

## サブプライムローン問題 発生後の金融・資本市場



菅野 雅明氏



齊藤 誠氏



長谷川 克之氏



籠宮 信雄氏

サブプライムローン問題は、今後の世界経済を見通していく上での最大のリスクになっています。その背景には、住宅ローンの証券化などの新しい金融技術の発展や世界的に潤沢な資金供給といった金融・資本市場における大きな変化がありました。今回の座談会では、サブプライム住宅ローン問題に端を発した今般の金融・資本市場の大きな動揺について、その背景や世界経済への影響、求められる政策対応などについて有識者の先生方に様々な視点からご議論いただきました。

(本座談会は平成20年3月4日に開催されました。)

【出席者】

菅野雅明氏(JPモルガン証券株式会社経済・債権調査部長、マネージングディレクター、チーフエコノミスト)

齊藤 誠氏(一橋大学大学院経済学研究科教授)

長谷川克之氏(みずほ総合研究所金融調査部主席研究員(現・市場調査部長))

籠宮信雄氏(内閣府政策統括官(経済財政分析担当)付参事官(海外担当))(司会)

### 1. サブプライムローン問題の 背景と金融・資本市場の見通し

籠宮(司会) サブプライムローン問題は、今後の世界経済を見通していく上での最大のリスクになっています。その背景には、金融・資本市場の大きな構造変化があったかと思いますが、最初に、サブプライム住宅ローン問題に端を発した今回の金融・資本市場の大きな動揺についてその背景と見通し、あるいは、世界経済への影響などについてお伺いしたいと思います。

菅野 サブプライム住宅ローン問題は、マーケットでは2006年の終わり頃に既に話題に上っていたテーマです。ただ、その時点では住宅市場の問題としてとらえられ、こうしたローンが増えてくると最終的には返済が滞って住宅市場の需給に影響が出るのではないかとという観点から取り上げられていました。

状況が変わってきたのが去年の7月後半頃から、金融市場の問題に発展してきました。サブプライム住宅ローンを証券化した金融商品がマーケットで値崩れを起こし始めたのです。さらに値崩れは証券化商品全般に及んだため、これらを組み入れたファンドの解約が相次ぎ、それに耐えられなくなったファンドが解約停止措置をするに及んで8月上旬にかけて一瞬に金融市場にショックが広がりました。

その後、昨年末頃から、モノライン問題という形で、証券化商品だけでなく、アメリカの地方債を含む債券市場全体でのクレーヒリティー低下というまでに問題が発展していきました。

さらに、私は第4段階と位置付けていますが、この3月からカウンターパーティリスクという形で取引相手の信

用リスクがマーケットでとりざたされるようになりました。その経緯は、金融商品の価格がどんどん下落して、その結果ファンド等を含む金融機関の広義の自己資本不足が市場参加者の中で意識されるようになったということです。このようにして、単にサブプライム住宅ローン問題という当初の問題から金融システムの安定性という問題にまで広がってきているというのが現状かと思えます。

このような形で問題が拡大してきた背景としては、過去何度も繰り返してきたバブルの前壊という現象が今回も見られました。1つは住宅バブルの前壊ですが、それ以上に重要なのは信用バブルの前壊です。昨年7月以降はこの2つのバブル前壊が同時に米経済を襲ったのです。バブル発生背景としては、過去のバブルにもあったように長期間続いた金融緩和があります。しかも今回は金融緩和だけでなく、金融引き締め時にも非常に透明性の高い金融政策を行った結果、金融市場のボラティリティが低下し、それを見た市場参加者が過大なリスク、とくに過大な信用リスクをとってしまったのだと思います。この間、サブプライム住宅ローンにあるように金融機関の貸出規律が緩み、それから当局の金融機関監督体制も十分ではなかったということが事後的に分りましたが、これもバブルでは毎回見られる現象です。そういう意味で普遍的な現象が今回もバブルの前壊で見られたと思います。

今回の特徴的な現象としては、まず証券化という1つの金融商品が媒介となってバブルが発生したことがあります。しかも、国際化により金融商品の保有者が世界中に分散されていて、影響が一挙に世界の金融市場に広まりました。

私は、証券化を通じる信用膨張というの何であったのかという点が今もう一度問い直されるべきだと思います。証券化は非常に便利な商品で、銀行は一定の自己資本のもとで貸出債権を自分のバランスシートからオフバランス化し、それをさらに売却して転々とする中で銀行としては自己資本を節約できます。そればかりでなく、売却するときに手数料収入が得られるので、一石二鳥の金融手法ということで急速に広まったわけです。

ただ、個別金融機関としては自己資本を節約できても、金融システム全体として見ると、過小な自己資本のうえに過大な負債が積みあがっていったわけです。ある一定の資本のもとに、レバレッジが急拡大し、金融システム全体のバランスシートが急拡大した形になったわけで、これが実は今回の一番大きな問題なのだと私は理解しております。すなわちサブプライム住宅ローンというのは単なるきっかけ



菅野 氏

けて、後から見て一番問題だったのは金融システム全体としては大掛かりな過小資本が発生してしまったということです。それが証券化、デリバティブを用いたオフバランス化、国際化を通じ非常に分かりづらい形で世界中に広まり、今まさにその巻き戻しが起きているのです。

今起きていることは、いわゆるディレバレッジという形で資本とそれ以外の外部負債との比率をもう一度見直そうということです。ディレバレッジの過程でOTCで扱っている金融資産が値下がりしているためにそれを売却せざるを得なくなり、売却すれば当然価格がまた下がり、そしてさらに売却せざるを得なくなるという悪循環が始まっています。

金融市場の動揺がどの程度続くかは、どこまでディレバレッジが進むか、自己資本かどのような形で注入されるか、に依存します。足下ではFEDの流動性追加策もあり、市場は小康状態ですが、私の印象ではまだまだ混乱は尾を引くと思います。もちろん今後の実体経済の動向や当局の対応によっていろいろな答えが出てくると思いますが、むしろ懸念されるのは、今後、金融市場の混乱がどの程度実体経済に影響を及ぼすのか、そして実体経済がまたさらに金融市場の混乱に拍車をかけるのかです。そこで重要になってくるのが商業銀行の役割だと思います。

実は信用が収縮しているのかどうかというのは難しい議論だと思います。新聞では信用収縮あるいはクレジット・クランチという言葉がよく使われますが、事態に即して申し上げると銀行のバランスシートはかなりのペースで拡大しています。実際、FEDの統計が3月の中旬まで発表になっていますが、アメリカの銀行のバランスシートはその段階でもまだ年率2桁のペースで拡大しています。つまり、

銀行のバランスシート縮小という意味の信用収縮は起きていません。よく日本の90年代と比較されますが、あのときはいわゆる貸しはかしの形で銀行がバランスシートを縮小させる動きがありました。しかし、今のアメリカではそれは起きていません。確かに証券化商品や対取引の市場が急速に収縮しているというのは事実ですが、狭義の意味の信用収縮は現状では起きていないと私は理解しております。

ただ、今後、これがさらに続くかどうかはまだよくわかりません。すなわち銀行貸出に対する需要が非常に増えてきているのも事実ですが、銀行も今後、貸し回れが増えてきたりすると自己資本が棄損し、自己資本比率の問題から、日本の90年代に見られたような「貸したくても貸せない」という状況が出てくる恐れはあります。そうなるとまさに実体経済との悪循環が出るかもしれません。

今後考えられる2つのリスクを申し上げますと、1つは貸し出しの縮小により実体経済に悪影響を与えるということです。2番目のリスクは、金融混乱が地理的に広がってしまうこと。例えば、欧州に金融市場の混乱がさらに広がるといふリスクもあります。そうなると、またアメリカにバックファイアして、アメリカの金融市場の混乱が拡大してしまうというリスクもありますので、まだしばらくこの問題は要注意だろうと思います。

齊藤 議論の視点として、本質的な原因と、その原因に起因して非常に広範囲に及んでいる影響と、この2つの議論は分けて考えた方がいいと思います。1つは本質的な原因を明らかにするということです。もう1つは、実際に問題が進行して経済的な動揺が起き、ひいてはマクロ経済の運行にも影響を与えるようなことも起きていますから、その波及がどういう範囲で起きるのか、あるいは——本質的な原因を司命的に取り除くわけにはいきませんから——どこまで資産価格の下落を許すのか、それを前止にできるだけ混乱を限定していくにはどうすればよいか、といったことです。この本質的な原因と波及への対応という2者は分けて考えなければならぬと思います。

本質的な原因は、証券化そのものの仕組みというよりも、証券化の前のローンをオリジネーションするところで明らかに劣悪なローンが生まれていったことが、そのリスクをとる人たちに必ずしもきっちり伝わっておらず、リスクを無視した投機の対象になってしまったということです。

ローンのオリジネーションに関して非常に規律が低かったということは、多分出発の出発であったと思います。

ここで一つ指摘しておきたいことは、今回は証券化を通じて混乱がグローバルマーケットにまで波及していったのですが、リスクを転移するようなメカニズムを働かせた場合、通常はまったく逆のことが起きるのです。というのは、例えば、保険の再保険市場の場合、保険、再保険、再々保険とリスクを転がしていきませんが、再保険契約を結んだときに、一人のプレーヤーでそのリスクを全部背負うことはできないので、一回一回引き受けたときに自分でリテインするリスクに対してはその保険会社が資本を充てます。その次に転移した先でもやはり自分でリテインするところに資本を充てます。これを繰り返すことによって、元受け保険で生じたリスクを、広く薄く負担するような仕組みです。本来、証券化もリスクの転移措置なので、それぞれの投資家が自己資本でクッションがある範囲でリスクを負担する、もしくは再証券化、再々証券化することによって起きていれば全然問題なかったはずですが、しかし、実際に起きたことは、オリジネーションで発生したリスクに対して資本が過少な状態のままリスクがずっと転がっていったということです。それでリスクが顕在化したときに受け取る資本がどこにもなかった、それが欧州のマーケットに行ったり一部日本のマーケットに来たりということです。本来だったら資本に応じてマーケットからリスクを引き受けたいはずなのに、なぜ結果としてごく少ない資本で大きなリスクを引き受けざるを得なくなったかということが考えなければいけない点だと思います。

私も細かくは存じ上げませんが、いろいろな意味で規律の低下、特ニリスク評価に対しての規律の低下があったり、あるいはその裏返しですが、いろいろな要因から投機的な行為を助長するような金融環境があったりということにどこまで問題を大きくしたかと思っています。証券化一般では本来は逆のことが起きるはずだったのに、それがうまく機能せず、結果としては大きなリスクを過少な資本で引き受けざるを得なくなったことに関しては、ステップを踏んでしっかり原因や経緯を調査し、もし慣行を超えてイリーガルな側面があったとしたら、それに関しては、今後のマーケットの発展のために、きっちり措置をしていくべきだと思います。

菅野 私も基本的には齊藤さんと同感するところが多々あります。いろいろ規律の弛緩があったことは間違いなく、なかには、法律に抵触すればいいものもあったこともまた



齊藤 氏

事実だと思えます

第2には、マクロ的な超緩和の金融政策が長く続き、過剰に緩和的な金融政策が非常に透明性の高い金融政策を行ったことで、結果として人々が過大なリスクをテークするようになってしまったということが——慈悲は別として——あったと思います。

第3として、格付け機関の役割が指摘できます。証券化の過程で投資家がトリプルAだから買うという話がありましたが、格付け機関から見たら過去のトラックレコードにデフォルトは少ないので確かにトリプルAの格付けだったわけです。実は、証券化商品の歴史が浅いゆえに、投資家を含め判断を誤った面があるのだと思います。結果として見るとリスクの高い金融商品がトリプルAと評価されてしまった。これが格付け機関の責任かと言われると、非常に難しいところがあります。一部には格付け機関がビジネスをとるために甘めに格付けしたということがあったかもしれないですが、ただ、その部分を割り引いて考えても、それがなければこの問題が起きなかったかという、必ずしもそうではなかっただろうと思います。今まで起きたことかないことが起きたときのリスクの判断が非常に難しいということが結果としてわかってきたのですが、一方で格付けに対する不信感が広がってきてしまったということです。

ですから今起きていることは、カウンターパーティに対する不信や格付け機関に対する不信で、残念ながら現状は不信がマーケットをどんどん置いてく始めてきています。金融市場は基本的には信頼関係で成り立つわけですが、そこになんかひびが入ってきてしまった、これはどう対応するかというのが、今、問われている問題です。

長谷川 基本的には齊藤さんのおっしゃるとおりだと思いますが、私はサブプライムというものが必要以上に罪

「見直し取引 (Over The Counter)略」。

悪視されているのではと思っています。もちろんオリジネーションのところで詐欺的な行為もたくさんあったのでしようし、意図せざる形でローンを組まれたという個人もたくさんいるのだと思います。しかし一方で、サブプライムローンがあったおかげで夢のマイホームを取得することができた人が、とりわけ所得の低い移民層を中心にたくさんいるはず。また、例えば、サブプライムの延滞率が20%弱ですと言っても8割の人は引き続きサブプライムローンをちゃんと返しているわけで、サブプライムそのものかまげないということではないと思います。

もちろん借り入れの中には「どうせ住宅価格が上がるだろうからそこで販売すればいいや」という甘い意識のもとで借りた人もいますし、貸し手にも当然問題があるわけですが、借り手だけかまげないということでもないし、貸し手だけかまげないということでもないと思います。

また、金融機関でも確かにリスクに対する規律の弛緩があったことは否定しませんが、基本的にはそういったものを業としてやるわけで、証券化によって、伝統的な住宅ローンでは充足できない信用力の借入ニーズを、少しでも高いリターンを得たいという投資家の運用ニーズに満たすという側面もあったと思います。また、格付け機関についても、格付け機関が全く問題がなかったと言うつもりはありませんが、基本的にはプロの投資家か中心ですから、自己責任を負うというの原則です。言ってみれば、借り入れた人、貸し手、業者の複合的な問題なのではないかと個人的には整理している次第です。

齊藤さんのおっしゃったとおり保険の場合には再保険、再々保険によって順当にリスクが移転されるはずなのに、何で今回その移転のプロセスがうまくいかなかったかという、1つには、近年金融技術が急速に発達してきた中で、ブレンパニラの証券化というものとどまらず、それがCDOなりCDOのCDOなり、極めて複雑な形で商品設計がされるに至ったことでリスクの所在がわからなくなってしまうことが大きく作用していると思います。

また、そのリスクの移転ということでは、このサブプライムローンの証券化の際にも活用されるクレジット・デリバティブは今、約45兆ドルの残高があると思いますが、市場の拡大が近年あまりにも急速であって、事務すら必ずしも追いついていないという側面があります。仮に今どこか大手の金融機関が破綻したときに、リスクを買った人、

リスクを売った人の中で正確な決済が行われる保証はありません。ディールが先行して市場のインフラ面がついていない、有事の発生による実際の信用リスクの移転が未だテストされていないという問題もあると思います。そういった市場の拡大がややびつな形で進んでいて、十分な市場のインフラが整備されていないことにリスクの移転がうまくいっていないことの1因があると思います。

それから、齊藤さんの整理はすごくわかりやすく、個人的には全く同意しますが、あえて申し上げるとすれば、トランスベラントな金融政策が流動性の拡大をもたらした側面があるのと同様に、恐らくFRBの金融引き締めが超過したのだらうと思います。また問題が勃発した昨年の春先以降、8月のFRBの最初の利下げも、もしかしたら超過したかもしれないし、その後の利下げも相当ビハインド・ザ・カーブ的なところがあって、それはアメリカのFRBの当局のトップが代わったことに伴う政策的な対応の後手もあったと思います。

ただ、ここに来てこれだけ問題が広がる中で、今のFRBの対応は個人的には極めて的を射ていると思います。流動性対策、それから金融システム維持のためのソルベンシー対策という両方において相当アクセルを踏み込んでやってきていると思います。

齊藤 2点だけいいですか。まず、オリジネーションについて、私は現場のことを知らないので見当違いなことを言っているかもしれないのですが、サブプライムが安全なローンと認識されたのは、確かに貸し出している先はもしかすると貸し倒れ率がある程度高いけれど、住宅価格は非常に堅調だったので、回収率が100%だったら基本的に信用リスクは非常に低く考えてもいいし、過去実際にそうだったという側面があったと思います。しかし、住宅価格は個人の貸し倒れの動向だけではなく、経済全体のリスクを反映しますから、実は住宅価格がもしかしたら下がるかもしれない、上がるかもしれないというリスク部分に関しては、あまり適切なジャッジをしなかったのではないかと考えています。

実際に私も調べたのですが、サブプライムで買われた住宅は比較的良質で、今、競売にかけられると非常に人気があるのです。ですから、そこはまだ救いのある点で、日本のバブルのように、だれも行かないゴルフ場がなくなってきたとかということではなくて、社会的に有用な資本

として考えた場合には良質な住宅ができたという面はよかったのです。ただその価格付けとか貸し手の評価とかに関してマーケットがうまく評価しなかった面があったと思います。

次に、格付けについてですが、原則投資家責任というのは私もそのとおりだと思います。トリプルAであっても、もし利回りが高ければ、それは利回りが低いものに比べて何らかのリスクがあるというふうを考えるのが当然です。そういう意味では投資家の自己責任は当然ありますし、一既に格付け機関の責任とは私も思いません。ただ、金融技術の進展とグローバル化でプレーヤー(参加者)がすごく増えたということはあると思います。再保険市場があまり変なことになるのはプロ同士ですので、そういうリスクの評価に関して主体的にジャッジできる人だけがプレーヤーだからです。しかし、プレーヤーが広がると、特に機関投資家が入ってきてしまうと、彼らはあまり原資産のことは知らないわけです。そうすると彼らにとっては格付けが非常に重要な情報になってきます。この問題が起きる前から社債以外の証券化商品やストラクチャード物の格付けでは、たとえ同じトリプルA同士であっても利回りの差がすごくありました。ということは、そういう市場で長らく投資してきた人はトリプルAでも信用リスクが低いものもあれば高いものもあるということをマーケットの1つの事実として受け入れていて、その限りにおいては、あまり問題はありませんでした。しかし、そういう狭い「金融村」のコードが通じていない人たちがこの金融技術の進展の中に入ってきたり、よその国の事情をあまり知らない人たちが入ってきたことで、よりどころが格付けしなくなってしまっ、本当のリスクを無視したようなことが起きた面はあると思います。そういう意味でいくと制度や仕組みの整備はあらかじめ考えていかないとイケないかと思えます。

長谷川 齊藤さんのおっしゃるとおりサブプライムローンで良質な住宅が資産として残っているというのはすごく大切なポイントだと思います。私は個人的にはアメリカというのほうはやまいようなところもあって、信用力が劣っていても、そういったローンを組んで、そして良質な資産を残すことができる国なのです。そもそも日本だったら信用力が低い人はローンすら組みにくいので、「サブプライムローン=悪」ということでは必ずしもないという気がします。

日本でも伝統的な貸し手取り組まなかったような信用

力の組織に対して積極的にそういったローンを提供しようという動きが外資系も含めて金融機関の間で特長的には出てくると思います。信用力に見合ったリスクをテークする、リスクに応じた金利を払って調達を行うという借り手、貸し手の関係そのものが否定されるべきではないと思えます。

齊藤 実体経済との関係について一言言わせていただきたいです。

金融市場はシステミック・リスクが顕現化する直前まで行って、一時かなり危険な状態になりました。しかし、一方で実体経済面を見ると、世界景気は減速していますし、私はアメリカは景気後退に入ったと思っていますが、ただそれも今のところは極めてマイルドな景気後退で、センチメントは悪いのですが、実際のアクティビティ(経済活動)を示すデータはそこまで悪くはないと思います。ここをどう見るかは非常に重要なポイントで、1つの見方は「これからもっと悪くなる」という解釈です。実は金融市場が先を予測していて、これからアメリカも失業率が上がり、労働市場が悪化していくという見方があるのは事実です。

ただ、もう1つ忘れてはならないことは、先進国を中心とする金融市場が混沌に陥っている一方で、2月のデータまでの範囲ですが、中国及び資源輸出国を中心とするエマージング諸国の経済は、米国への輸出減少にも拘らず意外としっかりしています。こうしたエマージング経済の動向も世界全体の経済の景観を考える場合には重要なポイントになっていくと思います。

金融市場の混乱の実体経済に対する影響は、今後とも引き続きしっかり見ていかなければいけないわけですが、日本の90年代との比較で見ますと、金融市場がこれだけ混沌をしていると、それだけで実体経済が悪くなるかのようなイメージをお持ちの方が多く、ようです。この懸念などの程度顕現化するかについては、引き続き経済指標を丹念にチェックしていく必要があると私は思っています。

## 2. 求められる政策対応について

齊藤 齊藤さんと長谷川さんの話を自分なりに咀嚼してみると、住宅市場で問題が起きたことは仕方ないことで、それにより実体資本の価値の縮小はある程度起きてしまう。しかしその範囲だけが実体経済に影響を受けるくらいであれば、米国の経済も含めてそれほど深刻な影響が及ぶとは

① 債務担保証券 (Collateralized Debt Obligation)



宮宮氏

考えにくい。一方で、金融システムはかなりぐらついでいて、特に信用リスクを取引する市場が、原資産の方もデリバティブの方も、なかなかうまく値付けがつかっていない。その市場の機能が回復しないと、実体経済の影響が、単に住宅市場の悪影響だけにとどまらなくなり、もう少し深刻な影響になってしまうかもしれない。ちょうど今、そのクリティカルな時期にあるのではないかと考えています。

そうすると、今、政策がやるべきことは何かということも見えてくると思います。通常、金融政策が何の不足に対して手当てするかというと、キャッシュです。要するに金利を下げたお金を借りやすくします。しかし、そういう意味での不足は実はあまり起きていません。先ほど菅野さんからも金融機関のバランスシートが縮小しているわけではないというお話がありました。キャッシュに関して絶対的な不足が市場の中に起きているようにも思いません。一方で低迷する信用リスクマーケットの裏側ではコモディティが窮乏しているわけです。ということは、ここで急に金融緩和政策をやると、安い金利で借りたお金をそういうコモディティの方へ流すような投機行為が起きてくるように思います。

キャッシュと似ている面もあるのですが、本当に不足しているのはリキディティ（流動性）です。リキディティというものを現象面から見ると、金融資産の売買に関して売り手はたくさんいるのに買い手が出てこない。その結果、ファンクメンタルの価値を下回って値付けされてしまう。もしくは深刻なケースでは値がつかない。ということが、信用リスクマーケットで広範に起きています。その動きを反映してクレジット・デリバティブの価値もついていて、さらに、信用リスクマーケットの商品の市場価値を評価するときに、その値がつかないに陥らしたもので評価す

るから、今の時点では銀行の資本が極度に不足しているような状態になりかねない状態です。そのため、クレジット・マーケットのリキディティを回復させて適正な価値に戻していくための政策が必要になってくると思います。

リキディティの不足への具体的な対応は、金利を下げてキャッシュを出すということではありません。市場でのリキディティの不足の裏側には良質な担保の不足があるのです。その担保を補うような政策というのか、今、FEDが非常に一生懸命やっていることです。例えば、FEDが貸し出すときに今までよりは広範な担保範囲でお金を出ししょうとか、少し前にやり始めたように金融機関が持っているクレジット・リスクを含む金融資産とFEDが持っているトレジャリー・ビルを交換して、クオリティの高い資産を一時的に——ずつと交換するわけではなくて、また買い戻しますけれども——提供しようということ。もしくは、法的に清算をしてしまうとクレジット・リスクを含む金融資産の売りが出て、例えば、ベア・スターズがそうだと思うのですが、値崩れが起きてしまうといけないので、その受け皿になるようなところにお金を出していか、という政策です。もちろんFEDもそういうことの裏返しとして信用リスクをある程度とっていることは間違いありません。しかし、そういうことで信用リスクのマーケットの値段を本来の価値に戻して、特に良質なクレジットに関して、今のような過度なディスカウントが起きないようにマーケットに戻すことが、多分、今やられていることだと思っています。

そのことをきっちりしないと、もう1つ踏み込んだ政策として公的資本を投下するという話になったときに、どこにどれだけ投下すべきかという話に見当がつかなくなると思います。マーケットの方で底値をきっちり見つけてやって、それがある程度ファンクメンタルの裏付けがある水準であることを確認して、そのプライシングで資産の価値を算出する。多分、それでも資本が不足する金融機関は出てくると思いますが、そこに関しては預金保険やさらに公的資金を含めいろいろな手当てをすることもあろうのだと思います。

まとめると、今は信用リスクのマーケットを、原資産の方もデリバティブの方も、できるだけ建て直すということに政策を全力投球すべきです。そこである程度沈静化できれば、それでも資本が不足している金融機関に関しては資本の注入というようなことも考えられます。しかし、マーケットが、とにかくこれ以上は価格が下がらない。これは

ファンクメンタルだという底値を合理的な水準で発見できないことにはどうしようもありません。もし底値を発見しないままに中途半端な形で公的資本を入れていくと、逐次投入でやっていかざるを得なくなってしまいます。ですから、今やるべきことは、全力投球で信用リスクマーケットを建て直すことだと思っています。

もちろんそれでも中央銀行ができることに限りはあります。そこまで中央銀行はやるべきかという議論は常にあると思います。ベア・スターズの話でもそうした議論が出てきました。しかし、その辺はこういう事態になってしまったことに関して、金融緩和環境が本質的な原因の1つになっていたことを考えると、やはりある程度はFEDが責任をとって果敢にやっていくべきではないかと思えます。

菅野 FEDの使命は3つあります。1つは雇用の確保、第2は物価の安定、そして3番目に金融システムの安定化・金融秩序の維持がある。一方FEDにできるのは何かというと、基本的に金利の上下だけであり、あとはFEDのバランスシートの資産サイドの構成を変えることによって、今齊藤さんがおっしゃられた良質な担保、具体的に言うと米国債を提供するということができます。では、その2つの組み合わせだけで、今申し上げた3つの使命が同時に達成できるかということ、かなり難しいわけ、その中の優先順位をどのようにつけるかということでも今FEDの説明責任が問われているのだらうと思います。

そこで、FEDが十分にマーケットへの説明ができていくかということ、やや疑問のところがあろうし、またFEDの中でもかなり意見の対立が実は見られます。確かに信用秩序を建て直すのが急務であることは間違いなく話だと思いますが、では、どの程度やればどの程度効果があるといういはよく開き形はたれもよくわかりません。それなら、思い切って金利を下げてしまえばいいかということ、先ほど齊藤さんがまさにおっしゃったように流動性を供給すると実は商品価格だけが上がって、それが将来のインフレ懸念になってしまうかもしれないという副作用もあるのでFEDはかなり慎重です。ただ、バーナンキ議長のやられたことは、過去の金融政策に比べればかなりラジカルな利下げです。私の理解するところでは、多分、テーラー・ルールが示す以上の利下げをやってきたという意味では果敢な利下げだと思います。ただ市場の期待と比べると、先ほど長谷川さんがおっしゃったように、まさにビハインド・ザ・カーブの金融政策になって、ここで見るに遅過ぎたという結論になる



長谷川氏

かと思っています。その背景には、市場がこの何年間かの間に非常に進化を遂げてきていると思います。進化という意味は、市場がどんどん先を読んで市場価格を形成し始めているということです。それは先物の市場価格とか金利にあらわれているわけですが、それに比べるとFEDの政策はやはり遅れてしまっている感は否めない。その結果、市場参加者のリスクテック意欲が十分に回復せず、それがまた信用市場の回復を妨げているという結果をもたらしています。ですからFEDの政策評価を行う場合は、基準をどこに置くかによって異なりますし、一方、思い切った利下げが後のインフレを招くリスクもあります。

もう1点言わせていただきますと、今、急激な金融市場の収縮、すなわち信用バブルの崩壊が起きています。金融市場が収縮するときに、それがバブルの反動ということであれば、止めることのできない、あるいは進めなければいけないものですが、どこまで収縮するかはだれもわかりません。その間、金融機関あるいは金融業に従事する人の数が徐々に少しずつ減っていくかということ、過去の例を見ると必ずしもそうなるわけではありません。時に市場ではそれを暴力的に進めることすらあります。FEDは金融機関の整理統合を最小限の摩擦で行うことか出来るかどうかという非常に大きな課題に直面していると思いますが、ベア・スターズのケースはそれなりにうまくいったのだと思います。ただ現実論としては、一口に金融機関の整理統合といってもなかなか難しいものがあります。FEDの対策が早すぎると、金融機関の整理統合が進まず問題の先送りとなるリスクがあります。遅れると金融混乱はさらに悪化して取り返しのつかないことになりかねません。過去の先進国の金融バブルの崩壊の例を見ても、どの国も成功したことの無い問題に今、FEDについてはアメリカ全体が直面していると思います。その不安が金融市場参加者の間に根強

くあるというのを私は感じています。

齊藤 そのほか、市場の投資家たちが最後は踏ん張ってやるべきことではないでしょうか。一番やってはいけないことは、本来、合理的に下がるべき水準より高い水準で買い支えをしてかえって価格の発見機能を妨げることです。基本的にはバブルは早く落ちるところまで落ちて、落ちた先がみんなが納得する水準になるのがいいのです。落ち過ぎてはいけないし、高いところで支えようとしてもいけません。政策当局は、起きてしまっていることに関して全部対応するなんてとても無理ですから、底値を発見できるように政策環境を整えることぐらいしかできません。当局はその範囲の中で一生懸命やって、それでどういうふうになるか、あるいはビジネスをしている金融機関の投資家の方々がしのいでいくしかないことではないかと思えます。

長谷川 FRBがベア・スターンズの救済に手を貸したことは、金融システムを維持するためにどんな代償を払ってでも、仮にインフレ率の上昇が多少一時的にあったとしても金融システムを維持するということを暗に示しているのだから私は受けとめています。ベア・スターンズという一つの金融機関そのものを救済するのではなく、ベア・スターンズというクレジット・マーケットで極めて重要なプレーヤーで、かつ「プライムブローカー」や呼ばれるヘッジファンドとのさまざまな金融取引におけるアメリカでトップの一角を担うメジャープレーヤーを守ることによって金融システムの維持への強い意思を示したことに意義があったと思っています。そういったことから考えると、価格の発見機能の低下がここで底入れしつつあるのではないかと受け止めています。未だ断言をすることはできませんけれども、そういった兆しがうかがえます。

ただ、この先は金融市場の流動性よりも、アメリカのマクロ経済がどうなるのかにかかってくると思っています。ここで一時的に金融市場が落ち着いたとしても、例えば住宅価格が今まで以上に20%、30%下かかっていくとか、個人の消費が予想以上に下がっていくというマクロ環境の悪化が繰り返していくかというところにポイントは移っていくと思います。金融政策では緊急懸念的な対応をとっているわけですが、マクロの総論政策ということで言えば金融政策に相当なしな寄せか来ていることも事実です。過去において発動した財政政策の効果は5月以降出てきますので、その減税効果も少し足りなかったとしたら追加的な措置をと

るとすることも視野に入ってくるのかと思います。

先ほど価格が底入れしつつあるかもしれないと申しましたか、齊藤さんがおっしゃるとおり、当局がいたずらに価格を下支えすることはないだろうと思っています。今マーケットで起きていることは、例えば、ディストレスト・ファンドに対してお金が相当集まってきていて、そこで住宅や住宅担保証券を買いたいと思っている投資家が相出でてきているということ。そういった待機資金が動き出すきっかけさえあれば、恐らく底値の形成されていくのだろうと思います。

実際に公的資金が金融機関に入るか入らないかはわかりませんが、個人的には日本のような大手金融機関への直接的な投入の蓋然性は極めて低いものと考えています。やはり日本のバブルの崩壊とは明らかに状況が違います。先ず政策対応のスピードが大きく異なります。サブプライムの問題が起きて1年の間にこれだけ金利が下がって、相応の規模の財政政策が打たれました。また、恐らく去年の問題勃発以降の金融機関の自己資本調達額は700億ドルを超えていて、一方で金融機関が出した損失は恐らく2,000億ドル弱ぐらいです。つまり、損失のうちの2分の1から3分の1ぐらいは自己資本で調達できています。損失に対して資本調達の足りない分は単純に計算すると1,000億ドルぐらいありますが、アメリカの大手の金融機関、銀行と証券会社のそれぞれトップ5社を合計した10社だけでも2006年の収益額は大体1,000億ドルぐらいです。欧米のトップ30社ということでは3,000億ドル弱、別に2006年の収益が良好な環境の下でかさ上げされていたとしても、2005年の収益力でも2,000億ドルぐらいです。欧米大手金融機関の基礎的な収益力を考えれば、今後損失額が更に上積みされるとしても、結果的にはマネジャブルな範囲内に留まるものと判断しています。

菅野 私は、金融市場の動向について、長谷川さんがおっしゃったよりやや慎重に見ております。確かに、足元の金融市場の雰囲気はFEDの政策を好感して、一旦は持ち直しているのは、長谷川さんのおっしゃるとおりです。ただ、今年1月に1.25%の利下げをした段階でも一旦は安堵感が見られ、中東や中国、あるいは一部日本の金融機関も米国の金融機関に資本注入しました。そのときは公的資金ではなく市場資金が金融機関の資本を補充するという形でそれなりにうまく市場メカニズムが機能しているの

かと思えました。90年代の日本は公的資金の注入を待つまでマーケットがあまりうまく機能しなかったのですが、アメリカの場合には情報開示が進んでいるから民間ベースの資本注入ができていたのかと思っていたところ3月、こういう事態を迎えてしまった。聞くところでは、12月から1月に掛けて資本の投下をした先では追加的な資本注入に慎重になったところもあるそうです。今回3月の中旬に見られたような出来事の時米起きるかどうかがはまだよくわかりません。また私は信用市場の回復度合いは脆弱なものがあるのでは、何か小さなショックがあった場合、例えばファンドの破綻とか、逆に商品市場が一時的に急激に下がって商品を買って持っているところが損失を拡大するとか、あるいは欧州の金融が不安定になるなどのショックに見舞われた場合、米国の市場が再び不安定になるリスクはあると思います。

そういう意味では私は、現状は時間との勝負なのだろうと思います。ですから、FEDの次の一手が極めて重要になってきます。やはり実体経済あるいは金融市場がさらに悪化してその後手当てするという点では典型的なバウンド・ザ・カーブですので、ヒストリカルに見て幾ら果敢に値下げしたように見えても、それはあまり評価できないのではないかと思います。

私は、バーナンキ議長はこうした困難な状況に対処するための最適な人材の一人だろうと思っています。問題はバーナンキ議長がうまくFEDの中をうまくまとめることができるかどうかです。彼は90年代の日本をよく研究しています。日本の金融政策だけではなく、不良債権処理も含めて極めて遅過ぎたというかなり批判的な意見の持ち主ですので、ある意味では、今、バーナンキ議長のお手並み拝見というわけです。日本に対して批判したことを本当にアメリカに対してFEDのリーダーとしてできるのか、ということが問われています。

FEDはこれまで流動性すなわちアメリカ国債を良質な担保として提供すると同時に、貸し出しも積極的に行っていましたが、その場合には、担保として徴求するABS(資産担保証券)の価格リスクを負っているわけではありません。しかし、今回発表したベア・スターン救済策では総額290億ドルの流動性供給はノン・リコースローンですので、担保価値が低下すればFRBが負担するという仕組みになっており、従来の枠組みから一歩踏み出しています。公的信用が投入されたと思っています。しかし、だからと言って公的資金の注入が今後安易に実現するかといえば、そうで

はありません。金融機関に直接公的資金を注入する、あるいは公的資金で不良債権買取機構を作る、という段階に進むためにはまだ大きなハードルが残されています。すなわち不良債権を公的資金で買うということになると納税者にリスクが全部移転することを意味しますが、どの国の歴史をみても、民主主義というのは多くのプロセスを必要とするシステムですので、議会との関係でなかなか急には進みません。

もう一つ申し上げると、FEDのバランスシートの大きさは90兆円くらいで、GDPあるいは金融市場の大きさと比較してみると、日銀と比べて相対的に小さいのです。今、ABSなどの債券を担保にしたローンやレボなどを通じたFEDの資金供給残高は、20兆円程度強なので、まだ余裕はありますが、今後アメリカの金融システムの混乱が長期化する場合には、これで十分か、という問題も出てきかねません。今回、アメリカへ出張に行ったときに議論になったのですが、日本の量的緩和に対して非常に注目が集まっています。

日本の量的緩和政策は、日銀の負債サイドである、銀行券に加えて銀行の準備預金を大量に増加させるという形で大量に資金供給した政策です。一方で、中央銀行の資産サイドの議論も重要ですよ。すなわち、資金を大量に供給した見返りに中央銀行が何を買うか、という問題です。これは、実はバーナンキ議長が以前に言っていることですが、例えば、不良債権を中央銀行が値買わないしはそれを担保としたローンを現在のFRBのバランスシート以上に積み増すというのは、かなり過激な政策ですが、「最終的にはここまでやる用意がある」という姿勢が、市場に対してメッセージとして伝わるのであれば、かなり強烈な政策になると思います。ただ、それは何を意味するかという、アメリカでゼロ金利政策に戻ることを意味するわけですよ。というのは準備預金に付利されない限り、例えば政策金利が0.1%であっても、それがプラスの金利である限りにおいてはバランスシート制約から逃れることはできないからです。

別に今やれという意味ではないですが、マーケットを落ち着かせる方法としてFEDがゼロ金利政策まで展望しているというメッセージを発することができれば、多分マーケットはかなり落ち着くと思います。ただ、それをどのタイミングでやるのかということ、これは早過ぎてはいけないのです。FEDの対応というのは、教科書があってそのとおりやればいいという話ではなくて、そのタイミングと市場の雰囲気が非常に重要で、ある意味では職人芸も求めら

<sup>3</sup> 何らかの理由で本来の価値より価格が割出していると考えられる資産に投資するファンド。

れているというのが私の理解です。

齋藤 中央銀行が求められていることの期待値と中央銀行ができることの間にはすくく差があります。中央銀行にできることは、いろいろな既存のルールを使って金利を下げてキャッシュを増やしていくか、もしくはバランスシートを拡大させるような形で一時的に民間の資金を取り込んで、リザーブや銀行券を増やしていくかということまでだと思います。それでもうまくいかなかったら、それが中央銀行の責任かというところには度を越してしまったマーケットの暴走があったわけですから、政策当局が厳しい結果責任を問われるのは非常に辛い面があるのではないかと思います。

それともう一つ、中央銀行が景気制御のために金利を制御していくことと、流動性管理としてバランスシートを拡大していくことは、重なり合う部分もあるのですが、本質的には政策手段も政策目的も違うことです。景気に関して言うと、中央銀行ができることは限られていて、物価の安定を目指す範囲の中ではできると思いますが、景気をよくするということは、金融政策の範囲の中でなかなか難しいので、もしそこを要求するのであれば財政政策ということになると思います。

また、中央銀行がやれる範囲を超えて、例えば、買い支えるということは、失敗したときは血税で負担するという事ですから、国民の負担を受けていない中央銀行にはやるかやらないか原理的に判断できない問題だと思うのです。だから、もし政府の方で本当に必要だということであれば、時間をかけて議会のプロセスの中でそういうスキームをつくっていくしかないのではないのでしょうか。

齋野 先ほどはそうすれば「できる」ということを申し上げましたが、そう「すべき」かどうかという議論はまた別です。「べき」論で言うのであれば、中央銀行がそういうものを無条件に買い入れるべきではないと私は思っています。まさにおっしゃるとおり財政政策との分相があって、実はその境目というのは意外とはっきりしない部分があります。

ただ一方で、もう一つ重要な観点は、平時にはないアンオーソドックスな政策も非常時には許されてしまうというのも過去の経験則ではないかと私は思います。例えば、日銀が株式を2兆円買ったこともある意味では株を買って支えたわけですが、香港のHKMA（香港金融管理局）も株の買い支えをし、結果としてみれば、両者ともかなりの利益が出ています。

勿論、中央銀行が株式などを無条件に買うことは問題があるし、度を越して買ってもいけない。何らかの歯止め措置は必要で、アカウントビリティを保ちながら、それは非常時の政策としてやらなければいけない訳です。ただ、今はそこまで行ってはいないし私は思いますので、まだ非常時の政策に踏み込む必要はないと思います。それでも、将来、1つのリスク・シナリオとして、検討しておくべき対応ではあります。

現在の米国の90年代の日本との違いの1つは、日本の金融システミック・リスクというのは、日本だけの話でした。しかし、現在のアメリカの場合は金融不安に関する一種の国際的なドミノ現象が起きるリスクがあります。アメリカ以外で金融不安が顕現化すると、アメリカに逆戻りし、FEDのコントロールのできないところでリスクがさらに加速するような恐れもあります。ですから、先ほどの論は、平時にはやるべきではないけれども、非常時対策としてFEDがどこまでできるのかという話です。

ただ、現実問題として、民主主義の世の中で、それをある程度国民や議会の理解を得ながらできるのかということ、予め公の場で議論するのはかなり困難でしょう。

長谷川 私は先ほどマーケットが底入れしつつあると申し上げましたが、その背景ではFRBが呼ぶを変え品を変えてマジシャンのように新しい供給策を打ってくるというマーケットの期待、もう既に芽生えてしまっていると思います。金融政策も実質ゼロ金利まで来しました。日本のデフレ期の実質金利はプラスでしたから、それと比べたらさらに低いところまで持ってきました。極端ではありますが、名目金利の引き下げ幅もまだ2.25%のりしろが残っています。それこそ齋野さんがおっしゃったような究極的な策も含めて、FRBが金融システムを守ってくれるだろうという期待が、一部では芽生えつつあると思っています。もしそれが、例えば、対議会対策とか対世論対策というところで行き詰るということがあればマーケットの混乱は再度浮上することが大いにあり得ると思います。

齋野 FEDはPDCFやTSLF<sup>2</sup>といった流動性追加供給に関する対策を発表しましたが、これ自体は、FEDが不良債権を買い取るスキームではありません。ただ、今後、FEDあるいは米政府が証券化商品などの買取りあるいは金融機関に対する資本注入をせざるを得なくなる可能性はあります。今回のベア・スターン救済策はその端緒ともいえます。しかし、市場で、米国における公的資金注入に関する期待が盛り上がりすぎると、市場は落胆するかもしれ

ません。どの国でも、公的資金を正面切って注入するためには、議会の承認など複雑なプロセスが必要だからです。要するに今のFEDに対する期待は謀刃の剣で、その期待が实体经济をうまく好循環の方に導いてくれるのであれば、これはベストシナリオですが、ただ一方でそれが裏目に出てしまうシナリオもまたあると思います。

齋藤 現実がそうなるかもしれないのですが、やはり投資の失敗、システムの失敗も人の過ちで、その過ちを修正していくのにいろいろと試行錯誤があって、今FEDがやっていることには法律を踏み越えていることは1つもありません。今の法律の範囲の中でできることを超えるというのとは、仮にそれをやれば高い蓋然性で危機が回避できるということがあったとしても、やるべきではないと思います。アメリカの大恐慌のころのような富の損失があったのかというと、多分そういうところまでいっていないと思うのです。もちろん個々に見れば大きな損失を被った人もいます。増幅されていろいろなことが起きていますけれども、比較的小さい問題だと思っています。

それに対してそこまで踏み越えた政策というのは、本来やるべきではありません。もしやるのであれば何らかの民主的な手続きを経るべきです。議会がやると言えば、スポンサーである国民がオーケーと言っていることになりから、それはわかります。もしその間の混乱のコストというものがあれば、それは将来こういう仕組みを改善していくときへの莫大なレッスンをしたということなのだと思います。

もう一点、实体经济の回復は長谷川さんおっしゃるとおりで、多分実物市場の方にお金が戻ってくるような契機があればいいと思います。特に直接的には住宅市場に戻ってほしいわけですが、長谷川さんが最初におっしゃったように、出ている住宅そのものの質に非難はないのですから、そこに合理的な値段がつく余地はあります。住宅市場にお金が戻るためにどうしたらいいかと言うと、これは政策が何かできることではなくて、この値段が低だから今買い込んで、回復したときに売るという住宅市場のマーケ

ットメーカーが入ってくればいいわけですが、資本主義社会ですから損をする人もいれば得をする人もいて、政策はできる範囲で全力投球して、それで出てきた個々の結果に対しては公に責任を求めないというのが資本主義の基本的なルールではないかと思っています。

齋野 私が齋藤さんと意見がやや異なるのは、最近の金融混乱を通じ、金融システムに内在する本質的な問題が浮かび上がってきたということです。それは証券市場のデレバレッジの過程ではっきりしてきた新たな問題です。今、金融市場の取引規模はデレバレッジにより収縮過程に入ってきたと言えます。このことは、金融市場が今までどおりのリソース（経営資源）、つまり金融機関の数と従業員の数が増えないということがわかっていたのではないかと思っています。そうすると当然金融市場から退出する金融機関が出てくることになります。もちろん金融市場が占める割合は、GDPあるいは全就業者の中でそんなに大きくないかもしれませんが、金融産業で失業者が増えると、マクロ的な雇用市場悪化の原因も出てきて、これが实体经济にダメージを与える恐れもあります。实体经济と金融の悪循環のリスクが市場参加者の間で意識され始めてきています。今回の金融混乱を「信用リスクの再評価」という言葉で表すことは正しいと思いますが、实体经济と金融市場の悪循環が始まると、信用リスクに関する新たな均衡点に到達するまでの過程でかなり自体経済の谷が深くなってしまいうリスクが出てきている私は思っています。そういう意味で米国の政策当局、とくにFEDはもう一歩踏み込んだ対応をすべきだったと私は思います。

ただ踏み込んだといっても、今の法律で手当てされていないことをやれと言っているのではなくて、例えば、FEDがより早期に、もっと思い切った利下げをやることによって市場へのメッセージを出せたはずですが、今までの伝統的な政策の範囲内でも伝統的な政策の効果を超えるようなメッセージを出せる可能性があります。要するに既存の枠組みの中でも効果は枠組みを超えるようなことができるのです。例えば、すでにやっているように担保としてMBS等

<sup>1</sup>プライマリーディーラーに対する貸付制度。連銀がプライマリーディーラー（銀行及び証券ブローカー・ディーラー）に対し、投資適格債券を担保として（したがって、次のTSLFより担保は広範囲）、公定歩合と同じ金利で貸付を行う制度。貸付期間はオーバーナイト。3月16日に創設を発表。

<sup>2</sup>タム物債券貸出制度。連銀がプライマリーディーラーに対し、トリプルA格の民間住宅ローン担保証券などを担保として、国債を貸出すタム物債券貸出制度。金利は入札により決定。貸出期間は28日間。3月11日に創設を発表。借り手は借りた国債を担保として活用することにより、資金調達が容易になる。

をつけたローンを提供するというのは、今の枠組みの中でできます。やや極論ですが、最終的には本国でもゼロ金利政策を覚悟すれば、FEDのバランスシート制約はなくなり、FEDは無限に不良債権を買取ることができます。クレジット・リスクをFEDが抱え込む形になるわけですが、とはいえこれはかつて日銀が日銀貸し出しをどんどん増やしていったときと似ている形です。ある意味では非常時下でのオーソドックスな政策とも言えるわけです。

市場の一部では、中央銀行が引当法的な政策を行うと、中央銀行の自己資本が減ってしまうのではないかと問題が提起されているようですが、そもそも中央銀行の自己資本は必要なのか、という問題があります。中央銀行の金融政策は独立していますが、基本的には公的部門として政府部門と統合したバランスシートを考えれば、資本が不足したら国債を政府から譲り受けなければいけません。あまりそこには私はとらわれない方がよいという気はしています。

齊藤 流動性政策で果敢にやっていくこと、金利政策でゼロにもっていくことは別で、私は、後者はやるべきでないと思います。もしそれでもバランスシートの拡大を目指さなくてはいけないのであれば、超過準備の部分に付利をすることで、有利子の債務を中央銀行が持つような形にして、一時的にバランスシートを拡大させたりオフバランスで担保を取り込んだりということをやっていくべきだと思います。それをキャッシュの拡大をもちたような形でやる必要があるかどうかは疑問です。金利を大きく引き下げる必要があるかという、資金の凝りかたをく偏っているときに金利が低かったら、結局また悪さ(投機)をする人が出てくるだけだと思っております。

### 3. 規制・監督のあり方を巡って

籠宮 今までの議論では金利政策の面と流動性の話と両方ありましたが、新しい金融手法とか資金の流れを踏まえた、ミクロ的な政策、あるいは規制や制度的な対応についてはいかがでしょうか。

長谷川 先ほど菅野さんがおっしゃった金融ビジネスの縮小というはある程度避けられない話かと思っています。やはり金融業が、例えば、株式のマーケットで2割、企業収益で3~4割を占めるまで拡大してきた中で、過大に膨らんだ部分があるとなれば、その縮小というは避けられないと思うのです。そこで非常に懸念をしているのは、今は緊急時の議論をしているわけですが、いつか平時に戻

ったときに恐らくは規制強化の動きが出てくると思っています。恐らく証券会社に対するFRBの監督の問題、規制の問題、また、証券化そのものに対してもパーセル委員会などでもいろいろなことが議論され始めています。金融ビジネスを規制していこうという動きになると思います。規制にはいい規制と悪い規制があると思いますが、必要以上に市場メカニズムを阻害するような規制が出てくると、金融ビジネスもしくは金融市場の良目に見たときの姿縮につなかることを非常に気にしています。そういった規制の先行きについては、過度な規制がゆからず、かと言って今までみたいな、ある意味では市場の健全を許すような形のことと速にないように、うまくバランスを取った形での規制をとっていくことが非常にポイントになるだろうと思っています。

菅野 私もその点には同感です。以前、エンロン・ワールドコム社の破綻を受けてSOX法(企業改革法)が制定されましたが、これはやや過剰反応だったという感じがあります。そういう意味で今回の事件で、まだそこまで読むのは時期尚早だと思いますが、結果として過剰反応がおこるとしたら、金融市場の発展を阻害してしまうので、避けなければいけないと思います。

もう1点新たな問題として浮かび上がってきたのは、金融監督当局のあり方について、金融の国際化、証券化の下でどのように対応すればいいのかという問題です。例えば、イギリスでは、財務省とBOE(イングランド銀行)とFSA(金融サービス機構)という3つの機関があり、分業体制がはっきりしています。BOEは単にインフレ率だけをコントロールし、金融システムの維持についてはFSAが監督をする、長期ビジョンは財務省という形は一見すると美しいように見えました。しかし、英国の中堅銀行ノーザンロックの行き詰まりで明らかになったように、BOEに金融機関に関する情報が十分でなかったために、BOEによる流動性供給が滞ってしまったことが突如問題になっており、英国の銀行監督システムにも意外な問題点があることが分かってきました。一方、アメリカは、ご存じのように歴史の経緯からいろいろな金融監督機関が入り乱れています。国法銀行、州法銀行の監督関係は一元化されていません。投資銀行業務の監督はSECです。FEDも銀行監督の一翼を担っています。そのため金融機関いろいろな機関の検査を受けなければなりません。

アメリカでも、今回の金融混乱をきっかけに金融機関の監督体制を見直すという機運が盛り上がっています。例

えば、中央銀行に着目してみると、中央銀行は流動性を供給する以上、少なくとも金融システムの情報リアルタイムベースで把握していないと動きが遅れるというのがイギリスの例から見ても明らかです。中央銀行だけが監督機能を持つべきだとまでは言えませんが、多分何らかの監督機能を持つ方がスムーズにいくのではないのかというのが今回のレクソンだと思っています。

齊藤 基本的にはこういうことを契機に過度な規制や不必要な公的干渉はない方がいいと思いますし、一方でマーケットのパフォーマンスを高めていくようないろいろな慣行や仕組みを民間のメカニズムの中で考えていくべきだと思います。そのことはマーケットの発展につながると私は強く信じています。

それはそれでいいのですが、一方で20歩も30歩も下がってアメリカの国民の眼から見たら、危機が起きたときの対応に関しては公的資金投入の可能性も含めて政策の議論された後に、そうしたマーケットの非常に悪い側面が出てきてしまったことに関して、普通の感情から言えば規制をしたいと思うでしょう。もう二度とそんなことが起きないようにということとは議会とか国民感情からすればごく自然に出てくると思います。私は、だから今、市場のリベラリズムをちゃん和高め、市場のことは市場の当事者たちが一生懸命規律の中でやるということにならないといけないと思うのです。今の危機で、公的介入はルールの中だけでやって、それ以上のことはロスのシェアリングも含めて民間の方でやりをつけていくような問題処理能力が金融市場になくて、血税を投下しなければいけない、あるいは中央銀行が何でも買ってバランスシートを拡大しなければいけない——一時的にでも買ってしまったら、その資産価格のリスクを抱え込むことになりまから——ということになったら、国民に負担が生じることになります。

そうしたことを一方で国民に求めておいて、混乱が落ち着いた後に、やはり規制はなしにしようというのは筋として通らないと思います。ですから、私は今、こういうときこそ従来の自由な市場を考えたルールと適切な規模や程度の中において、後はマーケットのプレーヤーが主体的に問題処理していくことが基本だと思っています。それが、金融に限らず、何か公的介入を必要とすることを民間経済がしでかしたときにとるべき手続だと思っています。

その部分は権利と義務がありますから、マーケットの自主性というものを社会の中で認めてもらうのであれば、その中で起きたことはできるだけ自分たちの中で始末をつ

けるべきです。

そうしないと、例えば、証券化そのものをやめてしまえという議論になるかもしれません。今まで流動性渡をしやすい法律でSPCの仕組みをつくってきた。それはいろいろなメリットがあったと思います。しかし、今のような混乱の後には、証券化悪玉論が出てきて、そういう仕組み自体が悪いのだということで、例えばSPCを相成にくくするような規制論が出てくるかもしれません。あるいは、格付け機関にすごく強い責任を負わせて、もうこたくて格付けなどできないというようなことが起きてきてしまうことを私は心配しています。

菅野 現実問題としてもちろんそういうリスクがあるので、そうならないように市場参加者は今回のレクソンが何だったかを明らかにしていく義務があると思います。その1つは先ほど申し上げたように監督当局のあり方をもう一度見直す必要があることだろうと私は思います。

もう1つは、証券化自体が悪玉というわけは決してないのですが、証券化のコストについて考え直す必要がありそうです。例えば、証券化商品の格付けがトリプルAだから保有コストは安いだろうと、安易に信じてしまったということからいかなかったのです。後知恵ではありますが、証券化商品のコストを高く見値もらなければいけなかったのです。証券化はあたかも無から有が生まれるようなイメージで、十分な自己資本のあてもないのにどんどんレバレッジがかけられるように思われていたのは適当でなかったと思います。ですから、長谷川さんもおっしゃったように、証券化自体が危ないというような間違ったレクソンが出ることは防がなければいけないとは思っています。

齊藤 金融市場の中に入っている人であって証券化のことを本能的に的確にわかっている方はごく少ないと思います。その外側の人たちにとっては、とてもチャンクカンクンなものです。その中で当事者で処理能力がない問題が起きたときに、政府や中央銀行、規制当局に何か求めて、実際それである程度しりぬぐいをしてしまったということ自体が、制度の不備を生んでしまうことがあると思います。例えば、全然非合理的ですけれども、一時期、日本で先物市場悪玉論や空売り悪玉論が出て、先物市場で売りポジションが出るから資産価格は暴落するのだというような議論がありました。そして、実際にマーケットに対して大きなコストをかけていくような干渉をし、日本の先物市場はもう干渉がなくなって、みんなアジアのほかのマーケットに行ってしまったというようなことがありました。そういうのは非

常に非合理的な対応なのですが、金融市場の中の秩序を当事者たちがきっちり自己責任の範囲内で処理できないようなことが起きて、それで公的機関が介入してしまったら、一國政府の中でも今言ったようにちぐはぐなことが起きえまじし、国際機関のようなほとんどガバナンスがきかないようなところでルールを決めたら、これはもう大変なことになると思います。

長谷川 市場の自浄作用、市場メカニズムが失われた訳ではありません。金融機関は多少コストは高くても、自己資本の調達可能な状態でし、投資を行いたいという投資家、マネーも基本的には潤沢にあります。先ほど申し上げたように、現状はそうしたマネーによるわゆる価格決定メカニズムというものが徐々に芽生えつつあるという状況だと認識しています。ですから、齊藤さんのおっしゃるような事態を招きかねない直接的介入はFRBも最後の最後までは温存すると思います。日本で起きたような個別の金融機関に対して資本の注入を行うということも、そういった過度の規制を招く要因になります。アメリカにとって金融というのは極めて大事な産業であり、戦略的な位置づけだと思いますので、できるだけ市場メカニズムに任せ、過度な規制を招かないような形の対応がなされるものと考えています。

菅野 当局に何かどういふように期待されていくか、市場はこれからどうなるかということについてですが、先ほど齊藤さんが冒頭の方でおっしゃられたようにキャッシュは実は結構あるのです。世の中で言う広義の流動性というのは、横軸にキャッシュをとって縦軸にレバレッジをとって、その掛け算で示される面積のようなものです。先ほど言った銀行の貸し出しというのはキャッシュの方ですから、ここはむしろほとんど伸びています。今起きていることは、レバレッジの急速な縮小です。そのために、面積つまり広義の流動性が減っています。過去の信用収縮というのはキャッシュの部分も相当縮まったことで起きました。このように考えると、メディアでは従来と同じ借入収縮という言葉であらわしていますが、実は内容もかなり違うことが起きているのです。レバレッジは当局がダイレクトにはコントロールできないものなのですが、何とレバレッジの急激な低下を防ごうと当局は懸命なわけです。同時に、キャッシュは潤沢に供給されていますので、キャッシュの方が過剰になりはしないかという懸念を表明する人もいます。ただ、これはやってみないとわからない部分です。短期的なリスクに対処するには、思い切って金利を下げ

ることが望まれますが、同時に今後問われるのは、あくまでも将来の話ですが、バーナンキ議長が金利を上げるべきときに本当に思い切って上げられるのかという点だと思えます。金融緩和からの時点で引き締めに戻るのか、その後の利上げは本当に最適なテンポでできるのか、という点です。もちろんあまりにも早く引き締めしてしまったりは景気にマイナスかもしれないし、また利上げをあまりにゆっくりするとグリーンズパン議長の敵を踏んでしまうかもしれないという問題があります。ただリスクとしては過去の例を見ると金利を早く上げ過ぎてしまうリスクよりも、上げるのが遅れてしまうことが多いのではないかとというのが、齊藤さんの二指筒だったと思います。金利を早く下げた点に関しては、拍手喝采する市場参加者は多いのですが、上げる方は市場参加者が非常に嫌がりますし、議会筋との関係からも、例えば、住宅在庫が積みあがっているような段階で上げ始めるといのは非常に難しいです。ただ、そこで利上げを遅らせると結局は次のバブルをつくってしまうことになりま。

#### 4. 資金供給源としてのアジア・中東

籠宮 最後にあります、アメリカの住宅価格が数年で倍になるような世界的な住宅ブーム、資産価格上昇のひとつの背景としては、金融政策や金融技術革新の影響のほかに、日本を含むアジアや中東諸国の貯蓄超過——バーナンキの言うセービング・グレート——を背景に、世界的に長期金利が低めに保たれたこともあったと思います。今後こうしたアジア、中東の資金供給が、SWFによるものも含めて、世界の資本市場を下支えする面もあると思いますが、こうした点についてはいかがでしょうか。

齊藤 アジアの資本が豊富だという点か、実は、今のアメリカやヨーロッパの金融市場の混乱の着地点ではないかと思えます。要するに我々が失われた90年代に底値をつくって価値の回復をしたかなりの部分がそういうところでリスクをとってくる外資のマネーや海外の年金基金によるところはかなりあって、そこで再生果実をその人たちが持っていたという面があると思えます。日本も、ヨーロッパやアメリカで資産価格の低下が起きているのであれば、特に金融ビジネスがそういうところまで踏み込んでいけば、一ツチャンスではあるわけです。

菅野 先ほど長谷川さんがおっしゃられたように現在

は世界の金融市場の規模が縮小する過程にありますので、グローバルに見て一種のオーバー・バンキングのような状況にあると思えますが、今後は金融機関が整理統合されるかと思っています。そういう中において、日本だけから外にいるかという、そうではないのだと思えます。世界の金融機関がもっと整理統合されて新しい姿になったときに、日本は今回サブプライムの損害が少なくよかったですとよく言われていますが、逆に日本だけが取り残されてしまうと、かえってそれが次の段階ではハンディになってしまいかもしれません。そもそも今回の金融混乱は他人事ではなくて、日本の金融機関のみずから問題として、今後の新しい金融システム展望したときにどうするかという点が問われているわけで、齊藤さんがおっしゃったように、これは日本の金融機関のビジネスチャンスとして捉えることが重要です。例えば、ベア・スターズを、むしろ日本の金融機関が買収するくらいのことがあってもいいと思います。そこで初めて金太郎あめ的なビジネスモデルが崩れていきつかりになると期待しています。まだまだチャンスはベア・スターズだけではないので、日本の大手金

融機関の世界戦略が今問われています。

齊藤 先ほど私が言ったマーケットのことはマーケットでと言うのは、そういうことも含めてダイナミックなグローバルなマーケットの動きが、結局欧米のいろいろな問題を解決するのがよいということです。今、日本やアジアは少し有利に立っていますから、その展開の中でうまく行動することを考えれば、非常にいいチャンスだと思えます。

長谷川 恐らく方向性としてはそういう状況で、アジアのSWFや金融機関にとっては、日本も含めてチャンスでもあり、戦略的に対処したいという思いがあると思えます。そういったところで恐らくマーケットのダイナミズムというものがかわくしているのだと思うのです。

籠宮 本日はありがとうございました。

#### 次号予告 (2008年6月号) 特集 金融政策への期待

巻頭言 「金融政策への期待」	清水啓典
座談会 「今後の金融政策への期待」	翁邦雄、河野龍太郎、吉川洋、坪内浩
特集論文 「日本銀行副総裁としての5年間を振り返って」 「日本銀行新体制に望む」 「2000年代の金融政策の効果の検証」 「金融政策理論の総点検」 「財政規律と金融政策」 「諸外国の中央銀行から学ぶべきこと」	岩田一政 宮尾龍藏 北坂真一 伊藤隆康 岩村 充 鈴木将寛
(以上すべて仮題です)	