ケインズならサブプライム危機をどう解決する

滝　川　　好　夫

１　はじめに：J.M.ケインズが現在生きているならば

米国第５位の投資銀行（証券会社）ベアー･スターンズは、形式的には商業銀行のＪＰモルガンによって救済買収されたが、事実上は経営破綻である。サブプライム危機は、08 年 3 月 16 日のベアー･スターンズの実質経営破綻までは水面下で進行し、ベアー･スターンズの実質経営破綻によりさざ波が立ち、同年 9 月 15 日の米国第４位の投資銀行リーマン･ブラザーズの経営破綻により荒波になった。以後は、水面は大荒れとなり、大波が陸地（実体経済）に繰り返し押し寄せてきている。まさに、グリーンスパン前ＦＲＢ義長の言う「百年に一度の津波」である。

J.M.Keynes は 8 冊の本を出版している。そのうち、『貨幣改革論』（1923 年）、『貨幣論Ⅰ・Ⅱ』（1930 年）、『雇用･利子および貨幣の一般理論』（1936 年）の 3 冊は、ケインズの主要著作として、ケインズ３部作と呼ばれている。『貨幣論』は大恐慌の最中に書かれたものであり、『雇用･利子および貨幣の一般理論』は「大恐慌の経済学」として書かれたものである。本論文のねらいは、ケインズ（1883－1946 年）が現在生きていて、政策担当者であるならば、サブプライム危機（21 世紀の大恐慌）をどのように診断し、どのように処方するのだろうかを夢見たものである。

1929 年 10 月 28 日の米国の株式大暴落について、『貨幣論』は「したがって私は、あまりに近すぎてはっきりとは見えないような、同時代の出来事についての意見、すなわち事態の根本的原因についての、私の見解を述べるという早まった行為に誘い込まれるのであるが、その見解というのは次のとおりである。（中略）それは、戦後の数年間、一つ一つ列挙できる雑多な原因が介在して、自然利子率を高水準に保たせたこと、これらの原因が最近では作用しなくなったこと、そしてそれにもかかわらず、他の雑多な原因が市場利子率を維持してきたこと、そしてその結果、借手の見解と貸手の見解、いいかえれば自然利子率と市場利子率との間に、いまややや突然に、非常に広い開きが現れてきたということである。」（pp.396-397）と自問自答している。

世界金融危機の原因は突然の「自然利子率（資本の限界効率）<市場利子率」である。20 世紀の世界金融危機（1930 年代）は予想利潤の突然の低下による自然利子率の急落が原因であった。しかし、21 世紀の世界金融危機（サブプライム危機）は、前半は資源価格高騰による再生産費用の急上昇による自然利子率の急落が原因であったが、後半は予想利潤の突然の低下による自然利子率の急落が原因であったとケインズは判

断するように思われる。

『雇用･利子および貨幣の一般理論』は「大恐慌の経済学」として書かれたものであるが、金融の技術面を捨象しているので、サブプライム危機の金融面の分析には『貨幣改革論』、『貨幣論Ⅰ・Ⅱ』が有用である。

２　サブプライム危機の原因：１つのサーベイ

サブプライム危機の発生原因を整理しておく。サブプライムローン問題に関係している人は大別すると「借りた人（信用力の低い住宅ローン借手)」「そんな人に貸した人（住宅ローン会社、ファンド、投資家)」「そんな人に貸せるようにした人（金融当局)」の３種類であるが、それらの人の何が悪くて危機が発生したのか、それらの人をめぐる金融経済環境の何が悪くて危機が発生したのかを整理する。

(1)　金融経済環境

①　巨大な経常収支不均衡（米国の過剰消費）：行天［08.12.19]、柳沢［08.10.19］

米国の経常収支は赤字、日中の経常収支は黒字である。今世紀に入ってからの世界同時好況の大半は米国の過剰消費に支えられたものであり、これらの不均衡はもはや持続しえない。一般には、経常収支赤字の原因は「自国通貨高（米国についてはドル高)」「内需過剰」「貯蓄不足･投資過剰」と言われているが、米国経済は戦後一貫して消費主導の成長を謳歌し、それが輸入を増大させ経常収支の大幅赤字を生んだ。一方日本を含む他の世界は、米国への輸出で景気拡大を保ってきた。サブプライム危機の根源には米国の過剰消費体質がある。

②　日本の超低金利政策：矢野［2008］

日本の超低金利政策は、円キャリー取引と呼ばれる超低金利資金の海外持ち出しの原因となり、ドル建てのサブプライムローン証券化商品に対する内外の投資家の過剰な需要を刺激し、バブルを生み出した。超低金利の日本で円を借り、それでドルなどの高金利外貨を買い（円売り･ドル買い)、その外貨でハイリスク･ハイリターン商品を買い、それがバブルおよびハブル崩壊をもたらした。また、グリーンスパン（06 年 1 月まで 18 年間の FRB 議長）の政策運営に関しても、03-04 年の景気維持のための安易な超低金利政策に対しては批判がある。

③　金融技術進歩の影：深尾［08.10.15］［08.10.29]、御立［2008］

情報技術の進歩による金融工学の発展は、金融機関の財務内容をブラックボックス化し、金融機関の経営を不透明にさせてしまった。深尾［08.10.29］は「信用リスクを取引する CDS は危険なかけをする商品で、こうしたデリバティブが膨らんでバブル

となった」と述べている。御立［2008］は原商品のリスクを不透明にすることが金融イノベーションであると考えている。

④　世界の実体経済の後退：吉川［08.10.29］

世界全体の総生産を GWP（Gross World Product）と呼べば、GWP の 1/3 は新興国、2/3 は先進国によるものであるが、GWP 成長率に対する寄与率（貢献率）は逆に 2/3 が新興国、1/3 が先進国によるものである。先進国はトレンドとしては衰退気味であるが、世界全体の実体経済はサブプライム危機直前までは絶好調であった。08 年の後半はサブプライム危機であったが、前半は世界の高成長による資源価格高騰が問題になっていた。08 年は、世界全体が持続可能でない高成長をしてきた後に、金融危機の問題が生じたものと描写できる。

⑤　経済の金融面と実体面のアンバランス：岡部［08.10.20］、山田［2008］

山田［2008］は、金融の世界と実物の世界のバランスを「総信用額／名目 GDP」で測り、「日本や北欧など、過去に金融危機を経験した国には明らかな共通点がある。急速な信用膨張と、その反動としての大きな痛みを伴う信用収縮である。現在、欧米の金融市場でレバレッジ（信用膨張）を解消する動きとして『デレバレッジ』という言葉が頻繁に聞かれる。膨らみ過ぎたバランスシートの調整に伴う信用収縮が今後加速しよう。」と述べている。

⑥　富の偏在：ボンド［2008］

ボンド［2008］は「危機を迎えているのは金融業の経営や金融システムであり、資本主義そのものではない。市場に軸足を置いた資本主義は完全ではないが、他のやり方よりは経済をうまく運営できる。問題は生み出した富の分配のあり方だ。危機が起きるまでの金融はごく一部の人だけに富が偏在するようなシステムで、持続可能でなかった。」と述べている。

⑦　ドル安と国際通貨不安：行天［08.9.23］

行天［08･9･23］は、サブプライム危機は住宅バブルとその崩壊、金融市場の危機、世界インフレ、ドル安と国際通貨不安といった 4 つの異なる要因の絡み合いの中から起きた複合的危機であり、さらに、4 つの要因がいずれも一過性ではなく、世界経済の構造的、歴史的変化を示唆していると論じている。欧州の金融安定化対策規模が膨らむのは、英国を除く主要国が統一通貨ユーロを共有する中、特定の銀行の経営危機などが瞬く間に国境を越えて広がる恐れがあるためである。その意味で、日本の 90 年代の金融危機は「円」が国際通貨でなかったので世界に広がらなかったが、サブプライム危機は「ドル」が国際通貨であるので世界に広がった。

(2) 金融・資本市場

⑧ 質に関する劣悪な情報を背景とする市場取引：猪木［2008］、岩沙［2008］、行天［08.9.23］、竹森［08.9.22］、矢野［2008］

米国は日本に対して金融機関の情報開示の徹底をしばしば求めてきている。しかし、米国の情報開示はオンバランス取引に関するものだけで、オフバランス取引（簿外取引）は情報非開示であり、米国の金融機関は簿外取引で、質に関する劣悪な情報を背景とする市場取引を行っている。情報の不完全性・非対称性が市場取引を崩壊させたのであり、市場での時価評価が難しいものにまで、格付け会社のお墨付きを得て時価を付け、金融商品に仕立てるのは行き過ぎであり、自壊した。行天［08.9.23］は「金融の世界に、新しい市場、商品と、プレーヤーが生まれた。だが、その重大さに気付いた人は少なかった。（中略）現在の危機は、資本主義が金融資本主義になり、食欲に駆り立てられた、説明責任を果たさないプレーヤーが、透明でない商品を売りまくった結果なのか」と述べている。竹森［08.9.22］は「価格シグナルさえ信頼できない状況では、市場重視の哲学を堅持する意味はないことをようやく米政府も悟った。」と指摘している。

⑨ 内部統制の精神の軽視：高［2008］

02年、米国で、内部統制の再構築を促す「企業改革法（SOX法：サーベンス・オクスレー法）」が成立した。これにより金融機関の行動はより厳格になったが、内部統制活動が膨大なコストをかけて推進された半面、基本的な問題が発せられることはなかった。すなわち、商業銀行に対して「返済能力が極端に劣る人々に対しローンを拡大することは問題ではないか」、投資銀行（証券会社）に対して「劣悪な住宅ローンの寄せ集めに信用補完を行ったところで、何になるのか」、格付け機関に対して「証券化の組成段階から関与する者が格付けを行ってよいのか」といった質問は発せられることはなかった。サブプライム危機が示していることは、内部統制の徹底は、逆に管理の形骸化、従業員の無責任化、脱法化を促したとさえ思えることである。つまり、「証拠文書さえ作ればよい」「格付けさえとればよい」「格付けを投資家に示せさえすればよい」といった発想の形骸化をもたらしている。金融業界内では「最初の数十日間、利用者が返済不能に陥らなければ問題ない」「投資家が求めているわけだから、融資基準は緩くしても構わない」「証券会社も従わないのだから、ガイドラインはただの示唆に過ぎない」などと語られ、脱法化を促した。SOX法の法令遵守の徹底は法の「文言」の遵守と矮小化され、法の精神を軽視する風土を作り出している。

(3) 借りた人

⑩「信用力の低い住宅ローン借手」：滝川［2007］、竹中［08.10.16］

ポールソン財務長官（当時）は、住宅価格の値上がりを見込んだ借入契約を行った

人は「善意の借手」ではなく、「もともと支払えない住宅を無理に購入した借手」であるとみなしている。信用力の低い住宅ローン借手と呼ばれている人は、住宅価格の上昇を当て込んで借りた人であり、住宅価格が上昇しなければ返済できない人であり、下落すればすぐさま住宅差し押さえに遭う人である。

(4) そんな人に貸した人：住宅ローン会社、ファンド、投資家

⑪ 投資銀行（証券会社）のリスクをとるビジネスの失敗：池尾［2008］、高［2008］、冨山［08.12.10］

投資銀行の経営破綻は「市場の失敗」「ウォール街の失敗」と呼ばれている。投資銀行の本来業務は手数料ビジネスであったが、手数料の自由化（金融大改革）により経営が悪化したために、リスクをとるビジネス（自己勘定での売買）を行うようになった。投資銀行のビジネスモデルは「株主･ROE（自己資本利益率）重視の経営」「過度なレバレッジ（外部負債依存）のビジネス」と特徴づけられているが、それは自己資本に比べて過剰といえる負債によるハイリターン･ハイリスク資産への運用である。投資銀行はリスクをとりすぎて失敗した。

⑫ 金融機関が所得証明もないような個人にお金を貸したこと：田幡［2008］

ポール･クルーグマンは「伝統的な銀行システムが、規制対象からはずれたパラレル（並行した）銀行システムにどれほどの深度で取って代わられたかが見過ごされていた」と指摘しているが、「規制対象からはずれたパラレル（並行した）銀行システム」が所得証明もないような個人にお金を貸していたのである。

⑬ すべての金融機関の「短期借り･長期貸し」：竹森［08.9.22］

竹森［08.9.22］は「銀行、証券、保険を問わず、短期の負債をあさり、住宅ローンを源泉とする長期の危ない資産につぎ込んでいた強欲さが、大恐慌よりも危険で脆弱な構造を招いたのだ。」と述べている。米国の住宅ローンは預金を原資とせず、住宅ローン債権を担保とした短期借入が原資である。つまり、「短期借り･長期貸し」である。預金は安定的な資金調達手段であるが、借入は不安定な資金調達手段である。住宅ローン債権が減価しはじめると、担保割れで返済を求められるし、住宅ローン債権を担保として借入を行ったり、住宅ローンの証券化を行うことができなくなる。貸出は流動性が低く、証券は流動性が高いと言われているが、サブプライム危機下では、証券（証券化商品）も流動性が低いことが判明したように思う。

(5) そんな人に貸せるようにした人：金融当局

⑭ 住宅ローンの証券化：高［2008］、ホワイト［2009］

金融システムが価格重視の市場に基づくようになることは「市場型化」あるいは「ボ

ンド化」と呼ばれている。英米型資本主義、とりわけ米国型金融資本主義においては、参加者にとって価格が決定的重要性をもつ市場が拡大し、金融取引全体がそれに大きく影響されるようになっている。価格が重要な意味をもつ市場の大部分は証券市場であるので、「市場型化」は「証券化」といってもよい。金融の「市場型化」・「証券化」は金融市場が投機化することであり、サブプライム危機は、金融が「市場型化」・「証券化」することによって、金融市場の投機性が高まったために生じたものである。高［2008］は「かつての銀行ビジネスでは、融資後も住宅ローンを保有し続けるため、融資判断は非常に慎重で、特に低所得者への融資には一定の範囲でしか応じなかった。この足かせを外すために考案されたのが資産金融証券化だ。」と述べている。ホワイト［2009］は「証券化が進んだ金融市場では、銀行の不良債権問題を融資条件の見直しという伝統的な手法で解決できない。」と述べ、不良債権問題を解決するのにローンの証券化は貸出に比べて柔軟でないと指摘している。

⑮　金融機関に対する規制の不備：アイヒェル［08.12.17］、岡部［08.10.20］、行天［08.12.19］、原田［09.2.18］、ホワイト［2009］、ルドウイック［2009］

グリーンスパン前 FRB 議長は「デリバティブの規制緩和に関しては部分的に間違っていた。自己責任に基づき利益を追求する金融市場の仕組みに不備があった」「自由で競争的な市場を最善とする信条が正しくなかった」と述べている。金融自由化を背景とする市場システムの複雑化に金融当局の規制や監視が追いつけなかったことがリスクを膨らませた。市場の行き過ぎをチェックし、修正するという姿勢を金融当局は欠いていた。

⑯　金融当局の危機対応の失敗：岡部［08.10.20］、竹中［08.10.16］［08.12.16］

欧州中央銀行（ECB）は 08 年 7 月に利上げするなど危機対応を誤った。米金融当局は巨大な金融機関（リーマン・ブラザーズ）破綻の影響を軽くみすぎていたのであり、サブプライム危機は「米国の失敗（市場の失敗+金融当局の失敗）」である。岡部［08.10.20］は「市場の失敗には政府が断固介入するしかない。それは『反市場』ではなく市場を維持するための避けられない手段である。『市場の自由』をめぐる勘違いが危機を増幅したといえる。（中略）『市場対規制』といった単純な図式ではなく『賢い規制』を模索することだ。」と述べている。竹中［08.12.16］は「『市場の失敗』に『政府の失敗』が重なり、厳しい状況だ。銀行危機は日本も何度も経験したが、今起きている『マネー・マーケット危機』に対処するノウハウがなかった。（中略）金融の混乱を抑えること、マクロの不況を克服すること、2 つを同時にやらないといけない。」と述べている。また、竹中［08.10.16］は「今の危機はサブプライム危機という以上に、『政府がもはや事態をコントロールする能力を欠いているのではないか』という懸念が広がるコンフィデンス・クライシス（信認の危機）であるといえる。それだけに最後の信用のよりどころと

して政府･中央銀行がなりふり構わず事態収拾に動くしかない。」と述べている。佐々木［09.2.25］は政府の市場への介入を「市場の政治化」と呼んでいる。

３　ケインズならサブプライム危機をどう診断する

３－１　住宅バブル生起･崩壊の原因：実物の世界 vs. 金融の世界

『貨幣論』は、所得および富の相当な不平等を正当化することのできる社会的、心理的理由として、「金儲けの動機」「私有財産制度の環境」の 2 つを挙げ、「金儲けと私有財産の機会が存在するために、危険な人間性質を比較的害の少ない方向へ導くことができるのであって、それらの性質は、もしこの方法によって満たされないとすると、残忍性とか、個人的な権力や権勢の無謀な追求とか、その他さまざまな形の自己顕示欲にはけ口を求めるようになろう。人が暴君となるなら、仲間の市民に対して暴君となるよりは、自分の銀行残高に対して暴君となる方がよい。」（p.377）と述べ、ケインズは住宅バブルを是認している。

住宅バブル生起の原因について、『貨幣論』は、「景気過熱は、ほとんどすべての場合、銀行組織の、避けられたはずの手遅れと不適切な行動とによるものと思われるし、また時として、手の施しようもなく、そしてあらゆる正常的な調節方法を阻むようになるのは、沈滞の方であるという見解には、はるかに多くの根拠がある。」（p.389）と述べている。すなわち、バブルは金融機関の暴走によって生起し、バブル時の収縮的経済政策は効きやすいが、バブル崩壊時の拡張的経済政策は効きにくいので、バブルが大きくならないようにすることが重要である。

また、『貨幣論』はバブル崩壊の原因の一つは金融引き締め政策であると論じている。貨幣は実物の世界、金融の世界の両方で流通している。金融の世界で資産価格が高騰すると、金融当局はバブルを潰すために、金融引き締め政策をとる。しかし、資産価格の高騰を支えている営業預金 B （金融取引遂行のために保有されるお金）は少額で、きわめて流通速度が大きいので、金融を引き締めても、「営業預金 B×営業預金 B の流通速度」にはほとんど影響を及ぼさない。結局のところ、金融引き締め政策は金融の世界よりも実物の世界を直撃し、実物経済が不況化する。そして、実物経済が不況化しそうであることから、資産価格の高騰は止まり、バブルは崩壊する。

住宅価格は証券価格と同様なものであり、『貨幣論』は、証券価格の決定要因を長期･短期と分けて議論し、長期における証券価格は、証券を保有することから得られる予想キャッシュフローと、利子率によって決定されるが、ごく短い期間では、証券価格は「現在のいかなる貨幣的要因によってもあまり左右されることのないような一般の思惑に依存する。」（p.264）と述べている。住宅価格が下落しなかったならば、サブプライム危機は起こらなかったであろうが、一般の思惑による住宅バブルをそのままにしておくとどうなるであろうか。『一般理論』は、「市場の心理を予測する活動」を「投機」、「資産の全存続期間

にわたる予想収益を予測する活動」を「企業」とそれぞれ呼び（p.156）、「投機が企業以上に優位を占めるということは必ずしもつねに事実ではない。しかし、投資市場の組織が改善されるにつれて、投機が優位を占める危険は事実増大する。（中略）投機家は、企業の着実な流れに浮かぶ泡沫としてならば、なんの害も与えないであろう。しかし、企業が投機の渦巻のなかの泡沫となると、事態は重大である。一国の資本発展が賭博場の活動の副産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない。」（p.157）と論じている。したがって、住宅バブルは崩壊してもやむをえないのであり、サブプライム危機の原因を住宅価格の下落に求めることは誤りではないが、問題の本質ではないと思う。

３－２　金融機関のリスク選好：正常利潤 vs. 意外の利潤

ガイトナー米財務長官の金融規制改革案は、短期的利益のために経営者が過剰なリスクをとる問題にも言及し、「規制当局が経営幹部の報酬慣行の標準を示すべきだ」としている。金融機関の経営者のリターンは無限であるが、リスクは有限であることから、経営者はハイリスク･ハイリターンのビジネスに走りがちである。同案は経営者のモラルハザードを抑制するための報酬体系見直しを提唱している。

『貨幣改革論』は、企業家を「正常的企業活動から得られる、少ないが永続的な利潤よりも、瞬時の巨大な利潤のことを考え始める。比較的遠い将来の事業の安泰よりも、手ばやい金儲けのほうに気をとられるようになる。」（p.24）と特徴づけているが、金融機関（銀行、住宅金融会社、SPVs、ファンド）は同種の特徴をもっているように思われる。サブプライム危機発生の原因の一つとして、一般には富の偏在が挙げられているが、富の量の偏在のみならず、富の質も問題にしなければならないと思う。『貨幣改革論』は正常利潤と、インフレーションによる意外の利潤を区別し、「あらゆる人が漠然と認めている正常利潤の経済学説は、資本主義正当化の必要条件である。企業家は、大まかに言って、またある意味で、その活動が社会に寄与したものと一定の関係で利益を得るかぎり、容認しうるものなのである。」（p.25）と述べている。住宅ブームにおいては、正常利潤を上回る利潤（「意外の利潤」）を得る者が出てくるが、サブプライム危機発生の原因の一つは金融機関の利益の性質が世間では正当化されず、金融機関をうさん臭いものとみなすようになり、信用の基盤を傷つけたことである。しかし、『貨幣論』は「人間本性を変革する仕事とそれを統御する仕事とを混同してはならない。」（p.377）と論じている。人間本性は投機を行うものであるので、人間に投機をさせないようにするのは無理であり、重要なことは投機のコントロールである。

３－３　サブプライム危機の原因：産業的流通 vs. 金融的流通

『貨幣論』は、転換点をもたらす原因として、「新投資の魅力の消滅」「金融上の意向の気迷い」「消費財物価水準の反動」の 3 つを挙げ、これら 3 つの原因の累積の結果

として、遂には崩壊がくると論じている。

①　新投資の魅力の消滅

時間の経過につれて、もしくはある種の資本財の供給の増加につれて、新投資の魅力が次第に尽きてくる。

②　金融上の意向の気迷い

「それは幾らかの金融業者たちが、洞察力によってかあるいは以前の恐慌についての彼らの経験によって、産業界あるいは銀行界よりももう少し先を見ることによるものである。もしそうならば、(中略)『弱気』の意向の増大が金融的流通の必要額を増加させるであろう。したがって金融的流通［の必要額］が増加しようとするこの傾向が、産業的流通［の必要額］の増加に加えて、銀行組織に対して負担できないような重荷を負わせ、遂にはそれに対して、自然利率に完全に等しいだけではなく、情勢のこのような変化のもとでは多分それを超えるような利子率を賦課させるようになる可能性が強いであろう。」(p.312) 転換点に近づくと、一方ではいままで通りの実物の世界における貨幣需要が増大し続け、他方では経済の後退局面予想からの金融の世界における「弱気」が台頭し、それは自然利子率に比べて、市場利子率を上昇させ、やがては「市場利子率>自然利子率」をもたらす。

③　消費財物価水準の反動

消費財の価格がその騰貴した水準以下に不可避的に下落することにより、恐らくはそれに随伴する反動が生ずる。

2008 年 9 月 15 日のリーマン･ブラザーズの経営破綻まではマネーは株式市場から原油市場へ流れ、それは原油価格の高騰をもたらした。経営破綻以降はリスク資産から安全資産への回避が生じ、株価･原油価格は暴落した。『貨幣論』は、「企業的活動が活発であるためには、二つの条件が満たされていなければならない。利潤の見込みがなくてはならないし、また企業者にとって、その企画を実行するのに十分な、資源に対する支配権を､獲得することができるのでなくてはならない。」(p.154) と論じている。サブプライム危機下、企業が不活発であるのは、１つには利潤の見込みがないこと、もう１つには資金調達が困難であることによるものである。

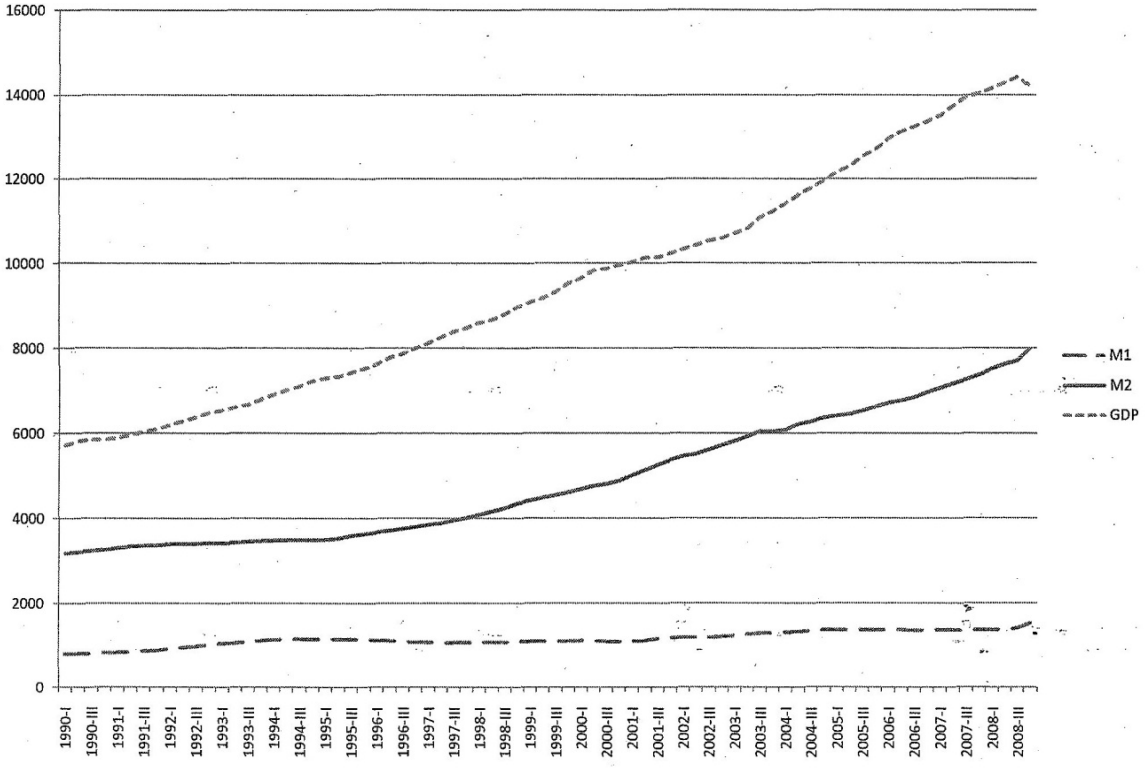
『貨幣論』の最重要概念の一つは「産業的流通 vs.金融的流通」である。両者は通貨保有動機として取り上げられているが、むしろ貨幣が実物の世界、金融の世界のいずれで流通しているのかを問題にするものである。私はバブルの生起は「実物 vs.金融」のバランスが崩れたために生じたもの、バブルの崩壊は「実物 vs.金融」のバランスの回帰であると理解しているので､『貨幣論』の「産業的流通 vs.金融的流通」概念はサブプライム危

機を論じるうえでの重要概念であると思う。財貨･サービスの価格は実物の世界の価格であり、金融の世界の価格は資産価格（住宅価格、株価など）である。「産業的流通 vs.金融的流通」概念は「財貨･サービスの価格 vs.資産価格」の問題でもある。

『貨幣論』は通貨保有動機として「所得預金」「営業預金」「貯蓄預金」の 3 つを取り上げている。『貨幣論』は実物の世界を支える営業預金（営業預金 A）と所得預金を「産業的流通」、金融の世界を支える営業預金（営業預金 B）と貯蓄預金を「金融的流通」とそれぞれ呼んでいる。貯蓄預金はさらに貯蓄預金 A と貯蓄預金 B とに分類されている。貯蓄預金 A は弱気、強気のいかんにかかわりなく保有される預金であり、貯蓄預金 B は弱気であるために保有される預金である。『貨幣論』は、貯蓄預金 B 減少は産業に対する貨幣供給の増加と同じ効果をもち、貯蓄預金 B 増加は産業に対する貨幣供給の減少と同じ効果をもつことになると論じている。

流動性預金を産業的流通、定期性預金を金融的流通の指標とみなせば、「流動性預金 vs.定期性預金」によって「産業的流通 vs.金融的流通」をとらえることができる。サブプライム危機の原因の一つは貯蓄預金 B（金融的流通：定期性預金）の増加である。

図３－１　M_1 vs. M_2 ：産業的流通 vs. 金融的流通



出所：FRB のホームページから作成。

３－４　貸手責任 vs. 借手責任

サブプライムローンの借手について、ブッシュ共和党政権のポールソン財務長官は

「もともと支払えない住宅を無理に購入した借手である」と述べ、オバマ民主党政権のガイトナー財務長官は「返済能力を超えて借りてしまった家族も多いものの、そのほかは野放しにされた融資慣行の犠牲者だ。」と述べている。ブッシュ共和党政権は借りた人が悪いと言い、オバマ民主党政権は貸した人が悪いと言っている。

『貨幣論』は、借手をまず「借入条件が実際の新投資によって得られそうな収益についてのいかなる計算にも、根拠をもたない借手:『自然的でない』長期の借手」「『自然的でない』短期の借手:『投機的』借手」「『真の』借手」と大分類し、「『自然的でない』長期の借手」をさらに「『困窮の』借手（主として政府)」「『銀行業務上の』借手（政府あるいは銀行)」と小分類している。「真の」借手は「自ら応じつつある条件に照らして有利と考えられる実際の新投資のために、借入れをしようとする借手」（p.400）と定義されているが、サブプライムローンを借り入れた人は本当に「『真の』借手」であったのであろうか。住宅価格の値上がりを見込んだ借入契約を行った人は「真の」借手（ポールソン財務長官の言う「善意の借手」）ではなく、「投機的」借手（ポールソン財務長官の言う「もともと支払えない住宅を無理に購入した借手」）であるように思う。「投機的」借手への融資がサブプライム危機を引き起こしたと思う。

金融技術の進歩で「貸してはいけない人に貸すことができるようになった」という幻想があったように思われるが、市場原理で「信用力の低い個人向け住宅ローン」を取り扱うべきではなかったと思う。

サブプライムローンの本質は「信用力の低い」ではなく「無理な投機を行った」ということである。サブプライム危機の根底には、サブプライムローン借手による投機の失敗があり、そのような投機をすすめた金融機関の責任は問われるべきである。住宅価格の上昇を前提にした、金融当局の住宅政策、民間金融機関の住宅融資は非難されるべきものである。

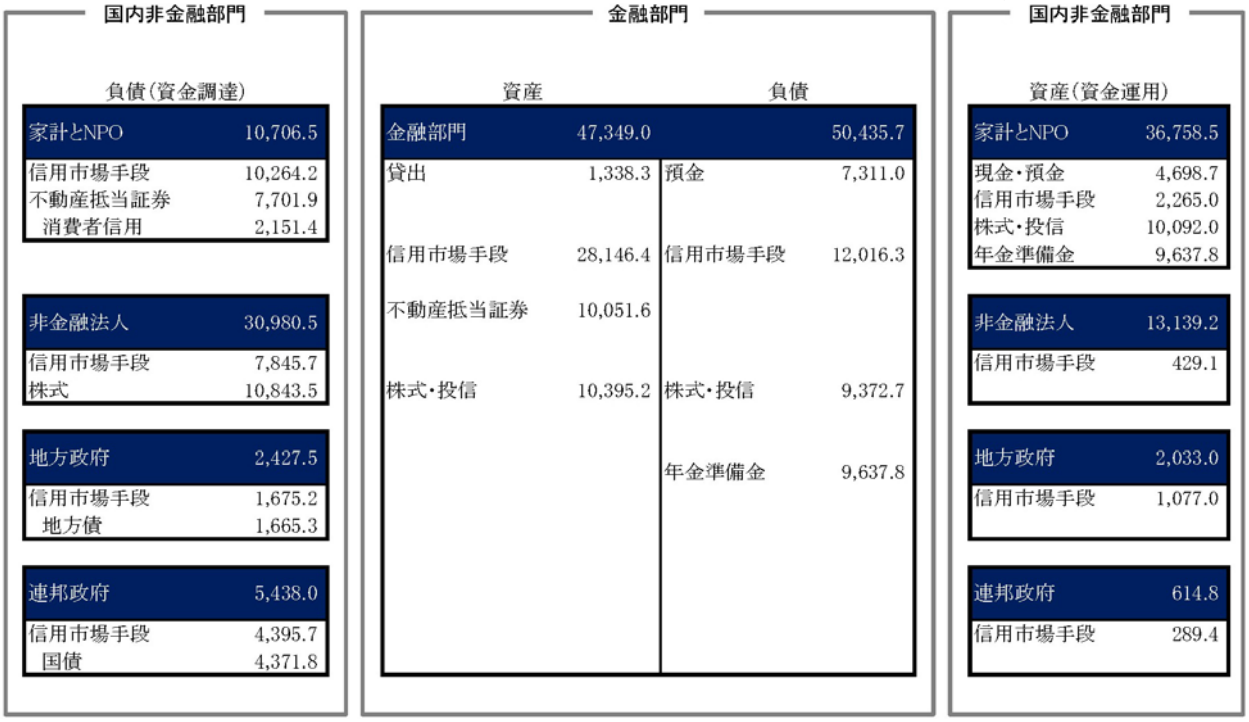
３－５　貯蓄から投資への資金の流れ:古典派のプライマリー市場 vs. ケインズのセカンダリー市場

経済の実物面は「生産→分配→支出→（生産)」といった循環（経済循環）でとらえることができ、経済が順調に運行しているときは、生産、分配、支出のいずれの活動から出発しても同じ（「三面等価」）であるが、経済の運行が順調でなくなり、さらには危機になると、生産、分配、支出のいずれの活動に問題があるのか、さらにはいずれの活動が危機であるのかを理解しなければならない。経済の金融面は「貯蓄（資金余剰）→投資（資金不足)」といった直接金融、あるいは「貯蓄（資金余剰）→金融仲介機関→投資（資金不足)」といった間接金融でとらえることができ、経済が順調に運行しているときは、資金の流れは円滑であるが、経済の運行が順調でなくなり、さらには危機になると、資金の流れのどこに問題があるのか、さらにはどこが危機であるのかを理解しなければならない。

図３－２　資金の流れの推移

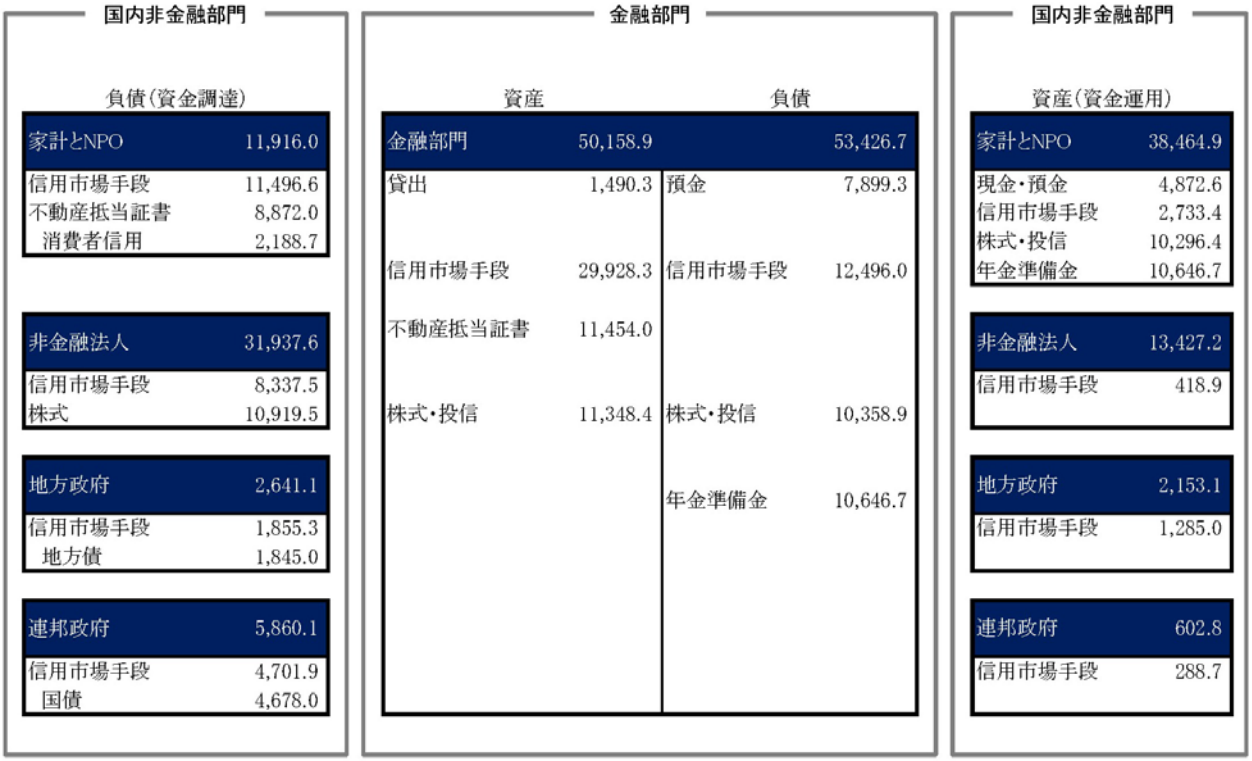
資金の流れ（2004 年 12 月末）

（単位：10 億ドル）



資金の流れ（2005 年 12 月末）

（単位：10 億ドル）



資金の流れ（2006 年 12 月末）

（単位：10 億ドル）

国内非金融部門

負債(資金調達)

家計とNPO	13,293.4
信用市場債	12,815.9
不動産抵当証書	9,930.9
消費者信用	2,437.7
非金融法人	33,918.0
信用市場債	8,992.4
株式	11,529.9
地方政府	2,525.7
信用市場債	2,005.8
地方債	1,994.9
連邦政府	6,149.8
信用市場債	4,885.3
国債	4,861.7

金融部門

資産		負債	
金融部門	56,953.9		60,585.3
貸出	1,666.8	預金	8,503.9
信用市場債	32,944.4	信用市場債	14,129.3
不動産抵当証書	12,771.6		
株式・投信	14,110.6	株式・投信	12,226.0
		年金準備金	12,191.7

国内非金融部門

資産(資金運用)

家計とNPO	42,005.5
現金・預金	5,490.6
信用市場債	3,029.1
株式・投信	10,445.6
年金準備金	12,191.7
非金融法人	14,398.3
信用市場債	465.8
地方政府	2,286.4
信用市場債	1,353.4
連邦政府	611.4
信用市場債	290.7

資金の流れ（2007 年 12 月末）

（単位：10 億ドル）

国内非金融部門

負債(資金調達)

家計とNPO	14,374.5
信用市場債	13,825.4
不動産抵当証書	10,765.5
消費者信用	2,550.6
非金融法人	36,477.2
信用市場債	10,075.0
株式	12,068.0
地方政府	2,746.7
信用市場債	2,189.8
地方債	2,178.1
連邦政府	6,504.2
信用市場債	5,122.3
国債	5,099.2

金融部門

資産		負債	
金融部門	61,942.5		65,087.7
貸出	2,012.2	預金	9,137.1
信用市場債	35,780.2	信用市場債	15,750.6
不動産抵当証書	14,047.7		
株式・投信	15,210.7	株式・投信	12,408.2
		年金準備金	12,779.5

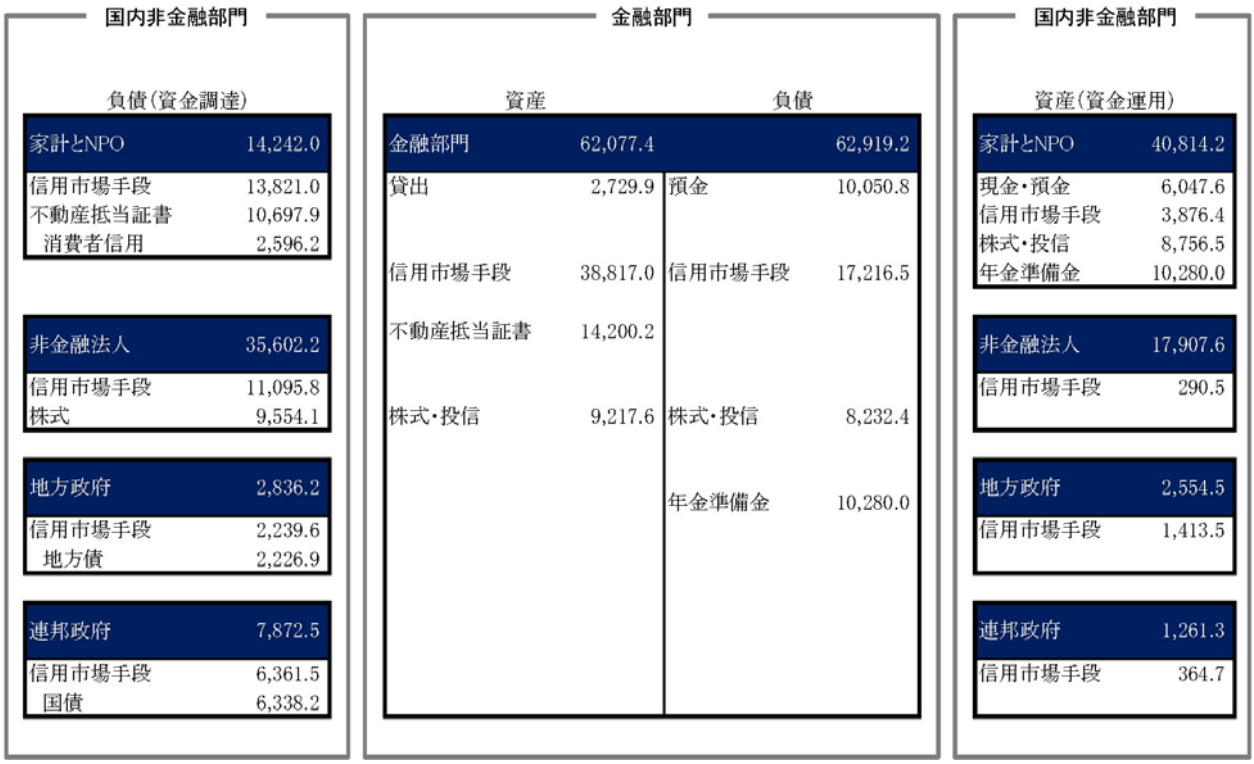
国内非金融部門

資産(資金運用)

家計とNPO	45,333.0
現金・預金	5,958.5
信用市場債	3,977.0
株式・投信	10,528.5
年金準備金	12,779.5
非金融法人	16,059.4
信用市場債	452.7
地方政府	2,526.7
信用市場債	1,455.0
連邦政府	635.3
信用市場債	288.3

資金の流れ（2008 年 12 月末）

（単位：10 億ドル）



出所：FRB の Flow of Funds Matrix より作成。

サブプライムローンにかかわる資金の流れは、プライマリー市場では「預金者－（預金）→銀行－（事業資金の貸出）→住宅金融会社－（サブプライムローンの貸出）→サブプライムローンの借手」であり、セカンダリー市場では「個人投資家－（投資信託：サブプライムローン貸出債権の証券化商品の再証券化商品の購入）→ファンド－（サブプライムローン貸出債権の証券化商品の購入）→SPVs→住宅金融会社」であり、以下のような時系列で、貸借の基盤が損なわれた。すなわち、第１に、サブプライムローンの貸出の焦げ付きが起こり、住宅金融会社はサブプライムローンを貸し出さなくなった。第２に、投資家はサブプライムローン関連商品（サブプライムローン貸出債権の証券化商品･再証券化商品）を購入しなくなった。第３に、銀行は事業資金を貸し出さなくなった。第４に、銀行は資金調達しにくくなった。

表３－１　市場型間接金融：サブプライムローン問題の全体像

	銀行		住宅金融会社		ＳＰＶｓ		ファンド		家計	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
預金		10 -10							+10 -10	
ファンド								+10	+10	
金融機関間の貸出・借入	+10 -10			+10 -10						+10
サブプライムローン			+10 -10		+10					
ＡＢＳ						+10	+10			

90 年代の日本の金融危機は、法人向け企業貸出の焦げ付きという間接金融の危機であった。サブプライム危機では、証券化商品の価格下落という市場型間接金融の危機である。サブプライム問題では、金融機関は住宅ローン債権の証券化により信用リスクを他者に転嫁することができたので、貸出審査を甘くし、それが住宅ローン貸出の焦げ付きをもたらしたと指摘されている。

表３－２、３－３は「日本の間接金融の危機 vs.米国の市場型間接金融の危機」のエッセンスを例示したものである。日本の間接金融は「家計－（預金）→銀行－（住宅ローンの不良債権化）→家計」であり、米国の市場型間接金融の全体像は表３－１であるが、そのエッセンスは「家計－（ファンド）→ファンド－（資産担保証券：ABS）→SPVs－（サブプライムローンの不良債権化）→家計」である。「日本の間接金融の危機 vs.米国の市場型間接金融の危機」はつまるところ「預金 vs.短期借入」であり、資金調達手段として、短期借入は預金より不安定であるので、米国の市場型間接金融の危機は日本の間接金融の危機よりも、危機伝播のスピードが速く、危機の深刻度は大きい。

表３－２　日本の間接金融の危機

	銀行		家計	
	資産	負債	資産	負債
預金		+10 ←	+10	
サブプライムローン	+10 →			+10

表３－３　米国の市場型間接金融の危機

	ＳＰＶｓ		ファンド		家計	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債
預金						
ファンド				+10	+10	
金融機関間の貸出・借入						
サブプライムローン	+10					+10
ＡＢＳ		+10	+10			

「産業的活動」機能が銀行業の本来の機能であり、「金融的活動」機能は投機の気味があるので、銀行家ができれば全く避けたいと思う事柄であると言われることがあるが、『貨幣論』は、「どのような金融的貸付けも、恐らく産業的貸付けよりは流動的であり、また金融的貸付けは、優良な証券に対するもの以外には、ほとんど行なわれていないのであって、不良債権となることは、恐らく産業的貸付けよりも少ないであろうし、また一方では、金融的貸付けの全体と産業的貸付けの全体とは、どちらも、その総額の著しい減少を急激に行なおうとすれば必ず大きな損害をもたらさざるをえないという意味では、等しく非流動的であり、この二つのうちではーもしそれらのうちで、何か選ぶべきものがあるとすればー金融的貸付けの方が比較的容易に縮小しうるのであって、それはこの資産が、貯蓄預金の保有者によって、相当な価格で引き取られることになるからである。『投機』という点についていえば、金融的貸付けの場合には、産業的貸付けの場合よりも、情報不足の無謀な借手に対して銀行がいっそう注意深くなくてはならないことは、恐らく事実であろう。」（p.364）と述べている。銀行が預貸金業務の一環として住宅ローンを手掛ける場合は「産業的貸付け」にあたるが、サブプライム問題における住宅ローンは最終的貸手にとっては「金融的貸付け」になってしまっている。『貨幣論』から推論すれば、「金融的貸付け」の性格を有することになってしまったサブプライムローンは、「流動的である」「情報不足である」と言えるであろう。「投機的」借手への融資がサブプライム危機を引き起こしたことは述べたが、「投機的」借手への融資を容易にさせたのは住宅ローン債権の証券化であるように思う。

住宅ローンは本来は「産業的貸付け」であるはずなのに、証券化により「金融的貸付け」になり、さらにそれを再証券化すると、ますます金融的貸付けの特徴である「情報不足」がひどくなる。ストラクチャード･インベストメント･ビークル（SIV）は住宅ローン担保証券（RMBS：証券化商品）などを購入し、それらを裏付けに資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を発行して、資金を調達している。SIV はファンドで

ありながら、銀行と同様に「短期借り、長期貸し」を行い、さらにSIVに融資している銀行によって連結対象として管理されるようになると、SIVは銀行そのものになる。『貨幣論』は、「銀行の直面する問題は、どれだけ貸出しをしておくべきかー（中略）ーではなく、その貸付けのうちどれだけの割合を、安全に、比較的流動性の低い形態にしておくことができるかということである。」（pp.52－53）と述べている。サブプライム問題は最終的には住宅ローン借手の債務不履行問題であるが、問題を深刻化させているのは金融機関の流動性不足である。再証券化はますます情報の非対称性を大きくし、それは流動性リスクを高めることになったのである。

サブプライムローン関連商品はいわば“闇鍋”となり、格付け機関は正しくリスク評価を行うことができなかったのではと指摘されている。『一般理論』は、「多かれ少なかれ無知に基づく予想のことは別としても、たいていの人びとは、その名目価値の変動が、多くの実直な努力の結果を極めて簡単に無効にしてしまうような、彼らの投資に対して、あまりにも臆病で、またあまりにも食欲であり、そしてあまりにも気短で、またあまりにも神経過敏であるために、長期的な観点に立ったり、あるいは長期の不確かな事柄に対して、当てにしても妥当だと思われる程度の信頼さえおこうとはしないのであるが、［これに対して］短期の見掛け上の確からしさは、それがわれわれの眼から見て、当てにならないものではないかとどれほど疑われるような場合にも、はるかに強く、人の関心を引きつけるのである。」（p.379）と述べている。サブプライムローン関連商品に対する格付けの「短期の見掛け上の確からしさ」はまさに、「それがわれわれの眼から見て、当てにならないものではないかとどれほど疑われるような場合にも、はるかに強く、人の関心を引きつけるのである。」これまでの信用履歴のほとんどないサブプライムローンに対する格付けそのものを全面信頼してきたことがサブプライム危機を引き起こした一因であるように思う。

３－６　投資銀行のビジネスモデル：「企業」vs.「投機」 vs. 詐欺的売買

投資銀行（証券会社）の主要業務は「自己売買業務（ディーリング）」「委託売買業務（ブローキング）」「引受および売出業務（アンダーライティング）」「募集･売出の取り扱い業務（セリング）」の4つである。一般には、これら4つの業務は発行市場における業務（新規発行証券業務）と流通市場における業務（既発行証券業務）に2分類されているが、サブプライム危機で明らかになったことは、これら4つの業務はディーリングとアンダーライティングの「リスクをとる業務」と、ブローキングとセリングの「リスクをとらない業務」との2つのタイプへの分類が重要であることである。

金融機関の利益の源泉の一つは「リスクをとる」ことであり、サブプライム危機における問題点の一つは投資銀行のリスク管理の失敗である。金融機関はリスクをとって儲けるビジネスであり、金融機関がリスクをとることを非難すべきではない。

金融商品を安く買って、高く売ることができれば利益になるが、「安く買って、高く売る」には次の３つのタイプがある。

①　ケインズの「企業」

第１のタイプは「資産の全存続期間にわたる予想収益を予測する活動」であり、これは理論価格より割安と思われる資産を買い、割高と思われる資産を売るタイプである。

②　ケインズの「投機」

第２のタイプは「市場の心理を予測する活動」であり、これはさらに価格上昇すると思われるから買い、さらに価格下落すると思われるから売るタイプである。

③　詐欺的売買

売手に必要な情報を与えずに安く買い、買手に必要な情報を与えずに高く売るといった、極端にいえば詐欺的売買のタイプである。

第１のタイプの売買は、資産価格体系に関して歪みが存在するときには、利益を上げる余地があるが、利益を上げることは歪みを解消することになり、それ以上の利益を上げられなくなる。第２のタイプは「バブル（泡沫）」であり、『一般理論』は「投機家は、企業の着実な流れに浮かぶ泡沫としてならば、なんの害も与えないであろう。しかし、企業が投機の渦巻のなかの泡沫となると、事態は重大である。一国の資本発展が賭博場の活動の副産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない。」（p.157）と述べている。投資銀行の金融商品売買が第１タイプであるならば、それは金融資本市場の効率化をもたらすので望ましいが、第２タイプであるならば、それは投機の渦巻のなかの泡沫となり、リスク管理の失敗である。第１タイプの収益機会が乏しくなるにつれて、投資銀行の「リスクをとる」ビジネスは第１タイプから第２タイプへ変わった。さらに、サブプライム危機においては第３タイプへ変わり、これに関して、池尾［2008］は「裁定型金融の活動のかなりの部分が他者から価値を奪うことによって利益を上げるようなものに堕してしまったとみられる。それが顕在化したのが、今般の信用市場危機であるということができる。（中略）例えば、米国のサブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）のかなりの部分が、金融の面で洗練されていない層につけ込んだ略奪的貸し付けの側面をもっていた。逆に、借り手が使途を偽ってローンを引き出す『略奪』まがいの借り入れもあった。」と論じている。

サブプライム関連商品は高度な金融技術を用いて作られたものであると一般には言われているが、その実は、金融商品の内容をいたずらに複雑化することで、リスクの過小評価をもたらすような不公正取引商品であったかもしれない。オバマ大統領は、「銀

行が他人の金を使ってあやしい投資をした。レバレッジをかけすぎたため、金融危機になった。」と指摘している。投資家がより慎重であったならば、この種の不公正取引は抑制されていたはずであるが、欧米のバブル経済下、投資家は長らく高収益を享受し慢心が生まれ、サブプライム関連商品のリスクを過小評価していたように思う。

池尾［2008］は「サブプライムローン問題に端を発した今般の信用市場危機は、裁定型金融からバリューアップ型金融へのビジネスモデルの再びの転換の契機になるととらえられる。バリューアップ型金融が見直されることは、金融活動の正常化として積極的に評価する向きもあろう。ただし、現下におけるバリューアップ型金融は、金を貸すより知恵を貸すような内容でなければならない。」と論じているが、サブプライム危機に対する反省から、金融の型の「リスクをとる業務」から「リスクをとらない業務」への一挙の転換を行うことは議論を飛躍しすぎである。資金を融通することが金融であり、資金の融通には必ずやリスクの負担･移転の問題が関係している。

金融機関の本業は世の中に存在するリスクの管理であり、金融機関が「金を貸すより知恵を貸す」というのであれば、誰がカネを貸し、リスクの負担･移転を行うのであろうか。サブプライム危機に対する反省は過度のレバレッジをとらないことであり、金融機関はリスクを過度に集中させないようにすることである。これから行われるであろうことは、投資銀行のビジネスモデルが「リスクをとる業務」から「リスクをとらない業務」へ転換することではなく、「リスクをとる業務」の水準･範囲の正常化･適正化であろう。

３－７　金融当局の責任：良い投機 vs. 悪い投機

投機の良い･悪いは繰り返し議論されてきたテーマである。「投機は良いものである」つまり「投機は市場の効率性と安定性を両立させる」という人は、「愚かな投機家は、高いときに買って価格をさらに上げ、安いときに売って価格をさらに下げることによって、市場を不安定化する。しかし、愚かな投機家は結局淘汰され、長期的に市場に残るのは、安いときに買って価格を上げ、高いときに売って価格を下げる賢明な投機家だけである。」と主張する。

サブプライム危機下、ヘッジファンドが「高いときに買って価格をさらに上げ、安いときに売って価格をさらに下げる」愚かな投機家であり、市場から淘汰されつつあるところを見ると、「投機が良いものである」という人の主張はあたっているように思われるが、問題は「愚かな投機家が結局淘汰され、賢明な投機家が市場に残る」が長期の話であるということである。ケインズ『貨幣改革論』は「長期的にみると、われわれはみな死んでしまう。嵐の最中にあって、経済学者に言えることが、ただ、嵐が遠く過ぎ去れば波はまた静まるであろう、ということだけならば、彼らの仕事は他愛なく無用である。」（p.66）と述べている。

「投機は良いものである」が長期においてのものであるならば、それはつまらない話である。私たちが問題としなければならないのは短期の「嵐の最中」であり、そこにおいては愚かな投機家が賢明な投機家を圧倒しているかもしれない。短期においては「投機は悪いものである」かもしれない。岩井［2008］は「確かに投機家が生産者からモノを買って消費者に売るような牧歌的な市場は安定的だろう。だが、金融市場のように、プロの投機家が互いに売買を繰り返す市場では話が全く違ってくる。それはケインズの『美人投票』が支配している世界だからである。（中略）プロの投機家がしのぎを削る金融市場を支配しているのは、この美人投票である。それは、需給の実体条件とは独立に、価格高騰の予想が実際に価格を高騰させるバブルや、価格急落の予想が実際に価格を急落させるパニックの危険を常に生み出す。そして実際、今回の金融危機でこの投機の不安定性が現実化してしまったのである。」と述べ、賢明な投機家が支配している市場もあれば、愚かな投機家が支配している市場もあり、金融市場では愚かな投機家が支配していると論じている。

４　ケインズならサブプライム危機をどう処方する

『貨幣論』は「［既に存在している］安定を維持することは、激しい不均衡の状態が引き起こされた後でそれを速やかに回復させることよりも、はるかに容易である。」（p.367）と述べている。不安定からの回復は安定の維持よりも困難であるので、危機が生じないようにすることが重要である。

『貨幣論』は、「ある企業者が何らかの理由によって将来の見込みに失望を覚えているとき、彼にとっては次の二つの方策のうちの一つあるいは両方の道が開かれているであろうーすなわち、彼はその産出量を減少することができるか、あるいは生産要素に対する支払いを引き下げることによってその費用を減少させることができる。」と述べているが、それはまさにサブプライム危機下で、世界の大半の企業が行っている「減産」「賃金･給与カット」のことである。『貨幣論』は「減産」「賃金･給与カット」について「どちらの方策も、もし全体としての企業者によって採用されるならば、それが貯蓄を減少させるか、あるいは銀行組織に信用条件を緩和することを可能にさせ（あるいは緩和させる原因となり）したがって投資を増加させる間接的な効果をもつことになるのでないかぎり（それらはいずれも、企業者自身が意図していることではない)、少しも彼らの全体としての損失を軽減しはしないであろうし、他方それらの方策は恐らく両方とも、逆に投資の費用を減少させることによって彼らの損失を悪化させることになりそうである。それにもかかわらず、これらの方策は、実際問題として彼らの関心をひくであろうが、それほどの部門の企業者であっても、これらの方策のどちらかを平均以上の程度で採用しうるかぎり、自己を防衛できるからである。」（pp.164－165）と述べている。すなわち、平均程度以上のリストラクチャリングは一

つひとつの企業にとっては危機打開策になりうるが、すべての企業がリストラ競争を行うと自己防衛にはならず、むしろ共倒れになる。

４－１　不良資産の処理：借金を返せない人には債権放棄しかない

貯蓄から投資への資金を仲介するのが金融仲介機関であり、金融仲介機関が不良資産を抱えると、「貸し渋り」により資金の流れが滞る。また、金融仲介機関の中でも銀行などは決済業務を行っており、銀行が不良資産を抱えると、信用秩序への懸念が生じる。

銀行などが不良資産を抱えると、貯蓄から投資への資金が滞ったり、信用秩序に対する疑念が生じるので、「不良資産問題」を解決しなければならない。金融機関などが不良資産を抱えると、不良資産の投げ売りが生じて、資産デフレのスパイラルが進む。不良資産問題を解決するためには、まずは投げ売りされる不良資産の受け皿を作り、次に最終的借手の再生をめざす中で不良資産の流動化を行わなければならない。

金融機関が不良資産を円滑に投げ売りできるためには、第１に売却価格が合理的であること、第２に売却損を穴埋めできる自己資本があることが必要である。

(1)　売却価格が合理的であるか否か：「バッドバンク」 vs. 「官民共同ファンド」

不良資産の価格付けを「バッドバンク」は官が行うが、「官民共同ファンド」は民が行う。

(2)　売却損を穴埋めできる自己資本があるか否か：増資 vs. 公的資本

売却損を増資で穴埋めできるとしても、それは不安定な株式市場にとってさらなる悪材料である。売却損の穴埋めは公的資本に頼らざるを得ない。

同様に、個人が住宅ローンの返済に窮すると、住宅の投げ売りが生じて、住宅資産デフレのスパイラルが進むという理由で、オバマ政権は住宅ローン借手の負担を軽減するための住宅対策を行っている。ケインズは、不良資産を処理するには「債権放棄」しかないと言うが、それを実施するには、公平な債権放棄でなければならないと言っている。金融機関によって投げ売りされる不良資産の受け皿としての「官民共同ファンド」は投資家による入札での買い取り価格決定という形で債権放棄の公平性を確保しようとしているが、住宅ローン借手の負担軽減については、どのような形で債権放棄の公平性を確保すればよいのであろうか。「ロイター通信などによると、不良資産買い取り策には資産運用会社のピコムやブラックロックといった複数の投資ファンドが参加を表明した。ピコムのビル･グロス最高投資責任者は『10%を超す利益を出せる』との見通しを示した。金融機関の資産を買い取る場合、投資家は政府支援を利用して、出資額の１４倍のローンを買える。さらに利益が出れば政府と折半という有利な条件

が評価されている。」(『日本経済新聞』2009 年 3 月 25 日）と報道され、「官民投資プログラム」によって利益を得る者が新たに出てくることを考慮すると、「公平な債権放棄」の実践は非常に難しいものであるように思える。

福井俊彦日銀前総裁は、日本の 90 年代の金融危機とサブプライム危機とを比較して、「問題処理の本質はかつての日本とまったく同じだ。（中略）対策について市場が十分な信頼感を持てるように処理の合理性やその説明が行われることが大事。」(『日本経済新聞』2008 年 10 月 7 日）と述べている。「問題処理の本質」は同じであると言うが、それは金融危機の本質が「借りた人が返さない」「貸した人が返してもらえない」という単純なものであり、金融危機への対処の本質は債権放棄しかありえないというものである。

金融機関の経営者はあたかも「ポケットマネーを使って」借手に対して債権放棄を行うというが、債権放棄の原資は株主･預金者（および納税額があれば納税者）のお金である。すなわち、株主に払うことのできる配当、預金者に払うことのできる利子が債権放棄の原資である。株主･預金者が最終的貸手であり、借手に対する債権放棄は最終的貸手の負担によって行われるのである。金融機関に債権放棄を行う原資がなくなってくると、公的資金による資本注入ということになるが、それは借手に対する債権放棄を納税者の負担によって行うものである。

ブッシュ政権下の金融機関への公的資金の注入は「カネを出すが、経営への口は出さない」というものである。金融機関の経営者について、ケインズ『説得論集』は「人間的である以上に、体裁を保ち、因襲的な世間体を装うことが、銀行家の仕事の当然の一部となっている。生涯にわたるこのような習慣のために、銀行家はもっともロマンティックで、もっとも現実離れした人間と化している。自分たちの立場に疑念を起こさせてはならないということ、手遅れになるまでは、自らの立場を自分でけっして疑わないということ、それだけが彼らの常套手段なのである。彼らは、無邪気な一般市民と同じように、自分たちが住んでいる邪悪な世界の危機に遭遇したときには、その危機が成熟しきったときには、それ相当に憤慨はする。しかし彼らはそれを予測しないのである。それこそ銀行家の陰謀だ！などという考えは馬鹿げている！ただ私はそうであってほしいと願っている位なのだ！だから、もし彼らが救われることがあるとすれば、それは自分たち自身に反抗する場合以外にないであろう。私はそれを期待しているのである。」（p.187）と述べ、金融機関経営者は「現実離れした人間」で、「手遅れになるまでは、自らの立場を自分でけっして疑わない」ので、不良資産問題の解決を金融機関経営者に重ねても無駄であると論じている。銀行経営者自身が変質することを期待したいものであるが、それはあくまでも期待で、不良資産問題（サブプライム危機）を解決するためには、政府（金融当局）が行動をとる必要がある。

「貸してはいけない人に貸さないこと」が一番であるが、貸したものが返ってこな

いときの解決策は債権放棄しかない。『説得論集』は、サブプライム危機の解決策について、「債権債務関係の束縛から自分の手足を解き放つことができないかぎり、われわれには決してふたたび体を動かすこともできないだろう。いたる所で借金証書を焼くたき火（債権放棄―引用者注）が必要である。しかしながら、もしわれわれがこのたき火を、誰に対しても重大な不正が残ることのないような、規則正しく穏やかなものにすることができないかぎり、いったんこの火が点けられてしまうと、やがて燃えひろがってその他の多くのものを灰塵と化す大火災になってしまうにちがいない。」（p.31）と述べている。すなわち、ケインズは、不良債権問題というのは、債権債務関係のもつれを解きほぐすことであるので、その最終の解決策は貸手の債権放棄しかないと提案し、債権放棄を行うときには、「誰に対しても重大な不正が残ることのないような、規則正しく穏やかなものにする」ことが必要であることを説いているのである。

また、『説得論集』は、「現代資本主義は、貨幣価値（資産価格―引用者注）を以前の値まで上昇させる何らかの方策を案出するか、それとも広範囲にわたる支払不能、債務不履行、金融構造の大部分の崩壊に遭遇するかの選択に、直面していると私は信じている。この選択の後、われわれは予想されたほどには貧しくならず、そしておそらくはずっと活気を帯びてとにかく再出発しなければならないだろうが、しかしその間、無駄と動揺と社会的不公正の一期間と、また私有財産と富の所有権の全般的な再調整は経験しなければならないだろう。われわれは、集団としてみると、以前と同じように豊かではあろうが、個々人としては多くの者が『破綻』させられるであろう。しかし、われわれは辛苦と刺激に迫られて、もっと上手に事態を処理する方法を見つけだしているだろう。」（p.186）と述べている。すなわち、ケインズは、サブプライムローン問題をハードランディングで処理したとしても、その後の世界経済は全体としては豊かになっていると指摘している。サブプライム危機をハードランディングで処理すれば、「無駄と動揺と社会的不公正の一期間と、また私有財産と富の所有権の全般的な再調整」を経験するが、これは個々人の問題であり、これをソフトランディングで解決しようと思えば、「もっと上手に事態を処理する方法」を見つけ出しうるとアドバイスしている。

４－２　貸し渋り･借り渋りをしない：産業的目的 vs. 金融的目的

FOMC（09 年 1 月 27、28 日）の声明によると、FRB は住宅ローン担保証券の購入を拡大するほか、中小企業向けローン担保証券などを裏付けに融資する制度を設け、金融機関に資金を供給し、融資拡大を促す。これは銀行の貸し渋りが止まらないため、分野を特定して資金を供給していくものである。

世界経済は金融機関の貸し渋りを主因として企業･家計部門の経済活動水準が急低

下し、失業も増大、デフレが間近に迫っている。『説得論集』は、銀行が不良債権をかかえるようになると、「この段階においてさえ根底に横たわっている情勢は、新しい企業活動に大きな影響を与えがちである。なぜならば、銀行は、貸出金の多くが事実上『凍結』されており、自分たちが自発的に引き受けてもよいと考える以上の大きい潜在的危険（貸し倒れのリスク―引用者注）のあることを知っているので、残余の資産を可能なかぎり流動性のあるそして危険の少ないもの（例えば、国債―引用者注）にすることを、特に望むようになるからである。このことは、暗黙の、目にふれることのないありとあらゆる仕方で、新しい企業に反作用を及ぼす。けだし、そのことは銀行が通常の場合より、その資金の固定化をもたらすかもしれないような計画への融資に、慎重になることを意味しているからである。」（p.182）と述べている。すなわち、銀行は不良債権を抱えれば抱えるほど、新たな資金運用については、国債などの「可能なかぎり流動性のあるそして危険の少ない」資産へ資金運用するようになり、企業貸出に慎重になるとケインズは指摘している。

サブプライム危機下の経済は、個人、企業、金融機関の三者に問題がある。『説得論集』はこれら三者について、「現在のところ不況は、心理的な諸理由から多分に誇張されている。それゆえ、穏かではあるが上向きの反応がいずれ必ず生じることになろう。しかし、私の判断では、貸手の意図と生産的な借手の意図とが再び合致させられるまで―一つには、貸手がもっと緩い条件で、しかももっと広範な地域にわたって貸付けを自ら進んで行なうようになり、一つには、借手が十分な活気を回復し、そうして以前にまして自分から進んで借入れをするようになるまで―は、真の回復はありえない。両者（貸手の意図と借手の意図―引用者注）の隔たりがこんなにも大きく、しかも（金融機関によって―引用者注）架橋することかかくも困難であったことは、現代史上かつてほとんどなかった。」（pp.158―59）「本来の新規資本投資のための貸手の意図と借手の意図との間には、大きな隔たりができているのである。そしてその結果、貸手の貯蓄は新規の投資事業への融資に向けられずに、企業の欠損や窮迫した借手への融資のためにのみ使われている。」（p.158）と述べている。すなわち、ケインズは、サブプライム危機下の経済は、貸手（最終資金供給者としての個人）、生産的な借手（最終資金需要者としての企業）、両者を仲介する金融機関の三者に問題があると指摘し、次の 3 つの政策を提言している。

① 個人が、もっと緩い条件（ハイリスクであるにもかかわらず、ローリターン）で、しかももっと広範な地域にわたって資金を最終供給すること。

② 企業が、十分な活気を回復し、そうして以前にまして自分から進んで借入れを行うこと。

③　銀行は、個人から集めた資金を、企業の欠損や窮迫した借手への融資のためでなく、新規の投資事業への融資のために使用すること。

『貨幣論』は、「たとえば新投資に対する過度の刺激などとは全くかかわりのないような地価の急騰もしくは独占事業持分権の再評価が、通貨当局に対して、貸出条件と貨幣の総供給とを次のような水準に保つということから注意をそらさせるようなことがあってはならないのであって、その水準というのは、金融的流通を満たしたうえで産業的流通のために最適な額を残しておく（中略）ようにする水準のことである。」（p.265）と述べている。すなわち、金融的目的の借手と産業的目的の借手との間に貸出条件の差別（要求される利子率についてか、あるいは貸出額の割当てによって）を行い、金融の世界における強気･弱気（「金融的要因」）が実物の世界を撹乱しないように、貸出条件を設定することが必要である。

４－３　金融緩和政策は節度を保つべし：自然利子率 vs. 市場利子率

09 年 1 月 29 日、FRB は FOMC で FF 金利の誘導目標を年 0.0－0.25%で据え置くことを賛成多数で決定し、これは事実上のゼロ金利政策の採用である。FOMC（09 年 1 月 27、28 日）の声明では、市場への資金供給策として「長期国債を購入する用意がある」と、実施に向け準備段階に入ったことを明記し、長期金利の上昇を抑える意向を示した。

金融政策の運営については、欧米でギャップがある。世界経済の基調にはインフレーションがあり、その中で、どの程度の金融緩和政策をとれるかが問われている。『一般理論』は、「公開市場操作は貨幣量を変化させるばかりでなく、中央銀行または政府の将来の政策に関する期待の変化を引き起こすこともあるからである。」（p.195） と述べている。米国の金融当局は異例と言われるほどに政策金利を引き下げているが、人々に早晩いずれ金利引き上げに転換するであろうと読まれると、政策金利の引き下げは「信用の状態」へはプラスの影響を及ぼすことができるが、「確信の状態」を左右する長期金利へは影響を及ぼすことができない。その意味で米国の金融緩和政策の有効性は限定的であり、サブプライムローン問題だけに限れば、金融当局は将来にわたって低金利を維持するというコミットメントを行う必要がある。

一方、『貨幣論』は「もし市場が、銀行利率の変化を正常値からの逸脱と考え、そしてその逸脱が一時的な性質のものらしい判断しているならば、その効果は、投資目的のための借手にその投資計画を繰り下げあるいは繰り上げさせ、そうすることによってその時点での投資率を、借手が利子率の変化はそこで落ち着いたのだと考えている場合よりも、はるかに大きく変動させるであろう。」（p.210）と述べている。すなわち、超低金利政策を続けるというコミットメントも必要であるが、超低金利政策が続

けばいつでも超低金利で借り入れられるということになり、むしろ超低金利政策が一時的なものに見えるほうが借り入れが増えるということも考えられる。

『貨幣論』は、自然利子率が非常に低く下がっているために、資本市場での借手の考えと貸手の考えとの間に、非常に広いまた異常な開きが存在するというような状況が、一時的にではあるが、生ずることがあると論じ、「貸手が非常に厳しい要求をし、そして最も申し分のない担保付きでなければ、その資金を長期に投資しようとする意向をほとんど持たず、したがって証券利率が、ゼロに向かって下落してゆくどころか、反対に―中央銀行の操作は別として―正常以上に高くなると思われるのは、まさにこのような場合である。このような情況の下では、中央銀行に対して債券を買い入れる義務を課し、その価格が、中央銀行によって長期的な規準と考えられている高さをはるかに超えるようになるまで、それを実行させるのでないかぎり、長期利子の市場利率と自然利率とを相互に均等にさせることが、いったいどのようにして可能かという疑問がもたれるのは当然であろう。」（p.391）と述べている。では、なりふり構わずの超金融緩和政策が是認されてしかるべきかと言えば、『貨幣論』は、「選択は恐らく、景気の沈滞を持続させておくことによって、将来の損失という重荷を背負い込むことと、企業者があまりにもおじけづいてしまって引き受けようとはしない仕事を、ある公的な団体が引き継ぐというような、社会主義的な行動との間にあるであろう。」（p.392）と述べ、経済対策は節度をもつべきであると論じている。

４－４　景気対策と金融安定化対策を同時に実施すること：確信の状態　vs. 信用の状態

サブプライム危機下、米国民はオバマ新大統領に 1930 年代のフランクリン･ルーズベルト大統領の経済政策を期待し、それは積極的財政政策の採用である。しかし、ルーズベルトが大統領就任後ただちに積極的財政政策を出動し奏功し始めた事実はなく、これについて、猪木［2008］は「近年のポール・ローマー米スタンフォード大学教授などの研究では、42 年以前では、財政政策が景気回復に貢献したという証拠は見つからない。実際、30 年代半ばまでは財政は拡大的でなかった。むしろ貨幣供給量の増加が、実質利子率を低下させ、民間投資を刺激したという効果の方が大きかったのである。ルーズベルトの採った政策の中では、財政政策より 34 年 1 月に彼が断行した金平価の切り下げ（金準備法）の影響の方が大きかったと思われる。『切り下げへの期待』は、世界経済にとって不安定要因になるが、切り下げ自体は、米国内と世界に対してデフレ的金融政策主導の体制の終わりを宣言するプラス効果を持ったのである。」と述べている。ルーズベルトは大統領に就任してから、それまでの金融引締政策を是正し、名目･実質の貨幣ストックは大幅に増加し始めた。

30 年代の金融危機をもたらしたものはフーバー共和党政権の市場原理主義であり、

金融危機を深刻化させたものは金本位制の自動調節機能（通貨供給量と金準備の連動：古典派経済学の金融政策）への拘泥という経済政策上の失敗である DFRB は 32 年に金融緩和に出たものの、33 年 1 月には再び金融引き締めに転じた。一方、サブプライム危機をもたらしたものはブッシュ共和党政権の市場原理主義であり、世界金融危機を深刻化させるか否かは、オバマ民主党大統領の経済政策と国際協調の成否に依存している。

『一般理論』は、「資本の限界効率（新規投資の予想利潤率―引用者注）に悲惨な影響を及ぼした株式価格の暴落は、投機的な確信（モノの世界の確信―引用者注）あるいは信用の状態（カネの世界の確信―引用者注）のいずれかが弱まったことによるものであったといえよう。しかし、暴落を引き起こすにはそのいずれかが弱まることで十分であるのに、回復するためには両者がともに復活することが必要である。なぜなら、信用の弱まること（金融システムの不安定化―引用者注）は暴落をもたらすのに十分であるけれども、それが強まること（金融システムの健全化―引用者注）は、回復にとって必要条件ではあるが、十分条件ではないからである。」（p.156） と述べている。「真のケインズ政策」は、モノの世界の確信を高めるための景気対策と、カネの世界の確信を高めるための金融システム安定化対策を同時に行うことである。ケインズの金言は、「モノの世界の確信」と「カネの世界の確信」の両方あるいはいずれか一方が弱まれば経済は駄目になり、経済が長期停滞から脱出するためには、「モノの世界の確信」（景気対策） と「カネの世界の確信」（金融システム安定化対策）の両方が必要であるという点である。

真のケインズ政策は、「モノの世界の確信」と「カネの世界の確信」の両方を高める、つまり景気対策と不良債権処理の両方を行わなければならないというものである。投資に関係があるのは「金利+リスク・プレミアム」であり、いくら超低金利を実現しても、「モノの世界の確信」が弱まれば、借手のリスク・プレミアムは上昇し、「カネの世界の確信」が弱まれば、貸手のリスク・プレミアムは上昇し、つまりリスク・プレミアムが高まる。投資は、「資本の限界効率>金利+リスク・プレミアム」のとき行われるので、景気回復のためには、金利を低くすることも重要であるが、リスク・プレミアムを低くすることも肝要である。

日本の「失われた 10 年間」は金融危機対応の悪例になっているが、何が悪かったということは正しく理解されていないように思う。「日本はこの 10 年間、不況対策という名で、財政と金融政策による刺激策、いわゆるケインジアン政策を盛んにとってきた。」と言われているが、この 10 年間にとられてきたものは、小渕政権下を唯一の例外として、「モノの世界の確信」、「カネの世界の確信」のいずれかにかかわるものだけで、両方を高める政策が同時にとられたことはなかった。つまり、「真のケインズ政策」がとられなかったことが「失われた 10 年間」の反省とすべきことであり、ケイン

ズ政策の失敗が「失われた 10 年間」の原因ではない。

『一般理論』は主として閉鎖経済を対象にしているが、サブプライム危機は、金融市場が文字通りグローバル化してから初めて起きた、21 世紀型の危機であり、景気対策と金融安定化対策の同時実施はさらに世界中の同時実施でなければならない。

４－５　景気対策：減税 vs. 公共事業

オバマ新政権の提案した景気対策をめぐり、米議会では民主党と共和党との間で大激論が行われた。共和党は小さな政府を標榜し、公共事業を減らし、減税を増やすということを提案し、その理由として、公共事業は景気対策として即効性がないと主張している。竹内［09.2.24］は「確かに、総額約 8 千億ドルの米国の財政出動は、景気底割れ回避に相応の効果がある。ただ、家計がバランスシート調整に直面する中、全体の 3 分の 1 まで積み増した減税の多くは貯蓄に回る。政府支出の拡大もその効果、中でも即効性に期待は持てない。」と述べている。

「縮小均衡の袋小路から抜け出すには、民間部門の『期待』を回復させる政策運営が不可欠である。」と言われることがあり、経済政策にはスピード感が必要である。『説得論集』は、共和党が即効性がないと言っている公共事業について、「たとえば、道路建設事業に着手してから、その雇用に対する効果が完全に発揮されるまでには、長い時間を要するであろうという想定は誤りである。経済的な世界では、『事が起ころうとする時にはかならず前兆がある』のであって、大きな事業計画が着手されることが知らされると、国中の商業･工業に即座に刺激が与えられるのが常である。」（p.127） と述べている。つまり、経済政策のアナウンスメント効果の重要性を指摘している。

『貨幣改革論』は、「生産活動と雇用は、危険に対する個々人の推測と危険負担の意欲の総計に依存する。」（p.35）と述べ、生産費の構成要素としての「危険負担の報酬」を重視し、危険負担の報酬（リスク･プレミアム）は貨幣価値の不安定性によって著しく大きなものになると論じている。同様の論理で、危険回避型企業はサブプライム危機によって保険プレミアムを増大させ、したがって可変的生産費用の増大により生産量を減少させている。『説得論集』は、「病人（経済―引用者注）は青ざめて見える。しかし、いったん峠を越せば、その回復の速さは、治療にあたっている医師たちをさえ驚かせるほどである。」（p.106）「不景気時には、発注を遅らせる傾向があり、在庫の積み増しは忌避され、一般に積極的な行動をとったり危険を冒したりするのを躊躇するようになる。他方、商業の車輪が活発に回り始めると、不況期とは反対の一組の力が作用し始めて、企業や資本拡張に有利な雰囲気が財界に広がり、その結果商業の拡張が弾みを増すこととなる。」（p.127）と述べている。つまり、好況は好況を生み、不況は不況を生むのであり、まさに景気は「気（気持ち）」の問題である。

４－６　金融当局の課題：産業的流通 vs. 金融的流通

住宅ローン債権の証券化･再証券化によって、住宅バブルを支えてきたとすれば、そのときの通貨当局の対応について、『一般理論』は、「通貨当局は、一般の思惑によって決定される既存の証券の価値の高さには、何らの直接的なかかわりも持っていないが、しかしもし既存の証券の価値の高さが新投資を刺激して貯蓄を超過させるか、あるいはその反対の事態となるような場合には、それは重要な間接的なかかわりを持つということである。たとえば新投資に対する過度の刺激などとは全くかかわりのないような地価の急騰もしくは独占事業持分権の再評価が、通貨当局に対して、貸出条件と貨幣の総供給とを次のような水準に保つということから注意をそらさせるようなことがあってはならないのであって、その水準というのは、金融的流通を満たしたうえで産業的流通のために最適な額を残しておく(中略)ようにする水準のことである。」（p.265）と述べている。いままで住宅バブルを黙認し、金融引き締め政策をとってこなかったとしても、貨幣が金融的流通の世界へ流れ、産業的流通のために利用可能な貨幣の供給が不足するようになると、実物経済にマイナスの影響を及ぼすのである。『一般理論』は、「中央銀行にとって、産業的流通［の貨幣量］と金融的流通［の貨幣量］とを別々に考察し、また別々に取り扱うことを前よりも容易にするような改革は、どのようなものであっても望ましいことである。」（pp.12-13）と論じている。

欧米の金融当局は短期金融市場に大量の貨幣供給を行っているが、“資金”（貨幣の使われ方）の視点からの、産業的流通と金融的流通の区別が重要である。サブプライムローン問題で世界の株式市場が動揺しはじめたことからマネーの流れが変わり、原油･金などの第 1 次産品の価格が急騰した。金融資本市場、商品市場に流れる貨幣はともに金融的流通であるが、GDP の形成に役立つ産業的流通の確保が重要である。金融当局はたんに金融緩和政策をとるだけでなく、“資金”の視点をもった対策を行わなければならない。

５　おわりに

「サブプライム危機は百年に一度の金融危機である」というのは大袈裟であると指摘する人もいるが、私は以下の 4 つの理由から、サブプライム危機は百年に一度の世界金融恐慌であると思う。

①　巨大金融機関の経営破綻：1930 年代の大恐慌 vs. サブプライム危機

金融恐慌が起こると、預貯金は中小規模の金融機関から大規模の金融機関へシフトする。1930 年代の大恐慌においては中小規模金融機関のみ破綻したが、サブプライム危機においては 5 大投資銀行（証券会社）のうち事実上 3 つ（ベアー･スターンズ、リーマン･ブラザーズ、メリル･リンチ）が経営破綻している。米国の大手金融機関が破綻しているサブプライム危機は百年に一度の世界金融恐慌である。

②　市場型間接金融システムの崩壊：1990 年代の日本の金融危機 vs. 米国のサブプライム危機

金融機関業態別の資産シェアで見ると、日本は預金取扱金融機関（銀行）中心であり、米国はその他金融仲介機関（投資銀行、住宅公社、投資信託、ヘッジファンド、ファイナンスカンパニー、金融特別目的会社）中心である。銀行は預金という安定した資金調達手段を有していたが、投資銀行などは市場性資金という不安定な資金調達手段しか有していない。保有資産が不良化するとき、銀行であれば徐々に不良資産処理を行うことができるが、投資銀行（証券会社）であればすぐさま資金繰りに窮する。投資銀行やヘッジファンドは投資商品として保有しているサブプライムローン証券化商品を担保に短期借入（レポ：現金担保付き債券貸借）を行ったり、ファイナンスカンパニー（住宅ローン会社）はサブプライムローンを証券化して短期の資金調達を行っている。これらの資金調達手段は不安定な原資であり、サブプライム関連商品の値下がりが激しくなると、資金繰りが悪化し、そのために保有しているサブプライム関連商品を現金化せざるを得なくなり、それがさらにサブプライム関連商品の値下がりを大幅なものにするという悪循環に陥っている。

③　実体経済の悪化スピードの速さ：金融の機能不全（貸し渋り）

「サブプライム関連商品の値下がり→投資銀行などの資金繰りの悪化→サブプライム関連商品の現金化→サブプライム関連商品の値下がり」といった悪循環が金融の機能不全（貸し渋り）を急速にもたらし、実体経済を急降下させている。日米欧の実体経済に関する経済指標を見ると、驚くほど急悪化していることがわかる。この悪化スピードはサブプライム危機を百年に一度の世界金融恐慌と呼べる理由である。

④　実体経済の悪化スピードの速さ：合成の誤謬

サブプライム危機に対する企業の反応は素早く、かつ過剰であるように思う。企業は資金繰りに不安を抱え、リスク資産の保有や不要不急の支出を抑制し、雇用調整のほか設備投資の先送りや販売管理費の絞り込みを進めている。これらは 1 つの企業だけが行うとリストラ効果を得るが、あらゆる企業がこうした生き残り戦略を行うと共倒れになり、「合成の誤謬」により経済全体を急悪化させている。

20 世紀の金融危機（1930 年代の大恐慌）をもたらしたものはフーバー共和党政権の市場原理主義であり、解決したものはルーズベルト民主党政権のケインズ主義である。21 世紀ははじまったばかりであるが、サブプライムローン問題に端を発した現在の世界金融危機を「21 世紀の金融危機（サブプライム危機）」と呼べば、サブプライム危機をもたらしたものはブッシュ共和党政権の市場原理主義であり、解決することを期待されているものがバラク・オバマ米国第 44 代大統領の経済学（オバマノミックス）である。

米国では、政府の役割を小さくし、市場に委ねることを良しとする共和党保守派と、政府の役割拡大や市場の規制を求める民主党左派との声高な争いが目立ちがちである。オバマ大統領は両巷の争いを不毛な思想対立として、超党派で現実的な解決策を打ち出すことを目指し、「我々が問うているのは政府が大きすぎるか、小さすぎるかではなく、機能しているかどうかだ」と述べている。オバマ大統領は、サブプライム危機下で、政府が雇用維持･創出のために機能するには、「景気対策と金融安定化策を同時に行い、実体経済悪化と金融危機の悪循環を止めること」「景気対策の規模を大きくすること」「減税と公共投資支出をともに行うこと」の 3 つが必要であると述べている。

本論文のねらいは、J.M.ケインズが現在生きていて、政策担当者であるならば、サブプライム危機（21 世紀の大恐慌）をどのように診断し、どのように処方するのだろうかを夢見たものである。

私はサブプライム危機の本質は次の 3 点に集約できると思っている。

① 金融の重層化とレバレッジ金融

サブプライム危機は証券化商品市場（市場型間接金融）の危機である。セカンダリー市場（市場型間接金融）の構造は重層であり、それがレバレッジ金融を生んでいる。

② 金融商品の流動性と投機

発行市場の金融商品と比べて、流通市場の金融商品は流動性が高く、それは投機の性質を有する傾向がある。

③ 非人格的取引と偽装

セカンダリー市場の構造は重層化しており、最終的貸手と最終的借手との取引がますます非人格化する。すなわち、誰に貸したのか、誰から借りたのかがますます見えにくくなり、それが貸借取引の偽装化を生む。

ケインズならサブプライム危機をどのように診断し、どのように処方するのだろうかを夢見てまとめたが、それらを踏まえて、最後に、私なりの事後および事前のサブプライム危機対策を整理しておく。

(1) 事後のサブプライム危機対策

① 金融機関が不良資産を抱えると、貯蓄から投資への資金が滞ったり、信用秩序に対する疑念が生じるので、不良資産問題を解決しなければならない。解決を体裁を重んじる金融機関経営者に任せていると手遅れになるので、サブプライム危機を解決するためには、政府（金融当局）が行動をとる必要がある。不良債権問題の解決

は債権債務関係のもつれを解きほぐすことであり、その最終解決策は貸手の債権放棄しかない。金融機関によって投げ売りされる不良資産の受け皿としての「官民共同ファンド」は投資家による入札での買い取り価格決定という形で債権放棄の公平性を確保しようするものであり、「バッドバンク」より評価される仕組みである。もちろん「官民投資プログラム」によって利益を得る者が新たに出てくることを考えれば、「公平な債権放棄」の実践は非常に難しいものであるように思える。

② 「真のケインズ政策」は、モノの世界の確信を高めるための景気対策と、カネの世界の確信を高めるための金融システム安定化対策を同時に行うことである。ケインズの金言は、「モノの世界の確信」と「カネの世界の確信」の両方あるいはいずれか一方が弱まれば経済は駄目になり、経済が長期停滞から脱出するためには、「モノの世界の確信」（景気対策）と「カネの世界の確信」（金融システム安定化対策）の両方が必要であるという点である。サブプライム危機は、金融市場が文字通りグローバル化してから初めて起きた、21 世紀型の危機であり、景気対策と金融安定化対策の同時実施はさらに世界中の同時実施でなければならない。

③ サブプライム危機下の経済は、最終的貸手としての個人、最終的借手としての企業、両者を仲介する金融機関の三者に問題がある。最終的貸手は、もっと緩い条件（ハイリスクであるにもかかわらず、ローリターン）で、しかももっと広範な地域にわたって資金を供給しなければならない。最終的借手は活気を回復し、借り渋りをしないようにしなければならない。金融機関は個人から集めた資金を、企業の欠損や窮迫した借手への融資のためでなく、新規の投資事業への融資のために使用しなければならない。

④ 米国の金融当局は事実上のゼロ金利政策を採用しているが、人々に早晩いずれ金利引き上げに転換するであろうと読まれると、ゼロ金利政策は「信用の状態」へはプラスの影響を及ぼすことができるが、「確信の状態」を左右する長期金利へは影響を及ぼすことができない。その意味で米国の超金融緩和政策の有効性は限定的であり、金融当局は将来にわたってゼロ金利政策を維持するというコミットメントを行う必要がある。

⑤ 平均程度以上のリストラクチャリングは一つひとつの企業にとっては危機打開策になりうるが、すべての企業がリストラ競争を行うと自己防衛にはならず、むしろ共倒れになる。リストラ競争は「合成の誤謬」の一例であり、経営者団体は縮小経営を謹むように各企業を指導すべきである。

⑥　好況は好況を生み、不況は不況を生むのであり、まさに景気は「気（気持ち)」の問題である。経済政策にはアナウンスメント効果があり、縮小均衡の袋小路から抜け出すには、民間部門の「期待（気)」を回復させる政策の早期実施が不可欠である。

⑦　いまとなってはこのサブプライム危機を解決する 1 本技はない。できうる技をかけて、合わせ技で解決するより他なく、重要なことは技が次から次へと出てくることの安心感であると思う。

(2) 事前のサブプライム危機対策

⑧　異常時の正常化コストは正常時の維持コストよりもはるかに高いので、金融経済危機を招かないように努めるべきである。FRB がこれを理解しようとしなかったので、サブプライム危機が生じた。

⑨　実物の世界の借手と金融の世界の借手との間に貸出条件の差別（貸出利子率についてか、あるいは貸出額の割当てによって）を行い、金融の世界における強気･弱気（「金融的要因」）が実物の世界を撹乱しないように、貸出条件を設定しなければならない。金融当局はたんに金融緩和政策をとるだけでなく、“資金”の視点をもった対策を行わなければならない。

⑩　米国の金融機関は簿外取引で、質に関する劣悪な情報を背景とする市場取引を行っている。情報の不完全性･非対称性が市場取引を崩壊させたのであり、市場での時価評価が難しいものにまで、格付け会社のお墨付きを得て時価を付け、金融商品に仕立てるのは行き過ぎである。市場メカニズムを機能させるためには、価格シグナルを信頼できる状況にしなければならない。

⑪　実物の世界は実質 GDP の成長率で測られているが､金融の世界を測るものさしがはっきりしていないので、実物の世界と金融の世界のバランス、アンバランスの判断が不明瞭である。まずは金融の世界の規模を測る尺度を明確にすべきであり、そのためには対象として取り上げるべき金融機関をすべて把握しておかなければならない。

⑫　主要国の当局者の間には、サブプライムローン問題をリスク評価の正常化過程として歓迎する向きもあるが、投資ファンドや金融イノベーション商品の徹底した情報開示によって、金融危機時に投資家が「金融の闇鍋（偽装)」リスクにおびえないようにすることが必要である。

⑬　レバレッジに対する金融規制は､資産価格の上昇局面･下落局面の両局面において対称的に設計されているが、それでよいのであろうか。資産価格が上昇するときはそれなりの時間を要するが、下落するときは一瞬である。金融機関は資産価格が上昇すれば資産運用活動を拡大（信用拡大）　させ、資産価格が下落すれば資産運用活動を収縮（信用収縮）させるが、資産価格の上昇･下落時の非対称性を考えて、金融規制は再設計されるべきである。自己資本比率規制（BIS 規制）は合成の誤謬を有すると私は思っている。すなわち、BIS 規制は 1 つ 1 つの金融機関の健全性には良い規制であるが、金融機関全体の健全性にとって必ずしも良い規制であるようには思えない。というのは、自己資本比率規制はプロ･サイクリカル（景気循環促進的)、つまり、金融･経済のスピードが上がっているときにさらにアクセルを踏んで上昇スピードを加速させ、スピードが下がっているときにさらにブレーキを踏んで下落スピードを加速させるものであるからである。

⑭　レバレッジに対する金融規制は、金融機関の規模にかかわりなく一律であるが、金融危機時に「巨大すぎて潰せない」ということであれば、巨大金融機関に対してはレバレッジをより抑える金融規制を行うべきである。巨大金融機関を金融･資本市場において自由に活動させておいて、金融危機が起こると、巨大すぎて渡せないというのは不合理である。金融機関の規模が大きければ大きいほど、段階的にレバレッジを抑える規制を行うべきである。

【参考文献】

アイヒェル･ハンス「金融安定と成長　両輪で」: 世界同時不況今、何をすべきか③」『日本経済新聞』2008 年 12 月 17 日。

池尾和人「裁定型業務の限界超えよ：米金融危機　出口を探る 1」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 9 月 18 日。

池尾和人･池田信夫『なぜ世界は不況に陥ったのか』日経 BP 社、2009 年 3 月。

伊藤隆敏「連鎖破綻防止を最優先に : 米金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008 年 9 月 24 日。

伊藤隆敏「IMF の統治改革が重要　金融安定に向けた国際協調」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 11 月 20 日。

猪木武徳「デフレ的金融政策は禁物：大恐慌分析、真の教訓」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 12 月 3 日。

岩井克人「自由放任は第二の終蔦：金融危機と世界　行方を探る 9」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 10 月 24 日。

岩沙弘道「世界景気と住宅市場 : 月曜経済観測」『日本経済新聞』2008 年 10 月 13 日。

岩田一致「金融･経済危機今、何をすべきか（中）」『日本経済新聞』2008 年 10 月 20 日。
岩田規久男「日銀はさらなる緩和を：金融危機と世界　政策　次の一手　上」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 11 月 5 日。
植田和男「事態急転、当局大きな賭け：米金融危機　出口を探る 2」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 9 月 19 日。
大橋和彦「CDS―金融危機深めた『落とし穴』」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 11 月 14 日。
岡部直明「経済危機と日本の選択」『日本経済新聞』2008 年 10 月 11 日。
岡部直明「主役なき時代の金融危機：核心」『日本経済新聞』2008 年 10 月 20 日。
岡部直明「『大不況』防ぐ『大協調』を：核心」『日本経済新聞』2009 年 2 月 2 日。
岡村正「追加経済策、実行急げ：金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008 年 11 月 4 日。
翁邦雄「『出口』に関する議論も必要」（経済教室）『日本経済新聞』2009 年 4 月 21 日。
カシャップ･アニル/星岳雄「米公的資金規模は不十分：金融危機と世界　行方を探る８」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 10 月 23 日。
金成憲道「米産業界発の危機懸念：月曜経済観測」『日本経済新聞』2008 年 11 月 17 日。
行天豊雄「多極体制、経済の支えに：世界同時不況今、何をすべきか　④」『日本経済新聞』2008 年 12 月 19 日。
行天豊雄「野球ならまだ 4 回：米金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008 年 10 月 10 日。
行天豊雄「『バブル』正常化の過程（マネー調整）」『日本経済新聞』2007 年 8 月 18 日。
行天豊雄「試される変革の本気度」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 9 月 23 日。
高巌「ROE 偏重から脱却急げ金融危機で問われる企業倫理」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 11 月 21 日。
五味広文「資本注入、米国は道筋示せ」『日本経済新聞』2008 年 10 月 12 日。
スミック･デビッド「バブル崩壊金融どう再生：世界を語る」『日本経済新聞』2009 年 1 月 17 日。
榊茂樹「証券化市場の機能不全（十字路）」『日本経済新聞』2007 年 9 月 5 日。
桜川昌哉「日本の脆弱性攻撃の的に（動揺世界経済サブプライム問題の教訓中）」（やさしい経済学）『日本経済新聞』2007 年 9 月 12 日。
佐々木毅「脱却へ大変革の決意示せ」（経済教室）『日本経済新聞』2009 年 2 月 25 日。
清水谷諭／ヘザー･モンゴメリ「まず資産査定の厳格化を：米欧銀への資本注人―日本の教訓から」（経済教室）　『日本経済新聞』2008 年 11 月 27 日。
シュワルツマン･スティーブン「今後 2 年、投資チャンス：金融危機インタビュー」『日本経済新聞』2008 年 12 月 20 日。

白川方明「バブルと金融政策（月曜経済観測）」『日本経済新聞』2007 年 9 月 3 日。
菅野雅明「円高、個人消費に影響も（マネー調整）」『日本経済新聞』2007 年 8 月 24 日。
高木信二「適切な情報開示さらに（動揺世界経済サブプライム問題の教訓上）」（やさしい経済学）『日本経済新聞』2007 年 9 月 11 日
滝川好夫『ケインズなら日本経済をどう再生する』税務経理協会、2003 年 6 月。
滝川好夫「市場型間接金融の落とし穴:『サブプライムローン問題』の 5 つのポイント」『国民経済雑誌』第 196 巻第 6 号、2007 年 12 月、pp.17―32。
滝川好夫「サブプライムローン問題をケインズならどう解決する」『季刊個人金融（2008 年春号）』ゆうちょ財団。
滝川好夫『ケインズ経済学を読む :『貨幣改革論』『貨幣論』『雇用、利子および貨幣の一般理論』』ミネルヴァ書房、2008 年 3 月。
滝田洋一「政府と市場手綱いかに：オバマの米国と世界　中」『日本経済新聞』2008 年 11 月 7 日。
滝田洋一「需要換気策、各国一斉に : 世界景気　底割れ防げるか」『日本経済新聞』2008 年 10 月 31 日。
竹内浮一郎「戦後最悪の危機深刻に : 短期経済予測」（経済教室）『日本経済新聞』2009 年 2 月 24 日。
竹中平蔵「信認の危機　克服へ正念場：金融危機と世界　行方を探る３」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 10 月 16 日。
竹中平蔵「将来への投資、実行の時：世界同時不況　今、何をすべきか　②」『日本経済新聞』2008 年 12 月 16 日。
竹森俊平「不確実性への備え急げ（動揺世界経済サブプライム問題の教訓下）」（やさしい経済学）『日本経済新聞』2007 年 9 月 13 日。
竹森俊平「未曾有の事態に模索続く : 米金融危機　出口を探る　３」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 9 月 22 日。
田中明彦「G20 など『拡大 G8』柱に」（経済教室）『日本経済新聞』2009 年 1 月 15 日。
田中直毅「問われる中央銀行の役割（マネー調整サブプライム問題の教訓上）」（経済教室）『日本経済新聞』2007 年 8 月 22 日。
田幡直樹「資産の質に応じた資本を : 米金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008 年 10 月 8 日。
玉木伸介「破綻処理　新たな発想で」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 9 月 24 日。
土谷英夫「振り子は大きな政府?　：核心」『日本経済新聞』2008 年 11 月 17 日。
土谷英夫「世界危機、歴史に学べば：核心」『日本経済新聞』2008 年 10 月 13 日。
土谷英夫「大統領たちの経済学：核心」『日本経済新聞』2009 年 1 月 19 日。
ドナルドソン･ウイリアム「規制当局の大再編必至：米金融危機インタービュー」『日

本経済新聞』2008 年 9 月 20 日。
冨山和彦「公的資金の再投入必要：金融危機インタビュー」『日本経済新聞』2008 年 12 月 10 日。
鳥居泰彦「危機収束へ指導力発揮を　金融サミットと日本」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 11 月 13 日。
中島厚志「日銀, 利上げ時期難しく（マネー調整）」『日本経済新聞』2007 年 8 月 25 日。
西村吉正「2 つの機能　規制に強弱を」（経済教室）『日本経済新聞』2009 年 2 月 27 日。
日本経済新聞「リスクもグローバル化（サブプライムの深淵揺れる国際金融市場上）」2007 年 8 月 15 日。
日本経済新聞「米緊急利下げは金融リスク遮断を狙う」2007 年 8 月 18 日。
日本経済新聞「連鎖株安揺れる市場（ニュースがわかる激動の 1 週間）」2007 年 8 月 19 日。
日本経済新聞「絡まるリスク読めぬ不安（マネー調整）」2007 年 8 月 20 日。
日本経済新聞「日本経済に難題（波紋どこまでマネー調整４ ）」2007 年 8 月 24 日。
日本経済新聞「信用収縮、雇用･消費に影：米金融危機　下」2008 年 9 月 20 日。
日本経済新聞「『隠す金融』の行き詰まり：けいざい解読」2008 年 9 月 21 日。
日本経済新聞「出口見えない　金融危機（下）」2008 年 10 月 7 日。
日本経済新聞「止められるか　金融･経済危機（上）」2008 年 10 月 12 日。
日本経済新聞「止められるか　金融･経済危機（中）」2008 年 10 月 13 日。
日本経済新聞「止められるか　金融･経済危機（下）」2008 年 10 月 15 日。
日本経済新聞「市場と格付け（上）」2008 年 10 月 15 日。
日本経済新聞「揺れる市場　リーマン破綻 1 カ月（上）」2008 年 10 月 16 日。
日本経済新聞「揺れる市場　リーマン破綻 1 カ月（下）」2008 年 10 月 17 日。
日本経済新聞「借り手保護など焦点：『オバマ政権』始動３」2008 年 11 月 9 日。
日本経済新聞「繰り返される危機：悩める中央銀行４」2008 年 11 月 29 日。
日本経済新聞「国際合意の裏で『逆行』：新金融規制　上」2008 年 12 月 2 日。
日本経済新聞「『安定』と『進歩』均衡どこに：新金融規制　下」2008 年 12 月 3 日。
日本経済新聞「社説　信用リスクの連鎖防ぐ協調行動継続を」2007 年 8 月 11 日。
日本経済新聞「社説　市場リスク見極めた日銀利上げ見送り」2007 年 8 月 24 日。
日本経済新聞「社説　住宅ローン問題に取り組む米政権」2007 年 9 月 2 日。
日本経済新聞「社説　バーナンキ FRB 議長が直面する試練」2007 年 9 月 6 日。
日本経済新聞「社説　金融危機拡大を映した日米欧協調行動」2008 年 9 月 19 日。
日本経済新聞「社説　金融危機への包括的な対策に動く米国」2008 年 9 月 21 日。
日本経済新聞「社説　日本勢は米金融危機を好機にできるか」2008 年 9 月 24 日。
日本経済新聞「社説　世界株安、米欧は危機の根本を断て」2008 年 10 月 8 日。
日本経済新聞「社説　協調利下げに続き米欧は資本注入急げ」2008 年 10 月 9 日。

日本経済新聞「社説　経済急変に政府･日銀は実効ある対策を」2008 年 10 月 10 日。
日本経済新聞「社説　米国は大胆な措置で危機の連鎖防止を」2008 年 10 月 12 日。
日本経済新聞「社説　始動した緊急協調、一段と実効高めよ」2008 年 10 月 15 日。
日本経済新聞「社説　追加経済対策は量より効果優先で」2008 年 10 月 17 日。
日本経済新聞「社説　米金融機関の損失は負の連鎖の恐れ」2008 年 10 月 18 日。
日本経済新聞「社説　時価会計『凍結』の意味を考える」2008 年 10 月 27 日。
日本経済新聞「社説　景気失速が試す欧州とユーロの結束力」2008 年 10 月 30 日。
日本経済新聞「社説　景気悪化と金融振乱が促した日銀利下げ」2008 年 11 月 1 日。
日本経済新聞「社説　深刻な経済悪化が試すオバマ氏の力量」2008 年 11 月 9 日。
日本経済新聞「社説　金融サミットは危機の拡大をまず防げ」2008 年 11 月 11 日。
日本経済新聞「社説　模範回答の次が問われる金融サミット」2008 年 11 月 17 日。
日本経済新聞「社説　大幅利下げでも懸念ぬぐえぬ欧州経済」2008 年 12 月 5 日。
日本経済新聞「社説　危機打開へ果敢な姿勢示した米 FRB」2008 年 12 月 18 日。
日本経済新聞「社説　金融蘇生を急ぎ規制と監視の再構築を：危機と政府②」2009 年 1 月 3 日。
日本経済新聞「社説　試練が続く 10 歳のユーロ」2009 年 1 月 20 日。
日本経済新聞「社説　ダボスが示す危機の深化と指導者たち」2009 年 2 月 2 日。
日本経済新聞「社説　米国発の保護主義の連鎖を許すな」2009 年 2 月 6 日。
日本経済新聞「社説　期待外れだった米国の新金融安定化策」2009 年 2 月 12 日。
日本経済新聞「社説　同時不況と保護主義の克服へ行動急げ」2009 年 2 月 15 日。
日本経済新聞「社説　オバマ氏は広い視野で米国経済再建を」2009 年 1 月 22 日。
日本経済新聞「社説　世界的な株急落が示す金融危機の現実」2009 年 2 月 25 日。
日本経済新聞「社説　シティの公的管理は危機克服への一歩」2009 年 3 月 1 日。
日本経済新聞「社説　危機克服と再発防止へ G20 協調深めよ」2009 年 3 月 16 日。
日本経済新聞「社説　FRB 依存では解決しない米金融危機」2009 年 3 月 20 日。
日本経済新聞「社説　米不良資産買い取りへの期待と不安」2009 年 3 月 26 日。
日本経済新聞「社説　危機脱却へ決意を示した金融サミット」2009 年 4 月 3 日。
林毅夫／ジョン･ボンド「買収ファンドの役割重要：金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008 年 11 月 11 日。
林敏彦「新たな政策の枠組み急げ：金融危機と世界　行方を探る 1」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 10 月 10 日。
原田喜美枝「『倒産距離』活用が有効　金融機関再編の効果測定指標」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 12 月 10 日。
原田泰「米、金融監督の不備改めよ：世界的不均衡　どう是正　中」（経済教室）『日本経済新聞』2009 年 2 月 18 日。

原田泰・大和総研『世界経済同時危機』日本経済新聞出版社、2009 年 2 月。
ピーターソン・ダグラス「金融になお縮小圧力：月曜経済観測」『日本経済新聞』2009 年 2 月 2 日。
ブラインダー･アラン「2 年間は大きな政府に：世界同時不況　今、何をすべきか　①」『日本経済新聞』2008 年 12 月 14 日。
平田育夫「米国発　こんどは保護主義：核心」『日本経済新聞』2008 年 12 月 8 日。
深尾光洋「世界景気の回復、来年末に：金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008 年 10 月 15 日。
深尾光洋「デフレ、90 年代より深刻に：金融研究報告」『日本経済新聞』2009 年 3 月 3 日。
深尾光洋「信用不安の元凶は CDS：金融研究報告」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 10 月 29 日。
福田慎一「サブプライム問題（米国経済と市場動揺）」（やさしい経済学）『日本経済新聞』2007 年 8 月 30 日。
福田慎一「アジアとの連携に活路を：金融危機下の日本経済」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 11 月 7 日。
藤井真理子「再証券化　リスク拡大招く：再考金融危機の真因　㊦」（経済教室）『日本経済新聞』2009 年 4 月 22 日。
藤田昌久･小林慶一郎「不況長期化への対応急務」（経済教室）『日本経済新聞』2009 年 1 月 30 日。
ブリンクマン･ジェイ「市場動揺、住宅減速助長も（サブプライム広がる波紋米景気の先行きは）」『日本経済新聞』2007 年 8 月 18 日。
ホワイト･ウイリアム「必要なら銀行国有化も：金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2009 年 2 月 20 日。
ボンド・ジョン「買取ファンドの役割重要：金融危機インタビュー」『日本経済新聞』2008 年 11 月 5 日。
前原康宏･大山剛「アジアと協調し主導を」（経済教室）『日本経済新聞』2009 年 3 月 31 日。
ミシエ･デル「金融機関、資産圧縮続く：英バークレイズ･キャピタル社長に聞く」『日本経済新聞』2008 年 11 月 14 日。
御立尚資「投資銀行は『原点回帰』へ：金融危機と世界　行方を採る　4」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 10 月 17 日。
宮尾龍蔵「各国利下げ　効果は限定的：金融危機と世界　政策　次の一手　下」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 11 月 6 日。
宮内義彦「国有化含め判断のとき：米金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008 年 10 月 1 日。
武藤敏郎「公的資金注入枠組み必要：米金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008

年 9 月 19 日。
メドレー･リャード「長く浅い不況の入り口：月曜経済観測」『日本経済新聞』2008 年 10 月 6 日。
八代尚宏「構造改革　今こそ絶好機」『日本経済新聞』2008 年 10 月 17 日。
柳沢伯夫「金融･経済危機今、何をすべきか（上)」『日本経済新聞』2008 年 10 月 19 日。
山田能伸「欧米、なお数年が必要時間がかかる信用膨張の解消」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 12 月 12 日。
山田能伸「欧米、なお数年が必要」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 12 月 12 日。
矢野誠「『市場の質』向上が重要：金融危機脱却の視点」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 10 月 30 日。
吉川洋「『打ち止め感』出す対策必要：金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008 年 10 月 29 日。
吉野直行･矢野誠「証券化の制度改善急げ」(経済教室)『日本経済新聞』2009 年 3 月 4 日。
リブリン･アリス「状況即応 FF 金利下げも（サブプライム広がる波紋米景気の先行きは)」『日本経済新聞』2007 年 8 月 19 日。
リンゼー･ローレンス「預金保護の拡充効果的：米金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008 年 10 月 9 日。
ルドウイック･ユージン「景気下振れの増幅避けよ」(経済教室）『日本経済新聞』2009 年 2 月 20 日。
若田部昌澄「『大恐慌に学べ』の虚と実：エコノミクストレンド」（経済教室）『日本経済新聞』2008 年 11 月 3 日。
ワッサースタイン･ブルース「世界的再編まだ序章：金融危機インタービュー」『日本経済新聞』2008 年 11 月 26 日。
J.M.ケインズ（中内恒夫訳）『貨幣改革論』（ケインズ全集第 4 巻）東洋経済新報社、1923 年（訳書 1978 年 10 月)。
J.M.ケインズ（小泉明･長揮惟恭訳）『貨幣論Ⅰ：貨幣の純粋理論』（ケインズ全集第 5 巻）東洋経済新報社、1930 年（訳書 1979 年 8 月)。
J.M.ケインズ（長揮惟恭訳）『貨幣論Ⅱ：貨幣の応用理論』（ケインズ全集第 6 巻）東洋経済新報社、1930 年（訳書 1980 年 2 月)。
J.M.ケインズ（塩野谷祐一訳）『雇用、利子および貨幣の一般理論』（ケインズ全集第 7 巻）東洋経済新報社、1936 年（訳書 1983 年 12 月)。
J,M.ケインズ（宮崎義一訳）『説得論集』(ケインズ全集第 9 巻）東洋経済新報社、1931 年（訳書 1981 年 9 月)。
M.フリードマン（熊谷尚夫･西山千明･白井孝昌共訳）『資本主義と自由』マグロウヒル好学社、1962 年（訳書 1975 年 11 月)。