

特集

2012年冬のシンポジウム

コメント

三宅裕樹（京都大学）

(1) 2007年以降のグローバル金融危機の現状

京都大学大学院経済研究科の三宅と申します。本日は、田中先生、尾上先生から、大変包括的かつ分かりやすいかたちでご解説いただきまして、大変勉強になりました。また井手先生からも非常に示唆深いコメントがございましたので、私が何か付け加えることもないのですが、とはいえ、せっかく頂戴した機会ですので、今回のテーマである欧州ソブリン危機に関連して、私自身が考えていることを少しお話しさせていただいて、色々と教えていただければと思っている次第でございます。

田中先生の資料の中でも触れられていましたけれども、そもそもは2007年後半の米国サブプライム・ローン問題というところからグローバル・レベルで金融危機というものが徐々に進行していきました。その後、さまざまな段階を経て深刻な事態を迎えたわけですが、直近では状況は非常に落ち着いてきています。

例えば、国債金利の水準をみると、危険水域が7%とされているようですが、その7%という水準でみても、ソブリン危機が懸念された国々の金利は相当に低下していることが確認できようかと思えます。また、2007年年初の、金融危機が顕在化する前の水準を100として、その後の株価指数の推移をみても、直近ではアメリカが100の水準を回復し、イギリスもほぼ100に戻っている。ドイツに至っては100を大きく上回る水準にまで回復しているということで、市場センチメントは相当に回復してきていることが確認できようかと思えます。こういった事態を受けて、先日の欧州首脳会議などでも、欧州ソブリン危機はピークを越えたという発言が出てきたりしているわけです。

こういった事態になったのはなぜかという、先ほどからさまざまにご説明がございましたとおり、政府、あるいは中央銀行が、非常に積極的に緊急の政策対応を行ったというところがあるのだらうと思えます。

少し先生方と言葉の使い方が違うかとも思いますが、私自身は、一連のグローバル金融危機というのは、まずは2007年の流動性危機というところから始まった。つまり資本市場において、投資家が不安感を覚えて資金を引き揚げることが発端となりました。例えばパリバ・ショックであったり、ノーザン・ロックの問題といったことが、この段階の具体的な事例として挙げられます。

そして市場から流動性資金が引き揚げられていくと、だんだん金融機関の財務状態に不安感が出てくる。それが一気に顕在化したのが2008年です。アメリカにおいてはファニーメイ、

フレディマックの問題が起き、さらにはリーマン・ショックという金融機関の破綻、銀行危機ということにつながっていきました。

さらにそれが発展したのが2010年で、ソブリン危機という段階に至ったわけです。ここでは財政赤字が膨らんだということではなくて、国家の財政状態に対して投資家が不安感を覚えて、国債が従来どおりに発行できなくなったという事態を指して、私はソブリン危機と呼んでおりますが、そういった事態に発展していきました。

もちろん流動性危機から銀行危機へと、その逆に銀行危機、銀行の財務状態が悪化したことが流動性の枯渇にさらにつながったという、危機の段階には行ったり来たりがありました。あるいはまた、銀行危機がソブリン危機に発展し、ソブリン危機がさらに銀行危機を深刻化させるという行ったり来たりもあります。とはいえ、基本的には流動性危機・銀行危機・ソブリン危機という三つの危機が、概ねこの順序で段階的に進んでいったと考えているわけです。

こういった事態に対して通常、中央銀行は流動性危機に対処する。それに対して銀行危機は、あるいはソブリン危機という一連の信用危機、クレジット・クラッシュに対しては、政府、財政が当たるものとされています。もちろん、今回の緊急政策対応では、財政と中央銀行がそれぞれ、役割を果たしました。しかし、それだけでなく、中央銀行に至っては、クレジット危機に対しても、非伝統的な機能ということで積極的な役割を果たした。こういった緊急の役割というものが、直近の状況の改善につながっているということが言えるだろうと思います。

(2) 金融規制改革の動きと課題

とはいえ、では2013年以降も、こうした状況が続くのかということに関しては、私は、若干不安を抱えています。もちろんリーマン・ショックのような事態が、また来年早々に起きるということをお願いしているわけではありませんが、経済・金融市場の状況が安定的に回復基調を辿るか、ということについては、必ずしも楽観はできないのではないかと考えています。

一つは、銀行危機の収束と金融市場の今後に関連して、もう一つはソブリン危機の収束と財政運営の今後に関連してです。これらそれぞれについて、中々楽観視できない要素が数多くあるのではないかと考えています。以下では、この二つについてお話しさせていただければと思います。

一つ目の銀行危機ということに関してですが、銀行危機への緊急対応としては、中央銀行が流動性資金を供給したり、政府が公的資金を投入し、場合によっては国有化するというところで緊急措置が講じられました。それと併せて、中長期的には、今後二度とこのような事態を起こしてはいけないということで金融規制を改革していこう、金融機関を健全な状態に変えていこうという取り組みが進められています。

そこでは従来の金融規制を強化するだけでなく、金融規制そのものの考え方を改めていこうという方針が打ち出されています。それを一言で特徴付けるとするならば、事後的な対応から事前的対応へとということが言えるのではないかと考えています。つまり、かつての規制では、平

時においては、金融機関は基本的には自由に事業を拡大し、運営してよい。しかし事態が深刻化したならば、当局が事後的に対応する。そういった方針が基本的には採られていました。それが、今回の金融危機を経て、事前的な対応へとシフトしつつあります。つまり、金融機関の財務状態が悪化するような事態をそもそも起こしてはならないということで、がちがちの規制を事前に課し、そのルールをきちっと守ることを厳格に義務付ける対応が採られるようになってきています。

そこでは、例えば、今回も問題となった「Too Big To Fail」問題に関連して、金融機関があまりにも大き過ぎるので、まずはそもそも事業規模を小さくしなさい。かつ金融機関がやっていることがあまりにも複雑になり過ぎているということで、機能を簡素化しなさいということが、まず大きく打ち出されました。

その上で、金融機関が少し事業規模を小さくして、その健全性をより強化していきなさいとして、自己資本規制や流動性規制の強化、コンティンジェント・キャピタルの発行などといったことが打ち出されています。

さらに、銀行以外の資本市場を通じた流れ、言い換えれば直接金融の流れについては相当に厳しい規制が掛かってきています。従来、資本市場での取引がほとんど規制されてこなかったという問題意識から、規制を新たに課そうということで、例えば直近においては金融取引税を導入し、そもそも直接金融での金融取引を控えなさいということが打ち出されています。

こういった一連の対応は、もちろん今回の事態を踏まえれば、感情、気持ちとしては分からなくもないのですけれども、果たして本当に今後の欧州、あるいはグローバルな金融市場にとって望ましいことなのか、あるいはこうした方向性で改革を進めることが果たして可能なのかについては、議論の余地が大いにあるのではないかと思います。

一つは、こういった改革を進めていくということは結局、金融取引における間接金融への、さらなるシフトを促すことになりかねません。そもそも大陸欧州では間接金融の流れが中心でしたが、そこでさらにこのように資本市場の規制を強化するということは、相当に資本市場の流れが小さくなってこざるをえません。そうすると、金融取引の流れにおいて、直接金融はさまざまな取引主体が参加するわけですが、間接金融では、銀行が金融取引を一手に担っているわけです。その銀行はいまどういう状態にあるかということ、深刻な不良債権問題を抱えています。住宅バブルの崩壊であったり、東欧諸国など新興国向け融資の不良化であったり、実体経済の悪化であったり、そういったさまざまな不良債権問題が、いままさに深刻化しつつある。その不良債権の金額も、まだ確定していません。そのように銀行が非常にストレスを抱えた段階で、さらに銀行の役割に期待するということが果たして可能なのか、あるいは望ましいのだろうかということは、一つの重要な問題としてあるのではないかと思います。

また、金融機関の事業規模の圧縮ということに関連してですが、欧州の金融機関の一つの特徴として、金融機関の規模があまりにも大き過ぎることが挙げられます。

欧州の金融機関の事業規模を、それぞれの金融機関が本拠を置く国の経済規模と比較したグ

ラフを見てみましょう。例えばUBSはスイスの金融機関ですので、このグラフは、スイスの経済規模に比べてUBSの総資産、事業規模はどれぐらいかを示したのですが、350%を超えています。つまりスイス経済の3.5倍の総資産規模を持っているわけです。それゆえ、こんなところをつぶせるわけがないという話になるわけです。二つ目のクレディ・スイスもスイスの金融機関ですが、やはり2倍を超えています。

ただし、ではこの二つはスイスという小国だからこういう状況になっているのかということ、RBS、パークレイズ、BNPパリバといったイギリス、フランス、スペイン、ドイツといった欧州大国の金融機関でも、本拠を置く国の経済規模に比べれば、やはり100%を超えたり、あるいはそれに近い水準です。

一方例えばアメリカの場合には、シティグループ、J.P.モルガンといった非常に大きな金融機関もありますが、それらは同じ比率でみると15%以下です。そういうところと比べても、欧州の金融機関は非常に規模が大き過ぎるということになってくるわけです。

では、本拠を置く国の政府が支えられないとすれば、最後は結局ドイツですかということになりかねない。しかし、ドイツでもこういう金融機関は支えられないのです。ドイツの経済規模に比べた欧州の各大手金融機関の総資産の規模をみても、ドイツの経済規模の100%を超える金融機関が欧州には数多く存在します。

現在、欧州では、欧州銀行同盟の創設という取り組みが進展しつつあり、各国単位ではなく、欧州全体でこういう金融機関を監督し、場合によっては公的資金を注入する仕組みを創設する、という方針が打ち出されています。そういうことが進めば、確かに欧州の大手金融機関の総資産規模は、EU全体のGDP比では20%前後ですので、事業規模の圧縮もさほど大掛かりに進める必要はないかもしれません。

しかし、こうした欧州銀行同盟の創設に向けた議論は、総論がようやく同意を得たという段階に過ぎず、具体的な議論はまだこれからという段階で、依然として透明性が高いとは言えない状況にあります。とすると、この「Too Big To Fail」問題、事業規模があまりにも大きくなってしまったという問題をどうやって解消していくのか、あるいは新たな規制の導入・執行に向けた以降をどのようにスムーズに進めていくのか、という点は、やはり予断を許さない問題としてあるのではないかと私は思っています。

このように見てきますと、銀行危機ということに対して、いまさまざまな改革が進められ、対応が進められようとしているわけですが、それが安定的に進むということは、必ずしも楽観的には見通せないのではないのかと思います。

(3) 欧州ソブリン危機が問いかける問題

次にソブリン危機に関連してですが、まず「ソブリン危機」という言葉について、少し混乱が見られるのではないかと考えております。私は、その国の財政赤字が膨らむ、拡大することがソブリン危機というよりは、むしろ政府が金融市場から、いままで思っていたとおりに安定

的に資金が調達できなくなるという事態、言い換えれば国債が安定的に発行できなくなる事態をソブリン危機と言うのが適当ではないか、と思っています。この二つは決して同じことを指していませんが、世間一般ではやや混乱があるように見受けられます。ともかく、私は後者の意味で「ソブリン危機」という言葉を使っています。

今回の一連の金融危機で、発展途上国のみならず、先進諸国レベルにおいても、国債には信用リスクがあるとして、市場で不安感が高まりました。その要因・契機として、いくつか挙げることができます。

一つは、今回の中でも特に銀行危機において、政府が主動的な役割を果たし、金融機関に公的資金を投入したり、実体経済の急速な悪化に対応するための景気拡大策を採りました。また、そもそもこうした事態になる前から、慢性的な財政赤字を抱えていた国々もありました。そういうところで財政赤字が膨らみ、ストック・ベースでの債務残高の拡大につながったことが、国債の信用リスクに注目が集まるきっかけとなりました。

ただし、指摘されているように、必ずしも長期金利の水準と、その国の債務残高の比率が連動しているわけではないということも、確かにそのとおりです。では、何が長期金利と連動しているのかと言うと、対外純資産・対外純債務の規模です。つまり投資家は、国債残高もさることながら、各国の対外純資産の規模ということに非常に注目しています。これは結局、政府の債務の返済意思に対する懸念が高まっていると言い換えられることもできようかと思えます。

こうした事態をどのように考えるべきかということ、一つの問題の立て方は、果たして投資家が不安感を抱いたこれらの根拠が正しいのか。つまり、財政赤字が膨らんだり、対外純債務国に転じることによって国債がデフォルトするかもしれないというリスクが高まっているという判断が理論的に正しいのか、間違っているのか。そういう問題の立て方も、一つはあろうかと思えます。

ただし、もう一つの問題の立て方として、国債というものはそもそもこういうものなのだと認識を新たにするべき、という捉え方もあろうかと思えます。つまり、ここで挙げているさまざまな信用リスクの根拠とされていることが理論的に正しいか、間違っているかということではなくて、どういう根拠であったとしても、投資家が不安感を覚えてしまえば、結局は国債が安定的には発行できなくなるという事態が起きうるのだということを確認する必要があるのではないかと、ということです。

もう少し具体的に申しますと、財政学においては、しばしば国債の中立命題ということが言われます。政府の資金調達手段としては税金と国債の二つがある。これは財政負担という観点からは、どちらも同じなのだという仮説・理論、これが国債の中立命題です。もちろん一面では正しいのですが、やはり根本的に国債と税金は違うわけです。税金とは、公権力を背景として、例えば政府が所得税を30%から50%に引き上げると決めれば、国民は負担しなくてはいけない。ですからある意味では、政府の意のままになる資金調達手段が税金です。それに対して国債は、

あくまでも投資家の自発的な意志に基づく資金調達手段です。政府がいくら金利1%で国債を発行するから買えと言っても、投資家の自発的意志がなければ買ってくれないということになります。その違いを、果たして財政学の議論でこれまで、そうした認識がもたれてきたのか、私は疑問に思っています。

特に今回の事態において深刻なのは、信用危機が起きましたが、この問題に対して何らかの対応ができるのは唯一政府だけです。金融機関単独で解決することはできない。やはり政府が不良債権を金融機関から切り離したり、公的資金を投入したり、あるいは景気回復のための財政・金融政策を講じるということをやらないと、信用危機というのは収まらない。それができるのは唯一政府だけなのです。ですから、ポール・クルーグマン（Paul Robin Krugman）は、さっさと不況を終わらせろと言うわけです。しかしながら、さっさと不況を終わらせろと言われてもできないというところが非常に問題なわけです。なぜできないかと言うと、信用危機に対処するための各種政策を実施するための財源を確保しようと国債が発行しようとしても、その国債が政府の思い通りには発行できないからです。

ギリシャにしても、スペインにしても、イタリアにしても、なぜあのような緊縮政策を採っているのか。クルーグマンに言われるまでもなく、不況を終わらせる責任は政府にあるということは認識しているわけですが、それができないから困っている。こういう事態に対して、従来の財政学、あるいは国債に関するさまざまな理論は、果たしてきちんと議論できていたのかについては、私自身は問題意識を持っています。

私からのコメントは以上です。