

二十一世紀型複合金融危機の教訓

問題の本質は規制の強弱よりも規制の適合性にある

世界的な金融危機は適切なルールと審判不在の金融の「チキンゲーム」がもたらしたものだ。サブプライム問題に始まった危機の要因を分析して、金融にかかわるルールのあり方を考える。

竹中 正治

▶(財)国際通貨研究所 経済調査部長
・チーフエコノミスト

米国の住宅ローン市場を震源地に起こった金融危機は、当初は「サブプライム危機」と呼ばれた。

しかし、その後の展開は「二十一世紀型複合金融危機」とでも呼ぶしかないモンスター級の危機になってしまった。まるで大西洋の赤道付近で発生した熱帯低気圧が、あつという間に超巨大ハリケーンに発達し、米国を襲う様を見せられたようだ。

多くの論者がその原因と教訓、今後の予防策について議論を始め、今「金融資本主義の破綻」を説く大仰な議論から、「資産価格の安定も金融政策の目標にすべきだ」という金融政策論、あるいはリス

ク計測・管理手法の技術的な改良を説くものまで様々である。

そうした諸議論のなかで、九〇年代以降の金融ビジネスの行き過ぎた規制緩和、自由化が危機の要因であり、規制再強化 (Tightening) を目指すべきだという論調が浮上している。これは米国のオバマ大統領候補 (本稿が発刊される時には「当選者」だろうか) も繰り返し主張している。

また、九月二十四日東京で開かれた雑誌「ユーロマネー」主催の日本資本市場コングレスでの「規制対改革 (Regulation vs. Innovation)」と題されたパネルも、そうした論調に基づき、規制と自由なイノベ

ーションのあるべきバランスを考えようという趣旨だった (筆者はパネラーのひとりとして参加した)。

行き過ぎた規制緩和の結果なのか?

しかし、規制とイノベーションを対立概念として考えることが既に間違いの第一歩であると思えてならない。「規制」という言葉をどのように定義するかにもよるのだが、それをビジネス・経済活動における「ルール」と広義に理解するならば、そもそもルールのないゲーム (ビジネス) などありえない。ポイントはルールには二種類あるということだ。ひとつは新規の参

入障壁を高くし、監督当局が大きな裁量権を持つことで既存の業者の利益を擁護・調整する「保護主義的なルール」である。もうひとつは自由な競争とイノベーションを促進する「競争促進的なルール」である。

米国で過去三〇年の間、金融ビジネスを含む産業全般で進んだ自由化・規制緩和とは、本来的には保護主義的なルールの撤廃と競争促進的なルールの施行を指したものだ。西欧や日本でもやや遅れて、同種の自由化・規制緩和が進んだ。

競争促進的なルールの下でも、ルールの遵守とそれに反した者を罰

し、市場から退場させる監督当局の役割は欠かせない。たとえて言うなら、ゲームの審判役であり、ルールと審判なしではゲームは、やりたい放題のカオスになってしまふ。この点で、規制緩和・自由化を信奉する人々が、人為的なルール無しでも市場は自律的な規律を自ら生み出すので、規制は最小限化するのが望ましいと考えていたのであるなら、それは過度な楽観論であったと批判されるべきであろう。(市場経済における自由と規制の問題については、末尾の参考文献①②を参照)

米国では住宅ローン・ビジネスの実態が証券化によって急速に変貌したにもかかわらず、ルールと審判役 (監督当局) がそうした変貌に対応しておらず、審判なきゲームが展開した。これが、住宅価格が上がり続けられない返済不可能になる無謀なローンがサブプライム・ローンとして二〇〇〇年代に急増したひとつの要因である。

大きく変貌した米国の住宅ローン・ビジネスと制度欠陥

この点をもっと具体的に説明し

よう。サブプライム危機の真因を理解するためには、米国の住宅ローン・ビジネスが証券化という川下ばかりでなく、住宅購入者がローンを借りる川上を含めて九〇年代以降、伝統的なファイナンスの姿から大きく変貌したことを知る必要がある。

変貌の第一点はモーゲージ・ブローカーの存在である。多くのサブプライムの借手がモーゲージ・ブローカーを通じてローンを借りた。ブローカーの多くは個人、ないし個人事業に近い形態で、二〇〇〇年には二五万以上のブローカーが全米で活動していたと言う。ところが彼らに対してライセンス制度すら設けていなかった州が多かった。

この結果、知識も品行にも問題のある個人事業者が大量にブローカーとして参入した。米国では不動産売買の仲介には各州政府が試験を伴う比較的厳しいライセンス制度を設けている。モーゲージ・ブローカーがそうしたライセンス制度の対象になっていなかったのは明らかな制度欠陥である。ブローカーは利鞘が厚く、従って手数料も厚いサブプライム・ローンに群がっ

た。二〇〇三年にはサブプライムの半数以上、〇六年にはサブプライムの六三%をこうしたブローカーが組成していたと言う。

ブローカーにはもちろん融資する資金はない。彼らは借入希望者の信用情報、購入対象物件などを記載した書類を作成し、レンダー (貸手) にローンの引受けを依頼する。このレンダーも個人事業、零細事業のノンバンク業者が九〇年代以降急増していたが、連邦政府レベルの監督対象にはなっていない。末尾の参考文献③に記載した元レンダー・ビジネスをしていた著者によると、ブローカーが提出する書類の七〇%以上にはローンを引き出すためのなんらかのごまかしがあったと言った。

レンダーは大手金融機関にローンを売り、資金を回収した。最後に、大手金融機関がローンを証券化して投資家に売り捌いた。このように住宅ローンの証券化というイノベーションは、ローン・ビジネスのアンバンドリング (ビジネス・プロセスの分割) という構造変化を引き起こしていたのだ。ところが、監督体制は連邦政府レベルでも州

政府レベルでも旧態然のまま、銀行のみを監督する枠組みだった。この結果、審判なきフィールドでのゲームが展開した。これで反則、いんちきが横行しなければ、むしろ不思議と言うべきだろう。

更に一歩進んで、ブローカー、レンダー、証券化して売り捌いた大手金融機関、格付け機関もみな無理、無謀を承知でやり続けたのであり、一種の無言のコンスピラシー (共謀) が働いていたという批判もある。この点は、今後まだまだ増えるだろう刑事訴訟、民事訴訟の結果がやがて明らかにしてくるだろう。

陳腐化したルール

金融危機を深刻化させた第二の要因は、信用の引受けと資金の貸手の分離である。旧金融ビジネスモデルでは資金の貸手と信用の引受けは同一だった。従って監督当局は資金の貸手としての銀行を監視していれば、信用リスクも把握・監督できた。八〇年代に米国や一部西欧諸国で起こった金融危機への教訓として、銀行の保有す



たけなか・まさはる

1956年生まれ。79年東京銀行入行（現三菱東京UFJ銀行）、89年より為替資金部チーフディレクター（通貨オプション）、96年同部次長、2000年調査部次長、03年ワシントン駐在員事務所長、07年2月より現職。著書に『米国経済の真実』（東京三菱銀行調査室編、2002年、東洋経済新報社）、『外資投資の秘訣』（2006年、扶桑社）、『マネーの動きで読み解く外国為替の実際』（国際通貨研究所編、2007年、PHP研究所出版）、『ラーメン屋vsマクドナルド、エコノミストが読み解く日米の深層』（新潮新書、2008年）がある。

るリスク性資産に見合った自己資本を要求するBIS規制が先進諸国で導入され、その後この規則は一層精緻化された。銀行が信用リスクや市場リスクなどを過度に引受けて破綻し、ショックの連鎖的な波及で金融・信用システム全体を危機にさらすことを予防するためのルールだった。

ところが九〇年代以降のデリバティブとしてのCDS（Credit Default Swap）の急速な普及は、資金の貸手と信用の引受け手を分離した。CDSで莫大な信用リスクの引受け手となったAIGが破綻に瀕し、FRBから大規模な緊急融資を受け、政府の管理下におかれたのは、こうした変貌の象徴である。BIS規制で銀行へのルールは厳しくなる一方、銀行部門以外のノンバンク金融機関は緩い規制・監督のままにおかれ、そこでリスクポジションの過剰な累積が生じた。ここでも、イノベーションの結果、ゲームの内容が変貌しているのにルールは時代遅れで陳腐化し、審判の目は別の方向しか見えていないという同じ種類の問題が生じたのだ。

破綻が独立事象であるか、あるいはある程度の正の相関関係があるかで、計測されるリスク量は大きく異なってくる。もちろん、後者の方がリスク量はずっと大きくなる。経済・金融情勢が平時であれば、個別の債務破綻は独立事象に近いかもしれないが、クレジット・

このように考えると、問題の核心は「規制か自由な市場原理か」ではなく、市場のイノベーションによって生まれた新しい状況に、ルールと監督のあり方が適合しているかどうかの問題だと判るだろう。

晴れている時に傘を提供し、雨になると取り上げ金融機関の行動

第三の論点は、金融機関がリスク性の資産を大規模に保有している、貸出などの信用提供行動が、資産価格や景気変動の変動に対して「変動同調的（pro-cyclical）」になり、資産価格や景気変動に拍車をかけることになる問題である。日本では一九九〇年代に銀行がそれまでの株式持合いの拡大で、取引先企業の株式を多額に保有していた。ところが、株価の下落で生じた評価損で自己資本が減少し、貸出余力が低下した時に大きな問題として議論された。結局、株式保有規制が導入された。

信用の膨張で資産バブルが起ると、資産評価益で銀行の自己資本が増加することがある。必要以上の自己資本を保有することは、克蘭チや景気後退が起こる状況下では各債務破綻に正の相関性が急速に高まる。それに連れて計測されるリスク量も急速に増加する。そこで、リスク性資産を保有する機関がリスク量と損失の増加に対応するために追加的な自己資本の調達のために迫られたが、それを可能にするはずだった資本市場が市場参加者の恐怖心で機能麻痺に陥っていた。結局、「最後の出資者」として欧米ともに政府が出資せざるをえなかったわけである。

リスク計測・管理の技術は今後見直しや改良が進むであろう。しかしながら、むしろ筆者が強調したいのは、金融工学の発達は市場のバブルとその崩壊を予防することにはつながらないという一見逆説的な事情である。この点を手短かに説明するのは難しいが、工学的に達成可能なことと、人間が人間を相手に行うゲームとは全く別事だとご理解頂きたい。

「チキン・ゲーム」をご存知だろうか。映画などにしばしば登場するものだが、非行少年達が崖に向かって二台の自動車を並走させる。先に車を止めた方が「臆病者（チ

製造業が稼働率の低い工場を持つと同じで、資本の非効率を起す。そのため銀行は増加した自己資本に応じて貸出などの資産を拡大するが、それが資産価格の高騰に拍車をかける。反対に、バブル破裂の局面では、資産の評価損で減少する自己資本に合わせて資産を圧縮するので、信用の収縮を招いてしまう。

つまり、よく悪口を言われる「銀行は晴れている時に傘（融資）を提供し、雨になると取り上げようとする」という金融行動は、こうしたリスク性資産の時価評価と自己資本の関係に根ざしていると考えられる。これは自己資本規制ルールの修正という方向で議論が今後進むだろう。

「チキン・ゲーム」に凌ぎを削る金融・投資のプロ達

四番目の論点は、金融工学が高度に発達し、リスク計測・評価手法が「洗練されたはず」の米国の金融・投資機関が、なぜ過大なリスクと莫大な損失を抱える結果になったのかである。この点については、リスク計測に関する理論的

「投資・金融のプロ」が展開するゲームも一種のチキン・ゲームで、彼らは金融工学で装備されたハイテクカーに乗って崖に向かって爆走したのだ。住宅価格が無限に上昇を続けることは不可能であること、その結果、多数の債務破綻と貸倒れ損失が生じることはほぼ必然であることが判っている。業者（プロ）は業者である限り、每期ライバルと競争しながら稼ぎ続けなくてはならない。途中で降りたら、そこから先は全部ライバルにもついでにかれゲームの敗者となる。

その結果、崖に向かって自動車を爆走させることになる。もちろん、崖から転落して死にたくはないので、バブル崩壊の兆しが見えたら売り抜けて（自動車から飛び出して）逃げようと考えている。ところが皆がそう考えるので市況が悪化し始めると売りは雪崩現象を起してしまふ。なんと因果なビジネスだろ。

バブル現象は市場で人間が他の人間を相手に行う活動の「業」の

興味深い諸問題が指摘されている。証券化商品、CDS（Credit Default Swap）などをポートフォリオに保有する金融・投資機関の多くで、今回VARが示す最大損失額を遥かに上回る損失が生じた。現代普及しているVAR（Value at Risk）によるリスク量の計測が実態比過小になることはリスク管理の実務家、理論家の間では以前からよく承知されている事実である。

もちろん、VARの示す損失最大値とは、九五%、あるいは九%の確率を前提にした最大損失であるから、五%、あるいは一%の確率でそれを越えることは当然想定されている。問題は、そうした「最大損失」を超える損失が発生する確率をVARが過小評価してしまつたことである。この問題は、VARモデルは市場の価格変動が正規分布することを前提にしているが、実際には「正規分布が想定する場合よりも、稀な大変動がより高い確率で生じる」ことに基づいている。

もうひとつの問題は、諸変数間の相関関係の変化である。例えば一〇〇人の債務者を対象に、債務

ようなもので、バブル予防的な政策、制度を発達させても、新たなルールのさらに裏をかく新規の手法で人間はチキン・ゲームを繰り返すかもしれない。すべての手口を予想した万能の制度、政策はあり得ない。私達ひとりひとりが、「チキン・ゲームから降りる」決断ができるかどうか、その主体的な条件にかかっているように思える。それができれば、マクロ的なバブルと崩壊は不可避でも、自分の財産は守ることができるだろう。

（参考文献）

- ①竹森俊平「資本主義は嫌いですか」日本経済新聞社出版、二〇〇八年
②池田信夫「ハイテク知識社会の自由主義」PHP新書、二〇〇八年
③リチャード・ピトナー「サブプライムを売った男の告白」、ダイヤモンド社、二〇〇八年

- Richard Bitner "Confession of a Subprime Lender"
④ヘノワ・B・マンデルプロ、リチャード・L・ハドソン「禁断の市場」東洋経済新報社、二〇〇八年
Benoit B. Mandelbrot, Richard L. Hudson "The (Mis) Behavior of Markets"