

2010 年度 4 月 統計研究会金融班・設研共同研究会 要旨

講師：東京大学大学院経済学研究科 植田和男教授

演題：世界金融経済危機と経済学

日時：2010 年 4 月 16 日（金） 17:30～19:30

要旨

本論では、2008 年秋に顕在化した金融経済危機、具体的には住宅価格バブルやクレジットバブルの生成と破裂に関して、経済学的な探求が必要と考えられる問題を提起する。順に、制度やインセンティブ構造といったミクロ的な問題と、金融政策や経済環境といったマクロ的な問題について述べた後、危機時の金融政策の在り方について言及する。

ミクロ的には、OTD (Originate to Distribute) モデルの問題および経営者のインセンティブ問題が挙げられる。OTD モデルとは、金融機関が証券化による売却 (distribute) を前提としてローンを作成 (originate) し、その過程から利益を得ようとするビジネスモデルである。ローン組成のための原資は、レポ市場や CP 市場を經由して MMF から流入した短期資金であり、組成されたローンは、借り手の家計を通じて再び MMF に流入し、銀行とは別の自己完結的な信用創造のシステム (Shadow Banking System) を形成した。

OTD モデルは、IT 技術を活用する点で「時代に合った」ビジネスモデルであるとも言えるが、実際には危機の原因となってしまった。その背景には、次のような問題が指摘される。第 1 に、OTD モデルにおいて情報の非対称性の問題は、ローン組成者が劣後部分を保有することで解決されるはずであったが、安全資産を求める投資家の格付けへの過度の依存や、スプレッドを求める投資家の強いリスクアペタイトの下で、実際はこの点が極めて不十分な「不完全な OTD モデル」になっていた。第 2 に、証券化商品が急増する一方、本格的な市場流動性を備えた流通市場が育っていなかったことが、レポ市場・CP 市場や CDS の濫用につながった。異例に低い短期金利の下で、ローン組成者は、劣後部分ではなく優先部分 (AAA) を多く持ち、長短スプレッドを享受していた。第 3 に、規制逃れによる利益の追求行動 (regulatory arbitrage) を誘因づけるような金融規制の不完全性である。OTD モデルに金融機関が取り組むきっかけは、自己資本比率に関する BIS 規制であったと言える。BIS 規制の下で、OTD モデルは資本に対する規制上の課税を逃れることを可能にするからである。また、2004 年にアメリカが投資銀行に対するレバレッジ規制を緩和したことも問題であった可能性がある。目下、欧米の金融当局は、危機の再発防止策として、自己資本比率の規制水準の引き上げやレバレッジ規制の強化などを検討している。しかし、経済学者の間では、「市場の失敗」の特定が不十分なまま規制を強化することについて慎重な意見も多い。

経営者の近視眼的な行動も、今回の危機の原因の一つであったと考えられる。高額報酬がその土壌であったならば、経営者市場における競争が悪い結果をもたらすという意味で

の「市場の失敗」が存在したはずであるが、理論的には解明されていない。一つの見方として、アメリカの金融労働市場における契約期間の短さが指摘されている¹。契約期間が短ければ、在任中に顕在化する恐れの高いテール・リスク（めったに起こらない悪い事象の出現による損失のリスク）をとって、短期的な収益および自己の報酬を高める投資行動をとるインセンティブが生まれる。テール・リスクが顕在化しない限り、そのように行動する経営者を株主が選別・排除することは難しい。このことが、今回の危機の一因となった可能性もある。

マクロ的には、ITバブルの崩壊や同時多発テロに対応した2001-2004年にかけての金融緩和政策や、物価と金利の長期間にわたる低位安定が、今回の危機の一因であったと言われている。前者に関しては、金融引き締めを行ったにもかかわらず長期金利が上げ渋る現象（グリーンズパンの「謎 (conundrum)」)が生じた。その原因としては、中国など経常黒字国によるアメリカ国債の大量購入があったとされる。また、後者に関しては、物価と金利の低位安定が投機活動を活発化し、バブルを引き起こすことを説明するには、ある種の貨幣錯覚の存在が必要とされる点、理論的な土台が不十分である。

本論の結びとして、金融政策に関する問題提起を行う。それは、「金融システムの安定性を確保するために、自己資本比率規制など通常のプルーデンス政策に加えて、金利政策をどこまで動員することが許されるか」という問題である。金利政策の本来の目的は、物価と景気（雇用）の安定であるとされる。しかし現実には、金利政策の何割かが金融システム安定化のために割り当てられていることが、実証研究によって明らかにされている。このような中央銀行の行動が、広い意味での物価と景気の安定という観点から説明できるのか否か、そうでないとすれば、どのような範囲で許容されるのか、といった問題は今後の重要な研究課題と言えるだろう。

以 上

¹ ヘッジファンドによる引き抜きが、長期的契約を難しくしたとされる。