



リーマン・ショックから 10 年 学んだ教訓とこれからの課題

クリスティーヌ・ラガルド

2018 年 9 月 5 日



投資銀行のリーマン・ブラザーズが破産を申請した当日、ニューヨーク証券取引所にたたずむトレーダーの姿。その後の世界金融危機は現代という時代を特徴づける出来事であった(写真: Nancy-Kaszerman/ZUMA Press/Newscom)

世界金融危機は、現代という時代を特徴づける出来事のひとつであり続けています。この危機を生き延びた世代に消えることのない爪痕を残しました。この危機の結果として、大きな経済的損失を一般庶民が負担し、実質賃金が停滞する中で、救済される銀行と責任を問われることのない銀行家の姿に対する怒りも生まれました。この状況は、特に先進国においてグローバリゼーションに対する反感を高め、政府など諸制度に対する信頼の崩壊を招く主要因のひとつとなりました。

この意味で、危機が落とした影は色濃く、すぐに消え去る気配は全くありません。しかしながら、かつて私が「まさか」の瞬間と形容したリーマン・ブラザーズの経営破綻から 10 年という節目は、過去 10 年間にわたる危機への対応を評価するのに良い機会となっています。

リーマン・ブラザーズの倒産は、金融システムに対して広範な取り付け騒ぎを引き起こし、システム全体の危機に発展しました。全体では 24 か国が銀行危機の犠牲になり、そのうちの大部分でまだ経済活動が危機前のトレンドまで回復していません。ある調査では、アメリカの人々はこの危機が原因で、生涯所得から 1 人当たり平均で 70,000 ドルを失うだろうと試算されています。各国政府も苦しみを味わ

い続けています。先進国の公的債務は対 GDP 比 30%ポイント以上増加しましたが、その原因としては、経済的活動の弱さや、経済刺激策が取られたこと、そして経営難に陥っている銀行を救済したことが挙げられます。

今振り返ってみると、問題点は明らかであるように見えます。しかし、当時はそこまで明らかではありませんでした。エコノミストの大半が、起こりつつあることを正しく予測できませんでした。集団思考に関する厳しい教訓です。

では、問題点はどこだったのでしょうか。中心にあったのは、規制と監督よりもはるか速いスピードで進む金融革新でした。米国と欧州をはじめ各国の金融機関は、無謀なリスクテイクをやみくもに重ねていきました。例えば伝統的な預金よりも短期資金調達に頼り、融資基準を劇的に緩和しました。また怪しげな証券化によって貸付金をバランスシートから切り離したり、より一般的には、規制監督の目が届きにくい金融セクターの薄暗い片隅へと事業を移行させたりしました。一例を挙げると、米国のサブプライム住宅ローンの市場シェアは、1990年代初めには取るに足りない数字だったのが、2006年には不動産担保証券全体の40%にまで達しました。

その一方で、銀行・金融サービスのグローバル化によって、危機は危険なかたちで急速に広がることになりました。欧州の銀行は、米国の不動産担保証券の主要な買い手でした。同時に、ユーロの導入とともに借入コストが下がり、周辺国に向けた大規模な資本移動が生じました。この資本移動は中核国の銀行を財源としており、これもまた金融危機の波及経路のひとつとなりました。グローバリゼーションを背景とした規制上の裁定取引も、問題の一因でした。金融機関は法律上の取り扱いが有利な国に逃げ込める能力を利用して、監督を緩めるように要求することができたのです。

このように金融危機に先立つリスクに対する政策対応は十分でなかったとしても、危機直後の政策対応は見事であったと私は考えています。G20 に代表される主要経済大国の政府は、世界規模で政策協調を実施しました。銀行に問題を抱える国々は、激しく動揺する金融セクターが実体経済にもたらす負の影響を抑制するために、資本注入や債務保証、資産購入といった措置を取りました。中央銀行は政策金利を思い切って引き下げ、その後、非伝統的な金融政策によって未知の海域への航海に深く入り込んで行きました。一方で政府は大規模な財政刺激策によって、需要を喚起しました。

IMF もその役目を果たしました。私たちは加盟国を動員して IMF の財源を大幅に拡充し、その結果、危機の打撃を受けた国々が活用できるように 5,000 億ドル余りの資金を準備しました。また、2,500 億ドルの国際流動性を金融システムに注入しましたが、これは前代未聞のことでした。同時に各国のニーズに対してより迅速かつ柔軟に対応できるように、低所得国に向けた融資の金利を 0% に引き下げるなど、融資の枠組みを時代に合ったものにしました。さらに私たちはマクロ経済学を真剣に見直し、金融セクターと実体経済の間の複雑な関係も含め、私たちの誰もが見逃したものをよりよく把握しようと努めました。

世界がともに手を携えて行動を起こす中で実施されたこれらの政策は、最悪のシナリオを回避できたという意味で、概ね効果を発揮したと言えるでしょう。これが達成される保証は全くありませんでした。リ

リーマン・ショックの直後、私たちは奈落の底を覗き込んでいたのです。まさに「まさか」の事態だったと言えるでしょう。

危機を招いた過誤に対しても政策措置が取られました。銀行の資本と流動性のポジションは現在ほかに健全になっています。オフバランスシートの事業体は縮小され、規制の枠組みの下に置かれました。大手の銀行にはより厳しい規制が課され、レバレッジは以前より低くなっています。サブプライム住宅ローンの組成は概ね姿を消し、店頭デリバティブの大半が中央決済に移行しました。

これはとても良い状況ではありますが、まだ十分ではありません。特に欧州を中心に、脆弱な銀行が非常に多く残っています。おそらく、銀行の資本はまだ増強が必要です。銀行が規模と複雑性を増していく上で、「大きすぎて潰せない」という問題は存在し続けます。経営難に陥った銀行の、特に国境を越えた破綻処理については、まだ十分な進歩がみられていません。また数多くの怪しげな事業が、シャドーバンキング・セクターに移行しつつあります。何よりも、高頻度取引やフィンテックといった絶え間ない金融革新が、金融安定の課題を増やしています。さらに、最も懸念すべき点かもしれませんが、政策当局者は現在、危機後の規制の再緩和を求める産業界からの猛烈な圧力に直面しています。

もうひとつ、目立った変化が起きていない重要分野があります。それは文化、価値、倫理の領域です。私自身がかねて言及してきたように、金融セクターは今も、長期的な慎重さより目の前の利益を重視し、持続可能性よりも短期志向を優先しています。リーマン・ショック以降に起きた金融不祥事の数々を思い出してみてください。倫理はそれ自体として重要なだけでなく、倫理の崩壊は明らかな経済的影響をもたらします。適切な規制と監督は非常に有用ですが、全ての問題を解決することはできません。金融機関の内側からの改革によって補完することが必要なのです。

この意味で、改革の重要な要素のひとつとして、金融業界で幹部として活躍する女性の数を増やすことが挙げられると思います。これにはふたつの理由があります。第一に、多様性が豊かであるほど、例外なく思考が研ぎ澄まされ、集団思考のリスクを減らします。第二に、多様性が高まると慎重さも増し、危機を引き起こしたような無謀な決定が行われにくくなります。銀行の取締役や金融監督機関の幹部に占める女性の割合が高ければ高いほど安定性が増すことが、私たち自身が行った研究で証明されています。繰り返し言ってきたことですが、もしリーマン・ブラザーズがリーマン・シスターズであったなら、今日の世界は大きく違ったものになっていたかもしれません。

では、リーマン・ショックから10年が経った今、私たちはどの地点にいるのでしょうか。結論を言うと、私たちは大きな進歩を遂げましたが、まだ十分ではありません。システムの安全性は高まりましたが、さらなる向上が必要です。成長は回復しましたが、十分に共有されてはいません。

政治経済の状況が変わり、国際協力に尽力する意欲が薄れつつあることが、事態を複雑にしています。皮肉なことに、まさに前回の世界金融危機が二度目の大恐慌となるのを防いだのと同じ種類の協力に取り組む意思が弱まりつつあります。過去10年間、G20や金融安定理事会、IMFなどがともに努力を重ねてきたことを思い出してください。実際、21世紀の課題に取り組むためには国際協力が重要であるということは、危機から学んだ色褪せない教訓のひとつなのです。

私たちは今、金融規制が撤回される可能性から、過剰な不平等がもたらす悪影響、保護主義や内向きの政策、世界的な経常収支不均衡の拡大に至るまで、危機後の新たな断層に直面しています。私たちがリーマン・ショックから得た教訓を完全に自分たちのものにできたかどうかは、私たちがこれらの課題にどう対応していくかで決まります。そう考えると、10年経った今でも、危機が残した遺産を正確に評価することはできません。それはまだ綴られている最中なのですから。



クリスティーヌ・ラガルドは、国際通貨基金専務理事。1期目の5年間を終了し、2016年7月に2期目の再任。フランス国籍。2007年6月から2011年7月まで同国の財務相。また、それ以前に2年間、対外貿易担当相も務めた。

反トラスト法、労働法弁護士として多方面で活躍。ベーカー&マッケンジー国際法律事務所のパートナーとして活躍し、1999年10月には同事務所のチェアマンに就任。2005年6月にフランスで初の入閣を果たす。ラガルド氏は、政治学院と第10大学ロースクールで学位を取得。パリ第10大学ではベーカー&マッケンジー事務所勤務前の1981年に講義を行った経験もある。