

2009年5月16日

基礎科学研究所・ポスト冷戦研究会合同研究会報告

「サブプライム危機とアメリカ資本主義

―拙稿「21世紀初頭アメリカ資本主義の構造と循環」を中心に―

専修大学 矢吹満男

## I 世界経済危機の現局面

<サブプライム問題の顕在化>

2007年6月22日、ベア・スターンズ<sup>®</sup>社、傘下のファント<sup>®</sup>の損失に対して32億ドルの支援表明

2007年7月20日、S&P、ムーディーズ<sup>®</sup>、サブプライム関連商品の格付けの引き下げ公表

2007年8月9日、仏BNPパリバ<sup>®</sup>銀行が傘下のファント<sup>®</sup>の解約請求を凍結

2007年8月FRB、ECB、金利引き下げ、資金供給⇔CP市場が機能停止

EUに飛び火、「両者共犯」? →07年Ⅲ以降世界的信用収縮へ

2007年12月14日、欧米加中央銀行、短期金融市場への資金供給で協調策⇔銀行間取引金利が急上昇  
07年12月以降米景気後退へ

2008年3月11日、欧米加中央銀行、短期金融市場への資金供給で協調策⇔米住宅ローン証券の急落による金融機関の資金繰り悪化

2008年3月24日、ベア・スターンズ<sup>®</sup>救済策：JPモルガン（10億ドル出資、7.25%の配当）とニューヨーク連銀（公定歩合で290億ドル貸出）とでベアが抱える300億ドルの不良資産を分離する受け皿会社設立

<「嵐の中の避難先」米住宅公社へ飛び火>

2008年7月13日、米財務長官、ファニーメイとフレディマックに必要なら公的資金を注入して資本増強するとの緊急声明

2008年7月30日、住宅公社支援法成立

緊急融資と公的資金による資本注入の枠組みを整備、発動は財務長官に一任

2008年9月7日、ポールソン財務長官、公社の救済策発表

<リーマン・ブラザーズ経営破綻>

2008年9月15日、リーマン・ブラザーズ、連邦破産法第11条の適用申請

2008年9月17日、米保険最大手AIG政府の管理下に

2008年10月3日、米議会下院、緊急経済安定化（金融安定化）修正法案可決、成立

2008年10月10日、G7「行動計画」③金融機関に対し、必要に応じ、公的資金と民間資金で資本増強

2008年10月14日、ブッシュ大統領、総合的な金融安定化策発表

米耐久財支出08年Ⅲ-14.8%、Ⅳ-22.1%、08年雇用者数258万減：戦後最悪

<金融危機が実体経済に波及→世界同時不況へ>

2008年12月19日、米政府・議会、GM・クライスラーに174億ドルのつなぎ融資決定

2008年12月29日、米財務省、GMACに50億ドル資本注入

<オバマ政権>

2009年2月10日、ガイトナー財務長官、新たな金融安定化策発表

2009年2月17日米国再生・投資法、総額7870億ドル（名目GDP比5.5%）、1933年米GDP比5.9%以来。グリーンニューディール、オバマ「労働者にまともな賃金と手当が入れば、米国の発展を推進する中流階級の消費者という土台を創り出すことができるのをルーズベルトはわかっていた」（『合衆国再生』2007年、195頁）

2009年2月18日、オバマ大統領、住宅対策発表

2009年2月26日、オバマ大統領10年度予算教書（09年10月～）発表、財政赤字1兆7521億ドル（GDP比12.3%、1945年以来最悪）

2009年3月10日、「従業員自由選択法案」議会提出

2009年3月18日、FRB、長期国債を向こう半年で最大3000億ドル買い切り決定

2009年3月23日、米財務長官、金融機関の不良債権を買い取る枠組み「官民投資プログラム」発表

2009年3月26日 米財務長官、金融規制改革案

2009年4月1,2日 G20金融サミット、ロンドン

2009年4月24日、G7共同声明「世界経済に安定化の兆候」

2009年5月9日、米大手金融機関19社の健全性を審査する資産査定（ストレステスト）結果公表

2009年5月11日、米財務省、税制改革案公表、中間層の減税恒久化、多国籍企業への課税強化

金融危機に対応するため連発した救済策や安定化策により、米政府・FRBが潜在的に抱えるリスクは10兆ドルを超えている。FRBの資産の増大・劣化、財政赤字の拡大、発行増が必至の国債を誰が購入するのか？ ドル離れの動き顕在化（中ロ、LA、アフリカ、中東）、多極化

II この問題を考える起点は？

\*20世紀初頭、旧世界ヨーロッパに対して新世界アメリカが登場して「以来の大転換・大激動の開始」（いいだもも『世界信用恐慌＝サブプライム・ローン大破綻』）

\*70年代のstagflation下ケインズ学派→市場原理主義に基づく金融資本主義へ、2,30年の「政治サイクルの転換」（モリス『なぜ、アメリカ経済は崩壊に向かうのか』08年）

\*今回の金融危機の「根源が1970年代初めの金・ドル交換停止→初期IMF崩壊によって生じた現代資本主義の金融の変質・実体経済から独立した投機的金融活動の大展開にある」（井村喜代子氏）

↓

1970年代のstagflation下に起源を持つ「情報＝金融＝世界市場革命」が、1990年代初頭「ポスト冷戦世界戦略下」「新段階」に移行したのに伴ってアメリカ極集中の「資本主義＝アメリカ

のラウンド」（「ネット＝株式バブル期」、「住宅バブル期」）が本格的に始動し、それが限界に達した。

米州のリバブル代替構想首脳会議共同声明（2009年4月17日）「資本主義に代わる発展のモデル」模索

「資本主義＝ヨーロッパ的ラウンド」 これで現在の世界経済危機を克服できるのか？

### III 1970年代～90年代初頭の時期をどう位置づけるか？

「現代帝国主義の構造とスタグフレーション」

「世界的リスラクチュアリング期」

「リスラクチュアリング」という概念は、アメリカで70年代から80年代に出てきた「比較的あたらしい」概念（ジョイス・コルコの *Restructuring The World Economy*（訳『世紀末恐慌と世界経済 リスラクチュアリング・プロセス』社会思想社、1989年）「大恐慌の時代にはだれひとりとして、世界経済を再構成しようなどとは考えなかった」。「あったのはただ、回復という思いだけであった」。

「資本および国家の再構成戦略は、資本なり国家なりが奪われたと感じているものを労働者階級からもぎとる努力＝階級闘争における公然たる攻勢＝として明確に提起され、実施されるものである」（コルコ）。1972年「企業のための政治権力を積極的に追求する」「ビジネス・ラウンドテーブル（BRT）」が設立され、「政治活動委員会」も1974年の89から82年1467に増加した。ハーヴェイ『新自由主義』参照。

【冷戦体制関連】冷戦体制関連では、1971年米中和解、1972年SALT協定調印による対ソデタント。1974年「現在ある危機委員会（CPD）」「民主的多数派のための連合（CDM）」の「チームB」（ウォルフガング・ノッテ、パイプス+CIA長官ブッシュ、国防長官ラムズフェルト）新冷戦「最後の冷戦型関与」ベトナム戦争敗北後、冷戦の戦場はアメリカ南部→中米→中央アジアへ、「代理戦争時代」（マムダーニ『アメリカン・ジハード 連鎖するテロのルーツ』（岩波書店、2005年）、1991年「最初のポスト冷戦期型関与」イラク戦争

【軍事的IBの二重化】民需転換がスローガン

<航空・宇宙産業>1982年SDI計画

<ME関連>1971年インテルMPU発明 ME化 民需（固定資本形成と輸出）に依存して生産が急増し、新しい産業の基軸へ

【ME化→アジア化】素子集積の不断の世代交替、その期間の不断の短縮化が強制する高率の開発投資の継続、世代ごとに陳腐化する先端的設備の不断の高度化、更新期間の不断の短縮が強制する設備投資の累騰、他方ではその反面でもある価格水準の不断の累積的低落、生産（と資本）の世界的集積のアジアへのシフト＝「アジア化」。

【在来重化学工業の動向】日米貿易摩擦、情報化投資、

\* 資本移動戦略：労働組合が強く賃金の高い北部→南部→途上国へ。当初工場閉鎖は工場の過剰生産力や需要減少に対する経営上の経済的対応であったが、「やがてGMは工場

閉鎖は組合を会社の目的に服従させる強力な武器であることを学んだ—最初は労働者の慌てふためく様子から経験的に、次いでその経験を理論の水準にまで高めて—(リック・マン『GM 帝国への挑戦』1993年)「南部モデルは…1970年代の経済危機から脱出する方法となり、レーガン革命のひな型となった」。「新自由主義の物質的母体は、アメリカ南部である」。「アメリカのディクシー化」(ヒューズ『グローバル化か帝国か』2007年)

\* 移民の急増 「中枢の周辺化」

\* 在来重化学工業の空洞化と日本の対米直接投資増大

【労働組合の弱体化】

1978年労組は「労働法」改正のキャンペーン、経営側は、「全米製造業者協会」に新設された「組合なき環境協議会」に加盟してこれに対抗、挫折、コンセッション・バーゲニング、レーガン政権の反労働組合政策、労組組織率の急速な低下、実質賃金の長期的な下落

【IT産業についても日米逆転】→1985年「プラザ合意」

【IT産業の日米再逆転】「企業家精神に富んだ文化を生かして、ソフト化、ネットワーク化、デジタル化の方向に新しい競争領域を、まさに「新世界」を設定し、そこで指導性を発揮することによって失われた経済的覇権を再び取り戻そうとし始めた」(拙稿「ME 情報革命の展開と日米経済関係」『専修経済学論集』2000年3月、p.121)

【スタグフレーション】所得政策+ケインズの有効需要政策、マネタリズムと供給重視経済学を2本柱とするレーガノミックスが登場

スタグフレーションの基礎にあった70年代までの構造とそれを規定した諸対抗が、70年代以降のME化およびアジア化・グローバル化の展開によって大きく転換し、それがインフレ抑制に作用。拙稿「スタグフレーションの克服と不況突入の諸契機」(『経済と社会』第2号)「インフレ問題の根底にある金のわずかな誓約にさえ縛られなくなった『アメリカの無責任さ』に変わり」はなく、マネーサプライの増加は、「他の種類のインフレ」、株式・不動産等資産価格の上昇=バブルを頻発

スタグフレーション下国内に有利な投資先のない各国の過剰資本の一部が高収益を求めてユーロ市場へ、ユーロ市場拡大、米銀主導の国際銀行資本はNICsへ巨額の貸付、シジケート・ローン、1982年8月産油国メキシコがデフォルト、累積債務問題が顕在化、中南米の累積債務問題への対応の過程で、レーガノミックス以降の新自由主義的な考え方が「ワシントン・コンセンサス」に収斂。

累積債務問題が顕在化したことを契機に、LAに向かっていたユーロ・ダラーはアメリカを初めとする先進諸国へ還流し始めた。LA→「失われた10年」、アジアNIES

アメリカへ還流した資金はどのような動きをしたのか?供給重視の経済学を一方の基礎とするレーガノミックスは法人税率引き下げや加速度償却の導入、投資減税などを行った。短期志向のアメリカではその資金の多くが多角化の方向に投資され、M&Aブーム、LBO、「投機的金融狂乱」、借入金に依存した自社株購入、株価は1982年から91年にかけて3.3倍。

「この50年間で最も深刻」といわれた81-82年不況は82年末から回復した。個人消費

の増大に対応して 83,84 年と設備投資も増大した。その内容は税制改革で償却期間の短縮された商業用不動産等であり、建設ブームとなり、不動産価格も上昇した。銀行は海外から流入した資金も合わせ、残された融資先として不動産向け融資を急増させた。不動産のミニバブルが発生した。

【20 世紀末不況】1989 年以降ジャパノマネ引き上げ、金利の引き上げ、ミニバブル崩壊、銀行「三つの L」、消費の落ち込み、「ニューフェースセッション」(BW)「賃金や物価の急上昇はなかったにもかかわらず、FRB は高金利を維持する必要に迫られた」。故宮崎義一氏『複合不況』論を提起。

「20 世紀末不況」(拙稿「20 世紀末不況の分析視角—宮崎義一『複合不況』をめぐって—」『専修経済学論集』) 20 世紀のアメリカを特徴づけた中流階級の衰退、ブルーカラー労働者が 2 世代にわたって中流階級入りを果たすという「中流階級革命」こそが、「今世紀にアメリカが生み出したもののうちで、最も影響力のある思想」(ハルバースタム『幻想の超大国』1993 年)、「ブルーカラー中流階級」の衰退が「現在アメリカが直面している危機の本質」。70 年代までの「賃金労働者の大部分との広範な妥協」=「ケインズの経営者的妥協」が「破壊」(Dumenil,Levy,2004,Neoliberal dynamics:A New Phase?.)

#### IV 「情報＝金融＝世界市場革命」の「新段階」移行

1970 年代のstagflation 下に起源を持つ「情報＝金融＝世界市場革命」が、「新段階」に移行し、この移行に伴ってアメリカ極集中の「資本主義＝アメリカ的ラウド」が本格的に始動した。

【IT 化の新段階移行】PC・WS のネットワーク化、ゴア「全米情報スーパーハイウェイ構想」

インターネットの商用化、1989 年 WWW(World Wide Web)、1993 年 Web ブラウザ「Mosaic」

【グローバル化の深化】米ソ冷戦の終焉によってソ連・東欧諸国が市場経済化、1970 年代初頭の IT 化・アジア化に「起点」を持つグローバル化が「深化」。中国 1992 年「南巡講話」後改革・開放が加速、1991 年インド、経済自由化へ

【金融業の新展開】米大手金融機関は国内業務の収益悪化から「国際業務をもう一度拡大する必要性が高まり」、「日本を含む東アジア諸国の通商ならびに資本取引に関する規制を緩和、あるいは撤廃させて、アメリカの多国籍企業と金融機関がこれらの国の市場で自由に活動できるようにする」(高田太久吉『金融グローバル化を読み解く』2000) ことが重要な課題、規制緩和政策推進

「米国は国際金融の領域で覇権を再確立することが必要であり、そのための国家的政策を打ち出すことが不可欠」(1990 年「上院銀行委員会報告書」、1989 年 EC の第 2 次銀行指令案 (EC 単一免許制、エバーサル・バンキング、93 年 1 月から実施)をにらみながら包括的な金融制度改革へ

1987 年 FRB、銀行持ち株会社の子会社の総収入の 5%以内であれば、非適格証券の受け入れを認可、以降段階的に緩和

1994 年州際銀行業務効率化法 (リーグル・ニール法)

1999年のグラム＝リーチ＝ブライリー法

預貸業務の成熟化から、大手銀行は、証券業務へ進出。

銀行の営業収入に占める非金利収入の比率は、1990年32%→99年43%へ

90年代初頭落ち込んでいたアメリカの金融機関のROA（総資産利益率）とROE（自己資本利益率）は急回復した。金融部門の全法人企業利潤に占める割合：1959-69年平均で14.2%、1970-79年17.84%、1980-89年17.19%、1990-97年25.1%、1998-2000年24.6%、2001-2007年31.0%。

V 「《資本主義＝アメリカ的ラウンド》」第1局面

1, 20世紀末不況からの回復と「ネット＝株式バブル」の発生

リエンジニアリング、「雇用なき回復」、「ホワイトカラー不況」

「景気が後退するかもしれなかった時期においても、米国経済の活況が続いた」のは「インターネットについての明るい展望」（レスター『競争力』2000年）ゆえであった。

1995年Netscape社の株式初公開、インターネットブームに点火

90年代後半のアメリカ：「三つの勢力が織りなした物語」（梅田望夫『シリコンバレーは私をどう変えたか』2001年）、第1勢力は、GEやウォールマート等NYSEに上場する伝統的独占大企業。第2勢力は、ベンチャーキャピタルに支えられて登場したネット関連企業、第3勢力は、ITインフラを提供する新独占「Wintelco」

民間固定資本投資の対GDP比：91年13.4%→2000年17.1%へ

資料①

「IT化による生産性向上期待」NYSEの株価もNASDAQ株に引きずられて上昇。

既存企業によるベンチャー企業への対抗手段の一つが競争相手のベンチャー企業の買収

「ネット＝株式バブル」の発生・膨張にとって「技術がエンジンであり、金融が燃料である」（マンデル『インターネット不況』）が、「燃料」はどこからきたのか？

① 20世紀末不況に対応した金融緩和、実質金利ゼロ

家計の預金→ミューチュアルファンド、ハッジファンド等へ→1970年代「株式の死」を経て長期的な上昇傾向にあった株式市場に流入、アメリカマネーとなって流出。

資料②

アメリカの対外証券投資等の年平均額：90年代前半1000億ドル超、90年代後半3200億ドル、2001～07年5300億ドル

資料③

②確定拠出型年金「401Kプラン」、80年代後半から加入者数・資産残高が増加→株式市場へ

資料④

家計の株式保有が増大、89年31.6%、2001年50%、「株式の民主化」、「ケインズの経営者の妥協」に代わる新たな「新自由主義的妥協」の形成と位置づけている。

③1995年「逆ラザフ合意」、「強いドルは国益」（ルービン財務長官）政策を突如転換、ドル高は金融市場でのドルに対する信頼を支え、米資産の魅力を増し、アメリカへの長期投資を促進。同年9月日銀は公定歩合を0.5%にまで引き下げ、円キャリートレード

不況で行き場のない、とりわけヨーロッパの資金も流入、「ネット＝株式バブル」期の対米証券投資等の年平均額4500億ドル超、対米直接投資の年平均額も前半の397億ドルから

1964 億ドルへと急増。

	1995 年	1999 年	2002 年	2007 年	2008 年
純資産	27.7 兆ドル	42.1 兆ドル	40.5 兆ドル	62.7 兆ドル	51.5 兆ドル
株式（直接保有）	4.4 兆ドル	9.8 兆ドル	5.2 兆ドル	9.2 兆ドル	5.5 兆ドル
株式（間接保有）	3.2 兆ドル	7.4 兆ドル	5.5 兆ドル	11.5 兆ドル	6.6 兆ドル
不動産	11.2 兆ドル	14.5 兆ドル	19.3 兆ドル	27.3 兆ドル	24.9 兆ドル
負債	5.1 兆ドル	6.8 兆ドル	8.8 兆ドル	14.3 兆ドル	14.2 兆ドル

純資産は 95 年から 1999 年まで 14.4 兆ドル(株式資産 9.6 兆ドル、不動産資産価格 3.3 兆ドル)増加。

不動産の資産価格増大？ 90 年代後半から「第 2 次持ち家ブーム」、移民の増大、長期金利の低下傾向、マイリティ層や中低所得者層の住宅取得を促進する政策面の後押し

1980 年「預金金融機関規制緩和・通貨管理法」

1982 年「選択的抵当権取引均等法」

1992 年「連邦住宅企業金融安全健全化法」

ベンチャー企業に主導された設備投資の増大や株高・不動産価格上昇による膨大な「資産効果」が所得上位 20%層の好調な個人消費を支え、2001 年 3 月まで史上最長の持続的成長を続けた。

米経常収支赤字（年平均額）90 年代前半 734 億ドル→後半 2399 億ドル

<90 年代の雇用・賃金>

本文 132 頁、資料⑤⑥

1990 年代非農業従業者数 2000 万人以上増加、製造業は 1700 万人をキープ、IT 関連産業 130 万人増、軍需関連産業 1990 年 311.5 万人→2000 年 242.5 万人へ約 70 万人減少

1970 年代以降長期低落傾向にあった実質時給も 90 年代後半上昇し、中位家計の実質所得も上昇

2、「ネット＝株式バブル」の崩壊と「インターネット不況」

資料⑦

製造業の落ち込みは-6%と比較的軽微であったが、ピークを回復するのに要した期間は 4 年 4 ヶ月で 1929 年大恐慌以来最長であった。製造業の中で打撃が大きかったのは 90 年代をリードした「コンピュータ・電子機器 334」である。この中で最も打撃が大きかったのが「通信機器」であった。「通信機器」部門はバブル崩壊の影響を最も受け、生産は 2001 年 1 月のピーク 150 から 2002 年 10 月の 95 へと 36%も生産が落ち込んだ。生産が 2001 年のピークを回復するのに 5 年 5 ヶ月もかかった。

## VI 「《資本主義＝アメリカ的ラウンド》」第 2 局面

1, 21 世紀初頭の世界経済と「インターネット不況」からの回復

<21 世紀初頭の世界経済>

\* 対テロ戦争の拡大

\* ITに牽引されグローバリゼーションが更に深化 BRICsの登場

米対外直接投資はどこに向けられたか？

本文 136~7 頁

1990年~2007年：アジア向け

2007年~2000年：対中直接投資が最大の伸び率となった。

2000年~2006年：対インド向けが最大の伸び率、対中向けも

2004年の時点でアメリカの多国籍企業は中国で40万7900人雇用、「コンピュータ・電子製品」部門が最大で8万9800人、「電気設備および部品」3万9600人

インドでは16万5600人雇用、「プロフェッショナル・科学・技術サービス」部門4万7800人  
2001年以降は「金融・保険」の伸びが目立っている。

2001年のWTO加盟後中国に進出した外資系企業の輸出が急増し、中国は輸出主導で工業化を進めた。インドも2000年のアメリカの「ネット＝株式バブル」崩壊後、ITサービスのオフショアリングの受け皿となる形で工業化を進めた。人口の多い中国、インドの工業化が原油や鉄鉱石・石炭等の需要増となり、資源価格の上昇となった。これによって資源大国であるロシア、ブラジルの経済も活性化。BRICsとして注目！

<グローバリゼーションの深化とアメリカ企業>

21世紀初頭グローバリゼーションが深化した背景には何があるのか？

資料⑧

アメリカ非農業非金融法人企業利潤率は「ネット＝株式バブル」最中の1997年、1980年代以降の最高の水準（3.722%）に達したが、それをピークにバブル崩壊で2001年1.62%にまで急落した。利潤率が記録的な水準にまで落ち込む中で、アメリカ企業は徹底したコスト削減と能率向上を迫られた。設備投資を大幅に抑制し、バブル期に導入した設備の徹底した有効活用を考え始めた。情報化投資についてもハードに対する投資より、既存の設備を有効活用するためのソフトウェアに対する投資に重きが置かれた。

徹底したコスト削減と能率向上を迫られる中で、企業は企業内の各種機能をどんどんアウトソーシングやオフショアリングするようになった。

1997年から2001年にかけて大きく落ち込んでいた利潤率はV字回復を果たし、2005年（3.94%）、2006年（4.09%）とバブル期の水準を超えた。

2002年以降法人利潤計の対GDP比は年々増大し、2006年には国内産業（非金融部門と金融部門）の利潤（1兆2964億ドル）に他世界からの利潤（2573億ドル）を加えた法人利潤計（1兆5537億ドル）の対GDP（13兆1947億ドル）比は11.8%と1960年代の水準に匹敵するまでになっている。資料⑨

その対極として賃金サラリー計の対GDP比はバブル崩壊以降年々低下し、2006年には45.7%と戦後最低となっている。その原動力となったのが、人員削減による人件費の削減である。

非農業従業者数は2001年1億3183万人から2003年1億2993万人まで落ち込み、2001年のピークを回復したのは2005年であった。「ジョブロスリカバリー」

製造業従業者数 2000年1726.3万人→2007年1390万人と330万人以上減

IT 関連産業 2000 年 485 万人→2006 年 388 万人と約 100 万人減少

平均実質時給（1982 年価格）は 2003 年の 8.27 ドルをピークに停滞、平均実質週給も 2002 年の 278.83 ドルをピークに停滞した。平均実質年収（2004 年価格）も 2000 年の 55647 ドルをピークに停滞。平均的失業期間の長期化

## 2. 「住宅バブル」と個人消費

本文 134 頁

「インターネット不況」からの回復で主導的な役割を果たしたのは個人消費。2001 年以降、個人消費支出の伸び率は一貫して国内総生産の伸び率を上回った。個人消費支出の実質 GDP に占める割合は 1998 年 67.6%から 2006 年 71%にまで上昇。

「ネット＝株式バブル」の崩壊で、家計から約 800 兆円 GDP 比 60%もの資産価格が消失した。グローバル化の深化で雇用者数が落ち込み、家計所得が低迷した。家計の経済的保障が大きく浸食されたにもかかわらず、何故に個人消費が堅調に推移したのか。

アメリカでは 1990 年代半ばから「第 2 次持ち家ブーム」で住宅価格が上昇すると共に、家計の住宅資産が増大した。「ネット＝株式バブル」崩壊で 99 年から 2002 年にかけて、家計から株式資産約 7 兆ドルが失われたが、同期間住宅資産は 4 兆ドル増加した。

家計の 50%以上が株式を保有しているが、保有状況は非常にアンバランス、大多数のアメリカ市民の資産は、株式というよりも実は住宅。

資料⑩

「住宅資産のインパクトは、株式資産のインパクトよりもかなり大きい。住宅による相対的に大きな資産効果こそが、株式市場がその価値の半分近くを失ったのに何故消費支出が 2001 年と 2002 年に力強かったのかを説明する」。

不況対策としての 2001 年 1 月以降の FRB の急激な金利の引き下げ（FF 金利は 2001 年 1 月 6.5%→2003 年 6 月 25 日 1%）が更なる住宅投資を促進した。

住宅投資の実質 GDP 成長の前年比伸び率、2002 年 4.8%、2003 年 8.4%、2004 年 10%、2005 年 6.6%、4 年連続大幅増

住宅価格の持続的上昇によって、ホームエクイティ・ローンが増大→個人消費増

雇用や賃金が低迷する状態の中で、医療費や教育費等が高騰したため、家計は借金に依存するほかはなかった。米家計の可処分所得に占める債務残高：2001 年 107%→2008 年 138%へ急騰。

2001 年以降の「住宅バブル」期：経常収支赤字(年平均)5373 億ドル、公的資金の流入(年平均) 2826 億ドル、

民間の対米直接投資は、住宅バブル期の年平均は 1505 億ドル、2003 年まで大きく落ち込み、それ以降回復。民間の対米証券投資等は 2004 年から急増、年平均額 9006 億ドル 経常収支赤字が最大となった 2006 年の場合、資本収支黒字は 8094 億ドルとなっているが、これを地域別にみると EU 1015 億ドル（13%）、カナダ 28 億ドル（0.3%）、LA アメリカ 311 億ドル（3.9%）、うちブラジル 178 億ドル、アジア太平洋 2418 億ドル（30%）、うち中国 2144 億ドル（27%）、中東 542 億ドル（6.7%）、カリブ 金融センター 3958 億ドル（49%）

世界の余剰マネーがアメリカの国債や住宅ローン債権を証券化した金融商品に向けて集中したことによって、経常収支赤字がファイナンスされると共に、長期金利の上昇が抑制された。「グリーンスパンの謎」である。それによって住宅投資が促進され、住宅価格上昇がもたらした資産効果で消費が促進され、堅調な成長が続いた。

2007年4月G7声明、世界経済は「過去30年以上で最も力強い持続的成長」、持続的成長の背後で、サブプライムローンの拡大という形で恐るべき危機が潜在化していた。

### 3. サブプライムローンの拡大

資料⑪

サブプライムローンやそれを再証券化したCDOが2004年以降急激に増えたのは何故か、FRBによって2003年6月25日に1%にまで引き下げられたFF金利は、2004年6月30日から再び引き上げへ。これが効いてきて2005年頃には住宅市場に飽和感が出ていた。30年の長期ローンを組んで住宅を保有する力のある人はあらかじめ住宅を買っていた。

2004年投資銀行についての規制「net capital rule」（1975年米証券取引委員会SEC）緩和、財務長官となるゴールドマンサックスのCOEポールソン等の「資本の効率的な活用」を訴えるロービー活動の結果、Morgan Stanleyのレポート（08年4月1日）によれば、2004年以降投資銀行の自己資本収益率が急増するが、その半分はバレッジの引き上げによるものであった。

資料⑫

2004年CDS市場にヘッジファンドが参入し、CDSのプレミアム（保証料）が大幅に低下した。そのため住宅担保ローン証券のヘッジに利用されるようになり、市場規模は拡大した。これを利用すれば、債権を移転することなく、リスクのみ移転し、BIS規制を回避することができる。これによってリスク回避が容易になり、金融機関はサブプライムローンを拡大し、それを証券化すると共に、それを再証券化したCDOの発行を増やした。[草野豊己『信用リスク崩壊』という未踏域』『エコノミスト』08年4月15日参照]

CDSは企業対企業の相対取引で契約されるため、政府の規制は及ばず、取引報告を集約する場所もない。投資家ウォーレン・バフェットは2003年CDSを「金融版の大量破壊兵器」と呼んだが、それが多くの金融機関のバランスシートを吹き飛ばし、威力を発揮するのは2008年になってからである。

### 4. サブプライム問題の顕在化と金融危機

住宅市場には頭打ちの傾向が出ていた時期に、サブプライムローンが急増した。それに延命され、住宅価格（S&P/ケース・シラー住宅価格指数：全米主要十都市圏）は2000年を100として2006年6月226.29まで上昇したが、それをピークにそれ以降連続した下落、サブプライムローン延滞率、サブプライムローン関連証券化商品の価格低下→金融危機へ

証券化のメリットはリスクを「軽減」し、「リスク分散を通じて金融システムの安定に寄与する」ことではなかったのか。サブプライムローンそのものは1.5兆ドル程度であるが、証券化を重ね、本当のリスクがどこにどれだけあるのか、分からなくなっている。住宅ローン関連証券は、格付けに関わらず、投資家に敬遠されるようになった。買い手がいなく

なった。これを担保に資金を借りようとしても借りられなくなった。証券化がリスクを増幅。みずほ証券は「米金融大手が適用している時価評価をもとに、より厳しく損失を見積も」(朝日)り、予想損失額を 5.8 兆ドルと試算した。

証券化業務を担った米投資銀行等銀行は証券化した金融商品をアメリカの投資家のみならず、海外の金融機関にも販売し、信用リスクを他に転嫁した。実際に証券化商品のかなりの部分が海外に販売された。『米国経済白書 2008』は、「サブプライム損失の影響が米国の投資家と金融機関だけに集中するのではなく共有されることで明らかに利益をもたらした」と述べているが、アメリカ投資銀行等銀行もリスクから逃れてはいなかった。むしろ中心にいた。

投資銀行等の銀行は、証券化した金融商品の在庫を抱えていたという問題もある。さらに投資銀行等の銀行は「コンデュイットや SIV (Structured Investment Vehicle) と呼ばれる独立の非連結 (オフバランス) の事業体を活用した証券化商品の運用等にかかわっていた」。「コンデュイットや SIV は、CDO 等の流動性の低い資産の運用原資を、その資産を担保に発行する資産担保コマーシャルペーパー (ABCP) などの比較的短期の資金」調達していた。これらは法的には連結財務から外されているが、金融機関が実質的に運営しており、クレジットラインの提供を約束していた。CDO 等の利回りが高いものの、リスクの高い金融商品をヘッジファンドが多く保有しているが、投資銀行等の銀行はこのヘッジファンドにも資金供給していた。金融機関は、モノラインとも融資契約を結んでいた。サブプライム関連の債務の不履行が増加し、モノラインが保険金を支払わなければならない事例が増え、損失が拡大している。モノラインの経営が悪化し、モノラインの格付けも下げられている。モノラインが保証していた他の膨大な地方債等の市場価格も下落する事態となっている。さらに想定元本約 60 兆ドルと、アメリカの株式時価総額の 3 倍という規模にまで膨張した CDS 市場において、銀行やヘッジファンドは売り買い両方で関与している。「インターネットと最新の通信技術によって」構築された規制対象外にある「影の銀行システム」に金融機関は深く関わっていたのである。

米国財務会計基準審議会 (FASB) は大手銀行が簿外で設立した特別目的会社で損失が発生したため、企業グループの資金の流れやリスクの所在を明確にするため、簿外資産を連結対象とし、2009 会計年度よりオンバランス化を義務付ける決定をした。FASB が決定した方針に従って会計基準が変更された場合、米金融業界全体で資産が 5 兆ドル増え、金融機関は一定以上の自己資本比率を保つため、資本増強や資産売却を迫られるとシティが試算した。7 月 30 日 FSSB は簿外資産をオンバランス化する方向での変更を、2010 会計年度まで先送りすることを決定した。

アメリカの金融セクターは「危機が迫りくるなか、問題を小さくみせ、隠す方法で何とか切り抜けようという姿勢が圧倒的になっている」

#### 5. 実体経済への影響

住宅バブルの崩壊は二つのルートから実体経済に影響を与えている。

\* 膨大な不良債権を抱えた金融機関の貸し渋り

\* 家計の純資産が大幅減少

アメリカの家計で、住宅ローン残高の方が住宅資産価格を上回る、債務超過の状態と＝「ネガティブ・エクイティ」に陥っているのは 820 万世帯に上っている。住宅価格はまだ下げ止まっていないので、今後増えることが予想される。

家計の純資産が減少した上に雇用が急速に悪化、2008 年 1 月以来 2009 年 4 月まで、16 カ月連続で 500 万人の雇用が失われ、4 月の失業率は 8.9%と 83 年以来の水準に。

アメリカの家計は今後消費を切りつめ、貯蓄し、借金を返済さざるをえない。オバマ大統領も「借りて使う時代から、貯蓄して投資する時代が変わる」と述べた。個人消費支出は 2007 年 IV 以降減速し、とりわけ耐久財消費は 2008 年 I 以降マイナスを続け、とりわけリーマンブラザーズの破綻した秋以降落ち込みが激しくなっている。

実質 GDP 成長率は 2008 年 IV -6.3%、2009 年 I -6.1%となっている。

< 世界同時不況 >

住宅バブル崩壊による金融危機はアメリカの景気後退を惹起すると共に、さらに二つの径路から世界同時不況をもたらした。第 1 の径路はアメリカ発の金融危機がヨーロッパの金融危機となって波及したこと。これが世界的信用収縮をもたらし、中東欧・旧ソ連圏を不況に陥れた。08 年前半 EU のいくつかの国で住宅バブルが破裂。

第 2 の径路は、対米依存度の高い日本を初めとするアジア各国が対米輸出の落ち込みによってマイナス成長へ

6, オバマ政権の景気対策の評価

デヴィッド・ハーヴェイ「なぜアメリカの景気刺激策は失敗する定めにあるのか」(『現代思想』5 月号、ケインズ特集)

「アメリカ合衆国では、状況に適したケインズ主義的解決策を見出す試みは、その初めから、幾つもの経済的障害や政治的障碍によって阻まれる定めであり、これらの障碍はほとんど克服不能だといって良いほど大きい」

「さらなる赤字財政を展開するための財源調達は、アメリカに資金を貸し付ける立場にある他の国の意思に左右される」

「諸個人への減税策以外のいかなる類の救済策にも圧倒的な敵意が差し向けられる」

「インフラ整備のための投資という戦略は、国家による洗練された計画なしには遂行できない」、「脱工業化という長い歴史と国家による計画に対する強烈なケインズ的発露」

「インフラの再開発というよりもむしろ減税への明らかな選好が、アメリカにおけるケインズ的解決策への全面的な追求の実現をほとんど不可能にしている」

アントニオ・ネグリ「ケインズへの回帰なのか」

ケインズ主義による<ニュー・ディール政策>は三つの本質的な要件にその基礎をもつ制度的な配置の所産だった。

その第 1 は国民経済に制約された独自の政策を展開することができる国民国家の存在と

いう要件

第2は民主的に受容可能な再配分関係の内部において利潤と賃金（との配分比率）を計測することが可能であるという要件

第3に、一方における企業利益と他方における法制度的な枠組みにもとづく合意形成が可能な労働者階級の運動とその要求との弁証法にまだ余地が残されているという要件

現在の政治経済的環境では、これら三つの要件のうちどれ一つとっても、残っていない

↓

財政出動の方向性をベーシック・インカムの制度化