

## リーマンショックから10年

竹中 正治

米国の住宅ローン市場で「サブプライム危機」として始まり、米国大手証券の2つが破綻し、米国を中心に世界的な景気後退をもたらしたリーマンショックから満10年となった。危機の教訓を手短かに振り返ってみよう。

投資リスクの過小評価：米国でサブプライムを含む住宅ローンなどを担保にした証券化債券が大規模に売りさばかれた。ところがそのリスク評価には重大な過小評価を招く欠陥があった。ひとつはリスク評価の基礎となる住宅ローンの不履行確率の算定には、過去の不動産不況期まで含めた長期のデータが必要だった。しかしサブプライムローンの増加は90年代半ば以降であり、そうした長い

履歴データがなかったことから、相対的に景気の良かった時代のデータのみで評価されてしまった。さらに住宅ローンの不履行が生じる確率が事実上、独立事象（確率的にある案件での不履行発生が他の案件に影響を及ぼさないという想定）として扱われたらしい。しかし不動産不況になればそうした債務不履行の独立性は消え、住宅価格の下落や失業率の上昇に伴って不履行は続発する。これも証券化債券のリスク過小評価につながった。

金融イノベーションと規制ルール、監督体制の陳腐化：伝統的な金融規制と監督が銀行部門を対象に行われる一方、証券化業務が急拡大したノンバンク金融部門については、極めて不十分なルー

ルと監督しか行われていなかった。例えばインベストメントバンク（証券会社）では金融レバレッジ規制の緩和が行われ、信用膨張を助長した。逆に言うと、ノンバンク金融部門が野放しだったが故に、規制を回避する金融ビジネスがそこで過度な信用膨張を起こしたとも言える。これは証券化がもたらした金融ビジネスの変化に、伝統的な銀行中心の監督体制とルールが適合せず、陳腐化してしまっただけの結果である。

危機後には米国では金融規制改革法（ドットプランク法）が制定され、グローバルには銀行の自己資本規制としてのバーゼルⅢにこの点での規制強化が盛り込まれた。

信用の膨張、過度な金融レバレッジの拡大：主流派の経済学も金融レバレッジの拡大を伴う信用の膨張について、警戒感が欠けていたと危機後に批判されるようになった。逆に言うと、金融の不安定性を強調した異端の経済学者ハイマン・ミンスキーの著作が危機後に再評価されるようになった。IMF（国際通貨基金）やBIS（国際決済銀行）、各国中央銀行なども各国の信用の膨張度合いを計測するデータとモニタリング体制を危機後に強化し、現在問題となっているトルコなども

対外的な不均衡（経常収支赤字）と信用の膨張の度合いにおいて警戒を要する新興国のひとつにあげられていた。

危機の伝染：金融危機の国際的な伝染率はリーマンショックにさらに約10年遡るアジア通貨危機時に顕著に現れたもので、金融投資活動がグローバル化した現代特有の危機の特徴だ。サブプライム危機からリーマンショックの局面では、米国の証券化債券に多額の投資を行った欧州の金融機関が巨額の損失を被る形で直接的に危機の衝撃が伝わった。しかし、間接的なルートも無視できない。すなわち特定の市場で大きな損失が生じた際に、損失を被った投資家はリスク回避的になり、あるいは債務の返済や出資金の返還要請に応じるために、他市場の株式などリスク性資産を売却する傾向が強い。そうしてリスク性資産の売りが世界的な連鎖を起こす危険がある。

各種の対策にもかかわらず、金融危機は今後も形を変えて繰り返されるであろう。現在その点でもっとも潜在的に大きなリスクを抱える国は、2008年の不況を乗り越えた代償に、その後過度な信用膨張が著しい中国だと筆者は考えている。

龍谷大学教授