

# アメリカの住宅価格急騰と対外赤字拡大

飯 島 寛 之

## はじめに

いわゆるサブプライム・ローン問題に端を発し、アメリカをはじめとして世界中を混乱に陥れている金融危機は、2008年9月の米投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻をきっかけとして一挙に混迷の度合いを強めている。

危機が顕在化して以降、FRBは立て続けに金融緩和を実施し<sup>1)</sup>、金融機関への資本注入、不良資産やモーゲージ担保証券(MBS)、CPの買取り、さらには企業金融を直接に支援する融資に踏み切るなど流動性供給策を徐々に拡大することによって混乱の收拾に努めている。他方、アメリカ国内の問題にとどまらない危機の広まりを受けて2008年10月8日の欧米主要6ヶ国中央銀行総裁による共同声明の発表と協調利下げ、同年11月15日から開催されたG20による「金融サミット」の開催と、各国が国際的な枠組みづくりに奔走してきたことは知られるところである。

一連の金融危機対策は、金融システムの安定化に寄与するものではあっても、危機の原因を根本から取り除くものではなく、それゆえ各個の対策の効果も限定的なものにとどまるほかないのであるが、危機的状况はいずれ解消に向かうであろう。だが、危機が去ればそれで終わりではない。我々には、おおまかに次の3点の問題を明らかにする必要があると思われる。

第一に、危機がこれほどの規模までに拡大した要因の解明<sup>2)</sup>、第二に、危機の爪痕をどのよ

---

1) 1%という現在の政策金利水準からの利下げの可能性とその効果については、否定的な見解が多い。バーナンキFRB議長自身も2008年12月1日の講演で「現在のフェデラル・ファンドレート目標をさらに引き下げることは実現可能であるけれども、それをすれば経済活動をサポートするために行われる伝統的な金利政策が取り得る機会を制限する」(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081201a.htm>)と述べている。同様の見解は、Glenn D. Rudebusch, *FedViews*, Federal Reserve Bank of San Francisco, November 13, 2008.にもみられる。なお、本稿の脱稿後にFRBはFFレートの引き下げを決定し、アメリカ史上初めて事実上のゼロ金利政策の採用に踏み切った。

2) 例えばその要因を証券化という技法そのものや格付け機関の存在、投資銀行のビジネスモデル、さらにはこれらを認めてきたアメリカの新自由主義的思想に基づく経済政策に対する批判的見解、加えてまた、資本主義そのものを問う議論がこれに相当する。

うなかたちで修正し、その再来を防ぐ<sup>3)</sup>、第三に、この危機がアメリカ経済をはじめとする世界経済にとって何を意味するものであったか、その意味を理解することである。現在公行されている数多くの著書、論文で行われている分析は、金融混乱の視角から前二者の課題の解明に力が注がれているとあってよからう。もちろん、その解明が必須であることは疑いのないところであるが、本稿は第三の問題を明らかにすることを目的としている。というのは、今回の危機を金融問題から分析しようとする方法は当然だとしても、今回の危機は、金融問題とともに、戦後の世界経済、とりわけその中心的地位に据わってきたアメリカ経済の成長構造そのものを問う課題を含んでおり、その点が金融危機拡大の中にあっても論じられる必要があると考えるからである。

ただし、このことは広範な検討課題を含むものであって、問題の限定が必要となることはいうまでもない。いくつかの脚注で紹介するように、筆者はこれまでアメリカの経常収支赤字についての検討を試みてきた。そこで本稿では、この広範な課題を検討する最初の糸口として、アメリカの成長構造——後述するようにそれは具体的には1995年を境に大きく変わった「対外赤字拡大を容認しながら経済成長を続ける構造」を指す——との関連から検討することにした。

以上の視点から検討を進めるにあたって、本稿ではまず住宅価格の上昇の検討からはじめたい。なぜなら、それはITバブル崩壊による負の影響を先延ばしして国内の「過剰消費」を生み出し、同時に証券化技法を使って住宅ローンが高利の証券化商品として世界中に販売されたことがアメリカの飛躍的な経常収支赤字の拡大と、危機を深刻化させる要件となったからに他ならない。そこでまず、アメリカの住宅価格上昇のスピードと住宅ローン規模の急拡大について確認することからはじめよう<sup>4)</sup>。

## 1. 急騰する住宅価格

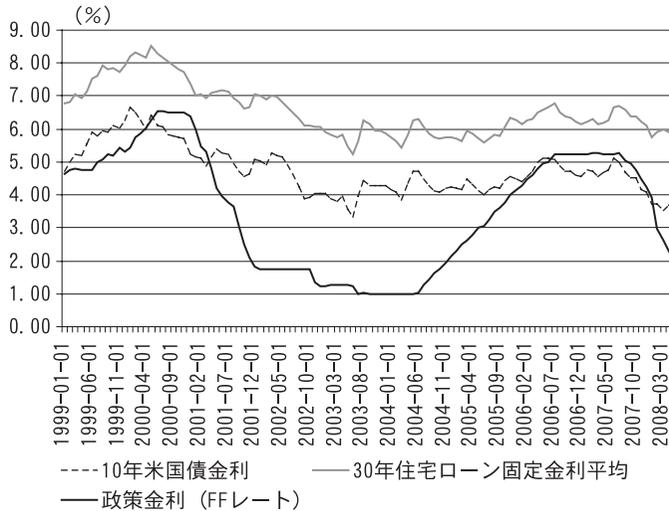
ブッシュ大統領による「宴の後の二日酔い」<sup>5)</sup> 発言が象徴的に示すように、ITバブル崩壊後のアメリカ経済は、1990年代後半のバブルの反動に見舞われた。2002年に入っても株価の低迷は続き（とくにナスダック市場は、2002年だけでも30%以上値を下げ、ピーク時からの下落率は7割を超えた）、肝心の实体经济も景気後退懸念が色濃くなっていくなかで、金融当局が選択した道は、連続的金融緩和であった。

3) 例えば著しく拡大したレバレッジの抑制、各種の金融規制の強化をはじめとする国内における防止策への取り組み、さらにはIMFの機能強化や国際的な合意に基づく危機防止のための国際的枠組みづくりなどがこれにあたる。

4) 本稿は、信用理論経済学会2008年度春季大会（2008年5月）の報告のベースとなったものに加筆と修正を加えたものである。なお、同報告の内容は信用理論経済学会『信用理論研究』第27号（発刊年月未定）に掲載予定である。

5) 原文は、<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020715.html>（2008年11月段階）。

図表1 アメリカの長・短金利の推移



出所) FRB, *Federal Reserve Bulletin*, various issues.

2001年1月から2003年6月まで、都合13回の断続的な利下げは、1990年代のバブルの後遺症がアメリカにとっていかに大きなものだったかを語るのに十分であろう(図表1)。政策金利(FFレート)はわずか2年半の間に6.5%から、当時史上最低の1%へ低下し、それから1年にわたって超低金利政策が継続された。もちろん、2001年9月におこったテロが政策金利の低下に拍車をかけたことは疑いのない事実である。しかし、ITバブル崩壊後の景気後退をいかにして軽微なものにとどめるか、この目的のために大規模な金融緩和は必須とされ、正当化されたのである。

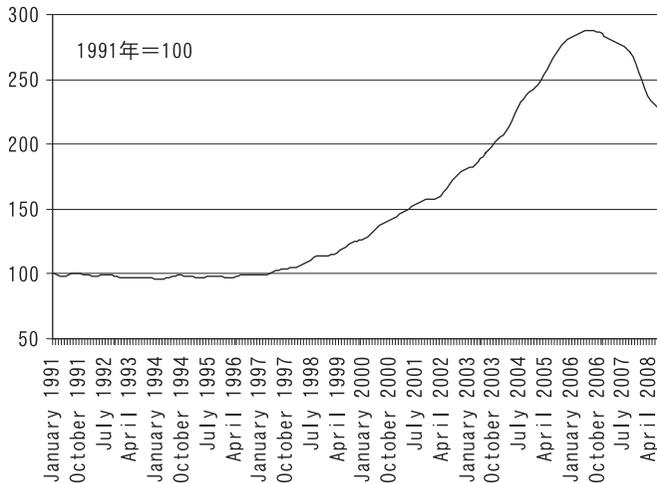
こうした超低金利状況のなかで住宅価格の高騰がはじまった。

ITバブル崩壊後、設備投資は冷え込み、企業の資金需要は低迷した。貸出市場の縮小に直面した金融機関に残されたのが住宅ローン市場であり、それを経済政策の面から支えたのがブッシュ政権の「オーナーシップ社会」構想に基づく住宅保有政策であった<sup>6)</sup>。そもそも「アメリカン・ドリーム」のひとつの象徴として、またそれが財産所有の自由と経済発展の自由を象徴する構成要素として、アメリカでは住宅取得に対する羨望が高く、住宅産業が国民経済に与える影響——国内総生産に占める割合、国内総貸付に占める割合、需要波及効果など——もまた極めて高い。それゆえ、住宅政策、住宅金融政策は、経済政策上で重要な位置を占めてきた<sup>7)</sup>。

6) ブッシュ政権下の住宅保有促進政策については、吉田健三「社会政策」河音琢郎・藤木剛康編著『G・W・ブッシュ政権の経済政策』ミネルヴァ書房、2008年を参照。

7) アメリカの住宅政策、住宅金融政策については中川忍「米国の住宅政策について：住宅金融および制度面を中心に」日本銀行調査統計局ワーキングペーパー、1998年11月。上野真城子、海老塚良吉『アメリカの州および地方住宅政策に関する研究』住宅総合研究財団、1992年。井村進哉『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会、2002年を参照。

図表2 アメリカの住宅価格指数（ケース・シラー指数）の推移



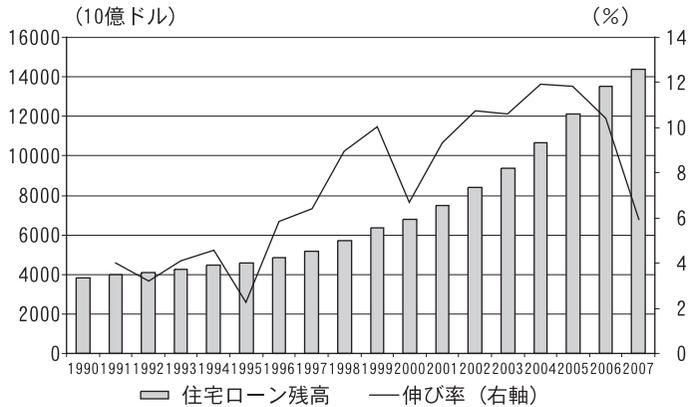
出所) S&P ウェブサイトより採録・作成

もちろん、政策によって住宅価格の上昇が必然化されるわけではない。だが、潜在的な住宅に対する需要が政策変化と結びつくことで、住宅価格の上昇、住宅ローンの拡大がはじまったのである。FRBの資料（“Flow of Fund Accounts”，以下住宅ローン残高については同様）によれば、1991年から1995年までに住宅ローン残高は約7,730億ドル（増加率20%）増加しているが、その額は過去と比較しても平均並みかそれよりも低い水準であったし、住宅価格も横ばいが続いた。ところが、1990年代後半以降、徐々に住宅価格の上昇が始まり、それに伴って住宅ローン残高は拡大を見せはじめるのである。

図表2はアメリカ住宅価格指数を示す代表的指標であるS&P社の発表するケース・シラー指数の推移である。この図から明らかなように、1990年代前半までほとんど動きのなかった住宅価格指数が、1998年頃を境に上昇カーブを描きだしてテンポを上げている。実際、1998年から2002年までの5年間に、住宅ローン残高は2兆6,960億ドル増加、その伸び率は47%にまで拡大した。このことは、1990年代後半のアメリカの株式価格の上昇が資産効果を通じて消費拡大を促す過程で、消費財のみならず住宅購入にまで波及したことを示すものであろう。だが、この上昇への転換は、その後に始まる住宅バブルのほんの入り口でしかない。

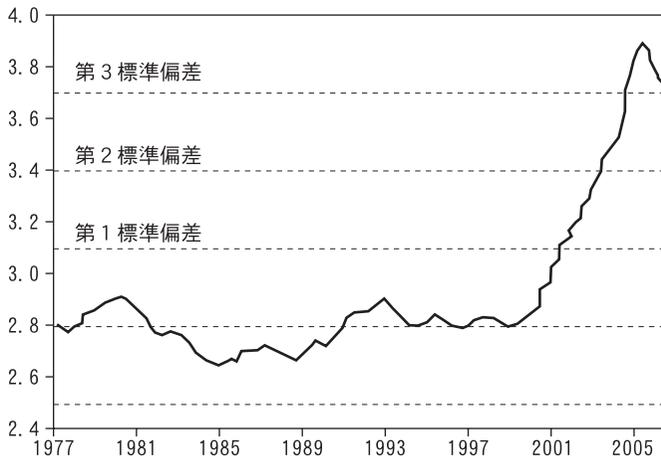
次の2002年から2006年までの5年間、住宅ローン残高は5兆1,100億ドルの増大、その伸び率も実に61%にまで上昇している（図表3）。5年間で5兆1,100億ドルの増加ということは、この間、カナダの国内総生産に匹敵する年平均1兆220億ドルの新規住宅ローンが組まれていたことになる。また、1990年の住宅ローン残高が3兆8,000億ドル程度であったから、この5年間だけで、アメリカ人がそれまで積み上げてきた住宅ローンの1.3倍のもの新規ローンが組まれたことになる。そして住宅価格は、2000年から2003年にかけて概ね6～8%台の上昇を続

図表3 住宅ローン残高と伸び率



出所) FRB, “Flow of Fund Accounts” より作成

図表4 住宅の中間価格÷平均収入



出所) Willian A. Fleckenstein and Frederick Sheehan, *Greenspan's Bubbles: The Age of Ignorance at the Federal Reserve*, McGraw-Hill Companies, 2008. [北村慶監訳『グリーンスパンの正体』エクスナレッジ, 2008年, 207ページ, 図11より転載]

けた後、2004年以降は10～13%台と2桁の伸びへさらに一段階上昇を強めたのである。

この結果、2004年にはGDPに対するアメリカの住宅市場全体の価値は140%に達した。これが60%から100%になるまでに34年、それから114%に達するまで10年を要しているが、2001年にそれが120%に達して以降、140%になるまでに要した時間はわずか3年にすぎない。この間に1980年代末の「住宅ブーム」が含まれているにもかかわらず、2000年以降のアメリカの住宅価格の上昇のスピードはそのブームをも上回り、いかに急速な住宅価格の上昇があったかをここからもみることができる。

この上昇は、住宅ローン支払いの原資となる所得と比較してどのようなスピードで上昇していたのか。図表4は、フレッケンシュタインとシーハンが示した全米の住宅の中間価格を平均

所得で割った値である。みられるように、1970年代後半以降、2つの関係は住宅価格が平均収入の3倍に満たない水準で推移してきた。ところが2000年以降、この倍率は急上昇している。この間の所得収入は、若干減少しているとはいえ、このカーブが示すものは、住宅価格の高騰にほかならないのである。

では、ITバブル崩壊後にアメリカ全土を覆うようになっていくこの住宅価格の急騰は、どのような意味を持っていたのだろうか。本稿の課題に接近するためには、まずこの点を確定しておく必要がある。そこで次節では、住宅価格の急騰がもっていたと思われる2つの意味について順に明らかにしていくことにしよう。

## 2. 住宅価格急騰の2つの意味

### (1) ITバブル崩壊後の内需を支えた消費の「源」

前節冒頭で述べたように、ITバブル後の景気後退懸念を受けて実施された連続的金融緩和の効果は、住宅販売にではなく、まず自動車販売にあらわれた。2001年第4四半期の景気は、金融緩和の効果によって消費意欲をかき立てられた消費者による自動車、家電製品などの耐久財を中心とする消費拡大によって支えられたのである<sup>8)</sup>。

だが、図表1でみたように、短期金利の低下が長期金利に作用し、住宅金利(30年固定金利)が低下するにつれて、住宅販売と住宅ローン、そして住宅価格上昇が加速していく。住宅取得への潜在的に高い需要を背景に、金利の低下は住宅の新規購入意欲を刺激したのである。

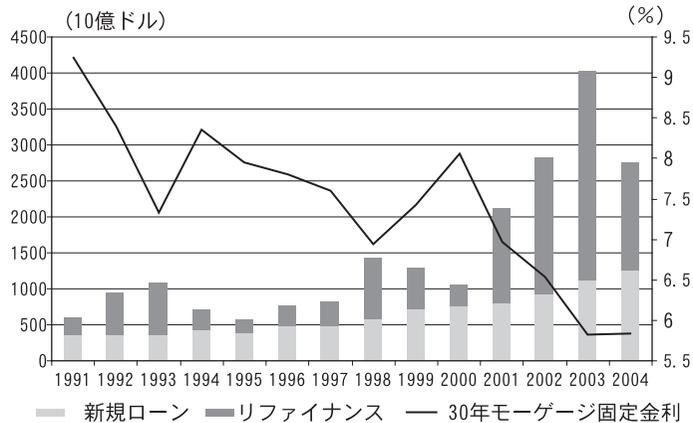
家計(および非営利組織)の負債残高は、2002年末から2003年末までに1兆ドル、さらに2004年末までにさらに1兆2,000億ドル、さらにまた2005年末までに1兆2,000億ドル程度増えて2005年末にはその残高が12兆ドルを突破した。2002年末からの増加率は42%となり、同期間の金融資産の伸び率(34%)を上回った。この負債のほぼ7割を不動産担保の借入れが占めている。

金利の低下は、住宅購入の資金需要を刺激しただけではない。とくに、2001年以降の場合、保有する住宅を資産とした借り換え(リファイナンス)需要をも刺激した(図表5)。

リファイナンスとは、文字通り、新しい借金で過去の借金を一括返済することで、過去の借金をなくし、新しい借金に借り換えることを意味する。すでにみたように、当時のアメリカは断続的な金利低下が続いていたために、既存ローンを借り換えたり、返済期間を変更することなどによって「利払節約」を目的とするリファイナンスが行われたことは想像に難くない。だが、ここで重要なのは、キャッシュアウト(現金化)型のリファイナンスの存在である。これは、既存の住宅ローンの借換え時に、ローンを設定した時点以降の住宅資産評価増額分を担保

8) 『日本経済新聞』2001年10月28日付。

図表5 住宅ローンの内訳と住宅ローン金利



出所) Greenspan, A. and J. Kennedy, "Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences," *Finance and Economics Discussion Series*, 2005 41, FRB, 2005. および FRB 資料より作成

価値の増加分としてローン残高を積み増し、その一部を現金化して消費に回す方法であり、簡単にいえば、リファイナンスと同時に、住宅を担保にして現金を手にする方法にほかならない。これが2001年以降、急増するのである。

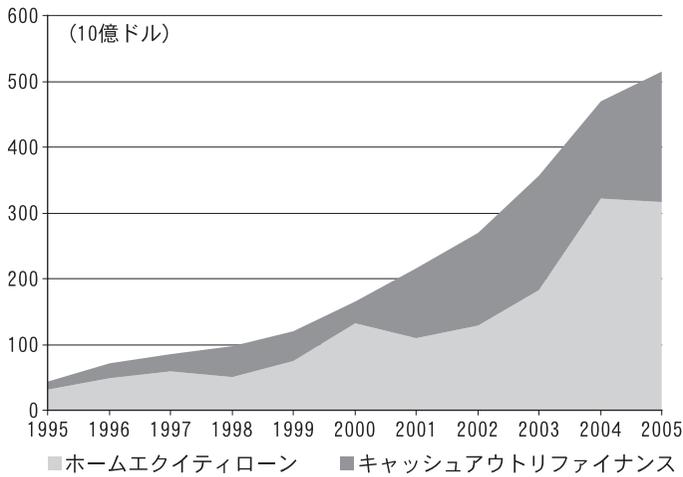
そしていまひとつ。ホーム・エクイティ・ローン (Home Equity Loan : HEL) と呼ばれる借入れ方法も近年急速に伸びていった。ホーム・エクイティ・ローンとは、住宅の純資産価値 (「住宅資産」 - 「モーゲージローン未払い残高」) を担保として、新規にローンを設定するものである。ホーム・エクイティ・ローンにも当然ながら利子は発生するが、無担保の消費者ローンよりも金利が低く、しかも通常の住宅ローンと同様に利子の所得控除を受けられることが幸いし、住宅価格の上昇とともにホーム・エクイティ・ローンの利用者は急増した。変動金利型であるため、金利上昇局面では家計の返済リスクが膨張するリスクがあるものの、借入れは2003年から2004年にかけて40%拡大したといわれる<sup>9)</sup>。

ではこの注目すべき2つのローン (キャッシュアウト型リファイナンスとホーム・エクイティ・ローン) はどの程度実行され、そしてどのような意味を持っていたのか。このことを図表6によって確認しておこう。

まず家計がキャッシュアウト型のリファイナンスによって手にした現金 (フリー・キャッシュ) は、2000年には326億ドルであった。ところが金利低下が始まる2001年以降、その額は1,059億ドル、1,402億ドル、1,734億ドルと増加し、2004年には1,462億ドルとやや減少するものの、2005年には1,979億ドルが引き出されている。2001年以降だけで、合計7,600億ドル以上の現金が引き出されたことになる。1991年から2000年までの10年間にキャッシュアウトによって引き

9) Bies, Susan S., "Regulatory Issues," Remarks at the National Bankers Association Annual Convention, Beverly Hills, California, 12 October 2005.

図表6 キャッシュアウト型リファイナンスおよびHELによるフリーキャッシュフロー



出所) Greenspan, A. and J. Kennedy, "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes," *Finance and Economics Discussion Series*, 2007 20, FRB, 2007. より作成

出された額が270億ドル程度だったといえ、住宅価格上昇と低金利を背景にしたこの時のキャッシュアウトがどれほどの規模で拡大していったかがわかる。こうして引き出された現金は、住宅ローン以外の借金の返済(2,062億ドル)、住宅の改修(2,597億ドル)に使われたが、残りの一部(1,298億ドル)はITバブル後の個人消費を支えたのである。

他方、ホーム・エクイティ・ローンは、それ以上の現金と効果をもたらした。

1991年から2000年まで、ホーム・エクイティ・ローンによって引き出された現金は、4,700億ドル程度。ところが2001年から2005年までの合計額は1兆600億ドル、年平均で2,100億ドル以上の金額が引き出されている。ホーム・エクイティ・ローンを利用して新たに引き出された現金は、キャッシュアウト型リファイナンス同様、多様なルートに使用されたわけであるが、実にその3割は個人消費として使用された。

こうして、株式バブル崩壊後の景気回復期には、住宅を担保にすさまじい金額が引き出された。リファイナンスによるキャッシュアウト、ホーム・エクイティ・ローンなど、住宅資産の増加分から資金を引き出すことをモーゲージ・エクイティ・ウィズドローアル(Mortgage Equity Withdrawal: MEW)と呼ぶが、2001年以降2005年まで、MEWによって現金を手に入れた家計は、そのうちの13%を消費に回し、個人消費支出を1.7%押し上げた(不動産購入は含まない)。1.7%という数字だけを見れば小さいように思えるが、金額にして2兆ドル(1ドル=100円で200兆円)を超える巨額の消費が生まれたのである<sup>10)</sup>。フレクシビリティと

10) 以上、数値は Greenspan, A. and J. Kennedy, "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes," *Finance and Economics Discussion Series*, 2007 20, FRB, 2007. による。なお、OECDの分析によれば、住宅資産価格の上昇を前提に、個人がそれを担保として差し出すことで借り入れた

シーハンはこのことを「住宅 ATM」<sup>11)</sup>と表現したが、文字通り、米国民は住宅から現金を引き出し、それをもって旺盛な消費を行ったのである。

このおかげで IT バブル崩壊後のアメリカは、深刻なりセッションを回避することができた。住宅価格の上昇、低金利を前提にして引き出された資金が個人消費を刺激し、また住宅投資を激増させる。これによって IT バブル崩壊に伴う株価下落の「逆資産効果」が相殺されて景気後退を軽微なものに押しとどめるばかりではなく、逆に貯蓄を大幅に上回る消費の拡大構造が温存されることになったのである。

## (2) 証券化商品の急増とそれへの余剰資金の吸着

ところで、住宅購入に対する多額の融資が実行されたということは、それだけ貸し手がいたことを表している。IT バブル崩壊後の景気後退によって、企業の資金調達姿勢は消極的なまま。だとすれば、金融機関は新たな融資先を発掘するほかない。それが拡大の続く住宅ローン市場であったのである。この点からいえば、企業の資金需要減退、大企業の銀行離れの中で余剰資金が不動産へ向かってバブルを生み出した日本の場合に似ている。

ただし、アメリカの住宅ローンの仕組みと日本のそれとは制度的に異なっている。日本では、金融機関が住宅ローン業務全般を扱うことは知られるところであるが、アメリカの場合、住宅ローンを金融機関が一手に引き受けてはいない。アメリカの住宅ローンの特徴は、「分業化」と「証券化」にある。

アメリカでは、ローンを組成・実行するオリジネート業務（それを行うのがオリジネーター）、元金を回収するサービシング業務（それを行うのがサービサー）、ローンに保険と保証をつける保険業務、さらに投資銀行など証券化機関等に分化されている。1970年代からの規制緩和に沿う形で、これらの分化が形成・定着してきた。これらの業務がどのようにかかわりあっているのかを簡単に確認しておこう。

借り手との関係でいえば、もっとも近い存在はオリジネーターである。アメリカではこのオリジネーター業務を銀行が行う場合もあるが、多くがモーゲージ・カンパニーなる住宅金融会社が実行する。だが、このモーゲージ・カンパニーは、金融会社であって銀行ではない。すなわち、貸出のための資金を獲得しなければならない。ここで第二の特徴である証券化が登場する。

モーゲージ・カンパニーは貸し出した住宅ローン債権をプールしてひとまとめにし、その債権を特別目的事業体 (Special Purpose Vehicle : SPV) に売却。SPV は、その購入資金を得

---

資金が消費に与える影響については、(長期的には)個人担保借入が1%増加すれば、消費が0.5%程度増加するという結果が得られたという (Girouard and Blondal, "House Prices and Economic Activity", *Economics Department Working Papers*, No. 279, OECD, 2001.)。

11) Fleckenstein and Sheehan, 前掲書, 第5章でたびたび使用される。

るために所有する住宅ローン債権と「原債権」とするモーゲージ担保証券 (Mortgage Backed Security : MBS) を投資家に販売する。これが証券化といわれる事態であり、MBS を販売することで得られる代金が SPV を通じてモーゲージ・カンパニーに渡ることで、モーゲージカンパニーは次のローンを提供していくのである。

民間金融機関が証券化したモーゲージ担保証券 (MBS) は「プライベート・モーゲージ証券 (“private-label” mortgage securities)」と呼ばれるが、このローンに連邦住宅省 (Federal Housing Administration : FHA) や退役軍人庁 (Veterans Administration : VA) の公的信用補完がついているものはジニーメイ (連邦政府抵当金庫) の保証がついた。また、ファニーメイ (連邦住宅抵当金庫)、あるいはフレディーマック (連邦住宅金融抵当金庫) の買い取り基準に見合うローンは「コンフォーミング・ローン」と呼ばれ、それを元手にした MBS にもファニーメイやフレディーマックによる保証が付保される。ジニーメイ、ファニーメイ、フレディーマックなどいわゆる政府支援機関 (Government Sponsored Enterprises : GSE) によって保証がつけられた MBS は「エージェンシー MBS」と呼ばれ、投資家にとっては保証付きの優良証券として投資家に販売されたのである。これが典型的なアメリカの住宅ローンとローンの証券化である。

ローンの出し手は、証券化を通じて信用リスク、金利リスク、期限前償還リスクといった諸リスクを自分の手元から証券の購入者に転化することができ、自身のバランスシートから貸出資産をオフバランス化することによって財務諸表が改善される。証券によってこうしたメリットを享受することが可能になる<sup>12)</sup>。

だが、政府支援機関 (GSE) の保証の受けられないローンも当然ながら存在する。GSE の保証を受けることのできない部分は、民間保険会社が保証することによって、民間の証券化機関が債権を買い取ることで MBS を発行する。こうした MBS は「ノンエージェンシー MBS」と呼ばれ、優良層以外へのローンが民間ベースで実施されたのである。

ところが、住宅価格の上昇、証券化技法の発展を背景として順調に拡大を続けてきた住宅ローン市場は、2つの環境が大きく変化したことを受けて2004年に転換点を迎えた。

そのひとつは、優良層向け住宅ローンが飽和状況になったこと。そしていまひとつは、金利上昇を背景としたリファイナンスブームの終焉である。だが、図表2でみたように、2004年以降も、住宅価格は高騰を続けている。ならばなぜ、環境の変化に直面しながらも住宅価格の高騰は続いたのであろうか。その背後には、環境の変化にあって新規市場の開拓を迫られた金融機関による「変革」——非伝統的住宅ローンである変動金利住宅ローンの採用とローン審査の

---

12) 一般論としての証券化の利点については、多くの著作で取り扱われているが、ここでは大垣尚司『ストラクチャードファイナンス入門』日本経済新聞社、1997年。白石洋一『貸出債権証券化の方法』東洋経済新報社、2000年。日本債券信用銀行『証券化商品入門』シグマベイスキャピタル、1999年などを参考にした。

緩和<sup>13)</sup>——の実施がある。

住宅ローン金利が低下したとはいえ、元金の大きな住宅購入にかかる利払い負担は大きい。そこで従来、30年固定ローンが主力であった住宅ローンに対し、当時長期金利よりも低かった変動金利を適用することで、借り手の負担軽減が謳われた。すなわち、借入当初の2～5年程度（優遇期間）は低い固定金利が適用されたり、優遇期間内は金利部分だけの返済だけでよい（Interest-Only Loans）、あるいはそれでも金利が支払えない場合には金利分よりも少ない支払さえ行えばよい（Negative Amortization Loans）など、いずれも返済が“一時的”に軽減されるようにローンの借り手には説明されたのである。

こうした新型ローンの落とし穴は、優遇期間後に待っている。優遇期間が終了した時点で、ペイメント・リセット（返済条件の見直し）が行われ、新しい金利として「（その時点の）変動金利＋ $\alpha$ 」が適用される。リセットされた後の金利は、急激に上昇するのがほとんどであった。だが、住宅価格の上昇が続いていればこれも問題は少ない。住宅資産価格の上昇を前提とすれば、リセットのときに有利なローンに借り換えれば深刻な問題は生じないからである。重要なことは、優遇期間内に無事に利払いを続けるために住宅価格の上昇が続くこと、そして低金利が続くことにあった。

フレッケンシュタインとシーハンは、住宅ローン会社を経営するブローカーの友人から「いいかげんな引受業務、不正な所得証明書類、そして『125s』（訳注：住宅所有者は自宅の資産価値の125%まで融資が受けられる制度）までもが、ほとんど当たり前に行われている<sup>14)</sup>という話を聞き、「住宅市場は危険なホットポテト・ゲームの様相を帯びてきた。『ホットポテト』を投げられた人は、受け取ったらすぐに誰かほかの人に投げなければならない。しかし、このゲームに参加している人々の多くは、債務不履行になりそうな住宅ローン契約を受け取って初めて、事の危険性に気づく<sup>15)</sup>」と、競争に媒介された安易な貸出の拡大がもつ危険性を説明している。

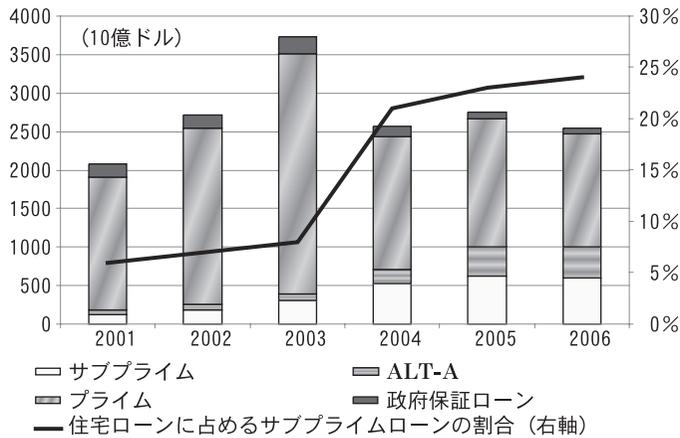
誰もが容易に貸出先を見つけられている間は、こうしたホットポテトは無視しうる範囲のものでしかなかったし、ゲームをする必要もなかった。金融機関の熾烈な競争、優良な貸出先の枯渇が、こうしたゲームを引き起こしたのである。もちろん、このゲームによって優良な顧客が増加するわけではないことは明らかである。むしろ、ゲームが熱を帯びれば帯びるほど、ゲームの拡大によって獲得される新しい顧客層は、優良層からどんどん離れていく。この層こそサブプライムと呼ばれる層にほかならない。2007年夏に突如として耳にすることになった対サ

13) 本来ならば必要となる借り手の収入証明の提出を求めず、所得水準を確認しない簡易審査型ローン（Alt AあるいはAlt B [サブプライム層に対するもの]）の登場が、借り手の購買力を上回る不動産の購入も可能にし、これがまた住宅価格の高騰を煽ったのである。

14) Fleckenstein and Sheehan, 前掲邦訳書, 188ページ。

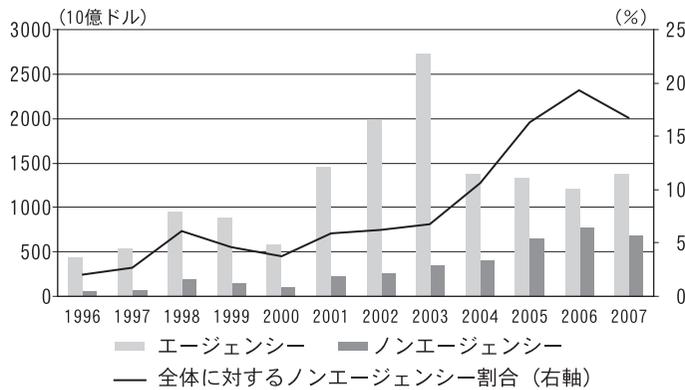
15) 同上。

図表7 住宅ローンに占めるサブプライム・ローンの割合



出所) Inside Mortgage Finance, *The Mortgage Market Statistical Annual*, various issues.

図表8 住宅ローン証券化の推移



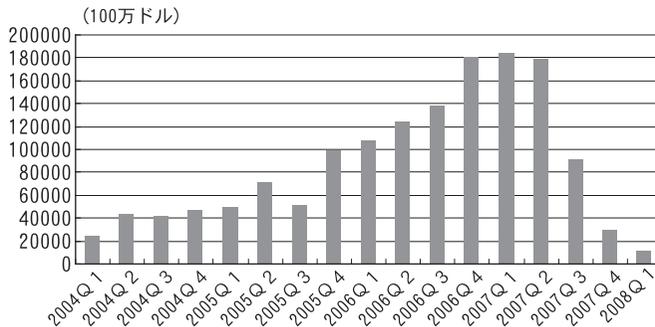
出所) The Securities Industry and Financial Markets Association

ブプライム層貸出 (サブプライム・ローン) は、住宅価格の上昇を前提にすれば、返済は考慮されず、貸出競争の激化の下で貸し手の貸出態度が一層緩くなったことで拡大し始めたのである。サブプライム層に対する融資は、すでに2000年の時点で「略奪的 (predatory)」と非難を浴びていたが<sup>16)</sup>、むしろその問題性が指摘されて以降、住宅ローンに占めるサブプライム・ローンが急増し2006年には、住宅ローン総貸付高の4分の1弱を占めるまでになった (図表7)。この結果、MBS発行額のうちエージェンシー MBSの割合が減少していき、それに代わって民間部門が発行するノンエージェンシー MBSの割合が拡大していくのである (図表8)。

そしていまひとつ、サブプライム・ローンがモーゲージ担保証券 (MBS) として証券化さ

16) U. S. Department of Housing and Urban Development, *Curbing predatory home mortgage lending*, June 2000. [<http://www.hud.gov/library/bookshelf12/pressrel/treasrpt.pdf>]. 大澤和人 『サブプライムの実相：詐欺と略奪のメカニズム』 商事法務，2007年も参照。

図表9 CDO 発行額



出所) The Securities Industry and Financial Markets Association

れ、拡大していった理由は、急拡大した住宅ローンを「原債権」とする MBS をさらに束ねた金融商品（証券化商品）が大量に作りだされたことに求められる。これが債務担保証券（Collateralized Debt Obligations : CDO）と呼ばれる証券化商品群である。

いったん発行されたモーゲージ担保証券（MBS）がさらにいくつか束ねられ、そこに自動車ローン、消費者ローンといった住宅ローン以外の資産担保証券（Asset Backed Securities : ABS）を組み込んで債務担保証券（CDO）が作られた。しかもこの CDO 同士を組み合わせることによって、また新しい CDO が作られ、これもまた世界中の投資家に販売された。証券化が一度に留まらず、再証券化、再々証券化と、まるで「積み木」が積み上げられるごとく重層的に繰り返され、それぞれが世界の投資家に販売されるスキームが進展してきたのである<sup>17)</sup>。

1996年から発行が増え始めた債務担保証券（CDO）は、1999年に1,000億ドルを記録した後、2000年以降発行が減少して<sup>18)</sup>。ところが2004年から再び増加をみせた CDO 発行額は CDO が2006年から急増して2007年には1.3兆ドルを超え（図表9）ている。これに二次、三次の CDO 発行を加えると3兆ドル超に達するともいわれる。ウィグナルは、CDO の保有者別構成を試算し、46.5%がヘッジファンド、24.9%が銀行、両者だけで7割程度を占めるものであったことを明らかにしている<sup>19)</sup>。残念ながらこうした保有者の国籍別情報を手にすることができなかったが、約半数を保有するヘッジファンドの性質からいってケイマン諸島、イギリス、オランダといったオフショア市場を通じて世界中に販売されていったことを推測することは可能であろう。こうして作り出された新しい金融商品は、国内外に彷徨う余剰資金の運動部面を確保することとなった。大量の証券化商品は海外投資家に購入され、それが国内の住宅資金をファ

17) 本稿では証券化、あるいは重層的証券化の手法、メカニズムについての言及については割愛する。この点については、脚注に挙げた文献等を参照願いたい。

18) 竹内宏文・藤井浩嗣『実践 CDO（二刷）』シグマベイスキャピタル、2007年、52ページ。

19) Adrian Blundell-Wignall, "Structured Products : Implications for Financial Markets," OECD, Financial Market Trends, No.93, Vol. 2007/2, 2007.

イナンスすることで、さらなる住宅価格の上昇がもたらされたのである。

こうなると事態の因果関係は逆転をはじめ。投資家は高い利回りをえられる証券化商品を欲するので、投資銀行はその「素材」となる住宅ローン債権を欲し、モーゲージ・カンパニーに対して住宅ローンを拡大提供するように促すようになる。そのターゲットがサブプライム層であったのである。換言すれば、住宅ローンの需要者ではなく、投資家の要求に応じて住宅ローンは拡大し、証券化商品は増加していったのである<sup>20)</sup>。

こうして住宅ローンの返済を基礎とするモーゲージ担保証券 (MBS)、そしてまたその MBS や資産担保証券 (ABS) を組み込んだ債務担保証券 (CDO) といった証券化商品群が、アメリカの住宅ローンとは離れた独自の運動を展開する新たな金融資産の膨張が現出した。すなわち、住宅価格急騰は、前項でみた消費拡大というひとつの“顔”と同時、大量の証券化商品を目当てとする対米投資が、一面では国内の住宅購入のための資金を供給し、他面でその対米投資自体がドルを支える役割を担うという2つめの“顔”をもつものであった。両者が一体となることで、IT バブル崩壊による痛手からアメリカ経済を救うことになったのである。

### 3. 住宅価格急落とサブプライム・ローン問題の発生

ここまでみてきたように、ローンの借り手もモーゲージ・カンパニーも、モーゲージ担保証券 (MBS) や債務担保証券 (CDO) の発行者も購入者も、すなわちアメリカの住宅バブルの連鎖に組み込まれたものたちそれぞれが利益を上げられる必須の条件は、住宅購入者が債務不履行にならないことにある。

では、住宅の購入者が債務不履行にならないための条件は何か。一般的に考えれば、それはローン返済額に見合う住宅購入者の所得があることであろう。だが、すでにみたように、アメリカの住宅ローンの供給は、所得があるか否かとは別の基準で拡大してきたから、この一般論はあてはまらない。だとすれば、住宅の購入者が債務不履行にならないための条件とは、今回のアメリカの住宅ローン拡大にみられた特徴的な要件、すなわちローン拡大の「楽観的」な根拠になっていた持続的な住宅価格の上昇がポイントになることは明白である。この条件が崩れれば、2001年以降のアメリカ経済を支えてきた住宅ローン市場は行き詰まらざるを得ない。そしてそれは周知のように、現実のものとなった。住宅価格の上昇はついに、2つのルートから停止したのである。

---

20) NHK スペシャル「アメリカ発 世界金融危機」(2008年10月11日放映)では、「金融商品のためのサブプライム・ローン」を求められたサウスカロライナ州にある地域金融機関・ビーチ・ファースト・ナショナル銀行の事例を紹介している。なお、同様のことを財団法人常陽地域研究センターの森田茂樹研究参与へのヒヤリングからも伺った。氏はかつて茨城県最大の地方銀行・常陽銀行の投資部門に所属されていた経歴をもっておられる。

ひとつは住宅価格があまりにも高くなりすぎたことにある。

アメリカの住宅市場がバブルか否かについて議論する際、比較の対象になるのが日本のバブルである。「日本の不動産・住宅価格は年収の5倍以上あった。それに比べればアメリカの現状は、まだバブルとはいえない」というのがバブル否定派の見解であった。だが、この30年のアメリカの住宅平均価格と平均所得とを比較してみれば、明らかにそのトレンドが変わった。フレッケンシュタインとシーハンの評価を借りれば、それは第一標準偏差から5年足らずで第三標準偏差——この水準は、住宅「価格が通常のレベルに戻るには、即座に25%下落するか、5年間横ばいを維持しなければならない」<sup>21)</sup>——にまで急上昇した。住宅価格の高騰が住宅取得能力を凌駕したことが住宅販売の鈍化、住宅価格上昇の停止のひとつの要因であったのである。新築・中古とも、2005年後半をピークに住宅販売にはかげりがみえはじめていたにもかかわらず、価格だけがそれからしばらく上昇を続けている。この時点で需給のバランスは崩れかけていたといってもよいであろう。

このことは、ローンの延滞率上昇としても表れている。実力以上のローンを組めば、それに応じて返済を諦める利用者が多出し、延滞率が上昇することは当然の帰結である。

そしていまひとつは、2004年に急増した変動金利を利用したローンのペイメント・リセットが2006年に訪れ、優遇金利とは比較にならない金利負担の急増によって、返済が滞ったことにある。これによって住宅価格が上昇による借り換えによって返済負担を軽減できると考えていた住宅所有者たちが、たちどころに返済に窮することになった。このことがまた延滞率の上昇に拍車をかけたのである。

まずは、サブプライム・ローンの借り手が行き詰る。返済が不可能になれば、住宅を売却するほかないのであるが、抵当物価の処分がまた、住宅価格の下落をさらに加速させ、住宅価格上昇を前提とする連鎖をたち切っていた。問題はこれだけではない。

住宅ローンの返済を前提にしていたモーゲージ担保証券（MBS）の価格が下落し、さらにそのMBSを根拠にしていた債務担保証券（CDO）の価格が下落する。何度も繰り返し積み上げられ、世界中に拡散した証券化商品という「積み木」が、音を立てて崩れだしたのである。

サブプライム・ローン以外のもも含めるとモーゲージ担保証券（MBS）の発行残高は2006年末段階において65兆ドルあまり。仮にその価格一割の下落を起せば6.5兆ドル、二割なら13兆ドルの損失を投資家たちが被ることになる。これらはさらに債務担保証券（CDO）価格の下落を引き起こして損失を増幅する。分散された見えないリスクが増幅され、膨張していた証券化商品市場が急速に縮小するなかで、疑心暗鬼がその崩壊をいっそう激しいものにした。

証券化商品を数多く抱え込んでいた金融機関は多額の損失を追い、それが実体経済へ反作用することで、貸し渋り、消費の減退、雇用環境の悪化など種々の点からアメリカ経済はその根

---

21) Fleckenstein and Sheehan, 前掲邦訳書, 205 6 ページ。

底を揺るがされている。サブプライム危機の顕在化から約1年後の米投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻をきっかけに繰り広げられる怒濤の危機回避策は、市場の混乱を落ち着かせるものではあっても、危機の要因を根底から取り去るものではない。アメリカ財務省は約10年前、21世紀の金融業を展望する中で「金融政策がついに大恐慌の恐怖の影から脱するときが来た」<sup>22)</sup>と高らかに宣言していた。にもかかわらず生じた大恐慌以来「100年に一度の津波」と評される今日の危機は、対外赤字拡大を続けながら成長を続けてきたアメリカに、また「金融立国」を標榜して富の形成に勤しんできたアメリカにとってどのような意味を持つものであったのか。

本稿の課題であるアメリカの成長構造——戦後一貫して種々のレベルで対外赤字を抱えながら成長を続けるアメリカのそれ——という観点から結論を先取りするならば、今回の危機が意味するところは、対外赤字を続けながら、とりわけ1990年代後半からのように飛躍的な対外赤字の拡大を前提とした戦後から続くアメリカの経済成長モデルの破たん他に他ならない。すなわち、戦後初めての世界経済の変容を意味するものなのである。

このことを明らかにするために、次節では戦後アメリカがどのような対外赤字を抱え、それを乗り越えながら成長を続けてきたのか。戦後から今日までのアメリカの対外赤字の段階を3つの段階に整理しながら振り返っておこう。

#### 4. 対外赤字を抱えながら成長を続けるアメリカ

##### (1) 対外赤字を抱えながら成長を続けるアメリカ

戦後成立したブレトン・ウッズ体制下においては、アメリカは金準備の制約から、アメリカ以外のIMF加盟国も介入・準備通貨であるドル準備の制約から、対外赤字の継続が難しい状況にあったことは知られるところである。にもかかわらず、冷戦の本格化に伴う軍事支出の拡大、多国籍企業の海外進出拡大に伴う長期資本収支赤字の継続がアメリカの基礎収支赤字となってあらわれるのである。このことによってアメリカ国内経済は「黄金の60年代」を経験するのであるが、他面、対外的にはドルの対外価値の低下圧力の高まり(=ドル危機)にあって、主要黒字国による国際通貨協力という形による負担転嫁を意味した。

だが、アメリカの追求した経済成長政策の枠組みの中では、インフレの昂進、輸入増大が進み、基礎収支赤字の継続の中にあつて黒字が続いていた貿易収支までもが次第に脅かされていくことになる。そして1971年、アメリカの金準備が外国通貨当局保有のドル残高を大幅に下回り、貿易収支の悪化が鮮明になると、ニクソン大統領は金ドル交換の停止を一方的に宣言し、基礎収支赤字拡大ゆえに自らが直面したドル危機とインフレの昂進、金準備の急減という諸困

22) Robert E. Litan with Jonathan Rauch, *American Finance for the 21st Century*, The United States Department of the Treasury: U.S. Government Printing Office, November 17, 1997.

[小西龍治訳 『21世紀の金融業 - 米国財務省リポート - 』 東洋経済新報社, 1998年, 10ページ]

難に決着をつけたのである。この期間をアメリカが対外赤字を抱えはじめる第一期と分類するならば、この期は基礎収支赤字という対外赤字レベルを抱えるアメリカが抱える困難を国際通貨協力によって、またブレトン・ウッズ体制という体制維持の中でアメリカに課された「義務」<sup>23)</sup>の放棄によって乗り越えてきたのである。

次いで、貿易収支赤字拡大によって、経常収支赤字基調が定着する1980年代中盤までを第二期としよう。いうまでもなく、金ドル交換という義務を失ったアメリカからの際限ないドル流出が本格化し、債務国に転落する時期である。

第一次オイルショックにはじまる世界的な不況とインフレの昂進、すなわちスタグフレーションの進展のなかでアメリカ経済はまず、インフレ対策よりも経済成長を重視し、貿易収支の改善を目的としたドル安政策を採用する。だが、肝心の貿易収支が改善しないまま、ドルに対する売り圧力だけが高まっていくのがこの時期の最初の特徴といえよう。度重なるドル売り圧力の高まりは、為替政策を市場に任せる方針をとってきたアメリカに対し、1971年以降初めての本格的なドル防衛政策を迫ったのである。

このことは、1970年代後半のボルカー FRB 元議長の下でとられたインフレ退治のための高金利政策によって一変した。高金利に引き寄せられた民間資本がドル高を演出し、不況対策としての財政出動のために巨額の国債が発行されたことで対米民間投資が拡大。不況下での金融活況が実現するのである。だが、こうして実現したドル高によって事態は、次の展開をみせる。ドル高によって1983年に経常収支は赤字に転じ、それからわずか2年の間に、アメリカは長年にわたって積み上げてきた対外債権を一気に取り崩して債務国に転落することになるのである。

アメリカ以外の国であれば、国内景気が過熱して輸入が拡大し、経常収支の赤字が増大すると、対外支払のための外貨不足に直面するので、景気引き締め政策によって赤字を縮小せざるをえない。しかし、対外支払を自国通貨で行える国際通貨国アメリカにこの制約はない。それゆえ本格的な引き締めを行うことなく、経常収支赤字をある程度容認することができる。このことが国際通貨国アメリカだけが有する「特権」なのである。もちろんその過程では、今日まで続く盛んなドル急落問題が論じられる<sup>24)</sup>ようになるが、この第二期はドル問題とともに、その論拠となる経常収支赤字を抱えたアメリカの成長がはじまる時期なのである。

ところで、この1980年代から90年代前半にかけての経常収支赤字に関する政府および通貨当

23) アメリカの義務とは金1オンス = 35ドルで各国の通貨当局が保有するドルと金とを交換する義務を指す。体制維持のためのもう一つの義務は、アメリカ以外の IMF 加盟国による固定相場維持のための介入義務にある。ブレトン・ウッズ・体制下のドル防衛政策については、拙稿「基軸通貨国アメリカの為替政策」新岡智・上川孝夫『国際通貨関係の焦点』同文館、2007年、第6章。を参照されたい。

24) その代表的論者には、クルーグマン (Krugman, P. R., "Is the Strong Dollar Sustainable?," *NBER Working Paper*, No.1644, 1985.) やマリリス (Marris S., *Deficits and the Dollar : The World Economy at Risk*, Institute for International Economics, 1985. [大来佐武郎他訳『ドルと世界経済』東洋経済新報社、1986年]) などが挙げられよう。

図表10 1960 70年代のアメリカの国際収支

(単位：百万米ドル)

	60	61	62	63	64	65	66	67	68	69
1 . 貿易収支	4,892	5,571	4,521	5,224	6,801	4,951	3,817	3,800	635	607
2 . 経常収支 (含再投資収益) (1)	2,824	3,821	3,388	4,414	6,822	5,431	3,029	2,584	611	399
2' . " (除 " ) (1)	1,732	3,005	2,404	3,143	5,718	4,247	1,577	1,267	1,341	2,000
3 . 長期資本収支 (含再投資収益) (1)	4,077	3,882	4,524	5,876	6,997	7,302	5,662	6,543	3,027	4,331
3' . " (除 " ) (1)	2,985	3,066	3,540	4,605	5,893	6,118	4,210	5,226	1,075	1,932
4 . 基礎収支	1,253	61	1,136	1,462	175	1,871	2,633	3,959	2,416	3,932
5 . 公的準備	2,145	607	1,535	378	171	1,225	570	53	870	1,179
6 . 短期債権	1,349	1,556	546	786	2,147	754	414	1,228	1,087	569
7 . 流動債務 (ドル残高) (2)	1,475	2,001	1,271	2,231	3,059	349	1,849	5,338	3,935	7,198
8 . SDR 配分										
9 . 誤差脱漏	1,019	989	1,124	360	907	458	629	205	438	1,516

	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79
1 . 貿易収支	2,603	2,260	6,416	911	5,343	9,047	9,306	30,873	33,759	29,469
2 . 経常収支 (含再投資収益) (1)	2,330	1,434	5,795	7,140	2,124	18,280	4,384	14,068	14,259	788
2' . " (除 " ) (1)	412	4,068	9,758	108	4,588	11,421	1,653	19,768	23,415	15,472
3 . 長期資本収支 (含再投資収益) (1)	6,353	9,114	5,102	7,695	6,839	19,939	17,963	15,448	11,758	20,804
3' . " (除 " ) (1)	3,611	6,480	1,139	447	127	13,080	11,926	9,748	2,872	6,120
4 . 基礎収支	4,023	10,548	10,897	555	4,715	1,659	13,579	29,516	26,017	21,592
5 . 公的準備	2,481	2,349	4	158	1,467	849	2,558	375	732	1,107
6 . 短期債権	1,132	3,429	3,010	7,034	21,080	12,166	21,260	12,517	37,431	27,897
7 . 流動債務 (ドル残高) (2)	2,026	20,689	15,080	10,086	28,883	8,920	27,030	43,289	51,362	25,634
8 . SDR 配分	867	717	710							1,139
9 . 誤差脱漏	219	9,779	1,879	2,654	1,620	5,753	10,367	880	11,354	23,822

出所) 米商務省, *Survey of Current Business*, June 1973の国際収支表を基準として S.C.B., June 1980より作成

局の見解は、次の点で共通していた。すなわち、経常収支赤字の増加は国内の失業要因であり、経常収支赤字の増加の原因は貿易相手国の不公正な通商慣行や閉鎖的な市場にあるというものである。つまり基軸通貨国アメリカといえども巨額の経常収支赤字と大規模な外国資本流入は「悪い」経済現象であり、国内製造業からの強い圧力を背景に解消されなければならない問題として認識されていたのである。

ところが1990年代後半にこうした赤字観は一変する。

『アメリカ経済白書』はこの赤字観を「1990年代において [.....] 経常収支赤字は再び増加してきた。しかし、この赤字は良いものと見なせるのである。なぜなら、それは国内投資の速度がさらに強く増したことによって駆り立てられたからである」<sup>25)</sup>とし、「1993年以来米国が享

25) Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, Washington D.C., 1998.

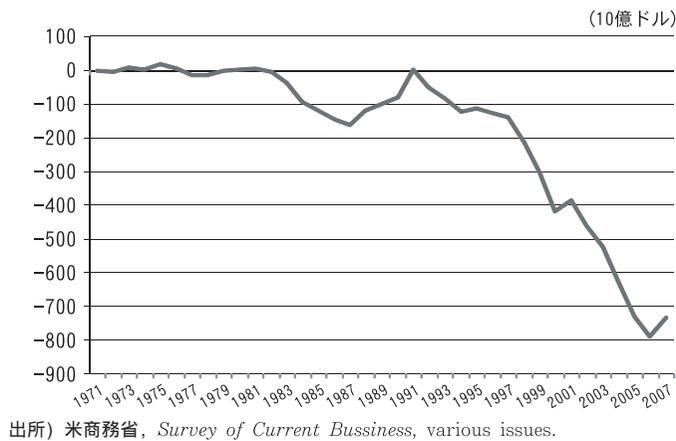
[平井規之萩原伸次郎監訳 『1998年 米国経済白書』毎日新聞社, 1998年, 200ページ]。

受してきた投資ブームは雇用と産出の拡大に寄与してきたし、これから多年にわたり報酬を与えるであろう。しかしながら、それは国民貯蓄のみによってはファイナンスされえなかった。経常収支赤字が投資ブームに資金調達に必要とされる追加的資本流入を与えたのである。外国貸付がなかった場合には、米国金利はもっと高かったであろうし、投資は必然的に制約されたであろう。それゆえ、仮に90年代に米国が経常収支赤字を計上できなかったとしたら、資本蓄積と産出および雇用の成長はすべて、より小さなものであったろう。逆説的であるかもしれないが、巨額の経常収支赤字は、成長と雇用を妨げたのではなく、米国経済のより速い長期成長を可能にしたのである<sup>26)</sup>と説明する。

すなわち1990年代後半の赤字拡大は、主に国内投資の増加によるものであり、将来の富を生み出すような経常収支赤字は「良い」経済現象であると捉えられるようになるのである。もちろん、経常収支赤字の拡大はそれだけ巨大な外国資本流入を必要とし、アメリカの対外資産負債残高（対外ポジション）を悪化させる。しかしながら、上記の引用にもみられるように、その外国資本流入がアメリカの国内活況と景気拡大を支える役割をもっているのであるから、経常収支赤字が拡大したとしても、問題はない。重要なことは、新たな富を生むための原資となり、かつドル安を招くことのない円滑な対米投資が行われることである。したがってドル高政策をはじめとする対米資本流入を促進するための諸政策ならびに国際的な資本移動を円滑に推し進めるための金融グローバリゼーションを実現するための政策が重要視されるようになったのである。

こうして1980年代半以降、アメリカ経済にとって大きなネックであった経常収支赤字拡大の問題のプライオリティーは著しく低下した。換言すれば、この1990年代後半は、経常収支赤字

図表11 アメリカの経常収支赤字



26) 同上, 邦訳書, 201ページ。なおこうした見解は、その後の『アメリカ経済白書』において一貫して主張されることになる。

の飛躍的拡大（図表11）とそれを前提とする経済成長を容認する「新段階」へ入ったのである。これがいわゆるニューエコノミー期を画期とするアメリカの対外赤字と経済成長を区分けする第三期であり、今日まで続くアメリカの経済成長モデルなのである。

しかし、この第三期の間にも、アジア通貨危機（1997年）、ロシア危機、LTCM 危機（1998年）やエンロンなどの不正会計事件（2001年）、そして IT バブルの崩壊が生じている。では、第三期に生じたこれらいくつかの危機と今回の危機との相違点はどこにあるのであろうか。

## （2）崩れだした「対外赤字拡大を前提とする成長」

この相違を理解するためには、巨額の経常収支赤字を拡大させ続けているにもかかわらず、アメリカが経済成長を続けることができたのはなぜか。もう一度このことに立ち返る必要がある。

第一の理由は、経常収支赤字の拡大という経済成長にとってのマイナス要因を補って余りある内需の拡大の実現にある。経常収支赤字は、国内有効需要の流出であり、それは同時に国内の雇用減少を意味する。その赤字拡大の規模を超える国内需要の拡大があれば、そのマイナスを補うことが可能になるのである。また第二に、インフレの昂進による金利上昇を招いたり、資本逃避を反映するようなドル安の回避にある<sup>27)</sup>。

このことを長いスパンで考えれば、前者は産業構造の大きな変化を伴いながら実現されてきている。特に、1970年代のスタグフレーション以降、内需の拡大を牽引すべき産業資本の利潤率低下に直面したアメリカは、他の先進諸国に先駆けて金融・サービス産業へシフトしたことで内需の維持・拡大を続けてきた。2007年段階において金融業界で働く労働者が全体の6%程度であるのに対して、金融業界が国内から得る収益（4,297億ドル）は米国企業全体のそれ（12,978億ドル）の33%、すなわち国内企業収益の3分の1を金融業が占める<sup>28)</sup>ことがそれを物語っている。そしてもちろんアメリカ以外の各国が「国際収支の天井」といわれる事態に直面するのは対照的に、基軸通貨国であることを前提として対外的制約を逃れることのできるアメリカの政策が、国内経済成長の実現に重きを置くことができたことと無関係ではない。

また、たびたびアメリカが行わざるを得なかったドル防衛は、アメリカ自身はもとより、それ以外の主要先進国による国際通貨協調によって、最終的には急落の事態は抑えられ、今日まで対外赤字を続けるアメリカを支えてきたのである。

このことを1990年代後半にはじまる先の第三期に限って見たとしても、内需拡大は「ニューエコノミー」下の IT（および IT 関連産業）投資と株価上昇による資産効果の拡大がこれを支

27) この点については、拙稿「アメリカの経常収支赤字拡大の限界を画する要因」『立教経済学研究』第59巻第3号、2006年1月を参照されたい。

28) アメリカ労働省統計およびアメリカ商務省統計より算出。なお、企業収益の点については、国外からの収益も含める（16,424億ドル）と金融業の割合は26%になる。

えていたことは改めて説明を要しないであろう。後者はまた、ルービン元財務長官の登場にはじまるアメリカの「ドル高」政策の宣言・遂行がおこなわれていたことは記憶に新しい。

ということは、ITバブルの崩壊を経験した2001年以降、アメリカの経常収支赤字は大幅に縮小してもおかしくなかった。事実、2001年のアメリカの経常収支赤字は縮小した。ところがその縮小幅は予想をはるかに下回る額にとどまり、翌年以降再び拡大基調へと逆戻りしている(図表11)。この理由はいまさらいうまでもないであろう。第2節で論じてきたように、住宅価格上昇を基礎として生まれた「過剰」な消費<sup>29)</sup>が、経済成長にとってマイナス要因である経常収支赤字の拡大を補って余りある役割を果たし、住宅ローン拡大に伴う新しい証券化商品の誕生・販売が世界中からの対米投資を実現させてきたからである。このことによって、2000年代に入ってもなお、巨額の経常収支赤字拡大を前提としつつ経済成長が維持・温存されたのである。

ところが、これも前節でみたように、こうした構造を維持する基礎である住宅価格は反転した。それは金融危機という形で、すなわち証券化商品群の崩壊とそれを主要なビジネスモデルとして高い利益率を実現してきたアメリカ型金融業の崩壊として表われ<sup>30)</sup>、それは実体経済の足かせとなっている。もちろんのこのことを否定する必要はない。しかし、本稿の課題からいえば、今回の危機は、住宅市場の鈍化・停滞、そして住宅価格の反転が内需拡大の限界として立ち現われたもの、すなわち「対外赤字の拡大を続けながら成長するアメリカ」という構造の変容・破たん、換言すれば、長年にわたってアメリカにビルトインされていた成長構造を根底から覆す象徴的できごとなのである。もちろん、ITバブル崩壊後に住宅価格の上昇がそれを引き継いで上記の構造を維持・温存したように、次の内需を牽引する主役が登場すれば、さらなる引き延ばしが可能であったかもしれない。しかし、ニューエコノミー下の株高ですでに借金をしてまで「過剰消費」を重ねてきたアメリカ国民が頼るべき主役はあらわれていない。むしろ、逆資産効果を通じて消費を冷え込ませると同時に、信用収縮がこれに実体経済に反作用することで、ピック3(GM, フォード, クライスラー)をはじめとする大企業、各種の中小企業の打撃が増幅されているのである。

こうした構図の上に爆発したサブプライム・ローン問題を契機とする今日の危機下にあっては、アメリカを支える構図も大きく変化している。1960年代以降繰り広げられてきた幾多のドル防衛政策、70年代以降のドル買い介入と対米国債投資、あるいはプラザ合意をはじめとする

---

29) アメリカが基軸通貨国であるがゆえに対外支払手段に窮しないという特権が、アメリカの「過消費」に結びついたとする見解については、姉齒暁「アメリカ経済における『過消費』構造と国際通貨国特権」秋山誠一/吉田真広編『ドル体制とグローバリゼーション』駿河台出版社、2008年を参照。

30) かつて経常収支赤字の拡大の限界は、現実資本の蓄積の程度に依存すると論じた(拙稿、前出論文、2006年)。今回の危機は、低利潤率にあえぐ産業資本とは対照的に高い利潤率を実現してきた金融業もまた、現実資本の蓄積から独立に運動することはできないことを表している。

いくつかの国際協調にみられるように、これまでアメリカが困難を抱えたときには、必ずといっていいほど国際協調が叫ばれてきた。実際、「はじめに」でも触れたように今回の危機対策でも欧米が一体となった流動性対策、各国の一斉利下げが実施された。ところが、すでにほとんど利下げの余地が残されていない日本、アメリカ同様に痛手を負ったために対策は講じるものの、ユーロの誕生で従来のような対米協力を貫かなくなりつつある EU の態度は、旧来のようなアメリカ支援の限界を露呈している。その典型が、G20「金融サミット」(2008年11月)前後における EU 首脳によるドル中心の国際通貨体制への疑念の噴出として表われている<sup>31)</sup>。

もちろん、世界最大の市場であるアメリカが巨額の対外赤字を抱えられないということは、とりわけ貿易面でアメリカに依存して成長を続けてきた世界各国の成長を脅しかねない。アメリカが第三期に入って「対外赤字を無視するようになった」結果、いまや世界の経常収支赤字総計の7割前後を占めるに至っている<sup>32)</sup>。価値の実現をアメリカ市場に依存することで成長を遂げてきた日本をはじめとする各国にとって、その市場の縮小はアメリカ依存の見直しの必要性を意味することになる。もちろんそれは容易ではない。だが、厳しい試練に耐えながら各国は「米国経済からの相対的な自立」へ大きく舵を切る必要に迫られることになる。アメリカ経済の成長構造の行き詰まりは、アメリカのみならず、世界経済の変容を迫る問題を提起しているのである。

以上の意味において、今回の危機は、対外赤字を拡大させながら、経済成長を続けるという成長パターンを手に入れたアメリカが、換言すれば基軸通貨国として一見するところ無制約に対外赤字を継続してきたアメリカが戦後初めて直面した成長構造の破たんを示すものと見ることが可能であろう。ここに過去の危機、とりわけ第三期にアメリカが見舞われた流動性危機や他国で生じた危機から派生してアメリカが見舞われた危機と異なる独自性があるのである。

## おわりに

景気悪化の本格化と金融危機の深刻化を受けて、FRB が発表した2009年度の実質経済成長率見通し(2008年11月段階)は、マイナス成長も視野に入る深刻な見方へと後退している。

ひとまず金融危機からの脱却を図ることが先決ではあるが、それと同時に進む実体経済の停滞が、その後のアメリカ経済の重石になるであろうことは誰でも察するところである。しかし

31) 例えばフランスのサルコジ大統領は「21世紀の通貨はひとつではない」と述べたとされ、ドイツのシュタインブリュック財務大臣も「アメリカが世界の金融システムで超大国としての地位を失う」と述べたといわれる(『毎日新聞』2008年11月11日付)。もちろんこれまでドルに対する不満が表明されたことはあった。しかし、大統領あるいは通貨当局代表者が公然とドル体制への疑念を表明したことに意味があると思われる。

32) 2005年および2006年は65%程度。2004年には70.1%を占めている(IMF, *World Economic Outlook*, Database より算出)。

ながら、ここまで論じてきたように、このことは戦後アメリカが一貫して続けてきた対外赤字拡大を許容しながら成長する構造の行き詰まりを意味するものであることを考えるならば、その成長軌道への回帰は、「成長モデルの転換」などという生易しいものでは済まない。アメリカ自身はもとより、貿易、投資という国際関係を通じて、また金融産業へのシフトをはじめとする目指すべき将来像として、戦後アメリカへの依存を高めてきた各国にとってこのことは該当する。

現在なお、危機は進行中である。とりわけ金融危機はどのような形で収束を迎えるのかについての言及は本論の領域を超えるものである。しかしながら今回の危機がアメリカ経済とその他諸国にとっての意味は、本論で論じてきた通りである。その意味に限れば、今日進行している金融危機とその根底にあるアメリカの成長構造の行き詰まりとは、歴史的転換点というべきものになるのではなかろうか。

もちろん経常収支赤字の問題とともに、ドル体制についての検討も必要であることはいうまでもない。冒頭で提起した3つの課題とともに、このことは別稿をもって改めて検討することにした。