

市場経済システムの歴史③⑥

法政大学 経済学部教授 (客員) 渡部 亮

80年代前半の預金金利自由化において、その対象となった預金取扱金融機関の中には、貯蓄貸付組合(S&L)のような住宅金融機関も含まれた。実際、預金金利自由化によって大きな影響を受けたのがこれらの住宅金融機関であり、その影響は2000年代中ごろに起きたサブプライムローン危機の伏線ともなった。

預金金利自由化と住宅金融

もともと預金金利自由化は、66年と69年のクレジットクライシス(金融逼迫)で住宅抵当貸付が減少したことへの対応策でもあった。その当時、預金金利規制下にあった住宅金融機関からは大量の預金が流出し、住宅抵当貸付の減少によって住宅投資も減少した。このことは、低所得者の持ち家を推進するという米国政府の国策からすれば由々しい問題であった。

米国では資本主義の利点を国民に訴える目的で、30年代に持ち家民主主義(property ownership democracy)といった政治スローガンが提唱された。これは米国流の間接的な社会保障政策でもあった。ドイツのような欧州諸国では政府が財政資金を工面して直接低所得者向け住宅を提供したが、米国では低所得者の家計にみずから資金を工面させ、それを政府が間接的に支援した。

間接的な支援策としては、住宅抵当借入れに関わる支払利子の所得控除(損金扱い)に加えて、連邦住宅局(FHA)による住宅抵当貸付の保証制度が実施された。またファニーメイ(連邦住宅抵当金庫)およびフレディマック(連邦住宅貸付抵当公社)といった政府系住宅金融機関が設立され、地域間の資金偏在解消と抵当証券の流動化が促進された。両社とも特別の連邦法に準拠して設立された政府支援企業(government-sponsored enterprises: GSE)であり、州の会社法に準拠する一般の株式会社とは異なる。株主は民間投資家であるが、政府支援企業であるた

め、両社が発行する債券は実質的に政府保証付きとみなされ、負債比率は50倍を超えた。

ファニーメイは33年に設立されたが、60年代後半のベトナム戦争によって財政赤字が拡大したため、68年予算制度改革の一環として連邦政府の統合予算から切り離され、同社は民営化された。民営化に伴う株式新規公開からの収入は政府の財源とされた。また一社だけでは独占の弊害を引き起こすという理由から、71年にフレディマックが民間企業として設立された。両社は住宅抵当貸付を買い取るだけでなく、80年代初頭から住宅担保証券(MBS)の信用保証事業も行うようになり、抵当貸付(融資債権)の証券化(流動化)を推進する役割を担った。

金融規制緩和の功罪

金融規制緩和による金融資本取引の活発化は、資産バブルや債務肥大化といったあらたな問題を引き起こすようになった。70年代後半から産油国資本の還流が米国商業銀行の国際業務の中核に据えられ対外融資が増大したが、その結果82年にはメキシコ債務危機が勃発し、それに続く一連の南米諸国の債務不履行は、金融規制緩和時代における最初の銀行危機を引き起こした。また貯蓄貸付組合のような住宅金融機関は、70年代以前には業務範囲を制限されていたが、規制緩和によって商工業向け貸付や証券投資も自由に行えるようになった。業務範囲が拡大した貯蓄貸付組合は、直接マネーマーケットから短期の負債性資金を取り入れて、長期貸付や証券投資を積極的に行うようになった。しかしこのことは、金融引締政策によって市場金利が上昇した場合に、負債調達コストが上昇し、運用利回りとの間で逆鞘が発生する可能性を惹起した。実際、80年代の金利上昇過程で長短金利の逆転によって逆鞘が発生し、貯蓄貸付組合は巨額の損失を被った。規制緩和によって貯蓄貸付組合の保有対象資産となった高利回り債(後述)の債務不履行も多発した。

さらに80年代後半には石油価格が1バレル30ドル近い水準から10ドルに低下し、南西部サンベルトの景気が打撃を受けたことも、同地方の貯蓄貸付組合にとっては痛手であった。その結果、80年代初頭に全米で約4,000行存在した貯蓄貸付組合の数は、80年代末には約2,000行に半減した。

サブプライムローン危機への伏線

2000年代半のサブプライムローン危機を視野に入れて考えれば、規制緩和によって促進された融資の証券化も、功罪相半ばする金融革新であった。住宅担保証券のような証券化商品は、ファニーメイやフレディマックといった政府支援企業の保証を付けて投資家層を拡大させ、低所得者層向けの住宅資金を供給した。しかし反面では、90年代後半以降の低金利期にこうした証券化が行きすぎてリスクが極度に高まり、最終的にはサブプライムローン危機を引き起こした。特に過度の負債金融による金融機関の証券投資は、システムリスクの発現という形で同時多発的な金融危機を招いたと考えられる。

99年に実施された業際間の金融業務規制の大幅緩和(グラス・スティーガル法の改廃)は、巨大銀行による金融寡占化を生み、それがサブプライムローンの焦げ付きに端を発する信用不安によって、遂には国家経済全体に壊滅的打撃を与えることになった。伝統的に銀行の産業支配力が弱かった米国では、銀行破綻が国家経済全体を揺るがすといった可能性は想定されていなかった。たしかに規制緩和された市場経済は、無駄の排除や自助努力による生産性向上をもたらしたが、金融取引を全面的に規制緩和したことは、信用秩序の維持をむずかしくするという問題を引き起こした。

結局08年夏にファニーメイとフレディマックが経営破綻し、両社には公的資金が注入された。また両社の債務は財務省によって肩代わりされ、公的な保全管理(conservatorship)に服すことになり、両社は実質上国有化された。両社の債務残高合計は6.6兆ドルに達するが、これを政府債務に含めると、米国の一般政府債務残高はGDP比で136%に達する。これはイタリア(120%)、ギリシャ(142%)並みの高水準である。(IMF統計による2010年末現在)。結局米国も欧州同様、社

会保障によって国家財政が破綻したことになる。

あたらしい資金調達手段：高利回り債

国策としての低所得者向け住宅金融や金融寡占化が、最終的には米国金融システム全体を揺るがすような危機に発展したのだが、こうした問題とは別に、金融規制緩和は1980年代から2000年代にかけて、企業の財務戦略の効率化や多様化を促進し、米国経済の成長に貢献した。これが前回述べた米国企業復活の第二の要因である。特にハイテクなど新興企業の資金調達では、高利回り債とナスダック(NASDAQ)がはたした役割が大きい。このうち高利回り債はジャンクボンドとも呼ばれ、格付けがBB格以下の、信用力が低い借り手によって発行される。発行会社にとっては、支払利子の損金算入制度によって、高金利下でも税引き後の資金調達コストが低下するという利点がある。ただしこの高利回り債の評価が定まるまでには、以下に述べるような紆余曲折があった。

高利回り債は、当初は信用度の低い会社によって細々と発行されていた。こうした信用度の低い発行会社の中には、往年の優良企業がその後に経営悪化し、墜落天使(fallen angel)と呼ばれるようになった「危ない会社」が含まれていた。その高利回り債が、70年代末からレバレッジ・バイアウト(LBO)ファンドによる買収資金調達源として利用され始め、80年代の後半には公募社債の発行総額の20%以上を占めるようになった。

LBOファンドはパートナーシップ組織の買収ファンドであり、プライベートエクイティ・ファンドとも呼ばれる。多額の負債を使って公開会社を買収し、私企業化(非公開化)するのだが、エクイティ資本の出資者をファンドのパートナーと経営者に絞り、外部からの資金調達は高利回り債などの負債に限定する。代表的なLBOファンドはコールバーグ・クラビス・ロバーツ(KKR)である。KKRは、76年に投資銀行ベア・スターンズからスピアウトした三人の銀行家によって設立され、RJRナビスコ(タバコと菓子の複合企業)、ビアトリス、セイフウェイなどの買収で有名になった。

(以下は次号に続く)

わたべりょう(法政大学教授)