

後の国際通貨体制の変遷を経て、現在では各国通貨は金とまったくリンクしていない。不況の長期化という代償を国民に負わせてまで、自国通貨と金（金為替）の交換比率を保とうとする金の呪縛は、今ではもちろんはたらいっていない。したがって、1929年恐慌に比較して、2008年危機のあとにとられた種々の政策（日米欧の連携のもとでの各国中央銀行の量的金融緩和や各国政府の支出拡大）がより迅速で、果敢なものとなったことは評価できるが、このような相違点が表れるのは、ある意味で当然のことである。

それよりも懸念すべきは、高リスクの金融商品に狂奔した各国の金融機関の監督強化や投機的な国際資本移動の監視強化、すなわち国際的な規模で危機を誘発した投機そのものを抑止する方策について、

G8の場合などで、現在まで十分な措置が講じられていないということである。ヘッジ・ファンドの監視やタックス・ヘイブンの規制の検討は一向に進んでいない。これは、事情はともあれ、戦後しばらくの間、資本移動が規制されていたことに比べると、退行といえるかもしれない。この点について、もはやわたしは楽観的ではない。国際社会における投機抑止の努力が中途半端なものにとどまっている間に、マネー崇拜のカジノ資本主義がふたたび凶暴な鎌首を持ち上げ、世界中を跳梁する恐れは十分にある。現にいま、アメリカの大手金融機関はその業績を急速に回復しつつあり、他方で、中国では政府の過度の財政支出のてこ入れによってバブルが膨張しつつある。再度の危機は迫っているかもしれない。



金沢大学人間社会学域経済学類  
講師  
佐藤 秀樹

## 破綻の連鎖を生んだ国際金融の構造

### 1. はじめに

2007年夏、仏大手銀行BNPパリバ傘下のファンドの問題を皮切りとして生じた米国におけるサブプライムローン危機は「低所得者向け住宅ローンの返済焦げ付き」を問題の根本に抱え、以降、様々な形で国際的に波及した。問題の本質は米国における消費者レベルでの金融慣行（消費者金融）への規制が不十分であることが考えられる（図を参照）。一連の金融危機の中でも2008年9月15日、これまで金融界で大きなプレゼンスを示してきた米大手証券リーマン・ブラザーズの破綻は、グローバリゼーション下での米国金融資本主義の隆盛に対し、極めて重要な警鐘を鳴らしている。

本稿では、第一に、世界金融危機の事象を3つの時期区分を用いて整理する。第二に、政府の対応策

に関して米国、及び欧州に焦点を絞り、各々検討する。第三に、国際金融体制について、従来のドルを軸心とする変動相場制の構造的問題を踏まえ、国際通貨体制改革が議論の俎上にあることを取り上げ、「変化」への適応に関して述べていく。

米国の消費者金融の問題点



- 米国では原則として金利の上限が規制されていない（独仏は上限有。日本は貸金業の規制等に関する法律等の一部を改正する法律（平成18年12月20日公布）により15～20%に引き下げ）。
  - バルーンペイメント（低所得者に対して徐々に金利が膨張していく契約）等、略奪的貸付が見られる。
- ☞以上から、貸し手責任を厳格化した国家による金利規制等のバンドが必要

図：著者作成

### 2. 世界金融危機—事象—

ここでは、世界金融危機の骨子について、2007年8月から2008年9月に限定して、3つの時期区分を行い、時系列に整理しつつ流れを見ていく。

まず、第1期として欧州の動向を取り上げる。2007年8月9日に、仏BNPパリバが傘下の3本のABS(資産担保証券)ファンドの純資産価格(基準価額)算出、追加設定・中途換金に関する一時停止を発表した所謂「パリバショック」が発生した。これは一部の米国の証券化商品価格の公正な算出が不可能になったことが背景にある。このため、同日、LIBOR(ロンドンのユーロ市場での銀行間預金出し手金利。国際金融取引で通常基準金利として使用)高騰への対処からECB(欧州中央銀行)は948億ユーロの緊急資金を供給した。翌月14日には、BOE(イングランド銀行)が英ノーザン・ロックに対し、流動性供給により救済する事態が生じ、翌年2月22日には同社は国有化されている。このような欧州市場の緊迫感の中、2007年12月12日に、FRB(米連邦準備制度理事会)、ECB、BOE、スイス中銀、カナダ中銀の5中銀が短期金融市場の緊張緩和措置を発表し、金融機関のドル需要対策を実施した。FRBとのスワップ協定(各国が流動性危機の際に、一定の条件下で外貨を融通し合う協定)によりECBとスイス中銀は、それぞれ最大200億ドル、40億ドルのドル供給が出来るようになった。

次に第2期としては米国の大規模な金融機関の動向が挙げられよう。ここでは第一に2008年3月の米ベア・スターンズの経営危機、第二に同年7月の米GSE(政府支援企業)である通称ファニーメイ(連邦住宅抵当公社)、及びフレディマック(連邦住宅貸付抵当公社)の公的管理への移行、第三に同年9月の米リーマン・ブラザーズ破綻、米AIGの経営危機が挙げられる。これらのエポックメイキングな歴史的な事象により生じた、LIBORの更なる高騰、銀行のドル資金不足に対処すべく、9月18日にFRB、BOJ(日本銀行)、ECB、BOE、スイス中銀、カナダ中銀が前述とほぼ同様の共同措置により、最大1800億ドルを供給するスワップ協定を締結した。これは後日にスウェーデン中銀等の参加により、6200億ドルまで供給枠を増加させている。

続いて第3期は、欧州における相次ぐ公的支援を特徴とする。同年9月28日にベルギー・蘭系フォルティスをベネルクス三国政府が救済(蘭での銀行・保険事業は同年10月、蘭政府により国有化、その他の銀行業務はベルギー政府により保有され、その内75%は2009年5月にBNPパリバに移管。同時にフォルティス銀行がベルギーでの保険業務の25%を取

得)、翌29日には独ヒポ・リアル・エステートが独政府と国内金融セクターの企業連合による信用保証を受けることとなり(のち同年10月に設立された独金融市場安定化基金(SoFFin)が救済を行い、2009年6月時点で同社株式の90%を取得)、翌30日には仏・ベルギー系デクシアがフランス・ベルギー・ルクセンブルク政府による公的資本注入を受け入れることとなった。以上、金融危機の発端となった2007年8月から2008年9月の動向は次節のような政策対応を迫ることとなる。

### 3. 政府の対応—米欧の事例—

このように歴史的にも極めて重大な世界金融危機に直面した各国政府は、米国を主として矢継ぎ早に政策措置を取るようになるが、ここでは米国、欧州の事例を検討する。

まず米国では、5つの証券会社(投資銀行)が変貌を遂げる。ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの2強は、FRBの監督を直接受けることとなる銀行持株会社に移行した。そしてメリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収され、前述のリーマンは連邦破産法第11条を適用し破綻、ベア・スターンズはJPモルガン・チェースに買収されることとなった。

また重要な点として法的な枠組みの設定が挙げられる。即ち緊急経済安定化法(Emergency Economic Stabilization Act of 2008)が2008年10月3日に成立したことである。これにより公的資金の活用が法律によって保証され、後に同法が「拡大解釈」され得る余地が残存し、金融機関の優先株買取という異例の措置を生み出すことに繋がった。

さらに金融危機から実体経済への波及としては米自動車ビッグスリーの一角を占めていたクライスラー、及びGMが連邦破産法第11条を適用申請し(各々2009年4月、同年6月)、破綻したことが挙げられよう。これは金融問題が各産業に影響を及ぼし、特に雇用問題で切迫した状況を突き付けることとなった。直近の2009年8月7日に米労働省から公表された7月雇用統計でも失業率は9.4%、非農業部門の雇用者数は24万7000人の減少(US Department of Labor, News Release, August 7, 2009)と、景気の底打ちが見られるとされる現在でも、今なお厳しい景況感を示している。

このような中、2009年1月に発足した民主党オバ

マ政権は特例の積極的な財政出動を行わざるを得ず、同年2月に提出された予算教書を見ると財政見通し(2008-2019年)について、2009年及び2010年は対GDPでそれぞれ12.3%、8.0%もの大幅な財政赤字を計上する見込みである。しかし、その後は概ね3%付近の財政赤字の水準に回帰させようとする試みが提示されている(Office of Management and Budget, *A New Era of Responsibility: Renewing America's Promise*, February 26, 2009)

次に欧州についてECBの金融政策を中心にみていく。現在の各国中央銀行の政策金利は軒並み「超低金利」といえよう。2009年8月現在の政策金利はFRB(FF金利)が0~0.25%、ECB(主要介入金利)が1.00%、BOJ(無担保コール翌日物金利)が0.10%である。なかでも「物価の安定」を最重要視してきたECBが、2009年5月6日に政策理事会(Governing Council)にて決定した利下げ(前述の1.00%水準)に加えて、所謂「量的緩和」政策を導入(600億ユーロのカバードボンド(金融債)を購入)したことは、これまでの同行の金融政策の変遷において特筆に値する事象といえる(ECB, *Press Release*, May 6, 2009)。また翌6月4日の政策理事会ではこの歴史的な低水準の政策金利が据え置かれ、トリシェ同行総裁の記者会見では、2009年のユーロ圏実質GDPが-5.1%~-4.1%(2010年では-1.0%~+0.4%)になるとの予測が発表されている(ECB, *Introductory statement with Q&A: Press conference by Trichet, J.-C. and L. Papademos*, June 4, 2009)。

このような「非伝統的」な政策を実施するECBに対して、昨今ではメルケル独首相による金融政策への「介入」が見られ(米FRB、英BOE等の超低金利政策、量的緩和政策等の金融緩和は「外圧」であるとの見解)、政府からの独立性を保ってきたECBの金融政策の是非が議論になっている(Benoit, B., "Merkel makes a mark," *Financial Times*, June 6-7, 2009)。このような中、「物価の安定」を第一義としてきたECBは、総合的な対策を伴う「金融システムの安定」を重要視することになっている(ノワイエ・フランス中央銀行総裁講演での見解。2008年11月成城大学にて聴き取り)。所謂、平時の堅実型の金融政策から有事の危機対応型の政策に移行していることは明らかである。

#### 4. 終わりに—国際金融体制の変化—

以上のように、世界金融危機のアウトラインと米国及び欧州の政策対応について見てきた。ここで国際金融体制の変化に関して述べてみたい。

1973年春以来、30数年を経た変動相場制は、現在でも基軸通貨は事実上、米国通貨ドルである。しかし、ブレトンウッズ体制崩壊後の「非対称的」な制度について、新興国である中国、ロシアでSDR(特別引出権。1969年、IMF(国際通貨基金)の中に設けられた準備資産の一種。主要4カ国通貨のバスケットにより価値表示)を重要視する制度の提起がなされている(かつて1965年においてフランスで金本位制復帰論がドゴール、ジスカール・デスタン、リュエフを中心に提案されている)。2009年3月に発表された周小川中国人民銀行総裁の論文「国際通貨システム改革」(Zhou Xiaochuan, *Reform the International Monetary System*, The People's Bank of China, 2009)は、米国を始めとする世界主要国に対し、大きな波紋を投げかけた。重要な点は当該論文で主張されている見解が、短期的見方と長期的見方を区別していることであり、最終的にSDRの役割を強化し、徐々にSDRが既存の準備通貨に取って代わることを示唆したものである。ロシアが直截に問題提起をしていることと対照的に、中国はあくまで漸進的に改革を進めることを提言しているのである。このような従来のG7主導体制が新興国を含めたG20主導体制に移行しつつあり、国際金融における政策協調の形態が変容を遂げている。2009年4月のロンドンサミットでのG20の議論が、不十分な点があるにせよ、今回の各国金融危機対策の大きな踏み台となっていることは確かである。また、同年9月には米ピッツバーグでのG20開催が決定されている。より対称性を増した政策協調ではあるが、一方で意思統一の難しさがその分、存在している。しかし、今後の展望について鑑みるに、現実の交渉を通じた「妥協の産物」である政策形成に当たっては、目指すべきヴィジョン、あるべき姿を描いた「理想」を明確に掲げてこそ、より望ましい形となっていくことを忘れてはならないと思われる。