

2008/7/29

サブプライム問題・原油高騰と投機資本

報告 高田太久吉

(1) サブプライム問題とは何か？

ITバブル崩壊につづく、住宅バブルと証券バブルの複合バブル崩壊

通常の住宅バブルではなく、サブプライム・ローンが作り出した住宅金融バブル

株式バブルではなく、仕組み金融（＝資産担保証券・債務担保証券）市場のバブル

金融証券化、金融グローバル化のもとでアメリカのバブル崩壊が国際金融危機に拡大

今回の住宅不況はアメリカ史上最大の住宅価格下落（30%）をともなう

住宅不況＋金融危機 と マクロ経済不況が相互作用 世界恐慌の可能性をはらむ

最終的に国民の負担によってウォール街の不始末を解決しなければならない事態に

（仮定）恐慌は激的な市場崩壊ではなく、何段階ものドミノ的システム崩壊の形態で進行する

1970年代以降に支配的になった新自由主義路線の破綻を示す経済・金融危機

アメリカ経済とドルの地位低下、国際経済のパワー・ストラクチャーが流動化

(2) サブプライム問題の背景

世界的な「過剰流動性」（機関投資家によって投機的に運用される資金）の積みあがり

ウォール街・財務省・IMF コンプレックスによる世界的規制緩和・金融グローバル化

グラス＝スティーガル法撤廃（1999）＋バーゼル合意によって、金融規制の形骸化（＝ルール無き金融化・規制の民営化）が極度に進行 タックスヘイブンとSPVを利用した不透明な〈仕組み金融市場〉が爆発的に膨張

その結果、金融システムの基本構造と銀行業務が根本的に変質した

- (1) 金融証券化とオフバランス化 金融工学（＝リスクを加工し、SPV を利用して銀行から隔離し、証券化する技術）の発達
- (2) 投資銀行化（証券化・M&A などの組成・販売を中核とするビジネスモデル・手数料と売買差益に依存する金融ビジネス）、その結果、大手銀行はヘッジファンドと結びつくだけでなく、自ら大規模なトレーディング部門を抱えてヘッジファンド化した。
- (3) シャドールンキング・パラレル・バンキング（＝銀行類似の業務を行いながら、銀行のような規制をうけない金融機関を総称する言葉）の増大。具体的には、ファイナンス・カンパニー（ノンバンク）、ヘッジファンド、投資ファンド、その他。これらの金融機関は、みずから GP その他の証券を発行して資金を調達し、タックスヘイブンを利用して規制を受けないで自由に投資・投機活動を展開する。

ワシントン・金融監督機関とウォール街の癒着が極度に深まった

投機を抑えるための規制強化にもっとも強く反対するのは監督機関という状況
大統領を含め政治家はウォール街の規制に動くことができない

大手銀行と格付け会社の癒着（格付け制度と利益相反問題）

格付け会社は世界中の証券市場と企業の資金調達に絶大な影響力をもち、資本市場のゲートキーパー（出入管理者）と呼ばれている。アメリカの3大格付け会社の世界支配は、ウォール街の世界的ヘゲモニーの強力なテコ。日本の格付け制度もアメリカ政府の要請で作られたと考えてよい。

モノライン保険による格付け偽装 その他仕組み金融市場を支える各種の虚構

モノライン保険は金融証券化の重要な支柱。とくに、仕組み金融には不可欠の装置で、これが無ければ、CDO 市場がアジア・ヨーロッパに急拡大しなかったと考えられる。ただし、モノライン保険は、仕組み金融が利用する広い意味でのリスク隔離・移転装置の一つで、信用デリバティブ、オプションなどその他のリスク移転取引と合わせて理解する必要がある。

その意味で、今回のサブプライムバブルの崩壊は、仕組み金融市場の急膨張を支えてきた金融工学、これを利用して巨利を上げてきた投資銀行モデル、格付け制度、モノライン保険制度その他のさまざまな装置を相次いで崩壊させ、ヘッジファンドなどの投機を「市場に流動

性を供給する」として擁護してきた新古典派経済学の破綻を明らかにした。

サブプライム問題の背景についての補足

アメリカの住宅市場で発生したサブプライム問題が世界的な金融危機として波及した背景を理解するためには、サブプライム問題を住宅バブル崩壊を契機とする仕組み債券市場の崩壊として捉えるだけでは不十分であることが明らかになった。住宅バブル、仕組み債券市場の異常な膨張と並行して、「ジャンクボンド」市場およびハイリスク・ローン市場(second line loan markets=subprime commercial loan markets)が急膨張していたことを念頭に置く必要がある。これらは、主として M&A、とりわけ LBO 市場の膨張と関係しており、この膨張を引き起こしたのは、LBO や M&A を専門とするヘッジファンド、エクイティ・ファンドとこれらに資金を提供した大手金融機関である。この市場で活動するファンドはきわめて高いレバレッジを利かせて活動しており、サブプライム問題を契機としてリスク・スプレッドが拡大し、ジャンク・ボンド市場や CDS 市場の流動性が激減すると、たちまち資金繰りに行き詰まり、積み上げたレバレッジの解消を余儀なくされる。こうした事情が、サブプライム問題に直接関わる CDO 市場だけではなく、広範な仕組み証券市場やジャンクボンド(ハイイールド証券)市場の国際的・連鎖的崩壊を引き起こしたのが、今回の国際金融危機である。要するに、サブプライム・モーゲッジ・ローンと並行して、サブプライム・コマーシャル・ローン市場が異常な膨張をとげ、これら二つが相次いで崩壊したのである。そして、これら二つの異常な信用膨張(金融機関と機関投資家の無謀な貸し出し・投資拡大、リスクな資金調達を支える異常な低金利資金供給)を引き起こした基盤は、IT バブル崩壊後に累積した膨大でグローバルな「過剰流動性」であった。

(3) 原油市場における投機マネーの規制をめぐるアメリカ議会の議論の経過

2000年の「商品先物近代化法(CFMA)」は、投資銀行が仲介する OTC 取引を CFTC の監視から除外(エンロン・ループホールと呼ばれる金融法制上の重大問題を引き起こした)

CFMA のこの条文は会期最終日に、エンロン社(当時)の強い要請によって、当時の上院銀行委員会のグラム委員長が独断で挿入し、クリントン大統領がサインしたと言われていた。なお、グラム議員は、グラス・スティーガル法撤廃を決めた、グラム・リーチ・ブライリー法の起草提案者であり、さらにマッケイン共和党大統領候補の経済政策ブレンであった。ただし、最近マッケインは彼をブレンから外した。

2001-2 ITバブル崩壊 ヘッジファンドは株式市場で利益が上がりなくなった

商品先物市場でのヘッジファンドの活動が活発化、価格上昇が顕著に

日本銀行・ヘッジファンド研究会プレゼンテーション(期日不詳) 16 ページ

したがって、投機による原油価格上昇はこの時期から議会でも繰り返し取り上げられるようになった。ウォール街とヘッジファンド業界は莫大な政治資金とロビー活動でこうした議論を押さえ込んできた。また、CFTC や NYMEX など投機の影響を繰り返し否定してきた。

2004年～ ヘッジファンドの活動が急増、それとともに原油価格上昇が加速

商品先物市場の取引構造が変質（投機的取引が主導権と握り、商品市場が、投資銀行が支配する金融市場に変質しはじめた）。

原油の実需取引と価格が乖離・先物市場への投機資金流入が、現物市場の需給関係や在庫水準と無関係に価格を押し上げる傾向が顕著になった。（後述 Verleger 参照）

OTC 市場取引が急増し、大手投資銀行・ヘッジファンドの利益が急増

2005年1月、G. Gorton & K. G. Rouwenhorst の論文が公表された。彼らは、40年間以上の長期データにもとづいて、商品先物のインディックス投資が、株式投資に劣らない長期的利回りをもたらすこと、しかも、商品先物投資と株式投資の利回りに逆相関関係があり、両方に分散投資することでリスクの軽減が可能になることを証明した。この論文は、機関投資家の関心を商品先物市場に向けさせる大きなきっかけをつくった。

Facts and Fantasies about Commodity Futures, Wharton School and NBER, 2005.

2005年～ 原油価格の上昇が顕著になり、ヘッジファンドの投機が社会問題化

これを沈静化するために、取引所と監督機関が相次いでヘッジファンドを免責・擁護する報告書を公表

NYMEX study (March 2005)

CFTC Staff Study (April 2005)

これらに加えて、メディアその他を通じて、ヘッジファンドの責任を否定す情報操作を強化した。

2006年

専門家によれば、2004～2006年の時期、原油市場の主導権がOPEC および石油メジャーから、ウォール街の投資銀行に移った。ウォール街は、原油を含め商品を、株式や債券と同類の投資資産と見なす考え方を機関投資家に広めた。その結果、原油価格の変動が投資家に大きな収益機会を提供するようになり、原油の貯蔵量の増大と価格上昇が同時に進行する現象が顕著になった。このような商品市場の金融市場化の影響で、石油精製業者、運輸業者など石油依存産業の企業の石油需要が押し上げられ、価格上昇を加速した (P. Verleger)

Verleger は経済コンサルタントで、国際的に著名な原油市場の専門家

2006年6月 上院常設調査小委員会のレポートが公表される

原油先物市場でのヘッジファンドの活動が2004年以降活発化・大規模化し、原油価格に大きな影響を及ぼすようになり、原油市場全体が大きな構造変化を遂げていることを詳細に報告。ヘッジファンド無罪論を明確に否定。

これに対して、CFTCなどは、さらに新しいペーパーやメディア操作を通じてヘッジファンドを免罪し、規制強化の必要性を否定するキャンペーンを継続した。

2007年12月、下院小委員会で、Michael Greenberger メリーランド大教授がエネルギー市場における投機と価格暴騰について規制の必要性を強調する証言を行う。

2008年5月の上院委員会で Michael Masters がヘッジファンド、年金基金、政府系ファンド、大学基金その他の大規模機関投資家によるインデリックス投資の実態について詳細な証言を行った。この証言は、国際的に大きな反響を呼んだ。

同年 6月 Michael Greenberger が2度にわたり、Michael Masters の証言を補強する証言を展開。とくに、これまでCFTCのスタッフその他が根拠にしてきたデータの不十分性を暴露した。また、上院が準備している規制強化法案(Farm bill)の不十分性について詳細に指摘した。

これにつづいて、Michael Masters の2回目の証言がなされ、1回目同様に大きな反響を呼んだ。(赤旗、7月22日の記事参照)

以上のような原油先物市場の監督機関と取引所の怠慢とヘッジファンド擁護に対して、議会では、CFTCの監督権限の一部を連邦取引委員会に移す立法の動きが表面化。これに対して、CFTCは、議会を懐柔するために、ICE(ロンドンの商品先物取引所、ただし、事実上アメリカの居住者がアメリカ国内で取引できる)に対する監督強化などの方策を提案。

原油在庫の積みあがりに加え、以上のような原油市場における投機の監督・規制強化の動きが影響したためか、7月中旬以降、原油価格は下落に転じている。

以上の経過についての注意点

Michael Masters, Michael Greenberger の証言は、原油先物市場における投機活動の実態を明らかにし、原油現物価格の高騰のかなりの割合が実需とは無関係な金融機関による投機活動によってもたらされていることを説得的に示し、規制強化の必要性を議会の証言として訴えたことで評価できる。しかし、かれらの証言は、データの制約もあって、ヘッジファンドの役割を独自に明らかにしていない点で不十分。さらに、重大な問題として、

ヘッジファンドその他の投機活動の主要舞台である OTC 市場を仲介し、マーケット・メーカーとして支配することで莫大な利益を上げている大手投資銀行(ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、JP モルガン・チェース、バンカメリカ、シティーグループ)の役割、これらと石油メジャーとの結合など、現代の原油市場の中枢をなす経済権力の構造を明らかにしていない。これについては、

Peter C. Fusaro & Gary M. Vasey, Hedge Funds Change Energy Trading, International Research Center for Energy and Economic Development (ICEED) 2005、Verleger, How Wall Street Controls Oil, The International Economy, Winter 2007. が参考になる。ただし、かれらは、ヘッジファンドの投機活動規制の必要性を主張しているわけではない。

Michael Greenberger と上院小委員会のスタッフの間の見解の相違について、小委員会は Greenberger の証言の翌日付で、20 項目にわたる「回答書」を公表している。

以上の経過から明らかになったこと、

- (1) 原油市場の投機と価格高騰問題は IT バブル崩壊以降引き続き問題になってきた。したがって、原油問題とサブプライム問題は IT バブル崩壊が産み落とした双子の兄弟である。
- (2) 原油の需給逼迫、中国インドの輸入犯人説などはウォール街と監督機関の情報操作のために流布された神話である。
- (3) 原油先物市場は 2004 年以降、事実上ウォール街が支配する金融市場に転換した。原油先物市場の中心は、一握りの投資銀行が支配し、監督されず、取引データさえ作成されない投機組織が野放しに投機活動を展開する OTC 市場に移っている。
- (4) 投機活動の規制をめぐっては、このようなウォール街の大きな役割を念頭に置く必要があり、ヘッジファンドに過度の焦点を絞ることはかえって問題全体を見えなくする。年金基金、大学基金、政府関係ファンドなどは、ヘッジファンドへの重要な資金提供者であり、同時にかれら自身も重要な市場参加者である。
- (5) 原油市場は、株式市場や仕組み証券市場とは比較にならないほど規模が小さく、また、需給関係には実需が関係し、基本的にことなる市場構造をもっている。この点は具体的な分析が必要である。
- (6) 原油価格の異常な高騰は、航空運輸産業を始めとするエネルギー依存産業とウォール街との利益相反を激化させ、議会・監督機関も効した産業界の利益相反を無視することが難しくなっている。
- (7) 原油市場は、金融市場および農産物市場と並んでアメリカの世界経済におけるヘゲモニーを支える重要な支柱を提供してきた。原油問題の今後の展開には、したがってアメリカの世界覇権の帰趨と深く関わってくることを念頭において分析する必要がある。

(4) 投機マネーをどう規制するか

1. 投機マネーの「積極的役割」に対する批判的研究を発展させ、その成果を国際的に共有する必要がある。主流派経済学と監督機関が挙げる投機マネーの役割①市場に流動性を供給する②価格発見機能を通じる市場効率性向上③市場機能・市場インフラ向上のインセンティブを提供。こうした主張は、投機マネーが引き起こす金融市場の不安定性、システムック・リスク、流動性危機、バブル経済などのマイナス作用と平衡させて考量する必要がある。

投機マネーの役割を軽視する論者は、証券市場、商品市場いずれにおいても投機は今にはじまったことではなく、昔から存在したことを指摘する。この議論は、現代の投機が一握りの大手投資銀行と、莫大な資金をグローバルに運用する機関投資家によって展開されていること、この結果、商品市場の金融市場化に見られるような、市場の構造変化が急激に進展している事実を無視している。

世界の有力な労働組合連合組織、消費者団体、ヨーロッパ議会の一部などが、ヘッジファンド、投資ファンドなどが金融投機活動が金融市場と商品市場を攪乱し、国際経済を不安定化している状況につよい懸念をもって、その規制を求めるさまざまな提案を行っている。日本でも、このような世界の動きを広い視野で把握し、こうした運動に連帯する必要がある。

2. ウォール街と金融監督機関が提案する改善案

- ①ヘッジファンドの行動を直接規制するのではなく、ヘッジファンドに対する「市場規律」が有効に働く環境を整備する
- ②具体的には、ヘッジファンドの資金運用、資産内容、銀行取引、その他について適格な評価にもとづく情報公開を進めるとともに、監督機関の監視機能を強化する
- ③ヘッジファンドのリスク管理、資産運用評価、ガバナンスなどについてレベルの向上を図る
- ④タックスヘイブン、SPV、レバレッジ、デリバティブなどの利用に関して、ゆるやかなガイドラインなどを検討する
- ⑤各監督機関は管轄下にある被規制金融機関とヘッジファンドとの取引関係について情報収集能力を向上させ、システムック・リスク防止の方策を共同で開発する
- ⑥ヘッジファンド業界の自主規制の動きを促し、その効力を強める方策を検討する
- ⑦最近、ヘッジファンドによる空売りを規制する提案があるが、これは、一部アクティブ投資型ヘッジファンドが経営危機に陥った投資銀行やGSEなどに空売りを仕掛け、事実上の倒産に追い込まれたり、政府による支援を余儀なくされている状況のもとで、やむを得ず打ち出している提案である。時価会計の見直しとともに、市場原理主義者のご都合主義

の典型である。

3. 投機マネーの実効的規制のために必要な措置（以下は、商品先物取引が米国中心に行われていることを念頭において、米国におけるこれまでの議論をふまえてまとめている）
- ①投機マネーの動きにブレーキをかける（トービntaxもしくはそれと類似の効果が期待できる取引税、預託金制度などの導入）
 - ②レバレッジ、空売り、デリバティブ、オフバランス取引、タックスヘイブンなどの利用を厳しく制限し、資産運用状況について厳格な情報公開を義務付ける。金融目的の先物取引に対して、実需取引とは異なる高い基準の証拠金率を課する。
 - ③バーゼルⅡに典型的に現れている金融規制の空洞化、民営化を逆転させる。それぞれの監督機関の過去の実績を評価し、それにもとづいて監督権限の再配置・監督体制の再編を実行する。
 - ④シャドーバンキング・セクターの野放し状態を改め、これらのセクターを、基本的に銀行、保険会社、年金基金など被規制セクターと同じ基準で規制する。同時に、これらについても従来の規制の見直し・強化を図る。
 - ⑤年金基金、大学基金などの運用基準を見直し、これらの基金がヘッジファンド、投資ファンドの資金源として利用されることを制限する。とくに、大規模・公的年金基金については、社会保障制度の整備と関連付けて、投機的運用を厳しく制限する。
 - ⑥金融機関、ファンドマネージャーを含め、金融的利得に対する課税制度を抜本的に見直し、一般の課税基準を上回る課税によって過度の投機活動に対するインセンティブを弱める。タックスヘイブンなどを利用した脱税行為に対する監視、処罰を強化する。
 - ⑦ヘッジファンド、投資ファンドなどのガバナンスを改善し、これらの組織においても、労働者の権利を尊重することを義務付ける。監視と規制を回避するためのパートナーシップの利用を制限し、すべてのファンドを通常の投資信託ないし会社に準じる規制監督のもとに置く。
 - ⑧デリバティブ取引、商品先物取引などで、監督機関の監視を受けないOTC取引を、原則取引所取引にして監視機能を強化するか、OTCに対して取引所取引と同じ基準で規制できるために必要な措置（トレーダーのポジションの完全な報告義務を含む）を講じる。
 - ⑨住宅用地、森林をふくむ保全されるべき自然環境、水、エネルギー、農産物、貴重天然資源など、市民の社会生活の確保と人類史的観点からみて投機活動になじまない資産や資源を投機対象とする活動を原則禁止する。純粋な投機組織が商品市場に参入することを原則禁止する。
 - ⑩「経済の金融化」に歯止めをかけ、金融自由化、金融グローバル化、金融証券化の歯止めの無い進行を抑制する。自然環境の保全、市民生活と人権の確保と両立できる長期的・全体的な経済政策を策定し、金融制度改革をこの経済政策のなかに組み込む。

まとめとして、

すでに繰り返し指摘されているように、現代の金融危機（バブル膨張と崩壊のサイクル）の基礎には、世界中の金融機関と機関投資家の手に累積する膨大な過剰流動性の存在がある。過剰流動性は、金融機関と投資家の資金運用、投資行動を短期的視野でリスク選好的な方向に偏向させる。その結果は、長期的なトレンドから見て以上に低いリスク・スプレッドとなって現れる。このために、すくなくとも短期的には〈バブルが崩壊するまでは〉年金基金や保険会社を含む機関投資家は、ハイリスク・ローンやハイリスク・証券に大量の資金を投資するようになり、ヘッジファンドや投資ファンドも金融機関や機関投資家が提供する豊富な低利資金を調達してレバレッジを積み上げることで莫大な投機活動を展開することができる。

ヘッジファンドや投資ファンドのこのような投機活動の活発化は、現代の金融市場の中で、従来の金融機関（銀行、保険会社、年金基金、会社形態の投資信託、その他要するに一定の規制監督を受ける組織）ではなく、シャドーバンキングと呼ばれる、規制監督を受けないで事実上銀行類似の金融活動を展開する金融機関（ノンバンクやファンドがその代表）の資金調達や資金運用が、急膨張していることを意味している。このようなシャドーバンキングの拡大は、金融規制の空洞化、金融市場の不安定化、商品市場の金融市場化、要するにいわゆる経済の金融化を促進するが、これに対して、米英の議会や金融監督機関は、基本的にこのトレンドを見過ごし、大手金融機関とファンドの利益を擁護し、かれらの活動が経済全般と市民生活に及ぼす攪乱的作用を軽視ないし無視する姿勢をとりつづけ、むしろ、それらの活動の余地を拡大する制度改革をすすめてきた。

金融安定化のためには、以上のような現代金融の根本問題に、各国政府・監督機関が正確な現状認識にたつて、協調して取り組むことが必要である。しかし、金融システムは、きわめて複雑・多様で、あらゆるセクターが相互依存的に関係し、しかもその関係が不断に変化する、超巨大な複雑系の動態的システムである。金融システムは、全体的な制御が必要であり、セクター別、問題別の対症療法的な対策には大きな限界がある。長期的な金融規制の原理とあり方、金融機関と機関投資家のそれぞれにふさわしい社会的役割と社会的責任、社会的に望ましい資金配分のあり方などについて、国家の責任で政策的指針を示し、金融機関と金融市場がその指針に副った役割を果たすように規制監督体制のあり方を改善する必要がある。要するに、それぞれの国が、国際的視野にたつて、それぞれの国の望ましい経済・金融システムを構想するなかで、投機マネーの規制について国民的理解を求め、有効な制度とその運用方法を構想することが必要ではないか。