

金融危機後への
日本の課題

Policy Review

危機から何を学ぶのか

私も経済学者の端くれであるので、金融問題や金融市場についてはそれなりにいろいろな文献や資料を読んできた。それでも、このレポートで翁百合氏（4頁）や大山剛氏（6頁）がまとめられている今回の金融危機の反省や学ぶべき様々な点について、5年前にはほとんど問題意識も知識も持っていなかった。

これは私だけではないだろう。5年前の時点で、シャドーバンキングの問題点を理解していた人がどれだけいたのだろうか。VaR（バリュー・アット・リスク）に基づいたリスク評価に過度に依存すれば信頼水準の外（いわゆるテール）のリスクを見逃すことになり、それが大きな問題を起こす可能性についてどれだけの人が認識していたのだろうか。そうした認識が現場の実務家にも政策当局にもなかったから、これだけの大きな金融危機が起きてしまったのだ。

今回の金融危機での苦い経験を通じて、私たちは実に多くのことを学んだ。金融専門家やシンクタンクの重要な役割は、こうした教訓をできるだけ包括的かつ分かりやすい形で世の中に伝えていくことである。それによって世界の金融システムをできるだけ現実のリスクに対応できる形にしなくてはいけない。今回の危機の重要な教訓の一つは、「現実の金融はすでに新しい仕組みを取り入れ、そして新たなリスクを抱え込んでいる」ということだ。政策当局者や実務家が立ち止まっていれば、現実の金融はどんどん先に進んでしまい、コントロールできないようなリスクを抱え込んでしまう。政策当局者も実務家ももっと知識をアップデートして、金融の技術革新やグローバル化に備えなくてはいけないのだ。

金融危機を転機として世界の変化

金融危機によって世界の経済のトレンドが突然変わるわけではない。しかし、金融危機という大きな出来事を通して、これまで見えにくかった世界経済のトレンドの変化が表面に出てくるようになる。2頁で福田慎一氏も取り上げているように、今私たちが注目しなくてはいけないのは新興国の影響力の増大である。福田氏が指摘するように、「先進7カ国（G7）は、10年前には世界のGDPの8割を占めていたが、いまや半分にも満たない」のだ。新興国の代表的な存在である中国を例にとれば、アジア通貨危機を経て中国がアジアの大国として台頭したように、世界金融危機を経て中国は世界の大国として台頭しようとしている。

こうした中で、日本の国際経済における存在感は薄れるばかりだと懸念している人も多いだろう。たしかに、日本が動かなければそうになってしまう。しかし、危機を転機に、日本が国際経済社会の中でどのような役割を演じるべきなのか、再度検証してみる必要があるだろう。福田氏や大山氏も強調されているように、こうした変化の時代であるからこそ、日本は重要な役割を果たし、存在感を示すことができるはずである。政治はどうしても内向きになりがちだが、日本の国際経済における役割についてもっと活発な議論がわき上がってくることを期待したい。

■伊藤元重

伊藤元重（いとう・もとしげ）

NIRA 理事長。東京大学経済学部卒。米国ロチェスター大学 Ph.D.。専攻は国際経済学、流通論。1993年東京大学経済学部教授、96年同大学院経済学研究科教授、2007年から同大学院経済学研究科長（経済学部長）。最新著『危機を超えて—すべてがわかる「世界の好不況」講義』（2009年）、講談社。



多極化時代の国際金融秩序の 構築に向けて

福田慎一

東京大学大学院経済学研究科教授

基軸通貨ドルと100年に一度の危機

第2次世界大戦後の国際経済社会では、米ドルは、単にアメリカ合衆国の法定通貨だけでなく、基軸通貨としての地位を確立してきた。米国経済の地位が相対的に低下した今日でも、国際金融市場における米ドルは、財・サービス取引の媒介手段や富の貯蔵手段として幅広く利用され、世界に通用する国際通貨となっている。しかし、世界経済が「100年に一度の危機」を経験するなかで、米ドルを中心とした国際金融システムの弊害が指摘されるようになり、新しい国際金融秩序の構築に向けた議論が活発化している。

世界的な資金フローは、危機の数年前から、全体の資金余剰が大きく拡大する一方、その投資先が米国に過度に集中するという異常な状態となっていた。米国の経常収支赤字は持続可能でないレベルに拡大し、米ドルに偏った資金フローが、米国経済で極端に低い貯蓄率や行き過ぎた資産価格の高騰を生み出す要因となった。その結果、米国でアンバランスな資金フローの調整が始まると、その影響は世界経済全体に及んだ。資金フローに国境がなくなった今日、基軸通貨・米ドルが生み出した世界経済の貯蓄・投資バランスの大きな歪みが、一瞬にして世界的な危機を生み出す一つの背景であったといえる。

危機後に開催されたサミット（主要国首脳会議）や財務相・中央銀行総裁会議など各種の国際会議では、危機の再発防止に向けた新しい国際金融秩序の構築に関する議論が活発化している。そこでは、米国金融市場を中心に発展してきたヘッジファンドやデリバティブなどに対する金融規制の強化も一つの改革の方向性である。しかし、グローバル化した国際金融市場では、国内金融市場における金融庁のような強力な金融監督機関が存在しないことが深刻な問題である。今回の危機では、米国の中央銀行である連邦準備銀行が結果的には大きな役割を果

たした。今後は、先進国の金融当局で構成してきた金融安定化フォーラムやバーゼル銀行監督委員会の機能を強化し、金融機関の破綻防止や金融システムの健全性や安定性を維持するためのプルーデンス政策を国境を越えて強化で実行していくことが急務となっている。

高まる新興国の役割

国際資本移動に占める新興国の役割がますます大きくなっていく今日、新しい国際金融秩序の構築には、従来型のサミットやG7（先進7か国財務相・中央銀行総裁会議）のような先進国間だけの話し合いだけでは問題の解決は難しくなっている。ここ10年間に、国際金融市場での新興国のプレゼンスは飛躍的に高まった。先進7か国（G7）は、10年前には世界のGDP（国内総生産）の8割を占めていたが、いまや半分にも満たない。もはや新興国抜きでは、世界経済の持続的成長や新たな金融システムに関する議論は困難である。G20などサミットや財務相・中央銀行総裁会議だけでなく、金融安定化フォーラムやバーゼル銀行監督委員会でも、新興国の参加拡大が進んでいる。参加する国の数が増えれば増えるほど、政策合意に達することは難しくなるという問題はある。しかし、いくつかの異なる話し合いの場を段階的に設けることで、世界全体で合意形成をしていく工夫をすることが、多極化時代の制度設計には不可欠である。

国際金融改革では、新興国・途上国への資金支援の強化も主要な課題の一つである。当面は先進国に高成長を望めないなかで、新興国・途上国の潜在成長力を引き出すことが持続的な世界経済の成長には不可欠である。国際通貨基金（IMF）など国際金融機関の機能強化は、そのような国際金融改革の柱である。ただ、現段階では、新興国・途上国に対してIMFの融資枠をどこまで増やすかに関して、各国の思惑が相俟って合意に至っていない。IMFでは、米国が拒否権も含め大きな発言力を持

ってきたのに加えて、欧州諸国もその経済規模に比して大きな融資枠を占めてきた。IMFや世界銀行の運営で新興国の発言力をどのように強めるかも、残された課題である。

新興国のなかでも、2000年代に入って世界経済におけるプレゼンスを飛躍的に増大させた中国の存在は、今後の国際金融改革を行う上で一つの鍵となる。2007年の中国の名目GDPは、24兆9,530億元で、世界第3位の経済大国ドイツのそれにほぼ匹敵する。中国のGDPはまもなく日本を上回る可能性が高い。また、中国の外貨準備高は、2008年6月には2兆ドルを超えた。2001年末時点の中国の外貨準備高は2000億ドル程度だったので、わずか7年足らずで10倍に拡大したことになる。急速な経済成長を遂げている中国は、今日、世界全体の資本移動の流れに大きな影響を及ぼす大きな存在である。

期待される日本の役割

主要国通貨のなかでは、過去10年間、ユーロの地位が国際金融市場で高まってきた。ユーロの拡大によって、欧州およびその周辺諸国では、基軸通貨が米ドルからユーロへと移行している。現状では、基軸通貨としてのユーロの拡大は地域限定的で、世界的な広がりはない。今回の世界同時不況のもとでも、ユーロの価値は米ドルに比して逆に下落した。しかし、かりに将来的に多くの国々で基軸通貨がユーロへと移行する事態が支配的になれば、国際通貨としての米ドルに対する需要減、それによる米ドルの暴落が新たなリスク要因となる。拡大ユーロの影響は、米国だけでなく、今後の国際金融改革でも決して無視できない。

一方、現在進んでいる国際金融改革の流れのなかで、世界第2位の経済大国である日本の立場は、サミットや財務相・中央銀行総裁会議ではどちらかといえば目立たない存在であった。バブル崩壊後、金融センターとして

の東京市場の役割は、低迷を続けている。国際通貨としての日本円の地位も、ここ10年間、むしろ低下してきた。しかし、今回の世界同時不況のもとでは、世界の主要国通貨が米ドルに対して下落するなかで、日本円は逆に大きく増価した。悲観的な予測が支配的となるなかで、過去10年間不良債権処理や構造改革を進めてきた日本経済の底堅さを反映したものである。国際金融改革の流れのなかでの日本の役割は、依然として重要である。

特に、日本政府は、グローバルな国際金融改革とは別に、アジア地域における金融協力体制に力をいれている。チェンマイ合意の拡大やアジア債券市場の創設に向けた話し合いはその代表的なものである。東アジア地域に関しては、近年の目覚ましい経済成長にも関わらず、今後どのような形で国際金融の制度設計を進めていくべきかについて、残された課題が山積している。多くのアジア諸国は、高い貯蓄率をもちながら、国内貯蓄の多くがいったんは欧米に流出する傾向がある。欧米に流出した資金は、投機性の高い資金としてアジアに還流し、域内のリスクを高めてきた。東アジア地域における独自の新しい国際金融システムの構築はもう一つの緊急の課題で、日本に期待される役割は大きい。

福田慎一（ふくだ・しんいち）

1989年8月イェール大学大学院経済学部博士課程修了（Ph.D.）。横浜国立大学経済学部助教授、一橋大学経済研究所助教授、東京大学大学院経済学研究科助教授を経て、2001年12月より、現職。現在の研究分野は、金融論、マクロ経済学、国際金融。

米国発金融危機の特徴と 今後の規制監督政策上の課題

翁 百合

(株) 日本総合研究所理事

2007年夏に始まった金融危機は、世界経済に深刻な影響を与えた。本稿では、今回の危機が、従来の金融危機とどのような際立った違いを持ったかを明らかにしたうえで、今後どのような取り組みが監督政策上必要とされているかについて検討したい。

金融システムの構造変化と危機の変化

1980年代頃から、金融技術革新に伴い金融システムは徐々に変化しはじめた。特に金融派生商品（デリバティブ）や証券化商品の広がり、次のような国際金融市場の構造変化をもたらした。

まず、金融機関は金融技術を活用してリスクを分解、加工して、他に移転するようになったため、証券化商品などにリスクが転嫁され、金融システムの中に拡散するようになった。また、規制が比較的軽い投資銀行やヘッジファンドなど、銀行以外のプレイヤーのプレゼンスが大きくなり、グローバル金融市場において大きな位置を占めるようになってきた。さらに証券化などを通じて、金融機関の資金調達方法が多様化、市場化した。

この結果、今回の危機の展開は次のような特徴を持った。第一に、住宅価格の低下に端を発した金融危機は、証券化商品の価格低下から一気に市場流動性を低下させ、市場の価格発見機能を低下させるという「市場型システムリスク」を欧米の金融市場中心に惹起した。これには金融機関の資金調達が市場化したことも大いに関連している。すなわち、投資銀行や銀行の連結対象外のSIV（Structured Investment Vehicle、投資子会社）は、レポ取引などを繰り返して投資をしていたため、ひとたび金融商品の価格低下が起ると、担保価値変動リスクを回避するために、マージンヘアカット率^{※1}を引き上げた。このことがさらに金融商品の価格低下と市場流動性の低下をもたらし、一気に流動性が枯渇し金融機能の麻痺が拡大した。従来の金融危機で懸念されたシステムリスクは、銀行の取り付けにより預金者を保護できな

くなったり、網の目のように築かれた銀行の決済システムが機能不全になるリスクが懸念されていたが、今回は典型的な市場型のシステムリスクであった。

第二に、危機の波及が様々なプレイヤーや金融商品市場に及び、極めて広範囲にわたった。前述の通り、欧米主要金融機関の活動や、サブプライム関連の証券化商品の購入先はグローバルに広がっていたため、危機は一気に世界の金融市場全体に及んだ。また、銀行以外の様々なプレイヤーの経営悪化が金融システム全体の安定を脅かした。米国の投資銀行や大手保険会社、各国銀行のSIVなどにリスクが集中し、またこれらの破綻によって、ヘッジファンドやモノライン保険会社、MMFなどの様々なプレイヤー、様々な金融商品市場が大きな影響を受けた。さらに、リスクの所在が市場参加者にわかりにくくなっていったため、市場全体が疑心暗鬼となり、企業金融においても、信用リスクプレミアムが上昇し大きな影響が出た。

第三に、銀行部門と証券市場が、危機において相互に大きな影響を与え合った。銀行部門は傘下に証券会社やヘッジファンド、SIVを保有するなどの形でコングロマリット化し、さらに証券化を通じて、証券市場と銀行が密接に結びついていた。90年代初めの米国の金融危機では、銀行部門の自己資本が影響を受けたが、市場部門がこれを補完する形で資金仲介を行い、複線的な資金仲介経路があることがマクロ的ショックへの強さと考えられていた。90年代後半以降の日本の金融危機でも銀行部門にリスクが集中し、主に銀行部門が機能不全に陥った。しかし今回の危機では、もともと銀行部門で作られされたサブプライムローンの信用リスクが、証券市場を瞬時に機能不全に陥れ、实体经济に大きな影響を与えてしまった。

規制監督の不備はどこにあったのか

このように危機の展開は過去の危機の展開と大きく異なったが、これに対する規制監督政策は十分なものでは

なかった。問題点を指摘すれば次の通りである。

第一は、規制の厳しい銀行以外で同じような機能を果たしていた投資銀行、または銀行グループの連結外となっていたSIVといった、いわゆる「シャドウバンク」に対して監督が不十分であったことである。投資銀行の健全性については、SEC（証券取引委員会）が近年規制緩和を行い、十分に監視していなかった。また、銀行以外の業態に対しては、金融機能の維持に配慮した破綻処理法制が整備されていなかった。市場のプレイヤーは、厳しい銀行部門の規制を避ける形でシャドウバンク部門へリスクを集中したのである。

第二は、金融機関が規制を守ろうと行動した場合に、市場やマクロ経済に及ぼす外部不経済への配慮が不足していたことである。健全性確保の主軸と位置づけられている自己資本比率規制については、そもそも規制が不十分であったという反省がある。前述のSIVに規制がかかっていなかった点や、リスク管理についても、マクロ経済のボラティリティが低い1980年代後半以降20年余にわたるいわゆるGreat Moderationの時期のデータに基づいており、不十分であった点も指摘されている。さらに、自己資本比率規制自体が、危機の防止に無力であり、かつ危機時には銀行がこれを維持するために、資産売却を行ったり融資姿勢を慎重化せざるを得ないことから、市場流動性の低下を招いたり、実体経済にネガティブな影響を与えた可能性が問題視されている。個々に金融機関が経営を健全にしようとしても、必ずしも金融システム全体の安定性確保が期待できないことが現実になったのである。

第三は、証券化などを通じて、様々なプレイヤーが資金仲介に介在するようになったが、融資のオリジネーター（銀行等）、証券化ビジネスに関わっていた投資銀行、格付け機関など、各段階で利益相反関係や、インセンティブ上の歪みが発生していたことである。例えば、オリジネーターについては、融資を売却することが可能になり、サブプライムローン実行にあたっての審査、モニタリングに対するインセンティブが欠如した可能性、投資銀行等については短期的な利益と報酬体系が直結していたことがレバレッジ（資産／資本比率）の拡大につながった可能性、格付け機関については、債券発行企業からの収入によってビジネスを行っていることが格付けに影響を与えた可能性などが指摘されている。

第四は、市場インフラの不備である。例えば大手保険会社AIGの経営悪化の背景となったCDS（クレジットデフォルトスワップ）とよばれるデリバティブについて、取引所や清算機関が不備であり、システムリスクを

惹起しやすい状況となっていた。

今後の規制監督政策の課題

それでは、今後規制監督体制はどのように改革すればよいのであろうか。ポイントの一つとして、銀行経営を個々に安全にするというミクロの視点だけでなく、広く金融市場の動向、決済システムなどのインフラにも目を配り、金融市場「全体」の安定を図って实体经济に悪影響を与えないようにする、というマクロの視点（いわゆるマクロプルーデンスの視点）を併せ持った監督政策を実現していくことが考えられる。こうした視点に立てば、監督対象の金融機関についても、銀行だけではなく、保険会社や証券会社等であってもシステム的に重要な金融機関について、監視を強める必要がある。また、監督の担い手についても、欧米では広く金融市場をモニターしている中央銀行がより大きな役割を担うことが提案されている。ただ、中央銀行の物価の安定という責務と両立し得るか、金融システムの安定化にどのように中央銀行がかかわるべきかなどについて、今後検討を深める必要がある。

また、自己資本比率規制や引当金制度等については、個々の金融機関の健全性を確保する視点だけでなく、金融機関の行動が金融市場や实体经济に与える影響をよく考慮して、金融システム全体の安定につながる制度とする必要がある。例えば景気との同調性（procyclicality）を小さくするために、好況期に自己資本をより厚めに積んで景気後退期に資産売却が進まないようにするといった工夫や、流動性リスクに対してより厚めに自己資本を積むことなどが必要であるといった提案を具体的に検討していく必要がある。

さらに、インセンティブ上の歪みの問題については、今後監督政策上一層目を配る必要がある。たとえば、多くの欧米金融機関で問題になった短期的な収益と結びついた報酬体系の問題については、コーポレートガバナンスをより強化する方向でより適正な報酬体系が構築されるよう監督当局としてモニターしていく必要がある。

●注

注1 担保の市場価格と貸し出される資金の差のこと。

●主要参考文献

Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A. D., Shin, H., "The Fundamental Principles of Financial Regulation", ICMB, 2009.
Committee on the Global Financial System "The role of valuation and leverage in procyclicality" April 2009.

翁 百合（おきな・ゆり）

1982年慶應義塾大学経済学部卒。84年同大学院経営管理研究科修士課程を経て、日本銀行入行。92年より日本総合研究所。2006年より現職。この間、2001～02年に慶應義塾大学大学院特別招聘教授を兼任。08年よりNIRA理事兼任。

グローバル金融危機に 翻弄される金融システム

大山 剛

あらた監査法人リスク・コントロール・ソリューション部ディレクター

1. バブル崩壊へのプレリュード ーリスクが可視可能となった時代

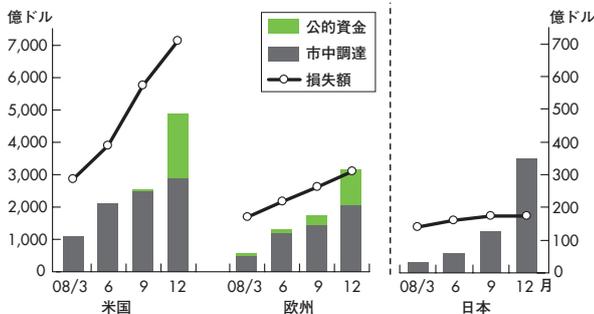
2007年初頭頃までは、一国の特殊な問題だと考えられてきた米国のサブプライム問題が、瞬間にグローバル金融危機に発展してから、早2年が経とうとしている。07年夏のパリバ・ショックや英国ノーザン・ロック銀行の破綻に始まり、08年における米大手投資銀行の破綻、さらに主要欧米銀行や米最大手保険会社の経営悪化にまで至ったこの危機は、主要国中央銀行による必死の流動性供給や、当局による大手金融機関等への公的資本注入を通じた救済等により、漸くここにきて小康状態を保つようになってきた(図表1)。この間、金融危機の震源地から離れていた日本やアジアの金融システムも、マクロ経済への前代未聞の波及という二次ショックによって、大きな揺さぶりを受けている。米国における、主に低所得者を対象としたノンバンクによる安易な貸出の行き過ぎが、なぜこれほどまでの危機に発展したのであろうか。

仮に金融バブルを、長期にわたる金融緩和や将来経済

への過度なユーフォリア(先行きに対する強い楽観)を背景に、ファンダメンタルズの視点からは長期的に持続不可能なキャッシュフロー等を前提に成立している金融資産価格だとするならば、今回最初に破裂した米国の住宅価格バブルも、この一例に過ぎない。こうした事象自体は、過去日本を含む世界各国において繰り返し生じているイベントであり、なんら驚くものではない。ただし今回の危機は、破綻したユーフォリアが、実は近年世界経済を引っ張ってきた米英等の堅調なマクロ経済を支えてきたという点で、過去のバブルとは大きく異なる。そのユーフォリアとは、「金融に係るリスクは計測可能であり、変成可能であり、取引可能であり、結果的に皆が好みに応じて少しずつテイクすることで、従来に比べ非常に大きな金融リスク(=投資)を社会が吸収することが可能になった」(図表2)というものである。従来、神のみが独占してきたプロメテウスの火(リスクの制御)を、ついに人類が手に入れようとしたのである。

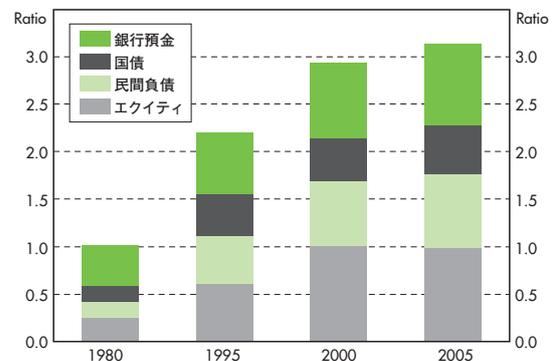
このようにユーフォリア(勿論バブルの当時は皆これを経済の構造変化や技術革新だとポジティブに捉えていたのだが)があまりに世界の経済成長のメカニズムに深

[図表1] 主要金融機関の損失と資本調達



注1) 2007年7月からの累積値。
 注2) 2009年2月24日現在。
 注3) 調査対象となる金融機関には、商業・投資銀行のほか保険会社等が含まれる。米国は43社、欧州は45社、わが国は9社の合計。
 注4) 損失額は、各期の評価損と貸倒損失。
 資料) Bloomberg
 (出所) 日本銀行金融システムレポート(2009年3月号)

[図表2] グローバル金融資産残高の推移 (GDP比)



Sources : IMF; McKinsey & Company
 (出所) Hamilton, Jenkinson and Penalver, "Innovation and Integration in Financial Markets and the Implications for Financial Stability" in *The structure and resilience of the financial system*, Reserve Bank of Australia, 2007

く組み込まれてしまったがために、この崩壊に伴う余波は途轍もなく大きくなってしまった。その影響は単に米国のサブプライムローンに支えられた住宅市場に止まらず、同ローンを裏づけとした証券化商品、さらにはサブプライムローンとは必ずしも関係のない証券化商品や証券化による資金調達を前提としたビジネスモデル、さらには金融産業の高成長に支えられた堅調な米欧マクロ経済を前提とした世界経済構造そのもの（この中には日本を含むアジア諸国の米国内需への依存も含まれる）にまで及んだのである。

2. パンドラの箱が開いた時 —見逃されたリスク

それでは一体、米欧金融機関がそのビジネスモデルの根幹とした「リスクの可視化」という考えには、どのような欠陥があったのか。よく指摘されているものの一つが、VaR（バリュー・アット・リスク）というリスクの計測手法に対する過度の依存、さらにはリスク計測モデルの誤差リスクの軽視である。VaRとは、簡単にいってしまえば、金融機関に損失をもたらすリスク要因（例えば、金利や企業のデフォルト率）にさらされた金融資産（例えば、国債や企業向け貸出）を一定期間（例えば1年間）持ち続けた場合に生じる、最大に近い損失額のことである。ここで「近い」と表現したのは、単に「最大」とすると無限大の損失額になってしまうため、VaRの計算では、極端に大きなストレスの状況を予め除いて考えているためだ。これは「信頼水準」と呼ばれる概念であり、仮に信頼水準=99%だとすると、予め1%或いはそれ以下の確率で生じる損失額は除いた上での「条件付」最大損失額を計算することになる。また、こうした確率に基づく損失額は、リスク要因に関する過去一定期間（例えば1年間）にみられた変動に基づき、統計的に推計される。

こうして計算されたリスク量が、多くの金融機関、あるいは監督当局にとっての一つの重要な指標となり、このリスク量と比べて十分な資本を有しているか否かで、金融機関の健全性が測られるようになった。例えば、信頼水準99.9%で測られたリスク量を上回る自己資本を有している場合、こうした金融機関は時に、「1000年に一度の危機にも耐えられる」と表現されてきた。ちなみに今回深刻な経営危機に陥った欧米の主要金融機関の多くは、信頼水準として99.9%を遥かに上回る99.97%を採用してきた。その金融機関が、損失の拡大から、いとも簡

単に自己資本不足に陥っただけだから、VaRの信頼性、ひいてはリスク管理の信頼性そのものが大きく揺らいでもおかしくはない。実際、例えば市場リスクの場合、長くても過去1年間程度のサンプルデータしか用いていないのに、これで数千年か数万年に一度のリスクが測られていると考えること自体ナンセンスだといえる。ただし、これはVaRの問題というよりは、VaRの使い方の問題だともいえよう。VaRにおける一つの重要な仮定は、「外部環境の安定性」であって、仮に外部環境が今後一千年の間安定すると仮定できれば、一千年に一度のリスクでもなら問題ないこととなる。一方で、数年で外部環境が大きく変化する世の中にあっては、信頼水準99.97%のリスクであっても、実際にはいとも簡単に生じてしまう。今回がまさにそのケースであった。

VaRの結果のみを極限まで活用した一つの帰結が、証券化商品等の隆盛だといえる。証券化商品をさらに裏づけとした証券化商品が生み出される中では、例えばリスク計測結果の誤りや外部環境の変化に係るリスクは簡単に捨象されてしまう。また、こうしたリスクを仮にリスクの売り手が認識していても、それがまったく伝わらないまま買い手にリスクが売られてしまう。こうして気付いてみれば、金融の重要なリスクが忘れられたまま、過去の好調時のデータのみに基づいた、売り手にとって都合の良いリスクのみが認識されて、全体のリスクが売り買いされていたのである。まさに時限爆弾を抱えたままの取引が、世界最大の経済大国のビジネスモデルの根幹として、世界中で信頼され、急速な勢いで広まっていったといえる。

3. 危機を踏まえた政策対応 —繰り返される過ち

上記で示したようなバブルがついに崩壊し、その波及がどんどん広がっていき、やっとここに来て小康状態を示し始めたのが、最近2~3年間の状況であった。この間、各国の当局や国際機関等が、今回の危機を乗り越えると同時に、再び同じ愚を犯さないための様々な方策を提案してきている。それは、個別金融機関のリスク管理の改善に始まり、銀行監督当局の監督の強化や体制の変革を求めるものだ。これらの提言（例えば、米英における金融制度改革案やバーゼル委員会から最近出されたバーゼル規制の改定案等）の背後に流れる通奏低音は、主に次の4つだと著者は考える。

① 今回の危機で顕現化した個別金融機関のリスク管理の

弱点（企業全体を見渡したリスク管理＜縦割りリスク管理の打破＞、VaRの限界の認識とストレス・テストの有効な活用、市場流動性の枯渇まで念頭に入れた流動性リスク管理等）の改善、

②金融機関に規制アービトラージ（規制逃れ）を許してしまったとの強い反省に基づく、規制の強化（プリンシプル・ベースを強調する監督の終焉）、

③一部の金融機関では測定したリスク量を大幅に上回る資本の毀損が生じたという事実を根拠とした所要自己資本額の大幅な引き上げ、

④シャドーバンキングへの監督の強化、グローバル金融機関に対する国境を越えた監督の強化。

上記の多く（除く④）はしかしながら、今回の危機を乗り越えるための、取り敢えずの対症療法にはなっても、将来の危機を防ぐための手立てにはならないばかりか、むしろ新たな危機の芽を育むものではないかと著者は考える。その理由は次のとおりだ。

①個別金融機関のリスク管理に係る弱点は、これまでも指摘されてきたものばかりであり、これらの弱点を指摘するに止まらず、なぜ従来こうした弱点を是正しようという動きが金融機関の側から起きてこなかったのかを分析し、これを是正するインセンティブ体系を構築する必要があるが、こうした動きはまだみられない、

②当局によるリスク管理の弱点の指摘、及びこれの矯正に実効性をもたせる手段として、現在当局は、ひとえに「規制の強化」に頼ろうとしているが、これは結果的に新たな規制逃れ、当局の目を逃れたリスクテイクの拡大を促す可能性が大きい、

③一部地域の金融機関でなぜ大きな損失が生じたのか、その原因をよく究明することなく、世界中の銀行に対し一律所要自己資本の大幅増加を求めることは、今回大きな問題が生じていない多くの国の金融・経済活動に悪影響を及ぼすと同時に、規制のアービトラージをむしろ促すインセンティブを与えてしまう。

4. 日本の選択 —存在感を示す「最後」のチャンス

前節で示したような、今回の危機を踏まえた金融の監督を巡る新しい議論は主に金融危機の震源地（すなわち米国や英国）から発せられている。しかもこうした議論は、単に自国で生じた問題の是正策としてだけではなく、新しいグローバル・ルールの基本案として提案されている。もちろん震源地以外の国でも、今回の金融危機から

学ぶべき点は多く、将来自分達の国で同じような危機を繰り返さないためにも、こうした教訓を大事に生かす必要がある。ただし、震源地の対症療法が自動的に国際ルールになるというのは、まったく別の話だ。そもそも、今回の問題が何故欧米の金融機関で主に顕現化し、アジアの金融機関やシステムでは深刻化しなかったのかを考える必要がある。有力な理由としては例えば、①近年の金融危機の経験を背景に、一般に不確実性の高いリスクはとらない・とらせないという保守的なリスク管理体制が金融機関、当局の監督姿勢に定着していた、②金融機関の報酬体系も欧米程リスクテイクを促すものにはなっていなかった、③預金保険や金融機関への公的資金注入といった危機に備えたプルーデンス体制（金融機関や金融システムの健全性維持を目的とした体制）も、近年の危機経験に基づき欧米以上に整備されていた、が挙げられよう。仮に新しいグローバル・ルールの流れが、こうした違いを無視して、単に、欧米の金融機関が新しいルールの中で不利にならないような一律規制を志向するのであれば、これは大きな問題だといえる。

こうした中で、日本の当局も、世界の規制の流れが誤った方向に進まないよう多くの努力をしていることが推察される。もっとも、残念ながら、現在の国際的な議論の中では、日本一国のみの努力では限界がある。こうした現実を踏まえれば、日本にとり、唯一実効性のある手段は、今回の金融危機の中で同じような立場に立たされている多くのアジア諸国と連携しながら、アジア地域の声を代表して、新しいグローバル・ルールの作成に注文を付けていくことではないか。未だに多様性が残るアジア諸国の中であって、金融システムのあり方に関しコンセンサスを形成していくことは決して容易ではない。もっとも、今仮に日本がこうした役割を担わなければ、結局他の有力アジア諸国がこうしたイニシアティブを取ることは目に見えている。バーゼル委員会のメンバーも、これまでは日本が唯一のメンバーであったが、今年から多くのアジア諸国がメンバーとして加わった。そういう意味では、アジアの声に乗る形で、日本がグローバルなルール作成のプロセスでリーダーシップを取れるのも、実は「今」がラスト・チャンスなのかもしれない。

大山 剛（おおやま・つよし）

1985年日本銀行入行。IMFエコノミスト（94～97年）。その後日本銀行に戻り、調査統計局、金融機構局参事役を経て、2008年9月から現職。著書『グローバル金融危機後のリスク管理』（2009年）、金融財政事情研究会。（近くWiley社より英訳版が出版される予定）

政策研究の

最前線

農業のあり方を考える ～「3つ」の農業が併存する日本～

林田雅秀

総合研究開発機構 (NIRA) 研究調査部長

対策も異なってくる。

ちなみに、耕地面積、農家人口、農業産出高でみると、いずれも平地農業が6割、中山間地域農業が4割となっている。また、米の存在感は大きく、水田は全農地の5～6割、米作を主とする農家が全農家の約6割を占める。ただし、産出額ベースでみると米は全農産物の2割強に過ぎない。米の生産性の低さがわかる。

性格の異なる3つの農業

マスコミに取り上げられる農業の姿は、高齢化・後継者難にあえぐ暗いものから、ハイテク設備を備えた工場で、まるで工業製品のように農産物が「作られる」ものまで様々である。一見すると異なる産業の話のようですらある。いや、実際に性格の異なるものが併存しているのだ。我々は無意識のうちに「農業」という言葉に対して、画一的な姿を思い描いているのかもしれない。

広大な平地が広がる米国や豪州などとは異なり、我が国は狭い国土に山と平野が複雑に入り組んでいる。このため、平地で行う農業と、山がちなところ（中山間地域）で行う農業では条件も性格も異なってくる。すなわち、比較的条件もよく食料・農業生産を中心とする「平地農業」に対して、どちらかといえば条件が厳しく、環境、景観、地域保全の役割が強調される「中山間地域農業」である。さらに、平地農業も、米のようにある程度まとまった土地を必要とするものと、野菜や果物などのようにそれほど土地を必要としないものに分けられる。

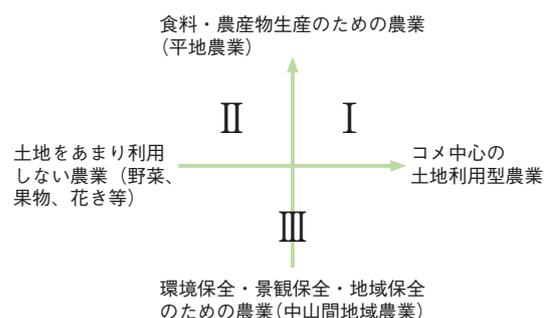
つまり、我が国の農業は、「米を中心とした土地利用型農業」（仮にⅠ型農業と名付ける）、「野菜や果物といった土地をそれほど必要としない農業」（Ⅱ型農業）、そして「中山間地域農業」（Ⅲ型農業）の3つが併存しているのである（図表参照）。そして、各農業はそれぞれ異なる問題を抱え、その

3つの農業で様々な論点を整理する

現実には各類型ごとに農業をスパッと切り分けられるわけではない。中山間地農業でも立派に農作物を作っているところも多くある。ただ、このように農業を類型化して考えることは、農業に関する様々な論点を整理して考える上で有効だと思う。結果として、どこまで行政が関与すべきか、経営主体自らが工夫すべきなのかという、いわば農業における「官と民の役割分担」のあり方も見えてくる。農業を政策助成の必要な衰退産業と画一的にとらえていたのでは、いつまでたっても将来の展望が見えてこない。

具体的に見てみよう。例えば、最近「植物工場」による野菜の栽培といった新たな取り組みが注目されている。これはⅡ型農業に関する話であり、Ⅰ型農業やⅢ型農業の話ではない。脱サラ組の挑

【図表】各類型農業の概念



戦や企業の参入で注目を浴びる農業もどちらかといえばⅡ型農業に多い。Ⅱ型農業は、極端に言えば一種の「製造業」と考えることもできるのではないか。すると、最新技術を導入するための仕組やコストをどうするかといった視点が重要になってくるだろう。一方、米作を中心とするⅠ型農業は生産性が低い。ここは、農地の集約など生産性を高める方策がまず考えられるべきである。また、減反政策がマスコミで取り上げられるが、これは米の生産調整の話でありⅠ型農業に関する論点である。過疎化する農村の問題が取り上げられ、環境も含めた地域の保全のためには政策的助成が必要との議論がある。これは、どちらかといえば中山間地域、Ⅲ型農業に関する問題である。一方で、高齢化が進行する中で、農業の担い手として若い人をいかに農業に呼び込むとか、食の安全・安心をどう確保するかといった問題は、類型を超えた農業全体の課題として取り組むべきである。

我が国の農業のあり方

このように考えていくと、我が国の農業のあり方はおおそ次のようになる。

我が国の農業の一番の問題は、高齢化と後継者難に伴って、農業そのものの持続可能性が危ぶまれることである。まずは、農業の魅力を高めて新たな担い手を引きつける必要がある。すなわち、食料・農業生産のためのⅠ型、Ⅱ型農業において、農業収益を上げるための環境整備が必要となる。

収益を上げるという場合、価格を上げるか、販売量を伸ばすか、生産コストを下げるかだが、近年の農産物価格の「デフレ化」や海外の安い農産物の輸入を考えると、まずは生産コストの引き下げがポイントとなる。そのためには、農地集約に

よる経営規模の拡大を図る必要がある。幸いにして、先日、農地法が改正されて農地の貸借が原則自由化された。ただし、値上がり期待による強い農地保有動機などが存在する中で、いかに農地貸借の実行性を高めるかが重要になる。さらに、規模拡大に伴って、経営のあり方も個人経営から法人化すべきである。法人化のメリットは、流通・小売も取り込んで全体として収益を高められることにある。そして、この農業経営を支える人材を育成するための仕組を整備すべきだ。農業技術にとどまらず経営も身につけることのできる高等教育機関を新たに設けてもよいだろう。

この流れの中で、農業全体に与える影響の大きいⅠ型農業は、まずは収益向上に向けたスタートラインに立たなければならない。各経営主体の判断で、米やその他作物を生産できる環境を整える必要があるだろう。Ⅱ型農業は新たな技術の導入により収益の向上を目指す。その際、アジアへの輸出も視野にいれるべきである。一方、中山間地域農業であるⅢ型は、適切な助成措置による担い手や農地の確保を通じて、環境や地域の保全に貢献することが期待される。

以上述べたかったのは、農業を類型化することで我が国の農業の展望が容易になるということである。これらの詳細については、現在、NIRAの「食料・農業プロジェクト」において報告書を取りまとめている。近く公表する予定なので参考にさせていただきたい。

林田雅秀 (はやしだ・まさひで)

京都大学経済学部卒。1992年旧経済企画庁入庁。地域経済調査やNPO法に関する業務に従事。2001年の内閣府発足以降は、経済財政諮問会議や規制改革会議の事務局で勤務。08年8月より現職。

[NIRAホームページ]

<http://www.nira.or.jp/index.html>

NIRA政策レビューのバックナンバーをはじめ、NIRAの諸活動を紹介するホームページをご利用ください。

※ 本誌に関するご感想・ご意見をお寄せください。E-mail: info@nira.or.jp

NIRA

NIRA政策レビュー [No.42]

2009年8月31日発行 ©財団法人総合研究開発機構

編集発行人: **伊藤元重** ●NIRA理事長

編集主幹: **加藤裕己** ●東京経済大学教授/NIRA客員研究員

NIRA 総合研究開発機構

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿4-20-3 恵比寿ガーデンプレイスタワー 34階
Tel. 03-5448-1735 Fax. 03-5448-1744 E-mail. info@nira.or.jp

再生紙を使用