

今般の金融危機と市場型金融システムの関係について：
新たな金融規制のための論点整理

一橋大学 大学院経済学研究科 齊藤 誠

1. 問題設定

- 1990年代から世界的に進行した相対型金融システムから市場型金融システムへの移行と、ほぼ同時期から頻繁に発生するようになった資産価格バブルの生成と崩壊、あるいは、資産価格バブルのグローバルな伝播には、何らかの関係があるのであろうか。
- 市場型金融システムの中核的な金融技術である証券化（債権譲渡スキーム）を駆使した金融商品が投機対象となったことから、市場型金融システムと金融危機を結び付ける考え方が根強くある。
- しかし、金融システムの転換がミクロ的な制度要因、資産価格バブルがマクロ的な経済現象であることを考えると、前者から後者への単純な因果関係は考えにくい。ただし、後者のマクロ的環境が前者の金融システムへ深刻な負荷を与えている点では、両者を完全に切り離して考えるのも適切でない。両者の有機的な関係を考えていく上では、ミクロレベルの個別貸借契約の信用リスクよりも、マクロ的環境を反映する市場リスクに関する評価が重要となってくる。

2. 相対型金融システムから市場型金融システムへ

- 相対型金融システム
 - 家計部門からの預金を負債に、企業部門への貸出を資産に有している銀行部門が、金融仲介の中核に位置する金融システム。その結果、銀行部門のバランスシートが非常に大きい。
- 市場型金融システム
 - 銀行部門で組成されたローンは、機関投資家や投資ファンドへ。
 - 家計部門の資金は、決済資金が銀行預金に、運用資金が機関投資家やファンドへ。
 - 銀行部門のバランスシートは大幅に縮小し、機関投資家・ファンドのバランスシートが飛躍的に拡大する。

3. 資産価格バブルの生成の基本的な理由

- 資産価格バブルは、基本的にマクロ的な経済現象である。
- 投資家の要求利回りを満たすような高い生産性の投資機会が経済に枯渇している場合に生じる（もちろん、必要条件であって、十分条件ではない）。

ファンダメンタルズの裏付けのないキャピタルゲイン＝投資家の要求利回り－長期的な資本生産性

- 成熟した市場経済においては、高い生産性の投資機会が希少になってきた。テーマ主導で投資機会を扇動する必要性が生じてきた（IT、不動産、エネルギー、食料、環境など）。
- 投資家サイドが短期的にも高い利回りを要求するようになった。
- 何らかの相対価格（特に、金利や為替）の攪乱が資産価格バブルを顕在化させる契機となることが多い。

4. 資産価格バブルがグローバルに波及する条件

- 資産価格バブルは、その生成も、崩壊も、国内市場で完結することが多い。
- しかし、国際的な資金循環に歪みがある存在すると、一国の資産価格バブルの生成や崩壊が国際的に伝播する可能性がある。
 - 自然な国際的資金循環：自国通貨建ての資金調達と他国通貨建ての資金運用
 - 不自然な国際的資金循環：他国通貨建ての資金調達と自国通貨建ての資金運用

5. 今般の資産価格バブル崩壊の特徴

- 資産価格バブルが長続きした（2002年央から2007年央まで）。
- 資産価格バブルは、当初、住宅市場で生じ、その後、商品相場に波及した。
- 資産価格バブルの生成にも、その崩壊にも、国際的な波及があった。
- 資産価格バブルの背景として、日米欧の資金循環の歪みがあった。
 - 日米：低金利と実質為替の減価、
 - 欧州：ドル・円建ての資金調達、自国への投資、一部、ドル市場への還流。
- 2002年から2008年までの日本株はバブルであったのか？
 - PERで見ると、企業収益に比した株価は適切であった。
 - 実質為替の大幅減価で企業収益自体が水膨れした。
- バブルが長期に及んだこともあって、現在進行形としても、“分かりやすい”バブルであった。
- バブル崩壊の予兆も、住宅市場では2006年6月、金融市場では2007年7月にあり、2008年秋の金融危機の到来にまでに十分な期間があった。事実、その間、多くの金融機関や事業会社は、ポジションの整理を行っていた。
- 以上の点を踏まえると、投資家や金融機関の“自己責任”は依然として重要な原則として考えてよいのではないか。

6. 今般の金融危機と市場型金融システムの関係：事実

- 米国住宅ローン（サブプライムローン）の証券化商品が投機の対象となった。
- 住宅ローンの組成において住宅金融会社の規律が著しく劣化した。
- 格付け会社の証券化商品に対する高格付けが、機関投資家や投資ファンドのサブプライムローン証券化商品への投資を促した。

7. 市場型金融システムが今般の金融危機を加速した可能性

- 格付け会社の格付けが信用リスク関連商品のリスク評価を甘くしてしまった。
- 住宅金融会社は、証券化で債権を移転することを大前提として、低質な住宅ローンを組成した。

8. 新たな金融規制のための論点整理：なぜ、信用リスクは過小評価されたのか？

- 一般的には、大規模なショックが顕在化した後に事前のインセンティブに関わる規制枠組みを構築することが、危険防止に直結するとは言い難い。そうした方向での拙速な制度設計は、副作用も大きい。
- 「投資ファンドの高レバレッジ」という現象面に着目して規制の対象とするのも効果的とは考えにくい。そもそも高レバレッジの背後に、信用リスク関連商品に関するリスクの過小評価があったとすれば、「なぜ信用リスクが過小評価されたのか？」を問題とすることの方が重要である。
- 格付け会社の評価枠組みも、金融当局の規制枠組みも、信用リスクが市場リスクからある程度切り離すことができることを前提としてリスク評価を行っている。
 - 格付け：倒産確率が低い、あるいは、倒産確率が高くても元本回収率が高ければ、高い格付けが付される。しかし、倒産確率も、元本回収率も、市場リスクに大きく左右される。たとえば、サブプライムローンの信用リスクは、住宅価格動向という市場リスクの影響を強く受ける。
 - 規制：金融機関の必要自己資本の算定の基となる資産評価は、外部、あるいは内部の信用格付けに大きく依拠していることから、信用リスクの背後に市場リスクがあることが見えにくくなってしまっている。
 - 信用リスク評価に関する慣行や制度の不十分さ（信用リスクを市場リスクから切り離す傾向）が、信用リスクの過小評価しがちな環境を醸成している側面があるのかもしれない。
- 信用リスクと市場リスクが分かちがたいとすると、格付けの受け止め方も、規制のあり方も、再考していく必要があるであろう。
 - 債券（特に、仕組み債）の高格付け、低格付けの区別は、絶対的に安全か、危険かを意味するというよりも、株式市場における一部上場銘柄、二部上場銘柄、新興市場銘柄、店頭銘柄ぐらいの信用度の区別と考えた方がよいのでないか。当然、一部上場銘柄であっても、市場リスクは大きい。
 - 規制枠組みも、株価リスク、金利リスク、為替リスクなどの市場リスクに対して、よりウェイトを置いていく方がよいのでないか。金融当局による銀行の資産評価についても、株式保有ばかりでなく、長期国債の保有や、ローンを含めた信用リスク関連商品への投資についても、市場リスク面での評価を推し進めるべきであろう。
- 資産価格バブルの生成と崩壊が基本的にマクロ的な現象であって、成熟した市場経済において不可避な事態であるとする、銀行をはじめとする金融機関の資産ポートフォリオの評価に際しては、信用リスクばかりでなく、市場リスクに対しても、ある程度の牽制を行うことが、資産価格バブルの生成しやすい経済環境において金融システムの安定性を高めることができるのでないであろうか。具体的には、市場慣行においても、規制枠組みにおいても、自己資本比率自体を引き上げるよりも、銀行の資産評価において市場リスクを適切に反映した仕組みを考慮すべきであろう。

さまざまな“相対価格”の動向

図 1 :

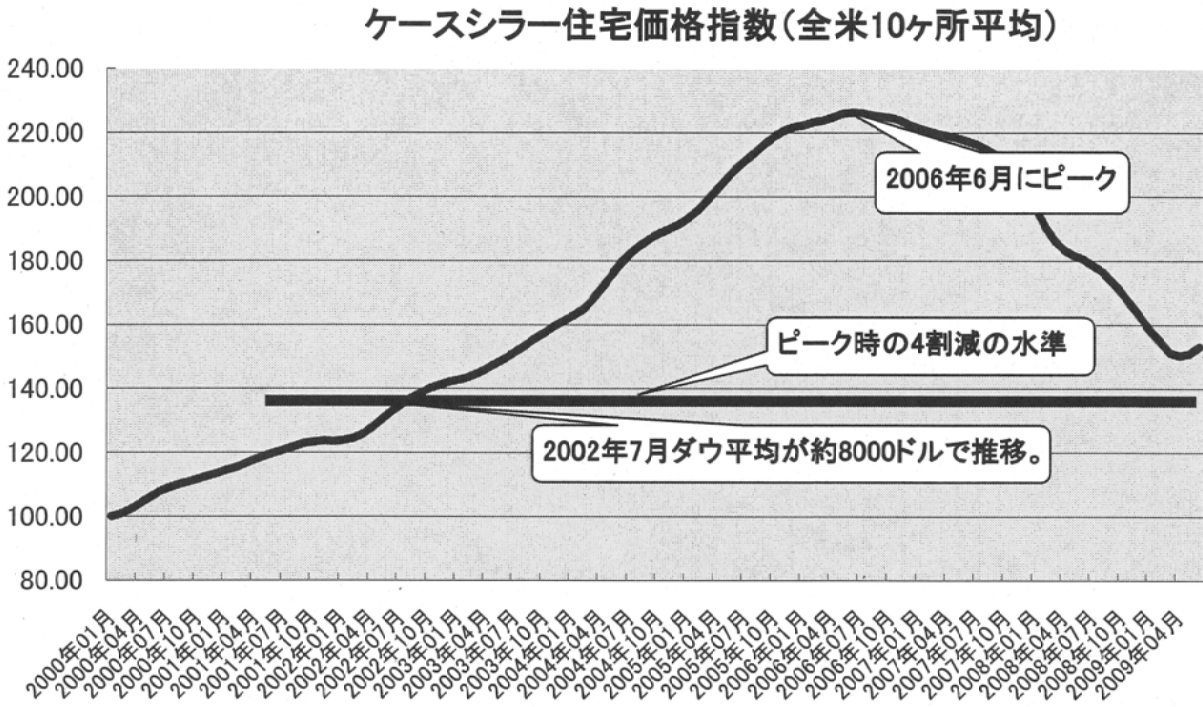


図 2 :

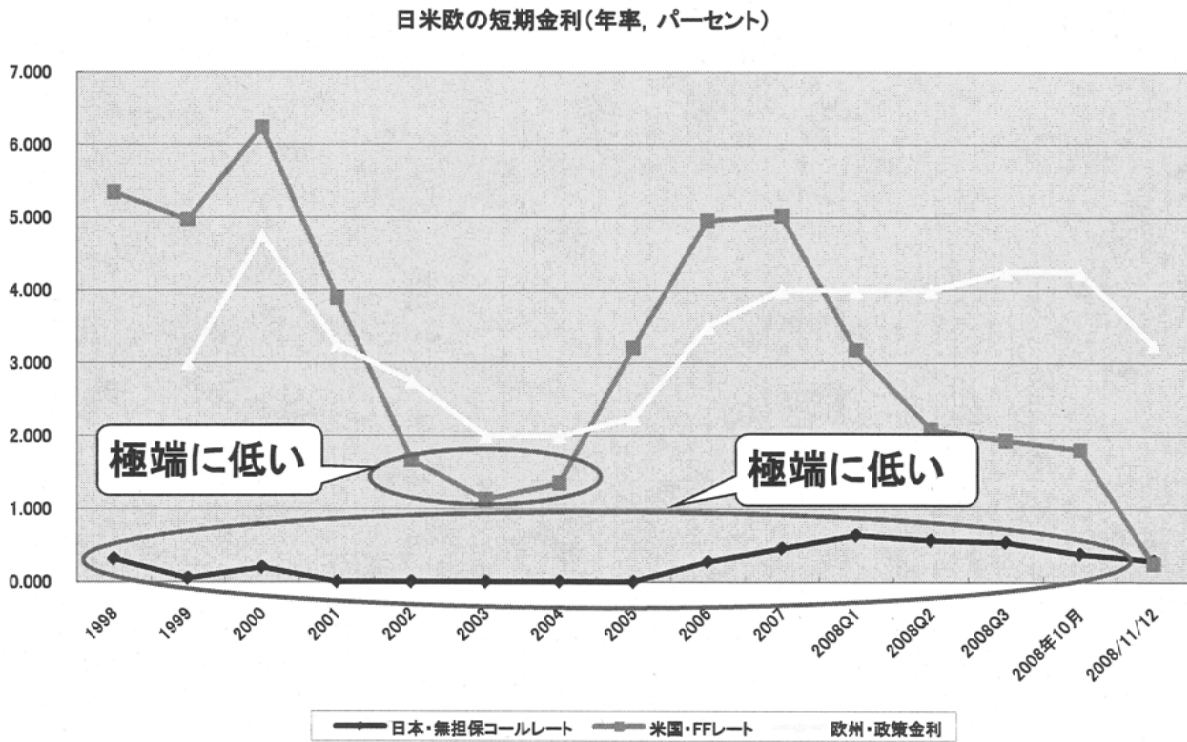


図 3 :

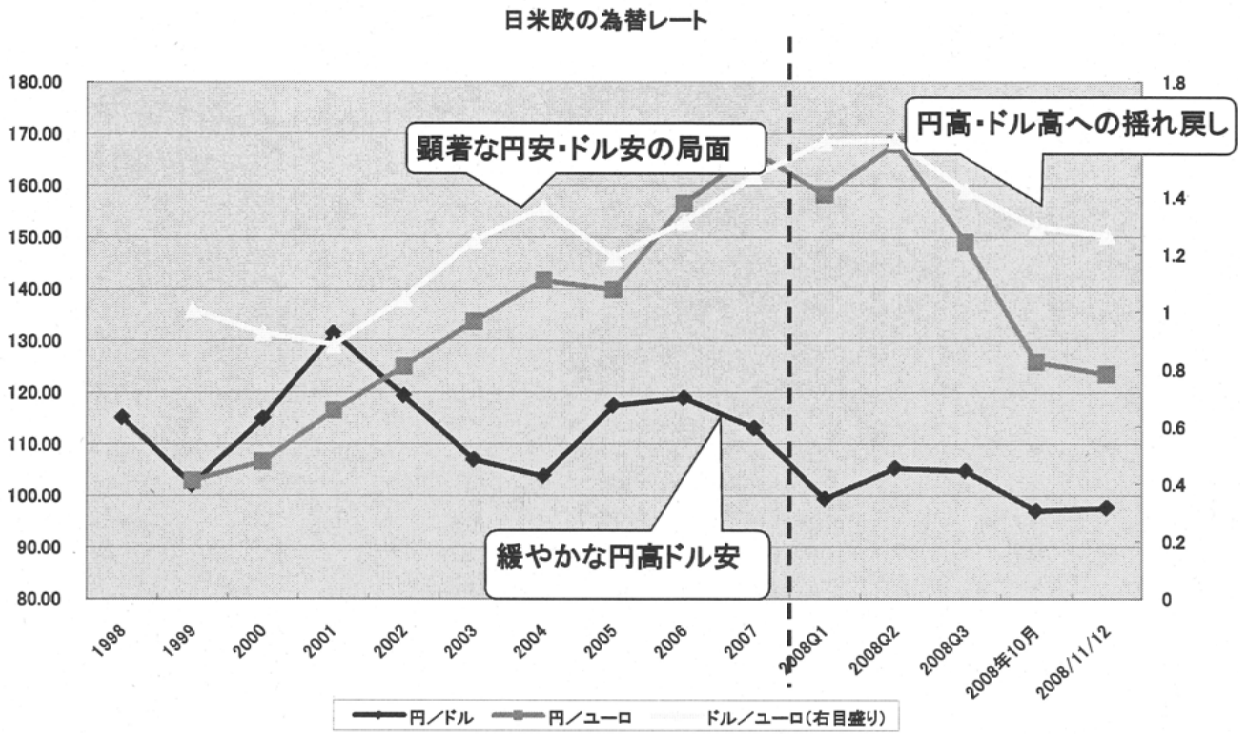


図 4 :

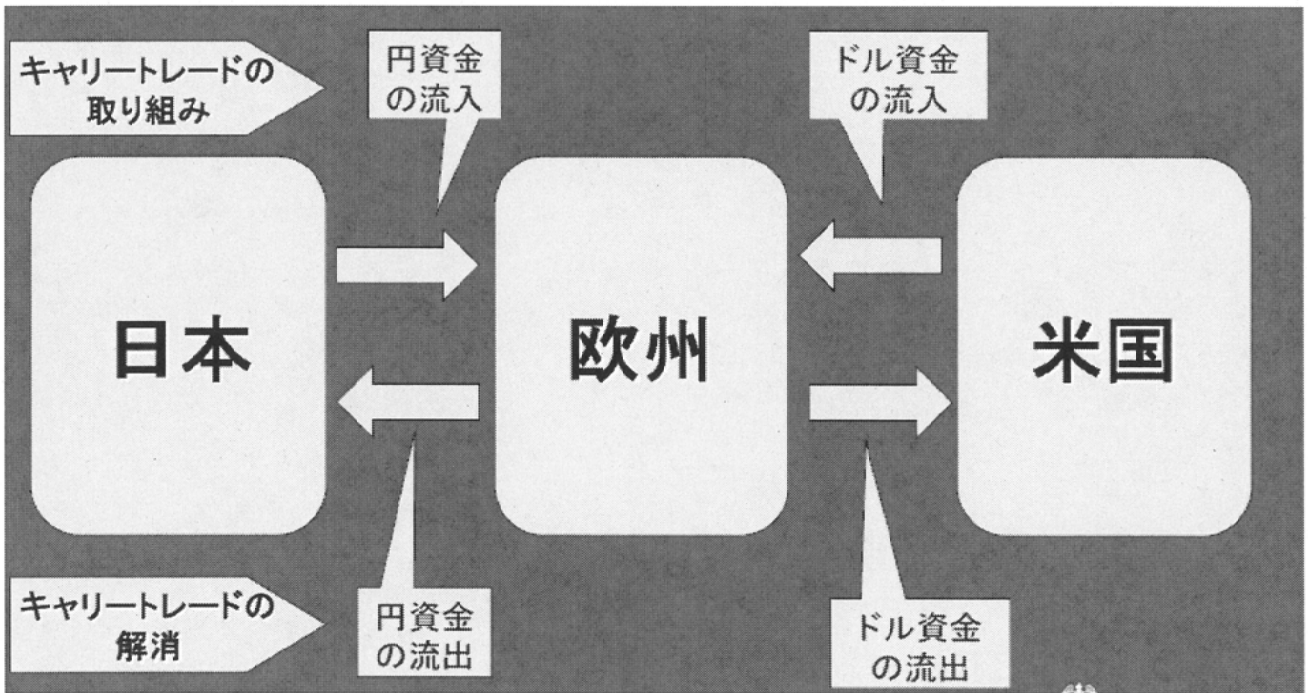


図 5 :

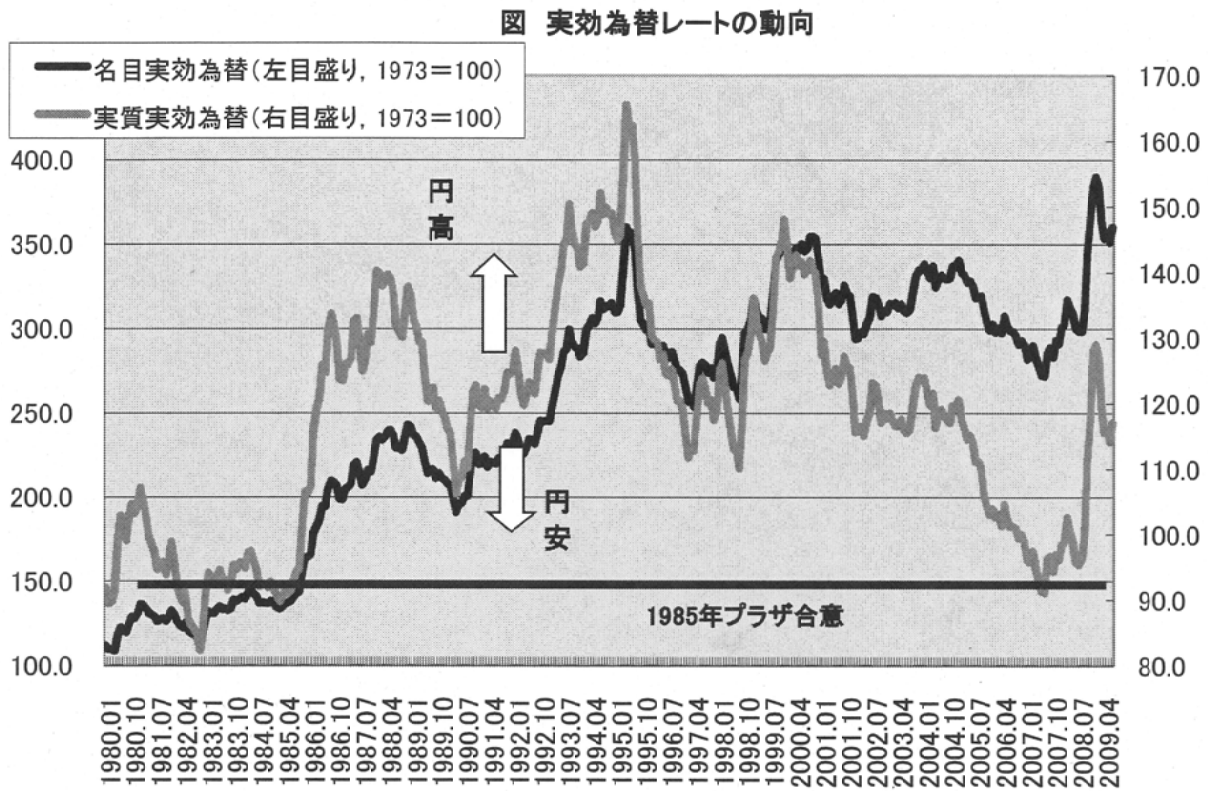


図 6 :

