

[講演会抄録]

2009年度連続研究講座：グローバルイゼーションが変える？ “世界像” 第2回 「米国の金融危機と世界経済」

2009年6月25日

池間 誠（本学国際社会学部教授）

1 はじめに

標題のテーマで講演を依頼されたのは、2008年の10月頃だったと思います。この頃、既に米国の金融危機が大きな問題としてメディアで取り上げられ、実際、1930年代以来の経済危機として深刻の問題となっていました。ところで、それより半年前に某省から依頼されたセミナーでの講演のテーマは「世界経済と日本経済の現況」というかなり一般的なものでした。このセミナーは2009年1月下旬に行われたので、世界経済と日本経済の現況は、世界同時不況の中にあるということで話を進めることになりました。

実際、2008年9月15日に米国の大手証券会社リーマン・ブラザーズが破綻し、それを契機にグローバルな金融危機が幕を開け、さらに世界的な経済危機が進展しました。このこと自体が、金融のグローバル化、経済のグローバル化、あるいは世界経済の一体化を物語るものであります。今日は、金融危機と経済危機の相互連関について、いくつかの側面から考えてみたいと思います。

2 金融危機から経済危機へ

先週の6月19日に発表された『平成21年通商白書』（経済産業省通

商政策局)の「概要」が便利なスタートラインを与えていますので、その簡単な紹介から始めましょう。

それによりますと、世界金融危機の背景は、世界的な投資資金の増大とその資金の米国での運用が破綻したことにあります。投資資金の増大は、先進諸国の年金等や新興国の外貨準備等によってもたらされたものです。それらの投資資金が、主に米国の住宅ローン担保証券等に流入し、バブルを形成し、米国住宅バブル崩壊が引き金となって世界同時金融危機が発生したというのであります。

この金融危機は、世界的な投資収縮による資産価格の下落・消費の減退・貿易の縮小等を通じ、世界各国・地域の実体経済に波及することになりました。その中であって、先進国が第二次世界大戦後初めてそろってマイナス成長に陥る一方で、中国とインドはプラス成長を維持した。先進国・新興国の双発飛行から、新興国のみの一つのエンジンになってしまったというのであります。

『通商白書』は、また、この金融危機の実体経済への波及経路を三つに大別しております。第一に、危機前の特徴が信用膨張型(米国、英国、スペイン、アイルランド等)であった諸国は、住宅バブルの崩壊と金融システムの混乱によって、国内消費が大幅に減退した。第二に、危機前に輸出主導型であった諸国(日本、ドイツ、韓国、シンガポール等)は、米国等先進諸国の需要減退が急減したことにより、輸出が大きく後退した。第三に、危機前の特徴が新興諸国ブーム型の諸国(中東欧諸国等)では、西欧等資金供給国の景気後退によって海外資金流入が急減するに至った。

以上によって、金融危機の背景、そしてその危機が実体経済へ波及するプロセスを『通商白書』に沿って紹介した。以下においてさらに詳しく説明する点もあるが、全体を概括するには上の紹介は役立つであろう。いずれにしろ、商品の国際貿易、資金の国際移動、それらの

後退・急減が危機を波及させるわけです。

3 グローバリゼーションの進展

当然、国際貿易と国際資本移動の進展・拡大は、各国経済の相互依存を強化し、それゆえに経済のグローバリゼーションを進展させます。グローバル化は繁栄へ向かう相乗効果を高めますが、他方、危機に直面すると、今回の危機が示すように、その危機を増幅させる傾向があります。ここでグローバリゼーションの進展を振り返って見ることにしましょう。

グローバリゼーションには「変化の三つの波」(Three waves of change)があったと、2008年7月17日付けのEconomist.comが記しています。それによると、世界総生産(GDP)と貿易の年平均成長率は以下のとおりである。1870-1913年にはGDP2.1%、貿易3.8%、1950-1973年にはGDP5.1%、貿易8.2%、そして1974-2007年にはGDP2.9%、貿易5.0%でありました。

注目すべきことは、これらのいずれの期間においても、貿易の増加率が生産(GDP)の増加率よりも高いという点です。貿易が生産よりも高い率で増加していることは、生産に対する貿易の比率(貿易依存度)が高まっていることを意味します。これがグローバル化の一つの側面です。その背後に工業化と技術の変化がありました。

われわれはさらにイギリスの第一次産業革命が始まる1760年まで遡ることができるであろう。すなわち1760-1870年にあっても貿易が生産よりも急速に増加したと推測して間違いはないでしょう。特にこの時期は英国が自由貿易政策を他の諸国に推奨しながら貿易の拡大を図った時期でもありました。いま、横浜開港150年祭が行われていますが、その開港もこのような自由貿易の時代、グローバル化の時代を反映するものでした。

19世紀後半から20世紀初頭にあつては、独米での保護主義による工業の発展が促進された。しかしその後は第一次世界大戦へ突入し、さらに世界経済が植民地化と市場圏によって分断された。ブロック経済の時代です。そのような理由で、この時期が Economist.com の記事からは除外されているのでしょう。

1950年以降を二つの時期に分けていますが、それは1973年までの高度成長期とそれ以降の時期に区別ためでしょう。そして、1973年には主要先進国が変動相場制に移行し、いわゆるブレトンウッズ体制が変質しました。いずれにしろ、この時期は米国主導による自由貿易が、GATT（関税と貿易に関する一般協定、世界貿易機関（WTO）の前身）の多角的貿易交渉を通じて推進され、そして資本の自由化もIMF（国際通貨基金）を介して促進されました。世銀も含めた国際経済機関がグローバル経済に果たす役割が重視され、重くなってきました。

以上では、貿易を中心に述べてきたが、もちろん、ICT（情報通信技術）の著しい発展には、貿易だけでなく、海外での生産を促進し、また海外での委託業務を増加させました。ICTは、単に経済だけでなく、マスメディアの普及・拡大をもたらし、社会文化の次元でのグローバル化を進めたことは言うまでもありません。

さて、上で参照した Economist.com の記事が2008年7月17日号に掲載されていることに注意しよう。リーマン・ブラザーズの破綻の2ヶ月前です。そこには金融危機、しがってそれに続く経済危機の予兆はなにもない。成長・前進を強調し、収縮・後退の影はないのです。このこと自体が2008年秋の金融危機がいかに急激で急変であったかを物語っていると思います。

2009年1月に発表されたIMFのWorld Economic Outlook UPDATE (January 28,2009)によると、2008年の対前年比成長率は、世界生産が3.4%、貿易が4.1%であります。この時期には米国発の金融危機はグ

ローバル化しております。かくして、IMFは2009年の成長率を、世界生産0.5%、貿易－2.8%と予測しました。収縮の始まりです。なお、生産の成長率は、先進国については－2.0%、新興国・発展途上国については3.3%が予測されています。『通商白書』の言う二つのエンジンから一つのエンジンへの切り替えです。

4 金融ビジネスモデルの変容

今回の金融危機の背景には、世界的な資金の増大とその資金の米国での運用の破綻あったと先に述べました。この点についてもう少し詳しく検討することにしましょう。経済が成長している時期には、信用が拡張し、資産価格が上昇し、さらにそれが継続し、当初は実体に裏付けられていた信用拡張が、投機によって増進されると、バブルが崩壊する局面が到来すると言われます。今回の危機にもそれが作用したことは疑いない。

しかし、そこにはまた従来とは異なる新しい要因が作用していたことが指摘されています。ここでは、OECD（経済協力開発機構）の事務総長 Angel Guria が欧州評議会議院会議（the Parliamentary Assembly of the Council of Europe）で行ったスピーチ（2008年10月1日）を引用することにしたい。彼は、そこで次の五つの要因が今回の金融危機を深め拡大したと指摘しています。

- (1) リスク移転の組成・転売モデルの発展
- (2) ハイリスク資産に対する需要を増大させた収益への高い欲望
- (3) 住宅ローン担保証券、その関連派生金融商品、そして CDS（credit-default swaps）のリスク 特性についての事前の無知と事後の不確実性
- (4) 金融機関おける不適切な経営と管理
- (5) 規制者と格付け機関の役割

ここでは（１）の金融ビジネスモデルの変容と金融危機との関連について説明しましょう。世界各国の金融経済の発展は、金融ビジネスモデルが、従来の伝統的な「組成・保有型」に代わって「組成・転売型」が発達したことによるものだと、『平成20年度通商白書』は指摘しています（同書第1章第2節第2項参照）。

伝統的な「組成・保有型」モデルというのは、金融機関と借り手の長期的な関係を基本に、金融機関が最終的な資金運用主体と資金調達主体との仲介を担うものであり、貸し手が債務者の状況を監視し、債権管理を行う。いわゆる間接金融です。「組成・転売型」にあっては、金融機関が金融・資本市場を通じて原債権の信用を投資家に分散させることによって、資金を必要とする主体と資金運用を求める主体とを結びつけ、これら主体間のリスクとリターンの効率的な分配を実現することを狙ったものとなります。市場型の直接金融です。

借り手の企業部門と金融機関の関係では、保有型が取引慣行を重視するのにたいして、市場型では公開情報が重視され、それゆえに格付けが大きな影響を与えます。取引関係を見ると、保有型では相対取引のため債務者と債権者が明確で、責任の所在もはっきりしますが、市場型・転売型では取引関係が複雑でグローバル化し、貸し手の責任の所在が曖昧になりがちです。

さらに、借り手としての家計を考えたとき、転売型では、家計が住宅資産を担保に借入を容易に拡大することが可能になり、家計の流動性制約を低下させる効果を持ちます。伝統的な金融モデルでは、家計は収入と支出の予算制約に堅実になる傾向があります。

いずれにしろ、市場型モデルでは、市場が機能している限り、効率的な資金配分を推進することが期待されます。しかし、金融システム自体に支障が生じた場合には、貸し手責任の追求が困難になるばかりでなく、取引関係が複雑で広範なために、システムの危機を増幅させ

ることになりかねません。

実際、組成・転売型モデルに大きく移行した英国、米国、カナダ、豪州などが、先に述べたように、信用膨張型となり、住宅バブルの崩壊と金融システムの混乱に直面したのであります。

5 低金利と住宅バブル

今回の金融危機がなぜ発生したかということが問題となるときに、根本的な原因は、中央銀行（あるいは連邦準備銀行FRB）による低金利政策にあると言われます。低金利でカネを借入れ、それを元手に価格上昇の見込まれる資産を購入する、そのような行動が利益をもたらすというのであります。

この仕組みは、単純化して言えば、次のようになるでしょうか。いま、年（借入）金利が $r\%$ とすると、100円借りると来年には100 $(1+r)$ 円を返金することになる。他方、100円で購入できるモノの値段が来年には $\pi\%$ 上昇するものとすれば、それは来期には100 $(1+\pi)$ 円で売れる。もし利子率 r よりもモノの値段の上昇率 π が高いならば、カネを借りてモノで運用すれば利益を得ることができます。利子率がゼロに近い水準に保たれておれば、その可能性は高くなるでしょう。

資産の価格が上昇するかぎり、資産購入者は借入でその資産を獲得することに余り躊躇することはなくなると思われます。また、貸し手もそのような借り手に進んで貸し付けるでしょう。米国における住宅ローンによる住宅市場がその一つでした。そこでは、また、住宅価格から借入金を引いた正味価値を担保に借金するホーム・エクイティ・ローンが普及しました。

他方、さらに、貸し手にとって都合のよい保険（金融派生商品）も開発されておりました。それがクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）あり、貸し手の金融機関が保険会社に保険料を支払うことによ

って、万一貸倒れが起きれば元本を支払ってもらうという契約です。

CDSはリスク回避のために開発されましたが、それ自身がリスクあるいはモラルハザードを内包しておりました。すなわち、貸し手である銀行や住宅ローン会社が、元本の保証されるCDSで保険を掛けて、安心して、返済能力のない人にも無謀な貸し出しを増やしたのです。信用力の低い個人向け住宅融資（サブプライムローン）の増大の背景にもCDSがありました。

借り手の保有する資産の価格が騰貴するかぎり、すなわち返済能力が保証されるかぎり、CDSを梃子に貸し出しを増大させることができます。資産価格が下落に転ずると、借りては返済不能に陥り、貸し手はCDSにもとづいて保険会社に駆け込み、信用危機が発生します。いわゆるサブプライム問題がそうでした。

ともあれ、クレジット・デフォルト・スワップを口実に、リスクを度外視した投資が増大するという危険性がそこにはあります。「CDS契約をしておれば、貸し手は損をすることはない」ということから派生するリスクです。CDSが「金融版の大量破壊兵器」と呼ばれる所以です。

6 AIG救済

リーマン・ブラザーズが破綻した翌日（2008年9月16日）、米保険大手アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）は米政府の公的支援を受け、政府管理下に入りました。

このAIGこそCDSの大本締めで、世界中でCDSを販売していました。

AIGは数次にわたって米国連邦政府の公的救済を受けた。2009年3月17日のDaily Yomiuriはロイター電として、以下の内容のAIG発表（3月15日）の記事を掲載しています。AIGは既に合計1730億ドルの公的資金を連邦政府から受け取りました。その内の930億ドルをAIG

は内外の主要取引金融機関に支払らった。すなわち、ゴールドマン・サックスに129億ドル、ソシエテ・ジェネラル（仏）に119億ドル、ドイツ銀（独）に118億ドル、バークレイズ（英）に85億ドル、そしてその他の銀行に479億ドルが支払われています。

AIGに投入された公的資金の用途は象徴的です。AIGの取引関係が内外に張り巡らされており、CDS契約による「最後の貸し手」としてのAIGの重視が浮かび上がってきます。リーマン・ブラザーズは破綻させ、AIGは救済した背後には、単なる保険会社の救済ではなく、金融システム、国際的な金融システムの救済という大きな目的があったわけです。「潰すには大きすぎる」と言われます。

さて公的資金の源泉は、税金であり、それゆえに納税者の懐であります。その用途は、ウォール街へ、そして英欧の大銀行へと流れたのです。米国の納税者は、海外の金融機関に対しても支援しているのです。これこそ金融のグローバル化の現実であります。

ところで、同じ記事の中に、AIGは1730億ドルをその社員へのボーナスとして支払う計画であると報じられております。救済を受けながら高額のボーナスを支払うのは矛盾ではないか、そのような批判がなされます。公的管理下にある会社の給与やボーナスは規制されるべきであると言われ、そのような方向での対応が採られています。

クレジット・デフォルト・スワップは、金融機関が貸し倒れ損失を避けるために開発された一種の保険という金融派生商品です。これは90年代後半に米国の投資銀行が商品化したものです。貸し倒れリスクから銀行を解放し、手元資金をいくらでも貸し出しに回せるようにしてくれる画期的な商品と見なされました。

債務不履行が一斉に起こると、貸付元金を取り戻すべく貸し手はCDS契約先の保険会社に駆けつけます。その結果、例えば、AIGのように支払い能力を超えた請求に見舞われる羽目になるわけです。CDS

が一斉の債務不履行を想定してなかった、順調な経済成長を前提していた、資産価格の継続的上昇を仮定しその下落を想定してなかったなどと批判される所以です。

7 金融経済と実体経済：一つのフレームワーク

金融危機が経済危機に発展したプロセスについて、既に述べたように、『通商白書』では三つのタイプに分けていた。これまで話してきたことは、主に、その第一のタイプ、すなわち危機前の状況が信用膨張型に妥当するでしょう。輸出主導型の日本の場合においては、輸入国である信用膨張型経済の破裂が需要の激減をもたらし、輸出の後退、そして生産の縮小をもたらします。

ここで信用膨張の破裂・収縮は、消費者ローン市場の後退・縮小をもたらす点に注目することが肝心です。住宅は住宅ローンを、自動車は自動車ローンを利用して購入されるの普通でしょう。実際、住宅と自動車は家計にとっては二大支出項目です。容易な住宅ローンは、郊外への住宅を拡大し、自動車需要を増大させ、そして自動車ローンを増やしました。金融危機はその歯車を逆転させたわけです。

日本の対米自動車輸出は、自動車ローンを通じて金融市場と直結しているわけであります。米国での消費者ローン市場の崩壊は、直ちに、日本の対米自動車輸出の減少につながるのです。それだけではありません。自動車産業は、現在では、電子化と機能の高度化が進み、他産業への波及効果の大きな産業です。したがって自動車産業の縮小は経済活動の後退をもたらすことになります。

金融経済と実体経済の関連・連動のメカニズムを解明することは大きな課題です。この両者を分離して考察する傾向があるために、今回の危機を予測できず、またその深刻さが軽視されているとも言われます。かくして、金融論、そしてマクロ経済学の現状が批判されるに至り

ます。

新しい経済学のあり方・方向についての議論はともあれ、ここでは金融経済と実体経済の相互作用を説明する一つのフレームワークを提示して、私の話を締めくくりに致します。

実体経済の代表的な変数を Y で、金融経済の代表的な変数を F で表すことにしましょう。実体経済と金融経済は相互に依存しております。すなわち、 $Y=Y(F)$ 、そして $F=F(Y)$ という関係にあります。前者は実体経済の金融経済に対する反応関数であり、後者は金融経済の実体経済に対する反応関数と呼ばれます。それぞれの反応曲線は、説明を簡単化するために、直線であると仮定します。

Y を縦軸に、 F を横軸にとって、二つの反応曲線を描きます。ここで実体経済の反応曲線 $Y(F)$ の傾きは金融経済の反応曲線 $F(Y)$ の傾きよりも急であると仮定します。そして第一の場合として $Y(F)$ は $F(Y)$ の右側にあるものとしましょう。この状況では、金融経済の活況 (F の増加) は実体経済の活況 (Y の増加) をもたらすという好循環 (好況) がもたらされます。

今度は、第二の場合として、何らかのショックで金融経済が縮小したとしましょう。すなわち一定の実体経済の変数に対して、金融経済の活動が縮小 (F が小さくなる) する、図形的には金融経済の反応曲線が右側にシフトする、しかも実体経済の反応曲線 $Y(F)$ の右側の位置までシフトするものとしましょう。この状況に金融経済の縮小が実体経済の縮小を、そしてそれがまた金融経済の縮小をもたらす。経済は不況へと加速的に陥るといった悪循環の局面が発生します。

第三のケースに移りましょう。不況の状況で実体経済に技術革新などが起こり、実体経済の反応曲線 $Y(F)$ が上方にシフトしたとします。この状況では二つの反応曲線の位置関係が第一の場合と同様になります。それゆえに、経済は不況から脱出し、好況局面に移行します。

以上を要するに、実体経済の反応曲線と金融経済の反応曲線を用いて、実体経済と金融経済の相互関連・連動を説明することができるように思われます。第一の好況の局面が、金融危機によって、第二の不況の状況へと暗転し、そして技術革新などの実体経済での浮揚力によって、第三の好況局面が回復されるというフレームワーク、図式が描かれるように思われます。なお、反応曲線のシフトの動因に財政・金融政策を考慮してもよいでしょう。

8 おわりに

米国で発生した金融危機が、世界全体の経済を不況に陥れた。これこそ各国の経済が一体化していることの証しでもあります。もちろんグローバル化した国際経済にあっては、繁栄に向かうのも一緒、そして窮乏に向かうのも一緒、まさに運命共同体であります。好況から不況への転換にあっては、自国優先の政策・立場がとられがちです。今回の危機においても、公的資金の支援や資金融資などにおいてもそれが見られます。

しかしグローバル化した経済にあっては、危機や不況の克服に国際協調・協力は不可欠であります。そのためにG7やG20の国際会議が開催され、政策の提案、調整などが行われています。それと同時に、世界貿易機関、国際通貨基金、世界銀行などの国際経済機関による危機からの脱出と危機の克服を共同で行うとともに、保護主義的な、自国優先的な政策の監視もなされています。

今回の世界同時不況は、米国の金融危機をによって引き起こされた。それゆえに米国の金融機関の活動について批判の矢が向けられています。自由競争市場は新商品の開発を促進するとはいえ、それは市場の自己調整機能を阻害し、攪乱を増幅させかねない。それゆえに市場は規制されねばならず、また国家が介入する必要があると主張されています。

危機以前のシステムが最善であったわけではない。今後は極端な経済危機を回避するシステムに転換されて行かねばならないでしょう。経済を成長軌道に戻しながら、創造的な転換への道を探る必要があります。