

米国資本主義の構造変化と 金融危機

報告者 木下悦二

目次

はしがき

I. レーガン時代と Great Moderation

II. Great Moderationの下で何が起こったか

1. 株主資本主義
2. 脱工業化(deindustrialization)
3. 金融化
4. 社会的格差構造
5. 危機局面から振り返って

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

1. ウォール・ストリートでは
2. メイン・ストリートでは
3. 二つの問題点

はじめに

- 米国資本主義の「近似・黄金時代」(ロバート・ライシュ)
 - 第二次大戦後から70年代初めまで

- 製造業500社が抜群の生産力を誇った
- 労働組合の高い組織率下で、
熟練・半熟練労働者が中産階級化
- 平等化、 政治的安定

【構造変化とは】

- 産業資本主義 → 金融資本主義

I レーガン時代とGreat Moderation

1. レーガン時代がもたらしたもの

- ◆ 冷戦勝利・ソ連崩壊:自由主義・市場主義が支配的イデオロギーに
→ 規制緩和
- ◆ 軍事優先と減税政策 → 財政赤字 + 豪腕Volkerのインフレ対策
→ 高金利
- ◆ 新自由主義市場経済への転換 + グローバリゼーションの進展

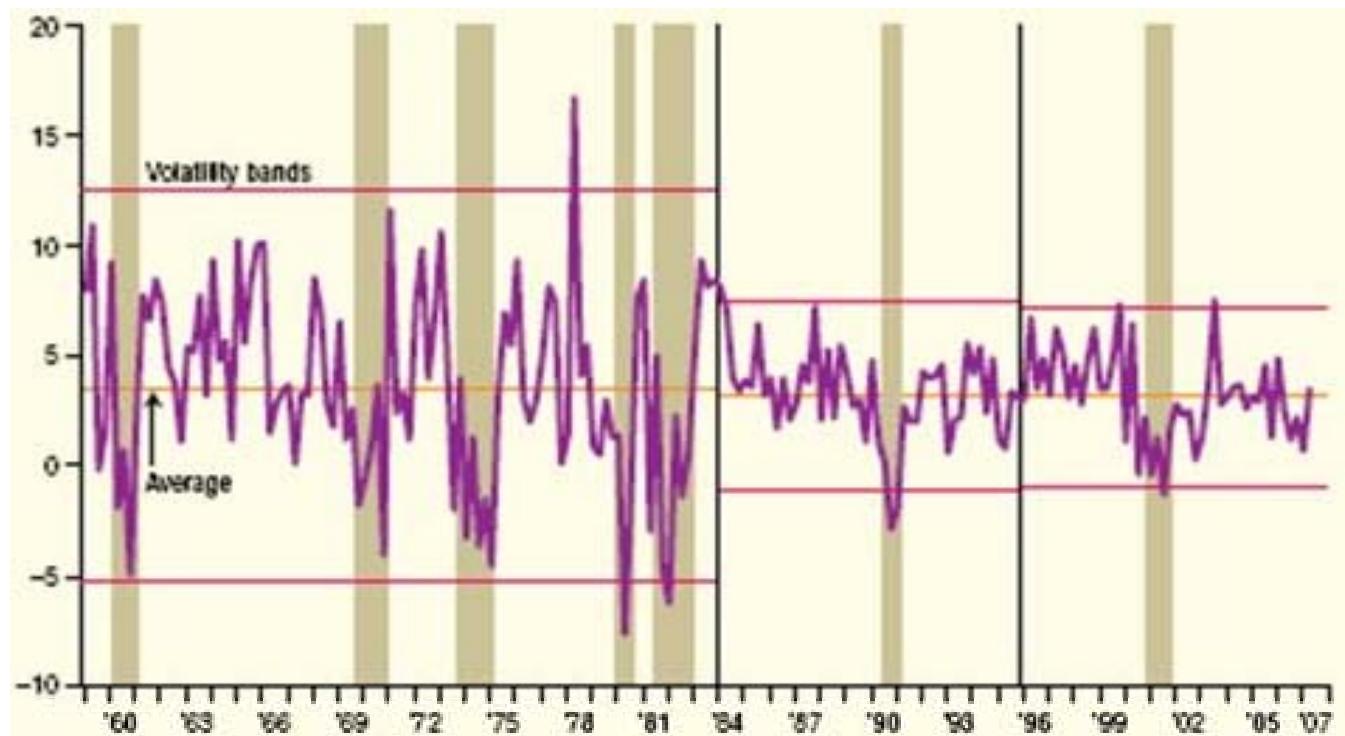
加えて

スタグフレーションによるケインズ主義凋落と
新古典派経済学の圧倒的影響力

2. Great moderation とは

図1 Great Moderation

実質GDP成長率



II Great Moderationの下で何が起こったのか

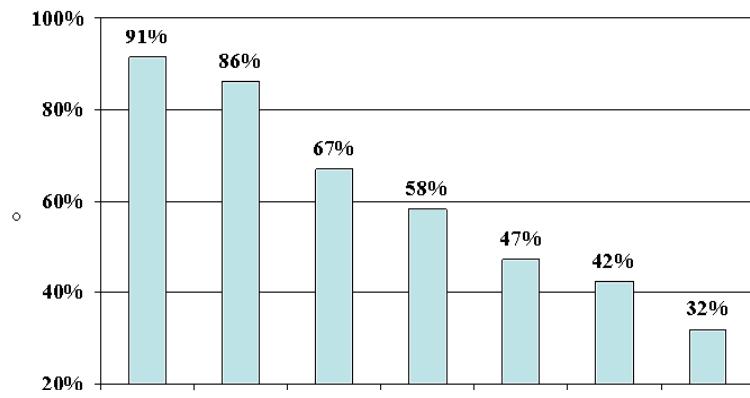
1. 株主資本主義

a) 敵対的M&Aと「株主価値」

- ◆ 敵対的M&Aブーム: LBO: 資金供給; 機関投資家、S&L
- ◆ 【標的】 株価が企業の資産価値より低い企業 → 株価重視
- ◆ 「株主価値」論: 経営者は株主の代理人、任務は株価上昇

b) 株主の機関化と企業経営側の対応

図2 米国株主の直接保有割合



Source: Federal Reserve Board; Bogle Financial Markets Research Center.

株を保有しないmoney managerが
株式議決権を持つ
↓
報酬目標で、短期投機的運用
↓
企業経営者も短期視野、株価対策

企業側の対応

収益を「内部留保して再投資する」

=長期的戦略視野



株価重視の短期的視野

企業合理化：

コストダウンの人員削減

不採算部門の切り捨て、切り離し

C) 自社株買い戻し と ストック・オプション

◆ 自社株購入：多様な動機も → 株価上昇効果

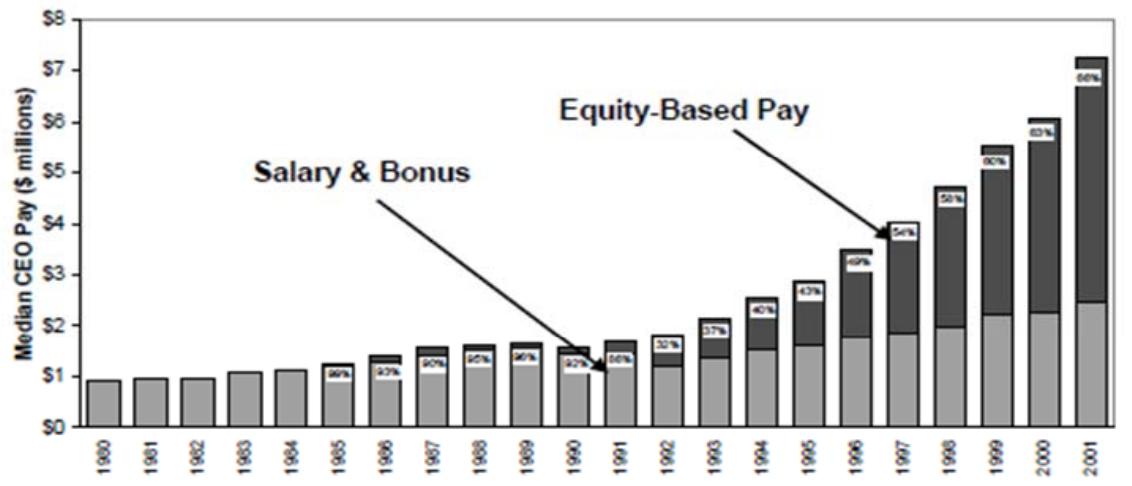
◆ ストック・オプション；

幹部や社員に一定期間内に自社株購入権授与



◆ CEOの強欲： 株価動向が個人利害に

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

製造業と金融業の対比

産業資本主義 → 金融資本主義

表2 GDPに占める製造業と金融業のシェアの推移

(1959-2008, %)

	1959	1979	1999	2008
製造業	27.7	22.2	14.8	11.5
金融業	12.9	15.2	19.4	20.4

表3 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	49.5%	44.5%	26.7%	：	22.7%	20.0%	16.3%

(注)両表とも Economic Report of the President, 2010. Table B-91.
但し1959年のみ2009年の「報告」による

2. 脱工業化(deindustrialization)

a) 国際競争とグローバリゼーション

- ◆ 欧日の戦後復興による競争激化
次いで 東アジアNIEs, 中国の製造業台頭
- ◆ 米国の生産縮小 → outsourcing, offshoring
- ◆ 米国企業の多国籍企業化と欧日企業の米国進出

b) IT革命と雇用構造の変化

- ◆ 生産現場にはオートメーション化

生産性上昇

1987-90年, 1.8%: 90年代前半, 3.4%: 90年代後半, 4.6%

ニュー・エコノミー賛歌 → Dot-Comバブルと破綻

- ◆ 世界的サプライ・チェーン, ヴァリュー・チェーンの展開
- ◆ 雇用構造の変化

現場の熟練, 非熟練 → 現場の非熟練 対 各種管理, 研究開発etc.

図4-1 熟練グループ別製造業雇用

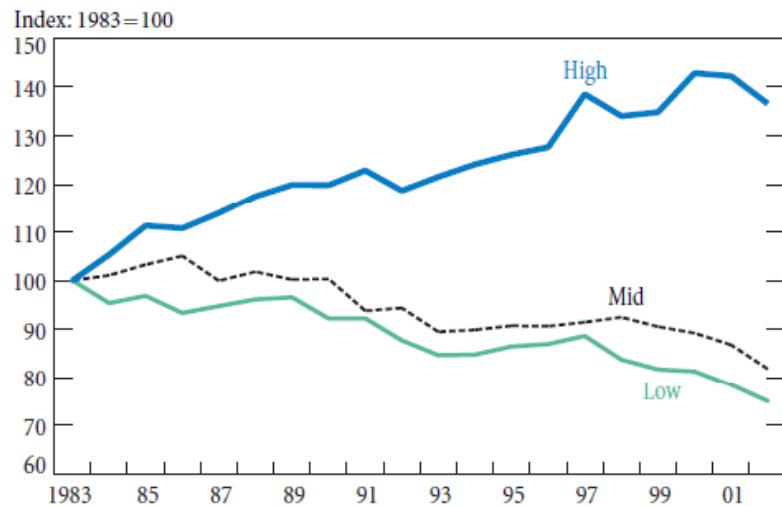
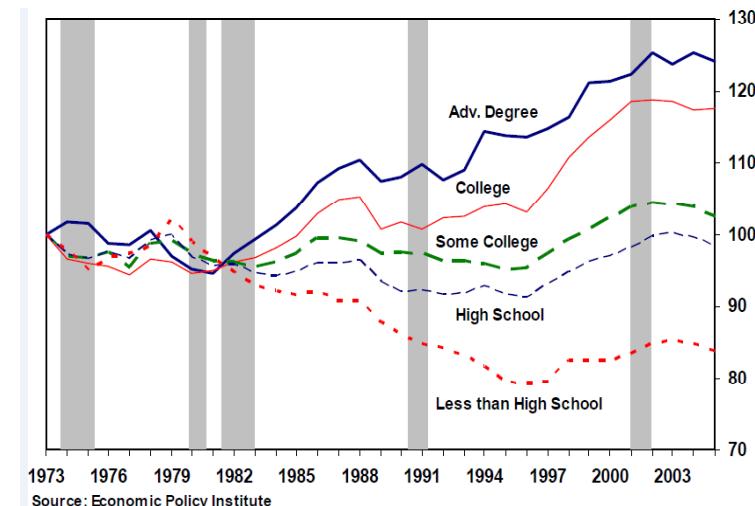


図4-2 学歴別所得推移(1973=100)



C) 工業国米国 (世界生産の約2割) の中軸

- ◆ 宇宙・軍事産業の圧倒的優位 → 民間波及；IT革新と金融革新
- ◆ 技術優位保持手段としての知的財産権： 後発国への挑戦

D) 巨大製造業企業の変貌 GEの例

ジャック・ウェルチの業績： 大量の人員整理、合理化とM&A

株価総額： 1981年150億ドル → 2004年4000億ドル

業務の70%： 製品 → サービス： 2005年53%が金融業務収益

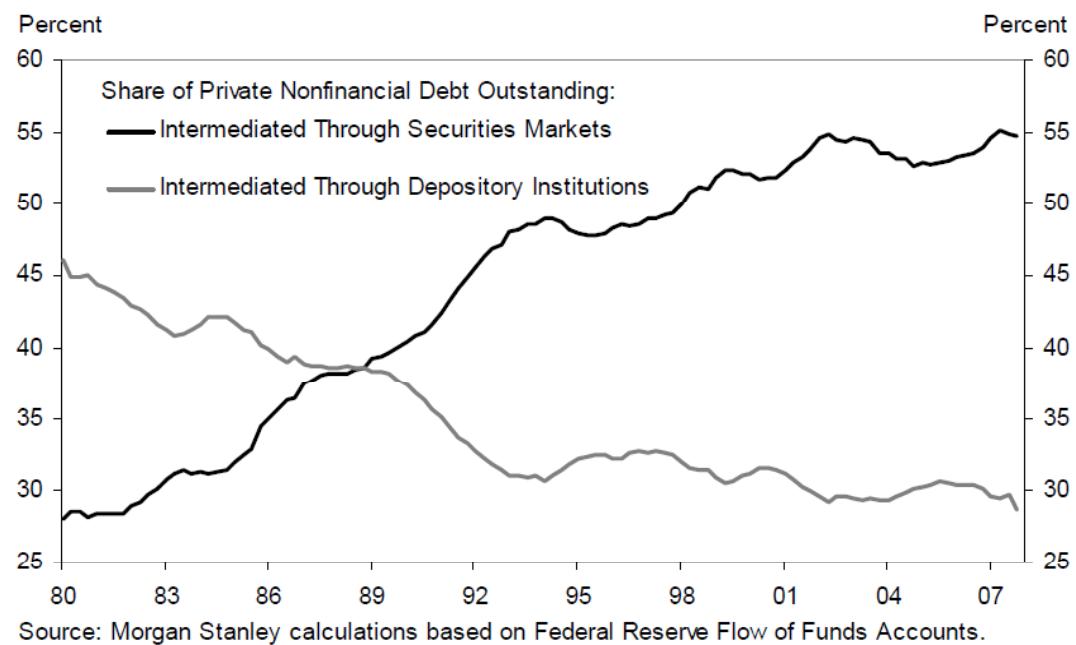
コングロマリット化

3. 金融化

a) 商業銀行業務から証券業務の優位へ

- ◆ 金融規制緩和と高金利 → 銀行の業務を不利化
- ◆ 預金 → 投資信託(MMF); 銀行ローン → コマーシャルペーパー
- ◆ 銀行の倒産と合併; 12,000行 → 8,000行以下

図5 銀行と証券市場の金融仲介シェアの変化



b) 住宅ローンの証券化

- ◆ 住宅ローン証券化の問題点: ジニー・メーの証券化(元利保証)
- ◆ ファニー・メーとフレディ・マックの場合: affordable条件=プライム・ローン
- ◆ 銀行住宅融資: サブプライムやジャンボも
「組成・保有」 → 「組成・販売」: 独立事業体(SIV)経由の証券化

図 7-1 発行型別の民間証券化

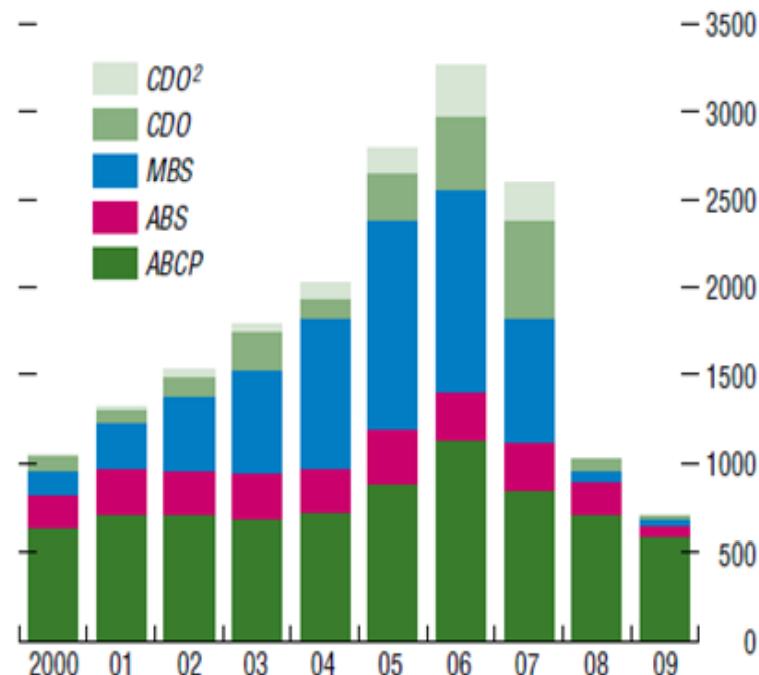
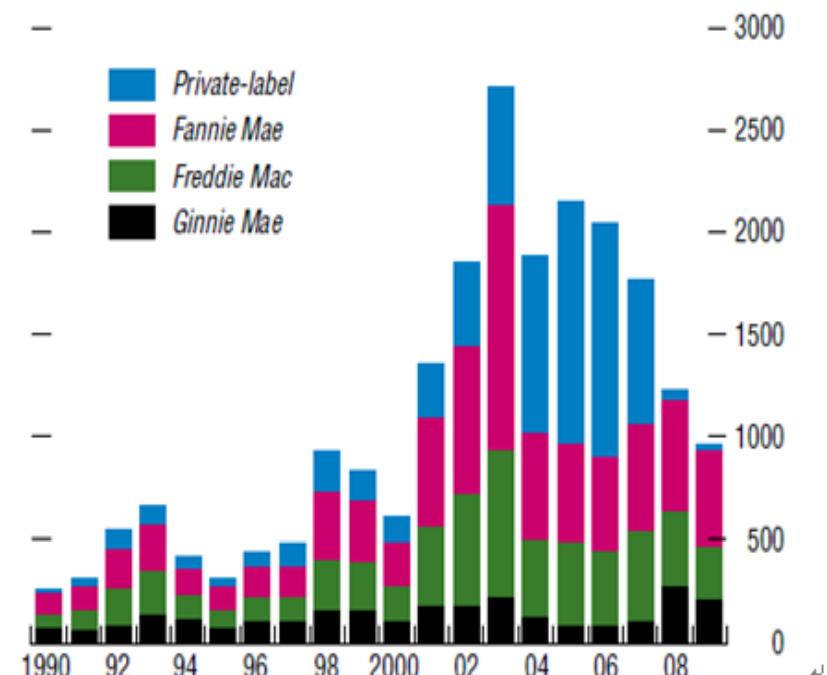


図 7-2 政府・民間住宅担保証券発行額

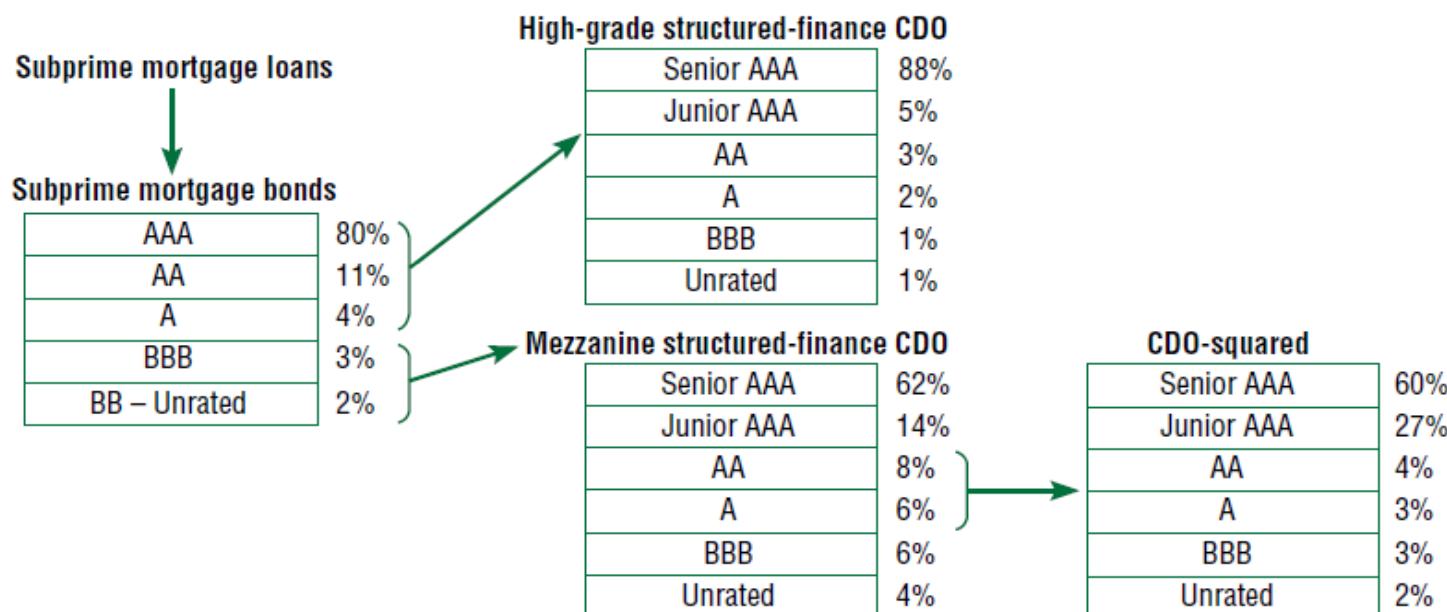


(出所) 共に IMF, Global Financial Stability Report, October 2009 による。単位は 10 億 \$。

c) 仕組み証券化とデリバティブ

- ◆ 仕組み証券化: 多数債権を一括して細分化 → 大量の投資適格創出
- ◆ 金融工学: リスクの評価基準提供 → 仕組み証券化
- ◆ 組み込む債権:
 - 住宅ローン(MBS) → 多様な債権を包括(CDO) + CDS = CDO²
- ◆ デリバティブ取引 → 高レバレッジ

図7 仕組み証券化



Source: IMF staff estimates.

Note: CDO = collateralized debt obligation.

d) Shadow banking systemと金融部門全体の肥大化

- ◆ 投資銀行、ヘッジ・ファンド、SIV、投資信託など
- ◆ [特徴] 政府の規制殆どなし、大胆にリスク引受け
- ◆ 2007年には、資産規模で銀行を上回る。

図 8-1 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)

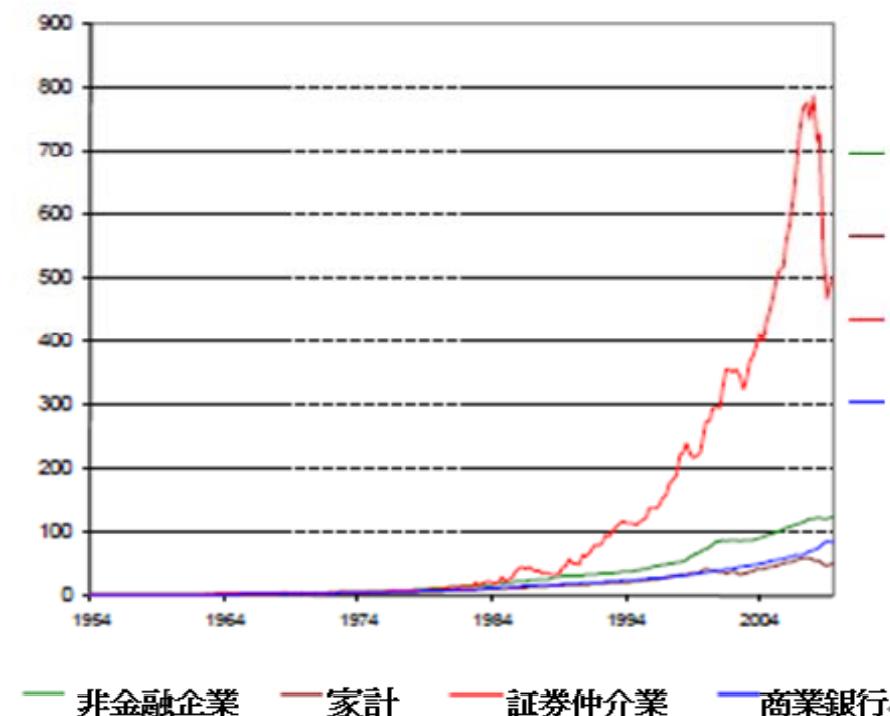
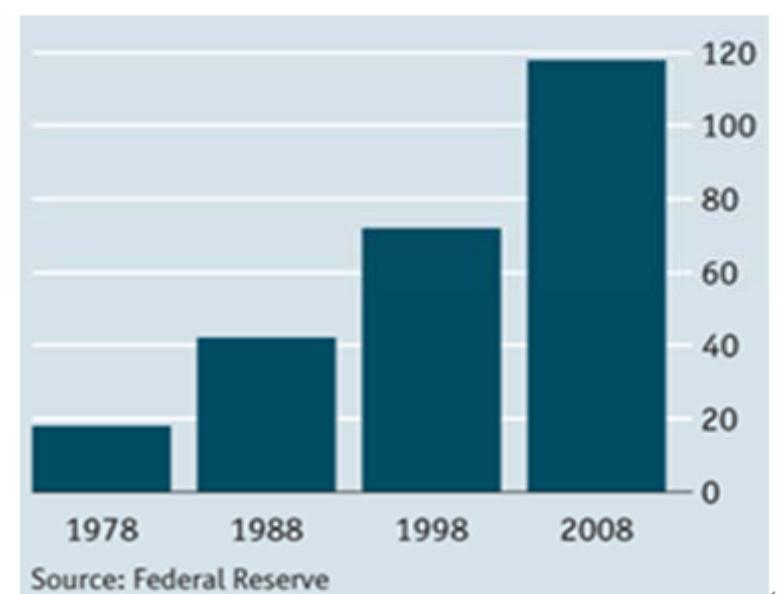


図 8-2 金融業債務の GDP 比



4. 社会的格差構造

富の格差拡大傾向

図8-1 所得5分位中位家族の実質所得成長率比較

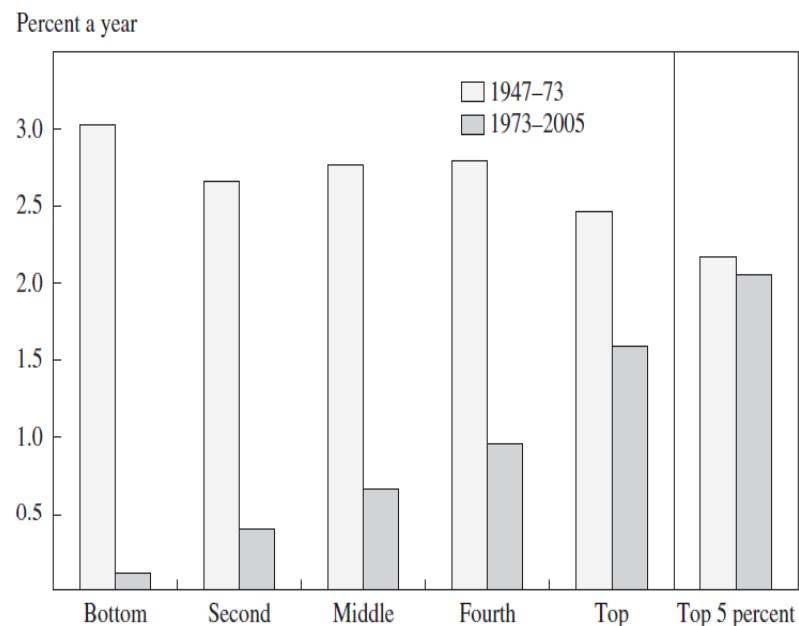
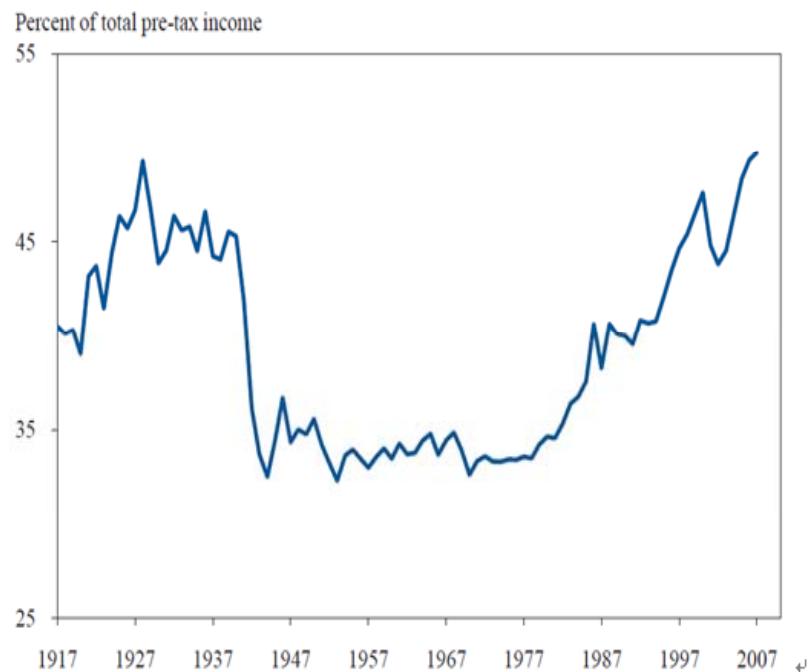


図8-2 所得トップ10%家族の総所得に占める割合



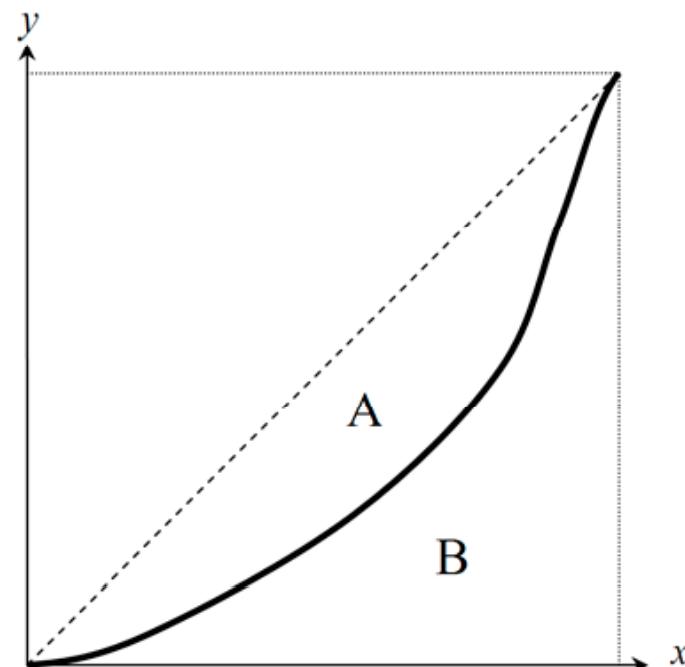
(出所) Economic Report of President, 2010, p.219

貧富格差の拡大

表4 ジニ係数の推移

1967	0.397
1970	0.394
1980	0.403
1990	0.428
2000	0.462
2006	0.470
2008	0.466

(出所) U.S. Census Bureau, "Income, Poverty and Health Insurance Coverage in the United States: 2008", Sept.2009の表A-3による)



5. 危機局面から振り返って

a) 危機の責任は誰に(チャールス・ビーン英蘭銀行副総裁)

一般の人に取って

- ◆ 自分にも分からぬ金融商品を創り出した若手金融業者
- ◆ リスクを無視し、自己の報酬を追求した強欲な銀行家
- ◆ 適切な規制・制御を怠った怠惰な監督官
- ◆ 流動性、信用および資産価格の激増を許した怠慢な中央銀行家
- ◆ 理論モデルに熱中し歴史を忘れ、罪人達を煽った職業経済学者

b) デリバティブについて

- ◆ 金融工学の役割: N. タレブのベル型正規分布利用批判
- ◆ OTCデリバティブ(特にCDS): 取引相手リスクの過小評価問題
- ◆ リスク取引:

risk hedger → risk taker(リスク管理能力保有): 保険、先物取引所
証券化、特に複雑な仕組み商品

→ 「リスクを理解できていない投資家」に転嫁

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

1. ウォール・ストリートでは

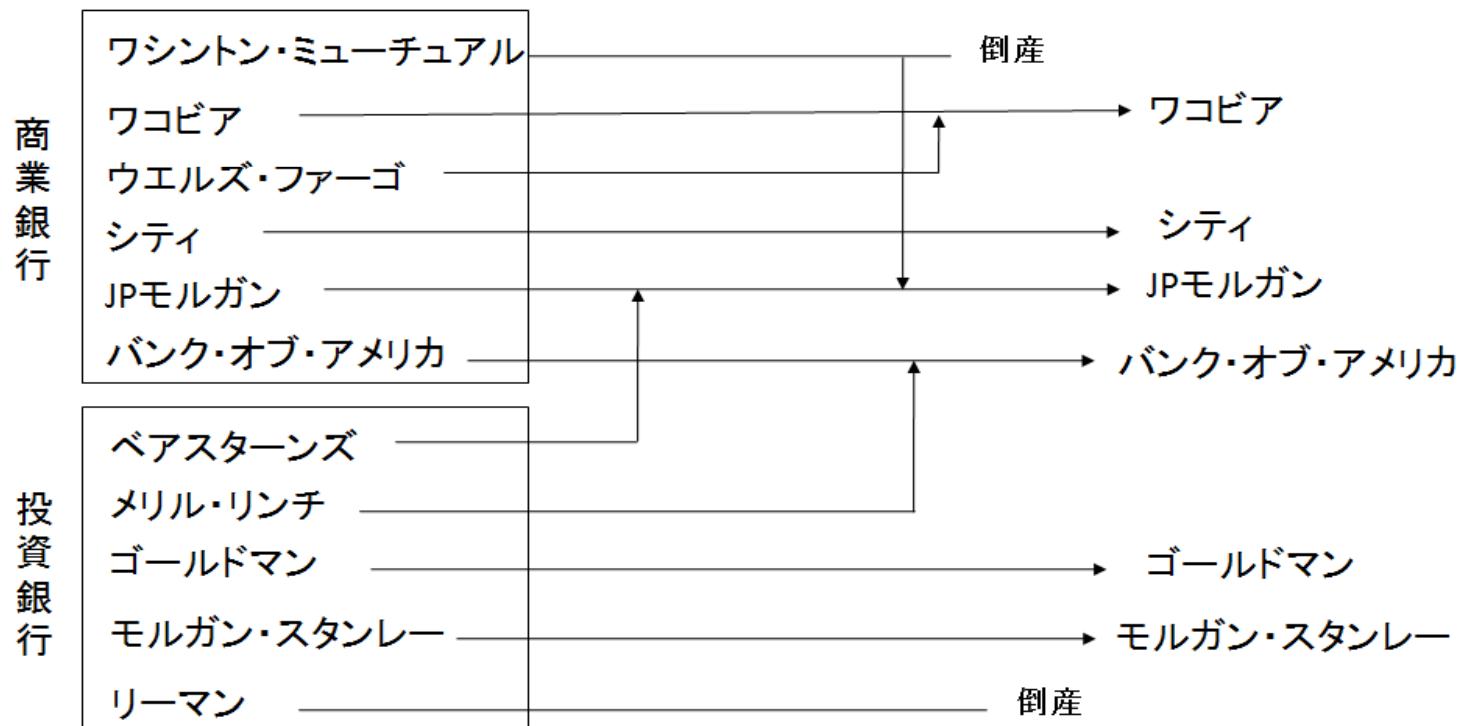
a) 連銀の救済措置

- ◆ 金利ほぼ0%にまで切り下げ
- ◆ 監督権限外の金融機関に資金供給
- ◆ 担保に投資適格資産、実情は不良資産を含む
⇒ 2兆ドル超の資金援助内容公表をめぐる訴訟問題

b) リーマンの倒産をめぐって

- ◆ クルグマンのポールソン批判と
ポールソンの弁明(救済権限なし)
- ◆ 不良資産救済計画(TARP)の議会通過 経緯
→ 金融機関に救済資金供給
- ◆ リーマン倒産は金融機関救済のために
Wall街が差し出した‘生け贋’!?

c) 金融機関の寡占化



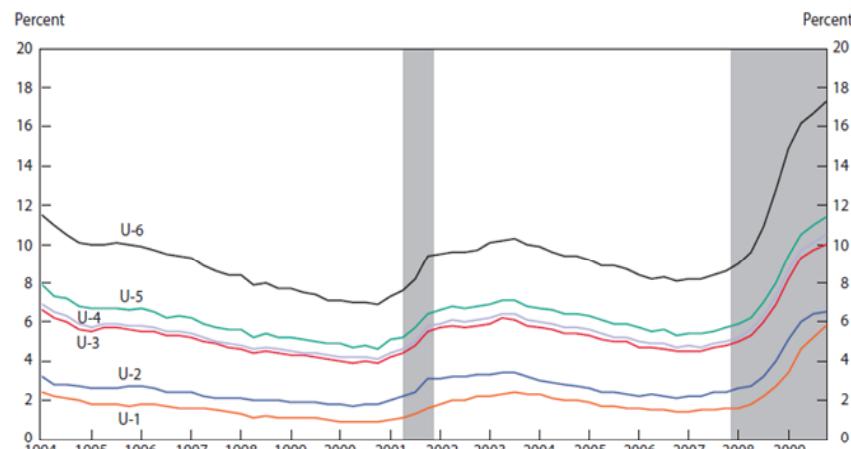
寡占強化 (2009年第4四半期実績)

- ◆ 商業銀行5社; 資産:全銀行の52.7%; デリバティブ取引額 206兆ドル
- ◆ 銀行持ち株会社6社: 50社合計資産の64.4%
- ▶ **Goldman**(銀行次元で); 資産額910億ドル、取引額41.6兆ドル、倍率 448倍
2009年第2四半期 空前の収益と報酬支給 → 反撥、SECによる起訴

2. メイン・ストリートでは

a) 高い失業率

図11 失業率推移(1994-2009)



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

表5 産業別雇用者数の変化

	2007.7(a)	2009.10	差額(b)	b/a(%)
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
金融関連	8,322	7,664	-658	7.9

(出所) Bureau of Labor Statistics による

b) 不動産不況の問題点

- ◆商業不動産業(事務所用、小売施設、集合住宅、ホテル等)の特質
賃貸料その他の収入依存 → 不況の影響が直接的
商業不動産融資の契約様式：3～10年満期で借り換え

図13-1 商業銀行への商業不動産の滞納状況

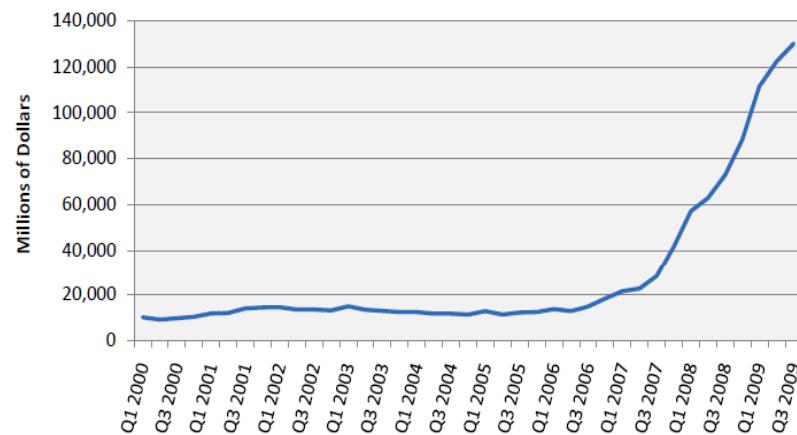
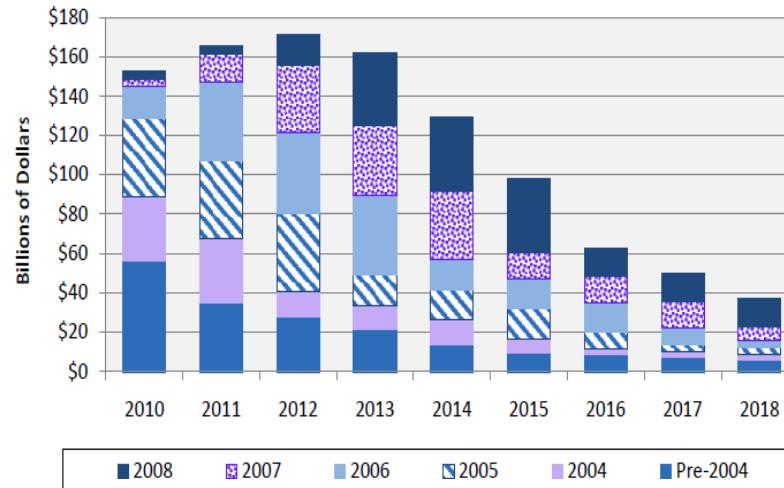


図13-2 銀行保有商業不動産ローンの契約年次別満期年次



(註)図表の出所はCongressional Oversight Panel; Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability, February 10, 2010

- ◆地方銀行の倒産増： 2008年25行； 2009年140行； 2010年5月末、76行

IV. 二つの問題点

1. ヴォルカー・ルール

金融機関の規模と
業務の範囲規制
↓
商業銀行と投資銀行の分離
↓
金融コングロマリットの解体

* * *

‘too big to fail’ 問題

2. 中産階級の行方

「住宅供給条件修正計画」(2009年春)

年間返済額；

金利減と期間延長で収入の31%以内に
2009年度；プライムローンの差押え増加
過剰債務と「戦略的デフォルト」

↓

中産階級の没落問題

