

米国発、未曾有の世界金融危機はなぜ起きたのか、その行方は？

ドイツ証券NY 取締役 チーフエコノミスト ピーター・フーパー 氏
聞き手：里村 正治（荘内銀行 会長兼CEO）

サブプライムローン問題に端を発した世界金融危機の様相がより鮮明になり、個別金融機関の存続問題になってきた。去る9月22日、米国・ニューヨーク・ウォール街のドイツ証券NYにて、かつて連邦準備理事会（FRB）に勤務し、グリーンSPAN前議長のもとで活躍した経歴を持つ著名なエコノミスト、ピーター・フーパー氏にインタビューを行った。インタビュー直前の19日には、金融危機拡大を防ぐための総合金融安定化対策の大枠が発表されたばかりであった。

——かつてない金融危機に対して、これまでの米国政府やFRBの対応について、どのようにお考えか。

「政府、FRBによる緊急経済安定化法案は大変歓迎されるものである。それまでのアメリカにおける危機への対応は、ケース・バイ・ケースの受動的対応が主で、その一例としてベアスターンズの救済があった。今回の米連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）と米連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）の2社、およびAIG（アメリカン・インターナショナル・グループ）の救済は、非常に多岐にわたる金融の枠組みを守るためには必要であった。」



■ ピーター・フーパー（Peter Hooper）Ph.D
ドイツ証券NY（Deutsche Bank Securities Inc）
チーフエコノミスト

FRBに25年間勤務し、米国・世界経済の分析・予測を担当。1999年にドイツ証券NYへ移籍、現在チーフエコノミスト。著書・論文多数。

リーマン破綻の背景

——なぜリーマン・ブラザーズは、救済されなかったのか。

「おそらく、事前に十分な警告が各金融機関になされていたはずである。しかし、リーマン・ブラザーズは金融システム、実体経済に対するインパクトがGSE（Government Sponsored Enterprises：政府支援法人「ファニーメイ」と「フレディマック」の2社など）やAIGと比べて小さいことが背景にある。もし、AIGが倒産すると、世界全体のマネーマーケットが凍結してしまうという恐れがあった。

つまり、破綻したリーマン・ブラザーズと政府が支援を決めたAIGとの違いは、①潜在的なスケールと、②AIGは保険、年金ファンドに関連して、家計への影響が大きいことの違いがある。」

——金融安定化法案は、ウォール街を救済することになるのでは。

「納税者からみれば、ウォール街を救済する公的資金の投入には怒りを感じるだろう。しかし、金融安定化法案は、金融全体の制度的な危機を回避することによって、保険、年金ファンドを守り、MMF（Money

Management Fund) への投資家保護などを含めた法案になっている。」

——政府とFRBとの連携は上手くいっているか。

「FRBのバーナンキ議長は、投資銀行出身のポールソン財務長官とは異なるバックグラウンドを持っているが、二人の間は非常に上手く連携が取れていると思う。バーナンキ議長は申し分のないアカデミックな見識を持ち、非常に働きやすいパートナーである。11月にはアメリカ大統領選挙が行われるが、共和党、民主党のいずれが政権をとっても、財務長官にポールソン氏のような実務派を任命するはず。これは、「アカデミック派と実務派のコンビ」という、かつてのグリーンSPAN氏とルービン氏、サマーズ氏のような連携が取れると思う。」

——政府、FRBによる今後の対応についてはどのようにお考えか。

「政府、FRBとともに、適切な対応をしなければならない。また今後、急速な改善は期待しにくいものの、グローバル経済の危機に対して主要各国の適切な対応が大変重要になるであろう。」

サブプライムの影響と今後

——アメリカの金融危機の発端となった、サブプライムローン問題の根源は。

「住宅価格のインフレが根源にある。これまで『住宅価格は上がり続ける』ことが大前提であった。政府や民間の多くの人があることを疑わず、それを基盤にした社会・金融システムが作られてきたことに問題がある。」

そして、住宅ローンの証券化によって生じたリスクに対して、貸し手が責任を取ることなく、信用リスク、市場リスクが散らばってしまったこと、また格付会社の無知がこの問題を助長した。」

——金融技術の発達により、資産の証券化が進んだことと、サブプライムローン問題との関係は。



ニューヨーク証券取引所

「金融における証券化は、問題の根源ではなく助長させた要因。あくまでも、住宅価格下落が問題を顕在化させる発端になったが、それは米国債の利回りに見られる低金利が、グローバル運用難を引き起こし、証券化商品への需要が大きくなったことが背景にある。また、住宅に対する需要が住宅バブルを発生させた理由には、証券化商品が潤沢な資金の提供を受け持ち、実物以上の巨大な需要を満たしてしまった。」

——ゴールドマンサックス、モルガンスタンレー証券という米国の伝統的な投資銀行が銀行持株会社に移行することを発表した。この点についてはどのようにみているか。

「米国の投資銀行モデルは有効ではなくなったといえるだろう。現在の金融状況で資産を積み上げるためには、高い自己資本比率が必要になる。」

「今後は銀行と同様に当局からの監督を受けることになり、BISガイドラインなどが足かせになって、収益力は落ちざるを得ないだろう。」

——ウォールストリート・ジャーナルの見出しには「Goldman, Morgan Scrap Wall Street Model」とあり、これは「伝統的な投資銀行の終焉」ということか。

「ゴールドマンサックス、モルガンスタンレーのような米国投資銀行(証券業務のみを行う銀行)は、自らのビジネスモデルに反して、主に証券化商品の資産を積み上げてきた。しかし、この積み上げた資産がサブプ

ライムローン問題に関連して一気に不良債権化した。このため米国投資銀行は過小資本に陥り、FRB、FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation: 連邦預金保険公社) 等の監督下での商業銀行の枠組みに入ることを選択した。それはすなわち、自らのビジネスモデルを自らの手で壊し、商業銀行に転換する道を選んだということ。つまり、これまでのような投資銀行モデルは死んだ、といえるだろう。今後、自立した金融機関であるためには、資本の充実が欠かせない。」

——メリルリンチが、バンクオブアメリカの傘下に入ることも同じような背景があるか。

「米国投資銀行が預金取扱いを可能とする態勢に移行することになる。今後はSEC (米証券取引委員会) のみならず FRB等の監督官庁の監督を受けることになるが、監督官庁の規制のあり方についての再編成があるだろう。」

——今後のFRBのスタンスについては。

「米国経済は、インフレの圧力が拭えない状況で、失業率が上昇するのではないかと労働市場の不安もある。FRBは先日の金利据え置き決定時に『金利は中立』との見方を説明している。

また、原油、エネルギー、食料などのインフレリスクは高い。インフレは米国経済にとって問題ではあるが大きな問題ではないだろう。

アメリカの短期金利であるFFレート2%は、満足いく水準としている。来年の春ぐらまでは今のままの水準だろう。(筆者注記:その後、金融危機の深刻化にともない、10月8日に欧米主要6カ国中央銀行の協調利下げが発表された。) やがて、金融危機が緩んでくれば、金利を上げる状況に少しずつなるだろう。」

世界・日本経済の行方は

——米国以外の経済についての見通しは。

「米国はまだ景気後退ではない。それに対して欧州はすでに景気後退に入った。欧州中央銀行の金融政策の立場は、経済のファンダメンタルな状況に対して、慎



ドイツ証券NY・フーパー氏 (左)

重な対応をしている。欧州では金融機関の救済策の問題が発生しつつある。」

——景気後退を迎えた日本にとってもグローバルな金融危機で試練に直面するだろう。日本経済についてはどのように見ているか。

「今後、日本は輸出のスローダウンから低成長が続くのではないかと。為替レートの動向次第であるが、外需に頼った経済成長は続かない。金融危機が日本経済にどのような影響を与えるか注視していかなければならない。」

——またアジアでは、中国の中国人民銀行は6年7ヶ月ぶりに商業銀行の貸出基準金利の引下げを発表し、景気減速に配慮したものとなった。

「中国は内需でまだ支えられている部分もあるが、今後は自国の内需が米国、欧州、日本の景気後退の影響を受けることになる。二桁の経済成長は止まり、おそらく7~8%の成長になるのではないかと。」

——そろそろ、頂いた時間が参りました。今回の滞在中、毎日のように経営危機に陥った個別金融機関の名前が取り上げられ、金融危機への対応策が逐次提示されるなかで、今回のインタビューは、誠にタイミングのよいものでした。私はかつて1985年9月の「プラザ合意」の時にもニューヨークを訪ねており、今回も歴史的なニュースで見たり、聞いたり、また、友人と話し合う機会となり、大変勉強になっております。本日は貴重なお話をいただきありがとうございます。

視点 “米国金融危機”をどうみるか

～インタビューを終え、今回の世界金融危機への対応について、6つの視点にまとめた。

荘内銀行 会長兼CEO 里村 正治

【視点1・包括的救済措置が必要】

リーマン・ブラザーズは倒産に追い込まれ、一方AIGは政府の救済を受けた、両者の分岐点は何か。その幾つかの要因をインタビューでフーパー氏も述べている。その根本は、政府、FRBがリーマン倒産直前には、ケース・バイ・ケースの対応でこの金融危機を乗り越えられると、判断していたことにあるのではないか。

それが、ポールソン財務長官はAIGの救済問題に直面した頃から、世界金融危機に対する、包括的な救済措置が必要であると、認識を変えたのであろう。

【視点2・商業銀行の優位性】

今回の金融危機でゴールドマンサックス、モルガンスタンレーのような投資銀行が、高収益ビジネスモデルを自ら崩壊せしめ、商業銀行の傘下に入ることを余儀なくされ、銀行持株会社となった。

またメリルリンチは、米国有数の商業銀行であるバンクオブアメリカの傘下に入ることを選択して預金取扱いが可能となるにしても、SECのみならずFRB、FDIC等の監督下に身を置く事になる。そのことをフーパー氏は「投資銀行業務のモデルは死んだ」と言っており、あらためて商業銀行の優位性を認識した。

【視点3・金融機関はユニバーサル・バンクへ】

欧州では、銀行と証券会社が分離していないユニバーサル・バンクが主流であるが、一方米国では従来の銀行と証券が分離している。今回の金融危機で銀証分離が壊れ、ユニバーサル・バンク化することは多くの人が想定していなかったことであろう。

【視点4・不良債権買取りの限界】

緊急経済安定化を目的とした最大7,000億ドルの公的資金は、金融機関の不良債権の買取りに使用するが、

果たして上手く機能するかどうかは疑問視せざるを得ない。公的資金を銀行の不良債権買取りよりも、資本増強に使うべきであろう。

1933年、ルーズベルト大統領がRFC（復興金融公社）を介し実施した資本注入も、1999年に日本で実施された銀行への資本注入も、最終的にはほぼ全額回収されている。今後、米国で公的資金を毀損した金融機関の資本注入に用いる方策が検討されるのではないか。

【視点5・解決のカギはリーダーシップ】

この世界的な金融危機を救済するための、米国の強い意思を感じた。例えば政府、FRBが共和党、民主党を含めた議会と密接に協働して、昼夜を分かたずに救済策パッケージを作り上げたそのスピードにも驚かされた。

米国のある識者は、金融危機を招いた3つの要因として、①信頼の欠如、②透明性の欠如、③流動性の欠如を挙げたが、この問題を解決するポイントは、ただ一つ米国のリーダーシップの発揮にある、とっている。歴史を揺るがす大きな出来事が発生した時には、何よりもまず確固たるリーダーシップが不可欠であるということであろう。

【視点6・予断を許さない日本経済】

インタビューでフーパー氏から「米国はまだ景気後退ではない」との説明があったが、世界金融危機が一段と深刻化して、米国景気が後退局面に入る可能性も否定できない。世界同時株安の懸念もぬぐえない。日本では、不良債権処理には長い年月を要し、「失われた10年」と言われた。この間はデフレ基調の、実に厳しい経済情勢が続いた。

今回の世界金融危機からの立ち直りには、どのくらいの年月を要するのか、日本経済の先行き見通しは全く予断を許さないことだけは確かだ。