

金融危機の処理策とその代価

任 雲

目下、世界が大恐慌以来最も深刻な金融危機に見舞われている。アメリカ発の世界金融危機は、金融システムだけではなく、実体経済にも相当なダメージを与え、世界経済の同時不況をもたらしている。

今回の金融危機に当たり、アメリカ政府はすでに金融安定化法案を通過させ、公的資金で処理に当たっている。しかしどれだけの公的資金が必要か、最終的にどのような結果になるのかは、行き先が不透明のため、誰にも正確に予測できないことであろう。

IMF のエコノミスト Luc Laeven らは 1970-2007 年の間に世界各国で発生した金融危機について研究してきた。彼らは最新の研究成果 (Luc Laeven and Fabian Valencia, Systemic Banking Crises :A New Data base, IMF Working Paper, November, 2008) において、37 カ国で発生した 42 回の金融危機の処理方式と処理コストを分析し、いくつか興味深い結果を明らかにした。小稿は、Laeven and Valencia (以下 L&V) の研究結果の一部を紹介したうえで、今回のアメリカ政府の金融危機処理策と公的支出のコストを簡単に説明する。

1. 1970-2007 年の金融危機の一般像
まず、L&V の定義した金融危機は、システミックな銀行危機であり、一国の企業や金融セクターが大量に債務不

履行の状況に陥ったため、金融機関が予定通り債権を回収するのに極めて困難となり、その結果、不良債権が急増し、銀行組織全体の自己資本が毀損した状況を指している。その他に、L&V も通貨危機及び政府債務危機について定義した。

金融危機が発生する前に、上昇し続けてきた株価や不動産価格がいきなり下落する現象がよく見られる。また金利の急上昇、資本フローの逆流または流動性の減少もしばしば付随している。

その結果、定義に従って観察された銀行危機は 1970-2007 年に、全部で 124 件あった。通貨危機と債務危機もそれぞれ 208 と 63 件あった。なお、124 件の銀行危機の中に、42 件は通貨危機や政府債務危機とのツイン危機で、10 件はトリプル危機であった。ただし、124 件の銀行中に、政府の対応策、つまり金融危機進行中の封じ込め策とその後のより長期的な問題解決策をとったケースは、37 カ国の 42 件だけがより詳細に記録されており、そのため、L&V もこの 42 件のケースの研究に限定した。勿論、42 件のケースでは、先進国と途上国の両方が含まれている。

金融危機発生 of 初期的条件は、マクロ経済条件の悪化や不良債権率の上昇など様々がある。しかし L&V が指摘した信用膨張の問題はとくに重要であると思う。42 のケースにおいて、危機前

の3年間信用総量が平均的に30%増え、民間部門の信用総量対GDPの比も年平均で8.3%増えた。

銀行危機の処理手段には、発生したときの封じ込め手段とその後の本格的解決手段があるとL&Vが考えている。封じ込め策について、71%のケースは流動性拡大策をとり、29%は預金の全額保護(平均で55ヶ月)を実施した。また取り付け騒ぎを防ぐための預金凍結や銀行の休日停業などの措置をとるケースは5件だけで、過去より少なかった。

抜本的処理策について、規制の緩和や猶予がもっとも常用されている手段である。統計では67%が猶予の延長を行い、73%はブルードレンス政策(prudential regulations)を一時ないし部分的停止した。そして、政府の介入によるリストラは問題解決のため重要である。86%のケースでは、危機5年以内に政府の大規模な介入で銀行の閉鎖・国有化・合併などが行われた。また51%のケースにおいて銀行の外国資本への売却が実施された。銀行のリストラに当たって、48%は銀行整理機構を設立し、60%は資産処理会社AMCを設立した。

抜本的処理策のもう一つは、なんと言っても政府による資本注入である。危機後の3年以内に資本注入を行ったのは、42ケースの中に33件で全体の79%を占めている。政府の資金は11件が現金で、14件が公債で賄っている。資金注入の方式では、劣後債11件、優先株6件、不良債権の買い取り7件、銀行一般株の買い取り4件、政府信用の銀行適用2件、銀行債務保証3件

がそれぞれあった。もちろん複数の方式を採用するケースもその中に含まれている。

こうして政府は危機発生したときの封じ込め策と危機後の抜本的処理策を使って、危機からの脱却と経済の再生に努める。もちろん、通常の金融政策を実施するケースも多い。では、政府はそれらの対策を採るのにどれだけの代価を払うのか。また金融危機で全体の経済的損失は幾らになるのか。

L&Vの計算では、政府の資本注入の純コスト(回復段階で資産売却益を控除したものの対年間平均GDP比)は、平均的に6%であり、金融危機の対応に掛かる純財政コスト(回復後の収益を差し引く純コスト、危機発生以降6年間の集計対GDP比)は、平均で13.3%である。一方グロス財政コストは平均的に18.2%である。なお、金融危機処理の初年度、財政赤字が平均的にGDPの-3.6%を占める。

金融危機で生じた経済産出の損失(Output Loss)は危機発生以降の4年間に、毎年の実質GDPと危機前の成長トレンドで算出した潜在的GDPとの差と定義されている。ただしトレンドは危機発生前の3年間に成長率の最も低い年度の数字を用いる。その経済産出の損失は潜在GDPの比の4年間の合計を計算した結果、平均的に20%である。近似値で単純に言えば、金融危機が発生した国の4年後のGDPは発生しなかった場合と比べて1/5も少なくなる。このように、金融危機の代償が極めて大きいといえよう。

2. アメリカの危機対応策とそのコスト

今回の金融危機は、アメリカからヨー

ロッパを席卷し、その規模とインパクトは当然 1930 年代以来のすべての金融危機を遥かに上回っている。イギリス、フランス、ドイツ、アイルランドが去年の 10 月中旬ごろに発表した財政支援資金はそれぞれ 6910、6800、4920、5440 億ドルである。紙幅の制限よりここでヨーロッパ諸国の詳細を説明せずに、アメリカ政府の対応策と公的支出の状況だけを詳しく紹介しておこう。

アメリカにおいては、すでに 2008 年の 3 月に Bear Stearns 証券の破綻対策として 290 億ドル、9 月に入り政府系住宅金融公社 2 社に対して最大の 2000 億ドル、さらに AIG に対し 850 億ドルの融資が行なわれた。2008 年 10 月に通過した金融安定化法案は、最大 7000 億ドルを投じ、住宅ローンや住宅ローン担保証券など金融機関の不良資産を買い取るとの計画であった。金融安定化法案の具体的内容は以下の通りである。

銀行資本注入: 適格金融機関に対し、250 億ドルあるいはリスク調整後資産の 3% を上限に、計 2500 億ドルを注入。買い取りと引き換えに金融機関の新株取得権を獲得する

不良資産の買い取り: 財務省が金融機関から不良化したモーゲージ資産を買い取り。

銀行預金保護: 25 万ドルまで保証。破綻した銀行の預金支払いに向け財務省は預金保険機関に無制限で融資が可能。後に預金保護の上限の一時的撤廃を決定。

会計原則の緩和: 証券監督当局が時価会計評価の一時停止の権限をもつ。

流動性確保: FRB がさまざまなオペで最大 9000 億ドルの資金を供給。このほか CP の買い取り、AIG や JP Morgan など個別機関への融資。

金融安定化法案が採択されてから今年の 2 月 6 日までに、政府は数回に渡って全米の数多くの金融機関に公的資金を注入した。中には、JP Morgan, Citigroup, Wells Fargo, Bank of America はそれぞれ最高枠の 250 億ドル、Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley はそれぞれ 100 億ドル、また他の多数の金融機関は 100 万ドルから数十億ドルまで、合計 1955.6 億ドルの公的資金の注入を受け入れた。その他に、Citigroup は目標融資という特別なプログラムでさらに 200 億ドルの融資を受けた。なお、ABS 資産の買い入れにもすでに 200 億ドルが使われていた。(米財務省のホームページ、<http://www.treas.gov>, 2 月 14 日発表した報告を参照)

上記の政府の公的資金の支出額と法案前にすでに支出した資金の合計は、5495.6 億ドルに達しており、アメリカ 2008 年の GDP14.22 兆ドルの約 3.86% を占めている。

因みに、L&A によれば、1988 年アメリカの S&L 危機の処理に当たって、政府のグロスコストが GDP の 3.7% で、1400 社の S&L と 1300 の銀行の清算に掛かった資金が 180 億ドルで GDP の 3% であった。日本もバブルが弾けたあと、金融機関の不良債権の買い取りや資本注入をしたが、金額は不良債権の買い取りで 9 兆円強であった。比べれば、今回のアメリカの公的資金の注入は遥かに巨額であり、金融危機がいか

に深刻であるのかがわかる。また、アメリカの公的資金注入の殆どは去年の9月以後に実施され、対応のスピードはかなり早い。

しかし、金融安定法案の公的資金の残りが明らかに足りない。そのため、今月10日にガイター財務長官は追加措置として、新たな金融安定化策の基本構想を発表し、最大1兆ドルの不良資産買い取りやFRBの個人・企業向け融資拡大方針を示した。しかしエコノミストや専門家の間では、これでも足りないとの意見が多い。一部の米金融機関大手は健全性維持のために追加支援が必要になるとの見方が出ている。

2月13日付のNew York Timesの記事(Ailing Banks May Require More Aid to Keep Solvent)によると、ニューヨーク大学ビジネススクールのNouriel Roubini教授は「アメリカの銀行システムは事実上破たん寸前にある」と指摘し、金融機関の貸し倒れ損失や資産の市場価格下落による損失は3兆6000億ドルに達するとの見方を示し、これまでの2兆ドルという予想を修正した。明らかに金融業界の問題解決に向け、政府は今以上の役割を担う必要がある。

仮に追加的金融安定法案が採択されれば、アメリカの公的資金の投入は合計で2兆ドルを超えよう。これで財政のグロスコストはGDPに対して15%前後に達する。しかし今回の金融危機の深刻さと波及範囲の広さから見れば、最終的にこれを超える公算もあり得る。結局、アメリカは前節で紹介したこれまで30年間の金融危機の平均像と近い状態になるであろう。

また、周知のように、アメリカ政府は急

激に悪化している実体経済を立て直すために、金融安定策以外に、緊急経済刺激策計7870億ドルの法案を国会に提出した。その法案が採択されたばかりである。法案では、財政出動で大規模な公共建設を行うなどの項目が柱として盛り込まれている。オバマ大統領は早くも来週の早々にこの法案にサインし、速やかに実行に移ると宣言している。

アメリカの金融対策や景気刺激策による支出は今回の金融危機と不況から脱出するために必要不可欠であると思うが、アメリカの国民全体が、一握りの人間が操った金融資本主義の暴走の苦果を味わい、その金融危機の対価を高く払わざるを得ないことを考えると、本当に理不尽である。

なお、アメリカの今回の金融危機による経済産出の損失は、現時点では推測しにくい。ただし危機発生以前の成長率(2004から06年にそれぞれ3.6%、2.9%、2.8%)と比べると、危機発生の初年度2007年と深刻化した2008年の成長率はそれぞれ2%と1.3%で、かなり下降している。特に2008年の第4・四半期の成長率が年率換算で-3.8%で、1982年以来最悪な結果となっている。(米商務省経済分析局ホームページ<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>)。そして、大方の予想では09年の成長率はマイナスになる。L&Vの定義で経済の損失を計算すれば、間違いなく相当悪い結果になるであろう。

(2009年2月15日執筆)