

世界経済危機と東アジア経済への影響

高増 明

関西大学社会学部

はじめに

アメリカのサブプライムローン問題を発端とする金融危機は、モーゲージバンクの破綻から、アメリカ政府による政府系住宅ローン専門金融機関（ファニーメイ、フレディマック）の救済、さらにアメリカの5大投資銀行の消滅、商業銀行の巨額の損失・経営危機というかたちで金融市場全体に広がっていった。同時に株価の下落、金融市場における信用収縮、逆資産効果による消費の低迷などによって、その影響は実体経済にも波及し、失業率の上昇、マイナスの経済成長率といった経済危機が進行している。その影響は、アメリカ国内に留まらず、ヨーロッパ諸国に及び、新興国にも深刻な影響を及ぼしている。

この報告では、まず、なぜこのような事態が生じたのかをアメリカの住宅ローン市場の構造を説明することによって明らかにしていきたい。そして、サブプライムローンの延滞の発生から、モーゲージバンクの破綻、ファニーメイ・フレディマックの救済、リーマンブラザーズの破綻、AIGの政府による救済、アイスランドの経済危機、GM・クライスラーに対する政府の救済という危機の経過を解説していく。報告の後半では、アジア経済に対する危機の影響を分析し、最後に、この危機が意味するもの、今後の見通しについて考える。

アメリカの住宅ローン市場

今回の世界経済危機の発端となったのは、アメリカのサブプライムローン問題である。サブプライムローンとは、過去にローンを延滞したなどの理由によって、貸し手にとって高いリスクを伴う借り手に対して、住宅ローンを通常よりも高い金利で融資するものである。このローンの延滞率が上昇したことがきっかけとなって、今回の金融危機が発生した。したがって、金融危機の原因を理解するために、まずアメリカにおける住宅ローン市場の仕組みについて簡単にみておこう。

アメリカの住宅ローン残高は、2007年末で、約10兆ドルである。住宅ローンは、借手の信用度に応じて、その条件が3種類に大きく分類されている。3種類とは、プライム（Prime）、Alt-A（Alternative A）、サブプライム（Subprime）である。通常は、借手の信用度を測るために、フェア・アイザック（Fair Issac）社が開発したFICOとよばれるスコア（300点～850点）が使われ、それが680点以上だとプライム、660点あるいは620点以下だとサブプライムの条件でローンが貸し出される。Alt-Aとは、スコアではプライムの条件を満たしているが、所得証明などの必要な書類が揃えられないケースである。各ローンの残高は、図表1のとおり、プライムローンが7.5兆ドル、Alt-A1.4兆ドルが、サブプライムローンが1.1兆ドルである。

図表1 アメリカの住宅ローン残高

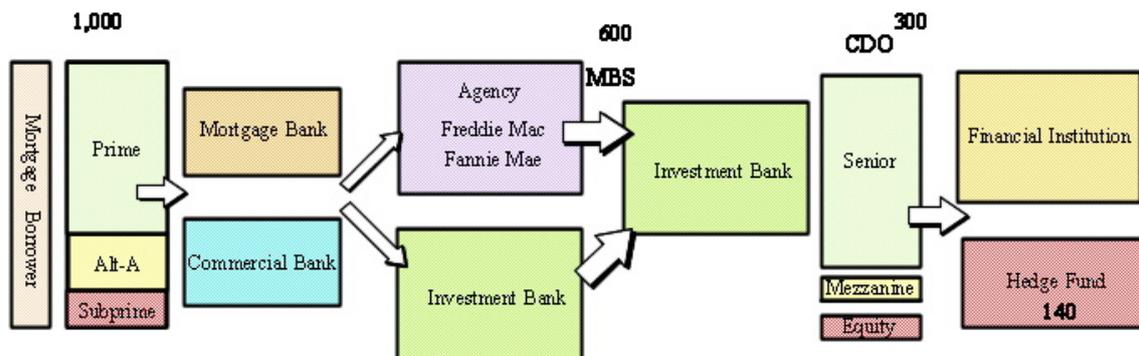
ローンの種類	残高
プライム	7.5 兆ドル
Alt-A	1.4 兆ドル
サブプライム	1.1 兆ドル

出所：MBA（Mortgage Bankers Association）

住宅ローンは、モーゲージバンク（Mortgage Bank）、商業銀行（Commercial Bank）、貯蓄貸付組合（S&L, Savings and Loan Association）によって貸し付けられる（図表2）。このうち、モーゲージバンクは、銀行、連邦住宅抵当金庫（Fannie Mae）、連邦住宅抵当貸付公社（Freddie Mac）のような政府支援企業（GSE、Agencyとも呼ばれる）、商業銀行、投資銀行（証券会社、Investment Bank）などから資金を調達し、それを貸し、手数料をとって、それを収益としている。アメリカの住宅ローンの貸付額がもっとも大きいのは、このモーゲージバンクである。

アメリカにおける住宅ローンの特徴は、その約6割が証券化され、住宅ローン担保証券（MBS, Mortgage Backed Security）という形で発行されることである。住宅ローンは、モーゲージバンク、商業銀行、S&L から Agency（ファニーメイ、フレディマック、ジニーメイ）、投資銀行などに売却される。ただし、Agency が買い取るのは原則としてプライムローンだけである。Alt-A、サブプライムローンは民間の投資銀行などに売却される。Agency、投資銀行は、それを MBS として証券化し、さらに投資銀行、金融機関などに売却する。その大部分を占めるのは、Agency が発行、保証する証券であり、それを Agency MBS と呼ぶ。それ以外の MBS は、民間の金融機関が証券化したものである。（2003 年以降、不動産バブルの拡大とともに、この民間の MBS（Non Agency MBS）の比率が急速に高まっていく。）

図表2 アメリカの住宅ローン市場の構造

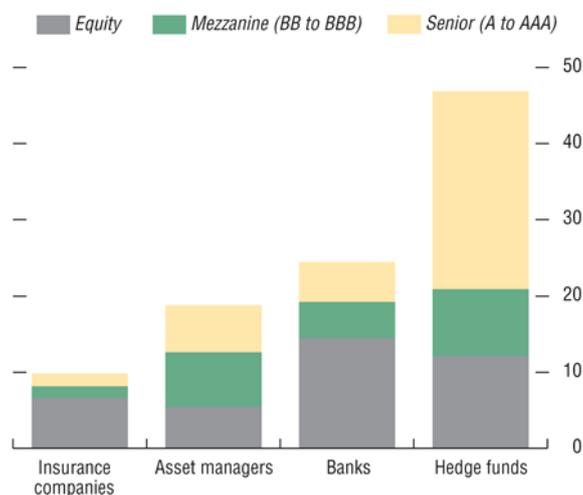


出所：筆者作成

このようにして発行され売却された MBS を購入した投資銀行は、それを再証券化し、CDO

(Collateralized Debt Obligation：債務担保証券)を組成する。CDOは、信用度と回収リスクが異なる住宅ローン(プライムローン、Alt-Aローン、サブプライムローン)に、自動車ローン、消費者ローン、および他のローンを複雑に合成したもので、リスクとリターンに応じて、(1)シニア債(ローリスク・ローリターン)、(2)メザニン債(中リスク・中リターン)、(3)エクイティ債(ハイリスク・ハイリターン)の3種類が作られる。このうちシニア債はAAAの高い格付けとして評価され、メザニン債がBB等の格付けとなる。これらのCDOは、さらにヘッジファンド、金融機関などによって投機的な目的のために所有される(図表2)。図表3は、CDOの保有比率を図示したものであるが、ヘッジファンドがその約半分を保有し、他には銀行、投資信託、生命保険が、それぞれ25~10%を所有していることがわかる。

図表3 CDOの所有者



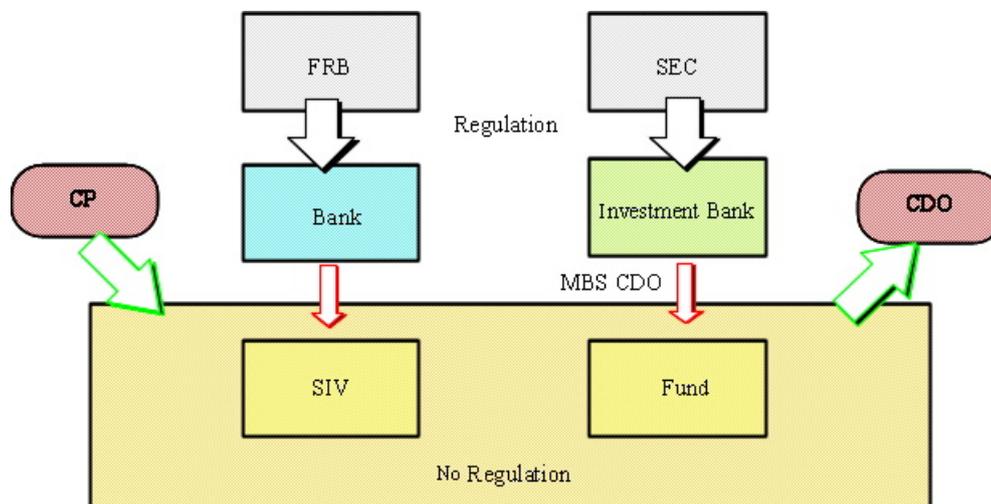
出所：IMF, *Global Financial Stability Report*, Oct 2007, p.15

金融機関のうち、銀行に対してはFRBが、証券会社に対してはSEC(証券取引等監視委員会)が監視、規制を行っているが、銀行、証券会社が設立した投資ビークル(SIV、Structured Investment Vehicle)や傘下のヘッジファンドには、規制は及ばない。これらのSIV、ヘッジファンドは、「影の銀行システム」(Shadow Banking System)と呼ばれる(図表4)。影の銀行システムは、長期で利回りの高いMBS、CDOを購入し、それを担保にコマーシャルペーパー(ABCP)を発行し、インターバンク(金融機関間)の短期資金を借り入れ、さらに、それでCDOなどを購入している。したがって、手持ちの資金の何十倍もの取引を行うことが可能である。これは、少ない資金で大きな取引が可能であるという意味で、レヴァレッジ(槌子の原理)と呼ばれている。今回の金融危機が深刻化した大きな要因としては、この「影の銀行システム」の存在が指摘されている。

たとえば自己資金が100億ドルで、短期と長期の金利差が4%であるとしよう。それだけを使った取引であれば、4億ドルの利益が出るだけである。しかしながら、レヴァレッジを使い、手持ち資金の10倍の取引を行えば利益は40億ドルと、40%の収益をあげることができるのである。

ただし、問題なのは、損失が出たときである。もし購入した証券 1,000 億ドルの半分の価値がなくなれば、損失は-500 億ドルになり、自己資金の 5 倍が失われることになるからである。

図表 4 影の銀行システム



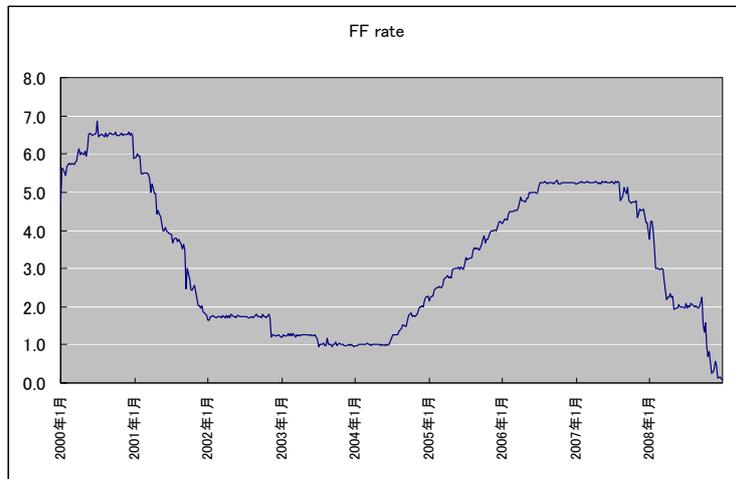
出所：金子・デウィット『世界金融危機』p.11 を参考に筆者作成

不動産バブルとその崩壊

住宅ローン市場は、このような構造になっているのだが、このうちサブプライムローンは 2004 年ごろから急速に拡大することになった。その理由は何なのだろうか？ひとつの理由は、アメリカにおける金利の低下である。2000 年にはいると IT バブルの崩壊や 2001 年の 9.11 同時テロによって、アメリカの景気後退の懸念が起こり、FRB は金利を引き下げた。その結果、図表 5 のように FF rate (Federal Funds Rate) は、1%まで低下することになった。このような金融緩和によって市場に流入した資金は、企業が株式や債券の売却など市場から直接金融によって資金を調達するようになったこともあって、不動産市場に流入することになった。

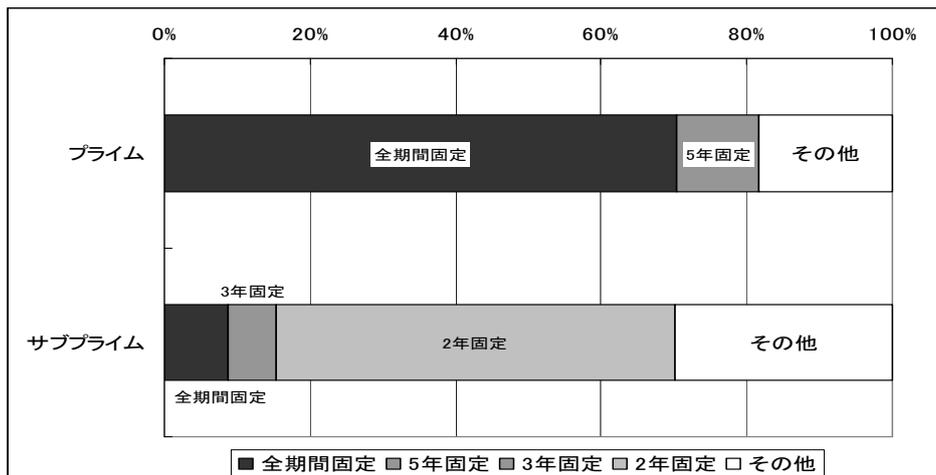
もうひとつの要因は、所得の低い層が住宅ローンを支払う場合に、はじめは支払いが容易なタイプのローン商品が登場したことである。たとえば、プライムローンのほとんどは 30 年間固定金利のタイプであるのに対して、サブプライムローンの大部分は 2 年間金利固定で以後は変動金利のタイプである。さらに、当初は、金利だけを支払えばいい IO (Interest Only) と呼ばれる商品まで登場することになった。そのような結果として、図表 6 のように、プライムローンについては、70%が 30 年間固定金利のタイプであるのに対して、サブプライムローンでは、2 年固定が 54.8%、3 年固定が 6.6%とほとんどが変動金利のタイプになっている。しかしながら、このようなローンでは当初は払っても、2 年あるいは 3 年以上後に、金利が上昇したときにはローンが払えなくなるケースが当然、発生してくる。

図表 5 FF rate の推移



出所：FRB

図表 6 住宅ローンの金利タイプ

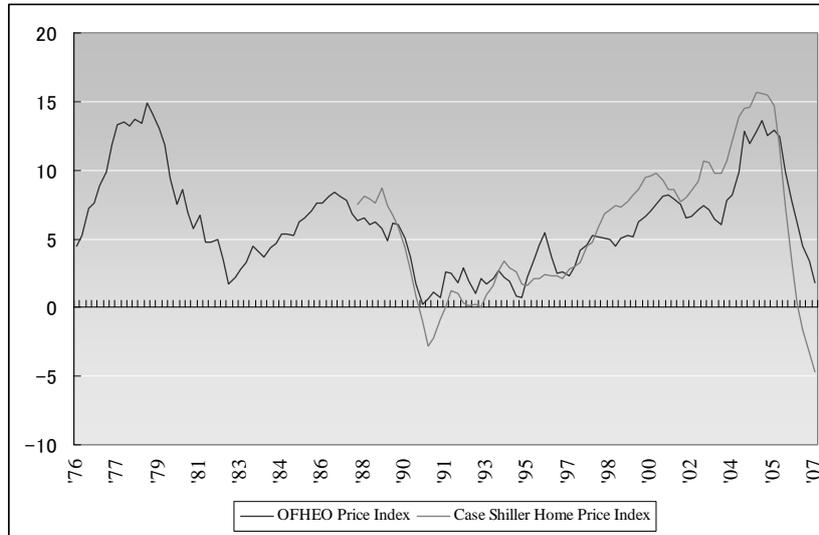


出所：倉橋・小林『サブプライム問題の正しい考え方』p.60

アメリカの不動産価格は、1990年以降、恒常的に上昇してきたため（図表7）、低所得層は、このような新しい商品の出現によって、できるだけ早くローンを借りようとするようになった。ローンを支払っていけば、借り換えのときにプライムと評価されるし、もしローンが支払えなくなっても、不動産を売却することによって利益を得ることができると考えたのである。

このような資金の流入とサブプライムローンの急速な拡大によって、住宅市場は2004年以降、バブルと呼べるような急激な価格上昇を起こすことになった。図表7で薄い線は、Case-Shillerの住宅価格指数、濃い線は、OFHEO（連邦住宅機関監督局）の価格指数であるが、どちらも、2002年～2006年前半まで、前年比で10%程度の価格上昇を示したが、2006年終わりから急速に上昇率が低下し、2007年にはマイナスに転じたことを示している。

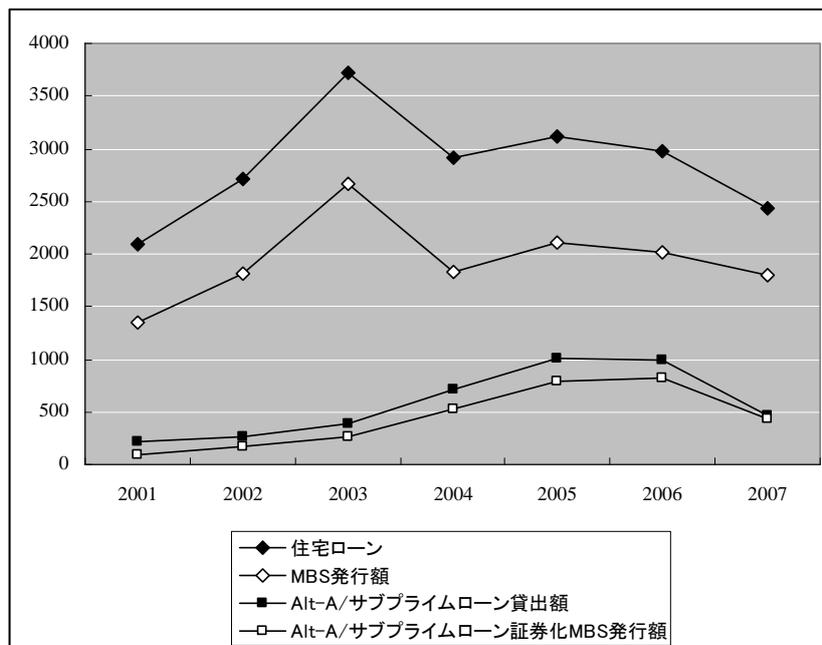
図表 7 住宅価格の上昇率（前年比） %



出所：Office of Federal Housing Enterprise Oversight、S&P/Case-Shiller Home Price Indices

また、図表 8 は、住宅ローン貸出額、MBS の発行額、Alt-A/サブプライムローンの貸出額、Alt-A/サブプライムの証券化額（MBS の発行額）を示したものである。このグラフから、住宅ローン全体としては 2003 年がピークであるのに対して、Alt-A/サブプライムは、2004 年、2005 年と増加し、住宅ローン全体に占める比率も上昇していることがわかる。またサブプライムローンは証券化率も非常に高くなっている。

図表 8 住宅ローン貸出額と証券化額の推移 単位 10 億ドル

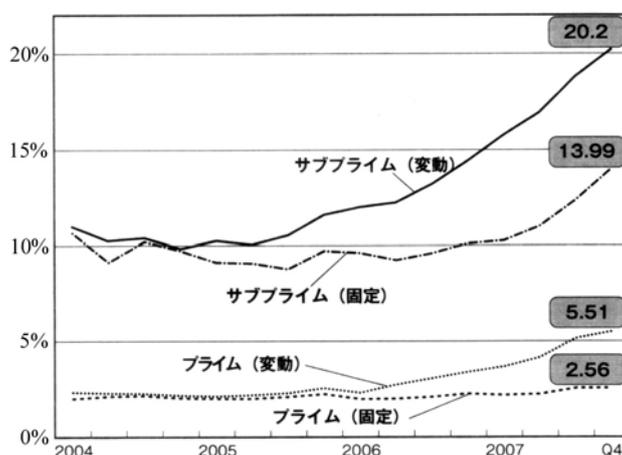


出所：Inside Mortgage Stability Annual 2008

このようにして、本来は融資を受けることがむずかしい借り手に対してもローンが貸し出されることになった。それでも、住宅価格が上昇しているかぎり、危機的な状況は生じなかつたろう。しかし、住宅市場のバブルは、いつかは崩壊する。

サブプライムローンは当初2年間は固定金利であるが、その後、変動金利に切り替わる。2004年1月に1%だったFF金利は、2007年1月の5.25%へと段階的に上昇した。その結果、住宅ローンの金利も上昇し、ローンの延滞率は上昇した。同時に、住宅価格は、バブルが崩壊し、2005年から急速に価格上昇率は低下し、2007年にはついにマイナス成長になった（図表7）。その結果、サブプライムの延滞率が急速に上昇し、住宅ローンの延滞率も図表9のように大幅に上昇することになった。当然のことながら、この傾向はサブプライム、変動金利でもっとも顕著である。

図表9 住宅ローンの延滞率



倉橋・小林『サブプライム問題の正しい考え方』p.77

レヴァレッジを利用した取引を行ってきた金融機関にとって、このような住宅ローンの延滞率の上昇は致命的なものであった。さらに、格付け会社が、MBS、CDOの評価を引き下げたことにより、これらの証券の価格は大幅に下落し、投資銀行やヘッジファンドは巨額の損失を被ることになった。

たとえば、リーマンブラザーズが破綻直前の9月10日に発表した2008年の第2四半期から第3四半期の保有資産の評価の下げ幅はつぎのようになっている。ただし、いずれも額面は100である。（『週刊ダイヤモンド』2008年10月11日）このような損失によって、リーマンは破綻したのである。保有資産の価値は1/3になったのである。

	2 四半期	3 四半期
Alt-A	63	→ 39
サブプライム	55	→ 34
CDO	35	→ 29

IMFは、2008年4月と10月に発行された*Global Financial Report*のなかで、損失額の推定を行っている。その結果は、つぎの図表10のとおりである。

図表10 IMFによる損失額の推計（2008年4月、10月、単位 10億ドル）

	アメリカのローンに対する評価の減額							
	未償還の金額	4月の推計損失	10月の推計損失	銀行	保険	年金	GSE政府	その他ヘッジファンドなど
Subprime	300	45	50	35-40	0-5	0-5		10-15
Alt-A	600	30	35	20-25	0-5	0-5		5-10
Prime	3,800	40	85	25-30	0-5	0-5	45-55	0-5
商業用不動産	2,400	30	90	60-65	5-10	0-5		10-20
消費者ローン	1,400	20	45	30-35	0-5	0-5		10-15
企業ローン	3,700	50	110	80-85	0-5	0-5		25-30
Levarraged Loan	170	10	10	5-10	0-5	0-5		0-5
合計	12,370	225	425	255-290	5-40	0-35	45-55	60-100

	関連する証券の損失			関連する証券の損失				
	未償還の金額	4月の推計損失	10月の推計損失	銀行	保険	年金	GSE政府	その他ヘッジファンドなど
ABS	1,100	210	210	100-110	40-45	35-55	10-15	10-25
ABS CDOs	400	230	290	145-160	55-75	30-45	15-20	15-30
Prime MBS	3,800	0	80	20-25	10-15	10-20	20-25	0-5
CMBS	940	210	160	80-90	20-25	15-35	10-20	15-20
Consumer ABS	650	0	0					
High-grade Corporate debt	3,000	0	130	65-75	20-30	20-35		5-20
High-yield Corporate Debt	600	30	80	45-50	10-15	15-20		5-15
CLOs	350	30	30	15-20	0-5	0-5		5-10
証券総額	10840	720	980	470-530	155-210	125-215	55-80	55-125
総額	23,210	945	1,405	725-820	160-250	125-250	100-135	115-225

出所：IMF, *Global Financial Report*, October, 2008

この表によれば、ローンの損失額の合計は、4月の時点で2,250億ドルだったのが、10月には、4250億ドルに増加している。また関連する証券の損失額は、7,200億ドルだったのが9,800億ドルに増加している。両者の合計は4月の時点で、9,450億ドルだったのが、10月には、1兆4,050億ドルに増加している。この金額は、延滞率の増加によって、さらに拡大する恐れがあることは言うまでもない(2009年1月28日のIMFの発表では損失の総額は2.2兆ドルに拡大している。)

サブプライムローン問題から金融危機、経済危機へ：経済危機の経過

サブプライムローンを発端とする金融危機は、モーゲージバンクからそれを買い取り証券化していた投資銀行、それを購入して利益を得ていたヘッジファンドの経営破綻を引き起こした。さらに、それによって株価が下落し、信用収縮が生じ、実体経済にも深刻な影響を及ぼすようにな

った。この間の危機の深化を時間的にたどっていきこう。

2006年 アメリカの住宅市場の価格が下落傾向となる。

2006年12月 サブプライムローン専門各社の資金繰りが困難になる。オウニットというモーゲージバンクが破綻。

2007年4月2日 サブプライムローン業界2位のニューセンチュリー・ファイナンシャル社が倒産。

2007年6月15日 アメリカの大手証券会社ベアスターンズ社が、自社の住宅ヘッジファンド救済のために32億ドルを準備。

2007年7月 ムーディーズ、S&P（格付け会社）がサブプライムローン関連の証券化商品の格付けを下げる。

2007年7月19～20日 バーナンキFRB議長が議会への証言で、損失が500～1,000億ドルに膨らむ可能性があると言明。

2007年8月6日 アメリカンホームモーゲージ社が倒産。

2007年8月9日 フランスのBNPパリバが三つの投資ファンドに対する投資家からの解約に応じなかった。金融システム全体に対する不安が顕在化（パリバショック）

2007年9月7日 アメリカの住宅金融最大手カントリーワイド・ファイナンシャル社が2007年末までに10,000～12,000人を削減と発表（バンカメに40億ドルで買収される。）

2007年9月15日 イギリスのノーザンロック銀行が取り付けにあう。（2008年2月に国有化）

2008年3月 投資銀行ベアスターンズ社が事実上の破綻。JPモルガン・チェース銀行がベアスターンズを21億ドルで買収して救済。

2008年3月27日 FRBは、MSBなどを財務省証券（国債）と交換することによって金融機関を救済するTSLF（Term Securities Lending Facility）を実施。規模は4,000億ドル。

2008年9月7日 ファニーメイ、フレディマック（GSE）が政府管理下に。政府が最大2,000億ドルの優先株購入枠を決定。

2008年9月15日 アメリカ第4位の証券会社リーマンブラザーズ（総資産6390億ドル、負債総額6130億ドル）経営破綻。

ニューヨークダウが504ドルの急落。

メリルリンチがバンクオブアメリカに買収される。

アメリカ最大の保険会社AIGに政府が850億ドルの融資

2008年9月21日 アメリカ最大の証券会社ゴールドマン・サックスと2位のモルガン・スタンレーが銀行持ち株会社に移行。（アメリカの5大投資銀行の消滅）

2008年10月3日 修正された緊急経済安定化法案が可決される。政府が最大約7,000億ドルの公的資金を投入して、金融機関の不良資産を買い取ることを決定。

世界への影響

アメリカに端を発した金融危機は、世界に広まっていった。先進国でもっとも損失の大きかったのはイギリスである。政府は2008年10月8日に金融機関向けに最大500億ポンドの資金注入を行う銀行救済策を発表、10月13日には、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）など大手3行に総額370億ポンドの公的資金注入を発表した。また近年、金融に力を注ぎ急速な経済成長を達成してきたアイスランドは2008年10月6日「最悪の場合、銀行とともに国家が破産する危険もある」（ハーデ首相）と非常事態を宣言し、それに沿って、全民間銀行を国有化、海外資産の売却などを行った。

金融危機は新興国にも大きな影響を与えた。IMFがアイスランドへの支援を決めた直後に、IMF、世銀は、パキスタン、ベラルーシ、アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、セルビア、キルギスなどに支援を行うことを決定した。

IMFが危機に直面していると考えている国は、アイスランド、中・東欧諸国、バルト3国などである。これらの国々に共通しているのは、経常収支が赤字でありながら、海外から借入を行い、また国内の民間部門への信用残高がGDPに対して大きな比率になっていることである。図表12は、そのような国から、いくつかの国をピックアップしたものだが、経常収支が赤字で、外貨準備が不足し、国外からの借入が多くなっている。IMFが懸念を表明している数字については、色を変えてある。

図表12 問題のある新興国（中国をのぞく）の指標

	経常収支 対GDP比率	短期対外債務に対 する外貨準備比率	国外銀行借入（ネ ット）対GDP比率	国内民間部門向け 信用残高
アイスランド	-8.0		267.9	
ハンガリー	-5.5	0.9	54.1	18.0
ポーランド	-5.0	0.8	17.1	29.5
エストニア	-11.2	0.2	78.7	21.5
ウクライナ	-7.6	1.0	9.5	63.9
パキスタン	-6.9	12.1	-4.8	21.6
ベトナム	-13.6	14.5	10.2	63.9
中国	9.8	6.9	-1.1	17.5

出所：『エコノミスト』2008年12月9日号、p.20を参考に作成。

アジア経済への影響

最後に、アジア経済への影響をみておこう。まず、サブプライムローン問題による直接の影響は、アジアではそれほど大きなものではない。図表13に示されているように、2008年5月時点で、銀行上位100行の損失は3,790億ドルであるが、そのうち、日本をのぞくアジアは108億ドルで3%以下にすぎない。もちろん開示されていない損失やその後、損失額が増加したケースもあるから、現時点での損失額はより大きくなっているだろう（リーマンブラザーズに投資していたケースなども存在する）が、それでも、ヨーロッパと比較すれば、大きくはないだろう。

図表 13 サブプライムローンによる損失 (単位)

アメリカ	日本	韓国	中国	マレーシア	アジア全体
157.7	8.7	0.4	2.8	0.1	19.5

出所：Asian Development Bank, *The US Financial Crisis, Global Financial Turmoil, and Developing Asia: Is the Era of High Growth at an End?*, Dec. 2008, p.25.

アジアでは、株価下落による銀行の資産価値の減少がより深刻な問題である。自己資本比率の低下を恐れた銀行は、融資額を減らそうと融資を抑制し、信用収縮が生じている。図表 14 のように、日本の株式市場は 1 年前と比較して 38.45% 下落、中国では 64.92%、ベトナムでは 65.46% 下落している。

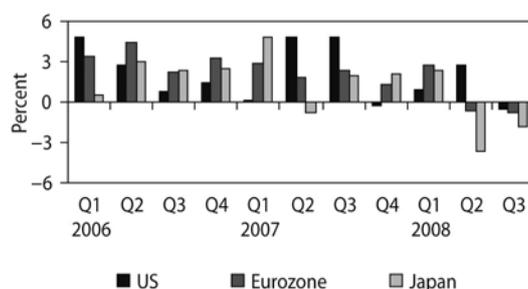
図表 14 アジア各国の株式市場

		2月20日	1週	1カ月	6カ月	1年	3年
アメリカ	NY DJ	7356.67	-6.17	-7.34	-35.49	-40.73	-33.73
日本	日経平均	7416.38	-4.67	-8.05	-42.29	-44.28	-51.96
中国	上海総合	2261.48	-2.56	13.41	-10.38	-50.48	78.41
韓国	韓国総合	1065.95	-10.61	-5.40	-30.81	-36.85	-20.94
シンガポール	ストレート・タイムズ指数	1594.94	-6.49	-7.45	-42.04	-47.31	-32.40
タイ	SET 指数	434.67	-2.49	0.34	-37.01	-47.45	-41.11
マレーシア	クアラルンプール総合	889.71	-2.21	1.06	-17.10	-37.09	-3.83
フィリピン	フィリピン総合	1881.44	-1.99	-0.87	-29.84	-40.85	-9.72
ベトナム	VN 指数	252.57	-7.99	-16.61	-50.33	-66.09	-28.64
インドネシア	ジャカルタ総合指数	1296.94	-3.12	-3.51	-37.34	-51.77	3.97

出所：『エコノミスト』2009年3月10日号, p.89.

アジア経済にとって最も深刻な問題は、先進国の景気後退によって先進国への輸出が減少し、その結果、経済成長率が低下したり、また経常収支の悪化が生じたりする可能性があることである。アメリカ、ヨーロッパ、日本 (G3) の経済成長は、2008 年後半からマイナスに転じた (図表 15)。

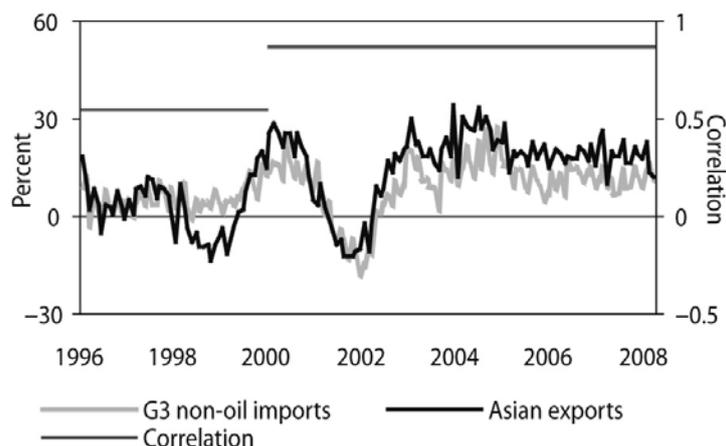
図表 15 アメリカ、ユーロ圏、日本の経済成長率



出所：Asian Development Bank, *The US Financial Crisis, Global Financial Turmoil, and Developing Asia: Is the Era of High Growth at an End?*, Dec. 2008, p.43.

アジア諸国の輸出は、G3の原油をのぞく輸入額と密接な相関があり、G3の経済成長率の低下、それに伴う輸入の減少によって、アジア諸国の輸出も減少するはずである（図表16）。

図表16 アジア諸国の輸出成長率とG3の非原油輸入の相関



出所：Asian Development Bank, *The US Financial Crisis, Global Financial Turmoil, and Developing Asia: Is the Era of High Growth at an End?*, Dec. 2008, p.45.

しかし、現実にはアジアからのG3への輸出はそれほど減少していない。そのひとつの理由は、アジア諸国の為替相場が、日本をのぞいて、すべて対ドルで下落しているからである。図表17は、日本、中国、韓国、ユーロの対ドル相場の変化を2006年の1月を基準として示したものであるが、ドルに対して上昇しているのは、円と元で、韓国のウォンとユーロは下落している。また図表18は、アジア諸国の名目有効為替相場を示したものであるが、インド、インドネシア、韓国については、2007年の中頃から為替相場は下落している。タイとフィリピンについては、2008年のはじめまでは為替相場は上昇傾向にあったが、それ以降は下落傾向にある。ベトナムについては2006年以降下落傾向にあり、IMFの指摘にもあるように、アジアのなかで危機的な状況にある国のひとつである。

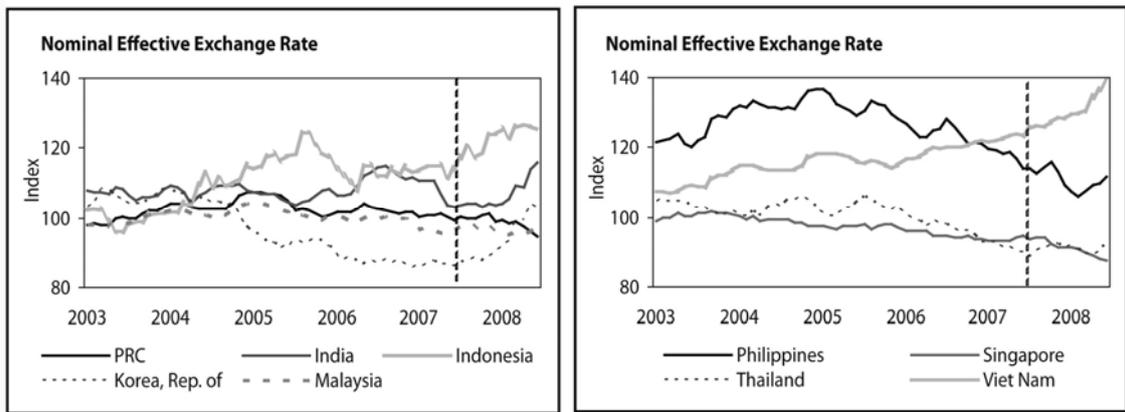
各国・地域の経済成長率をみていくと、中国、インドは、経済成長率の低下はそれほど大きなものではない。一方、香港、台湾、シンガポールの成長率は急速に低下している。日本も日銀の予測によると今年度はマイナス2%の経済成長になっている。インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムの経済成長率は2008年の第3四半期までは、それほど低下していなかったが、第4四半期には大きく減少した。このようなことから、今回の金融危機の影響はアジアでは当初は、それほど大きなものではなかったが、先進国の景気の減速によって、次第に大きな影響を及ぼすようになってきた。

図表 17 日本、中国、韓国、ユーロの対ドル相場



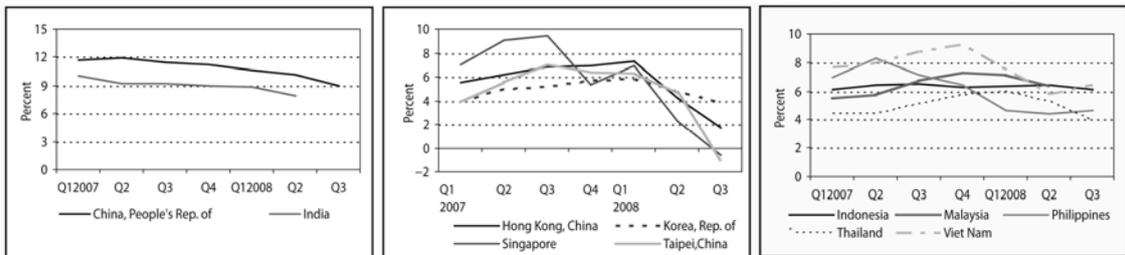
出所：FRB のデータから筆者作成

図表 18 アジア諸国の名目有効為替相場



出所：Asian Development Bank, *The US Financial Crisis, Global Financial Turmoil, and Developing Asia: Is the Era of High Growth at an End?*, Dec. 2008, p.47.

図表 19 アジア諸国の実質経済成長率



出所：Asian Development Bank, *The US Financial Crisis, Global Financial Turmoil, and Developing Asia: Is the Era of High Growth at an End?*, Dec. 2008, p.57.

図表 20 2008 年第 4 四半期の経済成長率

アメリカ	-3.8%	中国	6.8%	香港	-2.5%	タイ	-24.4%
日本	-12.7%	インド	7.6%	韓国	-20.8%	マレーシア	0.1%
イギリス	-5.9%			台湾	-8.4%	インドネシア	-3.6%
ユーロ圏	-5.8%			シンガポール	-16.4%	フィリピン	4.5%

中国、インド、台湾、香港、マレーシアは前年同期比

何が悪かったのか？

このような事態を引き起こした原因は何だったのだろうか。直接の原因が金融市場における規制緩和と、その結果として生じたリスクを過少評価した投機的な取引、金融工学を利用したデリヴァティブ取引にあることは、これまでの説明から明らかだろう。

しかし、より本質的な問題は、市場メカニズムの調整能力に過度の信頼を置く経済思想（マネタリズム）とそれに基づいた経済政策にあったのではないだろうか。1980 年代のレーガノミックス以降勢力を強めてきたこの経済思想は、2000 年以降、アメリカにおけるブッシュ政権の登場とともに、支配的な経済思想となった。その結果、市場に対する規制、監視は弱くなり、市場メカニズムに多くを委ねた結果、所得格差は拡大していった。

今回の金融危機が、低所得層を対象とするサブプライムローンから起きたことは、このような経済システム・経済思想の欠陥を示しているともみることができるだろう。「貸してはいけない人に貸したことがサブプライムローン問題の原因」という見解は間違っていないが、そのような人々を生み出して、さらに、そのような人にお金を貸すようなシステムをつくりあげたことがより本質的な問題である。結局、格差や不平等を放置しておくことが、経済システムの本質的な不安定につながるということが明らかになったのではないだろうか。

金融立国をめざし、国全体が投資ファンド化していたアイスランドの経済の破綻、急速な西欧化をめざし、外資の導入を進めてきた中・東欧諸国の危機は、経済をバランスよく発展させることの重要性を示している。アメリカの金融資本とそれをバックアップする IMF によるグローバル化も、アメリカの金融機関自体が壊滅することによって終焉を迎えることになった。

これからどうなるのか

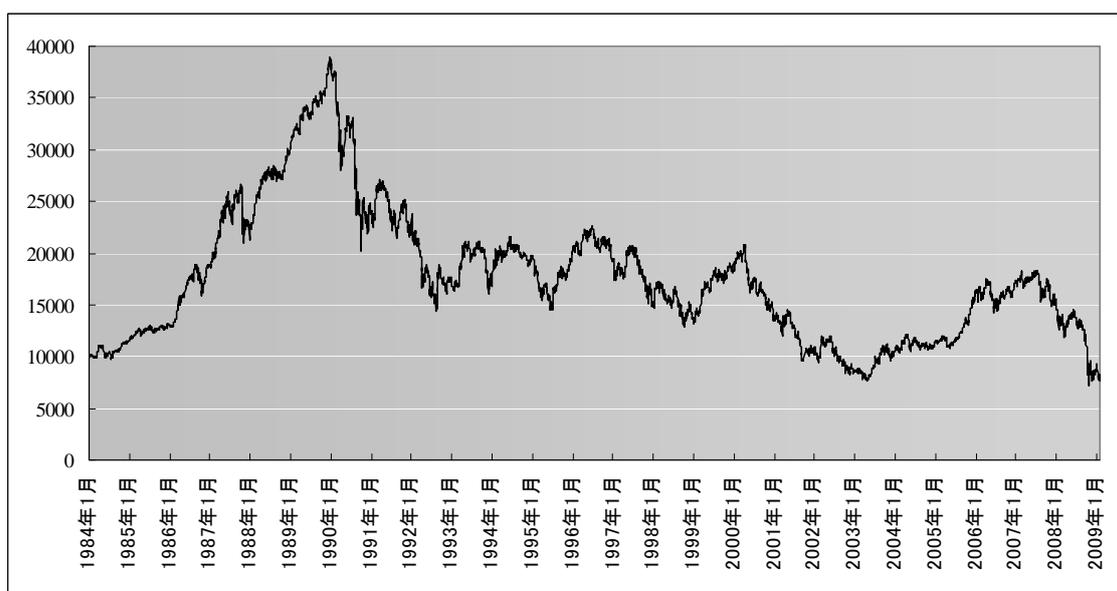
この危機がどれだけ続くのかは不明である。住宅価格が下落し、ローンの延滞率が上昇するかぎり、MBS、CDO の価格は下落し、それによって金融機関の損失はより拡大していくからである。また人々が心理的な不安感をもてば、消費は低迷を続けるだろう。日本は、1980 年代後半の不動産バブルとその崩壊によって、大きな景気後退に直面したが、その後、10 年以上にわたって不況感に苦しみ、それから完全に脱却できたのかもわからないからである（図表 21）。

このような危機を解消するための経済政策としては、減税、金利引き下げ、CP の買取などに

よる貨幣供給量の増加、公共投資による景気拡大、という古典的なケインズ政策しかないのが現状である。オバマ政権も、新しいニューディール政策をめざしている。しかし、それは必然的に財政収支の悪化をもたらし、アメリカに資本が流入しなくなれば、ドルが暴落する危険性を伴っている。したがって、大きな期待とともにスタートしたオバマ政権も、今後は、苦しい政策運営を強いられることは間違いない。

一方、アジア経済は、アメリカ、ヨーロッパと比較するときには、金融危機によっても直接の大きな被害をこうむっていない。輸出の減少による景気後退が、もっとも大きな問題である。しかし、中国やインドについては、内需の拡大によって、経済成長の低下を抑えることが可能かもしれない。したがって、今後は、世界経済におけるアジアの地位は、より大きなものになってくるだろう。アジア諸国は、景気後退をさけるためには、国内の所得格差を是正しながら、全体としてバランスのとれた経済発展を行う必要があるだろう。

図表 21 日本の株価指数（日経平均）



参考文献

金子・デウィット『世界金融危機』岩波ブックレット No.740、岩波書店、2008年10月。

倉橋透・小林正宏『サブプライム問題の正しい考え方』中公新書、中央公論新社、2008年4月。

『週刊ダイヤモンド』2008年10月11日。

『エコノミスト』2008年12月9日号。

『エコノミスト』2009年1月20日号。

IMF, *Global Financial Report* Oct. 2007.

IMF, *Global Financial Report* Oct. 2008.

Asian Development Bank, *The US Financial Crisis, Global Financial Turmoil, and Developing Asia: Is*

the Era of High Growth at an End?, Dec. 2008.