

リーマン・ショックから10年

～学ぶべき教訓は何か～

公益財団法人 日本証券経済研究所 特任研究員

佐賀 卓雄



「思想というものは、もしそれが正しいとしたら、時代を超えた力をもつ、間違いなくもつ、と私は予言する。……経済学者や政治哲学者の思想は、それらが正しい場合も誤っている場合も、通常考えられている以上に強力である。実際、世界を支配しているのはまずこれ以外のものではない。誰の知的影響も受けていないと信じている実務家でさえ、誰かしら過去の経済学者の奴隷であるのが通例である」(ジョン・メイナード・ケインズ [1936]、『雇用、利子および貨幣の一般理論』(間宮陽介訳[2008]、岩波文庫、(下)、第24章、193-94ページ))

〈目 次〉

はじめに

1. 金融システム危機の原因分析
2. 金融システム改革の現状
3. 残された課題

終りに

■はじめに

リーマン・ブラザーズの破綻から10年の間に、グローバルな金融市場の光景は様変わりした。それは単に規制の強化によって金融機関の業務の自由な展開に制約が課せられたといったような単純な話しではない。危機が未曾有の深刻さを及ぼしたために、しなやかで頑健な金融市場を再構築するためには、金融市場の構造が根本的な変化を求められているとともに、市場参加者の行動にも大きな変化がみられるのである。

原因分析についても、当初は過大なリスク・テイクを行った銀行のガバナンス構造に注目が集まったものの、その後はシステムミック・リスク、金融ネットワーク分析、レバレッジ・サイクルなど、理論的にも既存の概念についての分析の深化とともに斬新で内容豊かな分析が行われている。

金融システム改革も、危機の再発防止を目指して、G20、IMF、FSB、BISなど国際的な金融規制機関による課題の設定を受けて、各国の金融規制当局が具体的な課題に取り組んできた。しかし、残された課題は決して少なくない。

ここでは、危機の原因分析の変遷、金融システム改革の現状を紹介し、今後の課題について検討する。

■ 1. 金融システム危機の原因分析

金融システム危機がグローバルな広がりを示す2009年以降、OECD、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）などの国際機関がいち早くその原因の分析を行った^(注1)。これらの報告書はいずれも、大手金融機関の過大なリスク・テイクが危機の原因であり、それをもたらした取締役会の不十分な監視機能、インセンティブ・システム（高額な経営者報酬問題）、リスク管理、そして内部統制システムの間に深刻なミスマッチがみられるため、企業の目標とリスク欲求（risk appetite）と両立するようなリスク管理と報酬システムの監視が必要であると指摘している。

しかし、銀行のガバナンスを問題にする場合、その特殊性を考慮する必要がある。銀行は決済システムの中核を担っているため、その破綻は金融システム全体に深刻な影響を及ぼす。それを防ぐために、銀行自体のガバナ

ンスに加えて、自己資本比率規制などの公的規制、預金保険制度や中央銀行信用へのアクセスなどのセーフティ・ネットが整備されている。

このデュアル・ガバナンス・システムが銀行の大きな特徴であり、銀行破綻という決定的な局面では、政府、あるいは預金保険公社（FDIC）による清算や他行による救済合併という手段が採られるのが一般的である。この場合、経営者が解任されるのが普通であるが、連鎖破綻や大手銀行の破綻の場合を除いては、銀行それ自体のガバナンスに対する追及はそれほど厳しいものではなかったといえる。

銀行の経済的機能と役割として次のことが指摘できる。

第一に、銀行の最も重要な経済的機能は期間のミスマッチに基づく流動性の供給である。銀行のコアビジネスは資産と負債の期間構造のミスマッチを架橋することによって利益をあげることであるが、この満期変換（maturity transformation）が銀行の本質的機能である。それを可能にしているのは預金や短期市場資金など、常に流動的な資金へのアクセスの維持である。金融危機の際には、この資金が枯渇し、銀行の業務の円滑な展開が中断され、金融システムが機能不全の状態に追い込まれる。

しかし、現在の銀行はかつての銀行が小口預金を主要な資金源泉としていたのとは異なり、その相当部分をCP発行やレポ取引など

による市場性の資金の取入れによって賄っている。このことは銀行取付（bank run）を防ぐ目的で導入、拡充されてきた預金保険制度では、現在の銀行の業務構造から生じるリスクに十分に対応できないことを示している。今回の金融機関の破綻が大手の非銀行金融機関であったことや、2007年にイギリスでは140年ぶりの銀行取付となったノーザン・ロックが市場性資金へ大幅に依存しながら業務を拡大し、グローバルな金融システムの深刻化とともに短期金融市場での資金繰りが困難になったことが破綻の原因であったことから明らかである。このことは将来の金融システムのあり方を考える上で重要な示唆を与えるものである。

第二に、レバレッジの高さである。銀行は預金あるいは短期金融市場から調達した資金を投資あるいは貸し付けることによって、そのスプレッドを利益として取得する。したがって、運用資産が多いほど利益は大きくなるから、競争上、レバレッジを可能な最大限まで高める誘因を持つ。

第三に、銀行の規模と複雑性、バランス・シートの不透明性である。FSBが特定したG-SIBs（global systemically important banks）は平均して約1,000の子会社を保有し、資産額は約1兆6,200億ドル、少なくとも44ヶ国に一つ以上の子会社を所有しているという（2012年現在）。それに加えて、銀行の保有資産は多岐にわたり、市場評価の対象になりにくいABS、CDO、CDSなどの証券化商

品やデリバティブはその価値を正確に把握することは困難である。巨大金融機関の複雑な業務内容を考えると、非常勤の社外取締役の割合が高まるにつれ、経営者に対する監視機能は低下していることが予想される（注2）。

第四に、銀行は金融市場を通じて他の金融機関と広範な取引を行っているため、債権債務関係によって相互に連関（interconnected）している。したがって、この債権債務関係の一部で仮に支払不能が発生すると、それが次々に連鎖して破綻が生じる。このシステムック・リスクの発生可能性が金融システムの脆弱性をもたらす最大の原因である。

このように、大手金融機関の業務やバランス・シートの特異性から、銀行のガバナンスに注意が向けられることになったと思われる。加えて、銀行経営者に支払われる高額の報酬も批判を強める一因となったのである。

しかし、その後、金融システム全体の構造についての分析が進むにつれ、問題はそれほど単純ではないことも明らかになってきた。一つは、金融仲介の構造が大きく変貌していることである。証券化の進展につれて非銀行金融機関の比重が高まり、危機の過程で破綻したのは商業銀行ではなく、これらの金融機関であった。金融仲介に果たすこのシャドー・バンキング・システムの役割についての分析と評価が求められたのである（注3）。また、システムック・リスクについても精緻化が図られ、連関や感染（contagion）を引き起こす金融ネットワーク分析の手法が注目される

ことになった^(注4)。さらに、民間各部門のレバレッジの動向に注目することによって、そのサイクルの分析が行われた。この過程で、金融システム危機の原因として家計部門の債務にも注目が集まるようになった。分析の中には、金融機関の不良資産ではなく、家計部門の債務の削減プログラムの方が対策として有効性が高いことを指摘するものもある^(注5)。

■ 2. 金融システム改革の現状

2009年に、G20はグローバルな金融システム危機を引き起こした「断層線」(フォルト・ライン)^(注6)によるひずみを軽減し、より強靱な金融システムを構築するために包括的な金融システム改革のプログラムを立ち上げた。プログラムは、①金融機関をより強靱にする、②「大き過ぎて潰せない」(TBTF、too-big-to-fail) 事態を終焉させる、③デリバティブ市場をより安全なものにする、④非銀行金融機関による金融仲介(いわゆるシャドール・バンキング・システム)の強靱性を強化する、という4つの分野を中心とした改革を目指すものであった。

同時に、1998年のアジア金融危機の際に創設された「金融安定化フォーラム」(FSF、Financial Stability Forum)を改組し、参加者を拡充し、権限を強化した「金融安定化理事會」(FSB、Financial Stability Board)を創設した。以後、このプログラムの進捗状況の

フォローアップはFSBの任務とされた^(注7)。

FSBは2018年11月に改革の進捗状況について4度目の報告書を公表している。4分野における改革の進捗状況にはバラツキがあるが、大手銀行の資本力と流動性の増強、TBTF問題の終焉に向けた取り組み、店頭(OTC)デリバティブ市場の透明性の向上(中央清算機関(CCP)への集中)、非銀行金融機関による金融仲介の比重の低下については順調な進展がみられる。他方、グローバルな銀行や保険会社、CCPの破綻処理制度、非銀行金融機関の金融仲介の監視と規制については遅れぎみであることが明らかにされている^(注8)。

アメリカについてみると、ドッド・フランク法により、公的資金による金融機関の救済は否定され、「秩序立った清算権限」(OLA、Orderly Liquidity Authority)と呼ばれる新たな破綻処理スキームが導入された。破綻処理スキームは文字通り金融機関が破綻した際の対応であるから、危機の事前予防策ではない。それに該当する措置としては、損失を吸収できる資本力の増強、流動性の強化をあげることができる。それに加えて、ストレス・テスト、リビング・ウィルの導入をあげることができる。

Scott [2016] が危惧するように、果たしてこれで将来の危機に対応できるかどうかについては重大な疑問が残る^(注9)。

■ 3. 残された課題

Reinhart and Rogoff [2009] は、リーマン・ブラザーズの破綻から間もなく、800年にわたる金融危機についての膨大なデータベースを構築、分析したが、彼らはそこに一定のパターンを見出した。そのパターンとは、金融の規制緩和、債務の累積、銀行危機、公的介入、通貨危機という危機の連鎖、広がり、そして深化であり、2007-08年のグローバルな金融システム危機にも当てはまるという（もっとも、同書が出版された時点では、ギリシャに端を発したヨーロッパのソブリン危機はまだ顕在化していないが、歴史的に民間債務が公的債務に置き換えられソブリン危機に帰結するというパターンが析出されるので、「今回も同じ」ということになる）。そして、金融危機の前に共通してみられるのは、それ以前の金融危機と較べて、今回は健全なファンダメンタルズや、構造改革、技術革新、リスク管理、より洗練された金融政策などを背景にしているので、「今回は違う」という思い込みやうぬぼれが共通してみられることであるという。彼らはこれを「今回は違う」シンδροーム（“This Time is Different” Syndrome）と呼んでいる。

今回の金融システム危機のシンδροームとしてすぐに思い当たるのは、ローバート・ルーカスが2003年にアメリカ経済学会の会長挨拶として述べた、「マクロ経済学という分野

は、大恐慌に対する知的対応として、1940年代に確立された。・・・ここで私が主張するのは、マクロ経済学が、その本来の意味で成功したことである。その中心課題である恐慌の防止は解決された。・・・事実として、何十年にもわたって解決済みだった」(*American Economic Review*, 93, 2003) という発言であろう。また、ニューケインズ派の経済学者やバーナンキ元FRB議長が失業率とインフレの低下を達成した金融政策の成果を喧伝した「大いなる安定」(Great Moderation)、さらにはグリーンズパン元FRB議長、ローレンス・サマーズ元国家経済会議委員長によるデリバティブ商品の開発によるリスク管理技法の向上についての自賛などをあげることができる。

このようにみていくと、既視感（デジャブ）に囚われる感慨に襲われる。かつての、資本主義が不況免疫性を持つに至ったというニュー・エコノミクス、ITブームの際の景気循環の変容を主張したニュー・エコノミー論など、これまでも金融危機の前には繰り返し類似の主張が行われてきた。結果はどうであったか。メルトダウンの広がりや深さは次第に深刻になっているのである。

この根本的な原因は過去の思考の枠組みに捕らわれていることにある。Keen [2017] は、主流派の経済学は基本的にその体系から貨幣と金融を排除し、負債が経済に対する影響を無視していることを批判する。貸付はグローバル経済のブームとスランプの両方の原因で

あり、経済をゾンビ化させてしまうという。非常に高いレベルでの民間負債、危機前の貸付けによる需要、危機後の高い負債比率、低いかマイナスによる貸付けによる需要が世界金融危機の後の経済停滞の原因であるという。貨幣バブル観によって実物経済にのみ視野が限定されていることが根本的な問題だと指摘する（第4章）。

Turner [2018] は、効率的市場仮説と合理的期待仮説によって、また人間の合理的行動を前提にしているために金融市場の不安定性が無視ないし軽視されていることを指摘している。効率的市場仮説は資産価格があらゆる情報を織り込んで形成されることを主張する。したがって、資産価格の急落は市場に新たな情報をもたらされない限り生じることはないことになる。それは経済指標や企業業績の悪化のような純粋な経済的情報でも、あるいは戦争や紛争のような非経済的な地政学的要因でも構わないが、金融市場の不安定性をもたらすのは新たな情報ということである。合理的期待仮説も将来の経済を合理的に予想する人間行動を想定した主張を展開した。合理的な主体が活動する自由な金融市場は内部から経済の不安定性をもたらすはずはないとされるのである（第2章）。

そもそも人間の行動は完全に合理的ではないし、仮に完全に合理的であったとしても市場の不完全性によって金融市場は不安定になり、均衡水準から乖離する。このことは人間心理の影響を重視する最近の行動経済学を持

ち出すまでもなく、ハイマン・ミンスキーの「金融不安定仮説」やロバート・シラー、ラグラム・ラジャンらの主張、あるいはチャールズ・キンドルバーガーによるバブルとその崩壊についての実証的な研究で示されてきたとおりである。

理論的、体系的なエレガントさに拘泥すれば、こうした現実を認めることは極めて困難であろう。しかし、それは現実的な説明能力を放棄するという致命的な欠点をもたらすことになるのである。

古典派経済学との知的格闘から自らの経済学の体系を構築したケインズは、『雇用、利子および貨幣の一般理論』最終章において、冒頭の言葉のように大きな変革に取り組む時に知的な呪縛構造こそ最大の弊害であることを強調している。ケインズならではの含蓄のある言葉であり、金融システムの再構築を考えるに当たっては肝に銘じ繰り返し味読する価値があろう。

■ 終りに

言うまでもなく、将来の金融システムのあるべき姿を構想するためには、金融が果たすべき基本的な役割とは何かという思想が求められる。問題を抱えている現状を基本的に肯定し微調整で済みますのであれば、それは改革の名に値しないし、到底、危機の再来を防ぐことはできないであろう。

金融は本来、実体経済の成長に寄与すべき

役割を果たすべきである。具体的には、黒字部門から赤字部門への資金の仲介を通して資金効率を高め、資本蓄積を促進することが本来の役割である。銀行による金融仲介は、預金を集め投資資金を必要としている部門に融資を行うことである。この過程で、銀行は資金決済、融資の審査、モニタリングという機能を果たす。これが歴史的にも銀行が果たしてきた基本的な役割である。

銀行の基本的機能を維持、強化するために、様々の規制が課せられてきた。公的規制として、免許制度、預金準備制度が課せられる一方、万が一の場合にも信用の維持が不安視されないように、預金保険制度の導入、中央銀行信用の供与が設けられてきた。このように、公的規制の一方で、手厚いセーフティ・ネットが整備されてきたのである。

ところが、金融構造の変化と金融技術革新の進展を背景に、この規制負担を回避して銀行機能の一部に特化（アンバンドリング）した業者が現れることになり、バンドルされた銀行サービスを提供していた伝統的な銀行は苦境に立たされることになった。さらに、資産証券化の手法が広まるにつれ、そのプロセスの特定の機能を担う業者が台頭することになった（シャドー・バンキング・システムの台頭）。これらの銀行は資金調達源を預金ではなく（AB）CP、レポ市場、資産証券化市場などの短期金融市場に大幅に依存した。重要なことは、伝統的な銀行も歴史的に競争上、これらの短期金融市場への依存を強めてきた

ことである。しかし、これらの資金は銀行預金とは異なりセーフティ・ネットでカバーされていないため、システム的な脆弱性は否めなかった。今回の金融システム危機はシャドー・バンキング・システムの危機である。イギリスのノーザン・ロック、あるいはアメリカのワシントン・ミューチュアルのような住宅金融専門金融機関は、短期市場性資金に大幅に依存していたためにその市場の動揺が信用不安をもたらし破綻に追い込まれた。

これを回避するには、両極端な二つの方法が考えられる。セーフティ・ネットの範囲を預金以外のこれらの短期市場性資金にまで広げるか、あるいは決済業務を切り離すかである。前者の方法はモラル・ハザード問題を一層深刻化させるという到底看過できない欠点がある。当初、金融システム危機の主要な原因として銀行のガバナンス問題が注目されたことを思い起こすべきである。

したがって、金融システム改革の目指すべき方向は銀行機能の分解ということになる。長年にわたる金融規制緩和の進展により、現代の銀行業は極めて多様な業務を手掛けている。預金、貸付および決済機能をそれらから切り離し、トレーディングなどの他の業務によって銀行に対する信頼が揺らぐことのないようにすべきである。守るべき業務範囲については必ずしも共通の理解がある訳ではないが、かつてのナロー・バンキング論、近年のリミテッド・パーパス・バンキング論、あるいはイギリスのリング・フェンシング論は同

様の主張である。

フィンテックによりレンディング（融資）やネット取引などのリーテル金融の決済を専門的に手掛ける業者が台頭している。ホールセル金融についても、ステート・ストリート・バンクやニューヨーク・メロン・バンクのような決済業務に強い業者、また商業銀行の中でも決済業務についての評価の高いJPモルガン・チェースのような銀行が現実存在している。これらの業務に対しては高い自己資本比率、レバレッジ規制を課する一方、引き続き手厚いセーフティ・ネットの提供が必要であろう。他方、それ以外のトレーディング、M&A関連業務など、金融機関の収益に高い比重を占める業務については、基本的に一般の事業会社と異ならない程度の規制にし、参入、退出を自由にすべきである。金融危機の際に、アメリカで相当数のヘッジ・ファンドが清算など、退出を余儀なくされた。しかし、それに伴う大きな混乱はなかったし、その後、新たな運用戦略を標榜する業者が参入しているのである。

(注1) 参考文献も含めて、銀行のガバナンス問題については、佐賀 [2015a], [2015b] を参照されたい。

(注2) 銀行の取締役会をめぐるこれらの問題については、佐賀 [2015b] を参照されたい。

(注3) IMF [2018] も、より一層の統合が求められる分野として、レバレッジ比率の達成と、銀行と保険のクロスボーダーの破綻処理フレームワークの達成、をあげている (Chap. 2)。

(注4) システミック・リスク概念の精緻化について

は、Scott [2016] を参照されたい。相関 (correlation)、連関 (connectedness)、感染 (contagion) という概念および金融ネットワーク分析については、佐賀 [2017b]、[2018a]、[2018b]、およびScott [2016] に対する筆者の「書評」(『証券経済研究』第102号、2018年6月) を参照されたい。

(注5) レバレッジ・サイクルについては、Geanakoplos [2010] を参照されたい。また、金融システム危機の原因として家計部門の債務を重視し、その債務削減やいわゆるヘリコプター・マネーの供給を救済措置として提案するのは、Mian and Sufi [2014]、Keen [2017] の他、Turner [2016]、である。

(注6) この言葉はRajan [2010] の書名でもある。ラジアンはかつてIMFのチーフ・エコノミストを務めていたことがあるので、FSBが報告書の中でこの言葉を使っているのは国際機関に対する彼の影響力によるものかもしれない。

地質学でいう「断層線」は地球の表面の亀裂で、構造プレートが接触もしくは衝突している部分に当たり、この周辺では巨大な圧力によるひずみが強まる。ラジアンは経済の断層線というメタファー（暗喩）を使いながら、金融危機の原因として3つの断層線をあげている。それらは、アメリカの国内政治のひずみ、成長パターンによって生じた多国間の貿易不均衡、そして貿易不均衡を是正する資金供給の際に様々なタイプの金融システムが接触する時に発生する軋轢、である（同書、序章）。関連文献の中でも、政治経済学的アプローチの成果と評価できる。

(注7) 佐賀 [2013]

(注8) FSB [2018]

(注9) Scott [2016] については、筆者の「書評」(『証券経済研究』第102号、2018年6月) も参照されたい。

【引用・参考文献】

・佐賀卓雄 [2011]、「シャドー・バンキング・システムと金融規制」、日本証券経済研究所証券経営研究会

-
- 編『金融規制の動向と証券業』、5月、所収
- ・ _____ [2013]、「破綻処理スキームの国際的枠組みの構築」、『証券経済研究』第83号、9月
 - ・ _____ [2015a]、「トウ・ビッグ・トゥ・フェイル (TBTF) 問題について」、『証券経済研究』第91号、9月
 - ・ _____ [2015b]、「金融機関のガバナンス構造と金融システム危機」、『証券経済研究』第92号、12月
 - ・ _____ [2016]、「[講演] 金融機関のガバナンス構造と金融システム危機」、『証券レビュー』3月
 - ・ _____ [2017]、「金融ネットワークとシステムミック・リスク」、『証券レビュー』、3月
 - ・ _____ [2018a]、「金融仲介構造の変貌とシステムミック・リスク」、日本経済研究所証券経営研究会編『変貌する金融と証券業』、4月、所収
 - ・ _____ [2018b]、「リーマン・ブラザーズ破綻の感染効果について」、『月刊 資本市場』4月
 - ・ Financial Stability Board (FSB) [2018], *Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms*, 28 Nov. 2018 4th Annual Report
 - ・ Geanakoplos J. [2010], “Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle”, *FRBNY Economic Policy Review*, Aug.
 - ・ International Monetary Fund (IMF) [2018], *World Financial Stability Report : A Decade after the Global Financial Crisis : Are We Safer ?*, Oct.18
 - ・ Keen S. [2017], *Can We Avoid Another Financial Crisis ?*; 赤木昭夫訳 [2018]、『次なる金融危機』岩波書店
 - ・ Mian A. and Sufi A. [2014], *House of Debt : How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again*; 岩本千晴訳 [2015]、『ハウス・オブ・デット』東洋経済新報社
 - ・ Rajan R.G. [2010], *Fault Lines*; 伏見威藩、月沢李歌子訳 [2011]、『フォルト・ラインズ』新潮社
 - ・ Reinhart C. and Rogoff K. [2009], *This Time Is Different : Eight centuries of Financial Folly*; 村井章子訳 [2011]、『国家は破綻する —金融危機の800年—』日経BP社
 - ・ Scott H.S. [2016], *Connectedness and Contagion*
 - ・ Turner A. [2016], *Between Debt and the Devil*; 高遠裕子訳 [2016]、『債務、さもなくば悪魔 —ヘリコプターマネーは世界を救うか?—』日経BP社