

第6回 金融危機シンポジウム

「グローバル金融危機と日本」

佐藤 隆文氏（前金融庁長官）

日 時：2009年11月12日（木）16:00～18:00

場 所：早稲田大学日本橋キャンパス ホール

【報告】

2008年に始まった金融危機は、金融市場の信頼性を失墜させ、金融機関や企業のリスク負担能力の不確実性を露呈した。今回の危機は、1990年代に日本で起きた金融危機とどのような点で異なるのだろうか。当局の金融危機への対応や回復への道筋を考えてみたい。

グローバル金融危機の4つの展開

2008年9月のリーマンショックを契機に本格化した世界的な金融危機だが、市場では一体どのようなことが起きていたのか、4つの時期に分けて検証してみたい。

まず、第1局面は07年、サブプライム問題が顕在化した時期だ。7月にはサブプライム関連の証券化商品の価格が下落した。8月にはBNPパリバの傘下ファンドの解約が相次ぎ、米欧の大手金融機関が資金調達する短期金融市場はひっ迫していった。ドイツやイギリスでは取り付け騒ぎが起こり、中堅以下の企業が経営困難に陥る一方で、大企業は自力で乗り切れるだろうと楽観視していた時期である。

第2局面は08年初頭から夏ごろで、問題が深刻になり、「不確かな相互依存」が顕在化した。金融機関のリスク移転をめぐる錯綜した取引関係が問題視され、保有資産の売却や借金の返済、担保不足や流動性の不足によって、高いレバレッジをかけて投資を行っていた企業の資金繰りが難しくなった。ここで破綻したのがベアスターズである。金融機関は健全性が不確かになり、信頼できる市場が喪失してしまった。商品の組成、販売、保有、リスクの移転が多様で、さまざまな取引手法が網の目のように組み合わさっているのが見えてきた。一度何かが起こると歯車が逆回転し、貸し手は回収に奔走し、資産供給者は買い手がいないから取引が成立しなくなってしまった。当局の姿勢にも変化が見られた。08年2月には公的資金の注入やベアスターズの救済のためにFRBが融資するなど、関与する局面が見られるようになった。それまでの楽観論が消滅していく時期である。

第3局面は08年9月から09年春にかけてであり、金融危機が本格化し、世界的に市場が混乱に陥った時期だ。カウンターパーティー（取引相手の契約不履行）リスクがマーケットで高まり、市場取引が収縮した。米欧では、多くの企業が経営困難に陥ることとなった。この時期は当局の対応が本格化した。預金保護強化や財務の保証など90年代後半に日本で行われた政策が採用されるだけでなく、金融機関を存続させるために将来発生する債務も保護するなど、究極のモラルハザードが生じた。

今回の金融危機は突然起こったわけではなく、蓄積されていた不均衡のマグマが噴出したといえる。混乱は短期金融市場だけでなく、株式、社債、クレジット市場などに影響を与えた。金融機関は混乱し、実体経済に負のスパイラルをもたらしたのだ。金融市場の自己修正能力への淡い期待がなくなったのもこの時期である。

現在は09年第4局面にある。市場混乱の一応の収束と規制再構築への取り組みが、徐々に効果を示している。09年5月には米国でストレステストが行われたが、これは、当局による当面の市場混乱の收拾から、金融システムや金融機関の健全な回復に向けた対策へのシフトだ。市場は今、小康状態を維持している。金融危機後の規制を再構築するための議論が

各地で始まっている。09年4月に行われたG20でも、金融危機が再び起こらないよう、強じん性があり、実効性のあるシステム構築について議論された。

90年代の日本と今回の金融危機の違い

90年代に日本で起きた金融危機との違いは、市場発であること、迅速な損失の認識が求められること、リスク移転が国境を越えたことだといえよう。市場では市場価格の信頼性が消滅し、流動性が枯渇して、カウンターパーティーリスクが高まった。

背景には、4つの不確実性があげられる。1つ目はプライシングの不確実性で、原資産の不透明性をもたらした。2つ目は市場流動性の不確実性。そもそも、価格や価値が不確かな投資資金のファイナンスであり、短期金融市場への負荷が高かったためにカウンターパーティーリスクに大きな影響を与えた。3つ目は、リスク所在の不確実性。証券化のプロセスが不透明な商品が多数販売され、リスクの移転先が不透明になってしまった。最後にリスク負担能力の不確実性である。市場参加者の財務が不透明なために、保有者だけでなく、組成者、販売者ともにリスクの所在が曖昧になった。

金融危機の5つの構成要素

次に、金融危機が起きた原因を探ってみると、5つほど挙げられる。1つ目は金融商品のリスク移転の問題だ。証券化は信用リスクの移転と分散によって金融仲介を可能にし、機能を強化する。ただし、リスク移転には借り手の返済能力を時間をかけて審査するべきであったし、リスク情報がきちんと伝達されていなかったからモラルハザードが起きてしまった。CDS (Credit default swap) は、資産保有とリスクの負担の手段を多様化できる一方で、債権者でも債務者でもない第三者間で取引ができてしまうという問題がある。80年代後半以降、金融イノベーションの双壁を担ってきた証券化と信用デリバティブズであるが、大きな影響力を持つからこそ、気をつけて利用するべきであった。

金融保証についても同様で、例えば保険会社には、支払い事由が多様にある。自らの保証能力を省みずに、目先のプレミアム収入に走ると、市場が悪化すれば支払能力が下がる。そうやって経営危機に陥ったのがAIGだ。グローバルにリスクの移転を行ったためにリスクの所在がわからなくなり、最終的に誰がリスクの保有者なのか、支払能力が判然としないという状況が生まれてしまった。これが問題の本質の一つといえるだろう。

2つ目はビジネスモデルの問題だ。貸し手が債務者の状況をモニタリングして債権管理をするという伝統的なモデルから、貸し手が市場を通じて不良債権のリスクを投資家に分散させる方法がとられるようになった。しかし、リスク情報はリスク移転が行われている間に失われて追跡することができなくなってしまう。収益性を高めるための高レバレッジ・ビジネスも制御不能のレバレッジが積み上がったためにレバレッジそのものを解消できなくなった。

3つ目は市場インフラの問題。市場とは、売りと買いが出合う場所であるが、信用格付けが急速に下がってしまうと、良好な状況が続いていた過去のデータを使っても、現在の正確な判断ができなくなってしまうため、市場全体の透明性にも影響が出てしまったのだ。

4つ目は金融機関のリスク管理の問題で、米欧では多くの金融機関でビジネスラインを独立させて利益を実現しようとしていたため、会社全体を貫くリスク管理ができていなかった。また、短期市場性資金に依存した結果、長期資産が劣化し、財務体制の健全性を測る尺度であるソルベンシーマージンの問題も絡み、流動性市場の逼迫につながった。

5つ目は規制のカバレッジ等の問題である。規制対象外の主体、商品のリスクが積みあがったことで、住宅専門会社、格付会社、ヘッジファンドなどが不均衡の積み上げを助長した。

グローバル危機と日本の状況

今回の危機に対して、日本はどのような対応をしてきたのだろうか。日本への影響を見ると、金融セクターに対する影響は全体としては米欧に比べて限定的だった。金融資本市場への影響もおおむね健全だったが、実体経済は、海外よりも急速に悪化していった。

日本にとっても「100年に一度」の危機なのだろうか。グローバルに見れば100年に1度だろうが、日本にとっては10年に2度目であり、前回のほうが深刻な状況だった。前回の危機と対比してみると、4つの違いがある。

1点目は、今回は外生的要因による混乱であること。2点目は健全性規制やセーフティネット、破たん処理や開示制度、早期是正措置や破たん処理制度が整備されていること。3点目は海外市場の混乱が国内に速やかに伝播したこと。海外と国内の市場が連動しているため、米国市場で始まった危機が一気に世界中に広まった。4点目は世界同時不況と実体経済へのダメージが金融システムにも影響を及ぼしたことだ。前回の危機は銀行が深く関与し、過剰融資など内生的な危機だったが、今回は不良債権が銀行に集中。国境を越えた取引が行われたために参加者が多く、投資ファンドや機関投資家に大きな影響を与えた。

日本経済への打撃とわが国の対応措置

09年春には第4局面に入り、一応の収束と規制再構築への取り組みが始まったが、日本はどのような対応をしたのだろうか。日本では実態把握と原因分析、ストレステストと予防的対応、海外では個別問題への対応など、水面下で政策を進めてきた。ただし、当局がマーケットに介入するのではない。市場機能の意味を考えた対応だ。不正な目的を持って行う投資行動をけん制し、個人投資家も市場参加しやすい法整備をするなど、需給において大きな混乱の一部を吸収できるような環境整備を行っている。

日本は実体経済では打撃を受けたが、金融市場では傷が浅かったのはなぜだろうか。3つの見方がある。1つ目は、日本は金融システムの構築が遅れていて、イノベーションを進めていく能力や意欲がないこと。2つ目は、歴史的な偶然性。新しい技術が出てきた頃、日本はちょうど不良債権処理の最終段階にいたため、利益水準を高めることが重要視されていなかった。3つ目は、若干ポジティブな見方ではあるが、金融規制の枠組みの再構築の実施の際、リスク管理の能力が高まったことだ。

新しい自己資本比率規制であるバーゼルⅢの早期実施によってリスクセンシティブリティ（感応度）を高めていたことも効果的だった。情報開示も義務化されており、証券化商品の原資産の種類別、リスクウェイト別の開示も義務付けられていた。信用格付けを多用していたため、国内の証券化商品にずさんなものが生まれなかったことも効果の一つといえるだろう。

ただし、銀行の株式保有量が多すぎるため、持ち合い株式による株式の保有リスクが高まっている。持ち合い株式は取引先との良好な関係である一方、リスクを取るのとどちらがよいのか、きちんと検証して株主に証明するべきである。

当局は、短期の応急措置として対策を講じてきた。金融機関自身も平時に復帰するための道筋を考えるべきだろう。

【質疑応答】

Q：バーゼルⅢという規制があったからこそ危機的状況に陥ったのでは。

A：規制は単なるハードルに過ぎない。しかし、コンプライアンスを遵守しつつ、実質的な利益を得ていくためには必要な規制だ。規制の枠組みを作るとき、民間の利益を阻害しないようなものをつくっていくべきである。世界に賢い規制が求められている。

Q：政権交代で、状況は変わるのか。

A：国民は「不連続性」を選択した。法治国家で民主主義である日本において、国民が変化を望んでいるのだといえる。不連続性がうまく機能するには多少時間が必要。今すぐの変化は難しく、変化を見守る姿勢も必要だといえよう。

（以上）