

月刊 資本市場

2 Feb.
2011
No. 306

論文



arrowhead稼働後の状況

~英国・欧州企業が目指す~
英国IR協会 (IRS) のベスト・プラクティス・ガイドライン

単純株価平均の憂鬱

新興国株式市場の展望

講演録

監督当局OBの日米金融危機比較

フェイスブックへの出資を巡る議論と米国資本市場 / 上場促進へ審査見直し / 「指標連動証券」を上場へ / 日銀効果でJ-REIT上昇 / J-IRISS義務化で調整難航 / 調整色強まり、昨年末水準に逆戻り / 国債「格下げ」は時限爆弾？



監督当局OBの 日米金融危機比較

元金融庁長官
プライスウォーターハウスクーパース総合研究所 理事長
五味 廣文

はじめに

本日は、「監督当局OBの日米金融危機比較」という演題でお話いたします。私が認識しております日本の金融危機は、1997年10月から11月の三洋証券、北海道拓殖銀行（北拓）、山一証券、徳陽シティ銀行という4つの金融機関の連鎖破綻、それに続く1998年の日本長期信用銀行（長銀）と日本債券信用銀行（日

債銀）という2つの大銀行の破綻、これらの時期のことを意識しております。一方、アメリカの金融危機というのは、リーマン・ショックを意識しています。

日本の金融危機は、自分が当局者として経験しました。アメリカの金融危機は、金融庁長官を退任した後に表面化したことですので、自分が日本サイドの当事者ではなかったために客観的立場から議論できると思います。そういった比較をしてみたいと思います。

目次

はじめに

1. バブル経済と規律
(リスク管理)の欠如
2. バブル崩壊と金融危機
(インターバンクの疑心暗鬼)
3. 危機対応の日米比較
4. 危機後の状況

1. バブル経済と規律 (リスク管理)の欠如

金融監督という観点から見ますと、日米の金融危機の背景には何があったといえるでしょうか。

日本においては、「信用リスク管理の欠如」が金融危機の背景にあったと思います。日本

のバブル経済は1980年代後半に、プラザ合意の後、金融緩和・低金利政策が長期化する中で発生しました。その時期、担保偏重主義で融資の急速な拡大が行われたことが背景にあったように思われます。

つまり、担保に不動産・株があり、この担保価値は刻々上がっている。したがって、貸倒れが万一発生しても、担保を処分すれば十分に資金を回収できる。だからどんどん貸していくという、この繰り返しが行われていった中で、リスク管理の一番基本の部分が欠如してしまっていたといえます。

また、当時の銀行の人材配置は営業に大変偏っていました。非常に地味だけれども、絶対忘れてはいけない融資審査あるいは監査、こういった部門へは非常に薄い人材配置しか行われませんでした。

1990年代に入るとバブルが崩壊し、今度は一気に担保価値が下がり始める事態が起きました。本来、貸付けのときに本業で返済できる可能性の高い融資先を見極めて貸していたのであれば、担保の価値が下がっても、そのことで直ちに債権が不良債権化することはなかったはずでした。それがバブルの崩壊とともに当然顕在化しました。こうして銀行はどんどん赤字を積み重ね、銀行の自己資本を毀損していくということが起こりました。

同時に、自己資本ということでは、株の値段も下がっていますから、それまで株の含み益で水ぶくれしていた自己資本比率は、

貸倒れの引当負担が増えることに加えて、保有する株式の含み益が減り、倍の速度で毀損されていくということが発生しました。

一方、アメリカの場合も「リスク管理の欠如」が金融危機の背景にあったといっています。正確には、「規制の空白における規律の欠如」ということですが、日本の場合のようにいわばたおやかに起こってくるような事柄ではなくて、むしろ「市場リスク」と呼ばれる、保有する有価証券の価値が下がることによって自らが被るリスク、この部分に大きな衝撃が加えられたことのように思われます。

その背景になりましたのは、基本的にはアメリカにもバブルがあり、実力以上の借入れが大量に行われ貸し手である日本や新興国などの経常黒字国から大量の資金がアメリカに流入しました。こうした状況の中でこれに乗った融資行動、そしてその融資されたお金が証券化技法を通じて有価証券に姿を変えることが「限度を超えて」行われました。

この「限度を超えて」というところに実は「規制の空白」がありました。つまり法令による義務付け、あるいは法令による禁止がなくとも当然行われるべきリスク管理を脇に置いて利益を極大化する行動に集中していったことが金融危機の基本にあったように思われます。

きっかけになったのはサブプライムローンです。これはご承知のように低所得者向けの

住宅ローンで、本来お金を借りて家を買うだけの収入、財力のない人に対して住宅ローンを供与しました。担保に住宅をとり、その担保にとった住宅の価格が住宅バブルで上がり続けるという構造です。当時、金融機関はサブプライムローンをどんどん組んでいきました。最初の3年間くらいは金利をほとんどとらない変動金利です。住宅ローンを元利均等返済で返していくと、最初の数年間は月々の返済額の大部分が金利に充当されます。ですから、その間金利をほとんどとらないようにすれば、月々の返済はわずかな額で済み低所得者でも返せます。3年経過しますと金利はポンと上がりますので普通でしたら返せなくなります。その時は買って保有している住宅の値段が上がっていますからそれを担保にして新しいサブプライムローンを借ります。そこで3年前に借りたサブプライムローンを全額繰り上げ返済してしまいます。それでも手元にまだキャッシュが残りますので、自動車を買ったりしました。これを繰り返せばいいというローンの仕組みがまず基本にあり、ここでリスク管理が欠如していたわけです。担保の価値が下がったら途端に焦げつくことが明らかなローンであり、消費者ローンとしては欠陥商品でした。またそれが蔓延していてもだれも監督をしていないという状況でした。

ダメージをより大きくしたのはサブプライムローンが証券化されていたということです。

サブプライムローンはアメリカの住宅ローンの10分の1程度しか残高がなかったのですから、それがおかしくなったからといって世界金融危機になるはずもない話なわけですが、証券化技法を通じて有価証券に姿を変えていました。

ここで「規制の空白における規律の欠如」がスタートするわけです。証券化のプロセスにおいて法令上の義務付け、あるいは禁止事項というものはありませんでした。証券化商品は1990年代以降の金融工学の発展で出てきた技術に乗って発達したものであって、21世紀型の新しい金融商品なわけですから。

証券化の意味はリスクの移転・分散ができることです。貸し手が自ら1対1で引き受けたそのリスクを有価証券の形に姿を変えて投資家に売りさばくことで、自分がとったリスクを他人に移転・分散するということができます。代わりに現金が入りますから、その現金でまた次のリスクをとりにいくということで非常に資金効率がよくなります。一方、投資家のほうは新しいタイプの資産運用商品を手にすることができるという大変すぐれた技術です。

リスクの移転・分散をした上で、「信用リスク」を今度は有価証券の価格が動くリスク（「市場リスク」）に転換するという二重のことが行われていました。これを行っているので、基本的にはもともととったリスク、原資産が欠陥商品でないことを確認しておかなければ

ばいけない、あるいは欠陥商品であるならば欠陥商品なりの非常に高いリスクがあるものとして評価をして証券化しなければいけないのですが、それでは高い値段は付けられませんので証券化は無理ということになります。これがどちらもなされていませんでした。また、法令上の義務付けも何らありませんでした。

したがって、バブルの崩壊で住宅の値段が下がった途端に確実にデフォルトするという、極めて不健全な債権があたかも優良な証券化商品であるかのごとく売りさばかれるということが起こり、そして、そのリスクが複雑に分解され組み立て直されて複合証券化商品となって回っていきました。そのために元の貸付けが焦げついたときの損失というのが、どの有価証券のどんなところに、どんな大きさで発生しているのかがわからなくなるという状況に陥ってしまいました。まったくの欠陥商品が取引されていたという基本的な「規律の欠如」があったと思います。

証券化に罪はありません。証券化商品を扱った人たちが、本来、そういうリスクをとって商売をするのであれば当然に行っておかなければいけなかったリスク管理を行わずにこれを組成、販売してしまったのです。そのときにもう1つ関連していたのが格付け機関です。「この有価証券の格付けをしていた機関は、有価証券の内容をきちんと分析していたのだから、サブプライムローンのデフォ

ルトが起こったときには、今度はどの有価証券の価値が下がるか、あるいはまだ損害を受けていない有価証券はどれかが格付け機関にはわかるはずでした。したがって、格付け機関が選別的格下げをしてくるはずだから、そうすれば、毒入りのものと毒入りでないものは見分けがつくので引き続き取引はできる。毒入りだと判定されたものは、より安い値段で取引をすればいい」ということのはずだったので、格付け機関にもそれらの有価証券の内容はわかりませんという話になりました。

ここで、格付け機関で当然行われるべき利益相反の管理がなされていなかったということが判明しました。格付け機関は、証券化商品を組成する側の投資銀行から手数料をもらって格付けをします。当然、発注元である投資銀行の気に入るような格付けをすれば高い手数料が得られるし、また、次の発注も来るだろうという立場に格付け機関は置かれます。

そこで格付け機関は格付けを依頼してくる投資銀行に対しては、コーチ役を務めるわけです。どうしたら格付けが高くできるかということを投資銀行サイドと相談しながら議論していきます。しかし、投資家はそうではなくて、格付け機関はアンパイアとして厳正にセーフかアウトかを見ていると信じていました。つまり格付け機関はそこでコーチとアンパイアを兼ねるわけですから利益相反に陥っているわけです。その部分を管理しなければならなかったのです。

格付け機関を規制する法律はその当時存在しませんでしたし、もちろん格付けの手続きをディスクロージャーする義務もありませんでした。もし格付け機関が利益相反の管理をしっかりとやっていたら、原資産がデフォルトしたときにどの有価証券が影響を受けるかということはわかったはずですが、後になって、その部分に関する分析はしていないし、もっぱら発注者の気にするところだけを一生懸命やっていた状態であったことがわかりました。結局、格付け機関も内容がわからないので、証券化商品の取引はうまくできなくなり換金できないという状態が発生しました。

しかし、証券化商品を保有していたのは、プロの人たちでしたので、自分の保有している有価証券が価値を失うようなことになることを想定してその損失を補てんするための契約をしておきます。これが「クレジット・デフォルト・スワップ」(CDS) だったのですが、この胴元の保険会社は、事態が発生した途端にバンザイしてしまいました。プロ同士の相対取引ですから機能は損害保険ですけれども保険業法の適用はありませんでした。ということは、責任準備金の積み立て義務はありませんし、かつ商品の内容が適正なものなのかどうか、支払い準備のためのヘッジがきちんとできているかどうかということも当局はチェックしていませんでした。

そして、そのような状況で投資銀行やファンドは証券化商品を、高いレバレッジをかけ

て売買していました。商業銀行であればバーゼル規制がかかりますから、自己資本比率8%以上というところでレバレッジのかけ方に限度が出てきます。特にこういったリスク性商品のリスクウェイトは100%で、全部がリスクにカウントされます。銀行の場合は資本の12.5倍までしかリスク性資産は持てない、あるいは借入れが立てられないわけですが、投資銀行やファンドはレバレッジ比率を30倍、40倍、場合によると100倍でやっていたところがありました。当然ですが、資産の側にトラブルが発生したときにそれを吸収する自己資本はほとんどないということで、あっという間に資金繰りがおかしくなりました。

バーゼル規制がかかっていないからといって、レバレッジ比率は本当に40倍とか100倍でいいのか。持っている資産は極めてハイリスクの資産であるのだからそれは大丈夫なのかということも当然考えなければいけなかったはずですが、もちろん考えた人もいたようですが、そんなことをいっていたら資金効率が悪くなって儲からないわけで最大限のレバレッジをかけて長期と短期の金利差による利益を極大化する方向に暴走してしまいました。

2 . バブル崩壊と金融危機 (インターバンクの疑心暗鬼)

そうした中でバブルの崩壊が起こり、金融危機になりました。日本のケースで見ますと、信用リスクの顕在化あるいは正常債権だと思っていたものが不良債権であることが明らかになりました。こういうことが1990年代に入って続々と起こってきたわけです。そうなったとき銀行は、当然のことですけれども、そこで1度自分の信用リスク管理体制を見直して事態が悪いほうへ進んでいるという前提で、将来の見通しに応じてダイナミックに引当やリスク管理というものを考えることをしなければいけなかったわけです。ところがこれが先送りされました。いずれ不動産価格・株価が反転すればこの不良債権化したものは回収できない危険度がそれだけ小さくなる。要するに担保を処分すれば返ってくるという話でした。こういう話にはまってしまったのが1990年代前半の日本の金融機関であり、当時の銀行監督当局も断固とした行政指導ができませんでした。

これはバブルの崩壊ですから経済構造が壊れているわけで、時間が経てばよくなるという性格のものではないわけですから、それを速やかに見抜かなくてはいけなかったわけです。それを、そのうち反転するだろうからと時間を稼ぎました。時間を稼ぐために何をし

たかという、資金繰りが苦しくなっている相手に追い貸しをしました。とにかく命を永らえさせておく、それで時間を稼いで、そのうちまた不動産も株も上がり始めて息を吹き返すだろうということをやってしまったわけです。ところが実際の経済はそうはなりません。時間が経てば経つほど悪化していくという状況になり、それでとうとう手遅れになりました。

1995年に、まず住宅金融専門会社（住専）問題が勃発しました。そして、そこに貸し込んでいた農協系統金融機関あるいは銀行が財務的に非常に大きな問題を抱えることになりました。もっと早い時期に引当をきちんとやるか、あるいは処理するなら早い時点でしておけばよかったのですが、しなかったものですから非常に大きな損失がいきなり顕在化するということになりました。そこで、ご承知のように農協系統金融機関の母体行主義、要するに銀行の子会社として作られたものは、銀行が自分でその損失を負担しろという主張が出てきました。

一方で銀行側は貸付先がつぶれたときの損失の処理というのはプロラタ 按分 が原則だ、貸付額に応じて損失も負担するのだと主張しました。この争いになり、結局、どちらも負担できないものが6,850億円出てきて、この6,850億円には税金が使われざるを得なくなり、1995年に公的資金を投入しないと金融機関がつぶれるという状態になりました。

そういう流れでしたので、これは「進行性」であるといえます。バブルが本格的に崩壊し始めたのは、おそらく、1991年ごろだろうと思います。翌1992年には当時の総理大臣の宮澤喜一さんが、「これは金融危機になるかもしれない」と予言され、また「早く今のうちに公的資金投入をして、銀行の資本を増強して、不良債権を処理できる体力をつけておかなければいけない」とおっしゃっていました。しかしながらそれは諸般の政治的な事情があったのでしょうか、公的資金投入は実現しませんでした。結局、その3年後に住專問題という形でこれが噴出し、そして、その5年後の、1997年の秋には本格的な金融危機が起こり、宮澤総理の予言が本当に的中してしまいました。

本当はあのときに当局と銀行がもう少し事態を深刻に認識して、実際の不良債権額はどのくらいあるのかを当局と業界とがすり合わせをし、基準を合わせて認識をし、その時点で処理をし資本増強に踏み込んでいれば、その後の状況は違っていただろうと思います。要するに時間が経つほど悪くなるというのを放置して、結局、危機に陥りました。

次に「局地性」について説明します。この金融危機により大銀行がつぶれる、連鎖破綻のおそれがあるということが起こりました。それは要するに「インターバンクの疑心暗鬼」です。どの銀行がいつつぶれてもおかしくないとみんなが思い始めると、インターバンク

市場での短期資金の貸し借りがやりにくくなります。金利がまず上がり、次に噂の立った金融機関には、ぱたっと資金が止まります。そうすると、その金融機関は翌日の決済ができないということで資金繰り破綻になります。1つの金融機関が破綻しますとそこと決済の予定のあった次の金融機関が、今度はあそこが危ないのではないかという話でそこへの資金供給が止まり、ドミノ倒しのような状況が起こります。

これが始まると、財務上何の問題もない健全な金融機関も巻き込まれて資金繰り破綻していくわけです。これを「システミックリスクの顕在化」といいますが、それが起こる状況を作ってしまった。1995年の住專問題のときに金融機関健全化の最後のチャンスがあったのですけれども、そのときも止めきれずに、結局1997年から1998年にかけての金融危機が起こり、本当に金融機関が経営破綻するというところまで行ってしまいました。

金融機関が経営破綻したときに、日本の場合、決済不能の連鎖は幸いにして起こりませんでした。1997年北拓が経営破綻したときは、住專問題の処理の過程で「ペイオフ凍結」が実施されていて銀行預金は全額保護するという仕組みができていました。それだけではなく、銀行の負っている債務は全て税金を使ってでも償還するという規定がありました。したがって、決済不能の連鎖は起こりにくい状況になっていました。そうはいっても、金融

機関がぱったり営業を止めれば決済ができなくなるわけですが、当時の大蔵省は、事業譲渡を受け入れてくれる銀行を探し、A銀行がつぶれても、その翌営業日にはその受け皿となったB銀行の責任で、このA銀行の店舗を全部開いて預金の払戻しも決済も続けるという事業譲渡ができるようにしました。

翌1998年、長銀の経営破綻のときは金融監督庁ができていましたので、今度は金融監督庁が一生懸命に受け皿銀行を探し、当時の大蔵省金融企画局もそれに協力しました。首相官邸にまで受け皿候補の銀行の社長を招いて説得をしました。しかしながら、結局は断られました。公的資本増強をしてくれれば考えてもいいというような返事だったと記憶しています。ただ到底、公的資本増強はできないというのが当時の政府の判断でした。

受け皿銀行がないという状態で刻々と長銀が破綻に向かって歩いていった恐怖の時期が1998年の夏でした。そのとき私は金融庁で検査部長の職にありまして、まさに長銀検査の責任者でした。検査の途中で長銀関連のノンバンクなども経営がおかしくなっていく、そこでまた長銀の不良債権額が一気に増えるという状況でした。受け皿銀行がない状況でもし長銀が破綻しますと、破綻の翌営業日に店を開けないということが起こり得ました。長銀は国際展開していましたから、ニューヨークでもロンドンでも店を開けない、デリバティブ取引もデフォルトするということになり

ます。となりますと、日本国内で経済が大混乱するだけでなく、東京発で国際的な決済不能、金融危機の引き金を引くおそれがある状況になっていたわけです。

そこで、政府がとった方策は野党提案の金融再生法をそっくり受け入れ、一時国有化ということで国が長銀の受け皿になりました。この法律が通った1週間後に長銀は経営破綻しました。ですから間一髪で間に合いました。

このとき、やはり政治というのはすごいと思いました。自分は検査部長でしたので、破綻処理の経過の詳しいところは知りませんが、長銀が経営破綻したら大変な状態になるということは身をもってわかっていました。そのときに急転直下、野党案を全面的に受け入れた。政治でなければできないことで、それで本当に金融危機を食い止めたわけです。当時も衆参ねじれ国会でしたが、ねじれていたからこそ大決断ができたのかもしれない。

一方、アメリカの場合は、先ほど申し上げましたように証券化によりリスクの所在が判明しない状態で、原資産で発生した損失がどの有価証券に顕在化したのかがわからないのです。リスクの所在と大きさがわかっているからリスク管理ができるので、リスクの所在も大きさもわからない、だけどリスクは確実に顕在化しているということだとすれば、唯一できることはリスクをとらないということです。つまり、そういうものはだれも買いませんでした。

このように米国では、金融危機が「突発的」に起こりました。証券化された有価証券は欧米の主要な機関投資家やファンドに大量に保有されていたので、そういった金融機関が直ちに自分の持っている資産の価値がわからないという状態に、一瞬にして巻き込まれてしまいました。「突発的」に、かつ「国際的」にリスクの顕在化が生じました。リスクの所在と大きさを行方不明にしたという、まさに21世紀型の金融危機でした。

アメリカのバブルの崩壊は2006年の夏で、そこから住宅価格が下がり始めました。その翌年2007年の夏にパリバ・ショックが起こりました。BNPパリバ銀行傘下のファンドが投資の解約を申し出てきた投資家に対してキャッシュを返すことができないということで解約の凍結を行いました。要するに自分の持っている資産をだれも買ってくれないために現金化できないのです。ここでちょうど住専問題と同じように、これが金融危機になるということが予測できたという状況で、このときバブルの崩壊から1年経過していました。

さらに、その1年後にはリーマン・ショックが起こり、本格的な金融危機になってしまいました。これはアメリカ政府の対応の悪さもあるのですが、それにしても、とにかくバブルの崩壊からわずか2年で金融危機の発生です。日本の場合には、バブルの崩壊から6～7年経過しての金融危機でしたので、アメリカの場合はそれだけ「突発的」な

ものでした。事態の悪化が懸念される前に規制の空白ででたらめが起こらないように先手を打っておかなかったのが大きな間違いだったと思います。

2008年の3月にベアー・スターンズ証券が事実上破綻して、FRBの援助のもとにJPモルガン・チェース銀行がこれを救済買収しました。その段階ではもう「インターバンクの疑心暗鬼」は確実に発生していました。リーマン・ショックの後、短期金融市場の金利は天文学的などころまで上がりました。つまり、もう短期金融市場が機能しない状態で、明らかに「システミックリスクの顕在化」が起きてしまいました。

3 . 危機対応の日米比較

このような金融危機に対して、日米両国の政府はどのような対応をしたのかを検証したいと思います。いずれにせよ、3つの対応が必要であろうと私なりに整理をしました。これが、「混乱の抑制」、「疑心暗鬼の除去」、「再発防止策」です。

まず、「混乱の抑制」といいますのは、とりあえず決済機能が継続するように、あるいは、さらなる連鎖倒産が発生しないように痛み止めなり血止めをしなければいけないということです。それをしないと奈落の底に落ちるように金融システムが完全に停止してしまい大恐慌への道を歩み始めるということになります。

日本の場合、「混乱の抑制」として行われたことの代表例は預金の全額保護でした。住專問題の後、1996年に預金保険法の改正が施行され、これによってペイオフ凍結が行われました。預金は全額保護しますということと、先ほど申し上げましたインターバンクで銀行に対して貸付けを行っていた場合、その貸付けも全額を国が保証しますという仕組みを入れたわけです。

アメリカの場合には、先ほど申し上げたように、保有している資産がキャッシュに変わらなくて資金繰りがおかしくなるという状況になったわけです。長短金利差を得るために資産の側に証券を持ち、負債の側には資産の側の長期性の有価証券を担保にした短期の借入れを立てるというやり方をとるわけです。そうしますと、資産の側からは長期性の金利が収入として入り、それを得るために必要なコストは負債の側の短期借入金の金利ですから、当然長期の金利よりは低いということで長短金利差が利益になるわけです。

そこで、負債の側は1年経つと短期借入金の満期が到来するわけですが、資産の側はその時点で満期になっていませんからキャッシュにはならないということです。

当然、資産をもう一度担保にして新しいCPを発行し、満期の到来したCPを全額償還します。そのときに資産の側が1年前と同じような価値を持っていてくれれば、これは成り立つのですが、1年前より値段が下がって

いるとそれを担保にCPを発行しても満期の到来したCP全額は返済できないわけです。そのために自己資本を持っていないといけないわけですが、これを十分持っていない人たちがいました。

そこで、資産の側の証券化商品にトラブルが発生して取引がうまく成り立たない、あるいは無理に売ろうとすると二束三文でしか売れないということになって、投資家が投資を引き上げたいとやってきた途端に、「いや、キャッシュはありません」という事態が起きました。したがって、流動性の供給が緊急に必要でした。つまりインターバンクの商業ベースでは、既に流動性の供給が止まっています。あるいは資金を得ようとしても天文学的な金利を払わなくてははいけないので、それは無理であるという状況です。しかし、流動性を供給しないと世界経済が崩壊するという状況でした。

そこでは、公が出るしかありませんので、商業ベースで成り立たない資金の融通を公が行いました。FRBを中心とした中央銀行が八面六臂の活躍をしました。非伝統的な手段で、それまで担保として受け取っていなかったようなリスク性の債権も担保にとって資金を供給するあるいは異例なほど長い期間の資金供給をする。しかもドルが足りないわけですから、当然ほかの先進国の中央銀行も協調してFRBとスワップ協定を結んでドルの供給を続けました。これは完璧に成功し恐慌に

はなりません。このことは誉められていいと思います。その時のリスクをとることの決断の早さ、いかにも金融のプロだなと実感させる出来事でした。その結果として、中央銀行のバランスシートはふくらみ、民間がとれなくなったリスクを公が負ったという形になりました。リスクは消えていないのですが、そういう状態になりました。

「混乱の抑制」という点では違いがありましたが、日米ともに混乱の抑制自体ではそれなりに成功していたと考えていいと思います。混乱は拡大しませんでした。ただし、それはあくまでも痛み止めですから、それだけで事態が解決するわけではありませんでした。銀行同士がお金の貸し借りを商業ベースでやりにくいという状態は相変わらず続いているわけですから、それを直さなければいけません。それが2つ目の「疑心暗鬼の除去」ということです。

日本では日銀と金融監督庁が1998年に主要銀行の集中検査・考査を行いました。その結果、長銀と日債銀の2行が債務超過状態になっていることが明らかになり、自力では資本調達は無理ということもはっきりしました。それでこの2行は成立後間もない金融再生法により一時国有化され、市場から退場させられました。

そうした上で、残りの大手銀行15行を見ると健全性の基準は上回っているけれども、放っておくとこの経済状況ではいずれ次の

危機が来るかもしれないという脆弱な財務体質でした。となれば公が出るしかないということで、銀行ごとの財務状況に応じた公的資本増強を行いました。これが、1999年の大手銀行15行に対する合計7兆5,000億円の公的資金投入でした。

アメリカは、パリバ・ショックが起こった後、短期金融市場がおかしくなり、2008年3月のベアー・スターンズ証券の実質破綻に至る過程で相当な不安がアメリカの短期金融市場を覆っていました。ですから、本来はその段階で金融機関に対し集中的な検査を当局が行って財務状況を確認した上で必要な資本増強を実施すべきだったと思います。しかし、それはできませんでした。

噂で聞くと、そのとき米国財務省の事務方からは集中的なストレステストを実行し、その結果、公的資本増強が必要になるとすればそれができるような法案が用意されたようでした。しかし、ブッシュ政権はそれを採用しなかったとのこと。結果として、逐次対応、つまり個別に1金融機関ごとに対応するということになってしまいました。これをやって、結局、リーマン・ブラザーズで失敗し破綻させてしまいました。

したがって、「疑心暗鬼」を一気に払拭するということができなかったためにその分長引いています。ブッシュ政権はリーマン・ブラザーズが経営破綻した直後に集中的に処理をしておけばよかったです。それができ

なかつたためにずるずると、その後数か月間オバマ政権の成立までアメリカの金融仲介機能は毀損され続けました。オバマ政権になってやっと米国金融当局は金融機関に対しストレステストを実行し、日本と同じような集中的な処理をしました。

3つ目の「再発防止策」ですが、日本は「銀行のリスク管理を強化」しました。これは銀行が信用リスク管理をきちんとできない体制でしたのでそこをしっかり管理しましょうということで金融検査マニュアルを作りました。そして、官民でリスク管理能力を高めていくということが行われました。

アメリカの金融危機は規制の空白のところで何が起きているかわからないという状況でした。それがリスクを増幅していったコントロール不能にした、あるいは所在不明にしまったということがあって、つまり基本は、「透明性の欠如」です。そこで、「透明性の確保」が必要だとして今回の金融改革法でアメリカはきちんと整理しました。デリバティブは統一清算機関を通して取引をすることや格付け機関についての監督もディスクロージャーを中心に整備をされてきました。証券化については、SECは、オリジネーターは自分が作った証券化商品を全部売り払ってはいけない、一部は必ず自分で保有し続けなさいという規則を作りました。こうして、透明性は極めて高くなりました。

ただ、金融改革法において少し変だなと思

うのは、「リスクテイク自体を制限」してしまうという条項が入ったことです。いわゆる「ボルカー・ルール」や「リンカーン条項」といわれるものです。商業銀行は本体でリスクの高い投資をしてはならない。それは預金保険法という公的なセーフティネットに守られているのだから、そこにただ乗りをしてハイリスクの取引はしてはいけないというルールです。「リンカーン条項」も似たようなもので、本体でデリバティブ取引をすることを制限しました。

しかし今回の危機の原因は、そういうところにあつたのではなくて、まさに「透明性の欠如」にありました。それを商業銀行だからリスクをとってはいけないことにしますと当然収益性は下がります。収益性が下がれば貸出余力はその分制約され、それは貸し渋りにつながりやすいわけです。ほかに「バーゼル」みたいな議論もされていますから、ますますそれは相乗効果があつて実体経済への悪影響、副作用というのはかなり大きいものがあります。

むしろ自由は認めるけれども、その自由に伴う管理責任というものをきちんと果たしなさい、それを果たしているかどうかを当局や市場参加者がチェックできるようにディスクロージャーしなさい、これが「透明性の確保」の基本であるように思います。

4 . 危機後の状況

最後に「危機後の状況」について触れてみます。日本の場合、1999年3月に公的資金7兆5,000億円を主要銀行に資本増強し、それで一応「疑心暗鬼」は除去できました。「安全宣言」はできたということで短期金融市場は機能するようになりました。しかしながら、その間、実体経済は「デフレ」に陥っていました。

「デフレの進行」とともに銀行自体の持っている債権も、また大きく腐り始めるということが起こりました。不良債権化が進行し深刻になるということで、老舗の百貨店やスーパーなど大手の伝統的なしっかりしていたはずの貸付先も経営破綻していくという状況になり、不良債権が大きな規模でまた増えていっているのではないかという疑い（「不良債権問題の深刻化」）が持たれました。

そこで、小泉政権のときに竹中大臣が特別検査の結果に基づく銀行経営の正常化を金融再生プログラムで行いまして、結果として各行自力増資という形で、当局も協力し不良債権をもう一度洗い出して自力増資を行い次のステップへと進みました。

ちょうどそのときにアメリカがバブルになり、あるいはアジアも景気がよくなり、輸出が伸び始めたわけです。その神風に乗って銀行も本来の信用を取り戻しつつ、かつ経済は

輸出に引っ張られて、急速にデフレを脱却するという状況になりました。これが2004年から2005年にかけて起こった出来事でした。

アメリカの場合はどうかというと、金融危機後、経済はずっと停滞しています。痛み止めは効いたしそれなりに銀行の資本も充実させたのですが、基本的にバランスシート調整がずっと続いている状況です。日本もこのバランスシート調整を1990年代の後半以降ずっと続けていたわけです。

バランスシート調整に入りますと金融機能というのはなかなか十分に働きにくいということになります。企業はお金が入ると、それを投資するのではなく借金の返済に回してしまうし、銀行がお金を貸そうとしても貸したい相手が設備投資の意欲がないから借りようとはしないという状況です。また信用創造を使って入ったキャッシュをより大きく資産に転化していくということもしません。

こういう中で相変わらず住宅の差押えによる不動産価格の低下は止まらず、反転の兆しは見えません。したがって個人消費は伸びませんし雇用もよくありません。こういう状況で、地方では中小の金融機関が相変わらず破綻を続けているということになっています。ここで米国の生きる道は輸出しかないということで、オバマ大統領は輸出に力を入れています。財政的には共和党が中間選挙で勝利して議会の承認は得られませんから、財政支出による経済刺激策はなかなか打ち出せない

情勢です。そうした中での金融政策ということで、FRBが金融緩和のための量的緩和を継続しています。

ところが、量的緩和をいくらしても、こういうバランスシート調整に入っているときは銀行から先にお金が回りません。日本が経験したとおりのことが起こっているわけです。ですから、米国でも回復には「失われた10年」くらいはやっぱりかかると思います。アメリカのバブルの崩壊は2006年ですので既に4年以上経っているわけで、10年なんてすぐそこです。

オバマ大統領が再選に向けて何かウルトラCを打てばそこで経済は上昇に向かうかもしれませんが、なかなかそういう環境にはありません。FRBは量的緩和を続けていますから今度は新興国がそのあおりを受けてバブルが発生しやすくなっているという状況になっています。ところが、バブルが発生しやすいからといって、中国がアメリカの主張するように通貨の切上げができるかという、それをやったら今度は輸出が伸びなくなりますからこれもできません。しかし、アメリカは量的緩和をやめるわけにはいかないということで、世界的には大変厄介な状況が今できてきています。

日本だけがバッシングを受けているといわれていますけれども、日本は何となくその埒外にいるように見えます。輸出が伸びないなど大変ですけれども、アメリカや中国のように、

解けるか解けないかわからない連立方程式を解かなければならない厄介な状況にはないように思います。需要を増やせばいいのですから、簡単だと思います。つまり規制緩和する。財政資金はあまりないわけですから、そういうものをなるべく使わないでやっていけばいいので、それは可能であると思います。

規制緩和をするというのは経済構造調整ですから効率の悪いものは切り捨て、効率のよいほうへ資源を集中するという過程になり痛みを伴います。この「痛い」という人に対しても、政治が決断しなければいけないのですが、その決断が「痛い」というから助けてあげる、つまり非効率を温存する形で財政支出を続けてしまうということが20年間ずっと続いています。そうではなく「痛い」という人を痛くないほうへ移すためにお金を使うという方法をとればいいのですが、これは手間もかかるしなかなか多くの人が賛成してくれません。

ヨーロッパの経済状況はもっと厄介です。「不良債権」をきちんと処理していません。そうした中で、バブルの崩壊で、例えばアイルランドはついに顕在化しましたがこれもスペインでも銀行は非常に厳しい財務状況になっているという中で民間で負担し切れないリスクを国が負担しその負担した重さに耐えかねての、「ソブリンリスク」ということですから、国債の償還に疑問が発生するという状況が出てきてしまいました。

これに対応するには財政の健全化だということ
ことで緊縮財政を各国でやっています。緊縮
財政をとれば景気はもっと悪くなります。悪く
なれば銀行はもっと大変になります。不動産
価格もバブルの崩壊でもっと下落するでし
ょう。このような形でヨーロッパが今一番心配
な状況です。回復には長くかかりそうだな
という気がいたします。EUという組織を作り
ユーロという共通通貨を持ってしまったため

になおさら身動きがとれないという状況に
なっていると思います。

以上で私のお話を終わらせていただきます。
ご清聴、どうもありがとうございました。

(本稿は当研究会主催による講演会における講演の
要旨である。構成：丸岡 明)