

金融危機調査委員会共和党委員による報告書の公表

—金融危機の教訓と今後の金融規制の方向性—

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 米国金融危機調査委員会（FCIC）の共和党委員は 2010 年 12 月、金融危機の要因に関する報告書を公表した。本報告書は FCIC の公式見解を示すものではないが、共和党の金融規制に対するスタンスを垣間見ることのできるものとして注目される。
2. 本報告書から読み取れるのは、第一に、GSE（政府後援企業）に対する共和党の厳しい見方である。GSE を「国民の税金で支えられた巨大なヘッジファンド」と断じるなど、GSE 批判が本報告書の中核となっている。
3. 第二に、金融ビジネスに対する共和党の肯定的な見方である。FCIC の公式な報告書作成に際して、民主党委員が金融業界に批判的な用語を用いようとしたことに共和党委員は反対したとされている。
4. 2011 年 1 月には、FCIC の公式な報告書、民主党の GSE 改革案が発表される予定であり、そこで示される金融危機の要因、GSE 改革の方向性が注目される。

I. 共和党委員による報告書の公表

2010 年 12 月、金融危機調査委員会（Financial Crisis Inquiry Commission、FCIC）の共和党委員 4 名より、金融危機の原因に関する報告書「金融危機教本：金融危機の要因に関する質疑応答（Financial Crisis Primer – Questions and Answers on the Causes of the Financial Crisis）」が公表された¹。FCIC は、2009 年詐欺対策・回復法（Fraud Enforcement and Recovery Act of 2009）に基づき、連邦議会直属の委員会として設立され²、米国における昨今の金融危機の要因を検証することを目的とする。委員は、民主党委員 6 名、共和党委員 4 名の 10

¹ <http://keithhennessy.com/wp-content/uploads/2010/12/Financial-Crisis-Primer.pdf>

² FCIC を 1929 年の株価大暴落の原因究明を目的としたペコラ委員会に準える向きもある。ペコラ委員会は、元検事のフェルディナンド・ペコラ氏が最高顧問として主導した上院銀行委員会の小委員会の通称である。多数の聴聞会を実施し、証券諸法の制定、証券取引委員会（SEC）の設立に繋がったと評価されている。

名からなり、委員長は民主党のフィリップ・アンジェリーデス氏（元カリフォルニア州出納長）、副委員長は共和党のウィリアム・トーマス氏（元下院議員（カリフォルニア州選出））が務める。FCIC は、2009 年 9 月の初会合以来、700 人以上の専門家の意見を聞き、数千の文書を検証し、19 日間の公聴会を開催している。

2009 年詐欺対策・回復法において、FCIC は、2010 年 12 月 15 日に金融危機の要因に関する報告書を大統領および議会に提出し、その 60 日後に解散することとされていたが、「調査・文書化を適切に完了させる」ことを目的に、報告書の提出を 2011 年 1 月に延期することが本委員会の多数決で可決・発表された。これに対して共和党委員は、報告書の準備に 1 年の時間があったこと、本のように分厚い報告書を作成しようとしているなどと反発し、共和党委員による報告書の発表に至った。そのため、今回の報告書はあくまでも FCIC の共和党委員の見解を示すものであり、FCIC の公式見解を示すものではない。しかし、2010 年 11 月の中間選挙で共和党が下院で過半数を占めるようになり、その影響力が強まる中で、金融危機を受けた共和党の金融規制、更には金融ビジネス全般に対するスタンスを垣間見ることのできるものとして、本報告書は注目に値する。

II. 報告書の内容

FCIC の共和党委員による報告書は、表題に「質疑応答」とある通り、金融危機に関する六つの素朴な質問と、それへの回答からなる。以下、その内容を紹介する。

1. 何故住宅バブルが生じたか

バブルの発生は不可避であり、それが膨張している過程では認識できない。しかし後から振り返ると、住宅バブルが生じた要因の一つとして、モーゲージ証券への投資に裏付けられた住宅ローンの供給が拡大しすぎたことが挙げられる。政府は社会政策と投資政策の二つを追求する中で、三つの経路でモーゲージ証券への投資を奨励していた。即ち、①規制上の自己資本比率の算定においてモーゲージ証券の掛け目が低く設定されていたことや、②規制や道義的説得により、政府が民間市場に対し、信用力の低い貸し手にも貸し出すよう促したことに加え、何よりも重要なこととして③バブルの膨張時にモーゲージ市場で最大の投資家であったファニーメイとフレディマックが政府の住宅政策の道具として利用されたこと、である。

2. 融資基準の低下に米政府はどのように寄与したか

暗黙の政府保証を維持してきた GSE（政府後援企業）を通じてモーゲージ市場を支えることは、90～00 年代に掲げられた持家促進策の実現に向けて政治的に都合の良い手段だった。しかし、それは無から有を生み出すようなものであり、結果として政府は、モーゲージのみに投資する、国民の税金で支えられた巨大なヘッジファンドを二つ生み出してしまった。政府の持家促進策が GSE のキャパシティを超える中で、GSE が低所得者層への住

宅供給を支えると同時に、公開企業として株主への責任を果たすためには、より低品質で高リスクなモーゲージへの投資を増やすしかなかった。GSE は二つの経路でこうしたリスクの高いモーゲージに投資していた。一つは、モーゲージ・プールへの保証の付与（エージェンシーMBS の組成）であり、持家促進策の進展に伴い、GSE が保証するローンはよりリスクの高いものとなっていた。もう一つは、サブプライムやオルト A のローンを組み入れた MBS への自己勘定投資であり、これは、低金利的环境下では純然たる金利アービトラージ取引とも言えるものであった。

3. 重要な金融機関はどのようにして住宅ローン市場との関わりを強めていったか

金融機関は証券化の手法を通じて、全国に住宅ローンを行き渡らせるために不可欠な資金仲介機能を担っていた。住宅市場の下落は、自らモーゲージのリスクを負っていた GSE や保険会社を直撃したが、借り手と投資家との間で信用の橋渡しをしていた重要な金融機関も、図らずして住宅市場下落のリスクに晒されていた。即ち、住宅市場の下落は、①パイプライン・リスク、②スーパー・シニア・リスク、③レピュテーション・リスク³、を通して流動性リスクを顕在化させ、ソルベンシーの問題へ発展していった。また、格付機関も、デフォルトの相関を見誤り、多くの金融機関で多額の損失を生ぜしめることになる CDO を購入する素地を作ることとなった。

4. 住宅ローン関連の損失がどのように重要な金融機関の破綻に繋がったか

小規模なサブプライム・ローン市場の問題が巨大金融機関の破綻や金融パニックを招来した理由は、レバレッジと満期ミスマッチにある。MBS や CDO が安全で流動性の高いものだと思われていたため、金融機関はその損失に対してわずかな資本しか持たず、また、短期債務で資金調達していた。レバレッジと満期変換は銀行が日常的に行っていることでもあるが、同時に危うさも孕むものであるため、一定の流動性を確保しておく必要がある。銀行の場合、FRB からの借り入れに頼ることができ、預金は FDIC の保証対象となっている。しかし銀行以外の金融機関は、こうした政府の支援なしに投資家から短期債務で資金調達するため、一旦投資家の信用を失うと資金の流出が止まらなくなる。こうした資金の流出は伝染するものであり、2008 年の秋に見られたように、同様のビジネス・モデルを採っていたり資産を保有したりする機関も対象となってしまう。

³ パイプライン・リスクは、金融機関が MBS 組成時に自ら組み入れ資産を保有し、市場下落により当該資産を売却できなくなるリスク。スーパー・シニア・リスクは、リターンが低い MBS の最高位トランチを、投資家が付かないため金融機関が保有したり、買戻し条項を付けて投資家に売却するなど、金融機関自らがリスクを一部保有したものの、危機時において、その複雑性ゆえに売却できなくなるリスク。レピュテーション・リスクは、多くの金融機関がオフバランス・ビークルでモーゲージ投資を提供しており、本来はその損失に対して金融機関は責任を負わないところ、いざという時に金融機関が当該ビークルを支援しないと、金融機関本体の健全性に疑念が生じるリスク。

5. 混乱はどのように始まり、どのように終わったか

モーゲージへのエクスポージャーが高く、流動性リスクが差し迫っていると市場がみなした金融機関からの資金流出は、市場全体のパニックへと繋がった。特にリーマンの破綻は、前例と異なり政府が債権者の損失を容認したため、大手金融機関に対する債権を保有することが投資家にとってリスクの高いものと認識されるようになった。これは、政府支援があれば財務が弱っていても貸し付けるという”too big to fail”から生じるモラル・ハザードの問題である。パニックが収束したのは、信頼が回復した後だった。金融システムの自動安定化装置が作動し、金融機関の破綻が一巡し資産価値も下がりきったと市場参加者が認識したことに加え、政府も重要な役割を果たした。政府は、TARP⁴法案の通過やFRBによる多様な担保資産の受け入れなど、本来は健全な金融機関からの資金流出を阻止するべく動いた。そもそも金融危機の発生で政府の責めに帰するところは多いが、危機時の指導者による迅速かつ果敢な決定は賞賛に値しよう。

6. 何故この混乱は経済をかくも痛めたのか

事業遂行のためにはクレジットへのアクセスが不可避である。しかし、金融危機時には、大企業は短期金融市場での借入れが、中小企業は銀行からの借入れが困難になった。信用収縮は消費者にも影響した。学生ローンやクレジット・カードの証券化市場は凍結し、モーゲージ市場でもGSEが唯一の貸し手となった。また、資産価値の下落で消費者は支出を抑えるようになった。

金融危機の後遺症として、住宅価格や株価の下落、失業率の上昇、政府債務の膨張が見られるのは、過去の金融危機でも同様であり、「今回は別 (This time is different)」というのは極めて危険である⁵。

III. 報告書に見る共和党の考え方

上記共和党委員による報告書から読み取れる共和党の金融規制に対するスタンスとしては、以下の二点が挙げられよう。

第一に、GSEに対する厳しい見方である。一般的に民主党はGSEによる持家促進策を支持するとされるのに対して、共和党は政府・公的機関の役割拡大に対して否定的な傾向がある。本報告書も、米国における住宅ローンの融資基準の低下の理由をGSEによる持家促進策の遂行に求め、GSEを「国民の税金で支えられた巨大なヘッジファンド」と断じるなど、GSE批判が中核になっている。共和党からは2010年6月、ジェフ・ヘンサーリング下院議員から下院金融サービス委員会に「GSE救済廃止および納税者保護法 (GSE

⁴ Troubled Asset Relief Program の略。詳細については、関雄太「問題資産買取プログラム (TARP) の実効性を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。

⁵ この部分について報告書は、Carmen M. Reinhert and Kenneth S. Rogoff (2009) “The aftermath of financial crises” *American Economic Review: Papers & Proceedings* 99 (2): 466-472 から引用している。

Bailout Elimination and Taxpayer Protection Act)」案が提出されており、複数の支持者が党内から出ていた。同法案では、ファニーメイとフレディマックを2年以内に廃止すること、あるいは財務上存続可能であるなら完全な民間企業とすることが示されている。もっとも、共和党の GSE 批判は、同党が下院で過半数を握るに至り、ややトーンダウンしている。米国住宅市場における GSE の重要性に鑑み、より穏健な改革を進めるべきだという姿勢に変わりつつあり、具体的には、GSE が買い取ることのできるローン金額の上限引き下げなどが指摘されている⁶。GSE は過去にも共和党と民主党の政治的対立の焦点になってきた経緯もあり、今後も更なる紆余曲折が予想される。

第二に、金融ビジネスの役割に対する肯定的な見方である。例えば、証券化について住宅ローンを遍く行き渡らせるために不可欠なものと評価したり、当時は危機を招いた民間金融機関の救済などの批判を受けた TARP を評価していることからそれが窺えよう。また、委員会による公式な報告書の発表が遅れることとなった理由として、民主党委員が金融危機の要因として用いようとしていた「ウォール街」「規制緩和」「シャドー・バンキング」といった単語について、共和党委員が不正確だとして拒んだことが指摘されている⁷。このように、相対的に共和党は金融業界に対して肯定的で、規制緩和にも消極的ではないと考えられる。

2011 年 1 月には、FCIC の公式な報告書、民主党の GSE 改革案が発表される予定であり、そこで示される金融業界と金融危機との関係、GSE 改革の方向性が注目される。

⁶ “GOP Shifts on Fannie, Freddie Overhaul” *The Wall Street Journal*, December 29, 2010

⁷ “Wall Street Blame Rift May Blunt Impact of U.S. Crisis Panel” *Bloomberg*, December 16, 2010