

金融危機の後に来るもの

FUJIKAWA, Masahiro / 藤川, 昌弘

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei University Economic Review / 経済志林

(巻 / Volume)

77

(号 / Number)

3

(開始ページ / Start Page)

275

(終了ページ / End Page)

315

(発行年 / Year)

2010-03-15

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00006036>

金融危機の後に来るもの

藤川 昌弘

目次

- [1] 2009年秋
 - ・ IMFのGFSR
 - ・ リスクの回避から取得へ
 - ・ マダラ模様・ジグザグ状況
- [2] 異例の対策
 - ・ 非伝統的金融政策
 - ・ 財政膨張
 - ・ 米国再生再投資法
- [3] 未完の金融システム修復
 - ・ 地方金融機関問題
 - ・ ストレステスト
 - ・ ソルヴェンシーとリクイディティ
- [4] 景気回復の跛行性
 - ・ 株式上昇
 - ・ 雇用情勢
- [5] フェアヴァリュアブル確定の困難
 - ・ 資産価値の不確定
 - ・ 救済コミットメント
 - ・ 黒字決算
- [6] 成功報酬
 - ・ 高額報酬
 - ・ エージェンシー問題

- “Too big to fail”

[7] 自己責任原則

- リーマン破綻
- 自己責任原則
- 原則貫徹の困難

[8] GSE問題

- GSEsのウェイト
- GSE・リーマン・AIG
- 政府機関債の売り越し

[9] 危機前後の世界資金フロー

- GSE債から米国債へ
- 07年第II四半期
- 08年第III四半期
- 対外資産・負債残高
- 対外残高と資金移動

[10] ドル体制展望

[1] 2009年秋

IMFのGFSR 国際通貨基金（IMF）から年2回、「グローバル金融安定性報告書 Global Financial Stability Report」と題する文書が出ている（以下GFSRと略称する）。その2007年4月刊から2009年10月刊までの各6冊・第1章冒頭近くに、「グローバル金融安定性地図 Global Financial Stability Map」という名の六角形の図形が掲げられている。これは4種類の「リスク」指標（「市場及び流動性リスク」・「信用リスク」・「新興市場リスク」・「マクロ経済リスク」）と、2種類の「コンディション」指標（「貨幣的及び金融的コンディション」・「リスクアピタイト」）の各々が、原点から放射する6本の直線上に目盛った10段階の点の何処に位置するかを定めることで六角形の形状変化を確認し、もって各報告書発表時点までにおけるグローバルな金融状況を一望のもとに図示しようとした試みである。

6本の直線は、水平線右方から反時計回りに、市場及び流動性リスク・信用リスク・新興市場リスク・マクロ経済リスクと、貨幣的及び金融的コンディション・リスクアピタイトの順で放射するように、描かれている。指標作成の手続きは、各巻第1章末の付論に詳しい⁽¹⁾。試みに6指標のうち「リスクアピタイト」に注目してみると、2007年4月のGFSRにおいて、この指標には、(市場及び流動性リスクと信用リスクの「増」、新興市場リスクとマクロ経済リスクの「減」というリスク変化の方向、並びに貨幣的金融的コンディションの「不変」という錯綜する状況のもとで)「増」の判定が出ていた。07年春頃にはなお、金融市場ではリスクテイク行動が優勢だったのである。以後、(リスク4指標の「増」と貨幣的金融的コンディションの「タイト」化が同時に進行するもとで)リスクアピタイトの「減」が続いたが、2009年10月のGFSRにおいて初めて(リスク4指標はすべて減、貨幣的金融的コンディションはタイトからイージーへと同調的に転換するもとで)、リスクアピタイトが「増」となった。

リスクの回避から取得へ この指標変化によって、遅くとも09年秋以前までに、金融市場において高流動性資産に逃避してリスクを回避しようとする行動から、自身の先行き予想に基づいてリスクを取りに出る行動への転換が優勢になっていたと見ることができる。勿論これは、パリバショックで顕在化しリーマンショックで頂点に達した今般の世界金融危機とその後の過程に対応する。——すなわち、07年春以降散発的に顕在化し始めていた欧米金融機関の破綻は、この年8月のフランスBNPパリバ傘下3ファンドの解約請求凍結が一つの契機となって、広く各国を蔽う金融不安および同時的な株安へと反転する。その後08年にも続く苦境と弥縫を織り交ぜた欧米金融状況の推移には興味深い経緯があったが、小康状態を保つかもしれぬとの希望的観測も結局は実現されるにいたらない。08年9月米国大手投資銀行リーマン・ブラザーズの(清算型)破綻を決定的な画期として、全世界を激震の渦に巻き込む金融危機、ならびに先進・新興両地域を問わ

ぬ実体経済活動の急速かつ鋭角的な縮小が不可避となったからであった。

この状況は1929年に端を発する世界大恐慌に匹敵する…との連想が一部で抱かれもしたのだが、08年12月末前後までの極端なリスク回避状況が過ぎると、——09年秋現在、世界の大部分は引き続き先行きの不確かな景気過程にあるものの——金融危機それ自体については09年第I四半期末迄に、大方のペシミスト予想に反して混乱状況への収束気配がひとまず確実となった。それに伴って金融市場および（原油・金を含む）商品市場におけるリスクテイク行動が再開され始めたのである。IMFのGFSRは独自のスタビリティ・マップ手法によって、09年秋前までにこの事態を追認した……このように考えることができるわけであろう。

マダラ模様・ジグザグ状況 金融市場におけるリスクテイク行動の再開は、危機渦中のドル高から逆のドル安へと向かう外為市場の転換と裏表の関係にある。夏以後は、米国当局による超金融緩和の継続予想を受けたドルキャリートレードが、ドル相場と新興国・資源国・ユーロ各相場との逆相関、ならびにドル相場と株価・金・原油等資源価格との逆相関を媒介する関係も加わって、ドル安傾向の定着が明瞭になった。超短期または短期の小刻みな変動を除いて、リーマンショック後のドル高・円高がドル安・円高方向に転換したのも、キャリートレードの動向による。ドル安下における米国の輸出拡大および経常収支赤字の縮小過程が、金融危機以前における米国家計部門の過大消費および過小貯蓄の縮小過程と重なることによって、それ迄の世界経済を特徴づけて今般の危機へと繋がった各国国際収支のグローバルな相互依存構造には、訂正の兆しが見え始めたと考えてよい。実体経済活動の状況にも地域・国・部門ごとの相違が大きいが、09年半ば頃には欧米でのマイナス成長の減速やアジアでのプラス成長への回帰傾向が確認され、世界的にも一応の底入れを認めうるとの判断が有力になった（日本を含むアジア主要国での急激な在庫調整は、08年Ⅳ期と09年Ⅰ期における同地域の落込みを増幅させたが、09年Ⅱ期以後の復元動向を通

して欧州等に先立つ地域全体としての持直しに貢献したと見られる。)

だが勿論、世界経済は安定とは程遠い状況にある。再度のグローバルな収縮（いわゆる「二番底」）を高い確率で断言しうるほどでもないが、持続的自律回復の期待を各国に等しく実現させうる状況などではさらさない。経済活動諸指標の方向には改善傾向を示すものが増え始めたが、肝腎の水準自体は低迷したまま地域間・部門間でマダラ模様を示し、行きつ戻りつのジグザグ状況にある。予想される経路の多様性は、主要国における金融危機対策からの出口戦略がどういう手順とタイミングで実行されるのか、大規模な財政支出を伴う景気対策が如何なる効果を正負両面で発揮するか、そして世界のどの地域が回復を主導し各国間にどのような相互依存関係が新しく編成されることになるか——等々を含む諸問題に対して、どのような答え方が準備されるかに懸かるのであろう。ドルを基軸通貨とする国際通貨体制の先行きを予測するという問題も、このような諸問題と分かち難く結びついている。

〔2〕 異例の対策

非伝統的金融政策 リーマンショック以降、米国連邦準備制度（FRS・フェッド）のバランスシートは驚異的な速度と規模で膨張した。07年夏以後も8000億～9000億ドル台を保ってきた資産総額は、リーマン破綻前の08年9月初旬から3か月後の12月中旬に（9500億ドル弱から2兆3000億ドル強へ）250%に跳ね上がった。その後は年末から09年初頭にかけての微減を挟んで春以降増勢がぶり返し、年央2兆ドル前後の水準で推移している。

急増の主な項目は二つある。——①危機に陥った金融市場に対する流動性供給のための短期資産の急増、すなわち梗塞したCP市場への買取支援（CPFF・AMLF・MMIFF）、銀行等へのロンバード貸出（DW・PDCF）、ターム物貸付（TAF）、マネーマーケットファンド（MMF）からのABCP買入（AMLF）等々、ならびに②欧州中銀ECB・英国中銀BOE・日銀BOJ

など主要中央銀行との間で取り決めたスワップから来るところの、国際的なドル供給オペレーションの二つであった。①の一例だが、MMFは分散投資の対象を公社債等の（大投資銀行CPを含む）高流動性資産に絞る投資信託の一種で、通常なら“安全ファンド”の代表格なのだが、そこへの資金供給が不可避になったこと、あるいは②について、07年末から欧州数中銀との間で始まっていたスワップが、08年10月以降上限の撤廃や対象中銀の拡大を伴いつつ急増せざるをえなかったこと——これらが事態の切迫を物語る。

09年に入ってから、証券化商品の代表格ともいべきモーゲッジ担保証券（MBS）の保有が急増して、フェッドのバランスシート膨張に寄与した。これは2月のFF金利誘導目標の0～0.25%への引下げと同時に発表されたMBS取入れと、3月発表のファニーメイ・フレディマック等政府系住宅金融機関が保証するエージェンシーMBSの取入れとを受けたもので、直接間接に住宅競売の抑制やローン金利の低下を図ろうというのである。加えて、各種の（自動車・クレジットカード・商業用不動産等関連を含む）ローンを原資産とする資産担保証券（ABS）を担保として、ノンリコース型の貸出ないし買入を実行するターム資産担保証券融資制度（TALF）が可能となり、あるいは通常の満期を超えた国債の保有が漸増するなどの、異例の措置も見落とせない。

リーマンショック後のフェッドの危機対策は、単に資産規模の急膨張を惹き起したというに止まらず、短期かつ安全な対象に絞る通常の資産保有に替えて、民間主体の債務を含むリスク資産または長期性資産を取り入れるという操作を伴った。フェッドは中央銀行バランスシート構成の伝統的な健全性基準に拘泥する余裕を失って、少なくとも選択肢の優先事項からはそれを外すほかない状況に追い込まれたのである。

財政膨張 09会計年度前半（08年10月～09年4月）だけで、約8000億ドルの財政赤字が記録されるなど、財政支出の膨張も急激だった。08年10月初

め、一旦下院で否決されて金融ショックを内外に増幅させた緊急経済安定法（EESA）が手直しを経て成立し、その主な一環として不良資産救済プログラム（TARP・上限7000億ドル）が発足する。09年3月の官民投資プログラム（PPIP）は、TARPからの財務省資金のほかにフェッド及び連邦預金保険公社（FDIC）、さらには市場調達の資金をも加えた基金を立上げ、金融市場の常態復帰を目指す。財務省は当初、TARPを不良ないし低流動性MBS等の買取り目的で発足させたが、すぐに（安定法条文の「買取り対象」を拡大解釈しつつ）このプログラムを、CPP・SSIF・AIFP等による金融機関への資本注入や上述のTALFへの抛投、さらにはAIFPによる自動車産業等の企業救済にも、援用せざるをえなくなった。AIG・シティグループ・GM・クライスラー等への支援はその数例である。

勿論、財政支出がこれに止まるはずはない。連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）と連邦住宅金融抵当公庫（フレディマック）の二つの政府支援機関（Government Supported Enterprise:GSE）に対する各々上限2000億ドルの資本注入を含むところの救済および管理のための支出が、前政権以来不可避となったまま、なお先行きも不透明な状況が続いている。加えて、差押えの回避やローン債務者に対する支援へと拡大する各種住宅政策のための財政支出は、短期の危機対策には止まらぬ持続懸念を払拭しえない。景気回復と住宅市場の現状からすれば、フェッドによるMBSやGSE債取入れの2010年3月期限遵守の実現性に懸念があるのと同様に、GSEに対する資本注入も、早晚上限枠の引上げが避けられまい⁽²⁾。

米国再生再投資法 オバマ新政権が成立させた総額7800億ドル強に及ぶ異例の大型景気対策（米国再生再投資法・09年2月）の中には、住宅・自動車購入等への各種減税（2800億ドル強）のように短期的効果を狙ったものだけでなく、公共交通・ブロードバンド等インフラ整備計画（1100ドル強）や、経済的弱者保護（800億ドル強）、教育・職業訓練・医療（1100億ドル強）、環境・エネルギー対策（400億ドル強）、その他の中長期的な構造

政策が含まれる。09年の執行は総額の4分の1の予定だが、それでも2000億ドル近くになろう。金融危機対策・景気対策・構造政策が重なるため、財政赤字は（5月発表の行政管理予算局推計で）前代未聞の1兆8400億ドル強、対名目GDP比12.9%へと跳ね上がる。08年は順に4600億ドル・3.2%であったから、約4倍の激増となる。おそらく今年の（ストックではなく）フローの米国財政赤字は対GDP比でG20平均、あるいは日本・イギリス・フランス等の（ドイツを除く）主要諸国を上回るに違いない。

総額の半分が執行予定の来2010年度についても、予算局は1兆2600億ドル・対GDP比8.5%の赤字を見込んだが、仮に景気回復の見通しが固まったとしても、雇用情勢の低迷が容易には改善されそうにない現状からすると、再生再投資法への追加財政出動が早晩日程に上り、赤字は規模・対GDP比ともに見通しを大きく上回ることになろう。金融・財政両面にわたる異例の対策は、危機を克服するというよりも先送って潜在せしめただけかもしれないし、その成果を無に帰しかねぬリスク要因を米国および世界経済に埋め込んだだけかもしれない。その当否は今後にかかる。

〔3〕未完の金融システム修復

金融・財政両面からの異例の対策が齎す効果を、手放しで楽観視することは難しい。リーマン破綻を画期とするショックに収束気配が見えたとしても、量的緩和をFRB言うところの「信用緩和」に組み合わせた異例の金融政策は、当面続ける以外にない。しかも現状では、それが米国金融システム全体の修復と常態復帰に繋がるのかどうかさえ不透明な状況にある。地方金融機関問題と「ストレステスト」の二例で、この点を見ておこう。

地方金融機関問題 地方金融機関の破綻は09年秋現在で年初来100を超えるが、（破綻増加から来る預金保険基金残高の激減に見舞われた）FDICはなお550超への懸念を表明し、一部民間からは来10～11年で1000破綻予

測も出るほどとなった。この数字自体は1980年代後半から90年代初頭にかけてのS&L危機時の約2000ほどではないが、破綻機関のバランスシート規模総額は当時に迫る勢いを示しており、09年第Ⅲ四半期決算で大手地銀上位10行中5行の最終損益が赤字で2行が減益を計上するなど、苦境が今後さらに深まる、少なくとも長引く可能性は小さくない。企業による雇用削減や全般的な消費の低迷によって、オフィスビル・ショッピングモール等からの賃料収益が減退し、1件当たり金額の大きい商業用不動産ローンの延滞率上昇と回収率下落が進む。大規模な値崩れの懸念も出の中でその種資産の担保価値が下落し資産分類の悪化に繋がると、金融機関の自己資本毀損と融資の削減が避けられない。例えば（後述のように）グローバルバンキングにも関わるシティグループは当局の支援を受けるが、中小企業向け融資ウェイトの高いノンバンクCITグループは、10月末現在で（再建型破綻を視野に）連邦破産法申請目前にまで追い込まれる。…そういう状況が地方の経済環境をさらに悪化させる。

商業用不動産担保関連・住宅金融関連・消費者信用関連等ローンの延滞および焦付きが銀行財務への負荷を増しつつある下で、自己資本比率を維持するために資産を圧縮しようとすると、デフォルト確率や回収率の従来基準での高低如何にかかわらず、貸出しを削減しなければならない。従来なら可能だった融資が実行できなくなる場合も出る。米国版「貸渋り」の状況は、地方経済——とりわけ雇用を生み出すべき地方の中小企業金融を逼迫させる。FRBやFDICなど規制当局は借手返済能力の再評価や返済期限の延長などを促すために、地方金融機関に対する商業用不動産ローン指針を10月末公表し、中小企業庁（SBA）による債務保証付きローンも急増したが、上述のTALFファシリティ導入等を含む金融緩和の継続が期待する効果は、地方の金融機関および実体経済活動にまでは十分に浸透できていない。

結局、地方のこの状況が米国経済全体としての自律回復を不透明にし、その一環としての地方経済の、金融苦境を伴う停滞へと跳ね返る——金融

市場・商品市場・外為市場でグローバルなリスクテイク行動が再開され、米国株式が春以降早くも反転上昇しつつあった裏側では、このような事態が進行していたのである。

ストレステスト 09年5月初、3か月近くを要した大手金融機関に対するFRBの資産査定（健全性審査）の結果が発表された。このいわゆるストレステストは資産規模1000億ドル超の19行について財務内容を精査し、今後2年間の経済環境悪化を想定して各行の資産劣化と必要資本調達額を推定したもので、（非不足判定9行を除き、バンクオブアメリカ339億ドル・ウェルズファーゴ137億ドル・シティグループ55億ドルなどを含む）不足行合計で746億ドルの必要額を計上している。が、査定の結果として、今後の業務遂行に支障の生じる金融機関は存在せず、資本不足行に対しては市場調達および公的資金注入で十分に実行可能な増強策が準備される——というのが当局の言明であった。

だが、2月時点で設定された（09年の失業率8.9%などの）経済見通しは、景気が悪化した5月時点では甘く、銀行ローンの回収率設定が高すぎたうえに、対象行によってその基準も動揺する。通常なら発生せぬ大きなストレスがかかる状況でも耐えうるか否かをシミュレートするのが、テスト本来の意味だったはずである。19行限定とはいえ6000億ドルの損失推計は、09年4月発表のIMF・GFSRによる米国金融資産対象の2兆7000億ドル推計に比べてあまりにも少ない。自己資本は国際決済銀行（BIS）の定義から優先株等を除いた金額とされたものの、満たすべき健全性基準比率が嘗ての通念6%以下の4%と設定されたうえで、（既注入の公的資金によるものをも含む）優先株の普通株転換分が資本調達分に繰り込まれる。必要不足資本額746億ドルは、TARPの未利用残額1346億ドルの範囲に納められている。肝腎の査定結果の公表が繰返し延期されて、憶測を呼ぶにまかせる。…というように、損失と資本不足を過少に見積もって実態を隠蔽しつつ、米国金融システムの健全性を強調しようとするのが当局の一貫した

姿勢であった。資本充実行には、公定資金の返済を認めていた点も見落とせない。

ソルベンシーとリクイディティ これでは、金融機関の支払能力（ソルベンシー）を確保するのに有効ではない。審査の内容と発表方法に信頼性が欠けるならば、銀行経営への疑念が増すのみならず、金融当局自身の信認が問われることにもなり兼ねない。1990年代の邦銀の場合、99年の大手15行への7.5兆円の資本注入以後も銀行経営の危機は沈静化せず、2003年6月のりそな銀行への2兆円注入以前には、当局による検査のたびに引当不足と損失計上が反復され「貸し渋り」が発生した。資本注入の効果も不十分となり、結局は追加の財政負担も増えた。類似の事態が生じる場合には、金融システムの修復過程は実体経済活動の回復遅延と政策選択余地の狭小化とを伴うところの、長くかつ不透明な過程とならざるをえまい。厳格な資産査定による損失の確定、それに基づく不良債権の切離し、追加損失リスクを極小化したうえで資本注入というのが、不良資産処理の本来の手順であろう。

先に言及した08年10月のTARPや09年3月のPPIPは注入や切離しを担うものだが、その前提たるべき資産査定が後で行われて疑念を残すのであれば、必要な注入額や切離し債権の価格が定まらず、先行政策の効果も減殺される。綿密な査定に基づいて損失情報を可能な限り具体的に確定し、不良資産の早期分離を可能ならしめるということが、有効なソルベンシー対策の出発地点でなければなるまい⁽³⁾。それは驚愕・狼狽・相互疑念が伝播するもとのリクイディティ対策とも異なる。事態の隠蔽が不安感の醸成を防ぐという判断も、問題を先送りしつつ済崩しの解決を図るという選択も、本来ならば成立する余地などないはずであった。

[4] 景気回復の跛行性

ところが、このように大銀行等のソルベンシーに疑問符が残り、地方金融機関の苦境が進行しつつあるにもかかわらず、09年第Ⅲ四半期の前期比実質GDPは5期ぶりにプラスに転じたのである。NBERの日付による戦後景気の第6循環（70年代初頭）および第8循環（80年代初頭）の後退期間は過去最長の16ヵ月であったから、01年11月の谷から07年12月の山を拡張期間とする第11循環について、仮に09年第Ⅲ四半期中の谷を認定しうるなら、後退期間は18ヵ月以上20ヵ月前後になる。実質GDP統計が他の数指標と相俟って好転したことに総括されるような第Ⅲ四半期の景気動向は、第二次大戦後最長の景気後退局面が終了しつつあるとの期待を、米国内外の少なからざる各層に抱かせることになった。

株式上昇 米国経済型オプティミズムをリードするのは、09年3月の反転以後上昇傾向を示し始めた株式市場の活況である。ダウ平均はオバマ新政権下の景気回復期待をも先取りしつつ、2月末の7000ドル強から10月半ばに1万ドルの大台を回復した。09年春の100万戸前後水準から09年初頭まではほぼ一直線に下落した住宅着工年率換算件数が、その後多少の持ち直し傾向を伴いつつ9月まで50万戸前後の水準を維持していること、あるいは09年初に下げ止まった鉱工業生産前月比指数が、春以降の微増をこの秋にも保っていること…これらを含む幾つかの指標動向が、その種オプティミズムに随伴する関係になるわけであろう。勿論、これには留保も必要である。例えば住宅について言えば、もともと中古・新築両市場とも着工の自律的增加趨勢を確定させるほどの水準にはなく、初回購入への税還付期限に合わせるための駆け込み着工分が9月までの件数水準の維持に貢献した点が見落せない。前年同月比鉱工業生産指数は09年夏以後上昇に転じたが、なおマイナス7%前後の水準に止まっており、秋にいたる前月比指数も増加率自体は減少しつつあって、この冬以降の横這いや停滞の虞なしと

しない。

雇用情勢 雇用情勢はさらに厳しい。非農業部門前期比雇用者数は（年率換算で09年初の70万人台減少から9-10月の20万人前後減少へと）増減率の点で改善したが、これには人材派遣など臨時的雇用の貢献が無視できない。失業者数自体の増加が止まらないだけでなく、リーマンショック前から6%前後に上昇していた失業率はほぼ連続的に上昇して、09年10月には四半世紀ぶりの10%超えを記録するほどとなった。上述のEESAによるTARPの09年末期限延長の可能性が小さくないのも、超金融緩和政策が継続されざるをえないのも、中間選挙を控えた来10年に劇的な雇用改善予想が立つ状況ではないことに関わる。2月の米国再生再投資法による（新規創出と失業防止をも含む）雇用効果が9月までで64万人、減税等間接効果を考慮すると100万人に上るとの10月末の発表も、この文脈で捉える必要があろう。直近過去2回の景気後退局面（90年8月～91年3月および01年4月～01年12月）では、景気底打ち後も失業率が15～19か月間の上昇を記録した。各種の雇用統計——とくに毎月の失業率統計をめぐる予想および発表結果と予想との齟齬が、金利・株価・為替レートの相互に関連する変動にとっての材料となる関係も、当面さらに強まりつつあるように見える。

[5] フェアヴァリュアーズ確定の困難

資産価値の不確定 もともと金融資産の価値や不良債権の分類区分は、将来収益・金利・リスクプレミアムを含む先行きの市場環境や、その下での借手の返済能力に対する評価の如何によって変わりうる。将来予想自体、前提の置き方によって相当な違いが出やすく、デフォルト率や回収率の設定が妥当であったか否かも、厳密には事後的な判定に待つべきものであろう。異見がありうるとしても、資産の劣化と損失の拡大が進行しつつある状況のもとで、厳格査定・損失確定・不良部分の早期分離・その上での資

本注入という本来の手順を選択しうる余裕は、現実問題として残されていない、査定で「公正価値 fair value」を発見できるほど、市場機能は回復していないのだ——これがストレステスト発表を巡っての当局の判断だったに違いない。住宅困窮者問題の政治化を避ける必要もあったろう。

連邦住宅局による「FHAセキュア」（07年8月発足）のその後の拡充適用、08年9月の住宅都市開発省による近隣安定化計画による支援、あるいは先に触れたGSE救済の（FRBとも協調しつつ展開される）諸方策は、住宅市場への挺入れを通したある種の社会政策としての意味をも担う⁽⁴⁾。事実上の追加融資にも等しい低利借換え支援や差押物件の取得・再生支援によって住宅市場の停滞を緩和しようとするれば、底値の確定は遅れる。が、早期解決に伴う価格の急落を回避することによって、当面の市場混乱を沈静化し取引の正常化を狙う意味は持ちうる。

救済コミットメント こうして当局は、巨大金融機関の多数が陥っている資本不足の実態を隠蔽したまま、査定の結果として対象金融機関の健全性を強調し、必要不足資本総額をTARPの未利用残額の範囲に納めて国有化に依らざる救済が可能であるとした。その中には、劣化資産から生じうる債務への財務省保証や公的資金注入などの援助をすでに得ていたにもかかわらず、経営悪化が進んで資本不足首位の判定を受けたところの（事前予想を超える不良資産保有のメリルリンチ救済合併行）バンカメヤ、同様の既援助を生かせぬままに、（グローバルバンキングと国際決済にも関わる商業銀行部門に加えて）投資銀行部門をも「中核的業務」に分類して再建を指すところのシティグループも含まれる。金融株および市場全般の上昇傾向に往々水を差す両行は自己資本（ティアー I）比率が低く、09年10月末現在も低収益と公的資金返済遅延に苦しむ。

本来の手順にも国有化にも依らざる救済へのコミットメントは、当局の政策をめぐる不確実性を高め財政負担を加重するところの、長く不透明な過程となるかもしれない。民間金融機関への疑念を当局に対する信認の如

何に振り替えるリスクをも伴う。が、問題の解決ではなく先送りによる済崩しの解消を図る以外の選択肢はないとする地点にまで追い込まれたのが、当時の当局が直面した状況だったと考えることができる。——では、市場の反応はどうだったか。

黒字決算 ストレステストをめぐる推測が市場で取沙汰されるのと前後して、大手金融機関の09年第 I 四半期決算が発表された。金融・財政両面からの異例の対策にもかかわらず、財務内容には劣化を見るものが少なくないが、これに対応すべき貸倒引当金の増加は不良資産の増加に追いつかない。ところが、リーマンショック後の極端なリスク回避行動が収まり、混乱状況への沈静気配が確実にあって一部リスクテイク行動が市場で芽生え始めると、大手行の証券部門ではこの間の価格変動に乗じて顕著なトレーディング益を計上し、これに国際的な業務展開をも伴うバンキングからの基礎的収益が加わる事例もあって、黒字決算を報告するものが続出することになった。加えて、不良資産カバー率の引下げのみならず、当局による会計制度の修正で可能になった証券化商品などの評価損凍結、負債簿価の引下げやCDSスプレッド拡大で生じる会計操作からの利益計上なども、黒字決算に貢献する。この種の好都合な要因が連続するはずもないが、テストで巨額の資本不足を指摘されるバンカメやシティグループでさえ、黒字の恩恵に与る状況が呼び込まれたのである。

ストレステストの結果が繰返し延期された後に発表されるや安堵を呼び、広く株式市場の好感に繋がって春以来の反転上昇を支えたのは、このような状況下においてであった。査定で資本不足を指摘された一部対象行にとっての市場調達の可能性も高まった。

[6] 成功報酬

市場の反応を探りつつテストの内容を加減し、発表のタイミングを何度

か量ったとも見える当局の手法は取り敢えず実を結び、第Ⅲ四半期GDP統計の上方転換に集約される米国経済全体の復調へと繋がった。が、事前に取り沙汰されたのとは異なるストレステストの結果を市場が好感したのは、当局による景気見通し・資産評価・損失推定・自己資本比率の定義および健全性基準などに纏わる疑義には拘泥せず、事態の隠蔽と問題の先送りをめぐる当局が追い込まれたギャンブルに、意図的にか結果的に彼等も加担したということの意味する。無論、ゲームは終わらない。危機は克服されたというより潜伏させられただけかもしれない、市場が予期せぬ牽撃の突発や反逆を示す虞も皆無でない。金融機関の資本充実が達成され次第、注入された公的資金の返済を認めるという処理が惹き起しうる問題も、このこととの関連で見ておく必要がある。

高額報酬 投資銀行のトレーダー・ヘッジファンドのマネージャー・金融機関のCEO等が高額の報酬や退職金を受け取ることへの公衆の批判には、もともと根強いものがあつたが、現行法規の枠内で純粹の民間企業の決定を覆すには困難な事情もある。が、広く国際的に業務を展開していた保険及び総合金融大手のAIGが、——以下の〔8〕で見るとように——08年9月リーマン破綻の直後にFRBから850億ドル迄もの巨額融資枠を受けて破綻を免れたかのような外貌のもとに、事実上の公的管理下に入ったにもかかわらず、その原因を作ったデリバティブ取引担当社員に対して、困難が顕在化する以前の好業績を理由に多額のボーナスを支払おうとする事態が起こった。沸騰した社会的批判が一つの契機となって、高額報酬は金融制度改革の一環へと高まる。投資銀行上位の（すでに08年9月に金融持ち株会社傘下に編成変えしてFRBの監督下に入っていた）ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーのみならず、上記のシティグループをも含む大金融機関が公的資金返済可能規定を歓迎したのは、抜本的な経営改革による報酬体系の見直し以前に、批判をかわす可能性が開かれたからにほかならない。

エージェンシー問題 焦点はある種のコール・オプションとも見うべき業績連動型の成功報酬制度にある。トレーダー・マネージャー等の金融エージェントがこの仕組みの下で過度なリスクエクスポージャーを取ってリターンの最大化を目指す誘因に駆られるのは、運用の成功が単年度清算で返済の要なき巨額のボーナスを保証するのに対して、失敗が降格または失職、あるいは勤務先企業の破綻で決着するからである。流動性の高い金融人材市場が前提であれば、それは無視しうるペナルティーにすぎない。リスクを事実上負うのはプリンシパル——つまり個人投資家や投信・年金・保険をも含む内外の機関投資家であり、あるいは投資銀行・投資銀行化した商業銀行・SIV・各種ファンド等の株主や出資者である。この仕組みで企業業績を伸ばそうとするCEOについても、結局同じことが言える。

リスクを取ること自体は（期待効用最大化原則のもとで下に凸な効用関数を持つ経済主体の行動として定式化されることがあるように）市場経済的な合理性があり⁽⁵⁾、それが熱狂渦中にある群集行動のチキンゲームと化してなお続くことも避けられまいが、今般の金融危機が提起した制度改革の本題はそこにはない。もともと投資家とトレーダーとの利益相反を解決する工夫と解されていた成功報酬制度が、今般の危機に至るような暴走を許したという点にこそ、新たに解決さるべきエージェンシー問題の形がある。

“Too big to fail” この点を巡る監督・規制の仕組みを具体的に検討し、必要な国際的調整をも図るには相当な時間が必要であろう。それが纏まる前に金融機関が——融資姿勢狭隘化などの副作用を時に伴いつつも——経営改革なしに従来同様の活動を展開するならば、今般の暴走を制御する目的で設計された監督・規制の仕組みが遅れて導入されたとしても、次の新たな環境の下で起こりうる問題に対して有効には機能しないかもしれない。〈巨大金融機関ならば、過度なリスク追求が社会的な不都合を生んで経営に行き詰まっても、最後は当局が救済する（“Too big to fail”）〉という事態

——公的資金を返済したことを通してこの事態が当然視される結果となるなら、彼等はコールのみならずプットオプションをも獲得したかに見うる存在へと変貌し、その行動を制御するのがさらに難しくなる。金融危機の再発も避けられまい。

その破綻が全世界を巻き込むショックの発端となったリーマンブラザーズに対して、当時の財務長官が一度も救済を考慮しなかったと事後に言明したことの意味も、この点に関わる側面を持っていた。よく知られているように、全米第5位の投資銀行ベアースタンズが（JPモルガンとの合併調整による）救済を受けた08年03月の先事例は、9月のリーマンには再現しなかったのである。

〔7〕自己責任原則

リーマン破綻 21世紀に入って第11循環の拡張局面に歩調を合わせつつ業務の急拡大をみたリーマンブラザーズは、全米第4位の投資銀行としてレポ市場・CP市場などでのプレゼンスも高く、07年下期にはなお黒字を計上していた⁽⁶⁾。08年春以降の財務状況悪化の顕在後も、長期債券発行体としてA₂格付け（ムーディーズ）を保ち続け、A₃への降格でさえ08年7月だったことも手伝って、ついにバンカメ・英バークレイズ・韓KDBなどに買収を決断させうる支援が米当局から出ないと判明するや、負債6000億ドル強を抱えたまま米国史上最大の倒産の止む無きにいたる。7月末にジニーメイ・フレディマックへの支援法が（僅か2週間で）成立せしめられ、9月初にはファニーメイ・フレディマックへの（先にも触れた）MBS購入や優先株購入・普通株購入権引受など緊急対策が出ていたにもかかわらず、リーマンへの救済はなかったという対照も働いて、市場の激震を招いたショックはおそらく当局の予想を遙かに超えて、全世界に広がったわけである。同社は融資に対する確実な返済を保証しうる担保を持たないとか、そもそも春以降の損失顕在化に照らせば、投資家が自己責任で破綻に備えるべき

だったなどと事後に言うのは、破綻選択の（整合性に難のある）説明理由としてよりも、事実上、“Too big to fail”を暗黙裡に当然視してきた市場に対する警鐘としての意味を持っていた。

自己責任原則 リスクテイクの果てに破綻の瀬戸際に至ったとしても、すべて自己責任で対処すべきであり、如何なる場合にも公的救済はない——この原則が当事者の間で事前に確定済みであるならば、過熱には歯止めのかかる公算が大きくなる。それによってモラルハザードはある程度抑制される。破綻が惹き起す混乱は短期的に大きいですが、それに伴う浄化作用は新たな出発を準備するであろう。昔も今も、危機あるいは恐慌が齎す社会的な意味の一つはここにある。

だが現実には、個々の破綻には異なる結果が伴う。例えば破綻の影響が地方の中小企業に限られるCITと、CDSプロテクションの売手としてカウンターパーティリスクのグローバルな現実化と加速化の一大震源になり兼ねなかったAIGとでは、自己責任原則の貫徹が異なる社会的結果を惹き起すであろう。CITより規模の小さな多数の地銀の場合には、破綻の影響もさらに限定される。——現実にもそういう相違があるのだとすると、危機の渦中で対応に奔走する政策当局が一律に自己責任原則の徹底を決断するのは難しい。リスク追求の過熱からくる将来の危機を抑制する代りに、現在の危機が惹き起す社会的な混乱を放置するという選択は、金融機関救済や高額報酬に対する反感とは別種の政治的な困難をも伴う。当局にとっての問題は、自己責任原則に例外を設けて緊急の救済範囲を判断するさいに、個々の破綻の影響をどう見定めるかという形になる。

原則貫徹の困難 それは極めて困難な作業であり、数値化されたルールの形には馴染むまい。ベアースターズ救済とリーマン破綻との間に政策としての一貫性がない、という批判が上がることも少なくないが、念頭にあるのは両投資銀行の規模の差であろう。複数対象同時の救済または破綻

が問題であるような場合、規模を基準にすれば当局の行動に対する市場の予想に必要な透明性も高くなる。が、“Too big to fail”のbigの代わりに entangled, criticalなどが入ることもあるように、「大き過ぎる」というのは、「複雑過ぎる」とか「重大過ぎる」をも兼ねた意味を帯びており、個別金融機関に対する救済の当否を判断するさいの状況如何によって、バランスシートや損益計算で把握されるタイプの規模の大小と、破綻が惹き起す影響の広狭・深淺とが対応しないことも多い。先行破綻の有無は、他の残存機関が直面する状況を変えもする。FRBによるプライマリーディラー向け資金供給便宜の導入も、フェデラルファンド金利の誘導目標（いわゆる政策金利）の（0.25%ではなく一挙に0.75%の）引下げ決定も、ベアー救済前ではなく、その直後のことであった。何よりも09年3月のリーマン自体、格付け会社及び投資家が同時破綻の可能性を予想するような対象ではない。直近過去の四半期決算赤字見通しの発表が6月、身売り話が業界を駆け巡るのが続く夏のことだったのである。

〔8〕GSE問題

ベアー救済とリーマン破綻が直面した状況の相違をめぐって、なお考慮されてよいのはGSE問題の深刻化である。既述の08年2月再生再投資法の中には、（設備投資減税や所得税の戻し減税などに加えて）ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）とフレディマック（連邦住宅金融抵当公庫）二社の住宅ローン買取り価格の限度額を（41万7000ドルから72万9750ドルに）引上げる規定があった。が、その程度で事態が収まるはずもない。住宅市場の混迷はGSE自身による証券化商品の価値損傷を伴いつつ深化する。――すなわちファニーメイが買い取った非政府融資保険対象の住宅ローン債権、フレディマックが貯蓄金融機関から買い取った住宅ローン債権、両社が組成し販売した住宅ローン担保証券RMBS、両社が保有するRMBS…これらすべての価格下落が、住宅市場全般の混迷と相互促進的に進行する。

ついにそれが放置されえなくなつて、既述の09年7月末の支援法成立、9月初の緊急支援実施へと繋がったわけである。

GSEsのウエイト 問題は嘗て政府機関であったファニーメイが1968年の民営化後、フレディマックが1970年の発足時から、ともに「抵当公庫」(…と邦訳表現されるmortgage association, mortgage corporation)の名称を冠するにもかかわらず、純然たる民間企業として活動するという点にあった。ともに根拠法を持ち公的な監督と人事への関与を受け入れて、持家促進の住宅政策に協力する旨を謳うところから、「政府支援機関 Government Supported Enterprise: GSE」と呼ばれるのも、紛らわしい。加えて、両社が米国の住宅金融に占めるウエイトは余りにも大きい⁽⁷⁾。07年の米国債券市場において、政府支援機関であるGSE 2社、政府機関であるジニーメイ、および投資銀行を含む民間金融機関が組成した住宅ローン担保証券(RMBS)の発行残高合計は8.9兆ドルで、社債6.0兆ドル・市場性国債4.9兆ドル・MMF4.2兆ドルを引き離して首位に立つ。08年央の同残高約12兆ドルの内、GSE2社は5兆2300億ドル(43%)に達する。両社が経営不振に陥る事態に対して、米国当局がどのような態度をとるかが、世界的な金融危機の発現形態に深く関わるのであった。

因みに、債券発行残高と株式時価総額でみたグローバルな投資資金の総額は2007年で約110兆ドル、その内の74兆ドル強(67%)が主に先進国の年金基金・保険・投資信託の運用から来ており、個人投資家資金27兆ドル強・外貨準備6兆ドル強を大きく上回る。米国の年金・保険・投信はその内の約35兆ドル(48%)であった。この機関投資家等の膨大なグローバルマネーの一部が、運用先を求めてその1割強にすぎぬ規模の米国住宅ローン担保証券市場に流入したのだが、その4割強はGSE 2社が媒介したわけである。加えて、外国投資家が保有するGSE長期債は07年央で1兆3000億ドル強にも達し、その60%強が(中国約29%・日本17%強を始めとする)アジア、24%近くが欧州であったという事実も、見落とせない。

ファニーメイ・フレディマックは本来民間企業なのだが、一般に政府機関に準ずる半ば公的な機関と理解されて、民間金融機関が服すべき規制や監督を免れつつ一種の補助金ともいえるべき暗黙の公的保証を享受する——この二面性が結局、彼等の存在形態だったのである。資金調達のために発行するその債券は、連邦政府が発行する債券に準ずる評価を獲得したが、利回りはそれを上回る。つまりGSE債は、国債並みの安全性に加えて収益性をも備えた格好の優良資産として、多くの通貨当局を含む外国投資家を選好する投資対象でもあった。GSEはRMBSのみならず債券発行を通して国際的な金融仲介機能を担ったのであり、規模に着目するだけでも、仮にその債務不履行が発生すれば米国住宅市場のみならず国際金融の全領域にショックが走って、一般の民間金融機関の場合とは比べるべくもない混乱を惹き起したに違いない。

GSE・リーマン・AIG 08年9月のGSEs救済実施・リーマン破綻・AIG救済外貌は、後から振り返れば僅か1週間強、同じ期間内の事件のように見えるが、リーマン破綻はGSE及びAIGに対する措置の中間に位置する（9月7日→15日→16日）。しかも、この順序には微妙な関連があった。

GSE 2社は財務省が優先株引受けを表明し、普通株約80%の購入権を取得した9月7日も、住宅金融業務を遂行しその社債等支払を続行していたが、国際スワップデリバティブ取引協会（ISDA）がCDS契約におけるデフォルト事由を中立の立場から判定する機関として、GSEのCDS自体については、この日をもってデフォルト発生の認定を下した。公的管理下に入った企業については、(受信企業の破綻ないし元利払不履行によってデフォルトが確定するところの) 通常の貸出債権や社債の場合よりも、そのCDSに対してより広いデフォルト認定条件が設定され、M&Aに伴う経営主体の交代の場合などとは異なる判断が適用されたのである。後の08年10月のことだが、アイスランドのカウプシング銀行関連のCDSについても、サムライ債の実質デフォルトより先に国家管理下に入った段階で、同様の認定が

下されている。

勿論リーマンも、他の巨大投資銀行や金融機関（またはSIV）同様に、CDS関連の売却と購入の双方に大きなポジションをとっていた。順調な状況の下では、倒産確率が低いと見込まれる企業のCDSプロテクションを（担保付で）売却することでプレミアム収入を獲得し、高いと見込まれる企業のCDSプロテクションを購入することで（現物または現金）決済収益を期待することができた。同一銘柄のCDSについて売却と購入の双方を行なってもいた。倒産確率が高まりつつある企業のCDSプロテクションを買い付け、当該企業株のカラ売りを絡めつつ高く売ることによって、大きなスプレッド利得を実現することもあったろう。だが、この全てが裏目に出る。08年春に突然表面化した財務状況へ疑問以降、経営状態が急降下しつつあったリーマンに対して、GSEのCDSデフォルト認定は最後の一撃となったに違いない。翌9月8日、リーマンのCDSもデフォルトに追い込まれた。GSE関連を含む多数のCDSからリーマンが組成したCDOも、損失連鎖の源となった。このいわゆるシンセティックCDOを販売するさい、リーマンは収益向上を企図して自社保有のエクイティ・トランシェ部分を可能な限り縮小し、投資家は高いリターンを期待したのだが、大部分が灰燼に帰した。

よく知られているように、AIGはCDSプロテクション市場における供給側の主要プレーヤーとして、世界的に卓越した位置を占めていた。GSE債等への投資家はそのCDSプロテクションをAIGから購入した場合、CDSのデフォルト認定が生じると、売手のAIGは現物または現金での決済を実行しなければならない。すでに住宅ローン関連証券化商品の価値下落で多額の評価損を計上していたAIGにとって、GSE関連の信用リスクの現実化が大きな痛手となった。

そこへリーマンの破綻が加わる。同社関連で多額のCDS契約を結んでいたAIGは、支払不可能なほどの決済資金の必要に迫られる（その後10月ISDA主催のオークションで、清算価格が想定元本4000億ドルの8.625%と決まり、AIGは3655億ドルの支払を要する計算になった）。仮にAIGが破綻

したとすると、移転したはずの信用リスクはプロテクションの買手側に戻る。上述のようにその買手は別のCDS契約でプロテクションの売手となるケースが多く、移転不能で自身の信用リスクが高まったうえに、売手として巨額の担保問題に直面する。その売手からのプロテクションの買手にも、同じ状況が連鎖的に発生する。さらに-----等々。リーマン破綻の翌9月16日、FRBはAIGに最大850億ドルの融資枠を与えると同時に、同社株式80%の取得権を得て管理下に置き、取り敢えず救済したかのような外貌を付与する——こういう決断が、GSEおよびリーマンに対する決断同様に、この時期特有の当局行動を特徴づけるのであった。

2008年9月の3つのケースは、続く極度のリスク回避と反転再開されたリスクテイク行動を含めて、その事後過程にあるものとしての2009年秋現在へと繋がっている。だが3つの選択は、新たな景気循環過程における事前の先例として、事後過程におけるのとは異なった評価の対象となるかもしれない。リーマン破綻の選択に対する様々な角度からの現行の評価も例外ではないであろう。

政府機関債の売り越し GSE問題に戻ろう。財務省証券・社債・政府機関債などの種類別に外国から米国への証券投資を月次で分類した財務省資料によると、07年8月のパリバショック前後の緊迫期を含めて、長らく買い越し状態を維持してきた「政府機関債（民間）」・「政府機関債（公的）」の両項目が、ついに08年7月売り越しに転じるというクリティカルな変化があった。8月にはGSEsの株価下落のみならず債券価格の下落が目立つようにもなった。これをめぐって、リーマン破綻との関連をも含めた興味深い仮説は、大略次のように言う⁽⁸⁾。——GSE救済に対する世論の反発と財政への負荷を懸念した当時の（ポールソン）財務長官が、7月の救済法成立後も直ちに支援に踏み切らなかったため、巨大金融機関破綻の疑念を抱いた外国投資家が、通貨当局を含めてGSE債を手放し始め、これが米国債の売却に「飛び火」してドル暴落に繋がる…という「悪夢のシナリオ」が

現実化しそうになった。そこで9月初にGSE救済の止む無きに至ったが、大手投資銀行の中で増資を市場調達に依っていたリーマンだけは、政府系ファンドを含む外国機関からの出資を（首位のゴールドマンサックスが国内出資のみで済ませ得たケースを除いて）欠いたため、なおも続く危機渦中で大手金融機関への公的救済を実行するための「スケープゴート」として選ばれた、…と言うのである。

7月における外国投資家による「政府機関債」の買い越しから売り越しへの転換、およびリーマンに対する非救済を説明する理由として、米国へ向かうグローバルマネーの流入中断を当局が危惧した事情を強調する点に、この説の特徴がある。直前までリーマン買収を考慮していたバンカメは、周知のように一転して投資銀行第3位のメリルリンチ買収をリーマン破綻と同じ9月15日に発表したのだが、メリルが中東政府系ファンド・邦銀みずほ・韓国投資公社を含む外国機関の出資を得ていたのに、リーマンにはそれがなかったという事情——全てを尽くすのではないにせよ、この事情がそこに絡んだ可能性はあろう。後の報道だが、当時6兆ドルに上るRMBS残高を発行していたGSE2社に対して、日本の財務省内で08年8月、数兆円分のGSE債を購入する rescue operation が慎重に検討（mull）されたが、外貨準備でもって損失を蒙りそうな資産を購入することに躊躇した（福田康夫政権当時の伊吹文明）財務大臣の判断で見送りになる…という経緯もあった。日本側の一方的な「救済作戦」はありえず、両当局間の関係を暗示するものとしても興味深い。成否は別にして、他の主要な官民GSE債投資家との間でも、似たような状況が発生したに違いない。

【9】危機前後の世界資金フロー

GSE債から米国債へ 08年7月、「政府機関債（公的）」・「政府機関債（民間）」項目が売り越しに転じたのは事実だが、それ以上に「米国財務省証券（公的）」・「米国財務省証券（民間）」項目は7月以後も引き続き買い越し状

態を維持した、という事実を見落とすべきでない。つまり相当の外国投資家は、米国GSE債を売却して米国国債を購入したのである。GSE債売りが米国債売りに「飛び火」し、ドルが暴落するというシナリオは、「悪夢」としてはありうることだが、まだ現実ではなかった。

それは上記「証券種類別月次統計」が記録する通りだが、『通商白書2009』はさらに具体的な情報を提供している⁽⁹⁾。この資料は米国商務省および英国中銀資料に基づいて、米国を起点とする長期資金取引の世界ネットフローを、金融危機以前の07年第Ⅱ四半期とリーマン危機勃発を含む08年第Ⅲ四半期について整理し比較した2枚の、数値推計を含む統計図表から成る。冒頭で取り上げたIMF・GFSRのスタビリティ・マップ手法における10段階の「リスク・アピタイト」指標は、07年4月には（06年9月の第5分位から跳ね上がって）第7分位を示し、08年10月には（08年4月の第3分位から収縮して）第2分位を示した。この指標変化は、問題の07年第Ⅱ四半期がリスクテイクの積極化した時期であり、08年第Ⅲ四半期が極度のリスク回避期であったことと、密接な関連があると解してよい。そこで2枚の図表から読み取りうる内容を順に纏めよう。

07年第Ⅱ四半期 危機前の07年第Ⅱ四半期の動向から、（08年第Ⅲ四半期図との関連をも考慮しつつ）少なくとも次の3点を確認することができる。——①世界的な資金フローの変化は主として、株式・社債・国債等の証券取引、及び国際的なバンキングを通ずる銀行の与信受信活動に伴って発生する。②実体経済活動に伴う経営資源の移転という側面をもつ直接投資は、景気変動で大きく動くことはない。③地域分類で米国との資金取引が多かったのは、順に欧州・（租税回避地のカリブ海諸国等の）オフショア市場・（太平洋地域を加えた）アジアの主要三地域であった。原油取引による資金フローの多くはロンドンを経由するため、米国と欧州の取引関係として記録される。④欧州から米国への証券投資は、米国の欧州への証券投資を大きく上回る。その大部分は社債・株式に依り、米国債は少ない。アジアか

ら米国への投資記録は、証券投資と銀行・ノンバンク取引との合算でしか示せないが、欧州と異なり公的部門のウェイトが高い。米国からアジアへの投資総額は、アジアの対米投資合算額より遙かに少ない。

08年Ⅲ四半期 危機の08年Ⅲ四半期における変化の中で、注目点を挙げよう。——①欧州とオフショア市場は米国から直接投資以外の資金(すなわち証券投資および銀行・ノンバンク取引による資金)を引き揚げたが、米国も両地域から直接投資以外の資金を引き揚げた。②アジアの直接投資については、米国からアジアへの流出は続くが、アジアから米国へのネットフロー統計変化の記録を欠く(これは25億ドル以上の資金取引のみを記録する故であろう)。だが、証券投資および銀行・ノンバンク取引の合算では、アジアは欧州と異なり、米国への資金流出を継続させている。③欧州・オフショア市場の対米国証券投資は引揚げ超過を記録するにもかかわらず、その内訳において米国債投資のみは、危機の前以上の増加を記録する。④アジアの対米国投資のうち、公的部門が民間部門に比べて大幅に増えた。米国債が保有され続けていることは、強調するまでもない。米国は証券投資および銀行・ノンバンク取引でアジアから資金を引き揚げた。

以上の整理結果から、世界的な金融危機の発生と伝播に伴って、グローバルな投資活動の中に(直接投資を除き)本国への広範な資金回収運動が組み込まれたことが分かる(①全体と④後半等)。だが留意せよ、危機の渦中でも外国居住者による米国債投資は維持されたのだ(とくに③と④の下線部分を参照)。他の証券・銀行・ノンバンク取引で回収された資金が、米国債に再投資されるという動きも生じていた。米国債の投売りや金利急騰、それに伴うドル暴落が唐突に不可避となったのではなく、まさにその逆こそが現実には発生した事態だったのである。本稿[2]で見た非伝統的金融政策に伴う内外へのドル供給も、この事態が不可避となる過程を通して個々の政策毎にその功罪を評価されねばならぬわけであった。

対外資産・負債残高 グローバルな資金動向を扱う上記2枚の統計図表は米国を中心とする資金フローを対象するものだが、この広範なリパトリエーションの意味を検討するために、2枚を米国の各年末対外投資ポジションから確認されるストック統計と比較してみよう⁽¹⁰⁾。いま見た2007年第II四半期を過ぎた8月、既述のようにパリバショックを切っ掛けに世界的な金融不安が高まって12月末に至るのだが、この時点で米国の対外純債務残高は2兆4000億ドル強、奇しくも（当時の為替レート換算で）世界最大の対外純債権国日本の純資産残高と同額を記録した。この米国のネットで見えた対外純債務残高は、グロスで見えた対外資産残高17兆6000億ドルと対外負債残高20兆ドルの差額である。

同じ07年12月末における日本の対外純（ネット）資産残高250兆円（＝2兆4000ドル）は、グロスの対外資産残高610兆円と対外負債残高360兆円の差額だが、グロスで見えた米国の対外資産残高は日本の約3倍にも上り、対外負債残高が6倍近くに達する。日米比較の分析目的によっては、資産・負債ともに巨大な残高の僅かな差額がマイナス〔純債務〕を記録する（に過ぎぬ）米国と、資産・負債とも相対的に小さな残高の差額がプラス〔純債権〕を記録する（に過ぎぬ）日本——という対比が有効なケースもあろう。グロスの日米比較は、日本の対外純資産残高が例えば二位ドイツの2.5倍を記録する圧倒的な首位に立つ事実（2007年）と並んで、“世界一の対外純債権国・日本”という捉え方をする時に留意しておくべき事項の一つである。

07年第II四半期のグローバル資金統計が示すのは、3地域分類で最も大きな取引相手である（英国を含む）欧州との銀行・ノンバンク取引で、欧州→米国1247億ドル、米国→欧州1182億ドル、証券投資で欧州→米国2186億ドル、米国→欧州719億ドルという規模の値であった（10億ドル未満は四捨五入）。以上はすべてネットベースで捉えたフローの数値だとの注記があるから、例えば「証券投資」項目について2186億ドルという金額は、欧州居住者によるドル建て米国証券の購入が売却を（当該四半期に）上回っ

て、欧州から米国への同額の資本流出があったということを意味する。これに対して米国居住者によるポンド建て・ユーロ建て欧州証券の購入超過が719億ドルに留まるのは、「証券投資」項目を通ずる対欧州資本移動の点で、米国からの流出よりも米国への流入の方が遙かに巨額だったということの意味する

直接投資は欧州→米国327億ドル、米国→欧州665億ドルだが、いずれも新規の投資から撤退分を差し引いた3ヵ月間のネット金額を示す。直接投資フローが証券投資や銀行・ノンバンク取引に比べて少ないのは、直接投資残高が金融取引より小さいということの意味しない。この統計図表は、過去から徐々に積み上がって現存する直接投資が、景気や金利その他の状況で大幅に変動する部分を含むところの金融取引に比べて、どれほど大きいかを示すものではない。07年末の対外直接投資残高は、米国→外国が3兆3300億ドル、外国→米国が2兆4200億ドルであった⁽¹¹⁾。

対外残高と資金移動 ストック統計とフロー数値との比較は、国債発行残高の対GDP比のように有意なケースがあるにせよ、一般には慎重でなければなるまい。だが、試みにオフショア市場やアジアを上回る最大の取引相手地域欧州との取引のうち、最大項目である欧州から米国への「対米証券投資」項目を、同年末の対外米国負債残高と比べてみよう。——2000億ドル強は20兆ドルの1%に過ぎない。「銀行・ノンバンク取引」「直接投資」を加えた3項目合計でも、欧州から米国への資金フローは米国の対外負債残高の3.7%強に過ぎない。こういう大小関係は、米国から欧州への資金移動と米国対外資産残高との比較の場合にも変わらない。オフショア市場やアジアとの関係では、移動金額はさらに小さくなる。3地域合計で比較しても、類似の結果になる。居住者による購入と売却の当該四半期合計が、この種ネットベースの数値を相当上回ることは言うまでもないが、この意味での金融資産等の取引規模を年末ストック統計と比較する意味は大きくない。

「ネットベース」の意味を、四半期中の売却と購入の差額ではなく、欧州から米国への投資と米国から欧州への投資の差額と取る場合、その差額と資産残高または負債残高との比較は殆どネグリジブルとなる。そこで07年第Ⅱ四半期の「証券投資」「銀行・ノンバンク取引」「直接投資」の総計に関するこの意味でのネット・フローの数値を、同年末米国ストック統計のネット（純）残高2兆4000億ドルと比較してみると、欧州から米国への3760億ドルと米国から欧州への2958億ドルとの差額802億ドルは、その3.3%強に過ぎなかった。他地域との関係についても全地域をとっても、類似の結果が得られる。以上検討した資金フローに関する四半期の数値が、仮に年間全4期について得られた場合でも、四半期の合計または平均について、同じ結果が得られるであろう。要するに、どのような形の資金フローを取り上げても、ストックに対してごく僅かな割合の資金が移動するに過ぎないという結果は、変わらない。

金融危機の08年第Ⅲ四半期における既確認のフロー数値についても、その規模から同じことが言える。リーマンショック直後の第Ⅳ四半期には質への逃避がさらに激化し、ドルを求めて得られぬがゆえの——しばしば流動性危機と呼ばれる——狂奔が不可避となった。しかも、円キャリートレードの巻き戻しがファンディング通貨としてのドルの世界各地からの回収を惹き起し、それが本来のドルキャリートレードの巻き戻しに重なったために、ドルおよび円相場が急騰するという事情が、ここに加わったのである。欧州・オフショア・アジア各地域と米国との間で複雑な興味深い資金移動が生じたのだが、それは続稿の検討課題としておこう。だが、仮にこの第Ⅳ四半期について同様の統計作業が実現されたとしても、資金移動の規模そのものについて、桁が異なるほどの大きな集計結果が出るとは考えられない。いま見てきた2枚のフロー図表は、長期資金取引を対象とするものであり、短期金融市場を舞台に繰り広げられる調達・運用・回収をめぐる思惑混じりの資金取引は扱わない。08年第Ⅳ四半期について同様の膨大な統計作業の結果が得られたとしても、第Ⅲ四半期について得られた結

果を覆すことはないであろう。

[10] ドル体制展望

これまで確認してきたように、世界的な金融危機に伴って本国への広範な資金回収運動が生じた。だが広範ではあったが、それが既存の投資を根こそぎ掬い取るような、あるいはそれまでに積み重ねられた関係を清算して灰燼に帰せしめるような深度を持つことはなかった。米国がストックで世界最大の対外純債務国だというのは周知の事実だが、景気の激変や金融的なショックでさえ直接投資フローを直ちに解消させえないだけでなく、それ以外の金融的投資関係フローについても、国際的な資金の可動性に大きな相違があった事実を看過すべきでない。

米国債と米国通貨の発行主体は危機渦中の資金帰還過程においても、信認 (confidence) を維持し続けた。あるいはその信認あるが故に、リパトリエーションが可能になった。満期の短いドル建て米国債は、危機の渦中でもドルバランスと等価であり続ける。渦中だからこそ、場合によってはそれ以上でもあったろう。米国債の発行主体は、自余のドル建て負債の発行主体に勝る受信能力をもつ。市場で価値の発見できぬ金融資産とは異なって、差し迫った決済のために米国債でもって補充されたドルバランスは、カウンターパーティを通して最小限の必要ワーキングバランスを残し、引き続き——僅かとはいえ——利回りを求めて米国債へと向かう。その必要を凌駕する考慮が働いたこともあったろう。ドルが希求される状況のもとで、キャピタルロスがインカムゲインを上回るという懸念が持続的に優勢となる事態はありえない。グローバル化した世界経済は、米国の経常収支赤字と資本収支黒字、そしてその他世界の経常収支黒字と資本収支赤字という表裏一体の相互依存構造の中に、特異な政治経済的安定性を備えしめるに至っていたのだ。ドルが危機に陥ったのではなく、ドルを希求して得られぬが故に危機が、——驚愕・狼狽・相互不信が伝播したのであり、

破綻に陥るものが輩出したのである。

危機・恐慌・カタストロフィーなどという言葉に酔ってはならない。酔眼は客観的認識を曇らせる。ドル希求は勿論、危機勃発の故にリスクを伴う危険資産からリスクレスの安全資産への転換、いわゆる〈質への逃避 flight to quality〉が不可避となったために生じたものに他ならない。リスクアピタイトは極度に収縮した。様々なドル建て米国金融資産——住宅等ローンから複雑に組成された各種の証券化商品は無論のこと、民間企業とはいえ暗黙の政府保証を想定される政府支援機関が発行した債券でさえ、その信認が動揺する中であって、米国債という金融資産は世界の全経済主体にとって危機の渦中で緊急の逃避先たるにふさわしい信認 (confidence) を維持し、ドルが世界経済の基軸通貨として機能する状況を具体的に担い続けたのである。

注および文献

(A. 注)

(1) 09年4月号の第1章末付録によって、ごく簡単に「リスクアピタイト」指標の組立て方を見ておこう。これは①メリルリンチ・ファンドマネージャー・サーヴェイによる「投資家のリスクアピタイトサーヴェイ」、②「投資家の信認指標」、③新興市場への債券・株式資金ネット流入、④ゴールドマンサックスによる「リスク回避指標」の4項目から成る合成指標であり、夫々に01年から直近までのグラフ計4枚が付されて、詳しい説明が与えられる。他の5指標も5ないし6項目の合成指標として、数量化への努力が払われている(pp52-57)。本稿では、各GFSRからマップ6枚を抽出し1枚に纏めて再録した。

各巻付録は他にも有益な資料を含んでおり、立ち入った検討にとっての宝庫を成す。例えば09年4月号の「付録3」においては、「外国銀行と新興国間のスピルオーバー」という論題の下に、09年2月時点での「窮況依存行列 (distress dependence matrices)」が与えられる。これは国際業務を営む大銀行と新興国との相互依存関係を窮況度で計測したもので、危機の伝播を多少とも定量的に見るうえで興味深い行列表である。例えばメキシコ→シティが 0.59 、逆方向が 0.81 。チェコ→エルステが 0.47 、逆方向が 0.64 、など(pp60-64)。

(2) The Annual Report of the Council of the Economic Advisersの2009年版・第2章末の「展望」には、ファニメイ・フレディマックの将来に関する政府見解が、2社の清算・国有化・公益事業化などの可能性を巡って展開される。「暗黙の政府保証によって作り出される信用市場の歪み」に関する議論が事後に提出されるものだが、現実には08年9月に採用されたのは、公式には認めていなかった保証を追認するという行為に他ならなかった(萩原伸次郎監訳『米国経済白書 2009』(pp100-102))。

(3) 堀内昭義『金融システムの未来』は、今般の世界金融危機のはるか以前、日本のりそな問題以前の早い段階で、不良債権問題をバランスのとれた広い視野から検討しており、本稿で問題を考えるさいにも多くの示唆を得た。今般の米国の場合、貸出債権の不良化にとどまらず、複雑な(ときには意図的に過度に複雑な)証券化を施された資産の不良化が焦点となるので、問題が新しい装いを纏ってさらに困難化する。住宅ローン等貸付債権を流動化することと、流動化された債権としての証券化商品自体の流動性との間には、大きな懸隔がある。

(4) その他の方策を含め、『米国経済白書 2009』pp89-93には、この点について簡潔な要約がある。柴田徳太郎『資本主義の危機をいかに抑えるか』は、危機対策を（連邦政府によるもの・FRBによるもの・金融制度改革の）3項に分けて入念かつ簡潔に検討しているが、その内の政府による対策部分は、「FHA支援策」や「低利借換えへの政府保証」についての検討を含む（pp215-222）。

(5) 館龍一郎・浜田宏一『金融』第3章、または野口悠紀雄・藤井真理子『金融工学』第2章参照。

(6) どのようなタイプの金融危機論もリーマンブラザーズに関する検討を含まざるをえないが、邦書では岩田規久男『金融危機の経済学』第4章が、資産構成やレバレッジ分析をも含んで有益である。柴田徳太郎『資本主義の危機をいかに抑えるか』第7章、小峰隆夫共著『データで斬る世界不況』（パート2）なども、破綻当時の状況をも含む関連事項を扱って便利である。

(7) 以下の計数は、主として上掲『通商白書2009』pp5-6による。なお、2008年末の米国対外資産残高は19兆8880億ドル、同負債残高は23兆3570億ドル、対外純負債残高は3兆4690億ドルであった（International Financial Statistics・79aad~79ljd）。いずれも2007年末残高より増加しているが、その理由は本文の検討結果から明らかであろう。

(8) 中空麻奈『早わかりサブプライム不況』第3章。引用は順に、p108, p123。

(9) 『通商白書 2009』p20。必要な数値の便宜を考えて本稿に再録したが、原図はカラーによる区分けがあるので、もう少し見やすい。スタビリティマップの分位については、本稿末に再録した付図を参照。

(10) 以下の関係は、『米国経済白書 2009』p378（原統計は米国商務省・経済分析局）参照。なお以下の数値は、その後発表されたIMFの“International Financial Statistics”（ライン「79aad~79ljd」）の計数と、多少異なる。とくに米国の対外資産残高が、前者で17,639.954、後者で18,278.84など（単位10億ドル）。これは前者が暫定の速報値を含むためであろう。本稿のこの部分は、（08年後期講義ノートを利用したので）2008年6月末に発表された当時の07年12月末の計数に拠った。勿論、本文の論旨に大きな変更はない。

(11) International Financial Statistics” (「79aad~79ljd」) では、07年末の対外直接投資残高は、米国→外国が3兆4500億ドル、外国→米国が2兆4500億ドルであった。

(B.文献)

(1) 今般の世界金融危機をめぐっては、多数の文献が発表されており、今後もその数は増え続けるであろう。未読文献も多い。ここでは、今後(健康が許せば)予定している続稿を含め、このテーマについて考えるうえで、私にとって有益であった研究を10点——英文論稿4点と邦文で親しめる単行本6点に絞って挙げておきたい。続稿の端書にすぎぬ本稿では扱えず、直接の言及を避けて今後に委ねた多くの問題をめぐっても、この10点が念頭を離れることはなかった(英論文・邦書とも著者名アルファベット順)。

- M.D.Bordo, M.Flandreau; Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization (NBER, wps8584, Nov.2001)
- M.P.Dooley, D.Folkerts-Landau, P.M.Garber; Bretton Woods II still Defines the International Monetary System (NBER, wps14731, FEB. 2009)
- M.Haruta; The Recent Financial Turmoil in the United States: Exuberance, Novelty, and Well-intentioned Amplifiers (International Symposium on Crises and Lessons in World Modernization Process: The Research Center for the History of Modern World, Nankai University, June2009)
- F.E.Warnock and V.C. Warnock; International Capital Flows and U.S.Interest Rates (NBER, wps12560, Oct.2006)
- R. Bookstaber; A Demon of our own Design (遠藤真美訳『市場リスク 暴落は必然か』)
- 藤井真理子; 『金融革新と金融危機』
- A. Greenspan; The Age of Turbulence (山岡洋一・高遠裕子訳)『波乱の時代』
- 池尾和人・池田信夫; 『なぜ世界は不況に陥ったのか』
- 倉都康行; 『投資銀行バブルの終焉』
- 柴田徳太郎; 『資本主義の暴走をいかに抑えるか』

もし、ただ1点を挙げよと問われれば、迷った末に『波乱の時代』…という

ことになろうか。グリーンスパンの市場哲学を含むこの書物が、私にとっては結局、今般の世界金融危機についての最も優れた参考文献であった。今後、様々な角度から多数の文献が出るだろうが、その事情は変わるまい。体調不良で執筆が叶わぬとき、この書物の原著CD朗読版を聴いて苦痛を紛らせたこともあった。

(2) 本文執筆中の、とくに時事的な話題については、「日本経済新聞」を始めとする各種報道に負うところが多い。事項によっては「Financial Times」と「Business Week」の各電子版を参照したところもある。インターネット経由の邦語情報では、とくに「日経ビジネス・オンライン」と「ダイヤモンド・オンライン」から有益な示唆を得ることがあった。以上、煩を避けて一々断らないが、深く感謝している。久保田博幸『ネットで調べる経済指標』に入門中の初心者として、アクセスの容易になった各種情報の利用の巧拙が、研究成果を決める時代になったのだ…と、ありきたりの感慨を覚える。

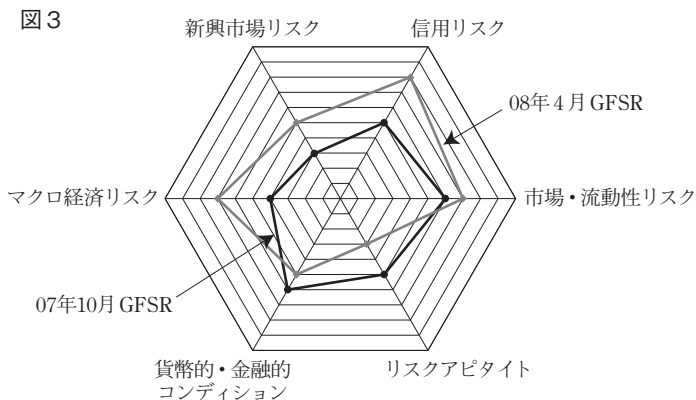
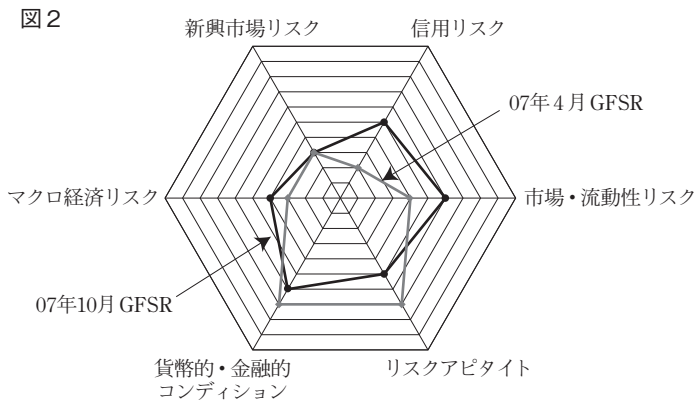
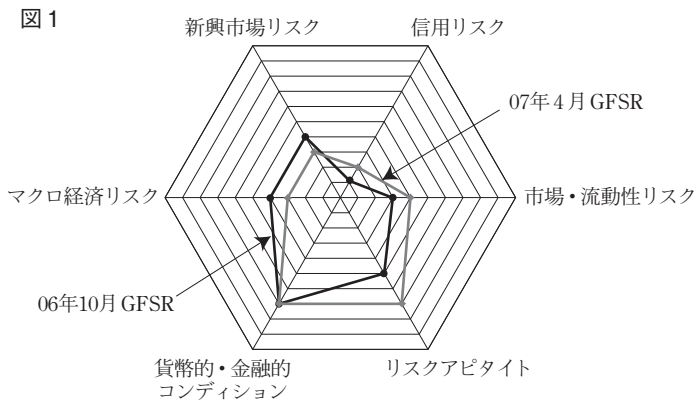
(3) 基本的な統計データについては、経済産業省『通商白書 2007』『通商白書 2008』『通商白書 2009』によって、大凡の状況を知ることが出来る。各巻第1章第1節の世界経済の現状、および第2節の米国経済に関する叙述は、多くの統計資料とその分析を含んで有益である。『通商白書 2007』の「世界から米国へ向かう資金ネットフロー」図 (p25) や、本稿末尾に再録した『通商白書 2009』の「米国を起点とした世界的な資金の流れ」図 (p20) のように、膨大な原統計から多大のエネルギーで作成されたに違いない貴重な資料も含まれる。2009年8月発行の09年版第1章第1節「金融危機から経済危機へと向かう世界経済」は、表題に関する09年時点での基本的な概説として、現在望みうる最も簡潔便利な研究であると思う。これで一通りのことは分かる。

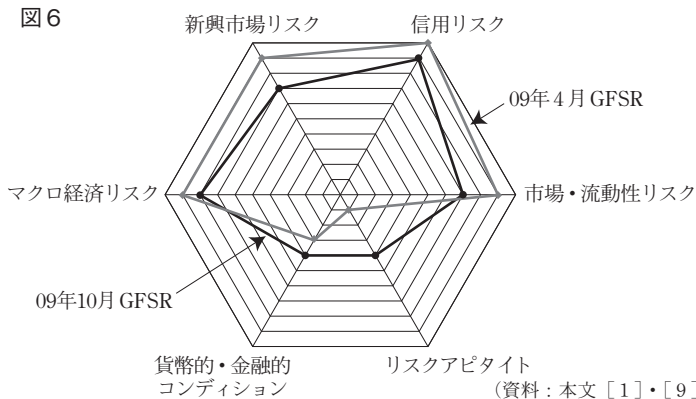
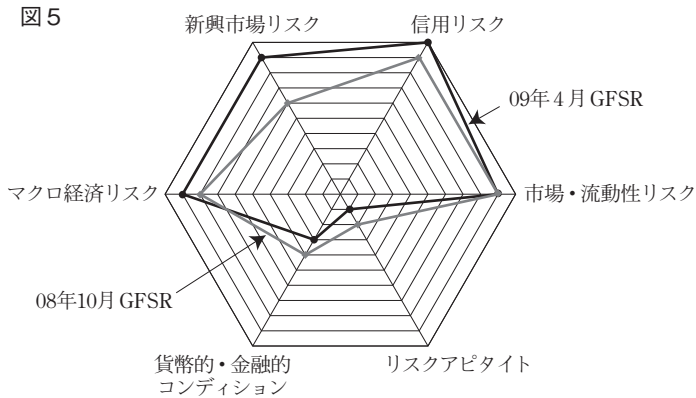
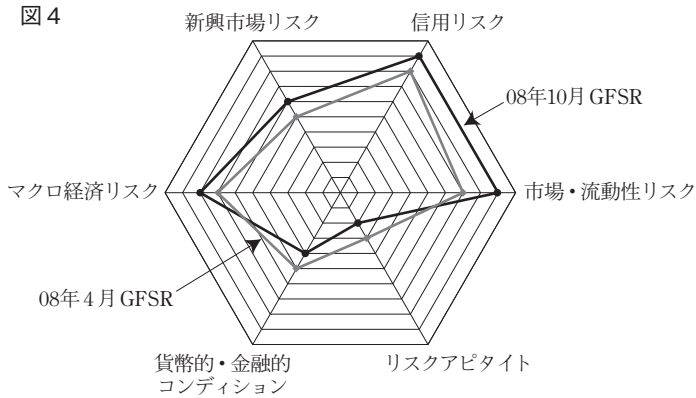
小峰隆夫他著『データで斬る世界不況』は、30問に分けたテーマの各項目ごとに、原統計から加工した複数の図表を伴う分析が加えられた便利な共同研究である。主要国の金融政策一覧表や年表も、付録にある。2009年4月刊行なので、統計数値は08年末頃までに限られる。続篇が待たれる。

萩原伸次郎監訳『米国経済白書』の名で出ている邦書の原文書、“The Annual Report of the Council of Economic Advisers”の2007・08・09各年版も、ユニークな米国経済論である。巻末には、米国経済に関する主要統計集がある。特別なケースを除き、これをIMFの“International Financial Statistics”によって(例えばライン「79aad~79ljd」で国際投資ポジション数値を得るなどのように)補えば、基礎的なデータはほぼ揃う。特定目的のための立ち入った統計は、そ

の都度インターネット探索を試みることになる。

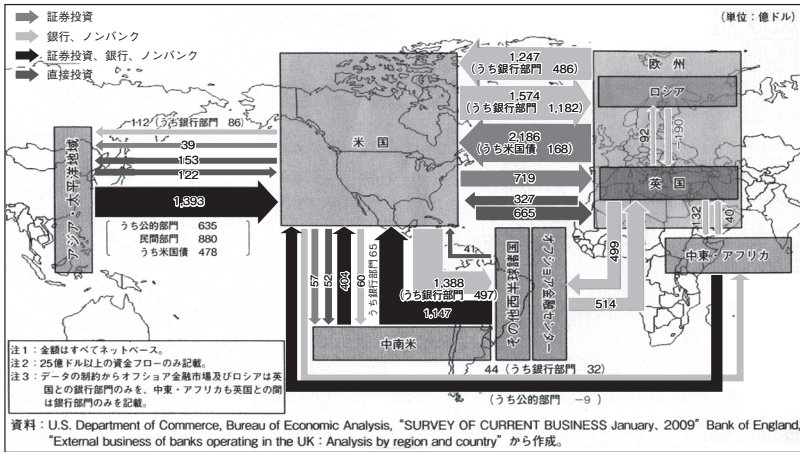
グローバル金融安定性マップ



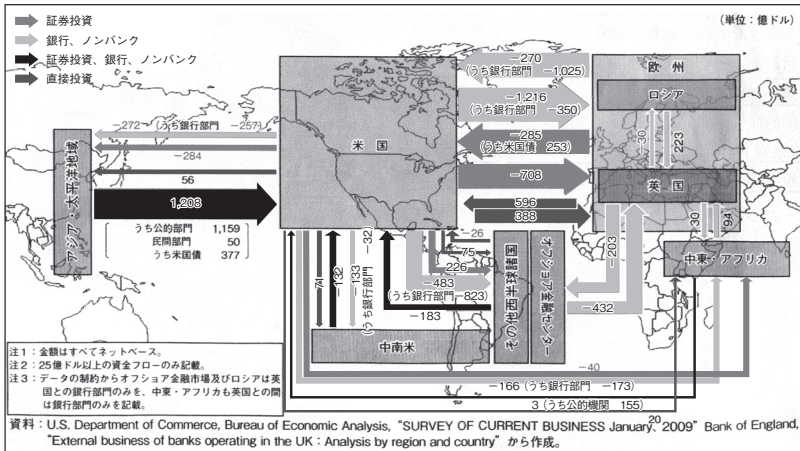


(資料：本文 [1]・[9] 参照)

米国を起点とした世界的な資金の流れ (2007年第2四半期)



米国を起点とした世界的な資金の流れ (2008年第3四半期)



(資料：本文 [9] 参照)

What Will Come after the Financial Crisis?

Masahiro FUJIKAWA

《Abstract》

This paper investigates what will come after the financial crisis of 2008. The contents are as follows.

- (1) Autumn 2009
- (2) Untraditional and extraordinary policies
- (3) Unfinished restoration of the financial systems
- (4) Uneven recovery of business activity
- (5) Difficulty of setting so-called “fair value”
- (6) Rewards for success
- (7) Self-responsibility
- (8) The GSE problem
- (9) Before and after the crisis
- (10) Prospects of the dollar-centered system