

CARF ワーキングペーパー

CARF-J-058

金融のグローバル化、その光と影：2007年以降の 金融危機を中心に

東京大学大学院経済学研究科
植田和男

2009年1月

- ✿ 現在、CARFはAIG、シティグループ、第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARF ワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARFワーキングペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。
http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複写することは差し控えて下さい。

金融のグローバル化：その光と影

2007年夏からの金融危機を中心に

植田和男

2007年夏からの米国のいわゆるサブプライム・ローン問題に端を発する金融危機は1年強の間に地球全体を覆い尽くし、各国政府・中央銀行の必死の努力にもかかわらず、いまだにその出口が見えていない。むしろ、金融危機が実体経済に深刻な影響をおよぼしつつあり、少なくとも2009年央までは金融と実体経済の負の連鎖は必死だとみられている。今回の危機がここまで深刻なものになった一つの背景は、危機に至る過程でリスクの高い金融商品が世界中の投資家に販売されていたことである。すなわち、金融のグローバル化の負の側面が出てしまったわけである。以下では、今回の危機の分析を通じて、金融のグローバル化の負の側面について考えてみたい。

金融のグローバル化の歴史

1980年代からのグローバル化の進展の中で今回の危機が発生したわけだが、金融のグローバル化は今回が初めてではなく、歴史的に何度もみられた現象である。特に大きな波として無視できないのが19世紀後半から第一次世界大戦までの時期である。この時期には中心国英国、金本位制のもとで金融のグローバル化が幅広く進展した。また、蒸気汽船、電報、電話などの運輸・交通手段の発達も重要な役割を果たしている。この動きは第一次大戦で終わりをつげ、その後の金本位制復帰の努力も最終的には失敗に終わり、第二次世界大戦へと突入していく。

戦間期の混乱が一部投機的な国際資本移動によっていたとの認識が広まったため、第二次世界大戦後のブレトンウッズ体制は、固定レート制度を採用するとともに、民間の国際資本移動は原則禁止とした。これが変わるのが、中心国米国のマクロ政策の規律が失われ、インフレーションが進行してからである。先進諸国の間では固定レートに代わって変動レート制が採用され、資本移動規制の緩和を容易にした。1980年代以降、規制緩和の風潮の広まり、IT技術の発達、ベルリンの壁崩壊などが、一段と世界経済、金融のグローバル化を促した。

金融のグローバル化は様々な便益を世界経済にもたらした。教科書的には、国境を越えた資金の貸し借り、資産運用の国際分散を可能にしたわけであり、新興国の成長も金融のグローバル化を抜きには考えられなかったといえよう。しかし、金融のグローバル化の負の部分として金融危機の多発傾向があることも古くからよく知られていた。例えば、Reinhart & Rogoff(2007)は、過去150年程度のデータを見ると、グローバル化と金融危機の発生傾向の間に正の相関があることを指摘している。結論めいたことを先取りすれば、

われわれはいまだに金融のグローバル化の正の部分だけを享受し、負の影響をシャットアウトするような制度作りに成功していないと言えよう。

今回の金融危機の特徴

今回の危機も過去のそれと同じように、規律を欠いた投資が幅広く行われたことに起因している。ただ、そこに至った経緯には過去と似たものがあつたり、今回に特有なものがあつたりする。そのあたりを少し詳しく分析してみよう。まず、危機の性格を振り返ってみる。

今回の危機の一つの中心となったサブプライム・ローン問題の根幹には、米国の住宅価格の大幅変動がある。Shiller（2008）によれば、米国の住宅価格は実質値で見て、過去100年以上、おおむね安定している。例外は大恐慌期でこの一定値から20-30%程度下方への乖離がしばらく続いた。もう一つの例外が、1990年代半ば以降であり、今度は2006年にかけて上方に大きく乖離している。2006年後半以降下落に転じたが、まだ過去の平均水準よりは大分上にある。いわば住宅価格にバブルが発生し、これが破裂したという状況である。この住宅価格の動きと呼応する形で米国の住宅投資も2006年にかけて過去のピークを大幅に上回り、現在は過去のボトムくらいの所まで急落している。

サブプライム・ローンは住宅価格上昇をあてにした住宅ローンである。借り手は信用度が低く、通常では返済が難しいような人たちである。しかし、ローン組成後、住宅価格が上昇すれば、余裕ができ、より条件のよいローンに借り換えるなどして返済をしていくことが可能となる。従って、住宅価格上昇が止まると、延滞率が当然上昇するという仕組みになっていたわけである。実際、2006年後半に住宅価格が下落に転じると、2007年初めからサブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品も大幅に下落に転じ、2007年夏の金融危機勃発につながったわけである。

今回の危機を一段と深刻なものにしたのは、規律を欠いた金融的な投資の対象がサブプライム・ローン関連の商品に限らなかったことである。大まかにはリスクの高いクレジット商品全般に対して高いレバレッジをとっての投資行動が目立ったといえよう。こうした商品の例としてサブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品があるし、M&A 関連の貸出債権、ハイ・イールド債等をあげることができる。これらに加えてハイリスクの投資としては、CDS プロテクションの売りがある。以上、いずれも大まかにはプットオプションの売りのポジションであり、テール・リスクが無視できない場合には大きなリスクを抱えていることになる。

高いレバレッジでのリスク資産投資の背景

それではなぜハイリスクの商品へ高いレバレッジで投資するという行動が流行したのだろうか。ここでは理由を二つに絞って説明したい。

まず第一にマクロ経済環境の安定である。これは2003年以降というよりは1990年代半ば以降かなり長期間にわたって進行した現象といえる。インフレ率は主要先進国で安定し、きびしい金融引き締めが実行されることも稀になった。また、実体経済も日本を除いた主要国で高めの成長率の回りで安定し、投資家のリスク感覚を鈍らせた。いわば、マクロ経済安定化の試みが成功し、これが皮肉にも投資家のリスク・テイクを後押ししたのである。ここには歴史に学ばず、近い過去から将来を推し量る人間行動の問題点が反映されているという見方もできよう。

第二に、金融制度がレバレッジを高めやすくする方向にシフトした。1988年に導入されたBISの自己資本比率規制は、単純化していえば、最低自己資本比率を8%と定めることによってレバレッジは12.5倍までとしたのである。¹これを逃れるために、銀行は貸出債権の（場合によっては証券化しての）売却という手段を多用した。オリジネーションの手数料を稼ぐが、自ら保有することによる自己資本負担は避けようということである。さらに多用されたのは、実質的には自らの子会社であっても規制上の観点からは子会社ではないように作った例えばSIV(Structured Investment Vehicle)のような組織にこうした証券化商品を多く保有させるという戦略である。こうした実質子会社には資産運用のアドバイスをし、その手数料を取るとか、いざというときの流動ラインを約束し、やはりその手数料をとるといような形で、親銀行は自らの収益源としていたのである。もちろん、これらの子会社はBIS規制の枠外なのでレバレッジを高くすることもできる。要するに、規制逃れのために銀行は自らの別働隊をその外に作ったという形である。以上を図式的に表したのが図1である。

厳しいものになったディレバレッジの過程

以上のような理由で積極的に展開された高いレバレッジでのリスク資産運用は、2006年後半の米国住宅価格の反転下落以降巻き戻しの過程に入る。資産価格下落で傷ついたバランスシートを修復しよう、低下した自己資本比率を上昇させよう、結果として一段と高まってしまったレバレッジ²を下げよう（＝ディレバレッジ）という局面に入ったのである。ここでの驚きはこのディレバレッジの過程がきわめて厳しいものとなり、2008年末を迎えても未だそれが道半ばだという点である。以下その理由を探ってみよう。

ディレバレッジの過程が厳しいものになった第一の理由は時価会計が浸透していたことである。サブプライム・ローン関連の証券化商品の価格下落が危機の引き金になったわけだが、これは市場性の商品であり一応時価が存在する。これを保有する金融機関等のバランスシートが時価評価されると、損失は誰の目にも明らかとなる。自己資本規制の下にある銀行はもとより、顧客による解約に備えようとするファンド等も直ちにディレバ

¹ レバレッジ＝総資産÷自己資本なので、 $100 \div 8 = 12.5$ である。

² 資産価値が下落した部分を自己資本から控除すれば、レバレッジ＝総資産÷自己資本は上昇する。

ッジングを開始する。その方法は価格の下がった資産を売却し、負債を返済することである。多くの主体が同様の動きをしたため、一段の価格下落が発生し、さらなるディレバレッジが必要になるという悪循環が発生した。ディレバレッジの過程がゆっくりと10年近くをかけて進行した日本とは対照的である。

サブプライム・ローン関連の証券化商品の売却が始まったわけだが、残念ながらその多くは顧客の嗜好に合わせたテーラーメイドの商品であり、流動性は低かった。結果として、量は売れず価格ばかり下落することになる。そうすると、資産売却の動きは他の流動性の高い商品にも飛び火する。各国の株や債券等が幅広く売られたのはこのためである。これはまたいっそうのディレバレッジにつながる。

銀行別働隊のバランスシートは銀行と同様の脆弱性を抱えていた。すなわち、資産サイドは中長期の流動性の低い商品（例えばサブプライム・ローン関連の証券化商品）であり、負債サイドは短期のABCPであった。³ こうした構造は資産が劣化しているという不安心理が資金供給者の間に広がると取り付けの的になりやすい。こうして別働隊の多くは取り付けにあい、親銀行からの流動性ラインの利用を開始し、銀行は流動性調達に追われた。さらに別働隊の経営が悪化すると銀行はそれを吸収せざるを得なくなった。吸収しない場合のreputation riskを気にしたといわれている。こうして別働隊として外に出したバランスシートは銀行の下に戻ってきてしまったわけである。この部分は自己資本規制にさらされることになるわけだから一段のディレバレッジ圧力がかかることになる。また当初から銀行の流動性調達圧力が高まったのもこうした背景があった。図2はいわゆるテッド・スプレッド（LIBOR—政府短期証券の利回り）を示している。2007年夏に直ちに急騰し、2008年9月以降はブラックマンデー時のピークをも更新するところまで流動性調達圧力、あるいは短期金融市場でのカウンターパーティ・リスク認識が高まったことがわかる。

カウンターパーティ・リスク意識をさらに高めた要因として証券化商品等が世界中の投資家に販売されていたこと、さらにCDSを用いてそのリスクがもう一度再配分された結果、誰がどの程度のクレジット・リスクを抱えているかがきわめて不透明になったことが指摘できる。そもそも証券化モデル（あるいはoriginate to distributeモデル）では、信用リスクがそのリスクテークに適した様々な投資家に販売されることによって、銀行にリスクが集中している場合に比べれば、システミック・リスクの削減にも役立つとされたわけだが、結局その逆になってしまったのは皮肉である。

こうしてディレバレッジの過程は様々な悪循環を起こして厳しいものとなり、金融機関、投資家一般に思ったほどのバランスシート修復はならず、リスクテーク能力は著しく落ち込んでいるというのが現状である。そのため、SIVに始まった取り付けの波は、投資銀行に広がった上に、一般のノンバンク・セクターをも巻き込む動きとなっている。

³ 投資銀行も同様のビジネス、資産負債構造上の弱点を抱えていた。ほぼ似た構造だが、例えば証券化商品を保有し、それを担保にレポ市場でその資金調達をするという形である。

この間、政府・中央銀行による対応のまずさが事態をさらに悪化させた。図2にあるように、2007年夏の危機表面化直後からターム物金利は急上昇した。望ましい中央銀行のオペレーションとしては、ターム物資金を積極的に供給するということであったはずである。しかし、例えばFEDの場合、こうした対応は12月を待たねばならなかった。その間に流動性（資金繰り）の問題が、多くの主体にとってソルバンシーの問題に転化してしまった可能性がある。2008年以降、取り付けの波が投資銀行に押し寄せる中で、同セクターへの公的資本注入を含むセーフティ・ネットの構築作業は遅れた。結果として、9月のリーマン・ブラザーズ証券の破綻に至り、その後、世界規模で事態は大幅に悪化したのである。410月以降に採用された政策措置はきわめて大胆なものばかりだが、自ら招いた種を自ら刈り取るという性格が濃く、事態の根本的な打開には至っていない。

おわりに

以上、今次危機の性格、原因、危機の波及の過程について論じてきた。2008年末現在、金融危機は新たな段階を迎えている。金融危機が実体経済に波及し、10月後半以降世界経済全体が崖を転げ落ちるかのような急速な減速傾向を見せている。その原因は、金融危機が経済主体の資金調達面にマイナスの影響をもたらしていること、資産価格下落、及び危機に伴う将来不安から金融機関だけでなく、家計、企業がディレバレッジの過程に入り、支出行動を抑制していることにある。他方で、主要国政府が大規模な財政出動を約束し始めていることから、市場は足元の経済悪化と将来の政策期待との綱引きで動いており、今後の経済動向とともに予断を許さない状態にある。

最後に金融、そのグローバル化の将来について簡単に触れておこう。今回の危機が規制逃れの面も持つハイレバレッジのリスク資産投資に起因していたことから、こうした行動には今後より厳しい網がかぶせられることになるだろう。ただし、米国流の投資銀行はほぼ消滅してしまったし、SIV等も壊滅的打撃を被っていることもあり、今後は、商業銀行一般に対する自己資本規制がより厳しくなることが予想される。これは下手をすると一段と金融収縮を悪化させる効果を持つ。事態の改善を待って自己資本規制の経済変動拡大的な面(**pro-cyclicality**)を修正する措置がとられることを期待したい。⁵ 規制は別として、金融機関、投資家一般自身にもレバレッジを効かせたハイリスク資産投資は下火にしようという誘因が働こう。それはやはり近い過去を見て将来を推し量る人間は、今回の事態を百年に一回のもの、したがって近い将来には起こりにくいものと考えるよりは、上昇した**historical volatility**を織り込んで投資行動に必要な自己資本を計算するため、自ずとリスクテークが制限されるということである。その結果、ハイリスクの金融資産投資、さらには実物資産投資も制限され、世界経済の潜在成長率に何がしかのマイナスの影響が発生する

⁴ もちろん、9月以降の混乱は、民主主義の下、政治や一般国民を説得するコストだという側面もあろうが、あまりに大きなコストだったといわざるを得ない。

⁵ 例えば、最低自己資本比率を総資産の増加関数とするなどである。

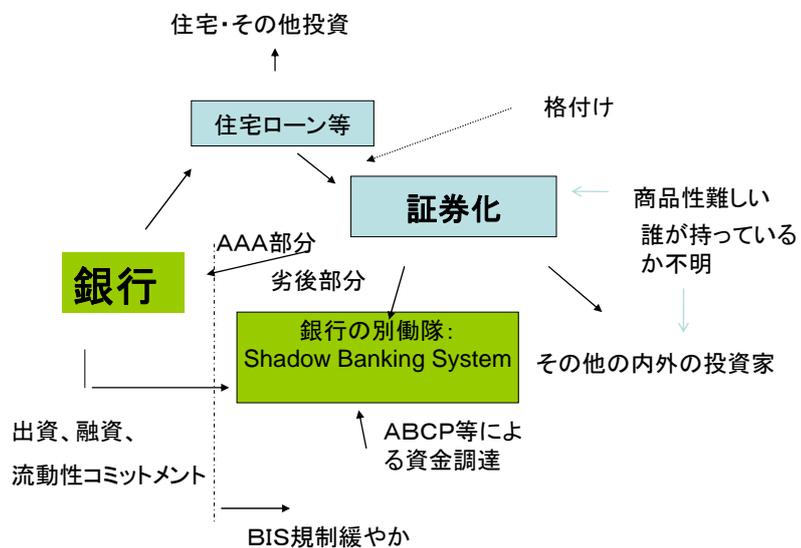
可能性は否定できない。

金融のグローバル化についても何らかのブレーキがかかる可能性は高い。しかし、今回の事態を反省すると、グローバル化の弱点が出たわけではあるが、むしろ特に中心国である米国発で異常なまでの規律を欠いた投資行動が目立ったということである。歴史上、中心国にこのような事態が起こるとほぼ必ず、国際金融システムは動揺をきたしている。この点の修正、将来に向けての備え作りは容易ではない。過度の資本移動抑制策ではなく、金融活動の相互監視の強化が対応の軸となることを期待したい。

引用文献

- Reinhart, C. & K. Rogoff (2008) “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises,” NBER Discussion Paper No. 13882.
- Shiller, R. (2008) The Subprime Solution, Princeton University Press.

図1、Originate to Distribute モデル：
レバレッジ上昇、貸出規律低下、不透明性増大



☒ 2

3MLIBOR - 3MTreasury Bill Rate

