

## 厳格となる金融規制と寛容となる金融政策 —危機後のポリシー・ミックスがもたらす新たなリスク—

淵田 康之

### ■ 要 約 ■

1. 昨年後半以来の欧州に典型的なように、金融危機後、金融規制の厳格化が進展する結果、市場の安定性や景況に追加的なマイナスの影響がもたらされ、これを打ち消すためにも、異例なまでに寛容な金融政策の実施を余儀なくされる状況が生じている。
2. しかし、バランスシート調整が進むなかでは、金融緩和政策は、その効果に限界があるだけでなく、様々な副作用を伴う。
3. 従って、金融政策に過度の負担を強いるような、金融規制の強化には慎重であるべきである。米国は、1938年、景気がダブルディップ・リセッションに陥った局面や、1991年、クレジットクランチが進行した局面で、銀行検査基準を緩和するなど、景況に配慮した金融行政を採用した歴史があるが、現状はそれと正反対である。
4. 既にバランスシート調整を経験してきたわが国でも、当初の金融機関への厳格な姿勢を見直し、現実的な金融行政を重視するようになった経緯がある。またわが国の教訓は、金融システムの健全化だけではなく、事業再生、産業再生、成長戦略が必要ということである。そのためにも、リスクマネー供給が重要であることが認識されている。
5. 最近、ブラックロックのフィンク CEO は、「貯蓄家を投資家に転換しなければならぬ」と強調し、マッキンゼーは、エクイティ投資へのインセンティブ政策の必要性を提言している。こうした米国版「貯蓄から投資へ」の議論も注目されよう。

### 金融規制強化の副作用と金融超緩和の副作用

#### 1 . EBA の銀行自己資本増強要請 vs. ECB の LTRO

欧州市場を覆っていた危機感は、2011年12月8日にLTRO (Longer-term Refinancing Operations) の実施が発表されたことを重要な契機として、2012年に入り、一時的に薄ら

いだ<sup>1</sup>。しかし多くの論者が指摘するように、これは「時間を買う政策」であり、欧州安全網の拡充や財政赤字の削減といった根本的な課題への取組みを急がなければならない。

一層の財政緊縮が目指されるなか、欧州経済は停滞色を鮮明にしており、ギリシャの再デフォルトや、ポルトガルやスペイン等の危機の深刻化も懸念されている。

無視してはならないのは、欧州をとりまくこうした問題に対して、金融システムの安定性向上を目指して導入されてきた各種の厳格な金融規制は、その解決に寄与するどころか、むしろ悪化させる方向で作用しつつあるという事実である。

2012年3月に発表されたBISの四半期報告も、2011年10月、欧州銀行監督機構(EBA)が要請した欧州の主要な銀行に対する健全性強化(2012年6月までに9%のコアTier1比率を達成)が、2011年後半に生じていた欧州金融機関を巡る市場の不安を拡大させたと指摘している。

EBAによれば、同基準を当てはめると、2011年9月末時点で31の主要銀行が合計847億ユーロの資本不足に陥っているということであった。こうした中で、ECBはLTROの実施を決断したのであった。

つまり金融規制が厳格さを増す結果として、市場の安定性や景況にマイナスの影響がもたらされ、これを打ち消すためにも、異例なまでに寛容な金融政策の実施を余儀なくされたという構図である。

## 2. 金融規制強化の副作用の相殺まで担う金融政策

欧州に限らず、グローバルに見ても、金融危機後、金融規制の一層の厳格化の必要性が当然視され、それが市場や景気にもたらす悪影響を懸念する声はかき消されがちとなるなか、金融政策が非伝統的領域にますます深く踏み込みつつ、市場の安定性と景気の下支えに、ひとり大きな役割を担う状況が生まれている。

先述のBISの四半期報告は、欧州の銀行に対して高い自己資本比率規制が要求されたことは市場の不安感を高めたものの、実際には大規模なデレバレッジは生じず、米国やアジアなど一部で生じた欧州系銀行による事業や資産の売却も、現地の銀行が肩代わりすることで、悪影響は相殺されたとしている。

しかしバーゼルやSIFI規制など、厳格な金融規制の枠組みは、今後、グローバルにその導入が本格化していく。従って、金融規制強化によるネガティブな影響は、あらゆる国で顕在化していき、どの地域を見ても、悪影響を相殺する役割を果たす金融機関は見出しにくくなる恐れがある。シャドバンキング規制も強化されるため、代替的な金融仲介手段にもあまり期待できない。今後、景気が自律的回復軌道を順調に辿っていくならば問題ないが、そうでない場合は、金融政策への期待がさらに高まる可能性もある。

<sup>1</sup> 2011年12月21日と2012年2月29日に実施。

### 3 . バランスシート調整下の金融緩和政策の限界と副作用

こうしたなか、金融政策の限界や副作用に関する指摘が目立つようになっているのは当然とも言える。従来より金融緩和の限界として、「流動性のわな」や「金利はゼロ以下にはならない」、「ひもを引くことはできても押すことはできない」といった指摘があった。また行き過ぎた金融緩和の副作用として、インフレ発生の懸念があることは言うまでもない。

確かに、金融危機の急性症状が終わった直後においては、思い切った金融緩和は有効かつ重要との指摘はある。かつて FRB の研究者らは、日銀が、バブル崩壊後、早期の段階で、より迅速かつ大幅な金融緩和を行えば、デフレ的状况の進行を回避しえたはずだとの主張を行った。

これに対して白川氏は、バブルの崩壊時にタイムリーにその影響の大きさを把握し、大幅な緩和の必要性を説明するのは困難であること、また大幅な緩和をもってしても経済活動の停滞は避けられないと反論した<sup>2</sup>。今回の金融危機以降の米国の金融政策と経済実態の推移は、白川氏の指摘の正しさを証明しているように思われる。

現在、日銀総裁である白川氏は、2012 年 1 月のロンドンでの講演<sup>3</sup>や、下記に紹介する 2012 年 3 月の FRB でのコンファレンスなどにおいても、これらの論点を強調している。

結局、今日、主要国経済は、バランスシート修復が続く慢性症状期に陥ったと考えられるわけであるが、この局面における金融緩和政策の限界や副作用にも、注目が集まっているのである。

例えば、2012 年 3 月に FRB において“Central Banking: Before, During and After the Crisis”と題するコンファレンスが開催されたが、“Challenges for the Future”を議論する最後のパネルディスカッションでは、BIS のカルアナ総支配人と日本銀行の白川総裁の発言が、いずれもそうした問題を強調するものであった。

白川総裁は、バランスシート修復下の金融政策のあり方を、他国に先駆けて模索してきたわが国の経験を踏まえ、金融危機後の金融政策の限界と副作用として、次の 4 点を指摘した。

#### ① バランスシート調整下の緩和効果の限界と過剰債務削減のインセンティブ低下

バランスシート修復が進む中では、過剰債務を抱えた主体は、金融が緩和されても、債務を適正水準に戻すまでは、支出を増やしたり、リスクテイクを積極化させることはない。過剰債務を抱えていない主体においても、バランスシート調整が長期に渡るなかでは、金利低下の効果は長続きしない。

さらに金融緩和は、過剰債務の削減インセンティブを低下させ、最終的に必要なバ

<sup>2</sup> 白川方明『現代の金融政策』日本経済新聞出版社、2008 年参照。

<sup>3</sup> 白川方明「デレバレッジと経済成長」、London School of Economics and Political Science における講演、2012 年 1 月 10 日参照。

ランスシート修復の達成時期の遅れというコストを伴う側面もある。政府債務についても同じことが当てはまる。

② 経済全体の生産性や潜在成長力の低下

供給サイドへの悪影響の可能性もある。すなわち異例の低金利下によってのみ採算が合う投資案件が誘発される恐れがあり、資源配分が非効率となる恐れがある。この場合、経済全体の生産性や潜在成長率の低下という副作用を生む。

③ 金融仲介機能の低下

超低金利の持続は、金融機関のスプレッドの低下をもたらし、満期変換（短期の負債を背景に中長期の資金を供給）という銀行の重要な金融仲介機能を低下させ、結果として資源配分の効率性の低下、経済成長力の低下をもたらす。機関投資家にとっても、資産運用利回りと長期負債の予定利率の逆鞘が発生し、同様な問題が生じうる。

④ 金融緩和の国際的スピルオーバーと自国経済へのフィードバック

自国経済がバランスシート調整下にある場合、金融緩和は自国の民間経済主体の支出増加を促すというより、グローバル投資家の利回り追求や為替レート安を通じて効果を発揮する傾向が強まる。グローバル投資家の投資行動が、国際商品市況の上昇をもたらす、自国経済にもそのマイナスの影響が及ぶことも考慮する必要がある。

BIS のカルアナ総支配人も、金融緩和政策の結果、バランスシート調整に取り組む必要性が薄れ、本来は生き残ることができない事業や非生産的な事業が温存される結果、より生産的な投資への資金供給が阻害されるという問題と、金融セクターの収益性の悪化やそれを補うためのリスクテイキング拡大の恐れについて指摘している。そして、「異例の金融緩和政策で、確かに時間を買うことができるが、その結果、安易に時間を無駄にすることになる恐れもある」と警告する。

両氏とも、生産性の低い事業や企業が、超金融緩和の恩恵を被り、生き長らえることの悪影響を懸念している。この問題は、銀行によるこれら企業や事業への「追い貸し」とか、「ゾンビ融資」あるいは“evergreening”（「緑を枯らさず保たせる」という意味合い）によって生じる問題と同一の問題である<sup>4</sup>。ただし、従来は、損失の顕在化を避けるために、こうした融資を続ける金融機関、特に自己資本の脆弱な金融機関の存在が批判されたが、昨今は金融緩和政策がこうした傾向を助長するとして批判されているのである。

## 金融政策とマクロ・プルーデンス政策

### 1. 緒に付いたばかりのマクロ・プルーデンス政策

金融危機の発生により、金融政策が物価の安定のみならず、金融システムの安定性のた

<sup>4</sup> Albertazzi, U and D Marchetti : “Credit supply, flight to quality and evergreening: An analysis of bank-firm relationships in Italy after Lehman”, Banca d’ Italia, *Temi di discussione*, no 746, April 2010 や Caballero, R, T Hoshi and A Kashyap; “Zombie lending and depressed restructuring in Japan”, *American Economic Review*, vol. 98, December 2008 など。

めに、異例の緩和政策を実施せざるをえなくなり、その後もそこからの出口が見えない状況にあることは、いわゆるマクロ・プルーデンス政策と金融政策の役割分担の問題とも関係する事態と考えられる。

マクロ・プルーデンス政策とは、個々の金融機関の健全性（ミクロ・プルーデンス）だけではなく、バブルの進展など金融システム全体の健全性に影響を及ぼす事態を注視し、必要な対策を講じようというものであり、金融危機を契機にその必要性が認識され、欧米を中心にその枠組みが正式に導入されつつあるところである。

例えば好況が続き、資産バブルが進行しつつある時期には、個々の金融機関の自己資本は充実し、また VaR モデルにインプットされるヒストリカルなボラティリティも低くなっていること、そして担保となる資産価値も上昇していることなどから、過度なリスクテイクが行われがちとなり、それがバブルを加速させてしまうのである。

そこで、仮に個別金融機関の健全性が保たれていようと、バブル的傾向や金融システム内における過度なリスクテイクの動向が察知されれば、要求自己資本比率規制の引き上げや、不動産融資規制、証拠金率の引き上げ等の政策を早期に実施し、行き過ぎを抑えることで、バブルが崩壊し金融危機に至るような事態を未然に防ごうということになる<sup>5</sup>。

ただし各国とも、マクロ・プルーデンス政策への取組みは緒に付いたばかりに過ぎない。グローバルなレベルでも、バーゼル にカウンター・シクリカル・バッファが導入されることとなったが、その有効性は未知数である。

## 2 . バブル抑止のための金融政策とマクロ・プルーデンス政策

こうしたなか、バブル抑制における金融政策の役割が重要であるとする意見が有力となっている。この点は、もともと ECB など欧州の中央銀行関係者を中心に主張されていたが、FRB 関係者や米国の主流派経済学者らは、資産価格動向を踏まえた金融政策に対して否定的であった<sup>6</sup>。FRB の関係者らは、バブル発生の危険への対応としては、金融政策よりも銀行監督等によるプルーデンス政策が中心的な役割を果たすという立場であった。

しかし、効果が未だ不確かなマクロ・プルーデンス政策に比べれば、金融政策がバブル抑制に一定の効果を持つことは否定しがたい。むしろ FRB の低金利政策の行き過ぎが、米国の住宅バブルをもたらしたとの指摘も一部にある<sup>7</sup>。このため、信用拡張期において、バブル防止を念頭においた金融政策（leaning against the wind）が実行されることの重要性を指摘する考えが強まっている<sup>8</sup>。

<sup>5</sup> 行政の判断でこうした措置を発動するというアプローチと、なんらかの事前のルールで自動的に発動する形とするアプローチがある。

<sup>6</sup> 白川方明『現代の金融政策』日本経済新聞出版社、2008年参照。

<sup>7</sup> ジョン・テイラー『脱線FRB』日経BP社、2009年など。

<sup>8</sup> Borio, Claudio, "Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward", BIS Working Papers No. 354, September 2011 参照。なお、金融安定と中央銀行の役割に関する新たな議論として、シャドーバンキングを通じたマネーの創造がコントロールされていないことがバブルの一因となったとし、準備預金規制的な政策を、シャドーバンキングセクターにも適用するといった手法の導入に、中央銀行が取り組むべきとの指摘もある。Stein C. Jeremy, "Monetary Policy as financial stability regulation" *Quarterly Journal of Economics*, February 2012 参照。

例えば ECB のトリシェ総裁（当時）は、2009 年 8 月のジャクソン・ホールにおける講演で、金融政策のバブル抑制効果を否定する論者が通常用いる 3 つの論拠（バブルが発生しているのかどうかをリアルタイムで認識するのは困難、金利引き上げでバブル抑制は困難、バブル崩壊後に積極的な金融緩和を実施すれば良い）にそれぞれ反論し、危機に対応する最良の方法は、危機を避けることであると強調している（図表 1）<sup>9</sup>。

また日銀の白川総裁も、2010 年 4 月のニューヨークでの講演で、バブルの経験が示すように、物価が安定していても、経済は大きく振幅することがあるとし、金融政策が短期的な物価の安定に縛られると、究極の目的である経済の持続的成長が困難となる可能性があるとして主張している<sup>10</sup>。

ただしこうした考えは、必ずしも、金融政策において、直接的に資産価格を指標とした運営が必要であるという主張につながっていない。従来どおり、物価安定重視の運営を続けるので良いが、不均衡が時間をかけて蓄積していくことに鑑み、金融政策運営の政策ホライズンを従来より長期化することの必要性が指摘されている。

例えば BIS は、金融政策が、物価の安定を目指すとしても、2 年間といった比較的短期の政策ホライズンの下でインフレ・ターゲットが達成されていれば良しとするのではなく、より長期に渡る安定を目指すことが、金融の安定にも貢献すると指摘している<sup>11</sup>。

最近の研究によると、金融政策は、金利を通じて需要に影響するのみならず、リスクテイキングのあり方にも影響を与える。またバブル抑制のために金融規制を強化しても、規制アービトラージを通じてその効果が薄れる場合があるが、金融政策の影響は市場全体に幅広く及ぶというメリットもある<sup>12</sup>。

図表 1 金融政策はバブル抑制に有効か？

否定論者の論拠	有効論者の反論
現状がバブルなのかどうかを、的確に把握するのは困難。	多くのエコノミストが、今回の危機発生前に、信用拡大の行き過ぎを指摘。
極端に大幅な金利引き上げでもしない限り、バブルの進行を食い止めるのは困難。	政策金利の小さな変化でも、プライベートセクターの行動に影響し、資産価格に大きな影響をもたらす。
バブル崩壊後に、思い切った金融緩和を行えば、バブルの悪影響に対応できる。	バブル崩壊による経済活動の縮小は大規模であり、金融政策の有効性は限られる。また金融政策発動の期待が、モラルハザードをもたらす、不安定性を拡大。

（出所）Triche(2009)に基づき、野村資本市場研究所作成。

<sup>9</sup> Triche, J. Claud, “Credible alertness revisited”, remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy, Jackson Hole 参照。

<sup>10</sup> Shirakawa, Masaaki, “Revisiting the philosophy behind central bank policy”, speech at the Economic Club of New York, April 22, 2010 参照。

<sup>11</sup> BIS, “Macprudential Policy and Addressing Procyclicality,” 80th Annual Report, 28 June, 2010 参照。

<sup>12</sup> 前掲 Borio 参照。

### 3 . バブル崩壊後の金融政策とマクロ・プルーデンス政策

一方、バブルが崩壊し、金融システムの不安定性が続き、長期のバランスシート調整やデフレ・スパイラルも懸念される状況下においては、危機の深刻化を回避する手段として、金融政策がいかに重視されるかは、今回の金融危機とその後の現状が、既に実証している。ただ同時に、その限界や副作用を認識することの必要性が強調されるようになっていることは、先述の通りである。

それだけに、この局面において、マクロ・プルーデンス政策が、金融政策を補完する役割を発揮していくことが期待されてしかるべきであろう。しかし実際には、金融危機後は、金融規制強化の議論が高まる一方となっているのである。

好況時において、追加的な自己資本増強や本来必要とされる以上の引当を要請する一方、不況時にこれらのバッファの取崩しを認めるといった考え方は、一部、バーゼル などにおいても採用されている。

しかし現局面においては、取り崩せるほどのバッファが過去に積み立てられていたわけでもなく、こうした仕組みによる安全弁が作用しない。それどころか各種の健全性規制自体を従来のレベルから大幅に引き上げることが優先課題とされ、これが景気や信用サイクルのマイナスの振幅を拡大させる方向に働いている。

当局者の間でも、一部には、景気動向等に配慮し、金融規制の厳格化に慎重な見方もある。例えば、イングランド銀行の金融安定担当専務理事ハルデインは、イングランド銀行に設置された英国のマクロ・プルーデンス当局 (Financial Policy Committee) は、信用サイクルをなだらかにするよう、拡大期と縮小期で、対称的に政策を行う必要があると主張する<sup>13</sup>。縮小期には、金融機関のリスクテイキングを拡大するような、規制内容とするわけである。

彼はこうしたアプローチの例として、1938年6月、ルーズベルト大統領が、米国の銀行の健全性基準の緩和<sup>14</sup>と資産評価の基準の緩和<sup>15</sup>を発表し、この結果、銀行貸出が増加に転じ、成長が回復したことを紹介している。

この発表<sup>16</sup>は、ルーズベルト大統領が招集した会合で、金融当局者が2ヶ月の間、議論を重ねた末に行われたものであった。会合では、FDICやOCCが、銀行破綻の増加を懸念し、健全性規制の強化を主張したのに対し、FRBは銀行貸出のさらなる縮小を懸念し、銀行検査のあり方の見直しと保有債券の時価会計の見直しを主張した。そして最終的にFRBの主張が通ったのである。この合意では、銀行が、地元企業が発行する無格付、非上場債券に投資する道も開かれた。

<sup>13</sup> Andrew G Haldane “Risk off”, August 18, 2011

<sup>14</sup> 従来、doubtfulとlossの二つの分類債券は100%償却であったが、doubtful(第1分類という呼称に変更)については、50%償却とされた。小林真之「不良債権と公的資本(上)」『北海学園大学経済論集』第50巻第3号, 2002年12月参照。

<sup>15</sup> 銀行が保有する投資適格資産は市場価格ではなく簿価で評価し、非投資適格資産は長期平均の市場価格で評価する。Andrew G Haldane “Fair value in foul weather”, March 10, 2010 参照。

<sup>16</sup> Uniform Agreement on Bank Supervisory Procedures と呼ばれる。

こうした措置の背景にあったのは、当時、米国がダブルディップ・リセッションに陥ったことである。1929年から1933年にかけての大恐慌から立ち直りつつあるかに見えた米国経済は、1937年夏より再び減速傾向を強め、信用収縮が進行する事態が生じていた。FRBは、厳格な銀行行政を見直すことで、信用収縮に対応しようとしたのであった<sup>17</sup>。

このようにマクロ経済の困難を踏まえて、金融規制のあり方を見直す動きは、1990年代初頭にも見られた。すなわち1991年後半より、プッシュ政権は当時進行していたクレジットクランチに対応するため、銀行検査の見直しを働きかけた。これを受けて1991年11月に、商業用不動産融資に関する検査基準が見直されたのである。

これらの例に関しては、一時的に金融行政を金融政策の下位に置く事は妥当かどうか、という問題提起がかつてなされたことがあるが<sup>18</sup>、今日的には金融危機後のマクロ・プルーデンス政策と金融政策の関係をどう考えるかの問題として捉えることができよう。

そして既述の通り、現時点の大勢は、マクロ経済の悪化を踏まえて金融規制を緩和するという過去の事例に習うのではなく、むしろ金融規制はより厳格にし、その副作用の相殺も含め、金融政策がバランスシート不況への対応を一手に引き受ける姿が選択されているわけである（図表2）。

図表2 金融政策とマクロ・プルーデンス政策の役割分担

	バブル形成期	バブル崩壊後
金融政策	〔バブル抑制に重要との議論と、金融政策は物価安定に徹するべきとの議論が対立。昨今、前者がやや優勢に。〕	〔思い切った金融緩和が、デフレ抑止に効果との議論。バランスシート調整下で役割はさらに高まる。しかし限界と副作用も指摘される。〕
マクロ・プルーデンス政策	〔バブル抑制に重要との議論がコンセンサスに。現状、グローバル及び各国で導入されつつある段階。〕	〔 ？ 現状、厳格な金融規制の導入が優先され、市場の不安定性や景気後退に配慮した規制緩和論は少数派。〕

（出所）野村資本市場研究所作成。

<sup>17</sup> 実際には、FRBが1936年8月から1937年5月にかけて、預金準備率を引き上げていったことが、マネーサプライの縮小につながったとされる。1938年後半からの経済の回復も、FRBが金融緩和政策に転じたことが重要な契機となった。

<sup>18</sup> Simonson G. Donald and George H. Hempel, "Banking Lessons from the Past: The 1938 Regulatory Agreement Interpreted", *Journal of Financial Services Research*, Volume 7, Number.3, 1993 参照。



## バランスシート調整下における経済政策のあり方

### 1. なぜ金融政策依存に陥るのか

もとより金融緩和政策は、明示的な国民負担を直ちに伴わないため、それに安易に依存することが選択されがちである。その最も極端な例は、中央銀行による国債引き受けの拡大であろう。負担なき財政支出拡大を求める勢力への迎合が、結果としてハイパーインフレという形で、国民全体に大きな負担をもたらすのである。

同様の議論は、金融規制にもあてはまる。金融危機を経て、欧米では、反金融・反市場の論調が台頭している。強化されつつある各種の金融規制は、危機の教訓を踏まえたもったもなしなものもあるが、反金融・反市場の論調に迎合した、ポピュリズム的発想に促された部分があることは否定できない。

もちろんその実施が正当と考えられる規制強化についても、その程度やタイミングについて十分な配慮があるとは言えない面もある。いくつもの国で、重要な国政選挙が控えていることも、拙速で行き過ぎた規制強化が促される背景となっている。

世論に押され、行き過ぎた金融規制強化に走るコストは、金融セクターだけで完結するものではなく、それを利用してきた国民にも負担をもたらす。その負担の表面化を避けるべく、金融政策に過大なつけが回されている。

こうした構図は、政治が増税や歳出削減の痛みを正面から国民に求めるのを回避し、中央銀行に拡張的金融政策を要求するようなことが問題であるのと同様、問題なのである。そのつけはハイパーインフレのような劇的な形ではないにしても、既述の通り、各種の弊害をもたらしていくのである。

安易な金融政策依存に陥りがちとなる懸念があるからこそ、歴史の教訓を踏まえ、今日、中央銀行の独立性が重視されているわけであるが、これを堅持していく過程は、日々様々な挑戦に晒されていることは、言うまでもない。

以上を踏まえると、バランスシート調整下の経済政策運営にあたっては、金融政策依存バイアスが強まりがちとなることのリスクを考慮し、理念先行で性急な金融規制強化に走ることを回避することが賢明と言えよう。また、金融政策や金融行政のみならず、企業、家計、財政など、それぞれのセクターが抱える構造問題の解決を目指す政策も、合わせて推進していくことが不可欠なのである。

これらの点について、1990年代に金融危機と深刻なバランスシート調整を経験したわが国の経験も踏まえつつ、以下で確認してみよう。

### 2. 現実的な金融行政の必要性

金融危機後に、金融機関に対する厳格な対応を求める動きが強まるのは、日本も経験済みである。例えば1995年後半から1996年前半にかけての住専処理問題を経て、金融危機

対応に公的資金を活用することを忌避する風潮が支配する情勢となった。この結果、1997年から1998年にかけて、より大きな金融危機が顕在化するなかで、too little, too lateと批判されるような対応とならざるをえなかった。

また1996年6月に金融三法の一つとして健全性確保法が成立し、1998年4月より米国にならい、銀行に対して早期是正措置が導入されることとなった<sup>19</sup>。各銀行が資産の自己査定を行い、適正な償却・引当てを行うこと、そして監査法人が銀行の財務諸表の適正化についての深度のある監査を行うこと、その上で公表された自己資本比率が一定比率以下であれば、直ちに所定の行政措置を講ずるという枠組みである。

しかし1997年後半以降、金融不安が拡大するなかでは、不利な事実の公表が銀行を一層苦境に追い込むことが懸念され、金融当局は個別銀行の経営状況の評価・開示に消極的とならざるをえなくなった。当時は、バーゼル規制も導入されつつあったため、早期是正措置やバーゼル規制が、金融機関の貸し渋りをもたらしているとの批判も高まった。

1997年11月の三洋証券の破綻時には、金融当局はインターバンク市場でのデフォルトが生じることを事前に把握しながらも、会社更生法による処理を是認した。しかしこのことは、短期金融市場の逼迫につながり、北海道拓殖銀行、そして山一証券の破綻につながったのであった。

ただわが国は、山一証券の破綻時には、法的処理ではなく自主廃業という形をとり、また日銀特融も活用することで、秩序ある破綻処理を実現させた。翌年の長銀、日債銀の破綻においても、一時国有化を通じて、金融危機の拡大防止に努めた。

これらの措置は、当時の切迫した状況に迫られつつ、急遽工夫されたものと言えたが、その後、2001年施行の改正預金保険法において、システミックリスク時の予防的公的資金注入を含む、金融機関の破綻処理法制が確立するに至った。

日銀の白川総裁も指摘するように、わが国において、このように国内危機の国際的拡大を抑止すべく、必要な措置が果敢に実行されたことは、今回の欧米発の金融危機と大きく異なる点である<sup>20</sup>。

金融庁の氷見野審議官も、「リゾルバビリティを確保しないままリーマンを破綻させたことは、今世紀における最も高くついた意思決定であった」とし、欧米が公的資金を利用した金融機関救済を否定する枠組を導入しつつあることについても、「完全なリゾルバビリティを確保できるまでは、ラストリゾートとして税金を利用することに関し、国民の理解を得るよう努力し続けるべきである」と警鐘を鳴らしている<sup>21</sup>。

またバーゼル規制の導入や早期是正措置のような健全性規制の強化は、合理性を伴う措置であるとしても、危機が進行する中での導入は、副作用も大きいことは、上記の日本の経験が示すところである。

国際金融協会のダラーラ専務理事は、EBAが2012年6月末までにコア Tier1を9%にす

<sup>19</sup> 西村吉正『金融システム改革50年の軌跡』金融財政事情研究会、2011年参照。

<sup>20</sup> 前掲の2012年1月のロンドンにおける講演参照。

<sup>21</sup> Ryoza, Himino, "Rethinking banking supervision", *Risk*, March 2012 参照。

るよう求めている結果、2012年7月まではデレバレッジの動きが続くとみていると述べた上で、「資産売却を半ば強制されるような状態が続けば、欧州域内に十分なお金を回し続けることが難しくなり実体経済が弱る。今最も重要なことは、欧州だけでなく各国の金融監督当局が新たな自己資本規制（バーゼル）を導入するタイムテーブルを少し柔軟に遅らせることだ」と主張している<sup>22</sup>。危機が終結したとは言い切れないことを考えると、こうした慎重な対応が必要とする声にも、耳を傾けるべきと言えよう。

### 3．事業再生、産業再生、成長戦略

バブル期に高まったレバレッジは、バブル崩壊後に、金融機関の不良債権、不良資産問題をもたらすが、金融機関の健全性回復を最優先とし、その処理を単純に急ぐことは、資金調達サイドに位置づけられる企業や家計、国家の苦境をより深刻としかねない。

わが国でも、金融機関の健全性を重視する立場からは、過剰債務を抱える数十の大手企業を「ゾンビ企業」として批判し、その退出を促すことが、日本の多くの業界が抱える過剰供給問題の解決にもつながるとの議論もあった。

しかしそうしたハードランディング型のアプローチよりも、ターンアラウンド型のアプローチ、すなわち改善余地のある企業についてはその再生を促していく方が、経済的・社会的コストも小さく、金融機関の健全化にもつながるといふ、産金一体再生の考えが、実際の政策においては重視されるようになった。

すなわち2001年4月6日に打ち出された緊急経済対策におき、金融再生と産業再生が提唱され、整理回収機構が企業再建に取り組むようになった。また2002年10月30日に発表された金融再生プログラムにおいて、産業再生機構の設立が盛り込まれた（2003年4月16日発足）。同機構は、問題企業の単なる延命につながらないよう、民間の事業再生専門家を主体として運営され、再生計画終了時に満たすべき生産性基準や財務健全化基準を予め明示し、その実現可能性を考慮して支援の可否を判断した。

また金融再生プログラムにおいては、リレーションシップ・バンキングの推進も盛り込まれた。これは、地域金融機関に対しては、主要行に対するような期限を区切った不良債権の抜本処理を求めず、地域金融機関が地域経済、地域企業の再生へのコミットを求めることを通じ、金融機関の健全化も実現させようという発想である。

わが国においては、従来、倒産イコール企業の終わりという受け止め方が多かったが、以上のような取組みに加え、民事再生法や私的整理に関するガイドラインの策定、担保や個人保証のあり方の見直し等も通じて、事業再生の発想が定着するようになった。

産業再生機構は、支援が順調に進展したため、5年の期限を待たず、2007年3月15日に解散したが、ここで培われたノウハウ、人材が、その後、わが国の事業再生活動のレベルアップに寄与している。

またリレーションシップ・バンキングは、当初はアクションプログラムの位置づけであ

<sup>22</sup> 日本経済新聞 2012年4月6日。

り、時限的取組みとされてきたが、2007年4月の金融審議会の答申を受けて恒久的な枠組みとして位置づけられることとなり、同年8月より金融庁の中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針に盛り込まれて今日に至っている。

以上のように、わが国は90年代以降の金融危機の進展を通じ、金融システムの健全化を追及するのみならず、事業再生、産業再生の推進を同時に行うことが重要であることを学んできた。

ただ同時に、こうした努力を通じても、経済構造の改革、生産性の向上が、必ずしも容易に実現するわけではないという現実もある。かつての金融機関の不良債権問題、企業の過剰債務問題は基本的に解消されたとは言え、一方で、財政赤字、高齢化、人口減少、円高、新興国の台頭といった事態はより進展している。さらに、世界金融危機、大震災・原発事故に直面したわけである。

そこでわが国の最近の動きとしては、困難に陥った企業の再生といったレベルではなく、2010年6月の「新成長戦略」や2011年12月の「日本再生の基本戦略」に示されるように、国家全体の成長戦略、再生戦略が打ち出されているところである。

#### 4. 米国版「貯蓄から投資へ」

以上のように、わが国の経験を踏まえると、バブル崩壊後のバランスシート調整期においては、金融の不安定性やデレバレッジに伴う景気下押し圧力に配慮し、金融システムの健全化を性急に求めるのではなく、現実的な金融行政が必要となる。また金融セクターの改革のみならず、バブル崩壊で痛んだセクターの改革につながる政策を同時に強化する必要がある。

後者の実現においては、新事業・新産業の創出、イノベーションの推進につながる成長マネーの供給が必要であり、その意味でも、前者の金融セクターの改革にあたっては、単なる規制強化の追求に陥らない工夫が欠かせない。

わが国の場合、2001年6月の「骨太の方針」で提唱された「貯蓄から投資へ」がそうした取組みであった。その後、自民党から民主党への政権交代もあったが、わが国のマネーフローのあり方を改革し、成長マネー、リスクマネーの供給を促すことが引き続き目指されており、「日本再生の基本戦略」においても、「新たな資金循環による金融資本市場の活性化」が掲げられている。

もっとも、金融危機後、個人金融資産に占める現預金の割合が増加するなど、過去十年にわたる取組みは成果をあげているとは言いがたい。こうした中、2010年6月には、日銀が成長基盤融資をスタートさせるなど、中央銀行がリスクマネーの供給を担う状況も生じている。これは非伝統的金融政策というより、産業政策の領域に踏み込む措置との評価もあろう。

ここはやはり民間セクターのリスクテイクが活発化していくことが望まれるところであり、従来が取組みが十分な成果につながらなかったことの反省に基づき、またこれ以上日銀依存に陥らないよう、新たな対策を模索していくべきと考えられる。

バブル崩壊後の経済への対応が始まったばかりと言える欧米においても、「貯蓄から投資へ」的発想が一部で語られるようになってきていることは注目される。例えばブラックロックのフィンク CEO は、現状、投資家は銀行預金のような短期的な貯蓄を増大させ、企業も多額の手元資金を保有しているとし、こうした眠っている資金を動かし、長期投資を刺激し、成長につなげる必要があるとしている<sup>23</sup>。すなわち、「我々が新たな世界におけるグローバルなチャレンジに対応するには、貯蓄家を投資家に転換しなければならない（“To meet our global challenges in this new world, we must, at every level, turn savers into investors.”）」というわけである。

そして彼は、資金を貯め込むばかりで、投資にまわさないことのコストを人々に理解してもらう必要があると指摘する。また、金融機関レベルでは、公的、私的な年金基金が契約者に対する責任を果たせるように、時代遅れで制約の多すぎる投資運用ガイドラインを見直す必要があると主張する。

さらに金融規制については、市場のコンフィデンスを高めるような現実的な規制、長期投資を促すような規制が何であるかについて、金融コミュニティと政府がコンセンサスを形づくる必要があると指摘している。

一方、マッキンゼーは、*The emerging equity gap: Growth and stability in the new investor landscape* (McKinsey Global Institute, December 2011) の中で、エクイティへの将来需給を分析し、今後、グローバルにみてエクイティへの投資が不足する恐れがあるとしている。そして、確定拠出年金における自動化の普及やエクイティに不利な税制の見直しなど、貯蓄やエクイティ投資へのインセンティブ政策の必要性を提言している。

わが国の「貯蓄から投資へ」議論は、とりわけ米国の個人金融資産のあり方を一つのモデルとして語られてきた。その意味で、今後、米国が「貯蓄から投資へ」の重要性を認識していくとすれば、どのような施策を導入していくのか、注目されることである。

<sup>23</sup> ローレンス・D・フィンク「不安定な新世界、動かない資金 - 長期ビジョンとコンフィデンスの喪失」『フォーリン・アフェアーズ』2012年4月号。この記事の元となった講演は、米国外交評議会のサイトで閲覧可能である。