

金融システムの不安定性と金融危機

— 日米英のバブルの発生と崩壊 —

清 水 正 昭

- 序 章 グローバル経済下の貨幣資本の蓄積
 - 第 1 節 経済のグローバル化と「生産と消費の矛盾」
 - 第 2 節 貨幣資本の過剰蓄積と金融機関の行動様式
- 第 1 章 イギリスの金融市場改革と **Secondary Banking Crisis**
 - はじめに 問題の所在
 - 第 1 節 ロンドン金融市場の変貌と CCC による市場改革
 - 第 2 節 CCC のもとでの信用膨張メカニズム
 - 第 3 節 CCC と不動産バブルの発生
 - 第 4 節 **Secondary Banking Crisis** の勃発
 - むすび
- 第 2 章 わが国のバブル発生の金融メカニズム
 - はじめに 問題の所在
 - 第 1 節 バブルの発生をめぐる従来の諸議論
 - 第 2 節 国債の大量発行と金融市場の変貌
 - 第 3 節 国債の流動化とバンク・ディーリング
 - 第 4 節 「流動性創造機構」の創出とバブルの発生
 - 補 節 バブルと中央銀行
 - むすび
- 第 3 章 アメリカの金融自由化・証券化と **S&L 危機**
 - はじめに 問題の所在
 - 第 1 節 第一次 **S&L 危機**と金融市場改革
 - 第 2 節 モーゲージ流通市場の発達と流動性の創造
 - 第 3 節 1981 年レーガン税制改革と不動産バブル
 - 第 4 節 第二次 **S&L 危機**の勃発
 - むすび
- 第 4 章 サブプライム金融危機と **Shadow Banking System**
 - はじめに 問題の所在
 - 第 1 節 ストラクチャード・ファイナンスと **Shadow Banking System**
 - 第 2 節 投資銀行の信用膨張とレポ市場
 - 第 3 節 商業銀行の簿外投資ヴィークルと CP 市場

第4節 サブプライム金融危機の勃発

むすび

終章 金融機関の行動様式と金融システムの不安定性

第1節 金融機関経営の健全性とリスク管理

第2節 市場の規律・規制と金融システムの不安定性

序 章 グローバル経済下の貨幣資本の蓄積

第1節 経済のグローバル化と「生産と消費の矛盾」

資本制的市場経済システムは、一方では最大限の価値増殖を追求するなかで、生産諸力を無制限的に発展させる傾向を有すると同時に、他方では多くの労働者・国民大衆の消費能力を狭隘な枠内に制限しようとする傾向を、それ固有の矛盾として内包している（以下、「生産と消費の矛盾」と略記）。これは恐慌の「究極の根拠 *der letzte Grund*」と言われるものであるが、資本制的市場経済システムが直面する諸問題・諸矛盾を研究する際に重要なことは、この「生産と消費の矛盾」が、資本制生産様式のそれぞれの歴史的な発展段階において、いかなるメカニズムを通じてどのような形態で現象するのか、という本質的な問題と関連づけて究明していくことが不可欠である。

自由競争段階の資本主義においては、「生産と消費の矛盾」の累積・成熟・爆発過程は恐慌を結節点とする産業循環運動を通じて現象した。しかし、市場支配力を持つに至った巨大独占資本が成立してくると、その投資行動や独占資本主義段階の社会的総資本の蓄積過程は自由競争段階のそれとは大きく異なり、その「矛盾」は独占段階固有の「停滞化基調」を刻印していくことになった。これに対して、旧 IMF 制度が崩壊した後、信用膨張に対する歯止めを喪失した現代資本主義においては、1980年代以降、種々の資本規制と労働規制が緩和・「自由化」され、経済がグローバル化してくると、独占段階固有の現実資本の過剰と貨幣資本の慢性的過剰が同時併存していた矛盾は、地域・国家間にわたって分離・独立して現象するようになる。その結果、先進国では経済の長期停滞化基調を反映して、国内での投資部面を見出すことができない貨幣資本の慢性的な過剰に見舞われただけでなく、更に、新興国での経済成長を反映して海外の現地子会社からの本国への所得移転の増大によって、先進国国内の貨幣資本の過剰な蓄積はさらに倍加されることとなったのである。

第2節 貨幣資本の過剰蓄積と金融機関の行動様式

このような状況が生み出されると、先進国の金融機関や機関投資家・ヘッジファンドはこれを好機と捉え、金融取引を活発化させていった。しかし、新自由主義とグローバリゼーションが世界を席卷し、資本規制が緩和されて国境を越えた自由な資金移動が加速されるなかで、ひとたび新たな収益機会が生ずると、それをめぐって投機的な金融取引が一挙に活発化し、バブルの発生と崩壊が繰り返され、深刻な金融危機を幾度となく経験するようになった。

従来のバブル・金融危機研究の動向には大きく二つの流れがあるように思われる。まず第一に、国の内外を問わず圧倒的に支配的な動向であるが、そこにおいて共通している基

本的な認識は次のようなものである。金融機関経営の「健全性」は、元来、市場原理を実現する「市場規律」によって担保されるものであるが、それが適切に機能しない場合には監督当局による規制の強化によって市場環境を整備し、市場規律が効率的に機能するようにして金融機関の「経営の健全性」を維持・再建するようにすれば、金融システムは安定するという、市場原理至上主義に基づく金融システム安定化論ともいべき認識である。したがってまた、バブルの発生と金融危機に対する基本的認識に関しても、それは、金融機関が市場原理を逸脱して「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がために生じた例外的・偶発的な現象に過ぎず、金融機関に対して規制・監督を強化することによって市場規律を遵守させるならば、金融危機の再発を防ぐことができると把握されている。そして、実際これまでもこのような認識の基礎上で、「市場化」の徹底を図るために様々な金融規制改革が行われてきた。しかしながら、その後の経緯をみると、例えばバーゼル規制の相次ぐ改定に窺えるように、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・監督制度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ろう。金融の自由化・規制緩和と市場化が推し進められ、市場規律に基づく金融システムの安全性と健全性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、不可避的に金融システムが不安定化し金融危機が生ずることを意味しているからである。したがって、バブルの発生と金融危機の不可避性は、金融機関の行動様式の市場原理からの逸脱によってではなく、市場原理の基礎上で説かれなければならないのである。

これに対して、とりわけわが国のバブル経済研究のなかでみられる見解であるが、「バブル・マネー」が如何にして発生したのか、という立場から問題に接近しようとする第二の潮流がある。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」が発生しバブルが生じた、とされている。しかしながら、仮にこのような「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。

このように、バブル経済分析はいわばマクロ経済とミクロ経済の接点の問題であり、それは、新自由主義政策の下で金融の自由化・規制緩和が推し進められ、金融システムが大きく変貌していく過程で、「健全な銀行経営」を旨とする銀行・金融機関の行動様式がどのように変容し、信用膨張メカニズムは如何なる変質を遂げたのか、そしてその結果、いったい何故、いかにしてバブルの発生と金融危機が不可避となったのか、として定置され

なければならないであろう。

銀行資本も私的企業である限り、新たな収益機会を求めて新規の融資業務分野を開拓していこうとする強い動機を持っている。しかし、社会的な決済システムの中核を担い、その業務は強い公共性を有しているために「健全な銀行経営」という行動規範に従って経営すべきことを強く求められている銀行が、新たなリスク資産の取得に立ち向かう際にはリスク管理体制を構築して置くことが不可欠である。それは、ポートフォリオの多様化・流動化と債務返済能力の強化を通じて実現されることとなった。通常、「健全な銀行経営」を示す指標として挙げられるものが「流動性 liquidity」と「支払能力 solvency」であるのは、このためである。そしてポートフォリオの流動化機構は、各国の金融市場の構造によって、また同一の国においても金融市場の発達段階の相違によって根本的に規定されており、多様なのである。したがって、このようなリスク管理が強く意識されている銀行・金融機関の行動様式が、各国の金融システムが大きく変貌していく過程で、何故、バブルの発生と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。

第1章 イギリスの金融市場改革と Secondary Banking Crisis

第1節 ロンドン金融市場の変貌と CCC による市場改革

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。

ロンドン金融市場は、伝統的に短期商業金融業務を中心とする預金銀行と割引商会等によって構成されている割引市場を基軸として機能してきた。しかしながら、1950年代後半以降、従来の伝統的市場の外部に、「その他銀行」(マーチャント・バンク、イギリス系海外銀行、外国銀行在英支店等)の短期資金ポジションを調整するための短期金融市場として、地方公共団体市場、インターバンク市場、CD市場、ユーロ・ダラー市場等のいわゆる並行市場(parallel market)または第二市場(secondary market)と呼ばれる新たな金融市場が成立し、それが伝統的市場の資金取引をも凌駕するまでに発展した。この並行市場の特徴は、融資が無担保であること、「最後の貸し手」が存在しないこと、さらに自由金利市場であり、各種の規制が存在しないことであった。

このような自由で開放的な並行市場が60年代に急成長を遂げ、その後半にはユーロ・ダラー市場を中心として並行市場はさらに発達した。そして、この厚みを増した並行市場の基礎上で、新たに1967年会社法123条に基づいて設立され、貸金業者法(the Money

Lenders Acts, 1927) の適用から除外されて銀行業務を営むことを許可された、いわゆる **secondary banks** が台頭したのである。ところが、規制金利体系が維持されている伝統的市場と自由金利市場である並行市場との間では金利裁定が十全に機能しなかったために、イングランド銀行の金融政策は新たな深刻な問題に直面することとなった。

このような「金融市場における二重構造の定着による金融政策効果の減殺」という新たな事態に直面して、イングランド銀行はいつまでもこれを放置しておくわけにはいかなくなり、1971年にCCCを導入し、市場改革に乗り出したのである。その内容は、金融機関全体に対して、「最低準備比率」規制や特別預金制度を導入するとともに、預貸金金利協定や市中貸出規制等を撤廃して、各種金融機関の対等で自由な競争を促進して金融機構の効率化を図り、金融調節は直接規制ではなくて、市場メカニズムを有効に機能させることによって達成しようとする画期的なものであった。

ところが、預金銀行とは異なり、マッチングをその経営原理とする **secondary banks** 等にとっては、流動性規制を通じてすべての金融機関の信用をコントロールしていこうとするCCCの目論見は、当初から大きな矛盾を内包するものであった。そして、その矛盾はたちどころに不動産バブルの発生と **Secondary Banking Crisis** の勃発として表面化することとなった。

第2節 CCCのもとでの信用膨張メカニズム

1970年6月に成立したヒース保守党政府は、「市場原理」の復活によるイギリス経済の活性化を標榜し、政府介入の縮小と政府の費用効率の改善を唱えて登場した。しかし、60年代末からスタグフレーションの様相が現れてくる中で、1972年初頭には失業者が100万人に近づき、失業率が4%に達すると、一転して「Uターン政策」と呼ばれる成長政策が取られることとなった。1972年度予算は積極的なものとなり、蔵相名を冠した「バーバー・ブーム」と呼ばれる消費ブームが生み出されたのである。しかしながら、政府の成長刺激政策は消費ブームを惹起したけれども、活発な民間設備投資を促進したわけではなかった。むしろ、スタグフレーション下の景気刺激政策は輸入の増大とインフレを加速させ、貿易収支の悪化を引き起こしたのである。ところが、1972年6月に通貨危機が生じると、政府はこれに対して厳しい引き締め政策ではなくて、ポンドのフロート制への移行を決定し、外貨準備の制約から成長政策を解き放つことを宣言したのである。

こうして保守党政府の積極的な成長政策と相まって、CCC後、銀行貸し出しは急速に増大していった。しかし、インフレの高騰と「貸金爆発」の懸念が高まるなかで、政策はシフトし始め、「バーバー・ブーム」はようやく軌道修正されることとなった。マネーサプライの急増を抑制するために、イングランド銀行は72年10月にはバンク・レートを短期金融市場レートの変動を正しく反映するために「最低貸出レート」(MLR)に置き換え、12月以降、特別預金が徴求された。しかしながら、一旦過熱したブームは容易に収束する

ことなく、73年を通じてマネーサプライは対前年比27~28%と高い伸び率を堅持し続け、不動産「バブル」は昂進し続けたのである。そして、それは73年末に勃発した **Secondary Banking Crisis** を経て、ようやく終息に向かったのであった。

このことは、市場メカニズムを通じてマネーサプライの調節を機能的・効率的に実現することを目指した CCC が、その思惑通りには機能せず、かえって金融システムを不安定化させていったことを意味している。とすれば、CCCのもとで、何故、いかなるメカニズムを通じて容易に統制できない自立的な信用膨張が生じ、かえって金融システムを不安定化させていったのかが、改めて問い直されなければならないのである。

CCCのもとでかえって過度な信用膨張が生じたのは、基本的には金融政策発動の主たる経路として、割引市場を引き続き維持しようとした点に関わっている。イングランド銀行が金融引き締め政策に転ずると、直ちに銀行は「経営の健全性」を維持するために、貸出しを抑制して総資産を圧縮するという経営行動をとったわけではなかった。むしろ、銀行は、一方では、並行市場で調達した資金を割引市場に投じて新たな「準備資産を創造」することによって、他方では、割引市場自身（割引商会）が CCC によって増大した余資を並行市場で運用し市場を拡大したために、銀行の並行市場からの資金調達はさらに容易化されたので、銀行の信用拡張能力がかえって強化されたのである。そして、新たに獲得した銀行の信用拡張能力は、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発生した大規模な金利裁定取引を現実化させ、並行市場の急激な拡大を引き起こしたのである。（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・レートを 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。）更にまた、インターバンク市場を介して、銀行部門内部の取引関係からも同様の問題が生じた。イングランド銀行は72年11月にすべての銀行に対して特別預金を徴求し、翌月には更に特別預金預入率を対象債務の1%から3%へと引き上げた。銀行はこれに対して、最低準備資産比率の低下を是正するために、インターバンク市場から預金を取り入れて、それを割引市場でコールローンの取得のために投資することができる。とすれば、これはコールレートに比してインターバンク市場金利を上昇させるので、割引商会が過大なコールマネーをインターバンク市場に貸付けるであろう。その結果は、銀行がインターバンク市場を介して直ちに銀行に返済されるコールマネーを割引市場に貸し付けたということである。このような「メリーゴーランド」を助長することによって、かえって適格準備資産（コールローン）と負債（インターバンク市場からの借入れ）双方を増大させ、インターバンク市場の拡大とマネーサプライがさらに増大したのである。

このようなメカニズムを通じて、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** は金融仲介業務に特化した金融機関であり、その経営はインターバンク市場を通じて他行から1年以下の定期性預金を取り入れて、それを中長期の融資形態

(term loan) で運用するというものである。したがってその経営原理は、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並行市場そのものであった。

secondary banks にとっては「彼らの資産の流動性は二次的な重要性」しか持たなかったのである。それ故、これらのことは、流動性の高い適格準備資産の一定比率で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。

第3節 CCC と不動産バブルの発生

70年代初頭以降の不動産ブームのなかで、CCCのもとで固有の信用膨張メカニズムを通じて実現された、銀行による不動産融資が激増することになった。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暁には、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、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 대응していったのである。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。

第4節 Secondary Banking Crisis の勃発

CCCによって新たに secondary banks に対しても準備資産の保有が義務づけられ、流

動資産の保有比率規制が強化されたにもかかわらず、secondary banks は不動産関連融資を積極化させ、その業容を拡大していった。それは、secondary banks は必要な際にはインターバンク市場を通じて直ちに預金を取り入れ、流動資産総額を自由に変動させることができたからに他ならない。そして secondary banks は、収益性を増大するために意識的にミスマッチを造成しがちであったが、資産負債の満期構造のミスマッチによって生み出された流動性リスクの管理を強化するために、インターバンク市場への依存を一層強め、こうしたリスク管理機構を通じてさらなる信用を拡張していったのである。またインターバンク市場においても、secondary banks が銀行間預金の取入れとその貸借を活発化させたので、インターバンク市場の自立的な膨張が促された。それ故、ここには、こうして拡大したインターバンク市場の自立的膨張が、更にまた新たな secondary banks の信用拡張とリスク管理の強化を可能にする、という両者の相互促進的な関係が内包されているのである。

しかしながら、このような secondary banking system は同時に固有の不安定性を内包していた。それは、インターバンク市場では、最終資金需要者が判別しえないので、究極の安全性が必ずしも保証されていないこと、secondary banks の「準備資本処分力」はもっぱらインターバンク市場からの新たな「預金」の獲得能力に依存しているため、インターバンク市場が逼迫してくるとシステムック・リスクが著しく増大すること、更にまた、この市場には「最後の貸し手」が存在しないこと、に起因していた。そして、実際、このことは 1973 年後半に現実化することとなった。

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。72, 73 年度の成長志向型財政運営の結果、ポンドのフロート・ダウンと国際商品市況の高騰によって輸入商品価格は騰貴し、国内の物価上昇は更に加速化した。これに対して、イングランド銀行はインフレ抑制のための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締め政策の強化は、不動産・開発業者と secondary banks を二つの側面から挟撃することとなった。まず第一に、商業用不動産の開発をさらに抑制しただけではなく、住宅金融の逼迫を通じて住宅建設の拡大に対しても抑制的な作用を果たした。第二の作用は、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たことである。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・シートを急速に悪化させたのである。

しかしながら、問題はそれだけにとどまらなかった。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。こうした厳しい引き締め政策が強行された結果、その2週間後の11月26日にsecondary banksの一つであるLondon and County Securitiesの流動性危機が表面化したのである。そしてこれを契機として、12月に入ると機関投資家等のsecondary banksへの大口預金者が相次いで預金を回収すると同時に、商業銀行もsecondary banksに対する既存貸出しの更新や新規貸出しを抑制したので、secondary banksの資金繰りは更に悪化せざるをえなくなった。そして、イングランド銀行の新たな金融政策運営がこれに決定的な追い打ちをかけることとなった。

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なように、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、不動産市場がかり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・開発業者はもはや従前のように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。

むすび

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」の保有比率を堅持し、「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」な銀行行動が、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。

第2章 わが国のバブル発生の金融メカニズム

第1節 バブルの発生をめぐる従来の諸議論

わが国のバブルは、1980年代半ばの地価高騰を起点として発生し、1990年年初の株式市場の崩落を画期として崩壊したが、この間の銀行の積極的な貸出行動を可能にした条件として、「プラザ合意」後の1986年3月を転機とする日銀の外為市場でのドル買い介入の結果、マネーサプライが増大し、「過剰流動性」が発生したことを強調する有力な見解が存在している（宮崎義一『複合不況』）。

まず事実問題として確認しておくべきことは、にわかに社会の耳目を集めた東京都心部の商業地の地価高騰はすでに1983年頃から始まり、85年以降その上昇率を増大させ、86年前半にそのピークを記録していることである。このことは、日銀がドル買い介入を行い始めた86年第Ⅱ四半期以前から、すでに地価の「バブル」的高騰が生じていたことを示している。また理論的にも、通貨当局が意図すれば、外為市場介入による準備金の増大は「不胎化」されうるのである。実際この時期、日銀は為替介入によって市中に供給された円資金を「不胎化」するために、政府短期証券を積極的に売却していた（『日本経済新聞』1987年4月1日付朝刊）。更にまた、このような見解において問題となるのは、仮に何らかの契機によって銀行準備が増大し、それに基づいて信用創造が行われたとすれば、たとえそれによってインフレの発生を説くことができたとしても、バブルの発生を説明することにはならないという点である。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）だけが異常に高騰する経済現象だからである。したがって、バブルの発生を明らかにするためには、単に銀行の信用創造の可能性を指摘するだけではなくて、銀行自身による積極的なリスクテイクを可能としたこの当時の銀行の独自なリスク管理体制を検討することが不可欠なのである。

第2節 国債の大量発行と金融市場の変貌

「石油危機」を契機として勃発した1974・75年大不況は、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。

第3節 国債の流動化とバンク・ディーリング

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」が進んでいるもど、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。

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ると、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。

第4節 「流動性創造機構」の創出とバブルの発生

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く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と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もので、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イクを誘発し、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で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・テイク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。

第3章 アメリカの金融自由化・証券化と S&L 危機

第1節 第一次 S&L 危機と金融市場改革

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は組合員の住宅建築資金の積み立てと借入れの便宜を図るために生み出され、その後、永続的な住宅金融専門の金融機関へと発展していった。それ故、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1960年代後半以降、インフレが激しくなり、市場金利が上昇してくると、S&Lの預金勘定から預金が流出し、ディスインターミディエーションを引き起こすこととなった。それは更に、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の預貸金利は逆鞘に陥り、そのため S&Lの経営破綻が相次ぎ、1979～82年に第一次 S&L危機が発生した。

この危機に対する政府の対応策は、S&Lの経営基盤の強化を図るために「2つの方針に従って」進められた。それは、一方では、「規制緩和 (deregulation)」によって、資産運用面では住宅モーゲージ・ローン以外の融資の多様化を認め、負債管理に関しては、S&Lから流失した預金を還流させるために預金金利の上限規制を段階的に廃止して、市場性預金の調達を拡大することができるようにしたのである。と同時に他方では、経営危機に陥ったS&Lに再建のために必要とされる時間的猶予を与えるために「規制猶予 (regulatory forbearance)」政策が採られた。それは、一時的に自己資本規制を免除したり、様々な手法を用いて自己資本を増加させるなど、多岐にわたっている。しかし、こうした措置によって、S&Lはその最低限の法定自己資本水準を「維持」し、規制監督当局たる連邦住宅貸付銀行理事会 (FHLBB) による閉鎖・合併指導を免れて、財務的には表面上「経営の健全性」を保ち続けたまま、規制緩和によって新たに可能となった業務分野に積極的に進出していくことができるようになったのである。

1982年後半以降の金利の低下を背景として、S&Lの収益は回復に向かったとはいえ、70年代後半のそれと比べても低いものであり、依然として深刻な問題に直面していた。すでに指摘したように、S&Lの抱える基本的な問題は、規制緩和と高金利という新たな経済環境のもとで、これまでの長期・固定金利の住宅モーゲージ・ローンからなる伝統的なポートフォリオ構造を維持できなくなったことに起因していた。そこで、80年代初頭に実行された一連の規制緩和政策を背景として展開されたS&Lの新たな行動様式は、モーゲージ・ポートフォリオの再構築であった。それは、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ことを通じて実現された。ARMはそのポートフォリオ収益の利子率感応度を高めたものであるが、これによってS&Lは金利リスクを借り手に転嫁することができるようになった。これに対してMBSそのものは、ARMとは異なり、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。

第2節 モーゲージ流通市場の発達と流動性の創造

政府は、60年代後半以降インフレとディ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、急増していくこととなったのである。

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比率と自己資本比率を改善し、新たなモーゲージ・ポートフォリオを再構築していくことができるようになったのであるが、それだけではない。S&LがMBSを用いて自らの「流動性ポジションを管理」した手法は、MBSそのものをモーゲージ市場で流動化させるだけではなく、これらの証券をCP発行の際に担保として利用したり、RP市場において適格担保であるMBSを買戻し条件付きで売却して資金を調達することによって、更にまた「再証券化」されたCMOの発行によって、新たな信用拡張能力を獲得することが可能となったのである。こうしてS&Lは、自らの「流動性ポジションを管理」しつつ、CMOの発行や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のである。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実現されたことを意味している。「証券の証券化」による信用拡張である。

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3節 1981年レーガン税制改革と不動産バブル

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することとなった。リスク資産を取得するためには、モーゲージ・ポートフォリオの再構築が不可欠であるが、S&Lは一方では、大量のモーゲージ・ローン売却すると同時に、他方では、その利回りはモーゲージ・ローンより低いにもかかわらず、高い流動性を有するMBSの比重を急速に増大することによって、ポートフォリオの流動性を維持しつつ商業用不動産融資を87年に至るまで一貫して拡大させていったのである。

このようなS&Lの経営戦略の基礎上で、さらに、FHLBBによる、S&Lに対して好都合な会計制度の弾力的な運用や、S&Lに特徴的にみられた「ADCローン」によって、商業用不動産融資の活発化と不動産市場拡大との相互促進的な展開は更に倍加され、市況は一層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。

第4節 第二次S&L危機の勃発

1980年代前半に不動産ブームに沸いたのは、石油関連産業への依存度が高い南西部の諸州が中心であったが、1986年の「逆オイルショック」によって、原油価格の暴落とともに生産規模は大幅な減産を余儀なくされた。更に、1986年「税制改革法、TRA」は租税優遇措置を廃止・縮小したために、80年代半ば以降、商業用不動産市場では投資の増大傾向に歯止めがかかることとなった。その結果、80年代後半には、深刻な過剰建設が表面化し、それは新規建設の急減として現れた。ところが、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入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。しかし、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決してなかった。そうではなくて、この時期に S&L に殺到した資金需要は、「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。このように、商業用不動産融資の順調な還流が遅延しているにもかかわらず、S&L が「建設・土地開発融資」を積極的に拡大することが可能であったのは、「モーゲージ担保証券」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必要とする際には流動性を容易に確保することができたからに他ならない。

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、不動産市場の供給過剰化傾向を反映して貸付資金の円滑な返済還流が遅滞し始めるなかで、「ロールオーバー」を主たる内容とする信用供与が継続・拡大されると、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るために建設・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」ともいふ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挙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が破綻し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。

第4章 サブプライム金融危機と Shadow Banking System

第1節 ストラクチャード・ファイナンスと Shadow Banking System

第二次S&L危機後、S&Lに替わってモーゲージ・ローン貸出市場で台頭してきたのはモーゲージ・バンクである。モーゲージ・バンクは、多くの場合モーゲージをオリジネートし、そのローン債権を中長期にわたって保有することはせずに、投資銀行やその他の金融機関、連邦政府関連機関等に転売するという独自の金融仲介機能を果たすレンダーである。したがって、このようなモーゲージ・バンクの業務は、「金融の証券化」が進展し、

モーゲージ・ローンの証券化機構が発達してくると、モーゲージ流動化機関としての性格を強め、住宅金融市場の「証券化」はさらに促進されることとなった。そして、モーゲージ・バンクがモーゲージ流動化機関としての機能を強化していくと、モーゲージ流通市場は三層構造を持つ市場として確立していくこととなった。

まず第一に、オリジネートされたモーゲージ・ローンは住宅ローン債権の売買市場で売却・流動化されなければならない。モーゲージ・ローンを大規模に買い支えたのは、**FNMA** および **FHLMC** の連邦政府関連機関であった。**GSE** が住宅ローン債権売買市場で大量のモーゲージ・ローンを買い支えたのは、これらを新たなモーゲージ・プールに組み込み、そして、それを担保として組成されたモーゲージ担保証券を発行するためである。こうして第二に、**GSE** の支援の下にモーゲージ担保証券市場が形成された。そして、この市場で **MBS** の最大の購入者として現れたのが、投資銀行をはじめとする仕組み金融機関であった。その結果、第三の市場として、**MBS** 流通市場の発達の基礎上で、仕組み機関が引受け・分売活動を行う **CMO** 市場が形成された。そして、相対取引が中心となる **CMO** 市場では、**CMO** を直接的にか、あるいはそれをいったん販売して流動性の高い **MBS** に転換した後、それを担保に再びレポ市場や **CP** 市場で資金を調達し、それを再度証券化商品に投資するという過程を繰り返して、投資額を膨らませていくことが可能となることを意味していた。このように **MBS** 市場の形成を基軸としてモーゲージ流通市場はその「流動性の創造」機能を拡大・強化し、仕組み機関はその証券化商品を用いてレバレッジ効果を高めていくことが可能となったのである。

こうして、モーゲージ流通市場の三層構造が確立され、その「流動性の創造」機能が強化されると、1990年代以降、アメリカでは本格的にストラクチャード・ファイナンスが開発されることとなり、その結果、ストラクチャード・ファイナンスを用いた新たな金融システムである **Shadow Banking System** が出現することとなった。そこには、投資銀行等の証券取扱機関と大手商業銀行（ディーラー・バンク）等の金融仲介機関がそれぞれ仕組み機関として機能する二つのシステムが存在しており、それぞれ異なるメカニズムを通じて独自の信用仲介・信用膨張機構を構築・実現していった。

第2節 投資銀行の信用膨張とレポ市場

金融の自由化が進展し、商業銀行による証券業務の禁止措置が次第に緩和されると、大手商業銀行の引受業務への進出が顕著となった。このような市場環境と競争条件の変化を背景として、投資銀行はより高い収益源を求めて、証券化とデリバティブ取引、**M&A** 仲介とブリッジ・ローンの供与、プライベート・エクイティなどの新たな業務分野の開拓を余儀なくされた。そして、その際の資金調達とリスク管理については、預金業務と中央銀行信用へのアクセスが認められていない投資銀行は、レポ市場への全面的な依存とその市場取引を通じてポートフォリオの流動性を維持していく他はなかった。

レポ市場はその決済方法によって、トライパーティ・レポ市場とバイラテラル・レポ市場に区分されるが、2005年の「破産濫用防止および消費者保護法」の制定以降、レポ市場で取引される担保の種類は多様化され、これまでの「財務省証券またはGSE証券」だけではなく、「非エージェンシーMBS」をも活用することが可能になり、レポ市場は厚みを増し、多様化していった。トライパーティ・レポ市場では、債券を保有している機関投資家は、ディーラーとの間で債券貸借またはSCレポ（現金を担保とする債券の貸借）を通じた債券貸出と、その際に受け入れた現金担保を「分散投資」の観点から再びGCレポ（債券を担保とする資金の貸借）を通じてディーラーに貸し付けていった。即ち、ここでは保有債券を増大させた機関投資家と投資銀行等のディーラーとの間で、SCレポとGCレポ取引が相互に繰り返されるなかで、トライパーティ・レポ市場が自立的に拡大していく固有のメカニズムが存在しているのである。しかも、このレポ取引は、「クリアリング・バンクの帳簿上の振替で決済が完了する」ことから、この「決済システム」を用いたクリアリング・バンクの「信用創造」は容易なものとなり、トライパーティ・レポ市場の自立的な拡大は更に加速化されていったのである。他方、投資銀行等のディーラー間市場であるバイラテラル・レポ市場では、「マッチト・ブック取引」が中心である。それは、ディーラー間取引において現金担保を差し入れて、SCレポで債券を借入れ、それを借入期間と同程度のSCレポで再び貸し出す（現金担保を受け入れる）取引である（GCレポでも同様）。そこでは、レポレートやヘアカット（掛け目）に差があることから、利鞘収入や資本余剰が収益の源泉となっている。ディーラー間レポ市場において、その取引を牽引するうえで大きな役割を演じたのはヘッジファンドであったが、ヘッジファンドは投資銀行のプライム・ブローカレッジ業務を活用してSCレポで借り入れた債券を貸出して、受け入れた現金担保をさらに新たな市場で運用して、レバレッジを高めた活発な投機的取引を行った。それに対して、投資銀行もまたヘッジファンドの資金需要に応じて、受入れ担保を差出し担保として活用することによって自らレポ市場で活発な資金調達を行い、信用を膨張させていったのである。

こうしたレポ市場の拡大の基礎上で、投資銀行はレバレッジ効果によって高い自己資本利益率（ROE）を実現していったのであるが、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。とすれば、その際のリスク管理が問題となるであろう。投資銀行が「経営の健全性」を維持しつつ信用取引を拡大するためには、レポ市場に依拠する他はない。そこでのリスク管理は、融資や株・債券の貸付を行う際には、担保の受入れや担保の目減りを防ぐためにヘアカットによってリスクをカバーする、というレポ取引の形態をとって行われている。更にまた、クリアリング・バンクから容易に信用供与を得ることによってレポ取引を拡大したり、また一時的な流動性不足にも対処することができた。それだけではない。監督機関である「証券取引委員会」（SEC）は投資銀行に「市場の規律」を遵守すべく独自の規制を課している。「ネット・キャピタル・ルール」と呼ばれる、銀行の自己資本比率規制に類似した資本規制がそれである。それは、投資銀行の

レバレッジの拡大を抑制するために、負債比率規制と自己資本比率規制の双方の視点から規制しようとするものであった。ところが、SECの監督権限が及ぶのは、ブローカー・ディーラー単体であって、それを子会社として持つ持株会社本体にまで監督権限が及ばなかった。しかしながら、1999年にグラム・リーチ・ブライリー法が成立し、銀行・証券業務のファイアーウォールが撤廃されると、大手投資銀行は規制を掻い潜るために金融持株会社を設立し、自らはその証券子会社となったのである。そこで、2004年にSECが証券子会社を含む連結ベースで証券持株会社を規制・監督することができるCSEプログラムが策定・施行された。しかしながら、CSEプログラムには大きな矛盾が存在していた。CSEプログラムのレバレッジ規制は、「ネット・キャピタル・ルール」に窺われたような負債比率規制をなくして、単に最低保有正味資本額を引き上げただけで、CSE（連結企業体）に対する規制はバーゼルⅡに準拠した自己資本比率規制に一本化したのである。ところが、バーゼル規制においては、仮に資産総額が一定であったとしても、保有資産のリスク・ウェイトが異なれば分母である算出資産総額が変化するので、自己資本比率も異なるものとならざるを得ない。それ故、バーゼル自己資本規制に基づくCSEプログラムによって投資銀行の保有資産を制限し、レバレッジの引き上げを一義的に抑制しようとするとはそもそも不可能であったのである。

このように、投資銀行の経営不安・破綻は、しばしば指摘されるように、規制が緩和されるもとで投資銀行が「経営の安全性と健全性」を無視し、「市場の規律」を逸脱して野放図なリスク資産の取得を追求したためにたまたま発生した偶発的な事態ではなくて、当局の監督・規制のもとで「市場の規律」を遵守し、「健全な経営」を維持していくなかで引き起こされた事態に他ならず、いわば「合成の誤謬」ともいべき現象として勃発したのである。

第3節 商業銀行の簿外投資ヴィークルとCP市場

1991年に「連邦預金保険公社改善法」(FDICIA)が制定され、「早期是正措置」による新たなレバレッジ規制が強化されると、大手商業銀行は銀行本体のバランスシート上に計上される資産保有を増大させないようにするために、オフバランスのABCPコンディットや同様の証券化商品運用事業体であるSIVを設立し、そこにリスク資産を移して自己資本比率規制の制約を回避していこうとした。これに対して、投資ヴィークルはABCPを発行して短期資金を調達し、それをより長期の証券化商品に投資して運用を行うのであるから、常に期間ミスマッチを抱えている。したがって、そこで発生する流動性リスクを管理するためには、絶えずABCPの再発行によって短期資金を借り換えていかなければならない。そのために商業銀行は、ABCPの発行が低利で円滑に行われるように、これらの投資ヴィークルに「流動性補完」と「信用補完」を供与したのである。

大手商業銀行の簿外投資ヴィークルの行動様式は、グループ内のSPVが多様な原資産

を裏付けとして新たな証券化商品を組成すると、それを担保として ABCP 市場で資金調達を行い、その資金をより利回りの高い MBS、ABS、CDO 等の長期証券化商品で運用することによってレバレッジの高い投資を行うというものであった。そのメカニズムは、投資銀行がレポ市場を通じて受入れ担保を再び差入れ担保として活用することによって信用を拡張したのと同様に、投資ヴィークルもまた、ABCP 市場を通じて証券化商品の再担保を繰り返しながら流動性を確保し、信用取引を膨張させていったのである。その際、留意すべきは、証券化商品の再証券化もまた、これまで売り捌くことができなかった残余の劣後証券に更に新たな資産担保証券（ABS）を混入させたうえで再び優先劣後構造を持つ証券化商品へと組み直して、再度キャッシュ・フローを優先的に受け取ることができる証券を作り出そうとするもので、再証券化が繰り返されるなかで信用取引の自立的な膨張が惹き起こされたことである。それだけではない。証券化の進化がすすむと、投資ヴィークルの行動様式も変貌していったのである。当初、銀行本体の自己資本比率規制の制約を回避するために投資ヴィークルに移されたリスク資産の管理・運用が主たる目的であったが、それは金利裁定取引を伴うものであったために、その取引規模が拡大するとともに次第に金利感応的な行動様式へと変化していった。（Z.Pozsar は、それに対応して CDOs も進化したとして、銀行がリスク資産を移転させるためにバランスシートを効率的に再構築できる手段を提供するのに用いられる「バランスシート型 CDOs」は、裏付け資産から生ずるキャッシュ・フローと種々のトランシェになされる支払いとの間のスプレッドを取得することを目的として組成される「裁定型 CDOs」へと転化した、と述べている。）ことに、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、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。

第 4 節 サブプライム金融危機の勃発

アメリカでは、IT バブルの崩壊と世界同時多発テロを契機として、FRB は大胆な金融緩和措置をとった。その結果、住宅ローン金利の大幅低下によって、大規模な住宅ローンの借換えが生ずるとともに住宅ローン貸出額が急増したために、未曾有の住宅ブームが生み出されることとなった。しかし、景気過熱とインフレ懸念が台頭するなかで FRB が 2004 年 6 月に金融の引き締め政策に転ずると、新たな局面を迎えることとなった。金融引き締め政策に転じた後も長期金利は大きな影響を受けなかったために、新規住宅ローンの借入れはその後も継続し、その結果、アメリカの住宅価格は 2004～06 年にかけて更に急騰していった（全米住宅価格指数は、2000 年 1 月～2006 年 4 月に 2 倍以上に高騰）。し

かも、この局面の住宅ブームにおいてはサブプライム・ローン市場が活況を呈した。それは、アメリカに独自の住宅金融制度（「ホーム・エクイティー・ローン」制度や「キャッシュ・アウト・リファイナンス」）だけではなく、すでに指摘したように、住宅ローン業務を手掛ける金融機関の行動様式の変貌に大きく規定されていたからである。

サブプライムとは債務者の信用力を点数化した FICO（ファイコ）スコアが 620 点（もしくは 660 点）以下と分類されるものであり、このような層に対する住宅ローンであるサブプライム・ローンは、非伝統的な変動金利ローンを基礎として、借り入れ当初の返済負担を一時的に軽減することによって、手元資金が少なくても住宅ローンを利用することができる仕組みを構築することを通じて実現されたものである。それは、住宅価格の上昇に基づいて住宅の純資産価値が増大するならば、住宅の担保価値の上昇によって債務の返済が可能となり、したがってまた、その間は有利な条件で短期の住宅ローンの借り換えを行うことができるからである。それ故、このようなメカニズムが円滑に機能しうるのは、住宅価格の上昇が持続し、それに起因する返済能力を新たに創出することができる場合に他ならない。しかし、2006 年 4 月以降、全米の住宅価格の上昇に陰りが見え始め、翌年にかけて住宅ローンの支払い延滞率と差し押さえ比率が上昇すると、住宅ローンの円滑な返済・還流が滞り、キャッシュ・フローの減少によって MBS やそれを裏付け資産として組み込まれた CDO といった証券化商品そのものの価値毀損と不信を引き起こしたために、住宅金融市場は一挙に緊迫化し始めた。

サブプライム金融危機が表面化した直接的契機は、2007 年 6 月に投資銀行ベアースターンズ傘下のヘッジファンド 2 社が、サブプライム・ローン担保証券を組み入れた CDO への投資で多額の損失を抱え、経営破綻に陥ったことに端を発し、翌月に格付会社がサブプライム関連商品の格付けを見直し、一挙に大量の銘柄の格下げを発表したことである。これによって生じた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 9 日の「パリバ・ショック」であった。これに対して、ECB と FRB はそれぞれインターバンク市場に緊急融資を行ったが、市場の混乱は収まらず、証券化商品の価格下落・格付けの引き下げは続き、それは一方では、ABCP 市場の混乱・収縮と SIV の破綻の増大を引き起こして、Shadow Banking System のもとでの信用膨張メカニズムの一角に限界を画する問題へと発展することになった。他方、レポ市場でも証券化商品の時価評価損と市場流動性の枯渇が相互促進的にすすむなかで、証券化商品の価格付けが困難となり、それらを用いたレポ取引が不可能となった結果、08 年 3 月 14 日にベアースターンズは破綻申請に追い込まれた。FRB は深刻なシステミック・リスクへと発展することを危惧して、直ちに「緊急貸付」を発動することを決定したが、ベアースターンズはオペの対象であるプライマリー・ディーラーではあるが、預金金融機関ではないために FRB の「窓口貸出し」も TAF も利用することができなかった。そこで、FRB は 08 年 3 月 11 日に TSLF（一定期間 FRB の保有する国債とプライマリー・ディーラーが保有する MBS を交換）を、同 16 日には PDCF（FRB による翌日物資金の公定歩合での貸出しを、プライマリー・ディーラ

一にまで拡大する) と呼ばれる二つの新しい流動性供給方式を発表した。ベアースターンズ危機を契機として、FRBは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のである。

サブプライム金融危機は、2008年夏以降、さらに新たな段階へと進展した。サブプライム問題が世界的な金融危機へと発展していく契機となったリーマン・ブラザーズの破綻処理に関しては、ベアースターンズの救済策とは異なる通貨当局の対応の一貫性の欠如のために、市場の不安を招いたことが一因であるとする指摘は多い。しかしながら、ベアースターンズの場合とは異なり、すでに TSLF や PDCF によって投資銀行に対しても流動性を補完する措置が講じられていた。とすれば、一体何故、08年9月には、リーマン・ブラザーズをはじめとする大手金融機関の破綻が相次ぎ、金融市場の機能麻痺が広がるなか、世界金融危機へと突入したのかが改めて問われなければならないであろう。

2008年半ばのアメリカの個人向け住宅ローン市場はおおよそ10兆ドルの規模を有していたが、その半分の5兆ドルはFNMAとFHLMCの両GSEが占めている。GSEは社債等を発行して資金調達をしつつ、民間金融機関が融資した住宅ローンや証券化商品を買収することによって、民間金融機関の資金調達を支援するリファイナンス事業である「ポートフォリオ投資事業」と、民間金融機関が融資した住宅ローンを証券化して、そのMBSを投資家に販売する「MBS信用保証事業」を行っているが、両社が直接的な買取り・保証の対象としているのは原則的にはプライム・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であり、二次証券化商品であるCDOやCDSではないのである。

ところが、このような「健全な経営」を旨とする両GSEが2007年第3四半期から4四半期連続で経営赤字を計上し、08年7月に経営危機が表面化した。両GSEのポートフォリオはプライム・ローンが大宗を占める住宅ローン関連資産であるため、そこで計上された経営赤字は、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る。プライム・ローンにおいても2007年以降住宅ローンの支払い延滞率と差し押さえ比率が増大していくが、それは「住宅バブル」期に活発な住宅建設が行われた結果、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」ではなくて、住宅価格の下落によって住宅ローン資産が不良債権化し債務超過に陥ったために、それを処理するための自己資本不足がしているという「支払能力危機」の問題であったのである。その規模の大きさからシステミック・リスクへの伝播を懸念した政府は、異例の速さで7月30日に「住宅経済復興法」を制定し、両GSEに対する財務省の緊急融資枠を無制限に拡大しようとしたが、住宅バブル崩壊後の市場の供給過剰化問題が顕在化しているもとでは、両社の収益基盤の改善は見込めず、遂に9月7日に両社の国有化が発表されることとなった。両GSEは「流動性危機」に直面していた訳ではないので、FRBによる流動性の供給によ

ってではなく、政府による直接的な財政支援によって救済が図られたのである。

このような全般的な住宅市場の供給過剰化問題を顕在化させた新たな段階の基礎上で、再び投資銀行リーマン・ブラザーズの「流動性危機」が現れた。したがって、リーマン・ブラザーズの「流動性危機」は、ベアースターズの破綻＝救済劇のように、資本市場を舞台とした単なる「流動性不足」には留まらない、「実現」問題に規定された債務超過と「支払能力の危機」として現れざるを得ないものとなったのであり、それを通じて实体经济をも含む関連諸部門への波及を不可避的に巻き起こすこととなったのである。

それだけではない。MMF市場で大規模な取付けが発生し、Shadow Banking Systemそのものが行き詰まることとなった。リーマン・ブラザーズが破綻した翌日に、MMFの運用会社であるリザーブ・マネジメント社が設定していた「リザーブ・プライマリー・ファンド」が、リーマンの発行したCPを7億8,500万ドル組み入れていたために、基準価格の元本割れを引き起こしたのである。そして、それを契機としてMMFの保有者の間で解約の動きが広がり、MMF市場の事実上の取付けが発生することとなった。MMFには、運用先が主に国債・政府機関債に限定されている「ガバメント・ファンド」と、高い格付けを得た民間債で運用する「プライム・ファンド」があるが、MMF市場で生じた取付けは、主としてリスクテイクに敏感な機関投資家が「プライム・ファンド」から資金を引き揚げることによって巻き起こされたものであった。

MMFは個人投資家・機関投資家の需要に応える投資商品であると同時に、自らは短期金融市場において流動性を供給する資金投資家(cash investor)としての役割を演じている。したがって、機関投資家の「プライム・ファンド」からの撤退は、MMFが同額のレポやCP市場等でのポジションの解消を意味しており、そしてこのことは、Shadow Banking Systemを支えてきたレポ市場とCP市場の崩壊に大きな影響を与えざるを得ないものとなったのである。バイラテラル・レポ市場はリスクテイクに敏感なディーラー間市場であり、そこではリスクの変化に応じてきめ細かくヘアカットによる調整が行われている。したがって、リーマン・ブラザーズ破綻後、MMFがレポ市場でのポジションを解消すると、一気に資金取引が逼迫し、バイラテラル・レポ市場においてヘアカットが急激に引き上げられ、レポ市場でも取付け(repo run)が発生した。かくして、投資銀行は、トライパーティ・レポ市場においてクリアリング・バンクの日中信用供与の制限に直面しただけではなく、バイラテラル・レポ市場でも資金調達が困難となったのである。他方、MMFはCP市場においても巨額の資金を運用していたので、MMFの取付けはCP市場の市場規模をも急速に縮小させた。07年8月の「パリバ・ショック」の場合とは異なり、大手商業銀行はCPの発行による市場性資金の調達それ自体が困難に陥ったのである。そのため、リーマン・ブラザーズの破綻に伴う証券化商品の価格下落によってABCP市場からの資金調達に苦慮している投資ヴィークルが、大手商業銀行から「流動性補完」・「信用補完」が得られなくなるのではないかという懸念が高まったので、ABCPの発行レートが急騰し、OISレートやFFレートとのスプレッドが一挙に拡大したのである。

このために「リーマン・ショック」後のFRBの流動性危機対策は、もっぱら(AB)CP市場を中心とする広義の短期金融市場に焦点を絞った一連の資金供給対策がとられることとなった。08年9月19日のAMLF、同10月7日のCPFF、同10月21日のMMIFFがそれである。ことにCPFFはCP発行会社に対してもFRBが流動性を供給する仕組みであり、FRBが実質的にCPの買取りを始め、CP市場への直接的な資金供給にまで踏み込んで、Shadow Banking Systemの崩壊を必死に食い止めようとしていたのである。

これらの金融危機対策は、FRBのバランスシートを急激に膨張させ、FRB自身が不良資産となる可能性のある問題資産を大量に抱え込み、バランスシートが毀損するリスクを自ら引受けることを意味するものであった。それ故、金融システムを安定化させ金融市場を正常な状態に復帰させるためには、一方では、急増した連邦準備預金を保有しながら、如何にしてFF金利をゼロ近傍から引き上げていくことができるのか、他方ではまた、量的緩和で膨らんだMBSや国債を如何にして市場秩序を攪乱することなく圧縮していくことができるのか、という一層困難な問題を新たに生み出すこととなったのである。

むすび

大手投資銀行と大手商業銀行をそれぞれ仕組み機関とするShadow Banking Systemは固有の信用膨張機構を駆使して、金融危機直前には伝統的な銀行システムによる信用創造をも凌駕するまでに信用供与を拡大させた。しかし、それはすでに検討したように、伝統的な銀行システムとは全く無関係に、独立して実現したわけではない。レポ市場では、クリアリング・バンクに開設された証券口座と預金口座を通じて資金・債券貸借の振替決済が行われたので、投資銀行の信用拡張はこの「決済システム」を用いたクリアリング・バンクの信用創造に決定的に依存していたのである。また、投資ヴィークルはCP市場で証券化商品を用いて満期変換と流動性変換を伴った信用仲介を行ったが、そのシステムが円滑に機能するように大手商業銀行から「流動性補完」と「信用補完」が供与され、銀行によるクレジット・ラインのバックアップによってそれが保証されたのである。このように、Shadow Banking Systemは銀行システムの外部で銀行システムから全く独立して存在しているのではなくて、銀行システムと密接に関連・補完しながら発達してきたのであり、それ故にまた、その自立的な信用膨張機構も銀行システムの伝統的な信用創造機能の基礎上で初めて現実化したものであったのである。

また、Shadow Banking Systemが金融システムを不安定化させたのは、銀行とは異なり、規制・監督制度が不十分であったために市場規律を逸脱した野放図な経営のもとで無秩序な信用拡大を行ったからという訳では決してない。そうではなくて、Shadow Banking主体も固有のリスク管理機構を有しており、市場の規律を無視して盲目的な収益機会の拡大を追い求める投機師ではなくて、「安全性と健全性」に配慮し市場規律に則した合理的な行動様式を採択している金融機関である。にもかかわらず、その過程で金融シ

システムが不安定化したのは、固有のリスク管理手法を用いた自らの合理的な行動様式そのものが、「証券の証券化」による新たな信用拡張機構の構築を促し、信用膨張を加速化していくこととなったからである。

Shadow Banking System は、元来、伝統的な銀行システムが行う満期変換・流動性変換と信用変換を伴う信用仲介業務を、証券化機構を通じて提供するものである。満期変換・流動性変換に伴う流動性リスクに関しては、銀行の場合、最適なポートフォリオの構成を調整しつつ一定の流動比率を維持することによってこの流動性リスクを管理している。それに対して、預金業務を行わない **Shadow Banking** は、満期変換に伴う流動性リスクに関しては、リハイポセクションを用いた負債のロールオーバーによって長期資産との間のデュレーション・ギャップを管理している。また流動性変換を行う際には、証券化商品を組成する際に格付け機関や GSE による信用保証を利用したり、CDS のような保険を付してその流動性の向上を図っている。他方、信用リスクの管理に関しては、銀行の場合、高い自己資本比率を堅持することによって対処しているのに対して、**Shadow Banking** は証券化の手法を用いて投資家へのリスク移転によってそれが果たされている。証券化商品が組成される際には、優先劣後構造を持った証券が組成され、信用リスクが分割・小口化され、リスク選好が異なる多様な投資家に分散・転嫁されたのである。このように、証券化市場の流動性が維持されている限り、**Shadow Banking** 主体はそれに基づいて「安全性と健全性」を確保することができるのであり、その上で始めて新たなリスク資産の取得に立ち向かうことが可能となるのである。また「証券の証券化」によって証券化市場の流動性が更に促進されるならば、**Shadow Banking System** は一層容易に「安全性と健全性」を確保するすることができるようになり、更にレバレッジを高めて大胆にリスク資産を取得することが可能となるであろう。その結果、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としても何ら不思議なことはなかったのである。

終章 金融機関の行動様式と金融システムの不安定性

第1節 金融機関経営の健全性とリスク管理

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

早く市場から流動性を調達することができるように、収益性を犠牲にしても流動性の高い資産を可能な限り保有してポートフォリオの流動性を維持することと、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を堅持することである。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。

第2節 市場の規律・規制と金融システムの不安定性

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、今日、新たな規制・監督体制の整備・再構築が模索されている。しかし、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は依然として支配的な立場を占めている。しかしながら、すでに検討してきたように、金融危機が過度なリスクテイ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、更なるリスクテイ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。

他方、規制の軽重の存在がかえってリスクテイクの偏在を招き、金融システムを不安定化させていくとする見解がある。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ブ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では、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、リスクテイ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。