

主 論 文 要 旨

報告番号	甲 乙 第 号	氏 名	清 水 正 昭
<p>主 論 文 題 名 :</p> <p style="text-align: center;">金融システムの不安定性と金融危機 — 一日米英のバブルの発生と崩壊 —</p>			
<p>(内容の要旨)</p> <p>I 問題の所在—「バブルと金融危機」の分析方法をめぐって</p> <p>旧 IMF 制度が崩壊し、通貨・信用膨張に対する歯止めが消失した基礎上で、1980 年代以降、新自由主義とグローバリズムが世界を席卷し始めると、投機的な金融活動が本格化し、金融の不安定化・変動が生ずるようになった。そして、それが更に新たな投機的な収益機会を生み出すことによって、経済の攪乱・混乱は一層拡大し、金融システムの不安定化が恒常化するという、これまで経験したことがない新たな時代を迎えることになった。</p> <p>このような新しい歴史的段階を背景として進められている、これまでの「バブルと金融危機」の研究状況を俯瞰すると、国の内外を問わず圧倒的に支配的な研究動向に共通する基本的な金融システム論というのは、明示的であれ、あるいは暗示的であれ、金融システムは市場規律に基づいて初めて安定化するという認識が自明のごとく前提されていることである。即ち、バブルの発生は、その契機は多様であるとはいえ、金融機関が「安全性と健全性」に対する配慮を欠いた野放図な経営を行ったために、市場規律に基づく市場原理からの逸脱によってバブルが発生した。したがって、バブルの破綻とそれによって惹き起こされる金融危機も、市場原理から逸脱した「不均衡」として、偶発的・一時的現象として把握せざるを得ないものとなっている。それ故にまた、金融システムの安定化のためには、金融機関に対して市場規律を遵守させ、それを補完する金融規制・監督体制の整備・再構築こそが焦眉の課題として議論されている。しかしながら、その後の経緯を見てみると、例えばバーゼル規制の相次ぐ改定に窺われるように、金融危機が生ずるたびに新たな規制・監督体制の見直し・強化が繰り返されるという過程の連続であった。このことは、規制・監督体制の制度設計の失敗というよりも、むしろ市場原理至上主義に基づく金融システムの安定化論そのものに対する根本的な疑問を呼び起こすものである。市場規律に基づく金融システムの安定化と健全化の強化が図られた直後にバブルが発生し、金融危機が勃発しているということは、金融機関が市場原理に基づく「経営の健全性」を維持している基礎上で、不可避免的に金融システムが不安定化することを意味しているからである。それ故、バブルの発生と金融危機の不可避性は、市場原理を逸脱したところではなくて、まずもって市場原理の基礎上で解明されなければならないのである。他方、わが国のバブル研究のなかで大きな影響力を持っている研究方向であるが、「バブル・マネー」がいかんにして発生したのか、という立場からの問題接近がある。そこでは、日銀の低金利政策や、「プラザ合意」以降の 1986 年 3 月を転機と</p>			

する日銀の円売りドル買い介入やまたはインパクト・ローンの急増などによって「過剰流動性」が発生したことが強調されている。しかしながら、仮に「バブル・マネー」の発生が首尾よく説けたとしても、これはマネーサプライの増大に起因するインフレーションの論理であり、バブル発生論ではない。バブルは一般物価が安定しているもとの、資産価格（土地、株式等）だけが異様に高騰する現象だからである。したがって、バブル発生メカニズムを究明するためには金融機関の貸出行動にまで立ち入った分析が不可欠なのである。

市場規律に基づいて金融機関が新たなリスクテイクを行う際には、まずリスク管理体制を確立し、「安全性と健全性」に配慮した **sound banking** を旨とする行動様式を通じて実現される（**banker** と **speculator** との違い）。その際のキーワードは、「流動性 **liquidity**」と「支払能力 **solvency**」であり、流動性危機に対応するために不断にポートフォリオの流動性を維持すると同時に、債務超過に対処するために支払能力を強化し、自己資本の充実を図ることが不可欠である。しかし、ポートフォリオの流動化は各国の異なる金融市場の構造や同一の国でもその市場の発達段階の相違によって規定されており、それ故にまた、ポートフォリオの流動化機構と支払能力の充実を担保する制度も多様である。したがって、金融の自由化・規制緩和によって金融システムが変貌していく中で、各国の金融機関のリスク管理体制はどのように変容し、銀行・金融機関はポートフォリオの円滑な流動化と債務超過に対処する能力の強化をいかにして達成しようとしたのか、そしてまた経営の「健全性」が追及される中で、何故、金融システムが不安定化することになったのかが改めて問われなければならないのである。本書は、上記の課題に応えるために、金融の自由化・規制緩和が推し進められた英・日・米の各国において勃発した主要な金融危機を取り上げ、金融システムの変貌に対応した各国の銀行・金融機関のリスク管理体制がどのように変容したのか、そしてまた、その経営の「健全性」を実現しようとする銀行・金融機関の行動様式が、何故、バブルの発生とその崩壊・金融危機を惹き起こし、金融システムを不安定化させていくこととなったのか、を検討しようとしている。それは、バブルと金融危機を現実化させた具体的なメカニズムを明らかにすることを通じて、それらを通底している金融システムを不安定化させる固有の論理を究明するための一つの試みに他ならない。

II イギリスの金融市場改革と **Secondary Banking Crisis**

イギリスでは 1971 年 9 月「競争と信用調節 **Competition and Credit Control**」（**CCC**）と呼ばれる、新しい画期的な金融調節方式が導入され、金融の自由化・規制緩和が開始された。ところがその直後、不動産バブルの発生とその破綻から 1973 年末に **Secondary Banking Crisis** と呼ばれる金融危機が発生した。金融の自由化が進む過程で金融システムが非常に不安定化したのである。それは、**CCC** による市場統合が進む過程で、伝統的な短期金融市場と自由金利体系の並行市場との間で大規模な金利裁定取引が生み出され、並行市場の急激な拡大が引き起こされたからである。（第一の金利裁定取引は 72 年 6 月のポンド危機を契機として、第二の金利裁定取引は、72 年 10 月にバンク・

レートが MLR に置き換えたために発生した、金利構造の深刻な歪みを契機として引き起こされた。)そして、CCC 後インターバンク市場も急速に拡大したのであるが、その厚みを増した市場の基礎上で新たに secondary banks が跳梁することとなった。secondary banks の経営原理は、預金銀行のそれとは異なり、「マッチング」であり、バランス・シートの両側で生ずる満期構造のギャップを埋め合わせ、円滑なマッチングを可能としたのがインターバンク市場であった。それ故、secondary banks にとっては「彼らの資産の流動性は二次的な重要性」しか持たなかったものであり、このことは、流動性の高い適格準備資産の保有を義務付けることによって、金融機関の与信行動をコントロールしようとした CCC による規制は、当初から深刻な矛盾を内包するものであったのである。

イギリスにおいて広く普及している商業用不動産の開発金融方式は、不動産・開発業者が新規の不動産開発を行う際には銀行から 2~3 年程度の短期的な融資を受けて用地整備と建設を行い、そして建設物が完成した際には、保険会社や年金基金のような機関投資家の長期投資に置き換える、というものであった。ところが、70 年代初頭の不動産ブームの末期にこのような不動産開発金融様式に顕著な変調が現れた。インフレによる建設コストの高騰や金利負担の急増、更にまた、賃貸料の上昇率の鈍化を反映した不動産価格の低下に挟撃されて、不動産・開発業者は収益の減少と資金繰りの悪化を余儀なくされ、銀行への短期資金の借入れ依存度を急速に増大させることとなった。他方、長期的な見通しを斟酌しつつ投資行動を決定する機関投資家の投資行動は、不動産市場の一時的な変動によって大きな影響を受けることは少なかった。その結果、不動産・開発業者は、一定の建設期間を経た後に供給される完成建設物の加速度的増大に対応して急増する長期資金の手当てをすることが困難に陥ったが、この中長期的な融資を代替したのが他でもない secondary banks であった。

収益性の増大を図るために意識的に「ミスマッチ」を造成しがちであった secondary banks は、このような不動産・開発会社の長期資金需要の増大に対して、インターバンク市場から資金を調達することができる限り、短期資金の借換えによって中長期資金需要に代えていったのである。しかしながらこのことは、他面では、不動産・開発会社がブーム末期の市場の供給過剰化傾向に直面して、不動産価格を支持するために secondary banks からの借入れに大幅に依存して市場の崩落を阻止しようとしていたことを意味しており、このような状況下の不動産市場の持続可能性は、secondary banks の信用拡張能力の限度に決定的に依存するものとなったのである。

1973 年初頭以降、不動産市場では供給過剰化傾向が顕在化していたが、73 年央に大きな転機が訪れた。イングランド銀行は加速化するインフレを抑制するために厳しい金融引き締め措置を取ることを余儀なくされ、7 月 20 日には MLR を 7.5% から 9% へ、更に一週間後の 27 日には 11.5% へと立て続けに引き上げると同時に、この間に特別預金の追加徴求も行われた。このような一連の金融引き締め政策の強化は、インターバンク・レートの急騰を引き起こし、secondary banks の資金調達コストと貸付金利を引き上げることとなった。それは、資金繰りに苦慮していた不動産業者を一層苦境に陥れただけではなく、意識的に「短期調達・長期運用」のミスマッチ・ポジションを取っていた secondary banks 自身のバランス・シートをも急速に悪化させたのである。しかしながら、73 年夏の一連の引き締め政策の強化にも関わらず、一方では、資金繰りの悪化した不動産・開発業者から

はかえって強い資金需要が発生したし、他方では、再び「メリーゴーランド」が現出したために、マネーサプライの増勢は一向に衰えず、物価上昇も沈静化の兆しを全く見せなかったのである。加えて10月には石油危機が勃発し、需要抑制策が強化されたことから、イングランド銀行はもう一段の引き締め政策を余儀なくされた。こうして11月13日にMLRは13%に引き上げられ——これは「明らかに恐慌レート」である——、「特別預金」も4%から6%へと引き上げられた。更に、イングランド銀行は12月17日に至って、「補足的特別預金制度」（通称「コルセット」）を導入し、決定的な追い打ちをかけることとなった。これは銀行の預金増加率が一定の限度を超えて増加する場合、限界的な与信コストを累進的に引き上げることから明らかのように、銀行の貸出しを抑制するために導入された量的規制ともいえるべきものであった。イングランド銀行は、このようにCCCの標榜してきた自由で競争的な市場メカニズムを活用したマネーサプライのコントロールといった建前を放棄し、むしろ直接的な規制によってマネーサプライの増勢を強制的に抑制したのである。これまで、不動産市場がかろうじてその崩壊を回避することができたのは、secondary banksが信用の拡張によって不動産・開発業者の支払手段需要の増大に応えることが可能であったからである。ところが、「コルセット」の発表と同時に、交換所加盟銀行もベース・レートを並行市場金利に連動して弾力的に決定することを公表し、「メリーゴーランド」取引が制限されることとなった。その結果、不動産・開発業者はもはやこれまでのようにsecondary banksから必要とする支払決済手段の入手が困難となれば、債務返済のための不動産の強制売却を余儀なくされることは明らかであろう。そして、不動産市場の崩壊とともに不動産・開発業者の経営破綻が相次いで現れると、これまで大量の不動産向け貸出しを行っていたsecondary banksは、資金回収が困難に陥り、多額の不良債権を抱え込まざるをえなくなったのである。ここにきて危機はsecondary banks全体に対する信認の動揺という事態に発展しただけではなく、secondary banksに対する貸出債権を抱える商業銀行にまで経営不安が波及し、広範な信用不安へと拡大してSecondary Banking Crisisが勃発したのである。

このようにSecondary Banking Crisisは、金融の自由化・規制緩和と市場改革が推し進められる過程で、CCCによる新たな市場規律が課されたにもかかわらず、かえって交換所加盟銀行の信用膨張とインターバンク市場の肥大化が惹起され、その基礎上でsecondary banksが跳梁することによって生じた金融危機であった。しかもsecondary banksが不動産融資を拡大し、その結果バブルを惹起することになったのは、「経営の健全性」を逸脱した野放図な融資を行ったからではなくて、むしろ、CCCによって規律づけられた高い「流動性」をもつインターバンク預金の保有を堅持し、「経営の健全性」を維持していくなかで実現されたのである。このことは、バブルの発生と金融危機は決して偶発的・例外的な経済現象ではなくて、金融市場が変貌していくなかでプルーデンス政策と市場規律に強制されながら、個別銀行資本の「流動性」の確保と支払能力の拡充を目指すそれ自体としては「健全」な銀行・金融機関の行動様式が、かえって総体

としての金融システムの不安定性を惹起するという、市場経済固有の転倒性を現わすものに他ならない、と言わねばならないのである。

Ⅲ わが国のバブル発生の金融メカニズム

バブルが惹き起こされた1980年代半ばというのは、「金融の自由化」を急速に推し進めた「二つのコクサイ化」によって特徴づけられる局面であった。1984年の日米円ドル委員会開催を画期としてその方向性が明確にされたわが国の「金融の自由化・国際化」は、ME技術革新に基づく情報・通信ネットワーク化と相俟って、企業の本社機能や情報・財務・金融部門の東京集中と銀行・証券会社を中心とする外国企業の日本進出を促した。このため東京都心部のオフィスビルや商業地に対する実需が急増し、その結果、地価高騰はまず1983・4年頃から東京都心部の商業地から始まり、その後それは周辺部へと跛行的に波及していった。これに対して、銀行もまた「大企業の銀行離れ」が進んでいるもとの、不動産取引の活発化に伴う資金需要の増大に対応してその融資姿勢を積極化させ、新たな貸出市場を開拓しようとする誘因に駆り立てられたとしても何ら不思議なことはなかった。しかしながら、不動産関連融資を実行するためには、価格・流動性・信用リスク等多様なリスクが存在しているために、これまで以上にリスク管理体制を強化することが不可欠であった。そして、実は「金融の自由化・国債化」がこの問題と深く関わっていた。

「石油危機」を契機として勃発した1974・75年大不況は、わが国の国債問題において新たな局面を画する転機となった。赤字国債を含む国債の大量発行体制の定着である。それは、これまでの規制金利体系を維持してきた「市場隔離型」国債管理制度を掘り崩し、政府・日銀に新たな国債の流動化政策を迫ることになった。その結果、1983年4月の銀行による国債の窓口販売の開始を起点とし、85年6月のいわゆる「フル・ディーリング」の開始を画期として、国債流通市場の様相は激変することとなった。「金融の自由化」を推し進めていった国債流通市場は、一方では、銀行・金融機関にとって新たな資金運用市場として積極的に活用されるようになると同時に、他方では、資金調達市場としても金融機関の資金ポジションの変動に直ちに対応して、いつでも流動性を容易に調達できる機動性のある新たな市場として機能していくようになったのである。1984年6月にバンク・ディーリングが開始されて以降、国債売買高は異常なまでに急膨張したが、それは国債流通市場の次のような構造変化を反映したものであった。まず第一に、国債大量売買の担い手は「債券ディーラー」（証券会社および銀行の「商品有価証券勘定」）が抜きん出た地位を占めるようになったことである。第二に、国債取引の内容を銘柄別にみても、いわゆる「指標銘柄」と呼ばれる特定銘柄に極端に偏った売買取引が行われていることである。第三の変化は、とりわけ業者間市場においては指標銘柄に売買が集中したので、その売買回転率

主 論 文 要 旨

は異常とも思える上昇を示した。87年4月には利付89回債の売買回転率は43.6にも達した。それは、債券ディーラーの利付89回債の平均在庫保有期間は、わずか0.69日であることを意味していた。とすれば、一体何故、銀行は流動性の高い指標銘柄と呼ばれる国債の大量保有とその回転売買取引にこだわり続けたのか、そしてまた、それは銀行経営にとって如何なる意義を有していたのか、が改めて問い直されなければならないのである。

公社債流通市場の最大の特徴は、取引所での売買が中心となっている株式市場とは異なり、銘柄、取引量、課税方法、取引形態が多様であるため、公社債売買の圧倒的な部分がディーラー中心の店頭取引で行われていることである。債券ディーラーは円滑な取引を行うためには、在庫の過不足を調整する業者間（インター・ディーラー）市場に依存せざるを得ないが、そこでは売買の出会いがつかまで保有在庫のファイナンス・コストが必要とされるだけではなく、その間の相場変動に伴うリスクに晒されることになる。そこで債券ディーラーは、一方では、取引コストを削減するために容易に出会いがとれる銘柄を選択し、この銘柄の売買で在庫調節を行うと同時に、他方では、保有債券の価格変動リスクを回避するために、いつでも市場で容易に転売できる流動性に高い銘柄の国債を保有することによってリスク管理を行おうとする。そしてその際、債券ディーラーが選択する銘柄が指標銘柄なのである。こうして、銀行ディーラーが業者間市場の重要な構成員となり、銀行がその市場取引に内部化されることによって銀行はそのポジションを機動的に管理することが可能となるために、国債流通市場は「より効率的な支払い決済の流れを生み出す流動性創造機能」を新たに創出することとなった。その結果、銀行はこの市場の「流動性創造機能」によって創出された、指標銘柄の保有とその短期的な回転売買を通じて流動性を確保し、予期せぬ流動性不足が生じた際にも機動的に資金ポジションの改善を図り、円滑な支払い決済のために必要な流動性を供給し、信用を創造していく能力を格段に強化していくことができるようになったのである。

このように銀行は「流動性危機」に対する対応力を格段に強化したのであるが、「経営の健全性」を維持していくうえで更に解決しておかなければならない問題が存在している。それは、銀行ディーラーは指標銘柄に偏った買持ちポジションを造成しがちであるため、金利が急騰するとたちどころに債券価格が下落し、流動性の毀損が生ずることがあるからである。それ故、銀行は「経営の健全性」を維持するために、流動性が毀損した場合にも、支払能力を最終的に担保する「自己資本の充実」を促すうえで有効な施策を取ることを強く求められた。このような措置の代表的なものが「自己資本比率規制」である。ところが、1988年7月のバーゼル合意（米英両国はすでに87年1月にBIS銀行規制委員会に対して「自己資本比率規制に関する共同提案」を提出し、それがその後のバーゼル合意の基本となっていく）によって成立した「自己資本比率規制」は、収益性が低いために流動性の高い資産の保有が忌避されることを避けるために、銀行の保有

資産のリスク・ウェイトを斟酌したリスク・アセット・レシオ方式を採用していた。それによれば、自国の中央政府、中央銀行向け債権のリスク・ウェイトは0%とされているので、国債をどれだけ保有していたとしても、自己資本比率の算定上は分母の資産項目には一切計上されないで、自己資本を一定とすれば、資産総額に占める国債保有が相対的に多くなるほど自己資本比率は高くなるのである。したがって、銀行にとって国債を保有・積み増すことは、その短期的な回転売買を通じる流動性の確保を意味するだけではなく、自己資本比率の上昇を通じる「自己資本の充実」・支払い能力の充実を実現するものとみなされ、それ故に、それは二重の意味で「銀行経営の健全性」を維持・強化する役割を演じていくものと考えられたのである。

ところが、一旦こうして「銀行経営の健全性」が維持・強化され、経営破綻を回避する力が増大してくるとみなされるようになると、今度はそれだけ一層リスクの大きな長期運用の収益資産をも取得することが可能となる。換言すれば、リスク管理体制の強化が、かえって安易な信用拡張とより大きなリスクテークを誘発し、新たな「モラル・ハザード」を惹起していく現実的槓桿として機能していくこととなったとしても何ら不思議なことはなかったのである。それ故、銀行は、通常指摘されるように、その経営原則を逸脱することによってバブルを惹起したのではなくて、むしろ逆に、「経営の健全性」を維持していくなかでリスク・テッキングな行動を大規模に展開していくことが可能となった結果、バブルが生じた、というべきなのである。

IV アメリカの金融自由化・証券化と S&L 危機

アメリカの住宅金融の担い手は、1980 年代初頭までは伝統的に貯蓄貸付組合 (Savings and Loan Association, S&L) を中心とする貯蓄金融機関が卓越した地位を占めていた。S&L のバランス・シートは比較的短期で小口の貯蓄性預金勘定を開設し、資産面では圧倒的に長期・固定金利の住宅モーゲージ・ローンで運用するというものであった。したがって、このような資産・負債構造から、S&L は期間ミスマッチのために常に流動性リスクや金利リスクにさらされていた。そのため、第二次オイルショックを契機とした激しいインフレとそれに伴う金利の急騰によって S&L の預貸金利は逆転に陥り、1979～82 年に第一次 S&L 危機が発生した。この危機に対して S&L が展開した新たな行動様式は、モーゲージ・ポートフォリオを再構築し、長期・固定金利のモーゲージ・ローンに代わって、変動金利モーゲージ (ARM) の導入とモーゲージ担保証券 (MBS) の保有割合を増大させるというものであった。ARM は金利リスクを借り手に転嫁するのに対して、MBS そのものは収益の改善に直接寄与するものではないが、しかしながら、証券形態でのモーゲージには大きな利点が存在していた。まず第一に、住宅モーゲージ市場が資本市場に統合され、多様なリスク選好を有する新たな投資家層を開拓し、住宅モーゲージに対する融資基盤を拡大強化したことである。第二に、S&L はこれらの証券を資金「借入目的の担保として利用でき

る」ことである。それ故、S&Lは資本市場だけではなく、MBSを「RP契約を結ぶ際に利用」したり、また「CPの発行に際しては、担保として利用する」ことによって、短期金融市場からも新規の資本を獲得するための新たな調達手段を取得したのである。MBSの第三の利点は、「その高い流動性」にある。それ故、常に流動性リスクや金利リスクに晒されているS&LがMBSを用いてそれらのリスクをヘッジし、その脆弱な財務構造からの脱却を可能とするものであった。それだけではない。S&Lの保有するモーゲージ・ローンがMBSの形態で容易に転売されると、それはS&Lのバランス・シートから消滅するので、自己資本比率の改善にも資するところが大きかったのである。そして、これらの機能の機動的な運用は、ひとえにモーゲージ流通市場の発達に決定的に依存していた。

政府は、60年代後半以降インフレとデスインターミディエーションによって苦境に陥ったS&Lに対して、アメリカ型福祉国家政策の中核をなす住宅政策を再建するために、政府関連機関の抜本的改革と公的住宅金融システムの機構改革を断行し、その基礎上で住宅モーゲージの証券化政策を導入した。住宅モーゲージの証券化政策とは、S&L等が保有する住宅モーゲージをプールして、これを基に新たなモーゲージ担保証券(MBS)を発行し、これにFNMA等の政府支援機関(GSE)の元利支払保証を付けることによって流動性の高い証券を創出し、多様な民間投資家の資金を住宅モーゲージ市場に導入しようとするものである。そして、種々のイノベーションを通じて1983年6月には、優先劣後の構造を持ち、GSEの保証が付いたパス・スルー証券そのものを担保に組み入れて「再証券化」されたCMOが発行された。「期限前償還リスク」を分散・軽減し、暗黙の政府保証があるGSEの支持のもとで「安全性」と「流動性」を格段に高めた高度な仕組み債であるCMOは急増した。こうしてモーゲージ証券化機構の構築を通じて、新たにモーゲージ流通市場の「流動性創造機能」が生み出されると、S&Lはそれを活用して自らの「流動性ポジションを管理」しつつ、CMOの発行やMBSを担保としてCP市場・RP市場から調達した市場性資金を、商業用不動産融資をはじめとする「非伝統的な資産」で運用し、レバレッジを高めて高い投資収益率を実現していった。したがって、ここにおいては、S&LによってMBSを利用したり、CMOの発行を通じて拡張される信用取引は、預金とその支払決済業務を通じて信用創造を行う商業銀行とは全く異なる形態で、独自の信用拡張機能が現実化したのである。

「証券の証券化」を基軸とする信用拡張である。これらの意味するものは、しばしば巷間に伝えられるように、S&Lの行動様式は「安全性と健全性に無頓着」であったために野放図な経営が展開された、というものとは全く異なるであろう。そうではなくて、S&Lはモーゲージ流通市場の発達によって生み出された新たな「流動性創造機能」の獲得を槓桿として、自己資本比率の向上と流動性に配慮した「サウンド・バンキング」を実現していくなかで、そのリスク管理能力を飛躍的に向上させた結果、活発な収益資産・リスク資産の取得が可能となったということに他なら

ないのである。

第二次オイルショックによる石油開発ブームや1981年の商業用不動産投資に対する実質的な租税優遇措置を実施した「経済再建税制、ERTA」の制定を契機として、多くの不動産開発プロジェクトが、とりわけ南西部（アリゾナ、テキサス、カリフォルニアの諸州）において推進され、不動産ブームが惹き起こされた。80年代初頭の一連の規制緩和によって、非伝統的な商業用不動産融資業務を認可されたS&Lは、「流動性ポジションを管理する能力」の強化を背景としてブームに沸く不動産市場に積極的に関与し、87年に至るまで商業用不動産融資を一貫して拡大させていった。市況は過熱化して不動産バブルの様相を呈するようになったが、そのような局面は長くは続かず、やがて不動産市場の供給過剰化現象が現れるようになる。80年代の不動産市場建設循環を特徴づけたものは、オフィスビル建設が縮小に転じてオフィス市場の需給ギャップも緩和しているにもかかわらず、前例のない高水準の「異常な空室率」が90年代初頭に至るまで持続したことであった。不動産市場で「過剰建設」が表面化し、オフィスビル建設が縮小しているにもかかわらず、何故、商業用不動産市場に資金が流入し、「異常な空室率」が存続し続けたのかについては、例えば、機関投資家の「分散化」投資という点から、この問題を論じようとする見解がある（P.H.Hendershott & E.J.Kane）。しかしながら、「異常な空室率」の存続によって賃貸料収入が減少しているために商業用モーゲージの利回りも低下傾向にあり、しかも86年以降、財務省証券とのスプレッドも急速に縮小していた。このことは、すでに深刻な「過剰建設」が表面化している不動産市場に流入した資金は、機関投資家の投資行動のように、新たな収益機会を求めて投入された投資資金ではないことを意味している。したがってまた、この時期に不動産市場に投資するためにS&Lをはじめとする金融機関に対して殺到した資金需要も、新規投資のための購買手段に対する需要では決してなかったのである。S&Lはこの時期に商業用不動産市場に対して「建設・土地開発融資」を急増させ、1987・88年には86年に比して一挙に2.5倍もの信用拡張を記録したが、それはオフィスビルの新規建設や土地開発投資のための資金需要ではなくて、「既存の信用のロールオーバー」であり、オフィスビルやその他の商業用不動産に対する既存の融資の借換えによる返済期限の繰り延べに他ならなかったのである。それ故、これらのことは、不動産市場での「過剰建設」によって、投下資金の円滑な回収と借入資金の順調な返済が困難となった建設・開発業者が、S&Lを中心とする金融機関から、「ロールオーバー」を取り付けることによって、満期となった債務の返済を繰り延べてオフィスビルやその他の商業用不動産の強制売却を回避し、「異常な空室率」を抱える不動産市場の崩落を必死に阻止しようとしている姿を現していたのである。かくして、この時期の商業用不動産市場の持続可能性は、S&Lを中心とする金融機関の信用拡張能力の限度に決定的に依存することとなったのである。

これに対して、S&Lに支払手段需要が殺到してくると、S&Lがどこまでそれに応じて信用

主 論 文 要 旨

を拡張することができるのかは、融資の拡大に起因する流動性リスクや信用リスクの増大に対応して、どこまで流動性を調整しつつ自己資本比率に斟酌した効率的なポートフォリオを再構築していくことができるのかに懸かっている。そこで、S&Lはリスクテイク能力を強化するために、商業用不動産融資を拡大したまさにその時に、同時に、必要な際にはモーゲージ流通市場ですばやく流動性を獲得することができるMBSへの投資やモーゲージ・スワップ取引を拡大することによって、自らのポートフォリオの流動性を維持・調整していったのである。それ故、これらのことは、世上に広く流布している見解に見られるごとく、S&Lは「安全性と健全性に無頓着」であったがために、銀行経営の原則を踏み外してハイリスク・ハイリターンを追求するあまり、偶発的にバブルを惹き起こし、それを激化したというものでは決してない。そうではなくて、S&Lは発達したモーゲージ流通市場に依存して絶えず流動性を調整しつつ、自らの「経営の健全性」を維持していくなかで不動産バブルの存続を支えていったのである。しかしながら、このことは、同時に他面では、S&Lの財務内容を急速に悪化させていくこととなった。それは、S&Lが、不良債権の表面化を避けようとする建設・開発業者の「ロールオーバー」の要求に応じると、そのことが却ってモーゲージ・ローンの支払の延滞と不良債権を増大させ、その結果、貸倒引当金を積増すことによって更に収益が悪化するという、悪循環に見舞われたからである。このような状況下でさらに信用供与の持続・拡大を求められたS&Lは、CDの発行等の市場性資金への依存を拡大・強化せざるをえなくなったが、不動産市場の供給過剰を反映して貸付資金の円滑な返済還流が遅滞しているもとでは、それは市場金利の急騰を引き起こしたために、1988年春から89年夏にかけて貨幣市場は急速に逼迫し、S&Lを直撃していくこととなった。その結果、S&Lはいわば「最後の貸手」ともいべき連邦住宅貸付銀行(FHLBank)への依存を余儀なくされたが、しかしながら、この局面では連邦預金保険制度の抱える矛盾が一举に表面化することとなった。

アメリカの連邦住宅貸付銀行制度は、その上部機関である連邦住宅貸付銀行理事会(FHLBB)の傘下に、S&Lへの融資・支援を行う12地区のFHLBanksと、S&Lを対象とした預金保険基金を運営し、預金者保護を目的としてS&Lの規制・監督を行う連邦貯蓄貸付保険公社(FSLIC)が存在している。ところが、危急時には金融システムの安定化を至上命題として、貯蓄金融機関の破綻とその連鎖の波及を阻止すべくS&Lに対していわば「最後の貸手」として融資・支援を行う傾向が強くなるという「利益相反」問題が内包されていた。そのため、このような局面におけるFHLBBの住宅金融システムの安定化策は、多数のS&Lが破綻始めると貯蓄金融機関の破綻処理コストの急増をもたらさざるをえず、ついにFSLICの保険基金準備金を枯渇させるという事態を招くこととなったのである。その結果、1988年にはFSLIC自身が750億ドルの債務超過に陥り、ついには預金保険機関そのものの機能停止という事態に追い込まれたのである。か

くして、もはや FSLIC は「最後の貸手」としての役割を果たすことができなくなった。ここに S&L 危機は最も深刻な局面に達したのである。

V 「サブプライム金融危機」と Shadow Banking System

アメリカで「サブプライム金融危機」を牽引していった Shadow Banking System は、投資銀行と大手商業銀行がその仕組みをマネジメントした二つのものがある。投資銀行はトライパーティ・レポ市場・バイラテラル・レポ市場それぞれにおいて固有のメカニズムを通じて信用を膨張させていった。とりわけ 2004 年以降、大手投資銀行のレバレッジ比率は急速に上昇した。そこには、これまでの「ネット・キャピタル・ルール」に代わって、CSE プログラムが策定・施行されたことが大きく関わっていた。しかしそれは、投資銀行が「市場規律」を逸脱したからではなくて、当局の監督・規制の下で「市場規律」を遵守し、「健全な経営」を維持していく中で惹き起こされた事態に他ならなかった。他方、大手商業銀行の簿外投資ヴィークルも、ABCP 市場を通じて証券化商品のリ・ハイポセクションと再証券化を通じて自立的な信用膨張を実現していった。そこで組成された CDO は「バランスシート型 CDOs」から「裁定型 CDOs」へと転化していくと、より金利感応的なものとなった。そのため長短金利スプレッドが縮小していくと、投資ヴィークルは自らのスプレッド収益の増大を実現していくために、より大きなキャッシュ・フローを生み出す裏付け資産を組み入れた、それ故にまた、リスクのより大きな仕組み債を組成していった。実際、アメリカにおけるサブプライム・ローンのオリジネーションとその証券化は、長短金利スプレッドが縮小していく 2004~06 年に急増し、その増大したサブプライム MBS を組み入れた CDO の組成が盛んに行われていくことになったのである。

2001 年以降、FRB は大胆な金融緩和措置を取った結果、未曾有の住宅ブームが生み出されたが、2004 年 6 月に引き締め政策に転じると、住宅市場は新たな局面を迎えることとなった。サブプライム証券化商品の時価評価損が惹き起こした最初の衝撃が 07 年 8 月の「パリバ・ショック」であり、その後 08 年 3 月にベアースターンズが破綻申請に追い込まれた。FRB はベアースターンズ危機を契機として、預金銀行以外に対しても「最後の貸手」として機能することになった。更に、08 年 7 月には GSE の経営危機が表面化した。GSE が直接的な買取り・保証の対象としているのは、サブプライム・ローンではなくて、プライム・ローンであり、GSE 基準に「適合」している信用力の高いコンフォーミング・ローンである。また、両社が保有しているのは一次証券化商品の MBS であって、民間金融機関が巨額の評価損を計上した二次証券化商品である CDO や CDS ではない。それ故、GSE の経営危機はサブプライム・ローンやその関連証券化商品の時価評価損に起因する民間金融機関の損失とはその性質を全く異にするものであった。それは、住宅市場の供給過剰化傾向の顕在化によって全米規模で住宅価格が下落し、融資資金の返済

還流が困難となったことに起因していたのである。したがって、両 GSE が直面しているのは「流動性危機」ではなく、「支払能力危機」の問題であった。そして、その基礎上で「リーマン・ショック」が生じたのである。その直後、更に MMF 市場で取付けが発生したために、レポ市場・CP 市場の縮小により、Shadow Banking System が崩壊の淵に立たされた。したがって、その後の FRB の流動性危機対策は専ら CP 市場を中心に行われ、Shadow Banking System をささえていくこととなった。

「サブプライム金融危機」は、Shadow Banking 主体の証券化機構を通じたリスク管理体制の強化そのものがかえって信用膨張を加速化させ、リスク資産の取得を拡大させた結果惹き起こされた金融危機であったのである。

VI むすび

社会的な公共財である金融制度は、各国の歴史・文化・伝統・慣習を反映して多様なものでありうるが、しかし、それは専ら利潤追求の手段としてではなく、一つの社会的な基準に従って安定した管理・運営が行われなければならない。それ故、この金融制度の中核を担い、「健全な経営」を求められている金融機関は、投機師とは異なり、市場規律に即した合理的な経営を行い、市場の特性に応じた固有の形態でリスク管理を実行しつつ経営の健全性を堅持しなければならないのである。その際、通常、金融機関経営の健全性を現わす社会的基準として指摘される指標が、流動性不足・流動性危機に陥った際にも素早く対応できるようなポートフォリオの流動性と、債務超過に陥った際にもそれを吸収することが可能な充実した支払い能力である。そしてそれは、金融の自由化・規制緩和政策による金融市場改革が行われると、従来の監督当局による直接的な規制から、市場メカニズムを活用した市場規律に基づいて行われるようになった。

すでに検討したように、各国において課された流動性規制・規範は市場の流動化機構の円滑さに決定的に依存しており、しかもその市場は各国において異なるので、流動性の調達手法は多様であった。更にまた銀行・金融機関は、支払い能力を充実させるためにそれぞれの国で規制上設定された必要支払準備率や必要自己資本比率を遵守し「経営の健全性」を維持していった。そして、それぞれ固有のリスク管理体制を構築した後に、はじめて新たな収益機会を巡って活発なリスクテイクを実現することができるようになったのである。それは、しばしば巷間に伝えられるごとく、バブルの発生と金融危機は銀行・金融機関の市場規律を逸脱した投機的で野放図な行動様式の結果惹き起こされた、とする見解とは全く異なるものであった。

ところがこれに対して、今日の支配的な問題分析の方向性というのは、金融のグローバル化と規制緩和が進められ、各国の金融システムも構造変化を余儀なくされると、従来の規制・監督体制が適切に対応できなくなったために金融危機が惹き起こされたとして、新たな規制・監督体制

の整備・再構築が模索されている。あるいは又、そこでも規制・監督機関による人為的な監督機能よりも、市場規律に基づく規制のほうがはるかに効率的であるとして、その重要性を強調する見解も依然として根強いものがある。しかしながら、すでに検討してきたように、金融機関が過度なリスクテークを行い、金融システムを不安定化させたのは、たまたまリスク管理に失敗したからではなくて、むしろ市場規律に基づく「経営の健全性」を維持していく基礎上で初めて現実化した現象であった。それだけではない。金融機関のリスク管理体制の強化そのものがかえって過度な信用膨張を生み出し、更なるリスクテークの拡大を促進して金融システムを不安定化させていったのである。

更にまた、規制の軽重の存在がかえってリスクテークの偏在を招き、金融システムを不安定化させていくとする見解もある。そして、それを改善し金融危機の再発を防ぐためには、構造変化を起こしている金融システムに対応した新たなプルーデンス政策が必要であるとして、一層精緻で複雑な規制改革を求める議論も行われている。しかしながら、融資先を見出すことができない過剰な資金が銀行・金融機関に大量に蓄積されているもとは、新たな規制改革が行われたとしても、銀行・金融機関はレギュラトリー・アービトラージを活発化させ、リスクテークを拡大させていくことは自明のことである。したがって、我々が直面している課題は、「レギュラトリー・アービトラージと規制とのいたちごっこのバランス」を取るための諸方策を講ずる段階から、このような際限のない「いたちごっこ」そのものを止揚するための根本的な方途を、新たな歴史的地平に立って検討することが求められていること、このことを銘記すべきであろう。