

Gary B. Gorton, *Slapped by the Invisible Hand; The Panic of 2007, 2010*

佐賀卓雄

1

サブプライム問題を発端とした世界的金融システムの混乱は、2007年8月以降深刻化し、大手金融機関の相次ぐ破綻および金融危機をもたらしたが、各国政府は中央銀行信用の供与、公的資金の投入により、かろうじて全面的な崩壊（メルトダウン）を回避した。こうして一旦は小康状態を迎えたものの、2009年末に財政不安からギリシャ国債のデフォルトの可能性が問題視されると、EU全体に波及し、金融市場は再び不安定な状態に陥っている。

歴史上、稀にみる金融市場の混乱と実態経済の低迷は、議会、監督当局、研究者および実務家の多大の関心を惹起し、あらゆる分野で問題の究明と再発防止に向けた改革の提案がなされている。しかし、今回の事態をもたらした金融市場の歴史的な構造変化と危機の発現のメカニズムについての理論的かつ包括的分析は緒に就いたところである。

本書はアメリカにおける金融システム分析の第一人者であるガリー・ゴートンによる今回の金融危機についての本格的な分析である。著者は、ペンシルベニア大学ウォートン・スクール

を経て、現在、イェール大学マネジメント・スクールの教授であるが、この間、FRBでの勤務、AIGフィナンシャル・プロダクト（AIGのCDSを商品化していた子会社）のコンサルタントを務めた経験もある。このような経歴から判断されるように、理論、実務のいずれにも通じた人物である。また、著者の1983年のPh.D（博士）論文のテーマがアメリカにおける銀行パニックの歴史であったこと、そしてこれまで銀行パニックの歴史に関する多数の論文を執筆していることから、本書は歴史的事例分析の豊富な蓄積に基づく鋭い分析ともなっている。

2

アラン・グリンスパン前FRB議長が今回の金融システムの混乱を「100年に一度の危機」（正確には、「一世紀に一度の信用の津波」（a once-in-a century credit tsunami）（2008年10月23日の下院政府監視・改革委員会公聴会における証言））と表現した時、ほとんどの人は1929年10月の株値の暴落に始まり30年代の長期にわたる深刻な不況を連想したのではないだろうか。

しかし、時間が経過するにつれて、むしろ対

比されるべきは「1907年の恐慌」ではないのかという議論が優勢になりつつあるようにみえる。このような議論の根拠になっているのは、今回の金融システム危機についての独自の認識である。その展開は、住宅価格の低落、それにとまなうサブプライム住宅ローンの延滞率の上昇を発端に、それらを組み込んだ証券化商品の流動性の枯渇、評価損の発生による金融機関の資金繰りの行き詰まりにより、ヘッジ・ファンド、SIV、投資銀行、投資信託（MMF）など、いわゆる「シャドー・バンキング」と呼ばれる、中央銀行信用の供与や預金保険制度というセーフティ・ネットの外側にある非銀行金融機関が次々に破綻することになった。

これは裏返せば、中央銀行の信用供与と預金保険制度というセーフティ・ネットがこれらの金融機関にも提供されていれば、システムミック・リスクの発現はもっと初期の段階で封じ込めることができたのではないかという疑問を提起する。

このように考えれば、既にFRBが創設（1913年）されていた1929年に始まる大恐慌は余り適切な比較対象ではないということになる（本書では、連邦預金保険制度が創設された1934年から2007年までを「平穏期間（Quiet Period）」と呼んでいる（p.11））。本書はまさにこのような認識に基づき、セーフティ・ネットを欠いた下で生じた銀行パニックがどのような展開をたどるかを主として1907年恐慌に求め、今回のシャドー・バンキング・システムにおける取付（現実には、レポ市場における借換不能あるいは借換困難（run on repo））との類似性を析出することによって、金融規制のあり方を論じている。

3

本書は既発表の3論文に、新たに書き加えられた「序論」と「あとがき」から構成されている。このうち、第3章（「2007年のパニック、第1部」）と第4章（「同、第2部」）は、元々はカンザスシティ連銀が主催してジャクソン・ホールで開催された2008年のシンポジウム（このシンポジウムは毎年8月に開催される）に提出された論文で、約100ページ近い長文の論文を分割して収録したものである。

第2章の表題「見えざる手に顔面を痛打されて」はそのまま本書の書名ともなっているが、この含蓄のあるタイトルは著者の立場と本書の内容を理解する上で重要な意味を持つと思われる。

有名な「見えざる手」という言葉は、周知のようにアダム・スミスが『諸国民の富』（1776年）の中で、個々人の自由な経済活動に委ねると社会全体の最適な資源配分が達成されるという逆説的なパラダイムを提唱する際に使用した言葉である。その後、スミスの見方をベースに、主流派経済学では、市場は自己調整的な組織であり、長期的には安定的であるという見方が一般的になっていった。特に、適切な金融政策により1980年代中頃以降、実態経済（指標として採られるのはGDPの成長率である）の相対的な安定性が達成されたと主張する「大いなる安定」（The Great Moderation）はこのような風潮を端的に示している（最も早い時期に、これをまとめた形で論じたのは、バーナンキ連銀議長である（Bernanke, B.S. [2004], *The Great Moderation, Remarks at the Meeting of the Eastern Economic Association*）。歴史を振

り返してみると、同じような風潮はケインズ政策により資本主義が「不況免疫性」を持つに至ったと主張したケネディ政権下の「ニュー・エコノミックス」にも見られた。

これらの立場に共通しているのは、資本主義は一時的に軽度の不均衡（不況）に陥ることがあっても、適切な政策によって均衡に戻る自己調整能力を持っているという認識である。このような立場を取りあえず「均衡論的歴史認識」と名付けるとすると、この認識では2007年秋以降の金融市場の全面的なメルトダウンに近い状況は、「ありうるはずがないもの」、「あってはならないもの」ということになる。まさに「ブラック・スワン」（ナシーム・ニコラス・タリブ）である。

しかし、レインハートとロゴフが800年にわたる景気変動の歴史についての分析から導きだしたように、「最近の金融危機がどのように異なるように見えようとも、過去の経験と極めて類似性がある」（Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. [2009], *This Time Is Different*, Preface）のである。そして、彼らはことさら今回の金融システムの混乱と実態経済の深刻な不況の特異性を強調する論調に対しては、「『今回は違う』症候群」（This-Time-Is-Different Syndrome）と揶揄したのである。

そして、このような認識は決して例外的ではなく、例えば、ラグラム・ラジャン（Raghuram G. Rajan [2005], “Has Financial Development Made the World Riskier?”, FRB of Kansas City, 2005 *Economic Policy Symposium*）、ロバート・シラー（Robert J. Shiller [2008], *The Subprime Solution*）そしてヌーリエル・ルービニ（Nouriel Roubini and Stephan Mihm [2010], *Crisis Economics*；山

岡洋一・北川知子訳 [2010], 『大いなる不安定』ダイヤモンド社）などが、かなり早い時期から深刻な金融市場の混乱とリセッションを警告していた。また、金融システムの脆弱性については、既にハイマン・ミンスキーやチャールズ・キンドルバーガーなどによって理論的かつ歴史的な分析がなされてきた。本書のタイトルも、このような不均衡論的な歴史認識を込めたものと理解される。「金融危機はアメリカ金融史の中では常態（norm）であった」（p.2）という記述はこのような立場を端的に示している。

本書の目次は次の通りである。

1. 序論
2. 見えざる手に顔面を痛打されて：銀行業と2007年のパニック（初出、2009年5月）
3. 2007年のパニック、第1部（初出、2008年8月）
4. 2007年のパニック、第2部（同上）
5. 「銀行」と「銀行業」とが同じではない時の銀行規制（初出、1994年）
6. 2107年に本書を読む人々への注記

この構成の特徴は、今回の金融危機のメカニズムを本格的に分析した第3章と第4章をはさむ形で、FRBおよび預金保険制度が存在しなかった国法銀行時代（1864-1913年）のパニックと2007年との金融危機の比較分析（第2章）、そして銀行業務の変化が次第に規制体系との齟齬を生じるに至るプロセスの分析（第5章）が配置されていることである。特に、第5章は1994年という早い時期に発表されたものでありながら、本書に収録されているのは、銀行規制外に置かれたシャドー・バンキング・システムに対する著者の問題意識の一貫性を示すものとして構成が工夫されていることが伺われる。

それはともかく、サブプライム住宅ローン証券化の独特なメカニズムについての理論的な分析に加えて、そこに至る銀行業務の歴史的な性格変化、さらには金融危機の性格付けについての分析は、著者の並々ならぬ力量を余すところなく示すものとなっている。

4

それでは、各章の内容についてみていくが、論理の展開が理解しやすいように、目次とは逆に、著者の問題意識が良く現れている第5章、2007年のパニックを分析した第3章と第4章、そしてそれを歴史的な視点から検討した第2章、の順に取り上げることにする。なお、第1章の序論は各章が書かれた背景と問題意識、そして第6章は100年後にこの著書を読むものに対するアドバイスと言う形で将来の金融システムに対する著者の展望について述べているが、必要に応じて関説することにする。

まず第5章は、表題が示すように、「銀行」と「銀行業」の内容が乖離した時の、銀行に対する規制のあり方を論じている。著者は、15年前に執筆されたこの論文について、「私には、現在、『シャドー・バンキング・システム』と呼ばれているものが発展し、銀行規制に関して重大な問題を提起していることは明らかであった」(p.8)と述べている。

元々、「銀行」とは「銀行業」に従事する企業のことであり、「銀行業」とは要求払い預金を受け入れ、かつ商工業向け貸出しを行うことであると定義される（これは、1956年銀行持株会社法の銀行の定義でもある）。そして、歴史的に、これらの活動の組合せが銀行パニックの原因となってきたが、その根源には銀行の貸付

ポートフォリオの価値について預金者が情報を持っていないことがある。このため、預金者は健全な銀行と支払い能力に問題のある銀行を峻別できずに、噂などによって銀行の資産内容に関係なく預金を引き出す行動に駆られることになる。

銀行パニックに対する各国に共通した規制上の対応は預金保険制度の導入である。というのは、これによって、預金者が預金の引き出しに殺到する誘因を除去することができるからである。しかし、預金保険制度は銀行に補助金を与えることになり、今度はリスク・テイキングな行動を誘発する。

預金保険制度が存在する下で銀行のリスク・テイキングな行動を予防するのは、様々な制限を課す一方、補助を付与することである。制限には自己資本規制、業務の制限、報告義務などがある。補助は参入を制限し、債務（預金）の金利の上限を制限することである、これによって、銀行にリスク・テイキングな行動を制限するようなインセンティブを与え、銀行の「免許価値」(charter value)を向上させるのである。

しかし、ノンバンクや外国銀行などの競合者による銀行業への参入、そしてジャンク・ボンド市場の成長、ミューチュアル・ファンドなどの非銀行金融仲介機関の成長は、銀行のシェアと免許価値を低下させる。かくして、既存の銀行は収益性を維持するために新規業務に参入するようになると同時に、よりリスクの大きい業務を手掛けるようになる。

このような事態が進行すると、銀行規制のあり方も見直しを迫られる。商工業向け貸付と預金の取扱いが分離されると、「銀行業」を定義することが困難になる。そして、「銀行業」が

分解 (unbundling) されると、「銀行」の定義も難しくなり、参入障壁を設けることも困難になる。こうなると、銀行システムの信頼性を維持するためには、「銀行業」を構成する業務を再定義し、これらの業務を免許を付与された機関にのみ認可することが望ましい。

第3章と第4章は、既に紹介したように、ジャクソン・ホールでのシンポジウムに提出された論文を分割したものである。このシンポジウムの雰囲気について、著者は「過去30年間、中央銀行に関連する学術的研究はもっぱら金融政策についてのものであり、中央銀行の最後の貸手としての役割が議論の焦点になることはなかった」と評した上で、「カンファレンスはいくつかの点で幾分、奇妙なものであった。・・・一方では、参加者は自分たちがコントロールも理解もできない恐るべき危機の渦中にあるように行動しているようにはみえなかったこと、他方では現存の経済学のパラダイムが急速に衰退し、・・・最後の貸手機能が中央銀行の政策の焦点になった」と述べている (p.9)。さらに、この時点では中央銀行家たちはいわゆる「組成配分」(originate-to-distribute) 型モデルを危機の原因と捉え、証券化それ自体が好ましくないと論じていたが、これについて著者は批判を提起したと述べている (p.10)。

この論文におけるユニークな点は、現在の信用危機を本質的に銀行パニックと捉えていることにある。確かに、1907年のパニックのように伝統的な銀行システムが「銀行」取付に曝されてはいないが、それは銀行システムがオフバランス・シートとデリバティブの世界—シャドール・バンキング・システム—に変態したためであり、レポ市場での借換不能ないし困難は現代版の取付に他ならないとする (p.62)。そし

て、問題の根っこには証券化によりリスクの所在についての情報が欠如していたことがあるという。

第3章は、サブプライム住宅ローンとその証券化商品についての状況について説明し、その特性について論じている。ここでの重要な指摘は、サブプライム住宅ローンの特異な性格—ハイブリッド型金利 (最初の2ないし3年は低めの固定金利 (これを「お誘いレート」(teaser rate) と呼ぶ)、それ以後は変動金利に移行するが、通常、この時に金利が跳ね上がり延滞が多くなるところから、これは「ペイメント・ショック」と呼ばれている。このようなローン金利は「2/28」、「3/27」と表示される) のモーゲージ、および繰上償還の際に罰則金利が付与されているものが全体の80%を占めること—であり、通常の証券化とは峻別されるべきことである。というのは、これによりサブプライム住宅ローンは金利が上昇する変動金利への移行時に繰上げ償還されるのが一般的であり、長期の住宅ローンを実態的に2、3年の短期のローンに変換したことこそイノベーションに他ならない。もちろん、この前提は借換時にペナルティを保償するだけの住宅価格が上昇していることである。そして、これがキャッシュ・フローを変則的なものにし、証券化のスキームを複雑化させたのである。この点は、第4章の「組成配分」型モデルを危機の原因とする見方に対する批判の根拠ともなっている。

このような特異性を有するサブプライム住宅ローンの証券化は、RMBS, CDO, そしてCDO²と証券化のスキームが何重にも適用されるにつれて複雑になり、リスクの所在とその発現経路が分からなくなる。要するに、今回の金融市場の危機は「情報の欠如」が最も根本的な

原因なのである。

第4章では以上の分析を踏まえて、危機の発現であるSIVとレポ市場での取付のメカニズムが分析される。そのポイントは、SIV (structured investment vehicle)、ABCPなどのオフバランス・シートの導管 (conduit) と呼ばれる組織の資金調達・運用構造である。SIVはABCPやメディアム・ターム・ノートの発行により資金を調達し、証券化商品に投資する。ここで重要な点は、この短期資金調達・長期運用の構造は銀行の預金による資金調達と融資の構造と同じで、一旦、投資家 (預金者) の間で不安心理が広がると、取付 (あるいは事実上の取付であるABCP市場やレポ不能市場における借換不能あるいは借換困難) が生じるということである。SIVとそのスポンサーの間には「暗黙の契約」 (implicit contractual arrangement) が存在し、組成した証券化商品の相当額を保有するとともに、SIVに対する信用不安が広がるとオンバランス化している (pp. 138-41)。

他方、レポ市場 (債券を担保にした短期の借入) では貸手が担保に対するヘアカット (例えば、ヘアカットが5%ということは、100ドルの債券を担保に95ドルの借入ができる状態である。2007年8月までは0%であったが、2008年末には約45%にまで上昇 (p. 48のFigure 2.12を参照)) が上昇し、遂にはまったく貸手が存在しない状況に陥った。ヘアカットの上昇は銀行の取付に備えた預金準備率の上昇に相当する。これについては第2章で詳細な分析がなされている。

この章のもう一つ重要な論点は、いわゆる「組成配分」型モデルについての批判である。著者はいくつかの文献を引用して、これが今回

のパニックの原因であるとみなす立場を紹介している。しかし、証券化それ自体は過去20年の間に進展してきた銀行業における一般的な傾向であり、そこにみられる「組成配分」型モデルを原因とみなせば、何故、サブプライム住宅ローンの証券化という特殊個別的な分野で危機が発生したのかが説明できなくなると批判している (pp. 136-38)。

第2章は、銀行業の変化を追いながら、1934年の預金保険制度の導入以前の銀行パニックと比較しながら、その後2007年まで「平穏期間」が続いたこと、そしてその間に今回の危機の背景であるシャドー・バンキング・システムが台頭したことを分析している。銀行はその支払いが信用されている「情報非感応的負債」 (information-insensitive debt) (つまり、要求払い預金) を創造することによって取引を仲介する。しかし、この信用が揺らぐと (著者はこれを「情報感応的負債」 (information-sensitive debt) になると表現している) パニックが発生する。その時に採られる措置は、兌換の停止、そして取引を保証する手形交換所加盟銀行によるクリアリング・ハウスの創設である。クリアリング・ハウスはしばしば一種の通貨である「証書」 (clearinghouse loan certificate) を発行し信用の維持に努めた。しかし、預金保険制度の導入 (そして、FRBの創設) によりセーフティ・ネットが整備されると、古典的な銀行取付は終焉することになった。

この間に、規制緩和により銀行免許の価値が低減し、銀行がよりリスクな業務を手掛けるようになると同時に、シャドー・バンキング・システムが台頭した。このシャドー・バンキング・システムはセーフティ・ネットを欠いているため、投資家が不安心理に駆られると、かつ

での銀行取付と同じことが起きる。これがレポ市場における借換不能あるいは借換困難という事態である。

このような事態に対する銀行規制は、シャドー・バンキング・システムを真正の銀行システムとして認識し、銀行免許の価値を高め、情報非感応的負債を創出する必要がある。具体的には、①認可された上位の証券化商品に対して政府が保険を付与する、②政府が「銀行」を監督、検査する、③証券化への参入を制限し、参入を認められた企業はすべて「銀行」とみなし、監督に服する、である。

5

本書の意義は、銀行業の変遷、シャドー・バンキング・システムの台頭を背景に、2007年8月以降の金融危機の発現メカニズムを詳細に分析したことにある。「金融システムの将来は過去についての説明の関数であり、危機の際に起きたことの説明が非常に重要である」(p.183)と述べているように、本書の最大の特徴は徹底して歴史的視点を強調しているところにある。

この観点から、将来に向けていくつかのアドバイスを行っているが、それらの中で、とりわけ問題になりそうなのは、中央銀行が包括的保

証 (blanket guarantees) により負債をより情報非感応的にすべきであると主張している点である (p.183)。著者はこの範囲について明確にしている訳ではないが、すぐさまモラル・ハザードの問題をどう考えるのかという指摘がなされるであろう。もう一つは、実態の分析に向けた統計の整備の必要性についての指摘である。なかでも、著者が問題にするのは、シャドー・バンキング・システムに関連して、レポ市場についての統計が未整備どころか、部分的にはあれ、それをカバーしていた貨幣集計量M3の公表を2006年3月23日にFRBが止めてしまったことである。これによりシャドー・バンキング・システムの実態を把握することが困難になってしまった (pp.176-79)。

ポレミック調の論稿の多くにみられるように、本書でも「組成配分」型モデルに対する批判はやや極端にもみえる。また、レポ市場のヘアカットの上昇を銀行取付に対する対応と同一視することに対しては異論もありうるであろう。しかし、今回の金融危機を歴史的文脈において位置づけ、なおかつサブプライム住宅ローンの証券化の独特のメカニズムについて詳細に分析した業績は高く評価される。

(当研究所理事・主任研究員)