

金融・経済危機と 今後の規制監督体制

2009年3月

東京財団政策研究部

東京財団政策研究部とは

過去10年ほど、行政、財政、地方分権などに関する「改革」案がひっきりなしに出されてきました。そのこと自体、改革の中身が進んでいないことの表れでしょうし、年金、医療などはまだ全く手つかずです。また、教育、労働、企業活動などの分野ではもう一度やり直さないといけない「改革」すらあります。どうしてこういうことになっているのでしょうか。それは、世界も日本も、大転換期にある今、日本が明確な国家像をもてず、改革においても対症療法的な対応に終始しているからだと思います。

こういうときこそ、立ち止まって物事の本質をしっかりと見極め、的確な政策を打ち出すことのできる政策シンクタンクの機能が強く求められています。幸いなことに、東京財団は公益法人として、中立・独立の立場で政策研究、提言をできるインフラが整っており、国会と霞が関の間という恵まれた立地にもあります。これらを活かしながら、日本の文化や文明にまで立ち返って問題の本質を突きとめ、抽象論にとどまらず現場感覚を大切にしながら、具体的な案として世の中に提案し、実現をはたらきかけていくのが、当財団の政策研究部の使命と考えます。

金融・資本市場規制の望ましい執行体制

サブプライムローン問題に端を発した世界的な金融システムの不安定化の中で、改めて金融・資本市場規制とその執行体制のあり方に関心が集まっている。

例えば、直近までは英国の統合的な単一の規制執行体制に対する評価が高かったけれども、中央銀行から銀行監督機能を分離したことが正しかったかどうか、ノーザンロック銀行の問題を契機に問い直されている。金融・資本市場が不安定化した際には、中央銀行による流動性供給が大きな役割を果たすが、そうであれば中央銀行が個別金融機関の経営状態についてもモニタリングする権能を有している方が望ましいのではないかとの意見がある。米国とわが国の中央銀行は、そうした権能を有しているが、英国中央銀行（Bank of England）は、その権能を失っていた。

こうした問題に対する検討の視座を明確化することが、本研究の目的である。

プロジェクト・リーダー 池尾和人（東京財団 上席研究員／慶応義塾大学 教授）

<本提言に関するお問合せ>

東京財団政策研究部 関山 健 電話 03-6229-5502 e-mail sekiyama@tkfd.or.jp

目 次

はじめに	2
1. 米国金融危機のマクロ経済的背景	3
2. サブプライム・ローン問題の発生	4
3. 全面的な信用危機、そして世界同時不況への拡大	6
4. 市場型間接金融をめぐる規制監督上の論点.....	9
おわりに	11
補論. 米国政府のマクロ経済政策的対応	12

金融・経済危機と今後の規制監督体制

池尾 和人(東京財団上席研究員、慶應義塾大学教授)

はじめに

今回の金融・経済危機の展開過程は、便宜的には3つのステージに区分して捉えることができる。第1のステージは、2007年3月から2008年3月までのサブプライム・ローン問題と呼ばれていた時期である。2006年になって米国住宅価格の上昇がとまり、それからしばらくして07年の春頃からサブプライム・ローン（とくに2006年ビンテージ）の延滞率悪化が広く表面化する。そして、07年7月に格付会社がサブプライム関連の証券化商品の大量格下げを開始したことを契機に、サブプライム関連の証券化商品市場の危機が顕在化する。この時期は、米国連邦準備制度の事実上の斡旋による、08年3月のベアー・スターンズのJPモルガンによる救済合併をもって終了する。

当時は、ベアー・スターンズが救済されたことで「最悪期を脱した」のではないかとの見方も有力であったけれども、実際には事態は一層悪化の一途を辿る。そして、全般的な信用市場の危機（クレジット・クライシス）に拡大した時期が、第2ステージである。クレジット・クライシスはいまだ完全には収束してはいないけれども、この第2ステージは2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻までとする。というのは、それ以降は、金融資本市場の危機を超えて、実体経済の悪化を伴う経済危機の様相を呈するようになるからである。すなわち、第3ステージは、08年9月から現在に至る世界同時不況と呼ばれるようになった時期である。

すでに危機の発生からは、2年近い時間が経過しており、今回の金融・経済危機の発生原因については、おおよその共通理解が形成されつつあるとみられる。もちろん危機の発生原因は、単一ではなく、複合的なものである。指摘されている主な要因は、①マクロ経済的な不均衡の拡大、②長期にわたる緩和的な金融政策運営、および③金融規制監督上の欠陥などであり、これらに加えて④金融機関側のリスク管理をはじめとした内部統制の体制に問題があったことは確実である。これらの要因のいずれにウェイトをおいて考えるかといった点においては、様々な論者ごとに見解の相違はみられるものの、これらの要因が複合的に作用した点に関しては、ほぼコンセンサスが成り立っているといえる。

本レポートにおいても、これらの要因に着目するかたちで、まず今回の金融・経済危機が発生した経緯について再確認しておくことにしたい。その上で、今後の規制監督体制のあり

方を考える際の基本的な視点を提示する。

1. 米国金融危機のマクロ経済的背景

現在からちょうど30年前の1979年は、第2次石油ショックの影響で世界経済が低迷した時期であった。とくに米国は、その頃から80年代初頭にかけて激しいインフレーションに悩まされる中で、景気の低迷が続くという悲惨な（いわゆるスタグフレーション）の状態にあった。しかし、米国はしだいにその克服に成功し、80年代の後半からは経済の再活性化を実現する。その節目を象徴するのが、1985年のプラザ合意である。

プラザ合意以降、日本はバブル経済への道を辿り、その崩壊後は「失われた10~15年」と呼ばれた長期の経済低迷を経験することになる。これに対して復活した米国は、85年から2005年頃まで、Great Moderation（大平穏）といまは呼ばれているマクロ的なボラティリティの低い20年間に入る。こうしたマクロ的な変動性の低下をもたらした原因として指摘されているのは、主に(1)優れた金融政策、(2)新しい在庫管理技術（ITの利用が進んだことなどによる）、(3)幸運（負の外部ショックが少なかった）の3つである¹。

1985年から2005年の間は、アラン・グリーンスパンが米連邦準備理事会（FRB）の議長を務めた時期とほぼ重なる。すなわち、(1)の指摘は、グリーンスパンの金融政策運営がきわめて優れたものであったから、長期にわたって米国経済のマクロ的安定がもたらされたという主張に他ならない。

しかし、いずれの原因によるにせよ、平穏な状態がこれほど長く続くと、人々のリスクに対する感度は鈍くなり、高をくくるようになる。こうした傾向が生じることは、ある種の人間の性として避けがたいところがある。実際に、とくに2000年以降の時期には、米国社会の中にある種の慢心（Complacency）のようなものが広く蔓延するようになったとみられる。そして、こうした慢心が今回の金融・経済危機につながったという意味では、Great Moderationが、今回の危機の基本的な背景になったと考えられる。

具体的には、グリーンスパン・プット（Greenspan Put）と呼ばれる想定を多くの市場参加者が共有するようになっていた。すなわち、何かまずい事態が起こっても、グリーンスパンが何とかしてくれるという期待である。実際ブラック・マンデーから始まって、ITバブルの崩壊の際もグリーンスパンが何とかしてくれたという実績が積み重なってきていた。

しかし、うまくいっているときには、その成果はそのまま市場参加者のものになり、まずい事態になったときには、グリーンスパンが尻ぬぐいをしてくれるということであれば、過度のリスク・テイクに走ることが市場参加者には個別的に合理的な行動となってしまう。そ

¹ 例えば、P.M. Summers, “What Caused The Great Moderation? Some Cross-Country Evidence,” ECONOMIC REVIEW, FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY, Third Quarter 2005.を参照のこと。

して、実際にそうした合理的行動としての過度のリスク・テイクが広範に行われるようになったとみられる。この意味では、「バブルかバブルでないかは弾けてみるまで分からない。それゆえ、事前の対応よりも事後的な対処が重要である。一旦バブルが崩壊したと分かれば、潤沢に流動性を供給するなどして、その損害を最小限に食い止めるよう行動する」というグリーンズパンの姿勢が、今回の危機の原因の1つになったとすることができる [②]。

もっとも、今回の金融・経済危機のより直接的なマクロ経済的背景となったのは、国際的な経常収支の不均衡（Global Imbalance）の急拡大であると考えられる。1997年にアジア金融危機が起これ、その翌年の1998年にはロシア危機が発生する（この際には、大手ヘッジファンドのLTCMが破綻する）。これらの危機を契機に、Global Imbalanceの一層の拡大が急速に進むことになる。

とくに東アジア諸国は、それまで外資依存の経済成長路線をとっていたが、アジア金融危機に際してその頼りにしていた海外資本が突然に出ていって、入ってこなくなった。そのために、外貨の資金繰りで塗炭の苦しみを味わう。こうした事態（現在では、Sudden Stopとネーミングされている）を経験した東アジア諸国は、それまでの外資依存の経済成長路線から転換し、外貨準備に対する予備的需要を拡大させる。ラテンアメリカ諸国も同様の行動をとる。この結果、中国も含め、ほとんどの新興経済諸国が貯蓄超過の状態になる。

他方で、米国がほとんど唯一の投資超過国となることで、世界的にみたときの貯蓄と投資の一致がはじめて保たれることになった。これが、2000年以降の世界経済の基本的な姿であり、その結果としてGlobal Imbalanceの急拡大が生じることになった。[図表1] こうしたマクロ経済的な不均衡の拡大が持続可能なものでないことは、これまでも繰り返し指摘されてきていた。この種の指摘が、ある意味で正しかったことを今回の金融・経済危機の発生は示すことになったともいえる。

ただし、従来の指摘では、持続できなくなったときに起こる危機的事態として想像されていたのは「ドルの暴落」のような形態での混乱であった。しかし、実際に起こった危機の姿は、そうした事前の想像とはかなり異なるものとなった。それゆえ、次にGlobal Imbalanceの急拡大が、現実にはサブプライム・ローン（Subprime Loan）問題というかたちの危機の発現につながったメカニズムについて確認しておくことにしたい。

2. サブプライム・ローン問題の発生

国際的な経常収支の不均衡に伴って、国際的な資本移動が発生することになる。経常収支黒字国は、少なくともその黒字分の資金を海外で運用しなければならない。しかし、経常収支黒字国の1つである日本については、その運用姿勢がリスク回避的なものであることはしばしば指摘されている。中国や他の東アジア諸国についても、予備的動機で保有している外貨準備に関しては、あまりリスクをとったかたちの運用はできない。それゆえ、一部の産

油国の余剰資金などを別にすると、Global Imbalance の急拡大に伴って生じた資金運用需要は、主として比較的にな安全なドル建ての資産に対するものであった。

簡単に言うと、Global Imbalance が急拡大する過程で、米国の AAA 資産に対する需要の拡大が生じるようになった。米国の金融サービス産業は、こうした事態を格好のビジネス機会だと捉えて、積極的に対応する行動をとることになる。とくに経常黒字国の公的部門は、AAA 資産として米連邦政府債（国債）を購入していたが、民間部門（機関投資家）は AAA であっても、国債よりは少しでも利回りの有利な資産を求めていた。そうしたニーズに、米国の金融サービス産業はアグレッシブに応える行動をとることになる [①]。

機関投資家に金融資産を提供するためには、誰かに資金を借りてもらう必要がある。しかし、機関投資家が資金運用を望んでいる（金を貸したがっている）からといって、それだけで通常の企業や家計が借入れを増やしてくれるわけではない。それゆえ、借入れ主体を探し求めて、ついにサブプライム・ローンの借入れ層に行き着くことになる。サブプライム・ローンの借入れ層は、金融的には洗練されておらず（金融リテラシーが低く）、貸し手側の誘導によって借入れを行わせることが比較的にな容易であった。

もっともサブプライム・ローン自体は、決して AAA 資産ではなく、もっとハイリスク・ハイリターンの資産に過ぎない。しかし、現代の証券化技術を用いれば、そこから AAA 資産を組成することは難しいことではない。現代の証券化技術は、原資産のプールから生じるキャッシュフローを不比例的（disproportional）に切り分けることによって、各種のクラスの資産を作り出すというものである。喩えていえば、濁った水を遠心分離器にかけることによって、透明な部分と不純物が凝縮された部分に分解するようなものである。[図表 2]

かくして、サブプライム・ローンを原材料として、AAA 格付の証券化商品とリスクの凝縮された劣後部分（toxic waste）が生み出され、そのうちの AAA 格付の証券化商品を機関投資家に販売することによって、米国の投資銀行は手数料収入を得ることになった。他方、リスクの凝縮された劣後部分については、ヘッジファンドや（自らヘッジファンド化した）投資銀行自身によって保有された。そのリスクが顕在化するまでは、ハイリスク部分の保有によるハイリターンを投資銀行等は享受することができた。これら 2 種類の利益によって、米国の金融サービス産業は高収益性を維持してきた²。

この背後で、米国における住宅バブルが生成し、拡大していくが、ついに 2006 年の夏頃になって住宅価格の上昇がストップする。それに伴って、サブプライム・ローンの返済遅延や焦げ付きが急増する。そのために、劣後部分を保有していた投資銀行等は多大の損失を被ることになる。しかも、それだけではとどまらず、AAA 格付とされていたサブプライム関

² R. Caballero, “A Global Perspective on the Great Financial Insurance Run: Causes, Consequences, and Solutions (Part 1),” <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2827>

連の証券化商品についても、大幅な格下げが不可避となった³。

しかし、事後的に考えた場合に、米国の投資銀行等はきわめてリスクの凝縮された劣後部分を自ら保有するような危険な行動をどうしてとっていたのであろうか。その理由の 1 つとして考えられるのは、既述のように米国社会の中にある種の慢心が広がっていて、米住宅価格の（一部の地域での下落はあり得るとしても）全国的下落はあり得ない（から、地域的に分散させていればリスクは小さい）と高をくくっていたということであろう。住宅価格の全国的下落といった事態はきわめて希にしか起こらないから、普段は気にしなくてもよい、いわゆる **tail risk** の一種であるとみなされていたということである。

もう 1 つの理由は、ヘッジファンドの資産運用担当者や投資銀行の経営者に関わるインセンティブ構造の歪みである。彼らは、業績 (**performance**) を非常に厳しく問われ、その業績に応じて報酬が決まることになっている。それゆえ、業績を向上させたいという強いインセンティブを与えられている。ここでいう業績は、もちろんリスク負担を調整した上でのものであるけれども、実際の業績評価システムがすべてのリスクを適切に調整できるようなものになっているわけではない⁴。

実際の業績評価システムにおいて見落とされがちなリスクの典型が、通常は起こることがないので平均的な処理が困難な **tail risk** である。それゆえ、ヘッジファンドの資産運用担当者等は、（投資家に隠れたかたちで）**tail risk** をとることによって、見かけ上の業績をよくして、より多くの報酬を得ることができた。リスク・テイクをとることによる収入増加は、そのすべてが本来は利益ではなく、かなりの部分は将来リスクが顕在化した場合に備えて留保しておかなければならない準備金（費用）である。しかるに、**tail risk** をとることによる収入をすべて利益であると装ってきたのである。

ここには、ヘッジファンドの資産運用担当者や投資銀行の経営者と投資家との間のエイジェンシー問題、あるいは利益相反 (**Conflicts of Interest**) の問題が存在していたといえる。そして、こうした問題を適切にコントロールしてこられていなかったということが、今回の金融・経済危機に至った原因の 1 つだと総括できる [④]。

3. 全面的な信用危機、そして世界同時不況への拡大

1990 年代の日本においては伝統的な銀行中心の間接金融体制の下で問題が起きたのに対

³ 一定量の原材料であるサブプライム・ローンから、できるだけ大量の AAA 資産を作り出そうという動機が作用したために、証券化商品の実際の質は低下しがちであったにもかかわらず、格付会社が発行体の要望を受け入れるかたちで安易に AAA の格付を付与してきた。そうしたことが事後的に判明したために、格付に対する信認が崩壊することになる。

⁴ D.W. Diamond and R. Rajan, “The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies,” NBER Working Paper #14739, February 2009.

して、今回の米国では重層的な市場型間接金融体制の下で問題が起きた。こうした金融システムのあり方の違いをしっかりと認識しておく必要がある。

わが国では、間接金融でなければ直接金融、あるいは市場型の金融は直接金融のことだという通念が根強く定着している。しかし、金融の市場型化は、必ずしも直接金融の拡大を意味するものではない。金融技術は高度化し、金融取引はますます複雑化している今日、最終的な資金提供者と最終的な資金調達者が文字通り「直接に」取引を行うということは、もはや有効な方法ではない。現実の金融システムの発展は、金融機関を通じる取引とマーケットを通じる取引を組み合わせた重層的な構造を形成する方向に向かっている。

金融の役割が「資金の移転」だけであるなら、できるだけ太くて短いパイプで結ぶ方が効率的であるけれども、もう1つの役割として「リスクの移転」がある。むしろ現代の金融に関しては、リスクを分散・再配分する機能の方が重要になっているといえる。このリスクを分散・再配分する機能面においては、重層的な構造を形成することにメリットがある。ここでは、金融機関を通じる取引とマーケットを通じる取引を組み合わせた重層的な金融取引の仕組みを「市場型間接金融」と呼ぶことにする⁵。[図表3]

日本においては、市場型間接金融は端緒的な発展段階にとどまっているが、近年の米国においては、そうした仕組みがきわめて高度な発展を示していた。サブプライム・ローンに関連した部分についていうと、まずサブプライム・ローンが組成され、そのプールを証券化してRMBS（住宅モーゲージ担保証券）としてマーケットに供給される（第1段階）。サブプライムRMBSは、一部は投資家によって直接購入されるが、その多くは組み合わせられて第2次証券化商品であるCDO（債務担保証券）に加工される（第2段階）。

こうしたCDOを購入していたのは、MMMF（マネーマーケット・ミューチュアル・ファンド）や大手金融機関がスポンサーになって作られたSIV（投資目的会社）であり、SIVは、購入したCDOを担保としたABCPの発行やレポ取引によってもっぱら投資資金を調達していた（第3段階）。そして、ABCPの購入やレポ市場を通じてSIVに資金を提供していたのは、MMMFなどの機関投資家である（第4段階）。

要するに、最終的な借り手（サブプライム・ローンの借り手）から最終的な貸し手（MMMFに出資している家計など）までの距離がきわめて長い金融取引の連鎖が出来上がっていた。そこにおける第4段階での資金の出し手（MMMFの資産運用担当者など）は、担保となっているCDOの資産価値を重層的な市場型間接金融の連鎖をさかのぼって直接に評価する能力はもたないという意味で、情報劣位者にほかならない。それゆえ、もっぱら格付に依存するかたちで取引を行っていた。

そこに、住宅バブルの崩壊に伴って、格付に対する信認を崩壊させるようなショックが加

⁵ 詳しくは、池尾和人・財務省財務総合政策研究所編『市場型間接金融の経済分析』日本評論社、2006年5月を参照のこと。

わることになった（前掲の注3を参照）。情報劣位者にとって資金運用先に不安を覚えた場合には、資金運用先の信用度を確認する労を払って資金提供を続けるよりも、新規の資金提供に応じないで資金回収を図ることが合理的な行動となる。それゆえ、ABCP市場やレポ市場において取り付け（run）的な状況が発生することになった⁶。

サブプライム・ローンの損失自体は、決して少額とはいえないとしても、マネージ可能な額に他ならない。しかし、その損失がどのように分布しているのかについて、投資家の側に確認する術がない（MMMFの資産運用担当者は、サブプライム・ローンの借り手の顔を見ただこともない）ので、一般的に証券化商品が忌避されるようになった。これは、かつてアカロフが指摘した「レモン問題」⁷と本質的に同じ事態の発生だといえる。

危機前のレポ市場におけるCDOの担保掛け目は97~8%であったので、投資額の3%程度の自己資金を用意すれば投資ができた（その際のレバレッジは30倍以上になる）。しかし、危機後は証券化商品の担保掛け目は押し並べて40~60%に低下する。すなわち、投資額の半額前後の自己資金を用意しなければ、投資を継続できないことになった。ほとんどのSIVは、それだけの自己資金を用意できないので、資金繰りのために保有している証券化商品を投げ売りするしかなくなり、証券化商品の価格が崩落する。

ついには、スポンサー（親）である大手金融機関がSIVを抱え込むことで事態を收拾するしかなくなり、大手金融機関自身の資金繰りや自己資本不足という問題に進展することになった。こうして、サブプライム・ローン問題は全般的な信用市場の危機にまで拡大していくことになる。もっとも、このステージでは、不安に駆られた投資家が資金を引き揚げ、市場が干上がったような状態になって機能停止してしまったので、投げ売り価格（fire sale price）でなければ取引ができないという「流動性危機」という色彩が強かった。

しかし、次第に金融システムの機能不全と実体経済の悪化が相互に増幅しあうようなネガティブ・フィードバック（Financial Decelerator）の作動が懸念されるような事態に至ることになる。すなわち、リーマン・ショック以降、米連邦政府債に関わる部分以外の資本市場取引が機能停止する。資本市場チャンネルがダウンしても、幸いなことに米国は複線型の金融システムをもっており、もう1つ銀行チャンネルが存在する。そして、銀行貸出は現に増加しているが、1つのチャンネルで2つ分を全面的な肩代わりすることは無理であり、本来銀行チャンネルを通じてしか資金を調達できないような層に対するものを中心に、信用収縮（Credit Crunch）の発生が避けられなくなってきている。

こうした結果、実体経済の悪化が本格的に進行すれば、金融機関の保有する資産の不良債権化が進み、当該金融機関の債務超過が生じかねなくなる。すると、事態は「流動性危機」から「支払い能力の危機（solvency crisis）」の段階に突入することになる。こうした事態

⁶ G. B. Gorton, “The Subprime Panic,” NBER Working Paper #14398, Oct. 2008.

⁷ G. Akerlof, “The Market for ‘Lemons,’” Quarterly Journal of Economics, August 1970.

に至ることを回避すべく、米国政府はマクロ経済政策を総動員した対策を講じつつあるが、必ずしも楽観を許す状況ではない（補論を参照のこと）。

4. 市場型間接金融をめぐる規制監督上の論点

金融規制監督の面で、今回最も問題なのは、新たに出現していた重層的な市場型間接金融の連鎖がほとんど規制の範囲外に置かれていたことである。何らかの規制をかける必要性は指摘されてきていたにもかかわらず、規制強化の動きは阻止されてきたとともに、不適切な規制緩和がむしろ実施されてきた。

例えば、ブラインダーの指摘によれば⁸、1994年に米商品先物取引委員会（CFTC）がOTCデリバティブに対する規制を提案していたけれども、米財務省、FRB、米証券取引委員会（SEC）が反対し、実現しなかった。また、2004年には、SECが証券会社に対する自己資本比率規制を緩和し、高レバレッジを許容した。さらに、2004-07年の頃には、サブプライム・ローンが急増するとともに、融資基準は劣悪なものとなり、不透明な取引も横行していたことが明白だったのに、それらをどの規制監督当局も止めようとしなかった。

こうした規制監督上の無作為は、自由放任主義的な傾向のイデオロギーをもったブッシュ政権（一部は、クリントン政権）の下で、ウォール街が強力なロビーイング活動を展開することによってもたらされたものである。結果的に、最低限の健全経営規制さえかけてこなかったという米国の金融規制監督体制上の欠陥が、今回の金融・経済危機の直接の原因になったと言っても過言ではない。危機の発現後に、モルガンスタンレーやゴールドマンサックスが銀行持株会社化したのは、こうした欠陥に対する応急対策であり、銀行持株会社化に伴ってFRBの規制監督下に入ることになった【③】。

ただし、だからといって、単に何でもいから規制を強化すればよいという話にはならない。今後の規制監督体制の見直しや制度設計を考える際には、市場型間接金融が高度化するに伴って生じがちな問題点を正確に踏まえて検討を行うことが不可欠である。そうした問題点は、大きく言って2点ある。

市場型間接金融の1つの弱点は、エイジェンシー関係も重層化するというところにあり、そのために利益相反（Conflicts of Interest）が起りやすいという問題がある。したがって、市場型間接金融が適切に機能するかどうかは、このエイジェンシー問題のコントロールの正否にかかっている⁹。今回の金融・経済危機は、まさにこの問題のコントロールに失敗

⁸ A. Blinder, “Six Errors on the Path to the Financial Crisis,” http://www.nytimes.com/2009/01/25/business/economy/25view.html?_r=1&scp=1&sq=Blinder&st=cse

⁹ 「市場型間接金融においては、直接の市場参加者をプロに限定することで、制度整備の負荷を多少は軽減化することが期待されるものの、エイジェンシー関係が重層化するために、

したがゆえに起こったといえる面があることは、既に指摘した。

市場型間接金融のもう 1 つの弱点は、金融取引の連鎖が長くならざるを得ないために、最終的な資金調達者と最終的な資金運用者の間の距離も開くことから、それを支える市場インフラ、とくに格付会社に代表されるような情報面でのインフラが信用できなくなると、もうわけがわからなくなってしまうという問題が生じやすいところにある。こうした問題は、複雑性 (Complexity) の問題と呼ぶことができる。今回は、この複雑性の問題が既述のように深刻化し、市場の機能停止にまで至ってしまった。

換言すると、Conflicts と Complexity という 2 つの問題への手当、要するに(1)エイジェンシー問題のコントロールと(2)市場インフラ (とくに情報面のインフラ) の再構築が、今後の規制監督体制の見直しや制度設計を通じて達成されるべき目標だと考えられる。そして、(1)に関してはレバレッジ規制、報酬規制、(2)に関しては格付会社規制、会計基準といった点が具体的な論点になるということが出来る。また、開示規制は、(1)と(2)の両面にわたって意義のあるものだと考えられる。

レバレッジに上限を課す、換言すると一定率以上の自己資本比率を要求するような規制を預金取扱金融機関 (銀行) のみならず、すべての信用供与を行っている金融機関に課すという「健全な規制の拡大」は、既定路線であると言ってよい。ただし、その際にそうした規制がもつとされる景気循環の増幅効果 (pro-cyclicality) をどう緩和するかは重要な検討課題である。2008 年 11 月 15 日に開催された初回の G20 の「行動計画」の中でも、09 年 3 月 31 日までに実施する当面の措置の 1 つとして、「景気循環の増幅効果を緩和するための提言をとりまとめる。右は、価格評価とレバレッジ、銀行の自己資本、役員報酬、引当金に関する慣行が景気循環のトレンドをいかに増幅させ得るかについての検討を含む。」ことをあげている¹⁰。

また、同「行動計画」は、当面の措置として、報酬規制に関しては「金融機関は、安定を促進するための内部的なインセンティブを持つとともに、報酬体系が過度に短期的な利益追求またはリスク・テイクに報いるようなものにならないよう、自主努力又は規制措置を通じて、必要な措置がとられる必要がある。」とし、格付会社規制に関しては「規制当局は、信用格付会社が、証券監督当局の国際機構の最も高い規範を満たすこと、また、信用格付会社が利益相反を避け、投資家および発行体への開示を強化し、複雑な金融商品に格付を区分することを確保するための措置をとる。これは、信用格付会社が、偏りのない情報及び分析を市場に提供するという重要な役割を果たせるよう、適切なインセンティブと適切な監督を得られることを確保することに資する。」と述べている。

とくにエイジェンシー問題が深刻化するリスクがある。したがって、市場型間接金融を発展させる条件として、このリスクを抑制する仕組みを用意することがきわめて肝要になる。」(池尾和人・財務省財務総合政策研究所編前掲書、p.25)

¹⁰ G20 の「宣言」の訳文については、外務省のホームページの仮訳によっている。

同「行動計画」は、これら以外にも、会計基準や開示規制に関しても言及しており、今後の規制監督体制の見直しと制度設計に関わる基本的な論点を包括的に取り上げることに成功していると評価できる。それゆえ、第2回のG20での討議等を通じて、それぞれの論点の内容が実務的に詰められ、全体として望ましい規制監督体制の見直しと制度設計が早急に実現することを期待したい。

おわりに

本レポートでは、今後の規制監督体制のあり方を考える際の基本的な視点を提示したけれども、現状は「危機の再来を防止するために、金融市場と規制枠組みを強化する改革」を検討するに先立って、「いまここにある危機をいかにして収束させるか」に注力せざるを得ないものであるといえる。超短期（overnight）の取引を除いて、実質的に機能を停止している米国の信用市場を再起動するためには、どのような方策が有効なのであろうか。この点に簡単に言及して、本レポートの結びに代えることにしたい。

取引に積極的に応じようとしていないのは、必ずしも資本基盤の脆弱な金融機関のみではなく、相対的に資本基盤のしっかりとしている金融機関も同様である。資本基盤の強固な金融機関が信用供与に積極的でないのは、もちろん相手先の信用度に懸念をもっているからという事情もあるだろうが、近い将来のセリング・クライマックスという機会に備えて、流動性を留保しておく方が有利だと判断しているからだと推察される。

市場が機能停止している中で、サブプライム関連の証券化商品をはじめとした多くの金融商品が金融機関によって抱え込まれた状態にある。しかし、すべての金融機関が長期にわたって金融商品の保有を継続するだけの体力があるとはみられておらず、破綻に至る先が出る可能性がある。破綻した（あるいは、破綻しそう）金融機関は、否応なしに保有している金融商品を投げ売りせざるを得ない。そうした投げ売りの発生によって、さらに価格の下落が生じれば、そのことによってさらに破綻に追い込まれる金融機関が出現し、連鎖的な投げ売りで一気に価格が暴落するような状況を迎えることになる。

こうしたセリング・クライマックス的状况は、健全な金融機関にとっては、絶好の買い場を提供するものであり、きわめて有利な機会（opportunity）にほかならない。こうした機会の出現が予想されているときに、貸出を行うなどのかたちで資金を固定化してしまうことは（将来の機会を逃すことになるという意味で）不利だと考えられる¹¹。要するに、金融機関（あるいは、投資家）が流動性を留保しようという行動をもつばらとっているのは、将来の不安に備えてであると同時に、将来の機会に備えてであると考えられる。

そうであれば、信用市場の再起動のためには、セリング・クライマックスを直ぐに到来さ

¹¹ Diamond and Rajan の前掲論文を参照。

せてしまうか、その出現の可能性を除去してしまうしかない。前者は、かなりのハードランディング路線だといえる。後者の対策としては、政府が一定の価格で金融商品を買取することを約束し、価格の下限保証をするか¹²、すべてのシステムテックな影響をもつ規模の大きな、かつ脆弱な状態にある（銀行以外のヘッジファンドなども含む）金融機関に資本注入して、投げ売りの必要をなくしてしまうか¹³、があり得る。

以上。

補論. 米国政府のマクロ経済政策的対応

既述のように、金融システムの機能不全と実体経済の悪化が相互に増幅しあうようなネガティブ・フィードバック（Financial Decelerator）の本格的な作動を阻止すべく、米国政府はマクロ経済政策を総動員している。まず、金融政策の面では、FRB は、準備預金に付利を行う（2008 年 10 月成立の「緊急経済安定化法 EESA」で可能になる）体制を整えた後、次々に下記のような新しい金融政策手段を導入している。

1. Term Auction Facility (Dec. 12, 2007)
2. Term Securities Lending Facility (Mar. 11, 2008)
3. Primary Dealer Credit Facility (Mar. 17, 2008)
4. Commercial Paper Funding Facility (Oct. 7, 2008)
5. ABCP MMMF Liquidity Facility (Oct. 30, 2008)
6. Money Market Investor Funding Facility (Oct. 30, 2008)
7. Term Asset-Backed Securities Loan Facility (Nov. 25, 2008)

このうち 1.と 2.は、商業銀行向けのものであるが、3.は、ベアー・スターンズの破綻直後に導入されたものであり、大手投資銀行に対しても連銀の「最後の貸し手」としての窓口を開くものである。さらに、4.以降は、事業会社の資金繰りを支援したり、FRB 自身が実質的にリスク資産の購入に踏み込むような効果をもつものである。

現在、FRB の政策金利は実質的にゼロまで下げられており、通常の意味での追加的な金融緩和の余地はなくなっている。そうした状況でなお一層の金融緩和効果を求める行動は、非伝統的（unconventional）な金融政策と呼ばれている。非伝統的な金融政策としては、

¹² 当初の TARP（Troubled Asset Relief Program）の方針。

¹³ 2月10日にガイトナー米財務長官が発表した金融安定化策の一環として、米金融監督当局は2月25日から米大手銀行19行を対象にストレステスト（健全性審査）を開始している（4月末までの完了の予定）。この結果、資本不足が判明した先には資本注入が行われる見込みになっている。

主として(1)量的緩和、(2)リスク資産の買い入れ、(3)極端なインフレ目標が考えられるが、FRBは既にそのうちの(1)と(2)を実施しているといえる。

ただし、日本の経験から量的緩和はほとんど効果がない (Japanese experience suggests little if any effect) と FRB は判断しており、(2)に重点があり、(1)はその結果に過ぎない (credit-based easing) とされている。すなわち、現在リスク・プレミアムが拡大していることから、ベースの安全資産金利がゼロでも民間の調達金利は高止まりしている。そこで、リスク・プレミアムの縮小を直接の狙いとしてリスク資産を購入している。

狙い通りにリスク・プレミアムが縮まれば、民間の企業とか家計の実際の調達コストは下がるので、追加的な緩和効果があることになる。ただし、きわめて実験的な政策であり、どのような効果をもたらすかについては予断を許さない。なお、(3)が実施される兆しはない。そうした政策の有効性については、かつての日本におけるインフレ目標政策論争の火付け役とみられていた Krugman も明示的に撤回している¹⁴。

他方、今回の金融・経済危機が勃発する2年前までは、景気対策として裁量的な財政政策を用いることに関しては、大方の経済学者が全く否定的であった (財政の資源配分機能は経済成長との関連でもきわめて重要だが、裁量的な財政出動は、この面での機能劣化につながりがち)。しかるに、財政刺激策の採用に対する関心の復活がみられ、実際に総額 7,870 億ドルに及ぶ景気対策法が2月17日に成立している。

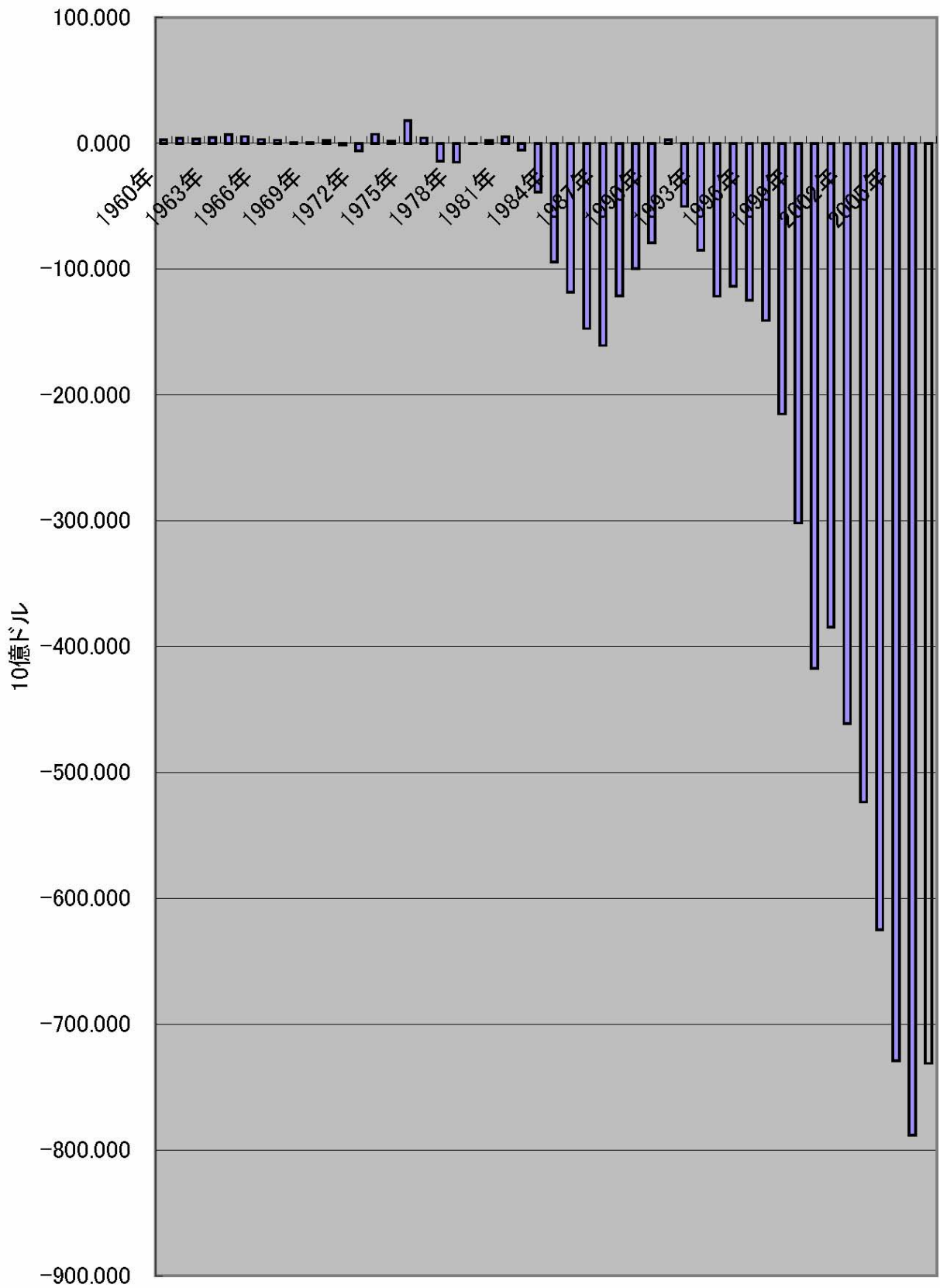
ただし、財政刺激が必要だという理由は、(1)今回の景気後退は従来にない大規模なものであることと、(2)金融政策の追加的な有効性が乏しいとみられることでしかない。逆にいうと、裁量的な財政政策が景気対策として有効であるという新たな証拠が得られたわけではない。実際、2008年春に実施された財政刺激も、所期の効果を上げなかったといえる。

こうした点はオバマ政権も認識しており、財政刺激は、消費ではなく、米国経済の潜在成長率を高めるための投資を意図するものであり、その重点分野は、i)健康 (healthcare)、ii) エネルギー、iii)教育、iv)インフラストラクチャであるとしてきた。しかし、実際に成立した景気対策法の内容がそうした趣旨のものであるかについては、大いに疑問の余地があり、伝統的な民主党のばらまきの支出で景気刺激効果は乏しいとの批判も根強い。

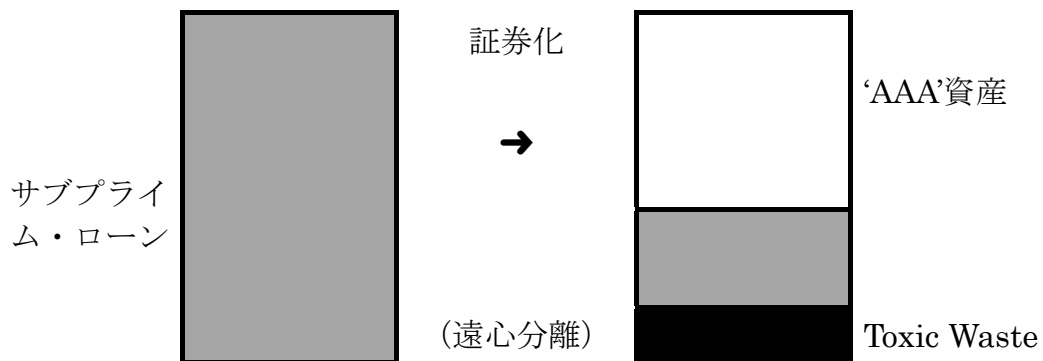
以上。

¹⁴ <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/11/15/macro-policy-in-a-liquidity-trap-wonkish/>

図表1: 米国の経常収支

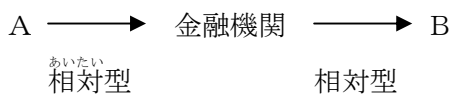


図表 2 : 証券化による切り分け

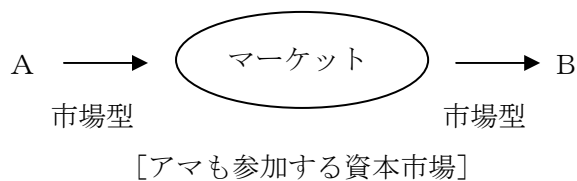


図表 3 : 金融仲介の概念図

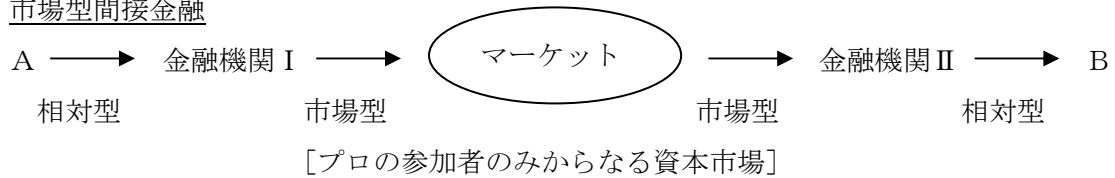
伝統的な間接金融



直接金融



市場型間接金融



(矢印は、金融手段の流れ)

金融・経済危機と今後の規制監督体制

2009年3月発行

発行者 東京財団

〒107-0052 東京都港区赤坂 1-2-2 日本財団ビル 3F

Tel 03-6229-5504 (広報代表) Fax 03-6229-5508

E-mail info@tkfd.or.jp URL <http://www.tkfd.or.jp>

無断転載、複製および転載を禁止します。引用の際は本書が出典であることを必ず明記してください。

東京財団は、日本財団および競艇業界の総意のもと、公益性の高い活動を行う財団として、競艇事業の収益金から出捐を得て設立され、活動を行っています。

東京財団

〒107-0052 東京都港区赤坂 1-2-2 日本財団ビル 3 階

tel. 03-6229-5504 fax. 03-6229-5508

E-mail info@tkfd.or.jp URL <http://www.tkfd.or.jp/>