

深まる危機と求められる新たな政策対応

淵田 康之

起きてしまったミンスキー・モーメント

金融危機を分析したミンスキーにちなみ、レバレッジの高まりや資産価格の高騰が続いた末、信用市場が崩壊し、急速な経済縮小が生じる転機をミンスキー・モーメントと呼ぶが、サブプライム問題が表面化した直後の 2007 年秋頃の段階では、その状況にはまだないとの指摘があった¹。銀行の資本は十分厚く、事業会社の手元現金も潤沢であると考えられていたからである。しかしリーマン・ショックを機に、明らかに世界経済は本格的な危機の領域に入ってしまった。

ミンスキーは、資本主義経済においては、安定的な状態が続く中で投機的経済主体、さらにはポンツィ的経済主体が拡大し、不安定性が増幅していくとした。歴史的な経済拡大が続いてきた過程で、実は世紀のポンツィ・スキーム（ねずみ講）が繰り返られていたことが発覚したことは象徴的である。

もっともミンスキーの定義するポンツィ的経済主体とは、必ずしも詐欺師ではなく、自らが生み出すキャッシュフローを上回る債務返済を抱えながら、さらに債務を増やしていくことで活動を維持する主体である。また投機的経済主体とは、一時的にキャッシュフローを上回る債務支払いが発生するが、近い将来のキャッシュフローの増加が期待されるため、債務の借換えを続けることで活動を維持できる主体である²。低金利や資産価格上昇が持続する場合、経済においてこうした債務依存度の高い主体が台頭しやすい。今回も、住宅価格上昇や、市場での低利のリファイナンスが容易な状況が続くことを、あたかも当然のごとく考えたポンツィ的、あるいは投機的経済主体が多くの国で増殖し、繁栄が謳歌される中で金融危機の素地が醸成されていたわけである。

マクロとミクロの right regulation の模索

ラインハートとロゴフが、過去の危機の調整（ピークからボトム）の程度と期間を平均したところ、住宅価格の調整はマイナス 35% で 6 年、株価の調整はマイナス 55% で 3.5 年、失業率は 5 年近くかけて 7% 上昇、そして危機発生後から 3 年で実質政府債務は 86% 拡大したという³。ただ言うまでもなく国や時期によって、調整過程の深刻度にはばらつきが確認される。今回の危機を少しでも軽く、また短い調整で済ませ、かつ将来に向けてより堅牢な経済・金融システムを構築するにはいかにすべきか、2009 年は正念場の年となる。

危機の原因として、マクロとミクロのそれぞれの問題が指摘される。そしてマクロでも

¹ Calomiris, Charles W. (2007). "Not (Yet) a 'Minsky Moment,'" AEI Online, October 5.

² ハイマン・ミンスキー『金融不安定性の経済学』、吉野紀ほか訳、多賀出版、1996 年

³ Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, "The Aftermath of Financial Crises," paper prepared for presentation at the American Economic Association meetings, January 3, 2009.

図表 金融危機へのマクロ、ミクロの対応

	緊急対応	新たなフレームワーク
マ ク ロ	<ul style="list-style-type: none"> ○中央銀行による政策金利引き下げ、長期国債買取り ○非銀行セクターや CP、モーゲージ、MMF 市場等も視野に入れた中央銀行による流動性供給、通貨スワップ協定 ○財政刺激を柱とした各種経済政策 ○IMF・世銀による支援、FSF の加盟国拡大 ?政府紙幣の発行等 	<ul style="list-style-type: none"> ?マクロ・プルデンシャル・レギュレーションの確立、資産価格を考慮した金融政策、インフレ・ターゲット（米、日）、グローバル・インバランスの是正策（米国の過剰消費構造の是正、アジアの輸出依存構造の是正、アジアなど新興国の金融市場の発展）、IMF・世銀の改革、新たな国際的・地域的基金等の設立等
ミ ク ロ	<ul style="list-style-type: none"> ○住宅ローンの借り手救済（米国） ○預金保険や金融機関債務への保証、金融機関の資産の損失補填、影響の大きい経済主体への公的資金注入 ○空売り規制強化 ○上場廃止基準の緩和（日本） ○金融商品時価会計に関するガイダンス強化、SPC の会計・開示基準の脆弱性への対処、複雑な金融商品の開示強化、国際会計基準設定主体のガバナンス強化 ○ヘッジファンドのベスト・プラクティス提示 ?金融機関の不良資産買取り、バッドバンク設立、一時国有化等 	<ul style="list-style-type: none"> ○世界的な大手金融機関ごとの国際的監督当局間グループ（カレッジ）設置 ○格付け規制、バーゼル自己資本規制の強化、CDS 取引の清算機関設立 ?新たなモーゲージ貸出・保険制度（米国）、証券化規制、ヘッジファンド規制、経営者やトレーダーの報酬規制、新たなシステミック・リスク・レギュレーターと同レギュレーションの導入を含む金融・証券市場規制・監督構造の見直し、各種のプロシクリシティ問題への対応、金融機関の開示・リスク管理強化、クロスボーダーで活動する銀行への国際的な流動性監督・流動性供給、クロスボーダーの金融機関破綻処理制度及び破産法の確立、資本の定義の調和、国際的な会計基準・監査・預金保険等の統一、時価会計見直し、GSE や一部金融機関の公益企業化、個人向け金融アドバイスへの税制優遇、金融商品安全委員会設立、広汎なリスクの取引市場の整備、金融取引税導入等

(注) ○は実施中ないし実現方向、?は議論はあるが未確定

(出所) 野村資本市場研究所

ミクロでも、短期の緊急対策が実行される一方、中長期の構造改革の議論も活発化しつつある。マクロ、ミクロの light regulation に問題があったとすれば、いかに right regulation に修正するかが問われている。tight regulation のもたらす副作用にも注意が必要だ。

悩ましいのは、1929 年以降の世界大恐慌の原因は何であり、どのような政策をとるのが最適だったのかという点についても、80 年近く経った今日に至るまで様々な解釈や議論が続いていることである。既に起きた危機についても十分理解できないまま、現在進行の危機に直面しなければならないというのが現実である。何をすべきかに加えて、どのような組織主体がそれを実行するかという問題もある。今回は危機がグローバル化しているだけに、特に後者の課題は重要であるが、IMF のあり方一つとっても容易に合意は得られにくい。

一つ確実なことは、単に市場経済を否定しても活路は開かれれないということだろう。金融工学批判も聞かれるが、シラーは、タイタニックが沈没した後も、船は以前の姿に戻るのではなく、さらに高度なテクノロジーが導入されていったと指摘する⁴。そして船の機能も安全性も格段に向上していったわけである。いかなる制度設計をしようと、それが前提とした外部環境が変化を免れない以上、完璧はありえない。4月に予定される G20 も視野に入れながら、当面、試行錯誤を臆することなく、より良い姿を求めて模索を続けなければならない。

⁴ 2009 年 1 月、アメリカ経済学会のパネルディスカッションにて。