

「市場の高質化」について、京都大学—慶應義塾大学経商グローバルCOEでは研究を続けているが、本書では、サブプライムローンによる世界的な金融危機の発生を、各章では、市場の質と対比させながら比較・分析し、金融市場の高質化のためには、どのような政策が必要かについて、まとめられている。以下では、各章の主要論点を簡単にまとめる。

第一章、岩井克人論文、「経済学とグローバル経済危機」は、アダムスミスが、市場は「見えざる手」によって需要と供給が一致するように価格が変動して、経済の効率性・安定性も達成されるという考え方を示したが、ルーカスはこれをさらに一歩進めて「ミクロ経済学を集計したものがマクロ経済学である」から、ミクロ経済学にすべて還元できるという立場を取っている。これに対して、プレスコットは、GDP（景気）の変動はすべて技術的な（総要素）生産性の変動に還元できるとする「実物的景気循環論」を展開した。

しかし、今回の世界的な金融危機により、マクロ経済学の復権が必要との認識が高まっている。ミクロ経済学の単なる足し合わせではないマクロ経済固有の法則を探究する、ヴィクセルやケインズは、資本主義がもっとも効率的な経済システムではあるが、ミクロ的な効率性の上昇は、逆にマクロ的な安定性を揺るがせてしまうことがあると論じる。

今回の金融危機は、銀行だけでなく、投資銀行（証券会社）を含む金融機関全体が信用創造機能を持っており、レバレッジ効果が働くことが明らかとなったことから、政府や中央銀行による規制や介入が一定の役割を果たすべきであるという点が再確認され、「市場の質」の問題を冷静に議論できる機会になっている。

第2章の矢野誠論文「金融市場の高質化とは」では、市場には“質”があり、市場を内生的な組織として捉えようとする考え方である。市場の質を高めるためには、適切なルールと法律が必須であり、ルールがなければ競争は機能しないと指摘する。「市場は弱肉強食の場だ」という言葉をよく聞くが、弱肉強食行為を禁止するルールが存在して、機能すれば、アメリカの反トラスト法のように比較的適切にワークすると考えられる。もちろん、市場を取り巻く倫理・慣習・制度・文化等のインフラストラクチャーに根差して、ルールが適切に機能する必要がある。更に、市場を構成する「競争」「情報」「商品」の3要素が、しっかり機能していることが、市場の質を高めることになる。

政府の規制を強化しすぎれば市場は順調に機能しなくなる。その逆に、やりたい放題の市場となってしまうと「市場の失敗」を引き起こす。実際の市場は、この両極端の中央の辺りにあり、適切な市場競争ルールの確立が必要である。

近年、金融技術の発達により、CDS（Credit Default Swap）に代表される金融派生証券取引が活発化したが、今回の金融危機は、金融市場がリスク吸収機能を失ってしまったことに起因する。

通常の企業向け銀行貸出は、マイクロショックもマクロショックも受けるのに対して、不動産ローン（住宅ローン）はマクロショックには弱い、マイクロショックの際には担保があるので強いという性質を持っている。今回の危機に際して、格付け機関が低所得層向け住宅ローンを安全と評価してしまったが、「マイクロショック」と「マクロショック」の二つの側面から格付けするプロセスがなかったことがその背景にあり、「商品の質」「市場の質」が低かったと指摘することができる。

第3章、深尾光洋論文「米国発の金融危機と金融監督の行方」では、米国の金融危機がいかんにして起こったかを説明する。低所得層（信用力に劣る人たち）への住宅ローン提供（サブプライムローン）がなされたが、住宅価格が将来も上昇し続けると見られていたため、借り入れた元本と金利が低所得層でも返済できるという期待のもとに、住宅向け貸出が進められた。投資銀行（証券会社）は、巨額のリスクに比して、自己資本が十分には積まれていなかった。貸し倒れとなった場合にその損失を補填するスワップ取引であるCDS（Credit Default Swap）が巨額の規模に達し、リーマン・ブラザーズの場合は投資家から運用預かりしていた資産を自分の投資に使っていたため、取り付けが発生してしまった。

金融市場の問題点は、CDS評価の不透明性、さらに、金融業のオフバランス化（住宅ローンの証券化もその一つ）が金融危機の原因の一つであり、今後は、金融機関の連結範囲を拡大して、厳格に資産・負債の評価をする必要があると考える。

第4章、池尾和人論文「金融・経済危機2007・2009；ConflictsとComplexity」は、金融危機の原因を以下のようにまとめている。

- (i) マクロ的な不均衡の拡大
- (ii) 長期にわたる緩和的な金融政策
- (iii) 金融規制監督上の欠陥
- (iv) 金融機関側のリスク管理をはじめとした内部統制の体制の問題

アメリカの金融市場では、「グリーンスパンは、バブルを崩壊させないように流動性を潤沢に供給して、その損害を最小限に食い止めてくれる」という過信が働いていたことが第一点、つぎに、アジアなどの超過貯蓄によるグローバ

ルインバランスが発生し、蓄えられた資金が比較的にな安全なドル資産で運用され、資金余剰がアメリカには発生していたこと。第3点として、サブプライムローンをさらに優先・劣後に分解して複雑化させ、市場関係者は、アメリカの住宅価格の全国的な下落は希にしか発生しないという予想のもとに、高い優先証券には高い格付けがなされた。

今回の危機の背景には、市場型間接金融をめぐる規制監督上の論点がある。新たに出現してきた重層的な市場型間接金融の連鎖がほとんど規制の範囲外に置かれており、1994年に米商品先物取引委員会がOTCデリバティブに対する規制を提案したが、米財務省・FRB・証券取引委員会が反対し、実現しなかった。さらに、2004年、米証券取引委員会が証券会社の自己資本比率規制を緩和し、高いレバレッジを許容したこと、2004・2007年にサブプライムローンが急増していたが、規制監督当局は止めようとしなかった点も指摘できる。

市場型間接金融は、利益相反が起こりやすい構造であり、金融取引の連鎖が長くならざるを得ないために、最終的な資金調達者と資金運用者の間の距離も長くなり、それを支える市場インフラである格付け機関に代表される情報面の市場インフラが信用できなくなると、市場型間接金融は機能しなくなってしまうという欠点がある。

よって、今回の危機を教訓に、開示規制、レバレッジ規制、報酬規制、格付け会社規制、会計基準の見直しが必要であると指摘する。

第5章、竹森俊平論文「経済学に何が欠けているのか」では、今回のような金融危機について、フランクナイトは「期待値も標準偏差も計算できないような不確実性のリスク」が経済には存在すると指摘する。また、フランクリン・アレンは、時価会計によって「資産価格の変動を大きくすることを通じて、かえって危機の原因になるかもしれない」とすでに述べていた。「グラス・ステイガル法」では、証券会社（Investment Bank＝投資銀行）の行動領域と商業銀行の行動領域の二分し、銀行に対しては預金保険で一定限度額まで保証する制度とし、他方、投資銀行に対しては、規制も少なく、業績が悪ければ潰れてしまうという制度となっていた。しかし、証券会社（投資銀行）であっても破たんすると、レバレッジ効果が高く、経済に対する効果は大きいことを示したのが、今回のリーマンの破たんである。

グリーンSPANは、「金融規制について、自分の哲学からしてそれを認めたくなかった。それが自分のミスだった」と回顧している。事実、金融危機がなければ、規制は邪魔物扱いされ、規制を緩めよという動きが活発化して来るからである。

第6章、吉野直行論文「バブル発生の背景と民間資金を活用したアジアの景気回復」は、以下のようにまとめられる。

バブル経済の初期の段階では、株価が上昇するためプラスの資産効果により人々の消費は拡大し、企業の売上も増加し、設備投資も増えて、景気は良好な上向きとなり、皆が、好景気に沸いている。こうした段階で、バブル気味であるため、金融引き締めを事前にしたいと中央銀行が考えても、資産高騰が、真にバブルであるのか、ファンダメンタルズに沿った上昇であるのか、判断が難しいために、事前的な引き締めは、実際には困難である。さらに、事前的に引き締めをして、景気が後退すれば、中央銀行の引き締めによって、せっかくの好景気がつぶされてしまったと非難されてしまう。このため、金融政策の引き締めは、後手に回る傾向が強く、バブルが発生してしまう。

バブルの初期段階では、サブプライムローンのように、低所得層に貸出している住宅ローン債権は、住宅価格の上昇により、返済が着実に行われており、儲けが上がる手法とみなされる。低所得層向けの住宅債権を、市場で証券化し、それを購入した投資家も、配当収入が着実に入って来るため、安全な資産とみなし、格付け機関も住宅担保があるため、高い格付けを付すことになる。

しかし、低所得層向け住宅貸付を、皆が始めると、住宅供給は極端に増加し、住宅市場には過剰供給が発生し、住宅価格は下落を始める。こうなると、住宅価格の上昇を念頭にして販売されていたサブプライムローンの信頼性は根底から崩され、市場へは売りが殺到し、バブル崩壊を導いてしまう。ミクロでの合理的行動が、同じ行動をとる住宅業者が増加してマクロの行動に発展してしまうと、バブルは弾けてしまう。規制の方法としては、ミクロ段階での行動が、マクロに波及する前に、手を打つことが必要である。

サブプライムローン危機の後、マクロ政策として、財政出動が、各国ともに、声高かに提唱されている。しかし、質の高い財政政策の実施が不可欠であり、PPPにより、財政政策の効果の透明性を高めることが必要である。

## 第7章、高橋亘「金融市場の質によせて」

資本移動は、先進国から成長率の高い新興諸国へと流れることによって成長フロンティアの拡大に寄与するが、近年の資本移動は、経常黒字の貿易輸出国から金融資本市場の発達した米国などの「質の高い」金融資本市場に流れていた。しかし、今回の金融危機では、先進国の金融資本市場でも制度設計の重要性があることを露呈させた。

証券化は、供給側である銀行が、貸出債権を帳簿に載せずに、オフバランス化できるメリットがあると同時に、需要者である投資家にとっても、投資機会

の拡大というメリットがある手法である。証券化という金融商品に問題があったというよりは、それを利用した金融行動に問題があったと見るべきではないかと指摘する。

金融に関する規制としては、金融行動に対する規制を実施しようとした場合、あきらかに詐欺的な行為であれば、規制も容易であるが、個々には合理的な行動でも全体として問題が生じるような場合には、必ずしも、規制は容易ではない。規制は、法律・会計制度の設計によって達成されるものであり、学際的な検討を期待したい。

樋口俊一郎論文、第8章、金融市場の質の向上のための諸課題について

「競争的な市場において自由に取引が行われることによって効率的な資源配分が実現される」という考え方の背景には、(i)市場の売り手・買い手が、取引される商品の性能・サービスの質について十分な情報を保有していること、(ii)情報の非対称性が存在しないこと、(iii)情報を適切に取捨選択して判断できるか、などの条件が備わっていなければならない。しかし、サブプライム関連商品に関してはプロの投資家でも、完全に理解せずに、格付けを信頼して、資産として購入していたのではないかと疑われる。

「誰が」「いかなる基準で」正確な格付けを実施するか、格付け業者の誠実義務、利益相反防止、格付けプロセスの公正性確保が問われている。他の章でも説明されている「破たんしたときの保険である CDS」も、現実にリスクが発現してみると事前のリスク評価が不完全であったことが判明し、リスクを補填することが出来なくなってしまった。アメリカでは、保険会社は、州による規制のため、銀行のように、中央政府による規制監督を受けておらず、監督レベルの不整合性も指摘されている。

サブプライムローンの場合、最初に低所得層への住宅ローンの貸出をした銀行は、自己の住宅ローン債権を売却する（証券化する）ことにより信用リスクから解放されることになるため、転売を前提に、安易に低所得層向け住宅ローンを組成したのではないかという問題もある。

金融取引が格段に専門化した今日では、金融市場の参加者の高いモラルと自己規律がますます重要である。金融機関の経営者には、的確・公正に業務を遂行できる経験、十分な社会的責任、誠実な姿勢で臨むことによって金融市場の質を向上させる努力が必要である。

#### 特別報告

玉木林太郎報告では、危機への財務省による国際金融対応への様々な対応・取り組みが紹介される。

(i)IMF 加盟国からの支援要請に対処するため、日本政府は IMF への融資枠を拡大し、日本の外貨準備を活用して IMF 加盟国へのさらなる援助が可能となるよう方策、(ii)途上国銀行向け資本ファンドの創設により、世界的な金融危機の影響を受けた中小途上国の有力地場銀行に対する出資や劣後融資を行うためのファンドの創設、(iii)JBIC（日本政策金融公庫、国際金融業務）を通じた貿易金融支援イニシアティブ、(iv)JBIC を活用してアジアを中心とした途上国の金融機関に対して融資を行い、貿易金融の円滑化を図る、(v)JBIC による日系企業の海外資金繰り対策として、国内大手企業を通じた途上国における事業に対する貸付、我が国企業が先進国において実施している事業に対する信用供与、(vi)外為特会の JBIC に対する貸付、(vii)これまでは二国間での取り決めであったが、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化（一本の多国間取り決めとする）方策など、金融危機以降の財務省による政策がどのように国際的になされているかがまとめられている。

表 1、金融業と製造業のアジア進出理由の違い

1-1、金融業 96 社へのアンケート調査（複数回答可）

(i)日系企業が既に多数存在しているため	67.7%
(ii)市場の成長が期待されるため	50.0%
(iii)政治的・経済的に安定であるため	18.8%
(iv)信頼できるパートナーがいるため	17.7%

1-2、製造業 1020 社へのアンケート調査（複数回答可）

(i)新たな生産拠点として	52.0%
(ii)新しい事業展開の拠点として	42.5%
(iii)生産・事業展開のための情報収集のため	16.4%
(iv)アジア地域の拠点として	7.9%
(v)R&D や技術開発のため	1.8%
(vi)世界の生産・事業展開の拠点として	1.1%

1-4、製造業の現地勤務年数

1-3、何年程度、アジアの現地に勤務しているか、金融業の現地勤務年数

一年未満	18%	1year	0.3%
1 year～ 2 years	23%	2years	2.7%
2 ～ 3 years	19%	3years	19.9%

3	～ 5 years	19%	4years	23.9%
5	～ 7 years	9%	5years	36.2%
7	～ 1 0 years	6%	6years	4.3%
1 0年以上		2%	7years	4.0%
			8years 以上	1.4%

1-5、ビジネスの最終決定者

1-5-1,金融機関のビジネスに関する最終決定者

(i)日本にいる最高責任者	35.4%
(ii)日本のアジア部門の最高責任者	20.8%
(iii)日本にいる企業戦略部門の最高責任者	14.6%
(iv)アジア現地の全体・最高責任者	12.5%
(v)アジア現地事務所の最高責任者	12.5%

1-5-2,製造業のビジネスに関する最終決定者

(i)アジア現地の各工場等の最高責任者	27.9%
(ii)アジア現地の社長	21.1%
(iii)日本にいる財務部門の最高責任者	19.6%
(iv)日本の最高責任者	12.3%
(v)日本のアジア部門の最高責任者	8.8%