

日本大学経済学部経済科学研究所研究会

【第 170 回】

2009 年 10 月 28 日

日本大学経済学部「金融公共経済学科」開設記念講演
金融危機と今後の金融システムの動向

明治大学ビジネススクール

グローバルビジネス研究科長・教授

刈屋武昭

1. はじめに

このたびは金融公共経済学科ができるということで、おめでとうございます。第1回の講演者として、その資格があるかどうかは別ですが、「金融危機と今後の金融システムの動向」というテーマでお話をさせていただきます。

これまで、テレビ朝日のニュースでは、何度か金融危機に関して古館さんが「金融工学なんか」とか、声高に金融技術の悪口を言ったりしていますが、金融工学とか金融技術というのはあくまでも道具であって、それをどう使うかは、人間のインセンティブや英知に関わるものです。他の学問でも同じで、バイオとか原子力なども、使い方によっては悪いことが起きる可能性がある。では金融工学が果たして金融危機で悪者であったかという、全くそうではないことも後でお話します。

私は一橋大学に23年半勤めた後、民間に出ました。その後、金融工学がブームになって、京都大学から「金融工学センターを作るから、センター長で来てくれないか」というお話がありました。民間に出てまだ1年半しか経っていない時でしたので、「出られない」と言ったら、「兼職でもいいから」と言われました。京都大学のような大学が、最初から兼職を認めて教授を採用するということは、かつて無かったことです。

世の中は一步一步進化していく、変化していく。その変化していく時には必ず何らかの摩擦が起こりますが、それは金融についても言えることで、私は今の日本の金融業が世界にどんどん遅れていくことについてもかなり憂えています。

[金融と金融商品] 先に申し上げておきますけれども、金融を作るのは金融機関ではなくて金融商品です。あなた方が定期預金をしたり、株や証券化商品を買ったりする時には必ず、そのリスクとリターンにかかわります。その結果、あなた方が選んだ商品におカネが乗っかって、他の人に移っていく。従いまして、金融商品がおカネを流す基本的な手段であって、金融機関がいくら、これはいい商品ですよと言ったからといって、そこにおカネが流れるわけではない。そこで重要なのは、その金融商品の中にどういう概念が埋め込まれていて、それが社会にとって必要な商品になっているかということです。

金融商品の属性として、3つある。それは、リスクとリターンと時間という概念です。一番難しいのはリスクで、リスクは見えません。リターンは、要するにどれだけ損するか得するかですから、相対的に分かりやすい。買った株が、売る時に下がるか上がるかで、ある程度予測出来るかもしれませんが。しかし、株価は経済状況やその中の企業の事業による利益に依存していて、事業には多くのリスクが関与していますのでよくは見えません。

[講演のアジェンダ] 金融商品はこのようにおカネを流す役割をするものですが、今日の中核的なお話になるサブプライム商品も、世界の中で大きなおカネの流れを作った金融商品の1つです。この商品が関係した金融危機についてどういう見方をするか、これが今日のテーマです。

まず1つはグローバル経済の構造問題。2つ目は、サブプライム商品を世界中の人たちが信じて、そこに大規模な資金が乗っかって米国に流入していったのですが、その金融商品がなぜそういう理解をされたか、そこにおける金融技術とはどういうものであったかということ。3つ目は、有効なグローバル金融システムの今後のあり方です。これも国ごとに利害がありますし、アメリカ的な国、ヨーロッパ的な国、日本的な国、それぞれに金融に対するものの考え方が大きく違う。

[金融風土と内需拡大] メンタリティーという言葉を使いますが、社会の中で金融についてどう考えるかという問題は、それを過去において作り出してきたものの考え方、風土などコンテクスティブというものがあって、そのコンテクスティブでしか金融は理解出来ない。実は金融というものはもっと違うものであるかもしれないけれども、先にメンタリティーがあって、そのメンタリティーを通して金融を見ようとした時には、かなりの重要な部分が見えなくなってしまう可能性がある。そういう話題も含めて、これからお話したい。

当然のことながら、グローバル・マクロ経済の問題は、特に日本は避けて通れない問題です。1985年の「前川レポート」以来、「内需拡大」という言葉が繰り返されてきたのですが、結局日本は「輸出しておカネを儲ける」というコンセプトしか頭にない。自分たちの考え方をそこから離して、内需という問題にもっと積極的に関わって雇用など

を創りだしてこなければならなかったにも関わらず、それが出来ていない。そこから来る問題が今後も続く。その意味で日本にとってはグローバル・マクロ経済の安定化がどうしても必要であるし、そこでのリーダーシップが必要になってくる。[金融システムの安定化] それに対応して、今度の危機のような金融メカニズムやそのシステムのあり方に関して、世界的な視点から安定化するシステムが必要である。今度の危機は、そのきっかけを作ったという意味では重要ですが、日本がその中でリーダーシップをとりながら、提案していく能力については残念ながら期待できない。

この金融メカニズムやシステムを安定化・維持していくためには、資本主義的市場の自由と統制、この2つの概念をどうバランスさせていくかが重要な問題になります。資本主義社会においては、すべての経済現象は人々のインセンティブが介在して物事が進む。グローバル化もサブプライム問題も、それは同じです。そこにはもちろん情報の非対称性とか色々経済学的な議論はありますが、それ以上にインセンティブが人々を動かすという意味でその統制の在り方は重要な問題です。資本主義は個人のインセンティブを重視し、利用して、市場を中心に経済・金融を調整して、経済成長、社会的厚生を高めようとする。これ自体は資本主義の持っている強さですが、市場概念への過度な信頼・依存がグローバル社会にとって大きなリスクであることが今回明らかにされました。インセンティブとルールと倫理と規制の調整問題は、いま国際社会の中で議論中です。

[モラルハザード] 今回のサブプライム問題は、図1のように、倫理崩壊が拡大して、小さなモラルハザードがたくさん集まって、大きな危機を生んだという見方が出来ます。人のインセンティブにより、過剰資本のもとで世界金融システムに内包したモラルハザード問題こそ、サブプライム問題であった。そこには、米国経済モデルと、それに依拠した自由と市場概念、情報開示と倫理と規制などの問題があったということです。

図1に「米欧クローニー資本主義」という言葉がありますけれども、クローニーというのはいわゆる「お仲間」ですが、アメリカの金融社会のトップの人たちは、情報を共有するために色々な形で

つながっている。それを私は「金融インナーサークル」と呼びますが、1つの意思決定の背後に、「ここまでして大丈夫か」と思うと、すぐ電話一本でお仲間につなげて、「やろうじゃないか」とかいう形で、さらにモラルハザードが拡大したりもする。これらの人々の情報共有プロセスは止められないけれども、その行き過ぎをストップするにはどうしたらいいかという規制問題があるわけです。ここから以降、先程申し上げた3つのアジェンダについて説明します。

2. グローバル・マクロ経済の問題

グローバル経済の構造問題は、リアルサイドから見た今度の金融危機はどのように理解出来るかという問題です。まずは、米国は貿易構造と金融の関係を理解することです。金融危機の前、住宅バブルの頂点においては、世界の経済の好況はアメリカの過剰消費に依拠していた部分が大きかった。米国の過剰消費が中国から大量の財・サービスを輸入して、それが中国の繁栄の源にもなった。日本は中間生産物を中国に輸出して、それが製品化されてアメリカに行きますので、図2にある日本の繁栄もアメリカの大量消費に依拠していた。日本や中国に限らず、世界のこれまでの長い景気の上昇過程にはアメリカの経済が大きく寄与していたのですが、実はそのこと自体がマクロ経済の安定にとっては大きな問題であった。

しかも、FRBや住宅政策局などの規制当局もそれにブレーキをかけなかった。儲かるチャンス時には借金をして少ない自己資本で大きな投資ポジションを作ることをレバレッジと言いますが、米国はレバレッジをかけて経済繁栄を拡大させていった。これは危機の問題を大きくしていた。

図2の日本の景気動向を見ても、ITバブルの崩壊後、2007年10月まで、長い期間にわたって経済は成長していく。世界の景気動向もほとんど同じ形ですが、この牽引車になっていたのが主として米国経済です。グローバル化した世界経済の中で、米国の過剰消費・金融市場の活況が世界経済の牽引車になっていた。物の流れも、日本・韓国・台湾の中間生産財が中国に輸出され、中国の最終生産物はアメリカに輸出され、米国の好景気によるベネフィットを世界各国が得ていた。カネの流れ

も、世界の国々の貿易収入は米国債やサブプライム商品などで米国へ還流していく。この意味では、今回の危機は世界で一緒に作っていったという部分があります。

図3にあります世界の貿易構造を見ますと、たくさんの財とかサービスを米国が輸入するためには、それに支払うおカネが必要ですが、米国は世界のおカネを吸引して、資本収支は大きな黒字になっていた。逆に経常収支は大きな赤字になる。毎年の統計の中では資本収支と経常収支は符号を反対にして等しいという関係になるわけですから、たくさんの物が海外から米国に入るということは、それと同じだけのおカネを米国は世界から資金調達していたという、まさに「米国一国経常赤字のグローバル経済の矛盾」です。

この段階で、日本やオイル諸国あるいはBRICsと呼ばれる国々は稼いだおカネをどの通貨で持つておくことが安全かという問題が浮上します。米国がドルで払った時に、そのドルをもらった側は、米国の消費の強さ、経済の強さ、物理的な軍事力の強さもあって、米国ドルの金融商品を持つことが多い、各国の政府ファンドにおいても一般的なポートフォリオの作り方でした。従って、米国に物を売った時に入のおカネで、米国債を持つとか、国債よりも少し利回りが良い政府系の住宅ローン証券化証券MBS (Mortgage-Backed Securities) を持つ。大量の資金の流入の中で、さらに利回りが良い安全な商品はないかということで、形式的な保証があるサブプライム商品を持つという流れを作っていきます。そういう意味で今度の金融危機の問題は米国だけの問題ではなくて、世界各国が自分たちの稼いだおカネをどういう通貨で持つかという問題が大きく絡んでいるのです。

図3では、米国経常収支の状況で、大きく毎年赤字であることを示しています。この経常収支の赤字は他の国の経常収支の黒字になるのですが、ずっと日本も中国も黒字です。要するに米国1国が経常赤字で、世界の国はすべて米国に物を売って、代わり米国に投資している。世界の貿易構造が歪んでいることが一目で分かる図ですが、これが続く限り、同じような問題が今後も起こりうる。世界経済の安定のためには、この構造を変えていかないといけない。

一方、米国は、機会の平等やインセンティブ・システムを持つ国で、優秀な人たちを世界から集め、その調査能力が高く、知識を集約している。国としての能力も、経済的なインテリジェンスも米国は非常に能力が高い。金融商品を通して米国におカネを渡すと、BRICs諸国に実物投資するとか、何らかの形で運用してくれる。投資先やリターン・リスクの関係についての理解力は、彼らの能力は少なくとも日本よりは圧倒的に良い。そういう中で今回起きた金融危機にかかわる行動をどのように統制していくかという問題は容易ではないことです。相手は形を変えて出てきます。そんなに儲かる金融商品をそれだけ作れるのかということも大きな問題ですが、それは後で述べることにして、「海外需要を作り出す過剰消費先行型米国経済」という図4を見ていただきたいと思います。

アメリカの貯蓄率は2004年で1.2%ですが、2007-8年ではマイナス10-15%程度にまで下がっているようです。つまり、自分の稼いだ所得以上に消費する、それが世界の景気を作ってきた。その中で住宅ローンの残高が大きく拡大していった。クレジットカードの利用残高も上がっていった。アメリカ全体の家計部門の赤字は急速に増えていった。これは彼らが悪いと言う前に、それを可能にしている住宅ローン貸出・証券化構造やグローバルな経済構造があるということです。彼らはインセンティブに反応しています。

3. 過剰な資本と金融インナーサークルのモラルハザード

おカネ（資金）を引き寄せるのは金融商品である。しかも、大量の資金を乗せる安全な金融商品が必要です。まずは米国債、それよりも若干利回りが良い保証があるとみなされている政府系のMBS（住宅ローン証券化商品）です。米国では、政府系のMBSに類似する商品として、保証構造をいれたサブプライム商品を作り、資金受け皿・吸入の仕組みを作って、世界の消費・貯蓄（投資）の循環構造を作っていた。金融インナーサークルの人たちは、儲けるチャンスだと思い、モラルハザードになりながら、あるいは倫理的に見て良くない仕組みを、次から次に作っていった。

世界の金融資産の残高は株価などの変動で毎日変わっていますが、莫大な量があります。2007年、

景気の一番良い時には金融資産とGDPの比率が4倍以上、すなわち、世界の1年間に生産されるGDP所得の額に比べて、金融資産は4倍ある。誰もが成長を望むでしょうから、この金融資産/GDP比率は増える流れにある。金融資産・資金が所得よりも大きい世界の行く先は予測が難しいですが、今後もこの莫大な金融資産を載せていく金融商品が必要で、経済がボラティリティの高い構造になる可能性は、ここにもあるということです。

おカネがどこに行くかという流れを作るのは金融商品です。おカネを流す人は、例えば、個人は預金をすれば、銀行はそれを運用せざるを得ない。運用対象として、本来の業務としての企業への貸出などリスクのある資産以外に「安全な」貸出先が十分ないため、金融商品を求める。リスクが小さくて利回りが良いものを選択したいのは銀行とて同じで、米国・欧州の銀行は、大量の資金をサブプライム証券化商品に載せていった。プロである彼らはその資金規模から考えますと、安全であると思っていたと思われる。

図5の①の部分を見てください。証券化商品の発行スキームを説明します。銀行が住宅ローンを集めて証券化商品を作ったり、政府系や投資銀行などの証券化機関が住宅ローンを買取り、トリプルAの証券、メザニンというミドルリスク・ミドルリターン証券、ハイリスク・ハイリターンのエクイティ証券を作って投資家に売る。このトリプルAは国債のトリプルA商品よりも利回りが一般に良いので、投資家は喜んで買うわけです。これが一般的なスキームで、もし借り手の支払い不能が起こる、すなわちローンに毀損がある場合、まずエクイティ証券の元本に棄損が起こり、次にメザニンの元本毀損が起こることになります。

例えば、100億円のローンの集合があった時に、例えば、トリプルA50億円、メザニン30億円、エクイティ20億円とに仕分けて発行するために、リスクの計算が必要です。証券化にはリスクの計算技術が必要です。サブプライム問題ではリスクを適切に評価していなかった、現在の金融技術の水準からみても形式的に適用しているだけで、その仕分けの信頼性が低かった。

この証券化商品がさらに複雑な金融商品に変換されたのが図5の②にあるCDO (Collateralized Debt Obligation) です。図5①が、第1次の証券化で、い

ま説明した通りです。CDOではメザニン証券(ミドルリスク・ミドルリターンの証券)をたくさん集めてくる。それも住宅ローンのものだけでなく、社債の証券化商品のメザニンとか、色々な証券化商品のメザニンを集めてきて、これを基礎にトリプルA、メザニン、エクイティと、再び格付け構造を作り証券化する。これが図5②の第2次がCDOと呼ばれるものです。

図のメザニンプールには、1万とか1万3千の証券があり、そのリスクは、最初の住宅ローンに関わるリスクだけでなく、社債とか他の証券化商品のリスクも第2次商品の中に入り込んでくる。それがトリプルAとかメザニンとかに仕分けられていく。そんなこと、計算上出来るのかというと、金融工学をずっとやってきた私の経験から申し上げて、そんなことは基本的に出来ないと思います。多くのリスクを集めるとリスクは分散化できると考えているのですが、1万以上の商品のリスクは色々な形でつながっていて、そこではリスクは独立的になれない。分散化の可能性はもはやない。それを形式的にリスク評価して、格付け会社がトリプルAとかトリプルBとか格付けしているが、基本的にそれは出来ないことであろうと思います。格付け会社が本当にそういう能力を持っているとは思えない。ローンの焦げ付きなど信用リスクは下方に対して相関が大きくなることを考慮していないと思います。

米国の場合、州ごとに地域別にも住宅ローンのリスクの構造がかなり違います。トレーサビリティといって、例えば、食品を買った時に、どういった原材料が含まれているかを辿ることができるのと同じような地域の明細などを開示出来ますけれども、それもCDOの段階では難しいでしょう。

サブプライム商品が増加していった流れの背景を理解しましょう。まず政府にも政治家にも、住宅市場を活性化したいというインセンティブがあります。基本的なものの考え方としては、貧しい人に住宅購入の機会を与えることはいいことでしょう。一方、彼等の支払い不能リスクをタックスペイヤーに回すのは良くない。証券化した商品がデフォルトして、結果的に税金を投入していくことは良くないことです。しかし、住宅市場の活性化は景気をどんどん良くしてきたし、それによって税収が増えたことも間違いありません。

問題は最初の出発点で、自らの所得で住宅ローンを支払っていけない貧しい人たちに住宅を売ること自体、倫理的に問題がないのか。私は、そこに倫理的な違反があったと思うのですが、それが問題の原因を作り出したと考えています。

米国では住宅ローン貸出は、クレジット(信用)、キャパシティ(所得)、コラテラル(担保)、この3つの関係で信用スコアが決められ、それによって個人ごとの金利も異なります。注目点は、米国の住宅ローンはノンリコースローンですという点です。これは借手が、住宅を手放せば債務はなくなるということです。日本では住宅ローンの借手が払えなくなって住宅を売った後もローン(残債)はずっと残るので、米国の形態の方が良いではないかと思うかもしれません。確かに買う側からすれば買いやすい。しかし、逆にモラルハザードが起きやすい面もあるのです。

図6をみると、住宅ローン証券化に、金融インナーサークルの人たちがどのように関わっているかが分かります。そこには米国政府も関係しています。図7にあるようにこの構造を通してサブプライム証券化商品が大きく拡大していきます。

まず銀行は、その人の信用リスクを評価して一定以上(プライムローンと呼ぶ)であればローンを設定し、それをファニーメイ(株)やフレディマック(株)という政府系証券化機構に売ります。これら証券化機構は株式会社ですが、政府系証券化機構として、彼らの(第1次)証券化商品には間接的に米国の政府保証があるとみなされていた。そのため、その証券化商品は、日本も含めたアジア諸国、欧州などの投資銀行、年金生保、ヘッジファンド、などが大量に買っていた。機構は1997年以降サブプライムローンによる証券化商品も購入しだして、結果的に2008年の夏までにその資産内容を大きく悪化させていた。政府は、これを潰すことは世界の金融破綻につながるとして、2008年8月、危機発生直後に両社は国有化して、政府が全部保証することになった。その意味では、この証券化機構の存在自体がモラルハザードになっていた。これを監督するのは1994年以降、FRBになっていたが、十分な監視がなされていなかった。むしろFRBや政府は住宅政策で彼らの後押しをしていた。

住宅市場の活性化は中国など世界全体が経済成

長も促進して、さらなる金融商品が求められ、サブプライムの問題へ移行していった。ファニーメイやフレディマックが買わない、信用リスクの高い(信用品質が低い)住宅ローンやその他ローンをサブプライムローンと呼びます。以下では住宅ローンを中心に考えていきます。貧しい人に金利を高くしてローンは、モノラインという保証会社を作って保証させる。保証料は高い。そして、銀行、投資銀行、住宅専門会社、ヘッジファンドなど、色々な会社がこれらの保証付きローンを買い取り、証券化したサブプライム証券化商品を世界に売っていった。欧州の銀行の大量の資金も、ここに流れ、そのうち一部は破たんした。

モノライン保証会社は、もともとは米国の地方債を保証していた会社ですが、MBSの保証が許可された(これもモラルハザードのひとつ)ことにより、1990年代以降、一挙に色々な会社が参入していきました。日本の損保ジャパンも保証会社として入っていて、大きな損失を出しています。

借手が住宅ローンを払えなくなった場合、その住宅はモノライン保証会社により強制売却される。その時に住宅が高く売却されれば問題ないし、ローンを超えた部分は借り手のものになる。しかし住宅価格が低下していればその損失部分は保証会社が引き受けるのです。サブプライムローンで住宅を次々作っていった結果、住宅事情は一時的に好況になったけれども、一方でローンを払えない人が増加し、ほとんど新品の中古住宅が住宅市場に供給され、価格低下をもたらしていく。自分で住宅市場を持ち上げて、自分で落としていく、マッチポンプ的な構造があるのです。シティバンク系の信用保証会社も赤字を出していった。格付け会社の形式的な評価を信じて、世界の莫大のカネがこのサブプライム商品に乗っかっていった、危機を作っていた(図7参照)。

要約すると、返済能力のない人にローンを貸し出していたが、サブプライムローンに基づく証券化商品の評価を格付け会社がきちんとしていなかった。金融商品を買っている機関投資家やヘッジファンドなどはプロですから、その仕組みを理解すればそれを見抜けないはずはないのに、同じトリプルAでも政府系の証券化商品より利回りが少し良いということで、世界中の人が飛びついてしまった。これがこの問題の第1の基本です。

同時に、デフォルト可能性が高い貧しい人向けにそういう商品を作って良いのかという倫理的問題も根底にある。最初から低所得者のデフォルトが予想される枠組みであった。そのサブプライムローンをたくさん出した結果、払えない人が数多く出て、多くの住宅が市場に出る。住宅を手にした保証会社がそれを安く売るために住宅市場は軟化して、さらに下落していく。住宅価格は2006年ぐらいまでは上昇していたけれども、それ以降、急激に下がって、住宅市場はマイナスの成長率になっていく。そうすると家を持っている保証会社だけでなく、サブプライム証券を持っている金融インナーサークルの人たちも世界の金融機関も、その証券の価格下落を恐れて、下方リスクの恐怖から、みんななるべく早く売ろうとする。これが、今回の危機の様相です。

ここには色々なモラルハザードがある。まず政府が住宅政策を進めたこと、それはイラク戦争とは無関係とは言えません。投資銀行はリスクなしで大きく手数料を儲けるビジネスモデルを考えた。格付け会社も投資銀行と一緒に、インセンティブを共有して、不正確な信用格付けをする。銀行や住宅専門会社は甘い審査のもとに、過剰な住宅融資をしていった。中には30秒審査ですぐローンを出す住宅専門会社もあった。これらが複合して、モラルハザードが大きく拡大していった。

政府の監視モラルハザードも大きかった。特に不完全な監視体制は大きな問題として指摘されています。米国では2000年の初めぐらいから、明らかに収奪的と思われるサブプライムローンを作って、貧しい人に住宅を一時的に持たしていった。それが問題化して訴訟の対象になっても、グリーンSPANは「サブプライムローンは公益にかなう。政府の介入は必要ない」として却下した。住宅都市開発省のモーゲージ政策もリスクローンを発行の傾向に火をつけていた。クリントンもブッシュも、それを促進していた。1994年以来、住宅ローンの監督権限を持つFRBも、グリーンSPANと一緒に、この動きを止めようとしなかった。さらにSECは2004年に上位5つの投資銀行に対するレバレッジ規制を12倍から30倍に緩和して、資本の額に対して借入金の比率をどんどん大きくしていった。例えば、リーマン・ブラザーズは倒産

時にレバレッジが30倍になっていた。

こういう中でリスクが色々な形で波及し、モラルハザードが蔓延していった。2005年以降、不良債権が拡大し、差し押さえ住宅が市場を軟化させ、モーゲージ証券価格は下落する。従って、モノラインの資産が劣化して、格付けが下落する。地方債の保証もしているモノラインの保証能力が落ちるということは、当然地方債の価格も下落して、地方債を持っている投資家、年金等の不安も出てきて、さらに価格が下がる。

こうして金融機関の財務構造が侵されていく中で、CDS (Credit Default Swap) という、証券の損失に対する保険を与える商品 (派生商品) が浸透して、拍車をかけていく。例えば、自分がGMの社債100億円を持っているとする。GMが将来倒産すると懸念した場合、それに対して保険をかける。もし倒産してGMの社債が3割しか戻ってこない場合は、7割部分を保証するという保険派生商品です。AIGという米国の保険会社はこのCDSを約80兆円売り出していたと推定されています。保険対象企業がすべて倒産して、社債返済分が1円もなくなれば、80兆円の支払い義務が発生することですが、そんな負担能力がないことは保有資産からみると明らかです。

AIGは、80兆円を保証していたのですから、GMやクライスラーやリーマン・ブラザーズが破綻すれば、一挙に莫大な保証額が必要になる。ファニーメイやフレディマックに対するCDSの保証も出てくる。それらは国有化されたのでデフォルトと定義されて、それに対する保証も必要になる。多くの金融機関や企業はAIGからこのCDSを購入していて、とにかくAIGを守らないと金融パニックが起こることから、AIGも国有化されました。AIGが国有化された後にも、トップの人たちに大きなボーナスを出していたことは、皆さんもご存じかと思えます。

4. 今後のグローバル金融システムのあり方

今後の有効なグローバル金融システムのあり方はどうあるべきかという問題を考えましょう。米国は金融と金融業を自らの資本主義にとって大きな位置づけと考えていますので、市場への規制をいやがります。そこが今後も国際的な政治経済と米国の金融業界とのせめぎ合いになろうかと思

ます。その中で2008年11月のG20で5つの提案がなされます。

まず1つはデリバティブの規制。いま申し上げたAIGの保険商品も証券化商品もデリバティブズの一つです。2つ目は、レバレッジを利用して非常に大きな資金ポジションを作っていた、金融インナーサークルのヘッジファンドも規制の対象にする。3つ目は、経営者1人のボーナスが100億円などというの悪いインセンティブを作るものになるから、経営者報酬の規制も必要だ。4つ目は、国際的な市場監視。そして5つ目はIMFの強化と、新国際機関の創設です。

貿易に関してはWTOという国際機関がありますが、世界の金融を監督する機関としてWFOを作ろうということは、将来に向かっての1つの大きな進歩でしょう。結果的には、これに関して2009年4月に金融安定理事会FSB(Financial Stability Board)がロンドンG20で設立されました。同時に、各国の内需拡大政策の相互評価もしていこうということも合意されました。また、米国の経常赤字・財政赤字の縮小、さらに機軸通貨の複合化も考えていかなければならない。ファニーメイやフレディマックのようなGSE (Government Sponsored Entity) という存在は現在のままでは社会にとってリスクになるから、これを改革していくことも必要です。

今回の危機から反省すべきことをまとめましょう。まず自由市場概念と市場規律概念の整合性をどう考えるか。そこには社会的公正と厚生の問題があります。特に今回のサブプライム問題はマクロ経済にもミクロ経済にも大きな影響を与えていて、金融商品を買わない一般の人にまで迷惑をかけています。例えば、カリフォルニア州はほとんど破産状態で、奨学金もストップしている。やはりすべての参加者へのインセンティブ・コントロールが今後の1つの課題になると思われます。

また、景気の良い時は、つまり晴れた日には傘を貸して、雨が降ると貸さないという、銀行貸出行動のプロシクリカリティの問題もあります。それは「国際業務を行う銀行は自己資本比率を8%以上に保ちなさい」という現在の国際統一自己資本規制にも問題があって、景気の良い時は容易に8%を確保出来るけれども、景気が悪くなると分母にあるリスク量が大きくなって8%確保が難しい。従って、銀行はおカネを貸したくなくなる。これ

をどう解決していくか、国際的な規制の枠組みの中で議論されています。

金融機関の経営者の意思決定と報酬、責任にも問題があって、英国は強くインセンティブ規制を提案していて、2009年9月のG20で基本枠組みが合意されました。リーマン・ブラザーズのトップは過去5年に360億円のボーナスをもらっていたが、会社が潰れたからといって、誰も彼の責任を問えない。英国では既にボーナスを1年単位で払わない。3年間何も問題がなかったら、その間のボーナス分を払う方式に移行しています。

金融機関のこれまでのリスクマネジメントが機能していなかったのではないかと反省もあります。これは金融技術の有効性と関係します。

ヘッジファンド、機関投資家のあり方、格付会社についても規制が必要ではないか。社会全体に大きな影響を与えるSI (Systemically Important) 市場、SI商品、ヘッジファンドを含むSI金融機関、これらはすべて規制の対象にしていくというのがロンドン・サミット以降の流れです。

ロンドン・サミットでは他にも様々なことが決められて、一步一步、進もうとしていますけれども、金融商品の商品性と規制のあり方、倫理的な問題、そういう商品が社会的にどういう機能を果たしているか、それに対してどういう規制をするかという問題もあります。CDSとかCDOもSI商品で、証券取引所のような仲介機関を作って、そこで市場集中をさせて、それぞれのポジションが分かるようにしようと考えられています。

その他、会計基準のあり方と金融機関の評価と監視、FSBによる協力と監視など、多くの課題がいま議論されています。

基本的なコンセプトとしては、インセンティブ・コントロールによって、市場に関わる人が集団として過剰な過激な行動をしないことがまず重要です。また、米国の企業経営者は、株主として自分の会社の株を持っていたとしても、雇われている人ですから、給料をもらえば自分の責任は終わりだと思っている。そういう人に経営者責任の遡求可能性があるかという問題もあります。あるいは、手数料レバレッジを求める会社は厳しい監視の中に置かなければいけないし、同時に投資家の責任も少なくないと考えられます。

いずれにしても金融機関経営者責任の問題は大

きいし、金融システム全体のインセンティブ・コントロールには政府による監視の問題もあります。格付け会社もSI機関の中に入れるべきだと私は思いますけれども、そこはまだ明確に位置づけられておりません。証券化商品についてもSI商品として規制の対象になっていく。CDSは取引所取引で管理していこうというとして、すでにFRBがCMEやインターコンチネンタル取引所とCDS取引所設立について協議していますし、欧州ではICEがその機能を果たしていく流れにあります。

これまでの金融危機発生の理解は、銀行がグループになって、1つの銀行の倒産が次の倒産に波及して危機が起こると想定していた。そのため、自己資本規制が銀行に課せられていました。ところが今回は市場を媒介して、市場の金融商品を中心に金融危機が起こっている。恐怖でみなが一斉に売ろうとする、企業が新しくコマースパーパーを出しても誰も買ってくれない。信頼出来る情報の不足と恐怖の共有という状況に陥ってしまったわけです。

2009年4月のロンドン・サミットでは「金融システムの強化に関する宣言」が出されています。これまでのバーゼル委員会は財務省を含めた世界の金融当局の集まりですけれども、2008年11月のG20以降は、G20という概念が確立されて、2009年4月には政治的な新しい機関として金融安定理事会（FSB）が設立されました。これは20カ国の首脳が集まって作った機関で、今までの金融安定化フォーラム（FSF）とは違う、貿易におけるWTOに対応するような位置づけになっていく可能性があります。

この金融安定理事会のもとに、SI市場、SI商品、SI機関などが規制の対象になってくる。米国金融グループの人たちが、その規制の流れをブロックしていくのか、協力していくのか、十分見えておりませんが、賃金・報酬に関する新原則は2009年9月のピッツバーグG20で合意されて、各国において法制化されていく。プロシクリカリティの問題も、何らかの形で改良していかなければならない。景気の良い時にはもっとおカネをためておきなさいというのがイギリス的な規制ですけれども、それが十分なフィージビリティを持った対応になるのかという、なかなか難しそうです。金融機関に対するブルーデンス監督規制の強化で

は、自己資本規制、レバレッジ規制は当然設定されていく。リスク管理は、今までのリスクマネジメントのあり方に加えて、新たにさらに強い規制が入ろうとしている。

このような国際的な動きの中で、日本の当局からは何の提案も起こされていない。今回、自民党から民主党に政権交代しましたけれども、少なくとも自民党時代は何も提案してこなかった。全くカヤの外にいながら、世界の動きに対応した動きを日本の社会に合った形で法制化していく流れにあると思われます。

時間の関係で、今日は細かな議論は出来ませんが、世界の金融規制も大きく変わろうとしています。自己資本に関する規制、流動性に関わる規制、会計に関わる規制、報酬規制など。バーゼルIIでもそれに対応して、自己資本規制のあり方について見直そうとしています。

日本にとって世界の金融システムの安定というのは、実はグローバル経済の安定化問題であることを意味しています。金融市場がボラタイルになると当然、中国やロシアやブラジルなどで色々な経済変動が起こる可能性を高め、貿易の問題につながっていく。貿易の問題を解決していこうとして、WTOが出来た。そのWTOに対応するFSBが出来たのであるから、この2つの組織の協力が今後必要になっていくのでしょうか。FSBを有効に利用していくには各国それぞれが様々な提案をしていく必要があります。最初のG20の会議で言われた各国が内需拡大政策を進めなければいけないということも含めて、マクロ経済、ミクロ経済両面にわたる議論をFSBの中で進めていく努力をし、その能力を高めていかなければいけないと思っております。また日本の政府や金融当局には世界の中でシステムの在り方や制度作りで明確な提言をしていく能力を持ってもらいたいものです。

学生の皆さんには、金融の問題は非常に広がりがある、米国資本主義の基礎であるので、単に金融機関が悪いとか金融技術が悪いとかいう話ではなくて、その内容を理解してもらいたいものです。最後に日本の将来について書いた拙論「『日本人』を幸せにする賢く強固な小国のすすめ」（『経済マイスターによる知力講座』(08) 日本経済新聞社）を読んでいただいて、自らの将来も考えてもらいたい。

図1

サブプライム危機の発生:『米欧クローン資本主義』構造 金融インナーサークルの人々の倫理崩壊

サブプライム問題

人のインセンティブにより
過剰資本のもとで世界
金融システムに内包した
モラルハザード問題
米国経済モデル
自由と市場概念
情報開示と倫理と規制

登場人物:金融インナー
サークルの人々

倫理崩壊が拡大して
危機に発展

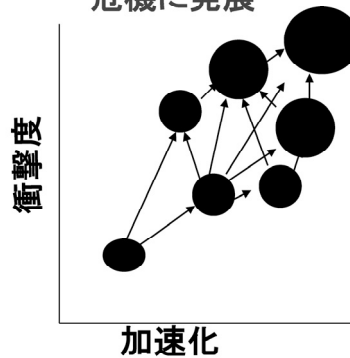
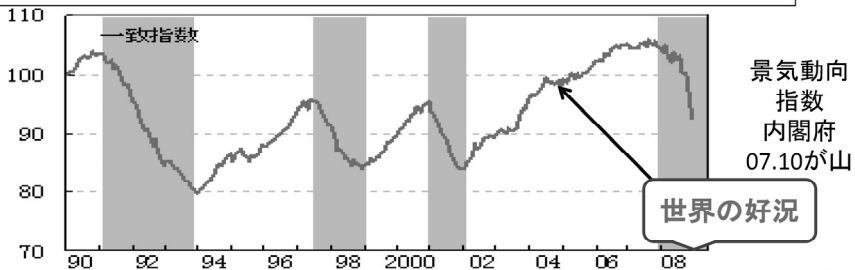


図2

世界の景気拡大は米国経済に依存していた



- 日本、世界の景気は07年中頃まで拡大期
- その牽引車は、グローバル化した世界経済の中で
米国の過剰消費・金融市場の活況
- 物の流れ:日本・韓国・台湾の中間生産財は、中国
に輸出、中国の最終生産物は米国に
- 金(資本)の流れ:世界の貿易収入は、米国債、
プライム・サブプライム住宅証券化商品で、米国へ還流

図3

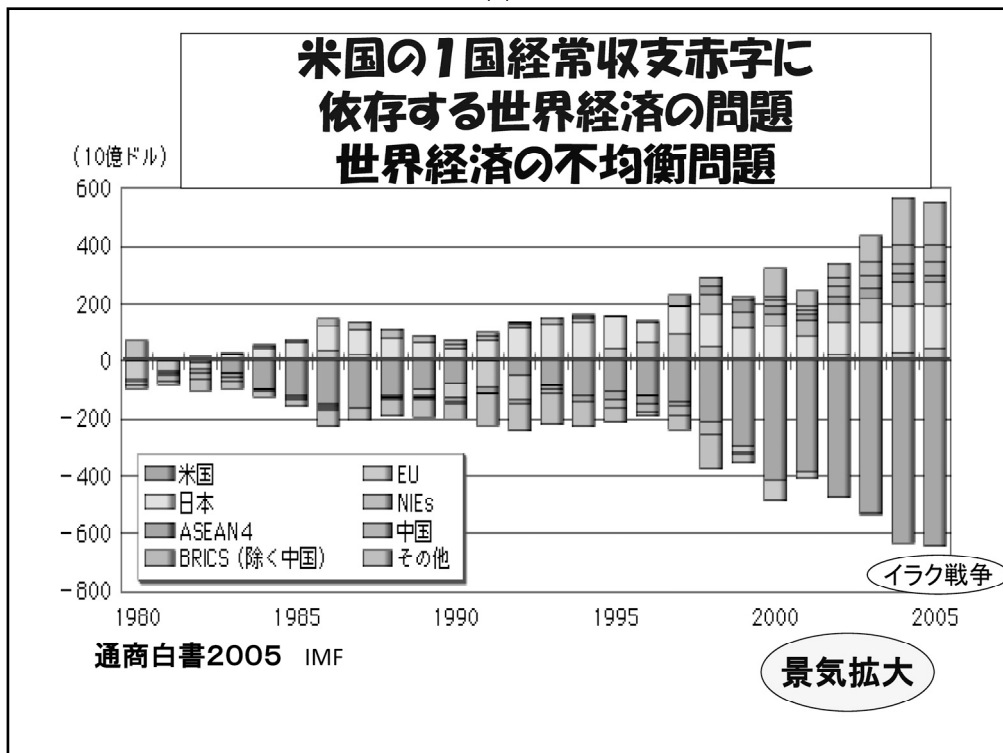


図4

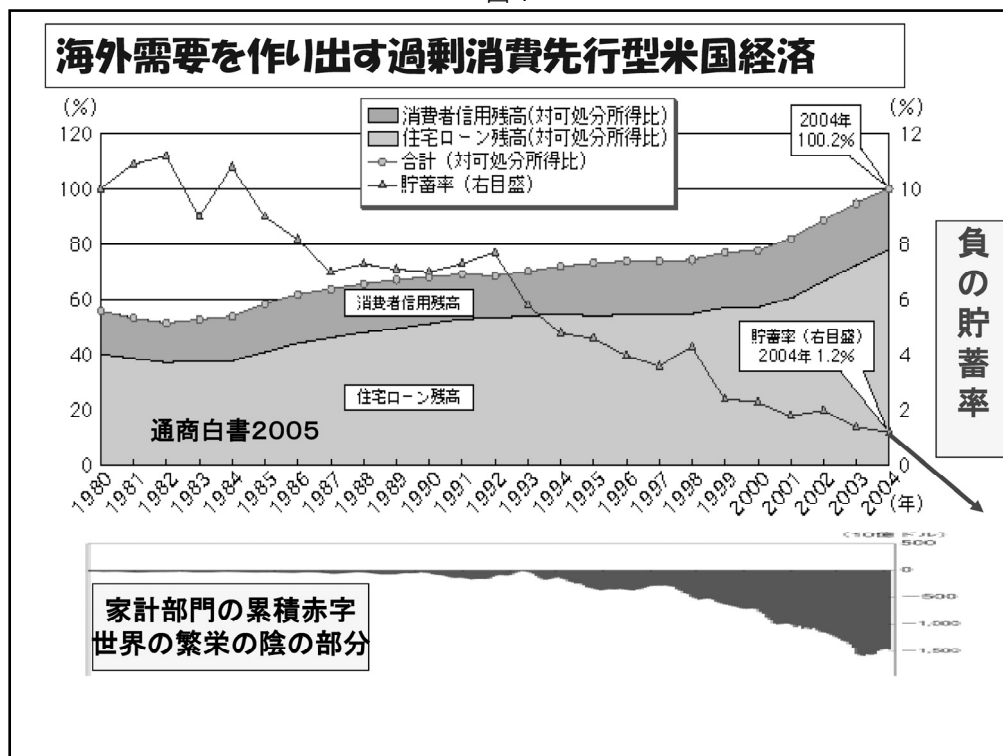


図5

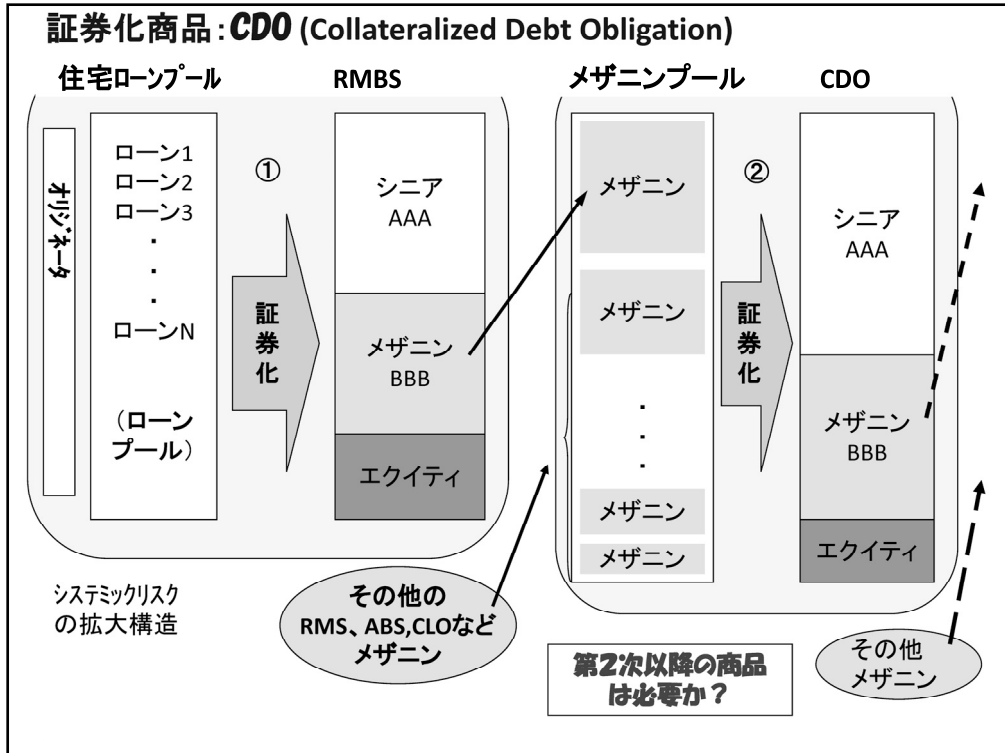


図6

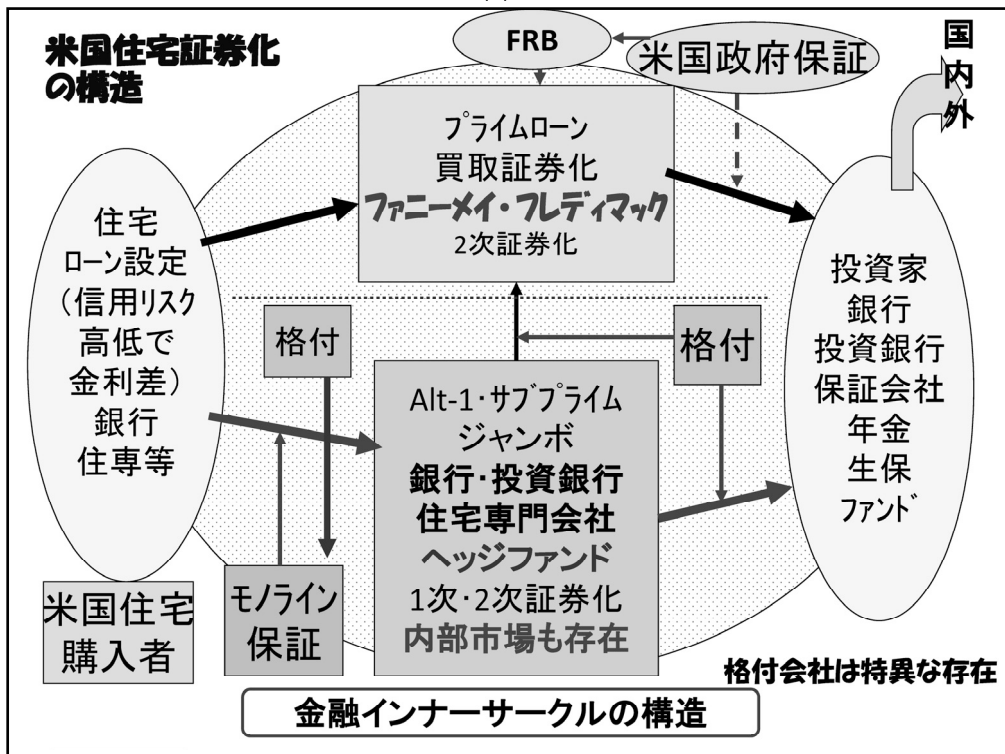
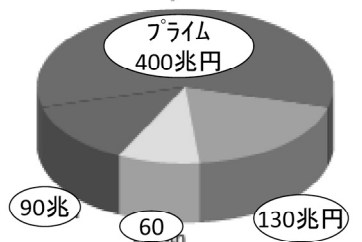


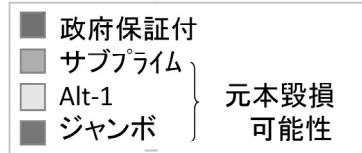
図7

着実に増加してきたサブプライムローン残高

MBS市場の内訳

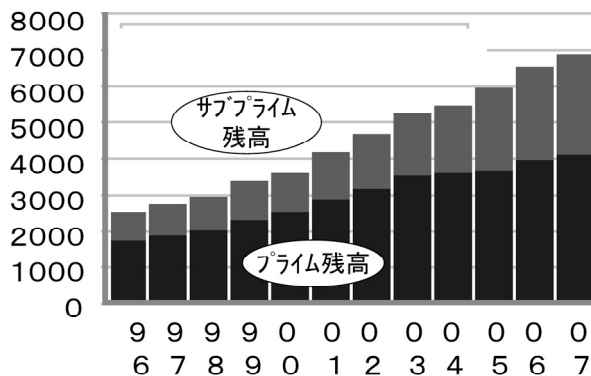


Total: \$6.8 trillion, 2007 Q2



出典: SIFMA

MBS(住宅ローン担保証券)市場の拡大
単位10億ドル



21 November 2007 BBC