

## サブプライム問題とミンスキー・モメント

佐賀 卓雄

金融が一九二九—一九三三年の期間のような悪化を経験しないように、政府がより積極的に介入することは、全体的な利益フローの下方（ダウンサイド）への変動性を減じることの意味する。しかしながら、その介入が経済に対して上方（アップサイド）へのバイアス（つまり、インフレ的な）をもたらし、これを意味する。（Minsky, H. P. [1992], "The Financial Instability Hypothesis," The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper No. 74 (srn. 161024)

金融市場では過去三十年間に膨大な量の金融工学が生み出されているのに、市場が機能不全に陥る頻度が増え、深刻度は増している。

こうした機能不全は、市場の制度設計を改善しようといわれ

われが努力しているにもかかわらず生じているのではない。そうしたわれわれの努力が機能不全を生じさせているのである。金融市場の構造リスクは、金融市場の状況を改善しようとするわれわれの取り組みが直接に生み出したものだ。（中略）迅速な取引が実現し、金融市場のグローバルな統合が進み、どこにおいてもタイムリーな市場情報を入力できるように、オプションをはじめとするさまざまなデリバティブ商品が開発されてきた。だが、その結果、市場活動のスピードが速くなりすぎ、金融商品の複雑性が高くなりすぎて、危機が避けられない状況になっている。複雑性は「破滅」という名の外套をまとっているのだ。（ブックスターバー「二〇〇八」、一四ページ）

## はじめに

二〇〇七年八月から深刻化したグローバルな規模での金融市場の混乱は、アメリカの信用度の低い借り手向けの住宅ローン(サブプライム・ローン)の延滞率の上昇により、それらを組み込んだ証券化商品(RMBSやCDO)の格下げにより、事実上、流通市場が消滅し、金融機関が大幅な損失を計上したことが発端であった。その後、証券化のスキームのために創設されたSIV(投資組合)がサブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品を担保とした資産担保(ABX)CPの発行が困難になり、親銀行が資金を提供せざるをえなくなった。さらに、大手金融機関が融資に対して極度に慎重になるにつれ、M&Aやプライベート・エクイティ投資のための資金調達が困難にな

るに至り、全般的な金融市場の危機の様相を示すに至った。

今回の金融市場の混乱は、高度な金融工学を利用して組成された証券化商品についての突然の流動性の消失を契機とするものであったため、時に「二一世紀型の金融危機」といわれることがある。

確かに、サブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品の買い手が先進国のいたるところに散らばっていたため、どこから金融市場の混乱や金融機関の破綻が起きてでも不思議がないという点が今回の金融市場の混乱の大きな特徴である。しかし、証券化商品自体は一九八〇年代初頭の第一次S&L(貯蓄貸付組合)危機をきっかけにALM(資産負債管理)のための資産流動化の手法として定着したものであり、特に目新しさはない。

むしろ、注目したいのは、資本主義が一九五〇年代および六〇年代の繁栄の時代を経た後、実体

経済が緩やかな景気変動を繰り返してきたこととは対照的に、金融市場が周期的に大きな混乱に陥ちいつてきたことである。この点に関連して、マスコミヤや学術誌ではしばしばハイマン・ミンスキーの「(内在的)金融不安定性仮説」への言及がみられる。このメカニズムを分析する場合、サブプライム問題へのこの仮説の応用は興味深い側面を明らかにすることができると思われるので、やや長期的観点から景気変動とこの問題を取り上げてみたい。

(注) 最近の新聞、雑誌でのミンスキーへの言及は、*Economist*, Mar.17, 2007, Chancellor [2007], *Financial Times*, Aug.22, 2007, *Wall Street Journal*, Aug.18, 2007 などがあ  
る。学術誌に掲載された関連論文のいくつかは巻末の参考文献を参照されたい。

## 一、戦後景気循環の性格

今回の金融市場の混乱の特質を明らかにするためには、最初に資本主義の景気循環の形態変化を把握する必要がある。

一八二五年に最初の資本主義的恐慌が起きてから、資本主義は一九二九年の大恐慌に至るまで、ほぼ一〇年周期で恐慌と呼ばれる企業や銀行の倒産、大量の失業の発生など、実体経済および金融市場を巻き込んだ激しい不況に襲われてきた。その過程で過剰な資本が整理され、新たな再生産の諸条件が整備されて、資本主義は経済的な成長の契機をえることができたのである。

しかし、一九二九年の大恐慌はそれまで経験したことのない深刻なものであったため、資本主義体制そのものの存続が脅かされることになった。

これには、ロシア革命により既に資本主義とは異なる経済システムが存在していたことが危機意識に一層の拍車をかけた。かくして、自由放任主義を経済運営の基本としていた資本主義は、経済過程への国家の介入によって深刻な不況からの脱出を図らざるをえなくなる。

しかし、このためには金本位制度によって対外均衡が優先される通貨システムを放棄し、対内均衡を優先する通貨システムに変える必要があった。つまり、通貨発行を金との結び付きから解放し、自由な財政・金融政策の展開が可能な状況が必要であった。既に第一次世界大戦の前後に主要国は金本位制度から管理通貨制度に移行していたから、国家が経済過程に介入し、深刻な経済不況を回避するために必要な政策を行う条件は整っていた。いうまでもなく、この理論づけを行ったのがJ. M. ケインズであった。

かくして、戦後の経済運営は一九三〇年代の学習効果を踏まえ、経済変動をなだらかにするとともに、積極的な成長を目指すものであった。世界経済は戦後復興という特殊な段階にあったこともあり、六〇年代中頃まで旺盛な需要に支えられて順調な発展を記録した。主要なイデオログとなったケインズ派は経済システムの管理に自信を持ち始め、特にケネディ政権下で政策ブレインを占めたポール・サムエルソン、ジェームズ・トービンなどが主張するニューエコノミクスは「資本主義は不況免疫性を持つに至った」と公言してはばからなかった。

しかし、アメリカがベトナムへの介入を強めた六〇年代後半から経済にも変動がみられるようになる。六九年には株価が急落し、七三年にはオペック(OPEC)が原油価格を一挙に約四倍に引き上げたことから、世界的な価格上昇がもたら

された。世界経済は不況下にもかかわらず物価が上昇する「スタグフレーション」というこれまで経験したことのない局面に遭遇することになった。かくして、適切な財政・金融政策によってある程度の物価上昇を容認すれば経済は安定的に成長するというケインズ派の主張は急速に説得力を失った。それだけではない。アメリカ経済は七〇年代全体を通じて株価（ダウ）が六〇〇―一〇〇ドルのボックス圏を抜けることができない「ボックス相場」の時代を迎え、七九年には経済雑誌が「株式の死」という特集を組むような長期停滞の時代を迎えた。さらに、七〇年代後半は猛烈なインフレとその影響による高金利の時代でもあった。七〇年代は文字通りアメリカの「失われた一〇年」であった。

アメリカ経済がこのような難局から脱出することができたのは、FRBの金融政策が金利の上昇

を意に介さずに中間目標としてマネー・サブプライの管理に移行してからであった。猛威をふるった、さしものインフレも八二年頃には終息し、以後、八七年のブラック・マンデー、九〇年頃のS&L危機、九七年から九八年にかけてのロシア経済危機、東南アジアの通貨危機、そしてそのおりを受けたLTCMの破綻、そして二〇〇〇年のITバブルの崩壊にともなう一時的な金融市場の混乱を経験したものの、長期にわたる成長を続けてきた。

繰り返される金融危機に対して、FRBは金利の引き下げ措置で対応した。たとえば、LTCMが破綻した一九九八年には秋以降三度の利下げが行われ、結果的にこの年の株価は一年で二一％上昇した。これが当時既に兆候が現われていたITバブルに、より一層拍車を駆けたことはいままでもない。また、二〇〇〇年三月末のナスダック株

の暴落を発端としたITバブルの崩壊の際には、この年の一月から翌二〇〇一年までに合計で一回の金利の引き下げが実施され、FFレートの年初の六・五%から一・七五%まで低下した（この間に九・一一の同時多発テロがあったことを付け加えておく）。こうした頻繁な金利引き下げと、二〇〇二年に採られた減税措置がその後の住宅バブルの発生をもたらしたのである。

今回のサブプライム問題を発端とする危機に際しては、FRBはTAF（ターム入札方式貸出し）、二八日物MBSレポ、TSLF（ターム物債券貸出制度）、PDCF（プライマリー・ディラー向け貸出し）を相次いで導入し、資金供給のチャネルと範囲を拡大している。さらに、ベア・スターンズの資金逼迫に際しては、一九三〇年代の大恐慌以来となる、銀行以外への緊急融資（二〇〇億ドル、形式的には同社を買収するJP

モルガン・チェースに対する融資）を実施した。FRBが今回の金融市場の混乱および金融機関の多額の損失計上に対して並々ならぬ危機感を抱いていたことがわかる。

このように第二次世界大戦後の経済変動を概観すると、かつての産業資本主義段階とは異なり、国家による財政・金融政策により实体经济の深刻な不況を巧妙に回避することが可能になったことがわかる。もつとも、財政出動による景気対策は赤字財政の下では難しくなっているため、金融政策への負荷が大きくなっている。反面、金本位制度からの離脱によって通貨の発行に対する歯止めは政府の判断だけという状況になっている。いったん経済に変調をきたすような状況になると、政府は当面の混乱を回避するために躊躇なく金利の引き下げ、金融市場へのふんだんな通貨の供給に踏み切る。それによって、金融市場の混乱が沈静

化されるといふ事態を繰り返してきたのである。

## 二、ミンスキーの「金融不安定性仮説」

戦後の景気循環を特徴づける実体経済の相対的な安定と、繰り返し襲う金融市場の混乱という事態はどのように説明されるのであろうか。この有力な手掛かりを与えているのが、ハイマン・ミンスキー（一九一九―一九六六年）の「金融不安定性仮説」である。

ミンスキーはポスト・ケインジアンの一人与目されているが、資本主義の発展は本来、金融不安定性を内包しているとみなす点で、他のケインジアンとは一線を画している。そのロジックは銀行および負債者の将来の不確実性に対する期待に注目する点に特徴がある。これはミンスキーがセン

トルイスのワシントン大学の教授であると同時にマーク・ツェイン銀行の取締役を兼務していたという経験が少なからず影響しているのかもしれない。

資金調達が、プロジェクトからの将来のキャッシュフローから返済が可能なヘッジ金融、見通しが外れることによって負債の借り換えや一部の支払いを資産の処分 reliant に頼らざるをえなくなる投機的金融、そして負債の返済のためにさらに負債に依存するポンジー金融に至るにつれますます投機的色彩を強めていく。

〔注〕「ポンジー金融」はミンスキーの造語である。語源となっているチャールズ・ポンジーは一九二〇年代にポストンで活躍した天才的詐欺師で、歴史上、ネズミ講の創始者として有名である。ミンスキーは負債の返済のために新たに負債を負う状態がネズミ講に似ていることからこのネズミ講を考え付いたと思われる。なお、チャールズ・ポンジーおよびポンジー・スキームについては、<http://www.mark-knutson.com> が大変役に立つ。

このプロセスを必然化させるのは、取引当事者の不確実な将来のキャッシュフローについての見通しに基づく投資決定であり、景気の拡張局面では負債の利用が利益を高めることから（レバレッジ効果）、次第に投機的金融の段階に至る。さらに、負債が膨らみ金融が不安定になるポンジ・金融の段階に至ると負債に対する元本および利子の支払いが金融資産ストックの処分によって可能であると期待するに至るといふ。このような状態で、何らかの理由で金利が上昇すると、リスクを感知した銀行は融資に慎重になる。また、企業も十分な将来収益を期待できなくなるため、投資意欲を減退させる。

この段階に至ると、負債の返済どころか、借換えも困難になり、返済資金を調達するために資産の投げ売りを余儀なくされ、資産価格は暴落する。この帰結がミンスキー・モメント（この事態

がさらに進行すればミンスキー・メルトダウン（崩壊）と呼ばれる状況である。

## 二、サブプライム問題の発生メカニズムと「金融不安定性仮説」

ミンスキーの論理展開には、「安全性クッション」(margin or cushion of safety)というもう一つ重要な役割を果たす概念がある。たとえば、銀行が企業のあるプロジェクトに対する融資の際の「安全性クッション」は、融資金額とプロジェクトを実行するために必要な総額の差と定義される。あるいは、銀行が借り手に要求する担保の価値、保証預金額、要するにプロジェクトからの将来のキャッシュフローが予想を下回った時でも返済が確実であるためのクッションのことである。この概念は、グラハム・ドッドの『証券分析』

(一九三四年)の中の収益カバー率 (earnings coverage) という概念に起源をもつといわれる (Kregel [2008]) が、恐らく伝統的に銀行の一般的な融資態度を示すものであり、ミンスキーの銀行実務の経験に裏打ちされたものであろう。投機的金融、ポンジー金融の状態では、安全性クッションは消失していることはいままでもない。

サブプライム住宅ローンは二〇〇四年頃から急増し、住宅ローン組成額の約二割を占めるようになった。その内、証券化されるものが約八割を占めている (Wray [2007], Table 1)。サブプライム住宅ローンの内、変動金利 (adjustable-rate) モーゲッジは二〇〇一年の約七四%から〇六年には九一・三%に上昇している。また、最初の数年間は金利のみの返済で元本の返済が猶予されるインタレスト・オンリー・モーゲッジ (IOM) は〇五年には約四割、また十分な書類作成が求めら

れないローンが半分を占めている (Table 2)。このように、ITバブル崩壊後、企業業績の落ち込みを補い住宅投資および個人消費を刺激するために、住宅ローンの供与は極度に緩い基準で行われるようになっていた。今問題となったのは、サブプライム住宅ローンの延滞率の上昇によって、それらを組み込んでいた証券化商品 (RMBS, CDO) が格下げされ、大幅な評価損が発生したことである。その結果、そもそもそのような信用度の低い借り手に貸したのはなぜかということが問題にされたが、実は貸し手の側にも問題があった。NINJAローン (収入がなくても (no income)、仕事がなくても (no job)、資産がなくても (no asset) 融資する) やうそつきローン (hair loan) (でたらめな書類で融資を行うこと。アメリカではモーゲッジ・ブローカーが住宅ローンの仲介をするため、彼らはローン組成額を増加して

実績収入を上げるために杜撰な書類でローンを組んでいたことが問題になった」と呼ばれるローンのように、審査もまともにはやらないで融資を組み、数ヶ月後には支払えずに住宅を取り上げられる事例が後を絶たなかつたのである。これらは「略奪的貸付」(predatory lending)と呼ばれ、議会でも大きな問題になった。

二〇〇一年以降、サブプライム住宅ローンが急増したのは、度重なる金利の引き下げにより、住宅価格が継続的に上昇してきたことが背景にある。アメリカでは住宅価格が値上がりし担保余力が生じると、それを担保にさらに融資が行われる(これをホーム・エクイティ・ローンという)。このため、信用度の低い借り手も将来の住宅価格の値上がりを当てにして変動金利や金利のみの支払いのローンを組んで住宅を取得したのである。たとえば、変動金利モーゲッジ(ARM)の場合、

金利は「2/28」あるいは「3/27」と表示されるが、これは最初の二年間(あるいは三年間)は低い固定金利で、残りの二八年間(あるいは二七年間)は変動金利という意味である。通常、この金利見直しの時に金利が跳ね上がり(ペイメント・ショックと呼んでいる)、延滞率が急増する。

最初から将来の住宅価格の値上がりを当てにするのはいうまでもなく、金利の見直しの際に支払不能になるのはミンスキーのポンジ金融、あるいは安全性クッションの消失そのものである。その意味で、サブプライム問題は安全性クッションの低下ないし消失がビルトインされている典型的例である。

## 終わりに

サブプライム問題に関連する金融市場の混乱は

最近の事例であるが、長期的観点からみれば、一九六〇年代後半以降、实体经济の相対的安定性と金融市場の不安定性という際立った対照を指摘できる。この点は、既に Rajan [2005] やバーナンキ連銀議長（二〇〇四年二月二〇日の「大いなる調整」(The Great Moderation) と題された講演 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm>）によっても指摘されている。

Rajan [2005] は金融市場が変化してきた要因として三つの点を指摘している。第一は、通信や情報処理のコストを著しく引き下げた技術革新である。これによって、金融工学、証券化、クレジット・スコアリングなどの手法が発展した。第二は、参入規制の撤廃あるいは緩和、製品、金融機関あるいはマーケット間の競争を阻害していた規制の撤廃あるいは緩和である。そして第三は、投

資信託の運用マネージャー、プライベート・エリート、ヘッジ・ファンドなどの新しいタイプの市場参加者の登場である。これによって、金融取引はより対等な (arm's length) 性格が強まると同時に、参加者の範囲が広がることによって、リスクが拡散することになった。これらの新たな市場参加者は伝統的な銀行とは異なるインセンティブの構造が特徴であり、投資リターンに対して上方バイアス（つまり、リターンが多ければ彼らの報酬はほぼ比例して増加するのに対して、損失を出しても報酬はマイナスにならない）があるため、より積極的にリスクを採る傾向が強い。この結果、金融市場はより変動性が大きくなっていく可能性があるという。Rajan は一例として、一九七三―二〇〇四年の期間における、GDP の成長率と S & P 五〇〇指数の四半期の収益率を比較し、八〇年代後半以降、前者の変動性の方が低く

なっていることを示している。

バーナンキ議長も Ragan が指摘した第一の要因を構造的変化としてあげ、それに加えてマクロ経済政策の改善、さらには幸運をあげ、これらの要因によってマクロ経済の変動性は著しく減退したという。

金融市場の変動性の高まりを尻目に、この実体経済の安定性は長期に継続する訳ではない。金融テクノロジの発展により、多様な証券化商品、デリバティブなどが開発され、分厚い金融資産が実体経済を覆い、それらの資産の選択行動を通じて金融市場の変動性が大きくなる。一方で、金融市場を安定化させるために市場に供給された資金は、行き場を失いより高いリターンを求めて徘徊する。その対象は、ある時は株式であったり、ある時は貴金属であったり、またある時は原油などのエネルギーや食糧であったりする。要するに、

需供がひつ迫気味で近い将来に価格が上昇しそうなものは何でも投機対象になりうるのである。投機資金の資産選択行動は価格体系に大きな影響を及ぼすことになり、実体経済も無関係ではありえないのである。

これが現在、世界的な規模で起きていることであろう。もともと恐慌という急激な価値破壊により均衡を回復し新たな再生産のための条件を整備していた資本主義がその衝撃に耐えることができなくなり、ふんだんな資金供給によって価値破壊を先送りし実体経済の安定性を実現したのが戦後の景気循環の特徴であった。この緩慢な過剰資本の処理の過程は、アメリカの一九七〇年代や日本のバブル崩壊後の「失われた一〇年」のように、しばしば長期にわたる実体経済の停滞を伴う。これによって、新たな再生産の条件が整備されるといふ側面があるのである。

このように、歴史的な観点からみれば、先進各国が財政赤字によって財政政策による直接的な景気対策を採ることが難しくなっている以上、金融政策に負荷をかけることは止むをえない。共謀による生産調整や価格操作は排除しなければならぬのはいうまでもないが、価格体系への影響という副作用はある程度は甘受せざるをえないということになる。

(参考文献)

- Bookstaber, R. [2007], *A Demon of our own Design*, 遠藤真美訳  
[二〇〇八]、『市場リスク 暴落は必然か』日経BP社
- Kindleberger, C. P. [2000], *Manias, Panics and Crashes*, 4<sup>th</sup> ed.,  
吉野俊彦、八木 甫訳 [二〇〇四]、『熱狂、恐慌、崩壊』  
日本経済新聞社
- Minsky, H. P. [1982], *Can "It" Happen Again?*  
[1986], *Stabilizing an Unstable Economy*, 吉野 紀、浅  
田統一郎、内田和男訳 [一九八九]、『金融不安定性の経済  
学』多賀出版

Chancellor, E. [2007], "Ponzi Nation", *Institutional Investor*,  
Feb.

Kregel, J. [2007], "The Natural Instability of Financial Market",  
The Levy Economics Institute of Bard College, *Working*

*Paper*, No. 523, Dec.

—— [2008], "Minsky's Cushions of Safety", The Levy  
Economics Institute of Bard College, *Public Policy Brief*, No.  
93

Rajan, R. G. [2005], "Has Financial Development Made the  
World Riskier?", *Proceedings of Jackson Hole Conference*  
*Organized by the Kansas City Fed*, Sep.

Wray, L. R. [2007], "Lessons from the Subprime Meltdown",  
The Levy Economics Institute of Bard College, *Working*  
*Paper*, No. 522, Dec.

(さか たかお・当研究所理事・主任研究員)