

市場の失敗と政府の失敗：サブプライム
ローン危機の背景

WATABE, Ryo / 渡部, 亮

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / 経済志林

(巻 / Volume)

77

(号 / Number)

3

(開始ページ / Start Page)

25

(終了ページ / End Page)

57

(発行年 / Year)

2010-03-15

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00005948>

市場の失敗と政府の失敗

ーサブプライムローン危機の背景ー

渡 部 亮

第1章. 歴史に学ぶ市場の失敗

第3章. 政府の失敗

第2章. ポストモダンの市場の失敗

第4章. ジレンマとその対応策

サブプライムローン問題をきっかけに始まった今回の国際金融危機には、市場の失敗という側面と政府の失敗という側面の両面があった。これは、1930年代の大不況の原因に関して、それを市場の失敗に帰するJ.M.ケインズ的な見方と政策の失敗に帰するM.フリードマン的な見方が存在したのと似ている。また市場の失敗の中には、過去の金融危機で何回も経験したような古い種類の失敗と、今回初めて経験する新種の失敗の双方があった。政府の失敗にも、金融政策の失敗という側面と、広義政治家（規制監督行政の担当者、議会議員、ロビイストなど）の失敗という側面の双方があった。

そこで本論では、第1章で、市場の失敗のうち歴史上何度も経験したことがあり、ケインズを始めとする経済学者がすでに指摘していた事態を「歴史に学ぶ市場の失敗」と題して論じ、次いで第2章で今回初体験の事態を「ポストモダンの市場の失敗」と題して論じる。そして第3章で「政府の失敗」を、主として金融業界と政界の癒着といった観点から米国と英国に分

けて論じ、最後の第4章で「ジレンマとその対応策」と題して若干の展望を試みる。

1. 歴史に学ぶ市場の失敗

(1) 金融市場の内在的不安定性

今回の金融危機の実態を分析すると、その大半は過去にすでに経験済みのものであった。ということは、投資家など市場参加者が十分に注意すれば回避できたことを意味する。実際、たとえば米国の有力投資家W.パフェットは、パークシャーハザウェー社の02年版年次報告書の中で、金融派生商品（デリバティブズ）を「金融版大量破壊兵器」と評して、その危険性を指摘したし、国際決済銀行（BIS）の07年版年次報告書（07年6月24日発表）の第8章（Conclusion）も、米国経済の過剰債務問題や国際収支の不均衡問題に関して警鐘を発していた。

市場経済システムには、金融市場の不安定性というアキレス腱が存在することが古くから知られていた。また極度の楽観や悲観によって引き起こされる異常な相場形成も、株式や不動産などが取引される投資資産市場に特有な現象として古来指摘されてきた。投資資産は将来収益にたいする請求権だが、その将来収益を完全に予想することができない。そのため将来収益に関する熱狂的期待が瞬時のうちに絶望に転じることもある。こうしたことは、J.M.ケインズが景気循環に関して論じた『雇用・利子および貨幣の一般理論』の第22章で指摘していた。ケインズによれば「過度に楽観的な、思惑買いの進んだ市場において幻滅が起こる場合、それが急激なしかも破局的な勢いで起こることは、組織化された投資市場（投資資産市場）の特質である。そこでは、買い手（投資家）は自分の買っているものについてまったく無知であるし、投機家は資本資産（投資資産）の将来収益の合理的な推定よりもむしろ市場人気の次の変化を予想することに夢中にな

っている。」¹⁾。こうした投資家と投機家によって構成される投資資産市場では、熱狂が一瞬にして絶望へと急変する。たしかに投資資産市場では、投資資産の本質的価値よりも市場参加者の予想を予想することが重要である。というのは、投資資産の価値の源泉は、私的な使用価値よりも、皆が共通して評価する交換価値だからである。

(2) 流動性リスク

今回の危機では流動性リスクが大きな問題となったが、これも古来指摘されてきた問題である。一般に金融市場でリスクというときには、一次的风险として信用リスク、価格変動リスク、操業リスクの三種類があり、それに加えて、二次的リスクとしての流動性リスクがある²⁾。流動性リスクが二次的リスクとされるのは、一次的风险によって誘発されるからであり、一次的风险を低めることができれば流動性リスクの回避にもつながる。たとえば信用リスクが低下すれば、資金調達の可能性が高まる。なお操業リスクとは、コンピューターのシステム障害や経営者が事業内容を十分に把握していないために発生する経営破綻などを意味する。

J.R.ヒックスによると、流動性 (liquidity) ないし流動的 (liquid) という言葉を金融用語として最初に使ったのはJ.M.ケインズであった³⁾。ケインズは1930年に刊行された『貨幣論』の中で、銀行が保有する資産を流動性が高い順に、①為替手形およびコールローン、②証券投資、③融資の三種類に分類した。リターン(収益率)は、逆に①よりも②、②よりも③のほうが高い。ケインズは流動的 (liquid) であることを、①現金へ換金可能 (convertible into cash) であり、なおかつ②短い通告で損失を被ることな

1) 塩野谷祐一訳 [1983]『ケインズ全集』第7巻「雇用・利子および貨幣の一般理論」(東洋経済新報社) p.316。なお引用文中の()内の文言は、本論の用語を統一するために筆者が付けた注釈である。

2) Financial Service Agency [2007], *Review of the Liquidity Requirements for Banks and Building Societies DP07/07* を参照。

3) Hicks, J.R., [1989]による。

く譲渡可能であること (realizable at short notice without loss) と定義した。融資は非流動的だが、証券投資は多かれ少なかれ流動的 (more or less liquid) であり、流動性の程度には相当の幅がある。証券投資は、市場金利の変動や満期までの期間の長短によって資本損失の可能性が変わってくる。つまり、証券投資が流動的かどうかは、証券の質的性格や市場の状況によって変化するから、一概には断定できない。ケインズは、銀行資産の流動性を論じたが、現代では流動性の概念の中に資金調達の可能性 (funding liquidity) という負債側の要因も含まれる。

流動性には合成の誤謬という問題もある。皆が現金保蔵に走れば証券の流動性は低下するからである。ケインズは『雇用・利子および貨幣の一般理論』の第12章で「流動性崇拜」という言葉を使ってそのことを論じている。「すなわち「流動的な」有価証券の所有に資産を集中することが投資機関の積極的な美德であるとみなす教義ほど反社会的なものはない。それは、社会全体にとっては投資の流動性といったようなものは存在しないということをおぼえている」⁴⁾と指摘した。また流動性は、ある人の資産であると同時に別の人の負債でもある。サブプライム金融危機でも、当初は豊富な流動性 (資金調達の可能性) と思われていたものが、後になって実は単なる負債の塊に過ぎないことが判明した。

(3) 過剰債務問題

今回の金融危機では、低金利の借入資金を利用した負債性資金調達の行き過ぎも問題となった。多額の負債を利用した (レバレッジを利かした) 証券投資や不動産投資は、80年代の日本のバブル期を含めて、過去に何回も経験したことである。金融経済史家のC.P.キンドルバーガーは『大不況下の世界1929～1939』において「不安定な信用の仕組み」という言葉を使って、1929年のニューヨーク株式市場におけるバブル形成とクラッシュの

4) 塩野谷祐一訳 [1983] 『ケインズ全集』第7巻「雇用・利子および貨幣の一般理論」p.153。

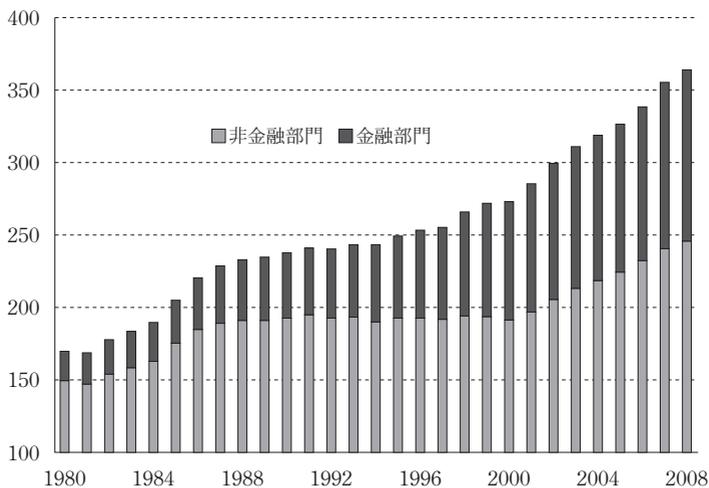
メカニズムを説明した。「株式市場が引き起こす危険性は株価や出来高の水準にあるのではなく、その水準を支える不安定な信用の仕組みと、その水準がアメリカと世界全体の信用に及ぼす圧力にあったのである。」⁵⁾。別な言い方をすれば、バブルの特質は、株価や出来高の異常さにあるのではなく、信用構造の異常さにある。多額の負債を利用した証券投資や不動産投資は、まさにキンドルバーガーがいう「不安定な信用の仕組み」である。

バブルが形成されるときには、かならずといってよいほどその背後で負債性資金の供給者（貸し手）が現れて、投資家の異常な資金調達ニーズを満たす。資金供給者は多くの場合銀行だが、そこにヘッジファンドやプライベートエクイティ（PE）ファンドのような投資ファンドが現れて、少額の自己資本のうえに銀行からの借入れ（低金利の負債性資金）を積み上げ、大きなリスクを伴う資産投資を行う。リスクが大きい代わりに、成功すればリターンも大きいため、安定した状況では借入れの返済も楽にできる。しかし、少ない自己資本の上に多額の負債を積み上げて投資するから、経済環境が悪化したりして運用成果が低下すると、利払い負担が高じて、負債を活用しない場合に比べて損失も拡大する。

通常であれば、負債比率の上昇は財務リスク（債務不履行のリスク）の上昇を引き起こす。したがって負債性資金（他人資本）自体は低コストでも、自己資本コストが上昇するため総資本コスト（他人資本コストと自己資本コストの加重平均）が低下することはないと考えられる。しかし2000年代前半には「稀代の安定（great moderation）」といった状況のもと、自己資本コストが安定していたので総資本コストが低下した。そのため、投資ファンドだけでなく、株式会社組織の銀行までが投資ファンド同様に負債性資金の調達によって過大なリスクを追求した。図表1に示すように、米国経済全体の信用市場からの負債性資金調達（信用市場調達）は、90年

5) 石崎昭彦・木村一朗訳（改訂増補版）[2009]『大不況下の世界1929～1939』（岩波書店）p.104。

図表1 米国の信用市場調達額（対GDP比：％）



出所：FRB Flow of Funds Accounts を使って作成

代中ごろのGDP比2.5倍相当額が08年末にはGDP比4倍近い規模に膨れ上がった。しかも90年代後半以降の信用市場調達の増加は、銀行など金融部門の調達急増にもよっていた。実際、金融部門の信用市場調達額は、2000年末の8兆ドルが08年末には17兆ドルに急増した。なお信用市場調達とは、株式、投資信託、預金、保険、年金を除く負債形態での調達である。

銀行が負債性資金を積極的に利用したのは、有限責任の株主が銀行経営者に大きなリスクをとることを奨励したためでもあるが、その株主の中には、ストックオプションを行使して株主になった銀行経営者自身が含まれていた。特に預金取扱業務を併営する銀行は、セーフティーネット（預金保険や最後の貸し手としての中央銀行の存在）によって保護されていたため、株主だけでなく債権者も大きなリスクを許容した。しかし、ひとたび相場環境が急変し運用成績が悪化すると負債返済に支障をきたし、負債性資金の借り手は連鎖的に破綻した。破綻しないまでも負債返済のために巻き戻し（キャリートレードの解消）が起きたから、流動性の払底という形

で金融市場の急変を引き起こした。

過大な負債を取り入れた投資が激しい景気循環の原因となることは、H. ミンスキーが指摘した点でもあった。断絶的革新（displacement）がもたらすブームは、それが臨界点（頂点）を超えると、投資資産からの不確実な収入と確実な負債返済との間でアンバランスを生み、返済資金の奪い合いが始まって流動性の瞬間蒸発を引き起こす。今回の臨界点（ミンスキー・モーメント）は07年8月に、フランスのBNPパリバ銀行傘下の3つの投資ファンドが、米国の証券化商品市場における流動性の完全蒸発を理由に投資家への償還を停止したときに起きた。同様なことは、I. フィッシャーも1933年に『エコノメトリカ』誌創刊号に載せた債務不況（デット・デフレーション）に関する有名な論文の中で指摘していた⁶⁾。すなわち、ひとたび不況に陥ると物価下落の速度が債務削減の速度を上回るため、名目上の負債金額は減少しても、実質的な債務負担が急激に肥大化する。フィッシャーは、過剰投資も過剰投機も借入資金を利用しなければ重大な結果をもたらさなかったであろうと指摘した。サブプライムローンを利用した家計の住宅購入は、住宅価格の上昇を当て込みレバレッジ比率（総資産÷自己資本）を無限大近くまで高めた資産投機であった。

（4）国際資金循環の破綻

過剰債務問題には、国際的な広がりもあった。71年ニクソン・ショック、87年ブラックマンデー、2000年ネットバブル崩壊、そして今回のサブプライムローン危機と、国際金融危機の多くは米国発であった。フリー、フェア、グローバルな米国市場でなぜ危機が多発したかという点、最大の理由は、米国が巨大な債務国であり常に債務返済圧力を受けているからである。もうひとつの理由としては、米国特有のシステム思考とメイク・マネー（金を創る）という商業主義のカルチャーが考えられる。実際、米国が債権国

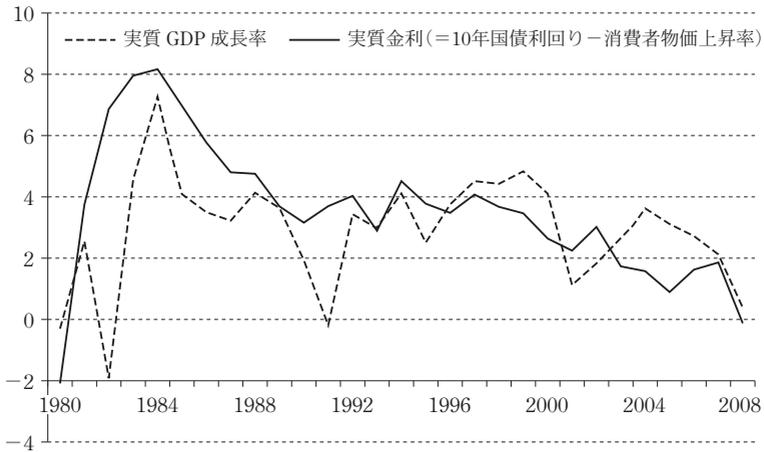
6) Fisher, I. [1933] 'The Debt-Deflation Theory of Great Depression', *Econometrica* Vol. 1.

であった1920年代末にもニューヨーク株式市場で大恐慌が起きたからである。ただしこの点に関しては、第2章2節で再び論じる。

対外債務負担の構図は1970年代から存在したわけだが、今回の場合には、特に新興国の債権者にたいする債務が肥大化していた。振り返ってみると、こうした対外債務の増加とその結末は、1997～98年に起きたアジア金融危機のしっぺ返しでもあった。アジア諸国はこの危機を教訓として国際収支を立て直し豊富な投資資金を蓄えた。しかしアジア諸国では金融市場が未発達だったため、投資資金の運用は米英の金融機関にアウトソースされた。その結果、新興国から米英へ巨額の資金が流入したが、特に新興国の政府系ファンド（SWF）は低リスク資産（米英の国債や優良株など）を選好したため債券価格や株価が上昇した。その結果、連邦準備制度理事会（FRB）が03年ころから金融を引き締め、短期金利が上昇したにもかかわらず、長期国債利回りが低下するという奇妙な現象が起きた。10年物国債の利回りは2000年の6%超の水準から03年には3%台にまで低下し、その分長期国債価格が上昇した。A.グリーンズパンFRB議長（当時）は、04年にこうした現象を「謎（conundrum）」と呼んだが、見方を変えれば、米国外からの資金流入によって金融引締政策の効果が減殺されただけのことであった。図表2は米国の実質GDP経済成長率と実質金利（＝10年物国債利回り－消費者物価上昇率）を比較したものだが、03年から05年にかけて「稀代の安定」といった状況のもと、実質GDP成長率が上昇したにもかかわらず、実質金利が低下するという乖離現象が発生した。

好況下の利回り低下という、この「謎」的現象は、米英の銀行や機関投資家、投資ファンドの投資行動に予期せぬ影響（クラウドアウト効果）を与えた。というのは、新興国からの資金流入によって国債価格が上昇し、証券投資の予想リターンが低下したため、米英の銀行や機関投資家、投資ファンドは、国債投資への資産配分比率を引き下げ、その代わりに代替的投資に活路を見出そうとしたからである。代替的投資の対象となったのは、債務担保証券（CDO）のような証券化商品や信用デリバティブズであり、

図表2 米国の実質GDP成長率と実質金利（単位：％）



出所：大統領経済報告統計編を使って作成

そのことが伝統的な預貸金市場の外縁に、規制監督当局の監視が及ばない「影の金融市場 (shadow banking)」を形成する背景ともなった⁷⁾。短絡的にいえば、新興国からの巨額の資金流入が金融部門の信用市場調達を増大させ、それが「影の金融市場」での資産取引を加速した。この点が、第2章で述べる今回の危機のあたらしい側面につながった。

2. ポストモダンの市場の失敗

(1) 「影の金融市場」での金融連環

今回の金融危機の直接の火元は、信用度の低い家計向け住宅抵当融資市場 (サブプライムローン市場) であった。しかし、危機の本質は家計部門

7) El-Erian, M.,[2008] を参照。

の債務危機ではなく、金融部門の債務危機であり、それも「影の金融市場」と呼ばれる、金融規制監督の行き届かない市場における債務危機であった。サブプライムローン自体の焦付きは限定的であり、80年代の南米債務危機のように、危機の当初段階から多額の銀行融資が貸倒れに陥るといったタイプの与信危機ではなかった。

米国の居住用住宅向け抵当ローン総額11兆ドル（08年末現在）のうち、サブプライムローン（所得証明などの書類が不備のAlt-Aローンを含む）の割合は20%以下であり、そのうち焦げ付いたのはさらにその20%以下、つまり総額11兆ドルの3～4%に相当する3000～4000億ドルにすぎなかった。これは米国非金融部門の信用市場から調達額33.6兆ドルの1%相当、金融部門を含む米国全体の信用市場調達総額52.5兆ドルの0.7%相当の金額にすぎなかった。しかし問題は、このサブプライムローン市場の小火が「影の金融市場」に飛び火したことである。この影の金融市場では、複数の金融機関どうしが相互に連環して複雑な証券化商品を組成販売したり、投資したりした。この点が今回の危機のあたらしい側面であった⁸⁾。

金融連環の構図は次のようなものであった。まずある銀行（A行）が住宅抵当ローンのオリジネーター（組成者）になる。A行は、従来であれば満期まで持ち続けたはずの住宅抵当ローンをバランスシートから切り離しB行に売却する。これを組成・分売（originate and distribute）という。B行は、この種の多数の融資債権をひとまとめに束ねて、証券化という特別目的を持つB行傘下の特別目的会社（SPC）に移転する。SPCは融資債権を裏付けにして不動産担保証券（MBS）ないし住宅抵当証券（RMBS）を発行する。不動産担保証券や住宅抵当証券だけでなく、ほかの種類も証券化し、それらを複雑に合成してパッケージ化した再証券化商品が

8) J.K. ガルブレイスは、これと同様な金融連環を「負債のピラミッド構造」と呼び、1929年の株式相場大暴落の過程で、証券会社ゴールドマンサックスが設立したゴールドマンサックス・トレーディング・コーポレーションの例をあげている。しかし今回の金融連環は当時よりもはるかに複雑であった。Galbraith, J.K., [1990] *A Short History of Financial Euphoria* (Whittle Direct Books) を参照。

CDOである。CDOには、プライベートエクイティ（PE）ファンド向けレバレッジド・ローン証券化したローン担保証券（CLO：collateralized loan obligation）なども組み入れられる。なおレバレッジド・ローンには、企業向けのサブプライムローンといった性格があり、財務制限条項（covenant）が緩いので“covenant-lite”と形容された。

次に第三の銀行（C行）が現れ、その傘下に導管（conduit）とかSIV（structured investment vehicle）とか呼ばれるオフバランスの投資実体を作り、その投資実体が資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を発行して短期資金を調達しCDOに投資する。自己資本比率規制を適用される銀行の場合、オフバランスのSIVを利用すると自己資本が節約できるため、SIVがヘッジファンド顔負けのキャリートレードを行うのである。次いで第四の銀行（D行）が、コマーシャルペーパーのディーラーとなってABCPを投資家に販売する。その投資家とは、第五の銀行（E行）傘下のアセットマネジメント会社が設定したマネーマーケット・ファンド（MMF）であったりする。またC行傘下のSIVは、単体としての信用力が乏しいため、ABCPの満期時に更新（ABCPの借換発行）が不可能になることも想定される。そうした場合に備えて第六の銀行（F行）がSIVに信用保証枠（バックアップ・クレジットライン）を提供する。

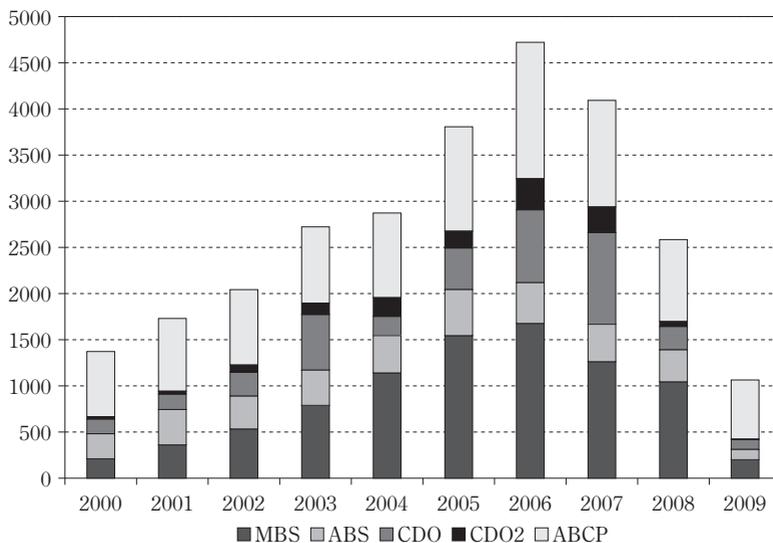
以上で一通りの役回りが決まるのだが、それとは別にA行のほうでも、C行と同様にその傘下にSIVを作り、同じようにABCPを発行して調達した短期資金を使ってCDOに投資する。そのABCPには、今度はB行が信用保証枠を提供する。こうした金融連環図では、A行からF行まで6つの銀行が関係するが、6行がそれぞれの役回りを変えることによって6の階乗（720通り）の組合せが可能になる。もちろん住宅抵当ローンのオリジネーターの中には、モーゲージバンクと呼ばれるノンバンクが含まれたし、SIVの中にも銀行系以外の独立系も存在した。またJPモルガンチェースのようにSIVにほとんど関与しなかった銀行もある（図表3参照）。ABCPの投資家の中にも、銀行とは無関係の独立系資産運用会社が設定したMMFが含まれ

図表3 SIVを運営した主要な金融機関

金融機関名	負債額	件数
シティグループ	890億ドル	7
ゴールドマンノット（独立系）	526億ドル	1
HSBCグループ	425億ドル	2
ドレスナー・クラインウォート	290億ドル	1
バンク・オブ・モントリール	223億ドル	1
スタンダード・チャータード	167億ドル	2
ヴェストドイツェLB	162億ドル	2
ロボバンク	140億ドル	1
セレスキャピタル（独立系）	130億ドル	1
アクソン・アセットマネジメント（独立系）	110億ドル	1

出所：08年10月2日付けフィナンシャルタイムズ紙

図表4 米国における証券化商品の発行額（単位：10億ドル）



出所：IMF Global Financial Stability Report 2009, Chart 2.3

る。しかし、全体像として捉えれば、これはまさに金融連環図であり、それが影の金融市場で行われたところに今回の危機のあたらしさがあった。なおABCPの発行残高はピーク時の07年7月には1.2兆ドルに達し、全コマーシャルペーパー（CP）の市場規模総額2.1兆ドルの57%を占めるに至った（図表4参照）。

複雑な金融連環が影の金融市場を舞台として行われ、銀行は開示精神を放棄し情報の非対称性を極限にまで利用した⁹⁾。こうした金融連環には、有限責任パートナーシップ組織の投資ファンド（投資事業有限責任組合）も加わったが、投資ファンドは、原投資家を特定少数の富裕層に限定することによって、1940年投資会社法の適用除外とされた。市場経済システムの健全な運営のためには、情報開示を前提とした取引参加者相互間の信頼が不可欠であるが、「影の金融市場」では信頼の基盤となる情報が不開示であった。このことは後述するネットワークの外部不経済性の原因ともなった。

（2）CDOやCDSの出現

今回の金融危機では、債務担保証券（CDO）のような証券化商品やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）のような信用デリバティブも横行した。フィナンシャルタイムズ紙の論説委員のG.テットによると、CDOとCDSは以下に述べるような経緯で、90年代にそれぞれ別々に開発された金融商品であった¹⁰⁾。まずCDOは、MBSやRMBSのような融資の証券化商品を多数組み入れた合成証券である。当初のMBSやRMBSは、米国の政府系住宅金融機関（後述の政府提供企業）が保証した適格ローンを証券化し

9) ケインズの研究者R.スキデルスキーによると、情報の非対称性の含意は取引相手の一方が情報上の優位を利用して他方を搾取することだが、現実には銀行のほうも複雑な取引内容を完全に理解していたわけではなく、市場参加者全員が不確実な金融取引に埋没していた。そうした意味では「システム的な無知」といった現象が発生していたという。Skidelsky, R.[2009]を参照。

10) Tett, G.[2009]。

たものが主流であったが、05年ころになると、リスクの高いサブプライムローン（非適格ローン）を証券化したMBSやRMBSが多数出回るようになり、CDOも利回りを高める必要性から、そうした証券を積極的に組み入れるようになった。さらにはCDOの中身をリスクが高い順に、ジュニア、メザニン、シニアにトランシェ化（スライス）し、利回りの高いジュニア部分だけを集めてCDOスクウェアといった再証券化商品も作られた。そこに金融保証専門保険会社（モノライン）による信用保証を付けて格付けを高める工夫がなされた。保証や格付けといった機能によって付加価値を高め、大量生産・大量販売したのである。ちなみにMBIAやAmbacなどのモノライン各社は、米国の州地方政府債の信用保証を専業とする地味な保険会社で、70年代に設立されたが、州地方政府債がめったに債務不履行に陥らないため、モノライン自身が高収益をあげ最上級格付けを得ていた。そのモノラインがCDOの信用保証を引き受けたのである。04年からはCDOの格付けが開始されたが、ゴールドマンサックスのCEO兼会長L.ブランクフェインによると、08年初現在で、AAA格の格付けを受けた通常の社債を発行している事業会社が高々12社にすぎなかったのにならして、AAA格の格付けを受けたCDOなどストラクチャー物は実に6.4万件も存在したという¹¹⁾。そして05年には、格付け大手Moody's社の年間収入の半分近くが、ストラクチャー物の格付けからの収入となっていた。

一方CDSは、JPモルガンのスワップチームが90年代前半に開発したものを、米国大手保険会社AIG（正確には英国現地法人のAIG Financial Products）のチームが引き継ぎ、2000年代に入ってからCDOの債務不履行リスクにたいする保険として大々的に販売した。つまり信用デリバティブズ（スワップ）としてのCDSと証券化商品としてのCDOが合体してユニークな商品を作り出したのである。AIGのチームには、90年代初めに破綻した米国投資銀行ドレスクセル・バーナムでジャンクボンド・ファンドを手

11) Blankfein, L.C., 'Do not destroy essential catalyst for risk', *Financial Times*, February 9, 2009

掛けたバンカーが移籍して含まれていた。ジャンクボンドは、債務不履行リスクが大きくBB格以下の低格付けだが、その分高利回りの債券である。そのジャンクボンドを多数組み入れたファンドがジャンクボンド・ファンドであった。ファンドに組み入れられた債券相互間の相関係数が低いことを前提としてジャンクボンド・ファンドは商品設計されたが、その手法がCDSに応用されたのである。90年代にJPモルガンが開発した当初のCDSは、個別の借り手の債務不履行リスクに一件ごと保険をかける手法であったが、AIGのチームは、その手法を多数のCDSを束ねる手法に応用し、それによってCDSの量産化を成し遂げた。AIGは保険会社として当然ながら、個別の債券発行体が債務不履行に陥った場合の保険金支払いリスクを認識していたであろう。しかしCDSの場合、生命保険などとは違って大数の法則が機能せず、多数の債務不履行が連鎖的に多発する可能性があった。AIGはそうした可能性を過小評価したのではないかと考えられる。証券市場(証券化商品市場)のリスクを、死亡確率や事故確率が既知の保険市場のリスクと取り違えたということができるかもしれない。

もともと米国人は複雑な経済活動を簡単な図式に変換し、その図式をもとにして利益を稼ぐのが得意である。債券格付けなどはその典型例であって、発行体ごとに個別で複雑な信用リスクをA, B, Cといったアルファベットの記号によって簡明に表記する。今回の金融危機でも、多種多様な借り手に対する融資債権を証券化し、それらをまとめて標準的で画一的なCDOに仕立て上げ、CDSをエクイティとするシンセティックCDOまで発行して、中身を十分に理解しない投資家に販売した。

たしかに最初に住宅抵当ローンを手掛けた銀行(オリジネーター)は、証券化によって信用リスクを多数の投資家の間に分散することができたが、市場全体にとっての流動性リスクは消滅しなかった。取引参加者は、「稀代の安定」という状況認識のもと、負債性資金の調達可能性という意味での流動性(funding liquidity)に依存し、潜在的な流動性リスクが蔓延していることに気がつかなかった。複雑な金融取引を単純な図式に変換した

結果が、金融商品の過剰投資による流動性危機であったともいえる。CDOやCDSが影の金融市場で盛んに取引され、それが最後には流動性リスクを顕在化させ、その流動性リスクが次に述べる取引相手リスクという形であらたな信用リスクを引き起こした。

(3) ネットワークの外部不経済性

今回の金融危機には、CDOやCDSのほかにも従来みられなかったあたらしい側面があった。それは、ネットワークの外部不経済性（予期せぬ副作用や悪影響が第三者に及ぶこと）という問題である。経済のネットワーク化によって地球の隅々までが連結するようになり、一見すると経済全体の動きがよく見渡せるようになった。それと同時に、複雑な取引が予期せぬ事故や問題を発生させた場合に、その影響がネットワークによって想像を絶する速度で拡散する可能性も生まれた。ところが、個々の業務や取引がますます複雑になり、「予期せぬ事故や問題」が発生しやすくなったという事実のほうは忘れられてしまった。実はそれを逆手にとり、複雑な内容の取引を表面上分かったような気分させたのがCDOなどの証券化商品であった。

イングランド銀行のA.G.ホルデイーン理事は、09年4月アムステルダムで行った講演の中で、今後の金融市場分析は細菌病理学などのネットワーク系学問の知見を参考にしなければならないといった趣旨から、金融危機の実態を概要次のように分析した¹²⁾。すなわち、ネットワーク経済への移行によって結節（ノード）としての各経済単位が無限連鎖し、想像を絶するスピードで情報が連鎖的に拡散するようになった。世間は狭くなり、長い跳躍によって近接した結節をショートカットし、ローカルな衝撃が遠隔地の結節に直接伝播するようになった。特にネットワークの中心に位置する結節（ハブ）に衝撃が及ぶと、末端の結節（スポーク）にまで瞬時のうち

12) Haldane, A.G., [2009] 'Rethinking the Financial Network', Speech delivered at the Financial Student Association, Amsterdamを参照。

に衝撃が伝播する。リーマンブラザーズとAIGの破綻は、金融危機の連鎖的波及が現実のものであることを示した。

08年9月のリーマンブラザーズ破綻は、ヘッジファンドなどが同社株式の空売り（株式ショート）とCDS購入（債券ショート）の組み合わせによって「弱気熊の侵入（Bear raid）」を仕掛けた結果であったが、そのリーマンブラザーズ破綻が引き金となってAIGも破綻した。そして中心的結節に位置するリーマンブラザーズやAIGのような巨大金融機関の破綻が、取引相手リスクといった形でシステムリスク（システム自体に内在し、なおかつシステム全体を揺るがすリスク）を高めた。両社の破綻は、ネットワーク経済化によってシステムリスクが起きやすくなったことを意味する。従来のシステムリスクは、預金の取付けやインターバンク市場における与信焦付きなど、決済機構に関与する預金取扱銀行に固有のものだと考えられていたが、預金を受け入れない投資銀行や保険会社もシステムリスクを引き起こすことが分かったのである。

あたらしいシステムリスクはMMF市場にも波及した。リーマンブラザーズが破綻した翌日の08年9月16日、MMFの老舗リザーブプライマリー・ファンドが、リーマンブラザーズ発行証券への投資が災いして純資産が激減し、MMF元本1ドルにたいして97セントしか償還できないと発表した。これをきっかけに翌17日には、個人投資家によるMMF解約請求が相次ぎ、流動性危機は大口市場から小口市場にも波及した。15日に始まる一週間のMMF解約総額は3000億ドルに達した（なおMMFの総資産残高3.4兆ドルのうち3分の1は個人投資家が保有していた）。MMF解約請求に伴いMMFが保有していたCPを売却したため、CP発行によって短期資金を調達していた一般企業が資金繰りに窮する事態となった。

MMFは、銀行預金の代替的貯蓄手段として、証券会社（投資銀行）が70年代以来営々として築き上げた戦略商品であった。MMFは短期（満期3ヵ月以内）のCPやTB（短期の財務省証券）、CD（譲渡可能預金証書）などに投資し、流動性と収益性の双方で預金と競い合っていた。それが預金保

險の対象ではないことから投資家の解約請求の波を受けた。こうしたMMFの解約請求にたいしては、財務省が為替安定基金から500億ドルの資金を用意してMMFの保証を行うと発表し、ひと先ず安定を取り戻したが、リーマンブラザーズの破綻は、一瞬のうちに短期金融市場に壊滅的な打撃を与えたのである。

3. 政府の失敗

市場の失敗は金融危機の兆候であり、危機の原因は政府の失敗のほうにあったということもできる。ここでいう「政府」には、財政金融政策を担当する善意の政策立案執行者と、特定の利権を擁護する広義政治家（レント稼ぎの行政担当者、議員、ロビイストなど）の二種類が含まれる。本論で問題とするのは、主として後者の意味での政府であるが、その前にまず前者（政策立案執行者）の失敗について述べる。

(1) 金融政策の失敗

第一の意味での政府の失敗は、第一に、FRBの金融政策が非対称的であったことである。すなわちFRBは、安定成長と低インフレに慢心し資産価格上昇を放置する一方、資産価格が急落すると緊急利下げや流動性供給で支援した。第二に、金融政策によって資産バブルを阻止することは無益だと判断した。そして第三に、グリーンSPANFRB前議長が典型的であったが、金融機関の内部規律とリスク管理能力を過信し、「市場は何でも知っている（market knows the best）」という金融版自由至上主義（financial libertarianism）に陥ったことである。

上記第一の点は、中央銀行にとってのジレンマを意味する。中央銀行には、物価安定（通貨価値維持）を基軸とする景気政策と金融システムの秩序維持というふたつの大きな使命がある。そして後者の秩序維持の中には、平生から銀行に健全経営を求めるといった事前的な意味での規制監督機能

と、「最後の貸し手」として流動性を供給したり緊急利下げしたりするといった事後的な意味での救済機能があると考えられる。しかし、今回の金融危機が起きるまで、米英の中央銀行は物価安定政策や事後的な救済策に軸足を置き、事前的な意味での規制監督の役割を後退させた。特に英国では、97年に労働党政権が登場したときに、銀行にたいする規制監督権限をイングランド銀行（BOE）から英国金融サービス機構（FSA）に移管し、BOEの責務を、財務省が設定したインフレ目標値の範囲内に物価上昇率を抑えるという物価安定政策一本に限定した。また米国では87年ブラックマンデー、98年LTCM危機、2000年ネットバブル崩壊時に、FRBが事後的な救済機能を発揮して金融システムの秩序維持に腐心したが、危機克服のための流動性供給や超低金利政策が資産バブルの種を蒔くといった問題が発生した。

事前的な規制監督機能と事後的な救済機能は、理屈の上ではリンクしていると考えられる。すなわち、最後の貸し手として登場したり緊急利下げをしたりしなくても済むように、平生から銀行経営の健全性をチェックしなくてはならない。別の言い方をすれば、最後の貸し手としての役割を持つ以上、借り手銀行（潜在的であるにせよ借り手となる可能性がある銀行）の健全性を平生からチェックするのが道理である。中央銀行は、日常から民間銀行との間で取引関係があるから、規制監督当局の中では、情報収集面で優位な立場にあると考えられる。だからこそ、いわゆるプルーデシヤル・スーパービジョン（健全性監督）の責任を負っているわけだが、金融危機が頻発するようになった結果、事前的な健全性監督よりも事後的な救済による秩序維持という役割が目立つようになった。今回の金融危機も、健全性監督の備えが欠如していたことを示すものであった。

こうした備えの欠如は、証券化商品市場の拡大といった金融構造の変化によって増幅された。米英の中央銀行が、金融革新によって生まれたあらたな信用仲介ルート（たとえばCDOのような証券化商品）とその流動性リスクを見逃したことである。換言すれば、通貨量（銀行の負債）と信用量

(銀行の資産)が乖離したにもかかわらず、旧来同様に通貨面だけに焦点をあてた金融政策に終始した。このことは金融システム全体に潜む流動性リスクの管理不備を招いた。旧来の銀行業務の利益源泉は、預金を受け入れ貸出しにまわすという意味での満期変換(短期借り長期貸し)であり、銀行は常に流動性リスクを抱えてきた。その銀行にとって流動性リスクのバッファーとなっていたのは、①すべての預金者が一斉に預金を引き出すことはないという大数の法則、②預金準備資産の保有、③最後の貸し手としての中央銀行の存在である¹³⁾。このうち最後の貸し手機能の濫用を防止するためには、事前的な意味での健全性監督が必要だが、規制監督当局は、旧来の預金・貸出以外にあたらしい信用仲介ルートが発生し、それに伴って流動性リスクも増大したにもかかわらず、この基本的使命を忘れていたようにもみえる。

(2) 規制監督当局の役割放棄

市場の機能不全を防止したり、市場の失敗を修復したりするのは政府当局の役割であるが、そうした役割を放棄したという意味で、今回の金融危機は政府の失敗でもあった。これは、主要国の規制監督当局(レギュレーター)が規制緩和を相互に競い合う市場間競争に陥ってしまったことを意味する。すなわち、市場秩序の維持や情報開示の徹底を図るべき米国証券取引委員会(SEC)や英国金融サービス機構(FSA)が、自国の金融市場の振興役(プロモーター)になった。規制監督当局は、金融業者による制度裁定の脅しに屈し政府自身の役割を放棄したともいえる。

AIG傘下でCDSを大々的に扱った英国法人AIG Financial Productsも、米英の規制監督の隙間で活動していた。もともと保険会社AIG本体は米国の州保険監督当局の管轄下であり、銀行や証券を規制監督する連邦政府当局の管轄権外にあった。またAIG Financial Productsに関しては、米国では貯

13) Hicks, J.R., [1989]による。

蓄金融機関監督局（OTS）が管轄権を持っていたが、OTSの規制監督当局としての当事者能力は限定的であった。英国の金融市場（シティ）でデリバティブズや証券化商品が盛んに取引されたことも、英国法人であるAIG Financial Productsにとっては追い風であった。英国当局が標榜した「軽いタッチの規制」のもとで、結果的には「レモン（不良品）」が放置されてしまったことになる。

英米の市場経済システムでは、法律によって市場ルールを定めるより、取引参加者の自主ルールや慣行を踏襲する形のデファクトスタンダードが多い。たとえば米国では、民間の格付会社による社債格付けや公認会計士が定めたGAAPと呼ばれる企業会計原則を、SECなどの規制監督当局が公的ルールとして採用してきた。金融業が国際化する中で、金融業者が資金力で政府や議会を動かし規制緩和を促進したため、ますます緩い形の自主ルールや慣行を当局が追認する傾向が顕著になった。政府、民間企業、市民社会の間に一定の距離関係が存在すると考えられていた英米でも、民間の金融業界と政府との間に癒着関係が生じていた。これは第二種の政府の失敗、すなわち利権擁護によるレント稼ぎが発生していたことを意味する。

もともと英国のマーチャントバンクや米国の投資銀行は、政界と民間経済界のコネクターの役割をはたしてきた。古くは、アヘン戦争時代（1840年代）の政商ジャーディン・マセソン、米国鉄道建設ラッシュ時代（19世紀後半）には「泥棒男爵」とも呼ばれたJ.クック、J.グールド、J.フィスクなどが暗躍した。第二次世界大戦後にはフォード・モーターの新規株公開（1956）を成功させたゴールドマンサックス中興の祖S.ワインバーグなどが有名だが、近年になると投資銀行家が裏方から政治の表舞台に登場した。米国財務長官を務めたW.サイモン、D.リーガン、N.ブレイディ、R.ルービン、P.ポールソンなどは大手投資銀行の経営者であった。特にレーガン政権一期目（1981～84年）のリーガン財務長官は、経済自由主義の気運が盛り上がる中で金融規制緩和を強力に推進した。リーガン長官の影響力は「日米円ドル会議」といった形で日本の金融市場開放にまで及んだ。英

国でも、P.マイナス（金融サービス担当大臣）、D.ウォーカー（コーポレートガバナンスに関する政府諮問委員会委員長）が金融業界出身の有力者として知られている。

英米では権力の腐敗を称して「魚は頭から腐る」というが、両国で起きたことは第一に、金融業者が資金力を駆使して規制緩和を推進し「大き過ぎて潰せない」巨大金融機関を作ったことであり、第二に、そうした金融業者がロシアの寡頭制やアジアの縁故資本主義と類似の体制を築き、最後には金融危機勃発によって「勝者の呪い」を受けたということである。

（3）米国連邦議会と金融界の癒着

第二種の政府の失敗は、住宅金融など一連の金融制度改革において顕著であった。米国の住宅政策は、欧州諸国のように低家賃の公営住宅を政府が提供するのではなく、個人の持ち家促進に力点を置いてきた。資本主義に未来を与えるという目的で、持ち家民主主義（property ownership democracy）といった政治スローガンが1930年代に提唱された。そして持ち家促進の方策として、住宅抵当ローン借入に伴う支払利子の所得控除（損金扱い）と、連邦住宅局（FHA）による住宅抵当ローンの保証というふたつの制度が古くから実施されてきた。またファニメイ（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。ファニメイは1933年に設立され1968年に民営化されたが、一社だけでは独占の弊害を引き起こすという理由から、同年にフレディマックが民間企業として設立された。両社とも、通常の株式会社とは異なり、州の会社法ではなく特別の連邦法に準拠して設立された政府提供企業（government-sponsored enterprises）であり、株主は民間人であるが、発行する債券には実質的な政府保証が付いた。潰れない政府提供企業だから負債比率が50倍を超え、投融資面で過大なプレゼンスを築いた。両社ともその独占的地位を保持するために議会にたいして活発なロビー活動を行っ

た。

77年には地域再投資法（Community Reinvestment Act）が制定（92年に改正）されて、再開発地域の低所得者向け融資が奨励されたが、ファニメイとフレディマックは、両社の証券化業務が地域再投資法の趣旨に沿うものであることを誇示した。また従来は銀行の州際支店業務がマクファーデン法（1927年制定）によって禁止されていたが、それが94年に解禁された。その際に、新規支店開設の条件としてこの地域再投資法が援用され、地域住民向け住宅抵当ローン貸出が奨励された。2000年代には持ち家比率が70%近くにまで上昇し、ブッシュ前大統領も、持ち家比率の上昇をみずからの経済政策の手柄として宣伝した。

米国には、古くから組合組織の住宅金融機関である住宅貸付組合（S&L）や相互貯蓄銀行が、また英国にもビルディングソサイエティーと呼ばれる組合組織の住宅金融機関が存在した。それが80年代以降、軒並み普通銀行に転換したが、成長分野の消費者金融をメガバンクに占有されたため、これらの旧住宅系金融機関は、もともと得意としていた個人向けの住宅抵当ローンや地元の商業用不動産担保ローンに活路を見出さざるを得なかった。しかしこの分野でも、モーゲージバンクと呼ばれるノンバンクが進出して競争が激化し、借り手の返済能力が不確かで所得や保有資産の審査が甘くずさんなサブプライムローンが登場した¹⁴⁾。当初金利減免の変動利付き住宅抵当ローンや、初めの一定期間、元利金返済を免除するタイプのローン（teaser loans）が生まれ、住宅価格の上昇を期待した低所得層の家計が、高額の借入れを行うようになった。この種のローンの借り手は「一定期間」経過後同種のあたらしいローンに借り換えることが多かった。したがって、住宅価格の上昇が続かぎり、元利金返済を心配しなくても済む

14) 旧S&Lや相互貯蓄銀行が普通銀行に転換した例としては、カリフォルニア州のインディマックやワシントン州のワシントンミューチュアルがある。また旧ビルディングソサイエティーが銀行になった例としては、ノーザンロックやブラッドフォード&ビングレイがある。いずれも今回の金融危機で破綻したり、大手銀行に救済買取されたりした。モーゲージバンクの大手カントリーワイド・フィナンシャルもバンクオブアメリカンに救済合併された。

といった風潮が横行した。

これらのローンは、組成・分売のビジネスモデルに沿って次々と証券化され、CDOの組み入れ対象として原材料を供給することになった。モーゲージバンクを始めとする地方金融機関は、州の規制監督当局の管轄下であったため、連邦レベルの銀行規制監督当局の監視が及ばなかった。加えて80年代の初頭、折からの二桁インフレに対応するため、80年預金金融機関規制緩和・通貨管理法が制定され、上限金利規制が撤廃されて変動利付ローンが普及していた。この変動利付ローンの存在が融資の証券化の下地を形成した。

金融規制緩和は90年代末以降いっそう加速した。99年にはグラム・リーチ・ブライリー法によって業際規制がほぼ完全に撤廃され、小口預金を取り扱う商業銀行が証券の引受けや投資業務を自由に行えるようになった。2000年には連邦議会で商品先物近代化法が制定され、信用デリバティブズ（スワップ）取引にたいして規制を加えようとしていた商品先物取引委員会（CFTC）の動きが封じられた。同法の趣旨は、スワップ取引が先物取引でも証券取引でもないという理由から、CFTCもSECもスワップ取引に関する管轄権を持たないとするものであった。さらに04年には、投資銀行にたいするSECの自己資本比率規制（Net Capital Rule）が緩和され、投資銀行は連結監督事業体（Consolidated Supervised Entities）と認定されて、少ない自己資本での業務展開が可能になった。これはSECが欧州連合（EU）の動向を意識して打ち出した資本市場振興策でもあったが、個々の投資銀行は、自己資本利益率向上のためリスク資産投資を促された。そして06年には信用格付機関改革法（Credit Rating Agency Reform Act）が制定され、SECが民間の主要格付け会社を「財務統計を駆使する全米認知機関」として公式に認証した。こうした一連の金融規制緩和策は、金融機関のロビー活動によって促進され、議員には政治資金が、また銀行およびその経営者には寡占的利益と高額報酬を与えることになった。

(4) 英国労働党政権と金融界の癒着

英国では97年に政権を奪回した労働党が、T.ブレア首相の指導力のもと従来の労働組合をバックとする階級政党から脱却したが、その代わりに政治資金を金融業界に依存するようになった。英国BBC放送の経済解説委員R.ペストンによれば、金融業界の中でも、プライベートエクイティ（PE）ファンドのパートナーや起業家などのスーパーリッチからの個人献金が目立つようになったという¹⁵⁾。政治献金の対価として、かれらには騎士号（Sir）が与えられたり貴族院議員（Lord）に就任させたりした。地位を金で買うという慣行は、一大スキャンダルとなってブレア政権瓦解の一因ともなった。

もうひとつ見逃せないのが、金融業者に与えられた税制上の優遇措置である。PEファンド向けのローンの支払利子は従来から損金扱いされていたが、労働党政権になってからは、資産譲渡益にかかるキャピタルゲイン税率を、保有期間2年以上といった条件付きながらも、10%に軽減した。なお07年からは保有期間にかかわらず税率が18%に引き上げたが、それでも最高所得税率（現行40%）を大幅に下回っている。しかもPEファンドの出資者（パートナー）の多くは、非居住者（Non-domicile）扱いで英国所得税は非課税であり、英国所得税の課税対象出資者（税法上の英国居住者）は50人未満にすぎないという。なぜ優遇税制が維持されたかという点、金融業界とそれに連なるマスメディアが、英国金融市場の競争力強化や生産性向上の必要性を宣伝したからである。かりに優遇税制を撤廃した場合には、英国外（オフショア）のタックスヘイブンに本拠を移すといった制度裁定の脅しもあった。

PEファンドの資金源となる負債性資金は主に外国金融機関によって貸し出され、その貸出しは証券化されてCLOとなり、さらにはCDOに組み入

15) Peston, P.,[2008]を参照。

れられて、巨大銀行傘下のSIVなどに販売された。PEファンドにとって支払利子は損金扱いであり、その利子は外国金融機関や投資家に支払われるため、一般の英国の消費者や納税者から海外の貸し手や投資家へと所得が移転することになった。折から国会議員の必要経費不正使用も問題になり、300年ぶりに下院議長が解任された¹⁶⁾。

4. ジレンマとその対応策

(1) 英米における金融規制監督体制の見直し

以上で述べたような事態の展開とその教訓を踏まえ、英国では09年3月、FSAのA.ターナー会長が「ターナー・レビュー」と呼ばれる私案を提出した¹⁷⁾。この私案では、システミックリスクの回避策として、金融システムを横断するような集中的満期変換（短期借り長期貸し）をチェックするという考え方が提出された。大規模かつ集中的な満期変換に伴って発生するシステミックリスクを、流動性基準と自己資本基準の強化によって阻止しようと考え方であり、そのためのコスト負担を金融機関が内部化する（自己負担する）ように求めている。これはネットワークの外部不経済性への対応策でもある。また省庁横断的な規制監督体制を構築し、金融機関の設立準拠法など法的属性ではなく、業務活動の実態に応じた広範かつ一様な規制監督体制を導入することも提案された。

一方米国では09年6月、米国財務省が金融規制改革案を発表した¹⁸⁾。具体的には、まず連邦銀行監督局（National Bank Supervisor）を新設し、従

16) 議員の必要経費の明細は機密扱いであるが、詳細を記録したコンピューターファイルが関係者からデイリー・テレグラフ紙に譲渡され、細かな内容が暴露された。そのなかには別荘の堀の改修費や自宅で飼うあひるを外敵である狐から守るための柵工事費までが計上されていた。

17) *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*.

18) US Department of Treasury, *Financial Regulatory Reform—A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and regulation*.

来の貯蓄金融機関監督局（OTS）と通貨監督局（OCC）を統合して両者の業務を引き継ぐ。第二に、FRBをシステミックリスクの総合的監視機関（Systemic Risk Authority）とし、特定の金融機関が金融市場の安定にとって脅威となっているかどうかを決定する権限を与える。さらに財務省の管轄下に省庁横断的な金融サービス監督協議会（Financial Services Oversight Council of Regulators）を設置し、特定の金融機関が金融市場の安定を損なうと判断される場合には規制監督を強化し、必要に応じて特別解散制度（Special Resolution Regime）の管理下に置き、事前に定められたルール（いわゆる葬儀計画）に従って秩序だった破綻処理を行う。個々の金融機関には自己資本増強と流動性基準を義務付け、特に大規模かつほかの金融機関と深く関係している業者にたいしては、さらに厳格な基準を設定する。また消費者金融保護庁（Consumer Financial Protection Agency）を設置して金融取引における消費者利益保護を図る。

財務省改革案を受ける形で、09年後半、上下両院の銀行委員会が別個に金融規制改革法案を策定した。上下両院の各案は、個別銀行の健全性監督と行為規制の二元体制（twin peaks）を目指す点では共通しているが、この二元体制において政府の規制監督当局と中央銀行が具体的にどのように役割分担をするのかは、本論執筆時点で最終的な決着をみていない。かりに中央銀行に大きな権限と責任を負わせると、政府や議会による中央銀行の監督強化が必要になるため、中央銀行の独立性が阻害されるおそれがある。また中央銀行の役割強化は、金融業のゲームのルールを抜本的に変更するのではなく、単に監督者の首をすげ替えるだけの彌法策に終わる可能性も内包している。特に米国の場合には規制監督体制が重複しており、規制監督体制の再編成が議論の焦点ともなっているが、規制監督責任をどの機関が担うかはいわば二義的な問題である。効率的市場仮説に基づく「軽いタッチの規制」といった規制監督哲学が見直しという点のほうが、「金融

19) システミックリスクの頻繁な顕在化は、低位安定的な相関係数を前提とする効率的市場仮説の妥当性に疑いを投げ掛けるものであった。Skidelsky, R.[2009]を参照。

業のゲームのルールを抜本的に変更する」という意味で、一義的重要性を持つといえる¹⁹⁾。

(2) 国際的な協調体制

金融市場安定化のための国際的枠組みに関しては、09年9月5日のG20財務相・中央銀行総裁会議で「金融システム強化に向けたさらなる取り組みに関する宣言」が採択され、また24、25日のピッツバーグG20首脳会議でも、そうした方向性が裏書きされた。それらを大別すると、以下のような3つの分野に及ぶ。今後は2010年末を目途に、金融安定理事会 (Financial Stability Board) およびバーゼル銀行監督委員会を中心として具体案を策定し、2012年以降段階的に適用する手筈となっている。

- ① 銀行の健全性規制の強化……「自己資本の質 (特にTier I 資本の質) と量の向上」, 「景気循環抑制的な資本バッファー (好況時における資本の社外流出制限) の導入」, 「レバレッジ比率 (バーゼルIIの補完的指標) や流動性比率に関する最低基準の導入」, 「システム上重要な金融機関の規制監督強化 (追加的資本賦課や自前の破綻処理計画策定)」
- ② コーポレートガバナンス規制の強化……「金融機関のリスクに影響力を持つ経営者などの報酬水準や報酬体系の開示」, 「報酬支払い繰延べおよび返済条項」, 「報酬委員会の独立性向上」
- ③ 金融制度インフラの強化……「OTCデリバティブズ市場の改善 (中央清算機関を通じた清算や取引所取引を原則とするOTCデリバティブズ取引の標準化)」, 「格付会社やヘッジファンドの規制監督」, 「証券化商品のオリジネーターの一定量保有義務」, 「会計基準の統合 (金融商品, 引当金, 簿外勘定の開示, 減損処理, 保有金融資産の評価など)」

巨大金融機関の従来からのビジネスモデルは、最小限の自己資本をフル回転させ、低コストの負債活用により利益を上げるという、自己勘定でのトレーディング業務であった。しかし上記のような規制強化は、こうした

業務の収益性低下を意味するから、巨大金融機関が反発するであろう。また民間企業の報酬決定などに政府が介入するのは、契約自由の侵害であるといった反論もあり得よう。巨大金融機関がロビー活動によって米国議会にたいする影響力を行使し、規制強化に反対する動きもある。ともあれ上記①、②、③に示した方策がどの程度実施されるかは、今後の市場経済システムにおいて金融業がどのような役割をはたすかを考えるうえで判断材料となるであろう。

(3) 規制監督のグローバル化か金融機関経営のローカル化か

金融規制監督の見直しは、国際金融取引や金融政策に固有なジレンマに関わっている。このジレンマを理解するうえで参考になるのは、90年代に欧州単一通貨ユーロが提案された当時議論された「聖ならざる三位一体(Unholy Trinity)」である。それは欧州通貨統合の必要性を説く立場から、①自由な資本移動、②国別に独立した金融政策、③為替相場の安定、これらの三者を同時に達成することはできないという論理であった。すなわち、資本移動を制限するわけには行かず、さりとて為替相場危機（欧州通貨危機）も座視できない。とすれば、残された選択肢は単一通貨の導入しかない。欧州中央銀行がその単一通貨を管理するようになれば、参加国は独立した金融政策を放棄せざるを得ない。しかし、その代償として資本移動の自由と、単一通貨制度への移行といった形で為替相場の安定を確保できる。「聖ならざる三位一体」とはそういった論法であった。

それが近年、中国などの新興国や産油国から米英へ莫大な資金が流入するようになり、グローバルな金融取引が活発化して、世界的な規模で「聖ならざる三位一体」が出現した。新興国や産油国は、余剰資金の運用を巨大な金融センターを持つ米英の金融機関にアウトソースしたが、巨大金融機関が展開したグローバルな金融取引は、各国の規制監督当局のローカルな権限を超えるようになった。そのため単一通貨導入前の欧州と同様に、国際金融市場の安定性が損なわれたのである。

こうしたこともすでに経験済みであり、問題解決のためには、規制監督当局がグローバル化するか、巨大金融機関の活動をローカルな国内市場に閉じ込めるしかない。前者は、世界中央銀行や世界金融庁の創設を意味し、後者は、為替管理による国際資本移動の制限や巨大金融機関によるグローバル取引の禁止を意味する。しかし当然ながら、いずれも単純な形では実現しないであろう。というのも、主要20カ国・地域（G20）首脳会議などの場で、グローバルな規制監督体制が協議されても、それが即座に法的拘束力を持つわけではないし、資本移動を禁止すれば米英のような巨大債務国が行き詰まり、世界経済に甚大な影響が及ぶからである。09年8月に英国FSAのA.ターナー会長が、金融取引に低率課税する、いわゆるトービン税の導入を提案し、また09年11月のG20財務相・中央銀行総裁会議でも、飛び入りで参加したG.ブラウン英国首相が同様の考えを打診した。金融取引税はギアに砂を入れてエンジンの回転を抑えるのに似ており、ネットワークの外部不経済性を抑止することにもつながるが、米国などから賛同を得るまでには至っていない。

結び

本論の冒頭で金融市場の内在的不安定性を指摘した。一般的にいえば、①取引される金融商品が複雑になればなるほど、②金融商品の流動性が低下すればするほど、③投資資金調達の高負債比率が高くなればなるほど、金融市場の不安定性を高めることになる。実際、サブプライムローンなど住宅抵当ローンの証券化商品は、①CDOなどに組み入れられて複雑に合成され、②高い格付けが流動性リスクを隠ぺいし、しかも錯綜したネットワーク取引によって流動性リスクの所在も不明確になっていた。それに加えて③投資ファンドのような投資家の負債比率が極めて高かった。

投資家の中には銀行も含まれていた。もともと銀行は、全産業の中で負債比率が最も高い産業である。だからこそ平常時には収益率が高く、優秀

な人材を高額報酬で処遇することができる。しかし負債比率が高い分だけ収益の変動リスクが大きい。そのため従来から米英の銀行は、行員への報酬（銀行にとっては人件費）の大半をボーナスとして変動費化することによって、収益と費用をバランスさせてきた。それが2000年代には「稀代の安定」のもとで高額なボーナスを保証するといった慣行（guaranteed bonus）が一般化し、高水準の人件費が固定費化した。パークレーズ銀行前CEOのM. テイラーによれば銀行収益の大半は現金収入ではなく、会計上の未実現益である。特にトレーディング勘定が保有する投資資産は、予想収益の割引現在価値として評価され、それが経済環境の好転によって洗い替えされて評価益として増加する仕組みになっている。また潜在的な貸倒れ損失が信用スプレッドや預貸金利鞘に十分には考慮されていない²⁰⁾。

こうした銀行の収益構造と上記①，②，③で示される金融市場の内在的不安定性を、規制監視当局が軽視したと考えられる。そうしたなかで金融機関の経営者（有限責任の株主でもある）が、セーフティーネットを利用して大きなリスクを犯すといったモラルハザードが生まれ、最後には破綻した。そして破綻のツケは納税者に重くのしかかることになった。

金融市場の不安定性が露呈した結果、金融業者と政治家の蜜月時代は終わり、金融規制強化の方向に動き出している。これは金融業が、電力、ガス、水道のような公益事業に近づくことを意味する。実際「大きすぎて潰せない」金融機関が現実に存在するかぎり、規制監督強化は不可避の選択であろう。電力が重要なピーク時に備えて余剰供給能力を抱えているように、公益事業化は、最小限の資本をフル回転させて収益を高めるといったこれまでの銀行のビジネスモデル見直しを意味する。当然金融業界は規制強化に反対するであろうが、現状のままではシステミックリスク問題は解消しないし、通貨価値維持を目的とする日常の金融政策が甘めになるといった問題も解消しない。

20) Taylor, M., 'Innumerate bankers were ripe for a reckoning' *Financial Times*, December 16, 2009

そうした意味では、たとえ国際資本移動の全面的規制は非現実的だとしても、ある程度の金融ナショナリズムは不可避であろう。ギリシャやドバイなど比較的小規模な国の債務危機が、そうした金融ナショナリズムを促進するであろう。今後は、規制監督の国際協調体制と金融ナショナリズムが同時並行的に進行して、規制監督のグローバル化と金融機関経営のローカル化の中間に現実的な着地点を見出すことになるであろう。

原理主義（自由至上主義）的市場経済システムの見直しに伴って、規制監督哲学の見直しも進むであろう。自然災害、疫病、略奪など経済外的要因による経済損失は往年に比べて減少したが、それに代わってグローバルなネットワーク取引、地球環境劣化、メディアが供給する過剰な娯楽、豊かさに伴う飽食など経済内的要因による経済損失が増加した。「経済内的要因」を「ネットワークシステムに内在的な要因」と読み替えれば、経済損失はシステムリスクの顕在化といえるであろう。しかも、損失が事前に予想不可能な形で拡散するという意味では、それは「リスク」というより、ケインズの意味で「不確実性」と呼ぶほうが適当かもしれない。

〈参考文献〉

- El-Erian, M., [2008] *When Markets Collide* (McGraw-Hill)
- Hicks, J.R., [1989] *Market Theory of Money* (Clarendon)
- Minsky, H.P., [1982] 'The financial instability hypothesis' in Kindlegerber, C.P. & Laffargue, J-P. (eds.), *Financial Crisis: Theory, history, and policy*
- Minsky, H.P., [1986] *Stabilizing an Unstable Market* (Yale University Press)
- Peston, P., [2008] *Who Runs Britain?* (Hodder & Stoughton)
- Skidelsky, R. [2009] *Keynes* (Allen Lane)
- Tett., G. [2009] *Fool's Gold* (LITTLE, BROWN)

The International Financial Crisis of 2007-08:
Market Failure or Government Failure

Ryo WATABE

《Abstract》

A key question regarding the international financial crisis of 2007-08 is whether it was mainly due to market failure or government failure. Regarding the former, there were well-known issues which had already been encountered in previous business cycles, including debt deflation and the manic-depressive nature of asset markets, which therefore had been widely investigated by economists. But there were also new experiences such as the combination of securitization and credit derivatives in the so-called “shadow banking system.” The expansion of non-banking financial sectors coupled with the networking economy led to creation of various sources of new credit which were not adequately monitored by regulatory authorities, giving rise to a new type of systemic risk. As for government failure, collusive inter-relations between bankers on one hand, and law makers and government officials on the other, encouraged financial deregulations and caused unprecedented excesses in the banking sector.