

# 崩壊に向かうドル支配

—「サブプライム危機」と世界同時不況の可能性—

はじめに—2

「サブプライム危機」メカニズムと

「ドル危機」の顕在化

／呉民学—4

サブプライムローンの本質

—「擬制的経済の世界化とドル支配の危機」—

／鎌倉孝夫—25

## はじめに

本書は、2008年2月28日に朝鮮出版会館で行なわれた公開セミナー「崩壊に向かうドル支配」「サブプライム危機」と世界「同時多発」不況の可能性」(在日本朝鮮社会科学者協会主催)の講演内容を字句修正してまとめたものである。

いま世界のお金の流れをめぐって大激震が起こっていることに疑いを挟むものはいないであろう。サブプライムローンの焦げ付きに端を発して世界の信用リスクに黄信号が点る一方で、商品市場に投機マネーが流れ込んでいる。基軸通貨ドルへの信用は揺らぎ、不透明感が増す一方である。

こうした問題にたいしてセミナーでは、二つの側面から追究された。第一は、ドル支配体制にたいする批判を中心とした分析(鎌倉孝夫)であり、第二は金融資本の巧妙な手口にたいする分析(呉民学)である。鎌倉氏は、「擬制資本」という概念を軸に、ドルを支えているアメリカ経済は実態から離れた擬制的なものになっており、擬制資本の膨張によるバブル経済の崩壊は免れないと指摘した。また、呉氏は、ヘッジファンドをはじめとする国際的金融資本が住宅関連債権をいかに信用付けして証券化し、どのようなルートでそれらを世界市場に撒いているのかについて解説した。

講演内容は、支配する側への批判という点で共通している。そして、その答は議論の余地なく明解であった。これを前提にして、今後は支配される側の観点からの追究が課題となろう。

ここで「課題」というと誤解の余地があるので、強調しておくなら、この「課題」は、われわれ在日本朝鮮社会科学者協会の会員ならびに読者にたいして期待を込めた「課題」であり、講演内容

への批評ではない。

開発を求める途上国の一部では、いまなお「ドル・ペッグ制」(自国の通貨をドルに連動させる制度)を採用している。それは、自国のマクロ経済を安定化するために国際的に強い通貨に依存せざるを得ないという事情と関連する。また、住居は生活をしていくうえで欠かせない要素であり、マイホームを持ちたいというのは庶民の普遍的な願いでもある。従来は経済開放イコールドルへの従属であり、また銀行からの債務者イコール金融資本の餌食という理解が強かったが、一連の反省から今日ではいくつかの新しい動きが現われている。

その一つは、地域通貨圏の構想であり、アジアではアジア通貨圏の創設が提唱されている。世界銀行のエコノミストですらその必要性を説いている。また、信用度の低い貧困層の生活水準向上を目的としたマイクロクレジット制度も開発されている。その先駆けでもあるグラミンバンクの創設者はノーベル平和賞を受賞するに至り、新たな開発モデルとして注目を集めている。

もちろん、これらは問題解決のための一例もしくは思案の段階のものに過ぎない。さらなる試行錯誤が必要となろう。当然ながら、そのためには今日の世界金融情勢にたいする緻密な分析が欠かせない。その反省のうえに新たな解決策が浮かび上がるからだ。本書がそのための一助となれば幸いである。

2008年3月18日 在日本朝鮮社会科学者協会

# 「サブプライム危機」メカニズムと 「ドル危機」の顕在化

呉民学・朝鮮大学校政治経済学部助教授

## 1. サブプライムローン問題の経済学的視点

2007年、アメリカにおけるサブプライムローンの不良債権化問題は世界経済を同時震撼させ、世界金融市場と資本主義経済に大きな影を落としている。

1929年の世界恐慌を連想させるような急速かつ連動的な資本主義的危機は21世紀型の新たな現代資本主義危機の様相を示しているように思われる。

今回の危機は、実態経済と金融経済という側面、国家単位経済の独自性と世界的連動性という側面、経済構造的側面と流動的側面など、複合的なファクター、システムが同時に発現したことから経済学的にも様々な議論がなされている。

本稿ではサブプライムローンの不良債権化に端を発する一連の危機の波及事象を「サブプライム危機」として捉え、危機の発生、伝播メカニズムに対する経済学的な視点と問題を整理することを目的とする。

また、社協ブックレットの性格上論文の体裁をできるだけとらず、解説形式を心がけたつもりであるが、展開段階で思い通りにできなかった面が多々あり力量不足を痛感するとともに、読者の皆様にご容赦願いたいと思う。

### (1) サブプライムローン問題の所在

サブプライムローン問題とは、サブプライムローンという名前で貸し付けられているアメリカにおける住宅関連の信用力の低い貸付債権が不良債権化し、様々な問題へと波及した事象一般のことだといえる。

すなわちサブプライムローン問題は、①アメリカ国内の不動産金融部門における不良債権危機問題と②世界金融市場における危機の同時的波及、連動問題という複合的な危機問題といえる。

問題は、一国の不動産金融部門の危機が①即時連動的に②世界的に③規模的（元債権不良化額をはるかに上回る規模の額の実損失＋評価損失）に深刻な危機へと転化したところにある。

また、実体経済の経験則的なマクロパフォーマンス（ファンダメンタルズを表す代表的な計量的な経済数値の動き）に基づく周期的経済停滞とは異なり、資本主義政府の「教科書的

な常套手段」としての経済政策的な沈静効果が作用しにくいことから、「サブプライムローン問題」は「サブプライム危機」として理解されるべきだというのが本稿での問題の視座である。

## (2) サブプライムローン問題の経済的背景

「サブプライムローン問題」が「サブプライム危機」へと変化した背景には、資本主義経済における①過剰流動性、①グローバルゼーション、②証券化—という21世紀型資本主義の特徴的な事象が深くかかわっている。

### ① 過剰流動性と国際資本移動

過剰流動性とは、有利な収益機会を求める流動性（現金及び換金性の高い金融資産）の中で投資的性格を帯びた資本いわゆる「過剰資本」といえる。

従来マルクス経済学の世界では、「資本の国境越え」は国家独占資本のロジックとともに硬直的に理解される面が少なからず影響し、「資本の国際化」は慎重に扱われてきた。

しかし、1980年代サッチャー政権下のイギリスにおいて金融ビックバン（Financial

Big bang) が起こり、金融の自由化が急速に進むにつれ過剰資本は堰を切ったように地球のあらゆる金融資本市場を自由に移動するようになった。

アメリカのグラス・ステイー法に象徴されるような兼業禁止令の撤廃、規制金利や金融商品の自由化、為替管理政策の見直しなど金融分野の様々な規制が世界各国で撤廃され、21世紀金融の自由化は賛否を問わず大きな趨勢となっている（75年アメリカ、86年イギリス、97年日本）。

1日数兆ドルの取引が行われる同時連動的な世界金融市場は、20世紀末以降過剰流動性の生息拠点と化し、実体経済とは裏腹に「スペキュレイトイブアタック」をかけている。

ファンダメンタルズから乖離したような資本収支危機として現れる21世紀型通貨危機は過剰流動性の国際資本移動と相関が強いということは多数の研究者が指摘している。

サブプライム危機もヘッジファンドを中心とした国際資本移動がその大きな要因となっていると思われる。

## ②金融のグローバリゼーション

金融のグローバリゼーションとは、表層的には地球規模での金融取引の拡散一般であるが内実的には欧米資本主義的金融取引システムの基準化、強い資本主義国の過剰資本のための

市場開放といえる。

1960年代後半以降、資本輸出の世界的拡散により多国籍企業が現れ、それに伴い多国籍銀行が出現した。

米、日、欧などの大手の銀行はコルレス契約に基づくいわゆる「コルレス主義」を放棄し世界的に支店、子会社を設置し、他方70年代以降SWIFT（国際銀行間データ通信システム）に代表されるような国際的な決済システムの進化により金融のグローバル化は趨勢となり、同時に欧米的取引慣行が世界標準化し、世界の市場は次々開放され連動するようになっていった。

また「ヘルシュタットリスク」を契機にRTGSなどシステム上の即時決済の重要性も工夫され各国の金融市場は急速に同質化、同時化していったのである。

本来一国の不動産金融部門のリスクが世界に同時連動的に波及した背景には、このような20世紀末からの金融の急速な世界化が背景にあることが考えられる。

### ③金融のセキュライゼーション

金融のセキュライゼーションとは、特定の資産を経済的な担保として資金調達を行う資産金融の証券化といえる。



企業金融は、企業の名前、信用力（Goodwill）、収益性など、利潤を生み出す全体安全度による資金調達という側面が強く、資産金融は、企業が持つ特定の資産の信用力に基づく資金調達で特定資産の切り離し、資産流動化という側面が強い。

上記のような資産金融の証券化は、資本主義圏では70年代アメリカの住宅関連不動産を担保とする貸付債権の有価証券化から発展、拡散していった。

Mortgage Primary Market（発行市場）、Secondary Market（流通市場）の登場、S & L、商業銀行、相互貯蓄銀行、GNMA（Ginnie Mae）、FNMA（Fannie Mae）などのオリジネーターによってモーゲージバックセキュリティ（MBS Mortgage Backed securities 不動産を担保とする貸付債権を有価証券化したもの）などのアメリカ国内証券化が急速に進んでいった。

また、85年を前後してアメリカでは商業用モーゲージ担保証券（ソロモンブラザース モーゲージ担保付変動利付ノート発行など）や自動車受取勘定証書（CARs Certificates for Automobile Receivables 自動車ローンのキャッシュフローを担保とするパス・スルー証券など）などの資産担保証券（ABS Asset Backed Securities 日本では96年解禁、98年特定資産流動化法、債権譲渡特例法整備により発行額が拡大）が多数登場した。

70年代当初から上記オリジネーターは長短の同時処理を行い期間矛盾とリスクを孕んでいたが、貯蓄貸付組合の破綻について今回のサブプライム危機を再び引き起こしたことは、資

産金融の「安易」で「投機的」な証券化そのものが大きな問題として背景にあることを物語っている。

今回のサブプライムローン問題を中心とした一連の危機に、以上のような20世紀末からの資本主義における過剰流動性、金融のグローバル化、証券化が背景にあるという事実は、危機が単なる個別分野の債務による信用危機の連鎖ではなく21世紀型資本主義そのものに内在する問題としても理解する必要があるということを確認する上で重要な尺度となる。

経済学的、制度史的尺度が欠如し、メディアにおける低俗的な扱いにより問題の認識が表面的になり、「アメリカ経済固有の問題」で中国などの他の経済成長ファクターがあるので影響は限定的だとする「デカップリング論」などの代替相殺的理解やファンダメンタルズが計量的に良好なので影響は限定的だとする「個別楽観論」などの否相関的理解が当初大勢を占めたことは、新聞紙面で確認できるであろう。

資本、近年資本主義システムの変化と世界的拡散そのものにも問題があるという視座がサブプライムローン問題理解において重要なのである。

資本主義金融規制体系は、1929年の大恐慌対策と戦時統制経済から生まれたが、規制撤廃は欧米主導のもと統制解除とともにセイフティーネットも「世界化、標準化」の名の下

に捨て去られ、投機機会と危機を同時に増加させたといえるのではないか。

## 2. サブプライム問題と危機メカニズム

サブプライム問題と危機伝播に関し、本稿では発生と波及のメカニズムのフレームを理解することを目標として記述するよう心がけた。

数値例を示すと限られた紙面では説明が非常に長くなり、また証券化問題はテクニカルチームの専門性が高く精緻な展開をすれば一層難解になると思われるからである。

### (1) 米不良債権問題としてのサブプライム問題

サブプライムローンとは、本来アメリカにおける信用力の低い個人向け住宅融資のことで、過去に延滞、破産履歴等の信用力上問題を抱える債務者が主な対象の銀行側から見ればリスクの高い貸付債権のことである。

ニュースや雑誌などでは「低所得者向け住宅融資」となっているが厳密には間違いで、所得が高くても信用力が低い対象への融資はサブプライムローン該当者となる。

米連邦準備制度理事会などのいわゆる米当局の「信用力の低い」という通達基準は、①

過去12ヶ月以内に30日延滞を2回以上もしくは過去24ヶ月以内に60日延滞を1回以上したものの、②過去24ヶ月以内に抵当権実行、債務免除をうけたもの、③過去5年以内に破産したものの、④FICOスコア660点以下の要注意、危険債権のこと。

アメリカでは日本とは違い金融上の信用情報は、「クレジットヒストリー」（個人の信用履歴）として記録されており、これらは個々人の社会保障番号と照合され管理されている。

FICOスコアとは、Fair Isaac Corporation が評価する「数値化された信用度」のことで300～8500の数値で、通常は600～800、全米平均は約680。

これらの数値は、①支払履歴35%（遅延の有無・期間・回数など）②借入残高30%（借入限度のどれぐらい借りているか）③記録期間15%の配分で評価され、クレジットヒストリー、レポート（個人の信用履歴）として管理されている。

このFICOスコア680点以上がプライムローンといわれる優遇金利適用者で575～680未満がサブプライムローン対象者になり、潜在的に不良債権化する危険性が高い低信用力層向け融資だということがわかる。

サブプライムローンは、米住宅向け融資であるモーゲージローンのなかで最近急激に比率を高め、2001年の6%から2006年末には倍以上の15%に至った。

金額的には米住宅ローン残高が約10兆ドル、その内サブプライムローンが1.3兆ドル約米GDPの10%弱に相当する規模にまで膨れ上がっているのである。（表1）

この背景には、米ITバブル終息後投機資本の不動産市場への移行と土地価格の高騰による資産価値の上昇が大きく関わっていると考えられる。

サブプライムローンの殆どは2年間支払いが安く、その後①評価資産の見直し、②支払い履歴などを再審査するリファイナンスを前提にしている。したがって、信用力が乏しくても購入土地資産の値上がりが期待できる地価上昇局面では担保資産の評価価値の上昇により2年後のリファイナンスが有利になることから地価上昇を念頭に過剰融資が頻繁に行われる結果となった。バブル経済への典型的な過程である。

しかし、ここ数年上昇していた地価が下落し始めた結果、不良債権化が顕在化し「サブプライム問題」の発生となったのである。

この側面だけを考えるとサブプライムローン問題は、

ローンの種類別にみたモーゲージ市場の規模

Loan Type	Amount (\$B)	% of Total
Agency (prime)	3,500	43%
Jumbo (prime)	2,300	29%
Options ARMs	500	6%
Alt-A	550	7%
Subprime	1,200	15%
<b>Total</b>	<b>8,050</b>	<b>100%</b>

Source: Lehman Brothers

アメリカ国内不動産市場における低信用力層の債務の焦げ付きは米不動産業界における不良債権化だということになる。

関連金融機関の貸付不動産部門の不良債権化は、資産の減損をもたらすバランズシート上一定限度を超えると貸し渋りに代表されるようなクレジットクラッチを引き起こし、信用不安、実体経済への「負のファクター」となることは周知の通りである。

問題の真意は、既述したようにサブプライムローンを中心とした住宅債権の不良債権化問題が、証券化された債権（RMBS、CDOなど）の不良債権化及び潜在的不良債権化に対する関連証券化価格の下落問題へと伝播し、住宅不良債権の実質損失と評価損失による信用危機の連鎖拡大事象はサブプライム危機へと転化したことにある。（表2）

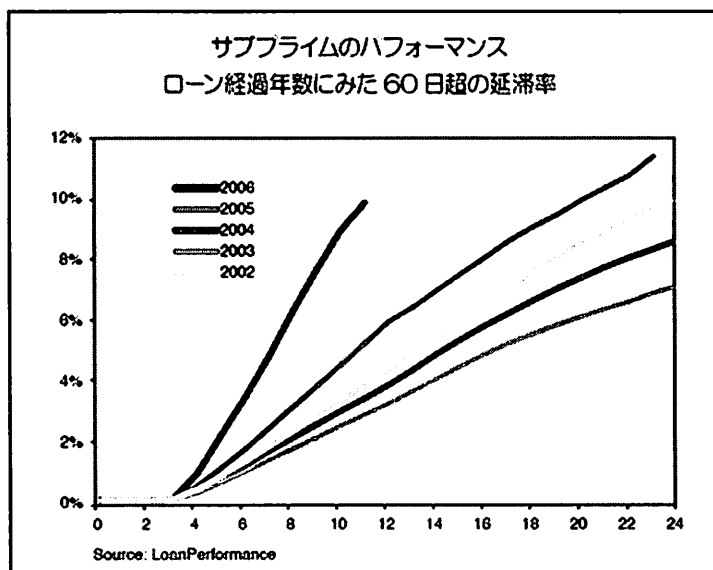


表 2



界的拡散だといえる。

図1は、アメリカの住宅関連ローンとその多層的な証券化過程をフローチャート化したものである（図示のためフレームを中心としたので不正確な部分が多々ある）。

左辺のモーゲージバンカーと住宅利用者との関係が一般的な住宅、不動産の債権債務関係で、この不良債権化問題は銀行の貸し倒れ問題として表れ、貸借対照表上は債権者である銀行など貸し手の実質損失、資産減価として現れる。

しかし、米サブプライムローンは世界規模での①過剰流動性、②グローバル化、③証券化を背景に右辺のように証券化、再証券化、再々証券化され金融市場で複雑に取引されているのが現状である。

モーゲージバンカーなどが所有する住宅不動産関連債権は、一般的に貸し倒れリスクが低い（投機ではなく生活目的での住宅購入、抵当権があるなど）という理由から政府や民間の保障付きで資産担保証券（ABS）、住宅不動産担保証券（MBS）としてオリジネーターを経由し金融市場で発行、流通している。

アメリカでこれらの住宅ローン関連証券は資産担保証券なども含め06年度末で約6兆ドルに上る。

図1のようにアメリカではMBS、ABSなどは他の社債などとともに金融市場で取引されるが、近年では一旦プールされ、債権の収益性とリスクによって格付けされ、シニア債（優



良高格付債券)、メザニン債(中格付債)、エクイティ債(BB未満のいわゆるリスクの高い「ジャンク債」)などとしてトランシェ(階層的に区分け)されそれぞれ受益権と優先劣後区分を付与し、債務担保証券(CDO=Collateralized Debt Obligation)として組成され再証券化されている。

債務担保証券(CDO)とは、多数債権プール型債務担保証券のこと。

貸付金を証券化したものをローン担保証券(CLO=Collateralized Loan Obligation)という貸付債券を多数集めてそれを裏付けに発行されている。また、社債などの債券を多数集めて債券プールを作り、これを裏付けに発行される証券を債券担保証券(CBO=Collateralized Bond Obligation)という。

CDOとは、CLO+CBOつまり裏付け資産がローンのものと債券のものも含め金銭債権を裏付けとして発行される証券のことである。

多数債券プールという仕組みとCDOなどの再証券化は、企業の格付けと資産の格付けを分離するという観点から発行者には①リスク回避、②低利資金調達、③オフバランス化などのメリットをもたらし、投資家には①商品特性の明確化、②ポートフォリオの分散、流動化、③投資の多様化をもたらすとアメリカでは考えられ、その規模は90年代以降急速に拡大し、現在は世界で約3兆ドルに達している。これは日本のGDP統計上1年間の個人消費支出総額を超える額である。

金融のグローバル化、証券化とともにアメリカ一の住宅不動産貸付債券は証券という形で全世界で取引されているのである。

ここに「サブプライム問題」が「サブプライム危機」へと転化するシステムティックな要因と同時連動的に危機が波及する要因があると考えられる。

証券化過程で問題を一層増幅させているのではと推測されるのがヘッジファンドと投資ビークルのパフォーマンスである。

既知のヘッジファンドに対し投資ビークルとその役割は理解されていないように思われる。

投資ビークル（ストラクチャード・インベストメント・ビークル:Structured Investment Vehicle）は、上述した債務担保証券（CDO）、資産担保証券（ABS）などへの投資を専門に行う特別目的会社のことである。

投資ビークルは、金融機関の独立切り離し、銀行やファンドから出資を募り設立し、主に資産担保コモディティパー（ABCP）などで資金調達し、積極的にCDOなどへの投資を行う投資特化会社だといえ、殆どが「大銀行の分身」である（アメリカのシティグループが88年に本体の財務と切り離した特別目的会社として設立したアルファ・ファイナンス・コーポレーションが最初とされている。簿外で証券化商品が保有、運用可能なことから大手

中心に参入が広がった。現在30数社、資産規模4000億ドル程度と推定されている。

A B C Pとは、売掛債権などの金銭債権などを担保財産として特別目的会社により発行されるコマーシャルペーパーのこと。

図1の下辺にS I VがA B C Pなどを発行し資金調達を行い、積極的にC D Oなどを購入するチャートを示してある。

S I Vは、①A B C Pを通して短期（ほぼ3ヶ月から半年）で調達し、②レバレッジ（証拠資金を基にてこの原理のように数倍の取引を行うこと）をかけて取引を行い、金融市場を危険な投機市場へと変貌させている一面がある。

通貨危機の研究過程で気づいたが、通貨、金融危機の背後には①長短期間の矛盾と②レバレッジが必ずといっていいほど問題として内在していた。

「サブプライム危機」に関しヘッジファンドとS I Vがまさにそのような「危険な道筋」を辿っていることに注目する必要があると私は考える。

固定相場制下で長短金利差と格付けの「虚」に群がって投機攻撃をかけ、「空売り」で暴利を得て世界市場に通貨危機をもたらす一因となした投機資本そのもののように思われる。

実際、2007年夏のサブプライム問題によって証券化商品の価格が下落すると、保有証券を担保とするA B C Pの発行が困難となりレバレッジも災いしS I Vは破綻の危機に直面した。

以上のようにサブプライムローンなどの債権の資本主義的証券化過程は、問題を危機へと止揚させるシステムミックスクを内包しているといえる。

## ② 危機の伝播とドル危機

サブプライム危機がどのように発生、伝播して行ったかという問題は危機の定義と過程、段階の捉え方と深くかわる問題である。

資本主義経済のシステム的な内在的不安定性を提唱するミンスキーの説によれば危機は① displacement (転置) ② expansion (拡張) ③ euphoria (幸福、バブル) ④ distress (困窮、災難) ⑤

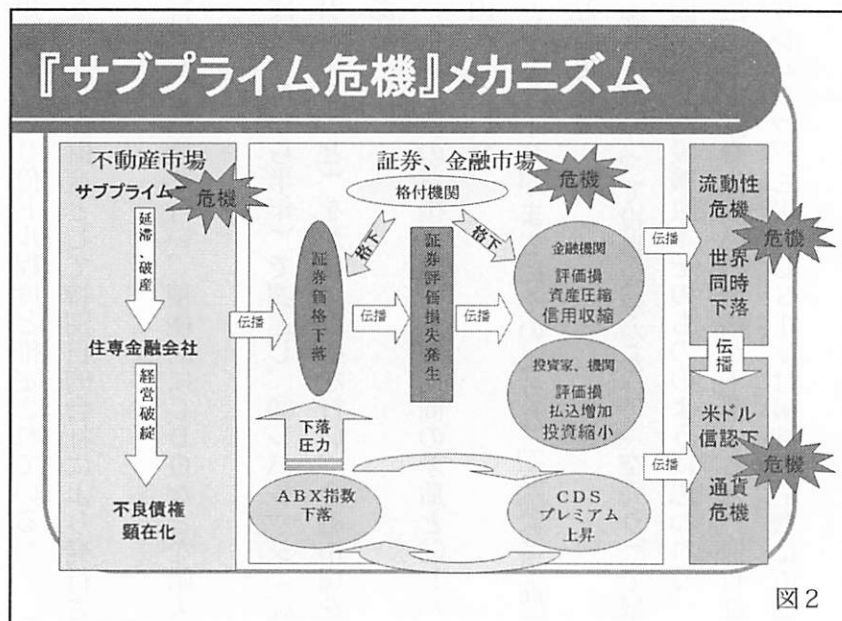


図2

revulsion (激変, 反感) ⑥ crisis (危機)  
 ⑦ contagion (伝播) という7段階の過程を経て発現している。

図2は危機と伝播をフローチャート化したものである。

第1は、左辺の囲い込みの中にある米不動産市場における危機の発生である(前述2—(1)参照)。

アメリカにおける住宅不動産市場での不良債権問題に端を発する不良債権の計上、処理↓実質損失+評価損発生↓資産圧縮↓信用収縮、危機という危機の発生である。

第2は、住宅関連不動産を裏付けに組成、発行された担保証券などの暴落、評価損などの証券市場における危機の発生

## CDO評価損の推定 (CDO再評価ベース(億ドル))

格付けに 対する時価	AAA 80%	AA 60%	A 40%	BBB 30%	BB 20%	E 10%	合計
ヘッジファンド (46%)	3630 2904 ▲726	1200 720 ▲480	1380 552 ▲828	1290 387 ▲903	690 138 ▲552	5730 573 ▲5167	13920 5274 ▲8646
銀行、証券 (25%)	4350 3480 ▲870	1050 630 ▲420	420 168 ▲252	90 27 ▲63	90 18 ▲72	1470 147 ▲1323	7470 4470 ▲3000
運用資産会社 (19%)	1740 1392 ▲348	1200 720 ▲480	870 348 ▲522	1200 360 ▲840	90 18 ▲72	510 51 ▲459	5610 2889 ▲2721
保険会社 (10%)	2070 1656 ▲414	360 216 ▲144	90 36 ▲54	180 54 ▲126		270 27 ▲243	2970 1989 ▲981
合計	11790 9432 ▲2358	3810 2286 ▲1524	2760 1104 ▲1656	2760 828 ▲1932	870 174 ▲696	7980 798 ▲7182	29970 14622 ▲15348

表3

出所: 07年6月OECDデータの推計に基づくアライング基準値による試算(エコノミスト08: 2, 12より)

である（前述2―(2)参照）。

表3は、OECDのデータを基に推測されたCDOの評価損失額であるが、約1.5兆ドル、日本円にして168兆円にも達していることがわかる。

最近金融庁が公表した日本国内の預金取り扱い金融機関のサブプライム関連評価損も実現損失4420億円、評価損失1580億円、合計6000億円も損失が発生していることがわかる（表4）。

第3は、グローバルリンクングされた世界金融市場への伝播で07年、08年1月の世界同時株安、金融危機への深化である。

一連の投資金融機関の損失計上と証券市場の暴落、リスクプレミアムの上昇などはその表現であることは周知の通りである。

ここで問題は、発行証券が「アメリカ発

## 日本のサブプライム関連評価損（単位：10億円）

07年3月末 (評価12月末)	自己資本	実質業純	株式 評価益	SP関連 等保有額 簿価	評価損	実現損
大手行等	25300	3754	6344	1388	▲143	▲399
地域銀行	12600	2003	3534	80	▲9	▲28
協同組織 金融機関	11509	965	215	51	▲6	▲15
合計	49408	6722	10093	1519	▲158	▲442

出所：金融庁『わが国の預金金融機関のサブプライム関連商品の保有額等について』から作成

表4

ドル建」が多く、金融、証券市場危機は「ドル下落」のみならず「基軸通貨ドルの信認」の失墜という従来からの歴史的かつ本質的な「ドル暴落」問題を表層化することである。

現在、アメリカ経済の支配的な地位は年々低下し、相対的に中国、EUまたインドなど新たな新興国が台頭してきているばかりでなく、取引通貨に占める割合も国際収支上相対的に減少傾向にあり、各国の外貨保有高として放出直前にある米債やドルは潜在的な暴落危機に直面している。

「サブプライム危機」が「ドル危機」の引き金になる可能性が存在するところに今回の危機の深刻性があると私は考える。

以上のように「サブプライム危機」は、過剰流動性、金融グローバル化、重層的証券化を背景に、①資本主義資産＋金融市場における不良債権、信用危機と②世界的金融危機への伝播の複合的危機事象であり、国際的に移動する過剰流動性の「危険（リスクを前提とした）な収奪」の制度転嫁と資本主義システムに内在する危機の発現形態だと整理できるのではないだろうか。

## 主な参考資料

Economic report of the president 各年度版

蠟山昌一『金融自由化』東大出版

松井和夫『セキユリタイゼーション』東洋経済新報社

金融財政事情研究会編『セキユリタイゼーション』金財

大和証券経済研究所編『金融の証券化』

鶴見『金融のグローバルゼーション』法政出版

ミンスキー『金融不安定性の経済学』多賀出版

M.Feldstein ed <The Risk of Economic Crisis> 1991 chicago 伊藤隆敏監訳『経済危機』

東洋経済新報社

C.P.Kindleberger & J.P.Laffargue ed <Financial Crisis:Theory,History and Policy>  
Cambrige U.P



# サブプライムローンの本質

## 「擬制的経済の世界化とドル支配の危機」

鎌倉孝夫・埼玉大学名誉教授

### 1. 統一対応できないG7

グローバリゼーションをさらに促進させようとする新自由主義の政策と思想が、全世界を徘徊し、民衆の生活を荒らし回っている。サブプライムローンの問題は、新自由主義のグローバルな展開の中で生じた、今日の資本主義の重大な特徴、端的に言えば格差と貧困の上に立つ、「擬制」的な経済社会の特徴を示すものであり、グローバリゼーションの正体を示すものといえる。

サブプライムローン問題の底知れぬ深刻化の中で東京で開かれたG7、日米欧など7ヶ国の財務相、中央銀行総裁会議（08年2月9日）。07年10月のG7ではすでにこの問題が現れ不気味な進展を示したのに、G7はなお世界経済は「力強い成長が続いている」としていたが、今回は「世界経済全体のファンダメンタルズは引き続き堅固」としながら「世界はより挑戦的で不確実な環境に直面している」と認識を変えざるをえなかった。「我々は、いぜんとして下方リスクが存続していることに留意した。下方リスクには米住宅市場のさらなる悪

化、金融市場の混乱の長期化による貸し出しの厳格化、原油や一次産品の価格高騰、いくつかの国におけるインフレ期待の高まりなどを含む」とした。

しかし、「米住宅市場のさらなる悪化」「金融市場の混乱」が、なぜ生じたのか、それが全世界的に広がったのはなぜかは、何も明らかにされていない。貸付債権の証券化Ⅱ擬制資本化と金融自由化の下でのその世界的拡大が根源なのであるが、その点は明らかにされない。と同時に証券化されて売り出されたサブプライムローン関連証券に世界の金融機関がなぜとびついたのか―その背後にある世界的マネー過剰とそれによる投機にもふれていない。だから、貸付けの証券化、過剰マネーを背景にした証券投機に対する規制は提起されない。

それどころか「開かれた貿易・投資体制の維持は、世界経済の繁栄を実現し、保護主義と闘ううえで決定的に重要である」として、新自由主義の推進を強調する。問題への対処については、「経済の安定と成長を確保するため、個別にあるいは共同して、適切に行動をとっていく」としたが、「共同」対処としては、「中央銀行の協調による流動性の供給」―政策金利引下げ、据えおき、通貨供給増大―と、金融商品の適切な価格評価に基づく損失の認識と開示、そして必要に応じた資本増強措置など事後対応に過ぎず、問題をひき起こした原因である流動性過剰をさらに増幅させるものでしかない。

と同時に各国間の対処の違いが表に出た。アメリカのポールソン財務長官は、アメリカが大幅な金利引下げ、減税措置など積極的に対応しているのに、日欧の対応が十分でない、と

日本に対しては内需拡大を、欧州諸国には金利引下げを求めたのに対し、日本は財政面からの景気拡大策も一層の金利引下げ余地もない、欧州諸国も物価上昇—インフレ進行の懸念の中で金利引下げを回避せざるをえないことで、アメリカの要求に応じられない状況が浮きぼりとなった。日欧は、当面はこの問題による景気低下への影響は限定的であるという認識から、むしろ問題の震源地であるアメリカこそ、公的資金注入などによる対応策を採るべきだという姿勢を示した。

G7が十分な共同対応ができない中で、この問題はさらに深刻化しつつある。全世界的規模での株価・擬制資本価値の同時的暴落が止まらず、アメリカではすでに実体経済への深刻な影響が進行し、それが日本、中国などの対米輸出への打撃を通しその経済に大きな影響を及ぼし始めている。投資マネーが、株式・証券から原油、穀物など実物投機に回って、これらの価格を引き上げている。—新型のスタグフレーションがアメリカに（そして日本にも）発生しつつある。その下で、貧困な民衆は家を追われ、生活を破滅させつつある。

## 2. サブプライムローン問題の特徴

### 問題の根源

サブプライムローン問題の根源としては、①信用力の低い低所得層に対する住宅販売の人為的拡張、②ローンの証券化、証券化の積上げ、③世界的マネー過剰を背景とした証券化商品の世界的販売拡大、投機である。

① 2000年に入り、アメリカではITブームが崩壊した上、9・11テロに見舞われ、パニックの危機に陥った。FRBは金利を引下げ、通貨供給を増やしたが、その下で金融機関の資金過多が生じ、そのハケ口として利用されたのが、住宅ローン、しかも信用力の乏しい、自分が稼ぐ資金からはともローンの利払いが困難な低所得者に対する住宅ローンの貸付（これをサブプライムローンという）による住宅販売の拡張であった。移民や有色人種の低所得者にも1戸建て住宅が取得できるという夢をあおり、ローンを無理やり組ませ、住宅を売った。貸付け拡大の手は、当初2～3年はプライムローン（優良貸付け）並みの優遇金利（年6～7%）、その後は約2倍に金利は上昇するが、取得した住宅価格が上昇するから、それを借り換えれば金利は上がらないし、価格上昇分によって消費にも回せると宣伝して、貸付けを増やし、住宅販売を拡大した。たしかにローン増大―住宅需要増大によって住宅ブームが生じた。明らかに人為的政策的につくられた住宅バブルであった。06年半ばまで住宅価格は上昇（00年比約2倍）し、その下で借り手は有利な借り換えを実現したし、値上がり分を担保に借り入れを増やし消費も増やすことができた。06年時点のサブプライムローン残高は

1・3兆ドル、プライムローンを含めた米住宅ローン残高は10・4兆ドルとされていた（アメリカのGDPは13・1兆ドル）。

しかし、無理な貸付け拡大によって作られた住宅需要の下で住宅の供給が増える一方、ローンの無理が現れて借り手、したがって住宅購入が減少し、住宅が過剰化すれば、その価格は下落してしまう。借り手は、有利な借り換えができず、金利引き上げを要求され、利払いが困難になる。すでに06年半ばから住宅価格は下落に転じた。米商務省によると、07年12月の新築住宅販売価格（中央値）は前年同月比10・4%減（21万9200ドル）、平均値は11・5%減（26万7300ドル）、同住宅販売件数（年換算）は前年同月比40・7%の激減となっている。ドイツ銀行の予測では、住宅価格は08～09年にかけて7・5～10%の下落、最悪の場合には15～20%の下落の可能性があると、としている。

当然借り手は利払いができず、延滞率は上昇（07年7～9月期で、16・3%）し、07年中に130万件が差し押さえの対象になった。さらに08～09年には約170万件（約3670億ドル）の金利が上昇し、約140万件が延滞・差し押さえに直面する、という。住宅ローン減少―住宅需要減少（住宅バブル崩壊）―一層の利払いの困難という負の連鎖の進行であり、その下で住宅を差し押さえられた低所得者のホームレス化と生活の破滅が進行している。

② サブプライムローン問題の重要な特徴は、ローン債権の証券化、そして証券化の積み上げにある。ローンの証券化―それは貸付資金とそれに基づく利子収益を基に、その収益を資本還元した擬制的価格をもつ証券を発行し、売買の対象とするというものであり、今日の資本主義の“擬制”的価格を示すものである。

まず住宅ローンを裏づけとする金融商品、住宅ローン担保証券 (RMBS=Residential Mortgage-Backed Securities) が発行される。これは数千件のサブプライムローンを裏づけに、優先劣後構造を持つトランシェ (切り身) に切り分けられ、しかもそれぞれ格付けが与えられて売り出される。上述のようにサブプライムローン残高は1・3兆ドルであるが、このRMBSの発行残高は約6兆ドル (07年6月時点) とされている (ちなみに米国債発行残高は約4・5兆ドル)。さらにこのRMBSは、当初格付けトリプルB (投資適格最低水準) とされたものに消費者ローン、クレジットカードローンなどの資産を裏付けとして発行された資産担保証券 (ABS=Asset Backed Securities、規模約4兆ドル) が組み合わされて、債務担保証券 (CDO=Collateralized Debt Obligation) として発行される。CDO発行残高は約3兆ドル (07年6月) とされている。このうち償還が最優先されているスーパニアの証券にはトリプルAの格付けが与えられる。1・3兆ドルの住宅ローンが、約9兆ドル (約1000兆円) の擬制的金融商品にふくれ上がった (ABSを加えれば約13兆ドル≡1430兆円にもなる)。

低所得者向け住宅ローンは、もともとリスクが大きい。そこで貸付けを行った金融機関としては、貸し付けた資金を早く回収するためにこれを証券化して売却する。しかも多くのローンを適当に組み合わせ、切り分けてリスクの率を下げ、高い格付けが与えられることによって、この証券を投資対象にしようと銀行、投資ファンドなどが群がった。貸し付けた資金を証券化し売却し回収した金融機関は、さらにローンを増やせる。この証券を買い取った銀行、投資ファンドも、証券売買が盛行すればその価格が上昇し売買益を獲得できる。しかもこのサブプライムローン関連証券を担保にして、金融機関はコマーシャル・ペーパー(ABCP=Asset-Backed Commercial Paper)を発行して短期資金を調達し運用しうる。

しかしこの擬制的に積み上げられた虚構を支える根拠は、信用力の乏しい低所得者の利払いにしかない。利払いが滞りあるいは不可能になれば全機構が崩壊してしまう。確かにローンの組み合わせ、証券の組み合わせと切り分けによって、数字的にはリスクは低下したはずであったが、一つの証券の値が下がり、あるいは値がつかなくなれば、サブプライムローン関連証券全体の信用が低下してしまう。すでにこの事態が生じ、進行しつつある。G7では上述のように、このような証券化商品の時価を開示し、損失額を公表すべきだとしているが、複雑に組み合わせられたことによって、適正価格はおろかどれだけの価格で売買されるかわからない状況である。現状ではほぼ買い手不在により、値がつかない状況となっている。しかもその底は計り知れない。

③ サブプライムローン関連商品が、アメリカ国内だけでなく全世界的に売買され、投資の対象となった背景には、世界的なマネーの過剰に基づく、金融機関の資金過多がある。

世界的なマネー過剰の元凶は、アメリカの双子の赤字（貿易・経常収支と財政収支の赤字）にある。アメリカの経常収支は、80年代以降今日に至るまで（80～81、91年を除いて）一貫して赤字である。とくに2000年代に入り赤字は拡大している（04～06年、6401億ドル、7548億ドル、8115億ドル）。と同時にブッシュ政権の下で財政赤字は拡大した。金持ち減税とともに、9・11テロ対策を名目としたアフガニスタン、イラクへの軍事侵攻に伴う軍事費の増大が財政赤字の原因である。08年の予算教書によると、財政赤字は09年度、10年度とも4000億ドル前後と見込まれている。過去最大だった04年度の4127億ドルの赤字にせまる勢いである。対テロ戦に費やした軍事費は06年度までで4330億ドル、07年度以降3年間でさらに3650億ドルと、8000億ドルに達する。これはベトナム戦争費用（約6000億ドル）、朝鮮戦争費用（6450億ドル）を上回る。こうした巨額な軍事費を費やしながら、対テロ戦の展望はまったく開かれず、アフガニスタン、イラク情勢も泥沼化している。09年度軍事費は5150億ドル、前年度比7%増を計上している。

こうした双子の赤字に対し、アメリカはドルで支払う。こうして国内外にドルが散布され、マネー過剰を形成している。国内的には、財政赤字―国債発行が金融市場の資金逼迫―利子



率上昇を招かないようにするため、FRBによる国債買取りによるドル供給が行われる。それが金融機関に資金として預けられるが、アメリカ国内では軍需産業以外には実体経済に関わる産業分野にほとんど運用されない。グローバルな競争戦の中でアメリカ産業はリストラを余儀なくされているからである。こうして金融機関に資金過多が生じ運用先は証券投資か、証券投資ファンド（ヘッジファンド）への貸付けとなる。サブプライムローン問題は、このような金融機関の資金過多と運用先をめぐる競争によってもたらされた。

アメリカの経常収支赤字はドルで支払われる。対米貿易・経常収支黒字国（日本、中国、中東産油諸国）には過剰ドルがたまる。そのままドルは確実に減価するので、ドルを運用しなければならぬ。アメリカから買うものは限られている（軍需品か農産物）ので、累積したドルは対米貸付け、あるいは証券投資に運用されることになる。ドルをアメリカに還流させるには、アメリカとドルを累積している国の利子の差を政策的につくり、維持し、さらに株式・証券価格を高めておかなければならない。対外的に流出したドルの運用、そしてアメリカへの還流は、株式・証券投資によることになる。

巨額に對外黒字を出し、ドルをためている日本は、アメリカによる日本に対する低金利・金融量的緩和の要請を受け、また日本としてもドルの減価による損失を避けるために超低金利と金融量的緩和策による円マネー供給の増大を政策的に行ってきた。その下で、超低金利の円を借入れ、これを高金利で運用しうるドルに転換して利ざやを稼ぐ、いわゆる円キャリー

トレードが盛行した。それによってドル価格は維持（円高は回避）されたが、ドルマネーの過剰の上に円マネーの過剰が加わって、世界的マネー過剰が増幅・拡大した。

世界的規模での膨大なマネー過剰と实体经济に関わる産業部門の生産力過剰の下で、全世界的規模の金融機関の資金過多が生じ、これが株式・証券投資（投機）に投ぜられた。いまや1日の為替取引額は約3兆ドル、金融デリバティブ取引残高は約370兆ドル（06年末）に達している。もっぱら株式・証券売買益の獲得だけを目的とする投資ファンド（ヘッジファンド）が、資本の主役を演じている。サブプライムローン関連証券は、金融機関、投資ファンドにとって適当な投資（投機）対象となり、また資金過多をかかえる世界各国の金融機関の運用対象となって、世界的に拡散した。

### 問題の影響・波及

すでに07年8月以降進行しているサブプライムローンに関わる負の連鎖の中で、関連証券価格の下落あるいは販売不能が生じ、金融危機が深まっている。この問題の影響そして波及としてとらえなければならないことは、①これに関連する証券に関わる金融機関の損失、②これに関連する証券だけでなく、他の株式・証券価格下落への波及―世界同時株価下落と暴落（パニック）の危険性、③過剰マネーの株式・証券投資から実物（石油、穀物、金など）

投機への転換と生活関連商品の価格上昇、これらの問題を通じた実体経済への波及、そしてドル価値下落、ドル体制の危機、である。

① サブプライムローンに関わる欧米金融機関の損失は、時間が経過することにより増大し深刻化している。住宅ローン専門の米金融機関は、ローン返済不能—不良債権の増大によって経営困難となり、倒産している。大手金融機関では、サブプライムローン関連の証券(RMBS、CDOなど)の価格下落、売却不能によって損失が発生している。07年の米金融大手のサブプライムローン関連損失は、表1の通りである。

シティグループの損失は286億ドル(約3兆円)、メリルリンチ225億ドル(約2.4兆円)など、7社全体の損失額は757億ドル(約8兆円)に達している。ヨーロッパ諸国でも、スイスUBS

表1 米金融大手のサブプライム関連損失と07年業績

	損失	総収入	最終利益
シティグループ	286	816	88 (▼82.9)
JPモルガン・チェース	29	713	153 ( 6.3)
バンク・オブ・アメリカ	79	663	149 (▼29.0)
ゴールドマン・サックス※	15	459	115 ( 21.8)
モルガン・スタンレー※	108	280	32 (▼56.0)
メリルリンチ※	225	112	▼86 ( — )
リーマン・ブラザーズ	15	192	41 ( 4.8)

注1:単位・億ドル ※は07年11月期。それ以外は07年12月期。カッコ内は前年同期比

▼は赤字がマイナス。

出所:『毎日新聞』2008年1月24日

約1兆8000億円損失（07年12月まで）をはじめ、HSBC（イギリス）、ドイツ銀行（ドイツ）、バークレイズ（イギリス）など大手銀行で数千億円規模の損失が生じている。

格付会社がサブプライムローンを織り込んだ証券の格付けを引き下げたことによって、どこまで価格が下がるか予想も立たず、売却不能のまままで評価損、損失が増大している。OECDのデータを基にした草野豊巳（草野グローバルフロンティア代表）の試算によると、CDO保有者の評価損は、ヘッジファンド8646億ドル、銀行・証券3000億ドル、資産運用会社（投資ビークルSIV）2721億ドル、保険会社981億ドル、合計1兆5348億ドル（約165兆円）に達する、という（『エコノミスト』08年2月12日号）。しかも、モノラインと呼ばれるサブプライムローン関連の証券化商品をはじめ他の証券化商品、地方債に信用を保証している金融保険会社が、サブプライムローンの延滞率上昇によって巨額の損失をこうむり経営危機に陥っている。そのことによってモノライン保険会社が信用保証している他の証券、地方債の信用喪失・価格下落をもたらすことになる（松本康宏、新生証券シニアアナリスト『エコノミスト』前掲）。

② サブプライムローンに関わる金融機関の損失が明らかになり、それが経済全体の不況をもたらしかねないという予測が強まると、とたんに株式・証券が暴落するという状況になっている。金利引下げなどの応急対策が発表されると一定程度持ち直すが、それも一時的でし

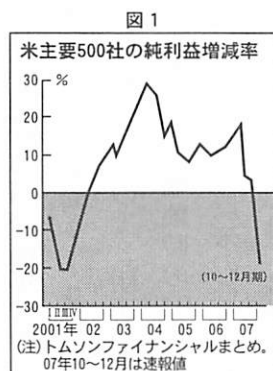
かない。この問題が発覚した07年2～3月、BNPパリバ（フランス）の傘下のファンドが保有証券売却困難で取引凍結を発表した8月、そして決算状況が発表された10月～12月、株価は世界同時的下落を示した。08年に入って株価下落に続き、1月22日FRBが0・75%の政策金利引下げを発表したにもかかわらず、22日のダウ工業株30種平均価格は450ドルの暴落（これは87年10月19日のブラックマンデー以来の大幅下落）、23日、日本でも日経平均株価は1万3000円を割り込み、下落率は3割を超えた。イギリス、ドイツ、フランスでも07年来の高値に比べ16～23%の下落、中国、インドでも20～25%の下落になった。S & P（スタンダード・アンド・プアーズ）によると、08年1月だけで世界の株式市場の時価総額が5兆2000億ドル（約560兆円）減少した。下落率は先進国平均7・83%、新興国平均12・44%（中国21%、ロシア、インド16%）である。中国など新興国の下落が大きい。

このような株式・証券価格の下落の原因は、サブプライムローンに関連する金融機関の破綻、関連証券価格の下落あるいは売却困難による金融機関の損失（含み損）による金融機関自体の発行株の下落、というこの問題の直接的影響から、この問題の波及による実体経済の不況への転化へと拡大している。ローンの証券化による擬制資本価格がローンの利払いに基づくものであり、これが崩れれば擬制資本も崩壊する―それが実体経済に波及し、多くの企業の収益を低下させ経営を困難にすれば、この収益を根拠にその資本還元で成立している株式・証券価格全体が崩壊の危機に陥る。いまこのような事態が進行を始めたのである。特に

この問題の震源地アメリカでは、株式・証券価格下落の上にこの問題の対処策としての金利引下げが加わって、外国からの資金が逆流し始めている。このことが、外国からの資金とり込みで支えられてきたドル価格を下落させ、そしてアメリカ経済の不況を深刻化させている。

③ 株式・証券価格の暴落、あるいは乱高下の中で、世界的過剰マネーの投機先が、株式・証券から、原油、穀物、金、希少金属などの実物投機にシフトしている。原油価格(WTI)は01年の1バレル27ドルから07年11月に99ドルに上昇し、07年12月には一時100ドルを超えた。07年初から6割の値上り率である(08年3月13日、1バレル1110ドルを越えた)。穀物(トウモロコシ、大豆など)も、ガソリンに混ざるエタノールの生産に使うという需要も加わって、暴騰している。これら値上りによって、ガソリン、灯油の値上り、各種食品の値上り、電気、ガス、タクシー運賃の値上りなど、生活に関する商品価格は軒並みに上昇している。

反面、巨額の損失を蒙った米金融機関はリストラを進めている。07年第IV四半期の金融機関の決算状況を見ると(表2)、シティグループ、メリルリンチ、モルガンスタンレー、ベア・スターンズなど大手の最終損益は赤字になった。経営を維持する上に人員削減を行っている。あるいは住宅ローン事業を縮小、撤退する金融機関も増えている。失業の増加、金融機関による住宅ローンの縮小、あるいは貸付条件のハード化によって、消費支出の減少が生じ



出所:『日本経済新聞』  
2008年2月12日(夕)

ている。特に住宅価格値上り分を担保に借り入れた資金を消費に回すホーム・エクイティ・ローンは、住宅価格低下、金融機関の貸出し制限によって07年末に前年比18%減(貸出残高652億ドル)となり、08年末に前年比40.8%減(同386億ドル)となると予想されている(連邦住宅抵当会社フレディマックの予測)。住宅バブル崩壊は個人消費減少を通じて実体経済に打撃を与えている。

米調査会社トムソンフィナンシャルによると、07年

表2 主な米金融機関の第IV四半期決算(単位:億ドル、カッコ内は前年同期比)

金融機関	最終損益	リストラなど対処策
シティグループ	▲98(一)	145億ドルを増資。事業売却・人員削減の継続
メリルリンチ	▲98(一)	みずほコーポレート銀行などが増資に応じる。事業売却
※モルガン・スタンレー	▲35(一)	中国政府系投資ファンド増資に応じる
※ベア・スターンズ	▲8(一)	経営トップがボーナス返上。
※リーマン・ブラザーズ	8(▲12)	住宅ローン事業を縮小、人員削減
JPモルガン・チェース	29(▲34)	証券化商品のトレーダーを削減
※ゴールドマン・サックス	32(2)	
バンク・オブ・アメリカ	28(▲94)	投資銀行部門で3000人削減
ワコビア	0.5(▲97)	

注1:※は2007年9～11月期、それ以外は同年10～12月期。▲は赤字またはマイナス。－は比較できず  
出所:『日本経済新聞』2008年1月23日

10～12月期の純利益は前年同期比20.2%減となった(同7～9月期比も4.5%減益だったので2期連続減益)。これはITバブル崩壊時の01年10～12月期(21.5%減)以来の低下である。業績悪化が目立ったのは、金融(26億ドルの赤字)、そして原材料高によるコスト上昇を蒙りながら、価格に転嫁しえない(需要縮小によって)素材部門(同17%減)、住宅産業をふくむ一般消費財部門(同15%減)である。個人消費の落ち込みによって(07年10～12月期、前期比2.0%増、前期は2.8%増)小売業の売上高も落ち込み始め、08年1月の主要小売業約60社の集計では売上高は前年実績を割り込む見通し(1月としては69年調査以来の最悪)である(国際ショッピングセンター協会、『日本経済新聞』08年1月31日)。

07年10～12月期の米GDP速報値(表3)によると、03年以降続いた2～4%の成長が大きく鈍化し、0.6%に減速した。住宅投資が23.9%減(前期20.5%)となり、個人消費もGDPデフレーター(物価上昇)以下にとどまっている。設備投資はなお7.5%増で

表3 2007年10～12月期の米GDP速報値  
(単位:億ドル、%、▲はマイナス)

	金 額	増減率
国内総生産	116,774	0.6
個人消費支出	83,427	2.0
民間設備投資	14,127	7.5
民間住宅投資	4,327	▲23.9
民間在庫投資	▲34	—
純輸出	▲5,210	—
輸出	14,550	3.9
輸入	19,759	0.3
政府支出	20,467	2.6
GDPデフレーター	—	2.5

注:金額は季節調整済み、年率2000年価格。  
増減率は前期比年率

出所:『日本経済新聞』2008年1月31日



あるが、消費の減少―企業収益低下の波及から増加は続かない。ここでも頼りは国内的には軍需産業しかないというのが現状である。米経済の減速・景気後退は、外国資本のアメリカへの流入を減少させ、ドル価値低下、ドル体制の危機をもたらす。

### 問題への対処策による矛盾増大

当初サブプライムローン問題の深刻さの認識に欠けていた米政府当局は、FRBによる金利引下げと金融機関への短期資金供給増大によって問題に対処してきたが、事態の深刻化の下で財政対策を出動させねばならなくなった。

この問題への対応策は、表4（『日本経済新聞』08年1月23日）にまとめてある。まず第1に、損害を蒙った金融機関の対応からみると、上述のようにリストラによるコスト削減を進めながら、損失とそれに伴う引当金補充の必要によって、資本を増やさなければならなくなった。表4でみるように、シティグループは、アラブ首長国連邦の政府系投資機関アブダビ投資庁から75億ドルを借入れ（年利11%）、さらにクウェート投資庁から145億ドルの出資を受け入れた。モルガンスタンレーには中国投資会社が50億ドル出資、メрилもシンガポール政府系ファンド、さらに日本みずほ銀行から出資を受け入れている。スイスUBSもシンガポール政府系ファンドから出資を受け入れた。

表4 サブプライム問題に伴う米当局の対策

<b>財政政策</b>
・個人向け戻し税制(予定、08年1月)
・企業向け優遇税制(予定 同)
<b>政府による借り手支援</b>
・米連邦住宅局(FHA)の債務保証など機能を拡充(07年8月)
・住宅保有者向けに優遇税制検討、議会に立法を要請(同)
・借り換え促進や5年間の金利凍結を柱に差し押さえ回避。 最大120万人の借り手が対象(07年12月)
<b>F R Bなどの流動性支援</b>
・公定歩合を緊急引き下げ(07年8月)
・公定歩合を引き下げ(07年9、10、12月)
・F F金利を引き下げ(07年9、10、12月)
・F F金利と公定歩合を緊急下げ(08年1月)
・金融市場への厚め資金供給を継続
・米欧など5中銀が大規模な短期資金供給で協調(07年12月)
<b>金融機関を巡る動き</b>
・UBSにシンガポール政府系ファンドなどが115億ドル相当 を出資(07年12月)
・シティグループにアブダビ投資庁が75億ドル出資(07年11 月)。クエート投資庁などが145億ドル出資、20億ドル公募 増資(08年1月)
・モルガン・スタンレーに中国投資有限責任会社が50億ドル 出資(07年12月)
・メリルリンチにシンガポール政府系ファンドなど62億ドル 出資(07年12月)。みずほコーポレート銀などが66億ドル 出資(08年1月)

出所:『日本経済新聞』2008年1月23日

いまは世界の金融を動かしてきたアメリカの大金融機関(銀行、証券会社、投資会社)は、資本金を補う上に、外国から、特に石油はじめ輸出拡大で外貨(ドル)をためこんでいる中東産油国、中国などの政府系ファンドから、資金を借り入れたり、出資を受けなければならなくなった。しかも従来のように、低金利、低コストでは資金調達ができなくなり、高金利、高負担を余儀なくされている。それだけアメリカの大金融資本の信用力低下が示されている。第2に、政府・中央銀行の対応であるが、F R Bは07年8月以来公定歩合、F F金利を次々

と引下げた。08年1月には22日、30日とFF金利を2度にわたって引下げ、3・0%にした。07年9月以降08年1月末まで金利引下げ幅は累計2・25%になる。バーナンキFRB議長は、深刻な状況に対処するため、さらに金利引下げを行うと表明している。現在、物価上昇が前年比2・3%前後（コア物価指数、図2）であるから、これ以下に金利を下げたらマイナス金利になる。FRBはそれも辞さないとしている。（08年3月18日、FRBはFF金利を0・75%引下げ、年2・25%にした。）欧州各国中央銀行、ECB（欧州中央銀行）も、一方で物価が上昇しているので、金利を引上げてインフレを抑制しなければならない事情をかかえながら、サブプライムローン問題の深刻化に直面し、アメリカに協調して対処する上に公定歩合引上げに踏み切れず、据え置いている。日本も超低金利の是正による金融正常化をめざしながら、金利引上げを07年2月に実施（0・25%引上げ）して以来1年にわたって引上げられない。むしろアメリカ側から問題の対処の上に一層の金利引下げを要請されている。

金利引下げ（据え置き）とともに、各国中央銀行は銀行、金融市場に短期資金の供給を拡大している。こうして全世界的に生じているサブプライムローン問題の深刻化による金融危機を回避するためとられる政策はまたしても金利引下げとマネー供給の増大策なのである。この政策はたしかに当面の



出所：『日本経済新聞』  
2008年2月16日

金融パニックを回避させるけれども、世界的なマネー過剰の下で、住宅バブル、証券バブルを引き起こす原因となった。しかもすでに住宅バブルがはじけて、実体経済の縮小・不況が進行している。その下で従来よりも大規模なマネーのつぎ込みが行われることによって事態はどうなるのか。

確実なことは、実体経済の縮小・不況への転化の下で、ドルをはじめマネーの過剰が拡大し世界的インフレ傾向を激化させながら、アメリカへの過剰マネーの吸収がほとんど不可能の状態になっている——各国の協調利下げは困難であり、アメリカの株式・証券価格の下落の中で株式・証券投資を引き込むことも困難である。とすればドルの価格低下——ドル体制の危機の進行ということになる。端的に言えば、アメリカの「金融」帝国主義の崩壊である。その下でアメリカ政府はいかに「帝国主義」的支配を維持しうるか——いよいよ軍事力に頼るという方向しかないが、それも絶望といわざるをえない。

金利引下げ、マネー供給増大がさらに物価上昇を招いている中で、ローン支払いができなくなり家を追い出される民衆が増大している。ホームレスに陥る者が増え、また借家の需要が増大し家賃が引き上げられている。サブプライムローン問題は、けっきょく低所得層の一層の貧困化、生活破壊をもたらしている。

ということで第3に、ブッシュ政権はこの事態に対し、ローンの借り手の蒙る金利引上げ（リセット）凍結による差し押さえ回避策を打ち出した。金利引上げで利払い困難な世帯約

200万世帯（実質60万人程度）に5年間金利を据え置くという措置である。しかし、それはほとんど焼け石に水である。ポールソン財務長官は「もともと支払えない住宅を無理に購入した人々を助けるべきではない」として、やたら貸付を拡大し住宅を売りまくった金融機関や住宅産業の責任を問わず、貧困な民衆自身に責任を押し付けている。

ブッシュ政権は同時に個人所得税を還付する戻し税（対象者1億1600万人、総額1000億ドル）、企業の新規投資に対する税額控除割合の増大（法人税500億ドル減税）で、サブプライムローン問題の深刻化に対処しようとしている。すでに実体経済に及びはじめたサブプライムローン問題に対し、財政政策を出動させてもほとんど応急的対処にすぎず事態は改善されない。むしろ消費需要の増大―景気上昇をもたらさない中で、ドルの減価―物価上昇傾向を強めることになる。スタグフレーションが確実に進行しよう。

（08年2月28日講演）