

米国発金融危機への対応

絹川直良

1. はじめに

米国発の金融危機は、欧米から始まって BRICs 等の新興国を含めた世界的な経済低迷に発展した。金融危機への対応に時間を費やし、特にリーマン破綻のように少なくとも短期的には大きな誤りを犯しているうちに、実体経済への悪影響は急速に世界中に広がった。日本は、米国初の金融危機だとして初動が遅れたが、経済のグローバル化、膨れあがった流動性、情報通信技術の進歩といった要因を前に、世界中が大きな渦に巻き込まれた。

米国の住宅市場が回復しない限り問題は解決しない。加えて、米国金融当局が、不良債権の抜本的な処理や銀行の国有化に踏み切っていない以上、金融不安は払拭されたとはいえない。

欧州では、欧州単一通貨ユーロを採用していた国については通貨危機こそ生じなかったが、金融機関の監督が国毎に異なる等、主権国家の集合体としての限界を持っていることが明らかになった。中東欧やロシアに経済・金融危機が拡大しており、この地域に大きなエクスポージャーを持つ金融機関を抱えるだけに、欧州の金融不安は残る。東アジアをはじめとする新興国はといえば、米国経済の落ち込みのインパクトが当初の予想以上に大きく、東アジア域内での経済的結びつきが増したとはいっても米国の経済回復頼みの要因が大きいことが明らかになった。この中で、中国は2008年11月に4兆元の景気対策を発表し、インドとともに東アジアでは経済牽引に大きな成果を挙げている。中国はこれに加えて大胆な金融緩和策をとった。

年々拡大してきた米国の経常収支赤字が急速に縮小し、ハードランディングの可能性が高まっている。多額の経常収支赤字をこれまでファイナンスしてきたのは中国をはじめとする新興国、中東の産油国や日本であるが、意図的に自国通貨安の政策をとってきたことと関係があるとの批判がある一方で、貯蓄率が年々低下を続け、不動産や株式の価格上昇を頼みに債務を増やしてきた米国こそ問題との反論がある。

発展途上国にとって米国国債あるいはつい最近までファニーメーなどのエージェンシー債が、流動性が高くリスクの少ない運用対象と考えられてきた。サブプライムローンや他の住宅ローンを組み込んだ証券化商品までが、高格付の付与も加わって、順調に販売されてきた。米ドルが基軸通貨であることも、米国への資金流入を容易にしてきた。

金融技術の進歩は各市場参加者単位でのリスクヘッジを可能にした。しかし、金融システム全体としてリスクが適切にコントロールされてきた訳ではない。時価会計は一方向への金融商

品の価格下落を招いたが、市場の地合によっては価格の底が見えなくなり、当局による買取価格設定も難しい。欧米の金融当局は銀行に加えて証券会社、保険会社やヘッジファンドも監督対象に含めようとしているが、特にヘッジファンドについてはオフショアでの活動を把握しない限り実効的な監督は難しい。

これまでであれば、経済成長を当て込んだ方策が有効だった。新興国の成長は米国の経済成長ももたらした。米国のIT革命も米国だけでなくグローバルに恩恵をもたらした。米国の経常収支赤字が年々拡大の一途をたどりグローバルな不均衡が拡大しても、米国の金融市場が優位性を保つ限りは維持可能との見方すらあった。それを支える欧米中心の金融システムが機能し、巨大金融機関が活発に活動していた。しかし、時価会計も不良債権の早期処理も、世界経済の成長が見込め米国中心の経済金融体制の下ではじめて円滑な実施が可能だったともいえる。

その意味で、日本や東アジアを中心とする新興国には、今こそ内需を本格的に拡大し、ハードランディングを回避することが求められる。実際に、本稿執筆時点では、中国をはじめとする新興国経済の急速な回復が見られている。また、金融機関監督、金融市場モニタリングのあり方や、金融機関のビジネスモデルを提示することが求められる。日本には、東アジアをはじめ新興国と欧米の橋渡しを行うことも期待されよう。東アジア経済統合推進や米国との経済関係強化も、色々な面から有効だろう。

ここでは、今回の金融危機全体を概観した上で、金融危機再発防止のために取られている方策を見ていく。特に金融機関による過大なリスクテイクを押さえるためにどこまで有効な手が取られているのかという点を中心に、再発防止策の有効性を検討し、地域的な取組の有効性に言及する。

2. 危機拡大の理由⁽¹⁾

(1) サブプライムローン

2000年前後当時、米国では、ITバブルが弾け株価が大きく下落した。FRBは、市場金利を1%台にまで引き下げて実質金利をゼロ近辺に保つ超低金利政策を採用した。景気は徐々に回復し、住宅ローン貸出が拡大し、住宅価格の上昇も、フロリダ州、カリフォルニア州、ネバダ州、アリゾナ州などで加速した。住宅価格の上昇に伴い自宅の担保価値が上昇し、消費者ローンの借入れが容易になり米国の消費の拡大を支えた。金融機関も、徐々に債務者の所得よりは、むしろ住宅の担保価値を重視した貸出しに移り、低所得者向けのローンが徐々に拡大していった。サブプライムローンは、低所得者向けの住宅貸出しであるが、借入人には人種的なマイノリティも多かった。過去数年内にクレジットカードなどの返済が1～2カ月遅れるといった債務返済の遅延があったり、所得証明を取得できない場合は、従来であれば住宅ローンを借りることができなかった。しかし、不動産価格が上昇を続け貸倒れによる予想損失率が低下して、金融機関の貸出し姿勢が積極化したこともあって、借入れが可能になった。

サブプライムローンの大半は、当初2年ないし3年間は返済額が軽減され、また固定金利で

あった。その後は返済額が2割から5割前後増加し、変動金利であった。当初の返済軽減期間は、一見金利が低く見えるので元利均等償還よりも人気が高かったが、ローン商品の返済期間を通してみれば、かなり高い金利が適用されていた。しかし、サブプライムローンを借りても、不動産価格の上昇が続きさえすれば、返済することができた。

第一に、住宅ローンを借りてから2、3年間返済すれば、返済実績が蓄積されることで債務者の貸出し評価上のランクが上昇し、サブプライム借入れと比較しより金利の低いプライムローンに借り換えできる可能性があった。

サブプライムローンの多くについてはブローカーが介在し、手数料を借入人から徴収していた。ブローカーはローンをまとめる度に手数料を受け取ることができたことから、借り換えにはきわめて積極的であった。

第二に、不動産価格が上昇すれば担保価値が上昇し、借入残高に対して担保価値の余裕ができるため、貸し手にとっての安全性が増し、借入金利が低下する可能性があった。好況が続くことで返済が進み、担保価値が上昇すれば、2年ないし3年後の返済負担上昇の前に借換えを行うことも可能であった。このように、従来は低所得者にとっては夢であったマイホームの取得が可能になるような希望を抱かせるものがあった。

しかし、2004年半ばから06年半ばにかけてFRBが短期市場金利を1%から5.25%にまで引き上げたことから、住宅価格は2006年秋から下落に転じた。加えて2003年から05年に借入れた人の返済額はこのころ急増し、サブプライムローンの債務不履行が一気に増加に転じた。

(2) 証券化商品

商業銀行や住宅ローン専門会社などの住宅金融会社は、サブプライムローン貸出にあたって、債務者の信用状況を審査のうえ貸出しを行う。次にこれら住宅金融会社は、その貸出債権の大部分を転売する。サブプライムローンを数千本単位でまとめて数十億ドル規模の資産プールを組成する。この貸出しのプールを担保にして、格付けの異なる複数の債券（RMBS, Residential Mortgage Backed Securities と呼ばれる）を発行する。この資産プールから発生する元利金返済のキャッシュフローを切り分けて、最初に最上級格付けの債券保有者に支払い、その後で、次の格付けの債券保有者に元利金を支払う。この仕組みにより、もともとのサブプライムローンは貸倒れリスクが高くても、最優先で元利金支払いを受ける債券のリスクは低くなり、最上級格付けを得る。

格付けの高い債券は販売が比較的容易であった。格付けの低い債券については、多数のRMBSの低格付け債券を集めて、再度プールをつくり、元利金返済の優先順位の異なる複数の債券を発行し、高格付けの債券をつくり出した。こうした二次的な証券化商品をCDO (Collateralized Debt Obligations) と呼ぶ。また、販売が困難な低格付けのCDOについては、さらにCDOをつくることにより、高格付け証券を作り出した。

こうした証券化商品について、優先劣後関係だけで十分な信用が得られない場合には、保険

会社などによる債務保証が行われた。大手保険会社の AIG やモノラインと呼ばれる信用補完専門の保険会社は、自らの高格付けを生かして、元利返済の保証を行った。債務保証にあたっては、CDS（Credit Default Swap）が多く用いられた。

格付機関は、格付けを与えるに際して、格付料を受け取り、これが格付会社にとっては重要な収入源となった。数次にわたって証券化が行われると、原資産について重複して格付料を受け取ることが可能であった。証券化業務を行う大手金融機関にとっては、なるべく高い格付けの債券を売りたいため、証券をどれだけ高格付けで発行できるかは重要な関心事であった。一方で、格付機関の間にも競争があり、格付けが甘めになる可能性があった。低格付けのサブプライムローンの大部分が、数次の証券化によって最上級格付けの債券に変換されていった。格付機関は、不動産価格の上昇が続くとの前提の下で格付けを行った。

格付機関は高格付けの債券が仮に債務不履行に陥ったとしても、一切責任を取らないと主張した。サブプライムローンの証券化商品は、2000年代に入って販売され始めた新商品であった。このため、リスクに対する市場の評価は定まっておらず、リスクテイクに対して保守的な投資家は購入しなかった。

格付機関は、同じ格付けの債券は原則として同じリスクであると説明していたが、AAA 格の債券でもサブプライムローンの RMBS や CDO の金利は、同じ格付けの国債、地方債、優良社債に比較して、やや高い金利で販売されていた。ファンドマネジャーの多くは、互いに運用成績を競っている。彼らの評価基準として、一定の格付け以上の債券で運用することを条件に相対的に高い利回りを出すとの条件が付されることが多いため、同じ格付けであれば少しでも金利の高い債券に投資しようとする。このため、一部の機関投資家は、国債や優良企業の発行する AAA 社債よりは、金利がやや高めめの CDO など証券化商品の AAA 債券を購入した。投資家の多くは、信用リスクの判断を格付けだけに頼る傾向があった。

(3) 危機の深刻化

2007年の春以降、サブプライム関連債券の市況は急速に悪化した。RMBSの平均的な流通価格を示す ABX 指数では、07年春にはほぼ元本と同じであった AAA 債券の価格は、08年3月には半値近くまで下落した。この結果、サブプライム関連資産を保有していた金融機関や投資家は巨額の損失を被った。サブプライム危機で、2007年の初めに住宅ローン専門会社などがまず破綻し、次にローンを債券化して流動性を高めていた金融機関に損失が拡大した。2007年6月には、証券化ビジネスを行っていた米国5位の投資銀行であるベアー・スターンズ傘下のヘッジファンドが大きな損失を発表した。サブプライムローンや不動産ローンは証券化の仕組みを使って、世界の投資家に広く販売されていた。このため、米国の住宅金融市場における貸倒損失の発生は、世界中の金融機関や投資家に影響を与えた。

2007年秋になると、大手金融機関が連結から外した SIV と呼ばれる特別目的会社が破綻に瀕し、スポンサーとなっていた大手金融機関が SIV を救済する事態が頻発した。SIV（Structured

Investment Vehicle) は、大手金融機関などが資産流動化証券からの利益を拡大するために、満期が長い RMBS や CDO をもう一度特別目的会社に保有させ、特別目的会社は満期が数週間から3カ月程度の ABCP (Asset Backed Commercial Paper) を投資家に販売して資金調達していた。このように、SIV は、金利の低い短期資金を使って金利の高い長期資産に投資していた。

大手金融機関は、複数の SIV のスポンサーになっていたが、これら SIV はその連結対象から外れていた。しかし SIV が市場の信用を失って ABCP を発行できなくなると、結局、これら大手金融機関は、顧客の信頼を維持するために資金援助を行った。10月にシティグループが巨額の損失を発表したが、欧州系の複数の金融機関も、同様に巨額の損失を計上した。

ついに、2008年3月には、投資銀行として5番手のベア・スターンズが事実上破綻状態に陥った。FRBが実質的な瑕疵担保責任を負いリスクを取ることによって、J.P.モルガン・チェースによる救済的な買収が実現した。これにより、金融市場が一時的に安定するだけでなく米国で5番目より上の投資銀行については恐らく破綻はなかろうという、“too big to fail”の具体的な線引きが具体的にみえたとの見方も生まれた。

さらに2008年9月に入り、米財務省がファニーメイとフレディマックに対する救済策を発表した。ファニーメイとフレディマックの2社については、政府が実質的に無制限に資本を提供するという約束をすることで救済した。

しかし、2008年9月15日に、リーマン・ブラザーズ（以下リーマン）がチャプター11（連邦倒産法第11章）の適用を申請して破綻した。直前の週末には、米国の金融界のトップがニューヨーク連銀に集まり、リーマンの救済についての議論が行われたが、ポールソン財務長官はリーマンに対しては政府資金を使った救済を行わない、という結論を明らかにし、リーマンは破綻した。

リーマンは規模から見ると、ベア・スターンズより一つ上に位置する4位の投資銀行であった。規模の大きな投資銀行について、政府による救済があるのかどうかについて市場に疑心暗鬼が広がり、さらに大手の投資銀行であるメリルリンチとモルガン・スタンレーに対する信用不安が拡大した。メリルリンチはバンク・オブ・アメリカに救済買収を求め、モルガン・スタンレーはしばらくして日本のメガバンクよりの資本を受け入れた。

リーマンの経営危機とほぼ同時に、AIGが資金繰り難に陥った。AIGは、優良保険会社と考えられていたが、突然資金繰りに詰まってニューヨーク連銀に駆け込んだ。リーマンは、倒産時点まで、CP（コマーシャル・ペーパー）は最上級の短期格付け、長期格付けも、格付会社フィッチが破綻の少し前までダブルA（破綻直前にシングルAに格下げ）を、ムーディーズとS&Pの格付けもシングルA格であった。AIGは、ダブルA格のまま実質破綻となった。このように、信用度が十分高いと思われていた金融機関が、突然実質破綻状態になり、金融市場は大混乱に陥った。

FRBは他の主要国の中央銀行と協力して、世界各国で活動している米銀に対するドルの流動性の供給を開始した。さらに米財務省は7000億ドルの金融危機対応策を発表した。この法案は

一度下院で否決されたが、上院で改正案を可決した後 10 月 3 日に下院で可決され成立した。

当初ポールソン財務長官は、不良債権の買取り枠が 7000 億ドルであると説明していたが、法案が成立すると、不良債権の買取りを資本注入に読み替え、公的資本注入を発表した。このほか、FRB による実質ゼロ金利政策の開始や民間企業への資金供与などにより、ようやく金融市場は落ち着いた。

3. 金融危機深刻化の背景

今回の危機の直接の原因、遠因として、それぞれ以下の諸点を挙げることができる。

(1) 危機の直接の原因

サブプライム問題は、不動産価格が大幅に値下がりしたことをきっかけとして深刻化した。しかし、不動産関連貸出による金融機関の損失額は、サブプライムローンより広い範囲までとって、1 兆ドル程度と言われており。平成金融恐慌で日本の銀行部門全体が計上した不良債権損失と同程度というのが当初の見方であった。米国政府当局者は 2008 年夏までは、さほど深刻な金融危機にはならない状況だと判断していた節がある。しかし実際には、世界規模の金融危機が発生した。この背景には、次のような要因があった。

イ. 負債・資本比率の引き上げ

証券取引委員会（Securities and Exchange Commission: SEC）は 2004 年にゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ、リーマン・ブラザーズ、および、ベア・スターンズの大手投資銀行 5 社に限って資本規制を弱めた。SEC による資本規制では、総負債・資本比率（レバレッジ倍率）は 12 倍が上限であった。しかしこの規制緩和により、5 社については 30～40 倍のレバレッジ倍率が容認されるようになった。加えて、投資銀行はすべて株式公開されており、配当圧力が強まっていた。

ロ. 金融派生商品取引や証券化商品取引の拡大

2000 年代に入って、金融派生商品や証券化商品を使った高レバレッジ取引が拡大した。特に、CDS が非常に拡大し、また SPV（特別目的会社等）を使ったファイナンスが拡大した。SPV については、リスクが完全に切り離せていないものや、本来連結決算から外していけないと思われるものを多数外していたようである。SPV のスポンサーとなった金融機関が当該 SPV との間で「特別目的会社が流動性不足に陥ったときに資金を供給する」という契約を結んでいる場合、本来はその SPV を連結すべきだった。

ハ. プライム・ブローカレッジ

リーマンはヘッジファンドとプライム・ブローカレッジ契約を結んでいた。この契約下では、リーマンはヘッジファンドによる様々な有価証券や金融派生商品の売買の仲介を、安い手数料で行う。但し、ヘッジファンドが預け入れた資産を投資銀行が自らの担保としてもう 1 回使ってよいという契約を結んでいた。具体的には、まず、ヘッジファンドがリーマンにプライム・ブローカーを依頼する。ヘッジファンドは、自分の保有する金融資産をリーマンに預けておき、

それを担保にしてリーマン経由で金融資産の売買や資金・有価証券の貸借取引を行う。リーマンは、この預かった顧客の担保資産を自分の資金調達に担保に使うことができる。同一の金融資産について、顧客ヘッジファンドと投資銀行は二重にレバレッジをかけていたことになる。

二. 政府による金融危機対応の失敗

米財務省とFRBは、投資銀行として業界第5位のベア・スターンズを救済した後に、それより規模の大きいリーマンを破綻させた。これは、市場参加者の期待に反するものであった。

第一に、リーマンは、金融派生商品取引市場では主要な参加者であったため、リーマンの取引の相手方は、巨額の金融派生商品取引を非常に短期間で清算する必要に迫られ、大きな混乱を招いた。リーマンとの取引で評価損益を上げた取引先は、リーマンの破綻に伴って突如その大部分を失うだけでなく大きな損失を被った。リーマンの取引の相手方は、金融派生商品の清算に伴い、リーマンとの取引によって構築していた投資ポジションやリスクヘッジを再構築する必要に迫られた。金利、為替相場、株価、信用リスク等の変化に伴って、金融派生商品の価値が変化することを見込んでつくっていた投資戦略やリスクヘッジ取引が、リーマンの破綻に伴って意味を持たなくなり、別の金融機関と契約を結び直す(再構築する)必要が生じた。これにはある程度の時間が必要であり、しかもリーマンの破綻に伴って金利、株価、為替相場などが大きく変化したために、相当の損失を被ることになった。

第二に、リーマンの破綻は、米国の一般企業の資金調達に大きなマイナスの影響を与えた。米国のMMF(優良な短期金融資産で運用する投資信託。格付の高いCP等流動性の高いものを運用対象に組み込んでいた。)の一部は、リーマンの破綻に伴い元本割れとなった。MMFは、金融機関や資産家層が利用するきわめて流動性の高い投資信託であり、運用マネージャーは実質的にこれを当座預金同様に使っていた。元本割れを起こしたため、MMFに対する取り付け的な資金引き出しが発生した。MMFは米国企業が短期資金調達のために発行するCPの買い手であったが、この取り付けをみてCPの買い付けをストップし、その結果、一般企業の資金繰りは急激に悪化した。この影響は、米国ばかりか日本を代表する企業の社債発行コストの急上昇にまで及んだ。

第三に、リーマンの破綻は、金融機関の財務内容の開示に対する信頼を喪失させた。金融市場において金融機関がお互いにその健全性を信頼できなくなる状況を生み出した。

第四に、リーマンとプライム・ブローカレッジ取引を行っていたヘッジファンドは、リーマンに預けてあった金融資産を引き出すことが不可能になり、大きな損失を被った。プライム・ブローカレッジを行っていたモルガン・スタンレーなどの他の大手投資銀行についても、リーマンの破綻に伴って、信用不安が発生し、預かり資産が流出した。

このリーマンの破綻に伴う信用不安の拡大で、リーマンとほぼ同時に資金繰り難に陥ったのがAIGである。AIGは保険業務に加えて、ロンドンにあったAIGの金融派生商品取引部門(AIG Financial Products)がリスクの大きな金融派生商品の一種であるCDSを大量に取引していた。

CDS は債務保証に近い機能を持つ金融派生商品である。仮に A 銀行が B 社の社債を持っている場合を考える。B 社が破綻すると A 銀行は大きな損失を被る。この倒産リスクをヘッジする機能を果たすのが CDS である。

AIG は CDS のプロテクションを大量に売却していた。リーマンの破綻に伴って、AIG が締結していた CDS の含み損が拡大した。この損失拡大に伴い、当初、ダブル A 格の AIG はシングル A への格下げに直面した。AIG が締結していた CDS 取引では、AIG の格付けが低下した場合には、AIG が将来補填しなければならない CDS の含み損をカバーできる担保を、取引の相手方に差し入れる条項が入っていた。このため、AIG は突如として巨額の担保を差し入れる必要が生じた。リーマンが破綻した 2008 年 9 月 15 日に、AIG は資金繰りに窮し、ニューヨーク連銀に対して巨額の借入れを申し込んだ。

AIG の破綻は、AIG に対して CDS 取引の含み益を保有していた取引先に損失を発生させ、連鎖破綻を発生させる懸念が大きかった。そこで、政府は、AIG に対して、まず約 8 兆 5000 億円相当の貸出枠を設定し、その後も支援を追加、最終的には合計約 15 兆円相当もの支援を行った。

CDS 取引によって AIG から債務保証を受けていた取引の相手方が経営悪化する、いわゆるカウンターパーティ・リスクが浮上した。リーマンや AIG は CDS 取引を盛んに行うトップ 20 社に含まれていた。貸出しに伴う信用リスクに比較すると、カウンターパーティ・リスクはほとんど開示されておらず、AIG の場合も、政府支援について連邦議会による追及が行われた数カ月後までは、政府による AIG の保護が、結局どの金融機関を支援する結果となったのかその詳細は開示されなかった。世界の金融市場において、多額の CDS 取引を行っている金融機関や企業の抱えるリスクに対する不安感が強まり、金融取引を萎縮させた。取引萎縮は、金融機関同士のインターバンク資金市場に及び、TED spread が急拡大した。

リーマン危機の後問題になったのは、投機的な株式と CDS の取引である。経営悪化が噂される金融機関の CDS プロテクションを買うと同時に、その金融機関の株を大量に空売りすると仮定する。空売りで株価が低下すると、格付機関はその金融機関の格付けを引き下げることがある。そうすると、CDS プロテクションの価値が上昇するため、投機家は利益を得ることができる。CDS は、このように、企業経営に大きな影響を与えるようになった。

(2) 危機の遠因

今回の危機の遠因を考えると以下の点を挙げることができる⁽²⁾。

イ. 世界経済の拡大と機関投資家の成長

戦後の世界経済の拡大は貿易の拡大を伴った。加えて、先進国に加えて新興国の成長が加速し、今や BRICs Next Eleven といった新興国の経済の伸びや国民の所得水準の伸びもめざましい。これに伴って、先進国のみならず発展途上国においても保険会社や年金基金の規模が拡大

し、いわゆる機関投資家が大きく成長した。これら機関投資家は、国内で運用を行うだけでなく、国外に運用の場を求めるようになった。

特に、外貨準備が一定の水準を超え、対外債務残高のコントロールに目処がついた国々の金融当局は、機関投資家に海外金融市場での運用を段階的に認めていくのが通例である。この背景としては、国内に、これら拡大していく機関投資家の運用を迎え入れるだけの債券市場、株式市場がまだ育っていないことが多いという事情もある。このようにして、国境を越える運用資金の流れは、CALPERSに代表される先進国所在の巨大機関投資家が作り出すものだけでなく、発展途上国の機関投資家によって作られていった。

これら機関投資家は、自ら運用にあたる場合もあるが、ある程度の部分の運用を他の金融機関に任せ、あるいは、投資信託を購入することも多い。投資信託の一種であるヘッジファンドは、少数の機関投資家より運用委託を受け入れるが、運用にあたっては、基本的な運用方針を定め、ハイリスク・ハイリターンを志向するのか、それともローリスク・ローリターンを志向するのか、明確にした上で運用委託を行う。従って、これら機関投資家が高いリターンを要求するため、運用にあたる金融機関あるいはヘッジファンドがハイリスク・ハイリターンを志向すると決めつけることには無理がある。しかし、実際には、機関投資家よりのビジネス獲得を目指して、金融機関やヘッジファンドが運用成績を競う傾向があることは否定できない。これが金融機関やヘッジファンドがレバレッジをかけた運用を手がける背景として考えられる。

ロ. グローバルな不均衡と低金利の継続

米国は、経常収支の赤字幅を拡大しながら、海外より消費財の購入を続けていったが、一方、中国、日本、BRICsを初めとする新興国、産油国は、米国への輸出を拡大する一方、自国通貨については急激な切り上げを回避し、外貨準備を蓄積していった。外貨準備の多くは米ドル建ての国債に投資され米国の中長期金利の引き下げに寄与したと言われる。また、一部は、ファニーメーやフレディマックなどの政府機関債に投資されていた。

このような不均衡の原因について、米国と新興国の間で議論が行われてきたが、今回の金融危機で、米国が消費を急激に減少させるというハードランディングのシナリオによって調整が図られることとなった。幸い、中国、インドなどの新興国が財政刺激策と金融緩和策を併用し、米国の急激な消費落ち込みによる影響を相当程度まで緩和したが、今後、世界経済が持続的成長の道筋に戻るためには、新興国の経済成長持続だけでなく、米国、日本、欧州先進国の経済成長も必要な条件となる。

ハ. 情報通信技術の革新

1980年代以降、いわゆる情報通信技術の革新が年を追って進んだ。現在では、遠隔地の市場で起きていることが瞬時に伝わるようになり、また、遠隔地の市場に金融商品の売り買いの注文を容易に出すことが出来るようになってきている。その意味で、情報の非対称性が働く部分は基本的に大きく縮小した。

事態が悪化してからは、機関投資家を含め市場参加者達は、新しく市場に流れる情報にはき

わめて敏感に反応するようになった。

二. 金融工学の発達

今回の金融危機で、もともと証券化商品自体に内在する non-recourse を初めとする問題点の多くを投資家の多くは認識しないまま危機を迎え、雪崩を打って証券化商品の価値が暴落した。証券化も、金融工学がもたらした優れた成果の一つであり、利用方法を誤らなければ、住宅ローンの健全な借り手と、機関投資家をはじめとする投資家を結びつける有効な手段となるはずであった。収益計上を目指す様々な市場参加者が、市場で競合する先との競争を激化させる中で、投資家に十分な説明を行わないまま商品の量産を進めていった。

ホ. 時価会計制度の適用

危機が深刻化して以降、証券化商品に買い手が付かなかった。時価評価が導入されたことで、一定の価格水準以上に時価が下落するとロスカットが集中することが指摘された。もっとも、証券化商品自体がもつ脆弱性が新しい買い手の出現を妨げたことがより重要であり、時価会計自体の問題を過度に重視するのは正しくないかもしれない。

ヘ. リスクテークの急速な拡大

金融機関によるリスクテークの拡大が今回の危機を拡大させた。先に、投資銀行についてレバレッジの拡大を見たが、金融機関全体についてリスクテークの拡大が進んできたことも忘れてはならない。

金融機関の屋台骨を揺るがすほどのリスクテークが国際的な金融問題として発生したのは、1980年代の中南米の累積債務問題の時である。特に大手米銀は、中小の銀行と比較して緩やかな自己資本比率規制の下にあり、結果として、主要9行はその自己資本の約2倍に及ぶラ米向け与信を抱えた⁽³⁾。第2次オイルショック後のオイルマネーの還流を受けて、米銀が中南米諸国に向けて積極的な融資姿勢を取ったことが大きい。米銀の多くは、この当時、不良債権を厳密に査定すれば実際には債務超過であったと、最近になって指摘されている。

4. 対応策

今回のような金融危機の再発を防止するために、どのような方策が取られたり、あるいは、検討されているかを見てみよう。

(1) 報酬制限

金融機関による経営者や経営幹部へ的高額報酬が、金融機関による過大なリスクテークをもたらしたとの指摘がある。そこで、報酬制限を設けようという考え方が力を得てきた。

当初は、優秀な人材を確保できない等として金融界よりの抵抗が強かったものの、公的資金を注入した金融機関については、事実上当局から報酬支払いに制限を設けられている。その中で、英国では、ボーナスで25千ポンドを超える額について50%の特別税をかけるという案が登場し⁽⁴⁾関係者を驚かせた。金融危機で英国政府が投じた公的資金の規模が他国と比較して大きいことは事実である。しかし、このような税金を導入しながら、ロンドンという国際金融セ

ンターが引き続きその機能を果たしていけるのかどうか、金融業の経済に占める割合が高い英国がこのような措置をとったことには驚きの声が上がった。

報酬制限は、より報酬の高い金融機関からの引き抜きには無力である。また、何年かにわたって延べ払いを義務づける方法も抜本的な対策にはならないだろう⁽⁵⁾。優先株による配当負担を軽減するという目的に加えて、報酬制限を回避するために、収益力を回復した米銀の中に公的資金を返済しようという動きが活発化したのは、当然ともいえる。公的資金返済の動きは、他の中小金融機関に投入できる公的資金枠の造成につながることもあって、米国財務省はこれを容認している。

(2) 自己資本比率規制の強化

S&Pによれば大手金融機関の自己資本比率は軒並み最低限のレベルを下回っている⁽⁶⁾。もっとも、一見最低水準を上回っているように思われる金融機関であっても、レバレッジの高低を区別していないことから、自己資本比率の上下だけでは危機発生前に危機のシグナルを見いだすことができなかった。自己資本の定義そのものを厳しくして、Coreの自己資本であるTier 1で見ようとの考えが勢いを得ているが、リスク資産に対する比率等については未だコンセンサスが形成されていない模様である。

また、自己資本比率規制では、好況時に金融機関がリスクテークに走り、不況時には逆にリスクテークを抑える行動に出るというpro-cyclicalityの問題が生じる。この問題への対応策として、好況時にはより多くの自己資本を積みませ、不況時には求める自己資本の金額を減らすという選択肢が考えられている。

(3) 業務規制の強化

ユニバーサルバンキングへの流れがここ20年程度継続してきた。1999年金融制度改革法はグラススティーガル法で採られた銀行・証券分離の建前を大きく修正した。さらに、その前からシティなどはこの動きを事実上先取り、銀行・証券の垣根を事実上崩しユニバーサルバンキングの道を走ってきた。金融機関が過度のリスクテークを行わないようにするためには、グラススティーガル法を復活させるべきという考え方が浮上した。その代表としてはボルカーが挙げられる。BOEのキング総裁も、巨大金融機関の分割を主張しながらグラススティーガル法を導入すべきとしている。

これに対して、巨大金融機関全体をより包括的・総合的に規制することで、過大なリスクテークを抑えようというのがオバマ政権による当初のアイデアであった⁽⁷⁾。

グラススティーガル法を復活させても、リーマンのような過大なリスクテークは起こりうるし、長くユニバーサルバンキングを取っているドイツ、フランスや英国の金融機関をそのままにして米国だけ規制を強化しても効果は限られている。CDSに代表される金融デリバティブの問題を考えるのであれば、市場参加者の規制だけでは片手落ちだろう。

(4) Too Big to Fail の修正

Too Big to Fail とは、直訳すれば「大きすぎて潰せない」という意味である。1984年に経営破綻したコンティネンタルイリノイ銀行は、きわめて迅速に救済された。その後、この原則は、グローバルに各国金融当局の間で定着している。

しかし、ここにきて金融機関の規模に一定の制限をかけようという動きが現れている。スイス中央銀行は、グローバルに巨大金融機関の破綻を処理するシステムがつかれないとすれば、UBS や Credit Suisse といった同国の大手金融機関の規模を強制的に縮小することを検討していることを明らかにしている⁽⁸⁾。米国の研究者ながら BOE の政策委員を務めるアダムポーゼンは、一般論として最大手の銀行の閉鎖の可能性にも言及しながら、銀行の規模について何らかの制限をかけることを真剣に考慮する必要があると説いている⁽⁹⁾。

(5) 不良債権処理の先送りとストレステスト

イ. 米国の不良債権処理方法

米国では、大手銀行 19 行についてストレステストが 2009 年 2-3 月に実施された。

米政府は、2008 年 10 月に開始した金融安定化プランでは米銀 70 行に対し 2180 億ドルの優先株購入を含め、2009 年 3 月末時点では 7000 億ドルの枠のうち 5904 億ドルを動員していた。しかし、納税者は、銀行や投資銀行幹部の高額報酬問題で、公的資金を金融機関に追加的に投入することについては冷やかなスタンスであり、財務長官のガイトナー自身がニューヨーク連銀総裁時代にウォールストリートの金融機関幹部と頻繁に行き来があったことから、ガイトナーが金融システム再建の司令塔である事への批判も聞かれるようになっていた。そこで、ガイトナーは、2009 年 3 月に発表した官民投資プログラム (PPIP) では、スキームに様々な工夫を凝らした。

官民投資プログラムのうち、不良債権 (legacy loan) 買取プログラムについては、まず銀行が売却しようという資産を特定し、ついで、それを購入できるかどうかを参加銀行と連邦預金保険機構・財務省が決定する。もっとも高い値段を提示したものが、官民投資プログラムでその金額の半分を手当することができる。今、額面 100 ドルの資産について 84 ドルがもっとも高い値段であったとする。この場合、連邦預金保険機構が 72 ドル分について買い手の借入を保証し、購入資産がその債務の担保として付く。残余の 12 ドル分はエクイティとなるが、このうち投資家の負担は半分の 6 ドル部分で済み、残額の 6 ドル相当分は財務省が拠出する。このように、債務：株式の比率は 6：1 であり、かつ、株式部分については民間の拠出は半分である。このように、民間投資家は 14 倍のレバレッジをかけて投資を行うことができ、かつ資金調達には連邦預金保険機構の保証がつく。

問題債券 (legacy securities) 買取プログラムについては、民間投資家が 100 ドルを投資する場合、財務省も 100 ドルを投資し、同時に、官民投資ファンド (PPIF) に 100 ドルの融資を行う。財務省はこれと別に 100 ドルまで官民投資ファンドに融資を行うことができ、民間投資家

は合計して300ドル（あるいは財務省より追加融資を受ければ400ドル）の投資を行うことができる。この場合、レバレッジは3あるいは4倍である。

財務省の説明を見てみよう。不良債権の官民投資プログラムには民間投資家が参加することから価格の透明性が保たれ、財務省が買い入れる対象資産についても特に財務省が高値づかみをする可能性が排除されるとした。また、官民投資プログラムの資金調達を連邦預金保険機構が保証するなどしてこれを援助しており、官民投資プログラムに投資する投資家にとっては、政府保証というインセンティブがある。これに14倍のレバレッジがつく。また、財務省は、売買させる不良債権については一定以上の価格水準を目指しているとした。

しかし、第一に、これは金融界の要望に非常に近いプランであり、対象資産にもし問題がおきれば、民間投資家購入分についても政府が保証していることから政府が損失をかぶる。民間投資家の参加を促しているようで、実際にはリスクを納税者が負担しているに過ぎないとの批判があった。

第二に、財務省は官民投資プログラム推進にあたってその運営にあたるアセットマネージャーを選抜するが、彼らは既に顧客勘定で今回対象となっている不良資産を保有している可能性があり、そのような資産についてアセットマネージャーが価格設定を行うというのは、同じ資産を持つ投資家に恩恵を与えてしまうとの批判があった。実際に、既に昨秋よりTARP資金を受け入れている大手米銀は流通市場で最上級格付の不良資産を元本の6掛け程度で購入を始めているという報道があり、問題視された。また、質の高いアセットについては買いが入ろうが、そうでないアセットについてどの程度の買いが入るかはなほ疑問との指摘もあった。

第三に、不良資産を売却する側の金融機関にしてみれば、売却を行えば損失が顕現するという点がネックとなり、これになかなか踏み切れないだろうとの批判があった。一方、購入した場合にFEDや財務省からの借入と同様に有形無形の圧力を政府筋から受ける可能性があり、それが金融機関にこのプログラムの利用をためらわせるとの批判があった。

特定の不良資産の処理を推進する立場からは、不良資産に投資する民間投資家には明確な呼び水が必要であろう。この点を考慮して、価格の決定、資金調達へのサポート、レバレッジなどの仕組みが作られたと考えられる。しかし、そのために納税者が大きな潜在的风险を抱え込むことになってしまった。また、上記の批判のうち、特に第三の、金融機関がこのプログラムを利用するインセンティブの問題は、やはり現実のものになり、利用は伸び悩んだ。

その場凌ぎの対応に終始するのに比べれば、官民投資プログラムの設定は一つの前進だったといえよう。しかし、本格的な不良債権処理への呼び水であったかどうか疑わしい。

ロ. 大手米銀に対するストレステスト実施

米財務省は、2009年2-3月に、大手米銀19行について一定のストレスをかけた状況で資本が十分かどうかをみるテストを実施し、その結果を2009年5月初に公表した。19行全体で2010年までの間に5990億ドルの損失を被る可能性があるとし、このうち10行に6ヶ月以内に合計746億ドルの資本調達を行う様求めた。

ストレステストは、日本では資産査定と訳されているが、ここでは、ベースラインおよびより厳しいシナリオの2つの条件のもとで、それぞれ銀行の収益状況がどのようになるかをみて、必要な資本額を算出するものであり、多少資産査定とはニュアンスを異にする。ここでのベースラインシナリオおよびより厳しいシナリオは、実質 GDP、失業率および住宅価格の3つについて設定されているが、実質 GDP についてはベースライン見通しが-2.0%（2009年）、+2.1%（2010）、より厳しいシナリオも年率-3.3%（2009年）、+0.5%（2010年）と、この時点で直近の米国 GDP 伸び率（1-3月期）が前年同期比 -6%であることと対比すると、比較的楽観的なものであった。

また、当初の説明では、FRB、連邦預金保険機構等より150人以上の検査官が米銀19行を訪問するとしていたが、19行1行あたりでは7-8人に過ぎない。大手米銀の規模を考えると、とてもこの程度の人数で経営状態がつかめたとは思えない。

加えて、各米銀が3月初めに提出した見込みに対して、財務省が各米銀を横断的にみて4月下旬にその見込みを通知するという形で進められた。ただ、結果について各米銀にそのまま受け入れを強く求めるのではなく、実際に4月下旬より情報がもれており、大手米銀との間でテストの結果について実際に交渉が行われた様である。

官民投資プログラムは、納税者の反発を考慮した米政府による簿外での支援策であったといえよう。また、ストレステストのシナリオもかなり甘い。官民投資プログラムの活用の道を残しながら、基本的には時間をかけて米銀の経営建て直しを期待するものではないかと思われる。

2009年12月に入り、シティは、205億ドルを資本調達し、政府から優先株200億ドルを買い戻し、発行済み株式の34%を占める政府保有の普通株については、半年から1年かけて政府が市場で順次売却するとした。ウェルズも132億ドル余りを新規調達し、優先株250億ドルを買い入れ消却すると発表した。

公的資金を受けた金融機関は、年間約数十億ドルの配当負担が生じるうえ、幹部報酬を制限され、人材獲得の面で不利になる。株式相場の反発で市場から資本を調達しやすくなったのを機に、返済の動きが加速したことには理解できる部分もある。米政府にも早期返済を歓迎する事情がある。財政赤字が増大する中で、追加の景気・雇用対策の財源捻出に苦勞しており、金融安定化法の資金を流用したいという事情もある。

しかし、大手米銀の収益力は十分に回復していない。シティ・グループ、バンカメの返済後の中核自己資本比率は11%前後と他米銀よりは高いが、再び損失がかさめば、公的資金の再注入の可能性も考えられる。シティとバンカメは政府による不良資産の損失肩代わり契約を打ち切り、それぞれ1千億ドル超の資産を財務諸表に再計上したが、リスク資産が一挙に増え、新規の貸し出しを伸ばしにくくなる可能性もある。特に、金融機関による融資を促進したいという米政権の意図に逆行する懸念も残っており、オバマ米大統領は12月半ばに金融界の首脳らと会い、融資を伸ばすよう要請を行った。

このように、米国は、抜本的な不良資産処理や金融機関の資本増強を行わずに対応してきて

いる。もっとも、この方法の有効性の前提として、株価が一定水準を維持するなど金融市場の安定が必要でありきわめて脆弱な基礎の上に成立しているといえよう。

ハ. 欧州でのストレステスト

欧州では、2009年5月に、ECOFIN（欧州経済・財務相理事会）が22の主要金融機関についてストレステストを実施した。欧州については、ベースラインシナリオの下ではTier One Capitalはバーゼル合意での最低充足基準である4%を遙かに上回る9%強等、さらに厳しい状況（adverse scenario）下では、2009-2010年の潜在的な損失は4000億ユーロに上るものの、Tier One比率は合計で8%を上回り、1行も6%未満になることはないと発表された⁽¹⁰⁾。後者の場合は、貸倒れやトレーディングに関わる潜在的な損失が、2009-2010年に約4,000億ユーロ（52兆円）に達する可能性があるとしているが、金融機関の財政状態は、そうした悲観的な状況下でも適正な資本水準を維持するのに十分としている。6%未満となる金融機関さえ一つもないとしている。

もっとも、金融機関が抱える不良債権の規模についてまだ不安感が残っている。個別行のデータが示されていないこと、対象グループの総資産は、EU金融部門の約60%を占めるとは言え、全体のストレステスト結果を推定できるものではないこと、及び、これら金融機関が中東欧向けに保有する債権への不安も漂っているためである。

(6) 国際的な対応

イ. G-20での検討

G-20は今回の金融危機を受けて、首脳レベルの会合に格上げされた。2009年9月にピッツバーグで行われたG-20会合では、表「G20で打ち出された国際的な金融規制の強化」に示す諸点について検討が行われ、これを受けた具体的検討が始まっている。G-20は首脳レベルの会合となることもあり、それまでBISを中心に行われていた検討の枠組みに対し、さらに上位の枠組みが重層的に登場したと考えられる。

G-20は、また、1999年に創設した金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum :FSF）⁽¹¹⁾を、そのロンドン・サミット（2009年4月）の宣言を踏まえて、より強固な組織基盤と拡大した能力を持つ金融安定理事会（Financial Stability Board :FSB）に再構成した。FSBは、4月および11月に報告書を公にしているが、合意形成の難しい問題について専門的立場から提案を行うことが求められている。実際に11月に公表されたProgress Reportにはより具体的な記述が見られる。

ロ. BISの対応

FSBの動きを受け、バーゼル銀行監督委員会での検討内容を集約したものが2009年9月に公表された。さらに、同委員会は、2009年12月に、新資本規制の市中協議案を発表した。主な内容としては、資本の質・一貫性および透明性を向上させること、自己資本の枠組みにおけるリスク捕捉を強化すること、ストレス時に取り崩しが可能な資本バッファを好況時に積み

G20 で打ち出された国際的な金融規制の強化

バーゼルⅡの強化
自己資本の質の強化（Tier I 資本の主要部分は普通株と内部留保とするなど） プロクシカリティ（景気循環増幅効果）抑制のための資本バッファの導入 補完的措置としてレバレッジ比率（負債÷資本）導入 トレーディング勘定に対する資本賦課（必要な資本の量）の強化 ストレス時における流動性カバレッジ比率規制 カウンターパーティーリスク（取引相手とのエクスポージャーの合計）の捕捉
会計基準の強化
金融商品の分類と測定の見直し 減損（貸倒引当金）の発生モデルから予想損失モデルへの変更 ヘッジ会計の簡素化
報酬規制の導入（「健全な報酬慣行に関する原則」の適用）
OTC デリバティブ市場の改革 CDS 中央精算機関の導入など
国境を越えた破綻処理及びシステム上重要な金融機関の規制と監督の強化
クロスボーダーで活動する大規模金融機関に対する危機管理グループの設置 クロスボーダー金融機関への危機時の介入・破綻処理の枠組みの強化
新たなリスクの発生と規制裁定行為の防止策
格付会社の規制監督強化 ヘッジファンドの規制監督の強化
マクロプルーデンスへの取り組み
情報共有等、金融規制・監督における国際協調の強化

source: G20 発表資料(含、外務省による邦訳)、及び東洋経済新報社(2009.12.26) 所載の表に筆者が加筆修正。

立てることを促す一連の措置を導入すること、国際的に活動する銀行に対して国際的な流動性基準を導入すること等を挙げることができる。

導入時期については、2012 年末までを目標とし、金融情勢が改善し景気回復が確実になった時点で段階的に実施に移せるようにするとした。「完全に水準調整された一連の基準」は 10 年末までに策定されるが、新基準への円滑な移行を確保するため、適切な段階の実施に向けた措置およびグランドファザーリング（既存の取り扱いを一定期間認める措置）を十分に長期にわたり設定する予定であるとした。

これは、金融危機の結果自己資本に不安を抱える金融機関が貸し渋りなどに出る可能性があり、そのリスクを避けるために、新自己資本規制の導入を実質的に延期したものと解されている。

新たな規制では、国際業務を手がける金融機関について自己資本比率全体の最低水準が引き上げられる。普通株と内部留保の合計が一定の比率を超えるよう求める「狭義の中核的自己資本（コア Tier1）」も導入される。配当が高く利益の外部流出が多い優先株などはコア資本から

除かれる。

金融危機の再発時に、資金繰り破綻に追い込まれないようにするための新規制も導入する。危機再発に備え、現金のほか、国債など換金しやすい資産を一定比率で保有することを義務づける。

シティ、バンカメリカ、JP モルガンチェース、ウェルズはきそって TARP よりの公的資金の返済に動いたが、これは報酬制限を逃れるためのものと見られている。しかし、FRB よりの保証で資金調達コストが押さえられていることが大きく、今後景気が悪化した場合に公的資金注入を求める可能性を否定し切れないことから、この返済は金融システムに不安を与えるものとなっている。

(7) レバレッジへの規制の必要

金融機関による信用創造そのものがレバレッジといえる。しかし、通常は、レバレッジといえば、キャッシュを担保に入れるなどすることによってその何倍かの運用を行う手法を指す。シャドウバンキングという言葉に示されるように、預金の受け入れと貸出を行う「銀行」以外にもこのような広義の信用創造を行う市場参加者が数多く生まれその影響力を増した。しかし、その多くは、銀行としての規制の枠外にあった。銀行自身も、SIV を関係会社等の形で抱え込んだところがある。リーマンショック後、これらレバレッジを本格的に手がける市場参加者の多くはそのポジションを大きく削減している。

投資銀行だけでなく、金融機関全体について、レバレッジへの本格的な規制を検討しないかぎり、今回のような危機が形を変えて生じる可能性が高いと指摘する向きは少なくない。

5. 終わりに

金融危機再発防止に向けての取組は、漸く本格化、具体化したものの、各国でどのような規制に落ち着くかという点ではまだ固まっていない部分が多い。その中で、以下いくつかの点を強調したい。

(1) グローバルな金融規制を考える枠組み

クロスボーダーの資本の動きを止めてしまうことは難しい。BRICs に代表される新興国の経済成長の果実を先進国や他の発展途上国が享受しようという動きが続くであろうし、経済活動だけはクロスボーダーでの活動を認め、同様の資本の流れは制限するという使い分けは事実上難しい。

金融機関の評価は基本的に市場での評価にゆだねられるとすれば、収益目標、配当、あるいは ROE、ROA といった収益率を目標にした競争の結果に大きく左右される。これが、too big to fail の考え方やモラルハザードに結びつけば、過大なリスクテイクが繰り返される。これは報酬制限などで回避できる問題ではなからう。

それでも、金融機関の活動に対する規制の動きは当面継続しよう。放置すれば過大なリスク

テークの結果として、経営破綻の可能性が生じ、本店所在地の国民の税負担につながるためである。国によってはスイスの様に金融機関のサイズが国民経済の規模に比較して大きすぎるために、そのような税負担自体を考えるのが難しいところもある。金融機関の規模に対して制限を課す考え方も、一定の力を得よう。

むろん、金融規制は基本的に各国主権にゆだねられており、G20にしても、G7にしても、そこでの決定事項は、そこでの決定事項がそれぞれ国内的な同意を伴うことで、はじめて意味を持つ。これらグループへの参加が各国の任意に基づくものであることがそのベースにある。BIS や FSB による専門的な検討も、同様にメンバー国の財務省あるいは中央銀行の任意参加をベースにしている。これら機関が、お互いに情報交換を行い、役割分担を行うことで、これまで対処してきた。技術的、専門的な分野に属する事柄ということで、専門家間の検討やそこで作り出された方向性に、各国が従ってきたというのがこれまでの姿だろう。

米国が 2009 年春に実施したストレステストとそれにつづく公的資金返済の動きは、市場メカニズムに頼りすぎるものというべきだろう。重要なのは、市場の評価を基本にしなが、安定性を持ち緊急事態への対応を可能にするような枠組みを整備していくことであろう。

現在各国が直面している金融規制のあり方についても、手探りで、市場での評価の基準となるべきものを、先導して確立していくという方法が引き続き有効だろう。言い換えれば、専門家による検討が市場による評価を先導する形で進む可能性が高い。

(2) 地域的な取組の可能性

欧州連合（27 カ国）中、単一通貨ユーロを採用している国（15 カ国）についても、金融規制が国毎に異なることが今回金融危機の中で大きな問題として浮上した。預金保険で保護される預金の金額や、経営危機に瀕した金融機関への対応方法などが国によって異なることが問題とされた。2008 年 11 月に設置されたハイレベルグループは 2009 年 2 月にラロジエール報告書をまとめたが、そこでの提案を受けて、2009 年 6 月に、欧州システミックリスク評議会（European Systemic Risk Board ESRB）、及び、欧州金融規制監督者システム（European System of Financial Supervisors ESFS）の設置が決定された。ESRB はマクロのプルデンシャル規制の任にあたり、ESFS はミクロのプルデンシャル規制の任にあたる。後者の機能の一部は ECB が担当する。

東アジアでは、経済規模、一人あたり国民所得のみならず、政治体制、宗教、民族など、ASEAN+3 と呼ばれる国、地域の間でも、大きなばらつきがあり、とても欧州のような地域統合を具体的に考えられる状況にはない。欧州のような試みはまだかなり先のことと見る向きが多い。

しかし、1997 年 7 月にタイに始まった通貨危機が短期間に東アジアのほぼ全域に伝播し甚大な被害を被ったことで、東アジアでも、通貨危機の再発防止に向けた取組が活発化している。チェンマイイニシアティブのマルチ化に続き、常設事務局設置についてもメンバー国で合意を見た。債券市場整備、振興に向けた取組も成果を挙げている。中央銀行間のグループとしては、

東アジアにも様々なものがあるが、特に EMEAP はいくつかの委員会を設けて具体的に情報交換や調査を行っている。この地域での経済統合の進展を後押しする形で、FTA 等の締結を推進するのが先決であるが、金融機関の監督面でも東アジア地域でより緊密な協力を関係国間で取っていく余地は大きいと考えられる。これをチェンマイイニシアティブの常設事務局が持つべき機能に加えることが考えられる。

(3) 地域金融機関への回帰とグローバルに展開する金融機関の併存

金融機関といっても全ての金融機関がレバレッジの高い経営を行っているわけではない。

日本でも、金利自由化や短期金融市場の整備が本格的に実施された 1980 年代半ば過ぎまでは、地方の金融機関の多くは貸出を預金受け入れが大きく上回り、この余剰資金は、短資会社を経由して有担保コール市場あるいは手形市場での運用に回ったり、あるいは、農林中央金庫、全信連といった系統金融機関を経由してこれら短期金融市場で運用され、慢性的に資金調達に悩む都市銀行に回っていた。もっとも、このようなルートでの低リスクでの一定以上のリターン確保は難しくなり、地方金融機関の中には、証券化商品などに手を出して失敗するところも現われた。この点、グラミン銀行の試みが貧困対策としても注目を集めたり、あるいは、信用金庫に代表される協同組合金融機関がもつ企業の審査能力（特に「目利き」能力と呼ばれることがある）が改めて注目されている。

協同組合組織金融機関の場合、預金・融資が基本的にその地域で完結し、また企業・個人との取引については長期的な関係を重視している。この行き方を積極的に評価し、グローバルなルールを適用しないのではなく、グローバルなルールとローカルなルールが共存する考え方が提唱されている⁽¹²⁾。これはグローバルな経済成長と金融市場のメカニズムを過大視しない考え方であり、より積極的に規制のあり方を問うものとして、日本だけでなく、新興国でも目を向けるべきだろう。

(注)

- (1) 2 及び 3 (1) については深尾光洋「米国発の金融危機と金融システム改革」(2007) に多くを拠っている。
- (2) 金融危機については、1929 年の「大恐慌」の他、最近ではグローバル化に伴う本格的な危機として 1907 年に米国が経験した危機を挙げるものもある。危機はそれぞれその様相を異にしており、一つとして同じものはない。
- (3) 氷見野良三 (2003)
- (4) 2009 年 12 月 9 日にダーリング財務省が議会での演説の中で明らかにした。2010 年 4 月までに支払われるボーナスが対象。
- (5) たとえば、Posner は Pay Caps for Financial Executives で報酬制限に反対している。http://www.becker-posner-blog.com/2009/10/pay_caps_for_fi.html
- (6) Edward Harrison of Market Writedowns によれば、S&P のリスト上、risk adjusted capital ratio は 8% を下回っている。即ちみずほ (2.8)、シティ・グループ (2.1)、三井住友 (3.5)、三菱 (4.9)、Allied

Irish (5.0) DZ Deutsche Zentr (5.3) Danske Bank (5.4)、BBVA (5.4)、Bank of Ireland (6.2)、Bank of America (5.8)、Deutsche Bank (6.1)、Cajade Ahorros Barcelona (6.2)、UniCredit (6.3)。

(7) オバマ政権は、2010年1月21日に、(1) 預金を取り扱う商業銀行については、リスクの高い事業を事実上禁止し、自己勘定による高リスク商品の取引を制限すること、(2) 金融機関全般について、負債の市場シェアに一定の制限を加えるとの案を明らかにした。金融規制については前政権の路線を引き継いだ政権発足当時と比べると大きな変化であり、次述の Too Big to Fail の考え方への修正という面もある。但し、既存の金融機関の分割まで進む可能性は低いと思われる他、米国のみ規制では実効性に限界がある。

なお、これに先だって、1月14日には、資産規模が500億ドルを超える金融機関について、総資産から Tire 1 を差し引いた後、銀行については FDIC が保証する預金額に対し、また、保険会社については保険契約準備金をそれぞれ除いた額に対し 0.15% 程度の特別税を賦課する考えを明らかにした。これにより、向こう10年で900億ドル、12年で1170億ドルの徴収が見込まれる。

(8) 2009年6月19日 Financial Times “Switzerland looks at cutting size of biggest lenders to contain risk”

(9) 2009年10月13日 Forbes <http://www.forbes.com/feeds/afx/2009/10/13/afx6993736.html>

(10) 2009年10月1日 ECOFIN 発表

(11) 金融市場の監督及びサーベイランスに関する情報交換と国際協力の強化を通じて国際金融の安定を促進することを目的に、7カ国蔵相・中央銀行総裁会議によって1999年に創設された。FSFには、そのメンバー国及び地域の関連当局、金融監督当局による国際機関（バーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構（IOSCO）、保険監督者国際機構（IAIS））・国際金融機関（IMF、世界銀行）等が参加している。日本からは金融庁、財務省及び日本銀行が参加している。

(12) 加藤春樹（2009）

参考文献・資料

加藤秀樹 グローバルとローカルが共存 金融は「世界2制度に」（2009）WEDGE 2009年8月号

絹川直良 金融危機の本質と展望（2009）時事通信社「時事評論」2009年4月号

絹川直良 ガイトナープランで不良債権処理は進むか—米金融システム再建の可能を探る（2009）政策研究フォーラム「改革者」2009年6月号

倉津康行「予見された経済危機」（2009）日経BP社

氷見野良三「検証 BIS 規制と日本」（2003）金融財政事情研究会

深尾光洋 「米国発の金融危機と金融システム改革」（2009）伊藤隆敏 八代尚宏編「日本経済の活性化」（日本経済新聞出版社）所載

岩田規久男 金融危機の経済学（2009）、東洋経済新報社

Naked Capitalism（www.nakedcapitalism.com）所載のコメント

Richard A. Posner, A Failure of Capitalism（2009）、Harvard University Press