

金融危機雑感

日本金融証券計量工学学会(JAFFEE) 会長 森棟公夫

2008年12月

未曾有の金融危機，12月16日に行われたアメリカFRBの実質ゼロ金利(0~0.25%)を受け，今日12月19日は日銀が金利を0.1%に下げた。CPの金融機関からの買い取りなどのミクロの資金供給策も同時に実施するらしい。ゼロ金利，量的緩和の一手手前となった。FRBの金利はITバブルの崩壊後に03年に1%まで下がったものの，04年から上がり始め，06年07年は5.25%だった。それがサブプライム問題の深刻化にともない今年10月になって2%に下げ，16日にゼロ金利となった。1年間の切り下げが4%に達したことには驚かされる。量的緩和も導入するそうで，思い切りの良さにはプラス効果が伴うだろう。

自動車ビッグスリーの救済は，救済法案が決まるのかと思えば12月11日に上院で否決され，その日8500円ほどだった日経平均は，一時630円下げてしまった。終値は8200円ほど。救済法が廃案になり，金融安定化法をビッグスリー救済に活用することになったという。否決になった最大の原因は，日本のメーカー水準までの賃下げに労組が同意しなかったこともあるらしいが，労組は賃下げ無しに会社が持続しうると考えているだろうか。金融安定化法は，ボーグルソン財務長官の主張のように金融への直接救済を目的としたと思うが，ビッグスリーが破綻すればその影響が金融にまで波及する為，ビッグスリー救助に適用される。しかし，今日の段階では，金融安定化法による救済の具体的な数字は明らかにされていない。GMは年末まで持たないと言われていたから，救済には大いに興味が持たれる。民主主義国であるから，上院で救済法案が否決されるのもやむを得ない。競争的な市場を維持していくためには，下手な手助けは害あって益無しだから，極言すれば労組，年金対策を考慮に入れるとチャプター11の方がシステムのためということになるだろう。しかし，サブプライムから始まった今回の世界危機は，日本にとっては島原大変肥後迷惑であって，何でもいからビッグスリーを早く救済して欲しいという気にもなる。(20日，米政府は1.5兆円をGM，クライスラーに融資するという記事が入った。)

ビッグスリー救済に曲げて使われる金融安定化法も，9月29日に下院が否決し，ダウ平均が778ドルという史上最大の下落をした。あの際も，下院は馬鹿，議論はいつでもいからとにかく金融危機を止めてくれと思ったものだ。しかし，金融安定化法は序の口だった。

日本は日銀が0.2%金利を下げたおかげで，今日は円が少し下げドル88円になった。これ以上の円高が無いことを期待する。12月に入ってから主要通貨に対してもドルは下げているが，この半年は円だけが上がっていった。それほど，円，ひろくは日本経済は安全なのだろうか。消去法で円に資金が流れるという説明もある。メガバンクの整理が終わっていることもあるが，これも迷惑な話だ。頑張って脂肪を削ぎ落としたり，そこをムチで叩かれているという感じで，痛みが響く。ドル基軸体制は終わったという話が虚しいこともよく分かった。世界経済は米ドルを基軸として動いていることが再確認されたただけだ。

8月9月頃の円高は円キャリーが戻っているからという説明があったが，円キャリーの戻りは終わったから，11月に100円くらいで一時落ち着いた

ときは、この位で落ち着くのだろうと思っていた。先月のことに過ぎないが、あの頃は日経平均も 9000 円くらいだったので、これなら日本は大丈夫と一安心していた。予測を考える際に、こうあって欲しいという自分の期待が混じるのは禁物であることがよく分かる。しかし、円キャリーで戻ってきた資金は、まだ日銀で寝ているのだろうか。実際の数字が手に入らない大学人にとっては、大いに気になる。あの資金が日経平均の下支えに動いていればいいのだが。

原油の変動ぶりもひどい。バレル 147 ドルという最高値を 7 月 11 日につけ、今日 19 日は 37 ドル (20 日, 33 ドル)。落差が大きすぎる。円で計算してみると、 $(37 \times 88 \text{ 円})$ 割る $(147 \times 115 \text{ 円})$ だから、ほぼ 0.2、つまり 5 分の 1 になっている。もちろん、ガソリンスタンドでは、185 円から 110 円への変化ではあるが、投機マネーが銅、アルミ、穀物など原材料に直接流れ込まないような対策を考える必要もあろう。また、原油に限らず多くの原材料価格が、歴史的な高騰から転げ落ちてきている現状があるのだが、輸入原材料価格の下落から得るべきメリットが、まだ市場で広く享受されるには至っていない。

危機の出発となったのは、IT バブルが崩壊した後の世界的な不況を克服するために行われた低金利政策であろう。これを誘因として住宅バブルが起こり、その一部にサブプライムローンがあった。さらに、サブプライムの債権は証券化されて、信用膨張が起きる。銀行がもつ資金がローンに出され、それに応じて銀行が得た債権が証券化されて売られ、銀行に資金が戻る。この資金が再度ローンに出され、... という信用創造過程において、資金が何度回転したのかといったレバレッジに関する情報を私はもたない。しかし、証券化された債権は CDO に組み立てられて世界に散らばっていった。

今から見れば、アメリカの住宅ローンが歴史的にノンリコースであることが、いかにも不思議だ。ペイメントリセットなども、不動産価格の上昇を前提にした仕組みに過ぎない。ノンリコースの危険性を隠して格付けされた証券が、CDO にまとめられて世界中に売られた。鍵を返せば債務が無くなるリターンザキー、都合のいい不動産に借り換えることができればウォークアウェイ。クリスマスを前にして、ジングルベル。なぜ歯止めできなかったのか。04 年に始まった FRB の金融引き締めでブレーキをかけたのはいいが、全てが崩壊してしまった。

ベアースターズや AIG が傾く要因となった CDS は総額 60 兆ドルといわれるが、CDS も含め、金融危機のお膳立てをした金融市場は膨張しきって、ある種の無政府状態にあったと言えよう。デリバティブが諸悪の根源と言われるが、確かに、デリバティブを構成する個々の金融商品の評価が不正確であった。また、crap (くそ) を仕込んで見つからないような金融商品をしこたま売った。しかし、デリバティブは商品として有用であり、生き残る。これからは、当然だが、個々の金融商品に関する正確な情報提供をする必要があるだけでなく、格付けが分かりやすい商品でないと売れないだろう。他方、他人が行った格付けを再評価できる人材を供給する事も必要である。言ってみれば、売る側だけでなく、買う側も金融工学の知識が必要である。デリバティブが詐欺の手段にならないようにするのも、金融工学の役目であろう。