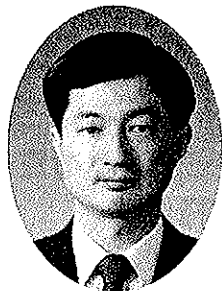


日本のバブル崩壊に 学ばなかった米国 (1)

—— バブルは繰り返す ——



塚崎 公義

はじめに

日本経済がバブルに踊り、その崩壊後に長期低迷したのは、最近のことである。米国の政府も金融機関も投資家も研究者も、日本の経験について研究し、米国で同様の事態が発生しないように備えていたはずである。

しかし、米国で発生した住宅バブルは、崩壊によって世界中を金融危機に陥れ、日本が経験した危機以上に深刻な事態を招来した。バブルの規模自体は日本のバブルよりも遥かに小さかったにもかかわらず、である。

米国が日本から学ぶべきであった事柄は数多いが、主なものを挙げれば、「①バブル期に銀行は慎重になるべきこと」、「②大きなバブルが崩壊した後は不良債権処理を先送りすべきこと」、「③金融市場は事態がある程度悪化すると突然に機能麻痺するという性質」、「④金融機関に公的資金を投入することの難しさ」、「⑤思い切った金融緩和が金融危機を緩和すること」、といったところであろう。

そこで本稿は、こうした問題を4回にわたるシリーズで採り上げて論じていくこととする。あらかじめ主な論点を示せば、以下のとおりである。

①バブル期の銀行貸出は、「バブルが続いた時に儲かるのは借り手であり、バブルが崩壊すると損するのは銀行である」という勝ち目のない賭けである。このことを米銀が邦銀から学んでいけば、今少し慎重になっていたかもしれない。そう考えると、バブルの再発を防止するヒントは金融業にあるように思われる。もっとも、話は簡単ではないようだ。融資業務のアンバンドリング（機能分化）が招来するモラルハザードや、米銀の抱えるコーポレートガバナンスの問題などが背景にあるからである。

②邦銀が不良債権処理を先送りした事に関して、米国から強い批判が寄せられていた。結果として金融危機が発生したため、早期に処理すべきだったと考えたのであろう。しかし、批判者は「邦銀が早期に処理していたら、合成の誤謬等々によって更に悪い事態に陥っていたであろう」という仮説についても真剣に検討するべきであった。経済は実験が出来ないのであるから、せめてそうした思考実験が行なわれていたら、今次危機により実際の「実験」を行なわなくても済んだのではないかと考えると、残念である。米国では金融機関が不良債権（これを証券化した不良債券を含む）の処理を急いだために資産価格が暴落し、誰も回収出来なかった、という事態に陥ったのである。

③日本のバブルが崩壊してから数年間、実体経済はバブルの後遺症に悩まされたが、それは過剰投資の反動等々であって、不良債権問題の影響は比較的軽微であった。それが突然実体経済に深刻な悪影響を与えるようになったのは、政府が三洋証券を破綻するに任せた結果として金融市場が凍り付き、金融業界全体として金融仲介機能が麻痺したからである。三洋証券を救済していれば最終的な納税者の負担ははるかに軽かったであろうことは容易に想像がつく。しかし、米国はこれに学ばず、リーマン・ブラザーズを見殺しにして結果的に納税者と世界経済を大きく害したのである。

④金融機関の資本増強策として公的資金を注入することが金融危機の沈静化には有効であること、しかし金融機関のために税金を用いることには納税者の抵抗が強く、政争の具にも使われかねないこと、等々は、日本の経験である。したがって、本来であれば事前に対応策が検討されるべきであった。難産の末とは言え、危機が深刻化した際に金融安定化法が成立したこと、それに基づき大手金融機関への資本注入が順調に進んだことなどは、選挙前というタイミングを考えると、まことに幸運であったと言える。

⑤FRBは金融危機に対して積極果敢に対処したが、満点であったとは言えない。日本で採用された実質ゼロ金利政策、量的緩和政策及び時間軸効果には、金融危機を緩和する効果が見られたのであるから、これを含めた一層の対策が迅速に採られるべきであった。

⑥今次騒動を通じて明らかになった事は、日本のシステムにはそれなりの合理性が認められるということである。米国的な文化には馴染まないが、日本的な文化の中では望ましい結果をもたらす可能性が高いのである。グローバル・スタンダード信仰が崩れて世界経済が多様化する中で、日本のシステムを再評価する必要がある。

⑦金融危機の後遺症である不況が深刻化しつつあるが、春には下げ止まる兆しが見え始める

可能性もある。そうであれば、明るい展望でシリーズを締め括りたい。

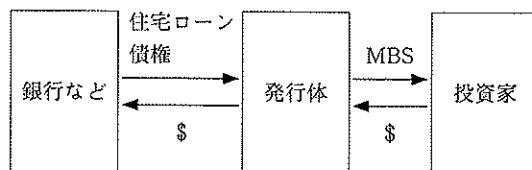
以上がシリーズの全体像である。今回は、一回目として、バブルが繰り返すメカニズムについて論じることとしたい。その前に、サブプライム問題のメカニズムを簡単に整理しておく。

サブプライム問題のメカニズム

サブプライム・ローンとは、米国の銀行が信用力の低い借り手に対して貸し付ける住宅ローンの事である。通常であれば銀行は信用力の低い借り手に住宅ローンを貸し出す事はないが、住宅価格が上昇を続けるとの期待があれば、「将来借り手が住宅ローンの増額借換えを行なって元利を返済する」ことに期待して貸し出すのである。

さて、銀行が住宅ローンを貸し出した場合、満期が来るまでローンを保有し、住宅ローンの利息と預金者に支払う利息の差を粗利益とすることも出来る。しかし米銀は、多くの場合、貸し出した住宅ローンを証券化する。これは、「発行体」(ペーパーカンパニーのようなもの)が「MBS」(住宅ローン担保証券。発行体の社債のようなもの)を発行し、得た資金で銀行から住宅ローンを購入するというものである。発行体は、住宅ローンの元利金を回収してMBSの元利払いを行なう、というスキームである。その際には、発行体のMBS償還能力を「格付機関」が調べて格付という成績証明書を発行し、これを社債に添付して販売することで、投資家の資金を引き出すのである。

図表1 証券化スキームのイメージ図



米銀は、貸し出したサブプライム・ローンを証券化した。さらに、別の発行体が、MBS等

を買い集め、CDO（債務担保証券。これも、発行体の社債のようなもの）を発行し、MBS等の元利金でCDOの元利払いを行なうこととした。その際、CDOの発行金額を買い集めたMBS等のたとえば8割に抑えれば、MBS等の2割が不良債権化してもCDOは償還できるため、CDOは高い格付を得ることが出来る。こうして、格付が高く、利回りが他の同格付の債権よりも高い商品が登場したのである。

この商品は投資家に人気が高く、よく売れたので、銀行はサブプライム・ローンを積極的に貸し出し、次々と発行体に転売した。これが、住宅バブルを拡大させる一因となったのである。

しかし、バブルは何時までも続くわけではない。住宅価格が下落をはじめ、サブプライム・ローンの焦げ付きが増えて来たため、深刻な問題が発生した。

CDOの仕組が複雑であったため、どのサブプライム・ローンが不良債権化するとのCDOの償還が難しくなるのか、誰にも分からなかったのである。そこで、CDOの保有者が疑心暗鬼になって保有しているCDOを投売りし、CDOの価格が暴落した。借金でCDOを購入していた投資家の中には、暴落した価格での投売りは避けたいと思いつつも、不安になった債権者から返済を求められると、返済資金を捻出するために保有CDOを売却せざるを得なかった者も多い。CDOの投資家に積極的に融資をし、あるいは自らも積極的に投資を行っていた銀行や証券会社も多かった。そうした金融機関の決算が悪化したことで、信用不安から世界的に株価が下落した。

とどめを刺したのは、リーマン・ブラザーズの破綻である。リーマンが破綻するならば他の金融機関も破綻しかねない、ということで金融機関が相互に疑心暗鬼になったために、金融機関相互間の資金貸借市場が凍りつき、各金融機関は自己の資金繰りに不安を抱えるようになり、金融仲介機能を十分に果たすことが出来なくなってしまったのである。

合理的バブルとユーフォリア

今回の問題の発端は、住宅価格が上昇を続けるという前提で一連の取引が行なわれていたということである。なぜ、そうした前提が置かれたのかと言えば、住宅価格に関するバブルが生じていたから、ということになる。

「バブル」という言葉には、二通りの意味がある。第一は、経済学に言う「合理的バブル」であり、市場参加者が「今の価格は適正価格よりも高すぎるが、明日は今日より更に値上がりするであろうから、今日買って明日売ろう」と考えて取引を行なうものである。日本で言えば「仕手株」のイメージであろう。世界最初のバブルと言われるオランダのチューリップ事件は、これであったと思われる。米国のITバブルも、これに近かったかもしれない。

第二は「ユーフォリア（＝熱狂）」であって、市場参加者が「今までの価格が安すぎたので、現在はそれが修正されつつある過程である」と考えて取引を行なうものである。これは、経済が好調で人々が自信と明るい展望を持ち、金融が緩和されていて、資産価格が上昇しはじめていて、それを正当化する理屈が示されている時に発生する。政府も銀行も自信と明るい展望を市場参加者と共有していることから、資産価格上昇に疑問を持たないばかりか、資産価格上昇が景気に与える好影響を快く思うことも多い。

では、日本のバブルはいずれであったのだろうか。合理的バブルであれば、今日買って明日売するために株や更地を買うことはあっても、自宅を買う個人や工場を建てる企業は無いはずである。したがって、当時のバブルは後者のユーフォリアであったと思われる。ユーフォリアであったが故に、政府も止めず、銀行も積極的に融資を行い、バブルが拡大していったのである。冷静に考えれば、少なくともバブルの末期には、株価暴落を目の当たりにして地価暴落の可能性も頭を過ぎったはずであるが、それに気付かぬ

かったのがユーフォリアの所以であろう。

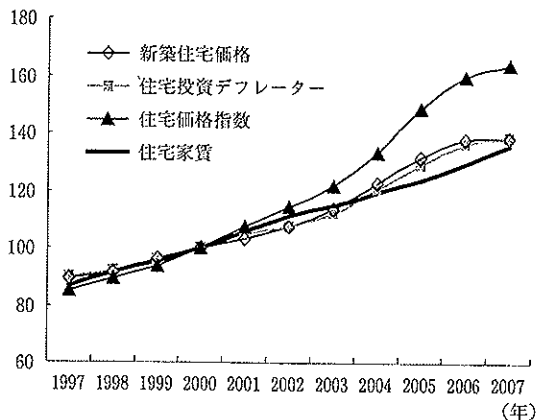
邦銀に学ばなかった米銀

今次米国の住宅バブルも同様に、借り手の中心が自宅購入者であったことを考えれば、ユーフォリアであったはずである。したがって、米銀がバブルに踊った事も、考え方によっては自然であった。

しかし、直前に邦銀の失敗を目の当たりにしていた米銀が、邦銀から何も学ばなかったのは残念なことである。その教訓とは、「バブル期に資産購入目的の融資依頼に銀行が応じるとする。資産価格が上昇を続ければ借り手が儲けるだけで銀行は利鞘しか儲からない。一方で、資産価格が大幅に下落すれば、借り手の多くが破産して銀行は不良債権を抱え込み、大損をする。つまり、バブル期の銀行融資は、バブルが続けば借り手の勝ち、崩壊すれば銀行の負け、という勝ち目のない賭けなのである」ということと、「バブルだと気がつかなくても、資産価格が大幅に上昇している時にはユーフォリアに陥っている可能性があるので、銀行融資は慎重に行なうべきである」ということである。

今一つ残念なのは、日本のユーフォリアに比べて米国のユーフォリアの方が遙かに気付きやすいものであったことである。地価と株価は、フェアバリューが不明確であるが故に、割高感が生じにくく、ユーフォリア型バブルが発生・拡大しやすい。したがって、邦銀がバブルに踊ったのは、ある意味で仕方のないことであった。しかし、住宅価格には、住宅建設コストという明確なフェアバリューが存在しており、ここから大幅には乖離し得ないのであって、住宅価格が上昇を続けるとの前提で融資を行なうことは、本来であれば考えにくいことなのである。図表2は、新築住宅価格が「リーズナブル」な推移をする中で、中古住宅の取引価格のみが上昇していたことを示唆している（厳密には質的向上分を差引いて比較する必要があるが、2004年

図表2 米国住宅価格の推移



(注1) 新築住宅価格は米国住宅都市開発省発表の一戸建て、質的变化調整済み。

(注2) 住宅価格は、米国連邦住宅金融局の「パーチェスオンリー」。

(注3) 住宅投資デフレーターは、住宅投資のコストを示す。

(注4) 住宅家賃は、CPIのRent of Shelter。

(注5) グラフは、各数値を2000年=100として指数化したもの。

(資料) 米国商務省、米国労働省、米国住宅都市開発省、米国連邦住宅金融局

頃から急に大型物件が売買されるようになったと考える特段の理由は見当たらない。

そう考えると、米銀は単にバブルに踊っていたのではなく、バブルである可能性を薄々認識しながらも、気付かない振りをして踊っていたようにも思えてくる。そうであるとすれば、その理由として、「融資機能がアンバンドリングされていたに伴うモラル・ハザードが発生していた」という可能性と、「米国型コーポレート・ガバナンスが望ましくない方向に機能した」という可能性が考えられる。日本に学ばなかった、というよりも、米国のシステム自体に内在している問題が今回の問題を深刻化したのかもしれないのである。

アンバンドリングとモラルハザード

通常のローンは、銀行が自分で資金を集めて自分で貸し出しを行ない、焦げ付いた場合には自分が損をする。しかし、米国の住宅ローンは、銀行は借り手を探して信用力を審査して貸し出しを行なうだけであり、資金を集めるのは発行

体、住宅ローン焦げ付きのリスクは投資家が負い、格付機関が投資家のリスクを判断する。従来一人で行なっていたことを役割分担しているわけであるが、こうした役割分担のことを、アンバンドリングと呼ぶ。これは、各自が専門性を活かして分業することを可能にする金融の最先端技術であると言われ、米国の金融産業の誇りであったものであるが、今次騒動の顛末をみると、これが一因であった可能性が見えてくる。すなわち、銀行も発行体も格付機関も、何があっても自分が損をするわけではないので、不誠実な仕事をする、というモラル・ハザードが生じていた可能性があるのである。

銀行は、自行が保有する前提ならば貸し出さないであろう案件であっても、売却することが前提であれば、審査基準を緩めて貸し出すかもしれない。発行体は、そうした可能性を認識しながらも、住宅ローンを購入するかもしれない。格付機関は、顧客である発行体の意向を受けて、甘めの格付を行なうかもしれない。発行体も、甘い格付をしてくれそうな格付機関を選ぶかもしれない。そうした行為は、すべて投資家の利益を損ないかねないものなのである。

もちろん、各自の不誠実の度合いは大きくないはずである。極端に不誠実な仕事をすれば、評判を落として将来の顧客を失うからである。しかし、多くの参加者が少しずつ不誠実な仕事をすれば、最終的に投資家が被るモラル・ハザードの被害は大きなものとなりかねない。

こうした被害は、法律で規制しても防ぎ切れるものではない。しかし、投資家がこれを防ごうと思えば、投資をやめるしかないのであって、問題は単純ではない。アンバンドリングは夢の技術ではないのである。たとえば格付機関の誠実さを疑った投資家が自分で発行体の償還能力を調べるということは、実際には不可能であるし、仮にそれを行なうならば、アンバンドリングされた機能を結局全部一人で行なう必要が出てくるからである。

格付の限界

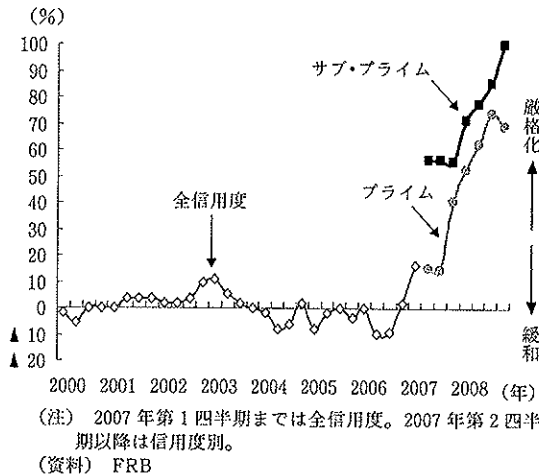
格付というものが、投資判断の絶対的な材料のように扱われていることも、今回露呈した大きな問題点の1つであろう。格付には様々な問題があるのである。

①上述のように、格付機関が営業判断から甘めに格付を行なう可能性がある。もっとも、格付機関は評判を失うことを恐れているため、極端に甘い評価は行わないであろうから、致命的な問題とは言い得ないが。

②格付機関が評価しているのは借り手の返済不能リスクであって、債券価格の予想ではない。今回生じたことは、投資家がCDOを投売りしたことで、CDOの流通価格が予想償還金額を大幅に下回ってしまったということである。予想償還金額が減少したこと自体は格付機関の責任であるが、それ以上に価格が低下したことは格付機関の責任ではない。投資家は、特に流動性の低い債券に投資する場合には、こうしたリスクに留意する必要があるのである。

③格付機関が借り手のことを完全に調べたとしても、借り手の返済能力は完全にはわからない。景気動向、ライバル企業の動向などの不確定要因もあるが、何よりも貸し手の態度の変化が予想出来ないからである。たとえば銀行を格付したとして、悪い噂が流れて銀行が取り付け騒ぎにあうと、比較的健全な銀行であっても倒産することが考えられよう。同様に、一般企業の格付であっても、悪い噂から投資家や銀行が一齐に資金を引き揚げれば借り手が倒産する場合もあろう。今回のケースは、若干複雑ではあったが、借り手の返済能力は住宅価格次第であり、住宅価格は銀行の住宅ローンに対する態度に大きく影響されるものであった、という点では、広い意味でこれに含まれるであろう。図表3は、2007年入り以降、銀行の住宅ローン貸出態度が急変したことを物語っており、これが借り手の返済能力を大きく削いだとすれば、格付機関

図表3 米銀の融資態度の変化(住宅ローン)



にとっては不幸な事態であったと言えよう。

④バブル期に過去のデータを見ながら判断するのはバックミラーを見ながら運転するようなもので、大変危険である。サブプライム・ローン関連証券を格付する際に、格付機関は過去のサブプライム・ローンのデフォルト率を調べたが、住宅価格の上昇局面においてはサブプライム・ローンの借り手が容易に住宅ローンの増額借換えを行なえたため、デフォルト率は低かったのである。③とも関係するが、格付機関としては、他に参考となる客観的なデータが無い以上、これに頼らざるをえなかったということであろう。

以上のように、格付機関は万能ではなく、様々な制約の下で格付を行なっているのであって、これを盲信することは大変危険である。投資家の方がこれを賢く使いこなす必要があるのである。

コーポレート・ガバナンス

米国から日本に対して、日本企業は株主利益を重視していないという批判がなされているが、今回の顛末を見ると、米国のコーポレート・ガバナンスが望ましい方向に機能しているのか否か、疑問が生じてくる。第一に、米国では株主の利益のために金融機関が動いていたのか否か、

疑問である。第二に、株主利益の重視が世の中のためになっているのか否か、疑わしい。

不誠実な銀行員は、甘い審査で住宅ローンを貸し出し、それを発行体に売却することで、長期的に見れば銀行の評判を落とし、銀行の株主に損失を与える行為を行なっていた可能性がある。甘い審査を行なって業績を上げれば莫大なボーナスが得られるのであるから、不誠実に行動しようというインセンティブが働くからである。一方、誠実な銀行員は、ライバルたちが業績を上げる中で審査を厳しく行なっていると業績があがらずに解雇されてしまう。したがって、彼等でも、甘い審査を行なわざるを得なかったかもしれない。これは、彼等の上司である経営者も同様であり、全社的に審査を甘くして業績を上げて莫大なボーナスを得る選択肢と、審査を厳しくして業績を低迷させてクビになる選択肢の間で、前者を選んだ銀行経営者は多いであろう。

投資家側の担当者であるファンドマネージャーに関しても、事情は同じである。CDOへの投資が危険であり、株主の利益を害しかねないことを知っていたとしても、投資を行なった可能性は否定出来ないのである。格付が高く利回りも高いCDOに投資すれば、業績が上がって莫大なボーナスを得られる一方で、投資しなければ業績低迷により解雇されかねないからである。場合によっては、「CDOがデフォルトした場合でも、高格付商品に投資したのだから、どの言い訳が通る可能性も皆無ではない」という甘い期待も働いたかもしれない。彼等の上司である経営者にとっても、事情は同様であろう。

株主自身にとっても、バブルに踊ることが望ましい場合もあり得る。①銀行が甘い審査で貸出を行なって貸出債権を売却することは、長期的には銀行の利益を損なうが、短期的には銀行の利益となる。したがって、銀行の株主としては利益の上がっている間に株式を売却して利益を稼ぐ事が可能である。「米国企業は株主主権なので短期的な収益を重視する」と言われる所

以である。②赤字が続いて自己資本がゼロになった投資会社があったとする。何もしなければ、株主の持分はゼロである。ハイリスク・ハイリターンのCDOに投資して一か八かの賭けを行なうと、成功すれば株主の持分はプラスとなり、失敗して会社が倒産しても株主の持分はゼロのままである。したがって、投資会社の株主はCDOを購入するインセンティブを持つのである。終身雇用の従業員の雇用を守ることを重視する日本では考えにくい、現に米国ではS&Lなどがハイリスク・ハイリターン投資を行なったとして問題になっているのである。

バブルは繰り返す

バブルの発生を防ぐことは難しい。特にユーフォリアについては、経済が好調で人々が自信と明るい展望を持ち、金融が緩和されていて、資産価格が上昇はじめていて、それを正当化する理屈が示されている時に、隣人が投資で儲けた話を聞いて、自分も投資をしよう考えることは、ある意味で自然だからである。しかし、バブルの拡大を抑制することは、銀行が慎重になれば、不可能ではない。

たとえば資産価格が上昇を続けている時に、「現在の値上がりは、低すぎた価格の修正過程である確率が8割であり、現状がバブル(=ユーフォリア)である確率は2割である」と人々が考えたでしょう。投資家が、8割の確率で儲かる方に賭けることは自然であろう。一方で銀行は、「8割の確率で利鞘が稼げるが、2割の確率で勝ち目のない賭けに挑む」ことを避けるべきである。そうなれば、バブルはそれほど膨らまないであろう。しかし、実際には銀行が慎重にならないメカニズムが上記のように種々内包されているのである。

では、米国が日本に倣って金融のアンバンドリングをやめ、終身雇用制等を採用すればよいのであろうか。アンバンドリングをやめて銀行が融資を最後まで保有し続けるようにすれば、

モラル・ハザードが抑制される分だけ、銀行が慎重になるであろう。終身雇用で年功序列賃金にすれば、銀行員や投資会社社員が無謀なリスクを採るインセンティブを持たなくなるであろう。株主主権から従業員主権に移行すれば、銀行等が短期的な利益を追求しなくなるかもしれない。しかし、それでバブルが抑制されるとは限らない。現に、80年代の邦銀は、積極果敢にリスクに挑んでいたからである。

当時はユーフォリアで、リスクに挑んでいる意識が乏しかった、という面はあるが、多くの銀行員から聞かれるのは、「他行との競争意識が組織を支配しており、ライバル行に負けないことが最重要の行動原理であった」ということのようなのである。おそらく、終身雇用制で帰属意識の高まった集団が他の集団との競争意識を高めた際には、集団としての冷静な判断が著しく困難化するであろう。

そう考えると、人々がユーフォリアに踊っている時に、銀行が慎重になってバブルを抑制する、ということも、実際には難しいということになる。バブルは今後も繰り返し、バブル崩壊後の惨状も繰り返す、と考えておいた方がよさそうである。

なお、上記は筆者の個人的な見解であり、筆者の属する組織の見解ではない。