

金融危機と新自由主義経済学の危機

服部 茂幸

福井県立大学経済学部教授

今回の危機だけが問題なのではない

アメリカの投資銀行リーマン・ブラザーズが破綻したのは、2008年9月である。リーマン・ブラザーズの破綻は大恐慌を超える金融危機と大恐慌以来最悪の経済危機を引き起こした。あれから、4年がすぎようとしているが、世界経済は混迷から抜け出せないでいる。それどころか、現在、ユーロの破綻が懸念されている。今回の危機の中で、アメリカを代表する経済学者クルーグマンが、過去30年間のマクロ経済学の大部分は「最高では華々しく役立たなく、最低では全く有害である」と述べたことは有名な話である。

しかし、金融危機は今に始まった話ではない。表1では、金融危機をアメリカとそれ以外に分けて示した（アメリカ以外は数が多いので、主なものに限って

る）。1980年代、萌芽的には1970年代から、新自由主義の理論に基づいて、金融の自由化が進行する。その結果、世界各国は1970年代までには考えられないような金融危機を経験してきた。新自由主義の理論と政策が有害だったのは、今回に始まったことではなかったのである。

それにもかかわらず、主流派経済学者はこれらの金融危機から十分な教訓を得ることができなかった。例えば、1997年－1998年の東アジア通貨・金融危機は、縁故資本主義にその原因があるとされた。東アジア各国は、金融危機を防ぐためにも、新自由主義経済学に基づいた金融改革を行い、アメリカ型の透明な金融システムを導入しなければならないのである。

日本は1990年代以降、長期停滞を続けていた。しかし、日本の長期停滞は、愚かな日銀の間違った政策と、時代遅れの銀行中心型の金融システムに原因があるとされた。今回の危機の直前まで、バーナンキ（FRBの現議長）を中心としたFRBの経済学者は、正しい経済学にしたがって金融政策を行うFRBと証券中心型の金融システムを持つアメリカでは、日本型の長期停滞はあり得ないと、大まじめに主張していた。今となつては滑稽な話である。

実際には、そのアメリカでも、今回の危機の前から、金融危機が数年ごとに繰り返生じていた。表1ではアメリカ金融当局の危機に対する対処も示している。危機の原因は資産価格の暴落によるものと、金

はっとり しげゆき

京都大学大学院経済学研究科修了。博士（経済学）。専門分野は、経済理論、経済政策。奈良産業大学経済学部専任講師、助教授、福井県立大学経済学部助教授を経て、現職。

著書に、『貨幣と銀行——貨幣理論の再検討』（日本経済評論社、2007年）、『金融政策の誤算——日本の経験とサブプライム問題』（NTT出版、2008年）、『日本の失敗を繰り返すアメリカ——デフレ不況の危機』（NTT出版社、2011年）など。

表1 世界に広がる金融危機

アメリカ以外(主なもの)

年	金融危機
1980年代前半	発展途上国の債務不履行問題
1980年代後半-90年代初め	日本とスカンジナビア諸国のバブル崩壊
1994年	メキシコの通貨危機
1997年-98年	日本の金融危機 東アジア通貨危機・金融危機 ブラジルとロシアの債務不履行問題
2007年-	サブプライム金融危機(アメリカ、ヨーロッパ他)
2011年-	ユーロ危機

アメリカ

年	金融危機	危機に対する対処
1984年	コンティネンタル・イリノイ銀行の破綻	公的資金注入、流動性供給
1987年	ブラック・マンデー	金融緩和(流動性供給)
1980年代後半-90年代初め	S & L(貯蓄組合)危機	公的資金注入
1997年-98年	LTCM危機	ニューヨーク連邦準備銀行の要請により ウォール街の主要金融機関がLTCMを救済、 金融緩和(流動性供給)
2001年	ITバブル崩壊	金融緩和(流動性供給)
2007年-	サブプライム金融危機	公的資金注入、金融緩和(流動性供給)

(出所) 筆者作成

融機関が不良債権を抱えて破綻するものの2通りである。アメリカの金融当局は、資産価格暴落型の危機の場合には金融緩和(流動性供給)によって、不良債権型の場合には(金融緩和、流動性供給に加えて)公的資金などによって支援することによって、対処してきた。

表1に示したアメリカの金融危機は、危機と言うには小さなものがあることは、その通りである。けれども、例えば、ヘッジ・ファンドLTCM(ロング・ターム・キャピタル・マネジメント)危機の折には、その破綻を放置すれば、世界金融市場は崩壊すると言われていた。金融危機と言える水準に達しなかったとしても、それは単に政府の介入が危機を防いだからにすぎない。

そのことに気づかなかつた多くの経済学者は、新自由主義の理論に基づく金融市場の自由化は、アメリ

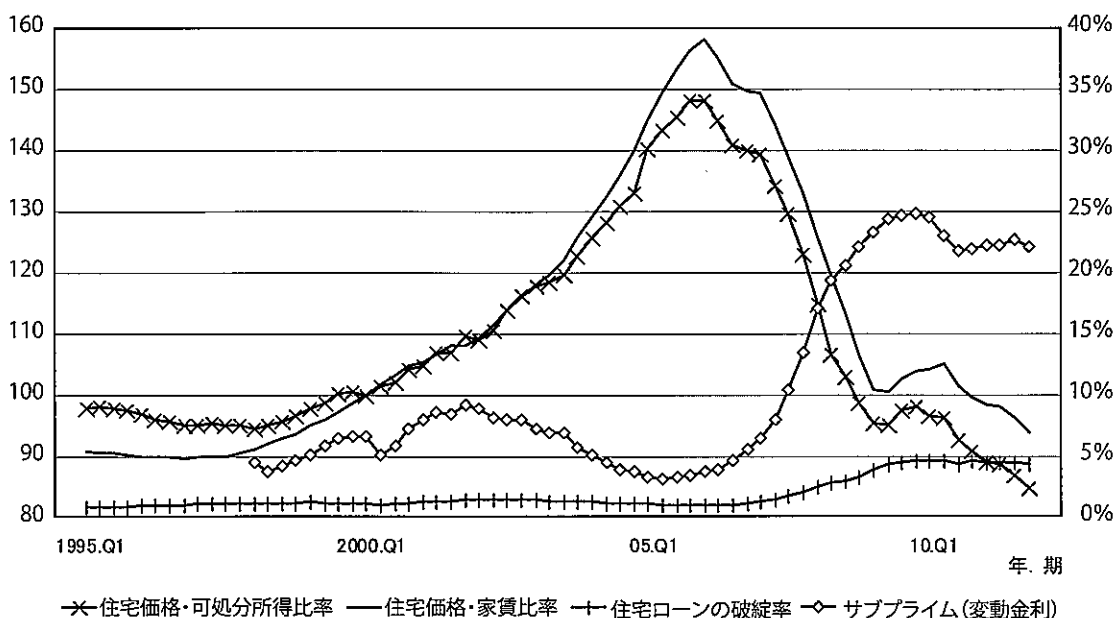
カと世界の金融市場をより効率的に、より安定的にさせたと論じていたのであった。

主流派経済学と金融危機

合理的期待革命と効率的市場仮説は、現在のマクロ経済学と金融理論の基礎をなす理論と言えるであろう。2つの理論は市場経済と金融市場が合理的に機能することを証明してきた。こうした理論に基づいて、アメリカの金融当局は金融市場を自由化すると同時に、外国にもそれを押しつけた。その結果が世界に広がる金融危機である。

どこに問題があったのだろうか。今回の危機の後、注目を浴びているのが、ミンスキーの金融不安定性

図1 アメリカの住宅価格と住宅ローンの破綻率（1995年第1四半期－2011年第4四半期）



- (注) 1) 住宅価格・可処分所得比率、住宅価格・家賃比率は左目盛り、各種住宅ローンの破綻率は右目盛り。
 2) 住宅価格・可処分所得比率は、S & Pケース=シラー指数(全国)と1人あたりの可処分所得の比率。
 住宅価格・家賃比率は、S & Pケース=シラー指数(全国)と家賃の比率。家賃は3月、6月、9月、12月の数値。何れも季節調整値、2000年を100とする指数。
 3) サブプライム(変動金利)は変動金利のサブプライム・ローンの破綻率を示す。1998年第1四半期－2011年第4四半期
 (出所) セントルイス連邦準備銀行、アメリカ商務省経済分析局、アメリカ労働省、アメリカ抵当銀行協会。

仮説である。ミンスキーは(その他のポスト=ケインズ派も)、将来のことを(確率分布としても)正確に知らない人々は、合理的に行動し得ないと論じてきた。将来を正確に見通せない人々は、合理的に行動したつもりでも、実際には近視眼的で、場合によっては破滅的な行動をするのである。

一例を挙げよう。当時のFRB議長グリーンズパンは、アメリカの住宅バブルの最盛期に、銀行ローンの延滞率の低下を見て、家計の負債管理は良好であると論じていた。いわゆる金融のプロも含む多くの(全てではない)人々は、グリーンズパンと同じ思いを抱いていたことであろう。

図1はアメリカの住宅価格と住宅ローンの破綻率を図示したものである。確かに住宅バブル期に、住宅ローンの延滞率、特に変動金利型のサブプライム・ローンの延滞率が低下した。しかし、それは本当は

ローンを返済できない家計でも、価格の上昇した住宅を担保にしてローンを借り換えることによって、過去のローンを返済できたからである。したがって、バブルが崩壊すると、こうした手法がとれなくなり、住宅ローンの延滞率、特に変動金利型のサブプライム・ローンの延滞率は一気に上昇する。

ところで、グリーンズパンの予想は住宅ローンの延滞率が低下したという過去の情報を将来にそのまま延長ものにすぎない。単純な適応型期待である。住宅市場における最重要なファンダメンタルズ情報とは、住宅価格と所得の比率であり、住宅価格と家賃の比率である。図1を見れば、バブルの中でこの2つの比率は急上昇していたことがすぐに分かる。すなわち、ファンダメンタルズ情報に注目していれば、住宅市場と住宅金融市場の異常事態が理解できたはずである。それにもかかわらず、実際には、多くの人々は

グリーンスパンのような近視眼的な適応型期待を抱いていたのである。

住宅ローン会社が近視眼的な適応型期待に基づき、住宅ローン市場が安全になったと考えたとしよう。彼らが大量に住宅ローンを供給すると、大量に住宅が建設され、バブルがさらに拡大するであろう。こうしたメカニズムを通じて、バブルが拡大するのである。

住宅バブルと金融不安定性は、近視眼的な適応型期待と景気同調的な金融の拡張の結果であると言える。ところが、合理的期待モデルにも、効率的市場仮説にもこの重要な要因が仮定によって排除されている。ここに合理的期待も効率的市場仮説の欠陥があると言える。

市場の歪みを拡大させる金融市場の発展

もともと、バブルは最終的には崩壊するものである。今回の住宅バブルも最後は崩壊した。その意味では市場には均衡化メカニズムがあると言えよう。しかし、括弧つきの「均衡への復帰」が何を意味するかが問題である。

今回のバブル崩壊は世界的な金融危機をもたらした。金融危機を防ぐため、アメリカでもヨーロッパでも市場に介入し、金融機関を救済した。それにもかかわらず、日米欧ともに今なお経済停滞から抜け出せないでいる。バブル崩壊を「均衡への復帰」と呼んだとしても、言葉からイメージされるような静穏な過程でもないし、望ましいことでもないのである。

金融市場では長期的には均衡化メカニズムが働くとしても、短期においては、しばしば不均衡化メカニズムが有力になる。すると、金融市場はこれを踏まえて、制度設計をしなければならないであろう。

しばらくの間、バブルによって、住宅ローン関連証券の価格が上昇しているが、最終的に住宅バブルが崩壊し、この証券も不良債権となるとしよう。投機家はそのことに気づいていても、バブルが崩壊する前に、証券を売り抜ければ、この投機家は多大な利益を得ることができよう。短期的な利得を求めた投機

家が証券を購入すると、住宅バブルは一層拡大するであろう。

けれども、証券市場が整備されず、証券を売り抜くことが困難であれば、投機家はこの証券を購入することをためらうであろう。逆に投資家はその証券が長期的に利益をあげられるか、破綻する可能性はないかに注意するであろう。言い換えれば、ファンダメンタルズに基づいて投資が行われるようになるのである。

ケインズは証券市場では転売を困難にすることによって、投機が行われなくするようにすることを主張した。市場の均衡化メカニズムが長期にしか働かないとすれば、ケインズの主張には根拠がある。

しかし、新自由主義の金融改革はこうしたケインズの英知とは逆の方向に行われた。今ではアメリカの住宅ローンの大部分は証券化されている。そして、FRBを初めとしたアメリカの金融当局で働く経済学者たちは、証券化は自由な市場が生み出した進歩であり、金融市場を安定化させるものだと考えていた（実際には、住宅ローンの証券化の大部分は、政府支援機関ファニー・メイ、フレディー・マックが関わっている）。

また理論的には証券化は、リスクの負担能力のある人々にリスクを分散するものとして、金融市場を安定化するとされた。しかし、実際には証券を購入しているのは、金融機関であった。証券化を通じて、金融機関の結びつきが強まった結果、1つの金融機関の破綻が他の金融機関の破綻をもたらす危険性を強めた。今回の危機では「つながりすぎて潰せない」ということが言われた。

証券化という技術革新は、市場の歪みを拡大し、それもまた危機を広げることとなったのであった。

投機とバブルを支援するアメリカの金融当局

建前と本音が乖離することは、世の常である。金融市場は効率的であるという理論に反して、アメリカでも、アメリカ以外の国でも、繰り返し金融危機が生じていた。そして、金融危機が起きると、政府は神聖な市場に介入すべきではないという建前に反して、ア

アメリカの（それ以外の国も）金融当局は金融市場に強力に介入していた。

しかし、介入の方法が問題である。金融危機の原因は、バブルであり、バブル期に金融機関が借金を返せない人々に過剰な貸出を行ったことである。したがって、こうした乱脈融資を規制することが望ましい。けれども、アメリカの金融当局は、市場に介入すべきではないとして、金融市場の規制を逆に緩和してきた。

ところが、逆に、バブルが崩壊した時、投機に失敗した金融機関が破綻しそうな時には、アメリカの金融当局は市場に介入して、救済してきた。

グリーンズパンが率いるFRBは、バブルを放置してきた。逆にバブルが崩壊した時には、金融を大幅に緩和して、証券市場を支えてきた（議長がバーナンキに代わっても、この政策フレームワークには変化がない）。グリーンズパン・ブットという言葉がある。証券市場が暴落した時には、グリーンズパンは、金融を緩和し、証券市場を安定化させるであろう。だから、危険な証券投機も安全だと言われていたのである。

不良債権を抱え、金融機関が破綻しそうになった時には、公的資金（LTCM危機の時にはウォール街の同業者による資金供給）によって、金融機関を救済した。今回の危機においても、不良債権買い取りプログラムによって、金融機関は救済された。そして、その資金の少なからぬ部分は経営者の報酬の支払いに使われた。今回の救済策は、史上最大で最悪の政府による金融市場への介入と言えるであろう。

けれども、考えてみれば、バブルとは市場の歪みの1つである。バブル崩壊とはその歪みが市場自らの力によって修正されることである。政策が市場の歪みを正すために行われるべきだとするならば、政策当局はバブルを抑制しなければならないはずである。

逆にバブルや投機を抑制せずに、バブル崩壊や投機の失敗によって多額の損失を被った金融機関を救済すれば、失敗しても救済されると知った金融機関

は、危険な投機を再開するであろう。その結果、長期的には金融危機を招くことになるという話は、経済学の常識である。

ところが、アメリカの金融当局は、実際には投機に失敗した金融機関とその経営者を救済し、その利益を守ってきた。それによって、投機とバブルを拡大させることにより、今回の危機を引き起こしたのである。

危機は何かの間違いではない

今ではバーナンキも、アメリカ経済が正常化するには長い時間がかかると主張している。しかし、彼は同時にアメリカ経済の長期的な将来には問題がないとも主張する。危機は何かの間違いであり、その危機が過ぎ去れば、アメリカは元のように成長を続けると言いたいようである。

実際には、アメリカも、その他の各国も、危機の前から金融危機を繰り返していた。今回の危機はその最悪さによって、歴史に残るとしても、新自由主義が作り出した数多い金融危機の1つにすぎないのである。過去において危機が表面化しなかったのは、単に金融当局が介入し、危機を封じ込めたからにすぎない。今回の危機は決して何かの間違いではない。

過去において、アメリカの政策当局が危機を封じ込めた結果、投機マネーは温存された。投機が失敗しても救済してもらえることを知った金融機関は、危機が収束すると投機を繰り返した。こうして危機を封じ込めたことがかえって、次の危機をより大きなものとした。

今回の危機は金融市場の暴走、金融市場の暴走を抑制せず、逆に後押しする金融当局の政策、それを正当化する新自由主義経済学の3つが作り出したと言えよう。市場の失敗、政府の失敗、経済学の失敗の3つのうち、最も根本的なものは経済学の失敗であろう。今回の危機は経済の危機であると同時に、経済学の危機なのである。■