

なぜ世界は不況に陥ったのか：補講

池尾 和人（慶應義塾大学経済学部）

- 世界的な不均衡の拡大に乗じて、米国では金融ビジネスの肥大化が起こり、日本では輸出型製造業の活況（とそれによる景気回復）がもたらされた。それゆえ、世界的な不均衡の巻き戻しの中で、米国は金融危機に陥り、日本は経済低迷に陥ることになった。

1997年アジア金融危機、1998年ロシア危機、LTCMの破綻。Sudden Stopを経験した東アジア諸国は、それまでの外資依存の経済成長路線から転換し、外貨準備に対する予備的需要を拡大させる。ラテンアメリカ諸国も同様。中国も含め、ほとんどの新興経済諸国が貯蓄超過。米国がほとんど唯一の投資超過国となる。

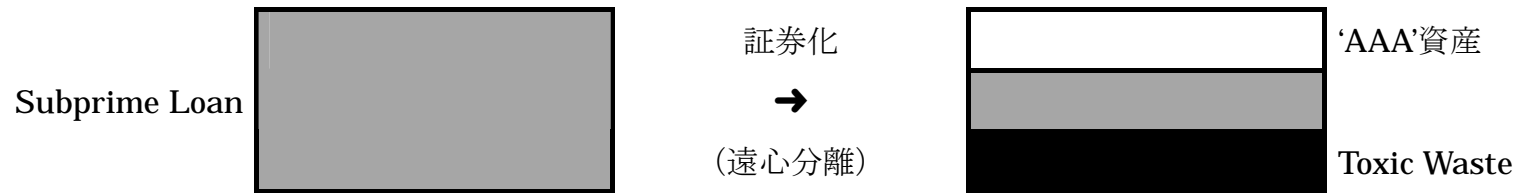
世界的な不均衡（Global Imbalance）が急拡大し、その過程で米国のAAA資産への需要増大が発生（R. Caballero）。

↓

米国の金融サービス産業（投資銀行）は、これを絶好のビジネス・チャンスとして積極的に対応。住宅関連でAAA資産（証券化商品）の大量供給を図る。裏側でリスクテイク。

↓

原料たる Subprime Loan の粗製濫造。



↓

住宅バブルの生成と崩壊。 テイクしていたリスクが現実化。

一定量の原材料であるサブプライム・ローンから、できるだけ大量の AAA 資産を作り出そうという動機が作用したために、証券化商品の実際の質は低下しがちであった。にもかかわらず、格付会社が発行体の要望を受け入れるかたちで安易に AAA の格付を付与してきた。そうしたことが事後的に判明したために、格付に対する信認が崩壊することになる。

例えていえば、**Drinkable** (AAA) というラベルが貼ってあったが、実は **drinkable** ではなく毒が混じっている可能性が判明。毒入り冷凍餃子の事件の時と同じで、すべての冷凍餃子（証券化商品）が買い控えられるようになる。→ 運用先の経営状態に不安が生じ、取付け (**run**) が大規模に発生。

問1：超短期 (overnight) の取引を除いて、実質的に機能を停止している米国の信用市場をいかにすれば再起動させられるか。

取引に積極的に応じようとしていないのは、必ずしも資本基盤の脆弱な金融機関のみではなく、相対的に資本基盤のしっ

かりとしている金融機関も同様である。資本基盤の強固な金融機関が信用供与に積極的でないのは、もちろん相手先の信用度に懸念をもっているからという事情もあるだろうが、近い将来のセリング・クライマックスという機会に備えて、流動性を留保しておく方が有利だと判断しているからだと推察される。

市場が機能停止している中で、サブプライム関連の証券化商品をはじめとした多くの金融商品が金融機関によって抱え込まれた状態にある。しかし、すべての金融機関が長期にわたって金融商品の保有を継続するだけの体力があるとはみられておらず、破綻に至る先が出る可能性がある。破綻した（あるいは、破綻しそうな）金融機関は、否応なしに保有している金融商品を投げ売りせざるを得ない。そうした投げ売りの発生によって、さらに価格の下落が生じれば、そのことによってさらに破綻に追い込まれる金融機関が出現し、連鎖的な投げ売りで一気に価格が暴落するような状況を迎えることになる。

こうしたセリング・クライマックス的状况は、健全な金融機関にとっては、絶好の買い場を提供するものであり、きわめて有利な機会（**opportunity**）にほかならない。こうした機会の出現が予想されているときに、貸出を行うなどのかたちで資金を固定化してしまうことは（将来の機会を逃すことになるという意味で）不利だと考えられる¹。

要するに、金融機関（あるいは、投資家）が流動性を留保しようという行動をもっぱらとっているのは、将来の不安に備えてであると同時に、将来の機会に備えてであると考えられる。そうであれば、信用市場の再起動のためには、①セリング・クライマックスを直ぐに到来させてしまうか、その出現の可能性を除去してしまうしかない。前者は、かなりのハードランディング路線だといえる。後者の対策としては、②政府が一定の価格で金融商品を買収することを約束し、価格の下限保証

¹ D.W. Diamond and R. Rajan, “The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies,” NBER Working Paper #14739, February 2009.を参照。

をするか²、③すべてのシステマテックな影響をもつ規模の大きな、かつ脆弱な状態にある（銀行以外のヘッジファンドなども含む）金融機関に資本注入して、投げ売りの必要をなくしてしまうか³、があり得る。

問2：世界（米国）は、新たな「失われた10年」に陥ることはないのか。

「誤った政策 → 不況に陥る」という命題は正しいとしても、だからといって「正しい政策 → 不況からの脱却」という逆命題が正しいということには（形式論理上も）ならない。正しい政策を正しく実施した（1930年代のような失敗は繰り返さない、90年代の日本の轍は踏まない）としても、不況から早期に脱却できるという話にはならない。

「経済は、いうまでもなく複雑系であり、社会というより巨大な複雑系の一側面に過ぎない。やや開き直っていえば、そうした複雑系の動きを正確に予想したり、政策的に思うように制御できると考える方がどうかしている」（拙著『銀行はなぜ変わらないのか』中央公論新社、2003年の「はしがき」から引用）。こうした観点からは、オバマ政権には構築主義（constructivism）的な傾きがあると懸念される⁴。

以上。

² 当初のTARP（Troubled Asset Relief Program）の方針。

³ 2月10日にガイトナー米財務長官が発表した金融安定化策の一環として、米金融監督当局は2月25日から米大手銀行19行を対象にストレステスト（健全性審査）を開始している（4月末までの完了の予定）。この結果、資本不足が判明した先には資本注入が行われる見込みになっている。

⁴ 同様の懸念を表明したものとして、<http://www.nytimes.com/2009/02/24/opinion/24brooks.html>を参照。