

『日本の脆弱性攻撃の的に 慣行・政策の見直しを 当局、「節度ある規制」必要』  
(日本経済新聞『経済教室』2007年9月12日掲載)

サブプライムローン問題は世界的な金融混乱を引き起こしている。証券化とデリヴァティブを使って信用リスクを軽減するはずの金融革新が、欧米金融市場の信用収縮を引き起こし、金融リスクをむしろ拡大している。

リスクをともなう実物資産に投資をすれば、その資金調達のために発行される請求権は、貸出であれ株式であれ、必然的に信用リスクをともなう。金融革新の目指したのは、証券化やデリヴァティブ(金融派生商品)の組成を通じて、信用リスクを取り除いた金融商品を生み出すことであった。リスクのある原資産を担保に、金融資産を発行するのが証券化であり、その証券を複数合成させて組成されたよりリスクの低い派生商品がデリヴァティブである。このプロセスを経ることで、新たに組成される証券ほど信用リスクは軽減され、最終的にはリスクをほぼ完全に除去した証券が組成できるはずである。

ところがサブプライム問題に関して言えば、そうはならなかった。住宅価格の上昇を前提として証券が組成されていたことが問題視されているが、言い換えれば、住宅価格の変動リスクをヘッジするような証券を組成しなかったということである。住宅価格と逆方向の動きをする資産を組み合わせれば、住宅価格の下落が生じても、証券価格はそれほど下落することはなく、今回の問題は防げたはずである。なぜ、住宅価格の変動リスクをヘッジしなかったのか、あるいはできなかったのか? 一般に、すべてのリスクに対処した証券を組成することは難しい。ありとあらゆるすべてのリスクをヘッジしたといっても、それは「考えうるすべてのリスク」であって、考えの及ばないリスクまでは当然ながらヘッジの対象外である。そしてヘッジしきれなかったリスクが顕在化すると、証券価格は下落する。証券化とデリヴァティブの組成を繰り返す過程で、ヘッジファンドのように、収益性を高めるためにレバレッジ(借入比率)を高めた金融機関が多くなればなるほど、ひとたび負のショックが生じると流動性不足に陥り、信用収縮の引き金を引く。

サブプライム問題をきっかけに、金融革新それ自身への否定的な見解も見受けられるが、証券化とデリヴァティブで信用リスクを軽減できるという長所まで否定されたわけではない。貸出債権が証券化が金融システムへ及ぼす影響についていまだ把握しきれていないために、制度設計が追いついていないというのが真相である。銀行取り付けが起きたからといって、銀行の存在が否定されるわけではないのと同じである。

金融革新のメリットを享受しつつ、国際金融市場の秩序を維持しているためには、証券化に関わるファンドや銀行などの金融機関に対して、金融当局は厳しく監督していく必要がある。監督手法は、銀行に対してなされてきたように、市場規律を重視した「節度ある規制」が参考になると思われる。金融監督にあたっては、当局による的確な資産内容の把握が前提となるが、市場性のある金融商品の情報開示に関しては、難しい面もある。一見して、市場性のある証券は、銀行の貸出債権などに比べると、情報開示の徹底は容易なよ

うに思われる。しかしながら、格付け機関のリスク評価の信頼が揺らいでいる事実が示すように、市場関係者は、信用リスクを過小に見積もって、証券価格を過大にするインセンティブを持っている。彼らはヘッジされているリスクのみを強調し、ヘッジされていないリスクをもとに評価をディスカウントするといったことはしないからである。リスク情報がわかりにくいとよく指摘されているゆえんである。監督当局は、新たに組成された証券化について、どのようなリスクがヘッジされ、どのようなリスクがヘッジされていないかを正確に切り分けて情報を開示させるように義務付けるべきである。当局が市場よりも正しい情報を持ちえるかどうかは、金融監督において未知の領域といえるが研鑽を期待したい。次に、組成された証券化商品が、安全性の高い資産として流通するとき、リスク評価は特に重要であり、監督当局の直接の規制の対象にすべきであろう。証券化商品が、短期資金の資金繰りのために利用されると、証券化バブルの崩壊は、信用秩序の混乱につながる。最後に、忘れてならないのは、そもそも金融当局がファンドを監督できるかという問題がある。ファンドは、銀行などの金融機関と異なり、規制の少ない国に簡単に本拠地を移すことができるので、規制の網を有効にかけるのは容易ではない。金融当局の国際間の連携が必要となろう。特に、当局間で情報を共有することも必須である。アメリカを本拠地とするファンドが日本の金融市場をビジネスの拠点に移すことは容易である。

日本に関していけば、国内の金融機関がサブプライムローン関係の派生証券をあまり多く保有していないので、直接的な被害は少なかった。証券化が遅れているせいともいえる。しかし、株価下落という形で、日本経済は多額の被害を被っている。現象としては、円キャリートレードの解約が円高を生み、輸出関連企業の株式を中心に売り込まれ、株式は最大で18%程度も下落した。世界の主要国では最大の下落率である。円キャリートレードとは、円で借りた資金を売って、高利回りの外国資産を購入する取引であり、ミスプライシング（ここでは内外利子率の格差）を利用した裁定取引の一種である。それ自体は通常の経済取引である。問題を大きくしたのは、その資金の多くが株式投資に向かったという「市場の認識」である。世界的な株価下落に際して、流動性不足に陥ったファンドは円キャリートレードを解約し、すると円高が進んで、輸出関連企業の株式が売り込まれるに違いないという「裁定機会をうむシナリオ」が投資家の間で共有され、このシナリオどおりに、ファンドを中心に輸出関連企業の株式が売りまくったというのが真相であろう。日本を襲ったのは、証券化バブルの破綻を原因として生じたファンドの市場アタックである。

日本がファンドの市場アタックに曝されたのは実は2度目である。1度目は、日本の銀行が不良債権問題で苦しんでいた2003年の前半であり、ファンドにつけこみ材料を与えたのは銀行の株式保有であった。日本の銀行は自らの借り手不良企業の株式を多く保有しており、その株価の下落は銀行の自己資本を圧縮し、銀行は最低自己資本比率の8%を維持するために、これら不良な借り手企業への貸出を控えざるを得ない。不良債権問題の解決は長引き、日本経済の停滞は続く。ここにも「裁定機会をうむシナリオ」が投資家に共有され、ファンドは、銀行とその借り手不振企業を徹底的に売ったのである。同年3月には

日経平均が 7600 円まで下落して、すわっ日本経済破綻かという寸前まで追い込まれたのは記憶に生々しい。

2 度のファンド攻撃の経験で共通するのは、いずれも世界標準からかけ離れた日本経済に特有の慣行や政策が狙われているという点である。2003 年には銀行の株式保有が、そして今回は極端に低い国内金利が、ファンドへのつけ込み材料となっている。グローバル化の進む世界経済においては、ファンドはわずかな隙間にも裁定の機会をもとめ、ミスプライシングを利用してとことん市場を食い荒らしていく。アジア各国に共通する傾向として、成長を急ぐあまり国内金利を低く据え置き、為替レートを割安に維持しようとするが、こうした隣人窮乏化政策は、今や諸外国の批判を受ける前に、ファンドによる手痛い洗礼をうけることになる。国内均衡と国際均衡のバランスの取れた政策運営がコレまで以上に要求される。

ファンドによる日本の金融市場の切り崩しは、今後も頻発するであろう。前回のケースでは、福井日銀総裁は、日銀による株式買取りに強い意思を示し、ファンドの猛攻撃を沈静化させている。実際に、総裁の発言以降、金融危機のさなかにもかかわらず、不思議と株価は 7600 円を割ることはなかった。政府・日銀は、セオリーなきファンド攻撃に対して、「非伝統的政策」と通常の政策ツールを臨機応変に使い分けていくことがもとめられる。今回のケースについては、政府・日銀は、システミックリスクから株式投資家を守る義務が本来あったはずなのだが、残念ながら「ただ事態を見守る」という発言を繰り返すのみで何の明確な政策対応もない（利上げ見送りは政策対応とはいえない）。この無策に対して反省するかと思えば、内閣改造をみても、金融に長けた経済通を適材適所で配置するという意識はかけらもないようである。安倍政権は、今の先進国にあって、金融を重視しない成長戦略は存在し得ないことを認識すべきである。