散というよりも、リスクの隠蔽に近かった。

2000 年代始めのドット・コム・バブルの崩壊に対して連銀が低金利政策を採用したことで、住宅ブームが一段と加速したが、住宅ローンを組みさえすればそのまま証券化して売却できるとなると、住宅金融会社は購入者の返済能力を問わないで住宅売却を行うようになる。当然サブプライム・ローンは増え続ける。とりわけブッシュ政権がアメリカン・ドリーム政策を掲げて採用した頭金の軽減など持ち家拡大政策によって、それに拍車を掛けた。その結果、信用不安な証券が市場に溢れるようになった。

図 2 仕組み金融の構造図解



(出所): IMF, Global Financial Stability Report, April 2008

3) 不安定化した金融システム

銀行システムの安定化のために行われたバーゼル合意だが、そのための資本準備金規制が逆に銀行に規制逃れ (regulation arbitrage) を促し、SIV や CDO が案出され、大量の ABS を影の銀行システムに供給する結果となった。それが影の銀行システムを支えてきた取引に大きな変化を呼び起こすようになった。

影の銀行システムでは銀行預金に代わって MMMF が集めた短期資金はレポ取引を介して流通する。それでレポは影の銀行システムのバックボーンともいわれている。レポ取引 (買い戻し条件付取引) とは債券売上の形をとった債券担保による短期資金の貸借取引であるが、担保となる証券は元来は国債のような最もリスクの少ない証券が選ばれていた。ここでも流入してきた仕組み証券の ABS が次第にレポ取引に用いられるようになっていった。サブプライムのようなリスクな資産までも抱えた ABS を取り込んだレポ市場は 2008 年のピーク時には 10 兆ドルを超えるまで膨れあがったが、その反動も著しかった。同様の事情は SIV やコンデュイトの資金調達手段として用いられた ABCP についてもいえ、CP のように発行企業の信用格付によって通用していたのとは異なり、ABS を担保として発行しているのだから、危機発生とともにいち早く ABCP 市場は行き詰まった。

ここで強調したいことは、規制と保護下にある伝統的銀行組織に対して、それと並行的に発展を遂げた規制外の影の銀行システムというリスクな組織そのものが問題であるというよりも、銀行がサブプライム・ローンを含む住宅ローンを証券化して ABS を大量に送り込んだために、影の銀行システムが急激に肥大化し、このシステム自体が著しくリスクな組織に変質していったのである。つまり両銀行システムを切り離して考察できるものでなく、両者が一体化した展開こそが問題だったことを強調したいのである。ジリアン・テットが ABS CDO 取引に深入りしなかった JP モルガンが深刻な破綻を経験しなかったと指摘しているのはその反証であろう。

これに関連して指摘しておきたいのだが、1999 年にグラス・スティーガル法が廃止され、金融持株会社の設立が容認され、銀行や外国系銀行はもちろん、証券会社の中からも多数の金融持株会社が族生するようになった。彼らは銀行の外に、証券、保険、マーチャント・バンキング関連ばかりでなく商品デリバティブなどの活動にも手を広げ得るようになった。この面でも銀行システムと影の銀行システムとが切り離しがたく結びついている事実を物語っている。

そして、外国系銀行はいうまでもなく、有力な金融持株会社すべてグローバルな舞台で活動している。したがって、米国で生み出された証券化商品は世界に、特に欧州に大量に持ち込まれていた。そのため、2007 年にサブプライム危機が起こった時に先ず欧州で表面化したので

あった。

Ⅱ. 破綻と救済

1. Shadow Banking System の全面的崩壊

2007 年に入ると住宅価格の下落に伴い 6 月にはサブプライム関連の証券価格の下落が起こり、それを大量に組み込んだ ABS の価値下落を伴う。大胆なリスク・テイカーとして、高リスク高金利の証券引き受け手として活躍していたヘッジ・ファンドは大きな損失を出したことで、出資者の資金引き上げによる大量破綻が起こり、元本保証が原則の MMMF も ‘broke the buck’ (額面割れ) が起こるとともに、同様に出資者による大量の資金引き上げが行われた。MMMF は ABCP やレポの引き受け手として大きな役割を果たしていただけに、ABCP 市場とレポ市場の行き詰まりが影の銀行システムに与えた打撃は大きかった。

危機の経過から見れば、2008 年 3 月に大手投資銀行ベア・スターズの経営危機が表面化したのに対し、連銀は監督・規制外のこの金融機関の救済に乗り出し、救済資金を用いて JP モルガンに吸収合併させた。これについてウェッセルは「グレートパニックにはベア・スターズ前とベア・スターズ後とがある」として、バーナンキと FRBNY 総裁のガイドナーは「ベア・スターズへの融資を押し進めることで、二人は何十年もの慣行を捨て去った。投資家と金融機関が、運が良ければ儲かり運が悪ければ FRB が救済してくれると考えて無謀なリスクを取るのを押さえるための慣行を。」(Wessel, 2009) と指摘している。だが、9 月のレーマンの破綻には財務長官ポールセンは救済の手を差し伸べなかった。この破産を契機に金融危機は全面的発展した。

その結果として投資銀行の大手 5 社はレーマンが消え、ベア・スターズが JP モルガンに、メリルリンチはバンカメに吸収合併され、残ったゴールドマンとモルガン・スタンレーは連銀管轄下の商業銀行に組み替えられた。こうして影の銀行システムの核である有力投資銀行は消滅したのである。

2. 政府の救済活動

八〇年代以降の約 30 年間は Great Moderation と呼ばれ、低インフレで安定した時代とされている。その間の経済運営はシカゴ学派の市場原理主義経済理論が支配的イデオロギーとして米国の政策担当者の活動を左右してきた。自由資本主義が讃えられ、すべてを自由な市場活動に委ねるべきだとされた。しかし危機は米国の金融制度そのものを破綻に陥れつつあった。

米国の金融政策担当者達は一転して放任してきた金融資本主義の救済に乗り出した。主役は財務省であり、連邦準備制度であり、FDIC (金融預金保険機関) である。

1) 財務省の TARP

財務省の本格的救済策は 7000 億ドルの TARP (不良資産救済プログラム) である。ウォール街の投資マネジャー達が大胆にリスクを取って莫大な賞与を荒稼ぎして、その挙げ句にこの危機をもたらしたとして国民の反感が募ったため、議会はこの救済案を一旦は否決した。だがリーマン破綻後の危機の広がり为背景に承認されたのだった。

TARP は各種のプログラムによって次の四目標を達成しようとした。第一は金融組織の安定・強化のために、金融機関に資本注入を行った。その中には AIG、シティグループ、バンク・オブ・アメリカへの支援が含まれている。第二に、資産価値を支えるために、証券の購入を行った。この面では、FRB や FDIC とも協力して不動産関連を含む証券の購入や保証を行った。第三に、自動車産業支援で、GM とクライスラーを救済した。第四は住宅保有者支援で、これにはファニー・メーとフレディ・マックの支援も含まれている。

TARP に就いての議会監視パネルが提出した「最終報告書」によると、最終コストは 250 億ドルで納税者の負担が大きくないのは住宅所有者の救済に深入りしなかったからだとし、TARP はパニックを沈静化させ、危機の激化を阻止する役割を果たしたと認めつつも、救済措置は 18 の巨大金融機関に偏り、その間に 334 の中小銀行の破綻を放置して、むしろ巨大銀行の役割を危機前より大きくしている。そのことで 'too big to fail' の保証を与え、古典的 'moral hazard' を産み出し、将来のより大きなシステム危機を創り出したかもしれないと評価している (COP, 2010)。

2) 連邦準備制度

連邦準備制度はこの危機の下で、何よりも金利を 0% ~ 0.25% の水準まで大幅に引き下げ、資金の供給を拡大するとともに、外国の中央銀行とスワップ協定を結んでドルの供給強化を行ったのは、かれらの本来仕事であった。もちろんそれにとどまらない。詳細を省くが、その内容は i) 不動産担保証券の買取りによる金融機関への資金供給、ii) 証券担保で低利資金の貸付、iii) プライマリー・ディーラー (指定証券会社) への資金の貸出、iv) MMMF への支援による商業手形市場の流動性確保、v) 資金利用の対象を個人、出資組合、企業に拡大、vi) リーマンを除く大手投資銀行の内、ベア・スターンズとメリル・リンチを大手商業銀行への吸収合併に導き、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーを連邦準備制度管轄下の商業銀行に組み替えた。それに加えて、財務省と FDIC と協力してファニー・メー、フレディ・マック、AIG (CDS の最大引き受け手) およびシティ・グループ (オフショア・センターに設置した七

金融資本主義と「国際通貨戦争」

つの SIV を介してサブプライム・ローンの最大組成者) の救済を行っている。これらを概括すると、本来中央銀行の管轄外にあった影の銀行システムの救済、したがって金融資本主義の救済に力を尽くしたと言える。

連銀は救済活動の具体的内容について公表を拒否し続けてきたが、ドッド・フランク法の成立で、2010年12月詳細を公表した。その内容を巡って多くの議論が為された。次の表はそれとは別に会計検査院の報告書から得た連銀の救済計画に基づく2007年12月から2010年7月の間に行われた支出額である。

この表に名前の挙がっている金融機関は米国系大手銀行(金融持株会社)5社、投資銀行5社、外国系銀行10社である。支出額合計は16兆ドルを超える巨額に達しているが、この表の救済プログラムは危機に際して連銀が取った非伝統的政策措置の一部であって、それぞれのプログラムの限度額(一時に引き出せる限度)を合計しても1兆4720億ドルである。つまり資

表1 連銀の救済計画に基づく支出額
(2007年12月1日～2010年7月21日)

単位:10億ドル

Dollar in billions								
Borrowing Parent Company	TAF	PDCF	TSLF	CPFF	Subtotal	AMLF	TALF	Total loans
Citigroup Inc.	\$110	\$2,020	\$348	\$33	\$2,511	\$1	-	\$2,513
Morgan Stanley	-	1,913	115	4	2,032	-	9	2,041
Merrill Lynch & Co.	0	1,775	166	8	1,949	-	-	1,949
Bank of America Corporation	280	947	101	15	1,342	2	-	1,344
Barclays PLC (United Kingdom)	232	410	187	39	868	-	-	868
Bear Stearns Companies, Inc.	-	851	2	-	853	-	-	853
Goldman Sachs Group Inc.	-	589	225	0	814	-	-	814
Royal Bank of Scotland Group PLC (United Kingdom)	212	-	291	39	541	-	-	541
Deutsche Bank AG (Germany)	77	1	277	-	354	-	-	354
UBS AG (Switzerland)	56	35	122	75	287	-	-	287
JP Morgan Chase & Co.	99	112	68	-	279	111	-	391
Credit Suisse Group AG (Switzerland)	0	2	261	-	262	0	-	262
Lehman Brothers Holdings Inc.	-	83	99	-	183	-	-	183
Bank of Scotland PLC (United Kingdom)	181	-	-	-	181	-	-	181
BNP Paribas SA (France)	64	66	41	3	175	-	-	175
Wells Fargo & Co.	159	-	-	-	159	-	-	159
Dexia SA (Belgium)	105	-	-	53	159	-	-	159
Wachovia Corporation	142	-	-	-	142	-	-	142
Dresdner Bank AG (Germany)	123	0	1	10	135	-	-	135
Societe Generale SA (France)	124	-	-	-	124	-	-	124
All other borrowers	1,854	146	14	460	2,475	103	62	2,639
Total	\$3,818	\$8,951	\$2,319	\$738	\$15,826	\$217	\$71	\$16,115

(出所): GAO: FEDERAL RESERVE SYSTEM: Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance, July 2011

金は短期の利用・返済を繰り返されて、その合計が16兆ドルに達しているのだから、合計額そのものはあまり重要でない。逆に、そのことはウォール街の巨大金融機関は危機の渦中で、連銀の超低金利の資金を恰も自分の金庫の金のように利用していた事実を物語っている。

特別融資プログラムの内、TAFが銀行を対象にしている以外は「影の銀行システム」関連である。そのことを念頭に置いて見て頂くと、シティ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガンという超一流巨大商業銀行は自らも重要な「影の銀行」として活躍している事実を物語っている。ウェルズ・ファーゴと後にそれに合併されたワコビアにはこの表では影の部分は見られないものの、とりわけ住宅金融と証券化に熱心だったシティとパンカメ2社が影の銀行としても圧倒的に大きく活動していた事実を示している。つまり、規制下の銀行と影の銀行システムは対置されるものでなく、一体となってブームを盛り上げていたことはこれでも明らかであろう。

3) 連邦預金保険公社 (FDIC)

FDICは対象を銀行預金の保証とする本来の業務範囲や保証業務の内容の枠を拡大して、救済活動の幅を広げた。その債務保証プログラムによる救済の実績を見ると、シティ、GEキャピタル、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスの六大金融機関がこの政府保証付きで発行できた債務額の76%に達している。それに引き替え、他の14,225機関の利用額との隔たりが大きい。しかも、本来は対象とされていないはずのGEキャピタルがこの政府保証を得て巨額の債券やCPを発行できた事実が注目される。今次危機における米国政府の救済活動の特徴を物語る数字であろう。

3. 「Main Street の資本主義」

救済がウォール街の救済に大きく傾いていたことで、国民の間の反撥は「Wall Street の社会主義、Main Street の資本主義」という言葉になって現れている。後者の実情に就いてみよう。

1) 失業問題

金融危機は深刻な雇用問題を伴った。2008年初めには5%前後だった失業率(U3:季節調整済み数値)が、2009年1月には7.8%に上昇し、その年の10月にはピークとなった10.1%に達した。その後ほぼ9%を維持していたが、2011年末には8.5%なったことで明るい兆しと見られている。またパートの失業者も加えたU6の数値では危機前にはほぼ8%台で推移していた。それが危機によって2009年後半から2010年にはほぼ17%前後で推移してきたが、2011年末には15.3%まで落ちてきている。だが、なお危機前の2倍に近い。雇用の人口比が危機直前の62.7%から58.5%まで急落している問題点もあるので、失業問題はなお深刻な事

態から抜け出していない。

2) 住宅問題

住宅ブームによって住宅価格の値上がり期待が広がったことで、米国家計には住宅ローンばかりでなく、ホーム・エクイティ・ローン(住宅価格上昇分を担保とするローン)を抱える家計も増えていった。公的住宅金融機関であるファニー・メーやフレディ・マックの審査を通ったプライム・ローンの他に、民間住宅金融業者が貧困層に対して「略奪的条件」で住宅ローン組成の範囲を広げたサブプライム・ローンがある。住宅価格の上昇が頭を打って、一転して値下がりになると、当然、先ずサブプライム層の滞納が増え、差押えが広がるにつれて、住宅価格暴落の悪循環が始まる。2006年のピークから2011年暮れ頃までにほぼ30%下落している。その結果、負の正味資産(住宅価格総額-住宅債務)を抱える住宅所有者は全体の1/5以上に当たるほぼ1200万に達している。プライム層を含め差押えが増えたのは言うまでもない。

差押え手続きの処理後、融資機関の手に渡った抵当流れ住宅は買い手を探すわけだが、抵当流れ住宅の供給が増え、在庫が増えれば、当然に住宅価格の下落を伴う。しかも差押え処理過程の件数が抵当流れ住宅在庫の4倍以上あるというのである。そうした状況が更に住宅価格の下落に導く。そしてその反面で、住宅喪失者による賃貸住宅への需要が増えて、家賃の上昇が続いている(FRB, 2012)。住宅投資の力強い回復が不況回復時の典型とされていることを考えると、この住宅市場の現状は景気回復を大きく妨げているといえる。

ピーク時に米国家計の持ち家比率が69%を越えていたが、2011年第2四半期末には66.0%まで落ち込んでいる。住宅喪失者の増加は米国社会にとって重大な問題を孕んでいる。中産階級の主要資産は住宅であるだけに、この動向が消費需要の活性化を妨げている。住宅の喪失、保有金融資産の目減り、過重な住宅債務負担、それに雇用問題が加わって米国経済の景気回復を妨げている。

3) 商業不動産動向と地方銀行の破綻

商業不動産とは賃貸収入を見込んだ事務所用建物、小売り施設、集合住宅、ホテル等々である。商業不動産の価格下落率は住宅より著しい。賃貸料その他の収入に依存する商業不動産の場合には、空室率、賃貸料の下落、滞納増加等に景気動向が極めて敏感に反映するからである。商業不動産の滞納率は1%台だった2009年始めから急上昇し2010年第2四半期には8.76%のピークを記録し、その後は徐々に低下し、2011年第3四半期には6.69%となっている。この数値に反映しているように、失業率、地場産業の業績低迷に伴う商業不動産業の不振は直接に地方銀行の営業に跳ね返る。次の銀行破綻件数は地方銀行へのその打撃の大きさを反映している。

表2 銀行破綻件数

2007年	3件
2008年	25件
2009年	140件
2010年	156件
2011年	92件

(註) FDIC, Failed Bank List による

4. 危機救済の結果

これまで述べたところを要約すると、米国政府の財務省、FRB、FDICの3機関が取り組んだ金融危機克服の救済活動は米国経済の全体よりも金融センターに偏っていて、巨大金融機関の寡占体制を一層強化したばかりでなく、救済を通じてそれまで荒稼ぎして危機を引き起こした金融業者を罰することなく高額報酬を保証する結果になった。それが米国経済全体の活性化に繋がらないで、失業問題、住宅問題は依然として深刻なままである。また過剰債務を抱えた家計の救済には何よりも債務の軽減措置が必要であろう。幾つかの試みはあったにしても、実績を上げるまでに到っていない。GMのような自動車産業に対しては破産法11条を適用して債務の切り捨てを行ったことを考えると、余りにも対照的であった。不動産価格の下落に伴って過重な債務の一部切り捨ての措置が行われない限り、返済困難に陥る住宅所有者は増え、それに失業が加わり、返済不能で差押えが広がる。差押え物件の過剰化は住宅価格の一層の低落に導くという悪循環を生む。こうして住宅喪失が広がって中産階級の没落が進んだ。貧富の格差拡大という事実が国民の間に不満を鬱積させているのであって、最近の“Occupy Wall Street”の運動にその表現を見ることが出来るであろう。

Ⅲ. QE2 とその国際的波紋

1. QE2 (量的緩和第二弾) について

バーナンキ連銀総裁は労働市場の低迷に対して2010年11月から2011年第二四半期末までに6000億ドルに及ぶ量的緩和措置を実施した。いわゆるQE2である。金融危機以降に行われていた量的緩和が公社債や不動産担保証券の購入であったのに対して、QE2の対象は財務省証券、すなわち国債の購入である。彼はこの措置で長期金利が低下し、不動産の金利が下がると住宅所有者の借換が起こるだろう、また社債金利が下がって投資が促進され、株価が上昇

して、それにより消費が促進され、企業収益が上昇し利潤が増えだろうと、狙いを語っていた。通常、中央銀行は短期金利の操作によって金融市場を制御している。通貨の量的緩和で長期金利の引き下げを目指すのは極めて異例の措置である。こうした政策を取るようになったのは金利を既にゼロにまで引き下げているために、景気刺激の有効の手段が得られなくなったためであろう。

しかし、こうした手段を執る上で、バーナンキ自身の理論上の立場も影響しているとみて良い。彼は「ヘリコプター・ベン」と呼ばれている。それは、経済学者として大不況の研究者だった彼は2002年のナショナル・エコノミスト・クラブでの報告で、デフレを克服するには通貨の供給量を増やせば良いという議論をする際に、フリードマンの使った比喻に従ってヘリコプターで金をばらまくと語ったことから来ている。こうして見ると量的緩和策は彼自身の理論上の立場に支えられているわけである。

連銀の資産総額は本来保有していた国債に加えて、金融危機の救済に伴う担保や買取による証券類の増加、更にQE2による国債の買取で、2008年8月までの9300億ドル水準から2010年11月始めの2兆3千億水準に、更に2011年6月末には2兆9千億ドルまで膨れあがった。つまり危機対策として2兆ドルの資金をばらまいたわけである。

2) QE2の効果

2011年6月末でQE2は終了し、量的緩和は継続されなかった。金融危機対策として行われた連銀の証券類の買入等で低廉で豊富な資金を入手できた金融機関は絶対に安全な長期国債に投資して十分な収益を得ていた。QE2はこの長期国債を買い取ることで、国債価格の上昇、したがって利回り低下を通じて長期金利の低下に導くのである。この長期金利の低下とそれに伴う株価の上昇で企業活動の活性化が生まれるとのバーナンキの期待は実現しなかった。金融機関の企業融資は活発化せず、失業率の高水準と住宅不況は改善に向かわず、消費需要も伸びないで景気の低迷が続いている。

こうなると資金は国外に向かうか、商品投機に走る。結果としてドル価値の下落傾向を生む。ドルの下落は米国の輸出促進に役立つものの、脱製造工業化の進んでいる状況下では、変動制為替相場の国際収支均衡化効果を信奉する「経済学者」が信じるような効果を実現できていない。逆に、石油価格を始め輸入商品の値上がりは米国経済にマイナスの影響を与えることとなる。

QE2は国際的には二つの問題を投げかけた。一つは「国際通貨戦争」であり、今一つは国際通貨としてのドルの行方についてである。

2. 「国際通貨戦争」

1) QE2 への国際的反撥

2010年9月に11月から実施するQE2の計画を発表した。するとまもなく、ブラジルのマンテガ蔵相はこれを「国際通貨戦争」を挑むものだと訴えた。つまり、米国の量的緩和は大量の資金を国外に送り出して、ドル安に導き、相手国に通貨切り上げとインフレをもたらすことを意図したものと捉えたのである。それを契機にQE2が実際に発足する前から「国際通貨戦争」を巡る論議が世界的に盛んになっていった。これがバーナンキの「隠された意図」であったかどうかは別にして、事実は正にそのように進んでいる。

米国内で溢れた超低利の資金は国内の経済活動に積極的に貢献しないで、ホットマネーとして世界に流れ出す。特に高成長を続ける新興工業国と商品市場に向かった。中国はもちろんのこと、金利11%水準のブラジルをはじめチリ、コロンビア、ペルー、インドネシア、タイ、韓国、台湾、トルコ、イスラエル、南アフリカなど多くの国を巻き込んだ。通貨高、インフレ進行と資産バブルに脅かされたこれらの国は為替介入、資本規制、金利引き上げなどの対抗措置に追われた。低成長に悩んでいる我が国をも円高に導く。我が国の政府は、米国の顔色を窺いながらも、一度は市場介入に踏み切った。反面、こうした資金はデリバティブやレバレッジの手段を駆使して、通貨ばかりでなく石油、金等の商品市場での投機に向かっている。その点で新興工業国の中には資源輸出で利益を得ている面もある。そのことも一つだが、新興国は20世紀末からの展開で相当額の外貨準備の蓄積を行い、しかも財政赤字を比較的強く抑えてきたので、こうした事態に対して比較的大きな抵抗力を備えている点にも注目したい。

2) 米中対立

QE2にドル価値を引き下げて相手国をインフレに追い込む「隠された意図」が米国にあったとすれば、いうまでもなくそれは中国に向けてであっただろう。米国内では金融危機に先立つ経済ブームの時代から一貫して悩ましい経済問題をすべて中国の責任に転嫁する思考が広がっていた。「グリーンスパンの謎」、バーナンキの「世界過剰貯蓄論」、「世界不均衡」論、ガイトナーの就任時議会証言、極めつけは『2009年米国大統領経済報告』の「危機の根源」の項がそれである。何れの議論も焦点は対中貿易不均衡にあり、人民元相場の人為的低位抑制に帰するものであった。

こうした米国側の主張に対して中国側の反論は次の二点である。一つは、日本の二の舞はお断りだというのである。日本は米国側の圧力に屈してプラザ合意を受け入れたため、円相場は1ドル=240円水準から1988年には120円水準に2倍の円高となり。1995年には1ドル=80円水準まで高騰した。その結果日本経済は「失われた10年」の不況を経験したにもかかわらず

ず、対米貿易黒字は依然として継続している。中国はこの二の舞はご免だというのである。

中国の第二の主張は米国との貿易統計上の問題である。中国は改革開放によって加工貿易に重点を置いていたから、輸入部品の組立輸出が多い。対米輸出金額に占める外国部品の金額の中には米国製部品の価格も含まれると主張する。その点は確かにその通りで、極端な例として、アップル社の iPhone 4s 16GB の場合を取り上げてみよう。この iPhone は米国での小売価格 659 ドルに対して原価は 196 ドルで、その中の加工費 8 ドルと算出されている (WSJ, 2011)。つまり中国からの対米輸出価格は1台 196 ドルだが、中国の手取りは 8 ドルだという計算である。

しかし、もちろん中国側にも問題がある。為替・資本取引を規制している中国では、貿易収支の黒字に加えて、資本収支の黒字で外貨準備は過大化して、国内の過剰流動性を産み出している。それへの不胎化政策ばかりでなく、銀行への準備率規制強化によっても押さえきれず、インフレ対策や住宅バブルの沈静化に追われている。人民元レートの調整を取るか、それともインフレに伴う賃金上昇に委ねるかは政策選択の問題だろう。

3) ソウル G20 とその後

2010 年 11 月のソウルでの G20 会議では、オバマ大統領はすべての国が貿易収支差額を国民所得の 4% 以内に納めるよう提案した。これは中国に焦点を当てた提案だった。人民元の人為的抑制による中国の商品輸出攻勢で、ブラジルなど新興工業国を含め世界が悩まされていると見ての戦術だったのだろう。しかし、QE2 に伴う国際通貨戦争を背景にしていたこの会合では、米国案に対し中国はもちろん、ブラジル、南アフリカばかりでなくドイツまでも反対に回り、意図に反して会議ではむしろ米国が全体から孤立する有様であった。

QE2 は 2011 年 6 月末で終わり、上で見たように、国内の経済活動、雇用、需要水準、ビジネスへの投資、中小企業と家計の改善といった経済振興策としては目立った成果を挙げていない。その面ではいわば打つ手無しといった状況におかれた連銀だが、ウォール街では QE3 を要望する声が強いだけに、長期にわたって超低金利を続けると宣言している。したがってその後も国際的には「通貨戦争」の状況は続いている。

2. ドルの行方

1) 「法外な特権」

2000 年以降顕著となった新興工業国の台頭と金融危機後の先進国経済の困窮という二極化は「資本主義の行方」や「国際通貨ドルの将来」といった議論を呼び起こしている。国際通貨戦争の議論と平行して、国際通貨ドルの行方が論議されるようになった。あまり深入りせずに

問題点を指摘しておこう。

「国際通貨とは何か」については様々な捉え方がある。筆者はある国の通貨が国際通貨となる基礎的条件は、その通貨が第三国間国際決済に世界的規模で用いられていることであると考えている。それを可能にするには、第一にその国が世界貿易の中心国、すなわち世界的再生産構造の中心に位置していること、第二に取引を通じて入手したこの通貨が他の何れの国との決済にも使用できること、加えて同じ事態の他の局面だが、この通貨の完全な流動性を保証する金融インフラが整備されている必要がある。こうした視点からすれば、ドルが唯一の国際通貨の地位にある。ユーロは欧州と周辺地域を抱えた限定的な地域内で国際通貨機能を果たしているに止まる。国際通貨国米国には「法外な特権」があるとされるが、その特権の中身を筆者は国際通貨国ではすべての国際決済取引に当たって「負債決済」が可能であるところに見ている。

ところが有力な経済学者の中にさえ、米国はドル紙幣を国際的に発行しているかのように説く人がいる。確かに米ドル紙幣は発券量の2/3が国外にあるとの1998年の証言がある(Allison, 1998)。しかしそれは国境貿易を除くと旅行者の持ち出ししか、闇取引によるものだろう。国際間では米国が貿易や金融取引で支払うドルはすべてドル建て債務なのである。したがって、相手側にドル建て債権が残る。それが国際決済や国外への投資に用いられのだが、国際通貨国米国にとって国際決済上の赤字はすべてそのまま外国からの「投資」として残るのである。そうした「投資」は価値変動リスクの少ない米国債の購入に向かい外貨準備となる。

米国が世界60数ヶ国に軍事力を展開している。日本のように現地国でその経費を負担してくれるケースは稀にあるにせよ、イラク、アフガニスタンのように軍事侵攻の費用も加わって、軍事展開費用は米国政府の財政に大きな負担を掛けているのは間違いない。それを支え得ているのは正に国際通貨ドルの「法外な特権」である。こうしたドルの地位がいま「国際通貨戦争」を引き起こした事態の中で、今後とも維持可能かが改めて問われ始めている。

2) ドルからの回避

もちろん近い将来、ドルに代わって国際通貨として地位に就く通貨が現れそうにない。ユーロは限定された地域内の国際通貨ではあるが、現在の危機状況から見て、その地位を失うとまでは予測しないが、その地域が世界全体に広がる可能性は乏しい。最近では中国の台頭で、人民元が将来ドルに代わる地位に就く可能性を語る人もいなくはないが、それには中国自身の大きな変革が必要だろう。ではドルの地位が安泰かという金融危機以来世界的にドルからの逃避の様々な動きが起こり始めている。それを拾ってみよう。

a) 準備通貨について

新興国・途上国の外貨準備は1990年には660億ドルで全世界の37%であったのが2011年

第3四半期末には6,841億ドルと10倍に伸び、世界の67.2%に及んでいる。その間にIMFが計測できた範囲の世界準備通貨に占めるドルの割合は71%から61.7%に落ちている。新興国・途上国についてドル準備の率を見ると、74%から57.6%に落ちている。

中国は準備通貨としてのドルの価値に不安を唱え、IMFのSDRを組み替えて準備通貨にするよう要求している、これにBRICが同調する動きがあるが、これはドルに代わる準備通貨の創出を求めていると言うよりも、むしろIMFでの新興国の発言権拡大を求める動きと見た方が良さそう。それよりも中国、インド、ロシアなどでは金の購入が増えているのは具体的な準備のドルからの切り替えである。こうした動きに投機が加わって金価格は著しく騰貴している。2007年の危機前に1オンス600ドル水準にあったのが、2011年9月のピーク時にはほぼ1900ドルに達し、その後下落して今は1600ドル水準にある。

また、最近ではベネズエラやチリのように人民元を準備通貨に加える動きも出ている。

b) 国際決済通貨を巡って

「国際通貨戦争」が持ち上がったことで、新興市場国間では相互間の貿易において取引通貨(invoicing currency)をこれまでのようにドル建てではなしに、相互に自国通貨建て、あるいは何れかの国の通貨建てで行おうとする動きが広がった。ロシア、中国、ブラジル、インド、パキスタン、ASEAN、トルコ、イラン等は積極的に二国間の協定を結んでいる。2012年始めにウラン濃縮を巡って米欧の禁輸措置強化で脅かされているイランではロシア、中国ばかりでなくトルコ、日本、インド、パキスタンと通貨協定を結んでいる。

こうした二国間の貿易取引を流動性の乏しい通貨建てで行うには、それぞれの中央銀行が相手国通貨を保有していなくてはならない。そのために両国間で通貨スワップを行うことになる。こうした通貨スワップ協定が数多く行われるようになった。例えば中国は14の国と地域との間でこうした協定を結んでいて、その中に日本も入っている。日本は最近インドとも同様の協定を結んでいる。尤も国際的なスワップ協定そのものは様々な目的で結ばれ、必ずしも貿易決済通貨の選択を支えるためのものばかりではない。たとえばASEAN中心に結ばれたチェンマイ合意では通貨スワップは東アジア通貨危機対策として提案され、一度は米国の反対で潰された宮沢プランを代替するものとしての通貨危機対策であって取引通貨としてのドル回避の意味は乏しかった。

国際通貨ドルの将来に関わる動きとして若干の指摘を加えたい。

一つは、中国の人民元が国際通貨となり得るかである。中国政府の厳しい為替・資本管理が続いている限りは実現性のない問題だろうが、最近幾つかの規制緩和措置が行われている。2010年に香港に対し人民元建て証券(点心債)の発行を認めたことで、国外における人民元の

使用が拡大している。それは香港の人民元預金の急増に反映している。しかし、中国は世界第二の貿易国となったとはいえ、国際通貨としての役割を果たすには完全な交換性が求められるのだから、おそらく実現するまでには多くの課題を残すであろう。

いま一つの動きとして注目したいのは、BRICS、すなわちブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカの動向である。5ヶ国の首脳会議が2011年4月に中国で行われたが、そこでは域内貿易の通貨問題が取り上げられ、i)メンバー中の一国の通貨を域内の取引通貨として用いる、ii)二国間貿易に何れかの国の通貨を用いる、iii)BRICS共通通貨を設定して域内双務貿易を決済する。この三案が検討された(China Daily, 2011)という。共通通貨はユーロを念頭に置いて為された提案だろうが、さしあたって現実的な構想ではあるまい。実現可能なのは第二案だろうが、相互間貿易の規模や輸出入構造の点で多様だろうから、解決必要な問題点も多いと予想される。いずれにせよ、世界貿易に占める5ヶ国の地位は急速に高まっているだけに次の展開を注目したい。

今一つ付け加えれば、南米のベネズエラ、エクアドル、ボリビア、ニカラグア、キューバ等で構成されるALBA諸国間で地域通貨“SUCRE”採用の動きが生まれている。

これまで見てきたような動向の中でドルの行方が議論されている。だが、一口に言えば、近い将来にドルに代わる国際通貨が登場して、米国の所謂「法外な特権」が失われる状況にはないであろう。

おわりに

筆者はこれまでに米国を舞台に起こった今次の金融危機について『21世紀初頭における「金融資本主義」の挫折』と『米国資本主義の構造変化と金融危機』で論じてきたが、本稿でも前半で重ねて取り上げている。2009年になって米国の金融組織には伝統的銀行システムとは別に、平行する金融システムとして「影の銀行システム」の存在が確認され、活発に論じられるようになった。この両システムについて本稿では、むしろ両者が一体として展開することで、「影の銀行システム」の特徴として論じられる特質が形成されたのだとしている。そしてそれが危機に導いたのだと扱っている。

金融危機が「影の銀行システム」の全面的崩壊として現れたのに対し、米国の金融当局、とりわけ連銀は自己の規制・監督下に無いその影の部分の救済を、非伝統的措置を多用して実施したのである。その結果、金融資本主義の中核部は温存され、一層の寡占化が生まれている。

金融資本主義と「国際通貨戦争」

だが、この救済は米国経済全体の回復に導かなかった。それを阻んでいる要因の一つは住宅問題である。住宅価格がピークから30%も下落しているため、住宅所有者の抱えている負債額に較べて正味資産額が大きく下回っている。全米でほぼ1100万の住宅所有者が抱えるこの「負の正味資産」（住宅保有者の総住宅価値 - 不動産債務額）は約7000億ドル以上と評価されている。これまで住宅所有者のこの過剰負債問題に十分に効果のある救済措置がなされて来なかった。2012年初めにニューヨーク連銀のダッドレー総裁がこの問題に正面から取り組み、債務元本削減の必要を強調し、それには通貨政策による低金利では不十分で、経済政策による介入を主張している（Dudley, 2012）。これまで見てきたように、証券化を介して影の部分の肥大化を創り上げていた金融資本主義は危機とともに顕在化した債務の山を如何に切り崩すか（デレバレッジ）に直面した。この全面的崩壊の危機を前にして、米国の当局は非伝統的諸手段を用いて、これを切り抜けさせた。いまダッドレーが提起した住宅問題解決の課題は、米国の家計にとっては正に同じくデレバレッジの課題であろう。これに米国政府はどう取り組むのだろうか、注目しよう。

[付記] 本稿は2011年7月に本学大学院で報告した内容を文章化したものである。

ただ、その後の情勢の展開は激しかったばかりでなく、関連した重要な報告類も現れたために大幅に改めているけれども、論旨には変化はない。

参考文献

- Allison, T. (1998); Overall impact of euro banknotes on the demand for U.S. currency, Testimony on Congress, Oct. 8
- Chen, H.H., (2011); Yuan internationalization takes off in Hong Kong, Reuters, August 31, 2011
- Congressional Oversight Panel (2011); MARCH OVERSIGHT REPORT The Final Report of the Congressional Oversight Panel
- Dudley, W. (2012); Housing and the economic recovery, Remarks at the New Jersey Bankers Association Economic Forum
- Financial Stability Board (2011); Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation
- Financial Times; Brazil in 'currency war' alert, September 27, 2010
- FRB (2012); The U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations
- Pozner et al (2010); "Shadow Banking", FRBNY Staff Report no. 458
- Sule, A. (2011); BRICS can build common currency, China Daily 2011-04-08

木下悦二

- Tett, G. (2009); Fool's Gold (邦訳『愚者の黄金』監修, 平尾光司, 訳, 土方奈美, 日本経済新聞出版社刊)
- Wall Street Journal; A Look Inside Apple's iPhone 4S, October 20, 2011
- Wessel, D. (2009); In Fed We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic (邦訳『バーナキは正しかったか?』藤井清美訳, 朝日新聞出版刊, 2010年)
- 木下悦二 (2008); 21世紀初頭における「金融資本主義」の挫折, 世界経済評論, Vol. 52 No. 9 & No. 10.
- 同上 (2010); 米国資本主義の構造変化と金融危機, 世界経済評論, Vol. 54 No5.