

市場の失敗と政府の失敗

— 国際金融市場の将来展望 —

渡 部 亮

はじめに

ただいま御紹介いただきました渡部でございます。今日は、こういう機会を設けていただきましてありがとうございます。

演題は今から四、五カ月前に決まっており、本日使用いたします資料も二カ月ぐらい前から作り始めました。そのころには、リーマンショックの後遺症もやや癒えて、日本の株価も相当立ち直ってきておりましたので、「今さら国際金融危機で

もないだろう」というお叱りを受けるのではないかと、ちょっと厄介なことになったという心境でございました。しかし、幸か不幸か、四月の中旬ぐらいから、SECによるゴールドマン・サックスの民事訴追、連休中にはギリシャの財政破綻問題が出てきましたので、依然としてまだ陳腐にはなっていないということで、喜んでいいのか喜んではいけないのか、これもまたちょっと複雑な心境です。私の心境はともかくといたしまして、以下順を追って御説明させていただきたいと思っております。

今、高橋理事長のほうから御案内いただきましたように、今回の金融危機には、市場の失敗と政府の失敗の両方があると思います。私のビジネスマンとしてのキャリアは、主に証券市場調査を専門にしておりますので、私は市場経済システムや英米流の経済自由主義の信奉者でございます。ですから市場の失敗というよりも、むしろ政府の失敗も当然あるだろうと思ってきました。

そもそもこういう発想の原点は、一九三〇年代の大不況を、市場自体の内在的な不安定性に起因すると考えたJMケインズと、大不況は金融政策の失敗であり、金融政策をもっとうまくやっていたら大不況にはならなかったとしたミルトン・フリードマンの二つの大きな見方がありまして、そういうことが記憶の中にあつたものですから、今回の危機のスタート当初から、市場の失敗と政府の失敗という両面があるだろうと考えたわけで

す。

「市場の失敗」といった場合、二種類の失敗があるのではないかと思います。一つは、「歴史に学ぶ市場の失敗」です。バブルやバブル崩壊は、もう一〇〇年以上も前から同じようなことを繰り返してきたわけですから、気をつけておけば回避できたといえなくもない。事実、「オマハの賢人」と呼ばれるウォーレン・バフェットは、二〇〇二年のバークシャー・ハザウェイ社年次報告書の中で、「デリバティブズは大量破壊兵器であるから、気をつけなければいけない」というようなことをいっていましたが、国際機関では、BISなども早くから米国の金融市場の異常さに関して警鐘を發していました。ですから、十分に注意すれば防げたかもしれないという部分はあります。

しかし同時に、今回、グローバル化やネットワーク化の中で初めて経験する種類の失敗、これ

を私は「ポストモダンの市場の失敗」といつているのですが、こういう新種の失敗もあったのではないかと思います。

「政府の失敗」という場合も二つありまして、一つは「善意の政府の失敗」です。政策担当者、特に中央銀行は善意で金融政策をやっているわけですが、金融構造の変化を見失ったということでも失敗した。もう一つの政府の失敗は、政府が利権漁りに走ったことです。政府というのは、本来、利益を上げることが目的ではないわけです。けれども、政府を議員、行政担当者、ロビイストなども含めて広義に解釈すると、政府当局が確信犯的に自分たちの利益を追求した結果、間違いを犯したのだらうと思います。

私は市場経済システムの信奉者ですが、金融市場の不安定性に関しては、随分前から著の中でも指摘したりして、それなりに意識はして

いました。というのは、金融業は原材料と製品が同じという非常に奇妙な産業だからです。お金を原材料にして、かつまたお金を製品として貸したり、投資したりして儲ける。では、どうやって儲けるのかというと、ある種のミスマッチを起こしているわけです。期間のミスマッチや流動性のミスマッチを起こして儲けるといふ特殊な産業です。しかも、扱っているお金や投資資産が、交換価値であって使用価値ではないわけです。洋服やネクタイや襟巻きというのは使用価値で、それ以外の目的のために使うということはないわけですが、お金というのは何のためにも使える。同様に投資資産に関しても、みんながどう思っているかということが非常に重要です。例えば、私だけがソニーの株が好きだということで、ほかの投資家の判断とは無関係にソニー株を持っていたとしても意味がないわけで、ほかの人がソニーをどう考えてい

るかということが非常に重要なわけです。そういうことで、連想ゲーム的にバブルが起きるという側面があるのではないかと思います。

以上のような内容を中心に、可能であればギリシャ問題も含めて展望的なことを申し上げていきたいと思います。

一、歴史に学ぶ市場の失敗

(1) 金融市場の内在的不安定性

まず、「歴史に学ぶ市場の失敗」です。

先ほど申しましたように、金融資本市場には内在的な不安定性があり、このことを的確に説明したのがケインズであります。有名な『雇用・利子および貨幣の一般理論』の二二章で、「過度に樂觀的な、思惑買いの進んだ市場において幻滅が起る場合、それが急激なしかも破局的な勢いで起

ることは、組織化された投資資産市場の特質である。そこでは、投資家は自分の買っているものについてまったく無知であるし、投機家は投資資産の将来収益の合理的な推定よりもむしろ市場人気の次の変化を予想することに夢中になっている」と述べています。これは例の「株式市場＝美人投票」という挿話につながる部分ですけれども、一九三〇年代にケインズが金融資本市場には不安定性が内在しているということをいつていました。

(2) 「流動性崇拜」は合成の誤謬を生む

二番目に、今回問題になった「流動性」という要因ですけれども、ケインズはやはりこの本の二二章で、「流動性崇拜」という言葉を使って、一人の人にとって流動性というのは意味があるが、みんなが流動性を求めたら流動性はなくなってしまう

まう、そういう議論を展開しております。その箇所を引用しますと「流動的な有価証券の所有に資産を集中することが投資機関の積極的な美德である」とみなす教義ほど反社会的なものはない。それは、社会全体にとつては投資の流動性といったようなものは存在しないということを忘れている」。

実は、「流動性」という言葉を金融経済用語として最初に使ったのはケインズです。一九三〇年に書かれた『貨幣論』の中で、「現金」とか「換金性」といった今日的な意味で「流動性」という言葉を使い始めました。ケインズは銀行資産の流動性を分析し、一番流動性が高いのが為替手形とコールローン、二番目が証券投資、三番目が融資であるとしました。収益率はその逆に、流動性が高いものほど収益率が低く、流動性が低いものほど収益率が高いといっています。今回問題になった「融資の証券化」は、融資と証券の双方のいい

ところ取りをしたハイブリッド商品で、結果的にある種の混乱を起こしてしまったと思います。

また流動性リスクというのは、一次的なリスクから派生する二次的なリスクだということを、英国のFSA（金融サービス機構）の人が論文に書いています。一次的リスクというのは、信用リスク、価格変動リスク、操業リスクのことです。操業リスクというのは、コンピュータがダウンするとか、経営者が無能だとか、そういうリスクです。こういうものから派生して流動性リスクが出てくる。流動性リスクというのはいきなり出てくるのではなくて、一次的なリスクから派生する二次的リスクだということです。

サブプライムローン問題についていえば、米国の住宅担保ローン市場規模が一兆ドルとか一二兆ドルという中で、焦げついたのは三〇〇億ドルから四〇〇億ドルぐらいではなかったかと思

います。それは、米国の信用市場の大きさ、例えば非金融部門の債務、すなわち銀行を除く企業や個人の債務に占める比率で見ても、せいぜい三%か四%という規模で、それ自体は十分に封じ込めることができたと思います。しかし、それが実はいろんな形で証券化されて、信用リスクの顕在化がリーマンショックという形で流動性リスクを引き起こしてしまった。

今回のギリシャ危機というのもまさにそうだと思います。御存じのように、ギリシャの人口は一〇〇万人で日本の約九%、GDPでは日本の八%分ぐらいの小さな国ですから、ギリシャの人には失礼ですけども、かりにエーゲ海の水位が上がって沈んでしまっても世界経済に大きな影響はないかもしれない、そういう規模の国です。しかし、財政危機が国際的な広がりを持つことが懸念された結果、みんなが換金性のある資産に殺到

し、金(きん)が買われるとか円が買われるということで、流動性リスクが二次的な形で派生した。ギリシャの財政危機自体は信用危機ですけども、それから派生した流動性リスクがこの連休にかけて広がったという点では、サブプライム危機からリーマンショックに至る過程と似ていると思います。

(3) レバレッジ効果の追求は信用リスクを高める

三番目は、これも昔からあった話ですが、レバレッジ(テコ)効果の追求が信用リスクを高めることです。預金を負債と考えれば、銀行業はすべての産業の中で最も負債比率が高い産業です。自己資本比率八%ぐらいでやっているわけですから、自己資本比率が低く、負債比率の高い産業なのですが、それが何とかやっていけるのは、最後の貸し手が存在するとか、預金者が同時一斉に取

りつけに来ることはないとか、いろんな想定があるからです。しかし、基本的には負債比率の高い産業で、これが今回の危機直前にはいつそう高くなっていたわけです。

これに関して二人の先人が意見を述べています。一人は金融経済史家のチャールズ・キンドルバーガーです。『大不況下の世界 一九二九—一九三九』という古典的な書物の中で、「株式市場が引き起こす危険性は株価と出来高の水準にあるのではなく、その水準を支える不安定な信用の仕組みと、それが米国と世界全体の信用に及ぼす圧力にあった」と述べています。この本は一九二九年の大暴落から一九三〇年代の大不況にかけての状況を分析した本で、株価大暴落の話を念頭に置いておりますので、ここでは株式市場の話が出てくるわけです。キンドルバーガーによれば、バブルというのは、株価の乱高下自体が異常なのでは

なく、その乱高下の背後にある、つまりバブルの背後にある信用（クレジット）の異常さにある。異常な信用というのがそもそもの原因であって、株価の大幅変動や出来高の増大はいわば結果にすぎないということです。

もう一人は、エール大学教授だったアービン・グ・フィッシャーで、一九三三年に『負債デフレ』という有名な論文を『エコノメトリカ』という学術誌の創刊号に書いています。その中で、「過剰投資も過剰投機も借入資金を利用しなければ重大な結果をもたらさなかったであろう」、「ひとたび不況に陥ると株価下落の速度が債務削減の速度を上回るため、名目上の負債金額は減少しても、実質的な債務負担が急激に増大する」と述べています。債務を返済して名目の債務額が減っても、物価がそれ以上のスピードで低下しますから、実質的な債務負担は全然減らない。

実は、今心配しているスペイン、ポルトガルと
いうのはまさにこのケースです。ギリシャは財政
破綻ですけれども、スペイン、ポルトガル、アイ
ランドの原因は、財政危機というよりも住宅バ
ブルの崩壊です。ギリシャもそうですけれども、
スペイン、ポルトガルといった南欧諸国は独裁政
権が長いこと続いていました。開放されたのが一
九八〇年代で、それ以降にベビーブームが起き、
二〇〇〇年代になって、そのベビーブーム世代が
住宅形成層に入ってきたのです。さらに、ユーロ
に加盟したためにドイツ並みの低金利で借りられ
るようになり、しかも所得が増えたので借りま
くったわけです。特にスペインでは、実質ベース
の住宅価格が二〇〇〇年代に入ってから二倍強に
はね上がりました。それが今、逆回転して物価が
下がるなかで債務を返済しなければいけないとい
うことで、民間部門が負債デフレに陥った。つま

り負債を返済しているけれども、物価が下がるの
で債務の実質価値が上がってしまつて息切れして
いる。

ファイナンス理論の教科書上は、金利低下に
よつて負債コストが下がつても、負債比率が高ま
ると信用リスクが高まるので、信用リスクの高
まつた分がリスク・プレミアム上昇という形で自
己資本コストを引き上げてしまう。つまり負債コ
ストが下がつても総資本コストは下がらないとい
うのです。しかし、サブプライムローン危機に至
る過程では、中国をはじめとする新興国からお金
が入ってきたりして長いこと金利低下が続いたた
めに、「稀代の安定（グレート・モデレーション）」
といった状況が生まれ、総資本コストが下が
がつてしまった。自己資本コストが下がらなかつ
たため、負債活用のメリットが大きかつたわけ
です。どのぐらい負債が増えたかは、図表1に示す

図表1 信用市場調達*と銀行の資産負債の変化

上段が米国、下段（ ）内が英国、単位：％

年末	1970	1990(1991)	2000	2007
信用市場調達総額 ÷ GDP	154.0	237.3 (181.1)	276.5 (326.4)	359.5 (484.6)
金融部門の信用市場調達 ÷ 信用市場調達総額	8.0	19.0 (34.5)	30.0 (38.8)	32.2 (46.3)
銀行の信用市場調達 ÷ 銀行の総負債	2.7	6.1 (12.9)	8.2 (13.0)	11.5 (10.9)
流動資産 ÷ 銀行の総負債	19.3	7.4 (1.6)	4.0 (0.6)	1.7 (0.1)

出所：米国はFRB Flow of Funds Accounts,英国はONS Financial Statistics を使って作成

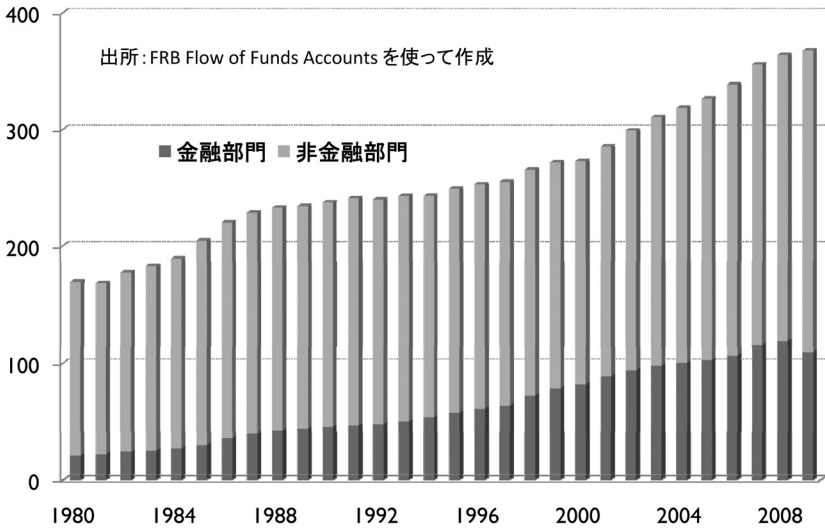
*注：信用市場調達額には政府証券、政府機関証券、社債、銀行借入、住宅担保借入、資産担保証券などを含むが、預金、株式と投資信託受益証券、年金・保険は含まない。流動資産は銀行が保有する現預金と国債の合計

とおりです。下段括弧内は英国のケースで、上段が米国のケースです。

二〇〇七年末の信用市場調達額は、米国の場合、GDPの約三・六倍です。信用市場調達額というのは、銀行借入れ、社債、住宅担保ローンなどの合計で、預金、株式、投資信託、年金、保険を含まない債務です。米国のFRBの「フロー・オブ・ファンズ」によると、一九七〇年には信用市場調達額がGDPの一・五倍だったが、ピーク時の二〇〇七年末には三・六倍ぐらいに上がった。しかも、金融部門の信用市場調達が急増した。銀行や投資ファンドが借金をして証券投資をするようになったからです。一方で銀行は流動資産をどんどん減らしてしまっただけで、信用危機として始まったサブプライムローン危機が、流動性危機に発展したわけです。

同じようなことをグラフにしたのが図表2で、

図表2 米国の信用市場調達額(対GDP比:%)



金融部門の信用市場調達額のGDP比です。大体一〇〇%、GDPと同じぐらいの規模にふえていった。もちろん企業や家計の調達残高も増えましてけれども、金融部門の負債が急増して負債経済化が進んだ。しかも、グレート・モデレーションということで金利が上がらないので、どんどんこういう状況が進んでいった。これがリーマンショックに至る過程です。

二、ポストモダンの市場の失敗

(1) CDO (債務担保証券) やCDS (信用デリバティブ) の出現

「ポストモダンの市場の失敗」ということで、今回初めて経験するような新種の失敗も幾つかありました。一つは、CDO (債務担保証券) やCDS (信用デリバティブ) の出現です。証券化

商品であるCDOとスワップであるCDSの合わせ技で、合成CDOというような商品も登場した。CDSをいわばエクイティにして、実際にはCDOは中身には何も組み込まれないで、価格指数を参照して、架空の資産をつくるというようなことまでやった。

二〇〇四年からCDOの格付が開始されたが、ムーデーズやS&Pにとってみれば、CDOの格付業務は大収益源だったわけです。ブランドファインというゴールドマン・サックスのCEOがフィナンシャル・タイムズ紙に書いたことの引用ですけれども、二〇〇八年現在でAAA格のストラクチャー物が六万四〇〇〇件も存在した。片や、AAA格普通社債の発行会社は当時で一〇社程度。今はもう五社ぐらいだと思います。マイクロソフト、P&G、ジョンソン&ジョンソンなどです。このように、AAA格普通社債の発行会社

は非常に少ないのに、CDOのようなストラクチャー物は六万四〇〇〇もある、そういう状況でした。

CDOの保険を売っていたAIG、厳密にいえば、英国法人のAIGフィナンシャル・プロダクツという会社ですが、同社は債務不履行にたいする保険を売っていた。ということは、CDSを売っていたということですが、保険会社ですから、当然信用リスクは認識していたと思います。しかし、債務不履行が連鎖的に発生するところまでは、もしかすると考えていなかったのかもしれない。

保険には二種類あるとよくいわれます。一つのタイプは、スイスの牛に掛けるような保険です。カントン（州）内の住民が保険を掛け合って、たまたま死んだ牛の分をみんなで払ってやるという相互扶助です。生命保険もそういうタイプの保険

です。もう一つは、ロイズ保険のように、船が沈むリスクに掛けるのが可能になっている。前者のタイプの保険は大多数の法則が働きますから、一人中何人亡くなるというのが、統計数理的にわかるわけですが、CDSは大多数の法則が働かなくてバタバタいつてしまった。

さらに、二〇〇八年九月に「裸の熊の侵入（ネーキッド・ベア・レイド）」が起きました。

ネーキッド（何も着ていない）というのは、リーマン株を借株の手配なしに売る「ネーキッド・ショート」と、リーマンの債券を持っていないのにCDSをロングする、つまり債券を持っていないのに、CDSを買うことによって債券をショートするという双方の意味が含まれます。売るわけですから弱気ということになるわけですが、そういう弱気の熊が裸で入ってきたということで、リーマンが倒れてすぐ数日後にAIGがやられ

た。さらにその直後には、サブプライムローンとは直接関係がなかったリザーブ・プライマリー・ファンドというMMFの老舗が、額面で償還できなくなってしまう。MMFの投資家はみんな一〇〇円で戻ってくると思っていたのが九七円しか返してくれないというので、それ以降一気にMMFの取りつけが始まった。

(2) 影の金融市場で情報の非対称性を利用

今回の危機の新しさはCDOやCDSというような新商品に加えて、一連の取引が情報公開不在の「影の金融市場」で行われていたことです。たとえば、まずA行がローンのオリジネーターになる。B行が傘下にCDOを発行するためのSPC（特別目的会社）をつくって箱貸しする。C行が同じく傘下にSIV（投資目的会社）をつくり、ABCP（資産担保コマーシャルペーパー）を発

行してCDOに投資する。普通のコマースャルペーパーは無担保ですが、このABCPは資産担保付きになっている。CPを発行するには、

ディーラーがそれを請け負うわけですが、このディーラーがD行。E行は、ABCPが更新できなくなった場合に備えて、与信枠（クレジットライン）を供給する。クレジットラインが発動されなくても手数料がもらえる。そして、F行が傘下にMMFをつくってABCPに投資する仕組みとなっていた。

六行でこの組み合わせを変えていく。つまり次には、B行がオリジネーターになり、C行がSPCをつくり、D行がSIVをつくるというようなことを順にやっていると、六の階乗で七二〇通りの組み合わせができる。もちろん、ローンのオリジネーターの中にはモーゲージ・バンカーという銀行ではない金融機関もありましたし、先ほど申

しましたリザーブ・プライマリー・ファンドのように、MMFの中には非銀行系の独立のファンドもありました。さらに、JPモルガンなどは、初めのうちSIVやCDOの開発にかかわったのですが、途中でやめてしまいましたから、全部の銀行がからんでいたというわけではありませんが、ある一団の銀行が、開示が及ばない影の金融市場で役割を交換して同じようなことをやったのではないかと思います。図表3はSIVを保有していた主な金融機関です。シティグループやHSBC、ドレスナー・クラインウオートベンソン、ヴェストロイッチェLBなどがあります。もちろん、独立系金融機関もあるので、全部が銀行ということではありません。

一九二九年の大恐慌のときにも、ゴールドマン・サックスが子会社、孫会社、ひ孫会社をつくってこういうことをやったことがありました

図表3 投資ヴィークル(SIV)を保有する主な金融機関

金融機関名	負債金額	件数
シティグループ	890億ドル	7
ゴルディアンノット(独立系)	526億ドル	1
HSBC	425億ドル	2
ドレスナークラインウオート	290億ドル	1
バンク・オブ・モントリール	223億ドル	1
スタンダードチャータード	167億ドル	2
ヴェストドイツェLB	162億ドル	2
ロボバンク	140億ドル	1
セレスキャピタル(独立系)	130億ドル	1
アクソン・アセットマネジメント	110億ドル	1

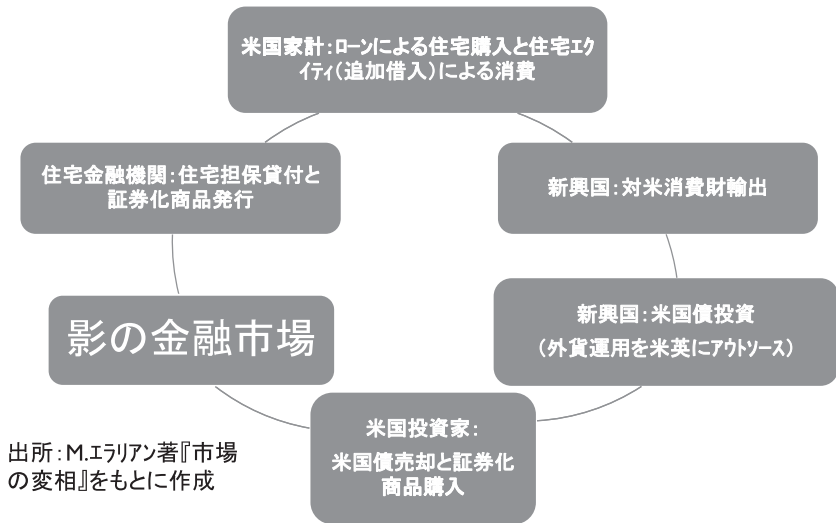
出所: *Financial Times* October2, 2008

が、ここまで組織的大々的にやったのは今回が初めてだという意味で「ポストモダンの市場の失敗」だと思います。

図表4は国際資金循環の構図ですが、ピムコのCEOであるモハメッド・エリアンが書いた『市場の変相』という本の中に出てくる話を絵にしたものです。世界的に住宅・消費者金融循環が形成されて、その中に「影の金融市場」がはめ込まれていた。まず、住宅担保ローンを組んで住宅を購入する。一〇〇〇万ドルお金を借りて一〇〇〇万ドルの住宅を購入すると、すぐに値上がりして一二〇〇万ドルになる。そうすると、二〇〇万ドル分はエクイティ、つまり買った人の自己資本となって、今度はそれを担保に追加借入れが可能になるわけです。

カリフォルニアに住んでいる私の友人の話によると、簡単にこういうことができるのだそうで

図表4 国際資金循環の構図 (conundrum) : 世界的な住宅・消費者金融連環



す。インターネットで銀行のウェブサイトにあ
クセスして年齢、家族構成、年収、住んでいる家
の場所、敷地面積や建坪というような情報を送信
すると、「お宅の査定は一二〇〇万、ローンが一
〇〇〇万あるので、二〇〇万貸します」というよ
うなオファーがすぐに返信されてくるそうです。
その二〇〇万を使って自動車などいろいろなもの
を買う。購入先は中国をはじめとした新興国で
す。新興国から米国に商品が輸出され、輸出代金
が支払われる。その輸出代金で新興国はリスクの
ない米国債などの優良証券を買うわけです。その
優良証券を売った米国の機関投資家や銀行は、投
資パフォーマンスを上げるために、今度は国債よ
りも利回りが高い、つまりリスクがあるというこ
とですけれども、そういう証券化商品を購入す
る。先ほどいったように、「影の金融市場」で何
かごちゃごちゃやって、中に何が入っているかわ

からないようなものがたくさん詰め合わされた債務担保証券が、利回りがよくてAAAの格付けになっていくという事で買われた。

これは「ソーセージ工場の悲劇」といわれるのですけれども、どんな肉が入っているかわからない。CDOというのは一種の合成されたソーセージみたいな商品で、それにAAAという格付けをして売っていた。利回りが高いのでリスクも高いことは知っていたけれども、投資のパフォーマンスを上げるために米国の投資家を買った。こうして世界中を一回りして、住宅ローンに資金が流れ込んだ。それが行き過ぎてしまった。

(3) ネットワークの外部不経済とシステムミック リスク

三番目に、ネットワークの外部不経済性という新しい問題があります。規制緩和によって景気変

動や収益変動が激しくなったうえ、しかも、グローバルなネットワークが形成されたことで相互連関性が高まった。外部不経済というのは「意図せざる悪影響が第三者に及ぶ」という意味ですけれども、経済システムの中に内在的にそういうことが発生して、第三者に及びやすくなった。

トヨタのリコール問題も、考え方によっては、ネットワーク化やグローバル化に関係しています。コストを下げるために同じような部品を使って規模の経済を追求する。瞬間立ち上げするため開発期間も短くなる。しかも、エレクトロニクス化が進んでいるので、一回設計ミスがあったりすると、途中で改善しても、改良しても、かんばん方式でやってももう直らない。一カ所で不具合が起きるとあちこちで同じようなことが同時に起きるようになった。システム自体に内在し、なおかつシステム全体を揺るがす危機という意味では、

トヨタのリコール問題もリーマンショックと似た側面があったと思います。

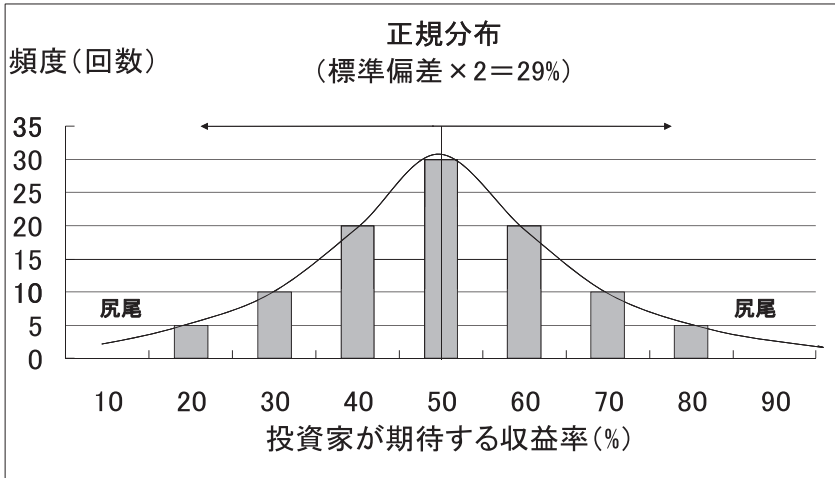
もちろん、日本の製造業の経営者の方は良心的で、そういう意味では、リーマンのような投資銀行と違うかもしれません。しかし、ネットワーク化が進み過ぎた結果、人智を超えるような事態が起きたのではないか。人間というのは一〇本の指ぐらいの数のことしか識別できないそうです。世界最強のローマ軍の一師団も一〇〇人だったそうです。師団長からすれば、一〇〇人だってわからないと思いますが、世界的にこれだけネットワークが広がると、どこで何が起きているかということまでは一々わからなくなつて、しかもネットワークはシステムとして連結しているので、中心的な結節に衝撃が及ぶとそれがバーストと世界中に広がっていく。

ということ、危機がネットワーク化によって

急激に伝播し、システム全体に影響を与えるようになった。それを「システムリスク」といつております。その結果、今までのファイナンス理論の効率的市場仮説が前提としていた、正規分布で個々の事象の間は相関係数が低いという前提が成り立たなくなつてしまった。図表5は模式図で、例えば過去一〇〇年間の投資収益率の分布と見た場合、五〇％儲かった年が三〇回、四〇％儲かった年が二〇回、六〇％儲かった年がやはり二〇回あったと考えることができます。あるいはまた、一〇〇人の学生の試験結果で、点数の分布と見ていただいてもよいかと思ひます。五〇点とする学生が三〇人いて、四〇点とする学生が二〇人いる、こういう分布になつてゐる。

この正規分布の特色は、左右対称であるということ、また九〇％とか一〇％といった収益率はほとんど起きないこと、個々の事象とその頻度は

図表5 Long tail(長い尻尾)Fat tail(太い尻尾)



相互に関係ないことなどです。つまり、ある年の収益率と次の年の収益率とは関係していない。この例ですと標準偏差が一四・五%ですから、二標準偏差というと二九%。つまり、五〇%を平均として二〇%から八〇%ぐらいの間にほとんどケースが入ってきてしまう。点数でいえば、一〇点とか九〇点をとる学生はほとんどいないというのが正規分布です。また例えばセンター試験で、八〇点をとる学生はA県の人が多く、B県の学生は二〇点をとる人が多いとします。この二つの県の学習指導内容はお互いに関係ないのですが、インフルエンザが起きて、インフルエンザに感染して高熱でセンター試験に出かけていくと、みんな二〇点になってしまうというようなことが起きる。あるいは、もう少し金融に即していえば、北海道の豆腐屋さんと沖縄の納豆屋さんというのはほとんど関係ないのですが、金融がグローバル化した結

果、納豆屋さんと豆腐屋さんが同じ銀行からお金を借りることが起こり得る。そうすると、もしもその銀行が倒れると、本来相互に関係なかった北海道の豆腐屋さんと沖縄の納豆屋さんが同じように資金繰りショートに陥る可能性がある。それを「ロングテール」とか「テールリスク」などといったっております。本来、しつぽ（テール）の先でほとんど起きなかったような事象が集中的に起きるようになった。長いしつぽの先が非常に太くなり、従来のファイナンスの理論の前提が崩れた。ネットワーク化によってそういうことがよく起きるようになった。ですから、これからの経済学は、伝染病理学や大脳生理学といった学問を勉強をしないとわからないという人もいます。

以上が「市場の失敗」です。

三、善意の政府の失敗

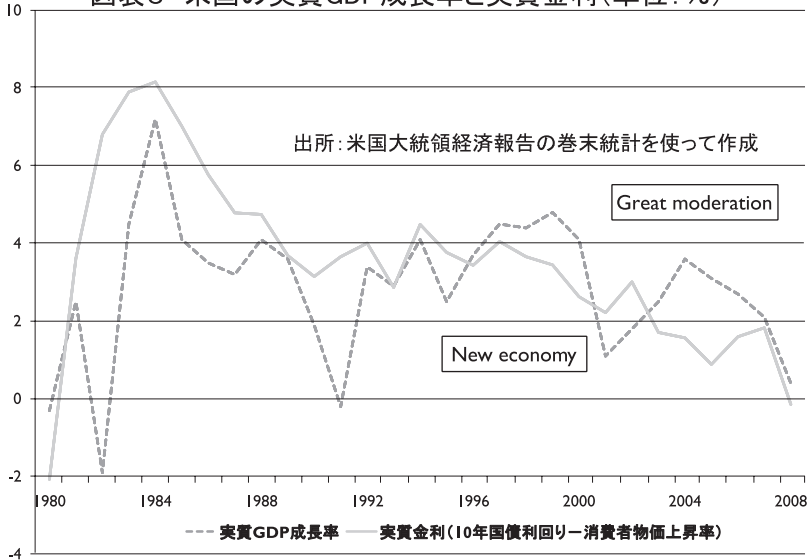
(1) FRBの金融政策の失敗

次に、「善意の政府の失敗」です。これはかねてから広くいわれてきたことなので、ごく簡単に説明します。

第一に、中央銀行が金融構造の変化を看過し、金融革新によって今までの信用供給ルートとは違う、CDOなどのような信用供給ルートができていたのだけでも、その流動性リスクを見逃した。それから、景気が悪化すると金融を緩和するけれども、景気がよくなっても引締めをしなかった。ということで、投資家のリスク・リターン（リスク・リワード）のバランス感覚が崩れてしまい、信用バブルをおおった。

ちょうどこの時期（二〇〇〇年代前半）に「グ

図表6 米国の実質GDP成長率と実質金利(単位: %)



レート・モデレーション(稀代の安定)」といわれたように、金融市場が非常に安定しており、先ほど世界的な住宅・消費者金融循環について説明したように、国際的な資金フローが円滑に行われた。図表6は米国のデータですが、点線が実質GDP成長率で、実線が実質金利(一〇年物国債利回りから消費者物価上昇率を引いたもの)ですが、従来は成長率よりも実質金利のほうが高かった。ところが、二〇〇〇年にかけて「ニューエコノミー」といわれたネットバブル期に一回、それから「グレート・モデレーション」といわれた二〇〇〇年代の中ごろにかけてもう一回、実質金利のほうが実質成長率よりも大幅に低い状況が出現し、信用膨張がどんどん進んでしまった。

(2) 中央銀行の規制監督の失敗

二番目の失敗は、中央銀行の規制監督の失敗で

す。先ほどのようなように、銀行は、原材料と製品が同じですから、ファンディング・ミスマッチを起こすことによって利益を上げている。そういう基本的な構図があるわけで、短期借りの長期貸しですから、流動性リスクを銀行は常に抱えている。その流動性リスクの担保となっているのは、預金者が同時一斉に預金を引き出すことではないという大数の法則と、銀行が相当の準備資産（流動資産）を持っているということです。図表1でみたように、この流動資産は随分減ってしまいました。それから、最後の貸し手としての中央銀行が存在する、この三つが流動性リスクを回避するための担保です。

しかし、中央銀行の最後の貸し手機能が始終使われては困るので、最後の貸し手の機能乱用を防ぐために平常時の健全性監督が必要です。借りに來なくてもいいように、事前に健全性を監督して

いなくてはいけない。ところが、英国の中央銀行はインフレターゲット政策專業で、ほかの任務はない。米国のFRBも景氣政策が專業で、銀行經營の健全性については、グリーンズパンが後で述べ懷していましたが、銀行經營者が自分の地位を守るためにきちんとリスク管理しているので、それで十分だと思っていたわけです。ということは、FRBは健全性監督をあまりやっていなかった。

「グリーンズパン・ドクトリン」といわれる「市場は何でも知っている」という考え方に間違いがあったのではないか。

その結果、影の金融市場が活発に活動し、最後に爆発して、リーマンショック後には「最後の貸し手」ならぬ「最後の質屋」になってしまった。

質草を持つてくれば何でも貸すことになったわけです。今、ECB（欧州中銀）がギリシャ国債を担保にして貸すかどうかということで大きな問題

になっていますけれども、ECBも最後の質屋になるかどうか、トリシエ総裁は苦しい立場にいると思います。

(3) リーマン破綻処理の失敗

もう一つの政府の失敗は、リーマンの破綻処理の失敗です。『ウォールストリート・ジャーナル』紙の論説委員であるデイビッド・ヴェッセルの著書『バーナンキは正しかったか?』の中で、今回の一連の事件の後、当局者が何と述べたかが書かれています。それによると、バーナンキFRB議長は、連邦準備制度が投資銀行を救済することはできないといていた。従来の投資銀行は銀行持株会社ではありませんでしたから、銀行持株会社でない連銀は関与できなかったというのです。また当時、ニューヨーク連銀の総裁だったガイトナー（現財務長官）は、ベアスターンズにはJP

モルガン・チェース（銀行持株会社）という買い手が現れたので救済できたが、リーマンの場合には買い手がいなかったため救済できなかったといっています。

一方ポールソン前財務長官は、議会の議決なしに財政資金を投入できなかったのだが、リーマン破綻当時は、背後にメリルリンチ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスが控えていたので、救済できないともいえず、苦しいところだった。議会が法案を議決してくれないとカネは使えないが、カネを使えないといってしまうと後がどうなるかわからないので、それもいえないかったといっているようです。

バーナンキはさらにリーマンとAIGの処理の違いに関して、市場はリーマンの破綻を織り込んでいたので大丈夫だと思ったが、AIGの破綻は市場が全く織り込んでおらず、急激に來たので、

救済せざるを得なかった、このようにいつています。また、リーマンは貸出し適格担保資産が何もなかったけれども、AIGはFRBによる特融の担保となる資産を持っていたともいつています。実際、連銀法の二三条三項には特融が可能だと書いてあります。銀行持株会社でなくても、特別融資は適格担保があれば可能だというのが二三条三項ですが、その後、AIGに関しては事実上国有化してしまった。

ただ、今でも残る疑問は、買い手があらわれな場合への備えはなかったのかということです。買い手、つまり銀行持株会社がリーマンを買わなかったわけですが、そういう場合も想定しておくべきではなかったか。もう一つは、この本の中に書いてあることですけれども、ポールソンのハードネゴが災いしたのではないか。かれはゴールドマン・サックスでインベストメント・バ

ンキングをやっていて、ハードネゴシエーターで知られた人です。M&Aなどをやるときは、すぐに「はい」とはいわずに、ギリギリまで突っぱねるわけです。ジェームス・ディーン映画の中に、ゲーム・オブ・チキンといって、がけ縁に向かってスポーツカーを二台走らせ、先にとまったほうが負けという場面が出てきます。あるいは、ロシアン・ルーレットなんというのがありますが、これも、ああいうのは投資銀行ビジネスの世界では多分常識なのでしょうが、リーマン破綻の段階で、バークレイズだとか韓国の銀行なんかが買いに来たときにも相当ハードネゴをやったのでしょうか。なるべく国のカネは使いたくないから出さない。そういうことで結局、買い候補の銀行ほうがおりましたったわけです。ほかにもいろいろな理由があったでしょうけれども、もう少し落としてどこを考えてやれば違う方向に行ったのではな

いかとも考えられます。

バーナンキは、自身の研究テーマでもある大恐慌の経験から、もっと政府がカネを出さなくてはいけないと考えていたようですが、ポールソンが国のカネは使えないということで突っ張っていたために、それ以上のことはいえなかった。この辺にも一つ、破綻処理上の失敗があったのではないかということがあります。

四、利権漁りの政府の失敗

ここから先は、同じ政府の失敗に関してですが、善意ではなく確信犯的な政府の行動です。

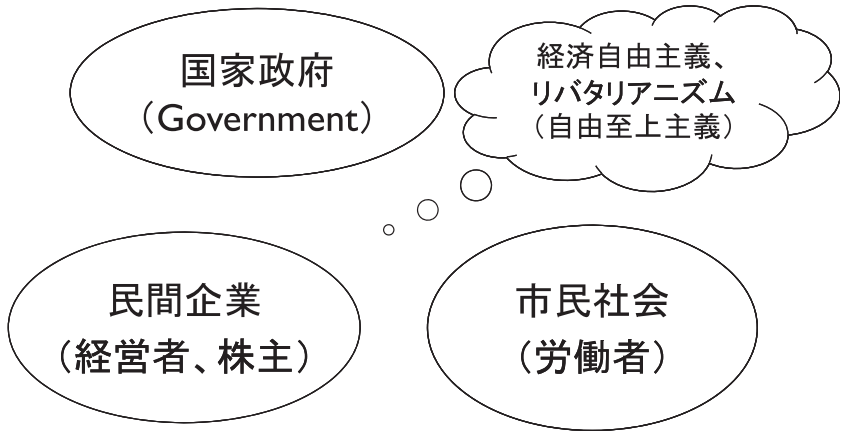
広義の政府関係者、つまり議員、行政当局、官僚、ロビイストが、経済学でいう「レント（経済的利益）稼ぎ」を行った。政府というのは利益を上げることが目的としているわけではないのです

が、その政府当局者がレント稼ぎに走った。

開示義務を徹底させるべき米SECや英FSAが、レギュレーターではなくてプレーヤーになってしまった。その背後には金融業界がロビー活動によって規制緩和を促進し、大き過ぎてつぶせない巨大金融機関をつくって、議員には政治資金と票を与え、経営者やトレーダーには寡占的利益と高額報酬を与えた。

本来、わき役であつた投資銀行家が政治の表舞台に出てきてしまったというのが一つの事実です。ニクソン・フォード政権のウィリアム・サイモンやピーター・ピーターソン、それから、ドナルド・リーガン、ニコラス・ブレイディ、ロバート・ルービン、ハンク・ポールソンといったように、投資銀行家が政治の世界に入ってくるようになりますが、もともと投資銀行家というのは陰に隠れたわき役だと思うのです。

図表7 アングロサクソン・モデル(重農主義=経済自由主義)



私は、アングロサクソン・モデルというのは図表7のようなモデルだと思っています。国家政府と民間企業と市民社会は分かれていて、常につき合ったりしない。ただし、ばらばらに動いていたら国家全体として機能しないわけですから、原則は経済自由主義ですけれども、三者の間に入ってリンクマンやコネクターの役割を果たしたのが投資銀行家だったわけです。政府と民間企業と市民社会がそれぞれ分かれる中で、癒着はしない暗黙の了解があったのですが、実はそうではなかった。

ドイツあるいは日本も含めてですが、図表8のようにラインランド・モデルとかコーポラティズムというのですが、三者が一緒に行動するわけです。政府代表と民間企業代表と市民代表、労働組合の代表が一堂に会してそこで全部決める。決めたことをそれぞれの母体に持ち帰って、一糸乱れ

図表8 ラインランド・モデル(重商主義)



ず団結してやる。それに対してアングロサクソン・モデルは違うと考えられていたのですが、そのアングロサクソン・モデルが変質したということなのではないでしょうか。

(1) 政府(米国連邦議会)と金融界の癒着

もともと米国にはプロパティ・オーナーシップ・デモクラシー(持家民主主義)という考え方がありました。欧州は公営住宅を提供することによって低所得者の住宅を確保しますが、米国では一九三〇年代から持家化が促進され、支払い利子の所得控除制度だとか、連邦住宅局が住宅担保ローンの保証をする制度が存在し、政府が保証機関になって持家融資をどんどん促進したわけですね。そして、ファニメイやフレディマックという政府支援企業が住宅担保ローンの証券化も手がけるようになった。

また、七七年に地域再投資法が制定されて、地方の低所得層向けの住宅融資が法律的にも助長されました。さらには、一九八〇年代初頭に金利自由化が行われ、変動利付ローンが、インフレへの対応策としてスタートし、これが住宅担保ローン証券化の下敷きになった。そして一九九四年にマクファーデン法が撤廃され、一九九九年にはグラス・ステイガー法が撤廃され、州際、業際とも自由にできるようになりました。また、格付会社にSECがお墨つきを与える信用格付機関改革法が制定されて、要するに規制緩和が信用膨張を助長したわけです。

(2) 政府（英国労働党政権）と金融界の癒着

一方英国は、ヘッジファンドよりもプライベートエクイティ（P E）ファンドが非常に盛んな国です。そこで、P Eファンドの軽課税を行い、投

資期間が二年以上の場合、キャピタルゲイン税率を一〇%に軽減しました。その後、改正されて一八%に引き上げられましたが、低率であることには変わりません。このP Eファンドのパートナーは、そのほとんどが非居住者扱いなのです。P Eファンドのパートナーで、英国の所得税を払っている人は五〇人しかないといわれております。

あとはみんな、ケイマン諸島のようなタックスヘイブンに住んでいて非居住者扱いです。もともとタックスヘイブンですから、所得税はほとんどかからないわけです。英国に居住していないために英国の所得税がかからず、結局、キャピタルゲイン税一〇%を払って終わりということでした。

P Eファンド向けのレバレッジローンというのがあって、こうしたローンを原資としてバイアウト（買収）するわけですが、当然レバレッジローンは金利が損金算入されます。融資元は英国外の

金融機関が多かったようです。P E向けのレバレッジローン自体が、コラテラル・ローン・オペリゲーション（CLO）として証券化され、CDOの中に住宅担保ローンなどと一緒に組み入れられて、先ほどソーセージ工場という話をしましたが、ソーセージの原料肉になっていた。

今回英国の首相になったデービッド・キャメロンは、私立名門校であるイートン校を出てオックスフォード大学に進んだ典型的なエスタブリッシュメント出身者ですが、P Eファンドのパートナーというのは、エスタブリッシュメントの枠外の人たちが多いようです。しかし、相当なやり手で、多額の資金を集めてきて、例えばホテルを買う。ホテル業というのはあまり技術革新が起きませんから、今まで一部屋掃除するのに三〇分かかっていたら、それを一五分でやらせる。そうすると生産性は二倍になって儲かるわけです。けれ

ども、掃除する人の給料は二倍にはなりませんから、その分は利益として蓄えてファンドの利益になっていく。それが労働党の政治資金になったのです。

労働党は、一九九七年にブレアが出てきて労働組合と縁を切ったので、労働組合から政治資金が入ってこなくなった。そこで金融界に目をつけて、P Eファンドのパートナーのようなニューリッチに政治資金を仰ぎ、その見返りにサーとかロードといった騎士号を与えたわけです。ですから、どこの出身かわからないような人でもみんな騎士号がついていて、サー・デービッド、サー・フィリップとか呼ばれるのです。政治資金の中には非合法的な献金もあって、それが暴露されたため、ブレアが失脚する理由の一つとなりました。

国会議員のほうも、EUには欧州議会がありますし、英国は内閣が強いですから、普通の議員が

やる仕事はほとんどありません。そこで政治はそっちのけで公費を不正使用していた。例えば、自分の別荘で飼っているカモがキツネに襲われないように、カモを守るために堀を掘って、その費用を公費として請求していたとか、半分お笑いみたいな話がどんどん出てきました。

五、あらたな規制監督体制と ジレンマ

以上のような市場の失敗と政府の失敗を踏まえて、新たな規制監督体制をつくらなければいけない。今までの規制が不十分だったということ、大きく分けると三つのレベルで対応策が出されています。

一番目はBISのレベルで、自己資本比率規制と流動性比率規制の強化です。二番目が業務範囲

規制。これは米国で「ボルカー・ルール」といわれているものです。三番目は、破綻処理計画の事前の策定です。破綻処理に際しては政府の財政資金も使うので、その場合には金融課税によって資金をプールし破綻に備える。また、破綻処理するときには、ヘアカット・ルール、つまり、債権者を全面的には守らないで、債権の全額放棄ではなくてもヘアカットしようということが考えられているようです。

ところが、いずれの場合もいろんなジレンマがあります。それを五つほどあげてみます。

(1) 聖ならざる三位一体（非整合の三角形）

一つ目は「聖ならざる三位一体」という考え方です。これは、ユーロが具体化した一九九〇年代後半に流行した言葉で、「非整合の三角形」ともいわれています。自由な資本取引、為替レートの

安定、独立した金融政策、この三つは同時に成立しないというテーゼです。つまり、各国がばらばらに金融政策を行い、資本移動は自由で、しかも為替レートを安定させたい、しかしそんなことはできない。ですから、通貨を一つにして、中央銀行も一つにして、そのかわりに資本移動は自由ですよ、通貨一つだから為替は安定しますね、というのがユーロだったのです。それが今回の危機でも、似たような非整合がグローバルな形で起きました。

規制監督はローカルな市場をベースにして、各国の規制監督当局が独自にやる、グローバルな金融資本取引は自由、そうしたら金融市場を安定させるのはしよせん無理なのではないか。そもそもこういう種類のジレンマがある。これを抜本的に解決するには、グローバルな資本移動は禁じるか、あるいは、もう一つのドラスティックなやり

方は、世界中央銀行や世界金融監督庁をつくって、一元的に規制監督することですが、両方とも不可能でしょう。そうすると、大き過ぎてつぶせないような銀行はつくらないということになってくるわけです。なぜつぶせないのかというと、破綻すると経済的打撃が大き過ぎるし、一国のセーフティネット（預金保険など）によって救済するには財政負担が大き過ぎるし、納税者に負担を仰ぐと納税者は政治的に納得しないからです。

では、どうしたらいいのかというと、ボルカー・ルールのような業務範囲規制をやればよい。巨大金融機関を公益事業化して、いわゆるカジノ・バンキングはやらせないということです。それから、つぶれても打撃が大きくなるように破綻処理計画をつくっておく。先ほどいった三つのレベルの対応策はこうした点をカバーしているのですが、国際的な協調の足並みがなかなかそ

ろわない。規制監督はローカルだが資本移動はグローバルですから、安定するというのはなかなか難しい。これが「聖ならざる三位一体」というジレンマです。

(2) ネットワークの外部不経済とシステムミックリスク

二番目は、「ネットワークの外部不経済とシステムミックリスク」です。

先ほど少し申しましたが、ネットワーク化とグローバル経済化によって相互連関性が高まり、意図せざる副作用が第三者に及びやすくなった。いわゆる外部不経済が頻繁に起きるようになった。しかし、ネットワークを封鎖してしまいうわけにはいかないので、これも非常に難しい問題です。金融市場で「システムミックリスク」というとき、従来みんなが想定していたのは、預金を取

り扱っている銀行が預金者の取りつけに遭ってバタバタ倒れ、決済機構が混乱することだったと思いますが、預金を受け入れていないリーマン・ブラザーズが発端となって、外部不経済が世界的に伝播するようになった。いわゆる「カウンターパーティー・リスク（取引相手リスク）」という新しいシステムミックリスクです。

対応策としては、巨大金融機関は資本を厚目に積む。業務範囲規制をする。破綻処理計画をつくる。ただし、国際的には足並みがそろわないので、こうしたものかなと思っていましたが、今回のギリシャ危機で少しそろい始めた節もあります。

(3) コーポレートガバナンスの諸前提に狂い

三番目のジレンマは、コーポレートガバナンスに関するものです。

コーポレートガバナンスというのは学際的な問題で、様々な側面があります。独立の社外取締役を置いて経営執行者を監視するというのが経営組織論で、米国や英国でもそういうことをやりましたが、結局、今回わかったのは、社外取締役が「ラバースタンプ（ゴム印）」といわれるように、役に立たなかったということです。

法学的なコーポレートガバナンスの議論は、信義義務や受託者責任という法理が基盤になっています。しかし、投資ファンドのような有限責任投資事業組合が登場し、信義義務も受託者責任も全く関係ない人たちが、外部から借金して投資をするようになったため、こういう法理が生きなくなりました。

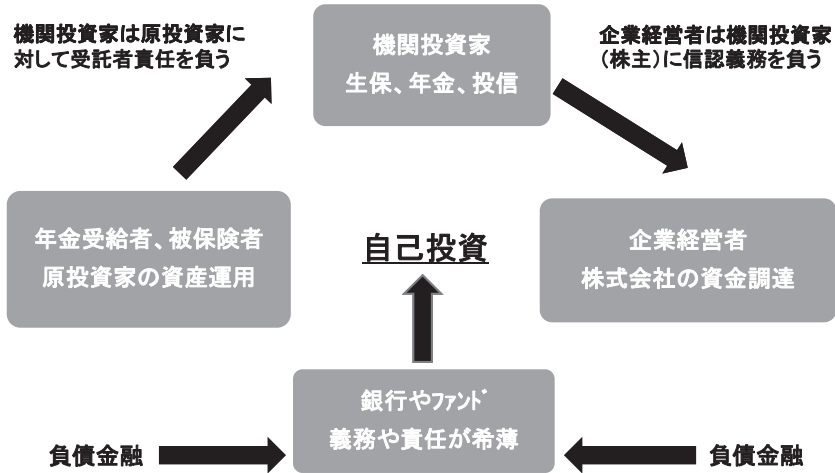
経済学的には、「株式市場は支配権の売買市場である」という仮説があり、株価が上がらないと支配権証券である株式が売られて経営者は更迭さ

れる、それではたまらないので経営者は一生懸命頑張る、頑張れば報酬が増える、そういうことでコーポレートガバナンスはワークすると経済学的には考えられていた。しかし、経営者はどんどん交代するし社員は引き抜かれる。会社にとって一番重要なのは内部の信頼感ですが、その信頼感がなくなってしまった。

銀行員の引き抜きも大変なもので、英語では「密漁（ポーチング）」という言葉を使っています。例えば、「阪神の金本がいいプレーヤーだからといって、他球団のスカウトが来て、倍の給料を出すから明日からうちの球団に移籍しないか」ということはあり得ないと思います。ところが、金融の世界では、そういうことが起こり得ます。

三倍も四倍も給料を払うからうちに来いよ。もちろん、引き抜かれないうちにボーナスを保証しているのですが、そのボーナスの倍を出すから

図表9 信認義務や受託者責任の不在



こっちに来ないかなどといって引き抜いてしまうわけです。そうすると、組織内の相互の信頼性というものは成り立たなくなってくる。

従来のコーポレートガバナンスの想定というのは、図表9のような構造になっていました。年金受給者や被保険者といった原投資家が機関投資家に資金を委託する。機関投資家は原投資家に対して受託者責任を負っているので、委託者のことを考えて運用します。この機関投資家が企業株式に投資すると、企業経営者は機関投資家から信認義務を問われる。信認義務とは善管注意義務と忠実義務というものです。ところが、今回わかったことは、そうした想定とは別の世界があった。銀行や投資ファンド、トレーダーが莫大な負債を取り入れて、つまり株主資本ではなく、借金して自己投資をする。もちろん負債の供給者は借り手を監視するでしょうけれども、最後は当局が助けてく

れるだろうということでも幾らでも貸す。信認義務や受託者責任という概念のらち外で負債金融が行われていたということだろうと思います。

銀行経営者は株主にもなっているわけですが、株式投資のアップサイド・ポテンシャルは無限です。儲ければ全部自分のものになる。損しても、有限責任ですからダウンサイド・リスクは限定的です。もったいいえば、倒産した場合には政府が助けてくれるということで、コイン投げという「表が出ればおれの勝ち、裏が出たらおまえの負け」、そういう現象が起きていたために、コーポレートガバナンスの前提も狂ってしまったのだと思います。

株主資本主義というものについて、私も含め多くの人は先ほどの図表9のような世界を想定していました。つまり、原投資家が機関投資家に資金を出して、機関投資家が企業を監視するというよ

うな仕組みを考えていたのですが、そういう仕組みがもうワークしなくなってしまった。コーポレートガバナンスというのは、民間の企業が自分たちで内部管理システムやリスク管理システムをつくって、あるいは社外取締役を置いて自主管理するという「民営化システム」です。けれども、それがある意味で失敗したわけですから、今後は政府の規制強化ということが出てくる可能性があると思います。

(4) 中央銀行規制監督機能の拡張とその問題点

四番目のジレンマは、中央銀行にどのくらいの権限を持たせるかということです。

中央銀行の役割として、民間銀行の健全性チェックが重要になってくると思いますが、中央銀行をシステムリスクの総合的監視機関として認めて中央銀行の役割をふやした場合、中央銀

行自体を、国民の代表である議会が監督しなければいけないということになります。そうすると、中央銀行の独立性はどうなってしまうのかということが問題になるかもしれません。これも一種のジレンマです。それから、中央銀行による規制監督は裁量政策ですから、どういうサジ加減でやるか、政治的な圧力がかったりする可能性もあり、これもジレンマだろうと思います。

(5) 業務範囲規制の境界内外出入り問題

五番目に、業務範囲規制をやったときの問題は、境界内外で出入りが頻繁に起きることです。好況時には規制範囲外に業務を拡張し、不況時には危険なのでセーフティネットが存在する範囲内に業務を戻してくる。要するに、出たり入ったりする。定義上、有効な規制というのは銀行収益を損ないますから、規制が有効に働いたら

銀行は儲からなくなります。良薬は口に苦いわけですから、銀行の業務や資源は収益追求が可能な規制外業務に当然逃げるはずです。

それをどうやってコントロールするかということが非常に重要です。規制内に閉じ込めてしまうと儲からなくなります。規制内で儲けさせるためには、ある程度、預貸金利ざやを確保してやる必要がありますが、金利を自由化してしまっているので、昔のように、預金金利三%、貸出金利六%というようなことは決められない。預金者も当然、景気のいいときは、低いリタンの、規制内業務しかやっていない銀行よりも、儲かりそうな商品を提供している規制外の銀行を利用する。こういう問題をどうやってチェックするかというのも非常に大きなジレンマ問題だろうと思います。

六、今後の展望

最後に今後の展望です。

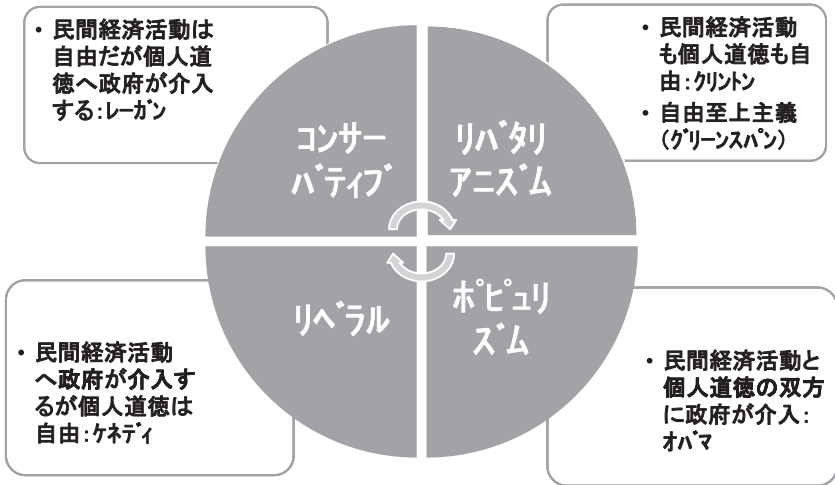
単純にいうと、米英を始めとする各国とも、金融政策の独立性や国内金融規制の自由は失いたくないので、金融規制の国際協調は非常に難しい。現状では、米国は業務範囲規制のほうに走っていて、欧州はユニバーサルバンクですから、業務範囲規制には賛成しない。むしろ欧州では金融課税（資産負債課税、取引課税、賞与課税、法人税強化）のほうに走っているように見えます。中期的には、金融ナショナリズムが強まり、国際資金フローは今までほど活発ではなくなってきた、どちらかというと、経済自由主義的な考え方から、規制を全面的に受け入れる革新主義のほうへ動いてくるだろうと思います。さらに長期的には、高齢

化によって世界的な貯蓄は減ってくるので、貯蓄超過時代はもう終わり、貯蓄不足時代に入ってきて、バブルはもはや起きないのではないか。

最悪のシナリオは、ギリシャ、イタリア、スペイン、ポルトガル、英国、米国、日本と文明開化の順に破綻していくというものですが、そこに行き着くまでにはいろんなことがあると思います。

図表10に示しますように、米国には四つの大きな政治思潮があり、時代とともに変遷してきました。ケネディ政権時代のリベラリズムのもとでは、民間経済活動へ政府が介入するが、個人道徳は自由。経済政策としてはケインズ政策をやったわけですが、政府が大きくなりすぎた。そこで「政府が問題だ」といって出てきたのがレーガンです。民間経済活動は自由だが、個人道徳は、教会に行ってお祈りしなさいとか、学校では講義が始まる前に国旗を掲揚し、胸に手を当てて宣誓し

図表10 リバタリアニズムカラポピュリズムへ



なさい、そういうことをうるさくいうのが保守タイプ（保守主義）です。それが、クリントン政権時代に、民間経済活動も個人道徳もみんな自由という自由至上主義になり、今回の一連の騒動が起きてオバマが出てきた。これは多分にポピュリズムというか、革新主義へ回帰する流れで、民間経済活動と個人道徳の双方に政府が介入するようになっていきます。

今回の危機が「二〇〇年に一度」という意味は、こういう時代が一〇〇年前にあったということです。一九〇七年に米国で金融恐慌が起きたとき、投資銀行が保険会社と癒着して不正や欺瞞行為を働いた。そうしたことを「マックレイカー（醜聞暴露屋）」と呼ばれるジャーナリストたちが暴露し、投資銀行は全く信用を失いました。その後独占禁止法が強化され、一九一三年にFRBが設立され、一九三〇年代のルーズベルトの時代に

なっていくのですけれども、いまや振り子が一〇〇年前に戻って、方向としては革新主義ないしポピュリズムのほうに進んでいくのではないかと思います。

ただ、今いったような形ですべて簡単にいくとは思いません。現実の世界では、これからいろんなことが小出しに起こるのだと思います。幸か不幸か、今回のギリシャ危機の影響で、米国では金融法案の審議が急速に動き始めました。その中身を見てみると、業務範囲規制、資本増強、デリバティブズの決済機構を通じた清算、破綻処理計画など、相当細かなものが盛り込まれる形で金融法案の審議が進んでいます。最後になるといろんな条項が入り込んできて、何が何だかわからなくなってしまうのが米国の法案の常です。ただし、ボルカー・ルールも含めてある種の業際規制や、預金取扱銀行のプロプライエタリー（自己勘定取

引）業務の制限などが入ってきそうです。いろんなものが入った形で少し前に動き出して、大ざっぱに言えば、規制が強化される。行く行くは、お金が世界的にだんだん足りなくなり、資本争奪戦争が起きるのではないかと私は考えております。急ぎ足ですが、以上で終わらせていただきます。

高橋理事長 どうもありがとうございました。

大変幅広い、難しい問題だと思いますが、含蓄の深い分析をお示しいただいたかと思えます。

少しお時間をいただいて御質問の時間をとりたいと思いますが、御意見、御質問がおりの方、お手を挙げて御発言いただきたいと思いますが、いかがでしょうか。

質問者 今日の話の本筋とはちょっと違うかもしれませんが、最後に書かれている最悪のシナリオ

についてです。文明開化の順になるというのが最悪のシナリオだという話でした。しかし、このシナリオだったら、日本が最後ですから、むしろまだいいと思います。私は、国債の残高とか、今の異常な状況から見て、日本がもっと前のほうにこないことを願っているんですけども、この順番は、文明開化のストーリーで書かれただけで余り深い意味はないのですか。

渡部 私は、証券市場といっても、どちらかというと債券畑よりも株式畑に近いほうにいたので、そちらのほうに多少バイアスがかかっているのかもしれません。従来日本の企業は、設備投資をして余剰生産能力を蓄えて、国内の需要が少ないものですから輸出市場に全部押し込んで、その結果、円高になり、アリ地獄みたいなところに入つたような気がしています。家計の貯蓄率はもちろん低くなっているんですけども、企業貯蓄はあ

りますから、短期的には設備投資しなくてもいいと思うんです。事実、内閣府が集計している有形固定資産の実質ベースでの資本ストックの統計を見ますと、去年の七一九月期に、史上初めてとっていいと思いますが、資本ストックが前年比で減り始めています。

例えばキャノンとパナソニックを見てみんでも、すけれども、有形固定資産や総資産は、二〇〇七年以降、連結ベース、単独ベースとも減っています。要するに、蓄えがあるので、設備投資をしながらも供給余力はあるわけです。ただ、長期的には別の問題があるでしょうし、短期的にも、もちろん国債の問題は大変です。さらに、これだけネットワーク化していて海外の影響を受けますから、そう能天気なことはいえませんが、日本は、ある意味では資本競争戦争に巻き込まれることなく、むしろ輸出ドライブが軽減されて少し

楽になるのではないかと思っております。希望的観測かもしれませんが、日本を最後にしたのはそういう理由からです。

質問者 今日はありがとうございました。

五つのジレンマの五番目の部分、好況時には業務範囲規制外に業務を拡張して、不況のときには引きこもるということでしたが、それはどうして問題になるんですか。それでいいのではないかと思いますけれども。

渡部 でもそれでは、バブルみたいなことが起きるのを防げないでしょう。つまり、好況時に規制が緩い業務のほうにどんどん資源が出ていってしまつて、そこで行け行けどんどん的にやつてしまえば、また同じようなことが起きるのではないかと。私はもはやバブルが起きるとは思っていませんけれども、そういうことは防げない。また規制範囲内の領域では、銀行は公益事業と同じで料金

産業みたいなもので、規制しますよといって規制をかけると、今度はそのところに利用者が来なくなってしまう。高い利回りの商品、あるいは安く借りられる機会がないので、お客が来なくなつて、そのところは結局儲からなくなつてしまふ。ですから、拡張しているときにはどんどん外に出ていってしまうので、バブル的になることを防げないし、縮小しているときにはますます儲からなくなる。そういう意味でいったんですが、何かおかしいでしょうか。

質問者 業務範囲規制を課すると、ある意味ではもう外に出られないですよね。

渡部 そうですね。

質問者 それだと、別に好況、不況は関係なしに外に出ないですよね。

渡部 ということは、銀行業は儲からなくなるということです。関所みたいなものを設けて出入り

を完全に遮断して、預金取扱銀行は規制範囲内で通常の預金貸出業務をやりなさいということであれば、もはや銀行業というのはほとんど儲からなくなる。

質問者 銀行業が儲からなくなったら、銀行業を縮小してもいいんじゃないですか。

渡部 当然そういう考えもあるでしょうね。

質問者 要するに、業務範囲規制を課すると、銀行業であれば銀行業の仕事をやるということで、証券の業務に拡張してはいけないですね。ということであれば、好況、不況とは余り関係ないですよ。もしも業務範囲規制を課すればということですが。

渡部 そうです。シャットアウトしてしまえば好況、不況は関係ありません。規制の範囲内の銀行はほとんど儲からなくなつて、規制の範囲外に出てくる業者というのは数の上では制限されている

わけですから、いわゆる金融革新みたいなものは余り起きなくなる。

質問者 わかりました。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。

特に御質問、御意見ないようでしたら、時間も参つておりますので、この辺で閉会にしたいと思います。

渡部先生、大変お忙しいところ、今日はどうもありがとうございます。（拍手）

（わたべ りょう・法政大学経済学部教授
当研究所評議員）

（本稿は、平成二二年五月一〇日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

渡 部 亮 氏

略 歴

1947年5月 東京都練馬区生まれ
1970年3月 一橋大学 経済学部 卒業
1970年4月 野村総合研究所 入社
1983年5月 野村総合研究所 ニューヨーク事務所駐在員
1986年4月 野村総合研究所 ワシントン支店長
1991年11月 野村総合研究所投資調査部長
1993年5月 野村総合研究所ヨーロッパ（英国現地法人）社長
1999年5月 野村総合研究所 研究理事
1999年7月 いちよし経済研究所 代表取締役社長
2002年4月（現職）法政大学経済学部教授（「国際ビジネス論」を担当）

【著書】

- ・「ワシントン・ゲーム」（1989年5月 TBS プリタニカ刊）
- ・「英国の復活・日本の挫折」（1998年1月 ダイヤモンド刊）
- ・「アングロサクソン・モデルの本質」（2003年2月ダイヤモンド社）

【資格など】

- ① 日本証券経済学会会員
- ② 英国王立経済社会研究所（NIESR）理事（1997年～2008年）
- ③ ケンブリッジ大学ロビンソン・カレッジ客員フェロー（2008年4月以降）

【研究テーマ】

国際金融、英米企業経営、投資銀行の経営戦略など

以上