

21世紀型金融危機

—その基底にあるもの—

石見 徹

1. はじめに

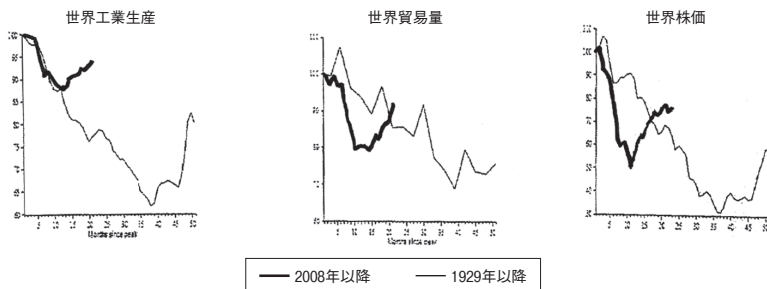
2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけにして世界にショックが伝播し、「100年に1度」の金融危機と喧伝されたことは記憶に新しい。以来7年余が経ち、金融システムは落ち着きを取り戻したかのように見えるが、世界経済が堅実な歩みをたどるには至っていない。2008年の金融危機は、その広がりや衝撃の大きさばかりではなく、それを取り巻く状況にも従来にない特徴があり、それは21世紀型金融危機と名付けるのが妥当である。まず初めに、何が新しい特徴であるかを確認しておこう。

その第1は、アメリカで大規模な金融機関の破綻が起こり、それが直ちにヨーロッパにも波及したことである。これら先進諸国が金融危機の震源地になった点に、発展途上国ないし新興国に起こった1980、90年代の危機との違いがある。先進諸国では金融危機が経済全体の落ち込みにつながり、そのマイナスの影響は日本や新興諸国にまで拡大していった。

先進国の危機が深刻な不況圧力を他の世界に波及させた点は、1930年代

の世界恐慌を連想させたが、当時との違いは、落ち込みは激しかったとはいえ、その後、急速な回復がみられたこと、いわゆる「V字型の回復」が生じたことである。この点が第2の特徴であった。

第2の点を確認するために、世界の工業生産、貿易量、株価を1930年代の前回と今回を並べて指数化した図1を参照しておこう。工業生産の落ち込みは当初、前回とほぼ同じような速度で下落し、貿易量、株価は前回よりも急激な下降を経験したが、今回はいずれも10ヶ月ないし15ヶ月の短期間で終わり、その後は目覚ましい上昇をとげていることがわかる。



Eichengreen and O'Rourke (2010) による。

図1 2000年代と1930年代との違い

今回の目立つ特徴は、世界経済の中心国であるアメリカが衰えをみせ、金融危機の土壌が形成されたことである。その中心国に代わる国が登場していない時に起こった点で、今回の危機は、1920-30年代とは状況が異なる。戦間期には、アメリカが世界経済の中心に立つ潜在的な力を備えていたが、キンドルバーガーの表現を借りれば、それにふさわしい役割をはたす「意思」がなかった⁽¹⁾のである。この時代のアメリカと現在の中国の間には大きな相違があることは、別の機会に詳しくみることにしよう。

(1) Kindleberger (1973)。

しかしそれ以上に大きな相違点は、今回は金本位制を前提にした金融政策や為替政策が採られ、それが不況の深化を招く根本的な要因であった⁽²⁾のに対し、今回は少なくとも主要国の間は変動相場制であり、金融政策にはるかに大きな裁量の余地が残されていることである。もう一つの大きな違いは、財政のはたす役割である。1930年代はまだ均衡財政の思想が根強くあり、有名なニューディール政策にしても、この思想から自由ではなかった。その結果、景気回復効果もはかばかしくはなかったが、第二次大戦後は、赤字財政による景気梃子入れがいわば常識化している⁽³⁾ので、緊急対策にもかなりの効果が表れるようになった。

実際、2009年の主要国ピッツバーグ会議（G20）をきっかけにして、アメリカなど先進諸国のみならず、中国までもが財政支出を拡大した。さらに、金融システムの安定化に寄与した公的資金の投入にしても、財政の役割が大きかった。これらの措置によって、アメリカのサブプライム問題が世界恐慌にまで拡大することは、ひとまず回避されたのである⁽³⁾。

以上まとめていうと、要するに「今回は違う」のである。リーマンショックの直後に出版され話題を呼んだReinhart and Rogoff（2009）は、『今回は違う』という書名を、バブルが形成されるたびに楽観論者や投機家たちがくり返して発する言葉として、逆説的な意味で使っている。しかし、本稿はこの用法とは対照的に、今回の危機が文字通り過去の例とは「違う」側面に注目したい。むしろその一方で、過去の例と共通する点があったこともたしかである。それはすなわち、景気の上昇局面が金融取引の著しい膨張、いわゆるバブルに引きずられていったことであり、またその背景には、金融取引に不確実性は避けがたいことがある。

(2) Eichengreen (1993), Bernanke (1995)。

(3) 財政支出のはたした役割については、たとえばAlmunia et. al. (2010) も強調している。

しかし、それはそれとして、以上のような今回の金融危機の特徴が何に由来するか、その根底に何があったかを解明することが、以下の本論で取り組むべき課題である。しかしその課題をはたすためには、まずその前提として、すでに共通の認識になっている最低限の事実を再確認しておかねばならないだろう。

2. 周知の事実

今回の出発点になったアメリカの金融危機は、信用度の低い、返済能力の乏しい低所得層への住宅貸付であるサブプライム・ローンが発生源であった。そもそも返済能力の乏しい層に貸付がなされたことは、今からふり返ってみると奇妙といえは奇妙であるが、当時それが可能であったのは、第1に住宅価格が上昇基調を続けていたので、その担保価値が過大に評価されたからである。第2に、当の抵当貸付債権が証券化されて販売されたこと、しかも信用力の低い債権が種々の優良債権と配合されて、いわばハイブリッドの新金融商品として販売されたことである。この商品は利回りが高い上に、実際の信用度は水増しされ、その危険性が容易に見抜けない仕組みになっていた。

しかも第3に、こうした金融商品を作成し販売したのは、商業銀行ではなく、多くはその系列にある投資銀行（日本の分類では証券会社に相当する）、あるいはその子会社であった。このような系列金融機関は、通常の商業銀行であればそのバランスシートに課せられる規制を免れることができたのである。それ以外にも、ヘッジファンドのように、金融監督当局の規制が及びにくい金融機関が巨額の取引を行っていた。以上のような金融機関は、商業銀行と区別して、シャドーバンク（バンキング）と呼ばれることもある。

第4に、サブプライム・ローン関連の証券には限らないが、不良債権が発生した場合に、その債権を保証する一種の保険としてCDS（Credit Default Swap）と呼ばれる新商品も登場し、人気を集めていた。いうまでもなく、返済不能の債権が大量に発生すれば、それを保証していた金融機関には莫大な負担が生じる。リーマン・ブラザーズに続いて、アメリカの巨大保険会社であるAIG（American International Group, INC）が破綻して、リーマン以上のショックになると危惧されたのは、このCDSが原因であった。

このような新機軸がアメリカで金融ブームを煽り、他の先進諸国とりわけヨーロッパにも拡大していったのであるが、それというのも、その前段階として国際的な金融取引が急速に膨張していたことがあった。近年では、世界の外国為替取引の総額が世界貿易の100倍以上にも達するといわれるが、これほど巨額の為替取引額が主として金融取引に結びついていることはよく知られている。

しかし、アメリカに発生した金融危機が大幅な世界的景気悪化につながったのは、実物的な関連が無視できない。というのは、1990年代、あるいは80年代後半から、新興諸国や東アジアの輸出が先進国、とりわけアメリカの内需に大きく依存するようになっていたからである。東アジア諸国の対米輸出は、日本から部品の輸入を伸ばし、日本は同時にアメリカにも直接、製品輸出を伸ばすことで、「アジア太平洋三角貿易」といわれる実物的な連鎖が現れていた⁽⁴⁾のである。だからこそ、日本や中国の実物経済がアメリカの景気下降で大きなショックを受け、金融的ショックをほとんど受けなかったはずの日本が大幅な景気後退を経験したのであった。

もう一つきわめて重要な点は、今回の危機がリーマン・ブラザーズに起

(4) この点については、青木（2005）が詳しい。

源をもつショックばかりではなく、ほどなくして、2009年10月のギリシャから始まり、他の南欧諸国やアイルランドに債務危機が広がっていったことである。それはヨーロッパの共通通貨である「ユーロ」の危機にまで発展していった。この背景には、ギリシャのみならず、ポルトガル、スペイン、さらにはイタリア、アイルランドなどの諸国（PIIGSと略称された）に、政府や民間の債務が膨らんでいたことがあり、そこには、リスクの過小評価、バブル的な要素があったことは明らかであった。それがユーロの危機にまで至ったのは、共通通貨の導入にそもそも無理があったことが指摘⁽⁵⁾されている。

このように膨らんだ債務が不良債権化すると、それが一国であれば、政府が公的資金を使って救済したり、破綻処理したりして、対応するのが通常である。財政危機に陥った場合には、増税なり歳出削減などで対処するしかない。ところが、ユーロ危機の発火点になったギリシャでは、政府債務があまりに大きく、財政再建の目処が容易にはたたなかった。財政規律を課したり、必要な場合に資金的に支援したりするのは、それが一国内の中央と地方の関係であれば行いやすい。ところが、ユーロ圏では通貨の統一が実現していても、財政は各国の自主性に任されていたので、政府債務を処理する上で前提条件が欠けていたのである。民間の債務にしても、最後は財政出動で解決することは多いが、ここでも同じ事情が制約要因になる。一言でいうと、通貨は統一しても、財政的な統合が実現していないので、バブルの破裂に有効に対処できなかったのである。そして、ギリシャなどPIIGS諸国の政府や銀行の信用が失墜すると、ユーロそれ自体の信認が揺らぐことになった。

(5) ユーロの問題については、田中（2010）などを参照。

3. その基底にあるもの

以上みてきたことにも重なるが、今回の金融危機が過去の例とは異なる点をまとめると、まず第1に「グローバル化」、第2に「金融化」、第3にアメリカ経済の変容（それは1990年代に「ニューエコノミー」と呼ばれた現象と密接に関連する）、第4にヨーロッパの経済通貨統合、そして第5に新興国の台頭といった背景が浮かび上がってくる。こうした要因について、順に説明を加えておこう。

3. 1 「グローバル化」

「グローバル化」というのは、端的にいうと、国際金融取引の膨張である。国際資本移動の規模を示すデータとして、全世界の対外資産額の世界GDPに対する比率をみると、1960年に6.4%、80年は25.2%、90年に48.6%、2000年は92%と段階的に伸びていった⁽⁶⁾。それには、1980年代から国際金融取引の規制撤廃が決定的な意味を持っていた。

同時に注目すべきは、国際資本移動の方向に変化が生じたことである。最も目立つのは、途上国が1980年代、90年代には資本輸入地域であったのに対し、2000年代には純流出地域になったことである。その流出先は先進諸国、なかでもアメリカであった。実際、1980年代からアメリカは国際資本移動の最大の受入国（借り手）になっていた。後述するアメリカ金融業の隆盛にしても、外国から取り入れた資金を国内で運用し利益を得るといふ側面があった。むろん、アメリカ国内の資金や流入した資金の一部を対外的に運用することもあったが、それ以上に巨額な資金が国内に流れ込ん

(6) 石見 (2014), p.4。

でいたのである。その一方で、最大の投資国（貸し手）は日本、ドイツ、産油国であったが、2000年代から新たにアジア諸国などが台頭してきたのである。⁽⁷⁾ ドイツ以外のヨーロッパ諸国からアメリカへの投資も増大していたが、その中にはサブプライム・ローン関連のように「危ない投資」も含まれていた。

たしかに「グローバル化」といわれる現象は、何も今回に限るわけではなく、第1次世界大戦前の世界でも類似のことがあった。この二つの時期の比較はさまざまな論者によって行われているので、ここでは割愛する。⁽⁸⁾ 現在の「グローバル化」の起源を探っていくと、ブレトンウッズ体制と呼ばれる第2次大戦後の固定相場制の崩壊に行き着く。ブレトンウッズ体制は、固定相場制を維持するに当たって国際資本移動の制限を前提にして成り立っていたが、1970年代の初頭に固定相場制が崩れると、資本移動の制限もはや必要なくなったのである。金融機関の一部では、為替相場の変動や国際間の利子率格差をより積極的に収益機会として利用することになった。それは次に取り上げる第2、第3の要因にもつながってくる。国際金融取引の自由化はその後、先進諸国のみならず、発展途上国にも及んでいった。日本やアジア新興国における金融市場の開放は、アメリカ政財官界の一致した要求であり、「ワシントン・ウオール街コンセンサス」と呼ばれることもある。⁽⁹⁾

さらに「グローバル化」に関して補足しておく、自由化は国際金融取引に顕著であり、これ対して貿易の側面では立ち遅れていた。先進諸国で

(7) 石見 (2007), p.86, 図3-2。ここでは資本収支の動向に着目しているが、たとえばイギリスやバハマ諸島のように、国際金融仲介の役割が大きい国は統計に現れてこない。

(8) 「グローバル化」や国際金融取引の歴史的な比較については、簡単ではあるが、石見 (2007) でもふれているので、参照されたい。

(9) Stiglitz (2002), とりわけ第8章や、Bhagwati (2004) など。

も保護主義が根強く残っていたり、自由化といってもFTA（自由貿易協定）、EPA（経済連携協定）といった形をとる地域主義化が支配的な傾向になっていたりする。最近話題のTPPもこの地域主義の一例である。こうした流れに重なりながら貿易の規模も増大してはきたが、その増加速度は金融取引に比べると見劣りするものであった。

またこの時期の国際資本移動では、たんなる金融取引だけではなく、実物投資との関連がより強い直接投資の増加も目立つようになっていた。その代表的な例は、製造業の垂直的分業、あるいは工程間分業といわれるように、生産工程を分解し、工程ごとに多国籍化する形で展開していたことである。

3. 2 「金融化」

「金融化」といわれるのは、第1に実物経済に対して金融部門が急速に地位を高めること、あるいは利潤の源泉が実物取引に対して金融取引に移行していくことをさしている⁽¹⁰⁾。ただし、このような意味での「金融化」は、多かれ少なかれ経済発展にともなって共通して現れる現象であるといえる。金融資産や金融機関が多様化したり、その規模が相対的に大きくなったりすることは、発展途上国にとっても必要な条件であるともいわれる⁽¹¹⁾。

第2に、「金融化」という用語にはもう一つのニュアンスがあり、株主利益の重視や投資銀行業務の隆盛、さらには金融業で目に付く高額報酬体系、高レバレッジによる投資行動など、最近の金融ブームに特有な現象までを含んで使われることもある。この点は「金融資本主義」という概

(10) たとえば、Epstein (2005), Dore (2008), Lapavitsas (2010), Rojas (2011) など、批判的な意味をこめて使われることが多い。

(11) Bryant (1987), pp.11-12. Shaw (1973) は、同様の傾向を「金融深化」(financial deepening) と表現した。この概念は、経済開発論の観点から打ち出されたものである。

⁽¹²⁾念にも共通するといっただろう。

まず事実を確認しておこう。⁽¹³⁾1980年代以来の金融取引の膨張を先導したアメリカを例にとると、GDPの中で金融・保険業（不動産業を含むのでやや不正確ではあるが）の占める比重をみると、1980年代後半に製造業を上回るようになり、最近では製造業のほぼ2倍、全体の20%にもなっている。また法人粗利益（減価償却を含む）でみると、金融業（不動産業を含まない）が製造業を上回るのはやや遅れて2000年以降であったが、ここでも製造業の地位低下と金融業の上昇という傾向が1980年代から確認される。

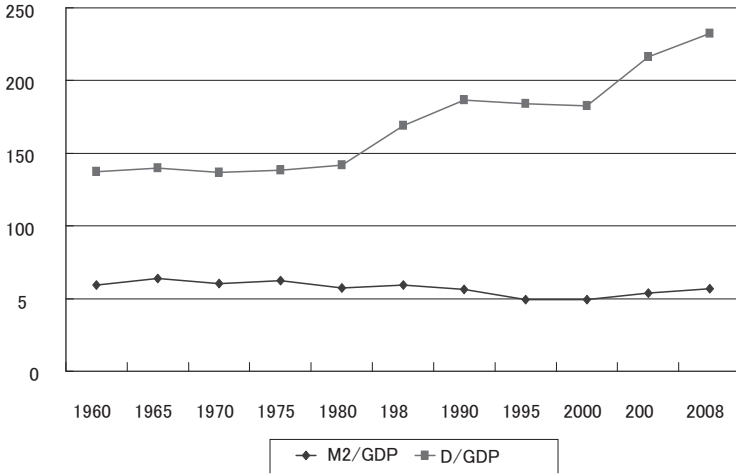
次に図2を参照すると、アメリカで貨幣ストック（M2）のGDPに対する比率は1960年から2008年までほとんど変化がみられなかった。この意味では「金融化」は進んでいなかったが、これとは対照的に、国内非金融部門の債務残高は1980年以降に伸びが目立っている。より正確にいうと、1990年代にはこの比率が一時停滞したが、2000年以降に再び顕著になっている。したがって「金融化」が目立った時期は、1980年代と2000年代ということになるだろう。ちなみに、終戦直後の統計にまで遡って金融部門の利潤や金融資産の対GDP比をみても、1945-80年の間でさほどの変化はなく、むしろその後の急増が目立っている。⁽¹⁴⁾すなわち、最近の「金融化」現象は戦後の連続的な発展の結果というよりも、明らかに80年代以降に断絶があったことを示している。

次にアメリカ以外の他の先進諸国ではどうであったかを検討するのが図3である。この中でイギリスは、アメリカと同じように1980年代後半から債務残高の伸びが顕著な例であるが、日本や（西）ドイツでは債務の伸び

(12) たとえばボワイエ（2011）。

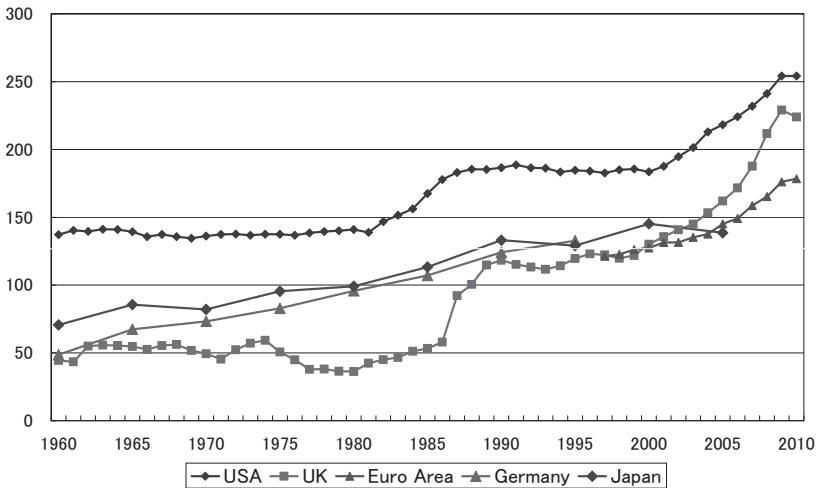
(13) 以下の点は、すでに石見（2014）でもふれた。

(14) Crotty and Epstein（2008）, Fig.3, Fig.4-B.



資料：以上は『大統領経済報告』，2003年，2010年版による。

図2 アメリカ非金融部門の債務残高



資料：IMF, *International Financial Statistics* CD-ROM版 2012, 日本とドイツは銀行部門，アメリカは一部，『大統領経済報告』で補足した。

図3 金融機関の対国内債権 対GDP比

はより緩やかで連続的であった。1990年以降のドイツについては連続した数値がえられないので、代わりにユーロ圏でみると、ここでは2000年代に伸びが目立つようになった。これとは対照的に、日本では1990年代以降むしろ後退しているが、これはバブルの後遺症によるとみてよいだろう。このように「金融化」は1980年代からアメリカやイギリスに顕著であった。2008年の金融危機は、このような傾向の延長線上に発生したのである。

アメリカやイギリスにおいて1980年代という特定の時期に現れた現象は、長期の経済発展の中で一般にみられる傾向というよりも、その傾向から突出した、特異な性格をもっていた。そのような意味で、ある特殊な条件の下で生じたとみてよいだろう。その条件の中でまず注目されるのは、政策の影響、端的にいうと、金融自由化が大きく作用していたことである。

3. 3 米英の金融自由化

もう少し具体的に金融自由化の経緯をふり返ってみると、アメリカでは国内市場の自由化が先行していた。国内市場の規制には、1)金利規制、2)業態規制があり、さらにこの2つの規制が緩和された結果として、3)新金融商品が登場した。

このような国内業務の自由化で転機になったのは、1970年代のインフレ基調であり、従来の金利規制による弊害が大きくなったことである。インフレは自由金利の資本市場に対して金利が規制された商業銀行の競争力を低下させたので、1980年に預金受入機関規制緩和法（DIDMCA：Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act）が制定され、6年以内に金利上限規制の撤廃を定めた。このように金融自由化の第一歩はマクロ経済環境の変化によって始まったのである。

この金利自由化の流れとほぼ同時に、1980年代半ばから今世紀はじめにかけて、30年代以来ほとんど変わらなかった銀行の数が急減した。その中

には貯蓄貸付組合（S&L）の危機が波及したことによる銀行の倒産もあったが、主として銀行間の統合が進んだ結果であり、とりわけ情報技術の発展により金融業に「規模の経済」が働いたからであった。さらに1994年にはリーガル・ニール州際銀行支店法によって、州を超えた支店網の形成が可能になったことも、銀行の規模を大きくする促進材料になった。⁽¹⁵⁾また情報技術は「規模の経済」のみならず、「多角化の経済」も生み出す要因でもあり、業態規制を緩和する圧力としても働いたのである。

業態規制については、大恐慌の経験から商業銀行業と投資銀行業務とを分けてきたグラス・スティーガル法の撤廃が象徴的な意味をもっていた。この法規は、80年代から銀行持株会社に証券発行引受業務を認可することを通じて、事実上の骨抜きが図られてきたが、シティ銀行とトラヴェラーズ保険会社との合併によりシティグループが誕生すると、1999年に金融サービス改革法（Financial Service Modernization Act）が制定されたことで、最終的に撤廃された。このような金融取引の自由化を通じて、金融業務の範囲が著しく拡大し、新商品が相次いで生まれるきっかけになった。とりわけ1990年代は、すでに述べたCDSなどのデリヴァティブ市場の成長によって特徴付けられる。⁽¹⁶⁾一連の新金融商品は、商業銀行に対して投資銀行の得意分野であり、「シャドールバンキング」を活性化させることにつながった。

次にイギリスの金融制度改革についてみると、その画期となるのは、1986年に「金融サービス法」が制定されたことである。これにより、業態規制が緩和され、さらに証券取引所改革として、取引手数料の自由化、参入の自由化が実現した。この参入規制の撤廃によって銀行や金融会社の証券業務が活発になり、商業銀行と投資銀行を兼営する「ユニバーサルバ

(15) Mishkin (2004), pp.246-48, および春田・鈴木 (2005) など。

(16) Sherman (2009)。

ンク」業務が発展することになった⁽¹⁷⁾。サッチャー政権の自由化路線がイギリス経済の停滞を打破する狙いを持っていたことはよく知られているが、以上の金融制度改革、いわゆる「金融ビッグバン」は、その中でもきわめて重要な柱であった。しかもこうした改革が国際業務のいっそうの拡大を狙っていたことにイギリスの特徴があった。

というのは、同じく金融化を先導した米英両国の間でも、国際業務の相対的な比重はかなりの差があったからである。アメリカの預金受入機関は、2001年に対外資産が2兆3100億ドルに対して対内債権は21兆940億ドル、リーマン危機直前の2007年でも対外資産が6兆5200億ドル、対内債権は34兆1260億ドルであり、国内業務は国際業務と一桁違う規模を占めていた。ところがイギリスでは、2001年に銀行の対外資産が1兆5280万ポンドに対して対内債権は1兆3682万ポンド、2007年では対外資産が3兆4406億ポンドに対して対内債権が2兆6164億ポンドとなり、いずれの年も国際業務が国内を上回る規模に達していた。アメリカは国内市場が大きいので、国際業務は相対的に小さな規模を占めるにすぎなかったが、これとは対照的に、イギリスでは国際金融に依存する度合いが格段に大きく、しかも後の時期ほどその依存度が大きくなっていったのである。

ちなみに、ヨーロッパ大陸のドイツとフランスについて2007年の預金受入機関の対外資産と国内債権の残高を比較すると、ドイツでは前者が2兆6369億ユーロに対して、後者が3兆279億ユーロ、フランスでは前者が2兆2712億ユーロに対して、後者は2兆3119億ユーロとなっていた。ドイツは国内資産の方が大きく、フランスでは対外資産が国内に匹敵するほどの規模であったとはいえ、それでも国内の方がわずかに大きかった。いずれの国の金融機関も、国際業務の中ではヨーロッパ域内の比重が大きいだろ

(17) BOE (2010)。

うが、それにしても国内業務に重点があったのである。日本では同じ2007年に対外資産が181.9兆円に対して国内債権は1042.2兆円であり、国内資産は対外資産と一桁の違いがあり、アメリカに近い状態であった。⁽¹⁸⁾

3. 4 ユーロッパの経済通貨統合

ヨーロッパの経済通貨統合については、ヨーロッパ諸国が1970-80年代から「動脈硬化症」といわれたように、経済の不振に悩んでいたことを見逃すわけにはいかない。たしかに1970-80年代の成長率は、アメリカとさほど変わらない程度であったが、90年代には好調を誇るアメリカとヨーロッパの間で格差が大きくなっていった。この時期、ヨーロッパ大陸で成長のエンジンの役割をはたすべきドイツが、東西統一による旧東ドイツの経済破綻や、その救済に大きな財政負担を強いられたことで、低迷していた。このようなヨーロッパ経済の不振打開策として積極的に進められたのが経済通貨統合である。

通貨統合は欧州通貨システム（EMS, European Monetary System）の例があるように、1970年代末以来の長い歴史がある。その後、1980年代に重要な転換点になったのは、1987年に発効した単一欧州議定書（Single European Act）であった。この議定書は、関税障壁に続いて非関税障壁も取り除くこと、さらにサービス業の統合を進める点に大きな特徴があった。金融業に関しては、域内外の資本移動規制を緩和し、金融サービスの統一化を促すことになった。この議定書による一連の改革が完了するのは1992年とされていたが、その後は、統合の枠組みがマーストリヒト条約（1992年調印）に引き継がれたのである。

金融サービスの統合は金融機関の間で競争を激化させた。加盟国の一つ

(18) 以上のデータは、いずれもIMF, *International Financial Statistics January 2012*, CD-ROM版による。

で免許を受けるとEC域内のどこでも営業できる単一免許制度が導入されたので、国境を超えた進出が促進されたからである。また金融機関相互の間でM&Aが活発になったのも、その一つの現れであった。⁽¹⁹⁾すでに述べたように、イギリスでは1986年から「金融ビッグバン」が開始されていたので、金融サービスの統合は、当然のように自由化の方向を強めることになった。それに加えて、通貨が統一されると「ユーロ」参加国の間で為替リスクがなくなるので、いっそう競争が強まったのである。

しかしその一方で、外国に置かれた支店の監督は「母国主義」、すなわち母国（本店所在地）の規制当局の責任とされていたが、子会社（現地法人）の形をとる場合は、進出先の監督に従うというように、複雑な仕組みになっていた。監督の指針は国ごとに異なり、情報の共有も必ずしも円滑に行かなかったので、多国籍銀行業務に対する監督の立ち遅れが指摘されていた。ようやく2009年以降のユーロ危機をきっかけにして、EU次元で統一した監督機関の設立や預金保険の統合、さらにECB（欧州中央銀行）を軸とする金融支援の態勢が動き始めるようになったのである。危機に陥った国を救済するためには、資金援助の枠組みとして、2010年6月に欧州金融安定ファシリティー（EFSF）、さらにこれを拡充して2012年10月には欧州安定メカニズム（ESM）が設立された。

「ユーロ」を誕生させたマーストリヒト条約は、東西冷戦の終結という偶然的要素によって促進されたという事情が、その後に大きな問題を残すことになった。共通通貨は、東西が統合され、いっそう強大になるドイツの影響力を封じ込める意図が働いていたことは否めない。ところが皮肉なことに、ギリシャ危機に示されたように、債務の削減や救済資金が必要に

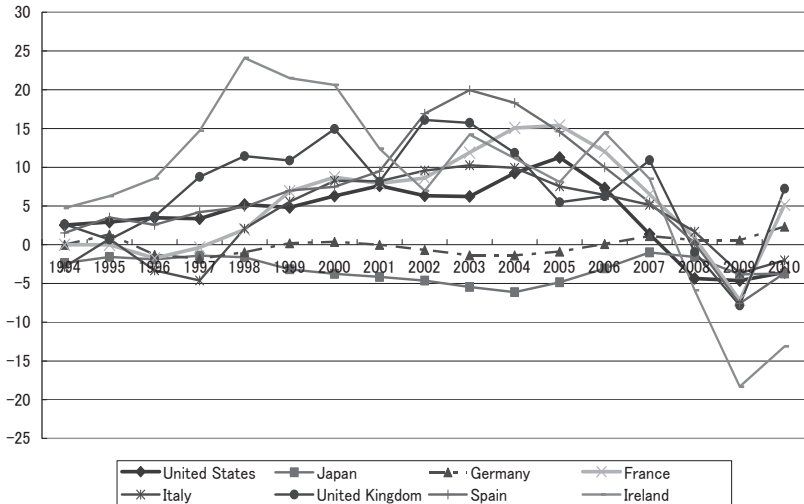
(19) ヨーロッパの銀行業をめぐる状況については、Pisani-Ferry and Sapir (2010)、田中 (2010) などを参照。

(20) 田中 (2010)、pp.106, 109。

なると、最大の出資国であるドイツの発言力が近年ますます大きくなったのである。それはともかく、共通通貨「ユーロ」の導入は政治的配慮が優先したので、今回の危機で明らかになったように、様々な無理、ないし欠陥が残されていた。たとえば、成立時に定められた財政条項は事実上、骨抜きになり、赤字に歯止めが利きにくい構造になっていたこと、さらに地域間格差を是正するための財政措置がきわめて貧弱であったことなどである。通貨の安定を任務とする中央銀行は設立されていても、財政面に不首尾が集中していたのである。

ユーロ誕生による経済的成果としては、まず相対的に賃金や不動産価格の低いアイルランドやスペインなど周辺地域に生産拠点が移動しやすくなり、経済活動が刺激されたことがある。さらに周辺諸国では、政府ばかりではなく、民間企業も消費者も借り入れ金利の低下という形で利益を受けることになった。ドイツでは東西統一後しばらくして住宅価格が低迷するようになったが、これとは対照的に、イギリスやフランス、さらにはイタリア、スペイン、アイルランドなどでは軒並みに上昇した。しかもその上昇幅が、後にサブプライム問題が発生したアメリカよりも大きかった（図4）ことに注目すべきである。

金利の低下は従来、高金利であった周辺諸国に顕著であった。ユーロ建てで借り入れると為替リスクはなくなるので、そのリスクプレミアムの分だけ金利が低下するのは自然である、といえるかもしれない。しかしそれでも借り手によってリスクの違いは残る。この点は、日本国内の同じ円建て借り入れであっても、借り手の信用度によって実効金利が異なることを考えてみれば分かりやすいだろう。このようなリスクの違いが金利に反映されていれば、周辺諸国の金利はこれほどに低下しなかったはずである。南欧諸国の国債金利がドイツのそれに収斂し、金利格差（スプレッド）が縮小していったように、これら諸国のリスクは明らかに過小評価されていた。



資料：OECD, *Economic Outlook*, Data base。

図4 住宅価格の対前年変化率 1994年－2010年

その住宅バブルが弾けると、住宅ローンの不良債権が増大していったのは、いわば当然の成り行きであった。実際、アイルランドやスペインの銀行は、2007年以降、アメリカのサブプライム危機と軌を一にして苦境に陥っていった。また財政赤字国は、本来であればユーロに参加するために赤字を縮小させるはずであるが、ギリシャの例にみられるように、公表されている財政数値が粉飾されていることもあった。

ヨーロッパ（とくにイギリス）金融機関の対米業務では、株式やCP、証券化商品（住宅ローン担保証券、債務担保証券CDOなど）に積極的に投資していた。それは、米国債への投資が多かった東アジアの場合とは対照的であった。ヨーロッパの金融機関が「ハイリスク」の投資に傾いていったのは、域内で金融サービスの統合が進んだ結果、競争が激しくなり、通常の商業銀行業務では十分な収益が上げられないからであった。今回の

金融危機が2007年8月に、フランス最大の銀行であるBNPパリバの系列機関から支払い停止が始まったことは、その意味で象徴的である。

3. 5 新興諸国の台頭

中国やインドの経済成長が1990年代から注目を集めたように、この二国に代表される新興諸国の台頭が世界経済に様々な形で大きな変化をもたらしてきたが、ここでは金融危機に関連した点に絞って、その影響をふり返ってみよう。

東アジアの多くの諸国は1997年に通貨危機に襲われたが、その後の回復はす早く目覚ましかつた。この点に少なからず影響していたのが、アメリカとの関係である。東アジア諸国の通貨は、円を例外として、通貨危機後も対ドルの為替相場が安定していた。この状態を1971年までの固定相場制になぞらえて、「新ブレトンウッズ体制」と呼ぶこともある⁽²¹⁾。それは、旧ブレトンウッズ体制の末期に日本が為替相場の低位安定によって対米貿易黒字を稼いでいたことを連想させるからであるが、その裏側では対米資本収支の赤字を増加させたのである。この資本流出には外貨（ドル）準備の増加も含まれるが、それは自国通貨の切り上げを回避するために、為替市場へ介入をくり返した結果であったことも否定できない。その他に、アジア諸国は通貨危機の経験に学んで、その予防措置として外貨準備を厚くしていたこともある。日本でも2000年代に量的緩和＝低金利政策が続けられていたので、低金利の円資金を調達しドルで運用する動き（円キャリートレード）が目立っていた。これも円の対ドル相場を下落させ、対米輸出を伸ばすことにつながった。

新興諸国は、本来、資金需要が旺盛で貯蓄不足になるのが通例であるが、

(21) Eichengreen (2007)。

以上のような行動が対外的には貯蓄超過＝資本流出をもたらしたのである。それ以外に、石油価格の上昇で産油国の対外資産が増加したことや、日本やドイツで高齢化に備えた貯蓄形成が進んだことも、対米資本収支の赤字につながった。アメリカ側からみれば、こうした要因による対外債務の累増は制御できない、という弁明が現れる余地はたしかにある。⁽²²⁾

もし新興国や日本が自国通貨の為替相場上昇を容認すれば、これほどの経常収支の黒字は形成されず、アメリカの対外債務が急増することもなかった、といえなくはない。アメリカ政府は中国の「為替操作」をしばしば非難していたが、もし新興諸国の通貨が切り上がり、対米経常収支の黒字が縮小すると、アメリカへの資本流入が先細りになり、金利を上昇させる可能性が高い。それは住宅バブルを早めに破裂させることになり、リーマンショックのような金融危機を事前に避けることができたかもしれない。このシナリオは、現時点からふり返ってみると好ましいことではあるが、バブルの渦中にあったアメリカの消費者や金融機関からすると、思いもよらないことであっただろう。だからこそバブルが膨らんでいったのである。また、アメリカへの資本流入は、その裏側で、他の諸国の側で対米輸出＝貿易黒字を累増させていた。アメリカのバブルをとまなう活況によって、他の世界も利益を受けるという構図があったので、バブルを事前に押さえ込むことは、容易ではなかったのである。

4. 「金融化」の評価

アメリカ、イギリスで金融自由化が進み、金融業の比重が大きくなったことはどのような意味をもつだろうか。たとえば、米英（アングロサク

(22) Reinhart and Rogoff (2009), p.209。

ソン)型資本主義とヨーロッパ大陸型, ないし日本型資本主義とを対比的に論じる向きがあり, それは経済発展の主軸を金融に置くか, 「ものづくり」主導かという違いにも関係してくる⁽²³⁾。それでは, 「金融化」あるいは「脱工業化」は米英両国の強みを表すのか, それとも弱みにすぎないのかという問題に行き着く。

この問いに明確な答えを出すのは簡単ではないが, 少なくともいえることは, アメリカにしても, イギリスにしても, 1980年代には経済, とりわけ製造業が困難を抱えていたことである。周知のように, イギリスでサッチャー政権が規制緩和や自由化の政策を進めたのは, 必ずしも製造業には限らないが, 経済の停滞を打破する意図をもっていた。アメリカでは, 1980年代に日米経済摩擦がくり返し激化したように, 製造業の競争力低下が深刻な問題として意識されるようになっていた。そうした状況の下で金融の自由化が進められ, 実際, 金融業の相対的地位が向上したことで, 経済停滞に活路を開くことになったことは否定できない。

一般に先進諸国が金融業に比較優位を持つのはそれなりの理由があり, 「金融化」は必ずしも成長率を下げるわけではない。その一つの有力な例が金融化で先行したアメリカであった。1990年代の経済成長率は年平均3%であり, 平均成長率がせいぜい1%台であった先進諸国の中で突出していた。比較的高い経済成長率が金融業に由来するとは速断できないが, 当時は, 金融業のみならず, 情報通信技術 (ICT) の革新, それらによる新しい経済発展の可能性についての議論が活発になっていた。この新しい可能性は「ニューエコノミー」と呼ばれ, 将来に対する楽観論が広がっていた⁽²⁴⁾。同

(23) アングロサクソン型とドイツ, 日本との歴史的比較に関しては, たとえばDore, Lazonic, and O'Sullivan (1999) がある。

(24) 1990年代の世界経済についてはRhode and Toniolo (2006), またとくにヨーロッパについては, Faini (2006) を参照せよ。

じ時期に金融業の一国経済に占めるシェアも大きくなっていったのは、この分野の成長率が他の部門に比べて相対的に高かったことを意味する。「金融化」が結果的に経済成長に貢献したことは疑いない。

もう一つの金融先進国であるイギリスについてみると、1990年代よりも80年代の方が経済成長率は高かったが、80年代、90年代ともにフランスやドイツの成長率とほとんど変わらなかった。次いで2000年代の前半は、イギリスやアメリカの成長率が先進国の中で目立って高くなったが、後半には金融危機の影響で両国ともに落ち込んでしまった⁽²⁵⁾。以上のように全体を通してみると、「金融化」が経済成長にプラスに働くかという点の評価はやや微妙になるが、決定的に重要な点は、ある局面では成長を促す作用が働くとしても、2008年以降のように、金融危機が発生すると経済低迷は避けがたいことである。2000年代にITバブルが弾けてもしばらくの間、好調が維持されたのは、金融緩和で破局が先送りされたにすぎないとみることもできる。

歴史（金融危機）はたしかにくり返すが、以上述べてきたのは、主として「今回は違う」側面である。その違いを一言でいうと、今回は基底に世界経済が大きな転換期にあり、その点がバブルの発生に大きく関係していたことである。しかも金融ブームが続く間は、米英のみならず世界の多くの国も経済的な利益を得ていたので、この繁栄の構図から抜け出すことは難しかった。当時はFRB（米連邦準備制度）議長であるグリーンズパンの金融緩和政策にアメリカ内外で賞賛の声が溢れていた。中国の成長もアメリカの景気拡大が波及した結果であった。このような形で経済成長が続くと、それ以外の成長路線を探ることが難しかったのはたしかである。

金融バブルに引っ張られる経済成長のパターンではなく、それに代わる

(25) 先進諸国の経済成長率は、石見（2007）、表1-3、IMF、*World Economic Outlook* 各号などによる。

繁栄の途はありえたかという、この問いに明確な答えを出すのは容易ではない。この問いに対する一つの仮説は、1970年代、あるいは遅くとも80年代から、先進諸国がそれぞれに問題を抱え、その一つの打開策が金融業の成長を促し、これに依存することであった。アメリカ経済の「復活」にしても、この側面が強くなっていた。先進諸国が1970年代前半まで経験した高成長を取り戻せないのは、その根底に技術革新の停滞があるという考え方もある。⁽²⁶⁾このように考えると、20世紀末から世界が金融不安定から抜け切れないのは、資本主義世界の移行期に特有の現象であるといえるだろう。

次に、「くり返し」の側面について補足しておこう。アメリカやイギリスにおける産業構造の変化は歴史的に必然であったといえるが、この時期の米英のように金融業に産業の中心が移っていくと、経済全体の変動性(volatility)が増すことは避けられない。それに応じて、事前に金融システムの安定性を保証する政策なり、規制の枠組みなりが必要になるのは当然である。しかし、そうした側面が軽視されがちなことも、バブル期に特有な現象であった。⁽²⁷⁾この点は、金融危機はくり返すという側面に通じるので、さらに説明を加えておこう。

まず確認すべきは、金融業には「規模の経済」、⁽²⁶⁾「範囲の経済」が働きやすく、金融の規制緩和や自由化はこの特徴をいっそう促進することである。「規模の経済」が実現し、取引費用が低下すると、金融業界のみならず、利用者にとっても利益になると、さしあたりいえるだろう。ただし、このような経済性が十分に発揮されるにはいくつか条件があり、その第1は情報通信や金融工学のような技術進歩があること、第2に金融サービスの市

(26) こうした見方については、石見(2014)を参照されたい。

(27) こうした点は、Kindleberger(1989)、Reinhart and Rogoff(2009)などが指摘している。

場が拡大していくことであるが、経済の「グローバル化」がそれを可能にした。前世紀末から今世紀にかけては、たしかにこうした条件が満たされていた。

しかしその一方で注意しなければならないのは、「規模の経済」や「範囲の経済」が働くと、金融機関の間で集中化が進行しやすいことである。この傾向は「大きすぎて潰せない」(too big to fail) という周知の問題を発生させる。さらに、少数の金融機関がますます大きくなる傾向(「金融寡頭制」)の下では、金融業界から政府や監督当局への影響力も強まるのは自然の流れである。アメリカでは「回転ドア」と揶揄されるように、ゴールドマン・サックスなど金融界から財務長官に「出向」したり、政府関係者が金融機関に天下りしたりすることが珍しくはない。このような政府と金融界の人的結合が生じると、金融業の隆盛に政策的な支援が働きやすいことも事実である。

ただやっかいなことには、金融業には不安定性が内在しており、どんなに規制をかけても、このような短所を完全に排除することはできない。なぜ不安定かという点、まず第1に、将来のことを完全に知ることはできないという意味での「不確実性」があり、第2に貸し手は借り手の状況を完全に知ることはできないという意味での「情報の非対称性」も避けられないからである。そして第3に、上に述べた「大きすぎて潰せない」問題から、金融機関に「モラルハザード」が発生しやすいこともある。以上の3点は、金融業に限らず、市場経済一般に共通する問題であるが、金融業は他の業種と比較して、経済全体に影響を及ぼす「外部性」、(あるいは危機が発生した時には「外部不経済」)の作用が大きいので、とりわけ注意が必要になるのである。

5. 結語

以上のような金融システムに内在する不安定性が、金融自由化の下で軽視されてしまったのは、「金融化」の先頭を走っていたアメリカが、金融業の繁栄によって恩恵を受けていたからである。一般に楽観論が支配する金融ブーム期には、安全性への配慮が弱くなりがちである。しかも複雑に仕組まれた証券化商品がリスクの存在を見え難くしていた。たとえ潜在的にリスクが大きくなっていると意識されても、金融機関や投資家の間で競争圧力が強いと、利得の機会をみすみす逃してしまうわけにはいかない、という心理が働く。またバブルが破裂することはあっても、自分だけは逃げ出すことができる、といった甘い見通しを持つようになりがちである。だからこそ、ブームから退出することは難しい。ブームやバブルは、このような群衆行動によって過熱していくのである。それでは、結局どうすればよいのだろうか。

金融危機への対処としては、さしあたり金融システムに公的資金を投入して安定させることが緊急の課題であったが、中期的に金融危機を回避する条件として、金融業務の再規制、いわゆるシステム安定化規制 (prudential regulation) を整備すること浮かび上がってきている。アメリカでは、2010年に「ヴォルカー・ルール」として提案された金融規制改革案があり、具体的には商業銀行に対して、自己勘定による証券業務や、シャドバンキングやヘッジファンドなどへの出資を規制し、報酬体系の見直しなども含まれていた。この他、国際的には、新たにバーゼル協定による自己資本比率規制の強化 (バーゼルⅢ) も制定され、実施されようとしている。これらの措置は、信用の急激な膨張が後に金融危機を招く要因であるとの認識に基づいているが、その他に、報酬のあり方にまで議論

が及んだのは「強欲資本主義」といった世論の批判に応えるという狙いもあった。

しかしここで注意を要するのは、金融業への再規制は、危機が発生するたびに議論に上り、少なくともその一部は実現してきたことである。たとえば、バーゼル協定（バーゼルⅠ、Ⅱ）による国際銀行業務のバランスシート規制やオフショア市場、ヘッジファンドに対する規制は、1980、90年代からしばしば取り組まれてきたので、再規制の提案にしてもさほど目新しいことが含まれていたわけではなかった。それにもかかわらず、金融危機がくり返すのはなぜかを究明しないと、今回の金融再規制がはたして有効であるのか、という疑問に答えることはできないだろう。

一般に金融規制は安定をもたらすが、その一方で経済成長を抑制する副作用をとまなうことも事実である。とりわけ金融業の膨張によって利益を受けてきたアメリカやイギリスにとっては、再規制による打撃が大きい。さらに、集中化が進んだ金融界は政治力も大きいので、金融業の規制はもともと容易なことではない。金融危機によって損失をこうむった投資家や家計にとっても、規制は資産価格の回復を難しくする、少なくとも回復にはいっそう長い時間を要するので、再規制の強化には多かれ少なかれ抵抗感がある。

抽象的にいうと、金融規制の「パラドックス」とでもいうべき難問がある。というのは、本来、金融規制が威力を発揮するのは、バブルが拡大する局面であるが、そのような時期には規制の必要性がほとんど意識されない。バブルに乗り、リスクをとることが金融機関や投資家の利益を大きくするからである。逆に、バブルが破綻した後には金融規制の必要性が強く意識されるが、それでも規制が実施されると、景気や金融市場の回復にはマイナスに働く。金融危機の渦中では、まず何より危機対策が優先される。そして危機が一段落した後の不況期には、規制の導入が景気回復を遅らせ

るので、円滑には進まないこともある。このように、規制は本来の目的とは逆に、景気変動を増幅する働きをもっている。

それでは何をすべきかとなると、きわめて抽象的にしか語れないが、長期的に経済システムの将来を考えると、やはり金融業に対する規制を強化して、システムの安定化を図ることが不可欠である。⁽²⁸⁾ 危機の再発を防ぐには、バブルを事前に察知し、早めに対処することが望ましいが、それが容易でないことは、すでに述べた通りである。だからこそ、危機が再発しうることを念頭において、安全網を築いておくことが何よりも重要になるのである。

文献

- Almunia, M., A. Benetrix, B. Eichengreen, K.H. O'Rourke, and G. Rua (2010), "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons," *Economic Policy*, 25-62.
- Bank of England (2010), "Evolution of UK Banking System," *Quarterly Bulletin*, Q4
- Bernanke, B.S. (1995), "The Macroeconomics of the Great Depression," *Journal of Money, Credit and Banking*, 27-1, in *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press
- Bhagwati, J. (2004), *In Defense of Globalization*, Oxford University Press, 鈴木主税・桃井緑美子訳, 『グローバリゼーションを擁護する』, 日本経済新聞社, 2005年
- Bryant, R.C. (1987), *International Financial Intermediation*, Brookings Institution, 高橋俊治・首藤恵訳, 『金融の国際化と国際銀行業』, 東洋経済新報社, 1988年
- Crotty, J. and G. Epstein (2008), "The Cost and Contradictions of the Lender of Last Resort Functions in Contemporary Capitalism: The Sub-Prime Crisis of 2007-2008," Political Economy Research Institute, University of Massachusetts
- Dore, R., W. Lazonick, and M. O'Sullivan (1999), "Varieties of Capitalism in the Twentieth Century," *Oxford Review of Economic Policy*, 15-4
- Dore, R. (2008), "Financialization of the Global Economy," *Industrial and Corporate Change*, 17-6
- Eichengreen, B. (1992), *Golden Fetters*, Oxford University Press

(28) そこには、Pagano and Volpin (2010) が指摘するように、格付け機関の問題も含まれる。

- Eichengreen, B. (2007), *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, MIT Press
- Eichengreen, B. and K.H. O'Rourke (2010), "A Tale of Two Depressions," <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/34121>
- Epstein, G.A. (2005), "Introduction," G.A. Epstein ed., *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar
- Faini, R. (2006), "Europe: a Continent in Decline?" P.W. Rhodes and G. Toniolo eds., *The Global Economy in the 1990s, A Long-run Perspective*, Cambridge University Press
- Kindleberger, Ch. (1973), *World in Depression 1929-1939*, University of California Press, 石崎昭彦・木村一朗訳, 『大不況下の世界』, 東京大学出版会
- Kindleberger, Ch. (1989), *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books, 吉野 俊彦・八木甫訳, 『熱狂, 恐慌, 崩壊—金融恐慌の歴史』, 日本経済新聞社, 2004年
- Lapavistas, C. (2010), "Financialisation and Capital Accumulation: Structural Account of the Crisis of 2007-9", Discussion Paper No.16, SOAS, *Research on Money and Finance*.
- Mishkin, F.S. (2004), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, Addison Wesley
- Pagano, M. and P. Volpin (2010), "Credit Ratings Failures and Policy Options," *Economic Policy* 25-62
- Pisani-Ferry, J. and A. Sapir (2010), "Banking Crisis Management in the EU," *Economic Policy*, 25-62
- Reinhart, C.M. and K. S. Rogoff (2009), *This Time is Different*, Princeton University Press, 村井 章子訳, 『国家は破綻する』, 日経BP社, 2011年
- Rhodes, P.W. and G. Toniolo (2006), "Understanding the 1990s: a Long-run Perspective," P.W. Rhodes and G. Toniolo eds., *The Global Economy in the 1990s, A Long-run Perspective*, Cambridge University Press
- Rojaz, G. (2011), "Financial Crisis, the International Monetary System and the Challenge of the Emerging Economies," *Real World Economics Review*, #58
- Shaw, E. S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press
- Sherman, M. (2009), "A Short History of Financial Deregulation in the United States," Center for Economic and Policy Research
- Stiglitz, J.E. (2002), *Globalization and its Discontents*, W.W. Norton and Co. 鈴木主税訳, 『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』 徳間書店, 2002年
- 青木 健 (2005), 『変貌する太平洋成長のトライアングル』, 日本評論社

- 石見 徹 (2007), 『グローバル資本主義を考える』, ミネルヴァ書房
- 石見 徹 (2014), 「現代の世界経済が直面する課題について」, 東京大学 『経済学論集』, 第79巻4号
- 田中素香 (2010), 『ユーロ』, 岩波新書
- 春田素夫・鈴木直次 (2005), 『アメリカの経済』 第2版, 岩波書店
- ボワイエ, ロベール (2011), 『金融資本主義の崩壊』, 宇仁宏幸ほか訳, 藤原書店