松村通信第６９号

2008 年 11 月 14 日
松村勝弘

サブプライムから金融危機で

サブプライムローン問題から　サブプライムローン問題に端を発した今回の金融危機は初めのうちは 2007 年 7 月のベアスターンズ傘下のヘッジファンドが破綻したり，同年 8 月のフランスのＢＮＰパリバが傘下のファンドを凍結したりしたというものだった。その後，資本不足を感じた投資銀行が中東資本などから資本を取り入れて資本増強を図った。日本の金融危機での対応と比べるとなかなか手早く対応していたように思う。2008 年にはいると 3 月に米国投資銀行５位のベアスターンズが危機に瀕し，ＪＰモルガン・チェースがこれを救済した。このあたりで一段落かと見られていたが，米国の不動産価格の下落はサブプライムローンといった低所得者向けのローンが焦げ付いただけでは済まなくなったようだ。ついに，9 月に入って米国の政府系と見られていた住宅金融公社，ファニーメイとフレディマックに対して米国政府が救済策を発表するに及んで，いよいよ不良債権問題が深刻になってきていることを見せつけた。そしてついに，9 月 14 日米国第４位の投資銀行であるリーマン・ブラザーズが破綻した。これで金融が凍り付き，欧米の金融機関は流動性危機に瀕するようになった。米国第３位の投資銀行メリル・リンチはバンカメに救済買収され，さらに米国政府はこの危機的状況に突き動かされたのだろう，保険最大手ＡＩＧには公的資金を注入することになった。これが 9 月 15 日であった。動きは急であった。株価はその後も急落を続けた。米国政府は金融機関株式の空売りの全面禁止という荒療治も行った。しかも，ＦＲＢは米国投資銀行１，２位のゴールドマン・サックス，モルガンスタンレーの銀行持株会社化を承認し，米国の投資銀行は壊滅した。さらに米国政府は急ぎ，9 月末金融安定化法を制定しようとしたが議会がこれにストップをかけ，市場はさらに混乱した。これを見て議会も 10 月 2 日には金融安定化法を成立させ，7000 億ドルの公的資金投入が可能となった。事態の展開は急であった。

金融機関のぼろ儲け　選挙を前にした議会が，ぼろ儲けをした金融機関の救済を一時見送ったのは日本の金融危機の時を彷彿させる。今回の金融危機は欧米に広がっている。サブプライムローンの証券化にとどまらず，証券化はＣＤＳ，そしてさらにＣＤＯといった複雑な金融商品が自由化の波に乗って生み出され，欧米の金融機関はこぞってこれらを取り扱い，ぼろ儲けをしていたわけである。かつて，1933 年に米国でグラス＝スティーガル法が成立し，銀行と証券を分離していたが，自由化の波はこれを廃止させた。殆どの金融機関が証券業務を行っていた。ヨーロッパはもとからユニバーサル・バンク・システムを採用していたので，銀行と証券は分離されていなかった。そこへ新たな金融商品が続々と生み出され，欧米の金融機関はそれによってぼろ儲けする道を選んだ。しかも，ヘッジ・ファンドに代表されるようなレバレッジをきかせて（負債，とりわけ短期の負債を活用して），ハイ・リターンを狙う行動が常態化していた。銀行までそのようなヘッジ・ファンドまがいの行動をとっていた。

ヘッジ・ファンドは短期資金・レバレッジを活用してハイ・リターンを得ようとするわけだから，もし短期資金が取り入れられなくなると，資金ショートを起こすことになる。メリル・リンチ破綻で金融機関が相互不信に陥ると，どの金融機関も資金を供給しなくなる。ファンドは資金不足に備えるためには投資をいち早く回収してキャッシュを用意して

おく必要がある。流動性を供給したのは各国中央銀行であった。これへの対応は素早かった。それというのも早くからこのような事態の起こりうることを指摘する研究があったから，その際流動性供給がカギだと指摘されていたからであろう。このあたりについて，また全体の構造をわかりやすく論じた好著がある。竹森俊平『資本主義は嫌いですか』（日本経済新聞出版社，2008 年）がそれだ。書名が少しちゃらけているようで，私は食指を動かさなかったのだが，Ｓ先生が推奨していたので読んだ次第だ。

日本の証券金融市場の混乱　日本の証券金融市場が混乱したのも，このヘッジ・ファンドの行動による。一方では日本の株式保有構造が近年変化し，日本企業の所有の３割が外国人（機関）投資家によるものとなっている。だから，ファンドなどはキャッシュを手許に置いておこうとして日本株を売りに出たのである。これが日本の証券市場の大暴落をもたらした。しかも円高なので，日本の株価下落をドルベースで見ると多少下げ幅が小さく見える。これが外国人投資家の売りを誘発したと思われる。他方，これまでの日本の低金利は円キャリー・トレードという形で，これらヘッジ・ファンドなどに低利資金供給が行われていたので，資金の目詰まりはこれら短期の円キャリー・トレードの逆流を招いた。日本の金融機関も不安定な欧米金融機関への借り換えに応じなくなった。そこで，欧米の金融機関・ファンドは日本の金融機関に資金返済を行うが，返済は当然の事ながら円で行われる。例えば米国のファンドが所有しているドルを円に換えて返済しなければならない。そこでドルを円に換える。これが円高をもたらし，このことが日本の輸出企業を苦況に陥れ，それが輸出企業の株価下落をもたらすという悪循環となった。

米国一極支配の終焉　今回の金融危機はこれまで赤字の米国がドルをばらまいて過剰な流動性を供給し，しかもこれが基軸通貨で強国でもある米国に還流するという従来の構図が崩れることを意味する。かといって，ユーロへの基軸通貨の移行が進むのかというと，そうはならない。今回の金融危機はＥＵの足並みの乱れを見せつけた。いったいどうなるのか。予断を許さない。しかし，ドル依存は，ドル安円高によって日本企業が悩まされ続けることを意味する。今や日本企業の輸出入の４割はアジア諸国である。これをドル建てで貿易するのは，今回の為替の不安定から見ても，いかにも拙い。とはいえ，ユーロで，ということにもならない。しかし，米国はドルが基軸通貨であることから，ドルさえ印刷すれば，容易に世界からものが買えるというううまみがあったわけで，この地位を手放そうとはしないだろう。ヨーロッパではそれでもユーロがある。日本にはそれがない。また，新興工業国も今回の金融危機を契機に，いつまでもドル依存, アメリカ依存を続けることが，利益にならないことを学んだ。最近の新興諸国を交えたＧ２０は，米国支配・ドル支配のための機関であるＩＭＦ，それを取り決めたブレトン・ウッズ体制の改変を求めている。米国はこれに反対するだろう。米国は自国が前面に立ってドル支配体制維持を主張することは，いかにも拙劣だと自覚している。そこで，日本を矢面に立てようとするだろう。日本は確かに外貨準備として多額のドルを抱えている。ドル基軸通貨体制を守る側に立つインセンティブもないわけではない。しかし，日本の貿易構造から見れば，もはやドル基軸体制に依存することに余り利益はないはずである。『日本経済新聞』2008 年 11 月 14 日号１面に，「金融サミット（麻生）首相提案　ドル基軸維持へ努力」という見出しが躍っている。果たして，いつになったら，日本は米国の「半従属国」の地位から脱することができるのだろうか。

ＨＰを見て下さい。又何でも意見を。
皆さんのご意見を歓迎します。HP（http://www.finance.ritsumei.ac.jp/matsumura/）もご覧下さい。また，メールで意見交換しましょう。メールをよこして下さい（matumura@mba.ritsumi.ac.jp）。