

米国の経済政策の視点
ー米国経済の強さとチャレンジー

2007年11月9日 経済産業研究所 BBL
財務省国際局次長 中尾武彦

I. 米国経済の現状

- (1) 米国経済の10年間の高成長、日本との比較
- (2) サブプライム・ローン問題と実体経済への波及の可能性
- (3) 生産性の上昇の要因
- (4) 大いなる緩和 (great moderation) とリスク
- (5) 拡大する経常収支不均衡の意味
- (6) グローバル化や技術革新からの利益と格差拡大

II. マクロ経済政策の課題

- (1) 足元では改善している財政収支の動向
- (2) 高齢化と医療費増大による長期的な不均衡
- (3) ブッシュ減税の行方と立ち消えた抜本的税制改革
- (4) バーナンキ議長の下での金融政策運営

III. 新たな地政学的環境の中での対外経済政策

- (1) 米中関係と戦略的経済対話
- (2) 保護主義の高まりへの懸念
- (3) 9.11以降が導くヒト、カネ、モノの移動へのインプリケーション
- (4) ソブリン・ウェルス・ファンドの見方

IV. 金融セクター政策の課題

- (1) 金融サービス業の機能（2006年大統領経済報告による整理）
 - ① 個々の経済主体にとっての所得と支出の時間パターンを変更
 - ② 情報の非対称性から来る逆選択に事前の審査で対応
 - ③ 事後のモラル・ハザードに継続的モニターで対応
 - ④ 大数の法則によりリスクを平準化
 - ⑤ 資金の供給側と需要側の間で、期間の長短や規模の大小を変換
 - ⑥ 効率的な決済手段を提供（当座預金、両替、振替、為替）
 - ⑦ 発掘、審査、モニターの機能を通じベンチャー企業の流動性制約を解消
 - ⑧ より洗練されたリスク・マネージメントなどを通じて経済変動のスムーズ化に貢献

- (2) 金融セクター政策の目的
 - ① 金融システムの安定性確保（決済・信用供与インフラの維持）
 - ② 投資家保護（特にリテールの投資家を保護）
 - ③ 市場の健全性維持（相場操縦、インサイド・トレードなどに対応）

- (3) 同時に、以下を促進するような規制・監督環境を整備することが不可欠。
 - ① 流動性が十分に供給される、広範で深みのある金融セクターの育成
 - ② それによる資金需給者への効率的な資金調達と資金運用の機会の提供
 - ③ 国境をまたがる、円滑で安定的な資金とリスクの配分
 - ④ 経済・社会・技術の進歩に応じた金融上の革新

- (4) 米国でも金融業務の自由化は比較的最近の話。1980年頃からFRBの措置、1994年のリーグル・ニール法(州際業務)、1999年の金融制度改革法(99年GLB法)等により、金利自由化、州際業務自由化、金融持株会社を通じた銀行・証券・保険の相互参入(グラス・スティーガル法の見直し)が進展。

- (5) 規制緩和と並行し金融サービスのあり方に大きな変化。機関投資家の役割拡大、証券化(disintermediation)、デリバティブの発達(リスクのunbundling)、各種ファンドの興隆、金融業種をまたぐ合併・再編、コングロマリット化などが進行(保険大手トラベラーズ・グループによる投資銀行ソロモンの買収、続くトラベラーズと商業銀行グループのシティ・グループの統合、ドイツ銀行による米銀行バンカーズ・トラストの買収、商業銀行チェースマンハッタンと投資銀行JPモルガンの統合など)

- (6) 最近における米国の金融セクター政策上の課題
 - ① 米国の資本市場の競争力維持：米国資本市場での上場からロンドンやシンガポールなどでの上場に移っていることに危機感。SOX法による内部統制手続きの負担、連邦・州に複数の規制当局が存在する重複、過剰訴訟、会計士の責任が重すぎることによる過剰監査、などが議論されている。一方、資本市場の競争力をどう測るかについても論争。

- ② SECの規制のあり方：上記に関連して、ルール・ベースか原則ベースか、規制・監督当局というより法執行当局になってはいないか、SECとの和解（settlement）プロセスが乱用され高額な制裁金が課されていないか、一方で制裁金の設定の仕方はインサイド・トレードなどの不正抑止に十分か、などがテーマ。
- ③ 格付機関の規制：利益相反を禁止し、従来5社しかなかった適格格付機関（NRSRO）への参入を促進する規制法が昨年9月成立。なお、この法律の施行に先立ち、日本の格付投資研究所及び日本格付研究所が本年5月認定を取得。最近では、サブプライム・ローンを組み込んだ金融商品（CDO等）の格付が適切だったかなどについて再び批判が拡大。
- ④ 米国会計基準（GAAP）と国際会計基準（IFRS）の統合：IFRSは2005年1月からEU域内企業については統一的に使われているが、SECはこれまでのEU当局とのコンバージェンスに向けた議論を踏まえ、米国での外国企業のIFRS準拠財務報告に対する数値調整（reconciliation）の撤廃、及び米企業によるIFRSの使用について検討中。
- ⑤ バーゼルII規制の実施の遅延：銀行の必要資本に関するバーゼルII規制は既に日本とEUが適用を開始しているが、大銀行（米独自の総資産に対する5%という単純なギアリング・レーショを残すことなどに反対）と中小銀行（大銀行のみが先進的手法を使って必要資本を減らすことができるようになることに反対）の利害が対立し実施が遅延。
- ⑥ GSEの規制：ファニメイなどの政府関係機関（Government Sponsored Enterprises）の資産の巨大化、それによるリスクの拡大、民業圧迫、更には経営陣による会計操作や過大報酬問題から規制強化を検討中。もっとも民主党には住宅取得促進の観点からGSE支持者も多く、現下の住宅ローン市場の状況からも規制強化は困難。むしろ規制緩和論も浮上。

(7) 直近の市場の混乱のインプリケーション

- ① 証券化、ストラクチャード・ファイナンスの意味
 - ・ モーゲッジ・ローンなどの資産を基礎とするCDO（Collateralized Debt Obligations）などはリターンとリスクの分散に貢献するが、特に問題が生じたときには、リスクの所在の特定、値付が困難。
 - ・ 商業銀行による間接金融と同様に、問題が生じた場合には、新たなCP発行による資金調達とこれによるCDOなどへの投資が困難となり、信用がうまく回らないクレジット・クランチを招くリスク。
 - ・ 銀行（投資銀行を含む）が直接CDOに投資している場合や、関係するファンドなどに信用補完を行っていることによって銀行部門が影響を受けることもある。
 - ・ 他方、新興企業向けなど、ハイ・リスク、ハイ・リターンの資金供与には有効であり、イノベーションを促進する効果。

- ② ストラクチャード・ファイナンスに対する格付の問題
 - ・ CDO など流動性の低い商品をデフォルトの可能性に関する意見という観点で格付することの限界
 - ・ CDO など複雑な商品を格付することの技術的限界の可能性（通常時とストレス時の違いが大きい）
 - ・ CDO などについて商品組成の段階から格付機関が関与する問題や、収入に対する貢献の大きさから来る利益相反の問題の可能性

- ③ 元のローンのオリジネーターやアレンジャーの責任
 - ・ 結局は CDO などに組み込まれるモーゲッジ・ローンなどの貸付に当たってプルーダンスが必要であるという基本の再認識。
 - ・ 証券化するアレンジャーの責任も大きい。

- ④ 中央銀行による流動性の供給
 - ・ 流動性リスクと信用リスク
 - ・ 金融政策との関係、モラル・ハザード論

(付論) ヘッジファンドの位置づけと政策課題

(1) ヘッジファンド業界の現状

- ① 規模については、全世界でヘッジファンドにより運用されている資産は、2000年の4000億ドル程度から06年末には1.6兆ドル超に増大。ヘッジファンドの数も4000程度から9000程度に増大。この増大には2005年末で資本の30%を占める機関投資家の出資の増大が寄与。もっとも富裕な個人はいまだ資本の40%を構成。
- ② ヘッジファンドの投資戦略については、ロング・ショートをはじめとするエクイティ関連が約40%だが、最近イベント・ドリブン(20%)、マクロ・ファンド(15%)、あるいは信用や保険のストラクチャード商品、商品先物、プライベート・エクイティなどに運用する戦略が活発化。
- ③ ヘッジファンドはその運用資産規模に比べ、レバレッジの大きさから市場への影響力は大きい。レバレッジには、プライム・ブローカー等からの借入と、商品自体の中にレバレッジの要素を含むデリバティブの活用がある。ヘッジファンドは米国市場の取引量で、ハイイールド債の25%、デリバティブの58%、ディストレスの47%を占める。
- ④ アドバイザーの居住地は米英が大半だが、シンガポールなどのアジア諸国も規制の向上、租税優遇などを背景に増えている。ファンドへの出資の源泉は米国が最大で05年に62%のシェアを占めるが、02年の86%に比べると低下。かわって欧州(26%)、アジア(10%)のシェアが拡大しつつある。
- ⑤ 日本での金融機関(1252社)に対するヘッジファンド調査(金融庁)によれば、06年3月末現在ヘッジファンドに投資実績のある機関は348、投資残高は7.5兆円。残高内訳は、保険会社(26%)、信託銀行(15%)、都市銀行等(24%)、地方銀行(15%)。1割の金融機関(35機関)が4分の3の6兆円を投資。一方、06年3月までの1年間の販売額は2.1兆円、うち都市・地方の富裕層等個人向けが23%。2000年度以来の累計販売額は8.8兆円。

(2) 金融の安定性へのインプリケーション

- ① ヘッジファンドが、市場流動性を供給し(金融市場での取引を円滑化し価格変動を縮小)、また、市場の効率化に貢献している(国際金融市場において裁定機会を見出し価格を効率化)ことは広く認識されている。
- ② 他方で、ヘッジファンドの規模が拡大傾向にあることやヘッジファンドと同様の戦略をとる金融機関が増えていることもあり、ヘッジファンドの破綻が生じたときの直接の損失が金融システムに与えるインパクト、また、ある市場での損失をカバーしようとする行動が他の市場での価格急落を招くリスクは拡大している。

- ③ 特に、最近続いた穏やか (benign) な国際金融市場の状況が一般的に過大なレバレッジ、リスクテークをもたらしている可能性がある。中でも特定の新興市場や商品市場に市場規模に比して過大なポジションが集中 (crowded trade)。
- ④ ヘッジファンド産業の規模拡大とともに裁定機会が少なくなる中で、ヘッジファンドの収益が各種市場の動きとより連動するようになってきている。ひとたび巻き戻しが起こったときのインパクトはより大きなものになる。
- ⑤ ヘッジファンドの戦略が従来に比べ多様化する一方で、ヘッジファンド間で均質化する傾向。このため金融機関等が複数のヘッジファンドに投資を分散してもリスクの分散が図られていない可能性があり、ヘッジファンドが破綻した場合の金融システムへのインパクトを高める。

(3) 規制上の課題

- ① 金融システムの安定性へのリスクをどう減らすかは、ヘッジファンドの活動がより活発な米国、英国では特に喫緊の課題。本年 2 月に発表された大統領金融市場作業部会 (財務長官、FRB 議長、SEC 委員長、証券先物取引委員会委員長) では、システムミック・リスクへの対応として、投資家や規制を受けている取引相手を通じた監視、市場規律の活用が最も効果的、同時に、ヘッジファンド自体の情報提供、規制されている取引相手を規制・監督する当局の役割も重要と指摘。
- ② 直接の規制ではなく、市場規律を通じて対応するという考え方は、本年 5 月の **Financial Stability Forum** (アジア通貨危機後の 99 年に G7 の合意で創設。G7 当局のほか国際的な規制・監督関係の機関が参加) の報告書、5 月のサミット財務大臣会合でも合意。大手のヘッジファンドは情報開示などに関する自主ルールの作成にも取り組みつつある。
- ③ 投資家保護の観点からは、リテール化にどう対応していくかが課題。SEC は昨年 12 月、ヘッジファンドに投資しうる投資家の最低資産基準の引上げ (1 億ドル→2.5 億ドル) を提案。日本の金融商品取引法でもヘッジファンド商品を「みなし有価証券」の定義に含めてその販売・勧誘や投資運用業務を原則として登録制にしている。ヘッジファンドに投資をしている年金基金や金融機関にリスク管理の徹底を求めることも間接的なリテール化への対応。
- ④ 市場の健全性の維持の観点からは、ヘッジファンドとプラム・ブローカーの関係密接化から不正がチェックしにくくなっているとも言われている。既存の証券取引や投資顧問などに関する法令によっても、インサイド取引、パフォーマンスの不適切な表示、略歴詐称、経費水増し、市場操作などについて執行が可能というのが SEC の立場。

(4) ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド (PEF) 及びアクティビスト・ファンド (AF) の比較

- ① これらのファンドは、いずれも私募の Pooled Fund であるが、収益を得る戦略、投資期間などが異なる。相互に明確に区別されるものではなく、融合している部分がある。プレゼンスが拡大しており、それぞれ政策課題を提供。
- ② ヘッジファンドは、為替、債券、株式、デリバティブなどにポートフォリオ投資をし、価格変動による運用収益を目指す（投資先企業の経営への関与は想定外）。投資期間は主として短期。
- ③ PEF（あるいはバイアウト・ファンド）は、上場企業を買収した上で非公開化し、あるいは非上場企業を買収し、経営に参画、経営改善、リストラで企業価値を高め、再上場の際のキャピタル・ゲインを目指す。投資期間は3～5年。
- ④ AF は、「モノを言う株主」としてキャッシュが潤沢で市場価値が相対的に低い中小企業の上場株式を5%～10%の範囲で入手（米国では保有割合が5%以上になると株式取得を公表する必要があり、これがプレス・リリースの役割を果たす、10%以上取得すると証取法上短期売買の利益の返還請求を受けうることが背景）。主として株主への利益還元拡大を要求し、株価が上昇したところで市場で、ないし当該企業に売却し利益を得る。投資期間は数ヶ月～数年。
- ⑤ 各ファンド共通の批判される要素として、ヘッジファンドは市場の安定性を損ねる可能性（特に新興市場国では影響大）、PEF は人員整理、業務の切売り等強引なリストラ、資本から借入への転換によるリスク吸収能力低下、AF は乗っ取り屋、短期的利益狙い、など。
- ⑥ 他方、経済社会上の貢献として、ヘッジファンドは市場流動性の供給、市場機能の効率化、PEF は MBO での経営陣と協力も含め業務改善、企業・産業再編、AF は株主への利益還元を高めるガバナンスの改善、などが挙げられる。

(参照文献)

- ・ IMF の Global Financial Stability Report (07年4月)
- ・ 岩田日銀副総裁による日本ファイナンス学界での講演 (07年6月)
- ・ 金融庁によるヘッジファンド調査の結果 (07年3月公表)
- ・ 拙稿「ヘッジファンドと国際金融市場」(99年7月大蔵省ファイナンス誌)