

国有化「大き過ぎて潰せない」は正しいのか

たけなか まさはる
竹中正治

龍谷大学経済学部教授

40兆円に達する 米国の公的資金注入

昨年の夏以降、欧米の銀行グループが次々と公的資金注入で事実上の国有化に近い状態になった時のことだ。あるフランス系銀行のエコノミストが私を含むエコノミスト会合のメンバーに、次のようなEメールを送った。「フランスの銀行にとっては大いに優位性を発揮できる情勢になったぞ。なにしろ我々には長い国有化時代の経験があるからね。政府との交渉なら誰にも負けないよ、ははは！」。

もちろん少々やけっぱち気味のジョークであるが、嘘でもない。2007年8月に傘下の3つのヘッジファンドがサブプライム関連の投資で破綻し、今回の危機の口火を切ったBNPパリバの前身BNP (Banque Nationale de Paris) が国有から民

営化されたのは1993年である。BNPだけではない。ソシエテジェネラルが民営化されたのは87年、クレディリヨネの完全民営化はなんと99年とそれほど昔のことではない。確かにフランス人にとっては「少し前の時代のやり方」に戻るだけかもしれない。しかしアメリカ人にとっては戦後未曾有の出来事だ。まず、米国の公的資金注入の状況を確認しておこう。表は米国財務省が公表している不良資産救済プログラム(TARP)の6月末時点残高である。公的資金注入と債務保証総額で4254億ドル(約40兆円)規模に達した。

民間金融機関に対する公的資金注入の核であるCPP (Capital Purchase Program)の対象先が650機関にも及んでいることは、事態が「大き過ぎて潰せない」だけでなく、「多過ぎて潰せない」ことをも示唆している。

表 不良資産救済プログラムTARP (Troubled Assets Relief Program、総額7000億ドル) 資金使用状況

		投入	返済済み
公的資本注入CPP (Capital Purchase Program) 650機関		2,032	701
対象上位10機関	バンク・オブ・アメリカ	250	
	シティグループ	250	
	ウェルズ・ファーゴ	250	
	PNCフィナンシャルサービス	76	
	リージョンズ・フィナンシャル	35	
	JPモルガン・チェース	250	250
	モルガン・スタンレー	100	100
	ゴールドマン・サックス	100	100
	U.S. バンコブ	66	66
	キャピタルワン・フィナンシャル	36	36
上位10機関の全体に占めるシェア (返済前)		69.5%	
上位10機関の全体に占めるシェア (返済後)		64.7%	
シティ、バンク・オブ・アメリカへの資本注入 TIP (Targeted Investment Program)	バンク・オブ・アメリカ	200	
	シティグループ	200	
特定資産への政府保証AGP (Asset Guarantee Program)	シティグループ	50	
自動車産業向け緊急融資AIFP (Automotive Industry Financing Program)	GMとクライスラーグループ15社	800	
自動車部品会社への政府保証ASSP (Auto Supplier Support Program)	2社	50	
SSFI (Systemically Significant Failing Institutions Program)	AIGへの資本注入	698	
CBLI (Consumer and Business Lending Initiative Investment Program)		200	
住宅ローン融資条件見直し支援HAMP (Home Affordable Modification Program)		24	
総計		4,254	701

(注) 1. バンク・オブ・アメリカは7月に入って7億1300万ドルの返済予定を発表
2. TARPとは別に、政府管理下に置かれたファニーメイ、フレディマックに対して住宅・経済再生法に基づき各2000億ドルの優先株式購入枠が政府(財務省)により提供されている
(出所)米国財務省等

Part1 危機は終わったのか

Part2 通貨バブルの可能性

Part3 170兆ドルはどこへ

Part4 未知の経済

Part5 経済バブル大研究

Part6 勃興「安くて良い」新経済

こうした政府による特定民間金融機関の救済は、「モラルハザードを起し、市場メカニズムを歪める」ので政策として本来は「禁じ手」だが、今回は非常事態なのでやむを得ない、と大半の経済学者は考えているようだ。しかし禁じ手が必要となるような事態は今回が初めてではない。世界中で過去の金融危機のたびに繰り返してきたことにすぎない。

政府救済をめぐる経済論

「大き過ぎて(多過ぎて)潰せない」ということの経済論的な本質はなんだろうか？ 合理的に正当化できることなのだろうか？

一般にそれは「システムミック・リスク」とひとことで片づけられているが、まずこの点から考えてみよう。経済学に「外部性」という概念がある。ある経済主体の選択(行動)が他の経済主体に便益をもたらす場合には「正の外部性」があると言ひ、反対に害やコストをもたらす場合には「負の外部性」があると言ひ。企業が排出する汚染物による公害は「負の外部性」の典型だ。

また「ネットワークの外部性」と言われる場合の代表的な例は、電話やEメールなどのコミュニケーション手段だ。これらの手段について利用者が1人の場合、価値はゼロであ

るが、加入者が増えるにつれ便益(プラスの価値)が生まれる。そのプラスの価値は加入者数がある一定規模を超えると急激に増大する。コミュニケーション手段に限らず、財、サービス、情報、資金を相互にやり取りするために人間が形成するネットワークは、ほとんどすべて、規模(参加者の数)に応じた正の外部性を生み出すようだ。

金融システムもそうしたネットワークの正の外部性に支えられている。このネットワークの中では多くの主体が「他者から借りられるから、別の他者にも貸す」「他者から返済を受けられるので、別の他者にも返済できる」という相互依存を形成している。この信用ネットワークが十分に大きくなることで得られる便益とは、経済活動に必要なファイナンスがいつでも(一定の要件を満たすことを条件に)利用できることだろう。家計には自動車ローン、住宅ローン、クレジットカード、企業の場合には短期・長期の運転資金から設備投資資金まで、現代ほどファイナンスの利用可能性が社会全体に普及した時代はない。

信用ネットワークは通常は一種の動的な安定状態にある。債務不履行や倒産などによるネットワークの損傷(参加者の離脱)がある一方で新規の参加が常にある。債務不履行の

比率が債務全体の1〜2%程度なら「想定範囲」のことであり、ネットワークが危機に瀕することはない。

金融の受益者と納税者の利害不一致

ところがそうした不履行がある比率を超え、とりわけネットワークの結節点となっていた大きな金融機関が破綻するような場合は、ネットワーク全体が麻痺、崩壊する危険にさらされる。債務不履行は全体の10%でも、ネットワークの多くの参加者が損失の急増におびえ、信用供給を削減、停止する。その結果、信用の相互連鎖で出来上がっているネットワークの機能は著しく低下する。自己資本が大きく毀損した銀行は貸し出しを絞り、投資家は社債やその他の証券を買わなくなる。

この時に、信用ネットワークの外部性は正から負に転じる。債務不履行、破綻がある規模を超えると突然ネットワークの機能が急速に低下し、正の外部性が消える、すなわち負の外部性が登場する。政府の公的資金注入によって回避しなければならぬことは、信用ネットワークが生み出していた正の外部性の消滅と言えるだろう。

しかし、ここで問題が生じる。現代の信用ネットワークの正の外部性(便益)は広く享受されているとはい

え、ネットワークから受ける構成員の便益の程度はそれぞれ異なるし、受益者と納税者とは同じではない。そこに「政府の資金(＝納税者の負担)で金融機関を支えなくてはならないのか？」という不満、批判が生じる根拠がある。

ここにやはり政府による救済が有権者の反発を生み、政治的ナリスクになる原因があるのだ。

また、受益者とコスト負担者が乖離すると、システムの中で「ただ乗り」をするプレーヤーが必ず生じる。つまり、野放図な業務拡大、信用膨張を行い、その結果儲ければ自分の成功、失敗すれば破綻のコストは政府、納税者にツケを回す金融機関経営者が出てくることになる。

危機と制度防壁の歴史

ではどうしたらよいのか？ 実は金融制度の改革とは、こうした市場が内在する不安定性とその結果としての金融危機への対応の歴史でもある。その様は捕食動物と被捕食動物が繰り返す共進化に似ている。

米国では1890年代に大きな金融危機と不況が起こり、銀行取り付け騒ぎが感染爆発のように広がった。この後1913年に連邦準備制度(FRB)が作られたのは、銀行への流動性の供給者となることで、

信用破綻の連鎖に対する防波堤の役

するといふ経路をたどった。証券化

変化を代表している。

の選好ではなく、他人が買って価格

信用破綻の連鎖に対する防波堤の役割を担うためだったという。

それでも危機は繰り返された。1929年の株価暴落と大恐慌の教訓から、33年に預金保険制度が作られた。預金保険は信用ネットワークを守るため、外部不経済を内部化する制度でもあり、システムの受益者とコスト負担者を一致させる強力で賢い方策だ。

預金保険制度への加盟を義務付けられた銀行は、預金量に応じて保険料を払い、プールされた保険料は銀行が破綻した時に預金保証の原資となる。同時に、特定の銀行の破綻で生じた不安が、「他の銀行も破綻するかもしれない」という不安を引き起こし、取り付け騒ぎの連鎖でネットワークの麻痺、崩壊が起こるのを避ける機能を果たしている。

さらに80年代末に銀行に対する一種のレバレッジ規制であるBIS（国際決済銀行）の自己資本規制が国際的な枠組みとして導入された。80年代までは銀行が信用ネットワークの主たる部分を占めていたので銀行を対象にした預金保険やBIS規制が有効だった。

ところが今回のバブル的信用膨張と金融危機は、危機対応の防御が固められた銀行部門ではなく、非銀行金融部門で起こり、危機が銀行を含むほとんどすべての金融部門に波及

するという経路をたどった。証券化と非銀行金融部門の急膨張を経た米国では、FRBと預金保険制度では信用ネットワークの崩壊を防げないことが誰の目にも明らかになった。オバマ政権の金融制度改革の最大の課題がここにある。

資産市場はもともと不安定なもの

信用ネットワークの危機はさまざまな事情によって起こり得る。戦争などの外的なインパクトで起こることもある。また、今回のように特定分野の資産価格がバブル的な高騰を起こした結果、その調整としての資産価格の下落が大規模な債務不履行を生み出すことでも起こる。

極めて大括りに言うと、今日標準的な経済学の枠組みでは「市場参加者は合理的であり、独立した選好に基づいて選択をする」と想定する。そこからは、資産市場の需給と価格調整がスムーズに働けば市場は安定性を保つという市場観が生まれる。しかし、繰り返されるバブルとその崩壊はむしろこうした認識の枠組みの変更を迫っているようだ。効率的市場仮説や市場参加者の合理性に疑問や反証を投じる行動経済学などの研究成果に基づいて、新しい市場観を提起する著作が近年脚光を浴びるようになったのも、こうした思潮の

変化を代表している。

筆者自身は資産市場での需給と価格は安定化する方向に作用するネガティブ・フィードバックと、均衡からの乖離を拡大するポジティブ・フィードバックの不安定なせめぎ合いから成っているという市場観を抱いてきた。ネガティブ・フィードバックとは価格が上がれば供給が増え、需要は減退し、安定・収束に作用する力だ。反対にポジティブ・フィードバックとは、他者が買うから価格が上がる、上がるから自分も買うという作用で、価格の高騰、あるいは下落方向に大きなトレンドを生み出す。どちらの作用が優位になるかは一種の揺らぎのようなもので、合理的な予想は困難である。

日々の生活で使われる最終消費財の市場ではネガティブ・フィードバックが働き、価格が下がれば（上がれば）需要は増加（減少）する。薄型テレビの爆発的な需要拡大は価格の下落によって生じたものだ。ところが、資産市場ではしばしばポジティブ・フィードバックが優勢になる。つまり「上がるから買う、買うから上がる」（あるいはその反対）のスパイラルが持続してしまう。

その原因は2つある。まず、市場参加者の資産購入目的が使用（価値）から切り離され、富の無限の蓄積欲求に駆られている。その結果、自分

の選好ではなく、他人が買って価格が上がるかどうか、という他者依存型の行動選択に支配されているからである。第2に、自己資金ではなく、ファイナンスによる購入が一般的なもので、信用が膨張する限り、価格の高騰も持続し得る。

現代の信用ネットワークは、資産投資に豊富な（過剰な？）ファイナンスが利用されることによって、こうした資産価格の不安定性に連結した潜在的な脆弱性をはらんでいる。今回の危機で膨れ上がった公的資金注入残高は、陰の銀行システム（ノンバンク金融部門）で進行していた信用膨張とバブルに監督規制当局が無防備だった結果である。しかし、大膽かつ大規模な公的資金注入と損失計上が比較的速やかに行われた結果、「大恐慌」は回避されたとも言える。今後、实体经济の回復が緩やかながらでも続けば、投入された資金のかなりの部分は数年後には回収されるだろう。むしろ重大なポイントは、かつてのFRBや預金保険の創設、銀行の自己資本規制（BIS規制）導入などに匹敵する金融ビジネス規制改革がオバマ政権の下で実現するかどうかである。もちろん、オバマ大統領とその政府はその課題の重大さを十分認識しており、改革が着手された。ここに米国の希望があると言えようか。