「20 世紀末バブル」と「米国住宅バブル」
—その崩壊と影響

古　野　高　根

（要約）

日本の高度成長は，企業の過剰蓄積と家計の貯蓄を残した。投資減速とそれまでの投資の果実の回収による大企業のカネ余り，家計貯蓄の積み上がりに直面して，運用先の確保に難渋する銀行と，東京を中心とした都市再開発，住宅建設資金需要が旺盛であった不動産関連業界があり，六大都市商業地価格は 20 年間に 7 倍というバブルに至る資金供給が行われた。硬直化した制度や高揚した心理状態は副次的な要因である。バブル崩壊後には銀行に 96 兆円の貸倒れ損失が発生し，再編成を余儀なくされたが，個人取引や値下がりした住宅関係，収益性の高い物件への投資需要は根強く，証券化等新しい金融手法の開発に加えて，2007 年には製造業向け貸出も復活，商業地でも地価再騰が見られたが，バブルにまでは至らなかった。

1990 年代に入ってからの米国経済の安定した成長を支えたのが設備投資と住宅投資である。特に住宅投資は 1995 年から 3 度にわたる低所得者向け融資拡大や融資条件緩和などの住宅取得者向けローンの拡大策に，規制の緩和，長期にわたる低金利，業者間の競争等が重なって所得が上昇したマイノリティ層が市場に登場，ロサンゼルス，マイアミなどの住宅価格は，日本には及ばずかつ見方も分かれるものの 20 年で 4 倍程度のバブル状態となった。バブル崩壊後の損失は，米国の住宅と消費者信用に限れば 1～2 兆ドル程度とみられるが，ローンは証券化・再証券化される段階で数倍に膨張して欧州の金融機関にも拡散した。これには投資先との関係が希薄化して，リスクの拡大を軽視してまで目先の収益を追求する（Rajan），新しい信用膨張機能の存在を指摘する（井村）など金融独自の作用が大きかったことを主張する見方もある。一方で，これは住宅ローンのみならずそれとセットになっている消費者ローンを併せて考えるべきで，米国の資本主義体制維持のための過消費構造に行きつくと指摘する向き（姉歯）もあり，比較的軽微に終わった不動産バブルとその崩壊の影響，その後の金融破綻は分けて論じるべきであろう。

はじめに

バブルの議論をする場合，参加者が何をバブルと考えるかが明確でないため，無用の混乱

を招くことが多い。バブルとは,「価格の継続的な高騰とその後の急激な下落」(小幡, 82 頁)と定義してリスクテイク・バブルのメカニズムを分析するケースもあるが, これでは一時的な商品投機までも含まれ, 資産価格高騰の異常性と経済に及ぼす影響が軽視されてしまう。バブルは具体的な歴史環境の下で観察される現象であり,「資産価格の異常かつ持続不可能な高騰と, その高騰・反落にともなう一連の経済的影響」とすべきである。異常とは, ファンダメンタルズからの乖離であり, これに持続不可能性と経済への影響の大きさを加味して判断することになる。その意味で身近な経験としては, 日本の「20 世紀末バブル」と「米国の住宅バブル」がその好例といえるだろう。

この二つのバブルについて発生の原因とその崩落の影響を総括するのが本稿の目的である。その際問題になるのが, その原因が金融主導なのか, 投機対象となる実物資産の需給によるものかである。たとえば日本の「20 世紀末バブル」を引き起こしたのは, 金融緩和の長期化とそれを奇貨として無節操な不動産金融を繰り広げた銀行の責任であるといわれる。米国でもリーマン・ショックを契機に表面化した多層的な金融商品の創造とそれに親和的な投資・調達構造, その結果としての金融危機が焦点になった。

しかし, それだけで資産価格の暴騰・暴落, その経済的影響がすべて説明できるのか? 金融が偏った分配や資産形成をもたらすのだろうか? リーマン・ショックを契機に, 改めて高まった金融機関に対する批判, 特に住宅価格の高騰や住宅ローンの行きすぎた証券化を通じて, 個人の資産形成に対する過剰関与, 日本でも同様の銀行の個人からの収奪に対する批判は根強い。これはどこまであてはまるのだろうか?

1.「20 世紀末バブル」

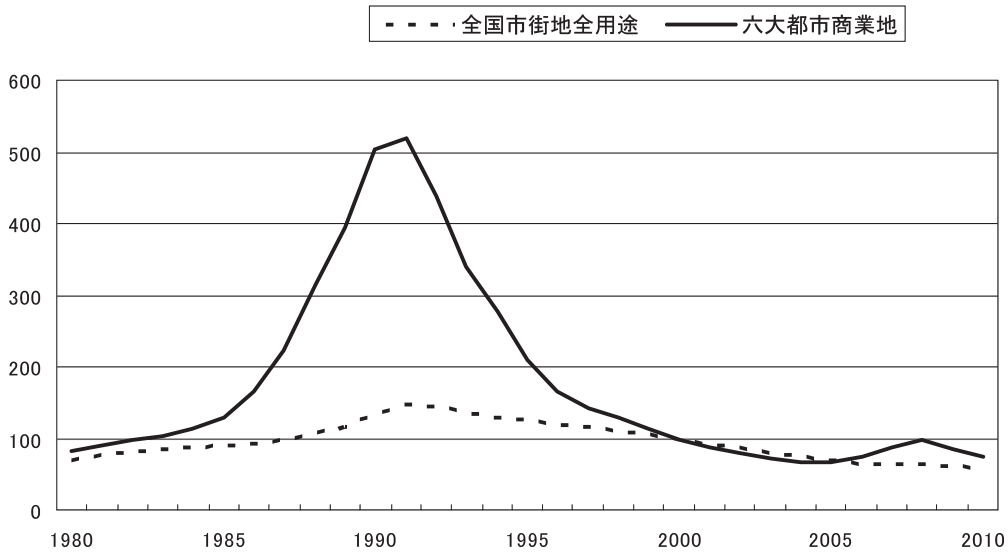
(1) バブル発生とその原因 (1980～90 年)

重化学工業中心の高度成長が終息した日本経済では, 第三次産業の比率が上昇するにつれて人口の都市特に東京への集中が進み, 外国資本の進出もあり, 都心の再開発が盛んになった。それまでの日本の成長体験と土地神話に裏打ちされた土地投機はとどまるところを知らず, ちなみに六大都市商業地価指数 (2000 年＝100) でみると, 1960 年代平均 28.5, 70 年代 67.9 に対して, 1980 年代に入ると上昇の勢いを増し, 91 年には 519 にまで急騰した (図 1)。これに対して全国市街地の全用途平均では上昇率はそれ程ではない。

株式は日経平均で, 1970 年代の 2000 円台から 1989 年には 40,000 円に迫るなど瞬間的な上昇は大きかったが地価の高騰に随伴した面が強くその暴落の経済的な影響も山一証券や, 三洋証券の破綻はあったものの, 不動産に比べると小さい。

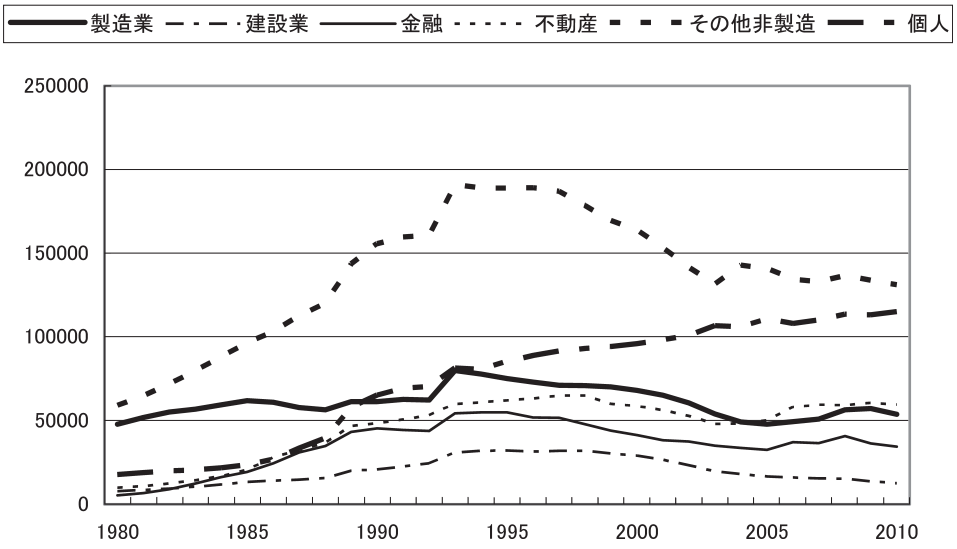
これに伴うビル用地の獲得競争が過熱化するのに併せて, 金融機関の建設, 不動産, 金融など関連産業に対する資金供給も急増していった (図 2)。

図 1　国内地価推移（2000 年＝100）



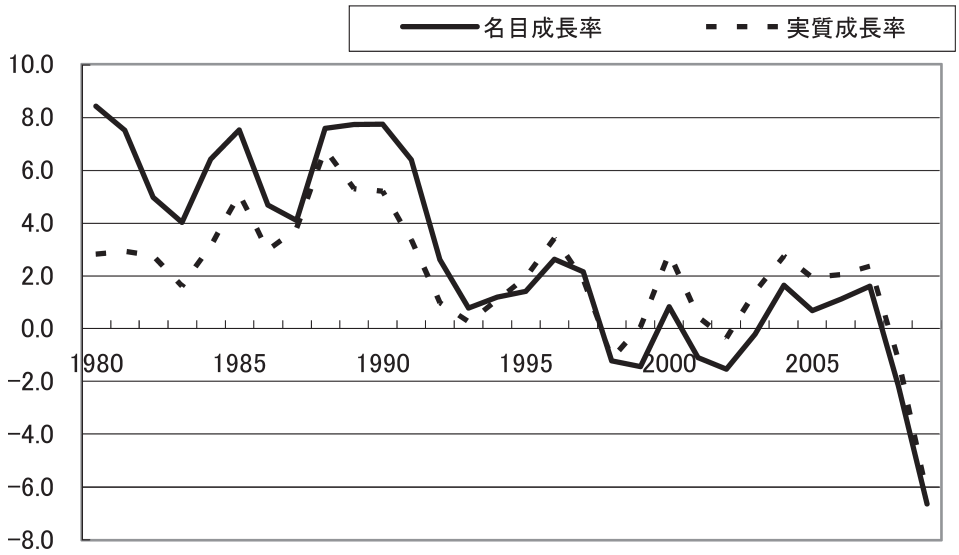
（資料）日本不動産研究所「市街地価格指数」

図 2　業種別銀行・信託勘定貸出推移（十億円）



（資料）日本銀行『経済統計年報』

図 3　国内総支出成長率（%）



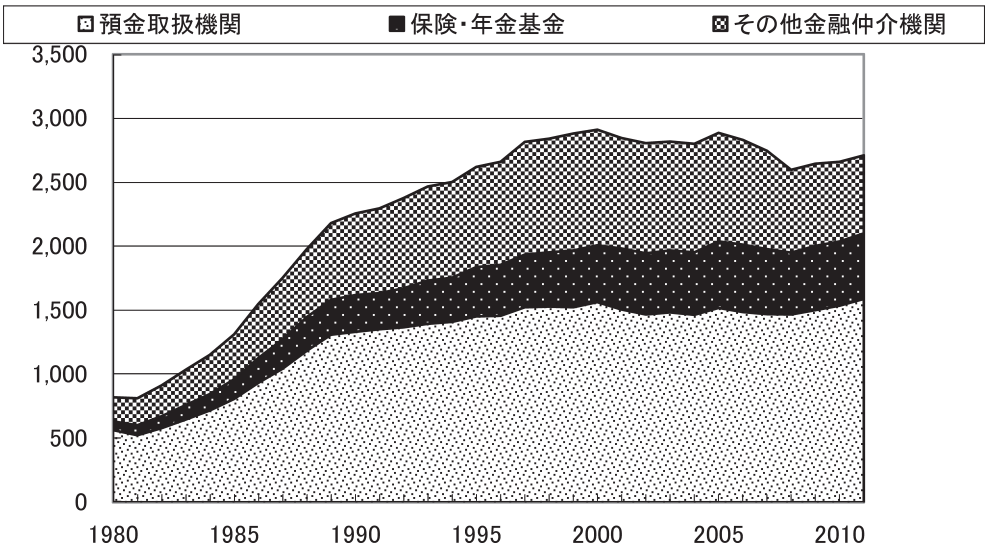
（資料）内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

実体経済の動きは，名目成長率でみると（図 3），1960 年代の平均 16.5%，70 年代には 12.7% と 2 ケタを記録したのに対して，80 年代を通じて 6.2% と急速にスローダウンする。この結果これまで高度成長を主導してきた大企業を中心に新規投資の縮小，既存投資の回収・現金化が進行して企業側では急速にカネ余り現象が表面化した。そして成長分野や好況期の製造業の若干の資金需要はともかく，大勢として銀行離れ現象が顕著となった。これに対して，銀行サイドでは，家計部門からの安定した貯蓄流入もあり，預金金利の自由化によるコスト増，自己資本規制の強化に伴う収益機会の追求が急務となり，卸小売やサービス業など非製造業の資金需要に応える一方で，大都市の再開発の必要性から急速に資金需要を高めていた建設・不動産をはじめとする関連業種に対し，直接あるいはノンバンク（金融業）を経由して，資金供給を拡大していった。

個人市場はもともと銀行融資の対象としてそれほど大きなものではなかったが，地価高騰を受けて，個人の不動産投資も刺激を受け，人口の都市（特に東京）への集中で住宅に対する駆け込み需要は徐々に高まっていった。同時に，資産家の保有土地の有効活用としてのアパート建設や節税対策，セカンドハウス目的の不動産投資が盛んになり，1980 年代末にはかなりの規模に成長した。これらの融資はもともとクレジット，信販，住専など銀行外縁の関連子会社や専門会社が行うことが多かったが，徐々に銀行本体で手掛けるようになっていった。

また，消費ブームに乗って伸びてきた消費者金融業者は 1978 年に大蔵省から国内の銀行

図 4　金融仲介機関資産残高推移（単位：兆円）



（資料）日本銀行，http://www.boj.or.jp/research/hrp/fsr/index.htm/

に対し貸金等への融資自粛要請が出されてから資金調達は在日外銀，相互銀行などにシフトし，1983 年貸金業規制二法により事前登録，上限金利の引き下げなど規制が強化されると，業界の再編を余儀なくされるなど「冬の時代」を迎え，1980 年代後半には販売信用業者や銀行が担保付きローン，不動産金融，保証業務などへの多角化を図ってシェアアップを実現したのに押されて消費者信用会社として地道な営業地盤の拡大に終始した。

一方，この間の金融仲介機関のマネーフローの変化を資産残高の変化で捉えてみると（図 4），着実に蓄積されてきた家計の金融資産を背景に高利運用志向が高まった顧客ニーズと金融自由化に均霑した保険・年金基金や，投資信託，ノンバンク，証券などその他金融仲介機関の伸びは著しく，もともとシェアが低かったこともあり，1980～90 年の 10 年間で両者合算してほぼ 10% ポイントほどシェアを拡大し，預金取扱機関は 80 年代を通じてかなりの成長を遂げてはいるものの，シェアは大きく後退を余儀なくされたことが分かる。

1989 年からの金融引き締めを受けて，六大都市商業地の不動産価格は 91 年にピークを迎え，その後徐々に低下 2000 年には 1982～3 年の水準にまで下落した。「20 世紀末バブル」の崩壊である。

(2) 崩壊過程（1991～2000 年）

高値の時期に手当した不動産の事業化損，それに融資した銀行の貸倒れ，残った資産の含み損・担保切れが進行，銀行サイドでもこれら破綻企業に対する貸し倒れ処理を余儀なくさ

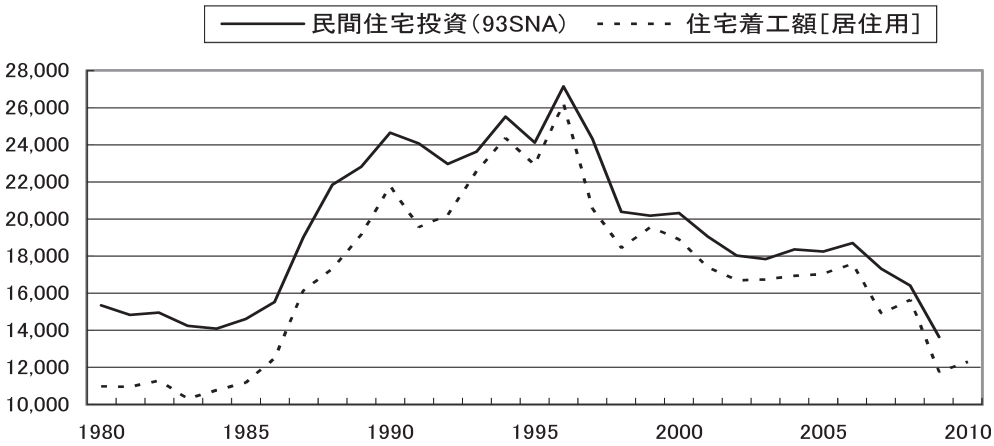
れた。その結果不動産融資に傾斜していたいくつかの信用組合の破綻に始まり，個人住宅金融から不動産事業融資にまで拡大していた住宅金融専門会社の不良資産の処理策が，これらに対する 6850 億円の財政支出も含めて 1996 年にようやく決着した。これを受けて，不動産・建設・不動産金融への傾斜が大きかったノンバンクに対する全国銀行の貸出金のうち，1992～2004 年までの不良債権処理額は 96.4 兆円に上り，財務内容の悪化は，「貸し渋り」など金融機関の機能不全を引き起こした。この結果，1996 年にはいわゆる金融三法の成立を受けて不良資産の整理が進み，同時に 98 年 2 月金融安定化二法の成立を受けて，改めて 46.8 兆円の公的資金が投入されることになった。同時に大手都市銀行を中心に再編成が進行することになる（拙著，205 頁）。

成長率は 1989～90 年をピークに急低下，1993～96 年には若干持ち直したが，資金需要は低迷した。銀行貸出の推移をみると，全体では 1989 年からの金融引き締めにも関わらず増加を続け，1997 年にピークを付けた後，貸し倒れの償却が進んだこともあって漸次低下して，2004 年に一旦底入れ，上昇したが，再度反落して低迷が続いている。実体経済の動きと比較すべく，「貸出残／名目 GNP」比率の推移をみると，GNP の伸び率の方が大きいため 1989 年にピークアウトした後は 1996 年に小さなピークを記録したものの，2004 年まで漸次低下，相対的な金融部門の縮小を示している（後掲，《図 7》参照）。主要業種別の貸出残高をみると，製造業は 1993 年にピーク，金融が 94 年にピークを付けた後住専の整理が行われたのを転機に減少に転じ，遅れて建設が 95 年，その他非製造業が 96 年，不動産が 97 年にピークを付けた後減少に転じている（前掲，《図 2》）。

しかし値下がりした物件を中心に個人の住宅購入意欲は根強く，関連業者も手持ち在庫の圧縮など資金化を急いだため 1990 年にかけて伸びた民間住宅投資は 1990 年代初頭の金融引き締めで伸び悩んだが，その後も堅調な伸びを示した。住宅着工は 1995 年，民間住宅投資は 1996 年にピークを付け（図 5），首都圏では 1995 年と 2000 年，近畿圏では 1996 年にマンション販売のピークを記録した。しかし，住宅種類別にみると，戸数で最大の規模を占める持ち家は 1996 年にピークを付けた後漸減した。1987 年のピークの後漸減した貸家は同じく 1996 年のピークの後一旦落ち込んだものの 21 世紀に入って再び増勢を強め，持ち家を凌駕して，2006 年前後には再び 1996 年に迫るピークを形成した。分譲住宅も 1990 年代後半以降一貫して増加を続け，2005 年にはこれまた持ち家を抜いて 2006 年にピークを付ける（図 6）など，注文から既製住宅へのシフトが明確になった。このことは，個人ローンの前段階で用地手当て，建設資金など住宅関連の資金需要も高めている。

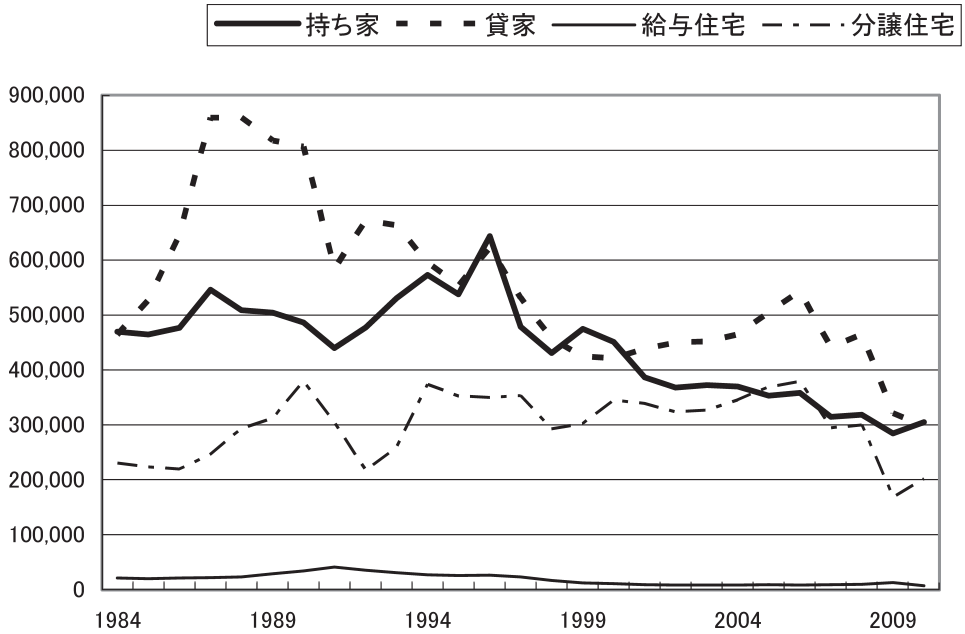
貸出額の中でその他非製造業に次ぐ規模となった個人向けの中核を占めた住宅ローンは，事業向け不動産の不振とは裏腹に需要は堅調，安定した伸びを続けた。事業用の比率が高かった住専は 1996 年に整理されたが，住宅ローン自体の不良債権処理は 21 世紀まで先送りされた。金融向け貸出は 1994 年にピークを付けた後，不動産関係転貸融資は漸減となり，1980

図 5　住宅投資と住宅着工額（十億円）



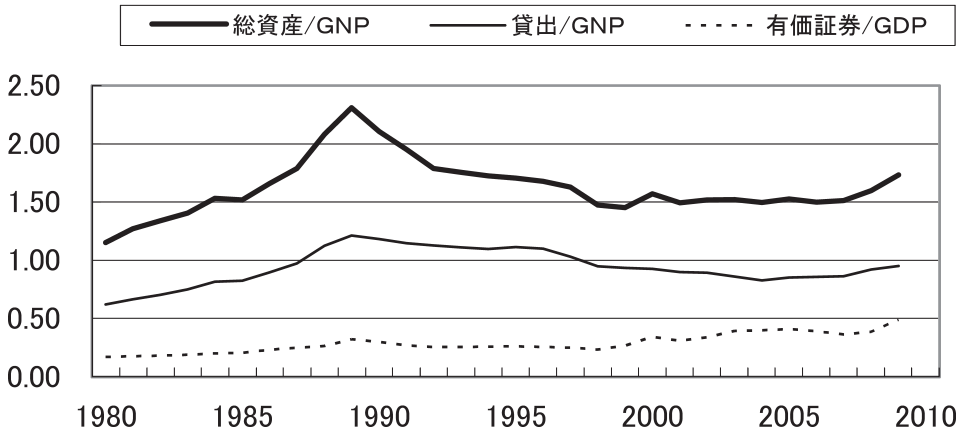
（資料）内閣府経済社会研究所『刻紋経済計算年報』国土交通省総合政策局『建築着工統計年報』

図 6　住宅着工戸数



（資料）国土交通省総合政策局『建築着工時計年報』

図 7　全国銀行主要係数/名目 GNP）



（資料）全国銀行協会『全国銀行財務諸表分析』内閣府経済社会研究所「国民経済計算年報」

年代後半にリストラと地道な個人信用取引の拡大により力をつけてきた消費者金融は，1993 年以降の株式上場を機に都市銀行との取引関係が拡大するかにみえたが，その後の規制強化から急増する資金需要を，1993 年 6 月のノンバンクの CP 発行解禁，1999 年 4 月の社債法による起債資金使途の自由化などにより資本市場を経由した多角的な資金調達手法で吸収して大きな借り入れ需要とはならなかった。

この結果，金融機関全体の資産残高シェアでみると，預金取扱機関が貸出金の償却規模が大きかったことも影響してさらにシェアダウンし，コンスタントに伸びてきた保険・年金，その他仲介機関にシェアを食われる結果となった[1)]。

(3) その後（2001～11 年）

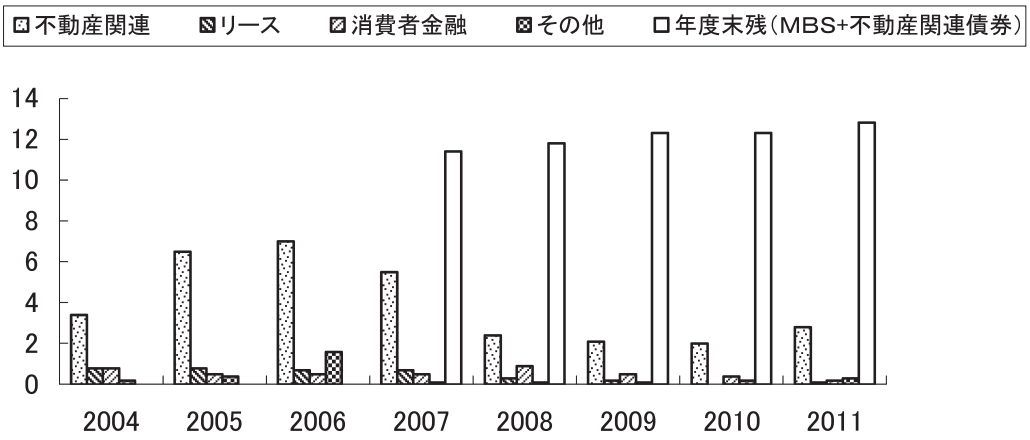
2000 年を挟んだ前後の 2 年，都合 4 年はマイナス成長，企業も赤字が続いたのち，2004～07 年には低位ながらプラス成長となった。しかしながら資金需要減退の基調は変わらなかったとみられる。

銀行貸出の動きをみると，1980 年代，90 年代と一貫して増加してきた残高は，不良債権処理もあって 1996 年をピークに減少基調に転じ 2004 年まで続く。これは対 GNP 比率でみても同様（図 7）で，2004 年を底に若干増加傾向が窺われる。主要業種別に観察すれば次の通り（前掲，《図 2》）。

ｉ）製造業，その他非製造業

製造業は 1993 年来一貫して減少。2005 年に底を打ち 2008～09 年には自動車を中心とする機械，電機関係の回復もあって盛り上がりを見せた。その他非製造業では，卸小売業，物

図 8　裏付け資産別証券化商品発行金額（年度。兆円）



（注）不動産関連は，（RMBS＋CMBS＋CDO）の合計。消費者金融は，（消費者ローン＋ショッピング・クレジット）の合計。年度末残は，日本銀行推計による「証券化商品残高」の資産担保型債券のうち，（住宅金融支援機構 MBS＋不動産関連債券）の合計数値で，不動産関連残高の傾向は示すが，発行統計との整合性はない。

（資料）「全銀協資料　証券化市場の動向調査～2011 年度の発行動向～」『金融』2012. 6，全国銀行協会。「証券化商品残高」日本銀行統計調査局，2012. 6. 19，日本銀行ホームページ。

品賃貸などバブル期に膨らんだ借入が 1995 年にピーク，その後は漸減した。

ii）不動産

1997 年から減少に転じていたが，2002 年には不良債権処理の促進・加速化を目指して不良債権の判定基準が厳格化され，不動産担保の処分，関連貸し出しの損失処理が一気に進んだ。いわゆる「竹中ショック」である。この結果オフバランス化が進行して，2003 年には不動産業の銀行借入はボトムを付けた。一方，RMBS, CMBS, CDO など不動産関連の証券化商品の発行額は 2005，06 年には高水準を続け，推計対象が異なるため単純な比較はできないが，不動産関連の発行残高はその後も漸増している（図 8）。2007 年には商業地地価が再騰，ファンド，REIT による調達が増加したほか，借入も増えたが 1997 年の水準には及ばなかった。リーマン・ショック後は現物不動産へ回帰したが，2009 年には商業地はミニバブル状態と言われ，借入はあらためて小さなピークを形成した。

iii）金融業

銀行からの金融向け貸し出しは 1992～97 年（残高は，1994 年）がピーク。日本クレジット協会推計による「信用供与残高総括時系列表」によると，金融機関・消費者ローン会社合算で見て，消費者信用は 1996 年前後にピークとほぼ符合する。

消費者金融業者は 2000 年から貸出の上限金利が引き下げられたが，これまでの無理な業

容拡大の反動で，新規貸し出しの減少，貸し倒れの増加が目立ってきた。片や 1999 年には貸付業務のための社債発行が認められ，無節操な債権流動化が問題視されつつも，2004 年には証券化でミニピークを迎えるなど調達の多様化も進んだ。その後，再度の証券化のピークも記録するが，過払利息返還訴訟が相次ぐと同時に貸し倒れが急増して経営危機に陥り，再編成へと進んでいく。

iv）個人

合併後のメガバンクをはじめ，不動産関連貸し出しの整理が一段落した各銀行は，堅調な成長を続けていたリテール部門重視を打ち出した。消費者信用はバブル期の不動産担保ローンや大型ローンの整理が進んで 1993 年前後がピークでその後減少したが，住宅ローンが着実に増加したため，3 メガ銀行の個人向け貸し出しが大半をなすとみられる「その他向け貸出」比率は 2003 年ごろから相前後して 10% ポイントほど切り上がって（三井住友，三菱 UFJ　20% 台→ 30% 台，みずほ　10% 台→ 20% 台）いる。

v）有価証券

貸出の漸減（前掲，図 7）を補う形で増加しているのが有価証券で，1985 年には総資産の 14% 弱に過ぎなかったものが，2010 年には 30% 強を占めるまでとなった。有価証券の内訳で見ると，1985 年には 25% を占めるに過ぎなかった国債が 2010 年には 59% を占めており，この間の増加額の 7 割を占めた。一方 1995 年には 35% を占めていた株式は 2010 年には 7% へと急減した。

キャッシュフローのトレンドをみると，預金取扱機関は 2005 年まで金額，シェアともに横ばいが続いたが，2007 年頃からシェアを上げ 2010 年には 1990 年の水準まで戻したほか，絶対額でも 2009 年頃から回復している。保険・年金基金は着実にシェアを上げたが，その他金融仲介機関は 2006 年から急速に縮小に転じ 2010 年のシェアは 1980 年の水準にまで急後退した（前掲，図 4）。

このことは銀行サイドの収入構成も変化させる。債券，ファンド，信託，保険など銀行勘定を経由しない商品の取り扱いが増加するとともに，1990 年代初頭までは 3% 前後に推移していた手数料収入が全体に占める比率は増加して 2006 年には 16% に達した。

21 世紀初頭「20 世紀末バブル」の処理が一段落した後，証券化，ファンド，信託など銀行勘定を通さない新しい金融手法を用いて，価格の低下した不動産の活用と住宅購入需要，あるいは収益物件への投資需要を媒介する動きが活発化した。特に損失処理後の商業地は六大都市商業地指数で 2005 年の 67 から 2008 年には 100 にまで再騰を見せた。しかしそれも程なく騰貴前の水準近くまで反落し，2003 年には一旦 480 兆円まで落ち込んでいた不動産業向け貸し出しも 2009 年には 600 兆円強に増加したがすくに反落，銀行以外の不動産関連調達

は判明する範囲では，不動産関連証券残高 12 兆円，REIT は 8 兆円と銀行借り入れと比較すると低い水準にとどまっている。すべて「20 世紀末バブル」期の膨張ぶりに比べれば格段に規模が小さい。日本に関してはバブルの再発を認めることは難しい。

2. 米国の住宅バブル

(1) S&L 危機

米国のバブルについて，シラーは株価収益比率（PER；実質 S&P 複合株価指数を実質 S&P 複合企業収益の過去 10 年の移動平均で割ったもの）から，米国の 20 世紀に入ってからのピークは，1901 年，29 年，66 年，2000 年であるとする（Shiller, p 8）。その中で，株価，不動産価格ともバブル崩壊後の米国経済へのダメージが最大なのは 1929 年のバブル，それに続く 2000 年をどう評価するかが今後の課題である。その前に，全国ベースの不動産バブルではなかったが，ミニバブルと金融機関危機が発生している。

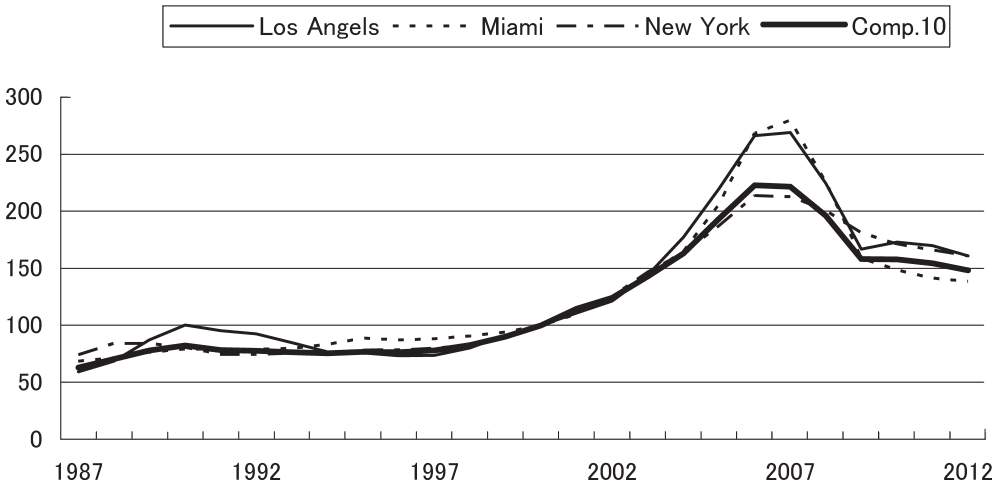
S&L は，会員から出資金（預金）を受け入れ，順次住宅建築資金を融資する無尽に似た組織に端を発し，後には一般預金の受け入れ，別目的の融資にも業務範囲を拡大した信用組織で，1988 年時点で全国に約 3000 社，商業銀行の 4 割程度の規模を有していたとされる。これが，金融自由化の流れの中で，短期金利の急上昇や MMF など競合する高金利商品にシェアを奪われ，逆ザヤ・赤字経営を余儀なくされて，その救済策の意味もあり新たに認可された商業不動産融資，無担保ローン，証券投資などの多角化業務が不慣れでさらに傷口を広げた。しかも，この機に乗じた野心的な資本家（特に不動産業者）の参入で，乱脈融資が行われた。最終的に整理された S&L は約 750 社，整理費用は本格的な整理が始まった 1989 年から 96 年までに約 4900 億ドル，うち納税者負担は 4300 億ドルといわれる（井村進哉，248 頁）。もともとは金融自由化に誘発されたもので，融資がすべて土地投機に投じられたわけではないが，「カリフォルニア州，フロリダ州などは 1980 年代は不動産ブームが続いたにもかかわらず倒産が多い」（掛谷 226 年，～228 頁）といわれる。

(2) 住宅バブル

NBER（全米経済研究所）によれば米国では 1945 年，第二次世界大戦終結後 12 回の景気循環が観察されている。実質成長率でみると 1980 年代までの激しい変動から，90 年代以降は 2～4% の範囲での安定した成長となっている。この間名目 GDP に占める設備投資の比率は 1992 年の 9.7% を底に上昇，2000 年に 12.4% のピークを付けた後，10% 台に低下した。それ以上に目立つのが住宅投資で，GDP に占める比率でみると，1991 年の 3.4% を底に 2005 年の 6.2% まで一貫して上昇している。

このような住宅投資の急拡大は，当然のことながら住宅価格の高騰を招いた。よく使われ

図 9　Case-Shiller Home Price History: 2000 Jan.＝100



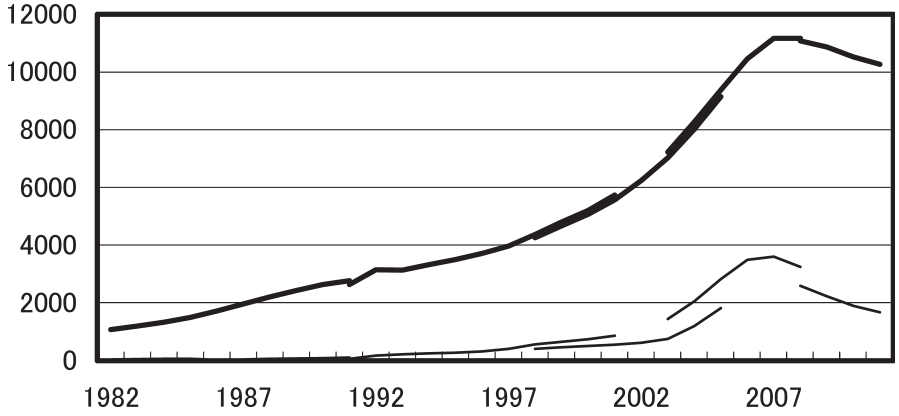
（資料）S&P/Case-Shiller Home Price Indices

る Case-Shiller 住宅価格指数でみると，1998 年頃から急騰，ニューヨークや 10 都市平均では 2.7～2.8 倍，ロサンゼルスやマイアミなど移民の増加が大きいところでは，20 年間で日本の 7 倍には及ばないものの，ロサンゼルス 4.5 倍，マイアミ 4.1 倍と 21 世紀に入ってからはバブル状態となった（図 9）。

バブル化するような旺盛な住宅需要が生まれた背景としては，先に述べた長期にわたる大型好況に加えて，第 1 に，1995，2000，2004 年と 3 度にわたる低所得層向け融資枠拡大や融資条件の緩和などの住宅取得層向けローンの拡大策（Rajan，邦訳 40～43 頁）がとられた。第 2 に，伏線として低所得層の居住地域への金融サービスを排除する redlining などの差別的な行為を禁止する法律（1977 年）が整備されるなど規制緩和により，これらの恩恵を受ける所得が上昇したマイノリティ層が住宅市場に登場してきた。第 3 には，低金利の長期化で，2000 年代に入ってからはフェデラルファンドレートで見て 2006 年まではほとんど 3% 台以下と，金利は比較的落ち着いた水準で推移してきた。米国の住宅ローンは 30 年の固定金利で借りるのが一般的であったのに対して，当初 2 年間は固定金利（30 年物よりは割安）だが，残り 28 年は変動金利ローン（Adjustable Rate Mortgage）に乗り換えるという“Hybrid ARM”のような変則金利が特に低所得者向けに開発された。目先の安さに加えて，当時の金利情勢では 2 年後も低金利状態が続くと考えるのは無理のない判断で，これが結果的には切り替え期の 2006～07 年の金利上昇に遭い問題化した。第 4 に，ローン条件の緩和である。米国の住宅ローン会社の資金調達の大半はローン債権の売却・証券化に頼っている。一定の条件を満たすコンフォーミング・ローンはファニーメイやフレディマックなどの GSE（Government Sponsored Enterprise）が引き受けて MBS（Mortgage Based Security）を発

図 10　個人抵当負債残高（太線）民間金融機関融資残高（細線）

（十億ドル）



（資料）Federal Reserve Statistical Release

行するが，2003 年頃から証券投資ニーズの高まりを受けて手数料収入に引かれた民間 MBS が急増し，信用評価その他審査基準に達しないサブプライムローンの引き受けに殺到した。条件競争の結果として，同時に，証券化してしまえばリスクから逃れられることも手伝って，証券化するローン債権の質の劣化や区分の甘さが横行したことは容易に想像できる。証券化ビジネスの繁栄は米国の金融部門の資産の推移でみると，1995 年来預金金融機関の比率が低下していることに如実に示されている（横川，067 頁）。

具体的に個人の住宅抵当債務残高とそのうち主としてサブプライムローンが含まれていると思われる政府以外の MBS 発行者，ファイナンスカンパニー，REIT などの民間信用の残高推移を見てみる。統計の区分がしばしば変わるため，正確な動きはわからないが，債務残高は 2000 年代に入って急増，2007 年がピークとなっている。同時に民間信用の比率も急上昇して，この統計でみると全体に占める比率は 30% を超したが，同じく 2007 年にピークを迎え，その後は前年に比べて 1 割程度減少している（図 10）。

引き受けた投資銀行ではこれを担保として，信用格付けに従いおむね 3 種類に切り分けられた RMBS（Residential MBS）を発行する。これを担保として 2 次証券化が行われ，さらに支払いを確実にするため金融信用保証専門会社（モノライン）の保証が CDS（Credit Default Swap；保証証券のようなもの）の形で付くこともあった。全部売りさばければ手数料だけが手元に残るはずの証券化を仕組んだ投資銀行も，現実には仕掛在庫があり，エクイティの売れ残りや利回りが低くて売れ残り，実質支配会社の SIV を通じて保有するスーパーシニア（AAA の証券）も担保価格の下落によりデフォルト化しており，資金手当てのために発行するコマーシャル・ペーパー（ABCP）にバックアップラインを提供しているため一蓮托生の関係にあるなど，実質的には体力に比べて大きなリスクを背負っていた。

(3) その崩壊

ところが住宅ブームが 2005 年ごろにピークアウトし，住宅価格も下がり始めると，まず住宅ローン（特にサブプライムローン）専業大手の資金繰りが悪化し，2007 年初から倒産が相次いだ。これをバブルとその崩壊と見るか否かについては見方が分かれる。

McCarthy & Peach は，① 1990 年代中ごろからの住宅価格の上昇は家計所得の上昇と借入金利の下落で説明可能であり，②今後マクロ経済環境が悪化しても価格の大きな下落は考えにくい，住宅価格は景気後退や高金利には緩やかにしか反応しない，③東海岸，西海岸沿いの一部州では供給が非弾力的であったため上昇が激しく反落する可能性がある，と基本的にはファンダメンタルズで説明可能との立場である。これに関しては推計方法に問題ありとする武田の批判（武田，70 頁）もあるが，説得力はぬぐい去りがたい部分もある。

Rajan（2011 年）は，高所得者向け住宅の比重が大きかった前回のブームとは異なり，サブプライムや Alt A の市場が急成長してブームと破産が貧しい層に集中している（邦訳，48 頁）。これは，政府の意図と結果の食い違い，すなわち，①価格と民間のインセンティブをゆがめるほどの取り組み，②直接サブプライムローンの証券化を組織できないファニーメイとフレディマックの大量の証券化された不動産担保証券購入，③信用評価の甘さ，対策の手遅れ（同，51 頁）があり，ブローカーを利用した安易なローン拡大（同，162 頁）から，「価格の高騰と急落は低所得層向けの住宅に集中」（同，167 頁）しており，今回の危機は「対等で公正なシステムに鈍感な海外や自国の準政府機関が大量に流入した」（同，170 頁）ことが大きい，と不適切な政策の結果金融システムが歪められ，一部の不動産価格の急騰を招いたという，金融主導型の現象であると見る。

いずれにしろ，日本の商業地ほどではなく，局地的とはいえ，20 年間で 4 倍という急激な上昇と下落をもたらしたことは，副次的な影響を考えればバブルといえるのではないか。

損害について，究極的には当初の（Original）住宅ローンの最終的な回収状況により決まるはずのサブプライム関連の損失は，なぜ拡大したのか。小林・大類（78 頁）は，CDO のマーケットの不在から極端な需給関係に左右されたとして，①想定していた以上に収入の低下，不動産価格の下落が大きかった，②審査が甘くなっていた，③ Home Equity が薄く，デフォルト損失が拡大した，などを挙げる。

早い段階でのマクロ的に大雑把な推計として，3 つの見方を挙げる。まず，石原哲夫は，米国の銀行の手元にあるサブプライム・Alt-A・プライムなどすべての住宅ローンとすでに証券化された ABS・ABSCDO の合計 10 兆ドルに対して 2.4 兆ドルのロスであるが，その他米国の商業・企業向け貸出に対して 2 兆ドル，欧州の投資家が保有する一般債券に対して 1.4 兆ドルが見込まれ，米国，欧州合計すると 5.8 兆ドルの損失と見る（石原，30 頁）。水野和夫は，米国の住宅価格は趨勢線より 44.8% 高かったことを勘案すれば，サブプライム・Alt-A ローン残高 2.8 兆ドルの 4 割すなわち約 1 兆ドルの損失が見込まれ，住宅抵当借入全体では

可処分所得との乖離が 3.8 兆あるため，投資家が負担するこの 1 兆ドルを差し引いた 2.8 兆ドルが今後の所得で吸収すべき部分であるとしている。相前後して，IMF は，2009 年 4 月の“Global Financial Stability Report”で，世界の金融部門の潜在的な損失は，米国の貸し付けが 1.1 兆ドル，証券が 1.6 兆ドル，合計 2.7 兆ドルで，欧州が合計 1.2 兆ドル，日本が合計 0.2 兆ドル，全世界で 4.1 兆ドルと推計した。尤もこの中には企業や公共団体対するものも含まれており，住宅及び消費関連に限れば米国では 2.2 兆ドルとその他の推計値と大差ない。これ等を日本の経験との比較で見ると。日本のバブル期の 1986～90 年の銀行借入の増加が 163 兆円，資本市場からの調達が約 60 兆円，合計 220 兆円が，当時さしたる資金需要がなかったためすべてバブル投資に向かったとして，その崩壊過程で最終的に銀行で負担した損失が 96 兆円だった。約半分が損失化したことになる。この類推から行くと，住宅・消費関連に限れば，米国のサブプライム関連の損失規模は，根拠はないが経験からみて，民間金融機関融資残高の約半分の 2 兆ドル前後と住宅バブルに伴う損失額に限れば日米の経済規模（米国は日本の 3 倍）を考えて「20 世紀末バブル」とほぼ同程度とみてよいのではないか。住宅価格の上昇も 3～4 倍と日本の商業地の 7 倍以上の値上がりに比べれば低く，影響も日本の場合はすべて国内の銀行と政府に集中したのに対し米国では銀行と投資家すなわち負担者が分散しているという点もこの影響を軽いものにしている。

(4) 崩壊の余波

問題はむしろ金融の部分で拡大した。まず，2007 年 7 月にドイツの IKB 産業銀行がサブプライムローンで巨額の損失を発表したのに続き，9 月にはイングランド銀行が資金難に陥った住宅金融専門会社のノーザンロックに金融支援を行った。年が明けて，2008 年 3 月 JP モルガンチェースがベアスターンズを買収，7 月には資本不足から信用不安を起こしていた GSE に政府が資金支援，9 月には直接管理下に置いた。8 月には，リーマンの破綻を契機として金融不安が一気に拡大し，メリルリンチは BOA 傘下に，AIG は政府管理下に，9 月には残っていたゴールドマンサックスとモルガンスタンレーが金融持ち株会社化して外部資本を仰ぎ米国に投資銀行（証券会社）はなくなった。10 月にはワコビアもウェルスファーゴに買収され，金融安定化法が議会を通過して，金融機関への 2500 億ドルの資金注入が決まり，12 月には FRB が史上初めてのゼロ金利，量的緩和に踏み切った[2)]。

住宅バブルの崩壊がサブプライムローンの連鎖的破綻を惹起したのはともかくとして，グローバルな金融危機にまで発展したのはなぜか？　大きく分けてバブルについての 2 つの見方がある。

ひとつは，金融的動機を重視する見方である。Rajan（2005 年）は，米国の非銀行金融機関も含めた金融システムについて，この 30 年間で大量の低い金利での資金調達，リスクコントロールが可能になり，大型投資が行われるようになった。これは，技術変化，規制緩和とそ

れに伴う制度の変化が CDS などのリスク回避手法を生み，見ず知らずの人とクレジットリスクをやり取りするアームスレングス取引・間接運用を行うようになり，投資先との取引関係も希薄化していったとする。これらの取引は集合すると，自らのインセンティヴを追い求めるあまり潜在的な歪み（リスク拡大）を孕むことになり，より収益志向，手段を問わない行動に陥りがちである。結果として，リスクを隠す（あるいは先送りする，保証などが典型），群れる（「みんなで渡れば」の精神）ことになりがちである。結果としてこの 20 年間の米国の銀行の収益変動は激しくなり，銀行倒産の危険性も高まった。先進工業国では成長率のブレは小さくなってきたが，比較的大きなショックは 1987 年，1998 年，2000～01 年に起きている。どんなに大きくても株式市場のショックは信用市場ほど大きくない。投資マネジャーは，短期収益志向で群れる性格があるためとかく行き過ぎる。換金性の問題もこれに輪をかける。政策当局としては，通貨政策は大きい変化を避け，デフレでも急激な低金利政策を避けて流動性の急減に配慮することが必要である。対策に万能薬はないと結論付ける。同時にサブプライム問題が表面化する 2005 年夏の時点で不動産価格の行き過ぎにも警告を発している点は注目に値する。

井村（喜代子）は，バブルを「資産（株式や土地）の価格変動差益の取得を目指す投機活動と資産価格上昇とが相互促進しあうことを通じて資産価格が上昇を続け，実体の状態からいちぢるしく乖離してしまうこと」（井村喜代子，57 頁）と定義して，実体経済の動きを踏まえつつも調達の実情を分析，金融危機が実体経済を巻き込んだとする。ところが，「銀行が，実体経済の活動以外の，金融的利益を求める金融活動に対する信用創造を膨大化していったことと，銀行の信用創造以外に，新しい，信用膨張機能とも呼べるものが出現した……」（井村喜代子，181 頁）。この結果，「金融収益の膨張が進んだが，これらの内実を理論的に考えると，これらはすべて，実体的な富＝価値を生み出す実体経済とは関係なく，実体経済から離れた金融操作，金融取引の膨張そのものによって生み出されていたものである」（井村喜代子，190 頁）として，「実体経済とは直接関係のない諸原因によって，金融危機が惹起される危険性が生み出された……」（井村喜代子，194 頁）とする。サブプライムをめぐる金融の膨張は，金融独自の新しいメカニズムが実体経済とは関係なく資産の取引と回転を可能にして膨張し，その破綻が実体経済に深刻な影響を及ぼすことを指摘する。いわば金融主導説ともいうべきものである。

これに対し，姉歯は，消費者ローンも含めてアメリカの過消費（家計赤字）構造を分析し，サブプライム層は FICO 620 点程度以上の階層（第 2, 3, 4 分位の中所得層）であり[3]，過消費（収入を超える消費支出）は失業，疾病，離婚，別離などの不慮の事故に加えてインフラ，教育などの社会的共同消費支出がかさみ家計の弾力性が失われていることによると指摘する。この背景には，資本主義体制維持のための有効需要創出先としての信用創造策，具体的には，①モーゲージローンや消費者信用などの拡大，②ホームエクィティローンによる未実現の価

値の実現，③消費者信用とホームエクィティローンの相互関係などに加えて，アメリカだけが持つ独自性―国際通貨国特権＝累積債務の海外投資家への移転があることを指摘する（姉歯 2010 年，039 頁）。「しかし，結論を先に示せば，1929 年恐慌と今回のサブプライムショックとは基本的に同じ本質を持つ」（姉歯 2009 年，36 頁）とする。「商品の価値実現という極めてオーソドックスな経済活動にこそ，そして最終消費活動にこそ，そのすべてのプロセスが行き着く」（同）。「最終商品のための市場を狭小化させてしまうことで拡大再生産のための再投資という目的地を自ら失った」（同）というのが今回の問題であり，「『マネー』が集中したことが，ますますその本質を不可視化」（同，37 頁）したとする。

今まで米国のサブプライム問題は主として住宅投資ブームとその資金調達手法として開発され自己増殖を遂げた証券化商品の行きすぎによる破綻との指摘が主流であった。これに対し，その背後には米国製造業の資本の有機的構成の高度化の結果製造業雇用，それに付随するサービス産業の雇用が圧迫され，米国固有の事情として，海外進出の容易さ，輸入の増加による賃金圧迫が強く，消費者のローン依存度が恒常化したことを挙げる。問題となるのはむしろ消費者ローンであり，モーゲージローンは 2009 年には一時回復の兆しさえうかがわれ，関係性は薄いとの指摘である。これは実体経済（主導）理論ともいうべきもので，米国の住宅バブルとその崩壊で注目された金融主導説の背後にあるものを照らし出したと言ってよい。その意味でも一部の地域に発生して比較的軽微に終わったバブルの動態的なプロセスをさらに追及することとローン債権の証券化がもたらしたグローバルな金融の混乱は分けて検討する方が建設的であろう。

注

1）三輪は，1994 年度～2009 年度第 2 四半期の「法人企業統計季報」の個表を用いた分析で，もともとさほど高くなかった企業の借り入れ依存度は対象期間にも低下しており，特に小企業ほどその傾向が強く銀行離れが進んでいること，従って，「1999 年，2007 年のクレジットクランチやファイナンシャルクライシスの兆候，顕在化を判定すべき顕著な現象は観察されなかった」とする（三輪，144 頁）。業種別の分析については，拙著（68，69 頁）参照。

2）「公的資金注入は米金融界全体で約 570 行に実施され，総額は約 1994 億ドル（保険大手 AIG などへの個別救済は除く）」（石原哲夫 2009 年，19 頁）。

3）小林・大類（41 頁）は，2006 年に GAO（Government Accountability Offic：政府説明局）が実施した調査では，「収入分位で『低所得者』に分類される債務者は，サブプライムでは 27.1 パーセントとプライムの 25.1 パーセントと大差ない」と低所得者がサブプライムローンの債務者として特に多くはないことを指摘している。

参 考 文 献

姉歯暁「アメリカの消費から見たサブプライムローンの本質―アメリカにおける過消費構造と家計債務（モーゲージローンと消費者信用）の現状」『季刊経済理論』46 巻 1 号，桜井書店，2009

年。
――――「サブプライムショック後のアメリカにおける消費動向」『経済学論集』第 42 巻第 1 号，駒澤大学経済学会，2010 年。
古野高根『20 世紀末バブルはなぜ起こったか―日本経済の教訓』桜井書店，2008 年
井村喜代子『世界的金融危機の構図』勁草書房，2010 年。
井村進哉『アメリカの住宅金融システム金融自由化・証券化とリーティルバンキング・公的部門の再編』東京大学出版会，2002 年。
石原哲夫「世界の損失額は 580 兆円を優に超えた可能性も」『エコノミスト』2008. 12. 22
――――「米国は規制強化へ，パラダイムシフトの金融業界」『エコノミスト』2009. 6. 23.
石倉雅男「日本の金融システムの構造変化と金融政策」渡辺和則編『金融と所得分配』日本経済評論社，2011 年。
掛谷建郎『米銀の崩壊と再生―金融自由化の誤算』日本経済新聞社，1993 年。
川浪洋一・前田真一郎編『消費者金融論研究』消費者金融論研究会，2011 年。
小林正宏・大類雄司『世界金融危機はなぜ起こったか―サブプライム問題から金融資本主義の崩壊へ』東洋経済新報社，2008 年。
McCarthy, Jonathan and Peach, Richard W. ‘Are Home Prices the Next “Bubble”?’ *FRBNY Economic Policy Review/Dec.* 2004
水野和夫「サブプライム化する米国経済」『金融ビジネス』東洋経済新報社，Winter，2008。
三輪芳昭「『銀行ばなれ』と『金融危機《騒動》』の実相―『法人企業統計季報』個表を通じた日本企業の資金調達行動 1994～2009 年度―」，『ファイナンシャル・レビュー』財務省総合政策研究所 2011 年 5 月。
小幡績『すべての経済はバブルに通じる』光文社新書。2008 年。
『大月金融辞典』大月書店，2002 年。
Rajan, Raghuram G. “Development Made the World Riskier?” at A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, August 27, 2005.
――――“Fault Lines, How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy” Princeton Univ. Press, 2010. 伏見威蕃・月沢李歌子訳『フォールト・ラインズ―《大断層》が金融危機を再び招く』新潮社，2011 年。
Shiller, Robert J. “Irrational Exuberance” Princeton Univ. Press, 2000, 沢山冬日訳『根拠なき熱狂』ダイヤモンド社，2001 年。
高木仁「アメリカの金融制度―比較文化による問題提起を目指して」東洋経済新報社，2006 年。
武田真彦「資産価格バブルとマクロ経済政策」『ファイナンシャル・レビュー』平成 22 年第 101 号，財務省総合政策研究所，2010 年 7 月。
横川太郎「ミンスキーの『資金運用者資本主義』と投資銀行」『季刊経済理論』桜井書店，49 巻第 1 号，2012 年。