

米国金融危機の来し方と行く末

池尾 和人（慶應義塾大学経済学部）

1．米国金融危機のマクロ経済的背景

1970 年代末から 80 年代初頭の米国は激しいインフレーションに悩まされる中で、景気の低迷が続くという悲惨な（いわゆるスタグフレーション）の状態にあったが、それを克服し、80 年代の後半からは経済の再活性化を実現する。1985 年にプラザ合意。これ以降、日本はバブル経済への道をたどるが、復活した米国は Great Moderation（大平穏）と呼ばれるマクロ的なボラティリティの低い 20 年間に入る¹。

しかし、平穏な状態がこれほど長く続くと、人々のリスクに対する感度は鈍くなり、高をくぐるようになる。この意味で、Great Moderation が、今回の金融危機を招いた背景になったと考えられる。

1997 年アジア金融危機、1998 年ロシア危機、LTCM の破綻。Sudden Stop を経験した東アジア諸国は、それまでの外資依存の経済成長路線から転換し、外貨準備に対する予備的需要を拡大させる。ラテンアメリカ諸国も同様。中国も含め、ほとんどの新興経済諸国が貯蓄超過。米国がほとんど唯一の投資超過国となる。

¹ 原因として指摘されているのは、主に①優れた金融政策（低インフレ率・水準と分散を実現）、②新しい在庫管理技術（IT の利用、生産は安定したが販売はそうではない）、③幸運（負の外部ショックが少なかった）の 3 つ。

世界的な不均衡（Global Imbalance）が急拡大し、その過程で米国のAAA資産への需要増大が発生。

↓

米国の金融サービス産業（投資銀行）は、これをビジネス・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。裏側でリスクテイク。

↓

原料たる Subprime Loan の粗製濫造。

↓

住宅バブルの生成と崩壊。 テイクしていたリスクが現実化。

↓

リスク・プレミアムの急上昇（repricing risks）、ただし利子率そのものは低位に誘導されている。

↓

資産価格の一層の下落と、それに伴う支出の縮小。

↓

利子率とリスク・プレミアムが低下。

↓

資産価格の上昇。

↓

支出の拡大。

↙

- 世界的な不均衡の拡大に乗じて、米国では金融ビジネスの肥大化が起こり、日本では輸出型製造業の活況（とそれによる景気回復）がもたらされた。それゆえ、世界的な不均衡の巻き戻しの中で、米国は金融危機に陥り、日本は経済低迷に陥ることになった²。

² “The deep causes of the financial crisis lie in global imbalances—mainly, America’s huge current-account deficit and China’s huge surplus,” in: When a flow becomes a flood, *The Economist*, Jan 22, 2009.

2．全面的な信用危機、そして世界同時不況への拡大

1990 年代の日本は、旧態依然とした銀行中心の間接金融体制の下で問題が起きた（損失の規模が巨額）。今回の米国は、重層的な市場型間接金融体制の下で問題が起きた（損失の規模自体は限定的）。← 高度で複雑な市場機構の機能を回復させることが課題であり、（市場型金融が未発達な状況で起きた）日本の 1990 年代の経験はほとんど役に立たない。

Subprime Loan → Subprime RMBS → CDOs → SIVs or MMTF. SIVs は、ABCP or レポ市場で資金調達。

ABCPの買い手やレポ市場での資金の出し手は、情報劣位者。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。もっぱら格付等の市場の上部構造（Superstructure）に依存。それゆえ、上部構造が信用できなくなると不安に駆られると、取り付け（run）を起こす³。

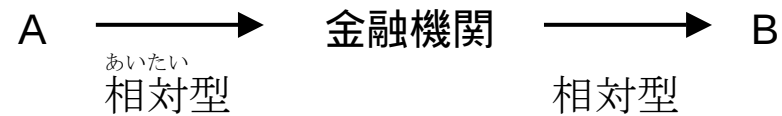
Subprime Loanの損失自体はマネージ可能な額。問題は、価格が見いだせないこと（米国では不良債権とは呼ばず、Toxic Assetsと呼んでいる）。 ⇒ Valuation Riskの顕在化：全面的な信用危機への拡大。

資本市場チャネルがダウン。幸いなことに米国は複線型の金融システムをもつが、銀行チャネルに過大な負荷。銀行貸出は増加しているが、全面的な肩代わりは無理（資本不足）。信用収縮（Credit Crunch）の発生。⇒ Macroeconomic Riskの懸念：金融システムの機能不全と実体経済の悪化のネガティブ・フィードバック（Financial Decelerator）の恐れ。

³ G. B. Gorton, “The Subprime Panic,” NBER Working Paper #14398, Oct. 2008.

金融仲介の概念図

伝統的な間接金融

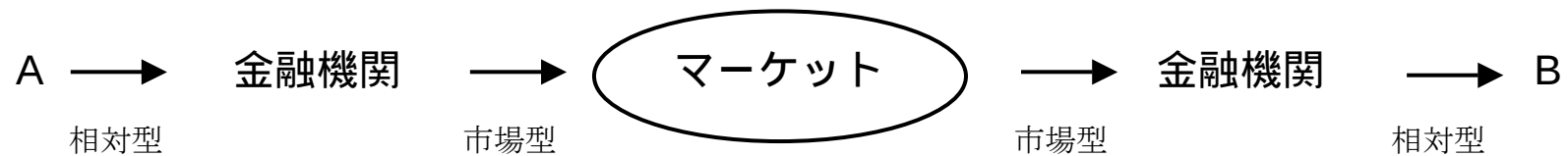


直接金融



アマも参加する資本市場

市場型間接金融



プロのみが参加する資本市場

3．市場型間接金融をめぐる規制監督上の論点

市場型化は、必ずしも直接金融の拡大を意味するものではない。金融技術は高度化し、金融取引はますます複雑化している今日、資金提供者としての家計と資金調達者としての企業が文字通り「直接に」取引を行うということは、もはや有効な方法ではない。また、アマも参加する市場よりも、情報処理能力の高いプロのみが参加する市場の方が、価格発見機能も向上すると考えられる。

金融の役割が「資金の移転」だけであるなら、できるだけ太くて短いパイプで結ぶほうが効率的であるけれども、もう 1 つの役割として「リスクの移転」がある。このリスクを分散・再配分する機能面において市場型間接金融のメリットがある。日本経済は1980年代以降、資金余剰の経済構造に転じた。カネ余りの状況のもとでは「リスクの移転」機能こそ重要性が増すことから、講演者（池尾）は、その機能を十分に発揮成しえないわが国金融の現状を問題視し、市場型間接金融を発展させる（重層的な構造を作り出す）べきだと長らく主張してきた。

ところが、米国では、市場型間接金融が非常に発展していたが、問題が起きた。それゆえ、これまでの主張に責任をもつためにも、今回の事態をしっかりと総括する必要がある。

直接的な問題は、新たに出現してい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いたこと（Shadow Banking System）。 ← ブッシュ政権とウォール街のロビーイング

モルガンスタンレーやゴールドマンザックスが銀行持株会社化したのは、応急対策。今後、オバマ政権の下で、より本格的な規制監督体制の再構築が行われるはず（4 月 2 日の第 2 回 G20 までに提案があるはず）。

市場型間接金融の弱点は、エイジェンシー関係も重層化するというところにあり、そのために利益相反の問題（Conflicts of Interest）が起こりやすい。したがって、その成果はエイジェンシー問題のコントロールの正否にかかっている⁴。今回の米国金融危機は、まさにこのコントロールに失敗したがゆえに起こったといえる。

また、市場型（arm's length）の取引が可能となるためには、しっかりとした制度基盤が存在していなければならない。とくに市場型間接金融の連鎖が長くなると、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くことから、それを支えるインフラ、とくに格付会社に代表されるような情報面での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うという Complexity の問題が生じ、今回はその問題が既述のように深刻化した。

このConflictsとComplexityの問題が克服できれば、市場型間接金融はけっして悪いものではない。今回の米国金融危機を教訓として、それらを抑え込む手だてを整備しながら、より望ましい形での市場型間接金融の発展をわが国は目指すべきであると改めて主張したい。すなわち、今後の規制監督内体制の見直しを通じて、①エイジェンシー問題のコントロールと②市場の上部構造（とくに情報インフラ）の再構築を実現していくことが目指されるべき。

なお、①に関してはレバレッジ規制、報酬規制、②に関しては格付会社規制、会計基準といった点が具体的な論点になる。

⁴ 「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）

情報インフラは公共財であるが、資本市場の場合には、だからといって政府によって供給されるべきではなく、ある種のビジネスとして提供される必要がある。この点が制度設計上の困難点（例えば、格付会社に関する競争政策のあり方）。

4．米国政府のマクロ経済政策的対応

非伝統的金融政策

Fed は、次々に新しい金融政策手段を導入。政策金利を実質的にゼロにするとともに、非伝統的（unconventional）な金融政策に踏み込む。

- Interest on Reserve Balances（10 月成立の EESA で可能に）
- Term Auction Facility (Dec. 12, 2007)
- Term Securities Lending Facility (Mar. 11, 2008)
- Primary Dealer Credit Facility (Mar. 17, 2008)
- Commercial Paper Funding Facility (Oct. 7, 2008)
- ABCP MMMF Liquidity Facility (Oct. 30, 2008)
- Money Market Investor Funding Facility (Oct. 30, 2008)
- Term Asset-Backed Securities Loan Facility (Nov. 25, 2008)

非伝統的な金融政策としては、①量的緩和、②リスク資産の買い入れ、③極端なインフレ目標が考えられるが、そのうち、①と②を実施。ただし、日本の経験から量的緩和はほとんど効果がない（Japanese experience suggests little if any effect）

とFedは判断しており、②に重点があり、①はその結果に過ぎない（credit-based easing）。

リスク・プレミアムが拡大していることから、ベースの安全資金金利がゼロでも民間の調達金利は高止まりしている。そこで、リスク・プレミアムの縮小を直接の狙いとしてリスク資産を購入。狙い通りにリスク・プレミアムが縮まれば、民間の企業とか家計の実際の調達コストは下がるので、追加的な緩和効果があることになる。ただし、きわめて実験的。

なお、③は実施される兆しはない。そうした政策の有効性については、当のKrugmanも撤回している⁵。

裁量的財政刺激

2年前には、景気対策として裁量的な財政政策を用いることに関しては、大方の経済学者が全く否定的であった（日本における通念とは異なる）。しかるに、財政刺激策の採用に対する関心の復活がみられる。

その理由は、①今回の景気後退は従来にない大規模なものであることと②金融政策の追加的な有効性が乏しいとみられることである。すなわち、裁量的な財政政策が景気対策として有効であるという新たな証拠が得られたわけではない。実際、2008年春に実施された財政刺激も、所期の効果を上げなかった。

オバマ政権が支出の拡大を意図している分野は、①健康、②エネルギー、③教育、④インフラストラクチャ、⑤貧困層への支援の5つである。⑤を別にして、米国経済の潜在成長力を高めることを意図している（消費ではなく、投資）。

以上。

⁵ <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/11/15/macro-policy-in-a-liquidity-trap-wonkish/>