

2008年の金融危機に関する一考察

宮武 磨紀子

サブプライム・ローン問題に端を発したアメリカの金融危機は世界中を巻き込んだ経済問題へと発展した。本報告では、この金融危機が発生した原因を整理し、その後の経済政策の枠組がどのように変化したかをみた。また、考察過程で浮上した、レバレッジに関する不明点を研究し、補論とした。

概要

第1章 金融危機の原因

1. 低金利政策：日本のバブルとアメリカのバブル
2. 金融工学
3. 資金流入

第2章 政策枠組みの変化

1. 規律と安定
 - i. 規制が緩和されていった流れ
 - ii. 規制論
2. 自由と競争

第3章 補論：レバレッジ

2008年の金融危機に関する一考察

第1章 金融危機の原因

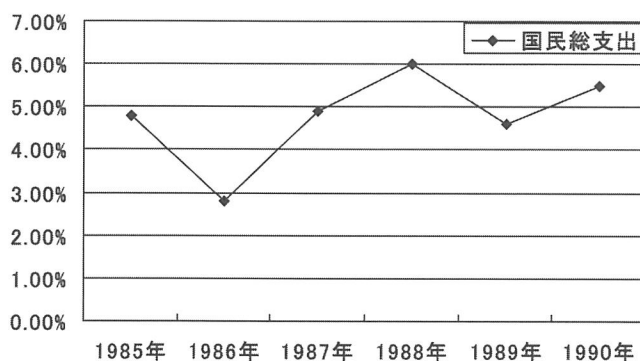
1. 低金利政策：日本のバブルとアメリカのバブル

1985年のプラザ合意後しばらくして、日本はバブルに突入した。当時の日本は5%前後の経済成長を示し(図1-1)、人々がゆとりのある暮らしを楽しむ余裕をもたらした。

しかし、バブルははじけ、1990年代に入ると日本は、地価の下落から生じた不良債権処理をスムーズに進めることができなかった銀行や、株価の下落から経営難に陥った証券会社を中心に、長い不況の時代へと入っていった。当時を振り返ったとき、巷間でこれはバブルではないかと言われていたときも日本銀行はバブルであることを認めなかった。その根拠の一つは図1-2にあるように、当時のマネーサプライが約10%という比較的高い伸び率を示し、当時の株価や地価が急騰した(図1-3 & 4)にもかかわらず、消費者物価指数の伸びが極めて低く(図1-5)安定して推移していたことが理由の一つであろう。山高ければ谷深く、バブル破裂後、1990年代を通じ、不良債権処理、自己資本比率の低下、貸し渋りなどの問題に日本経済は直面し、長い不況期を迎えた。

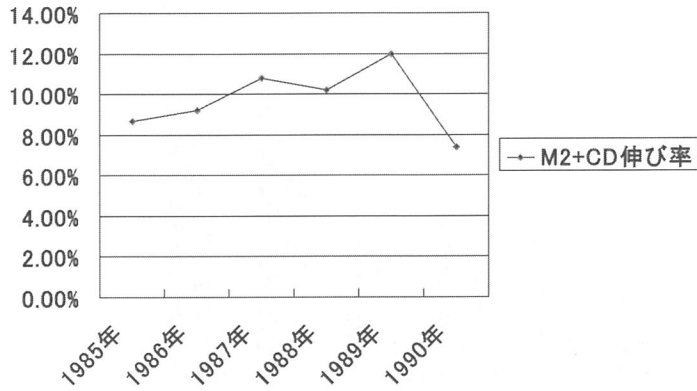
日本におけるバブルの経験は多くの国々で研究され、同じ轍を踏まないことが各国の中央銀行の目指すことの一つであったと思う。ITバブルを経験したアメリカ経済では、ITバブルが終わり、また9・11テロによる心理的冷え込みによる景気停滞感が漂ったが、ブッシュ大統領は、国民に持ち家を奨励する政策を実施し、同時にFRBは拡張的金融政策を発動して、日本経済のように長引く不況に突入することを回避させようとした。こうして低金利政策を続けることになった。しかし、これは日本のバブル前夜と酷似した状況を作り上げることになった。日本のバブルでは、長引く低金利政策によって利子生み資産への投資の回避が起き、土地、株式、絵画などへ

図1-1 バブル期の日本の経済成長率(実質、対前年度伸び率)



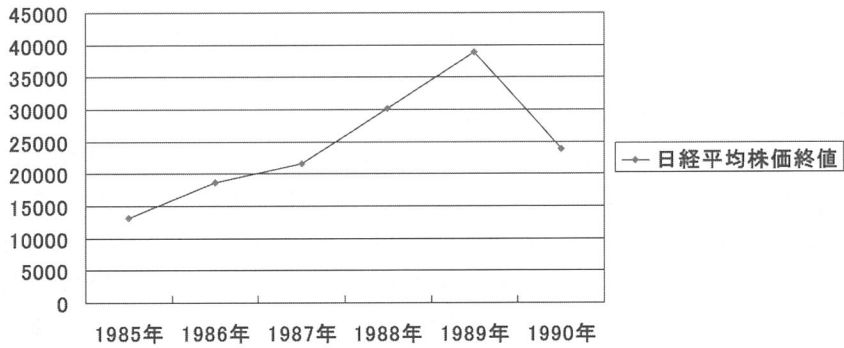
資料：総務庁『日本の統計』

図 1-2 M2+CDの伸び率（対前年比）



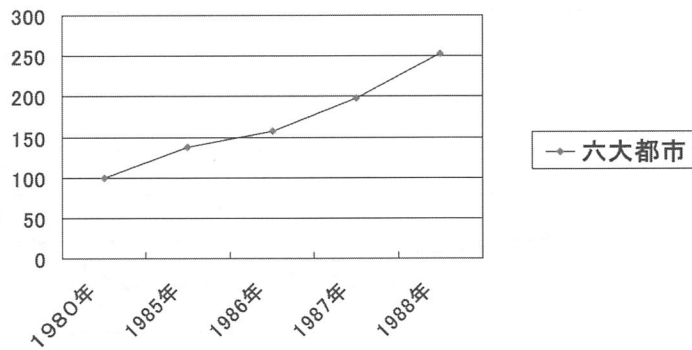
資料：総務庁『日本の統計』

図 1-3 日経平均株価（円）



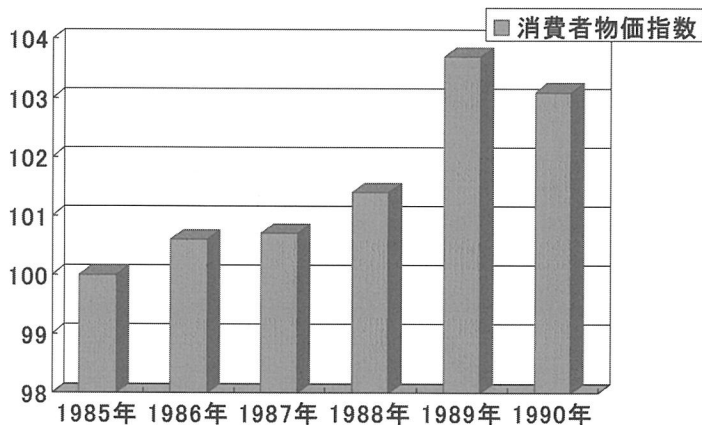
資料：ecodb.net/other/nikkei225.html

図 1-4 市街地価格指数（1980年3月末=100）



資料：総務庁『日本の統計』

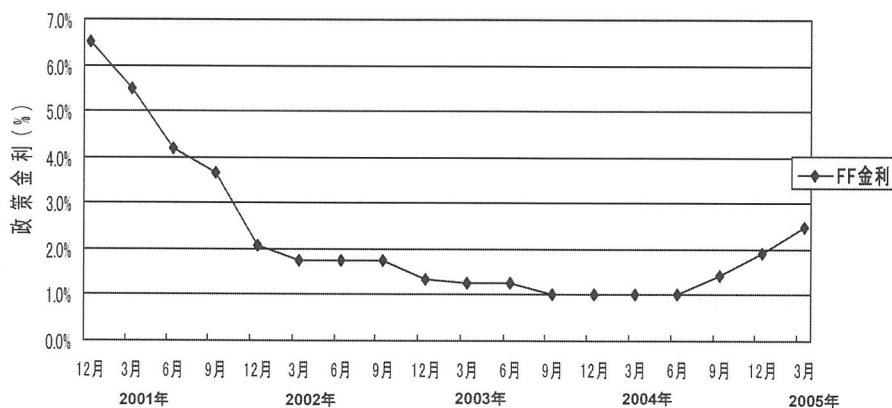
図 1-5 消費者物価指数 (1985平均=100)



資料：総務庁『日本の統計』

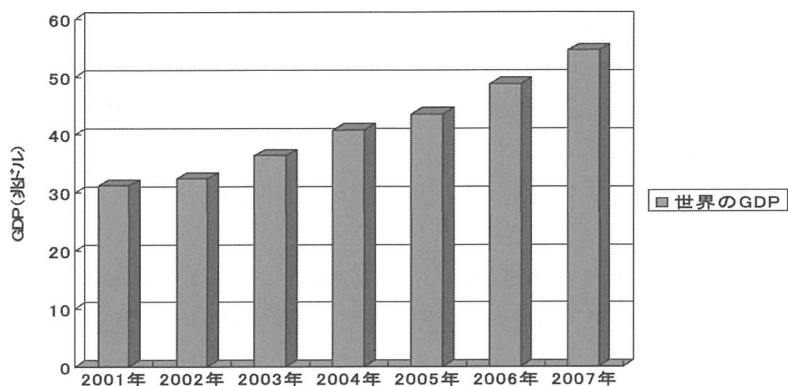
の資金流入が起きたことがバブル発生の一因であると考えられる。2001年以降アメリカでは、1980年代中頃に日本銀行が行なった低金利政策と同様の政策が行なわれ、金利の低水準が維持されていった。(図 1-6) ITバブルがはじけ、FRBは日本を教訓として、速やかな経済のペイルアウトを目指したのであろうか、低金利政策を続けた。しかし、これによってアメリカ経済は別のバブルへと繋がっていくことになった。FRBは2003年8月には金利を1.01%にまで引き下げ、アメリカの低金利は2004年まで続いた。世界の経済はその間持続的な拡大を記録したが(図 1-7) 低金利政策は結果的には、資金を不動産市場及び株式市場へ流入させることになり、米国の地価と株価は上昇を続けた。(図 1-8 及び 9) 米国では上昇し続ける地価に対し対抗的金融政策はとられなかった。一般物価水準の上昇が比較的安定していたことと、地価の急激な下落はないであろうとの予測が一因のようだ。資産価格の高騰がその後の景気後退につながるケー

図 1-6 アメリカの政策金利 (%)



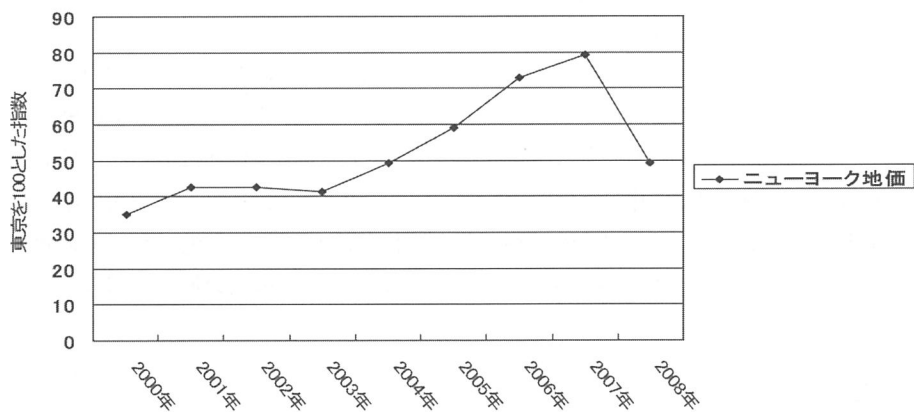
資料：FRB

図1-7 世界の名目GDP (兆ドル)



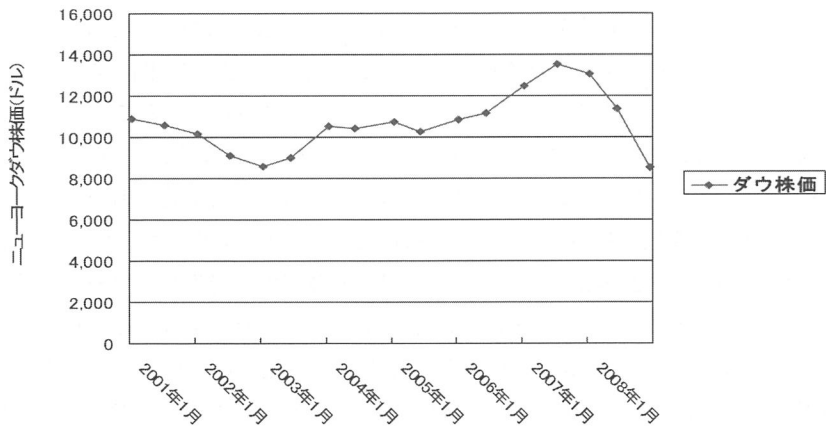
資料：総務相『世界の統計』

図1-8 アメリカの地価 (ニューヨーク)



資料：日本不動産鑑定協会 (東京100とした指数)

図1-9 ニューヨークダウ株価 (ドル)



資料：日本経済新聞

スは3割程度であり、しかも不動産価格の高騰がマイナスの影響をもたらすのは間接金融優位の場合なので、アメリカの場合、直接金融優位であるため政治の介入は不要である（地主）と考えられていた面もあるようだ。しかし、今回の低金利政策がもたらした、地価の上昇や株価の上昇に関しては、直接金融市場と間接金融市場が連結した状態であったため、「政治不介入」のままやり過ごすことができる状況ではなかった。実際には「ファンダメンタルズに基づかない資産価格上昇に対しては早期利上げが望ましいと考えられる。」（地主）と判断するような状態に達していた。

低金利政策は、アメリカ国内での住宅ローン金利の低下も招いた。先述の持ち家政策、規制緩和、競争の激化などにより、低所得層への無理な住宅ローンの貸し出しまでもが行なわれるようになった。これがサブプライム・ローンである。このローンの借り手はおよそ230万人に及ぶと推計（ソロス）されるが、これらの信用度の低い債務も、地価の上昇が続いている間は、債務不履行を起こしても、担保物権の処理によってカバーすることができた。しかしこれは、逆に、サブプライム・ローンが地価の上昇の終了と共に機能しなくなるローンであったことを意味する。地価は2007年に上昇が止まった。

ハイエクが「人為的に引き下げられた利子率は資本財と消費財のあいだに、均衡配分とは異なる生産資源の配分を導かざるをえない、、恐慌の「原因」は貨幣的変化が起こす経済全体の不均衡にあるのであって、たぶんそれに続く貨幣的変化によって、より長期にわたって持続するのであるこの不均衡の起源は貨幣的攪乱によってのみ説明できる。」（ハイエク）1933年に予見したことが2007年に起きたのである。FRBが2001年より長期にわたって実施した低金利政策は、日本のバブルと同様に一般物価水準の上昇をあまり伴わずに、資産市場の拡大を招き、今回の金融危機の原因の一つとなった。

2. 金融工学

今回のアメリカにおけるバブル発生には新たな要因が複数見られた。それらの一つが金融工学の発達である。

不動産価格の高騰に対し、直接金融優位の場合は、政策的な介入が不要と考えられたのは、不動産価格の暴落によって発生する不良債権問題が証券市場とは直接的に関わらないことを根拠としていると考えられる。しかしアメリカ合衆国では金融工学が発達することで、不動産価格も証券と直接関わることになってしまった。サブプライム・ローンの場合、債務者の返済能力が非常に低かったが、にも関わらずこれらのローンはスライスされ証券化された。スライスされたサブプライムローンは優良な債券と抱き合わされた証券化カクテルとなって商品化されていった。（CDOとよばれる証券化商品）結果として、間接金融市場で発生したローンは直接金融市場へと流入していったことになる。（ローンの貸し手はローンを転売することでリスクを負わずにすむ。）それを可能にしたのが、数学を駆使して様々な証券化商品を作り上げるクオンツとよばれる人々の実践した金融工学である。クオンツによって開発された証券化商品は更に格付けされていくが、スタンダード&プアーズやムーディーズといった格付け会社が高評価をつけたCDO

(Collateralized Debt Obligation) に、信用度の低いサブプライム・ローンが組み込まれていることに気づくことは容易ではない。このCDOは大きく売上を伸ばしたが、その後押しをしたのが、金融工学によって開発されたCDS (Credit Default Swap) と呼ばれる債券の保険である。この商品の普及が新しくかつ複雑な証券化商品を安心して購入する動きに拍車をかけ、CDS自体も広く取引されるようになった。しかもそれらの取引がインターネット上で行なわれたことが、全体の把握を不可能にしていった。CDSの販売額は推計で42.6兆ドル (ソロス) 以上とされるが実体を正確に把握することはできない。複雑な商品がこのようにしてクオンツの手によって生み出されていったが、「昔ながらの預金とローンが主体の銀行とは全く異なるビジネスが、収益の柱になっている現状を捉えきれていなかった。今や、銀行以外のさまざまな金融機関が、市場性の資金を積極的に取り入れ、子会社やファンドを利用して手数料を得、利益を追求して投資も行なう。そんなことが常態化した。」(春山) そのようなビジネスがアメリカ国内ばかりでなく、(貸出し需要に応ずる為に証券市場で資金調達をする) 欧州の銀行をも巻き込んでいった。こうして、金融派生商品、ローンの証券化されたものが開発され、それらが技術進歩によりインターネット上で販売され、世界中で取引されるようになった。しかも販売が相対取引によるものであるため、金融当局の規制監督を飛び越えたものになってしまった。金融商品の開発のスピードに規制が追いつかない状態になってしまったことは更なる規制緩和と捉えられる状況を作っていた。こうして、開発された金融商品の複雑さが多大な損失を招くきっかけになったのだが、金融工学の発達とITイノベーションとが組みあわさることによって世界中に証券化商品が出回ることになり、直接金融市場と間接金融市場は共有範囲を広げていった。

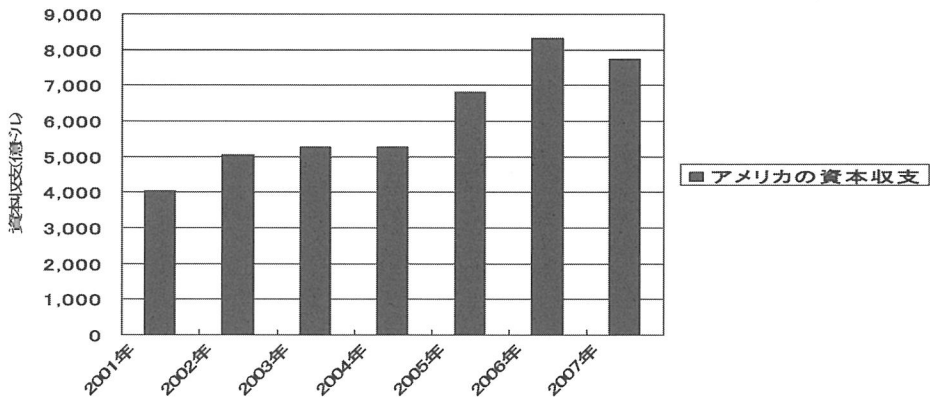
証券化商品の規模は拡大する一方で、その実体が把握されていないという問題が起きた。金融工学の発達によって発生した最大の問題は「情報の不足」であろう。どの金融機関がどのような証券化商品をどれだけ保有し、その損害はいくらか、正確なことを把握することは困難であった。

3. 資金の流入

証券市場は活況を呈した不動産市場と、金融工学によってリンクされたが、では、実際に資金を提供したのは誰なのか。財政赤字と経常収支赤字の双子の赤字を抱えるアメリカ合衆国は、その旺盛な消費欲を資本収支黒字で補っている。すなわち、アメリカに大量に存在した資金は低金利政策によって供給された潤沢な資金ばかりでなく、グローバル化が進む中、アメリカ国内に流入してきた海外からの資金でもある。(図 1-10) 代表的な例が、オイル・マネー、アジア・マネーなどであり、更に年金基金 (2007年、世界で2500兆円)、地方自治体、保険会社、外国銀行、信託機関なども挙げられる。(『マネー資本主義』)

海外からの資金のうちにはジャパンマネーの流入も指摘されている。2003年から2004年にかけて (イラク戦争による戦費の拡大などで) ドル安、円高となり、日本政府は大量の「円売りドル買い」の介入を行なうことになったが、結果として大量に抱え込んだドルを日本政府は米国債購入に充てた。この日本政府による米国への資本流入に続き、セイホ、年金基金、個人マネー

図1-10 アメリカの資本流入（億ドル）



資料：総務省『世界の統計』

（ミセスワタナベと呼ばれる資金）が日本から米国へと流れ込んでいった。（+円キャリートレード、推計1兆ドル）（エモット）

「世界の主要な中央銀行はいま、安全で確かな投資を困難にする莫大な過剰貯蓄が存在する世界を相手にしなければならない、、、この10年、過剰貯蓄のかなりの部分が、国債、とくに、米国債にどっと押し寄せた。その米国債への巨大投資のせいで、長期金利が急落し、それが原因で今度は株価、地価をはじめとする資産価格が急騰した。金融バブルがふくれあがり続けて顕在化してしまったのはそのためである。」（スミック）

これらの資金流入に、更にレバレッジによる他人資本を利用した資金調達も加わった。投資銀行は、証券化商品に使うサブプライムローンなどの債権の購入資金を借り入れを行なって調達した。このレバレッジが過度に拡大していくことでさらに資金流入が高まっていった。

以上が2007年に始まったアメリカ発の金融危機の主たる原因として考えられる。このようにして発生した金融危機は世界中に広まり、金融市場だけに留まらず实体经济部門にまでその影響が及んだ。アメリカ国内では2011年の現在もお失業率は10%近い。このような金融危機の再発を防ぐために何をすべきかを考える時、政策的な枠組みに立ち戻る必要がでてくる。特に原因として挙げた3点のうち、金融工学の発達による新金融商品の開発と、金融市場への資金流入に関しては、それらへの監視を強めるのか自由化するのかという、「規制と自由」の問題を考えなければならない。

第2章 政策枠組みの変化

規制緩和が進み、新しい金融商品の開発や国際間での資金の自由な移動が引き起こした金融危機は、規制強化を検討する方向へと政策の変換をもたらした。規制と安定か、自由と競争か、どのような選択がされなければならないのか。

1. 規制と安定

i. 規制緩和の流れ

1950～1960年代のアメリカでは、一般消費者も安全に金融サービスを受けられるように、金融市場は規制され、保護されていた。1970年代になって初めて規制緩和や廃止が議論されるようになり、立法や制度変更が実質的に行なわれるようになるのは1980年代になってからである。(橋本) それでもアメリカの規制緩和は必ずしも全てにわたるものではなく、金融に関しては自由放任であったわけではない。金融機関に対する規制監督は、かなり厳しいものとなっており(松尾)、必ずしも今日受ける印象のように規制緩和の先駆者「アメリカ」だったわけではない。しかし金融のグローバル化が始まり、アメリカを始めとする各国の金融機関が国際金融市場における競争力の強化を必要とするに至り、レーガン政権時代になると上述のとおり規制緩和が進んでいく。1970年代からすでにオイルグラブ→アメリカの銀行→海外投資(*)という動きが始まり、その為の国際金融市場の自由化がすすめられた。(*)の資金は、資金を渴望していた発展途上国へ貸出しされたが、これらの国々はドルの金利が少しでも上昇すると簡単に金融危機に陥るような状態だった。そこで、債務の返済繰り延べの見返りに新自由主義改革がすすめられ、やがてケインズ主義は一掃され自由市場主義へと移行していった。規制から自由への国際間での変化は国際的な資本移動や構造調整の実施によって可能となった、とすることができる。(ハーヴェイ)

これまでにはリスクを認識した規制強化の動きもあった。1980年代各国で発生した金融危機に対処して規制・監督強化され「1990年代後半に発生した金融危機では、金融システム全体への規制・監督・対応システムも民間サイドのリスク管理も改善されていった」(地主)としている。しかし、1990年代には金融自由化がすすめられた。

ii. 規制必要論

この規制緩和の流れを作ったのは、市場のメカニズムを信頼する新自由主義である。だが金融危機が起きた。市場の自動調整メカニズムによって市場の安定が達成できるはずが、実際には「市場の失敗」や「情報の非対称性」といった問題を抱える。ハーヴェイは、放任し続けることで、不均衡は悪化し、市場の自動調整メカニズムが機能することはないと、新自由主義を批判する。新自由主義が実践されることで、矛盾が生まれ、その矛盾は金融危機と言う荒療治によって初めて認識されるようになると、結局(必然として)起きてしまう金融危機に対処するには新自由主義の理論と決別することが必要である。(ハーヴェイ)

ケインズを始めとして規制の必要性を主張する人々は共通して、金融市場は放っておいても安定するというものではなく、金融秩序の保全という大事な仕事を政府が介入して行なうべきであると考えている。間宮は、金融化、投機化が進むにつれ、「無制限の自由」を制約していた社会制度の力が弱まっていき、経済はマネーゲームと化していく、そして投機が過熱すると、必ずしも実体経済と連動せずに相場は変動するようになる、と考え「貨幣経済の変貌は期待のあり方に変容

をもたらし、それがまた貨幣経済のいつそうの変貌を促している。一国の資本発展が賭博場の活動の副産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない、、経済の「産業」面と「金融」面が次第に遊離し、後者が自律性を強める。「企業」活動と「投機」活動では、両者は次第に分離していき、投機の活動が自律性を強めていく、、生産、投資、雇用といった経済の実物面での活動（産業）がそれに伴わず、不完全雇用や不況というような豊かさの中の貧困という事態が立ち現れる、、貨幣経済のもつおおきなディレンマ、それは貨幣を仲立ちとして市場が広範に組織化されていくと、投機の活動が活発になり、価格が不安定化することによって貨幣の確実性が損なわれていく、ということである。貨幣経済が発達するにつれて貨幣経済は自らの拠って立つ基礎を侵食していくということ、これが貨幣経済の基本的なディレンマである。ケインズは確かに貨幣経済の中にこのようなディレンマを見ていた。」（間宮）この引用にあるように、ケインズは自由放任された経済活動がいずれ過熱した投機活動の膨張へとつながり、実体とかけ離れていくということを危惧し、それによって貨幣そのものの信頼が失われていく、と指摘する。政府の介入なくしては、投機は過熱し、実体経済と分離してしまう。それは富の集中と貧困を生み、価格は不安定になり、貨幣への信頼が損なわれる。制約のない自由な市場には、欠陥があると指摘するのである。ハーヴェイもまた、市場の公平な競争原理を否定し、権力、富は国際間、階級間で不平等に一極集中していくものだともっている。彼も貨幣経済には政府の介入、規制なくして安定は望めない、と考える。

実務家であるソロスも同様に考える一人である。金融市場の動きには法則性を見出すことはできない。金融市場は常に均衡点に収斂するものではなく、両極端を行ったり来たりする。従って金融市場を自由放任にすべきではない、と自由主義に反対する。（ソロス）さらに下村は、株価や地価が経済の実体以上に上昇し、景気をよくしているところがあるが、「信用の輪」でできている経済活動において、土地や株式への投機熱によって信用の毀損が起きると「全体の信用の輪」も崩れると考える。「カネが一人歩きして経済活動を名目的にふくらませているからだ。株高現象もその一つだし土地の急激な高騰もその表れであろう。つまり、こういうものがカネを吸収して、全体の景気を維持しているような面がある、、経済全体は信用の輪でできている。信用でつながっているのである。信用があるからこそ、土地投機とか株式投機が行なわれ、どんどんふくらんでいくのだ。しかし、その信用の輪が大きな部分で崩れるとする。それを避けるのが政府の仕事である。」（下村）それぞれに、実体からかけ離れた資産価値の膨張は貨幣への信頼を損ない、政府の規制なくしてそれはコントロールできないという点で一致している。

2. 自由と競争

上記のように、経済の不安定化、貨幣経済の失敗を防ぐためには、規制の強化が必要であるという主張が多くの人によってされる一方、規制が現実には困難であり、自由化こそが成長には必要とする主張もある。たとえばスミックは、積極的な自由化を擁護し、規制強化に反対する。その根拠は、資金が自由にグローバルなレベルで移動できる時代に一国が規制強化をしても、資金はその国から規制のない国に移ってしまうだけだからだ。

更に、次々開発される金融商品は世界規模で普及するが、一方で政府の認識には時間的ズレがある。しかも資金の流れがグローバル化しているにもかかわらず、それに対し各国の政府レベルで対処していることは問題解決を困難にしている。「国境があつて、内政不干渉であることが近代国家の基本原則であるが、市場勢力は利害が一致すれば誰とでも連携する。競争も厳しい。国家と市場のどちらの側の進歩が早いかは明白である。」(春山)

スミックが恐れるのは、規制強化が起業部門への資金の貸付を鈍らせることである。銀行が「怪しい」ビジネスへの融資に消極的であるとき、資本の自由化によってこそ世界中で起業が促進され、創造性やイノベーションが促進され、そこから富が生まれる。その例としてiPod、グーグル、ユーチューブなどを挙げている。(スミック)

金融市場がグローバル化することで世界は豊かなり、その豊かさが貧しい地域にも広がり、それまで利用され得なかった労働力が見出されるようになった。おかげで、グローバル化の始まった1980年代以来貧困は削減されてきた。自由化は平等の分配を達成できないが、金融のグローバル化と貿易の自由化は共に「金の卵を産むガチョウである」(スミック)と主張する。金融のグローバル化により潤沢な資金が世界中に供給され、その潤沢な資金の利用が活発な研究投資を可能にし、経済成長を高め、結果として貧困層の底上げをする。その流れを絶つべきではない、とする。

自由主義を維持すべきであるとする主張の論旨は、1) 一国内での規制強化はグローバル化された経済社会では、より規制の緩い地域に資金が逃げだすことになり、単独での規制強化が現実的には困難である。2) 政府の対応がグローバル金融のスピードについていけず、問題の認識、対応に時間的ズレが生まれてしまう。3) 資金の流れはグローバル、政策は国家レベルでは矛盾をきたす。4) 規制があると、革新的な産業の育成に資金がまわらない。5) グローバル化、資金の自由な移動が資産部門を成長させ、その潤沢な資金によって実体経済部門の投資が活発に行われるようになる。そして経済成長が促進され、結果的には貧困層を減少させることができる。以上の5つである。

(日本経済新聞の調査によると〈2010年1月3日付朝刊〉、日本で最も求められている経済政策は〈少子化対策以上に〉規制緩和である。経済の活性化にとって、スミックの主張のように、規制緩和が進み、資金の入手が容易になると、創造性の発揮、生産性の向上、技術革新などを可能にし、供給曲線を右側へシフトさせ得る。しかし、スミックが主張するように、果たして、自由化が進められ、経済成長が促進されたとして、このことが、貧困層の底上げを実現するのだろうか。そこでジニ係数を見てみる。世界銀行の算出したジニ係数〔所得分配の不平等度を示す。0から1の間の数値をとり、0に近いほど所得分配は平等に近く、反対に1に近いほど不平等が大きいことを意味する。(白砂)〕を基に世界のジニ係数の平均値を求めた。結果は

ジニ係数	1997年	2006年
	0.41	0.42

参考資料：世界銀行『世界経済・社会統計』

と、わずかの差であるが、所得格差は拡大の傾向を示している。世界全体のGDPの拡大に

よって、たとえ、所得格差が拡大しても、トリックルダウン理論で貧困率は減少したと言えるかもしれない。しかしながら、1) OECDの”Growing Unequal”では「所得格差や貧困者が過去20年の間見られる。その増加は広範にわたり、OECD全加盟国の三分の二にも及ぶ」(OECD：筆者訳)と述べている。また、2) 世界のGDPの拡大に比べ世界の金融資産の拡大スピードの方が速く、世界のGDPの3倍にもなる金融資産の拡大が見られる。このことは、GDPの成長以上の過剰流動性があることを示す。さらには、3) 自由な市場に所得を平等に分配するメカニズムがなく、国内の所得格差、国家間の格差を是正することはできない。自由推進論の幾つかの論点を先ほどまとめたが、1)～3)を考慮すると、その中のひとつである、成長と貧困層の引き上げに関しては自由化の効果は余り大きくはない。

古典派を受け継ぐ自由主義の流れとケインズを受け継ぎ政府の役割を重視する流れが、これまで二つの対立する流れとされてきた。しかし、ミクロ経済学的分析手法、経済成長と研究開発、(従って)市場の失敗の認識や政府介入の必要性など、両サイドの主張の隔たりは縮まり、対立から収斂へと変化している。規制か自由かという問いかけは、ケインズの主張と自由主義の主張の相違を浮き彫りにしているが、現実の世界ではTPP、FTAなど自由な経済活動を促進する動きが活発化し、1980年代以来の自由化の流れが一層進められている一方で、金融市場の規制の必要性が望まれ、具体的に金融市場への監視は強化されている。双方の考え方が収斂する動きの中で政策枠組みに関する両者の相違もまた統合がすすんでいるのではないかと思う。

第3章 補論：レバレッジ

貨幣供給の多くは民間銀行による「信用創造」が占める。民間銀行に持込まれた本源的預金をもとに民間銀行は融資を行なう。貸出金はまず債務者の銀行口座に振り込まれ、派生的預金となって「預金量」を増やす。それが、別の企業への支払いの為に他行にある(支払いを受ける側の)企業の口座に振り込まれた場合、そこで派生的預金を生む。この連鎖が結果的には何倍にもなる派生的預金を創造し、貨幣供給の大きい割合を民間銀行による信用創造が占めることになる。すなわち、銀行が貸付を行うことによって信用貨幣が創造されるのであり、そのような銀行の役割をハーンは「てこ」のようなものと述べている、と鈴木は説明し、財を必要とする手に、財を手放してもよい(一時的あるいは永続的に)とする手から財を移転し、それが「信用創造」という言葉で表される「信用貨幣の創造をとまなう貸付」であるとする(鈴木)貨幣供給の大部分において民間銀行が深く関わり、銀行による信用供与が生産力の増加に貢献もする。しかし「現代の擬制資本市場における投機化現象は、銀行による架空な貨幣資本の創造にもとづいて飛躍的に強化されている、現代の金融の不安定化現象は、信用関係に限定していえば、擬制資本市場の自律的發展として現れる金融肥大化と銀行信用の投機化という2つの契機から構成されているのである。」(『現代金融と信用理論』)とあるように、信用創造が間接金融市場で生じ、投資を拡大させ、経済成長を促進させる一方、投機化をすすめ、金融不安を高める危険もある。そのような利益と危険の両方を信用創造は間接金融市場の中で引き起こすが、直接金融市場に目を向けてみると、直接金融市場での高いレバレッジが今回の金融危機を招く遠因とされている。

レバレッジとは、自己資本に対する他人資本の割合である。『マネー資本主義』はこのように定義されるレバレッジが、サブプライム・ローン問題が起きたときに金融市場で異様に高くなっていったことを指摘している。例えば、自己資本比率が8%であったとする。この場合レバレッジは単純計算すると12倍程になる。自己資本比率が低くなるほど当然のことながら、レバレッジは高くなっていく。『マネー資本主義』では、金融市場での高いレバレッジは銀行借入によって行なわれるとしている。この場合、その数値はすべて貨幣供給に反映されることになる。従って、貨幣供給量に注意することで、先述の通り、信用創造によってもたされる状況の変化を察知することが可能になる。しかし高いレバレッジ、即ち他人資本を利用した資金調達、民間銀行を経ずに行なわれたとするならば、それは、マネーサプライ（マネーストック）に反映されないことになり、直接金融市場の中での信用創造を示すことになる。自己資本比率規制は貸し渋りや貸しはがしの原因となり、景気変動の振幅を大きくする可能性を持つ一方で、預金者を守る役割を果たしている（村井）。その点で銀行の自己資本比率規制の意義が認められるが、上記の事態を想定すると、それは自己資本比率規制の保護の網の目から安全がもれていることになる。

アイスランドが自国の経済規模の数倍にも上るところまで金融資産を膨らませてしまったことや、東欧諸国が、欧州の金融機関や投資家の資金の投入によって、不動産バブルになってしまったことなどの事例で見られるように、古今東西を問わず、金融資産の膨張は経済を不安定化させているが、筆者はそれらの金融不安に直接金融市場における信用膨張が関わっているかを明らかにしたいと思った。自己資本比率に関してはBIS規制が設けられており、「BIS規制による銀行の自己資本規制は金融市場の暴走を予防し、預金者を資産運用リスクから守るバッファであり、、、資本・負債比率を規制することにより銀行が過剰なリスクを取る行動も抑制することができる」（村井）と考えられている。（不況期や一時的な緊急時に信用や流動性を供給するという金融機関の社会的役割に対し、BIS規制は妨げになる、という意見（清水）や「BIS自己資本比率規制には、銀行の信用創造機能の持つ景気変動を増幅させる効果（pro-cyclicality）を助長している面がある。」（太田）といった意見もある。）しかし、BIS規制はあくまで銀行の自己資本比率に注目しているため、筆者が疑問に思う「直接金融市場の中でおきる信用膨張」に関してはBIS規制の影響力は及ばない。

清水は、「世界的に銀行・資本・保険・不動産などの市場は全て統合された単一市場といえる程に大きく変化してきた。言い換えれば、銀行の自己資本規制を回避する多様な手段が利用できる市場に変化してきたのである、、、統合され複雑に絡み合った広義金融市場において、銀行の自己資本のみを規制するBIS規制は日進月歩の金融技術進歩によって完全に陳腐化していた。」（清水）と指摘する。自己資本規制回避の為に金融市場が間接、直接金融という分類を超え一つの市場となっていることを認識する必要がでてきていると思われる。

このような疑問点を念頭において、レバレッジについて検討してみる。投資銀行などに高いレバレッジを与える他人資本のうち、仮に、銀行からの借り入れではない部分が大きいとしたら、自己資本の何十倍となる他人資本が銀行を経由しないで直接金融市場に流入し、従来の形での信用創造を経ず、貨幣供給量に反映されず、資金が直接金融市場に流入することを示す。それは直

接金融市場の中での信用膨張を意味している。その点を明らかにするために、金融危機発生当時上位にあったアメリカの投資銀行であったゴールドマンサックス社と破綻したリーマンブラザーズの当時の貸借対照表から以下の計算を試みた。(両社の負債部門のデータは最後に添付した。)

2007年	リーマンブラザーズ	ゴールドマンサックス
負債合計／自己資本 ⁽¹⁾	29	100
銀行借入れ／自己資本 ⁽²⁾	9	8
銀行以外からの営業負債／自己資本 ⁽³⁾	19	88

これらの数値から、銀行以外の資金が直接金融市場に多く存在することを示している。「今回の危機は既に単一市場となっている広義金融市場の中で、規制体系だけが銀行と証券に別れていたことが一因である。過大なレバレッジを防止するため、結局、銀行と証券は同一の規制体系の下に置かれることになるであろう。」(清水)と指摘するとおりである。従って、現行のBIS規制だけではなく、直接金融市場に対する信用膨張を同時に注意する必要があると思われる。

注

- (1) 他人資本、自己資本としてのレバレッジを単純計算したもので、会計学の計算方法による財務レバレッジとは異なる。
- (2) short-term borrowings, secured borrowings 及び long-term borrowings を銀行等金融機関からの借入として計算した。
- (3) financial instruments and other inventory positions sold but not yet purchased, securities sold under agreements to repurchased, securities loaned, payables, financial instruments sold, but not yet purchased, at fair value を計上した。

参考文献

- Duffie, D., Singleton, K.J. (2003). *Credit risk: Pricing, measurement and management*. Princeton University Press. (本多俊毅・上村昌司訳 (2009年) 『クレジットリスク-評価・計測・管理』 共立出版株式会社。)
- Emmott, B. (2008) 『世界潮流の読み方』 PHP新書
- Goldman Sachs. *Annual Report 2007*. (インターネットよりダウンロード)
- 春山昇華 (2007) 『サブプライム問題とは何か』 宝島社
- Harvey, D. (2005). *A brief history of neoliberalism*. Oxford Univ. Press. (渡辺治訳 『新自由主義』 作品社)
- 橋本寿朗・中川淳司 (2000) 『規制緩和の政治経済学』 有斐閣
- Hayaek, F.A. (1933). *Monetary theory and the trade cycle*. London: Jonathan Cape. (古賀勝次郎/谷口洋志・佐野晋一・嶋中雄二・川俣雅弘訳 (2008) 『貨幣理論と景気循環 価格と生産』 春秋社)
- 林文夫 (2007) 『金融の機能不全』 類草書房
- Hennie van Greuning. (2001) *Analyzing and managing banking risk: A framework for assessing corporate governance and financial risk*. (『総説 銀行リスク分析—BIS規制と銀行経営』 銀行研究会誌 シュプリング・フェアラク東京株式会社)
- 地主敏樹 (2006) 『アメリカの金融危機』 東洋経済新報社
- Kay, J. (2004), *Culture and prosperity*. London: Artellus Ltd. (佐和隆光監訳・佐々木勉訳 『市場の真実』 中央経済社)

- 「金融ジャーナル」平成20年12月号 金融ジャーナル社
- Lehman Brothers. *Annual Report 2007*. (インターネットよりダウンロード)
- 間宮陽介 (2006) 『ケインズとハイエク〈自由〉の変容』筑摩書房
- Mankiw G. (2004). *Principles of economics*. (3rd ed). South-Western. (足立英之・石川城太・小川英治・地主敏樹・中馬宏之・柳川隆訳『マンキュー経済学』東洋経済)
- 松尾直彦 (1996) 『アメリカ金融制度の新潮流』金融財政事情研究会
- みずほ総合研究所 (2007) 『サブプライム金融危機』日本経済新聞出版社
- 村井睦男 (2004) 『金融変貌と銀行の未来』大学教育出版
- NHK取材班 (2009) 『マネー資本主義』NHK出版
- OECD. (2009). *Growing unequal*. Paris: OECD.
- 小川一夫 (2002) 『政策危機の国際比較』日本評論社
- 太田努 (2006) 『金融改革と信用秩序』松本大学出版会
- 斉藤清一郎 (1986) 『サブライサイド・エコノミックス』日本経済新聞社
- 世界銀行 (1998) 『世界経済・社会統計』株風舎
- 世界銀行 (2007) 『世界経済・社会統計』株風舎
- 下村治 (2009) 『日本は悪くない』文芸春秋
- 白砂堤津耶 (2007) 『初歩からの計量経済学』〔第2版〕日本評論社
- 信用理論研究会 (2006) 『現代金融と信用理論』大月書店
- Smick, D. (2008). *The world is curved*. Penguin. (田村源二訳 (2009) 『世界はカーブ化している』徳間書店)
- 総務省 (2007) 『世界の統計』総務省統計局
- Soros, G. (2008). *The new paradigm for financial markets*. Cambridge: Perseus Books, Inc. (徳川家広訳『ソロスは警告する』講談社)
- Stiglitz, J.E. and Walsh, C.E. (1993). *Economics*. (3rd ed). : W. W. Norton Co. (藪下史郎訳『スティグリッツマクロ経済学〔第3版〕』2007、東洋経済新報社)
- 鈴木芳徳 (2004) 『金融・証券論の研究』白桃書房
- 山口重克 (2004) 『市場経済』名古屋大学出版会
- 湯野勉 (1996) 『金融リスク管理と銀行監督政策—金融システムの安定のために』有斐閣

添付資料：リーマンブラザーズとゴールドマンサックス社の貸借対照表の負債及び資産部門

Lehman Brothers 2007

Liabilities and stockholders' equity

	2007
Short-term borrowings and current portion	(In millions)
of long-term borrowings	\$ 28,066
Financial instruments and other inventory positions sold	
but not yet purchased	149,617
Collateralized financings:	
Securities sold under agreements to repurchase	181,732
Securities loaned	53,307
Other secured borrowings	22,992
Payables:	
Brokers, dealers and clearing organizations	3,101
Customers	61,206
Accrued liabilities and other payables	16,039
Deposit liabilities at banks	29,363
Long-term borrowings	123,150
<u>Total liabilities</u>	<u>668,573</u>
<u>Stockholders' equity</u>	
Preferred stock	1,095
Common stock, \$0.10 par value:	61
Additional paid-in capital	9,733
Accumulated other comprehensive loss, net of tax	(310)
Retained earnings	19,698
Other stockholders' equity, net	(2,263)
Common stock in treasury, at cost	(5,524)
<u>Total common stockholders' equity</u>	<u>21,395</u>
<u>Total stockholders' equity</u>	<u>23,490</u>
Total liabilities and stockholders' equity	\$ 691,063

Goldman Sachs & Co. and subsidiaries 2007

Liabilities and partners' capital

	2007
	(In millions)
Unsecured short-term borrowings	
including the current portion of unsecured long-term borrowings	\$ 20,798
Payables to brokers, dealers and clearing organizations	20,015
Payables to customers and counterparties	179,894
Collateralized financings:	
Securities loaned	154,516
Financial instruments sold under agreements	
to repurchase, at fair value	118,314
Other secured financings	27,727
Financial instruments sold, but not yet purchased,	
at fair value	75,567
Other liabilities and accrued expenses	9,982
Unsecured long-term borrowings	1,560
	<hr/> 608,361
Commitments, contingencies and guarantees	
Subordinated borrowings	18,250
Partners' capital	
Partners' capital	6,194
Accumulated other comprehensive income	54
Total partners' capital	<hr/> 6,248
Total liabilities and partners' capital	<hr/> \$ 632,859 <hr/>