

米国の金融サービス業は立ち直るのか

金融規制改革の背景と投資家への示唆



保険・年金研究部門 年金研究部長 白杵 政治

usuki@nli-research.co.jp

2010年7月、米国議会において金融規制改革法（ドッド&フランク・ウォールストリート改革法）が成立した。オバマ大統領は署名に当たり今回の不況の最大の原因が金融システムの崩壊にあり、その背後には無責任な行動により経済を危険にさらすほどのリスクを冒す人々があり、また消費者は食い物にされていたとした。そして、責任ある行動を求め、消費者が二度と欺かれないように、国民がウォール街の過ちのつけを払わないようにするための法律であると述べた。

サブプライム危機、特に2008年9月のリーマンショックにより米国の金融システムは大きく揺らいだ。2009年3月までにダウ工業株指数はピークの半値以下となり、大手銀行だけでなく、証券会社（投資銀行）、保険会社他金融ビジネスに関連する多くの企業（以下本文ではこれらを「金融会社」と総称する）が経営危機に陥った。米国政府はTARP（不良資産救済プログラム）により、結局4,000億ドル（33兆円）をこれら金融会社さらにGM（ゼネラルモーターズ）への資本注入に充てて、不良債権を買い取った。加えて住宅ローンの保証・証券化業務を行っている政府関連のGSE（政府支援企業）2社FNMA（連邦住宅抵当公庫：ファニーメイ）及びFreddieMac（連邦住宅貸付抵当金庫：フレディーマック）にもすでに1,500億ドルの資本を投入している。こうした事態の再発を防ぐのがこの金融規制改革法の目的であった。果たして、その目的は果たされるのだろうか。

1—金融技術革新の到達点としてのサブプライム危機

まず、今回の金融規制改革法が制定されたきっかけである、サブプライム危機の背景についてかんがえてみたい。

1 | 金融技術革新—証券化とデリバティブ

1980年代以降、規制緩和と並んで米国の金融サービスを特徴づけたのが金融技術革新である。サブプライム問題の発端となった住宅ローンの証券化は1968年にGNMA（連邦政府抵当金庫）が住宅ローンを買ってプールし、保証をつけた上で債券として売り出したことから始まった。さらに民営

化されたファニーメイ及びフレディーマックが証券化・保証プロセスに参加したり、税制上のサポートを受けたりする中で市場が拡大した。その後、証券化の対象は住宅ローンだけでなく、クレジットカード債権や自動車ローンなどに広がっていった。

金融技術革新のもう1つの柱がデリバティブ（派生商品）である。先物、オプション、スワップなどと呼ばれる株式や債券あるいは為替などの原資産から発生するキャッシュフローをその原資産から分離して扱う商品である。デリバティブの対象は金利や為替、株価から信用リスク、天候のリスク、長寿のリスクまで拡大した。業界団体のISDA（International Swap and Derivative Association）の統計によるとスワップ及びオプションの想定元本の残高は1987年からの10年間で33倍に成長した。

金融会社はこれらの新技術を組み込んだ商品取引から収益をあげていった。特に裁定取引、すなわち本来同じ価格のはずの複数の商品に価格差がある場合、割高なものを売り割安なものを買う取引に熱心に取り組んだ。ジョン・メリウェザー率いるソロモン・ブラザーズの債券取引チームを嚆矢として、裁定取引は他の投資銀行やヘッジファンドに広がっていった。これらの金融商品の価格付けには、金融工学と呼ばれる理論とその理論を現実に応用し、複雑な計算を短時間で完了するIT（情報技術）が求められた。それらの条件が満たされたのは1980年代以降のことであった。

2 | 金融技術革新の光と影

これらの金融技術革新がもたらした最大のメリットは、金融取引のリスクとリターンを原資産の取引から分離して流通・移転させた点である。証券化商品では、銀行などのオリジネーターが貸出を実行した後に、その貸出債権を証券化して移転すれば、貸出からのキャッシュフローと最終的な貸倒れリスクが最終投資家に移転される。また、デリバティブ取引を使った投資家は原資産を保有せずに、原資産が生み出すキャッシュフローのリスクとリターンの全部あるいは一部を保有できる。リスクとリターンの組み合わせを加工・分離・移転することで、投資家それぞれのニーズにあったキャッシュフローを生み出し、経済的な厚生を高めることができた。

同時に裁定取引を核とする自己勘定取引の増大は金融システムにとってリスクをはらむものであった。裁定取引を試みる市場参加者が増加するにつれて、リスクを抑えた裁定取引の機会は非常に少なくなり、価格リスクをとって収益を上げざるを得ない状況となったからである。しかも、より高いリターンをあげるため、何倍・何十倍ものレバレッジ（借入金による投資）を実行するようになった。例えば、ソロモン・ブラザーズを退社したジョン・メリウェザーが2人のノーベル賞受賞者と設立したヘッジファンドLTCM（Long Term Capital Management）は、債券の裁定取引により1994年の設立当初から多額の利益をあげた。しかし、1998年のロシア危機の際に買い持ちしていたロシアなど途上国の債券が暴落して巨額の損失を記録した。借入金の返済に支障を来し、結局、ニューヨーク連銀の提唱によって銀行団による救済出資が行われた。この時LTCMの運用資産は投資家から受け入れた資金の20倍以上に達していた。今回のサブプライム危機は金融会社のこうした行動が行き着いた結果という側面を持つ。

2—報酬のゆがみと不十分な規制

もちろん、新しい金融技術・商品が発展しても、金融会社あるいは当局がそのリスクを管理していれば金融危機にはつながらない。しかし、金融会社のリスク管理も、あるいは対する当局の規制も不十分であった。

1 | 成功報酬とモラルハザード

金融会社がリスクの高い取引への傾斜を強めた背景として、業績に連動して報酬額が決まる成功報酬の仕組みがある。成功報酬は、金融機関のトップ経営者から、部門の責任者、さらにトレーダー、ヘッジファンドのマネージャーなどさまざまな職種にみられた。

金融取引はリスクが高いほど、成功した場合の収益が大きい。ところが成功報酬の仕組みでは、リスクを取って失敗してもその人に損失を賠償する責任はなく、せいぜい会社を退職すれば済む。「勝てば巨額の報酬、負けても首になるだけ」というインセンティブの仕組みの下で、経営者も従業員も一か八かリスクの高い取引を好んだ。実際1990年代になり、金融機関の経営者・従業員の報酬は幾何級数的に増加した。1985年、裁定取引で市場を席卷していたソロモン・ブラザーズの会長の報酬は320万ドルであった。ところが、2007年になると5,000万ドル以上の報酬を得る例が現れ、300万ドル以上の報酬はごく普通の水準となっていた。

しかも、商業銀行や投資銀行が金融システムを揺るがすような巨額の損失を蒙った場合には、政府が救済策を用意するだろうという期待があった。いわゆるtoo big to fail（大きすぎて潰せない）である。さらにロシア危機とLTCMの破綻、ネットバブルの崩壊やその後の景気低迷の中でグリーンズパン議長の下でFRB（連邦準備制度）は大胆な金融緩和政策を続けた。流動性供給により資産価格が下支えされ、金融会社の収益が回復した。いわゆるグリーンズパン・プットである。これらの救済策が再び実施されるだろうと言う期待と同業他社との競争の中で、金融会社の多くの人員や部門が十分に管理することなく過剰なリスクを取っていった。

2 | 新たな規制の枠組みの問題

金融当局も、新たなリスクの存在に気がついており、そのための規制の枠組みを用意した。銀行に対しては1991年のFIDICIA（連邦預金保険公社改革法）により、預金保険料や新規業務の認可に結びつけて高い自己資本比率規制を課した。さらに国際的にも当初は英米の規制当局が、1988年からはバーゼルの国際決済銀行が統一的な自己資本比率規制を課した。

しかし、自己資本比率規制には欠点があった。その1つが格付けへの過度の依存である。当初の規制（バーゼルⅠ）では必要な自己資本を計算するための比率（リスクウェイト）を借入人の分類ごとに決めていた。例えば、民間企業向け貸し付けは一律1.0、住宅ローンは一律0.5であり、その返済能力を考慮していなかった。そこで2004年のバーゼルⅡでは、同じ種類の借り手であっても銀行社内の格付けあるいは外部の格付機関による格付けが高いほど、必要な自己資本が小さく済むようにした。

格付けによるリスクウェイトは証券化商品にも適用された。ところが、格付け機関は投資家ではなく、証券化商品の発行体から手数料収入を得ていたため格付けの客観性に疑義が生じる例があった。

AAAなど高格付債の発行・売却を増やすために、二層・三層の証券化が仕組みられると、格付け会社はその仕組みについてのコンサルティング収入を得た上で、仕組みられた商品を格付けするような例までみられた。

また、この規制は形式的な証券化を促進した。すなわち、自己資本比率規制を逃れるため、銀行は外部のファンド特に自らが関与するSIV（投資目的の会社）にローンを売却して証券化した。銀行がSIVにリスクウェイトゼロの流動性供給の約束をし、SIVは銀行の信用を背景に商業ペーパーを発行して資金を調達していた。証券化商品の5割以上がSIVやヘッジファンドなどシャドウバンクとよばれる銀行以外の金融会社によって保有されていた。

また、デリバティブ取引では投資額の何倍もの損失が生じる可能性がある上、取引所を通さず店頭で相対取引されるデリバティブ商品では、取引の相手方が決済できなくなると損失を蒙る。そこで1994年にオレンジカウンティ（カリフォルニア州の地方自治体）などがデリバティブ取引により大きな損失を蒙った際などに、連邦議会やCFTC（商品先物取引委員会）からデリバティブ取引への規制が提案された。しかし、規制が実現しなかっただけでなく、1999年には政府から「イノベーションを促進し、・・・システミックリスクを抑え、発展する市場において米国が主導権を確保するために連邦政府はデリバティブ取引を規制すべきではない」とする「店頭デリバティブ市場と商品取引法」という報告書が発表されていた。

3 | 金融サービス業の重要性

一部の有識者は、サブプライム危機以前から、報酬制度のゆがみや規制の不完全性に気がついていた。例えばシカゴ大学のラジャンは、すでに2005年のコンファレンスにおいて「“Has Financial Development Made the World Riskier”（金融の変化は世界のリスクを高めたか）」と題して報酬体系が極端なリスクを取る誘因となっている点やそれによるシステミックリスクの高まりに規制当局が対応できていないと指摘した。それにもかかわらず、リスクを抑制するための適切な政策がとられなかった、政治的な背景として2点が指摘できる。

第1が規制緩和による経済便益の重視である。金融業務の規制緩和が本格的に進展したのは1980年代に入ってからであった。米国の規制緩和の動き（ディレギュレーション）は1970年代後半から始まり、1980年代のレーガン時代には経済政策の一つの柱となった。その過程で航空・鉄道や通信産業に続いて金融規制の自由化が推進されたのである。1980年の金融制度改革法、1982年ガン・セントジェーメイン預金金融機関法により預金金利の自由化が完成した。さらに銀行による証券業務の兼営禁止も1980年代から徐々に緩和され、1999年にはグラム・リーチ・プライリー法（金融制度改革法）が成立し、金融持ち株会社の形態を通じた銀行と証券の兼営がほぼ自由となった。

自由な市場によるイノベーションへの信頼は、例えばグリーンズパン前FRB議長をして1996年に「新しい技術が保守的で面倒な規制を乗り越えており、今後は政府規制に代わって民間の力で市場を安定化させるだろう」と言わしめた。彼はデリバティブや証券化が持つリスクの分解や移転機能を高く評価しており、サブプライム住宅ローンもイノベーションの一つと位置づけていた。したがって、デリバティブ取引やサブプライムローンのような低所得者への「略奪的貸し付け」（predatory lending）への規制には反対だった。金融技術革新を妨げる規制は最小限に止めるべきとしたのである。

第2に米国の金融サービス業が国際競争上、より重要な産業となっていた。ロンドンを中心とするユーロ債市場はもともと規制を逃れた資金の集まる自由な市場であった。その英国が1986年に金融ビッグバンという開放政策を実施した。ロンドンに世界中の金融機関と人材を呼び込む「金融のウィンブルドン」を目指したのである。そうした環境の下、規制緩和によって米国金融市場や金融機関の競争力を維持することが主張された。

実際1970年代には2%であったGDP（国内総生産）にしめる金融サービス業の割合は、2000年代前半には4%まで上昇した。また、雇用者の内金融サービス業に従事する割合は2008年で5%であり、日本（2.6%）はもちろん、ドイツ（3.4%）、フランス（3.1%）やイギリス（4.3%）よりも高い。規制強化により金融技術革新を妨げることで、生産や雇用の機会を奪うことが懸念された。

金融業界は規制緩和・技術革新のメリットを繰り返し主張し、ワシントンに浸透させた。1990年から2006年にかけて金融業界による政治献金は4倍となった。グラス・スティーガル法の廃止に努力した有力な政治家も、そうした献金を受け入れた一人であった。また、何人もの閣僚や高級官僚がワシントンの政府とウォール街の間を行き来した。

3—金融規制改革は有効か

規制が技術革新に対応できず、加えてインセンティブ構造（報酬体系）の歪みの中で、商業銀行だけでなく投資銀行や保険会社さらにシャドウバンクとよばれる金融会社がリスクへの選好を高めた。その結果、金融システムを揺るがせる事態が生じ、当局は公的資金を投入せざるを得なくなった。そうした事態の再発を防ごうというのが、2010年金融規制改革法の眼目である。金融規制改革法は16章、2,300頁もの膨大な法律である（下表参照）。

[表-1] 米国金融規制改革法（ドッド・フランクウォールストリート改革及び消費者保護法）の骨子

第1章	FSOC（金融安定監督カウンシル）、FRO（金融調査局）の設置及びその職務など
第2章	金融機関の秩序だった清算について
第3章	貯蓄金融機関監督局（OTS）の権限をFRB, FDIC, OCC（通貨監督官）に移管
第4章	ヘッジファンドなどへの規制
第5章	連邦政府による保険会社のモニタリングについて
第6章	銀行による自己勘定取引や規模拡大についての規制（ボルカールール）
第7章	スワップ（店頭デリバティブ）の規制
第8章	資金決済と清算に関する規定
第9章	格付け機関や証券化のオリジネーター、報酬の開示への規制など、投資家保護におけるSEC（証券取引委員会）の責任と権限に関する規定
第10章	Bureau of Consumer Financial Protection（消費者金融保護庁）の設置と権限に関する規定
第11章～第16章	省略

（資料）ニッセイ基礎研究所作成

2010年の大統領経済報告第9章「米国の金融サービスセクター」が強調したように、危機の再発を防ぐ観点からは、個別金融機関の破綻防止よりも、金融システム全体の秩序を維持するマクロプルーデンス政策に重点があるのは疑いない。そのために盛り込まれたのが「大きすぎて潰せない (too big too fail)」事態の再発を防ぐ措置である。第1に財務長官を議長とするF S O C (金融安定監督カウンシル: Financial Stability Oversight Council) を設置し、金融システム安定化のための規制の提案、実行の権限を与えた。第2に総資産500億ドル以上の銀行持ち株会社及びF S O Cが指定する金融システム上重要なノンバンクに対してはより厳格な規制を課すこととした。第3に金融機関が破綻の危機に瀕した場合に、Chapter11 (連邦破産法第11章) に定められた通常の倒産法制によらず、連邦預金保険公社 (F D I C) が引受人となり、金融機関のビジネスを維持させながら秩序だった清算手続きをとるための条項が盛り込まれた。第4に全金融機関に対する負債シェアが10%を超える合併を禁止した。

この他、①銀行及び銀行持ち株会社グループによる自己勘定取引やヘッジファンド、プライベートエクイティへの投資への制限、②店頭デリバティブ取引のカウンターパーティ (取引相手方) の債務不履行リスクを抑制するため、清算機関による集中清算を原則とし、主要なスワップ取引参加者に財務規制を課すこと、③格付け機関への規制強化、④金融機関における成功報酬の開示、などが定められた。

ただし、これら規制の細目は今後、1、2年の間に財務省など関係当局が制定するルール (規則) に委ねられた。今後、当局は67の調査を行い、243のルールを制定しなくてはならない。例えば、F R Bが規制を課す対象となる「金融システム上重要なノンバンク」に何が該当するかは決まっていない。このように規制当局の裁量の余地が大きい中、金融業界は当然、規制を緩めるための活動を行う。また、少なくとも表面上、経済が回復していけば、世論も変化しうる。2010年11月初めにはダウ工業株指数は2008年9月のリーマンショック前の水準を回復した。また、10月の財務省の発表によると、多くの金融機関が資金を返済した結果、T A R Pによる米国政府の損失は500億ドル (4兆円) を下回るという。金融サービス業が米国の重要な産業であることを考えると「過剰な規制によって金の卵を産む鶏を殺すな」という声が強くなるだろう。果たしてどの程度の規制が適切なのか、米国政府は難しい舵取りを迫られている。

4—投資への示唆=リスクプレミアムの高まり

最後にサブプライムショックとその後の金融規制改革がもたらす投資 (資産運用) への影響に触れておく。

サブプライムのようなバブルが形成される過程では、投資家が資産 (投資) の将来の収益の見通しについて強気になるだけでなく、そのリスク、例えば最悪の事態が生じた場合の損失についても楽観的になる。それに上述したインセンティブや規制の歪みに加わって、市場参加者は積極的にリスクをとり、リスク資産への配分が増加した。

2008年から2009年初めまでのサブプライムショックではこの過程が逆回転し、バブルが崩壊した。投資家が悲観的となり市場全体の要求リスクプレミアム (リスク資産への投資の際に期待する、リス

クのない資産を上回る利回り)が上昇したのである。しかし、その後の政府の大胆な措置により金融市場は小康を得ている。F R Bの資金循環勘定によると、2007年末に150兆ドルだった米国全体の金融資産・負債の残高は、2009年3月末に138兆ドルまで減少した後、2010年3月には147兆ドルまで回復した。

このように金融市場が最悪期を脱する中、投資家は徐々に落ち着きを取り戻し、リスクプレミアムが縮小しつつあるといえる。その中で今後、F R Bの超緩和政策に後押しされて特定のリスク性資産、例えばエマージング市場の株式・債券、インフレに連動する商品(コモディティ)やインフラストラクチャを対象として再びバブルが発生する可能性がある。しかし、実体経済をみても家計・企業を含めバランスシート調整・債務圧縮の動きが継続しており内需による景気回復力は乏しい。さらに財務状況の悪化から、金融会社や機関投資家のリスクアペタイト、すなわちリスクをとる能力自体はサブプライム以前よりも低下したままである。加えて、金融規制が強化されれば、金融会社のリスクアペタイトはさらに縮小するだろう。恐らくバブルが発生してもそれが続くのは数年であり、仮にインフレがあったとしても、インフレ率控除後の実質価格で見ると株式などのリスク資産価格の回復は望みにくい。

結局、長期的にみれば投資家はリスクを回避する傾向に進み、より高いリスクプレミアムを要求することになる。その高いリスクプレミアムが資産価格に織り込まれていく過程では株式などリスク資産の価格は不安定となる。しかし、価格低下を通じて高い要求リスクプレミアムが織り込まれてしまえば、それ以降リスク資産への投資から高いリスクプレミアム(リターン)が得られる。

振り返ると、1929年の株式大暴落とその後の大恐慌は金融規制が強化されるきっかけとなった。すなわち、1933年のグラス・スティーガル法により、商業銀行業務と証券の引き受けを主とする投資銀行業務が分離され、前者には預金保険制度が適用になった。同法のレギュレーションQでは、要求払預金への付利禁止および貯蓄・定期預金の金利上限が定められた。証券分野では1933年証券法、34年証券取引所法により証券取引委員会(S E C)が創設され、1940年の投資会社法・投資顧問法により投資家保護が図られた。

不安定な経済、投資家のリスク回避、金融規制の強化という点では1930年代以降の米国は今日と似た状況であった。その中で株式への配分を増加させ続けたのが主要大学の基金(エンダウメント)である。ダウジョーンズ指数でみた米国の株価は1929年9月の386をピークに、1932年7月には41まで下落し、その後ようやく徐々に回復した。しかし、1933年前半には約40%、38年前半には約50%、その前のピークから下落するなど依然として不安定な状況にあった。しかも、1952年にマーコビッツ博士が論文を発表してモダン・ポートフォリオ理論が登場する前の当時は、株式リスクプレミアムの存在や分散投資の効果が広く認められる以前のことであり、投資においては元本確保が重視されていた。その中で、大恐慌後に債券のデフォルトが相次いだとはいえ、大暴落を経験したばかりでリスクの高い株式への投資を増やし続けるのは思い切った決断であった。ところが、主要大学の基金は株式投資を増やしていった。イェール大学のゴエツマン教授らの調査^{*1}によると、1929年にそれぞれ62%、15%であった債券と株式の配分(取得価格ベース)は株価が底打ちした1932年には59%、19%となり、1941年には債券・株式とも41%ずつとなった。M I Tやイェールなどいくつかの大学はダウ指数が一定値以下に下がったら株式を買い増す戦略(コントラリアン戦略)をとって高い収益をあげた。

また、ある著名な投資家が投資顧問の世界に入った1951年、大恐慌のショックはまだ後を引いていた。例えば、彼のハーバードの同級生でウォールストリートにいたのは2人だけだったそうである。

リスク資産投資によってリスクプレミアムが獲得できるかどうか、その有効性が疑われている点は、現在も同じである。ところが、主要大学基金ではリーマンショック後もそれまでと同様に債券への資産配分を抑え、さまざまなリスク資産への配分を維持している。例えば、イエール大学の基金は2008年には24.6%の損失を蒙った。しかし、同年の年次報告書では「資本主義が機能するためには株式の期待リターンは債券よりも高くなければならない」と高く謳っている。実際に2009・2010年とも、債券やキャッシュへの配分を総資産の4%以下に抑え、内外株式へ16~17%を配分し、その残余を株式の代替資産と位置づけてきた絶対リターン資産、プライベートエクイティ、不動産などの実物資産に配分している。同様に各州の職員年金など米国の公的年金基金も従来のリスク資産への配分を維持している。これらの年金基金は、企業年金のように企業会計基準による年金資産・債務の評価額変動の影響を受けることがない上、当面はキャッシュアウトの必要がない、など長期的な視点からの投資が実行しやすい環境にある。

これらの投資行動が狙いとしているように、サブプライムショック後の金融規制の強化と投資家のリスク回避指向は、短期（数年）で見ると市場の価格変動（リスク）を拡大するものの、10年以上の長期の投資期間を持つ投資家にとってはリスク資産投資による高いリスクプレミアムを獲得する機会をもたらす可能性がある。

*1 "Educational Endowments in Crises"

William N. Goetzmann, John Griswold, and Yung-Fang (Ayung) Tseng. *The Journal of Portfolio Management*, Summer 2010, PP.112-123