

## AJ フォーラム 16

# 「サブプライム」ショックと世界不況

日程：2009年6月20日（土）

場所：国土館大学梅ヶ丘校舎 34号館 B-302

## 世界金融の潮流と日本

山田 晴信（HSBC グループ 香港上海銀行在日副代表兼副 CEO）

### はじめに

今日は世界同時不況、その原因である金融不安、その流れを一通りご紹介申し上げたい。今日、現在日本がおかれている状況や問題点、特に金融セクター、銀行や証券会社のビジネスにとってどのような問題があるかということを含め、世界の中での日本の立ち位置、特に経済政策的な観点からのコメントを差し上げて、皆さんの議論の材料にできればと思っております。

最初に一つクイズをしましょう。幕末に薩摩藩はグラバー商会を介して鉄砲や大砲を大量に買い付けましたが、その時の支払いは、日本の両、アメリカの米ドル、イギリスのポンド、メキシコのメキシコ・ドルのどれで行ったのでしょうか。

正解はメキシコ・ドルです。当時の日本の国内通貨だった両は世界に通用しませんでしたので使われておりません。現在の基軸通貨で、世の中のどこでも通じるとされている米ドルは実はまだ存在していませんでした。最も通用してもよさそうなイギリスのポンドは、当時アジアにおいては残念ながら通用しておらず、その時代に最も環太平洋地域で通用していたのはメキシコ・ドルでした。

現在、テレビや新聞で「100年に一度の大不況」というお話しを目にしていると思いますが、150年前には実はそれくらい世の中は違っていたということですね。存在していなかった米ドルが世界の基軸通貨になっているのですから、100年、150年の変化の幅はすごく大きいです。ですから、私自身は100年に一度の大事件だとは必ずしも思っておりません。ここにおられる3年生、4年生の方にとっては就職戦線で大変苦労していると思いますが、物事の大きさをきちんと理解するにはこういうことも頭の片隅においていただきたいと思います。

### HSBC の紹介

HSBC はイギリスのロンドンに本部がある英国系の銀行ですが、イギリスにおける利益は10%くらいしかなく、世界中のいろいろな地域で事業を営んでおります。1億を超える

顧客があり、33万人を超える従業員を抱えていますので、日本でいうと旧郵政公社に匹敵する大きさです。アジア、中東、ラテンアメリカで半分以上の利益を出しており、いわゆる先進国市場と新興国市場におけるビジネスのバランスが非常にとれている銀行グループです。昨年、「フォーブス」というアメリカの経済誌の大企業番付でHSBCは初めて1位、横綱のポジションを頂いております。米国系以外の企業で1位になったのは歴史上初めてのことです。

## 金融（ファイナンス）とは？

この中には銀行や証券会社に就職を考えている方も、金融とは縁がない世界だと思っている方もいると思いますが、実際、個人の生活やビジネスには金融との接点が色々なところにあります。ただ、なかなか見えにくいところがありますね。金融のことをある程度理解するというのは、社会生活を営む上でも重要ではないかと思っています。

教科書的に言いますと金融というのは「不確実な状況の中で、おカネ（購買力）を時間軸の上でどのように配分するかについての意志決定と実行」です。つまり、金融取引というのは今日の時点の現金を持っている人が将来返してくれるお金があることをあてにして貸す、あるいは投資をすることです。これは等価取引ですから贈与とは違い、もらったお金を何らかの形で返さなければならないのが金融取引の基本です。

黒字側（貸し手）も、赤字側（借り手）から本当に返ってくるかということを確認する義務があります。これを「レンダーズ・ライアビリティ（貸し手責任）」といいます。借り手が返済できなくなった場合には、貸し手側にも責任があるわけです。今回のサブプライムローンは、将来の返済能力が十分無いかもしれない低所得者層に対して、担保である家の価値が上がり続けるだろうという幻想的な前提条件のうえで過大な貸し込みを続けた結果、こういう事態が起きてきました。金融の大原則、貸し手側は借り手側に将来の返済能力があることをきちんとチェックしなければいけないという基本から振り返ってみますと、やはり問題があったなということがわかるわけですね。こうした一つひとつの取り組みが全体の金融システム、銀行や証券、あるいは証券市場、株式市場、マネーマーケットを構成しているわけです。

## 投資銀行とは？

そもそも投資銀行とはなんのでしょうか？ 1929年に米国で起きた大恐慌の反省の一つとして、1933年に銀行と証券業務の分離政策、グラス・スティーガル法が成立しました。簡単に言いますと、通常の預金を入れたり貸し付けをしたりする商業銀行業務と、投資銀行業務（インベストメント・バンキング）を分けましょうということです。日本もこの流れを受けて、第二次大戦後は銀行と証券業務が分離されて現在に至ります。

投資銀行業務の最初の中身は、仲介を中心とした代理人的な業務でした。しかし、金融工学の発展や証券業そのものの内容が変化してくる中で、証券会社自身がプリンシパル・

インベストメント（自己売買）を多額の借入金でもってまかなって運用するという業務が徐々に力を伸ばしてきます。簿外取引によりレバレッジ（借入比率）のかさ上げ、場合によっては自分のバランスシート上の借り入れ能力以外にも特別持株子会社などを使って実質的なかさ上げをするようなことが行われていました。

更に、追い打ちをかけるように 1999 年にはグラス・スティーガル法が実質撤廃され、銀行が証券業をやってもいいという政策変更がありました。その結果、著名な米国の投資銀行がいずれも銀行グループに買収されるか、あるいは自らが通常の銀行になってしまうという道を選び、残っている独立系の投資銀行は現在 1 社もありません。私が以前勤めていたモルガン・スタンレー、あるいは同じく横綱格であったゴールドマン・サックス、その両社も昨年 9 月に銀行持ち株会社に転換しております。

銀行は預金保護の名目のためにたくさんの規制がかかっていますが、証券会社は比較的自由度の高いビジネスを行うことができました。では何故破綻したかということをもう一度振り返ってみましょう。

これは私自身の理解ですが、先ほど申し上げたプリンシパル・インベストメントがあまりにも増大する中で、一種の利害相反を抱え込んでしまったのではないのでしょうか。証券を発行して投資家に買ってもらうというビジネスの中で、証券を発行する側の“出来るだけ低い金利でお金を借りたい”というニーズと、一方で運用する投資家側の“出来るだけ高い利回りで運用したい”というニーズは逆方向を向いて、利害が相反しています。この中でどうやって双方が納得できる条件を見いだすかというのが当初のエージェント業務のポイントでしたが、サブプライムローン証券化したパッケージ商品については仕入れから販売、転売、あるいは自己運用に至るプロセスまでが自分の家の中で出来るようになりました。それは規制に問題があったかということ、商品、技術が進歩する中で規制当局がそれについていけなかった側面があると思います。

2 つ目のポイントは過度のレバレッジ（過小資本）と流動性リスクの顕在化です。リーマン・ブラザーズが去年 9 月に破綻しましたが、あれは赤字で破綻したわけではありません。企業としては黒字で事業を続けていました。キャッシュフローもプラスでした。では何故倒産したのか。結局、市場で借りていたお金の借り換えが出来なくなったんですね。これを流動性リスクといいます。それから、短期的な利益志向を嫌でも促すような報酬体系が出来てしまって、なかなかブレーキをかける役目の人がいなかった、一言でいってしまえば経営者のおごりというものが常にあったのだらうと思います。

そういうマイクロレベルの構造原因もあると思いますが、マクロレベル、つまり世界の経済レベルでの一番大きな原因として、世界貿易のインバランス、過剰流動性の問題が指摘できると思います。

たとえば消費国のアメリカ、生産・加工国の日本や中国、資源国の中東やブラジルと、世界の国の経済の役割分担のようなものがあると思います。アメリカにおいては過剰消費の

体質があり、貿易赤字が定常的に続いていました。その中で生産・加工国である日本や中国は1兆ドル、2兆ドルともいわれる貿易黒字を貯め込んでいます。一方中東やブラジルのような資源国においても、外貨準備が非常に大きくなっていく。外貨準備というのは現金ではなく、ドル建ての証券で運用されるわけですね。ということは、ドル建ての証券を作り出している米国に資金が環流しているということです。この環流する資金が貿易のインバランスと並行して大きくなる中で、安易な与信ができるようになってしまったことが金利を低く維持し、住宅バブルを生む大きな原因の一つになったとされています。

### 金融セクターの現在の課題と将来の展望

経済運営の思想について少し触れたいと思います。まず第一は、新自由主義、ここではイギリスのサッチャー政権やアメリカのレーガン政権など、1980年代から始まった市場重視の新自由主義のことをいいます。日本においてもJRやNTTの民営化などに見られるように官から民へ、大きな政府から小さな政府へという流れがここ30年くらい続いているわけですが、こういう大きな経済思想が底流にありましたが、これからは逆方向に変容を遂げる、そういう議論もあります。

さらには、第二次世界大戦までは国の勢力争いは領土でしたが、戦後はどちらかというところウェルス（富）・ゲームになってきました。このウェルス・ゲームがいよいよ終わると、新たなテーマを求めて国の勢力争いはシフトしていくに違いありません。その中でサステナビリティ、持続可能性というのが最近特に注目を集めています。オバマ大統領のグリーン・ニューディール政策、あるいはイギリスにおけるカーボン・クレジット・カード構想などです。地球が人類社会の文明と共存できるように文明社会のほうを変えていく、そのために必要な手立てをいろいろ講ずるということが新たな国の威信をかけた争いになりつつあります。

金融セクターにおいては、公的資金がずいぶん投入されました。従って規制が強化されることは止めることができない流れだと思っています。金融制度をめぐる色々な議論の共通点は、金融行政、あるいは金融サービスに対する規制の自由度をあげすぎると問題がおきるという点についてです。そういう意味でも、金融業に対する元々重い規制がもっと重くなる世界がくるだろうなと思っています。とりわけお金がお金を生むようなビジネスはだんだんとやりにくくなってしまいます。あくまでも金融業というのは実体経済で、メーカーや輸出会社のビジネスの創造や雇用創出に側面援助するのが基本的な役割だということが改めて確認されつつあるのではないかと思います。

今回の金融危機を通じて、金融市場が崩壊したなどという議論もありますが、私自身は、市場はむしろ健全で機能しているということがますます明らかになったと考えています。それは、市場の力によって一部経営者のおごり、あるいは規制当局の能力の限界ということがあからさまにされたということだろうと考えているわけです。

市場機能を超える新たな仕掛けを、人間が人知をもって作り上げることができるでしょうか。私は否定的な見解を持っています。一方、市場の効率性と安定性は二律背反です。市場における効率性を追求すれば追求するほど安定性は損なわれます。こういうバランスをどうとっていくかというのが大きな課題ではないかと思ひますし、市場にとって本当の危機がもしあるとすれば、貨幣、通貨に対する信認がなくなってしまうことだと思ひます。そういう意味において、市場主義をここで諦めず、より上手にマネージすることを考えなければいけないと私は考えております。

### 日本にとっての戦略的課題

日本にとって、サスティナブル(持続可能)な社会構築というのが第一の課題となりそうです。それから、マクロ経済の貿易インバランスが一番大きな問題だと先ほど指摘いたしましたけれども、そのインバランスを矯正できるのでしょうか。日本が過剰に貿易黒字国を目指すということ自体、日本の繁栄だけでなく世界の経済の安定を損ねる原因になっているという事を理解する必要があります。日本にとってもかつて貿易立国論というのがあり、私が最初に社会に出たときの通産省はそれが大きなテーマでありました。しかし今の時代は貿易立国論だけではやっていけないと思ひて、国内における需要をいかに強くできるかということが非常に重要だと思ひております。

アジアでもユーロと同じような通貨を作ったらどうだというような議論もありますけれども、私自身は基軸通貨が米ドルであるという今の体制が日本にとっては大変なベネフィットをもたらしていると思ひています。若干皮肉な現象ですが、本来国内通貨である米ドルが世界の基軸通貨、準備通貨になっているということが米国の国際収支の赤字傾向をもたらす大きな原因になり、赤字があるから米ドル不安というのが常にあるわけです。将来、真の危機が起きるとすれば基軸通貨が崩壊したときです。これは政治的な意味合いもこめてのコメントですのでご議論いろいろあるかと思ひますが、もっと壊滅的な状況になってしまうことを考えて、米ドルが基軸通貨であることを支持することが日本にとっては大事なことで、今後来たる真の危機対策があるとしたら、ドル暴落(ハイパーインフレーション)をどうやって予防するかということだと思ひます。これは経済社会の将来の安定や発展のための条件として、私はぜひ指摘しておきたいと思ひます。

更にそういった構図がある中で、日・米・中の良好な政治的関係というのは、未来にとって大変重要な鍵だと思ひています。そういう中で我々がアジアの中でも中国を理解することは非常に重要なことですし、中国に日本を理解してもらうことも重要なことだと思ひています。皆様達のような若者に是非アジアに出て行って欲しい。また、アジアの国の国情をみたくうで、是非日本に帰ってきていただきたいと思ひております。