

小林正人「サブプライム金融危機の機序と『サブプライム証券化機構』(季刊『経済理論』55-1、2018年)に対するコメントーリーマンショック10年の視点からー

矢吹満男

はじめに

サブプライム問題に関する論文は数多くあるが、小林論文の第1の特徴は、住宅バブル崩壊先行説を批判して、2004年6月からのFF金利の上昇の意義を強調されていること、第2は2007年6月の「パリバ・ショックを、火の気のないところへの『飛び火』と評した」説を批判し、「米国での住宅バブル崩壊と、欧州でのシステミック・リスクの発生を総合的に説明」(52頁)されようとしていること、第3は「実体経済から乖離した投機的金融活動」を強調する説に対して、「サブプライム証券化機構」内の「金融活動が『実体経済から独立した』とは言えない」(49頁)と批判されていることである。

小林論文の強調点からいくつかの論点を提起していきたい。

I 住宅バブル崩壊先行説批判の検討

2006年秋以降住宅価格が下落に転じたことによってSPL債務者の延滞率が上昇し、差し押さえが増加したとする説に対して、「FF金利の上昇→住宅ローン変動金利の上昇→SPL債務者の返済延滞率と差し押さえ率の上昇→住宅価格指数の上昇率のゆるみ、そのあと反転下落(住宅バブル崩壊)」(44頁)という機序を強調されている。「FF金利上昇という外生変数の急変が作用した結果がサブプライム金融危機」(53頁)とも指摘されている。住宅価格の下落はSPL延滞率を上昇させるという「相互作用(悪循環)」に陥るが、この悪循環の中で「どの要因が先なのかを追究する分析視角が不可欠である」(53頁)として、悪循環に先行してFF金利の引き上げがあったことを強調されている。

小林氏も認められているように「SPLは住宅価格の上昇を前提として成り立つ」(53頁)ものであり、SPLの多くは、「ティーザー金利」終了の時点で住宅の資産価格が上昇している事を前提にプライムローンへの借り換えを考えていたが、資産価格が上昇しなくなったことで、借り換えを金融機関に断られる、それで返済が滞ったのではないか?

II 危機前史ー2004年の意義

- 1, SPLはFF金利が引き上げられ始めた2004年頃から2006年頃にかけて急増した。延滞率上昇の要因としてFF金利の上昇を強調する小林説の立場からこのことをどう説明するか?
- 2, 2004年からSPLが急増し、それに合わせSPL関連のMBSやCDO、CDSも急増したのは何故か?
- 3, 日本経済新聞社『リーマン・ショックー5年目の真実』を引用して、「リーマン・ブラザーズなどの投資銀行は、SPL債権を『奪い合い、手当たり次第に買いつけた』」(46頁)と指摘されているが、投資銀行のそのような行動をどう説明するか?

*2004年 Net Capital Rule(投資銀行の負債は自己資本の15倍以内)の規制緩和
CSEプログラム:5億ドル以上の資本要件で「証券会社の正味資本ルール(Net Capital Rule)の適用を一部緩和して負債倍率の制限をしなかった」

↓

CSE 資格公認の 5 投資銀行は、住宅価格上昇率が高かったが、平均的な質の低い地域でモーゲージの「購入活動を競合する会社に比して不釣り合いに増加させた」、資本必要量の変化を経験しなかった競合銀行に比して「サブプライムローンに対する相対的需要を増加させ」、「2003 年には、オリジネートされた全サブプライム案件のうち 32%が 5 CSE 銀行によるものであったが、その数は 04 年 43%、05 年 48%に上昇した。その後 CSE 銀行のシェアは 07 年まで増大した」

「信用クオリティの低いローンはおそらく購入がより安価であった」

(Nadauld and Sherlund,2009.The Role of the Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit. 拙稿「スタグフレーションからサブプライム・世界経済危機へ(中)」

『専修経済学論集』50-2、2015 年、146 頁)

*住宅公社の不正会計疑惑で、保有できる資産総額の上限が 7227.95 億ドルに制限され、最低自己資本基準の引き上げが行われたことによって、民間 RMBS の収益機会が生まれた

*CDS プレミアムが大幅低下←ヘッジファンドの参入

2004 年以降 SPL が急増した要因には、グローバルな要因もあったのではないか？

1990 年代の「ネット＝株式バブル」崩壊後「全世界で、外国の中央銀行と投資家、多くのアメリカの金融機関も含めて安全資産に対する飽くなき需要があった。それがアメリカの金融システムに対する巨大な圧力とインセンティブとなった」、「金融機関は以前には利用されておらずリスクのある源泉から AAA 資産を生み出すメカニズムを探し始めた」、「サブプライムの借り手が次に控えていた」(Caballero,2010.The “Other”Imbalance and the Financial Crisis.前掲拙稿、146 頁)

また高田太久吉氏も「投資適格証券に対する超過需要は、大手銀行の証券化業務をめぐる競争を激化させ」(同「2007~10 年金融恐慌が浮き彫りにした現代資本主義の歴史的特徴」季刊『経済理論』55-1、2018 年、7 頁)たと指摘されている。

III 危機前夜の「グローバルな資金循環」はどのようなものだったのか？

投資銀行が「モーゲージ・バンクから買い取った大量の SPL 債権を裏付けとする証券化商品を米国や欧州の金融機関に大量に売り込み、その販売代金がモーゲージ・バンクに還流して次の SPL の資金になるというグローバルな資金循環を実現した」(49 頁)と指摘されている。ここで、河村哲二「アメリカ発のグローバル金融危機」(季刊『経済理論』46-1、2009 年)を引用されているが、危機前夜の「グローバルな資金循環」はどのようなものだったのか？

帝国循環では視野に入っていない危機前夜の米欧間での膨大な資金フローの実態は何か？

IV アメリカと欧州の関係

小林氏は 2007 年 6 月の「パリバ・ショックを、火の気の無いところへの『飛び火』と評する」説に対して、「これではサブプライム証券化機構が欧州の多数の預金銀行を大口顧客にしたという直接的関係を等閑してしまう」(52 頁)と批判し、欧州の銀行が SPL 債権を裏付けとする証券化商品を購入していたという「直接的関係」によって「米国での住宅バブル崩壊と、欧州でのシステミック・リスクの発生を総合的に説明」されようとしている。

1, 欧州の銀行は証券化商品の購入の資金をどのように調達したのか？

「豊富な資金を抱える欧州の大手金融機関は、欧州における金融証券化の立ち遅れのもとで、ウォール街が供給するシンセティック CDO の最大の投資家になった」(高田前掲論文、7頁)

「欧州系銀行がドル建て証券化商品の保有を増加させる過程で、資金調達を行う場としてアメリカの CP 市場を活用」(清水正昭『金融システムの不安定性と金融危機』日本評論社、2018年、299頁)

2, 「米国での住宅バブル崩壊と、欧州でのシステミック・リスクの発生を総合的に説明しようとするのは重要な視点であるが、欧州系銀行の抱えていた「システミック・リスク」はどのようなものか？リスクの大きな SPL 債権を裏付けとする証券化商品を購入していたということだけなのか？

3, 欧州の金融機関は何故にリスクなビジネスにのめり込んだのか？

「ヨーロッパの規制環境とユーロの登場」(Shin, 2012. Global Banking Glut and Loan Risk Premium. 前掲拙稿、160~164頁)

4, 「サブプライム証券化機構が欧州の多数の預金銀行を大口顧客にしたという直接的関係」を強調されているが、欧州系の銀行は、サブプライム問題でもっと積極的な役割を果たしたのではないのか？

5, 「欧米金融機関」と一括されているが、欧州の金融機関と米国の金融機関との違いは何か？

6, 6 節で金融危機発生の経緯を時系列的に論じられているが、「欧州でのシステミック・リスクの発生」に関連して 2007 年 12 月の FRB と ECB、SNB との間のスワップ協定にも言及すべきではないか？ このドル供給のスワップ協定は 2008 年以降枠が増額されている。

7, リーマンショック 10 年の米欧金融関係？

「金融危機の最終的な結末は、1990 年代と 21 世紀初頭を特徴づけたアメリカとヨーロッパの異常なほど緊密な金融領域のつながりを解体した」(トゥーズ「金融危機の忘れられた歴史—そして、いかに米欧の絆は失われたか」Foreign Affairs Report, 2018, No. 10.)

V 「実体経済から乖離した投機的金融活動」を強調する説に対する批判

「サブプライム証券化機構」の「信用膨張により住宅建設が促進され、製造業などが衰退した米国では、建設業や住宅産業の需要を拡大し、さらに中国や日本にとっては家電製品などの輸出需要となるなど、実体経済のグローバルな拡大にも寄与」したが故に、「この機構内の金融活動が『実体経済から独立した』とは言えない」と指摘されている。

* 1963~2002 年の年平均販売件数 64 万 9000 戸⇔2002~2006 年 111 万 9000 戸

* 今回の住宅在庫の拡大は、過去の 70 年代半ばや 80 年代初頭、80 年代末から 90 年代初頭の在庫拡大期と比較して、その直前に販売戸数は 20%を上回る大幅な伸びを記録していない点では異質、住宅販売関係者は、実需以上に先行き強気に見過ぎ、過剰に建設した

* 建設業者は 2000 年代の拡大期に 90 年代ブーム期に比べて 30%増しで戸建て住宅を建設

* 住宅投資の GDP シェア : 1950~2001 年平均 4.7%→2002~06 年平均 5.5%

*住宅建設が2006年減速したとき、非住宅建設の急増が始まった
故に金融活動が「実体経済から独立した」とは言えないが、他面でSPLは住宅ローン残高10兆ドルの15%（1兆5000億ドル）で、住宅ローン債権を証券化したMBS発行残高6兆ドル、それを元にした「2次、3次のCDOを加えるとその額は3兆ドル近い」（高田）、そうしたMBS、CDOを担保にSIVやABCPコンデューイトがABCPを発行した。それらを保証するCDSも60兆ドル規模にまで拡大したことも見ておく必要がある。

VI 「サブプライム・世界経済危機」に中国はどのように関わっていたのか？

「サブプライム証券化機構」の信用膨張は、中国や日本にとって輸出需要となり「実体経済のグローバルな拡大にも寄与」（46頁）したと指摘されているが、全体として中国はこの危機にどのようにかかわっていたのであろうか？

「米国での住宅バブル崩壊と、欧州でのシステミック・リスクの発生を総合的に説明」しようとするのは重要な視点であるが、危機前夜は「人類史上最もグローバル化が進んだ時期」（ブラコ・ミラビッチ）であり、先の米欧関係に、さらに米国と中国との関係も加えて、まさに「総合的に」説明する必要があるのではなかろうか？

この点について、評者は10月20日の準備研究会で以下の指摘を行った。

*2001年中国WTO加盟後輸出・投資主導で急成長 バブルに沸く対米、対欧輸出
「チャイナショック」

1994年のNAFTA締結によるメキシコからの輸入がアメリカの対GDP比で2倍になるのに12年、日本もほぼ同様 ⇔ 中国からの輸入は2001年からの4年間で一気に2倍に！

*1999年から2011年にかけて中国からの輸入品急増で、製造業の98,5万人を含め240万人の雇用が失われた ⇔ 「アメリカの労働者の雇用を奪っているのは産業用ロボットやAI」

*中国からの安価な輸入品の急増でデフレ懸念があり、FRBの金利の引き上げが2004年6月まで遅れた→住宅バブルの拡大へ

*中国、産油国の貿易黒字が2003年以降急拡大→米国債へ→アメリカの長期金利を低位に維持→住宅バブルの拡大へ

*リーマン・ショック後「アジア・太平洋」地域から6303億ドル（内70%が中国）がアメリカに流入、FRBを支援するための「補完的資金調達プログラム」で財務省が国債増発、それを購入

*中国実質GDP成長率2007年Ⅱ14%→2009年Ⅰ6.2% ⇔ 「百年に一度」級の景気対策世界経済のV字回復に貢献→不均衡を更に拡大

*2008年7月：輸出を制限する政策を全て撤廃し、輸出税還付率の引き上げ等過去最大級の輸出奨励策実施+人民元の対米ドルレートが6.8元/ドル前後で安定化

↓

対米輸出の増大→アメリカの輸入品浸透率上昇 →トランプ登場→米中貿易戦争へ

VII テーマ「リーマンショック10年と世界経済」に関連して

1, 「量的緩和や異次元緩和などの金融政策の冷厳な評価」（53頁）が現在求められているのではないかと？

これについて評者は10月20日の準備研究会で以下の指摘を行った。

① 中央銀行のバランスシートの急拡大 毀損するリスク→ドル離れ？ 世界の外貨準備に占めるドルの比率は6四半期連続低下、2018年末62.25%へ

② 株式バブルCAPEレシオ：2018年8月末32.29 > 1929年30

- ③ハイイールド債の増加 1.3 兆ドル
2007 年 SEC、証券法ルール 144A 改訂→2009 年以降投資家保護条項のない 144Aforlife の発行が増加、ハイイールド債市場の 33%
- ④サブプライム層への自動車ローン拡大 学生ローン (1.5 兆ドル) も
- ⑤新興諸国企業債務増：2016 年 44 兆ドル、GDP 比 193%、07 年に比べ約 3 倍に膨張
FRB 金利引き上げ→新興諸国からの資金流出→通貨安→金利の引き上げ、不況
2013 年 5 月バーナンキショック
2018 年 8 月トルコショック
- ⑥ギリシャも支援プログラムから脱したが、経済・財政の再建には程遠く、政権交代のイタリアでも再び財政赤字拡大に向かう恐れがある
- ⑦世界の債務総額 (政府、企業、家計、金融機関) は 2018 年末で 247 兆ドル (GDP 比 3.2 倍)、2008 年比では 75 兆ドル (43%) 増加
政府債務の対 GDP 比：先進国 07 年 71%→17 年 104%、新興国 36%→49%、インフラ投資減
- ⑧ポストリーマン時代のバブルの主役・中国のバブル崩壊？