

世界金融恐慌から世界産業恐慌へ： 歴史的視座からの考察

河宮 信郎

はじめに

世界最大級の金融機関ファニーメイ（連邦住宅貸付抵当金庫）とフレディーマック（連邦住宅貸付抵当公社、1971年創設）が問題資産（Troubled Assets）5.2兆ドルを抱えて国有化された（2008年9月）。この（再）国有化は、米政府がレーガン大統領以降ひた走ってきた新自由主義・市場原理主義路線の大団円を告げる弔鐘であった。前者ファニーは、大恐慌期にニューディール政策の支柱としてつくられた国営機関であったが、1968年に「民営化」された。後者フレディーは民営ファニーメイを補強する機関としてつくられた（1971）。両社は、住宅ローンの公的保証制度を定め、モーゲージ担保証券（MBS）の発行（実施1970）を開始して今日の「証券金融経済」の大潮流を創り出した立役者（元凶）である。この両社が、米5大投資銀行の消滅と時を同じくして破綻し国営化された。このことは、「効率的市場仮説」を実践してきた米英型証券金融がじつは破滅的な損失累積メカニズムであったことを立証した。

しかし、かくも非効率かつ自己破壊的な経済システムが全世界を席卷し、実践的にも理論的にも強力な影響力を振るってきたのはなぜか。主要な金融当局や著名な経済学者や金融エコノミスト、経済誌紙が臆面もなく市場原理主義を翼賛してきたのはなぜか。グローバル金融市場のスーパー・バブルが「根拠なき熱狂」であることを察知し、これに警鐘を鳴らした経済学者やエコノミスト（クルーグマンやソロスなど）にだれも耳を貸さなかったのはなぜか。

それは、きわめて多くの経済学者が「市場が均衡形成的である」という信憑構造（共同幻想）に与してきたからであろう。現実の市場は、ある局面では均衡形成的に機能し、他の局面では均衡破壊的・不均衡累積的に機能する。後者の過程では、いつどこでどの

ような「不均衡」が発生し増幅するかが決定的な問題である。この問いには、現実経済の注意深い観察によってしか答えられない。

ここでは、均衡市場モデルや「効率的市場」仮説に立つ演繹的なモデルは当然失効する。これが正統的な経済学であるとする、それは「現実経済の分析をしない（できない）」ものということになり、「鼎の軽重」を問われる。また、従来の金融危機論議には歴史観的な視座からの検討が不十分であると考えられる。本稿はこの不備を補うことを試みる。

1 世界金融恐慌の現況

2007年8月以降、①世界中の金融機関がこぞって巨額の損失を出し、自己資本比率の劣化に苦しんでいる。そして、②長期債券市場が機能マヒに陥ったため、預金でカバーされない長期債券の資金手当ができなくなった。さらに、③短期債券市場が崩壊したため、流動性（短期資金の調達）が確保できなくなった。各金融機関は、自社の存続も危うい状況にあり、当然他社も信用できない。この結果、銀行間の短期資金取引（LIBOR）に倒産リスク・スプレッドが乗るようになった。いまや国際通貨の弱い環となった英ポンドでは、それが6%にも達した（08年10月）。

資金供給を本業とするはずの銀行が資金吸収に奔走し、自己資本・短期資金・長期資金すべてを政府貸付に頼るにいたった。幸いにも預金者はまだ金融機関を信用し預金を据え置いている（大恐慌期よりはるかに有利！）。しかし、金融機関は相互不信を解かず、一日の現金貸付も渋っている。こうして、「国際金融市場は機能を停止した」（ブラウン英首相）[The Economist 2008.10.8]。

金融市場の恐るべき自己破壊力（“the self-destructive power”）に対して、修復・再建に当たる政府の資力は圧倒的に貧弱である。政府資金で肩代わり（民間赤字の国有化）できない（すべきでない）不良債務の洗い出し、利払い停止、不良債権・債務の清算という「金融市場の破産管財」が今後不可避の課題となる。

銀行の資金枯渇は充足されるのか、それはいつか。その資金が産業活動に回るのか、それはいつか。そのときまで、不況の進行も金融資産の劣化も止まらない。

最後には、国家自体もこの渦中に巻き込まれる可能性が高い。もし「国家の救済」が必要になれば、国債利払いも履行できなくなる（国家モラトリアム）。多くの金融危機論

議がこの肝心の問題を避けているように思われる。

2 今次金融危機の歴史的位相

サブプライム問題に発する今次の金融危機は、07年末から「大恐慌以来」というリード付きになっていた。この間、金融危機は実物経済に深刻な衝撃を及ぼした。世界経済の主導産業、住宅・自動車・電機電子部門が、需要減・減産→雇用削減・失業増大・所得喪失→需要減・減産・・・の激烈な縮小スパイラルに陥った。これをみると、世界経済の落ち込みは1929年当時より急ピッチで進行しているように見える。そこでまず、この金融危機と30年代大恐慌の歴史的様相を対照してみよう。

2-1 大恐慌の要件：国際資金循環機構の崩壊

両恐慌に共通な現象として「世界的に形成された国際的資金循環システムが崩壊した」ことを挙げることができる。30年恐慌では、巨大債務国ドイツを巡る借金大循環が崩壊した。今次の金融恐慌では、巨大債務国アメリカを巡る借金大循環が途絶した。いずれの場合も、アメリカの株式・証券バブルの崩壊が震源であった。すなわち、アメリカは、世界史的な借金大循環メカニズムを築き上げ、自ら破壊した。1回目は世界最大の債権国として、2回目は世界最大の債務国として。

しかし、損失の規模・影響範囲において今回のほうが前回をはるかに上回っている。すなわち、①世界的巨大金融機関が軒並み存亡の危機にさらされ、②救済に当たる主要中銀が数四半期で著しい資産劣化を来し（不良債券買取りのため）、③政府財政も危機発現以前から累積赤字を抱えている、などの点では今回の金融危機のほうが一層深刻であるといえよう。これらの特性から、これは大恐慌の名に値し、証券金融バブルに発することに鑑みて「世界金融恐慌」と呼ぶことができよう。

前回の恐慌と今回の世界金融恐慌に共通な特徴は、上記の通り世界史的に形成された資金循環の国際システムが（再建不能な形で）崩壊したことである。したがって、「底打ちや反転はいつか」「有効な景気刺激策はなにか」といった景気循環論的なアプローチは的外れであろう。問われているのは、景気サイクルの周期や位相ではなく、基底にある構造的変動の様態である。そこで、二つの恐慌における国際的資金循環システムの崩壊を対照してみよう。

2-2 ベルサイユ体制の崩壊と1930年代大恐慌

30年代の大恐慌期の国際的資金循環は、ベルサイユ体制（第一次大戦の所産）に即した戦時債務・賠償資金支払の「借金大循環」であった。黒字国・資金供給国は米国で、回転作業を担当したのが大債務国ワイマール・ドイツであった。第一次大戦後の（やや短命だった）安定期を支えた資金循環はつぎの通りである。

すなわち、米（資本投資・資金貸付90億マルク）⇒独（賠償金支払い110億マルク）⇒英仏（対米戦債支払80億マルク）⇒米であった[1924～31年累計]。ちなみに、1ライヒスマルクは1ドル（旧平価）の1/4.2であったから、20億ドル余の資金循環が7年間米欧経済の安定的な自己維持と相互交易を支えていたのである。この債務循環が、米・株バブル崩壊による資金枯渇のために、1929年末突然かつ完全に崩壊した。

このとき最も深刻な打撃を被ったのが、バブル崩壊の震源地アメリカ（今回と同じ！）と資金供給の途絶した債務国ドイツであった。両国で工業生産がほぼ半減し、失業率が1/4に及んだ。このどん底にあっても、両国の既存勢力は財政均衡主義を容易に脱却できなかった。

とくにドイツの場合、ハイパーインフレ（1923）のトラウマとベルサイユ体制への恭順政策に呪縛されていたため、財政政策による内需拡大は一層困難であった。しかも、労働者階級を代表していた2大政党、社民党と共産党が財政支出による失業救済政策をにべもなく拒否した。マルクス原理主義の立場に立つ両党は、失業対策を「資本主義の矛盾を糊塗する奸計」とみなして排撃したからである。

結局、既存勢力は左右両翼にわたって無為無策に終始し、ヒトラーに率いられたナチ党だけが「ベルサイユ体制打破・公共事業（アウトバーン建設等）と再軍備による失業救済・自給経済主義（アウトアルキー）」という現状変革的な政策目標を掲げた。古典派経済学ともマルクス主義とも無縁だったナチ党しか断固たる恐慌対策を提起できなかったところにワイマール・ドイツの悲劇がある。

逆にいうと、もし「賠償停止と失業救済」を軸として確固たる恐慌対策を打ち出す政治勢力が登場していれば、ナチの権力掌握と、それに続く対外・侵攻・ユダヤ人殺戮を阻止することが可能であったと考えられる。しかし、もしここでハイエク流の新自由主義でナチズムに立ち向かったらどうだったか。新自由主義の経済政策は「政府主導」の恐慌対策を忌避し、市場原理に立つ「自生的秩序（均衡回復）」に俟つ。新自由主義のナイーブ（幼稚）な政策路線は、失業の恐怖に日夜苛まれる大衆の失望と侮蔑を買うのみ

で、ファシズム阻止どころかヒトラー台頭の引き立て役に堕した危険が高い。

ちなみに、スターリン治下の旧ソ連も恐慌には巻き込まれず、「強制収容所列島」的な強権政治のもとながら、外見上は順調に5カ年計画を進めていた。この時期における旧ソ連の発展は、長期低迷を続けた米経済と対照的であり、ソ連型「社会主義」の威信を高めた。このため大戦後独立した多くの国（インド、エジプトなど）の指導者が、ソ連型社会主義を有益なモデルとして参照した（政府主導の開発型専制という政治形態がソ連型社会主義と親和的であったことも作用していたであろう）。

30年大恐慌の渦中で、ヒトラー、スターリン、高橋是清、ケインズはそれぞれ固有の対応策を提起した。高橋財政の「徹底的流動性供給＋暴走的軍拡阻止」の路線は注目に値する。もし「軍拡志向でない恐慌対策」が国際標準になっていれば、第二次大戦を回避しえた可能性がある（ただし、高橋も日本の満州支配には許容的であった）。この状況下でハイエク流の新自由主義路線、つまり「政府主導の政策対応排除・市場による秩序形成」は恐慌の圏外に立つ特権者の夢にすぎなかった [Appendix 図1 参照]。

この30年代前半に世界貿易の劇的な衰退が生じた。その最たる原因は、「失業と所得収縮」による生産減退にあった。保護貿易主義が国家対立を強めたこともたしかであるが、それはむしろ生産減退・所得喪失の派生的現象であった [Appendix 図2 参照]。

（なお、この状況は現在でも再現している。現近の世界貿易の顕著な収縮は、米をはじめ日欧・新興地域における所得破壊・需要急減を直接の原因としており、決して「保護主義の復活」や「関税戦争再燃」の結果ではない。もっとも今後は、雇用保護・産業保護への傾斜が強まると考えられるが。）

2-3 ブレトンウッズ体制の展開と終焉

第二次大戦の戦後処理を主に担ったのがブレトンウッズ体制（ドル為替金本位制：1944・45～1971）であった。ベルサイユ体制瓦解の反省に立ち、「無賠償・戦債放棄・米の資金供与」をベースとするこの戦後体制のおかげで、欧・日は急速な復興を遂げた。この間、諸国政府はきびしい為替管理・貿易管理・金融規制を敷いていた。このような保護主義的な金融・貿易政策のもとで欧・日の順調な戦後復興・経済発展が実現したことは特筆に値する。この結果、皮肉にもブレトンウッズ体制の唯一の資金供与国であった米国が、貿易競争上の弱者に転落し（軍事・宇宙部門と農業を除く）、ドルの金兌換停止に追い込まれた（1971.8.15）。

このような世界経済の構造変動は、アメリカ一極体制の脱却という点では望ましい発

展であったいえよう。ただし、世界経済の成長モデルが「米国型石油浪費文明」であり、資源・環境問題をもたらした点で、深刻な限界を有していた。[cf. 「近代経済システムにおける化石燃料燃焼—消費拡大に対する資源・環境的制約と社会経済的な制約—」、『中京大学経済学論叢』第18号（2006）]。

なお、旧ソ連・東欧・中国（1949～）は、この体制の圏外に置かれ、国土が主戦場となった不利にくわえて国営経済の非効率性に災いされ、戦後復興において著しい立ち遅れを喫した。

ドルの決定的な弱体化を受けて1971年にブレトンウッズ体制（ドル為替本位制）が崩壊し、代わって「変動相場制」が登場した。しかしこの体制のもとでも、各国は貿易競争上の配慮から、自国通貨の対ドルレート上昇を嫌い、黒字国は余剰ドルの対米還流に腐心した。この結果、米国は労せずして散布したドルを回収し、「双子の赤字補填」と対外投資を賄うことができた。さらに、基軸通貨ドルの発券という米政府の特権（基軸通貨シニョレッジ）が、米大手銀行と投資銀行に対する最大の後ろ盾となっていた。彼らは米政府の通貨特権に保護された「護送船団」であったがゆえに、長期にわたって世界金融市場における優位をほしひままにした（今次金融危機は、彼らがこの特権を乱用しつくしたあげくの破局であった）。

こうして「変動相場制」に移行したのちにも、為替相場は「市場変動と政府介入の複合」で決まり、結果的にドルに基軸通貨としての地位（実質はドル・石油複合本位性というべきか）を保証してきた。これを単に「変動相場制」といわず、あえて「ブレトンウッズⅡ」と呼ぶ意味がここにあるといえよう。

2-4 ブレトンウッズⅡの展開とその崩壊

レーガン政権以降、米国の貿易赤字と政府赤字がほぼ一貫して増大し、ブッシュ子政権に至って破局に達した。90年代以降の国際的資金循環では、黒字国が産油国と日本そして（新興の）中国であった。資金回転を主導したのは超巨大債務国・アメリカである。米国経済をファイナンスするための「借金大循環」はつぎの通りであった。

日・中・産油国（米国債購入・対米民間投資）⇒米（輸入代金・債務金利の支払い・政府赤字補填+対外投資）⇒世界〔アジア・欧露・中南米〕（輸入代金支払い・投資）⇒日・中・産油国⇒・・・崩壊直前の2006、07年に米経常赤字は約8000億ドル、資本流入は2兆ドルを超えていた。この巨額の資金を、米金融業は不良債券の売買という「債

務ブーメラン」に投入・消尽していたのである。

世界的資金循環の破綻は、今回も米・証券バブルの崩壊に発している。米に流入した資金が、巨大損失発生のために不良債券化し、つぎのステップに進めなくなった。この結果、資金循環が機能麻痺に陥ったのである。

ちなみに、これが「借金循環」であるゆえんは、基本ステップたる「米への資金流入」が米国債・利付債券などの借金証文と引き換えであったことである。また、借金循環であるためにステップごとに利子がついて額面が膨らむ。じつは、この膨張自体が「証券金融」の発展としてもはやされていた。しかし、この債務膨張こそリスクの根源であった。なぜなら、この膨張が実物経済の成長や利払い原資の確保と無関係に進行したからである（債務返済が履行される段階では、債務残高は減少していくはずである）。

世界金融恐慌が、住宅部門を超えて自動車・電機産業から一般消費財部門にも波及し、実物経済を大減産に追い込んでいる。この結果、生産減（企業の減産・倒産）→所得減（減給・失業）→消費減→生産減→という悪循環型の世界同時不況が発現した（このため、急騰し続けていた資源価格・石油価格が08年8月以降急激に下降した。しかも、資源価格低落が経済の復調に貢献する兆候はみえない。）

これをみると、グローバル金融市場は旧社会主義経済よりも一層赤字累積的・非効率的な経済機構だったのではないかという疑問がわく（少なくとも、旧社会主義は他地域の発展を妨害せず、むしろ資源と市場を提供した）。

いまやシティグループ、バンカメ以下世界の上位銀行がメジロ押しで危機に陥り、国家による救済（わるい意味での「金融社会主義」？）を渴望している。こうして、1990年以降の世界経済は、国営経済の破綻⇒市場化⇒市場経済の破綻⇒国営化（⇒？）というフェーズを経験した。この状況は、近代の経済体制に内在する不安定性を再検討するという課題を提起している（30年代大恐慌では、大銀行はほぼ健在、破綻は中小行に限られていた）。

もともと政府（予算規模）は実物経済（GDP）より小さい。ところが、実物経済の3～4倍に肥大した金融業界が、一層「政府を小さくする」ために狂奔していた。挙句のはてに、自ら巨大損失を出して軒並み政府保護を求めるに至った。しかし、政府は自分よりはるかに巨大なものを救えるか。敢えて救ったら、政府はどうなるか。

3 市場原理主義と規制なき金融市場—その興隆と破綻

1990年を境に旧社会主義圏がほぼすべて市場経済に転換し、「社会主義信仰」が最終的に消滅した（スターリン批判・毛沢東批判で大勢は決していたが）。旧社会主義圏の崩壊を跳躍台として、市場原理主義・新自由主義が一举に世界標準となり、20世紀末を通して「効率的市場信仰」にまで上りつめた。

そもそも、ハイエク・フリードマン流の市場原理主義は、1972年の石油危機・スタグフレーション時代の閉塞感をバネとして急速に台頭し、サッチャー・レーガンの熱烈な支持を利用して米英政府の公認理論となった。新自由主義者（ネオリバータリアン）は、福祉国家を「集産主義」（全体主義の総称）への妥協・屈服と断じて敵視し、その打倒に強い使命感を抱いていた。

米英金融市場は、「金融ビッグバン」（1986～）以降、新自由主義の最強のプロモーターとなり、市場原理の妨げになりそうな規制を世界中から追放すべく奮闘してきた。しかしこの間、金融市場は株価暴落（1987）、アジア・ロシア通貨危機（1997～98）、ITバブル崩壊（2001～02）を立て続けに起こし、システムの不安定性を露呈してきた。

金融自由主義の最終的な勝利を画したものが、銀行・証券の兼業容認（米グラス・ステイーガル法の完全撤廃、1999）と投資銀行に対する自己資本比率規制（8%条項）の撤廃（2004）であった。こうして、金融安定性確保のための最後の防波堤が爆破された。（ただしこれらの金融規制は、絶えず実質的な侵害にさらされ、久しく形骸化してはいた。）

米金融市場は、かねての念願通り究極の規制緩和を獲得し、究極のバブルに向けて驀進した。IT株バスト（2001～02）はからくも米国内に留まったが、金融証券バブルの破綻（2007.8～）は世界金融市場を一瞬のうちに機能マヒに追い込んだ。証券金融が、最新の金融技術を介して世界経済を緊密なネットワークに一体化していたためである。

残された唯一の救済手段が、「国営化」、つまり新自由主義の反対極への転換であった。いまや、新自由主義が見捨てられ、ケインズ型財政支出策が急遽呼び戻された（しかし、金融市場救済に財政資金を投じることがケインズの主旨に適うか・・・）。さらにはマルクスの「信用恐慌」論が国際的に注目を浴びているという。

じつは、「金融市場危機」問題より長期的なパースペクティブにおいて、近代経済体制（旧共産圏を含む）は、実体的に「化石燃料と鉱物資源の大量消費システム」であり、資源・環境制約というくびきのもとに置かれてきた。すなわちこれらの外在的制約が、実

物経済システムの長期的な安定性（持続可能性）を限界づけていた。

市場原理主義者はこの制約を無視（先送り）するか、あるいは市場メカニズム（価格による需給調節や技術開発投資）で処理しうる問題とみなしてきた。そのうえで、自由な市場こそ「最速の成長を可能にする」と主張してきた。これは見方を変えると、資源制約ないし環境制約に至る期間を「最短」にすることになる。

ところが、案に相違して、自由化された金融市場が劇的な破綻を遂げ、世界経済を縮小過程に追い込んだ。そしてこの世界同時不況からの脱出が最も緊急な課題となった。しかし、大不況の克服策が単純な「資源浪費型社会」への復帰であれば、たちまち資源制約ないし環境制約に逢着する。また、破綻直前の「好況」が、アメリカを舞台とした「借金大循環」であったことを考えただけでも、単純な回復はありえない。

この世界不況は、「効率的市場」信仰（新自由主義）と最速成長路線、資源多消費型文明がセットで頓挫した結果であると考えられる。金融市場の再建・安定化も実物経済の再構築も、この現実認識に即して進める必要がある。

4 グローバル金融市場のメルトダウン

市場経済は、事実上唯一の経済システムであるだけでなく、「最も効率的」な経済システムであるとされてきた。実際、中国が共産党専制のもとで市場経済に転向し（1980年代後半）、旧ソ連型国営経済が終焉した（1990年前後）ことによって、市場経済は掛け値なしのグローバル・スタンダードになった。しかし、旧社会主義圏の経済的破綻と市場経済への移行は、《市場経済の比較優位》を示したにとどまり、《自由な市場経済が真に経済合理性を発現するシステムである》ことを立証したとはいえない。

ところが、新自由主義者（市場原理主義者）は、市場経済こそ最も効率的な経済システムであるというドグマ（効率的市場仮説）を振りかざして、規制緩和と「小さな政府」（じつは社会保障削減と軍備拡張）を強硬に主張してきた。1980年代のサッチャー政権とレーガン政権は、ハイエク・フリードマン流の新自由主義を意識的に政策原理として採用し、金融ビッグバンや社会保障の削減、労組の弱体化などを進め、脱福祉国家・金融立国路線を敷いた。この路線は、政権党の交替にも関わらずのちの政権に引き継がれ、米英は新自由主義と金融立国路線のモデル国家になった。

その結果、両国は符節を合わせたように、経済の金融化、金融の証券化、住宅ローン

を原債とした証券の大量発行（金融商品バブル）に進み、住宅バブル破綻を機に金融市場の崩壊を迎えた。こうして、新自由主義の教義のもとでグローバル化され、自由化された金融市場は、「効率性」を立証するどころか、巨額な金融損失の震源になっていた。金融市場が長年の規制緩和と金融技術革新の成果を享けて、高速・高能率で金融商品を大量生産したことが裏目に出たのである。もはや、金融商品がGDPの何倍にも及ぶ巨額であること自体が、まともな決済を不能にしているといえる。^[注1,2,3参照]

金融市場の瓦解に直面したブッシュ政権首脳は、長年信奉してきた「新自由主義」を一擲し、金融機関救済のために惜しみなく財政資金を投入する政策に転じた。いまや金融市場は、みずからつくりだした不良債券の大津波を逃れるために、「巨大な政府」の「見える手」に頼り切っている。しかし、不良債権の規模が政府財政規模を遠く上回っており、金融経済に特化した国々はいまや「金融亡国」を心配せざるをえない。

要するに、新自由主義的に編成されたグローバル金融市場は、非効率というより損失累積的であった。そして、「政府による法外な資金補填なしには生きていけないシステム」であることを自ら立証した。

「市場の効率性」と「小さな政府」という新自由主義のドグマがなぜ崩壊したのか、その前になぜこの先験的ドグマが世界経済の指導理念になりえたのか。そして破綻した新自由主義になにを対置すべきかが、基本的な問題である。

注1：[ニューヨーク 2008年4月15日 ロイター] 国際スワップデリバティブ協会（ISDA）は15日、世界のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引高が2007年末時点で62兆2000億ドルとなり、年央時点の45兆5000億ドルから37%増加したと発表した。06年末時点の34兆5000億ドルからは81%と大幅な増加となった。CDSは企業など債券発行体のデフォルト（債務不履行）をヘッジする目的のほかに、発行体の信用の質に基づく投機的取引に使用される。

ISDAのロバート・ビッケル執行役員兼最高経営責任者（CEO）は発表文で、「リスクに面している信用の量は、名目元本のわずかな部分に過ぎない。これらの数値から、市場の感触が良くつかめる」との見方を示した。金利デリバティブ取引高は07年末時点で382兆3000億ドルとなり、年央時点の347兆1000億ドルから約10%増加した。06年末からは34%増だった。エクイティ・デリバティブの取引高はほぼ横ばいの10兆ドル。ただ、06年末からは39%増加している。

注2：米GDPが14兆ドル（07年）、世界GDPが50兆ドル強であることを考えると、金融デリバティブがここまで膨張したこと自体が危機といえよう。債務者は、相当する引当資産なしには、決済はおろか金利支払いにも窮するであろう。しかし、十分な資産をもつものが巨額の有利子借入をするだろうか [筆者]。

注3：[Greenspan Concedes Error on Regulation]

グリーンズパン前FRB議長が議会に喚問され、05年までのFRB規制が適正であったか否かについて鋭い批判にさらされた。彼は、自由な市場の自己修正能力（self-correcting power）を過度に信頼し、住宅ローン貸付の自己破壊的な力（self-destructive power）を予測し得なかったと認めた [The New York Times, 2008.10.23]。しかし、「市場過信」の過ちはLTCM破綻時に彼に突き付けられた批判であり、彼は救済を「a huge mistake」と認めていた [News Week, 1998.10.12]。FBR議長としての責任感・学習能力の欠落を露呈したものといわざるをえない。

ちなみに、世界経済危機についてのレビューとしては『週刊東洋経済』2008.11.8、2009.02.14の特集が要領をえている。日々の推移については、ヌリエル・ルービニ教授(ニューヨーク大学)の主宰する Roubini Global Economic Monitor [<http://www.rgemonitor/>]が精力的な論評を続けている。

5 実物経済への衝撃—自動車産業の場合

米金融危機は、住宅ローンだけでなく自動車ローンから消費者クレジットまであらゆる消費者ローンを一挙に収縮させた。このため、米国の自動車販売は前年比4割近い低落を見せ、自動車ビッグ3の経営危機が不可避となった。主力車種の大型車やピックアップ・トラックの売れ行きも急減している。174億ドルの米政府融資(GM向け134億ドルとクライスラー向け40億ドル)が決まったが、これも越年資金を補給するだけで、再生の展望を開くものではない。中小型車主体の日本車の輸入も同じペースで急減し、日本のメーカーは必死で生産を削減している。

ちなみに、卓越した収益力で知られてきたトヨタは、ハイブリッド車の多型化など環境対策における先進性を成長戦略の要としているようにみえた。しかし、内心ではGM型大型車路線に惹かれていたらしく、テキサスに大型車の専用工場を新設した(文明観レベルでの誤算ともいえる)。それが操業を始めた途端に金融危機と油価高騰(08年前半)に直撃され、生産車がまったく売れなくなった。新工場は結局閉鎖を余儀なくされ、またミシシッピ州に建設中の新工場も操業開始を景気回復まで見合わせることにした。

注目すべきこととして、石油価格高騰で大型車を見限った消費者は、石油価格がバレル40ドル以下まで急落しても、もはや大型車志向に戻ろうとしない。これは、たとえ一時的に安くなっても、また高値に戻るという見通しをみなが共有しているからであろう。消費者は、新車への買い換えもなるべく延ばし、可能なら鉄道を利用するなど、自動車利用を必要最小限にしようという志向に転じたように思われる。また青年層がなかなか定職につけなくなり、車を買う余裕を失ったことも打撃になっている。

自動車は資材集約的な製品であるために、自動車生産の縮小は、高級鋼板・マイクロコンピュータ・ファインケミカル・プラスチックなどの需要減に直結する。したがって09年3月期決算では、製鉄業、合成化学産業でほぼ全社が赤字という状況に陥っている。

また、電子産業は IT バブル崩壊 (2001~03) の傷が癒えないうちに、それ以上の不況に襲われた。デジカメブームが終わり、液晶 TV ブームが未発、格安ノート PC がパソコン主力になるなどの業況で、エレクトロニクス産業も展望なき不況に陥っている。

歴史的にみると、100年前の1908年に、フォードは大量生産車 MODEL T を送り出して自動車を奢侈的贅沢品から大衆的商品に変えた。しかし同じ年に発足した GM (ゼネラル・モーターズ) は、やがてキャデラックを頂点とする多型化戦略 (フルライン・ポリシー) を打ち出し、基本車種の安価量産を社是としていたフォードをみごとに出し抜いた。フォードがモデル T を捨てて多型化路線に転向したときには、もはや GM に追いつけないほど引き離されていた。しかし、後発のクライスラーを含めて 3 社は大恐慌の嵐を耐え抜き、第二次大戦の軍需景気に乗ることができた。しかし、1970年代の石油ショック以降再三の石油価格騰貴にも、環境問題の深刻化にも背を向け、ひたすら大型車に固執してきた。この退嬰的な経営姿勢がついに消費者から見放され、決定的な難局に直面した。文字通り100年目の危機である。

6 本国産業保護政策への回帰

自動車産業の雇用を維持するため、米国だけでなく政府支援の動きが広がっている。EU、英国、スウェーデン、カナダ、中国などで、必ずしも企業の国籍を問わず、国内の工場を支援する政策がとられる。またロシアは国内生産保護のため09年1月から関税を引き上げた^[注4]。

多角的貿易交渉 (ドーハ・ラウンド) は積極的な推進者を失い、合意形成への悲観論が広がっている。もちろん、これは市場原理主義への留保ないし離反を示す。これをど

注4 主要な自動車業界・支援策 [朝日新聞2008.12.23]

米国: GM とクライスラーに174億ドル (1.5兆円) / カナダ: GM・クライスラーのカナダ法人に40億カナダドル (3000億円) / EU: 業界に50億ユーロ (6000億円) 以上 / スウェーデン: SAAB (GM傘下) に280億クロナ (3200億円) / 仏: 車廃棄に奨励金1000ユーロ (12万円) / 独: 自動車税一時免除 / 英: ジャガー (タタ・モーターズ傘下) に融資検討 / ロシア: 政府購入額1.8倍に増額、カーローンの利子補給、輸入関税引き上げ / 中国: 奇瑞汽車に100億元融資 (1300億円) / 韓国: 車購入時の消費税30%割引 (6月まで) / 印: 自動車部品の輸入関税率維持 (ドーハ交渉の合意保留)
追記: GM116億ドル、クライスラー50億ドルの融資追加が申請された (09年2月17日)。また SAAB は融資撤回により、倒産 (2月20日)。

う評価すべきか。日中韓をはじめ輸出依存度の高い経済も、需要収縮の予測に応じて生産を削減しており、出血ダンピング的競争に向かうことを避けているように見える。世界総需要の通減という与件のもとでは、これは次善の策である。

実際、アメリカが産業保護策を公認したら、これに代わる貿易自由化のプロモーターは出てこないであろう。全産業的な生産縮小トレンド（新規投資なし）のなかで国際競争を加速すれば、生産は競争力最強の国（絶対優位国）に集中する。しかし、その勝者も産業衰退・所得崩壊に苦しむ敗者に輸入増大を強いることはできず、共倒れになる公算が大きい。

そもそも、ブレトンウッズ期の経済発展をみると、《過度の入超を防ぎ過大な出超を招かない範囲》の貿易・資本管理は、世界経済の安定に貢献してきたのである。この時期、景気変動は続いていたが、「不均衡累積型」の市場暴走は起こらなかった。そして日欧経済をみればわかるように、保護貿易のもとでも「比較優位部門」への資本移動は十分に進行し、それに応じて産業構造の高度化が進んだ。

7 大恐慌期の貿易収縮と貿易保護政策

現行の貿易収縮に関連して、自由貿易主義を「大恐慌からの歴史的教訓」として正当化する議論について検討しておこう。

いまなお市場原理主義を奉じる論者は、景況に関わらずあるいは不況時こそ貿易自由化を促進すべきだと主張する。なぜなら彼らは、1930年代の大恐慌を「恐慌⇒貿易保護主義⇒対立激化⇒戦争」のコンテキストで理解し、自由貿易の堅持が経済収縮スパイラルを防ぐための要だと考えるからである。たとえば、08年11月下旬のAPEC（太平洋経済協力会議）で、ブッシュ大統領（当時）は「大恐慌の教訓は、保護主義が世界経済の崩壊につながる道だということだ」と述べた。

大恐慌史に対するこの解釈は定説化されている感があるが、再検討を要すると私は考える。まず大恐慌期における「自由貿易主義」の正道は「金本位制死守」であった。ところが、これは恐慌の混乱を深めるだけの愚策であり、維持不能だった。金本位制離脱（英1931.9、日1931.12、米1933.4）は必然であった。逆にいうと、チャーチル蔵相による旧平価でのポンドの金本位復帰（1925年）や井上準之介蔵相による金解禁（1931年初）は理論的無思慮・独善的願望に発する歴史的愚挙であり、大混乱を招いたのち停止され

た [J. M. Keynes: The Economic Consequences of Mr. Churchill (1931)、『ケインズ全集Ⅸ』(説得評論集) 救仁郷繁訳、ペリかん社 (1969) Ⅲ・5 (三) & (四)]。

金本位制崩壊で平価切り下げ競争が起こったが、結果的には金価値でみて3～4割の減価で均衡に達した(米ドルで20.67\$→35\$/オンス)。しかも「貿易量」に注目すると、1929年～34年の間にわずか22%しか減っていない(29年を100として、34年に78)。鉱工業生産指数が世界平均で40%近く減少したのに比して(とくに米・独は47%減)、貿易量は8割がた維持された。必要な物資は十分に交易されていたのである。これと対照的に、「貿易額」は激減した。輸出入合計は29年の686億ドルから、34年の233億ドル(約1/3)まで一方的に縮小した[堀江忠男『世界経済の歴史・理論・展望』ダイヤモンド社、1979、pp.63-65]、[Appendix 図2参照]。

これが、歴史的に有名な「国際貿易縮小スパイラル」の実状であった。上述の通り、貿易縮小の最大の原因は関税障壁ではなく、価格指数が43.5%に落ちて正当な代価が取れなく(払えなく)なった点にある。すなわち、この「貿易額」の縮小は、基本的に失業増大・所得喪失による価格破壊の結果であり、関税戦争はむしろ副次的要因であったと考えられる。

大恐慌の残した歴史的教訓の核心は、「失業増大・所得喪失」対「価格破壊」という負のブーメラン(デフレ・スパイラル)が不毛だったという点にある。「保護貿易原罪論・自由貿易至上主義」は、「大恐慌からの教訓」としては的はずれである。今次の経済危機においても、自由貿易主義が維持されても経済復調への貢献は限られたものに終わるであろう。

経済の縮小期には、雇用・所得を維持するための貿易管理は必至であるだけでなく、(適正な限度内では)経済合理的であると考えられる。環境制約や資源制約で経済活動の抑制が必要になる場合にも、市場競争ではなく、協議や割り当て(配給)制による配分が重要な役割を担うことになろう。

8 「金融立国」転じて「金融亡国」へ

一部の小国、アイスランドやスイスなどは、米英以上に経済の金融化を進めてきた。その結果、国内の上位銀行がGDPの何倍もの金融負債を抱えて、政府の庇護を求めるといふ悲惨な事態に陥った。政府は、銀行国営化や赤字補填を宣言したものの、実効的に

銀行を保護する財政力を欠いている。もっとも米英その他の政府も、程度の差はあれ、金融危機を解消するに足る財政余力を欠いている点では同じである。

アイスランドでは、上位3行 Landsbanki、Kaupthing、Glitnir の資産 (=預金者への債務) 1250億ユーロ=1850億ドル (約16.5兆円) が GDP (145億ユーロ) の9倍弱に達しており、政府管理に移してもなお預金封鎖を避けられなかった。もし政府が非常手段として通貨を増発し、3行の損失補填をはかったとしたらどうか。アイスランド通貨の為替レートが一層暴落し、外貨 (ユーロ・ドル・円) 建の債務額は暴騰する。3行の金融債務 (預金) は主に外貨であるため、たとえ政府が援助資金を傾注してもアイスランド・クローナの暴落に相殺されて支援効果は上がらない。このケースから逆に、銀行が「救済可能」であるための条件がわかる。すなわち「資産規模小」かつ「外貨建て債務少」である [The Economist, 2008.10.11, p.85]。しかし、危ない取引をしている銀行はたいていこの条件を満たせないのではないか。

独・英・仏でも上位行は GDP 並みないし以上の資産規模を持ち、数行集まれば GDP をはるかに超える。アメリカにしても、国営化されたフレディーマック・ファニーメイ2社だけで5.2兆ドル、米 GDP14兆ドル (07年) の1/3強を占める。ちなみに、両社はずもと国営企業で60年代末に民営化された。それが巨額の不良債務を抱えて、再度国営企業に戻った。さらにこの上、大手金融機関が数行危機に陥れば即、打つ手に窮するのである。現行の金融救済策のために1.5~2兆ドルの国債発行が必要であり、米国債の低落 (金利上昇) かドルの低落 (インフレ) かのジレンマが迫っている。「経済の金融化・金融の証券化」があたかも経済的先進性の証であるかのような風説が流布されて10余年、いまや「金融亡国」現象が一挙に発現してきた。

9 多重証券化金融システムの不条理

米英型証券金融では、起債から満期償還 (決済) に至るプロセスにもともと構造的矛盾が内蔵されていたと考えられる。金融の証券化では、通例長期債権 (e.g. 住宅ローン債権) を原債として短期債券 (e.g. RMBS: 住宅ローン担保証券) を発行し、これを売却すると元本を回収できる。こうして、早期に回収した資金をさらに運用すれば、二重三重に収益を稼ぐことができる。これによって、資本の回転は早まり、資本効率が向上する・・・という思惑はじつは虚構であった。

なぜなら、証券の発行者は、売却・現金取得と引き換えに、満期に「元利償還をする義務」を負うからである。もし売却代金を投資に回したら、満期時の現金支払いには、新規の現金借入れ（有利子債務）が必要となる。「二重三重に収益を稼ぐ」どころか、満期償還のための現金確保に追われるだけである。以下でこの点をくわしく検証する〔関連文献：「米住宅ローン・バブル破綻と多重証券化システムの金融不安定性：構造的分析の試み」、『中京大学経済学論叢』第19号（2007）、中京大学経済学部〕。

9-1. 「米英型証券金融」総体の挫折

投資銀行中「最強」を謳われたゴールドマン・サックス（GS）はサブプライム危機をただ1社察知して、06年末に関連債券を売り抜け、さらに先物売りで値下がり益まで出したという。そのGSが、LBO（レバレッジド・バイアウト）やCDSその他の証券取引で結局損失を出し、08年9月投資銀行（証券会社）を廃業して商業銀行（都市銀行）に転業すると宣言した（とはいえ、自己資本調達も貸出資産圧縮も容易には進まない）。証券金融のどこがおかしかったのか。

証券会社が、株式や証券の発行や売買を仲介して「手数料を稼ぐ」だけなら、バブルでもバストでも儲けられる。レバレッジを効かせて資産を膨ませ、「自己勘定」で大量に証券を発行する投資活動をしたから、大きな利益を出したり大損失を出したりしたのである。そして、結果的には圧倒的に損失が優勢になった。案件の適否を越えて、証券化という業態それ自体が破綻したといってよい。

9-2. 単純なモデルによる証券金融の構造的説明

たとえば、モーゲージ・バンクA社が「貸付額30万ドル、30年償還、金利10%」のサブプライム・ローン債権をもっており、1%の利ザヤを抜いて証券会社Bにそれを転売するとする。

つまり、B社は額面30万ドル・金利9%の原債（高リスク）を買い取る。それに、額面30万ドル・金利5%のプライム・ローンを組み合わせて、格付けを高めるとする。「元本60万ドル・金利7%」の原債になる。これに与信保証（CDS）をつけてプライム級の格付けを持つ住宅ローン担保証券（MBS）に仕立てる。

そして、60万ドルのMBSを1万ドル証券60本とし、60人に売りつけるものとする。ただしCDS保証料1%を保証会社に払うと、金利は $7 - 1 = 6\%$ に落ちる。しかし、プライム級（金利5%）で売れるから、1%の利ザヤがとれる（本当は各段でもっと利ザヤ

を抜くトリックが使われるが、一応正直な商いで考える)。

これで、証券会社は原債を元本60万ドルで買ったが、証券の売却で元本60万ドルを取り戻し(原債購入資金の早期回収)、即座に1%分の利ザヤを取った。これは割の良い商いにみえる。

ところが、3年後にはMBSの満期がくる。つまり、元本60万ドルを現金で償還する必要がある。ここでは、折角回収した金60万ドルをまた証券の買い手(投資家)に返さねばならない。他方、原債購入に投じた60万ドルは30年経たないと完済されない(3年分の回収額は1割・3万ドルにとどまる)。

だからといって、売却代金60万ドルを正直に引当金(現金)や短期性預金(低利)の形で保有するのは、投資業としては失敗である。運用益が取れないからである。

ともかく、《現金を保有することなしに》この資金繰りを乗り切る必要がある。このために、親銀行の融資約束(クレジット・ライン)を取りつけたり、MBSをCDO(債務担保証券、Collateral Debt Obligation)に組み換えたり、より短期のコマーシャル・ペーパー(通例3カ月満期)を売り出したりする。ところが、これでもやはりその証券形態に固有の満期=償還期限が来るから、資金調達負担は依然として解消しない。

原債元本(住宅ローン)が未返済である以上、どうやりくりしても、現金の不足は埋まらない。完全な決済は住宅売却代金を全収(ローン完済)するときまで待つしかない。では既発債返済のための引当金を積むかわりに、つぎの起債・売却で稼ぐ資金をその穴埋めに充当したらどうか。これでは、次回以降の発行債券は、単なる「借換債」となり「現金収入」をもたらさない。また手数料がかかるのに、発行益が見込めない。

結局、証券会社は発行証券の満期償還のための資金調達に絶えず追い立てられる。証券化・証券売却によって「原資が回収できた」と考えたのは錯認であった。この自転車操業の間に、原債のローンにデフォルトが発生しはじめると、それをもとにした証券は信用を失い、売れなくなったり減価したりする。万事窮すで、借換えも不能である。

ところが、その行き詰まりを(一見)打開する手段がある。たとえば、3年後にローンの借り手が値上がり益を含んだ時価(たとえば75万ドル)で住宅を転売できれば、本当に現金化が実現し、あらゆる中間マージンや手数料を含む経費が現金で決済できる。

ただし、ローンの借り手は住宅を手放してローンを解消することになる。その際、借り手には「値上がり益」はほとんど渡らない。なぜなら、3年間の利息や「期限前償還のペナルティ」(通例ローン残額の5%)、転売経費、ローン解約手数料などが目一杯差し引かれるからである。しかし、この比較的安全な(と思われた)逃げ道があったから、

売り手・買い手ともにサブプライム・ローンをやや安易に契約したともいえる。

ところが、この決定版「繰り上げ返済」がじつは「現金決済」になっていなかった。なぜなら、転売される住宅の買い手も通常、現金ではなくローンで支払うからである。すべての問題を解決するはずだった「転売・繰り上げ返済」は、「同じ物件により高いローンを設定する」ことを意味していた。「より高いローン」を他社に負わせても、自分も他社から回ってくる高値ローンを受けざるをえないから、金融界総体としては「現金決済」制にならない。他方、末端の証券投資家（日本の金融機関もこれに属する）は、現金で証券を購入し現金で満期償還を受けるつもりでいる。ところが、証券発行者は引当金を用意してない（他で運用中のため）。だから、債務残高の増大が続くと、必ず現金決済（満期償還）を履行できなくなる。

9-3. 多重証券化システムの本質的限界

上述の例は、住宅価格が「順調に値上がり続ける」条件下（デフォルト・リスク未発現）でもなお、破局的債務暴走が避けられないことを示している。さらに、このモデルから、以下のような多重証券化の一般的特性・限界を引き出すことができる。

- (1) 「元本短期回収」の虚構性：《長期債権の証券化で元本資本が迅速に回収される》という想定は虚構（錯認）であった。「証券化による資本回収」は、実態的にみると「元本資金の短期借り換え」を制度化したものにはすぎない。こうして、証券バブルの上昇過程自体が、「現金決済不能・債務の一方的累積」という構造をもっていた。
- (2) 金利通減カスケードの制約：証券化の階層を重ねるたびに、導出（derive）される金融派生商品（derivatives）の金利は下がる（中間業者が利ザヤを抜くため）。この事例では、MBS 一段階の証券化であるのに、終段証券の金利はかなり下がった。したがって、実際の証券金融にみるように、MBS を組み合わせて CDO をつくり、CDS による保証をつけ、そこからさらに合成 CDO をつくれれば、最終段の証券金利はかなり低くなる。ところが、最終段の金利が米国債の金利を下回ることは許されない（証券会社は米政府より信用が低い）。とすると、原債の金利をつり上げるしかない。したがって、証券業界は、高イールド・高リスクの原債をつくり出す（捏造を含む）しかない。（もし原債が十分に健全なら、誰にも譲渡せず自らそれを保持するのが最も高い金利をえる確実な道であろう。）
- (3) 金融工学の機能：金融工学は、(1)・(2) の欠陥を「分析」する理論ではなく、「糊塗」する技法であった。それは、統計理論的粉飾を凝らしてリスクの「管理・抑止」

を演出し、金融商品の信用を徹底的に嵩上げした。ゲタを履かされた「高格付け債」券はリスク・プレミアム最小で投資家に売れるから、証券業界は高い中間マージンを取れる。つまりこれは、金利低減カスケード(2)を緩和する。しかし、満期償還資金の欠如(1)には効かない。金融工学は、バブルの破綻以前からこの限界を負っていた。破綻以後の惨状についてはべつに考察する。

巷間に流布する多くの分析は、本稿の分析と異なり、「バブルが破裂した」こと、「住宅価格が下落に転じた」ことが事態暗転の原因であるかのようについている。しかし、これらは原因ではなく結果であった。上昇過程そのものに不条理が内在していた。そもそも「債権の証券化」の優位性・存在理由は、資金回収(=現金化)を早めることにあった。それがシステム総体としては成立していなかったのである。

(著名な投資家のウォーレン・バフェットが金融デリバティブ商品を「金融的大量破壊兵器」と呼んだのも、金融商品の本質的な不毛性を察知していたからではないか。)

9-4. 「金融工学」の末路—共通モード発現によるシステム破綻

さて、この大量破壊兵器(金融商品)の格好の組み立てツールが金融工学であった。発行した証券の市場性は格付けで決まる。高リスク高リターンの債権から高リスク高リターンの証券をつくったのでは、証券発行のうまみは出ない。高リスクの債券を多数集めたり、低リスク債を添加したり、信用補完をしたり、あらゆる技法を駆使して高格付け(低リスク)の証券に仕立てる必要がある。この技法体系が金融工学の一方の柱である。といてよい。リスク低下に応じてリスク・プレミアムを引き下げることができる。この下げ幅が証券発行者の利得になる。

証券投資では、証券企業が多岐にわたる金融資産を抱え、そのランダムな騰落を刻々と追跡して、有利・不利を判定する必要がある。さらに、《利益の出たものを売るか保持するか》、《損失の出たものを切るか保持するか》を判断するためには、それらの資産の時間変化を分析しなければならない。各件単独あるいは数件ならトレーダーが容易に扱えるであろうが、件数が増えればそれだけで人間の手に負えなくなる。こう考えると、コンピュータ・プログラムに証券売買の処理を委ねるのは、必然的な成り行きといえよう。これも「金融工学」の重要任務である。

ここで、各取引の有利・不利を証券の市価動向から判定するためには、判定基準を立てる必要がある。たとえば、「市場が効率的であり、均衡形成的である」という基準であ

る。マートンとショールズは、この原理に立つプログラムを考案してノーベル経済学賞を受けたが（1997）、それを証券業で実践して破産した（LTCM 倒産・1998）。

では、LTCM 破産の教訓にかんがみて「市場が非効率的ないし均衡破壊的である」という条件をプログラムに取り込めるか。無理であろう、これでは制御プログラムを組む論理が失われる。現実には、LTCM 以降も旧来のシステムを踏襲したのであり、金融プログラムはあらゆる会社に損失をもたらしたといえよう。

さて、バブルが破裂し市況の暗転が確実にになると、不良化した債券をなるべく早く処分するのがよい。金融工学のプログラムは、資産価格が下落トレンドに入ると当然ながら「資産売却」の指示を出す。したがって、全般的な市況崩落状況では、各社のコンピュータ・プログラムが一斉に「売り」の指令を出す。ちなみに、証券市場の大手企業は、みな同種の金融工学プログラムを使っている。全社がこの指令を一斉に実行しようとしたらどうなるか。

そのときには、市場は売り一色で買い手が見つかる。こうして、ABCP（資産担保コマーシャル・ペーパー）市場は、08年8月に1.2兆ドルのピークを打ったのち、あっけなく消滅した。とくに、「ロボット・トレーディング」方式で自動決済している場合には、巨額の損失にかまわず躊躇なく決済（損切り）が進むであろう。

これが、グリーンSPAN前FRB議長が惜しみなく賞讃していた「金融技術革新」の最終フェーズである（しかし、危機の深化に押されて時価査定を棚上げする場合には、「時々刻々の計算」も無用になる）。

債務者の支払い不履行がランダム・リスクとして発現する場合（Credit Risk）や債券市価がランダムに騰落する場合には確率論的なプログラムでシステム制御ができる。しかし、市価の一斉・長期の崩落（Market Price Risk）は、「共通モード事象」（一斉に起こる現象）であり、制御システムの守備範囲から外れる。市場の参加者が「工学的正確さ？」で一斉に同じ行動をとったら市場は確実に崩壊する。

（じつは、制御システムが共通モード事象に弱いことは、一般的な欠陥である。事象が正フィードバック型で発現したら、爆発（Explosion）や爆縮（Implosion）が起こる。たとえば原子炉の制御も、異常がランダム事象である場合を想定してつくられる。原発震災が怖いのは、全体が共通モードの損傷を受けるからである。巨大地震では、機器の損傷と制御システムの損傷が相乗的に生じる確率が高い。）

7-5. CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) の原罪性

これに対して、CDS はもともと公開市場を欠いており、もっぱら相対 (OTC) 取引で組成されている。いわば一品料理である。これが、62兆ドルに及ぶ元本 (07年末) を保証する巨大金融商品になった。しかし、1~2%程度の安い保証料で元本満額 (100%) の信用保証をしているので、デフォルトの多発に耐えられない。

当然ながら、現実にはデフォルト率が上がってくると CDS 保証をした側は絶対の窮地に立つ。つまり、①持ち出しで支払請求 (代理弁済) に応じるか (繰り返せば倒産必至)、それとも②拒否 (不履行) してただちに倒産するか、の選択を迫られる。したがって、③ CDS の売り手 (保証側) は必死で自己防御をはかる。つまり、保証契約のなかに判読しにくい「支払免責条項」を紛れ込ませたり、事情に疎い海外 (たとえば、日本) に再保険をかけたりして、デフォルトが生じても支払いを免れる手法がある。

CDS 発行者は、まともな CDS では絶対に利が出ないことを知悉し、必死で抜け道を考えてきた。ところが、日本の銀行・証券はアメリカの一流企業が詐欺まがいの悪徳商法をやるはずがないと信じてきた。ソフトバンクが、ゴールドマン・サックスの「合成 CDS」を購入して750億円の損失を出したのをはじめとし、この手の詐欺にかかり保証料を詐取された日本企業が多数あると思われる (CDS 関連証券に投資した企業全社ではないか)。過信と無知の代償が1件800億円規模の損失である。これでは勝負にならない。それというのも、「米流・証券化」が最新・最高の利殖法であるという幻想を刷り込まれてきたためであろう。

思い起こせば、エンロン (01年破綻) もワールド・コム (02年破綻) も AAA 格の超一流企業であった。超一流といえば、ハーバード・ビジネス・スクール (HBS・1908年創立) 卒の金融エリートたちが、米国政財界を率いてこの歴史的な大厄災を引き起こしたのである (HBS 卒は、ベトナム戦争で悪名を馳せた R・マクナマラ、エンロン COO (最高執行責任者) だった J・スキルマン、メリルリンチの前 CEO スタン・オニール、ブッシュ／ポールソンのコンビ、など枚挙に暇がない)。

ちなみに『米国経済白書』によれば、金融グローバル化のおかげで「サブプライム損失の影響が米国の投資家と金融機関に集中するのではなく (全世界に) 共有されたことで、明らかに (米国に) 利益をもたらした」 (括弧内は筆者加筆) という [『米国経済白書2008』萩原伸次郎監訳、東洋経済新報社 (2008)、第2章、p.73]。もし証券バブル破綻の損失を米国が一手に抱え込んでいたら、米経済はとうにつぶれていたであろう。しかし、こんなことを平然と政府文書に書き込むあたりにブッシュ政権の特異性が現れて

いる。対米投資で巨額損失を出した日本の金融業界やそれを推奨したエコノミスト・経済学者たちはこの件をなんと読むであろうか。

10 フリードマン教義：三重の破綻

新自由主義は、レーガン政権から長期にわたり米政府の公認教義であったが、ブッシュ子政権の最終盤に至って史上空前の金融破綻を生みだし、一挙に見捨てられた。新自由主義の旗手であったブッシュ子前大統領は「史上最悪の大統領という汚名を残すであろう」（ポール・サミュエルソン）という酷評を受けるにいたった〔朝日新聞 2008.10.25〕。

大統領・財務長官・FRB 議長の政権トリオは、急遽金融機関の政府救済（国営化）に全力を傾注せざるをえなくなった。09年1月に大統領に就任したオバマもこの路線を踏襲せざるをえない。

今日の時点から振り返ると、フリードマン理論は三重の挫折を露呈したといえよう。まず、①レーガン大統領・ボルカーFRB 議長の時代以降（1981～）、歴代米政府は基本的にフリードマン教義（新自由主義）に即して自国と世界の政治・経済制度を変えてきた。つまり、フリードマン教義は国政レベル・国際レベルで実践に移された。この間に、米国の産業構造は金融・証券業に著しく特化し、製造業を収縮させてきた。②この構造変動を経て、米経済は強固な安定性と高い収益力を獲得した、とフリードマンは保証した〔L・エーベンシュタイン『最強の経済学者 ミルトン・フリードマン』大野一訳、日経BP（2008）p.314〕。ところが、その直後から、米経済は全世界を巻き込む不安定性と巨額損失の発生源に転じた。

さらに、③フリードマンは「理論の真価をはかる基準は予測力にある」、と主張した。彼によると、《仮説を事実で検証した》という類の主張にはつねに恣意性が残る（他の仮説、他の事実解釈の余地が消えない）。しかし、「予測」の可否はごまかしなしに決まるという〔前掲書 p.90〕。そして彼は米経済が抜群の収益力と安定性をもって繁栄を続けると予測した。ところが米経済は、巨額金融損失の震源地となり、フリードマン予測の反対になった。つまり、フリードマンの理論は、彼自らが設定した理論検証の判定基準、すなわち「的確な予測」に失敗した。

こうして、長らく世界に君臨したフリードマン教義は、米国と世界の経済を破局的な危機に導いたのち、最も強力な支持者に見放されて政治の場から退場した。

米経済は、フリードマン推奨の規制緩和・自由化を実践し、「抜群の安定性と高い収益力をもつ」という評価を彼から得た。その直後に金融メルトダウンを起こし、グローバルな損失の津波を引き起こした。米国とともに金融グローバル化を推進した英国も、サッチャー時代の金融ビッグバン以降、経済を金融業に特化したあげく米国に先駆けて金融危機に突入した。

したがって、世界金融危機への対処法をフリードマン「理論」に求めることはできない。それどころか、危機拡大を防ぐためには真っ先にフリードマン型レジームを停止する必要がある。

11 「自由な市場」の原型 (スミス・モデル)

今回の世界金融危機は、フリードマン・モデルないしレーガン／サッチャー／ブッシュ路線の帰結である「自由な市場」の失敗である。この問題を考察するとき、まずここで、彼らがスミスの自由市場の理念を真に継承していたか否かを検討してみよう。

まず、スミス『諸国民の富』から本稿の論点に関わりの深い条項をまとめておく。

- ① 富 (the wealth) は諸々の国民 (nations) に帰属するものであり、国家 (states) のものではない [『諸国民の富 (一) ~ (五)』松川七郎訳、岩波文庫 (1976)]。(原著の題名は『国富論』ではなく、いわば『民富論』を意味する。「国富論」という訳語ではスミスの主旨と逆の意味になる。)
- ② 資本蓄積が急速に進む国では、有利な投資先を求めて資本間の競争が激しくなる。これは利潤率を低め、賃金を高める傾向をもつ。この状況は社会における富の普及・遍在化という点から望ましい状態である。(自由かつ競争的市場で資本が豊富なら高金利はあり得ない。)[前掲『諸国民の富』第1編・第10章]
- ③ 大ブリテンの法定金利 (上限 = 5%) は適正である。市場では、国への貸し付けが3%程度、確実な担保を伴う民間の貸し付けが4~4.5%程度である。法定基準がそれよりやや高く設定されていることにより、取引の安全性・安定性が保証されている。もし、法定基準が8~10%と高く設定されると、貸し手はこれに近い金利を

求める。こうなると、まじめな借り手は現れず、借入れを望むのは浪費家や投機家だけになる。しかし、この種の貸借は、ついには焦げ付きと破綻をもたらし、「当事者双方の利益に反する」。したがって、このような貸し付けはあまり起らないと考えてよい。貸し手の慎重さ（prudence）と借り手の自己愛（self-love）が無謀な貸借を避けるための歯止めになるからである。同じ理由で、高利貸しも表の商売にはなりえない。[前掲書、第2編・第4章]

- ④ 国防・司法・公共的事業（道路・教育など）は国家が責任を負うべきである。[第5編・第1章] 債務を巨額に積み上げた国家が債務を正直に弁済した例はない。国家悪の最たるものは、借金（国債）で戦争をすることである。これを放置すると、国民の富が損なわれる。[前掲書、第5編・第3章]
- ⑤ 融通手形による資金詐取の古典的方法が第2編・第2章に記されている。今回の米5大資銀行の破綻と通底するところが大きいので、章末に要約を紹介する。短期市場で調達した資金で住宅ローンのような長期債をファイナンスすると、同じ構造の問題が起こる。

以上の条項をみると、米政府やIMFがフリードマン教義のもとで自由を進めた金融市場は、スミスの市場とは相当異質であると考えられる。スミスの市場社会では、政策としての高金利や他国への軍事的干渉は考えられない。自由市場への参加も外的「強制」ではなく、利得性で誘う形（自発的参加）になるはずである。

また、スミスの市場社会では以下のような不条理な事態、すなわち米国モデルで現に生じた失敗は避けうると考えられる。

- 1) 1980年ころ、レーガン大統領・ボルカーFRB議長のコンビは、インフレ抑止のために公定歩合を12~13%に引き上げ、短期金利は最高20%に達した。このため、製造業も通常の銀行業も成り立たなくなった。これは、この時点で国債を購入しえた機関・個人への意図的・政策的な大量所得移転である。さらに、富裕者減税による富の集中・偏在化と双子の赤字垂れ流しを伴うレーガン軍拡がこれに加わる。巨額の国債発行と引き換えに中東・アフガンに介入し、いまなお戦争を続けている。
- 2) 途上国に対する援助の条件として、極端な高金利による通貨防衛や債務返済、水道・教育を含む社会インフラの民営化が強制され、一層の混乱と貧窮を招いた。（これらの施策はスミスの自由市場概念からみて適正でない。これらの施策を強引に進めたIMF路線やその背後にある「ワシントン・コンセンサス」も同罪である。）
- 3) 米住宅ローン取引では、貸し手が慎重さ（prudence）を欠き、借り手が元利負担の

危険に対する警戒感 (self-love) を欠いていた。実際、貸し手の prudence を解除するために金融工学・格付け会社・CDS などの機構が動員され、借り手の警戒感を解除するために借り換え・転売などの決済手段が提示された。つまり、一見自由な市場に無謀 (reckless) な取引を持ち込むために、最新の技法が動員された。

- 4) 資本が潤沢に供給されている状況で「高金利の資金運用」が続くことは、「スミスの市場」では異常な現象である。この視点からいうと、高リターンを謳う「多重証券化ビジネス」は、その「異常性」について原理的な検討にさらされるべきであった。しかし、現実には、「低金利時代の救世主」として世界的に歓迎され、デフォルトの蔓延で欺瞞的商法の破綻が露呈するまで続いた。

さて、スミスの市場の項⑤で触れた「融通手形による欺瞞的な資金調達」とは以下のような手法である [前掲書、第2編・第2章] (興味深いことに、この超古典的な欺瞞商法が、多重証券化金融における米投資銀行の超近代的資金調達法を彷彿とさせる)。

エディンバラの商人 A が、ロンドンの商人 B と示し合わせて、B 宛に2か月払いの手形を2か月ごとに振り出す。B も、ひと月遅れで2か月ごとに A 宛に手形を振り出す。当初額面1万ポンドだとすると、相手はそれに利子・手数料・割引料を上乗せした額面の手形を送り返すものとする。ただし、この「融通手形ブーメラン」を同一の銀行でやると簡単に見破られるであろう。ところが、「projectors」(=詐欺的ビジネスの企画者)の大集団が共謀してこの方法による資金調達を企てると、「たがいにたすけあって」、「真正の手形と空手形とをできるかぎり見わけのつかぬものにしてしまう」ことができる。しかし、「きわめて幸運な投機事業」でないかぎり、このビジネスが結果的として成功する(巨額の中間経費を償ってなお剰余を生む)ことはありえない。

他方、銀行は多額の割引に応じたあとでは、途中で気づいてももうかつに摘発できない。以後の割引を突然停止すると、「彼らのすべてを破産させ、それによって、おそらくは自分自身も破滅させられる」からである。スミスの記した「対策」は、じわじわと扱い高を減らし、債券を次第に他行に引き受けさせる(損失飛ばし)、というものである。しかし、他行も同じ被害にあい、同じ離脱策を考えている場合にはまったく通用しない。

現代の銀行は、自らつくった子会社(SIVなど)にこれに類する債券業務をやらせていたのだから語るに落ちる。子会社は目いっぱい損失を膨らませて、親銀行に舞い戻る。みな同じ手口を使っているから、スミスの勧めた「損失飛ばし」も効かない。

(以下次号)

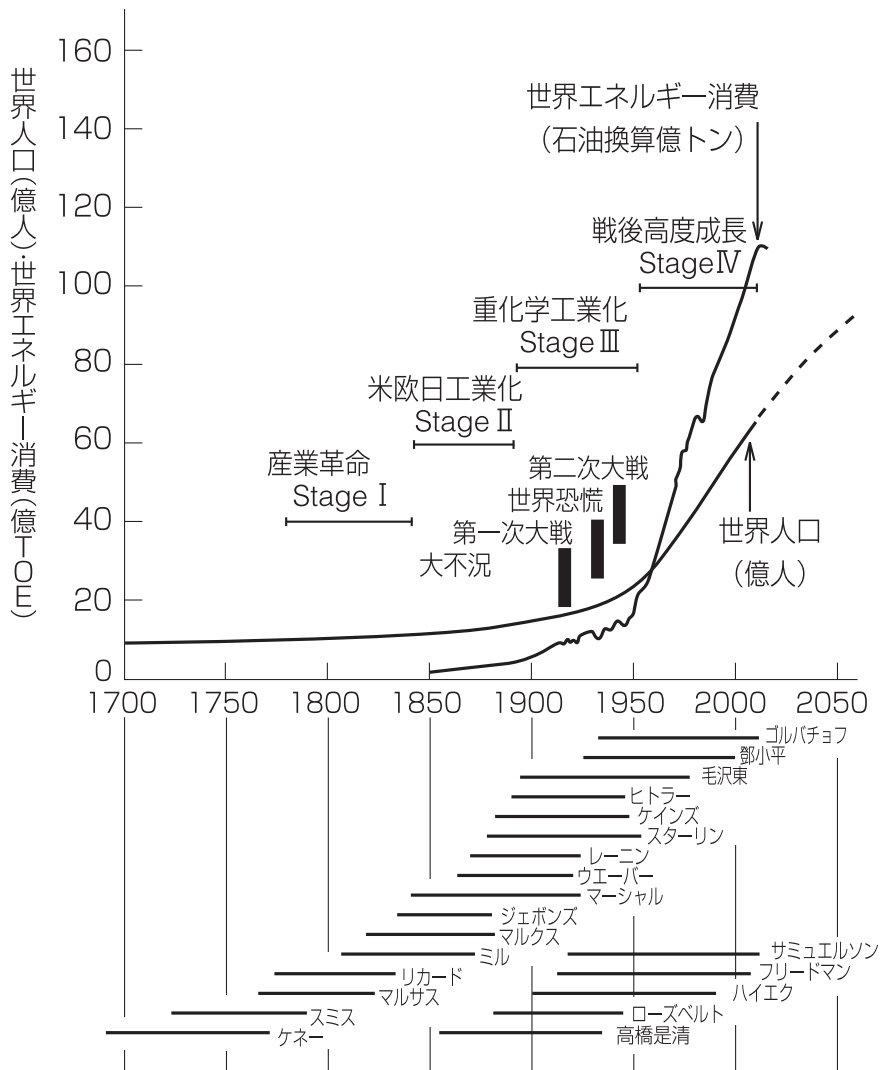
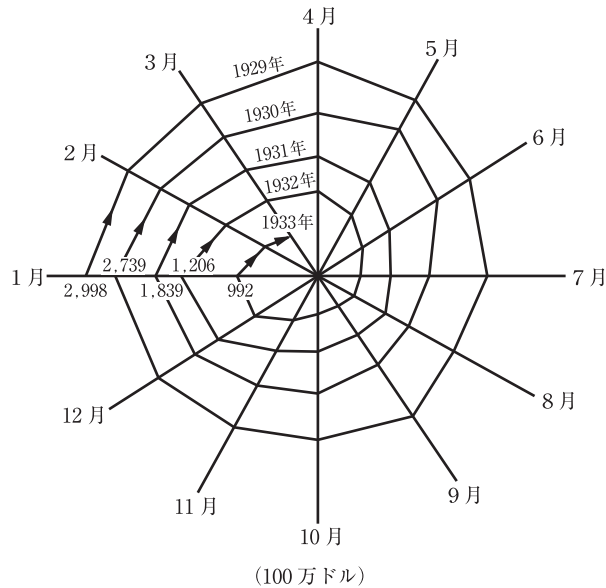


図1 重要な経済学者・国家指導者の生存年代と世界人口・世界エネルギー消費の推移

経済の長期動態をエネルギー消費の推移で表し、これおよび人口動態と、重要な経済学者や政策決定者の生存年代を対照した。経済の段階区分はコンドラチェフ周期とほぼ一致するが、ここでは「波動」ではなく「構造変動」とみる。経済学説の盛衰は経済の長期変動に支配されているといえそうである。各種の経済理論の基底に、固有の信憑構造がはたらいっているためであろう。たとえば、長らく優位を誇ってきた新自由主義は、市場を「効率的・均衡形式的である」と想定する（だからこそ、ひたすら政府機能の縮小をはかる）。しかし、市場が損失累積的・自己破壊的に機能する場合には、この理論自体が棄却される。30年大恐慌から第二次大戦に至る期間におけるケインズ、ヒトラー、スターリン、高橋蔵相の対応が興味深い。

[Appendix]



	1929年	1930年	1931年	1932年	1933年
1月	2,997.7	2,738.9	1,838.9	1,206.0	992.4
2月	2,680.3	2,454.6	1,700.5	1,186.7	944.0
3月	2,814.8	2,563.9	1,889.1	1,230.4	1,056.9
4月	3,039.1	2,449.9	1,796.4	1,212.8	
5月	2,967.6	2,447.0	1,764.3	1,150.5	
6月	2,791.0	2,326.7	1,732.3	1,144.7	
7月	2,813.9	2,189.5	1,679.6	993.7	
8月	2,818.5	2,137.7	1,585.9	1,004.6	
9月	2,779.9	2,164.8	1,572.1	1,029.6	
10月	2,966.8	2,800.8	1,556.3	1,090.4	
11月	2,888.8	2,051.3	1,470.0	1,093.3	
12月	2,793.9	2,095.9	1,426.9	1,121.2	
平均	2,858.0	2,826.7	1,667.7	1,122.0	

出所：League of Nations, *Monthly Bulletin of Statistics*, February 1934, p.51.

via C. P. キンドルバーガー『大不況下の世界1929-1939』石崎昭彦・木村一朗訳 東京大学出版会（1999）p. 148.

図2 1929年1月-33年3月における世界貿易の螺旋状の収縮（75カ国の総輸入、月額、単位100万米金ドル）

国際貿易の縮小を示す象徴的なデータである。しかし、これは貿易額の縮小であって、貿易量の縮小を意味しない。縮小は主として価格において生じたのであり、物量のレベルでは貿易量は漸減にとどまった。