

## 金融危機と市場型金融の将来

池尾 和人（慶應義塾大学経済学部）

Conflicts（対立）、Complacency（慢心）、Complexity（複雑）、そして一般的背景としての Cupidity（強欲）

“The crisis can be explained in large part by three categories of factors: conflicts, complacency, and complexity. Running throughout these categories is a fourth factor, cupidity; but because greed so ingrained in human nature and so intertwined with the other categories, it adds little insight to view it as a separate category.” --- Steven L. Schwarcz.

### 市場型間接金融と米国金融危機

すでに危機の発生から2年以上が経過しており、その発生原因に関してはおおよその合意が形成されているとみられる。

以下のような要因が複合的に作用して、危機に至り、拡大・深化することになった。

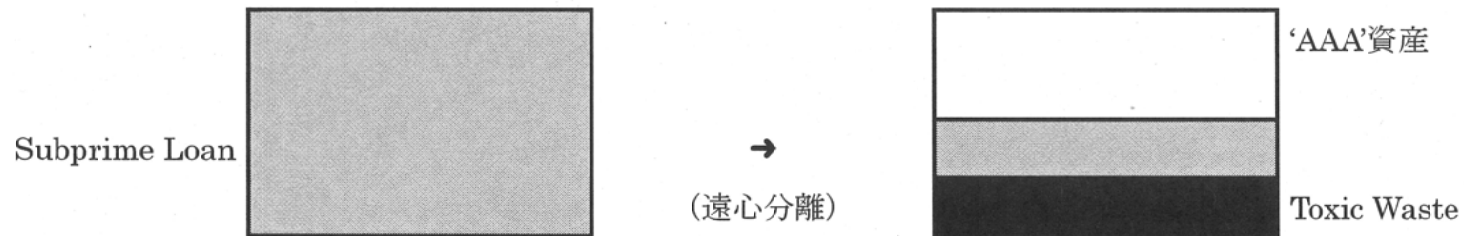
- ① マクロ経済的な不均衡（Global Imbalance）の拡大
- ② 長期にわたる緩和的な金融政策運営（グリーンспан・プットの提供）
- ③ 金融機関側のリスク管理をはじめとした内部統制体制の問題
- ④ 金融規制監督上の欠陥（Shadow Banking System）

[1] 利益相反 (Conflicts of Interest) の問題

世界的な不均衡 (Global Imbalance) の急拡大の過程 [要因①] で、米国の AAA 資産への需要増大が発生。← 新興国、産油国等では金融資本市場が発達しておらず、米国以外には、安定的な貯蓄手段を提供できる国がなかった (R. Caballero)。この点では、東京市場の発展の遅れにも一端の責任があるといえるのではないか。

米国の金融サービス産業 (投資銀行やヘッジファンド) は、これを絶好のビジネス・チャンスとして積極的に対応。住宅関連で AAA 資産 (証券化商品) の大量供給を図るとともに、自らエクイティ部分のリスクをテイクしていた。

証券化による切り分けのイメージ



投資銀行やヘッジファンドは、なぜ過大なリスクテイク (Toxic Waste 部分を保有) をしたのか。

マクロ経済的には平穏な時代 (Great Moderation) が 20 年続き、グリーンスパン・プットへの強い信頼 [要因②] もあって、米国社会の中にある種の慢心 (Complacency) が広がっていた。

端的には、米住宅価格の（一部の地域での下落はあり得るとしても）全国的下落はあり得ない（から、地域的に分散させていけばリスクは小さい）と高をくくっていた。住宅価格の全国的下落といった事態はきわめて希にしか起こらないから、普段は気にしなくてもよい、いわゆる tail risk の一種であるとみなされていた。

ヘッジファンドの資産運用担当者等は、業績（performance）を非常に厳しく問われ、その業績に応じて報酬が決まることになっている。それゆえ、業績を向上させたいという強いインセンティブを与えられている。他方、実際の業績評価システムがすべてのリスクを適切に調整できるようなものになっているわけではない。実際の業績評価システムにおいて見落とされがちなリスクの典型が、通常は起こることがないので平均的な処理が困難な tail risk である。

それゆえ、ヘッジファンドの資産運用担当者等は、（投資家に隠れたかたちで）tail risk をとることによって、見かけ上の業績をよくして、より多くの報酬を得ることができた。強く業績に連動する報酬システムは、エイジェンシー問題を解決するといわれていたが、実際には、むしろ歪んだインセンティブを付与することになった。[要因③]

## [2] 複雑性（Complexity）の問題

米国では（市場型の金融といっても、直接金融ではなく）市場型間接金融の仕組みが重層的に発展していて、金融取引の連鎖は長くなり、最終的な資金調達者と最終的な資金運用者の間の距離も開いていた。

例えば、サブプライム・ローンに関連した部分についていうと、

まずサブプライム・ローンが組成され、そのプールを証券化して RMBS（住宅モーゲージ担保証券）としてマーケットに供給される（第1段階）。

サブプライム RMBS は、一部は投資家によって直接購入されるが、その多くは組み合わせられて第2次証券化商品である CDO（債務担保証券）に加工される（第2段階）。

こうした CDO を購入していたのは、MMMF（マネーマーケット・ミューチュアル・ファンド）や大手金融機関がスポンサーになって作られた SIV（投資目的会社）であり、SIV は、購入した CDO を担保とした ABCP の発行やレポ取引によってもっぱら投資資金を調達していた（第3段階）。

そして、ABCP の購入やレポ市場を通じて SIV に資金を提供していたのは、MMMF などの機関投資家である（第4段階）。

市場型間接金融のイメージ

（矢印は、資産変換の順序）



ABCP の買い手やレポ市場での資金の出し手は、重層的な市場型間接金融の連鎖をさかのぼって資産価値を評価する能力はもたない。それゆえ、もっぱら格付等の市場インフラに依存。このために、格付が信用できなくなって不安に駆られると、取り付け (run) を起こしてしまった。

要するに、今回は、格付会社に代表されるような情報面での市場インフラが信用できなくなると、もうわけがわからなくなってしまおうという「複雑性の問題」が深刻化し、一斉に取引が手控えられてしまうことになった（レモン問題）。

### [3] 政府の失敗

確かに、利益相反と複雑性の問題は、市場型間接金融に内在するダークサイドだとしている<sup>1</sup>。しかし、これらのダークサイドは抑制不可能なものでは決してなく、問題点を抑制する努力を怠ったことに、危機の直接の原因があるのではないか。

実際、米国では新たに出現していた市場型間接金融の仕組みがほとんど規制の範囲外に置かれていた（Shadow Banking System）。何らかの規制をかける必要性は指摘されてきていたにもかかわらず、規制強化の動きは阻止されてきたとともに、不適切な規制緩和（例えば、2004年の投資銀行に対するレバレッジ規制の緩和）がむしろ実施されてきた。

要するに、米国における金融規制監督体制は不十分で整合性を欠いたものであった〔要因④〕。← ブッシュ政権（一部はクリントン政権から）の問題性。

### 危機拡大メカニズム

ここでは、当初に経済に加わったショックを増幅し、システム危機にまで至らしめる（positive feedback loop）メカニズムを「危機拡大メカニズム」と呼ぶことにする。古典的な危機拡大メカニズムとしては、銀行間の債権・債務関係の存在を通じて危機が伝播する、1つないし少数の銀行の支払い不能（ないしその懸念）が取り付けを誘発する、といった事態が想定されていた。

---

<sup>1</sup> 「市場型間接金融においては、直接の市場参加者をプロに限定することで、制度整備の負荷を多少は軽減化することが期待されるものの、エイジェンシー関係が重層化するために、とくにエイジェンシー問題が深刻化するリスクがある。したがって、市場型間接金融を発展させる条件として、このリスクを抑制する仕組みを用意することがきわめて肝要になる。」（池尾和人・財務省財務総合政策研究所編『市場型間接金融の経済分析』日本評論社、2006年5月、p.25）

### 〔1〕流動性の悪循環

今回の米国金融危機の場合には、既述のように、実は古典的な銀行取り付けにきわめて類似した事態が起こったと考えられる。しかしそれ以外に、多くの金融機関の間でリスク管理手法が共通していることから、個別金融機関の行動が合成されて予期しないかたちで甚大なマーケット・インパクトを引き起こされる、あるいは、市場流動性が蒸発するといった新たなタイプの危機拡大メカニズム＝流動性の悪循環（Liquidity Spirals）が作動したとみられる。

市場流動性は、最終的な投資家と発行体の存在だけで確保できるものではなく、（裁定や投機を主たる取引動機とする）トレーダーの存在によってはじめて十分に提供されるものである。

何らかのショックによって、ある資産の市場価格がそのファンダメンタル価値から下方に乖離した場合には、通常であればトレーダーは買い注文を出すことによって、均衡回復的なモメンタムを作り出す役割を果たす。しかし、当初の資産価格の下落があまりに大きいものであると、それによってトレーダーは著しい損失を被り、買い注文を出す余裕を失うだけではとどまらず、資金調達のために保有資産の売却を強いられることになる場合がある。そうしたトレーダーの行動は、資産価格の一層の下落をもたらすとともに、市場流動性の減少につながることになる<sup>2</sup>。

こうした事態を経験したことから、個々の金融機関の経営の健全性をみている（マイクロ・プルーデンス政策）だけでは不十分であり、システム全体の安定性に配意し、危機拡大メカニズムの作動を防止すること（マクロ・プルーデンス政策）が

---

<sup>2</sup> Brunnermeier, M. K. and L. H. Pedersen, “Market Liquidity and Funding Liquidity,” *Review of Financial Studies*, June 2009.

必要であると認識されるようになってきている<sup>3</sup>。

## 〔2〕日本への教訓

もともとわが国は、幸か不幸か、裁定や投機を主たる取引動機とするトレーダーが活発に活動することによって豊富な市場流動性が確保されているようなマーケットが金融システムの大宗を占めるような状況にはない。それゆえ、足下で直ぐに従来型のプルーデンス政策の枠組みを見直さなければならない必要性は少ない。

ただし、わが国でも、リーマン・ブラザーズの破綻直後には国債のレポ市場で「流動性の悪循環」のようなメカニズムがやはりみられており、今後さらに市場型金融の発展・拡大を目指す中で<sup>4</sup>、こうした新たな危機拡大メカニズムの作動を抑止する体制を並行的に整備して行く必要はある。

論点：レバレッジ規制、時価会計

以上。

---

<sup>3</sup> 米国金融規制改革案の中には、“No regulator saw its job as protecting the economy and financial system as a whole.”という反省の記述がみられる。

<sup>4</sup> わが国においては、金融システムが対処しなければならないリスク量が増大しており、銀行部門にリスク負担が集中する構造では負担に耐えがたくなってきている（1990年代の銀行危機の経験）。それゆえ、伝統的な銀行の預貸金業務を通じる資金仲介のチャンネルと並んで、リスクを広く分散する市場型間接金融のチャンネルを確立し、複線的な金融システムの構築を目指す必要性（「中期的にみた我が国金融システムの将来ビジョン」2002年）は依然として高い。