

5. 金融機関の在り方

1) マネーマーケットの悲喜劇

■ 過剰流動性はグローバルな責任

株式市場やマネーマーケットの歴史は、常に上下の波を繰り返して来ました。ここでは、悲喜劇もありました。マーケットでの売り買いは、程度やタイミングの差こそあれ、勝利者と敗者のゲームです。一度勝利したのも、どこかで負けることが多々あります。早めに逃げ勝ったものは別にして、最後まで戦って勝ち残るものは、余程運の良いものを含めてほんの僅かです。一般的に、市況が右肩上がりの場合、世の中が明るくなり、市場参加者とその関係者は特に豊かになります。オフィスや住宅等の不動産、IT等のシステム、広告、ホテルやレストラン、レジャーや商業など多くの産業と実体経済の有効需要にも好影響を与えます。

右肩上がりには、永遠に続きません。過剰流動性は、実際の経済活動を充足するキャッシュフロー総額を大きく超えた資金を金融市場に投入することになります。これが金融バブルといわれます。右肩上がりの期間が長く、その間の過剰流動性が大きいほど、それが崩落したときの混乱と犠牲が大きくなり、修復の為の対処も難しくなり、時間も要します。大量の不良債権の発生は、金融機関のバランスシートを痛め、負の連鎖による深刻な信用収縮を起こします。これが、グローバルに起こったのです。サブプライムやリーマン（ブラザーズ）そして米国が今回の世界の金融恐慌の元凶だと云われます。もともとリスク商品であるサブプライムが最初に崩落しただけです。先を走っていたゴールドマンサックスやモルガンスタンレーに追いつくべく、積極的なリスクポジション戦略をとったリーマンブラザーズは、もはや救命措置が困難な状態に陥っていたのかもしれない。先進国では、ヨーロッパも、同じような深刻な事態に陥り、一時は米国よりも更に深刻でその回復にも時間がかかると云われました。これも、長く続いた過剰流動性が元凶でした。ヨーロッパの不況は、それまで活況であった東ヨーロッパ諸国やトルコなどの産業や経済にも深刻な事態をもたらしました。

日本だけが、その前のバブル崩壊の経験があるので例外であるとの認識もあったようです。しかし、実態は、大変深刻な事態に陥っていました。確かに、前のバブル崩壊以降、国内経済は自動車をはじめとした輸出の拡大により改善しました。輸出拡大による内部キャッシュフローの改善により、企業の外部資金需要は停滞しました。これに、金融緩和や政府支出が加わり、市場へ安い資金が流出し、過剰流動性と同様な事態になりました。多額の資金が不動産や金融・証券市場に流れ、大都市を中心に、前回のバブルと同じような事態（ミニバブル）が発生しました。低い金利の円資金は、ドルに換えられ、海外での運用資金として流失しました（円キャリー）。これも、海外の過剰流動性と運用バブルの一端を担いました。ミニバブルは崩壊し、金融機関も、運用資産の暴

落と不動産や企業へのローンの不良債権が増え、日本経済は、再度深刻な金融収縮の事態に陥りました。前回とは異なり、海外の深刻な不況により、日本の輸出産業も、深刻な打撃を被り、多くの中小企業もその影響を被りました。不動産ローンや金融商品の運用資産の劣化に加え、企業や個人への貸付ポートフォリオも劣化し、金融収縮を加速しました。新規のローンの抑制や既存ローンの貸しはがしという事態はその象徴でした。

■ 運用資産（ポートフォリオ）管理の優劣

競合相手が消滅したなかで、生き残った限られた欧米の大手金融機関や投資銀行には、不良債権処理等の取引が集中し、好業績になっているところもあります。米国の投資銀行や商業銀行のなかには、不動産や企業買収用に出したローンや証券化商品の大部分を、即座若しくは一定の期間内に他の金融機関やファンド等に、多くの場合、小分けして売り抜けているところがあります（注）。その他の欧米の多くの金融機関、これらの資産を長期に渡り、自分のポートフォリオとして持ち続けているようです。日本の金融機関の場合も同じです。売却すれば、与信や価格下落リスクはなくなり将来の不良債権の心配はなくなります。実行してから1ヶ月後に売却したマージンは小さくても、年率にしたら高くなります。このようなビジネスが回転し続ければ、資産や保有リスクを抑制し、投下資本利益率や総資本利益率を高めることが可能となります。このように運用資産のポジション管理がしっかりしている金融機関は、バブルが崩壊してもその体力を温存できます。手離れが良いビジネスは、ある面では、投資銀行の本筋でもありません。日本の銀行は、スプレッド（利鞘）の高い不動産ローンなどは、なるべく長く自己ポジションで保有したいという傾向があります。これが、最終的に、不良債権となり、金融機関を悩ますことにもなります。資産運用では、市況の上昇（bull）と下落（bear）局面や運用商品のポジションをうまくコントロールできる現場のトレーダーや管理者も必要ですが、運用資産内容やポジション設定及び重要な経営指標などに関する経営者の施策や戦略も大切です。環境や背景も異なる金融機関が同じようなやり方は出来ません。各々の状況や立場に相応した適切な資産運用管理と A&L（資産と負債）管理が必要となります。

（注）この種のローンや証券化商品に関し、最初の出し手から離れた後の債権管理のスキーム（特に、不良債権となった場合の対処方法とその責任者）を最初から明確に定めておく必要があります。管理者（責任者）の定まらない不良債権処理の問題が、グローバルに顕在化する可能性があります。

2）金融機関の在り方の再検証

■ 再び深い傷を負った日本の金融機関とその行方

金融恐慌により、大手投資銀行も破綻し、地方銀行の多くも、大変な事態に陥っている米国に比べると、日本の状況は、まだ良いとも云われています。しかし、油断は禁物です。日本だけが例外で、前回のバブルの後遺症から回復した経験を米国やヨーロッパに

教えようといったムードさえありました。実体は、都市銀行や地方銀行そして証券会社や保険会社を含め、日本の金融機関のバランスシートも大分傷んでいるようです。自らの足元も大変なのに、”他山の石“の如く振舞っていたことにもなります。前の公的資金が完済されないうちに、再度バブルを発生させ、金融機関の資産や経済が大きく痛んだことに対し、国民の非難を恐れてのことでしょうか。大手銀行は、再度、発生した多額な不良債権などを抱えながらも、資本比率が国際基準を下回るのを恐れ、これまで処理を引き延ばさざるを得なかったようです。日本の大手銀行の資本勘定の多くを占める優先株式は、資本比率算定の国際基準上、問題があり、多額の普通株式増資の必要性に迫られています。当面の間、この資本強化をうまくやり得た銀行のみが国際業務の継続と不良債権の処理が可能となります。ローンや運用で相当の傷を負った地方銀行もあるようですが、その実体は不明です。ゼロ金利政策の継続のもとで、預金金利の抑制という預金者の協力（犠牲）に、再度、頼らざるを得ない状況が続きます。政府も金融機関も、当面、足元の対策で手一杯のようです。安易な対策は、同じ失敗を再三繰り返さないとも限りません。多くの金融機関が深刻な状況に陥った米国やヨーロッパは、早い時期から金融機関に対する対策を検討してきました。グローバル経済のなかで、米国や欧州で検討されている金融機関に対する新しいルールに従うことは当然です。円の対米ドルの為替レートや円キャリーも含めて、日本にも、世界的過剰流動性や金融恐慌の責任の一端が全くないとは云えません。これからの日本の安心安全な「環の経済」のなかで、信頼される構成員としての金融機関とその在り方について、自ら進んで構想し実行する主体性をも見せて欲しいものです。

■ 銀行ビジネスの変遷：ローンから運用へ

ヒト、モノ、カネの経済のなかで、元来、銀行を主体とした金融機関は、ローンと手数料ビジネスを中心として存在し、経済の血液にあたる資金供給の役割を果たしてきました。20年以前から、顧客である企業の直接金融の拡大やキャッシュポジションの改善により、従来のビジネスだけでは収益的にもその拡大が難しくなり、自らのポートフォリオを使った外国為替やマネーマーケットでの運用からの収益に期待するようになりました。この現象は、欧米では、それ以前から始まっていました。ある時期を過ぎると、この分野での収益が全体の収益のなかでも中核を占めるようになり、マネーマーケット分野で実績をあげたものが、トップ経営者になるようにもなりました。はじめは、マネーマーケット商品も、国債やコマーシャルペーパーや社債等の少ない商品に限定されていました。世界的にも資金が集まり運用が盛んになると、売掛金、住宅や商業用不動産のローンと持ち分（受益証券やREIT）等多くの資産が証券化されるようになりました。更なる魅力ある投資収益を求めて、リスクの高い証券化商品が開発されるようになりました。これらに専門的に投資並びに融資するファンド、証券会社、銀行（日本では農林中金、地方銀行、信金等）や保険会社、一部の年金資金なども多く出現しま

した。

■ 過剰流動性と重い十字架

過剰流動性を象徴する多くの資金は、ファンドが投資家との一定の投資利回りを約束して運用されています。魅力ある商品には、多額の資金が向かうため、その商品の価格は上昇し、利回りは下がります。同じ商品でもレベレッジ効果を高めて利回りを上げるため、より低い金利でより多く借りて投資しようとし、過剰流動性のなかで、投資資金や市場参加者は益々増え、魅力ある他の商品に向かいます。これらが次から次へと繰り返されます。金融工学といっても、ローンや債券は、所詮は、 $1 + 1 = 2$ が原点です。通常、投資利回りの魅力を増すには、リスクを高めることとなります。リスクファクターを取り入れた商品づくりにも限界があります。更なる商品工夫がないと、プレーヤーとしての存続も危なくなります。金融工学の専門家も、合理的商品の開発に限界をきたした場合は、ちょっとした手品を披露せざるを得なくなる場合があるのかもしれませんが。欧米の多くのマネーマーケット取引は、元来プロ同士の世界、多くの場合、悪質な手品は見破られます。市場環境や状況次第では、リスクファクターを多く含んだ商品も双方（売り手と買い手）が、その斬新さと良好な利回り商品の登場に満足することもあります。関係者も世のなかでも上り調子。ほんの一部がその危険性を占っても無視されます。市場が逆に向きを変え、崩壊に向かうときは、この種のリスク商品が真っ先に落ち込みます。これが崩壊の元凶ではありません。問題は実体経済をはるかに超えた過剰流動性と、その中での派手なゲームの世界とそこで舞い踊った証券会社や金融機関そしてヘッジファンド等のプレーヤーです。過剰流動性をどのタイミングで如何に抑制するかは金融当局や政府の役割です。しかし、それらが適切でない場合もあります。新自由主義経済のもと、自由を与えられたまま、責任や尊厳も喪失し、実体経済の範囲を超えた過剰なお金に狂乱し、自助努力さえ怠ってしまった人間の世界に、神は、重い十字架を背負わさざるを得なくなったのかも知れません。「環の経済」には、過剰流動性は合いません、実体経済のみで十分です。また、金融や実業（特に、B to C）の世界に手品師は要りません。彼らには、その技を劇場かテレビのなかだけで披露して欲しいものです。

■ 環の経済下での金融機関の機能と運用ビジネス

ヒト、モノ（サービス）、カネの経済において、かつての伝統的金融機関は、重要な血液の役割を果たしてきました。国の金融制度や政策のなかで、運用を主なビジネスとして存続せざるを得ない金融機関を、伝統的金融機関と同一に取り扱うことに無理があるのかもしれませんが。運用主体の金融機関は、「環の経済」のなかで、スムーズに循環し持続する水の流れにとって、障害となる可能性があります。運用には大きなリスクと、事業としての長期的不安定さも伴います。一方、雇用や関連事業の創出も含め経

済効果もあり、資産運用産業としての基盤も確立しつつあります。欧米で検討されている金融機関への規制若しくはそれに似たルールが、早晚、日本でも制定されるはずです。これがうまく機能しない場合は、金融機関のビジネスを伝統的業務に近づけ、リスクのある運用主体のビジネスを合理的に峻別することの検討がなされることも考えられます。（“Column：ゲーム特区と「環の経済」”を参照）

エネルギーや食糧は、国際相場市場で運用商品としての役割も益々強くなりました。元来、狭隘な市場の相場がマネーマーケットからの資金の流入に影響され、その市場創設の本来の目的から大きく乖離し、実体経済が翻弄されることもあります。今後盛んになる排出権取引も、その合理性や公正さを失うと大変なことになります。実体経済の健全性が保てるような、取引形態や市場の合理性に関する検証が必要になるのかもしれない。

以上（前編終了）

平成 21 年 12 月 6 日

草刈啓一

Column：ゲーム特区と「環の経済」

宝くじやパチンコやマーチャンもそうですが、神は人間に対して、ある程度の「ばくち」への誘惑をしているのかもしれない。しかし、巨額の富を得る勝ち組もあるが、多くの犠牲者も出すマネーゲームの放置は、健全な「環の経済」の形成や持続に不適合かもしれない。ラスベガスやマカオが、特区として存在しているのはその証拠です。

その特区を守るために、ラスベガス村の住民自体がゲーム産業に厳しい規制を課しています。ゲームは、公正な勝負の場、不正に備え、隠しカメラがあらゆる角度から監視しています。ゲームを統括するゲーミング委員会は、酒もタバコも、コーヒーもやらない真面目なモルモン教徒を、隣のユタ州から多く雇用しています。現場のマネジャーの採用にも、厳しい身分チェックが課されます。胴元も、勝負に負けて大損を被り、場合によっては倒産の憂き目に遭いかねません。その事態を恐れ、体力のない小さなカジノホテルは、リスクのあるバカラ用テーブルは置きません。ゲームと娯楽の融合も見事です。カジノホテルの多くは、雄大なテーマパーク。ホワイトタイガー・ショーや Cirque du Soleil などの世界の曲芸の拠点でもあります。

随分前から、彼らは、その大規模施設の建設の為に、Wall Street でハイ・イールド債発行による資金調達ができました。これを可能としたのも、日常の公正で責任あるゲームとその施設運営について、自らの厳格なルール、コンプライアンスがあるからでした。ラスベガス村の住民は、自分達に与えられた特区とそこでの産業が、健全に、維持・発展ができるように、自らを厳しく律しながらそこでの「環の経済」を形成し運営しているのです。（草刈 記）