

## 英米型資本主義の興隆とその将来⑳

法政大学 経済学部教授 (客員) 渡部 亮

サブプライムローン危機は、金融資本市場の不安定性を改めて露呈した。このことは、金融規制緩和の見直しを迫るものでもある。連邦準備制度理事会 (F R B) は、思い切った金利引下げや流動性供給を行ったが、こうした政策が有効かどうか、インフレを助長する危険はないか、といった別の問題も提起している。

### 1. 市場型間接金融の危機

サブプライムローン危機は、証券化市場で起きた市場型間接金融の危機であった。銀行融資の証券化は、信用リスクを広範な投資家に分散させることによって、銀行システムの安定化に貢献すると、少なくとも当初は賞賛された。しかし実際には、少数の銀行が証券化市場でも活発に業務を展開し、リスクは一向に分散しなかった。銀行はCDO (債務担保証券) のような証券化商品を組成するとともに、自らの傘下の投資ビークルを通じて集中投資し、信用リスクだけでなく、価格変動リスクや流動性リスクも丸抱えにした。なおこの場合の流動性リスクとは、銀行が短期借り・長期貸しによって期間利益を得ようとするとき、そうした満期変換に伴って発生するリスクである。

そもそも証券化市場は直接金融市場である。直接金融市場では、資金の出し手 (債権者) と取り手 (債務者) が直接取引する。そこでは投資家がリスクを負担する代わり、金利減免や満期繰り延べ等による債務者救済は認められない。なぜなら、債務者を救済すれば投資家のリスクとリターンに関する計算が狂ってしまうからである。間接金融の場合には、銀行が資金の出し手と取り手の間に介在するから、銀行の負担により債務者を救済することが起こり得る。またそうすることが、銀行の利益や金融システム全体を守ることに繋がる場合がある。

しかし純粋な直接金融では、預金を取り扱う銀行は介在しないから、資金の取り手が債務不履行に陥っても、金融市場全体を揺るがすようなシステミックリスクは、原則として発生しない。そのため金融システム維持という観点から、中央銀行が最後の貸し手として登場する必要もない。また公定歩合等政策金利の引下げが、必ずしも有効な危機対応手段ではない。こうしたことが直接金融の原則とされてきた。そもそも金融行政の役割分担からすれば、規制当局が銀行資産の健全性や資本の適合性を監督し、中央銀行は、金融システム全体に危機が及ぶような場合に限り流動性を供給するのが建前である。中央銀行は銀行の一時的な流動性逼迫を救うことはするが、債務超過や債務不履行に陥った銀行や企業を救済しないというのが原則であった。

ところがニューヨーク連銀は 08 年 3 月下旬、投資銀行ベアー・スターンズの不良債権処理に際して、不良債権の受皿会社に 290 億ドルの融資を行い、実質的に債務超過の救済を行った。中央銀行が民間企業 (受皿会社) の信用リスクを引き受けるという事態が起きたのである。日本では、山一証券に対する特別融資等の前例があるが、市場経済システムを標榜する米国の金融当局として、こうした事態は異例であった。F R B は既に 3 月中旬、証券ディーラーに対して公定歩合で直接融資する緊急措置も打ち出していた。英国でも 4 月下旬に、イングランド銀行保有の国債と民間銀行保有の住宅担保ローン証券を交換 (最長 3 年間) する緊急措置が講じられた。

F R B が利下げや緊急融資に躍起となったのは、日本で起きたような債務デフレが米国で再現することを懸念したためと言われるが、市場経済先進国の米国が、市場経済後進国の日本の経験を参考にしたのであれば、これは皮肉な結末である。

## 2. 金融規制緩和の見直し

銀行は、満期変換に伴って発生する流動性リスク(短期借入れが更新できなくなるというリスク)に備えて、常時換金可能で流動性の高い、国債のような資産を保有していなければならない。しかし流動性の高い資産は、低いリターンしか生まないため、高いリターンを得るには、CDOのような流動性の低い長期資産にも資金を配分せねばならない。そこで銀行は、傘下の投資ビークルを使って過度な借入れやCDO投資を行ったが、こうした証券化取引が拡大する過程で、投資ビークルが抱える流動性リスクに対しては、銀行側の備えも当局の監視も十分ではなかった。そのためサブプライムローン危機の発生により、中央銀行は銀行の損失を押し付けられ、民間企業の信用リスクまでを引き受ける結果となった。

中央銀行は現金通貨を発行できるから、流動性リスクを引き受けることはできる。しかし信用リスクに関しては、情報の非対称性の問題(銀行の貸出先の信用状態に関する情報の欠如)があるため、容易に引き受けることはできない。したがって、今回のように結果的に信用リスクを引き受けた場合、今度はその信用リスクが顕在化しないよう、規制監督を強化せざるを得ないであろう。リスクが顕在化すれば、その負担が最終的には納税者に及ぶからである。納税者の負担で民間企業のモラルハザード(倫理の欠如)を容認することは、政治的に受け入れられない。

このように考えると、サブプライムローン危機は、規制緩和された自由な市場経済システムにとり、ひとつの転換点ともなり得る。英国のように中央銀行と金融規制当局を分離している場合、そうした制度が見直しを迫られるかもしれない。システムリスクを未然に防ぐには、中央銀行が安全網を提供する必要がある。しかしその安全網が、一時的な流動性リスクだけでなく、信用リスクもカバーするようになると、それが濫用されてモラルハザードを起こす可能性が生まれる。そうした事態を回避するためには、金融規制監督が強化されなければならない。小口の預金業務と大口の証券市場業務の間に隔壁を設けるといったことも考えられる。規制強化や政府の介入が問題解決

を意味するものではないが、英米の金融資本市場が新しい局面に移行しつつあることは間違いない。

## 3. 中央銀行の試練

金融規制緩和が行われた80年代以降、87年にはブラックマンデーの株式市場危機、80年代末には貯蓄金融機関(S&L)の行詰まりとインサイダー取引に関連した投資銀行ドレクセルバーナムの破綻、94年には債券市場の危機、98年にはヘッジファンドLTCMの破綻が起きた。2000年代に入ると、ITバブルやエンロン事件に関連して引受業務の利益相反問題が浮上し、03年前後には投資信託の不祥事、07年にはサブプライムローン危機と続いた。

その度に利下げや金融緩和策が講じられたが、資源・食糧価格が高騰する中での金融緩和政策は、賃金物価のスパイラル的上昇という別の問題もはらんでいる。資源輸入国である先進国の交易条件は悪化し、その分消費者の生活水準は低下するから、労働者は賃上げを求めるであろう。そうしたときに金融緩和が続くと、会社側は、製品値上げによってコスト上昇を消費者に転嫁しようとする。米国がそうした状況に陥れば、ドル資産の対外価値は下落し、長期金利も上昇に転じるであろう。

F R Bを始めとする中央銀行の試練は、それだけにとどまらない。新興国の台頭にもなあって、世界の貯蓄が新興国に偏在するという問題が発生したからである。BRICsや産油国の余剰資金は、米国の旺盛な消費需要を賄うようになったが、同時に過剰な投資資金の源泉ともなあって、バブル的な住宅投資を煽った。

こうした貯蓄の世界的偏在と米国の過剰消費をG7諸国の金融当局がいかに統御するか、金融当局は新たな挑戦に直面している。1970年代の石油危機時にも貯蓄資金の産油国への偏在が発生したが、その当時のオイルマネーは、銀行預金や米国債投資で運用された。そのため金融当局による国際的な資金フローの統御がある程度は可能だった。しかし今では、株式を始めとする証券で貯蓄資金が運用され、取引の仕組みも複雑化している。

(以下は次号に続く)

わたべ りょう (法政大学 経済学部教授)