

変化の糸口：オバマ政権の金融改革

アンドリュー・デウィット

はじめに

この論文は、米国における金融改革の必要性を指摘することを目的とする。現在、米国の景気が回復途上にあると喧伝されているが、これは政府による緊急支援の一時的な効果に過ぎず、今後新しい産業の成長を促進する金融制度を整えなければ、この景気回復の持続は期待できないだろう。本稿ではその理由を説明する。

オバマ政権の金融改革は、期待されていたほど良好ではない。これは、既存産業などの「規制の虜」が要因と言える。今後の展開を予測するのは難しいが、カリフォルニア大学のアイケングリーン教授も指摘するように、確実に言えるのは、現在の米国の状況が1990年代の日本と非常に似ているということだ。

この先、米国が再びバブル経済に陥るリスクは十分あり得る。だが、それと同時に、中途半端な改革のために景気が回復しないリスクも存在する。失業率の増加に伴い、住宅ローン不履行率も上昇し、商業用不動産ローンの問題の悪化も深刻化する恐れがあるため、「W型不況」に陥る可能性もある。大手金融機関への政府の相次ぐ救済策のために「大きすぎて潰せない」という問題も看過できない。つまり、特に大手金融機関に対する改革を阻害する要因が、あまりに多く存在しているのである。以下、この問題について詳述する。

分岐点はどこにあったのか

オバマ政権が誕生した2009年1月20日、オバマにはとりうるいくつかの解決策が残されていた。その一つは、不良債権処理を急ぎ、同じ過ちを繰り返さないための改革を実行しながら金融システムの再生を図ると同時に、グリーン・ニューディールを進める道であった。具体的には、債務超過に陥った銀行を一時国有化して、毒入り証券化商品をはじめとする不良資産を切り離し、国家管理（たとえば整理信託公社）のもとで時間をかけて処理していき、健全な銀行機能を再民営化する方法である。この場合、大胆な金融改革によって証券化商品に規律ある

ルールを設定したうえで、政府とFRBによる金融支援策を導入することになる。しかし現状では、10兆ドルもの証券化ローン市場の縮小が起きている。こうした状況のもとでは、実物的基礎をもつ“投資ブーム”を必要とする。グリーン・ニューディール政策をより効果的にするには、カリフォルニア州で最も進んでいる「環境エネルギー革命」を全国に広げるだけでなく、さらに強力な誘導政策（固定価格買い取り制度や、次世代送電システムなど）をとることが必要となる。だが、いまやその道は完全に遠のいてしまった。もし適切な金融改革が迅速に実行に移されなければ、環境エネルギー革命をリードするチャンスも失われかねない。

現在のオバマ政権は、多くの専門家¹⁾が懸念するように、望ましくない方向に進んでいる。それは、証券化ローン市場の縮小が元に戻るまで、政府とFRBが金融機関の会計粉飾²⁾を黙認しつつ、救済融資、公的資金注入、証券買取などを続けて、不良資産の“だらだら処理”を続ける道である。だが、この金融政策は失敗に終わりつつある。証券化ローン市場で大きく空いた穴を短期間で埋めるには、おそらく、つぎのバブルが必要になる。それは、排出権取引「市場」において、住宅ローン担保証券市場でも用いられたストラクチャード・ファイナンスの手法を使って人為的な証券化商品を作り出す形で、少しずつ始まっている³⁾。

不良資産の“だらだら処理”は、金融機関が不良資産の損失処理に追われて他のセクターを犠牲にする可能性が強い。仮に景気が底打ちしても、L字型となるだろう。金融危機が再燃して、ティム・ガイトナー財務長官、ラリー・サマーズ国家経済会議（NEC）委員長らが辞任するか、自ら大きな政策転換を余儀なくされるかもしれない。だが、今のところその可能性は低い。あるいは逆に、ITバブルの崩壊を住宅バブルで乗り切ったように、証券化手法による「環境投資バブル」がもたらされるかもしれない。その準備は整いつつある。しかし仮に環境投資バブルが実現しても、それが崩壊した場合、米国は覇権（ヘゲモニー）を今以上に失うことになる。

このような状況が明らかであるにもかかわらず、オバマ政権は後者の道を選んでいるように見える。なぜなら、オバマ政権は過去から「負の遺産」を引き継いでいるからだ。ゴールドマン・サックス共同会長、国家経済会議委員長、財務長官、シティグループ経営執行委員会会長を歴任したロバート・ルービンの人脈から、サマーズとガイトナーを引き継いだ。彼らは、銀行と証券の業際規制（グラス・スティーガル法）を最終的に解体し、金融デリバティブの野放

1) ノーベル経済学賞を受賞したジョセフ・スティグリッツとエド・プレスコット、国際通貨基金元チーフエコノミストのMIT経済学部教授サイモン・ジョンソン、カンザス・シティ連邦準備銀行総裁トーマス・ホーニグなど。彼ら含む専門家、当局の批判については、<http://www.nakedcapitalism.com/2009/10/guest-post-the-real-reason-the-giant-insolvent-banks-arent-being-broken-up.html>参照。

2) ミズーリ大学准教授ウィリアム・ブラックの会計粉飾に関する研究、コメントは明快である。2009年4月13日号『バロンス』<http://online.barrons.com/article/SB123940701204709985.html>参照。

3) アンドリュー・デウィット、金子勝（2008）『脱「世界同時不況」』岩波書店 p. 68-72参照。

図な販売を止めなかった。後述するように、ガイトナー財務長官はブッシュ政権のもとで、ニューヨーク連銀総裁として、バーナンキ FRB 議長やポールソン前財務長官とともに、この金融危機を深刻化させた「失敗組」である⁴⁾。政策の中枢にいた者は、自らの過去の失敗を決して清算しようとはせず、その結果、ますます深みにはまってしまっていることがある。残念だが、この「負の遺産」たちがオバマの悲劇を生むかもしれない。

ストレステストの甘い想定

2009年5月7日に、ガイトナー財務長官とバーナンキ FRB 議長は、米金融大手 19 社に関するストレステスト（銀行検査）の結果を公表し、金融機関の体力に問題がないことを強調した。このテストでは、さまざまなマクロ経済指標の仮定を置いたうえで、概算で有形株主資本比率（総資産に占める普通株、コアの自己資本比率）を求めている。具体的には、2009年の経済成長率がマイナス 3.3%、2010年にはプラス 0.5%になる場合を「経済が悪化したケース」としたうえで、有形株主資本比率が 4%以上なら合格、それ以下なら不合格とした。結果は、19社全体で最大 5,992 億ドルの損失が発生するとし、有形株主資本比率が 4%を割る 10 行について計 746 億ドル（約 7.4 兆円）の資本増強が必要とした。

5月8日付のウォール・ストリート・ジャーナル紙は、「政府のシナリオで、金融機関の損失率が 8.5%であることが問題だ」とも指摘しているが、基本的にストレステストを高く評価している。しかし、このストレステストを見るかぎり、かつての日本の後追いをしているように見える。

まず、計算の前提となる経済成長率などの数字が楽観的すぎる。ストレステストの想定する「最悪のケース」では、失業率は 2010年に 10.3%に達すると予測されているが、すでに2009年5月時点で失業率は 9.4%に達している。2009年秋には 10%を超える可能性があり、2011年以降は 11%以上を記録するかもしれない。さらに、米商務省が4月29日に発表した第1四半期（1～3月）の実質国内総生産（GDP）速報値は、第4四半期の 6.3%減に続いて、対前期比で 6.1%の減少（季節調整済み年率換算）となった。第3四半期連続のマイナス成長である。輸出、住宅建設、商業用建設、設備投資のどれをとっても、軒並み 30～40%の落ち込みとなっている。

IMF（国際通貨基金）の 2009年世界経済見通しによれば、2009年の米国の経済成長率はマイナス 2.8%、2010年はゼロ成長となっており、2010年末までに金融機関の損失見積額は世界全体で 4 兆ドルに達する。そのうち米国は 2.8 兆ドルを占めるが、甘めに見て大手 19 行が

4) 2009年4月10日付け RGE モニター、ファーピラス・マキシマスの記事を参照のこと。http://www.rgemonitor.com/financemarkets-monitor/256360/the_best_way_to_rob_us_is_to_own_a_bank 参照。

米金融機関の総資産の半分を持っているとして単純計算すると、損失額は2.8兆ドル \times 0.5となり1.4兆ドルになる。これだけでも、ストレステストの損失推計5,992億ドルと比べると、2.3倍になる。2.3倍の開きを「誤差」とは言い難い。

2009年5月10日付ニューヨーク・タイムズ紙によれば、2010年末までに19行は、824億ドルほどのクレジットカード損失を抱えると推計されるが、この分はストレステストの結果には含まれていない。9月に9.8%に達した失業率が高まれば高まるほど、消費者ローンの債務不履行による損失は増えるだろう。

さらに、ヌリエル・ルービニ（ニューヨーク大学教授）による、保有資産と利益剰余金の見積もりが甘いとの指摘は重要である（2009年5月8日）。まず当局の証券の評価は非常に楽観的で、推計されている証券の合計額はわずか1,540億ドルであったが、多くの銀行はレベル2・3の資産として、時価評価ではなくモデルにより証券価格を評価しているために、低く見積もられている。そのために損失見積額も少なくなっている。その一方で、ストレステストでは、最悪のシナリオでさえ19行の利益剰余金が3,620億ドルになると予想しているが、IMFは最近、米国の銀行全体（19行以外も含む）の利益剰余金が、2010年までに3,000億ドルに留まるとの予想を発表した⁵⁾。IMF基準に従えば、ストレステストで算出された19行の利益剰余金はわずか1,500億ドルにしかない。過大な利益剰余金は、ゼロ金利での救済融資など、政府とFRBの巨額の政策支援を前提にしないかぎり成り立たない。それは、多くの金融機関がAIGのようになっていく「ずるずるの国有化」路線を意味する。

もちろん具体的には、商業用不動産価格や住宅価格の動向、あるいは債務不履行（ローンの焦げつき）がどれほど増えるかによって結果は違ってくる。ガイトナーの官民共同買取基金案が出てから、中古住宅価格の「安定」をもって住宅価格が底打ちしたという楽観論が盛り返している。だが、中古住宅販売件数の半分ぐらいはREO売却（銀行の差し押さえ不動産売買）とショート売却（ローンの残高以下の価格での売却）である。評価されているファーストアメリカン⁶⁾のポイントをもとにして作成された住宅価格下落の予想では、底は2010年後半になるという⁷⁾。

実際、住宅ローンの金利変更（リセット及びリキャスト）が2010年半ばから多くなり、それは2012年頃まで続くが、ローン借り換え指数はマイナスを続けており、債務不履行による差し押さえは増えていくだろう⁸⁾。事実、5月24日付ニューヨーク・タイムズ紙によれば、優

5) http://www.rgemonitor.com/roubini-monitor/256694/ten_reasons_why_the_stress_tests_are_schmess_tests_and_why_the_current_muddle-through_approach_to_the_banking_crisis_may_not_succeed 参照のこと。

6) <http://www.facorelogic.com/> 参照のこと。

7) <http://www.calculatedriskblog.com/2009/04/home-sales-distressing-gap.html> 参照のこと。

8) <http://www.cepr.net/index.php/data-bytes/housing-market-monitor/still-no-green-shoots-in-housing/> 参照。

良なプライムローンの未納や不履行は 2008 年11月から 2009 年 2 月までの間に 473,000 件ほど増加して 150 万件、合計 2,240 億ドルとなった。サブプライム、オルト A、プライムローンのすべてで見ると、400 万件で 7,170 億ドルになり、2008 年と比べて、60 %も増えている。ところが、差し押さえを避けるために、破産裁判官に住宅ローン額を調整する権限を与えるクラムダウン法案は、2009年 3 月 5 日に下院では 234 対 191 で通過したものの、4 月30日に上院において 51 対 45 で拒否された。差し押さえによる過剰在庫の増加は止まらず、住宅価格下落の底が見えるのはまだ先になるだろう。

加えて、商業用不動産の市場が崩壊し始めている。2009年 5 月 7 日付のブルームバーグの報道によれば、4 月に商業用不動産ローンの不履行率が 11 年ぶりに最高水準を記録し、30 日間未納率は 2.45 %になっている。そして 3 月19日付ファナショナル・タイムズ紙によれば、約 4 兆ドルにもなる商業不動産市場において、損失が半分ほどになる危険性もあるという。商業用不動産ローンの債務不履行は、次なる難題の一つになるだろう。このような理由から、ストレステストは明らかに「楽観的」な前提に基づいていると考えられる。

2009 年 5 月下旬、景気回復の楽観論が強まる中で、ミッドアメリカン・エネルギー・ホールディングス会長のデイヴィッド・ソーコール⁹⁾は、1,200 人のヘッジファンドの担当者が集まる会議で、「我々はまだ回復の兆しを見ていない」と切り出した。ソーコールは、住宅在庫の過剰供給問題について、政府の調査によると 10 ヶ月～12 ヶ月分残っているとされているが、実際にはその倍近くの差し押さえになる住宅が存在するようだと言った。未処理分の住宅の多くは、まだ影に隠れたままである（「陰の供給」）。景気がさらに深刻化しなければ、住宅在庫は過剰供給問題が続いた後に、2011 年の中頃に標準供給量の 6 ヶ月分に落ち着くという。

行き交う粉飾決算

楽観的な仮定だけが根本的な問題なのではない。そもそもの問題は、このストレステストがいろいろな仮定を置いた損失の推計であって、一つひとつの不良資産にまで立ち入った精査が行われていないことにある。CDO や CDS などの金融デリバティブ商品は、複雑すぎ、損失がどこにどれだけ潜んでいるかが不明で、その上ほとんど売れないために損失自体を直接評価することができないためだ。

それゆえ、このテストも金融当局による銀行決算の不正の黙認が前提になっている。実際に、2009 年第 1 四半期の決算で大手金融機関の多くが黒字になったが、これは一種の「粉飾」できている。黒字化の要因を以下に列挙してみよう。

まず時価会計主義の適用を緩和したために、同じ格付けの不良資産であっても損失評価が

9) ソーコールは米国の電力、エネルギーパイプラインの最大手企業や、2 番目に大手の不動産ブローカーである住宅貸出のホームサービス・オブ・アメリカも経営している。

バラバラであり、体力のない銀行は損失を甘く見たままになっている。

当該金融機関が発行した債券価格の下落を債務が軽減されたものとみなす「負債評価益」を計上して利益を水ぶくれにしている。

第1四半期の会計期間を従来の11月30日から12月31日に変更したことによって、ゴールドマンサックスなどは12月の赤字を隠している。

巨額の公的資金や救済融資を受けたAIGから、多額の資金が大手金融機関に流れた。AIGでは、もともと2.7兆ドルの契約残高があったCDSを解約プロセスによって2009年5月までに1.5兆ドルにまで落とすために、大手金融機関に様々な支払いが生じた。

ルービニ教授は、19行に対して1,850億ドルの新たな自己資本（普通株、優先株を含む）を増加すべきという推計結果も出ている中で、746億ドルの資本不足額ではすまないと予測する。もし厳しいストレステストを実行し、多くの金融機関が資本不足であるという結果が算出されていたら、市場から多額の資金調達が必要になる。ストレステストの結果によって資本調達を余儀なくされた銀行が、実際には増資も資産の売却先を見つけるのも困難であり、多くの銀行は資産管理部さえ売ろうとしている。しかしこちらも買手はあまりなく、合併も今のところ行えないようである。市場からの資金調達はすぐに限界に達するだろう。そうなれば、政府から公的資金注入を迫られる。しかし、ガイトナー財務長官には、議会に新たな金融安定化法を要求するのは無理だという判断が働いたと考えられる。ポールソン前財務長官のもとで調達された7,000億ドルのうち残りの公的資金枠は、わずか1,000億ドルにすぎず、しかも、それも自動車メーカーなどの救済に利用されている。今後、予想されるように損失が拡大していった時、深刻な資本不足問題が浮上する危険性が高い。特に失業率は、ストレステストの最悪のシナリオよりも悪化している。議会の問題資産行動計画監視委員会エリザベス・ウォーレン会長は、6月9日に発表された、同委員会の6月監督レポート¹⁰⁾で、もう一度、適切な条件付きのテストで金融機関を精査し直すべきだと証言した。

問題は大手銀行だけではない。不動産投資の比率が高い地方中小銀行の危機的状況も看過できない。金融部門の専門組織のインスティテューショナル・リスク・アナリティックスの最高経営責任者デニス・サンティアゴ¹¹⁾によれば、2006年3月から2008年12月までの間に、F評価（危険な状態）を受ける銀行の数は608行から2,003行まで増加している。ROE（自己資本利益率）の悪化で赤字に陥っている銀行は1,557行に上る。銀行ストレス指数は、2008年第4四半期の1.8から2009年第1四半期の5.57まで急上昇している。ストレステストの対象になっていない、これらの銀行も資本増強を必要としている¹²⁾。

10) <http://cop.senate.gov/documents/cop-060909-report.pdf> 参照。

11) <http://us1.institutionalriskanalytics.com/www/index.asp>

12) <http://institutionalrisk.blogspot.com/2009/05/preliminary-q1-2009-stress-test-results.html> 参照。

さらに2009年8月27日に連邦預金保険公社は、問題のある銀行の数が、2009年6月末には416になり、これは1994年6月30日以来の最高数であることを報告した¹³⁾。これらの銀行が所有する総資産は2,998億ドルに及ぶ。

日本のケースと似ているか？

粉飾決算の背後には、不正と経営責任の問題がある。ウィリアム・ブラックは、連邦預金貸付保険公社の副所長として1980年代後半のS&L危機に際してS&Lにおける不正会計の調査に乗り出し、活動をリードした。その後、彼は経営詐欺と会計詐欺を精力的に研究してきたが、彼の著作『銀行強盗の最もうまい方法は銀行を所有することだ』（未邦訳）は、ポール・ボルカーやアカロフ（カリフォルニア大学教授）にも高く評価され、ブラックの金融機関の不正に関する優れた分析は、この金融危機においてもいかに高く評価されている¹⁴⁾。

この金融危機について多くのアナリストは、大手銀行の経営者は証券化商品のリスクの高さを十分に認識せずに経営してきたと考えるが、ブラックはそれを「意図的」な行為と認識している。そして現在の金融危機の規模はS&Lと比べて少なくとも100倍以上となり、市場の想像を遥かに超えるだろうと見ている。

現在の金融危機において、特にサブプライムとオルトAの分野を中心とする不正行為の規模はまだ明らかになっておらず、ブラックの指摘する証拠は興味深い。住宅バブルの最中に多数の不正なローンが横行したが、破綻したインディーマック銀行はそのような不正なローンに特化し、2006年には、同社は800億ドル程のローンを他社に売っていた。

また住宅ローン産業において流行した金融犯罪について、S&L問題との類似点を指摘する。2004年9月17日にFBIが、詐欺の8割は貸手側によると注意を喚起した。S&L問題と比較すると、現在は詐欺調査を行うFBIの人材は5分の1に減っている。これでは、S&Lの危機と比較して100倍以上の額となっている金融危機に対処することはできない。さらに格付け会社のフィッチは、2007年11月8日の住宅ローン市場に関する報告で、ノンプライムローンのサンプル調査において、すべてのケースに不正の疑われる契約内容が含まれていたことを明らかにしている。

ブラックの辛辣な批判は、政府や大手金融機関にも向けられている。深刻な問題の一つは、多額のCDSを契約していたAIGに関して、ブッシュ政権下でポールソン前財務長官が特別な諮問委員会を設置し、ゴールドマンサックスをそのメンバーとして選んだことだ。ゴールドマンサックスは、AIGが発行したCDSに過剰投資していた。政府は金融救済策でAIGに公

13) <http://www.fdic.gov/news/news/press/2009/pr09153.html> 参照。

14) 4月3日に放送されたPBS局でのインタビューについては<http://www.pbs.org/moyers/journal/04032009/transcript1.html> 参照。

的資金を注入したが、その用途についての詳細は公表されなかった。その後、議会の要請により強制的に公開されるようになり、ゴールドマンサックスなど多くの金融機関がその資金を受け取っていたことが判明した。

ブラックは現財務長官ガイトナーについても苦言を呈している。オバマ大統領が、サマーズやガイトナーを指名した理由は、金融業界にショックを与えないためであった。だが、もう一つの理由は、経営者の責任を問われないようにするためであった。つまり、不正行為を働いてきた者が経営者として務めれば、過去の悪行を解明されずに済む。不適切な会計の問題についての調査は不可欠であるにも関わらず、業界はこの閉鎖されたシステムを守っている。もし詐欺や不良債権の規模について厳格な調査が行われれば、その問題のスケールの大きさに驚かされ、市場は銀行預金の取り付けなどでパニックを引き起こすだろう。1990年代の日本と同様、政府と金融機関が問題を隠そうとしていることが問題だとブラックは指摘し、オバマ政権の政策は失敗に終わる危険性が強まっていると懸念を表明している。

損失評価の困難がもたらす「粉飾」

1990年代の日本の不良債権問題と比較しながら考えてみよう。繰り返し述べているように、日本の不良債権処理問題の場合、目に見える担保不動産の損失評価の意図的な隠匿だった。今回の米国の金融危機が異なる点は、証券化手法が進んであまりに複雑な証券化商品が生まれ、しかも「影の銀行システム」で相対取引されているために損失そのものが正確に評価できないことにある。その意味で、今回の金融危機は日本より深刻な面を持っている。だが、不適切な不良債権査定からもたらされる結果は、非常に似かよったものになるだろう。

とくに問題になるのは、同じ格付けの証券化商品でも、金融機関ごとに損失評価がまちまちな点である。時価会計主義の適用が緩和されると、金融機関は損失を表に出さない(処理しない)でよいということになる。その結果、体力のない銀行ほど損失の見積もりを低く抑える傾向が出てきて、金融機関ごとに損失評価が違ってくる。これが実は日本の不良債権処理の最大の問題の一つだった。そして、米金融当局も、同じ失敗に陥りつつある。

景気が回復して不良債権の資産価格が戻ってくれば、このような不適切な行為も見えなくなるため、当局の政策的失敗もなかったことになる。そのため、特に金融業界は景気がよくなれば問題が消えるという甘い希望を持っている。ところが、資産価格の下落が止まらず、つぎつぎと不良債権額が拡大していくと、自己資本の不足する体力のない銀行は、ますます不良債権の損失評価を甘くしてしまう。そのうち貸倒引当金の積み増しや損失処理を行うことができなくなる。そしてリスクに対する備えが脆弱な状態になり、やがて弱い銀行から潰れたり、破綻を避けるために救済合併が繰り返されたりするようになる。審査を下す金融当局に対する信頼が失われ、市場は「つぎに危ない銀行はどこであるのか」とお互いに疑心暗鬼に陥ってしまう。

カウンターパーティリスクが発生し、誰もお金を貸さず、お金を預けず、危ない金融機関が発行する債券を買わなくなくなる。いわゆる「伝染」が生じて、危ない金融機関から資金流出が起き、流動性不足に陥ってしまい、金融市場を麻痺させてしまうだろう。

このようなテスト（検査）では、もし再び金融機関の経営が危なくなり、公的資金を投入したり、救済合併したりするような事態に陥れば、米国の金融危機は再燃して、日本のように金融不安が長引き長期停滞に陥ることになるだろう。実際、これから来る商業用不動産ローンや消費者ローンの損失によって債権が傷つくために、利益の大半をその処理に当てていかなければいけない。ひたすら金融機関が損失処理に追われ、体力のない銀行から破綻する危険が何度か浮上してくる。そして他のセクターが犠牲になって、あるいは新しい成長分野に資金が流れず、米国経済自体が消耗してしまう恐れがある。

ガイトナーという人物とその背後

こうしたシステミック・リスクの発生を防ぐには、債務超過に陥っている金融機関は経営者の不正会計を暴くとともに、すみやかに公的資金を強制注入するか一時国有化することが不可欠だ。その前提として、共通の厳しい基準で不良債権の査定をそろえる作業が大事になる。つまり、体力のない銀行だからといって、当面もたせるための先延ばしは認めないのだ。だが、19行全部に査察が入り、複雑な債券を分類し同じタイプで格付けの同じものを一つひとつ精査し、それに対する評価をすべての金融機関の間でそろえていくのは膨大な作業を伴う。わずか2ヶ月足らずのストレステストでは不可能だ。

オバマ大統領は、この「改革」は不十分だとする批判があり、他の選択肢があることについても多少の認識はあるようだ。2009年4月27日に、ホワイトハウスの金融政策に対して最も厳しく批判している専門家たち、すなわちジョセフ・スティグリッツ、ポール・クルーグマン、元FRB副総裁でプリンストン大学のアランブラインダー、経済再生諮問委員会のポール・ボルカー会長らをホワイトハウスのディナーに招いた。そこには、サマーズ国家経済会議委員長、ガイトナー財務長官、エマニュエル大統領主席補佐官らも出席した。だが、この2時間程度のディナーは、金融政策に対して批判を諮問するための会議であったにもかかわらず、不毛な結果に終わった。理由は、サマーズがすべての経済政策についてのアドバイスを取り仕切っていることによる。オバマはアドバイザーの意見を求めるが、そのアドバイザーたちは結局、みなサマーズのお眼鏡にかなった人物なのである¹⁵⁾。

その背後には、ウォール街の寡頭政治がある。まず、オバマ大統領は新財務長官としてウォール街で職歴を持たない人物ガイトナーを選出した。ガイトナーは、前財務長官のポールソン

15) http://www.salon.com/tech/htww/2009/07/20/stiglitz_and_summers/index.html 参照。

よりも、比較的クリーンと思われていたが、就任早々に脱税スキャンダルが発覚した。彼はIMFのエコノミストであった2001～2004年の4年間に、実際には支払っていなかった税金(脱税合計は34,000ドル)の架空の払い戻しを受け続けていたという。さらに最近では、ニューヨーク連邦銀行の総裁を務めた2004～2009年に、過去のどの総裁よりもはるかに深く特殊な関係を、金融業界関係者らと築いていたことが浮き彫りになってきている。

また彼はゴールドマンサックスやモルガンスタンレーの経営者らの自宅などで「個人的な」会食を度々行っていた。金融業界との会議には総裁はトップスタッフを伴うのが通例だが、ガイトナーの場合は常に単身で臨んでいたことが側近の関係者によって明らかにされている。彼はシティグループの元CEOや大株主の一人から、次期CEOに推薦されていたという話もある。ニューヨーク連銀の運営委員会はウォール街の大手金融機関で構成される。総裁の役割は金融市場の情報収集であるため、金融業界と緊密に関わるのも重要な業務の一環であるが、ガイトナーの関わり方が異常であったことは明らかだ。

金融機関にとってガイトナーこそが自分たちに都合よく動いてくれるFRB総裁として適任の人物であった。「FRBは金融業界にコントロールされている」と、2008年8月23日のFRBの年次報告会でウィリアム・ブイターは明言した¹⁶⁾。

2009年4月27日付ニューヨーク・タイムズ紙に掲載された調査記事によれば、ガイトナーは、2008年6月にポールソン前財務長官が招集した緊急検討会に出席し、金融機関の全債務を保証する権限を大統領が持つことができるように議会に要求してはどうかと提案した。だがそれを聞いた参加者は全員、納税者の負担が数兆ドル規模になる危険性があると批判し、結局提案は却下された。しかし、その後、議会はガイトナーの提案通りの動きを示し、経営破綻に陥りそうな企業を占有させる法案を議会に提出した。これにより政府は、新たに金融機関への資金注入や包括的な権限を持てるようになった。結果的に、様々な特例措置を用い議会在ガイトナーにうまく誘導された形である。この法案の作成には、デイヴィス・ポルク&ワードウェルという弁護士事務所が絡んでいる。この事務所はAIG問題の際、ニューヨーク連銀を代表するガイトナーが業務委託した団体だ。業界の圧力団体や金融機関に顔が利くガイトナーのコネクションを通じて、その法案のほとんどがポルクによって作成されたものであった。

3月26日に下院金融サービス委員会で、ガイトナー財務長官は「自分は規制監督者として業務に携わったことは一度もない」と強調した。ところが皮肉なことに、ニューヨーク連銀のホームページにある「バンキング」のタブを開くと、「監督と規制」の項目には「我々は使命として、第二区(ニューヨーク州、ニュージャージー州の北部など)にある金融機関の規制と監督を行う」¹⁷⁾とはっきりと記述されている。どうやらガイトナーは、総裁としての役割を自覚

16) 2008年8月16日の報告会「中央銀行と金融危機」原稿 <http://online.wsj.com/public/resources/documents/Fed-Buiter081608.pdf> 参照。

17) <http://www.newyorkfed.org/>参照。

していなかったようだ。また同委員会において彼は、「規制がないことが問題ではなく、規制過多が問題だ」とも話している。

ウォール街の寡頭政治

ガイトナーの他に、オバマ政権の金融政策に強い影響力を及ぼしている人物として、国家経済会議委員長のサマーズの動きが目立つ（2009年4月5日付ニューヨーク・タイムズ紙）。彼は、ウォール街の複数の金融機関から、直近の2年間の講演料として2,700万ドルもの報酬を受け取っていたことが2008年に発覚したばかりである。たとえば、彼がハーバード総長であった2004～2006年の間、タコクキャピタルというヘッジファンドのコンサルタントとして高い報酬を得ていた。さらに多額の報酬で議論を巻き起こしているのが、彼が勤めていた300億ドルほどの資金を管理しているヘッジファンド「DEショー」からの支払いである。サマーズ自身は毎週一回のコンサルティング業務の手当（一回分）は約25,000ドルで、勤務していた2006～2008年の2年間のうち、最後の1年間だけで総額520万ドル（約5億円）もの報酬を受け取っていたという。そして、ウォール街の重鎮であるルービンも多額の資金提供を受けている。国際通貨基金の元チーフ・エコノミスト、サイモン・ジョンソン（MIT教授）「ワシントンはウォール街にほぼコントロールされている」と指摘する。

カンザスシティ連銀総裁（1991年～）のトミス・ハーネッグは、2009年4月22日の議会の経済委員会会議でこう強調した。「大きすぎて潰せない」金融業界は解体すべきで、大手銀行を解体する為には独占禁止法を利用することは避けられない、と。そして、それは差し迫った危険であると言う。彼はすでに、2008年の10月13日の講演において、金融機関の合併が繰り返されているため、金融部門の寡頭政治がさらに凝縮され、政治に対する影響力が今後ますます強まると語っていた。ゴールドマンサックスとウェルズ・ファーストの最大の民間株主であるバークシャー・ハサウェイ副会長チャールズ・マンガー（会長はウォーレン・バフェット）からも同様の批判があった。マンガーは株主の立場から、「銀行はその圧倒的な政治力を、社会に恩恵を与える改革を妨害するために利用している」と述べ、また「金融機関は大きすぎて潰せないのが問題であれば、それと同時に、大きすぎてこれまでに腐敗してきた状態もまた許されない」と言う¹⁸⁾。

ハーネッグの議会証言直後の5月7日、ストレステストの結果に市場の注目が集まる舞台裏で、ニューヨーク連銀総裁のステイブン・フリードマンが静かに辞任した。彼はその立場を省みず、一企業であるゴールドマンサックスと特別な関係を持っていた。2008年9月にゴールドマンサックスが銀行持株会社となり、FRBから100億ドルの資金注入を受けた際、彼は

18) <http://seekingalpha.com/article/134950-berkshire-hathaway-s-charlie-munger-venal-banks-need-reform> 参照。

ゴールドマンサックスの運営委員として、かなりの数の株式を保有していたことが明らかになっている。また、銀行持株会社となるために必要なFRBの承認を、ゴールドマンサックスは非常に早い段階で得たことも、フリードマンのコネクションによるものと見られている。ゴールドマンサックスが銀行持株会社になってからは、フリードマンの株式保有は禁じられたが、ニューヨーク連銀がその件で免責条項を要求している間も、フリードマンは37,300株の株式を購入し続けた。彼は、「これは利害の問題ではなく、低コストで投資のチャンスだから購入した」と主張している。彼だけでなく、ウィリアム・ダドリー現総裁も、ゴールドマンサックスで21年間（会長）の勤務歴があることも見逃してはならない¹⁹⁾。こうした政・官・財の「回転ドア」により、特に米国の金融政策の中では、社会や経済全体のニーズが政策に反映されることは難しい。

規制の虜

環境エネルギー分野や人権問題に積極的にメスを入れてきたオバマ政権は、当初、金融問題の解決に向けても過去の政権とは異なり、政府と金融業界の根強い関係を断ち切れると期待されたが、期待はずれに終わる可能性が強い。サイモン・ジョンソンは、米国の金融政策と金融機関内部のこれまでの動きを「静かなクーデター」²⁰⁾と表現した。ウォール街による支配を受けている政府の役人たちは目の前の利益しか見えず、自分たちが支配されていることに気づいていない。

ジョンソンの「静かなクーデター」と同様の批判は、世界銀行からも出されている。世界銀行のガバナンスブログに『虜と金融危機』というタイトルで（2008年11月3日付）、米国発の金融危機によって露わになってきた、既得権益による規制と政策の「虜」について説明されている。「虜」とは、いかなるルールも無くただ状況に依存して、彼らが自らの都合に沿うように好き放題に規制を変えることに夢中になってきたことをさす。

この金融危機は、それに先立つ2004年4月に、証券取引委員会の地下の部屋に米国の投資銀行のビッグ5が集まったことに端を発する。同委員会に強い圧力をかけて開かれたこの会議の目的は、レバレッジ・ルールの緩和を要求するものであった。会議はたったの55分間で終わり、レバレッジ・ルールは劇的に規制緩和され、この危機への道が開かれた。

5月30日付ワシントン・ポスト紙は、FRBが投資銀行の最後の貸手となるための特別措置が、米議会で1991年に決定されたことを報じた。当時、ウォール街の要求により提案されたこのルールは慎重な検討なしに決まり、認知度は非常に低かった。しかも、FRBは投資銀行

19) 2009年5月8日、ウォールストリートジャーナル参照。

20) 2008年5月号『アトランティック』誌 <http://www.theatlantic.com/doc/200905/imf-advice/2> 参照。

の運営に関して、商業銀行に対するのと同程度の厳しい監督規制を設けてこなかった。それにもかかわらず、選挙で選ばれていないFRBの担当者が多大な救済権限を保持している。実際に、2008年3月にベアスターズを救済するためのこのルールが適用されて以来、現在までの適用例は19回に及ぶ。投資銀行が高リスク事業を継続させてきた原因は、この「最後の砦」の認識があったためではないかという疑いがある。このルールに関して、専門家から聞こえてくる反発の声は少なくない。

このように既得権益が“公共政策の民営化”を求め、他方で、規制監督なき救済の権利も求めている。そして、ウォール街の巨額の報酬を稼ぎ出すために、何でもありで儲け、何でもありで救われていく。だが、この腐敗は法律違反にはならず、彼らは公的部門の規制・法律・制度を自らのメリットに沿うように好き勝手に作り変えている。

政治的なてことなった「大きすぎて潰せない」

大きすぎて潰せない問題が、金融危機の救済策によりどれほど悪化しているかについて、2009年8月28日付ワシントン・ポストの記事で指摘されている。「ウォール街の大手は、他の金融機関よりも低コストで資金を借りられるため、競争相手をさらに圧迫し、独占を拡大する恐れがある」と言われている。具体的には、1,000億ドル以上の資産を所有する機関は、他の金融機関より融資のコストが0.34%低くなっている。ちなみに2007年には、この差は0.08%しかなかった。独占が悪化すればする程、大きすぎて潰せない問題が深刻になる。それだけではなく、ウォール街の大手4行は、2009年の第2四半期に、預金関連の手数料を平均8%引き上げた。規模が小さな銀行はそれとは対照的に、競争力を維持するため、手数料を平均12%引き下げた。

ウォール街の上位3行の市場シェア（10億ドル単位の住宅ローンの貸出し）は、2007年第4四半期時点で、JPモルガンは1,724億ドル（マーケットシェア6%）、ウェルズ・ファーゴは1,734億ドル（6.1%）、バンカメは3,948億ドル（13.8%）であり、2009年第1四半期では、JPモルガンは2,952億ドル（10.9%）、ウェルズ・ファーゴは3,898億ドル（14.3%）、バンカメは4,513億ドル（16.6%）であった。

預金の場合では、2007年時点で、ウェルズ・ファーゴは2,773億ドル（4.4%）、JPモルガン4,401億ドル（7%）、バンカメは5,966億ドル（9.6%）。2009年では、JPモルガン6,403億ドル（10%）、ウェルズ・ファーゴは7,110億ドル（11%）、バンカメは8,359億ドル（12.9%）となっている。連邦法で、金融機関が全米の預金の1割以上を所有する事は禁じられているはずだが、これは黙認されている状況だ。また、上位10行の預金のマーケットシェアは、2007年では40.6%（2.54兆ドル）、2009年に48.2%（3.12兆ドル）であった。

上位3行（バンカメ、ウェルズ・ファーゴ、JPモルガン）が全米の住宅ローン契約の半分

以上を占めると同時に、住宅ローンの分野そのものが、政府の支援に依存している。新しい住宅ローンの85%余りが、すでに国有化されているファニーメイとフレディーマックが契約している。また、FRBがこれらの納税者が保障するローンによって構成される証券化商品を購入している。住宅ローン不履行のリスクのほとんどは納税者が担っている。大手金融機関のうち少数は、住宅ローンの契約と管理による利潤を拡大させている。ウォール街上位3行の住宅ローンの貸出しからあがる手数料収入が、昨年前半の41億ドルと比べ、現在140億ドルまで増加していることも驚きである。「契約」と「管理」がある住宅ローン市場の契約の分野において、彼らのシェアは2005年と比較して、52%まで増加しており、管理の分野でも、2005年の22%から現在では49%にまで増加している。大手金融機関が住宅ローン市場の重要な機能を司っている現状において、彼等が破産問題に陥っても、政府は救済せざるを得ない。要するに政府は、時々高いレバレッジのバブルの投資先になる資産（つまり住宅ローン）を補助する機能を、更に強化している。楽観主義者たちはこれを一時的な流れであると捉えるが、この政府の支援が制度化される可能性はかなり高い。

このように、大手金融機関の利潤は急増しているが、一方で地方銀行とその他の金融機関はというと、大変な状況に陥っている。このまま大手優先の政策が続けば、再びウォール街で無責任な行動がとられる恐れもある。そこでオバマ政権の規制改革案では、大手金融機関はさらに資本を持ち、より高い規制手数料を払わなくてはならず、もし破産の恐れがあれば、政府の処理手続きを受けるなどの多少の縛りが設けられている。このかなり緩い提案だと言われる規制改革案に対して、ウォール街の圧力団体はすでに活動している。このような中、景気が回復しているという見方も現れ、医療改革などの問題も浮上している。真の改革が検討され実現に至るまで、既存産業がその芽を摘むことを辞めない限り、事は容易に進まないだろう。

おわりに

多くのメディアは2010年1月上旬現在、不況は終わったと報道している。米国の財務省も、金融危機が終わって金融制度が安定的な状況に戻っているとした上で、現在危機の最中に活用している緊急融資制度の縮小や廃止で、新しい段階に進むと報告している。9月14日にこのコメントが出る一方、同省の「政府の金融安定化と復帰政策の次期段階」²¹⁾というレポートの中に、やや現実的な見解が見られる。そこには、「これまでに達成された金融市場の正常化は、部分的に不完全でもろく、経済回復は、楽観的な立場から見ても始まったばかりの段階である」とある。

金融システムの特定の分野における損失はいまも増加し続けており、経済変動の時期から遅

21) <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg285.htm> 参照。

れをとって破産する銀行もまだまだ増加の途をたどっている。この状況は、次なる危機が市場に強大なインパクトをもたらす可能性を秘めている。

これに関連し、インスティテューショナル・リスク・アナリティックスの創設者の一人、クリス・ウェイレンが、2009年第4四半期に、金融的な「大虐殺」が起こる可能性について警鐘を鳴らし、2009年の第1,2両四半期共に、銀行部門が所有する資産を3,000億ドル程も縮小させたことも言及している。彼の解釈としては、銀行部門が将来的な損失の拡大を危惧して融資を抱え込んでいることで、信用逼迫が生じ、実体経済が縮小しているようだ。この理由で、ウェイレンは金融的な「大虐殺」が起きると予測している²²⁾。

これまでも述べたように、景気が一部で回復しているとは言え、金融システムは依然としてもろいのが現状である。金融市場の一部でも改善が見られるが、それは政府の緊急措置支援の傘下にあるためであるという事実を忘れるべきではない。そしてこの中途半端な金融改革により、オバマ政権は確実に、就任当初から求められていた骨身のある医療改革や環境エネルギー革命のチャンスを放棄している。

22) <http://www.nakedcapitalism.com/2009/10/guest-post-bloodbath-coming-in-the-us-bankig-sector.html> 参照。