



新自由主義の帰結としての世界金融危機

櫻 谷 勝 美

要約 1980年代初頭からイギリスとアメリカで始まった新自由主義改革は、いまや世界の先進国の標準的な経済政策となった。新自由主義改革がこれほど広く世界に伝播したのは多国籍企業間競争による製造業の海外移転、その結果としての労働運動の退潮、金融業の規制緩和、IT技術の発展による情報伝達手段の革新等を主要な内容とするグローバリゼーションの進展と、社会主義の崩壊・その市場経済化などの諸要因が支えたと考えられる。しかし2008年サブプライム住宅ローンのデフォルトを契機にして、アメリカの大手投資銀行が破綻し、存続している金融機関の資産も大きく毀損され、資産毀損の連鎖は急速に世界に広がった。これらは新自由主義改革の負の側面が表出する時期の始まりを予想させるものである。

キーワード 新自由主義, グローバリゼーション, 所得格差, デリバティブ, アメリカ型ビジネスモデル

原稿受理日 2009年6月9日

Abstract Since the right wing reform of Thatcher and Reagan started 30 years ago, not only the wealthy but also middle class has favored Neo-liberalism. The past 30 years has been a great time for the increase in the value of their equity and property. The gap between the rich and the poor has widened of this 30 year period. However, the financial crisis that began on Wall Street in September, 2008, caused major investment banks in the United States to fall into bankruptcy. This financial crisis has spread all over the world, and what is more the negative side of the American Business Model began to appear.

Key words Neo-liberalism, Globalization, Income differentials, Financial derivatives, American Business Model

第1章 新自由主義の台頭

1. サッチャーとレーガンの改革

1930年代の世界恐慌の経験から、第二次大戦後1960年代までは、世界的に政府が税制や社会保障を通じて、所得格差是正と恐慌予防など経済の安定を重視した経済政策を行うことが普通で、アメリカでも自由市場を信奉する政治家であったとしても福祉政策にも言及しなければならなかった。政界でも学界でも、市場の自動調整力だけでは安定的な経済成長は望めず、景気循環を平準化するために国家の経済への介入が必要であり、不況によって失業者が急増しないように雇用を守る制度的な保証が必要であると考えられていた。「市場の失敗」という概念は、まだアメリカ、イギリスでも生きていた。国家が重視すべきこととして完全雇用、経済成長、市民の福祉は共通しており、必要とあれば市場に介入し、場合によっては市場に取って代わることも可能とされた。

こうした政策が行き詰まるのは1970年代である。アメリカはベトナム戦争によって多額の財政赤字と、製造業の競争力の低下による貿易収支の赤字から、財政赤字と経常収支の赤字の「双子の赤字」に陥り、アメリカ所有の金準備が減少しドル相場を金に固定するIMFの根幹が揺らいだ。社会保障と軍事費拡大を両立させる（「バターも大砲も」）政策が行き詰まったことは、不況下のインフレという形であらわれた。ケインズ政策は、不況時に財政支出を増加させ、需要を喚起することにより不況を軽減する処方箋を用意しているが、不況時にインフレがおさまらず、停滞とインフレーションが併存する「スタグフレーション」に対してはケインズ政策では対処できなかった。財政赤字は軍事費の削減か、社会保障費の削減か、増税かまたはその組み合わせによって解消するほかなかったが、富裕層と中産階級は増税を忌避し、減税と社会保障費削減をセットにした「小さな政府」を好む高所得・中所得層の要求を背景に、公共事業や社会福祉事業に政府が資金を投じるのは市場の調整力を乱すものであるとの市場重視の自由主義思想がアメリカの政界、メディア、経済界、経済学界で主導権を握ることになった。1981年のレーガン政権以来、社会保障削減と民営化による「小さな政府」、高所得層の減税が実施され、主流の経済思想は再び自由主義（＝新自由主義）に転換することとなった。

新自由主義の理念を明確に掲げた政策を先進国で最初に打ち出したのは、1979年5月に発足したイギリス保守党のサッチャー政権である。サッチャー政権は労働党政権だけでなくこれまでの保守党政権が経済政策の基本を雇用重視と福祉政策においていたのを“wet”

と攻撃し、過去の労資協調路線を徹底的に否定し、それに対置して政治理念としては「小さな政府」、「民間活力重視」、「自助精神」、「労働慣行の改革」、「法と秩序の回復」、経済政策としてはインフレの抑制、減税と歳出削減、国有企業の民間への売却（民営化）により臨時財政収入を増やすこと、公企業に存在する強力な労組を民間企業の労組とすることで労組の力を減殺すること、資本の流出入を自由にして、かつ規制緩和をして海外からの投資を誘致することを目標にした⁽¹⁾。

10年以上にのぼる在任期間に、彼女が実現したことは、ほとんどの公企業を民間へ売却し、持ち家促進政策として公共住宅を個人に売却した。また所得税は25%～80%の11段階から、25%と40%の2段階にして富裕層に有利にし、法人税は50%から35%へ軽減するとともに、付加価値税は8%から15%に引き上げた。

サッチャーの改革によって、アメリカとヨーロッパから金融・サービス産業の企業が流入し、ロンドンが国際金融市場としての活況をとりもどし、産業構造は三次産業のウェイトが高まった。二次産業従事者は、1980年の37%から90年に28%に減少し、三次産業従事者は、同期間に61%から68%に増加した。

民営化された企業の経営者の報酬は79年から88年にかけて4倍となり、一般の民間企業の経営者も1.9倍に増加した。それに対して、労働者の賃金は、同じ期間に平均42%の増加にとどまった。消費者物価は80%高騰したので、実質賃金は、27%下がったことになる。

このようにサッチャー政権は、民営化と規制緩和と海外企業の誘致と企業・富裕層減税の先駆者として経営者や金融街（シティ）や世界の投資家からは改革者として高く評価され、また持ち家政策により中産階級から人気を獲得した。フォークランド戦争の勝利がサッチャー首相の意志の強さをアピールすることになって国民の人気を高め、長期政権を維持できたため世界政治のなかで影響力を強めることに成功した。サッチャーは執拗に「他に道はない」と言い続けて、世界のメディアは「新自由主義」を受け入れた。

かつて階級融和的なケインズ政策が受け入れられた前提には、労働組合の組織率が高く雇用の削減は容易ではないという状況があり、さらに世界には市場経済だけではなく社会主義経済があった。それらが退潮ないし消失したことも、新自由主義が容易に世界に広がる背景にあった。政府の役割を縮小する規制緩和は市場の機能を高め、経済を活性化させるはずであるとのイデオロギーが、メディアや大学から広まって行った。

サッチャー政権以来、上のような内容の「新自由主義」的経済政策が、アメリカ、欧州大陸、日本において採用されることになった。

(1) 梅川正美（2001）『サッチャーと英国政治（2）戦後体制の崩壊』成文堂、東京。

アメリカでは共和党保守派のレーガンが、1980年圧倒的な支持を得て大統領に当選した。レーガン大統領の経済政策は連邦予算の浪費を告発して、企業と富裕層に対する減税と通信・銀行・航空などの分野の規制を緩和し、同時に福祉受給者に対して「怠けていないで仕事に就きなさい。最貧層や取り残された人々には慈善の手がのびるであろうが、それは国の仕事ではない」との立場から福祉予算の削減を行った。このフレーズは、中産階級が70年代にいただいていた「働く者が損をする」という福祉政策への反感と共鳴しあい、レーガン大統領の人気を高めることとなった。

企業は後援するシンクタンクを組織し、政党をとらえ、国家権力を獲得した。宣伝戦では少数エリートの経済権力を回復する意図を表面に出さず、伝統や文化的価値観に訴えた。個人の自由拡大という大義が世界の世論となった⁽²⁾。企業、メディア、大学、職業団体を通じて「新自由主義」思想が流布され、民衆は、市場は競争やイノベーションを促進するものとして、「新自由主義」を受け入れた。

2. 日本における規制緩和

日本における規制緩和は、米英のように国内的要因からではなく、1970年代後半から80年代前半の日米貿易摩擦、円安是正のための1985年のプラザ合意、アメリカからの規制緩和要求など、主にアメリカからの外圧によって強いられたものであった。それまでの日本は中央官庁の行政指導と主要都市銀行を核とするメインバンク制によるヒエラルヒー的な経済構造の枠組みの中で、経済成長を追求してきた。日本の製造業は全産業に対してアメリカよりも大きなウェイトを占めていた。(表1)

特に二大業種の自動車と電機は輸出競争力が強かったが、主要輸出先のアメリカとの貿易摩擦は日本経済にとって成長を持続するうえで大きな障害であった。アメリカ政府は80年代前半までは日本の対米輸出規制を要求してきたが、つぎに日本経済の規制緩和、とりわけ金融面の自由化を要求しはじめた。当時の中曽根内閣は、政治的同盟関係を最優先し、経済面では対米譲歩を重ねた。85年のプラザ合意では日本は米欧に対して、(1)国内市場開放計画の実施、(2)規制緩和の実施、(3)円安是正、(4)内需刺激の努力を確約した⁽³⁾。

中曽根首相は対米経済摩擦を緩和するために日本が実施できる方策を検討するために「国際協調のための経済構造調整研究会」という首相の私的諮問機関を設置し(座長は元

(2) David Harvey “A Brief History of Neoliberalism” (2005) 邦訳 デヴィッド・ハーヴェイ (2007) 『新自由主義』作品社、東京。

(3) 財務省財政総合政策研究所財政史室 (2004) 『昭和財政史 昭和49-63年度 7 国際金融・対外関係事項関税行政』東洋経済新報社、東京。

表1 GDPにおける製造業と金融業のウェイト比較（％）

	日 本		アメリカ	
	製造業	金融業	製造業	金融業
1960	35	4	25	14
1965	34	5	26	14
1970	36	4	23	15
1975	30	5	21	15
1980	28	5	20	16
1985	28	5	18	17
1987	27	6	17	18
1998	22	6	15	19
2003	21	7	12	20
2006	20	n.a.	12	21

（出所）内閣府統計局および U.S. Census Bureau から作成

日本銀行総裁前川春雄）研究会がまとめた「前川レポート」は、その時の経済状況を、日本の大幅な経常収支の黒字は世界経済にとって「危機的状況であると認識する必要がある」、「従来の経済政策の転換なくして、わが国の発展はありえない」とまで言い、政府は経常収支の黒字を削減すること、そのために内需拡大と輸入増大による経済の拡大を世界に表明すべきであると提言し、「グローバルな視点にたたなければならない」との認識のもとにアメリカからの要求をほとんど受け入れることを表明したものであった。具体的な施策として (1)内需拡大のために都市再開発、住宅減税、インフラ整備、消費財の輸入促進、(2)消費生活の充実のために週休二日制の完全実施、(3)産業構造を変えるために不況の基礎素材産業の構造転換、海外直接投資の促進、農産物の輸入促進、(4)海外の企業が日本市場に参入できるように規制緩和、(5)円安の是正と金融資本市場の自由化と円の国際化、(6)国際協力のための対外援助の増額などを提案した。

86年4月にまとめ上げられた「前川レポート」はその後の日本の財政金融政策の指針となった。「前川レポート」の後、日本銀行は86年初めに5.0%だった公定歩合を86年中に4回切り下げ、87年2月にさらに切り下げて2.5%にした。それにもかかわらずアメリカはさらに公定歩合の引き下げを要求し、日本はそれに応じないかわりに、6兆円の歳出増と所得税減税を実施した。赤字国債が累積しているにもかかわらずさらなる財政資金が市中に撒布されたのであるが、内需拡大政策が功を奏して円高による不景気は86年11月を底としてやがて上向き、87年から89年にかけて年率5%成長が実現した。同時に放漫な財政金融政策は株価の上昇、地価の上昇のバブル景気をもたらした。

3. 新自由主義を支える産業面の変化

(1) 海外生産

先進国における賃金上昇と労働力不足によって、機械化、とくにエレクトロニクスと機械が一体となったメカトロニクス化が、70年代前半のオイルショックのあと進んだ。これにともない付加価値のなかの現業労働のウェイトが、減少しはじめた。

さらに、70年代から80年代前半にかけて、ドル高を好機として日本からアメリカ市場へ自動車、電機の輸出が急増し、それにアメリカ製造業は対抗せざるをえなくなった。こうした条件に加えて世界規模での多国籍企業間競争（メガ・コンペティション）の時代に入り、企業は収益が上がる可能性が大きい立地、すなわち低賃金、質の高い労働力、低税率、インフラ充実、市場アクセスが容易な場所に生産拠点を移設するようになった。

このような傾向はアメリカに続いて欧州、日本でも一般的になった。労働運動が力をなくした最大の要因は工場の海外移転であり、労働組合にとって安価なコストを求めて世界最適立地をもとめる大企業の衝動をくい止める手段はなかった。

1990年代から企業がこの動きをさらに加速させたのは、基幹部品ごとに工程を分ける製造業の「モジュール化」である。モジュール化によって製造工程の分割、したがって工程の一部を海外移管することが容易となった。

(2) IT 革命と金融業の技術革新

IT 産業は、80年代にアメリカで開花して世界に波及した産業で、その技術革新の速さがアメリカ的短期重視経営とマッチした産業である。

90年代に本格的に利用されるようになったインターネットは、企業内・企業間の情報伝達コストを大幅に節約するとともに、伝送速度の高速化は、地球の反対側にリアルタイムで情報を送ることを可能にした。このインターネットの普及で IT 技術の革新は IT 革命というにふさわしい効果をおよぼした。

その意義は、製造業の部品調達、生産、配送、販売の一連の過程が企業間でリアルタイムの情報共有することが可能となったことである。いわゆる SCM (Supply Chain Management) により販売好調な製品の部品はただちに調達し販売不振製品の場合は部品調達を削減して、在庫切れと過剰在庫をなくして仕掛かりコストを削減することができるようになった⁽⁴⁾。これは日本の企業が製造業の連携のためにつくった JIT・カンバン方式を、米企業が IT 技術を用いて普遍化したものと言われている。SCM はモノの管理だけ

(4) 林 正樹ほか編 (2001)『情報ネットワーク経営』ミネルヴァ書房、京都。

でなく、資金の管理にも拡大され、企業経営と産業組織に大きな影響を与えた。

第2に、国際間の取引は距離を感じさせないものとなった。SCMを海外の契約工場まで組み込むことで、世界から安価な部品・部材の調達が可能となった。製造工程の一部をコストの低い外国に移すようになり、海外調達企業は大きな収益を手にするようになった。またアメリカの場合特に顕著であるが、ソフトウェアの一部工程やコールセンタなどの単純サービスを英語圏でありかつ賃金の低いインドやアイルランドに外注することが多くなった。その結果特定の途上国の経済成長を促進した。

4. 日本の「規制改革論」

「規制改革」を進めるべく論陣を張った論者によれば、「規制改革」と弱者保護との関係は次のようになる。

規制があると本当は弱者が保護されていないのに弱者が守られているような気になるのが問題ある。一部の弱者を規制により守るために他の大多数が不自由な思いをしている。日本で弱者と呼ばれる人は政治力で自分たちの有利な規制を維持している既得権益者である。

規制改革はたしかに競争を激しくする。競争が非常に激しくなったとき経営者の選択肢は四つある。一つは規制強化や弱者保護を訴えることだが、今後この手段は通用しない。二つ目はもっと頑張ることだが、この手段は素朴だが限界がある。三つ目はやめて別のことをする。たとえば、受験勉強で難関校をみんながめざしても必ずあぶれる人が出る。それだったら自分は勉強に向かないから、日本一の芸人や料理の鉄人をめざす。四つ目は、差別化で対応する。この四つ目が経済の活性化に繋がる⁽⁵⁾。

この規制改革論者は弱者が政府に支援を要求することを嫌悪し、政府の政策から弱者保護を除くことを規制改革と考えている。同じく規制改革推進の立場から格差拡大論を払拭しようとして「日本経済新聞」は2007年5月に「格差論越えて」という特集を組んだ。

それによれば、格差拡大論は、結果の平等を主張するが、それは次の点で間違いだという⁽⁶⁾。

「機会の平等」と企業家精神があれば、企業間格差はおのずとなくなる。成功の機会

(5) 伊藤元重(2000)『市場主義』日本経済新聞社、東京。

(6) 日本経済新聞2007/05/11。

は大企業だけにあるのではない。「機会の平等」を生かす起業家精神が健在であり続けられれば、道筋は何通りにも増え、企業間格差もおのずと消える。そんな社会をつくるのが起業家再興の真の意義でもある⁽⁷⁾。

規制改革論者は「小さな政府」論と「自己責任」論で公共の利益を軽視し、「経済の活性化」論で、私的利益優先思想に理論的根拠を与えた。

しかし、これでは国家は能力に恵まれた者あるいは出自に恵まれたものを富ませ、そうでないものには目をくれないことになり、社会の貧富の差は拡大するばかりある。「下位に属する者は不満をもち、次は不満をもつ彼らが、さらにその下の社会階層に属する者たちへのアクセスを閉じる。こうして金持ちから始まった分離は社会全体にとどろきわたる」⁽⁸⁾との分析が正鵠を得ているならば、社会の分裂は深まることになる。

5. 拡大する貧富の格差

2006年ウォール街の証券関係者は高額報酬に沸いた。ゴールドマン・サックス社の2万6,000人の社員の06年平均年収は、62万ドル（7,300万円）で、CEO（最高経営責任者）は5,300万ドル（62億4,000万円）であり⁽⁹⁾、小売り首位のウォルマート CEO の年収は2,967万ドル（35億円）で、小売業2位のホーム・デポ社の CEO は5年間で1億ドル（117億円）の給与所得があり、退職時に会社の業績が悪化しているにもかかわらず2億1,000万ドル（252億円）相当の現金と自社株を受け取った⁽¹⁰⁾。アメリカの上位0.1パーセントの超富裕層がアメリカの所得シェアの7%を占めるにいたった⁽¹¹⁾。

経営者の報酬は会社に利益をもたらした見返りの成功報酬というわけではない。日本の自動車企業の役員報酬（07年度、一人平均）は、日産2億6,200万円、トヨタ1億2,200万円、ホンダ6,500万円、マツダ6,500万円、スズキ3,200万円、三菱2,600万円であり、企業業績の反映よりも当の会社の経営者の考えで決まっていることがわかる⁽¹²⁾。

証券会社のメリルリンチの調べによると、06年末居宅以外に100万ドル以上の資産を所有する富裕層は世界で950万人となり前年比11.4%増であった。他方、所得がその国の平均所得の半分以下しかない貧困率は、OECD 諸国のなかでアメリカが最も高く、それに次

(7) 日本経済新聞2007/05/12。

(8) ダニエル・コーエン（2009、原著2006）林 昌宏訳『迷走する資本主義』新泉社、東京。

(9) 日本経済新聞2006/12/21。

(10) 日経 MJ（流通新聞）2007/05/04。

(11) 中谷 巖（2008）『資本主義はなぜ自壊したのか』集英社インターナショナル、東京。

(12) 日経産業新聞2008/07/01。

ぐのが日本とイタリアである。日本は40歳以下の層で10%を超えている。

所得格差を示す代表的な指標である「GINI 係数」をみると、日本は85年には0.364だったが、96年には0.395と、徐々に上昇し、90年代後半以降成果主義賃金や非正規労働者が増えるにつれ、遂に2006年には OECD から格差是正について提言を受けるほどになった。OECD は、06年7月日本の経済政策に対する提言をまとめた対日経済審査報告を公表し、「日本は貧困層の割合が最も高い国の一つになった」と経済格差の拡大に懸念を表明し、企業が非正社員より正社員を増やしやすくする政策を打ち出すべきだとの見解を示した。OECD はまた日本の「GINI 係数」が加盟30カ国の平均を上回る水準まで上昇し、相対的貧困率は米国に次ぐ2番目の高さになったと指摘し、格差拡大の要因として高齢化やパートなどの非正社員の増加を挙げ、「正社員と非正社員という労働市場の二極化傾向が固定化する恐れがある」と警告した。そして、格差是正の具体策として (1)正社員への雇用保護を緩める (2)非正社員への医療保険などの社会保険の適用を拡大すべきだ (3)社会福祉の支出を母子家庭などの低所得世帯に重点化すべきだ、と勧告した^③。

アメリカの所得格差は日本以上に大きく、上の CEO の所得の例であげたウォルマートの正規職員の平均時給は10ドル51セント（1,260円）である。日本で2006年一年間に生活保護を受けた世帯は109万世帯で、これは1993年から80%以上増えたことになる。また21年ぶりで年収200万円以下の人が1,000万人を超えた。

グローバリゼーションや IT 革命がこの傾向を必然にするわけではないことは北欧諸国では所得格差は拡大しておらず、GINI 係数は0.2台にとどまっていることでもわかる。貧富の大きな格差は、これを是認する経済思想によるのである。「現代のアメリカでは全労働人口の30%の人が時給8ドル以下で働いているが、これではワンルームアパートの部屋代を払うには足りない」^④ 水準である。

アメリカの GINI 係数は、1975年0.390、80年0.403、85年0.419、90年0.428、95年0.450、2000年0.462、05年0.469（U.S. Census Bureau）と推移しており、国民の所得格差は開く一方である。

「今回の危機で、CEO という絶対権力に頼る経営システムの限界があらわになった」^⑤。大企業経営者の高額報酬、ストックオプションによる報酬支払い、四半期ごとの決算を根拠にした経営者評価、社外重役の大きな役割などアメリカ型ビジネスモデルとは、富裕層

③ 日本経済新聞2006/07/20夕刊。

④ バーバラ・エレンライク（2006）『ニッケル・アンド・ダイム—アメリカ下流社会の現実』東洋経済新報社、東京。

⑤ 日本経済新聞2009/6/5。

をより富裕にするためのビジネスモデルであったことが、明らかになった。

第2章 2008年の金融恐慌

1. 金融業の規制緩和

アメリカはかつて世界恐慌時に、金融機関が証券業務を兼営し株式市場の暴落で1万余りの銀行が倒産した苦い経験を教訓として、証券業務のリスクが金融業務に波及しないように1933年のグラス・スティーガル法によって銀行業と証券業が分離され、また銀行が過度の金利競争をしないように預金金利の上限規制、小口預金者を保護するために預金保険制度などを実施していた。

1960年代後半インフレが進み、それに伴って上昇する市場金利に対して、規制されている銀行の金利の改定テンポが追いつかず、その結果遊休資金は銀行預金から市場で金利が動く債券市場に移動して銀行経営が苦況に陥り、銀行の預金金利の自由化と証券業務が徐々に認められるようになった。また、ローンなどの債権を担保にしてそれと見合う証券を発行するいわゆる金融の証券化（セキュライゼーション）により、売買しにくい住宅ローンや自動車ローンが容易に売買（流動化）可能となり、ローンの証券化の面からも銀行業務と証券業務の融合が進んだ^⑥。

1980年の「金融制度改革法」は金利自由化、銀行と証券の業務範囲規制の緩和を法的に明確にしたものである。同時に同法が銀行倒産の場合の預金保証額を引き上げる、いわゆるセイフティー・ネットを強化したのは、零細銀行がきわめて多く毎年のように数十の銀行が破綻する状況への対処であった。

アメリカの金融自由化と証券化の動きは、イギリスの証券業界に波及した。イギリスは1979年に為替取引規制の廃止により、海外資本の流入とイギリス資本の海外投資が容易になったが、それでもなお証券業界の長い伝統は残り、ロンドン証券取引所は内部の業務分野規制と会員外からの資本参加規制により資本規模が小さく、大口の取引に伴うリスクには応じられないという問題をかかえていた。イギリスの大企業の株式取引はロンドン証券取引所よりもニューヨーク証券取引所での売買が拡大し、国際金融市場のなかでロンドンの位置が下がることを危惧したサッチャー政権は、86年に証券業界内の業務分野規制、証券会社への外部からの資本参加規制、手数料の固定制をすべて廃止し、これをやや大きめに宇宙の大爆発になぞらえて「ビッグバン」と呼んだ。これによりアメリカの銀行やヨー

⑥ 倉橋 透・小林正宏（2008）『サブプライム問題の正しい考え方』中央公論新社，東京。

ロップ大陸の銀行がロンドン証券取引所に参入し、ロンドンが金融市場として活況を取り戻した。これをみて、フランスやドイツなど大陸諸国もビッグバンと同じような規制緩和をすることになった。

1981年以降レーガン政権の航空機と電気通信から金融にいたるまで、ありとあらゆるものに対する規制緩和により、市場の自由が大幅に広がった。金融資本は高い収益率を求めて海外に目を向けるようになった。生産の海外移転が常態化した。法人税は大幅に引き下げられ、個人所得税の最高税率はレーガン政権発足時の70%から28%に引き下げられた。

中道ないし中道左派を標榜するアメリカの民主党、イギリスの労働党もまた政権につけば規制緩和をすすめた。

クリントン大統領は、投資銀行のゴールドマン・サックスの共同経営者であるルービンを財務長官に起用し、ルービン財務長官は、商業銀行（普通銀行）が証券子会社を保有することを許可して銀行業務と証券業務の垣根を著しく低めることを主張した。1999年に成立した金融制度改革法（通称「グラム・リーチ・ブライリー法」）により、グラス・ステイーガル法20条および32条が廃止され銀行が証券子会社を持つこと、銀行業と証券業の両方での取締役兼任が可能となった。商業銀行本体が株式引受業務を行うことや、投資銀行本体の預金受け入れは禁止されたままであったが、子会社を使ってこれを行うことが合法となった⁽⁷⁾ので規制は事実上撤廃されたのと同じことになった。クリントン政権は、州ごとに商業銀行の業務地域を区分していた州際業務規制（「州際銀行法」）を97年に完全撤廃していたので、この二つの要素があいまって、商業銀行と投資銀行は同じ土俵でたたかうことになり、相互に規模の拡大競争の時代にはいった⁽⁸⁾。

2. デリバティブ取引

デリバティブ取引は、もとはベトナム戦争時のアメリカのインフレと、1971年のニクソン大統領による金ドル交換停止後のドル相場の変動、1973年の原油の大幅値上げによるインフレと、為替相場における不安定性をヘッジ（損失回避）するために作られた金融派生商品である。デリバティブの種類には、現時点で将来の売買条件を約束する先物取引、現時点において二者間がお互いに等価とみなす将来のお金の流れを交換するスワップ取引（たとえば固定金利の債権・債務と変動金利の債権・債務を交換する）、将来のある時点までに特定の価格で買ひまたは売る権利の売買オプション取引などがある。こうしたデリバ

(7) 野々口秀樹・武田洋子（2000）『米国における金融制度改革法の概要』『日本銀行調査月報2000年1月号』

(8) 神谷秀樹・小幡 績（2009）『世界経済はこう変わる』光文社、東京。

タイプは80年代半ば以降の国際金融システムにおける不安定性を背景に急速に普及した。デリバティブの出現の必然性を社債引受けを例に見ることにする。

元来、社債に投資する投資主体は社債を購入するための元本を用意する必要があり、社債が満期になるまで金利を受け取り続けるか、または満期以前に債券市場で売却するかの選択はできるものの、債務不履行（デフォルト）のリスクも免れない。そこでその制約を乗り越えるものとして1980年代末に社債や貸出を担保資産にした資産担保証券（CDO: collateralized debt obligation）が作り出された。原資産を保有する銀行などが、保有する資産を自ら作った特別目的会社に譲渡して信用リスクを削減し、特別目的会社はその原資産をもとに社債や株式発行をして資金調達する。銀行のリスク資産は特別目的会社に移転するので BIS 規制の枠外となる。これが原初的な現物型 CDO であるが、1990年代半ばに新しい CDO である合成 CDO が発明された。

合成 CDO のもとになるのは CDS（Credit default swap）である。リスク資産を保有する銀行の金融機関は毎年リスク引受料を払う代わりに（プロテクションの買）、もしデフォルトが生じたときは、社債元本相当額をリスク引受者（プロテクションの売り手）に支払ってもらう制度があれば当の金融機関のリスクを他に移転することができる。このプロテクションの買い手が売り手に特定資産を参照に一定の年限をくぎって毎年プロテクション料を払う取引が、CDS である。プロテクションの売り手は、第三者が債務者の信用リスクを負担する点では保証や保険と似ているが、違いも大きい。保証においては保証を受ける者が対象証券の債権者であり、信用リスクが生じた場合保証人が債権者に弁済すると同時に債務者に対して求償権をもつ。保険の場合は信用リスクが生じた場合実損を補填するが、CDS の場合は保険のように対象となる債権を所有する必要はない。

CDS は債券投資のように元本は必要でなく、プロテクションの売買取引であり、現物の債券は参照だけであり現実の債権債務関係とは関係がなくても取引が可能である。むしろ後者のケースの方が多い。つまり CDS は実際の債権者と債務者とは無関係に当該債券を参照して、その債券のリスク引受けを売買し、現物の債券とは別の条件を設定してその条件でのプロテクションの売買も可能である。保有する社債を契約対象にしてもよいし、全く関係のない債権、貸付、転換社債、株式などの複数の資産の組み合わせたポートフォリオを契約対象にもできる。現実の取引は後者が多く、リスクヘッジの意味よりプロテクションの売買が主目的となり、投機性商品の性格が濃厚となった。

1995年3月時点で主要26カ国のデリバティブ契約の未決済額は世界総生産額の二倍と推計された。店頭市場（市場取引でなく相対取引）のデリバティブ取引残高は、1990年3兆

ドル、95年18兆ドル、2000年95兆ドル、05年298兆ドルと急成長した。これほどデリバティブが急成長した理由は、少ない資金で多額の取引を行えること、市場の変動に柔軟に対応できること、デリバティブ資産の損益が確定するまで貸借対照表に載せる必要がないために BIS の自己資本比率規制の枠外だったからである。

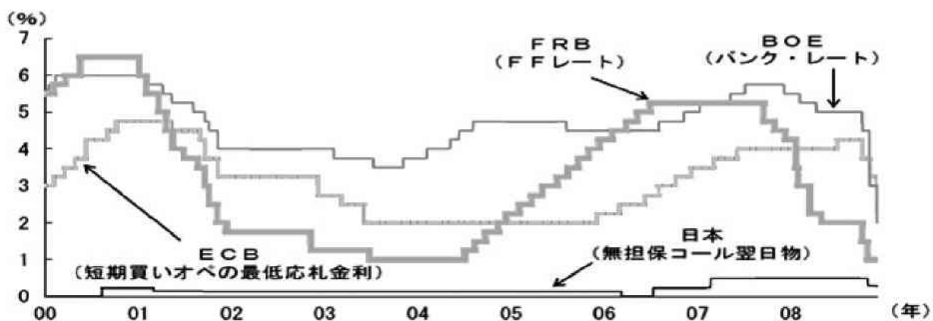
このようなデリバティブ取引に対してアメリカ政府は、2004年米証券取引委員会（SEC）が、自己資本額5億ドル以上を維持することを条件に、米大手投資銀行に、負債は自己資本の15倍以内と規制されていたルールの適用除外を認めた⁽⁹⁾。デリバティブは原資産を保有せず、売買のみが可能であることから、投機手段として利用されることが多く、巨額の利益と巨額の損失が同居した取引になった。政策当局はそれを規制するのではなく、レバレッジ拡大を容認したのである。

3. サブプライム住宅ローン問題

(1) FRB の低金利政策

2000年に起きた IT バブルの崩壊後、連邦制度理事会（FRB）は不況対策として銀行間短期金利（FF 金利）を2001年初頭の6.5%から3.5%に段階的に下げ、バブル崩壊ショックを緩和した。2001年9月11日の NY のテロ事件の翌日、グリーンズパン FRB 議長は緊急に利下げを行ったのを手始めに、さらに FF 金利を下げ2003年7月に1%になった。（図1）

図1 各国の政策金利の推移



（出所）内閣府『世界経済の潮流2008年Ⅱ』，原資料はブルームバーグ

この金利の低さは50年ぶりのことであり、しかも1年間その水準を維持した。この時のインフレ率は年2%だったので、実質金利はマイナスとなり、資金を借りるコストは実質

(9) 内閣府（2009）『世界経済の潮流2008年—Ⅱ』

ゼロとなったので住宅建築ブームが生じた。

96年から2006年にかけて、フェルドシュタインの推計によればアメリカの消費者はローンの借り換えや転売の手法で、住宅の市場価格からローンの残債を差し引いて9兆ドルの資金を作り出した^⑩。住宅ローン債務合計額は、1995年2.5兆ドル、2001年5.5兆ドル、2006年8.2兆ドル、2007年11兆ドルと拡大し、住宅資産は年換算10%以上上昇し、家計は住宅ローンを借り換える方法で住宅資産を現金化し、現金化された住宅資本はピーク時の2006年にGDPの8%に達し、他方アメリカの家計貯蓄率はゼロを割り込んだ。アメリカの住宅価格指数(実質)は2001年を100とすると、2005年132、2006年には145に達した。ただしそれがピークで2007年125に下落した^⑪。

(2) デリバティブ放任政策

このような住宅バブルをもたらした住宅ローンは、次のような過程を経て市場で売買された。最初の住宅融資自体は住宅貸付専門のブローカーが貸付する。ブローカーは手数料を稼ぐために審査を甘くする。次に住宅ローン債権が銀行に集められ、銀行は手数料を取得してその債券を証券会社に売る。証券会社は買い取った住宅ローン債権を細分化して、信用のある高い格付けの債券とサブプライム・ローンのように低い格付けの債券の部分を何通りにも合成して、資産担保証券：CDO(collateralized debt obligation)を作る。CDOをさらに細分して合成し直して、CDO2、CDO3というように債券の種類を増やす。組み合わせの数は一つの金融商品に対して1,000種類を超えることもある^⑫。合成CDOは、リスクが分散されているということで、格付け会社によって高い格付けが与えられた。

今回の金融危機でアメリカの債券格付け会社であるムーディーズ社やS&P社がはたした負の役割は大きく、批判にさらされている。債券格付けの歴史は、20世紀の初頭アメリカの鉄道会社が発行した社債の安全性情報を個人投資家に販売したことから始まった。現在、格付け会社の収益はその85%を格付け対象の企業が支払う手数料に依存しており、顧客の企業は高い格付けを期待し、格付け会社は顧客の希望に迎合しがちである。不正経理で破綻した米エネルギー会社のエンロンの格付けでも、現在破綻しつつあるサブプライム住宅ローンでも格付け会社が高い評価をしていたという経緯がある。

格付け会社ムーディーズの格付け利益に占める合成証券の割合は、1989年29%、2002年

⑩ 同上

⑪ ジョージ・ソロス(2008)『ソロスは警告する』講談社、東京。

⑫ 本山美彦(2008)『金融権力』岩波書店、東京。

37%、2005年46%、2006年52%、2007年52%におよんだ^㉓。結局 CDO の 8 割は AAA 格を獲得することになり、世界中の機関投資家にリスクの低い安全な債券として売られた。グリーンズパン FRB 議長はこうしたデリバティブ取引に対する規制（デリバティブに対する証拠金規則と最低資本規制）に反対し、「規制がない方が資金調達の実績が増え、流動性管理が効率的になる」と主張していた^㉔。このように金融当局がデリバティブを規制対象外にしたことが、デリバティブの急増を助長した。

4. リスクの軽視

リスクの高い証券は最初だれもが投資を避けるので価格は極端に安い。したがって、無事投資が回収できたときのリターンは著しく高くなる。このようなリスクを取れるのは財力がある機関投資家やファンドである。最初にリスクを取ったこれらの投資家は次に参入してきた投資家に一部を転売する。これらの投資家たちも高く転売するので価格は上昇し始める。リスクが高くて将来売却したいときにできないという流動性のリスクがしだいに減少し、リスクとリターンだけの関係になる。こうなるとリスクの高い債券の価格はさらに上昇し、個人投資家や年金基金も他の優良債券と組成されて格付けが高くなっているので安心して購入するようになる。価格が上昇すると、「儲かるものは何でもよい」という投資家の心理から、どんな金融機関もその流れに乗らざるをえない。というのは慎重な取引を続けハイリスク・ハイリターン商品に手をださない金融機関は利益率が低くなってしまい、シェアでも利益率でも同業他社に遅れをとることになるからである。シティ・グループの CEO だったチャック・プリンスは「立ち上がって踊っていなければ」市場シェアを失って取り返しがつかないことになる懸念を語った^㉕。このようなプロセスを経て、ハイリスクのジャンクボンドに米欧の投資銀行、ヘッジファンド、年金基金が投資するようになった。

サブプライム関連債券は利回りが高く、アメリカの住宅融資のなかで急速にシェアを伸ばした。2002年住宅融資の7%を占めるに過ぎなかったが、2005年には20%にまで拡大した^㉖。このような結果になったのは、流動性リスクの減少、ハイリターン、原資である住宅価格の高騰の三要素の組み合わせがあったからである^㉗。

2000年以降ヘッジファンドが CDS 業界に参入し、エンロンやワールドコムの大破綻のと

㉓ 同上

㉔ ジョージ・ソロス前掲書。

㉕ グリーンズパン、山岡洋一訳（2008）『波乱の時代 特別版』日本経済新聞社、東京。

㉖ 同上

㉗ 小幡 績（2008）『すべての経済はバブルに通じる』光文社、東京。

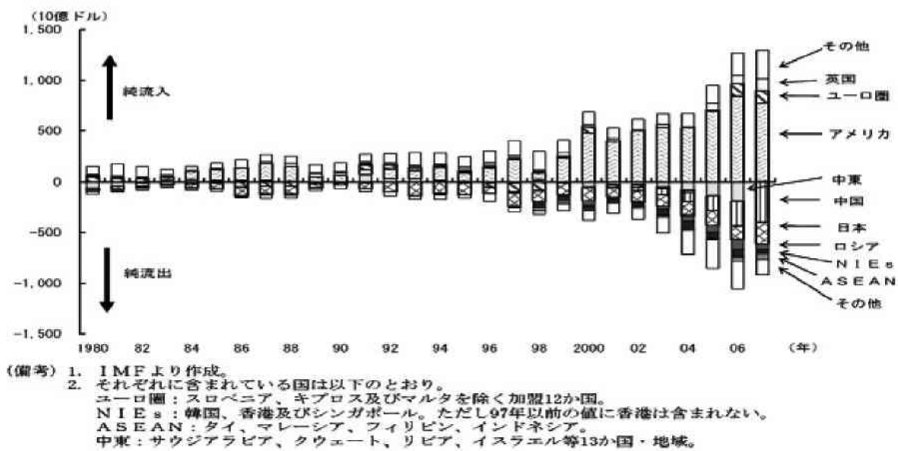
きに CDS がリスクヘッジに有効であったこともあり、爆発的に成長した。2000年に CDS 残高は 1 兆ドルだったのが、投資銀行がこの市場に参入するにつれて、また海外からの資金が流入するにつれ07年の時点では42.6兆ドルに拡大した。そのときのアメリカの上場株式の時価総額18.5兆ドルおよび米国債の市場規模4.5兆ドルと比較するなら、CDS 市場があまりにも巨大にふくれあがったことがわかる。2007年に合成証券市場の半分以上は CDS (Credit default swap) が占めた。

5. アメリカへの投資

米国債は世界で最も流動性の高い金融商品であるうえ、新たな高利回り高格付け債券の出現により、世界の遊休資金がアメリカに向かうことになった。21世紀に入ってアメリカへの資金の流れが急増した。図2は、アメリカが日本、中国、中東、アジア諸国の資金を吸収していることが見て取れる。

中国や日本やその他アジア諸国は対米貿易で蓄積した資金を、中東産油国はロンドン経由でアメリカに投資した。

図2 主要国・地域の対内純投資の推移

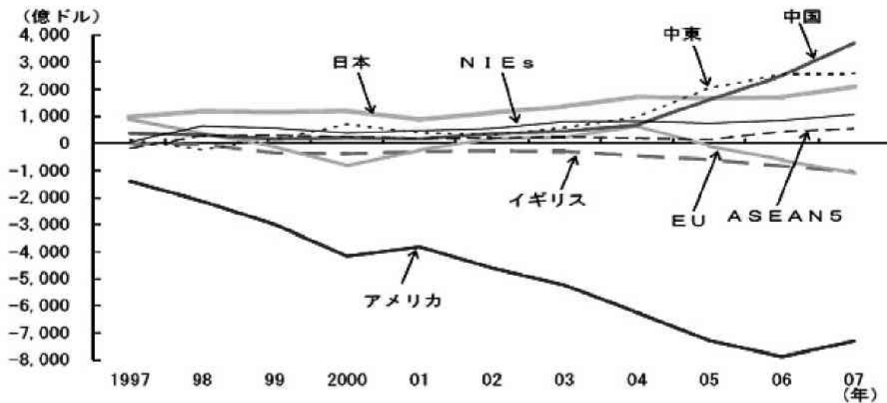


(出所) 内閣府『世界経済の潮流2008年II』

また対米投資における日本独特の事情もあった。日本は日銀の政策金利が異常に低い状態が長期に持続しており（前掲図1参照）、それを利用した円キャリートレードが、世界の金融機関にとって確実な収益源となったことも日本からの資金流出の一部がドルで投資される原因になった。円キャリートレードは、デリバティブ取引が大量に行われているた

め、その総額を把握することはむずかしいが、日本の投資家により資金の大量海外流出にこのキャリートレード分を加えるとその額は巨額にのぼり、経常収支の赤字を拡大し続けるアメリカへの資金流入が逆転したときの混乱の可能性が言われている²⁸⁾。

図3 世界各国の経常収支の推移



(出所) 内閣府『世界経済の潮流2008年II』

アメリカは図3のように長期間の経常収支の赤字の結果ドルを世界に散布したのであるが、米国債や収益性の高い金融新商品などの吸引力により、アメリカに資金が環流した結果、経常収支の赤字額は拡大する一途であるにもかかわらず、ドルの対外価値は（たとえば円ドル相場）は図4のように安定していた。海外からの対米投資が収縮することがあれ

図4 円ドル実質実効レート



(出所) ニッセイ基礎研究所「年金ストラテジー (Vol. 132) June 2007」

²⁸⁾ 榊原英資（2008）『大転換』藤原書店、東京。

ば、ドル相場の維持は難しくなるであろう。

6. グリーンスパンの反省

2007年8月、フランスの銀行 BNP パリバが保有する資産の一部が流動性を失ったので、三つのファンドの募集と償還とを凍結した。それから数時間して世界の短期市場で取引が止まり、世界の主要中央銀行は、数千億ドルの流動性を市中に供給した。危機のきっかけはサブプライム債券で発生した巨額の損失で、リスクがあまりにも割安に見積もられていたことが明らかになったからであった。グリーンスパン議長は次のように述べた。「金融システムがもっと効果的にみずからを守ることができなかった点にショックを受けた。FRB ではつねに銀行がリスクをうまく避けると期待してきた。今回の危機ではこの与信管理がうまく働かなかったことを示す明らかな事実がある。私は二重に失望した。世界にはこの仕事をもっとうまくこなせる人はいないからだ」²⁹⁾。

「誰にもたしかないことはいえないのだが、事実をみていけば、今回の危機がめったに起こらない規模のものであり、百年に一度か、五十年に一度の事態だとする見方に説得力がある」³⁰⁾。

「わたしの経験でははじめて、現代の金融システムの柱がいくつも同時に、深刻な機能不全に陥った」³¹⁾。

「アメリカでは、金融危機は市場の力だけで解決されるべきだとの見方ははるか以前に放棄されている」³²⁾ と述べた。彼の見解は一見市場への信頼を放棄したかのように見えるが、実は平時には市場に対して「規制をしないから自由に儲けなさい、市場が崩落したときは政府が支えます」と、金融市場が崩落したときを予想し政府の支援の必要性を述べているのである。

7. リーマンショックーアメリカ型ビジネスモデルの崩壊

2008年9月15日、アメリカ大投資銀行の一角である、リーマン・ブラザーズ（総資産6,910億ドル）が破産をした。これまでこのような巨大な投資銀行が倒産することはないと信じられてきたが、取っていたリスクがあまりにも過大であったことがあきらかになった。政府の規制に反対して自由に儲けさせよ主張してきた金融資本が、金融資産の時価総額の破

²⁹⁾ グリーンスパン前掲書。

³⁰⁾ グリーンスパン前掲書。

³¹⁾ グリーンスパン前掲書。

³²⁾ グリーンスパン前掲書。

表2 アメリカ金融資本の資産の収縮と公的資金受入額（億ドル）

	総資産	総資産の時価	公的資金投入＋資本注入額累計
バンク・オブ・アメリカ	2,306	55	450
JP モルガン・チェース＋ ベア・スターンズ	2,010	130	250
ウェルズ・ファーゴ＋ワコ ビア	1,214	85	250
シティー・グループ	1,796	9	600
ゴールドマン・サックス	816	60	100
モルガン・スタンレー	602	24	100
UBS（スイス）	1,745	50	53
ソシエテ・ジェネラル （フランス）	1,459	30	13
BNP パリバ（フランス）	2,684	49	20

（注）時価総額は、2009年4月末現在の株価・為替レートで換算、総資産は2008年12月現在

（出所）「週刊東洋経済2009/5/30」から作成

綻の危機を契機に、財政資金の支援によりかかることは、ビジネスモデルとしてのアメリカ型モデルの魅力が失せたことを意味する。（表2）

アメリカ金融業の収益性の高さは世界の余剰資金を引きつけてきたが、今回その危うさが明らかになった。しかし、世界には年金基金、富裕層の遊休資金が毎年累積しており、資金は有利な投資先をもとめて世界を動き回ろうとする。今回の金融危機が沈静したとしても、いずれまたバブルとその崩壊は繰り返されるであろう。

グローバル資本主義においては、資本はつねに安い労働力を求めて世界を移動しようとするので、かつてのような国内の各層への利益の再分配は行われず、「規模の経済」によって企業のCEOや大株主のような「持てる人たち」は巨額の利益を獲得するが、しかし、その「おこぼれ」は労働者にまで回ってこない⁸³。

ポスト産業主義社会の分裂は豊かな国と貧しい国の間だけにあるのではない。豊かな国のなかにおいて中心と周辺の対立、新興工業国においても中心と周辺の対立、そしてそれぞれの地域の中心部が相互に連携しあって富裕になった。その半面、両地域の周辺部分は低所得のままであり世界経済危機により底辺層の雇用と生活にもっとも深刻な影響が出ている。

日本は教育・医療・農業・文化までも市場主義に取り込んで経済成長を加速させたアメ

⁸³ 中谷 巖前掲書。

リカ型システムに対する羨望があり⁸⁴、それに追随して新自由主義路線を断行して政府部門の役割を縮小し、「儲けた者が勝ち」という市場主義にゆだねてきた。豊かであるはずの国のなかの所得格差拡大にたいして改善の処方箋を出すのではなく、それでよいのだという言説は現実離れしていることが明らかになった。アメリカモデルとは異なるモデルを世界は必要としている。

⁸⁴ ダニエル・コーエン前掲書、訳者（林 昌宏）あとがき。