

グローバル化と金融危機

——S&L 危機とリーマンショックの比較分析——

金 俊 昊

はじめに

1. 金融危機の現状と論理
 - 1-1 金融危機の現状
 - 1-2 金融危機の論理
2. アメリカ発2大金融危機の比較分析
 - 2-1 S&L 危機：アメリカ金融危機の国内限定
 - 2-2 リーマンショック：アメリカ金融危機のグローバルな展開
3. グローバル金融危機の特性
 - 3-1 経済の金融化
 - 3-2 金融のグローバル化
 - 3-3 金融のハイテク化
4. グローバル・パラダイムの構築

むすび：国際金融論からグローバル金融論へ

はじめに

2008年に発生したリーマンショック¹⁾は今年で10年目を迎える。1930年代の恐慌を上回るといわれたこの経済危機は、その規模、後遺症など、過去経験したことの無いものであった。1930年代の恐慌をウェストファリアおよび産業革命以来の国際（international）時代における世界恐慌であったとすれば、2000年代恐慌は、グローバル（global）時代の世界経済の断面を総体的に観察できる初めての事例ではなかったかと思われる。

考えてみれば、10年前のリーマンショックにはその発生原因において類似した例がある。1980年代に発生したS&L（貯蓄貸付組合）危機である。両方ともアメリカ不動産の破綻による金融・経済危機全般への発展というパターンをもつ。しかし、S&L危機がアメリカ国内に止まったのに対してリーマンショックはグローバル危機と化した。同じ性格の危機がなぜ異なる結果をもたら

1) 後述のベア・スターンズなど一連の事態を総合して、グローバル金融危機とより一般的な表現をする場合もあるが、本論では、危機のアメリカ国内限定のS&L危機と対比させるために、危機のグローバルな拡散をもたらしたリーマンショックを2007年以降の危機の代表的名称として使う。

したのか。本論では、このような問題意識の下で比較検討を行い、2つの危機の間に20年間金融のグローバル化とハイテク化という著しい状況変化があったことを考察する。言い換えればリーマンショック後の金融危機はグローバル化の証拠である。本論は、金融危機の概念、2大金融危機の考察、グローバル化とハイテク化、そして危機の克服のためのグローバル・パラダイムの構築の各部分で構成される。

人間も病気にかかってからはじめて徹底した検診を受け健康状態を確認しようとするが、実験のできない社会科学において、このような破綻状態が経済現実を分析する絶好の対象となるということはパラドックスかもしれない。ここ10年の間、危機分析のために多数の論文が出現したことをみると、まさにこの危機がグローバル経済および社会構造を深層的に把握できる良い素材であったと推測される。本論は諸論文がもつ論点を総合し危機の本質を究明するとともに、金融制度全般の構造的な問題点を分析し老朽化した理論および政策的対応を克服するべく、グローバル化時代に適した新思考への転換を提言する。

1. 金融危機の現状と論理

1-1 金融危機の現状

危機とは何か。システムの動揺、不安定によるその持続不可能性である。システムに内在する問題がリスクに発展し、それが危機へと深化、持続不可能になると、やがて崩壊を迎える。金融システムが極端に攪乱した2008年事態は、その深化過程からみて、崩壊寸前の危機状況だったと言えよう。

金融危機とは信用規模および資産価格における大きな変化であり、金融仲介の深刻な混乱、(企業、家計、金融機関、政府の)大規模のバランスシート問題、(流動性支援、資本補充など)大規模な政府資金投入を伴う一連の事態である²⁾。経済を古典派的二分法で考察するとき、実体部門と金融部門に分類できる。金融危機とは金融部門で発生する危機と理解される。金融危機は、通貨危機、銀行危機、国債危機を内容としており、その延長線上で、財政危機、貿易危機など、実体経済を含めた経済全般の危機につながる。

金融危機の対語として金融の安定性は、金融の様々な側面(インフラ、機関、マーケット)を含む広範な概念である。資源とリスクを考慮した効率的な価格形成ができ、決済システムがスムーズに機能することを意味する。安定性は、金融危機のない状態だけでなく、システムあるいは経済過程に脅威を提起する不均衡を回避し、対応する、金融システムの内在的能力³⁾を意味する。

2) Claessens and Kose (2013) pp. 4-5.

3) Braga and Vincelette (2011) p. 361.

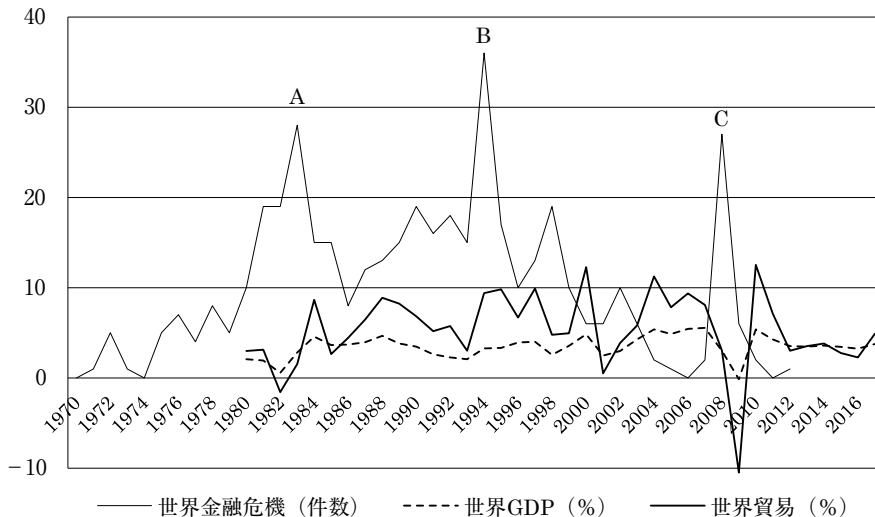
対策不在の中での危機の頻発化は、危機の常態化に帰結し、危機の大型化、損失の巨大化、危機伝播の急速化、危機波及の多部門化、そして危機のグローバル化につながる。

既存パラダイムを超えた新概念としての2008年グローバル金融危機、旧理論では説明が難しいこの激動にはどのような背景があるのか。そして21世紀危機の本質とは何か。

グローバル金融危機は、概念的に金融危機が国境を越えてグローバル化したものである。グローバル金融危機は従来の国際金融危機と異なるコンセプトをもつ。グローバル化以前の金融危機と言えば主に国民経済主体の経常赤字などファンダメンタルズの悪化によることがその内容となっていた。グローバル危機が意識されたのは、1994年12月の、急激な資本移動が引き起こすメキシコの新型通貨危機以来といわれる⁴⁾。1997年のアジア通貨危機もこの種の危機となる。考えてみれば1992-1993年のERM崩壊も、自由移動する短期資本が、その移動を制度化したばかりの地域通貨システムと激突して発生した危機であり、90年代初め、冷戦の終焉に伴う政治経済的変化がこのようなグローバル化した金融危機の背景にあると言えよう。

図1は1970年代以来の金融・経済危機の発生を図示したものである。おおよそ12年ごとに金融危機のサイクルがピークに達していることがわかる。3つのピークの中で、Aは通貨危機、国債危機など主に国民経済のファンダメンタルズと関連した危機、Bは冷戦終焉後の移行経済の不安定さなどによる政治経済的危機、Cはグローバル化の中で金融部門の攪乱による危機として、その急激な出現と深刻さが特徴となっている。

図1 金融危機と世界経済状況



出所) IMF, Laeven and Valencia (2012). 上記の金融危機件数は、銀行危機、通貨危機、国債危機を合計したものである。

4) 伊藤 (2007) 4頁.

この図からみて、CはA、Bと異なる特性をもつ。他の2つのピークの発生が実体経済との関連性が比較的強いと思われるのに対し、2008年危機は金融部門単独の危機、すなわち実体経済との因果関係が低い金融部門独自の危機として出現したと思われる。言い換えればAとBは実体経済先導の金融危機であるのに対して、Cは金融部門先導の実体経済危機となっている。A、Bはアメリカ以外の他地域発危機であり、アメリカの経済が相対的に安定し世界経済への影響は弱かったと推測される。それに対して、Cの場合はアメリカ発グローバル危機で、世界GDPと貿易成長率が、金融危機の急上昇に逆比例し急低下していることがわかる。

1-2 金融危機の論理

S&Lおよびリーマンショックの2大危機の原因は、共通要素として不動産金融の弊害という特性をもつ。とくに居住用不動産は人間生活において必須であり、庶民にとっては巨額の資金を要するもので、しかも一般人の金融リテラシーの乏しさが重なった金融の死角地帯である。という理由で世界の至るところで不動産は投機化し、たびたび経済問題を引き起こしてきた。

現代金融業は high risk, high return という平易な観念によって表現される。この一句は市場経済、金融の一般的な原理として人口に膾炙されてきたが、実はこのフレーズを分解してみると、金融危機につながる論理的構造が見えてくる。すなわち、

high risk → high return

という、前部が仮定であり、後部が結論となる命題であることがわかる。記号で表示すれば

$A \rightarrow B$

となる。

ここでAは仮定として high risk, Bは結論として high return である。この関係で、high risk は high return に対して十分条件的特性をもつ。したがってリスクが高まることによって、利益が拡大するという因果関係が成立する。

ところが、リスクが高ければ利益も大きくなるという論理には、この原理が倒錯的に適用される恐れが隠れている。high risk ← high return という逆の方向性をもつ論理への逆転である。ある命題の逆は必ずしも真とは言えない。にもかかわらず上記の原因・結果の関係は「高い利益を求むなら、高いリスク」を助長する目的・手段の關係に転じてしまう可能性がある。利益を上げることが金融部門だけでなくすべての経済活動の目的であるなら、その手段として高リスクは正当化される。ここに危機の増幅、人為的な危機の発生の素地があり、リスクが一般的に手段化することで危機が常態化する経済システムの潜在的危険性が潜んでいるのである。

上記の、

$$A \rightarrow B$$

は、

$$\neg B \rightarrow \neg A$$

のように論理的に書き換えることができる。 $\neg B \rightarrow \neg A$ は $A \rightarrow B$ の対偶であり、2つの命題は同値である。 $A \rightarrow B$ が真ならば $\neg B \rightarrow \neg A$ も真である。high return でないことは、high risk でないことを意味する。 $A \rightarrow B$ の論理的対偶として $\neg B \rightarrow \neg A$ 、すなわち利益を望まないことはリスクを取らないことを意味する。言い換えれば利益に関心がなければリスクを取らなくて良いという論法である。ここで利益が大前提の状況においてリスクを取るのが必然化する非倫理的論理性が成立する。利益拡大という目的の為なら、金融システムの不安定を利用し、さらにそれを高めることで莫大な利益のチャンスが生まれるという逆説的な思考の転換が起こる。

一般的に経済利益は、

$$\text{収益} = \text{期待値} + \text{偏差}$$

として表される。

偏差の増幅はリスクの拡大を意味する。したがって、high risk \rightarrow high return は偏差が大きいくほど収益拡大の機会も大きくなるという表現に変えられる。期待値以上の収益は、偏差が+に膨れ上がる場合得られる。+偏差を確保し、-偏差を除去するテクニックが可能であれば一方的な利益が発生する。ゼロサム的に+偏差の独占は-偏差を経済の他の部分に強要することになる。証券化でみられるリスク転嫁のテクニックは、まさしくこのような high risk の no risk への変換テクニックであった。

ここで個別利益の最大化のための、社会的リスクの極大化というトレードオフが行われる。high risk \rightarrow high return を論ずる前に、定義上 high risk \equiv crisis である。敷衍すれば個別的 high risk の蓄積はほぼ確実に経済全体の crisis に帰結する。したがってこの金融命題の論理的逆行の中に、経済倫理の転倒現象がみられ、利益追求の生理が、社会不安という病理を胚胎する構造が隠されているのである。

2. アメリカ発 2 大金融危機の比較分析

2-1 S&L 危機：アメリカ金融危機の国内限定

リーマンショックに比べればそれほど認知度は高くないが、1980年代後半、アメリカ国内金融業界を波乱に陥れた S&L 危機が発生する。S&L は、thrift とも呼ばれる、Savings & Loan（貯蓄

貸付組合)の略であり、不動産貸付専門の金融機関であった。1980年代末と90年代初めに不良債権の処理の渦中で多数の組合が倒産する事態を招き、その解決に多大な費用を要した(表1)。80年代版サブプライム危機である。特徴はこの危機はアメリカ国内に限定されたことである。国境がしっかりとその機能を発揮し、証券化という怪物がまだ本格化する前のことでもあった。

表1 S&L危機の実態(整理規模)

年	FSLIC		RTC	
	件数	資産規模 (百万ドル)	件数	資産規模 (百万ドル)
1986	54	16,264		
1987	48	11,270		
1988	185	96,760		
1989	9	725	318	134,520
1990			213	129,662
1991			144	78,899
1992			59	44,197
1993			9	6,148
1994			2	137
1995			2	435
合計	296	125,019	747	393,998

出所) Curry and Shibut (2000)

このS&L危機の背景としては

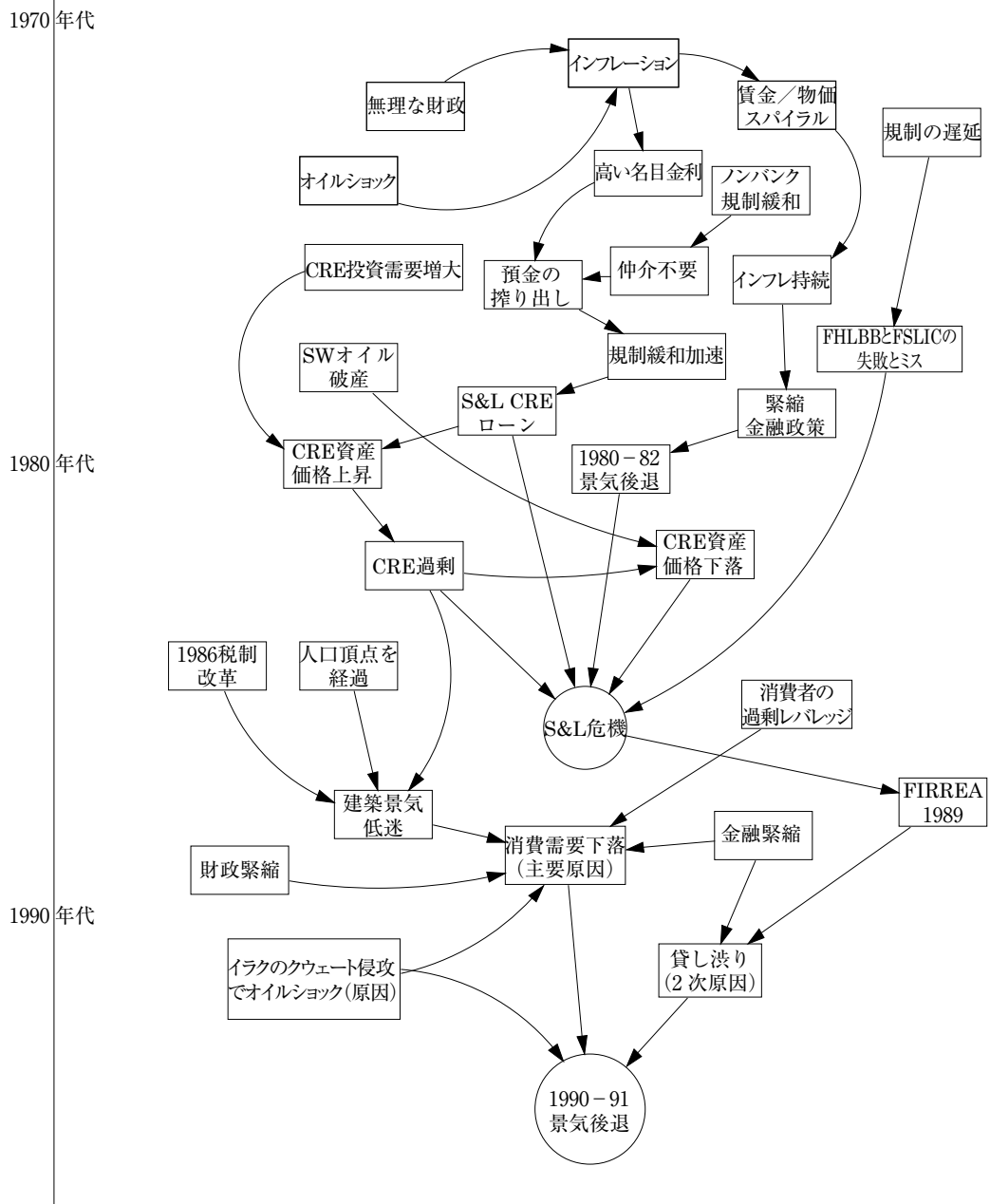
- 1) 1970年代と1980年代初めの高率の変動金利
- 2) 1980年代初め連邦準備規制Qの廃止
- 3) 地域経済状態の悪化
- 4) 預金機関の規制緩和
- 5) S&Lの規制緩和
- 6) 資本規制要件の緩和
- 7) 1980年代, S&Lの過剰な認可
- 8) 1986年, 商業用不動産投資に有利な連邦税法を廃止
- 9) 1980年代, 預金仲介市場の発展
- 10) 1980年代, S&Lの保険基金, そして1990年代RTC(整理信託公社)への資金投入の遅延⁵⁾

などがあげられる。

以上のような状況変化の下, S&Lがそれまでの住居用不動産から商業用不動産(CRE)業務へ

5) Curry and Shibut (2000) p. 27.

図2 S&L 危機の進行過程とその帰結



出所) Geltner (2013) の図10, 11を合成.

の業容拡大を図ったことが危機の主因と思われる。新しいビジネスチャンスを狙った転換であったが新業務に対する専門知識に乏しいローカル金融機関が、短期借入、長期貸付などの不合理なビジネスを繰り返し、またインセンティブベースの高リスクの営業活動が奨励された点が重なった結果であった。

このような経緯を以て、監督官庁の連邦住宅貸付銀行理事会（FHLBB）と連邦貯蓄貸付保険公社（FSLIC）が破綻し、整理信託公社（RTC）の大掛かりな整理合併策とともに金融機関改革救済施行法（FIRREA）の制定によって、1990年代前半、やっと収拾の段階に入る（図2）。

図2でみるような危機の進行の結果、1990年代初めの国際情勢と絡んでアメリカ内に景気後退が発生する。一般論としてアメリカの景気低迷が他の諸国の経済に負の影響を及ぼすということは否定できないが、80年代後半のS&L危機が海外に伝染効果をもたらしたという積極的な証拠はない（図1においても80年代後半と90年代前半において2008年に匹敵するような世界経済の攪乱は観察されない）。

同一の背景をもって発生した金融危機が1980年代にはアメリカ国内に止まり、2000年代にはグローバル危機に発展したことは、その20余年間、世界経済の構造と機能に大きな変化が生じたことになる。

2-2 リーマンショック：アメリカ金融危機のグローバルな展開

リーマンショックとその後の推移についての研究分析は豊富なので、ここで詳細な説明の必要はないと思われる。

同危機の発生前後の流れを簡単に表2にまとめてみると、不動産金融部門で始まった問題が、全金融部門に拡大し、世界主要国に拡散していったことが読み取れる。リーマンショック以来半年で、不動産金融から、銀行、証券、保険に、民間部門から公共部門に、アメリカから世界中に広がっている様子がみえてくる。

いわゆるリーマンショックとも呼ばれるこのグローバル経済危機では、リーマン・ブラザーズの倒産以前に前兆としてすでにいくつか重大な事態が発生していた。その1つにベア・スターンズ事態がある。全米5位の証券会社ベア・スターンズは、自己資本が38分の1という、過剰レバレッジによって事業を拡大していった。サブプライム・モーゲージに深く関与し、ローンを組み、モーゲージを証券として束ね、その証券を他の証券に組み直す。その過程で同社は700億ドル規模の短期借入を行い毎日それを更新していたが、ローンの満期の到来で倒産寸前に救済される⁶⁾。このベア・スターンズのビジネス方式は2008年危機当時の他の多くの金融機関の典型と言える。

危機によって金融機関が2兆ドル、その後の景気後退で10兆ドル（2008年世界GDPの6分の1）

6) <http://www.latimes.com/opinion/op-ed/la-oe-angelides-financial-crisis-20180319-story.html>

表2 グローバル金融危機の経過

年月日	内 容
2007年 8月9日	ABCP（資産担保 CP）に問題が発生、モーゲージおよび貸付市場の問題が金融市場に波及
12月12日	5 大通貨の中銀がドルスワップを含めた、短期金融市場対策を発表
2008年 3月16日	米政府の仲裁で JP Morgan Chase が Bear Stearns 救済に合意
7月13日	米政府が2大モーゲージ金融機関、Fannie Mae（FNMA）と Freddie Mac（FHLMC）の支援策を発表
9月15日	リーマンブラザーズが破産申請
9月16日	米政府、保険大手 AIG の救済に踏み切る
9月25日	米政府、資産3千億ドル規模の S&L 最大手 Washington Mutual を国営化
9月29日	英モーゲージ貸付機関 Bradford & Bingley が国営化。銀行・保険業の Fortis に欧州3カ国が資本注入。ドイツの商業不動産貸付機関 Hypo Real Estate が政府支援を受ける
10月8日	主要中銀が政策金利下げを断行。イギリス政府は同国銀行への資本注入を含め包括的支援策を公表
10月28日	ハンガリーが、資本流出と本国通貨への圧力を緩和するために IMF 等から250億ドルの救済策を受ける
10月29日	ブラジル、韓国、メキシコ、シンガポールと米連銀が、ドル資金枯渇に対応するためのスワップ協定に合意
11月25日	米連銀が2千億ドル規模の消費者および小企業対象の証券化ローンを拡大。さらに米住宅公社が発行した債権および MBS（不動産担保証券）購入のために5千億ドルを造成
2009年 1月19日	広範な金融救済策の一環としてイギリス政府が Royal Bank of Scotland の持ち分を拡大。他国もこれに追随
2月10日	G7 財務相、中銀総裁が、成長雇用支援及び金融部門強化策を再確認
4月6日	米連邦公開市場委員会、イギリス中銀、ECB、日本銀行、スイス中銀と、短期相互流動性スワップ協定を締結
5月7日	欧州中央銀行（ECB）、ユーロ債購入を決定

出所) BIS 79th Annual Report, 2008/09

の損失が発生しており、2009年には世界実質 GDP が減少するという未曾有の事態が発生する⁷⁾。
金融システムの総体的危機であり、危機のグローバル化が確認される。

3. グローバル金融危機の特性

同じ不動産金融の破綻から始まった2つの類似した金融危機が、なぜ、一方はアメリカ国内に止まり、他方はグローバルに展開したという、異なる結果をもたらしたかは興味深いことである。

7) https://www.chathamhouse.org/expert/comment/lasting-effects-financial-crisis-have-yet-be-felt?gclid=Cj0KQCjwvqbaBRCOARIsAD9s1XCaUexwajQXt811J1bhQHbGhxvwWbADJACEnR-H8K-Kc1v4w_OO2zAaAjZDEALw_wcB

それは言い換えれば1980年代半ばから2000年代半ばまで、どのような経済社会的変化があったかという問いに書きかえられる。20年間の時の流れの中、経済金融構造に根本的な変化が生じており、それがリーマンショックをアメリカ国内の金融破綻に止められず、グローバル化した危機に拡大させたことになる。ここでは、その根本的な変化を経済の金融化、金融のグローバル化、そしてそのハイテク化の観点から考察を行う。

3-1 経済の金融化

金融危機が激化した背景には経済の総体的金融化（financialization）現象がある。金融化とは国内、国際経済活動において、金融動機、金融市場、金融主体、金融機関の役割が増大する⁸⁾傾向であり、結果としてこれが短期利益を追求する投資家のインセンティブに影響し、株主資本利益率すなわち自己資本利益率（ROE, Return on equity）が至上目標になる株主価値志向⁹⁾に企業の体質が変わることである。このような利益の短期性が短期的資本移動の動因となり、それがグローバル化とハイテク化と相まって危機を増幅させる。すなわち ROE 的 high return のために high risk= 危機が助長されるメカニズムが、金融化には潜んでいるのである。

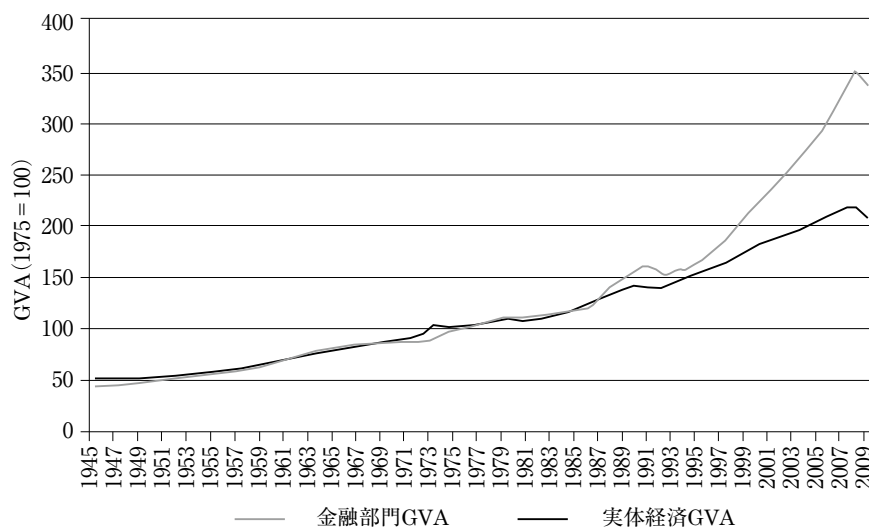
この背景には非金融部門に比べて金融部門のほうが利益のインセンティブと機会がはるかに高くなってきた経済状況の変化がある。その証拠として、2008年危機前までの英米の金融部門が占める GVA、すなわち総付加価値（経済全体－農業と金融部門）における割合が急激に伸長している（図3）¹⁰⁾。とくに S&L 危機が終息した1990年代初め以来の金融部門の成長は、リーマンショック直前まで急激な伸び方を見せ、実体経済部門と大きな差をつけている。経済の金融化によって生じたこの差が前述した逆の論理の倒錯性の具現化としての危機の前提条件となる。こうして1990年代に入り、実体経済と遊離した金融的余剰性が国境を越え独自の動きを見せ始めたのがグローバル金融危機につながる。

8) Epstein (2005) p. 5.

9) Young (2014) p. 16.

10) Young (2014) p. 14.

図3 金融化の進展



出所) Haldane (2010)

3-2 金融のグローバル化

グローバル化はヒト、モノ、カネ、サービスが、国境を超え自由に移動することである。資本などの自由移動をグローバル化の本質とみると、グローバル化はボーダーレス化であると単純化した定義を行うことができる。グローバル化はIT化と相まって、新しいグローバル金融時代を出現させ、金融情報は瞬時に国境のない世界を駆け巡る。

グローバル化は、本来、価値中立的な社会の変化を意味するが、結果として明るい面と影の面を同時にもつ。前述どおりヒト、モノ、カネ、サービスの自由移動をグローバル化と定義するとき、表3のようにグローバル化の両側面が克明に対比される。各要素の移動の自由がもつ、言い換えればボーダーレス化の、正の側面と負の側面である。こう考えれば、金融危機は、金融のグローバル化が存在する限り、その負の側面として必然的に現れる現象である。

以上の4つのグローバル化の中でとくに金融のグローバル化はその進展速度が速かった。金融のグローバル化はもっとも大きな成長を遂げ、もっとも強い影響力をもつ部門である。商品、労働市場に比べ真のグローバル化を遂げたのは金融部門である¹¹⁾。本来国際貿易と国際投資に付随的な存在だった国際金融は経済のグローバル化に伴って独立的地位を確保する。金融は情報化され、移動の瞬時化をもたらし、ボーダーレス社会を駆け巡る。情報化した価値を阻む国境は存在しない。

金融グローバル化の進展の証拠として、GDPに占める海外資産と負債の割合は1990年度前半か

11) Gao (2000) pp. 2-3.

表3 グローバル化の2つの側面

	ヒト	モノ	カネ	サービス
正の側面	自由移動	自由貿易	経済成長に寄与 ¹²⁾	情報への効率的なアクセスなど
負の側面	移民・難民問題	貿易摩擦	金融危機	ハッキングなど

出所) 筆者作成

ら世界的に急上昇している¹³⁾。この時期から金融のグローバル化が本格化した背景には何があるのか。1990年頃の冷戦の終焉に注目されたい。

まず脱冷戦で世界を東西に二分していた境界線が消滅したことである。結果として旧東陣営が市場経済へ移行し、地理的金融空間の拡大をもたらした。第2に、軍事用で使われていたインターネットが開放されることによって新しい金融空間としてサイバースペースが形成された。第3に、冷戦後解雇されたNASAなどの高級軍事技術者がウォール街へ殺到し、派生商品などを扱う精巧な金融工学が発展した。これが80年代初めの金融ビッグバンと相まって金融業の百花繚乱の時代を開く。

このような事実は現代グローバル化の起源が、観念的な国民国家のボーダーレス化ではなく、東西分断の解消という、より実体的な、政治経済のより大きな枠の中で理解される必要性を物語っている。したがって、S&L危機とリーマンショックの間の1990年代と2000年代の前半にグローバル化の進行という明確な特徴がみられ、S&L危機のアメリカ国内限定、リーマンショックのグローバル拡散という異なった結果をもたらしたのである。考えてみれば、1990年代初めは、世界史をグローバル社会と前グローバル社会に両分する分水嶺であった。世界は、1990年代初めを境にして、政治、経済、社会、技術の諸側面においてその性格が変わったといえる。冷戦の終焉後、1997年のアジア通貨危機が記憶に新しい中、2008年世界経済危機が発生した理由は、このような前グローバル社会と異なる変化にある。

現代社会を危機複合体として克明に表すのが金融のグローバル化の現実とその結果としての危機現象である。危機を本質的内容とする社会、これを可能にしたのは技術の発展、そしてグローバル化による公的統制力の弱化である。地理的空間上の制約を超え、サイバースペースでの無制約的移動の自由が、国家あるいは国際システム上でグローバルな制度不在のスキマを狙い、価値が転倒した社会、より積極的に表現すれば、リスクを価値とする社会を胚胎する。

金融とはもっとも平易な定義として、金の流れを意味する。利回りの低いところから高いところへの流れである。限界利益率の高いところを目指して、資本の賦存量が大きいところから小さいところへ、裁定的に再配置される。したがって国際金融が成立するための必要条件は、各国の

12) 貯蓄は投資につながらない、金融グローバル化は実体経済に貢献していない (UNCTAD (2012)) との主張もある。

13) 金融のグローバル化の計量分析については例えば Lane (2012) を参照すること。

金融資産の残高が異なることである。ボーダレスは、移動の必要条件であり、十分条件ではない。十分条件は移動を動機付ける利益の存在である。そこでグローバルな経済的浸透圧が生じ移動が促進されるのである。グローバル化はこのような資本の流れを阻止する人為的条件が消滅したということである。したがって、グローバル化のネガティブな側面を表す伝染が危機を拡散させるメカニズムとして現代金融の特性となっているのである。

制約のない資本移動が金融のグローバル化を意味するならば、その賦存量の較差を意味するグローバル・インバランスは、国際あるいはグローバル金融が成立する前提である。インバランスの顕在化は、ただ貿易・金融の機能的結果であるだけでなく、戦後の凍結された東欧の資産、70年代以降のオイルダラー、90年代以降蓄積された中国資本など、歴史的、政治経済的要因を含む総合的現象である。

このような巨大化した資本の流れをコントロールするグローバルな統制機能が不在で、オフショアの機動的取引慣行がグローバル金融の負の特性を浮き彫りにしてきた。近年のパナマ文書、パラダイス文書に代表されるグローバル闇金融の事例がその証拠である。

3-3 金融のハイテク化

たとえグローバル化が進んだとしても、金融のハイテク化が進行しなければグローバル金融危機が加速するとは限らない。証券化がなかったら、S&L事態のように借り手のデフォルトはローカルな問題あるいはナショナルな金融危機に終わっていたであろう。したがって、金融のグローバル化+金融のハイテク化はグローバル金融危機深化の十分条件となる¹⁴⁾。

IT化の進展によって金融取引のスペースが拡大する一方、過去、テレックスとかファックスで通信が行われた時代に比べ懸隔なスピードの差が現れる。インターネットの出現によりグローバル・スペースが形成される。このボーダレス空間が日常の中に導入され、とくに金融取引はインターネットに基盤を置くサイバースペース上で光速で行われることになる。

金融特性の変化の下、デリバティブの進展、証券化など、金融商品の複雑化、金融工学の高度化によって一般の人が理解できない専門性が増大し、その意味と意義が確認できない金融商品の売買がグローバルに行われる。市場効率仮説に基づく新規金融商品の氾濫が、リスクの非倫理性を払しょくし、結果として金融革新が high risk とほぼ同義語となっていた。

サブプライムに関して考えれば、銀行と借り手間のローン契約はパーソナルかつローカルな取引に過ぎない。それがグローバル化させたのはより高度化した金融テクニクとしての証券化である。需要側からみれば、アメリカドル建ての証券は、とくに疑問の余地のない投資対象である

14) 銀行がヘッジファンド、株式、サブプライムへのローンを開始してから、資産と利益は指数的に増大した。しかし、架空の価値創出によるリスクを過小評価するという代価を払わなければならなかった。Young (2014) p. 15.

う。供給側からみれば、ローカルで、パーソナルな貸借関係のリスクを熟知している金融機関がそれを国外に転嫁する際、証券化は有効な手段となる。したがって、グローバル化に則った証券化は、需要・供給の両側から魅力的な金融手段であったであろう。

考えてみれば証券化は住宅金融とともに成長してきたといえる。MBSを証券化の原点と呼ぶ所以である。政府住宅抵当金庫（GNMA）、連邦住宅金融抵当公庫（FHLMC）、連邦住宅抵当公庫（FNMA）が1970年代初めから住宅ローンを裏付けに証券を発行しており¹⁵⁾、それによってオリジネーターのリスクから分離した一定の利益を確保できるようになっていた。

証券化はもともと、リスクを拡散することによって、全員が利益を得ることを意図していた¹⁶⁾。high riskのハイテク化はリスクの軽減を意図していたかもしれない。しかし、リスクの危機への発展可能性を考慮せず、利益追求に専念した、前述の金融生理が作用し、それがhigh techのhigh risk化に反転してしまっているのである。

元々住宅バブルを金融全般の危機に拡大させた証券化は、銀行にとって次のような便宜があった。

銀行は証券化モーゲージのような資産を一時的にオフバランスシートに処理するので、それに対して資本バッファーを設定する必要がなかった。資本規制内容によれば、資産がAAAランクの証券化モーゲージである場合、銀行はさらにバランスシートに残存する資産に対しても充当資本を減らすことができた。こうしてモーゲージをMBSにリパッケージすることでローン充当資本量を減らし、多角的にローンを行うことが可能になる。しかしその結果、銀行のモーゲージデフォルトリスクが増大し、住宅バブルがはじけると多くの金融機関が破綻することになる¹⁷⁾。

金融ビッグバンが初めて起こったイギリスの例から金融業の変遷過程と証券化の進展をみることができる。図4は1960年代から50年余りの銀行業務の変遷を表す。1980年代半ばまでは、預金がローンを上回るが、1980年初めイギリスでビッグバンが始まって以来、金融部門の業態の垣根が消滅し、投資業務に軸足が移る。それを反映して従来銀行の役目であった預金業務部門が貸付部門との差が縮み、80年代半ば以来ローンが預金を上回る逆転が起こる。この傾向はリーマンショック直後、一時反転するが、すぐまたローン超過の状態に戻る。預金を上回る貸付分はレバレッジと理解できるので、図4はビッグバン以来のローンおよび80年代末からのレバレッジの急上昇を確認させてくれる。さらに証券化と絡んだ貸付が、1990年代末本格化し、2000年代に入って急騰していることがわかる。1990年代後半から銀行のバランスシートに記録されない証券化貸付が2007年には17%に達している¹⁸⁾。図4で証券化商品は、リーマンショック直後の貸付縮小の中

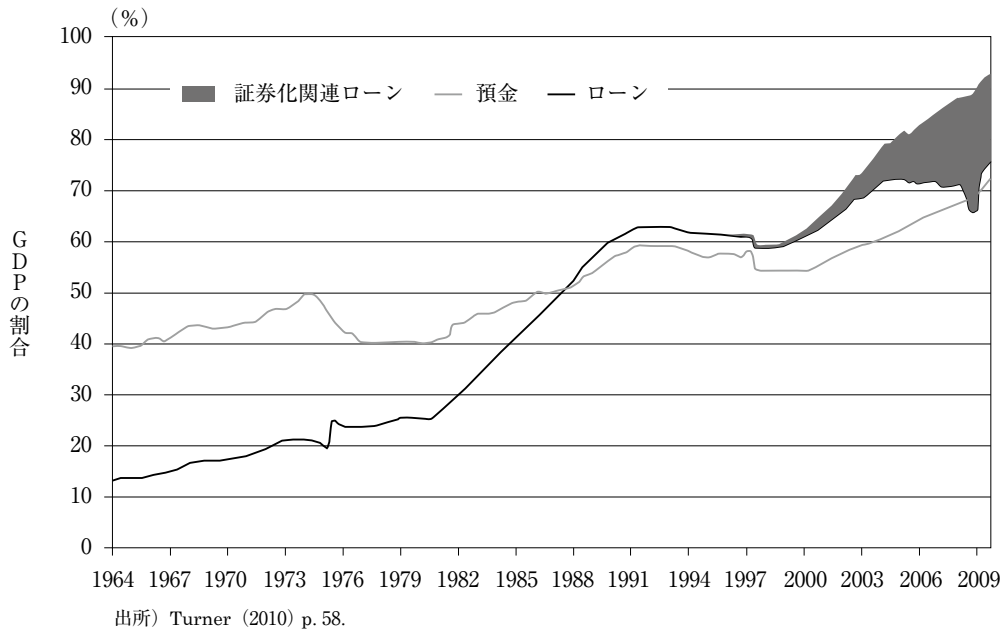
15) 大橋 (2008) 13頁, 71頁.

16) Jablecki and Machaj (2009) p. 312.

17) Acharya and Richardson (2009), p. 195.

18) Turner (2010) p. 17.

図4 銀行業務の変遷と証券化



でなお成長し続けていることがわかる。リーマンショックの震源地アメリカでも同様の傾向がみられており、S&Lとリーマンショックの間に、このような世界的な金融制度およびテクニックの変化が金融危機の一因として成熟していたことが窺える。

4. グローバル・パラダイムの構築

リスクテイクに潜む利益追求の生理は、ハイリスク・ハイリターン論を正当化する。したがって、利益を求む人間の欲求が持続する限り危機はまた発生する。そのような前提下で、金融のグローバル化とハイテク化が進むと、危機のグローバルな展開は必然化する。グローバル金融危機は常態化し、反復化する。

このような危機に対処するために、リーマンショック以来様々な方策が講じられた。それを以下の項目に分類してみる¹⁹⁾。

(1) 市場

銀行・企業の包括的透明性と公開義務、最低資本要件の引き上げとリスク防止、金融部門ボーナス支払いの制限と統制、タックスヘイブンの廃止、長期ファイナンスの拡大、グローバル・シャドー金融システムへの資本逃避を阻止、バーゼル II に景気条項の導入、ヘッジファンドの

19) Martens (2010), Busch (2010) p. 6, Lund et al. (2013) を総合して作成。

統制，民間株式投資の規制，金融危機を発生させた側の賠償の原則（国際金融取引税の導入）

（２）政策

世界金融市場におけるグローバル監督機関の導入，経済金融システムの強化，G20の国連への編入，IMFと世界銀行の改革，グローバル・ガバナンス・ギャップの除去，地域別に分散化した協力を促進，CDS取引の国家統制，グローバル規制改革日程の現実化，ビッグデータを利用した情報フロート・マーケットモニタリングの向上，マクロ・ブルデンシャル

以上の改善策は，あくまでも当事者の善意に頼る希望事項であり，具体的な実現の見通しは立っていない。結果としてリーマンショック以来10年が経過した現在，明確な金融システムの安定構造が成立しているようにはみえない。何よりもリーマンショックに対する理解そのものが未だに十分ではない。

Mishkinによれば，2008年危機は金融論を根本的に揺るがした事変であった。この事態によって以下のような思考の変化があったと彼はいう²⁰⁾。

- 1) 金融部門の展開は，従来思っていたよりはるかに大きな影響を経済活動に及ぼす。
- 2) マクロ経済は高い非線形性をもつ。
- 3) ゼロ金利政策はうまく機能しない。
- 4) 金融危機後，莫大な処理費用がかかる。
- 5) 物価と生産安定性は金融安定性を保証しない。

要するに，新経済危機は従来の経済思考の枠を超えているということである。現代金融は实体经济の影響範囲を超えて独自の空間で動いており，このような現実の変化を直視し，既存の思考を変える必要性を共有すべきである。

リーマンショックに対する理解が足りなかったということは，認識体系としての理論の老朽化によるものである。本論の2つの危機における懸隔な差は，両危機の間の20年間，理論構造が前提とする金融環境に本質的な変化があったことを意味する。

理論は現実の解釈，予測の機能をもっており，それをベースとして政策とつながる。理論は基本的に因果性の構造の上に成り立っている。したがって，この因果構造から派生する法則性に欠陥がある場合，当然理論の解釈ミスが生じる。政策的対応もできない。新しい現実の出現により理論的因果性が成り立たない場合，このミスを乗り越えるために思考の転換が要求される。

時代的，社会的環境が変化することによって思考体系が変化することをパラダイムシフトと呼ぶ。とくに学問の世界においてこのような時代変化の定期的な反映は重要な作業である。永続不変に思われてきたパラダイム，すなわち思考の準拠は，状況の変化を考慮しないと，適切に機能できないところか，むしろ間違った結論，方向へと誘導してしまう。リーマンショック前後の世

20) Mishkin (2011) pp. 21-30.

界経済の解釈が、不適切な政策遂行を助長したことは、まさにこのパラダイムの変容を理解できなかった学界の怠慢にあると考えて良い。グローバル化の進展によるボーダーレス社会に国境を前提として国民経済的理論のフレームワークを誤用し、そこで従来のマクロ政策概念を無思慮に機械的に適用したこと、ここに経済不調、危機の反復が必然化する。

金融危機は世界システム変容の中で発生した、グローバルとナショナルの不整合によるものである。グローバル社会において国民経済浮揚のための政府支出は無意味に近い。底のない甕に水を注ぎ続ける愚である。ボーダーレスはボトムレスと化する。

集合住宅でドアを開けて冷暖房を行うと効果は下がる。ドアを開放しエアコンを付けたら電気料金ばかりかかり、効果は微々たるものに過ぎない。外に漏れた冷暖房が住宅全体に大した効果をもたらすことはできない。グローバル経済は各部屋のドアを開けっ放しの集合住宅である。部屋を出入りする空気は、カネ、モノなどの経済要素である。グローバル社会はこの空気の出入りを統制できない。ドアを閉めてエアコンを付けたいけれど、ドアを閉めることができない。グローバル化の下での国民経済の政策はこのように効果の少ない無駄な徒労に過ぎない。中央冷暖房が唯一の解決策である。

グローバル化の意味とその現実性はまだ理論の中に十分に織り込まれていない。新しい現実を古い理論で解釈し、そこから政策を編み出すという滑稽な試みが続く。理論は国民経済的枠にとらわれていて、せいぜい開放マクロ的範囲内で、現実経済を認識してきた。金融の実際はボーダーレス的であり、サイバースペースを光の速度で動く金融工学的世界に代わっている。このような実際と理論との乖離が、理論の現実解釈および予測能力を低下させる。

さらに、理論は価値観を省いて事実を究明するだけで任務を全うするという誤謬を犯してはいけない。リーマンショックにおいて、サブプライム資産の平均以上の収益率の根拠は、新古典派の市場効率性仮説に基づく予測が支えていた²¹⁾。しかしその結果は金融システムの崩壊である。正しい価値判断に基づく方向性の提示がこのような危機を防止できる。

方向性のない弥縫策はリスクを解決するのではなく他の部面に転嫁し、危機の増幅をもたらす。根本的なシステム全体の改革でないと、リスクの形が変わるだけに終わる。過去にも多くの施策が提案されたがその効力を発揮できなかった。例えば、バーゼル協定による資本規制は銀行のモーゲージ証券化を促した。証券化はリスクを世界中の投資家に分散させ、金融システムに弾力を与えると賞賛された。しかし銀行が証券化資産を固執することによって蓄積された信用リスクは、銀行、とくにシャドバンキング部門に残った。これが金融システムを突然崩壊させる脆弱性となる。バーゼルルールは銀行の信用基準を緩和し、借入者のサブプライムニーチからモーゲージを発行可能にさせた。したがって、サブプライム貸付はバーゼルルールの産物ともいえ

21) Young (2014) p. 14.

る²²⁾。以上のような理由で証券化は、当初、バランスシートに基づいたローンしかできなかった旧システムを改善するためにモーゲージ貸付側の流動性制約を解消するという、S&L問題の解決策としてみなされていた。

問題を改革するための制度改革が、他の経路を通じてさらに深刻な負の結果をもたらしたもう1つの例として、サブプライム危機を引き起こした地域再投資法（CRA）がある。これは元々庶民救済策の一環として制定されたものであったが、後に2008年危機の主因と化する。

利益追求の金融生理は、制度改革のスキマを利用しさらに深刻な危機を誘発する。構造的な欠けた問題の解決策は、より大きな問題を派生させる²³⁾。

むすび：国際金融論からグローバル金融論へ

国際金融は国際時代の金融であり、グローバル時代の金融ではない。まだ強い国境線が存在していた、国家による金融統制が可能な時代の金融と、国境が金融論的に実質的に消滅した時代の金融はその性格が違う。

国際法、国際金融の慣行は、19世紀、ボックス・ブリタニカ時代以来、イギリス主導で形成されたと言える。しかし、グローバル化が進展している現代世界において、システムとしてグローバルなルールはまだ確定していない。現実としてグローバルな金融の慣行と国際ルールの間には大きな格差がある。この国際とグローバルの不整合性が、リスクを拡大し危機に至らせる構造的要因である。

過去の経済状況から表示された理論的イメージを以て現代経済問題の解決を求めようとする理論的傾向はまさに刻舟求劍という故事を思い出させる。世界は国家を基礎とした国際時代から、長年時の川を下りグローバル時代を流れている。しかしながら、学界は依然として国際時代の時点で標記した理論の印を根拠としてグローバル時代の解答を求めようとする愚を犯している。

過去の現実を理論化しそれを現在において政策化しようとするのではなく、過去に縛られず現実をあるがままに見ることから経済学は更生の道を図らないといけない。問題の原因がグローバル化の進行にあるとしたら、グローバル化そのものに対する適切な対応が根本的解決策となる。言いかえればグローバル化への適切な対応を考慮しない対策は弥縫策に過ぎず、10年前のような危機はこれからも際限なく発生する可能性がある。

22) Jablecki and Machaj (2009) pp. 301-311.

23) 例えば、元Morgan Stanleyのリスク・マネージャーであったRichard Bookstaberは、2008年の金融危機について、「彼らは同じバカなことは二度としないだろう。だから、バカになるための別の方法を探し求めている…危機はまた起こる」と述べる。彼が念頭においた別の方法とは、ビットコインである。
<http://graphics.wsj.com/how-the-world-has-changed-since-2008-financial-crisis/>

グローバルな問題にはグローバルな対応が必要である。金融論のグローバルな変容、すなわち国際金融論からグローバル金融論への生まれ変わりが切実に要求される次第である。

参考文献

- 伊藤隆敏 (2007) 「1997年アジア通貨危機」『国際問題』 No. 563.
- 大橋和彦 (2008) 『証券化の知識』 日本経済新聞出版社.
- Acharya, V. and M. Richardson (2009) "Causes of the financial crisis," *Critical Review*, Vol. 21, Nos. 2-3.
- Baily, M., R. Litan and M. Johnson (2008) "The origins of financial crisis," *Initiative on Business and Public Policy*, Brookings.
- Barth, James (1991), *The great savings and loan debacle*, The AEI Press.
- Braga, C. P. and G. A. Vincelette (2011) *Sovereign debt financial crisis*, The World Bank.
- Busch, K. (2010) "World economic crisis and the welfare state," *International Policy Analysis*, Friedrich Ebert Stiftung.
- Calavita, K., R. Tillman and H. Pontell (1997) "The savings and loan debacle, financial crime and the state," *Annual Review of Sociology*, Vol. 23.
- Claessens, S. and M. Kose (2013) "Financial crisis: explanations, types and implications," *IMF Working Paper*, WP/13/28.
- Curry, Timothy and Lynn Shibut (2000) "The cost of the savings and loan crisis: truth and consequences," *FDIC Banking Review*, Vol. 13, No. 2, FDIC.
- Epstein, G. A. (2005) *Financialization and world economy*, Edward Elgar.
- Gao, S. (2000) "Economic globalization: trends, risk and risk prevention," *CDP Background Paper*, No. 1.
- Geltner, D. (2013) "Commercial real estate and the 1990-91 recession in the United States," The Korea Development Institute.
- Haldane, A. (2010) "The \$100 billion question," *Comments given at the Institute of Regulation & Risk*, Hong Kong, 30 March 2010.
- Holt, J. (2009) "A summary of the primary causes of the housing bubble and the resulting credit crisis," *The Journal of Business Inquiry*, Vol. 8, No. 1.
- Jablecki, J. and M. Machaj (2009) "The regulated meltdown of 2008," *Critical Review*, Vol. 21, Nos. 2-3.
- Laeven, L. and F. Valencia (2012) "Systemic Banking Crises Database: An Update," *IMF Working Paper*, WP/12/163.
- Lane, P. (2012) "Financial globalization and the crisis," *11th BIS Annual Conference on the Future of Financial Globalization*.
- Lund, S. et al. (2013) "Financial globalization: retreat or reset?," McKinsey Global Institute.
- Martens, J. (2010) "Steps out of global development crisis," *International Policy Analysis*, Friedrich Ebert Stiftung.
- Mishkin, F. (2011) "Monetary policy strategy: lessons from the crisis," *NBER Working Paper*, No. 16755.
- Schmukler, S. L., P. Zoido and M. Halac (2003) "Financial globalization, crises, and contagion," *Globalization World Bank Policy Research Report*, 2003/10.
- Thompson, G. (2009) "Financial globalization and the crisis: a critical assessment and 'what is to be done?'," *New Political Economy*, Special Issue.
- Turner, A. (2010) "What do banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy

do about it?" in Turner et al., *The future of finance, The LSE Report*, London School of Economics and Political Science.

UNCTAD (2012) "The paradox of finance-driven globalization," *Policy Brief*, No.1.

Waller, Ken (2010) "Globalization and global financial crises," APEC SME Crisis Management Center.

Yafeh, I. and N. Sussman (2011) "Globalization and the current financial crisis in historical perspective," *Past, Present and Policy 4th International Conference*.

Young, B. (2014) "Financial crisis: causes, policy responses, future challenges," European Commission.

(東京国際大学国際関係学部教授 経博)