

特集「アメリカ経済」序文

東京大学大学院経済学研究科教授 伊藤隆敏
財務総合政策研究所総括主任研究官 祝迫得夫

フィナンシャル・レビューに掲載される論文が、その時々一般的な政策的関心を反映したものになる傾向にあるのは自然なことである。ところが本特集号ではそれに留まらず、現在の世界経済の最大の関心事であるアメリカ発の世界金融危機と完全に同時進行で、米国経済を分析するという企画が進むというかなり例外的なケースとなった。本特集号に収められた論文のテーマの中には、今後の動向によって大きく結

論が左右されかねないものがあるし、個々の論文のアプローチの仕方もかなり異なったものである。そこでこの序文では、個々の論文では触れられていない部分を補足しつつ、まず今回の米国の金融危機・経済危機の全体像について時間軸に沿って概観した後、各論文の中身を紹介し、それぞれの位置づけ・意義について議論することにしたい。

I. アメリカ発金融危機の起源

今回の米国金融危機の直接の始まりを、今世紀初頭のITバブルの崩壊に遡ることについては異論はないだろう。90年代後半は、消費者物価で測ったインフレ率が上昇することなく、経済成長率は上昇するという心地よい状態が続いていた。一方、IT関連の株価の急激な上昇が起きていたが、このITバブルは2000年に入って、崩壊に向かう。2000年の後半から米国株価は急速な勢いで低下し、それに伴う景気後退への懸念から、2001年から2002年にかけて、FRBは大幅かつ迅速に金利を引き下げた。金利の急低下は家計の住宅ローン借入を容易にし、その結果として不動産需要が強まって住宅価格が上昇した。2004年頃になると、それまで住宅ローンにアクセスすることが難しかった低所得層への住宅ローンの貸出し、いわゆるサブプライム・ローンが広まり、その結果として住宅ローン市場における借り手の質の大幅な低下が発生した。このような不動産バブル発生

のメカニズムは、振り返って見れば、1985年のプラザ合意後の円高不況とそれに続く金融緩和政策が、80年代後半の日本における資産価格バブル発生の契機になったことと酷似している。ただし日本銀行とFRBの金融政策がバブルの発生に関してどのような役割を担ったのか、担わなかったのかは、また別途詳しく検討されるべき問題である。

いっぽう今世紀のアメリカでの出来事に特徴的なのは、派生証券市場、特に不動産ローン担保証券（Mortgage Backed Securities：MBS）市場の発展が不動産バブルの拡大に寄与した点である。金融商品としてのMBSの本質は、多数の不動産ローンをプールすることでリスクの分散化を図った上で、それを細分化して低リスクの商品として販売するというものであり、その基本的なアイデアに何ら問題があるわけではない。事後的に見て大きな問題だったのは、米国でもMBS市場は歴史が浅く、金融機関のり

スク評価のノウハウが十分確立しているとは言い難い状況であったにも関わらず、不動産市場の加熱の中でリスクを大幅に低く見積もった価格評価や格付けが行われ、そのことがさらなるリスクの高い住宅ローン貸出しの増加とMBSの粗製乱造を招いたことにある。さらに、このようなリスクの高い証券の組成、証券の再証券化、その格付けの過程において、モーゲージ銀行のモラルハザード、格付け会社の利益相反、投資銀行が販売子会社（コンデュイット）を非連結にするという不明朗な会計、そして、それ

らから発生する金融システム危機の蓋然性についての金融監督当局の看過、などの金融監督の問題が危機をここまで大きくした根本的な原因である。アメリカの住宅価格は2006年の半ばにはピークを迎え、その後は緩やかな低下局面に入るとともに住宅ローンの債務不履行も増加し始める。しかしその後も、MBSというパッケージに組み入れることで魔法のようにリスクが消えて無くなるかのような誤った認識に基づいて、金融機関による不動産向け貸出しとMBS発行は引き続き増加を続けた。

II. 金融危機の第一幕

2007年に入ると米国の不動産価格は本格的に低下を始め、また住宅ローン市場での滞納から、不動産の差し押さえ（foreclosure）も急増して、下落傾向に一層の拍車をかけることになった。その影響から、金融市場も2007年夏には最初の大きな転機を迎える。まず6月にアメリカ国内で、大手の投資銀行（インベストメント・バンク）の一角であるベア・スターンズ傘下で、大規模にMBSで資金運用を行っていた二つのヘッジファンドが破綻する。続いて8月には、危機は突如ヨーロッパに飛び火し、フランスの大手銀行BNPパリバが3つの傘下ファンドについて、米国のサブプライム・ローン市場の混乱を理由に解約を一時停止した。一般に「パリバ・ショック」と呼ばれるこの出来事は、アメリカ国内の不動産バブルの崩壊が世界的金融危機に発展していく契機になったと言われている。この時期、多くの欧米金融機関が自分たちの保有MBSのリスクを過小評価していたこと、つまりは市場価値を大幅に過大評価していたことに気づき、米国の証券化市場の一部では大混乱が発生していた。またMBS市場での混乱によって、突如流動性の消失に直面した大手の金融機関の幾つかは、他の金融資産市

場でのポジション解消売りに走り、その結果、市場の混乱は金融システムの様々な場所に飛び火して行った。投資対象の資産のうち利益の出るものを売却して、その投資のために借り入れていた資金を返却する、「レバレッジ」の反対の現象、いわゆる「デレバレッジ」が進行を始めていた。

このような状況に対してFRBと財務省は、金利を引き下げたり、滞納に至らないように固定金利のローンへの乗り換え推奨などの住宅ローン危機への対症療法、また銀行、投資銀行への資金繰り支援などの政策を繰り出したものの、結局、住宅バブル崩壊の金融機関への悪影響は止まらなかった。2008年に入ると、滞納率の上昇、関連証券価格の下落および市場（買い手）の消滅などが進行して、巨額のレバレッジにより証券化商品を組成・販売していた投資銀行の経営が苦しくなった。ベア・スターンズは、最終的には古典的な取り付け騒ぎ（bank run）に近い状況で破綻の瀬戸際まで追い込まれ、2008年3月にJPモルガン・チェースに救済買収された。金融当局はベア・スターンズの救済の際には、金融市場の混乱を防ぐためという理由から、JPモルガン・チェースに対して、

ベア・スターンズの損失補てんの保証（最大290億ドル）をするなどの支援を行った。これは同年秋のリーマン・ショック破綻の際の対応

とは対照的であり、結果として当局のスタンスの整合性／一貫性に問題を残すことになった。

Ⅲ. ウォール街金融危機の深刻化

金融危機の第二幕の始まりは、2008年夏に顕在化した政府系住宅金融機関の危機である。2008年8月に入ると、住宅市場バブルの生成と崩壊の真っ只中にあったFannie MaeとFreddie Macという二つのGSE（government sponsored entities）の株価が暴落し、9月7日には両社とも政府の直接の管理下に置かれることが発表された。これにより、それまでの「暗黙の保証」が明示的な保証になった。

その直後から米国内の金融危機は急速に展開を早めた。GSEの次に、リーマン・ブラザーズの経営危機が焦点になる。サブプライム絡みの巨大な損失によって、同社の株価は2008年の前半だけで4分の3近く下落し、夏の間中、様々な救済合併の噂が取り沙汰されていたがすべてが不調に終わる。9月の第二週には財務長官とニューヨーク連銀総裁を中心に、リーマンの救済合併に興味をもつ金融機関が、救済策を検討した。しかし、ベア・スターンズの処理策と異なり、米国政府（特にポールソン財務長官）は、最後まで公的資金の使用を打ち出すこ

とはなかった。その結果、救済合併に応ずる金融機関は現れず、リーマン・ブラザーズは、9月15日に（日本の民事再生法に相当する）連邦倒産法第11章を申請した。一方、リーマン・ブラザーズを救済合併する金融機関として噂されていたバンク・オブ・アメリカは、不良資産の少ないメリルリンチと合併することを選んだ。保険業大手のAIG（American International Group）は、世界中で展開する保険業の本業が好調であったにもかかわらず、保険類似の金融商品であるCDS（credit default swap）を大量に販売していたことから、経営危機がうわさされるようになっていた。破綻がCDSの相手先に与える直接的な影響への懸念から、FRBは80パーセントの株式の取得権（株式ワラント）と引き換えに、9月16日に850億ドルの緊急融資を行った。「リーマン・ショック」の名前で括られる以上の2008年9月の一連の出来事は、世界中の金融システムに衝撃を与えることとなった。

Ⅳ. アメリカ政府の金融システム再建策

9月20日、ポールソン財務長官は悪化の一途を辿る金融危機への最初の本格的な対応策として、7000億ドルを投入して大手民間金融機関から不良資産 (toxic assets) を買い取ることを主眼とした緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) を提案する。しかし大量の納税者のお金を、経営者が巨額の報酬を受け取っていた金融機関の救済にあてることに対する一般のアメリカ人の反発は非常に強かった。また3月のベア・スターンズの経営危機では積極的な支援にまわったにもかかわらず、リーマン破綻の際には救済を拒否し、

その後再び積極的な金融システムの安定化を図ろうとした政府の一貫しない対応も不信感を招いた。このため9月29日の最初の下院採決では、共和党の約7割と民主党の約4割が反対にまわって法案は否決され、直後の株価は9%下落した。これを受けて直ちに、ブッシュ政権と有力議員の間で法案修正の話し合いが持たれ、預金保護の拡大や税制優遇の措置などを盛り込んだ修正案がまず上院で可決され、最終的に10月3日に下院で可決されると、ただちに大統領が署名し法案は成立した。

Ⅴ. 金融危機の国際的伝播

金融危機の影響はアメリカ国内だけに留まらず、米国のMBS等に投資していた英国および大陸ヨーロッパの金融機関にも飛び火する。フォルティス (蘭・ベルギー系)、デクシア (仏) などの大手の銀行が破綻、公的資本投入や公的管理下におかれた。ヨーロッパ経済への金融危機の影響の議論は、本特集の射程の範囲外である。しかし為替レートを基準にしてみると、発展途上国はもちろん欧州ユーロ・英ポンドも、米国ドルに対して大きく値を下げている。米系金融機関が資産売却と本社 (アメリカ) 送金を行ったことが大きい、さらに金融不安による為替減価もあり、これらの国々での金融危機の影響の深刻さをうかがわせる。

いっぽう、対ドルでほぼ一本調子で上昇した唯一の通貨が日本円である。その一つの重要な背景として、欧米諸国の中央銀行の金利引き下げに伴って内外の金利差が急速に縮小し、円で

借りて他の国の金融資産で運用するという円キャリー・トレードのメリットが低下し、ポジションの手仕舞い (unwind) が発生したことが挙げられる。さらに、ドル流動性の確保に躍起になったアメリカのファンドや投資銀行が、海外資産を売り、本社送金するとともに、レバレッジをかけるために借りていた円を返却した、という理由もある。

2008年秋以降の米国金融危機の直接的な日本への影響は、欧州諸国に比べると相対的に軽微であったが、その後の急速な円高の進行と、実物面での自動車・電機等の輸出需要の大幅な落ち込みに伴い、2008年の年末に掛けて景気は釣瓶落としに悪化する。また急激な円高によって外貨建ての日本株の価値の低下はある程度相殺されたため、海外金融機関が手元流動性確保のために日本市場で保有株式を売却する動きが見られ、これらの理由から、2008年末以

降の東京市場の株価下落は先進国の中でも最も大幅なものとなった。

VI. 米国大統領選挙と新政権の経済政策

2008年11月初めの大統領選挙では、バラック・オバマが合衆国史上初めてのアフリカ系米国人の大統領に選ばれた。対イラク戦争の泥沼化で既にダメージを負っていた共和党陣営にとって、9月以降の金融危機の急速な深刻化とそれに伴う景気後退の悪化は、最後のダメ押しとなった。また、選挙結果の一因に、共和党のマケイン陣営よりオバマ陣営の経済運営チームの方が信頼できるというイメージを有権者に与えたことがあったことは間違いない。同時にオバマ氏は、就任時期の歴史的局面と言う点で、大恐慌真っ只中の1933年に大統領に就任し、その後ニューディール政策と呼ばれる積極的な経済政策を展開したフランクリン・ルーズベルト大統領と頻繁に比較されることになる。このため次期大統領に選出されたオバマ氏は、すぐに経済アドバイザー・グループを集めて新政権の経済政策策定の準備に入る。このグループのメンバーには、元FRB議長のポール・ボルカー、元財務長官のロバート・ルービンとローレンス・サマーズの二人、投資家のウォーレン・バフェットなどが含まれていた。

その一方で実物経済の悪化は、次期大統領に大きな挑戦を突きつけることになる。2008年夏までのガソリン価格の高騰とその後の景気後退の影響を受けて、燃費の悪いピックアップ・トラックやSUVなどの大型車を中心に、2008年後半の米国の自動車需要は激減した。このためGM、フォード、クライスラーのいわゆるBIG3は、2008年第4四半期にはいずれも深刻な経営危機に陥り、政府に対して支援要請を行った。しかし、ブッシュ政権がサポートに回ったにも関わらず、経営再建策の甘さに対する批判から、10月～12月の支援要請はいずれ

も議会によって拒否されることになった。最終的にはブッシュ大統領が直接に介入し、緊急経済安定化法の成立で運用が始まった不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program: TARP）の未使用の資金を活用して、12月19日になってやっとGMとクライスラーにつなぎ融資を実施することが決定された。この間、米国の実質経済の状況は悪化を続け、2008年6月に5.6%であった失業率は、年末には7.2%まで上昇する。これに対応してFRBは積極的な金融緩和策をとっており、9月に2.0%であったフェデラルファンド・レートは、年末までに0.25%まで引き下げられ、アメリカ経済は実質的にゼロ金利政策の局面に突入した。

2009年に入り、オバマ大統領が就任すると、財務長官にクリントン政権で財務次官を務めていたティモシー・ガイトナーを任命し、また大統領経済諮問委員会（Council of Economic Advisors: CEA）の委員長に、米国マクロ経済史（とくに大恐慌）研究の権威であるカリフォルニア大学教授のクリスティナ・ローマーを指名した。ただしオバマ政権の経済政策の運営においては、CEAよりも国家経済会議（National Economic Council: NEC）の方が重要な機能を与えられている感がある。NECの委員長はクリントン政権時代、ガイトナーの上司であったサマーズであり、ガイトナー＝サマーズを主軸とする新政権の経済運営チームは、極めて積極的な財政政策を展開しつつある。このため、少なくとも今後数年に渡り、アメリカの財政赤字はブッシュ政権と比較しても巨額なものになる可能性が高く、そのような大規模な財政出動による景気刺激策の有効性については、経済学者の間でも疑問視する声は多い。また莫大な財政

出動を決める一方で、その詳細に関する検討が十分なされていないのではないかと批判も多く聞かれ、救済したAIGの経営陣・従業員に対するボーナス支払い問題に関する感情的な反発もあって、ガイトナー財務長官は就任直後の一時期、厳しい批判の矢面に立たされることになった。

この「序文」を執筆している時点で、オバマ政権が直面している主要な経済問題をまとめると以下になるだろう。第一に、米国内の金融危機の收拾と米国金融機関の再建。最大の山場は乗り切ったのかもしれないが、2009年5月の当局の金融機関に対するストレス・テストの結果では、10の銀行に対し、総額750億ドルの資本増強が求められており、問題の完全な解決には程遠い状況にある。また金融危機の直接の原因になったり、危機を深刻化させたと思われるMBS・CDS（Credit Default Swap）等の新種の派生証券の取引に関する見直し、ヘッジファンドなどの金融機関に対する規制の強化も重要な政策課題である。第二の問題は財政による景気刺激策であり、ここで重要になってくるのは財政政策の規模よりは、その支出の効率性、いわゆるワイズ・スペンディングの問題である。第三に、より長期的な問題として、経済

危機に対応するための緊急時の金融・財政政策のスキームからの出口政策をどのように設定するかも大きな課題となろう。この点についてのオバマ政権高官の発言からは、大恐慌時のアメリカや1990年代の日本の金融・財政当局は、金融市場の正常化や財政再建に気を取られすぎて、時期尚早に景気刺激策を止めてしまったという認識がうかがえ、大規模なだけでなく十分に長い期間、景気拡大策を継続すべきだと考えているようである。最後に経済問題というよりは、政治経済の問題であるが、自動車産業、特にGMの救済問題は、オバマ政権にとって近い将来の重要な政策課題となる。クライスラーにつづいて、GMも連邦破産法第11章（チャプター11）の適用を申請、大規模なリストラを余儀なくされている。BIG3の経営危機は、単に経営の失敗や自動車重要な急激な落ち込みだけが原因ではなく、巨額の年金・退職者医療費の債務が重要な背景としてあり、ステイク・ホルダーである強力な自動車労組がBIG3のリストラチャリングを阻害しているという側面は無視できない。自動車産業の救済・再建策は、労組を支持基盤に持つ民主党政権にとっては舵取りの困難な問題である。

Ⅶ. 日本のバブル崩壊・金融危機との比較

現在のアメリカ経済の状況は1930年代の大恐慌時とよく比較されるが、同時に1990年代初頭の日本におけるバブル経済崩壊とその後の平成不況の状況との比較もよく議論されている。実際、本特集号の中でもカトナー論文、清水・渡辺論文は、それぞれ金融政策・不動産価格の変動の状況について、90年代の日本の経験との比較を行っている。

カトナー論文は1990年代末の我が国の金融危機における日本銀行の政策対応と、昨年以降

のアメリカ金融危機におけるFRBの対応を比較して分析を行っている。両国の中央銀行とも、状況の緊急性・特殊性に鑑みて「最後の貸し手」としての役割を果たすべく、大胆な非伝統的な金融政策を行っている。両国とも初期の局面では、破綻危機に瀕している金融機関に対する緊急避難的な貸し出しが行われたが、金融危機の進展に伴ってシステム全体に対する大規模な流動性の供給に発展している。政策の積極性・スピードに関してはFRBの方が勝ってい

るが、これは危機の進展そのもののスピードの違いや、債券市場に大きく資金調達を依存している米国企業と銀行借入に依存する日本企業という制度的要因に加え、中央銀行のバランス・シートの悪化に対して日銀の方がより慎重なスタンスを取っていることも影響している。ただし、今回のアメリカ発金融危機の国際的な広がりや、急激に発展した複雑な派生証券市場への危機の波及という側面を考え合わせると、2つの危機の単純な比較には疑問を呈している。

清水・渡辺論文は、不動産バブル期の日米の住宅価格指数についてその作成方法にまで遡って検討を加え、その政策的インプリケーションについて議論している。住宅価格の代表的な計測手法である「リピートセールス法」と「ヘドニック法」を日米のデータを用いて比較し、米国の代表的な指数であるCase & Shiller指数を含む前者がの反応が、後者に比べて遅れがちになる傾向があり、そのため金融政策の認知ラグを生み出す可能性があることを指摘している。またバブルの形成・崩壊の過程で、住宅価格が大きく変動しても家賃はほとんど動かないという現象を両国について確認した上で、特に日本については、持ち家の帰属家賃が市場価格で評価されておらず、それが政策当局の認知ラグにつながったという見解を示している。清水・渡辺論文は、どちらかという価格指数の技術的

側面に焦点をあてた分析であるが、金融政策と資産価格の関係については、今回の金融危機とそれに対する各国中央銀行の対応という視点から、今後も多くの分析・検討がなされて行くことになるだろう。

小林・大類論文は、日本との比較を前面に押し出しているわけではないが、Fannie MaeとFreddie Macの危機の詳細を検討していくと、日本が他山の石とすべき教訓が多いことがわかる。2008年夏の経営危機の直接の原因としては、米国の住宅市場不況がサブプライムの貸出市場に留まらず、プライム層まで広がる大規模なものになってしまったことが挙げられる。その一方で両社は、利潤極大を目指す民間企業でありながら、同時に「アメリカ国民の持家取得を支援する」ことを究極の目標とするという矛盾した存在であった。経営陣の報酬スキームは完全に民間金融機関のそれでありながら、外部からは暗黙の政府保証が存在するとみなされているために生じたガバナンス問題が、この二社の経営危機を引き起こした真の要因だったというのが小林・大類論文の指摘である。このような民営化された企業の企業目標の性格付けと政府による暗黙の保証、それらが引き起こすガバナンスの機能不全という問題は、日本の政府系金融機関等の今後を考えるにあたって真剣に検討していかなければならない問題である。

Ⅷ. 米国金融危機の国際的側面

一方、90年代の日本と現在のアメリカのマクロ経済の状況に関して決定的に異なるのは、日本の金融危機が基本的には国内の問題だったのに対し、今回のアメリカ発の金融危機はまさに世界的な広がりを持っているという点である。

第一に、Ricardo Caballeroをはじめとする多くの論者が、21世紀に入ってから世界的な経常

収支の不均衡問題（グローバル・インバランス）の拡大を、世界金融危機の主要な要因の一つだとみなしている。Caballeroの議論の要点は、90年代末のアジア通貨危機以降、先進国から発展途上国への資本の流れが大幅に停滞・逆流することで、先進国間の経常収支の不均衡が拡大するとともに、先進国内の金融市場における過剰流動性が生み出されたというものであ

る。その中心にあるのは言うまでもなく、米国の経常収支赤字拡大＝資本流入の増加と、米国内金融・不動産市場におけるバブルの発生である。これらの点について、松林論文は、米国経済に関する貯蓄投資バランスの視点から分析を行い、近年の米国の経常収支赤字の半分程度は構造的要因で説明できるとしている。その他の要因として、米国住宅価格バブルに伴う内需の拡大と海外からの旺盛な資本流入傾向があったことを指摘した上で、金融危機の影響によりこの流れは逆転し、今後10年間については、米国の経常収支は改善傾向に向かうであろうという予測を行っている。今回の世界金融危機に伴う資産価格の大幅な下落と急速な信用収縮は、民間部門の負債による資金調達が困難になったことを意味するので、今後しばらくの間、米国の企業投資と家計消費のある程度の低迷は避けられないだろう。特に米国の家計のバランス・シート調整がどのように行われるかは、今後、世界的なグローバル・インバランスが本当に縮小方向に向かうのかどうかに関して、大きな影響を与えるであろう。しかしながらその一方で、膨大な財政赤字が続くようならば、経常収支の改善は大幅に遅れる可能性がある。

一方、今回のアメリカ発金融危機が瞬時に世界全体に広がった点に関しては、近年の国際金融取引の急激な増加とそれに伴う取引の高度化・複雑化という問題があることは明らかである。祝迫論文は、ヘッジファンド業界に焦点をあててこの問題を分析している。一面的なイメージで語られることが多いこの業界の多様性を明らかにするとともに、様々な投資戦略の収益率の統計的特性を検討し、一部の投資戦略において、マーケット全体に負の大きなショックが発生した際に急激に相関が強まったり、変動性が大幅に高まったりする傾向があることが示

されている。さらに金融危機後のヘッジファンド規制の機運の高まりについても触れ、規制の再強化（re-regulation）は避けられないとしても、あくまで取引リスクの透明化に目標を絞った地道な制度改革を優先させるべきであるとし、政治的なパフォーマンスのために行き過ぎた規制が課される可能性に関しては懸念を示している。

今回のアメリカ発金融危機を巡っては、マスコミ等でもマクロ、金融、ファイナンス系の経済学者がスポットライトを浴び、発言を求められている。現在進行形の非常に大きな出来事に関して、大所高所から社会に対して有益なビジョンを示すことがアカデミックの人間の重大な責務であり、誇るべきことであるのかもしれない。だが、経済学者やエコノミストの人たちのなかでも、多くの複雑な金融商品を扱う金融機関のなかで、何が起きているのか十分理解されていない部分が多いというのも事実である。実際、本特集号に収められた論文だけで、アメリカ発世界金融危機のすべての面をカバーできている訳ではないし、一部は今後の物事の進展によっては大幅な書き換えを余儀なくされる可能性がある。その一方で、上手く今回の危機を乗り切ることができたとして、その後のアメリカ経済と世界経済がどのような事態を迎えるのか、また危機を繰り返さないためにどのような政策・制度改革を行うべきかを考えるにあたっては、本特集号に収められているような地道な研究の積み重ねを続けていく以外の方法は無い。非常時であるからこそ、的確な現実把握と地道な分析の積み上げの重要性がより高まっており、今後もこのような分析を積み重ねていくことの必要を最後に強調しておきたい。