

Nouriel Roubini : 金融危機前の「予言」と危機後の処方箋

福井義高

青山学院大学国際マネジメント研究科

平成23年5月30日

1. 今日、何を伝えたいか

今回の金融危機を「予言」していた数少ない経済学者として、しばしば取り上げられるのが、ニューヨーク大学教授Nouriel Roubiniである。今日は、まず、彼が金融危機前（2006年以前）、実際にどのように当時の経済状況を理解し、何を「予言」していたのか、本人の論文（参考文献参照）、特に、Roubini（2006a, 2006b, 2007）に拠りながら検討する。さらに、危機が生じてからの彼の事実認識及び危機後の処方箋はどのようなものか、主にRoubini and Mihm（2011）に拠りながら解説する。最後に、Roubiniの議論に対する批判も紹介する。

2. 危機前の認識 : Global Imbalances

危機前、彼の関心の中心は、米国経済のTwin Deficitsすなわち経常赤字と財政赤字、そしてそれと表裏一体の関係にあるGlobal Imbalancesの維持不可能性にあった。

Twin Deficits を定義上必ず成り立つマクロ恒等式で表現すれば、

$$\begin{aligned} \text{経常赤字} &= \text{貯蓄不足} + \text{財政赤字} \\ &= \text{投資} - \text{貯蓄} + \text{財政支出} - \text{税収} \\ &= \text{投資} - (\text{所得} - \text{消費}) + \text{財政支出} - \text{税収} \\ &= \text{設備投資} + \text{住宅投資} + \text{消費} + \text{財政支出} - (\text{所得} + \text{税収}) \\ &= \text{資本流入} = \text{他国経常黒字} \end{aligned}$$

となる。つまり、米国の経常赤字は国内貯蓄不足と財政赤字の合計に等しく、他国の経常黒字によってファイナンスされなければならない。なお、ここで「されなければならない」というのは「そうあるべきだ」ということではなく、定義上「そうなる」ということである。

長年続いている米国の経常赤字と他国の経常黒字という組合せを、他の多くのマクロ経済学者同様、RoubiniはGlobal Imbalancesと表現している。しかし、この必ず成り立たねばならない関係を何と呼ぼうが、それ自体何らかの意味のある主張になるわけではない。

それでは、Roubiniはこの関係をもとに、如何なる主張を行っていたのか。まず、他国に比べ米国に投資機会が豊富にあるから、資金が流入しているのであり、こうしたImbalancesに「問題」があるわけではなく、むしろ効率的資源配分の観点から望ましい状態であるという、一部（大部分？）の経済学者の議論を、彼は誤りであるとする。

Roubiniによれば、中国に代表される経済合理性のない（対ドルで安過ぎる）固定為替相場をもたらす他国の貯蓄超過が、相対的ドル高による米国の輸出過小・輸入過大と消費過大をもたらし、本来、維持不可能なはずのTwin Deficitsを支えている。米国の経常赤字は、1990年代のように設備投資が旺盛ゆえではなく、減税による少なすぎる税収、住宅「バブル」と消費過大が原因なのである。

しかし、石油価格が高騰し、住宅「バブル」崩壊は間近であり、本来維持不可能なTwin Deficits は早晚破綻せざるを得ない。ただし、石油価格が落ち着き、住宅「バブル」崩壊が生じるだけなら、他国は米国の来たるべき不況からある程度、「分離」(decouple)されるだろう。

これがRoubiniの危機前の実体経済に対する認識であった。ただし、Global Imbalancesが「問題」であり、住宅価格が高過ぎるという認識は、多くの経済学者が主張していたところであり、Roubini独自の「洞察」とはいえない。

3. 危機前の認識：中央銀行が助長する「バブル」

次に、Roubiniの金融政策に対する危機前の認識はどのようなものだったのだろうか。ここでも彼の現状認識は、Greenspan FRB議長に批判的な経済学者の間では珍しくない、特に独自性のないものであった。

「バブル」生成時には介入せず、崩壊時には「後始末」(mop up)する、しばしばGreenspan Put と表現される中央銀行のasymmetric response が、資産価格の買い支えを前提とした市場のmoral hazard を助長し、恒常的な「バブル」生成・崩壊と不必要な景気振幅をもたらす。その点、米国と違い、英国等は住宅「バブル」にsymmetric response で適切に対処しており、米国も見習うべきである。

Global Imbalances の是正は、実体面のみならず金融面からも焦眉の急であり、FRBは住宅「バブル」に速やかに対処すべきであり、このまま放置すれば、極めて近い将来、大変な事態となる。これがRoubiniの危機前の金融政策に対する認識であった。

4. 危機後の認識

サブプライム・ローンの焦げ付きを端緒とする金融危機発生後、Roubiniはその論調を大きく変える。その集大成ともいえるべきRoubini and Mihm (2011) では、危機前に発表された論文では全く言及されていなかった、Minsky、Schumpeter、KeynesさらにはMarxまで、資本主義の内在的不安定性を指摘しながら主流派経済学者から不当に無視されていた先駆者として、高く評価される。ただし、そうした議論がそこでRoubiniによってさらに深められているとはいえないので、ここでは、引用されている事実のみ指摘しておく。

それでは、Roubiniの危機に対する認識はどのようなものなのか。

「バブル」には、それを助長する環境に加え、触媒が必要であり、それがsecuritizationであったとされる。本来、銀行に対する預金保険と中央銀行による最後の貸し手機能提供は、厳格な規制とセットのはずであった。ところが、規制緩和によるuniversal banking化、規制の網にかからないshadow bankingの進展が、サブプライム・ローン焦げ付きを契機に、insolvencyとilliquidityが区別できないことに加え、securitizationを通じて金融市場に持ち込まれた不透明な債権債務の相互依存関係がもたらす「連鎖反応」を通じて、単なる流動性危機にとどまらない、従来にない大規模な金融危機を招来した。

そして、銀行規制の枠外、つまり中央銀行による危機時の流動性供給対象とは想定されていなかった金融機関も、too interconnected to failゆえ、救済せざるをえない状況に当局は追い込まれた。

5. はずれた「予言」とその理由

危機前の「予言」と比較すると、現実の危機はそれとはかなり異なる経路をたどった。具体的には、インフレではなくデフレが憂慮される事態となったこと、ほとんど言及されていなかった欧州の状況が深刻化したこと、石油価格高騰はあまり関係ない展開となったことが上げられる。

さらに、危機直後の予測とは異なり、一旦は大幅に下落したものの、株価は比較的早く危機前の水準に回復し、Global Imbalances はそのまま、実体経済は持ち直した。結局、今回の金融危機が Great Recessionにとどまり Great Depression にならなかった理由は何か。Roubini によれば、将来さらに大きな金融危機を引き起こすであろう、空前の金融緩和策と金融機関救済策 (Bernanke Put?) ゆえということになる。

6. 危機後の処方箋

Roubiniは、今回の危機がめったに起こらないことが起こった、それゆえ事前に対策を講じることが事実上不可能なBlack Swanであるという議論を否定する。内在的に不安定な資本主義において、金融危機はむしろ頻繁に遭遇するWhite Swanだというのが、彼の主張のエッセンスである。

しかし、資本主義が内在的に不安定であるにもかかわらず、なぜ1930年代の大恐慌以降、20世紀後半は例外的に大きな危機のない比較的順調なGreat Moderationが続いたのか。こうした当然の疑問に対して、Roubiniは、大恐慌を教訓として、Glass-Steagall法に代表される金融機関への厳しい規制が世界経済の中心である米国で導入されたからだとする。

したがって、Global Imbalances の是正に加え、今回のような弥縫策ではなしに、too big to fail, too interconnected to fail がもたらす弊害を避けるため、金融システムの抜本的改革を図るべく、再度、大恐慌と同様の厳格な規制導入が必要だということになる。

具体的には、投資銀行と財務省の間を行ったり来たりするような民と官のrevolving door人事禁止、一つの企業（グループ）が異なった金融サービスを同時に提供するuniversal banking否定すなわち業態間の厳格分離、預金保険及び最後の貸し手機能提供を短期金融に特化（一種のnarrow bank化）した商業銀行に限定すること、自らは責任を取らない過大なリスクテイクにつながる業績連動報酬への上限導入などが提案される。さらに、米国が圧倒的地位を占めていた時代と異なり、その相対的地位が低下した今日、Roubiniは国際間のrace to the bottomを避けるため、規制の国際協調が必須であることを強調する。

要するに、彼自身の表現(Roubini and Mihm 2011)を用いれば、Glass-Steagall 法の下でそうであったように、「きっちり区分けされ、消毒してきれいにされた、退屈な」(compartmentalized, sanitized and boring) 金融システムこそ、あるべき姿なのである。

Paradoxically, making free markets function better, and enabling workers to be more flexible and mobile in a global economy where “creative destruction” will be the norm, require more, not less, government.

金融を政府の厳格な規制を通じて退屈な仕事にすることが、資本主義の内在的不安定性を抑えることを通じて、そのプラス面である創造的破壊による経済成長を促進する、それがRoubiniの、一時代前の大蔵官僚を髣髴させる資本主義観である。

7. Can a Wealth Transfer Cause a Market Crash?

Roubiniに限らず今回の危機においては、金融機関相互間の複雑な債権債務関係が事態を深刻化させ、実体経済に大きなマイナスの影響を与えたという議論が盛んである。むしろ、それが「常識」かもしれない。

ところが、ファイナンス研究の泰斗 Richard Roll (2011) は本節表題のような疑問を投げかけ、“Debt and Derivatives Are in Zero Net Supply”という原理（必ず成り立たねばならない定義上の関係）から、Roubini らのような議論を根本的に批判する。

Roll と同様の議論を早い時点から行い、しかも Roubini を直接批判していたのが Burton (2009)である。

Treating the same asset as having a different value depending on which side of the balance sheet it is placed on (asymmetric write-downs) can lead to a seriously incorrect estimate of the financial health of the financial system as a whole. This I would call the “Roubini effect”...

When Roubini, the poster child prophet of doom for the 2007-08 financial crisis, argues that a \$3.7 trillion “hole” exists in the financial sector... He is writing down debt assets but not the liabilities that correspond to those assets.

Roll や Burton の議論を図示すれば、次のようになろう。ここでは三つの銀行間の債権持合い関係を例に用いる（福井 2011）。平常時には三行とも十分な（自己）資本を維持しているものの（図 1）、「バブル」崩壊等による資産価値下落で、金融システム外部への一般貸出債権が劣化すると、銀行がお互い持合っている債権価値下落という連鎖反応によって金融危機が生じ、三行とも債務超過に陥ってしまう（図 2）。これが Roubini らの議論である。

図1：貸借対照表と債権持合い（平常時）

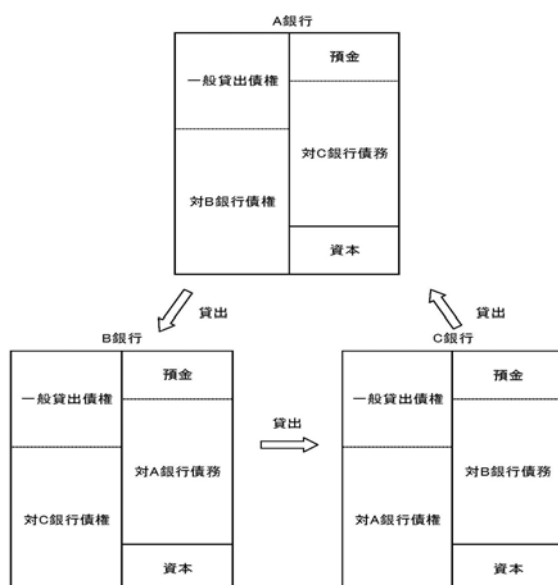
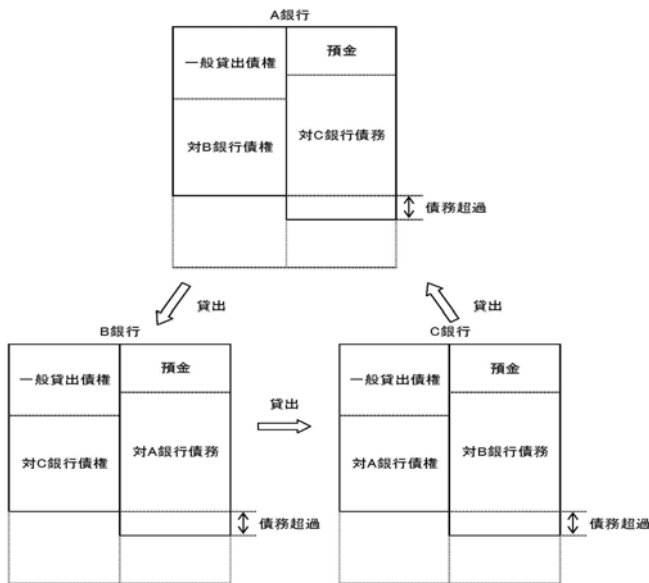
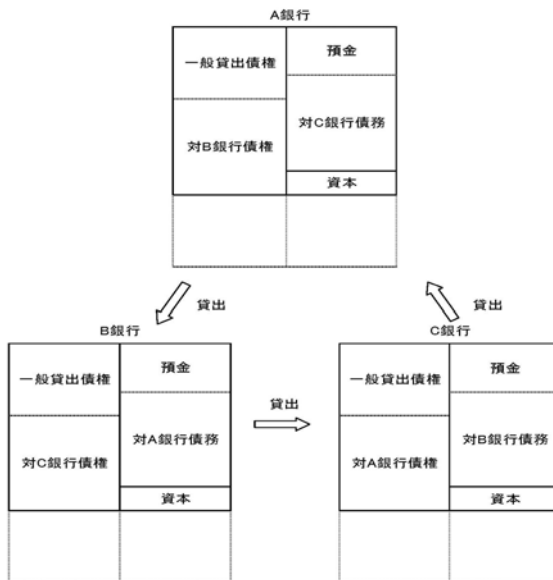


図2：貸借対照表と債権持合い（危機時、債権のみ時価評価）



しかし、Roll や Burton が指摘するように、同じ契約関係は債権者から見ても債務者から見ても同じ価値を持つはずである。したがって、銀行間で持ち合っている債権の価値が減少すれば、それに対応する債務の価値も減少するので、実体経済を反映した一般貸出債権価値減少に伴う資本減少はあっても、銀行相互の債権持合いによるネットの価値減少はゼロゆえ、債務超過にはならない（図3）。

図3：貸借対照表と債権持合い（危機時、債権債務時価評価）



8. まとめ：「予言」と結果の評価

Roubiniの危機前の「予言」は、主因である実体経済のGlobal Imbalances とそれを助長する低金利政策により、住宅「バブル」崩壊を契機とする、ハードランディングが間近に迫っているというものであった。また、金融危機になれば助けてもらえるという期待に応え

てきた過去の金融政策は、市場のmoral hazardを助長し、金融危機の規模をさらに大きく不可避なものにすると指摘していた。

しかし、危機前に強調されていたのは、流動性の危機であって、相互依存関係による「連鎖反応」ではなかった。また、Global ImbalancesというRoubiniが危機前に強調していた根本原因は未解決のまま、金融危機はひとまず収まっている。

米国限定でないグローバルなGlass-Steagall 体制への復帰と要約できる危機後の処方箋も、危機に直面しての後付けの感は否めない。

「近いうちに大きな地震が起きる」という「予言」は少なくとも日本ではかなりの確率で実現するだろう。しかし、そうした「予言」の有用性は限られる。Roubiniの「予言」もこうした類のものであったといえ、彼に厳しすぎるであろうか。

参考文献

①危機前（初出時基準、以下同様）

Corsetti, G., N. Roubini et al. 2006. International Lending of Last Resort and Moral Hazard: A Model of IMF's Catalytic Finance. *Journal of Monetary Economics* 53 (3): 441-471.

Roubini, N. 2006a. The Unsustainability of the U.S. Twin Deficits. *Cato Journal* 26 (2): 343-356.

Roubini, N. 2006b. Commentary: Why Central Banks Should Burst Bubbles. *International Finance* 9 (1): 87-107.

Roubini, N. 2006c. The BW 2 Regime: An Unstable Disequilibrium Bound to Unravel. *International Economics and Economic Policy* 3 (3-4): 303-332.

Roubini, N. 2007. Commentary: Why China Should Abandon Its Dollar Peg. *International Finance* 10 (1): 71-89.

Manasse, P., and N. Roubini. 2009. "Rule of thumb" for Sovereign Debt Crises. *Journal of International Economics* 78 (2): 192-205.

②危機中

Acharya, V., N. Roubini et al. 2009. Prologue: A Bird's Eye View, The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies. *Financial Markets, Institutions and Instruments* 18 (2): 89-137.

Burton, E. 2009. The Mark-to-Market Controversy and the Valuation of Financial Institutions. In *Insights into the Global Financial Crisis*, edited by L. Siegel and R. Sullivan, 124-131. Charlottesville, U.S.A.: CFA Institute.

Roubini, N. 2009. Global Systemic Risk: What We've Learned and the Way Forward. *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly* 26 (3): 1-10.

③危機後

Roll, R. 2011. The Possible Misdiagnosis of a Crisis. *Financial Analysts Journal* 67 (2): 12-17.

Roubini, N., and S. Mihm. 2011 (2010). *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance, Updated with a New Afterword*. New York, U.S.A.: Penguin.

福井義高（2011）「公正価値会計の経済的帰結」日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー（2011-J-4）。