

## 世界金融危機とマクロ経済政策

込 江 雅 彦

本稿では、世界金融危機について、いくつかの代表的な論説を紹介しながら、今後の研究の方向性を示した。まず金融危機の特徴についてまとめた。そこでは、従来のバブルと同様に、過度の金融緩和による住宅ローンの拡大という点を示した。次に、従来のバブルとは異なる2点の特徴について示した。その2点は、証券化と市場型間接金融を中心とした影の銀行システムである。この2つは従来とは異なる金融システムであり、そのことが世界に深刻な金融危機を引き起こした原因となった。

さらに、金融危機を起こしたマクロ的要因の2つの考え方を比較しながら、その背景にある中央銀行の姿勢について示した。すなわち、中央銀行による過度の金融緩和説とグローバル・インバランス論による資本流入説である。この2説を検討した上で、その背後にある中央銀行の姿勢について示し、今後の研究すべき方向性を示した。

### 1. はじめに

2007年8月にいわゆる「パリバ・ショック」として表面化した金融危機は世界に大きな影響を与えた。特に、2008年9月15日の「リーマン・ショック」はかつて類を見ない水準にまで短期金融市場のリスク・プレミアムは達した。しかし、各国政府及び中央銀行による未曽有の財政金融政策の効果により危機発生前の水準にまで低下することに成功した。それでも各国経済の不安定さは続いている。リーマン・ショックを契機とする急激な金融危機は一旦治まったものの、2010年に深刻化したギリシャの財政危機に伴うユーロ市場における金融不安の広まりは、財政金融政策の限界に関する不安を市場が敏感に感じた結果と見られ、世界経済の今後についての大きな不安材料となっている。また、日本やアメリカの財政赤字の巨大さはいつ金融危機を起こすか分からないレベルになっている。

今回の危機に至る過程では、多くの金融機関がレバレッジを高めてリスクの高い商品に大量の投資を行っていた。その理由は2つある。1つは長い間の金融緩和で相対的に安全な資産の収益率が下がり、よりリスクの高い資産で収益を稼ぐという誘因が働いたことである。低金利の長期化は2000年代初めの不況対策という面とより長期的に過度のインフレの抑制に成功した結果という両面がある。これについて本稿では中央銀行にとって物価の安定と金融

システムの安定という2つの目標の重要性のウエイト決定の難しさを論じる。

過大な金融的不均衡のもう1つの原因は、金融システム全体のインセンティブ体系の歪みである。その最大のものは金融規制の抜け道を探ろうとする regulatory arbitrage であった。加えて、米国の住宅政策、格付け機関への政策等が金融機関のモラル・ハザード的な行動を後押しした面は否めない。さらに、金融界の報酬体系が短期の高収益を評価し、より長期のダウンサイド・リスクを軽視するようなものとなっていたことも重要である。今回投資対象となった資産の多くは負債型であったために、リスクが顕現化するまでの間はある程度高い収益が安定的に得られる一方、長期のリスクは大きかった。別の言い方をすれば、これらの商品の保有は、例えば住宅価格に対するアウト・オブ・ザ・マネーのプット・オプションを売ったに等しい。住宅価格がある程度以上下がったときのリスクは甚大である。しかし、このリスクが軽視される中でハイ・リスクの負債型商品に対する過大評価が発生、継続したと考えられる。また、年金・保険のような機関投資家ではなく、レバレッジの高い金融機関、ファンドがこれら商品に高いエクスポージャーを持っていたために、クレジット・バブルの崩壊は、深刻な影響をその所有者に与えるとともに、波及効果を大きなものとしたのである。

この経済危機が一段落ついた現在、この大きな経済危機に関する様々な論考を整理し、今後の課題を明らかにすることが本稿の目的である。そこで、第2節では今回のバブルの実態を簡単に解説し、危機の特徴を明らかにする。その後、第3節でバブル生成の原因のうちマクロの金融環境の果たした役割を分析する。

## 2. 危機の特徴

### 2-1 金融緩和と住宅ローンの高騰

今回の金融危機の特徴は資産価格の下落の規模の大きさが巨大ただけでなく、そのグローバルな広がり大きさにある。アメリカだけではなく、ヨーロッパや中東、日本、中国など世界に大きな影響を与えた。その影響は、金融面だけではなく、実態経済にも大きく表れた。日本ではリーマン・ショック以後戦後最大の輸出の急落が起り、非正規雇用の大幅な削減が行われた。このようなことから世界大恐慌以来の世界金融危機と称される所以である。

次に、危機の最大の特徴は強力な金融緩和のもとでの住宅価格バブルであり、しかもその生成の過程で様々な主体が、多額の負債のもと、住宅ローン関係商品に対する投資を進めたことである。この意味では、今回の危機も過去の多くの金融危機と同じである。日本のバブルにおいても、そのもとでの金融的不均衡の蓄積は米国だけでなくヨーロッパを含めて世界各地に見られたのと同じように日銀の金融緩和が必要以上に続いたため、資金バブルがもた

図 2-1 米国の住宅価格の推移

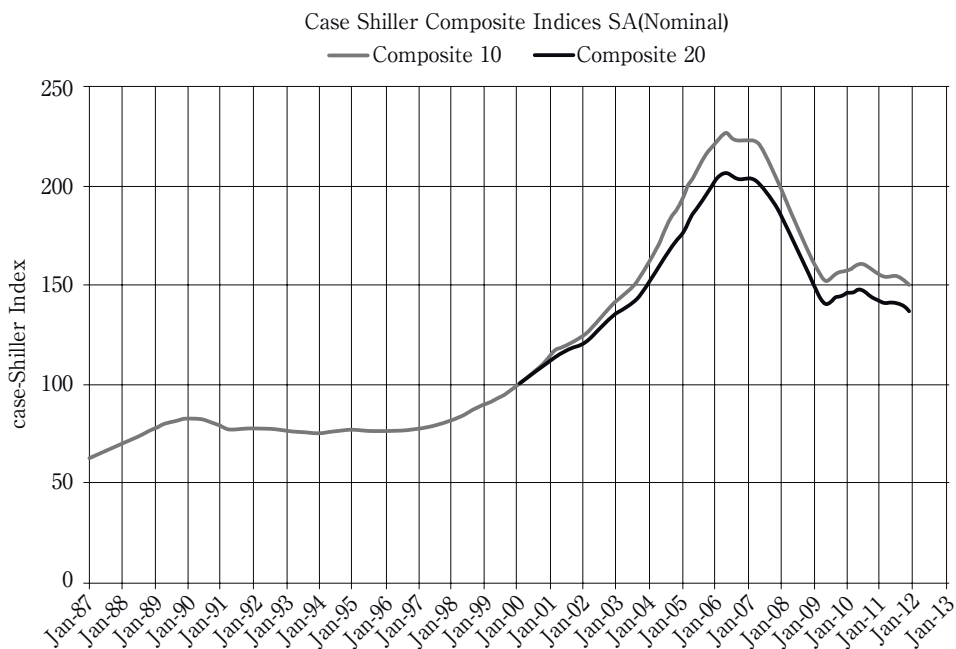
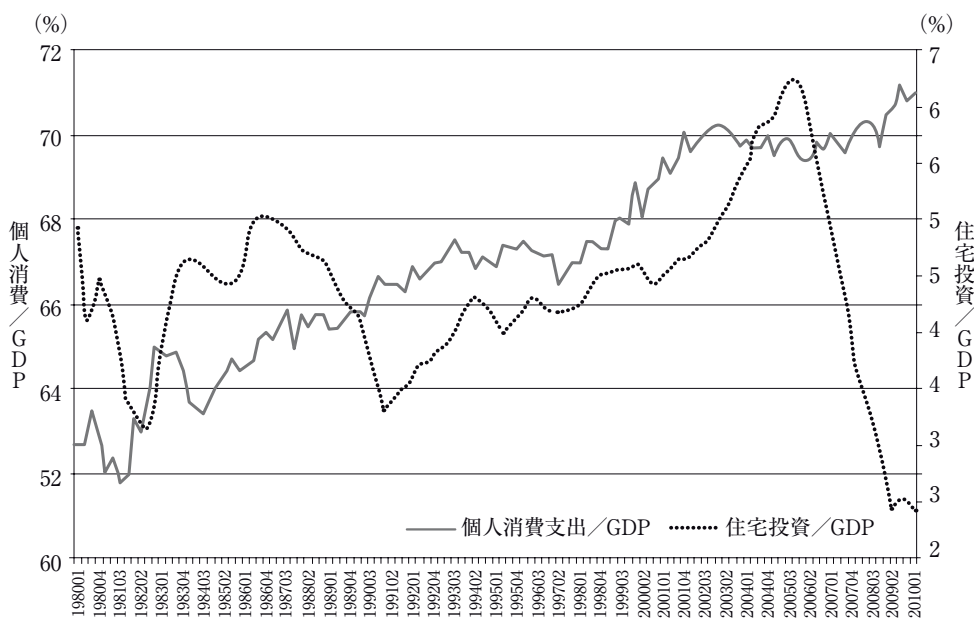


図 2-2 アメリカの個人消費と住宅投資の対 GDP 比



(出所) アメリカ国務省サイトより作成。

らした不動産バブルである。

図2-1はケースとシラーによる1987年以降の米国の実質住宅価格の推計値である。2000年前後から大きく上昇し、およそ3倍になった後、2009年後半では上昇幅の3分の2ほどに下落した。まさに今回の危機が住宅価格バブルにあったという点を示している。この時代はヨーロッパでもこのような住宅バブルが起こった。このように21世紀の最初の10年は欧米でいずれも住宅価格バブルが起こったことは注目される。これを支えた金融的要因が低金利政策であり、住宅ローンの証券化である。

図2-2は、アメリカの個人消費と住宅投資の対GDP比である。住宅都市が急上昇し急下落した、個人消費が上昇しているのがよく分かる。

## 2-2 証券化

今回の危機が過去のバブル崩壊と異なるのは、ローンの証券化が起こったことである。

アメリカでは、2000年代にかつてない住宅ブームが到来し、住宅価格の上昇等に支えられた消費拡大によって高い経済成長を達成していた。また2004年以降、サブプライムローン（低所得者向け高金利住宅ローン）の貸出しが大幅に増加し、特に2005～06年に貸付機関の融資基準が弛緩したことによって、高リスクな貸出しが増加。大半は、預金機能を持たないモーゲージ・カンパニーによる貸出しで、クレジットヒストリーの無い移民、クレジットヒストリーに瑕疵のある顧客などの低所得階層に対し、住宅価格の上昇を前提として、略奪的貸付ともいわれる半ば強引な貸出しが行われた。

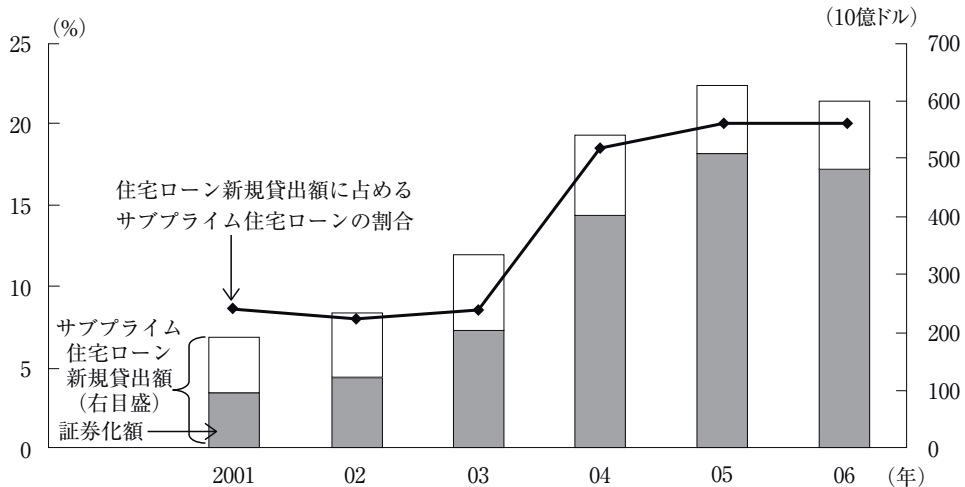
しかし、2006年に入ると、住宅価格の上昇も鈍化し始め住宅投資は減少した。住宅バブルの崩壊である。これに伴い、サブプライムローンの延滞率・差押率が高まった。

下記のグラフを見ると、2004年からサブプライムローンの占める割合が急上昇しているのが分かる。また、証券化されたローンも急上昇している。この証券がアメリカのみならず、ヨーロッパなどに販売されたため危機がグローバルになった。

モーゲージ・カンパニーや銀行が、ハイリスク・ハイリターンのサブプライムローンを拡大させていった背景は、その債券を投資銀行に売却することによって、信用リスクを転売できたからである。投資銀行も積極的に買い取り、むしろサブプライムローンの債券を増やすよう要請した。投資銀行がサブプライムローンを買い取ったのは、それを住宅ローン担保証券等に証券化することによって、リスクを分散化できたからである。すなわち、多様なリスクを1つの証券に束ねることによって、大数の法則が働き、高リスクのサブプライムローンのリスクも軽減したと考えたからである。この証券化商品をヘッジファンド等の世界中の投資家に販売した。

アメリカの住宅ローン市場の規模は、2007年末の残高で10.5兆ドル（対GDP比76%）、

図 2-3 住宅ローン新規貸出に占めるサブプライムローンの割合と証券化額



(出所) アメリカ両院合同経済委員会 (Joiner Economic Committee) “The Subprime Lending Crisis” より作成。

そのうちの約 6 割は証券化されている（2 割が投資銀行等による民間証券化であり，4 割は，政府系住宅金融機関によるエージェンシー証券化である）。

その結果，危機がアメリカのみならず，ヨーロッパを中心に世界へ広がった。住宅債券だけでなく，バブルが発生した資産としては米国を含む多くの国における住宅価格，そしてさまざまなクレジット関連商品をあげることができる。後者の代表格は，サブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品だが，そのほかにも社債，M&A 関連貸出の証券化商品等多岐にわたった。バブルは住宅価格だけでなく，幅広い金融商品，特に資本市場の社債や証券化商品に広がっていたのである。モノラインや CDS もあり，これら金融商品の格付けは最高ランクであった。あたかもリスクを回避できたかのように金融工学は示された。

### 2-3 市場型間接金融を中心としたシャドウバンキングシステム

もう 1 つの特徴は，影の銀行システムである。影の銀行システムとは，銀行の業務をしながら，銀行の規制を受けない会社のことである。商業銀行ではない投資銀行やファンドなどの金融機関が行う金融仲介業務を行っていて，これらを影の銀行システムと呼んだ。

この影の銀行システムを利用した金融を市場型間接金融と呼ぶ。市場型間接金融とは，直接金融と間接金融双方の特徴も持つ。金融機関が企業に融資を行う時点では間接金融であるが，市場型間接金融では，その後，金融機関が貸出によって生じた債権を，証券として投資家に販売するため，最終的には直接金融となる。ファンドなどの商品を組成した投資法人等が，借り手と貸し手の間に介在する点で，間接金融の一類型に属する。また，不特定多数の

投資家に受益証券等の形で権利が留保され、その権利をマーケットにおいて取引できる（流動性がある）という点で、「市場型」という文言が冠され、貸し手側にとって、この流動性がメリットとなる。金融機関にとっては、不良債権を抱え込むリスクを投資家に転嫁できるメリットがあり、投資家にとっては、様々な企業への投資が一括された証券を購入することでリスクを分散できるというメリットがある。しかし、問題点も現れた。特に、商業銀行とは異なり、規制を受けないため、様々なリスクの高い商品を扱うことになった。また、短期で資金を調達し長期で貸し付けるためミスマッチが生まれ、金融危機に陥りやすくなった。

このような預金者保護やシステミック・リスクの観点から、規制が行われている銀行業務に対し、投資の促進などの観点から、金融当局による規制が甘いにもかかわらず、銀行と同様のシステミック・リスクを孕んでいることが問題点として明らかになった。このことから、本来預金保険の対象ではないこれらの金融機関に関しても、預金保険機関が介入して公的資金投入等を行うことが、リーマン・ショック以来行われるようになった。

### 3. マクロの経済要因

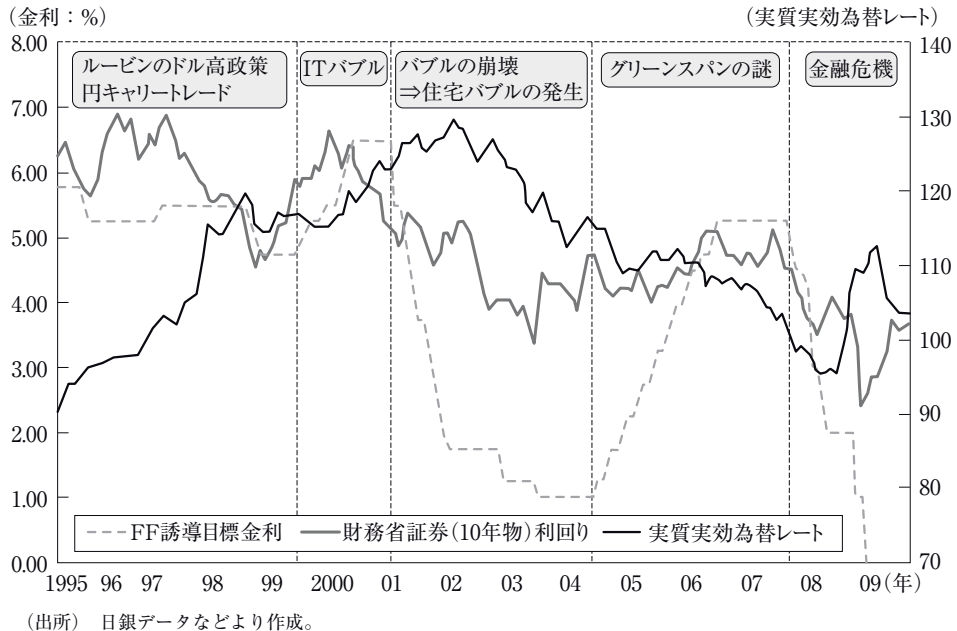
#### 3-1 中央銀行による過度の金融緩和

それでは、このような危機はなぜ起きたのであろうか。様々な要因が議論されているが、本稿ではマクロ的要因に絞って議論していくことにする。

過去の歴史で起きたバブルの全てが、過度の金融緩和と実体経済の楽観論が大きな前提条件となってきたことは言うまでもない。日本のバブルでも日本銀行による金融緩和、そして日本経済への過度の自信が大きな原因であった。今回についても、当時FRB議長であったグリーンズパンが講演等で繰り返し指摘していたように、米国経済は証券化などの金融工学の発展によって以前よりも効率的なリスクの配分が可能となった。そのため、危険資産に対する高い価格も正当化される、米国は過去の金融不安に直面した国とは違うという楽観論がバブル崩壊までは有力であった。

図3-1は過去15年の米国の政策金利の動きを示している。1998年後半のいわゆるLTCM危機に際してFEDは3回金利を引き下げた。危機は乗り切ったが、その直後のいわゆるITバブルは無視できない規模となり、2000年から01年にかけてこのバブルが破裂すると、アメリカ経済は不況に陥った。これに対応するため、2001年から03年にかけてFEDを含む各国中央銀行は強力な金融緩和政策を実行した。特にFEDは日本のようなデフレーションを防ぐために、大恐慌時以来の1%という水準にフェデラル・ファンド・レートを引き下げ、さらにはその前から日本銀行が実施していたいわゆる時間軸政策を参考に1%の金利が「相当程度の期間続く」と表明した。ECBを含む欧州の中央銀行も金利を大幅に引き下

図3-1 米国の政策金利と国債利回り，日米の為替レート



げた。

この強い金融緩和策が住宅投資，地価を強く刺激したと考えられる。FEDは2004年前半から，ECBは2006年から金利引き上げに転じ，2006年ないし07年には，ほぼITバブル崩壊前の水準に金利水準を戻している。

このような金融緩和が行きすぎたことを計量的に確認したのはテラーである<sup>1)</sup>。彼はフェデラル・ファンド・レートのテラー・ルールに基づく水準を計算したところ，現実値を2002年から2006年にかけて上回っていたことを示した。両者のギャップは特に2003年後半から2005年前半にかけて大きい。これはまさにFEDが日本のようなデフレを恐れて通常以上に金融を緩和した時期である。次にテラーはフェデラル・ファンド・レートが現実値ではなく，テラー・ルールに沿った値で推移していた場合の住宅投資をシミュレーションによって試算したところ，現実値よりもピークで20%前後も低かっただろうという結果を得た。通常以上の金融緩和が強い影響を住宅価格に与えたという。

テラーはさらに米国以外できわめて強い住宅ブームを経験したアイルランド，スペイン等で政策金利がテラー・ルールから大幅に緩和方向にずれていたことを示している。これはもちろん，ユーロ・ゾーン内で1つの金融政策しか採用できないということがもたらした

1) Taylor (2009)。

バイアスであるが、テラーは ECB の政策金利そのものが FED のその影響を受けていた可能性を指摘しており、世界的に必要以上に金利が低めに抑えられていた可能性を示している。

以上の結果の意味するところは複雑である。確かに、2003年前後の世界的なデフレ不安に対応した金融緩和政策が行き過ぎ、住宅、クレジット商品バブルを招いたことは間違いない。しかし、それでは政策金利を例えばテラー・ルールに沿って推移させていたらどうだったのだろうか。当時のデフレ懸念が行き過ぎたものだったとしたら、デフレにもならず、資産価格も相対的に安定的に推移していたということであろう。しかし、デフレ懸念が正しければ、テラー・ルールを大幅に下回るような政策金利水準が採用されていると、現実世界経済は深刻なデフレに陥っていたかもしれないのである。この点の厳密な検証は不可能に近いと思われるが、一段の分析が必要である。

このテラーに対する批判としてバーナンキが反論している。彼は、やや異なる時系列分析手法を用いて、当時のフェデラル・ファンド・レートが必ずしも低すぎるとは言えないこと、住宅価格の上昇には新しい金融商品の発達や、海外からの資本流入の役割がより大きかったことを主張している。いずれにせよ、デフレ懸念の正当性の検証も含めて、一段の分析が必要な分野である。

いずれにしても金融緩和が大きな要因であったことは間違いない。その上で、どのような対応をとるべきであったのか今後さらに検討が必要である。

### 3-2 グローバル・インバランス

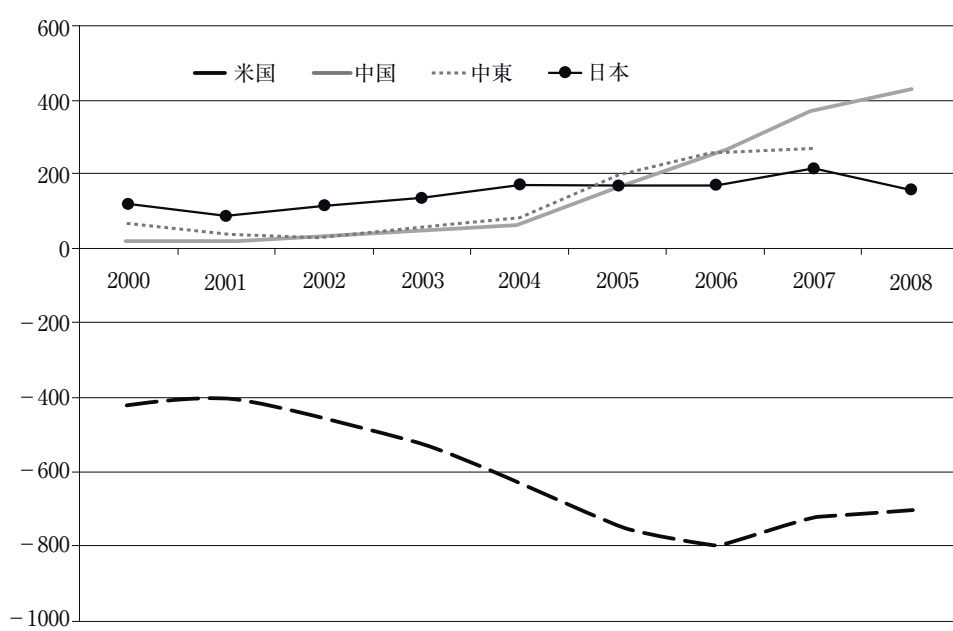
マクロ的な要因として、もう1つ有力な説が、グローバル・インバランス論である。バーナンキ前 FRB 議長が主張する原因として海外から米国等への資本流入の役割を強調するものである。

これと関連するのが2004年から06年にかけての長短金利の動きの乖離である。図 3-1 にあるように、2004年初めより FED はフェデラル・ファンド・レートを引き上げていったが、長期金利はそれには反応せず、むしろわずかながら低下を続けた。これが米国長期金利に関するいわゆる謎である。この現象の解釈は簡単ではない。FED に対する市場の信認が厚く、政策金利の引き上げにより中長期のインフレーションが抑えられると期待されていたので長期金利は落ち着いた動きをしていたというのが1つの仮説である。あるいは FED の政策の透明性が向上し、また別の仮説によれば、中国、日本等のアジア諸国からの大量の資本流入が米国の中長期金利を低位安定化する効果を持ったという。この典型例は Bernanke (2005) である。

このため、バーナンキは中国や日本からの資本流入がサブプライムローン危機のマクロ的



図 3-2 米国、中国、中東、日本の経常収支



(出所) IMF, Balance of Payments Statistics より筆者作成。

要因となったとする。図 3-2 は 2000～2008 年の経常収支を示したものであるが、アメリカだけが巨額の経常赤字であり、中国、日本、中東が大きな黒字を示している。このように、大きな資金がアメリカに流入し、その資金が証券化商品へと向かっていったと主張する。

### 3-3 バブルに対する中央銀行による政策

金融危機を起こしたマクロ的主因として、中央銀行による低金利政策とグローバル・インバランス論は、どちらにも一理あり、かつ二律背反する議論でもない。マクロ的要因としては、両方の要因が重なって起きたと言えるであろう。しかし、一方を強調する主張は、結局バブルに対して中央銀行がどのような姿勢でいるべきかを示している。

例えば、バーナンキのような考え方は主流のマクロ経済学者たちにとって当然の考え方としてリーマン・ショック前では、採用されていた。すなわち、インフレーション・ターゲティング等の枠組みをも用いつつ、一般物価の安定化を中央銀行の最大の目的とすべきであるというモデルにつながっている。また、インフレを抑制するために、中央銀行の独立性を高めるとともに、その説明責任も果たすべきであるとされてきた。それは理論の世界だけではなく、現実でも、世界各国の中央銀行はインフレ抑制に努めた。その結果、1990年代半ばを過ぎるとインフレ率の高い先進国は稀になった。しかし、金融システムの安定性の問題につ

いては、金融政策として考えるべき問題ではないという立場が有力となった。バーナンキは、資産価格と金融政策の関係に関する分析を試みた論文で次のように主張した<sup>2)</sup>。その論文では資産価格にバブルが発生し、その崩壊が实体经济に悪影響を与えるということがあっても、金融政策は資産価格に直接には反応しないことが望ましいと主張した。むしろ、近い将来のインフレ率に対する期待に基づいて政策金利が決まるべきであり、資産価格の高騰はインフレ予想に影響を与える限りにおいてのみ、金融政策を動かすべきだと主張した（＝インフレーション・ターゲティング）のである。こうした立場を元にした政策金利決定ルールがテラー・ルールであった。急激なインフレ抑制が景気を悪化させるリスクにも配慮して、このルールはインフレ率の目標からの乖離と GDP ギャップに反応して政策金利を決めることを主張する。金融システムの問題は、これら2つの変数に影響する限りにおいて金利に影響することになる。

このような考え方に対して別の見方がある。国際決済銀行のエコノミストたちの議論があった<sup>3)</sup>。彼らは重要な資産価格にバブルの兆候が見られる時は、その後の金融システムの安定に対するリスクに配慮して、金融政策でも対応すべきだという。しかし、この見方に対しては、資産価格のバブルの有無をバブル崩壊の前に把握するのは困難だという批判が寄せられ、標準的な見方を覆すには至らなかった。ところが、現在このような見方は、非常に興味深い論点を与えている。事前にリスクに配慮することは、金融監督行政として中央銀行の役割ではないという考え方もあるが、今後リスクを中央銀行自身が検討すべきであろう。

現実の経済を見ると、中長期的なデイスインフレ傾向の中で中央銀行の政策金利、その他の主要金利も低位で推移することとなった。1985年以降インフレ率が落ち着くなかで、政策金利も低下し、1990年以降は6%台の金利はほとんど観察されていない。他方、因果関係の立証は困難であるが、こうした低金利傾向の中で資産価格の不安定性が増している。株価の変動度合いは上昇している。1987年のブラック・マンデー、1998年のLTCM危機、今回の金融危機と、インフレ率が上昇しないなかで株価の変動係数は1960～70年代よりも高い水準に上昇している。また、1980年代以降の3回の大幅な株価変動時はいずれも深刻な金融危機が発生している。日本のバブルでも一般物価水準はインフレではなかった。

インフレを抑制しても金融システムは安定しないのかもしれない。あるいはむしろ、抑えること自体が金融危機の一因になってしまう可能性もある。インフレ抑制に成功した結果の低金利が投資家達に強いリターン追及の誘引を与え、場合によってはバブルを引き起こすのではないかという問題意識が多く政策担当者・研究者にある。その意味では2001年以降の金

---

2) Bernanke (2005)。

3) Borio (2009)。

融緩和だけでなく、より長期の1990年代半ば以降、場合によっては1980年代半ば以降の低金利傾向が、今回のクレジット・バブルを含む資産価格不安定化の背景となった可能性がある。

#### 4. おわりに

本稿では、2007年以降の世界経済危機について、その特徴を示した。また、その原因としてマクロ的側面から有力な議論についてサーベイした。今後、中央銀行の役割など検討すべき課題は多い。そこでは、主流のマクロ経済学のあり方を再考させる大きな経済現象であった。今後マクロ経済学の概念的な部分にまで検討を加えたい。

#### 参考文献

- 植田和男編著 (2010) 『世界金融危機・経済危機の全貌』 慶応義塾大学出版会。
- 翁邦雄 (2011) 『ポスト・マネタリズムの金融政策』 日本経済新聞社。
- 翁百合 (2014) 『不安定化する国際金融システム』 NTT 出版。
- 服部茂幸 (2013) 『新自由主義の帰結』 岩波書店。
- 平井俊顕 (2012) 『ケインズは資本主義を救えるか』 昭和堂。
- Bernanke, B. S. (2005), "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit," speech delivered at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Va., March 10.
- (2009), "Reflections on a year of Crisis," speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- (2010), "Monetary Policy and the Housing Bubble," speech given at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, Jan. 3.
- & M. Gertler (1999), "Monetary Policy and Asset Price Stability," paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- & V. R. Reinhart (2004), "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, pp. 85-90.
- Borio, C. & W. White (2004), "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes," BIS Working Paper, No. 147.
- Taylor, J. B. (2009), "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong," NBER Working Paper, No. 14631.