

# 『米国資本主義の構造変化と金融危機』

木下悦二

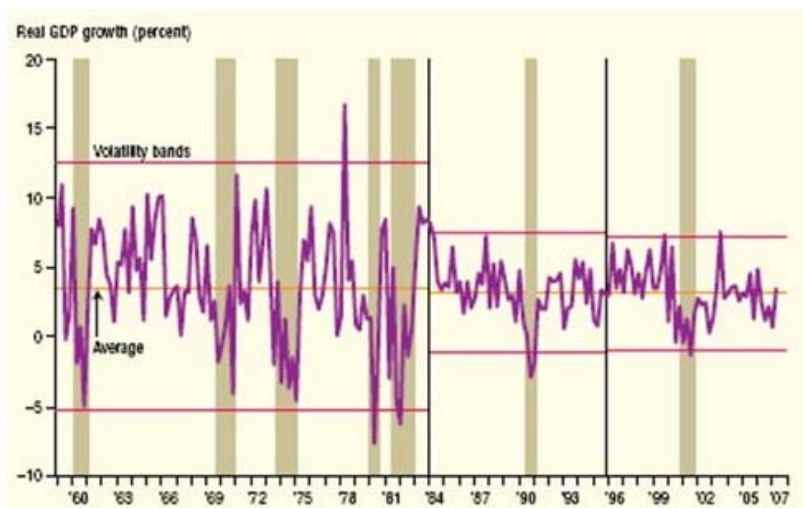
## はじめに

今次危機をサブプライム危機や金融バブルの崩壊と捉えるのではなく、Great Moderation と呼ばれる時期の終焉として捉える。その間に米国経済構造に大きな変化が起こったとの視点から危機の問題点を浮かび上がらせようというのである。構造変化とは一口に言えば「産業資本主義から金融資本主義へ」であるが、産業資本主義として念頭に置いているのは R. ライシュの言う「近似・黄金時代」に当たり (Reich, 2008)、第二次大戦後の約 30 年の米国経済であって、製造業大企業 500 社を中心に大量生産によって経済的繁栄を遂げ、労働組合の高い組織率を背景に熟練・半熟練の工場労働者や事務員が分厚い中流層の多数を占めていた時代であった。それがどのように変わったかがテーマである。

## I. レーガン時代と Great Moderation

Great Moderation とは今次危機に先立つ約四半世紀の米国経済が、図 1 に見るように、生産とインフレの変動が著しく少なかったとしてそう呼ばれている。この間に 1987 年のブラック・マンデーの株価暴落や 2000-01 年の dot-com バブルとその崩壊はあったものの、「大いなる安定」であったことは間違いない。この期の形成と展開はレーガン政権登場と切り離せない。極めて多くの面でこの期の展開に影響を及ぼしたレーガン時代の諸要因は次のように要約できる。

図 1 実質 GDP 成長率



(注) Koenig, E.F. & Bell, N., 'The 'Great Moderation' in Output and Employment Volatility: An Update, FRB of Dallas, Sept. 2007.

第一に、冷戦の勝利＝ソ連の崩壊によって社会主義イデオロギーの権威が失墜して、民主主義、自由主義、市場経済が世界的に支配的イデオロギーとなった。第二に、軍事優先と減税政策によって財政赤字が拡大する一方で、豪腕のヴォルカー連銀総裁の手でインフレ克服

に取り組んだことで、著しい高金利時代を伴った。第三に、こうした背景で規制緩和が広範に進められ、新自由主義市場経済への転換が生まれ、スケールの大きなグローバル化が進行した。上の3点に加えて、70年代のスタグフレーションによって戦後資本主義世界で経済運営上の指導的理論であったケインズ主義が権威を失い、代わってシカゴ学派の新古典派経済理論が圧倒的な影響力を誇るようになったことも重要である。

本稿では Great Moderation の安定がなぜ起こったかではなく、その下で米国資本主義に何が起こったかに注目し、そしてそれが今次危機にどう関わっているか、またそれでどのような問題を残しているかを検討したい。

## II. Great Moderation の下で何が起こったか

Great Moderation 期における米国資本主義の構造変化を株主資本主義、脱工業化、金融化、および格差構造の4視点から検討しよう。

### 1. 株主資本主義

#### a) 敵対的M&Aと「株主価値」

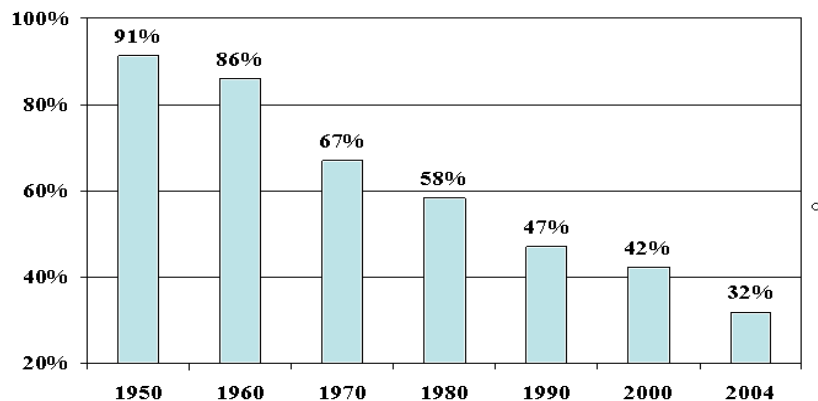
通常、米英資本主義は日本やドイツとは違って、株主重視の資本主義だと見られているが、「株主価値」といった見方が強調されるようになって、株主資本主義の特徴が極めて顕著になったのはまさにこの時期であった。

1982-93年は private equity fund による企業の敵対的乗っ取りが何れの10年間よりも活発に行われた時期として知られていて、1989年のKKRによるRJR ナビスコ乗っ取りはその頂点を成している。こうした敵対的乗っ取りはLBOと呼ばれる目標企業の資産を担保に社債を発行して資金調達をする手法が取られる。こうした社債は高利だが乗っ取りに失敗すれば無価値となるリスクを孕む、つまり投資家が総てのリスクを負担し、発行者が乗っ取り成功の総ての成果を手に入れることになる。そのためジャンク債と呼ばれている。private equity fund の乗っ取り資金は1980年の24億ドルから1989年の219億ドルに膨れあがった。この多額の資金を負担したのは機関投資家であった。レーガン政権の規制緩和で保険会社、年金基金などが高金利・高リスクのジャンク債への投資が許されるようになったからである。その中には大規模破綻を経験したS&L(貯蓄貸付組合)もあった。彼等はレギュレーションQと呼ばれる金利の上限規制に縛られていたのが、それが撤廃され、高リスク債への投資も許されるようになったため、不動産関連融資やジャンク債投資を積極的に行っていた。S&Lの破綻によって行われたジャンク債保有規制と保有債券の放出が引き起こした債券価格下落が第一次LBOブームを終焉に導いた。それはそれとして、この敵対的乗っ取りブームが株主資本主義への促進要因と言われるのは、株価が企業資産価値を下回っている企業が目標企業に買われるからである。そのため企業経営者が自社の株価動向に敏感になったのは当然の反応だった。

このLBOブームが株価重視の点で企業経営者に及ぼした影響は受け身の反応であるが、それに対し、企業経営者の使命は株式会社のオーナーである株主の富を極大化することにあるとして、「株主価値」が唱えられ始めた。だが、問題はその株主だが、図2に見るように、

米国の株主中に占める個人株主は戦後一貫して減少を辿っていて、1980年にはまだ過半の58%を占めていた。それが1990年には47%に、そして2004年には32%にまで減っている。個人株主が減ったのに代わって投資信託(MMF)を含む機関投資家の保有が増えたのである。2000年代初め頃には米国では100社の巨大マネー・マネージャーが全株式の58%を支配していた(Bogle, 2005)。株主の機関化と言われる現象である。機関投資家で株の売買を判断するのは運用担当者である。つまり株の所有者ではない彼らが売買の決定権を持ち、株式の議決権を持つことになる。奥村のいう「所有の盗奪」である(奥村, 2000)。

図2 米国株主の直接保有割合



(出所) J.C・ボーグル、瑞穂のりこ訳、『米国はどこで道を誤ったか』東洋経済新報社 2008年、

株式所有者でない彼等は株式配当そのものに関心がない。彼等の任務は短期毎に資産価値を極大化することであり、報酬は成功報酬だから、勢いリスクな投資とヘッジを組み合わせた短期な投資、したがって投機に走る傾向がある。とりわけ投資信託については運用会社が手数料収入の拡大のために株式の長期保有でなく、短期で投機的な運用をするようになった(Bogle,2006)。こうなると、かつてのように、個人株主が株を買って長期に保有していた時代と異なり、企業経営者には収益を「内部留保して再投資する」という長期的戦略視野に立って研究開発に力を入れ、積極的に事業の拡大を図るのが許されなくなる。

戦後のように高成長期にないだけに、経営者にとってコストの削減を通じての収益の拡大が株価対策の重点になってくる。こうして企業合理化、あるいはダウンサイジングは基幹部門への集中を目指した企業分割や分社化による不良採算部門の切り離し・切り捨てと並んで、労働者を生産のコスト視して人員の削減に重点を置くようになる。それには何よりも労働組合が障碍と捉えられ、組合に対する攻撃が厳しさを増し、組織率の急激に低下していった。組合の弱体化とともにレイオフその他で、この期には労働者の人員整理と実質賃金の引き下げが進められた。

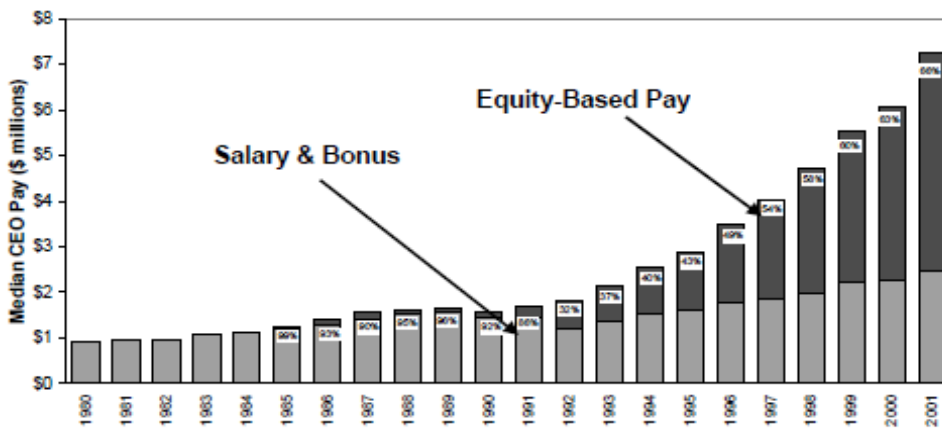
#### b) 自社株買い戻しとストック・オプション

グローバル化が進むにつれて国際競争が激化するため、企業収益が伸びなくなっている中で、企業が株価の維持、上昇を図る一環として取られたのが自社株買い戻しである。自社株買い戻しには収益の社内留保や課税対策、或いは敵対的 M&A 対策など色々な効用が論じられているが、何よりも株価対策であった。企業の稼ぐ利潤が増加しなくとも、社外株主の保有する株数が減れば、一株当たり収益が増えるから株価を押し上げる効果を狙った措

置である。そしてこの自社株買い戻しと関連して生まれたのがストック・オプションである。

ストック・オプションとは経営幹部や従業員に自社株を市場より低い一定の価格で購入する権利を与えることであって、50年代に税制の変化で最高経営責任者(CEO)はじめ幹部にとって有利な報酬の形態として始まったという。株主価値が強調されるようになった80年代以降の時期には自社株買い戻しと結びついてこれが拡大されていった。ストック・オプションでトップ経営者には株価上昇がそれだけ自分の増収となるので、株価は彼等の個人的利害と密接に結びつくこととなる。その結果、お手盛りで巨額の割当を行う例も多く、その上に業績が悪い時に借入金で自社株買い戻しを行うまでになった。彼らの強欲振りを図4と表3が示している。株主資本主義を支えたagency理論の論客の一人Mジェンセンもトップ経営者の強欲振りに呆れたのか2001年にはストック・オプションの廃止を主張している(Jensen, 2001)。

図3 CEOの報酬(中央値)の水準と構成(1980-2001, 2000年価値基準)



(出所) Hall, B.J., 2003, The six challenges of equity-based pay design, Journal of Applied Corporate Finance

表1 CEOと労働者の給与額比較

	1980	1990	1995	2000	2001	2002
平均年名目給付額						
CEO支給額(単位 100万ドル)	0.624	1.998	3.750	13.100	11.000	7.400
労働者支給額(単位ドル)	12,520	18,175	20,761	24,970	25,689	26,354
CEOの対労働者倍率	50	110	181	525	428	281
実質支払額指数(1980=100)						
CEO	100	202	325	1003	819	543
労働者	100	92	90	95	95	96

(出所) Erturk, I. et al(2004), Corporate governance and disappointment, Review of International Political Economy

## 2. 脱工業化(deindustrialization)

米国資本主義の構造変化の第二論点として強調したいのは脱工業化である。

GDPに占める製造工業のシェアは時価ベースで1959年には27.7%だったが、1979年の22.2%から1999年の14.8%に、更に2008年には11.5%にまで落ち込んだ。2000年を基

準とした実質価値で見ると、IT 革命による 90 年代の製造業の活発化の影響もあって、製造業は 1979 年と比較すると 2000 年には GDP の成長をやや上まっさえていいる。そのことは生産性成長率が製造業において著しかったことを物語っていて、雇用数で見ると、1979 年に製造業は 1,943 万人を数え戦後最高を記録し、非農業雇用者の 21.6%を占めていたが、2008 年には 1,163 万人で 9.8%に落ち込んでいる。これが「脱工業化」として議論されている姿である。

一般論から言えば、産業の歴史は農業から工業に、さらにサービス業にという経路を辿っている。そう言う意味では発展の先端を行く米国経済の中で製造工業の比重が相対的に低下したことは当然の成り行きと言えるだろうが、米国におけるそのプロセス、とりわけ 80 年代以降の脱工業化過程には様々な問題が含まれている。

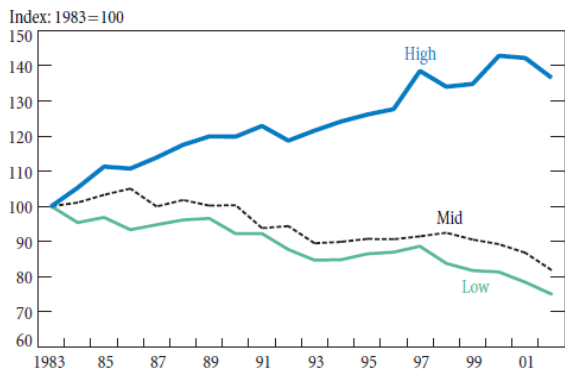
第一に挙げなくてはならないのは国際競争の激化である。70 年代以降になると、アメリカ企業は戦後の破壊から強力な工業国として復活を遂げた欧州及び日本との競争に晒されるようになった。80 年代前半の二桁の高金利が強いドルに導き、製造業に不利に働いたために、日本に対してはプラザ合意で円高による厳しい不況に追い込んだけれども、製造業の回復には導かなかった。米国ではテレビやラジオを生産しなくなり、ドイツと日本の企業に工作機械市場を制覇され、米国を代表する産業であった鉄鋼業、造船業も衰退していった。その後、さらに新興工業国、とりわけアジア NIEs の台頭があり、続いて中国が改革開放で外資依存の工業品加工貿易を劇的に拡大した。それはまた冷戦終結後のグローバリゼーションの過程でもあって、米国企業は国内投資よりも多国籍企業化の途を選んだ。その面では米国製造業自身が米国の脱工業化を進めたわけだが、反面、欧州や日本の企業が米国内に進出して生産に乗り出し、米国製造業の一翼を担うに到っている。

第二に 90 年代を特徴付けた情報通信革命である。情報革命は二つの面で米国の製造業の雇用に大きな打撃を与えた。一つは、コンピュータなどの情報機器の導入が職場に大きな変革をもたらした。情報通信技術は生産現場へのコンピュータ制御の機械導入ばかりでなく、研究開発、デザイン、マーケティングなどの重要性を高めた。その結果、生産現場労働の質の変化をもたらし、生産性の上昇に大きく寄与し、生産労働者の雇用削減に導いた。他方、情報通信と並んで運輸部門の革新によって、労働集約的生産工程のアウトソーシングや低賃金国へのオフショアリングを助長し、世界的規模でサプライ・チェーンが展開されるようになった。こうして米国製造業の時間当たり生産成長率は 1987-90 年の 1.8 に対して、90 年代後期には前期の 3.4%に対して 4.6%にまで上昇した。この成果に加えて、低インフレ、低失業率、さらに国際収支の黒字化を達成した経済政策の成果を誇って、2001 年大統領経済報告はいわゆる「ニューエコノミー」の賛歌となっている。だが、株価と住宅価格の上昇で活発化した家計の消費を支えたのは、生産性上昇を誇って国際競争力の逆転が語られるようになっていた米国自身の製造業ではなく、東アジア、とくに中国の製造業だった。

製造業の雇用の減退は生産現場の不熟練労働者の雇用と給与に大きな打撃を与えた反面、米国の製造業大手が多国籍企業として展開する上で物的、技術的基礎を手に入れた結果として管理構造が肥大化し、研究開発、サプライ・チェーンの管理、マーケティングなどの面で高学歴従業員の比重が拡大した。図 4-1 がそれを物語っている。それはまた学歴別賃金格差

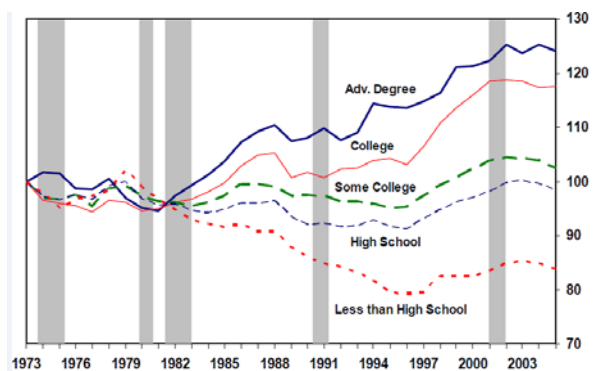
拡大にも反映している(図 4-2)。

図 4-1 熟練グループ別製造業雇用(1983-2002)



(出所)Deitz,R. & Orr,J.(2006), A Leaner, More Skilled U.S. Manufacturing Workforce, FRB of New York, 2006.

図 4-2 学歴別製造業賃金格差(1983-2002)



(出所) Goldin, C. & Katz, L.F. ; 'Long-Run, Changes in the Wage Structure: Narrowing, Widening, Polaring', Brookings Papers on Economic Activity, 2:2007

産出額と雇用の側面での製造業の比重の後退が続き、貿易面では情報産業を含めて入超構造は続いているけれども、米国は依然として工業生産額で世界の 2 割以上を占める最大の工業国である。質の面で米国製造業の核心を成しているのは宇宙防衛産業であろう。米国は世界の軍事支出の 40%を占め、世界最強の軍事力を支えているのがこの産業である。宇宙・軍事技術は冷戦下で恵まれた予算と恵まれた頭脳集団を抱えて展開され、技術面では世界で圧倒的な優位を占めている。逆にそれが民間製造業の技術者集団の質に負の影響を及ぼした面も無かったとはいえない。何れにせよ軍事部門の特殊用途に応じるために集積された多様な技術、高質な素材、部品、製品は、冷戦終結と共に、人材流出を含め、様々な形で民需での発展に影響してきた。通常その点は情報通信分野と金融革新について指摘されているが、更に多様な領域にも認められよう。そうして築かれた米国の技術優位はグローバリゼーションの進展下では知的財産権によって守られているものの、本来、公共財の性格を持つ技術や知識の独占は困難であって、多くの国のキャッチアップの可能性は排除されない。例えば、1999 年から 2007 年の間に米国のハイテク技術指標は 95.4 から 76.1 に低下し、代わって中国のそれが 22.5 から 82.8 に高まって逆転されたとの数字さえある(Georgia Tech, 2009)。そのまま受け入れるには躊躇させられる数字だが、注目されてよい。

脱工業化に大きな影響を及ぼした今一つ重要な問題点として、株主価値重視の企業統治の役割も見逃せない。80 年以降の米国の製造業に起こった変化を、米国を代表する企業である GE について見てみよう。1981~2001 年の GE の CEO は 20 世紀を代表する経営者と唱われたジャック・ウエルチだった。彼が就任したころ、GE の株価総額は 140 億ドルに満たなかったが、2001 年の彼の引退後だが、2004 年には時価総額は 4000 億ドルにまで膨らんでいる。彼は従業員の削減に力を入れ、1980 年末に 411,000 人いた従業員を 1985 年末の 299,000 人まで減らした。その一方で、自社株買い戻しと共に、彼は GE のストック・オプション計画の幅をトップ役員から全従業員のほぼ 1/3 にまで広げた。また不採算部門の切り捨てや外注化を行う一方で、企業買収を通じて構造改革を実行した。その結果、2000 年に発表された会社の株主宛文書によると、GE は「1980 年には収入の 85%は製品の販売から

得ていたが、今日では70%がサービスの販売に基づいている」とのべている(GE, 2000)。そしてこのサービス拡大の一翼であった金融部門が2005年にはGEの全収益の53%を稼いでいたといわれる。こうした姿は米国の有力製造業企業に大なり小なり見受けられるようになっていた。ここに米国のコングロマリット化したトップ製造業企業に起こった変貌が典型的に示されている。

### 3. 金融化

製造業部門とちょうど反対に金融関連部門(金融・保険・不動産)が米国のGDPに占めるシェアは拡大の一途を辿った。シェアは1959年の12.9%から1979年の15.2%に、1999年には19.4%へ、更に2006年には20.4%に達している。逆転は国内産業の利潤全体に占める利潤シェアを両者について比較した表2にも現れている。

表2 金融業と製造業の企業利潤対比 (1999年以降新計算基準)

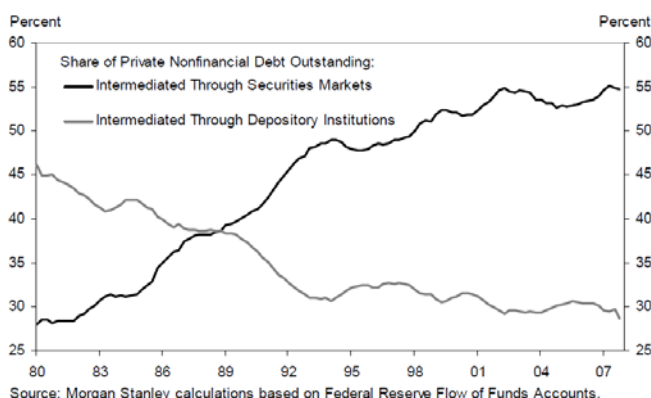
	1959年	1979年	1999年	:	1999年	2006年	2008年
企業利潤総額(億\$)	508	1,974	6,550	:	6,550	13,700	10,743
金融業(連銀を除く)	13.6%	15.7%	25.0%	:	24.8%	27.1%	22.6%
製造業	52.2%	45.5%	26.7%	:	22.7%	22.2%	16.3%

(注) Economic Report of the President, 2010, Table B-91。但し1959年のみ前年の報告による。

ここでは金融部門の量的質的拡大を米国経済の金融化と捉え、その姿を追ってみよう。

70年末には商業銀行にとって資本市場との競合に加えて、金融革新とグローバル化によって取り巻く環境に大きな変化が生まれた。金利規制の廃止とインフレ退治の高金利の下で、商業銀行の伝統的な業務は非預金金融機関、貯蓄組合、さらに外国銀行との厳しい競争に晒されることとなった。何よりも投資信託の発展(資産規模; 1974年22億\$→80年代末744億\$)が銀行の預金に振り替わり、コマーシャル・ペーパー市場の発展が銀行のローンに代替するようになって、銀行業は構造変化に追い込まれた。図5は伝統的銀行業に代わって証券市場が金融仲介シェアを大きく伸ばしたことを物語っている。

図5 銀行と証券市場の金融仲介シェアの変化



1990年前後にはS&Lの破綻ばかりでなく銀行の倒産も増え、12000行以上あった銀行はこの倒産と州際業務の自由化のような規制緩和による合併を通じて8000行以下に減っている。反面、銀行は規制緩和もあって非伝統的簿外活動を急拡大していったが、とりわけ重

要なのは資産の証券化である。

住宅ローンの資産の証券化は 70 年代初めにジニーメー (Government National Mortgage Association) によって行われた。ジニーメー自身は証券の組成も売買も行わないで、他の政府機関の囁んでいる不動産証券の元利支払いの保証を行って投資家への売却を容易にしたのである。ジニーメーとは違って、政府系ながら民間機関のファニーメー (Federal National Mortgage Association) やフレディマック (Federal Home Mortgage Corporation) は住宅金融債権の買い取りや保証を行っているが、両機関の対象とする住宅ローンの基準は affordable、すなわち返済の余裕のある層へのそれである。プライム・ローンである。その基準から外れる住宅ローンも住宅金融業者は扱っていて、それがサブプライム、Alt-A およびジャンボである。それらのローンも銀行が扱うようになった。

証券化の普及に伴って、銀行はローンをこれまでのように"組成して保有する"のではなく、銀行が住宅ローンばかりでなく、商業不動産ローン、自動車ローンやクレジットカード・ローンを含め証券化して売却する“組成して分散する”モデルに転換していった。しかし、住宅ローンを証券化するには特殊な困難がある。証券は一定期間に定時定額の現金支払いを伴う契約である。それには裏付け債権から定時に現金収入がある必要がある。ところが住宅ローンは 30 年といった長期契約であって、その間に債務不履行の不安があるばかりでなく、金利が下がれば借り換えが行われたり、住宅価格が上昇すれば売却して債務の返済が行われたりする。そのために、そのまま証券化の困難な住宅ローンでは、多くのローンを集めてこれを裏付けに発行することになる。そこで、銀行は資産証券化に取り組むに当たって簿外に破産隔離体として独立の仕組み投資事業体 (SIV) あるいはコンディットと呼ばれる事業体をタックスヘブンなどに組織し、これに住宅貸付債権を、あるいは自動車ローン、カード・ローンなどの資産をも移譲し、SIV の手で証券化することにした。

SIV は銀行の保証で資産担保コマーシャル・ペーパー (ABCP) を発行してその資金で銀行から資産を買い取る。その上で、証券化するわけだが、その際ジニーメーの証券化のようにパススルー証券の形でなく、一層複雑な仕組み証券の形をとった。仕組み証券化とは多数の資産をプールして一つのポートフォリオに纏め、これをリスクの程度に応じて投資適格から格付外に至る証券に細分化 (トランシェ化) して売りに出す。リスクに応じてシニア、メザニン、エクイティと呼ばれているが、エクイティ・トランシェが予想損失の大部分を引き受け、残りをメザニンが引き受けることで、シニアは AAA 格付けを得る仕組みである。リスクを多く引き受ける証券ほど高利なのは言うまでもない。したがって購入者はそれぞれのリスク引受けの意志に応じて、機関投資家は低金利の投資適格トランシェを、ヘッジファンドなどは高利高リスクのトランシェを購入することになる。一方、売り手側にとって仕組み証券化の魅力は大きなリスクを含んだポートフォリオから投資適格の証券を大量に創り出せるところにある。

仕組み証券化が広がったのはリスクの評価基準が容易になったからである。既発表の拙稿ですでに論じたように (木下、2008)、経済活動はすべて将来におけるその成果を期待しているために、期待が裏切られる可能性を孕んでいる。それがリスクである。このリスクの処理については保険や先物取引所など様々な手法が古くから開発されてきたが、要はリスクを他



人に転嫁するヘッジャーに対してリスクの引受者(投機者でもある)がいて成り立っている。このリスクの引受価格に算定基準を提供したのがブラックとショールズによるオプション価格モデル開発以降の金融工学の展開であった。それを契機にデリバティブを大規模に活用し始めたのがまさにここで対象としている時期であった。これまでに見てきたように、この時期には株式取引が活発化し、グローバル化の進展で国際通貨国の米国でも外国為替取引が盛んになっていたから、取引所を舞台に金利、株価、為替、商品の先物、スワップ、オプションの取引が盛んになった。それとは別に契約者間の双務取引である OTC デリバティブ取引も行われるようになり、2000 年以降になると信用デリバティブ、特に信用債務不履行スワップ(CDS)が次第に OTC 取引の中で比重を増していった。

資産証券化はデリバティブを組み込んで次々に複雑な金融商品が創り出されるようになった。住宅ローン、あるいは自動車ローンやクレジットカード・ローンばかりでなく、様々なローンや公社債までも組み込んだ債務担保証券(CDO)が生み出された。これをさらに複雑化したのが CDS の登場である。CDS は基礎資産に債務不履行が生じたときに損失を受け取る一種の保険である。CDS の売り手は保険料に当たるプレミアムを受け取り、買い手はこれで資産価値が保全されることになる。定期的にプレミアムを受け取る売り手の CDS は CDO への組み込み可能条件を備えている。そこで、この CDS を買い取って CDO に組み込む。これが合成 CDO である。CDO<sup>2</sup>とも呼ばれている。このような重層的仕組み信用製品の複雑な構造はまさに今次金融化の象徴ともいえよう。

しかも、デリバティブに関わる取引にはレバレッジ、すなわち他人の金で取引量を大きく膨らます行為が常に随伴する。空売りは別として、デリバティブ取引は想定元本が大きくとも発生する損益差額は必ずしも大きくないから、借入金で取引量を大きくするレバレッジが常に絡むことになる。レバレッジを象徴する事件として LTCM 事件がある。金融工学でノーベル賞受賞者のショールズやマートンが幹部に名を連ねていた LTCM が破綻に瀕した時のレバレッジ率は資産の 50 倍以上だったとされている(US SEC,1989)。

ここで 90 年代以降の証券化商品取引額の推移を示す二つの図を掲げておこう。一つは民間の証券化であり、上の議論に関係あるのは MBS, CDO, CDO<sup>2</sup>である。図 6-2 は住宅担保証券発行額で青色がサブプライム+ジャンボであって、他の 3 者は政府系の扱うプライム・ローンである。

図 6-1 発行型別の民間証券化

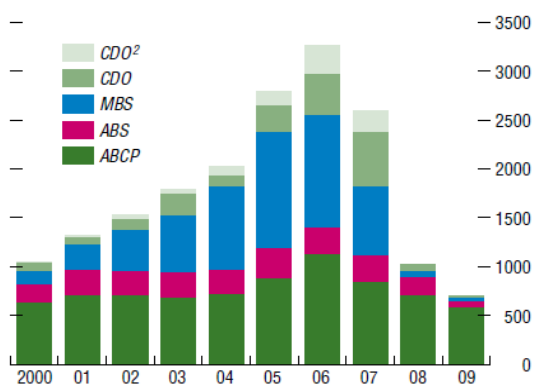
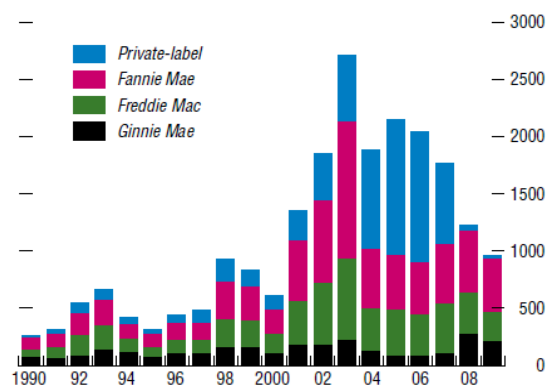


図 6-2 政府・民間住宅担保証券発行額

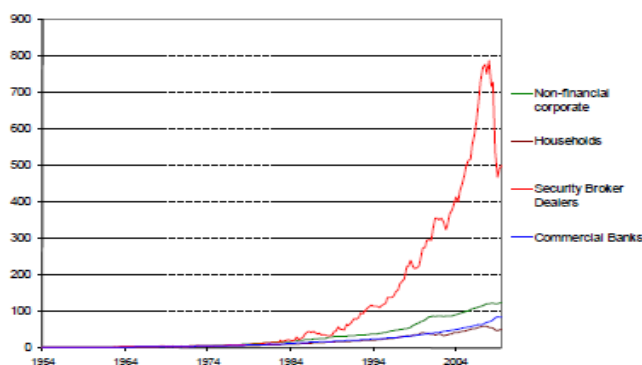


(出所) 共に IMF, Global Financial Stability Report、October 2009 による。単位は 10 億 \$。

金融化の今ひとつの側面は「影の銀行組織」の肥大化である。この俗称「影の銀行組織」にはヘッジファンドや私募基金、投資銀行、SIV、コンディット、投資信託などが含まれている。これらは預金銀行とは違って政府の規制も「最後の拠り所」も持たない。政府規制が全くないか少ないので、大胆にリスクをとり、高率のレバレッジを行って利潤を拡大する大胆な行動をとることになる。ニューヨーク連銀の一研究では、影の銀行組織を伝統的銀行組織との業態の対比でなく、資産の性格から区分して銀行ベース資産と市場ベース資産の違いとして扱っている(Adrian & Shin, 2009)。次の図 8-1 は家計、非金融企業、商業銀行、証券仲介業の四者の資産増加状況を示しているが、80 年代以降の証券仲介業の激増振りには驚かされる。2008 年にガイトナーがニューヨーク経済クラブでの講演で次のように指摘している。

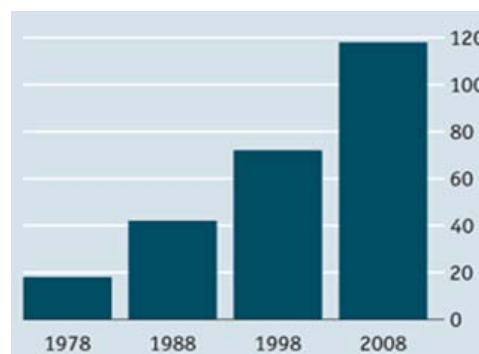
「2007 年初めには、資産担保 CP、コンディット、SIV、オークション利率証券、テNDER オプション証券、および変動金利証券の全部で約 2.2 兆ドル、第三者レポによる翌日物で金融された資産が 2.5 兆ドル、ヘッジファンド保有資産がほぼ 1.8 兆ドルで、それに 5 大投資銀行の貸借対照表合計で 4 兆ドルになっている。これに対して、……………銀行組織全体の簿上資産合計はほぼ 10 兆ドルである」(Geithner, 2008)。彼の挙げた数字をシャドウ銀行組織で合計すると、シャドウ銀行組織は伝統的預金銀行組織の規模を上回るまでに膨れあがっていたことが分かる。

図 7-1 家計、非銀行企業、商業銀行、証券仲介業の  
金融資産増加状況 (March 1954 年 3 月 = 1)



(Source: US Flow of Funds, Federal Reserve, 1980-2009)

図 7-2 金融業債務の GDP 比



(注) The Economist, Feb. 11<sup>th</sup> 2010

これまで述べたように金融化の進展で、米国の金融部門全体の肥大化は図 8-2 見るように(The Economist, Feb. 11, 2010)その債務総額の GDP 比が 1978 年の約 20%から 2008 年の 1.2 倍程度にまでの激増によってまざまざと示されている。

これまでに論じた三要因は何れも Great Moderation の期間を通じて進められたのであるが、多少図式的に集約してみると、80 年代はミンスキーが「マネー・マネージャー資本主義」と呼んだように、機関投資家主導で構造変化が進行したし、90 年代は IT 革命とグローバリゼーションとの「ニュー・エコノミー」によって、巨大製造業企業の変質が進行し、21 世紀 00 年代はシャドウ銀行組織の中核である投資銀行の主導で証券化が展開されたのであった。

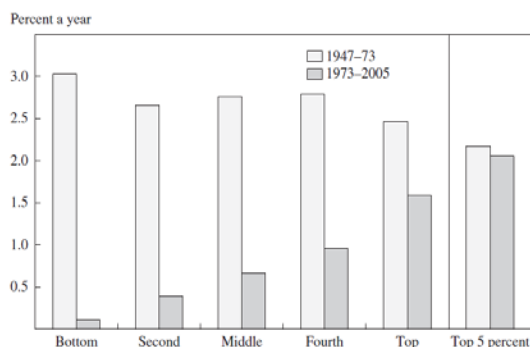
#### 4. 社会的格差構造

本稿冒頭に掲げたライシュの言う米国資本主義の「近似・黄金時代」では、大規模生産の成

功と労働組合の形成で富と所得の格差が縮小して、熟練、反熟練の工場労働者を含め全世帯の半分近くが中流の所得を得ていた。ところがこれまで見た三過程の展開で、米国の雇用構成全体は大きく変った。かつての熟練、非熟練の差は生産現場のそれであったが、今では様々な生産現場は非熟練の労働者に占められ、高熟練はかつてのように生産現場のそれではなく管理や研究開発等を担当する高学歴従業員層を指している。こうした鮮やかな対照は、一つには多くの労働分野が ITC 革命による高性能の機械設備や情報機器によって置き換えられるなどの過程によるものであり、いま一つには外国の低廉労働力との競合によって国外生産や海外外注に切り替えられた結果であろう。後者の影響は低所得国との競争によって米国の賃金全体が圧迫されたと言うより、むしろ所得の不平等化を促したのであった (Ebenstein et al, 2009)。

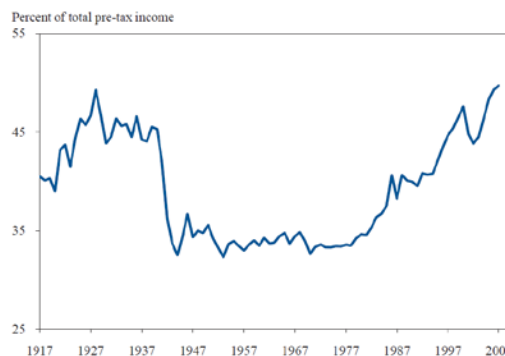
こうした所得格差拡大の傾向は米国の家族単位の収入および富の格差拡大につながるのであって、そういった傾向を物語る指標として次の2図と1表を取り上げよう。

図 8-1 所得5分位別中位家族の実質所得  
成長率比較



(出所) Economic Inequality in the United States, FRBSF Economic Letter, Dec. 1, 2006.

図 8-2 所得トップ10%家族の  
占める割合



(出所) Economic Report of President, 2010, p.219

図 8-1 は所得の多寡に応じて家族数を 5 等分して期間中にそれぞれのグループの中位所得の変化を見ている。1947-73 の欄はライシュのいう「近似・黄金時代」に当たっていて、やや格差の縮小が見られた。それに引き替え、その後の展開は上下の所得格差が大きく拡大したことを物語る。図 8-2 は所得トップ 10%の家族の課税前年間所得が国全体の所得に占める割合の変化を示していて、彼らの取り分は 29 年恐慌直前のピークから減退したが、80 年代以降に大きく跳ね上がり、2007 年には国民全体の所得の 50%以上を占めるに至ったことを見事に物語る。ただそれは貧富の格差を暗示するに留まるので、貧富格差を直接巧みに物語る指標として用いられるジニ係数の変化を見よう。

表 3 ジニ係数の変化

年次	1967	1970	1980	1990	2000	2006	2008
ジニ係数	0.397	0.394	0.403	0.428	0.462	0.470	0.466

(注) U.S. Census Bureau, “Income, Poverty, and Health Insurance Coverage in the United States: 2008”, Sept.2009 の表 A-3

80 年代初めには 0.40 をやや上回る程度だったのが、最近には 2006 年の最近のピークでは 0.47 を記録し、21 世紀ゼロ年代は 0.46 水準を続けている。0.46 という数字は発展途上国

では珍しくもないが、先進国の中では目立って高い。つまり **Great Moderation** を経て米国では著しく貧富格差が拡大していったことが分かる。

以上のように、米国経済は産業資本主義から金融資本主義に転化を遂げ、単に産業構造を転換したばかりでなく、著しい貧富格差社会を創り上げたのである。

## 5. 危機局面から振り返って

金融危機顕在化への経過についてはすでに旧稿で論じたので、ここでは危機をもたらした二つの問題点を取り上げよう。一つは危機の責任は誰にあるかの議論である。まず次の引用を見ていただこう。

「一般の人には、現在の危機に責任があるのは：自分でも正確に解らない金融商品を創り出して名を上げた若手金融業者であり、リスクや常識を無視して利益と自分の報酬を追求した強欲な銀行家であり、銀行家を適切に規制・制御できなかつた怠惰な監督官であり、腐った全組織を支えた流動性、信用及び資産価格の激増を許した怠慢な中央銀行家であった。そしてその間ずっと、その罪人どもは職業的経済学者によって煽てられていたが、その経済学者と来たら理論モデルに熱中し、歴史の教訓を無視し、仲間内の思考に厳しく縛られていたのだ。このカードの家がいつかは崩れるのは目を瞑っていても解ったのでなかったのか？」

これはチャールス・ビーン英蘭銀行副総裁が 2009 年にバルセロナで開催された欧州経済学会年次総会で行った「シュンペーター講義」の初めにある一節である(Bean, 2009)。「一般の人」の一人である筆者はこの見方にまったく同感である。此処で取り上げられた 5 点は、第一は CDO のように複雑な仕組証券では組成者自身にさえリスクを正しく評価できないままに売り出し、その証券購入者は組成者と利害を共にする格付機関の格付評価に頼るほか無かった問題であり、第二は報酬の拡大を狙ってデリバティブ取引の投機収益を広げるために、レバレッジを過度に拡大した金融業者の問題であり、第三は Glass-Steagall 法廃止やデリバティブ規制緩和のような放任措置ばかりでなく、マドフ事件は論外とし、リーマンのレポ 105(註)のような会計粉飾を見逃した規制・監督当局の問題であり、第四は連銀総裁だったグリーンSPANのようにバブルの存在を無視して市場の自主規制に委ねようとした問題であり、最後は市場原理主義を煽った新古典派経済学の問題である。

(註)今年 3 月にリーマンの検査報告書が発表されたが、その中でレポ 105 の果たした役割が強調されている。レポ 105 では短期資金調達手段としてのレポ取引の担保証券を売却と買い戻しとして処理することで、会計上の粉飾に利用された。

これまで触れなかった最後の点については、昨年 1 月にクルグマンがロンドン大学で行った講義で、過去 30 年間のマクロ経済学の大部分は「良く言って見事なまでに役立たずで、悪く言えば積極的に害をもたらした」と述べ、その後ニューヨーク・タイムズ紙上で主流経済学に対して長文の批判を展開した(Krugman, 2009)。そこでは彼はシカゴ学派を中心とした真水派=新古典派に対してばかりでなく、塩水派=新ケインズ学派も前者の完全市場仮説を受け入れていたと批判している。彼の批判を巡ってシカゴ学派からの反論もあって議論が行われている。しかし、筆者のようにマルクス派育ちの経済研究者にとっては、金融市場の効率的市場仮説がどれだけ説得力があつて、その仮説に基づいて行われた数学的解析がどれ

だけすばらしい成果をあげたか、或いはそれがどのような間違いに導いたかについて関心がない。確かに「世界不均衡」についての「過剰貯蓄説」のように、理論が情勢評価を狂わす例が多いのは否定できないけれども、むしろ理論の内容よりも、問題は市場原理主義イデオロギーにある。その点で、新古典派経済学がこの数十年に一切を市場の自己規制に委ねようとする完全市場パラダイムを学界の枠を超えて支配的イデオロギーに育て上げ、様々な規制緩和を推進する上で極めて大きな役割を果たし、それが今次危機を醸成する上で、また危機の進行過程を無視し放置する上で大きな役割を担ったのは間違いない。

もう一つの点として、今次金融危機に導く上でデリバティブの果たした役割は極めて大きかったと言わなくてはならない。それを支えたのは金融工学であった。例えば複雑な CDO の組成が可能になったのはクオントの一人 David X. Li が 2000 年に書いた論文だったと言われる。だが、そのような金融工学に依拠したモデルでは何十万年かに一度の頻度で現れるはずのリスクが繰り返し起こったのは間違いない。それには、リスク評価に関してガウス流のベル型正規分布を用いたところに誤りがあったとするタレブらの批判からいって、金融工学の新しい展開で新しいリスク処理の手段が展開する可能性を否定するわけではないが、ここではもっと素朴に根底の問題を見つめておきたい。

一つは、巨額に膨れあがった OTC デリバティブ、とくに CDS に含まれていた「取引相手リスク」問題の大きさは世界の保険会社であった AIG の破綻によって示された。果たして取引所取引に封じ込められうるかが問われている。また、リスク取引の基本はリスク・ヘッジャーからリスク・テカーがリスクを買い取る場所にある。デリバティブの原型ではリスクを「リスクを最も巧く処理する能力のある者」に移転する手段であった。保険や取引所取引を見ればよい。今次の危機に際してはリスクが証券に組み込まれ、とりわけ仕組み証券化によって、デリバティブはリスクを「リスクを理解できそうもない形に仕立て、理解できないままに投資する投資家」に転嫁する手段として働いた。こちらの方が深刻だろう。

### Ⅲ. 「Wall Street の社会主義、Main Street の資本主義」

住宅価格の頭打ち、サブプライム・ローンの債務不履行増加による関連証券の価格下落を契機に 2007 年 8 月以降、世界的規模で金融市場に動揺が広がった。上述のように、金融革新によって支えられた証券化やデリバティブの役割に加えて、レバレッジが絡んで金融機関の複雑なネットワークを造り上げていただけに、信用不安は金融制度全体の機能不全に導いた。連銀はそこで金利を大幅に引き下げると共に、金融機関への直接的救済に乗り出した。自らの監督下に無かった投資銀行や非銀行金融機関にまで融資対象を広げ、怪しげな証券までも担保として受け入れ融資を拡大した。こうして大量の資金を金融機関に注入しても、経済全体への資金供給は復活せず、銀行が外国銀行の信用状を受け取らないために穀物などの輸出が行き詰まるといった問題さえ起こっていた。救済された金融機関は資金をリスク・フリーの米国債への投資や石油など商品や為替先物市場での投機に向かうなどしたために、「ウォール・ストリートの社会主義、メイン・ストリートの資本主義」といった言葉が横行する有様だった。なお Wall Street と Main Street という言葉のこのような対比が米国で広まっ

ていたらしく、『2010年大統領経済報告』に弁明めいた文章が見られる。

## 1. ウォール・ストリートでは

### a) リーマン倒産について

2008年9月に財務長官ポールソンがリーマンの倒産を容認すると決断した直後にクルグマンは金融市場全体への影響から言って、ポールソンを勇敢なのか馬鹿なのか、ロシア流ルーレットを試みようとしていると決めつけていた(Krugman, 2008)。リーマン倒産を契機に金融危機がその深刻な全貌を露呈するにいたったことを思うとクルグマンの批判は当たっているように見えるけれども、この種の批判に対してポールソンは救済する手段を持たなかったのだと主張していた。だがリーマン倒産と前後してAIGの株式の79.9%を国が取得して実質的国有化措置によって行った。この件はここでは論外としよう。彼が提案した7000億ドルの不良資産救済プログラム(TARP)が、金融機関の強欲振りへの世論の反発もあって下院で一旦は否決されていたことを考えると、リーマンの倒産が産みだした市場全体の危機的様相こそが10月になってこの法案を実現させたのだった。そしてそれによって財務省が連邦準備と連携してウォール街に巨額の超低利資金を注いだ経緯を考えると、いささか皮肉な見方かもしれないが、ウォール街はリーマンという生け贄を捧げることでこの救済資金を引き出すのに成功したとも言える。リーマンの倒産自体については、4000億ドルと騒がれたCDSの処理も結局は50億ドル余の決済で解決し、リーマンの企業の大部分はバークレーズと野村に速やかに売却され、倒産による混乱はさほど大きくなかった。リーマン倒産が世界金融危機の転機になったのはむしろ心理的と言ってよい性格のもので、これを契機に金融機関相互の不信が募り、流動性が大きく損なわれた結果であった。

TARPの成立によって、2009年春までに約2000億ドルの資金が銀行への資本注入の形で投入され、銀行の信用立て直しに役立てたが、それとは別にAIG、シティコープ、および自動車会社のGMとクライスラーに救済資金が投入された。またバンク・オブ・アメリカに資金を援助してメリルリンチを買収させた。別に、リーマン倒産と前後して、ファニーメーとフレディマックには国有化措置が採られた。政府の住宅政策の実行機関だった両社は保有ないし保証していた住宅ローン保有証券の価格下落によって経営難に陥ったからだが、民間会社として経営されていたとはいえ、国策会社なのだからいわば当然の措置といえる。

### b) 連銀の役割

連銀の救済措置を振り返ってみよう。2007年8月9日の危機表面化の直後に連銀は金利の引き下げに踏み切り、その後逐次切り下げて、2008年12月には金利ゼロ水準にまで引き下げた。同年12月には欧州、カナダの中央銀行と連携して、Term Auction Facilityを創設し、さらに2008年11月にはTerm Asset-Backed Securities Loan Facility(TALF)を創設して金融市場への資金の供給に努めた。またニューヨーク連銀は2008年3月にPrimary Dealer Credit Facilityを創って投資銀行への資金供給に備えたように、もともとFRBの監督下にある商業銀行ばかりではなく、監督権限下でない投資銀行のような金融機関をも資金提供対象に加えた。その際、担保として投資適格を条件に住宅債務証券を含む様々な証券、保証のあるローンをも受け入れている。しかし、投資適格とは名ばかりのCDO関連証券も含まれていた。金融機関の保有不良資産の肩代わりを図った措置であったことは否定できないだろう。

TARP による銀行支援も連銀の資金供給も本来銀行が貸出業務を通じて実物経済の活発化の役割を果たすことを意図しての措置であったはずである。しかし、ゼロ金利と言える低利の資金提供を受けた金融機関は、それでリスク・フリーの国債を購入するだけでも採算が合うのだから、危機情勢の下で信用不安な取引相手への貸出を行わず、政策意図通りに実物経済への融資を実行しなかった。つまり救済の効果はウォール街の救済に留まった。そうしたところから連銀は 2008 年末に 2 兆ドルを超える救済融資の内容を公表すべきだと提訴され、下級審が出した公表指示の判決を連銀が拒否して法廷での争いが続いている(Bloomberg, 2010)。

### c) 金融機関の寡占体制の強化

危機と救済の展開の中で、金融構造に大きな変化が生まれた。銀行間の買収、合併は銀行の発展の歴史そのものであると言ってもよいが、危機直前には 6 社あった大手商業銀行はワシントン・ミューチュアルが破綻し、ワコビアがウエルズ・ファーゴに救済合併されて、それに JP モルガン、バンク・オブ・アメリカ、シティを加えて 4 社になっていた。一方、有力投資銀行はリーマンが倒産し、ベアスターンズの JP モルガンに、またメリル・リンチのバンク・オブ・アメリカに吸収合併されたが、共に政府の資金援助によっている。そして最後に残ったゴールドマンとモルガン・スタンレーは商業銀行として連銀の監督下に入った。商業銀行と投資銀行の兼営を禁止していたグラス・スティーガル法が 1999 年に廃止されていたので、これらの実態は何れも金融コングロマリットである。危機を通じての政府の支援で金融寡占支配が一段と強化されたことは間違いない。

こうした寡占化の結果、商業銀行 5 社(モルガン・スタンレーは含まれていない)の総資産が 2009 年末で 5 兆 4652 億ドルと商業銀行全体の 52.7%を占めており、また銀行持株会社次元で見ると、モルガン・スタンレーを含めた 6 社の総資産がほぼ 9 兆ドルに及んでいて、銀行持株会社上位 50 社の総資産に比べて 64.4%に達していて、抜群の金融力を誇っている。今次危機を経てこの 6 社が米国の金融界を牛耳るに至ったと見てよい。此処で商業銀行 5 社の活動の一面を 2009 年末のデリバティブ取引高についてみると、想定元本の合計では 200 兆ドルを超え、全体の 9 割以上を扱っている。とくにゴールドマンを銀行次元で見るとデリバティブ取引額が想定元本だとはいえ所有資産の 448 倍にも及んでいる。それは危機表面化後の激動の中で依然として大胆にリスクを取っている事実を物語っている(註)。2009 年第二四半期にゴールドマンが JP モルガンと共に空前の収益を上げて、役員やファンドマネージャに高額報酬を支払ったと伝えられた。この情報に世論はとくにゴールドマン対して厳しく反応し、彼ら自身が危機に導いた責任があるのに、TARP で救済された金は返したとはいえ納税者の金で救われながら高額報酬を懐に入れているとの反撥が広がった(Financial Times, Nov. 19<sup>th</sup>, 2009)。SEC による最近のゴールドマン提訴もそうした背景によるものだろう。

(註) 数字は OCC's Quarterly Report on Bank Derivatives Activities : [Fourth Quarter 2009](#)、但し、銀行持株会社については National Information Center による。

## 2. メイン・ストリートでは

### a) 高い失業率

今次危機の最初の激震が襲ったのは2007年8月9日だった。そこでその直前7月末の失業者数を起点として失業者の増加を労働統計局の数字で見ると、2009年10月のピークまでに850万人増えて、1561万人に達している。失業者増とは必ずしも一致しないが、産業別の雇用数の減少で見ると、表4のように、不動産を含む金融関連領域の雇用減少よりも製造業を含め財生産部門の雇用減が遙かに著しい。そのことから見て、金融危機の影響がいかに実物経済領域に大きな打撃を与えたかが窺える。

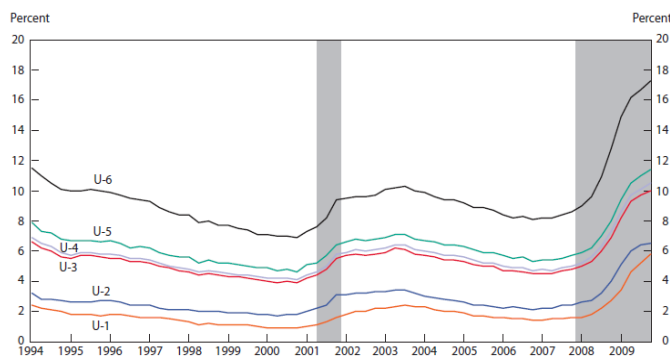
表4 産業別雇用数変化

	2007.7(a)	2009.10	差額(b)	b/a(%) <sup>Ⓐ</sup>
総数	115,512	107,115	-8,397	7.3
財生産部門	22,290	17,993	-4,297	19.3
製造業	13,898	11,577	-2,342	16.7
サービス部門	93,222	89,122	-4,100	4.4 <sup>Ⓐ</sup>
金融関連	8,322	7,664	-658	7.9 <sup>Ⓐ</sup>

(出所) Bureau of Labor Statistics による<sup>Ⓐ</sup>

失業率の推移を示す図9はいささか煩雑だが、U-3が通常用いられる失業率の指標である。パートの従業者の失業状況の一切を含めた広義の失業率がU-6である。2009年10月のピーク時にはU-3が10.1%、U-6が17.5%を記録し、その後やや回復して本年3月末ではそれぞれ9.7%、16.9%に落ちている。こうした改善は見られるものの、6ヶ月を超える失業者数610万人は1948年に統計を取り始めて以来の最高水準といわれる。

図9 失業率推移 (1994-2009)



(出所) Bureau of Labor Statistics, "The labor market in 2009: recession drags on".

## b) 商業不動産不況について

危機の深化で商業不動産の動向が注目されるようになった。商業不動産の中心は賃貸収入を見込んだ事務所用建物、小売り施設、集合住宅、ホテル等々である。商業不動産市場は2004年以降活発でピークの2008年第四半期の債務額はその52%増となった。そして現在の市場規模は3.4兆ドルに達していた。金融危機の表面化でその価格の低落を伴い、2009年12月の数字ではピーク時からすでに40.8%下落している。商業不動産業は賃貸料その他の収入から返済を行うのだから、不況下では空室、賃貸料の下落、営業不振によって滞納が増える。従って失業率の上昇、地場産業の不振に伴う収入減はそのまま商業不動産業者の銀行への滞納に跳ね返る。図10-1はその激増振りを示している。



図 10-1 全国商業銀行への商業不動産の  
滞納状況

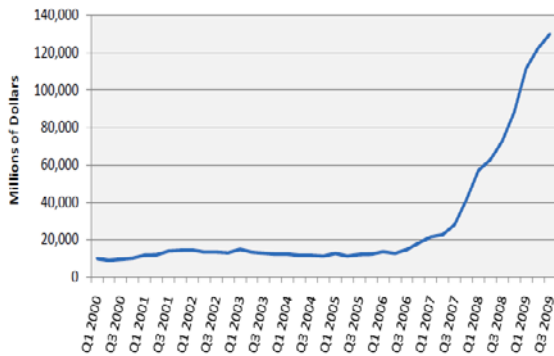
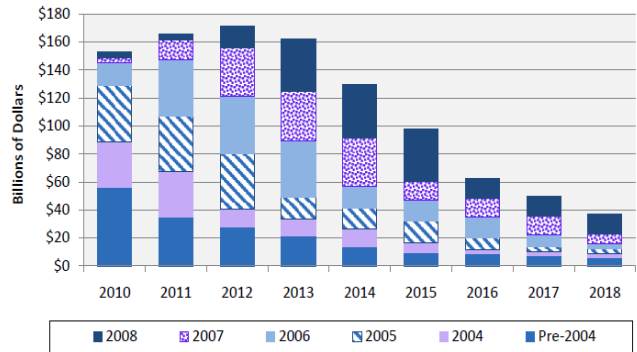


図 10-2 銀行保有商業不動産ローンの  
契約年次別満期年次



(出所)両図共 Congressional Oversight Panel; Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability, Feb. 10, 2010

商業不動産では今一つの問題がある。商業不動産は住宅ローンと違って、通常 3~10 年の契約で、満期時に銀行との間で資金の借り換えを行う。すでに不動産価格が契約時を大きく下回っているのだから業者は借入額そのままでも借り換えを行うことに納得しないだろうから、両者の交渉が行われ不成立ならばここでも債務不履行問題が生じる。その点を念頭に置くと、図 10-2 に見るように、2010 から 2014 の間に満期を迎える商業不動産ローンが約 1.4 兆ドルに及ぶとの予測からいって、大幅に景気が回復しない限りは、まだまだ将来に大きな不安を抱えているのである(Congressional Oversight Panel, 2010)。

この商業不動産ローンに深く関わっているのは約 3000 に及ぶ地方中小銀行である。そこから地方銀行の経営困難を引き起こし、その倒産件数の増加が注目される。S&L の危機が表面化した 1990 年前後の時期には先にも述べたように銀行の整理が激増していたが、その後銀行倒産は沈静化し、2005 年 2006 年には皆無だった。金融危機の展開に伴って、再び銀行の倒産が 2007 年 3 行、2008 年 25 行、2009 年には 140 行と増え始め、2010 年には 5 月末には 76 行なっている(FDIC, Failed Bank List)。

### 3. 二つの問題点

2010 年初め頃には米国政府筋では景気がすでに底を打ったとの楽観論が力を得始めている。だが、これまで論じたところと関わる二つの問題が表面化しつつある。

#### 1) ヴォルカー・ルールを巡って

オバマ政権成立以来、金融関連の顧問のトップにヴォルカーを据えたけれども、実務担当トップはポールソン財務長官をガイトナーに変えただけで引き継いできた。彼らはウォール街の救済を優先する政策を継続してきた。それだけに連銀の割引窓口を使って低利の資金を引き出し、依然として大胆なリスク・テイクによって巨利を手に入れ、巨額のボーナスを支給したゴールドマンに公衆の反発が燃え上がった社会的背景からだろうが、2010 年 1 月になって、オバマ政権はヴォルカー・ルールの支持を打ち出した。それは銀行の業務の範囲と、銀行の規模に制限を加えようとするものである。ヴォルカー・ルールの意図するところは明らかに 6 社に集中した金融コングロマリットの解体を目指すもので、それを商業銀行から証券業務を切り離すというグラス・スティーガル法に戻す発想である。これに対しては予想通

りに様々な議論が生まれている。欧州や日本のようなユニバーサル・バンキングの定着している国とどう調整が取れるのかとかいった暗黙の反対論から、証券業務を専業とするシャドウ銀行組織に手を付けないのでは問題の解決にならないと言った議論である。事の起こりは経営危機に陥った金融機関を政府が納税者の金で救済したことに発しているのだから、議論が'too big to fail'問題に行き着くのは当然の成り行きである。金融寡占体を大きく解体せずに果たしてこれが解決できるのか、今後の展開が注目される。

## 2) 中産階級問題

2009年には住宅差押えが280万件数を超え、前年の21%増、2007年の120%に及んでいる。これに対してオバマ政権は2009年春に「住宅供給条件修正計画」(Home Affordable Modification Program)を策定した。年間返済額を金利減や債務期間延長で所得収入の31%に押さえようとするもので、それによって差押えによる住宅喪失を阻もうとしている。しかし、住宅価格が2006年のピークから30%以上も下落していて、住宅資産価値が借入残額の以下に大きく落ち込んでいる住宅所有者が1/4に達するという。彼らの過重な債務負担は住宅正味価値に応じて債務の一部切り捨てを行わないと根本的解決にはならないだろう。そこから「戦略的債務不履行」が生まれ、現在の差押えの1/4以上に及んでいるといわれている。住宅所有者が意図的に返済をやめて差押えに追い込み、それによって住宅を失うけれども債務から解放されるというのである。これは中産階級の没落問題につながる。

中産階級の行方はこれまで述べた米国資本主義の構造変化に注目するなら、無視できない問題であろう。中産階級はその存在のイメージは明確だが、多様な存在形態を持つ家計の富が内容だけに、量的に確定しようとするのが困難な問題である。中産階級の捉え方に関して議会関連の報告書さえあるのだが、本来は資産内容の問題である中産階級を、この種の議論の多くは把握容易な所得水準を基準に論じられる。実態と差があるのは言うまでもない。そのことは別にして、米国中産階級の生涯設計上の重要関心事は住宅、大人一人毎の自動車保有、子供の大学教育、健康、定年後の生活、家族旅行にあると言われている(US Department Of Commerce, 2010)。それに関わるのが収入、貯蓄、および債務である。これまで論じた約30年間の給与、金利、株価、住宅価格の展開が中産階級、特にその下層を激動に投じたのは明らかである。そして危機の過程で失業、給与低下、とりわけ過重な住宅債務負担が重なって中産階級の没落が問題視され始めている(Warren, 2009)。

\* \* \*

この二つの問題はそれ自体が解決容易な課題でない。それとどのように取り組むかが問われているのであって、それが米国資本主義の今後の展開を左右するであろう。

[文献]

Adrian & Shin (2009): The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports Number 382.

Bean, Charles (2009): The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction.

Bernanke, Ben S. (2004): The Great Moderation, At the meetings of the Eastern Economic Association.

Bogle, John(2005A): The Amazing Disappearance of the Individual Stockholder, Oct. 2005

——(2005B): The Battle for the Soul of Capitalism, 2005 (瑞穂のりこ訳『米国はどこで道を誤ったか』 東

洋経済新報社、2008)

Bloomberg (2010): Federal Reserve Must Disclose Bank Bailout Records, March 19, 2010.

Congressional Oversight Panel (2010): Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability

Ebenstein, A. et al (2009): International trade, offshoring, and US wages,

Economic Report of the President, 2001 (平井規之監訳『2001 米国経済白書』毎日新聞社)

Economic Report of the President, 2010.

GE 2000 Annual Report: Letter to Shareowners.

Geithner (2008): Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System, Remarks at The Economic Club of New York.

Georgia Institute of Technology (2008): High Tech Indicators Technology-based Competitiveness of 33 Nations 2007 Report.

Jensen, Michael (2001): How Stock Options Reward Managers for Destroying Value and What To Do About It.

Krugman, Paul(2008): Financial Russian Roulette, NYT, September 14, 2008.

——(2009): How Did Economists Get It So Wrong?, New York Times.

Reich, Robert (2005): Supercapitalism (雨宮寛・今井章子訳『暴走する資本主義』東洋経済新報社、2008)

U. S. Department Of Commerce's Economics and Statistics Administration(2010): "MIDDLE CLASS IN AMERICA", Prepared for the Office of the Vice President of the United States Middle Class Task Force.

US SEC(1998): Testimony of Richard R. Lindsey, Director Division of Market Regulation, Before the House Committee on Banking and Financial Services, Concerning Hedge Fund Activities in the U.S. Financial Markets.

Warren, Elizabeth (2009): America Without a Middle Class.

奥村宏(2000): 『株式会社はどこへ行く: 株主資本主義批判』 岩波書店

木下(2008): 21世紀初頭における「金融資本主義」とその挫折、世界経済評論、9/10月

中本悟編(2007): アメリカン・グローバリズム、日本経済評論社

田村太一(2010)、アメリカの証券資本主義と所得格差、