

〔共同研究：現代の金融・証券市場構造〕

平成金融危機についての若干の覚え書

落 谷 硯 児*

はじめに

1. 変動相場制下の金融危機多発化について
2. 平成金融不況の規模とコストについて
3. 平成金融不況の長期化の原因について

はじめに

停滞と不安、既存システムへの不信感と閉塞感に充ちた1990年代がようやく幕を閉じ、新しい曙光が見え始めるかという微妙な時期である西暦2000年4月。思わぬハプニングでスタートした森新内閣は、6月解散を睨んで明るい景気見通しを次々と発表してきた。

しかし4月14日のニューヨーク株式市場の急落は、東京株式市場の不安売りを引き起し4月12日に2万833円を付けていた日経ダウ株価は28日には1万8000円を割り込んでしまった。このことは、ダウ225種銘柄の入れ替えという特殊要因があったにせよ、日本経済・金融の脆弱性（すなわち経済・金融の再生に対する市場の不信感・不安感の深さ）をまたもや露呈することになった。すなわち日本は1990年代の10年間でバブル崩壊による長期不況と金融危機に悩まされた挙句に、一種の自信喪失症に陥っているのである。

本年1月下旬東京出張時に立寄った書店のコーナーに積み上げられた書籍の題名にいささか興味をもって記録したメモを並べてみよう。「国正に滅びんとす」（中西輝政著、以下同じ）「日本の終わり」（竹内靖雄）、「日本あやうし」（井尻千男）「日本の危機」（桜井よし子）、「日本の生き筋」（渡部昇一）「失敗の教訓」（日下公人）「日本の危機の本質」（副島隆彦）「これからの日本をどうする」（筑紫哲也・福岡正行）、「日本

を滅してなるものか」（横山總三）、「自立できない日本」（桜井よし子・金美齡）「なぜ日本は没落するか」（森嶋通夫）「日本の失われた10年」（原田泰）以下略。

もちろんこのうちエコノミストが執筆しているのはごく一部であって多くは政治、社会、教育をふくめた日本の戦後システムそのものへの危機感を声高に訴えるお馴染みの論者達ではある。しかしエズラ・ヴォーゲルの「ジャパン・アズ・ナンバーワン」がさして違和感もなく迎えられた1979年とは何という様変りかといささか今昔の感をもよおした。まさに日本版「オンリー・イエスタディ」である。この様変りの根底に政治の混迷もさることながら、やはり平成バブル不況の深刻さと異様な長期化という経済的要因があることは何人も否定できないだろう。

本稿では当初、今次平成金融危機の特異性を主として先進国金融危機と比較しつつ、考察する予定だったが、体調その他の事情でその準備作業としての予備的覚え書きに止めざるを得なかった。以下ではまず1970年代以降に頻発した世界の金融危機の様相についてIMFのサーベイを中心に概観し、日本の平成金融不況の規模とコストについて主に米、フィンランド、ノルウェー、スウェーデンとの対比において検討する。最後に平成金融不況の原因や性格についての論者の見解を紹介する。

1. 変動相場制下の金融危機多発化について

戦後発生した各国の金融危機は無数といってもよいが、それが著しく伝播力 (contagion) を

*本学経済学部

増し危険度を増殖してきたのは1973年の変動相場制移行期以降であろう。

ここで一応IMFの分類方式に従って便宜的に金融危機(financial crisis)は通貨危機(currency crisis)と銀行危機(banking crisis)の2つの形態をふくむと考えておこう。両者は独立にも発生するし、複合的にリンクして発生するケースもある。さきの1997年以降のアジア経済危機は両者が結合した典型的なケースであるが、通貨危機(為替レート危機ともいわれる)は一般的に経済収支赤字累積国、すなわち債務国に発生しやすいことは自明であってその意味では日本では銀行危機はあっても通貨危機とは1980年代以降は無縁であったといえよう(逆に円高不況リスクは絶えずつきまとった)。

ブレトンウッズ体制成立後の金融危機についてみると発展途上国の通貨危機はむしろ日常茶飯事で局地的問題に止まり、それよりも1960年代のポンド危機、フラン危機、そして最大の通貨危機がドル危機であったように先進国の危機が目立った。いわゆる金融不安としては日本の証券恐慌(1964~65年、第1次山一倒産)、1970年アメリカの国際投信IOSの倒産からペンセントラル、クライスラー倒産危機などが目立つ程度で国際的波及の不安は限定されていたといえる¹⁾。

それが変容したのが1971年8月の金・ドル交換性停止(ニクソン・ショック)と1973年の変動相場制への全面移行、それに伴う世界的過剰流動性と物価騰貴、1973年末の第1次オイルショック(産油国の工業国へのリベンジ)であることは今更仰々しく言うまでもない。1974年6月には西独の個人銀行ヘルシュタット銀行の為替投機の失敗からの倒産がユーロ市場の信用不安へと拡大し、その中で米国フランクリン・ナショナル銀行などの大銀行が破綻した²⁾。1974年11月末には英国のセカンダリーバンキング危機(Secondary Banking Crisis)が勃発し、

1975年までイングランド銀行と民間銀行の共同救済活動(いわゆる life-boat operation)が展開された³⁾。

1979年第2次石油危機のケースでは1982年7月米国ペン・スクウェア銀行⁴⁾、イタリアのアンブrosiano銀行の倒産の後、1982年8月のメキシコ外貨支払不能危機が国際金融市場を直撃し、貸手の米銀への波及を恐れたFRB(ホルカー議長)が日欧中央銀行からの支援の下で、IMF、BIS経由の緊急融資と支払猶予を以て危うくこの危機を切りぬけた。これは70年代移行の途上国累積債務問題の深刻化とアメリカ発の世界的異常高金利が臨界点に達したためでまさに危機一髪の瀬戸際作戦であった⁵⁾。

アメリカ株式市場は1982年8月に776.92の安値(ダウ工業株30種)をつけた後、7月以降12月まで合計7回の金利引下げを好感して史上最大の反騰を記録し、長期的上昇局面に入った。しかし1982年に始まったエネルギー不況の影響は大きく、ペン・スクウェアに大口融資していたシーファースト銀行の破綻(1983年始め、7月バンカメリカ銀行による吸収合併)、アメリカ第9位の大銀行コンチネンタル・イリノイの破綻と公的資金投入による大規模救済(1984年5月)などの銀行危機が起っている。そして続いて発生したのがあの1987年10月19日のNY株式大暴落(Black Monday)であり、1985年~1990

3) 拙稿「1973~75年英国銀行恐慌再論—いわゆる Life-boat operation をめぐって」『証券研究』58巻、1979年7月。

春井久志「金融自由化と金融秩序(1)(2)—イギリスのセカンダリー・バンク危機の背景」他多数文献あり。

4) Mark Singer, *Funny Money*, 1985.

三原淳雄訳『銀行崩壊—アメリカ銀行界を揺るがした日々』徳間書店、1986年。他多数あり。

5) 拙稿「1982年国際金融危機の性格と特徴」『証券経済学会年報』第18号、昭和58年5月。

竹内一郎・香西泰編『国際金融不安』第3章、有斐閣1984年4月。なおこの期のメキシコ、ブラジル、アルゼンチンのいわゆる「債務御三家」に対するIMFの救済の代償としてのコンディショナリティ(融資条件)の苛酷さが借入国の反発を引き起していたが、これが1997年アジア通貨危機をめぐってのIMF批判の伏線となっている。

1) 松井和夫『国際投信IOSの危機とその背景』証研資料、(財)日証研、昭和45年6月27日刊。

2) 拙稿「世界を揺るがす銀行倒産の波」週間東洋経済臨時増刊『金融と銀行』昭和49年10月9日。

年頃にかけてピークに達した米国中小銀行の経営破綻（1980～1994年にかけて約1600行）および同時期に展開した中小貯蓄金融機関（Saving and Loan Association, S&L）の全般的危機と大々的な公的資金投入による預金者救済である。まさにこの時期は戦後アメリカを見舞った最大の金融・銀行危機であった⁶⁾。

1990年代に入るとアメリカの危機終息から景気回復、株価の長期上昇が継続するのと対照的に1991年から1993年にかけて北欧3国（スウェーデン、フィンランド、ノルウェー）の銀行危機と公的資金による救済劇が展開し、イギリスでも1991年7月から1992年にかけて Mini Banking Crisis が再発したが規模からみると前回のセカンダリー・バンク危機よりかなり小さかった⁷⁾。

イギリスではそれ以外でも1984年のジョンソン・マッセー銀行の倒産、1991年7月の BCCI 倒産、1995年2月のベアリングス・グループ（名門マーチャントバンク）の破綻などの金融破綻が相次いでいる。また大陸のフランスでも1994～95年にかけて国営大銀行クレディ・リヨネに対する公的資金による救済という銀行危機が発生している（スエズ・グループ他の大銀行グループも不動産関連不良債権による損失を計上）。

このように変動相場移行後の世界的物価騰貴（2回のオイル・ショックはその構成要因）と為替変動リスクの急増という新しい要因によって金融不安定性が上昇し、通貨危機および銀行危機をふくむ金融危機が多発することになったと思われる。

1992～93年のヨーロッパ通貨危機（ERMからの英、伊の離脱、北欧3国の変動相場移行、

スペイン・ペセタ（3回）ポルトガル・エスクード（2回）、アイルランド・ポンドの切り下げなど）につづき1994～95年の南米「テキーラ」通貨・金融危機、そして1997～98年の東アジア通貨・金融危機、さらに1998年5月～11月のロシアの対外支払不能危機とアメリカの巨大ヘッジファンド LTCM 救済事件、同年9～11月のブラジルの対外支払不能危機という国際金融システム崩壊の一大危機が連続して発生したことはまだ記憶に生々しい⁸⁾。

これらの多発型金融危機について IMF は一連のサーベイを行なっているが、1998年5月版の World Economic Outlook（年2回定期刊行）の第4章「金融危機：その性格と脆弱性指標」で各国別の通貨危機、銀行危機の発生頻度とその処理コスト、脆弱度（vulnerability）の指標を分析している。

図1は1975年から1997年に至る20世紀末の4半世紀の通貨・銀行危機の発生回数を示したものである。この間、通貨危機（為替市場における重圧を感応した回数）の件数は158件に対し銀行危機の件数は54件に上っている（認定方式は図の注参照）。そして通貨危機の頻度は調査年次の後半（1987～97年）よりも前半部（1975～86）に多く、とくに1970年代半ば（石油危機等の外部ショックの影響）とラテンアメリカ債務危機を反映して1980年代前半に集中している。これに対して、銀行危機は逆に1987年以降に多発の傾向がみられる。同図では類型毎にさらに先進国別とエマージング市場別に色分けしているが（濃色…先進国、淡色…エマージング市場）、明らかに先進国の危機発生頻度は、エマージング市場諸国よりも少ない。通貨危機発生頻度（incidence）はエマージング諸国では先進国の2倍であり、銀行危機の頻度は2倍以上になる。先進国の通貨危機はサンプル期間の前半に多発しているが、銀行危機は後半期に集中している。エマージング諸国の通貨危機発生頻度は前期、後期とも多発しているが、銀行危機は80年代前半と90年代に群発している。

6) 関連文献は無数にあるが省略。

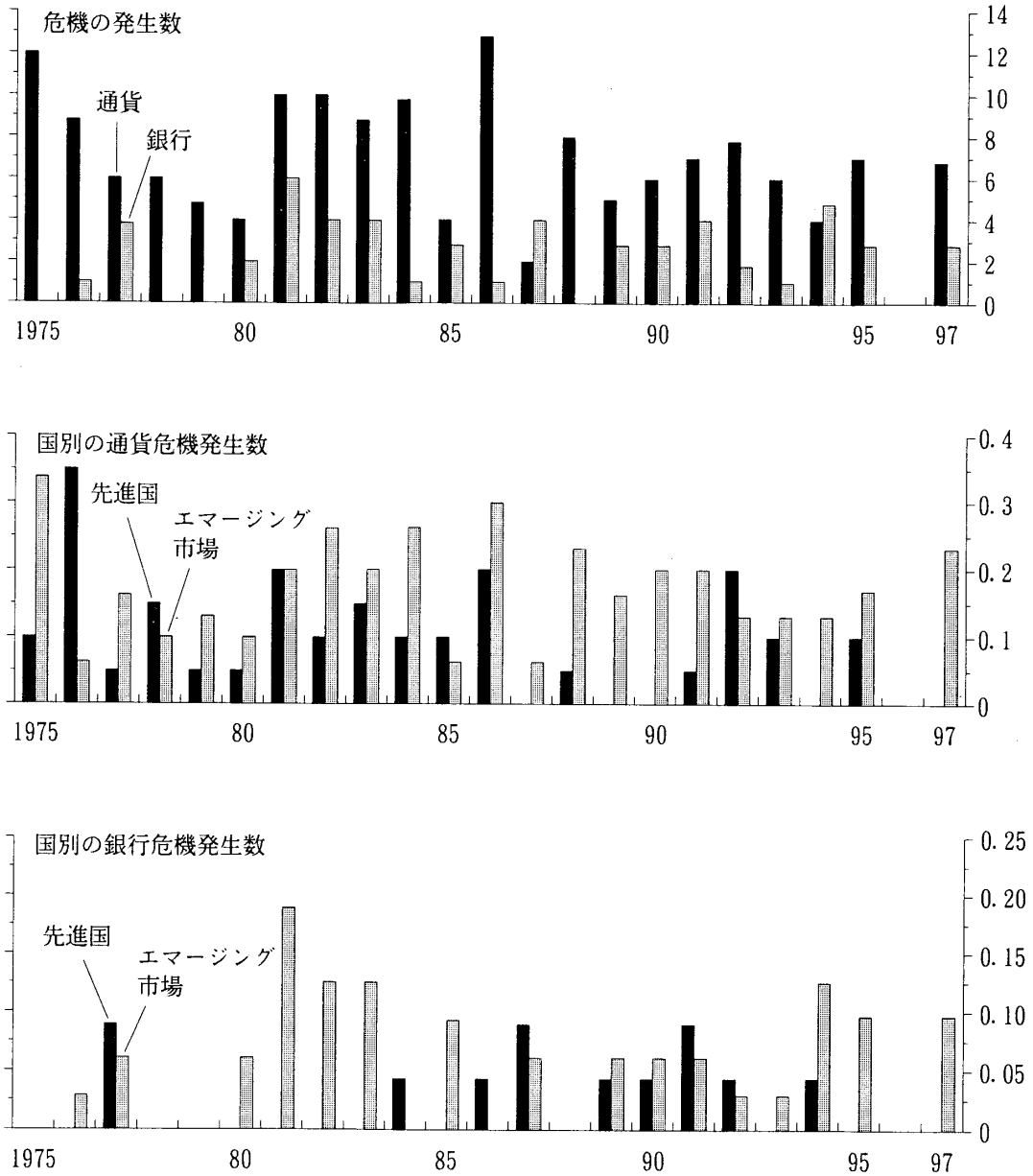
池尾 [1995] 59-82頁, 及能 [1998] 68-75頁, 菊池 [1999] 81-96頁参照。

7) 勝悦子「大手英銀の不良債権処理とイングランド銀行の第2次ライフポート・オペレーションについて」*Japan Reserch Review*, vol. 4. No. 4, 1994年4月。

勝悦子「イギリスにおける金融機関の不良債権処理について」『証券研究』vol. 110, 1994年8月。拙稿「北欧の銀行危機と公的救済活動」『商経学叢』近畿大学, 46巻第3号, 2000年3月。

8) P.クルーグマン [1999] 3, 5, 6, 7章, 榊原 [2000] 3, 4, 6, 11, 13-15章など参照

図1 1975年以降の通貨・銀行危機の発生頻度



(出所) IMF *World Economic Outlook*, 1998, May p.77

(注) 同一国において前回危機より18ヵ月以内に発生した危機は、前回危機の部分と見なし除外。

先進国の危機発生頻度が少ないのは先進国サンプル数が22国なのに対し、途上国サンプル数（主にエマージング市場諸国よりなる）が31国であることも反映しているが、やはり途上国の経常収支、対外ポジションが赤字になりやすい体質をもっていることと、金融システムも未成熟で脆弱性ははらんでいることの反映でもあるだろう。

これに対し銀行危機が先進国で後半期に多発している事は、アメリカ株式市場の過熱ぶりや

景気後退の接近を考えると何やら不気味な気もするが、IMFのサーベイは1980年代初期以降発生件数が増したのは「恐らくこの時期に多くの国で起った金融部門の自由化 (financial sector liberalization) と関連している」とのべているのが注目される⁹⁾。これは平成バブル発生の原因と関連するので改めて後段で検討しよう。

9) IMF, *World Economic Outlook*, 1998, May, p. 77.

表1 金融危機のコスト（産出額成長トレンドに対する実現産出額のロス額の推計）

	危機発生回数	回復までの平均期間 (年数)	危機における累積産出ロス (%ポイント)	産出額を伴った危機のロス (%)	産出ロスに伴った危機当りの累積ロス (%ポイント)
通貨危機	158	1.6	4.3	61	7.1
先進国	42	1.9	3.1	55	5.6
エマージング国	116	1.5	4.8	64	7.6
通貨クラッシュ	55	2.0	7.1	71	10.1
先進国	13	2.1	5.0	62	8.0
エマージング国	42	1.9	7.9	74	10.7
銀行危機	54	3.1	11.6	82	14.2
先進国	12	4.1	10.2	67	15.2
エマージング国	42	2.8	12.1	86	14.0
通貨および銀行危機	32	3.2	14.4	78	18.5
先進国	6	5.8	17.6	100	17.6
エマージング国	26	2.6	13.6	73	18.8

(注) 回復までの平均期間は GDP 成長率がトレンドに回帰するまでの期間の平均値。

(出所) 図1に同じ。p. 79。

もう少し IMF の調査結果を紹介しておこう。2つの種類の危機（通貨と銀行）が共通の発生原因をもつか、またはあるタイプの危機が他の型の危機を誘発するとすれば、ある国々がほぼ同時期に通貨危機と銀行危機の併発という事態を招くことはむしろ当然である。危機発生のタイミングをみると銀行危機が通貨危機に1年間先行したケースが13件あり、2年間先行した(同一年次に発生)したケースが10件ある。2つの危機が同時発生したケースは12件あった。これに対し通貨危機が銀行危機に1年間先行したケースが7件、2年間先行したケースが4件あったとされる。そして1980年代後半には2者同時発生のケースが増えており、上述の同じ年に2つの危機が発生した12件のうち10件が1989年以降のケースであるとされている。もっとも銀行危機の開始時点をいつにするかという点が困難であるとの但し書きがあるとおりに、日本の平成金融不況の開始時期を株価の急落が始まった1990年とみるか、地価下落が本格化した1991年とみるか（景気の山は91年4月）という問題もさることながら、金融危機の開始を1992年4月

の東洋信用金庫、東邦相互銀行の破綻時とするか、95年7～8月のコスモ信組、木津信組、兵庫銀行破綻時とするかなどは人によって異なるかも知れない（いわゆる平成金融恐慌というクラッシュ寸前の状況は1997年11月～1998年10月の時期だった）。

IMF のサーベイは続いて金融危機のコスト、危機の原因、通貨危機の伝播、脆弱性に対する早期警報指標などの分析を進めているが、これらについては日本の平成金融不況との関連で次節で検討することにする。ここでは差当り、変動相場制と金融危機多発との関連に焦点をあてておこう。

IMF の金融危機分析の時期は「ポスト・ブレトンウッズ期の危機分析」となっているとおり変動相場制移行機以後の1975年以降についてである。図1および表1にみる如くサンプル国53国（ただし通貨危機では米・独は除外）で22年間の危機発生回数が213回にのぼっている。平均すれば一国が5年に1回は危機に遭遇する勘定になる。第1図で気になるのは1985年以降1994年にかけて先進国の銀行危機が多発したこと

と、1995年以降発生が途絶えていること（除日本）である。

福島清彦氏（野村総研）は最近著『暴走する市場原理主義』（2000年2月刊）において「行き詰まった変動相場制」を批判し、「アメリカ流の市場原理主義と相場安定のために国際的な政策協調をしない変動相場制の結果、巨額の投機資金が地球上を徘徊するようになり、アジアに続いてロシアも倒れてしまった」……「1988年以降、円レートの変動巾は大きくなっている。年間の変動率が20%を超えることさえ珍しくない。……なかでも98年10月7日から8日にかけては1日で20円以上振れた」と国際金融市場のカジノ化を歎いている¹⁰⁾。つまり為替相場の変動巾の拡大がデリバティブ取引の繁昌に直結し、それがハイリスク・ハイリターンを売りものにするヘッジファンドの大流行を招き、1997～98年のアジア、中南米、ロシア破綻危機、LTCM やタイガーファンド破綻を準備したというわけである。同様な見解をとる人は榊原英資氏（市場原理主義、サイバー資本主義なる用語の発明者）を始め多数いるが、この辺で日本の平成金融不況に論点を移さねばならない。

2. 平成金融不況の規模とコストについて

まず最初に今次平成金融不況が日本の資本主義経済のスタート以来最大級の長期的不況であることの確認から始める。「金融行政の敗因」「マネー敗戦」「日本の失われた10年」「平成不況10年史」「日本経済喪われた10年」¹¹⁾などの書籍、論文のタイトルが示すように「バブルの80年代」と様変りの「不況の90年代」だったが、これに比肩する長期不況といえはいうまでもなく1920年（大正9年）～1932年（昭和7年）の大正バブル崩壊後の大正・昭和不況である。この期間には反動恐慌（1920年）、関東大震災（1923年～大正12年）、昭和金融恐慌（「失言恐慌」の別称、1927年～昭和2年）、金解禁恐慌（1930年～昭和5年）という3つの恐慌と1つの大災厄をふく

んでいる。ほぼ13年間におよぶ長期不況だが、これには日本内包の脆弱性、バブルの反動、震災手形処理先送り、政党間の政争による処理案の遅延、金本位制復帰という政策ミス、国際競争力の弱さから来る対外収支の赤字体質という内部要因の他に、両大戦間期の世界大不況（とくにアメリカの大恐慌）という外部ショック（とその予測ミス）が大きなマイナス要因となって、当時の新興（エマージング）工業国日本に重圧を加えたのである。

しかし今回の平成不況は成熟工業大国で経常収支は大黒字、世界最大の債権国、個人金融資産1,300兆円という状況で、世界景気もアメリカ・EUを柱にまあ順調（アジアも回復）という外部環境のなかで発生した「内発型不況」である点が特徴である（ただし「マネー敗戦」の筆者に従えば「内発」というより債務大国の繁栄を支えるための低金利がバブルの異常拡大を呼んだという意味で「外圧屈服型金融政策」が元凶といえるかも知れない）。

要するに今次平成不況は1920年代以来ほぼ70年ぶりの長期不況であり、深刻度においても金融システム崩壊の危機に複数回も見舞われたという点だけみても平成金融大不況の名に値する性格のものであることは疑いない（これらは10年を回顧して初めて言い切れるわけで愚者の後知恵か、既知者の特権といわれる性質のものである。ようやくこの大不況の終点が見えるだけの時間が経過して初めて不況の全貌の把握が可能となるわけだ）。

ではこの不況を他の諸国と比較してみよう。表2はIMFの資料によって19カ国（先進国フィンランド、日本、ノルウェー、スウェーデン、アメリカの5ヶ国、エマージング市場国14カ国）の1980年代以降の金融危機の持続期間、その財政負担（広義）コスト、不良債権比率（貸付総額に占める）を比較したものである。本表ですぐ気が付くことは日本のみ「未完の数値」すなわち1995年の数値のみが計上されていることである。他の国々は先進国では1993年（フィンランド）途上国では1996年（ブラジル）を以て危機を終了しているのに日本だけが1997～98年に

10) 福島〔2000〕70～71頁。

11) 伊藤光晴「日本経済喪われた10年」『This is 読売』1999年3月号、これ以外は単行本。

表2 国別金融危機とそのコスト、不良債権比較 (%)

国名	危機の時期	財政・準財政 ¹⁾ コスト	不良債権 ²⁾ 比較
Argentina	1980-82 1985	13-55 ...	9 30
Brazil	1994-96	4-10	9
Chile	1981-85	19-41	16
Colombia	1982-87	5-6	25
Finland	1991-93	8-10	9
Indonesia	1994	2	...
Japan ³⁾	1990s	3	10
Malaysia	1985-88	5	33
Mexico	1994-95	12-15	11
Norway	1988-92	4	9
Philippines	1981-87	3-4	...
Spain	1977-85	15-17	...
Sri Lanka	1989-93	9	35
Sweden	1991-93	4-5	11
Thailand	1983-87	1	15
Turkey	1982-85	3	...
United States	1984-91	5-7	4
Uruguay	1981-84	31	...
Venezuela	1980-83 1994-95	... 17	15 ...

注) 1) コストは財政負担コスト(広義)の対GDP比率。GDPは再建期間中の年平均額。

低い数値は直接銀行システムに注入された資金、融資、債券のコストの集計。

高い数値は為替レート補助金のようなその他の財政コストを含む。

2) 不良債権比率はピーク時における総貸付額に占める比率。不良債権の定義に国別相違あり。

3) 日本の推計は1995年のみ。公的機関による推計値は0.14%と3%にすぎない。

□ は先進国。

(出所) IMF *World Economic Outlook*, May 1998 p. 78。

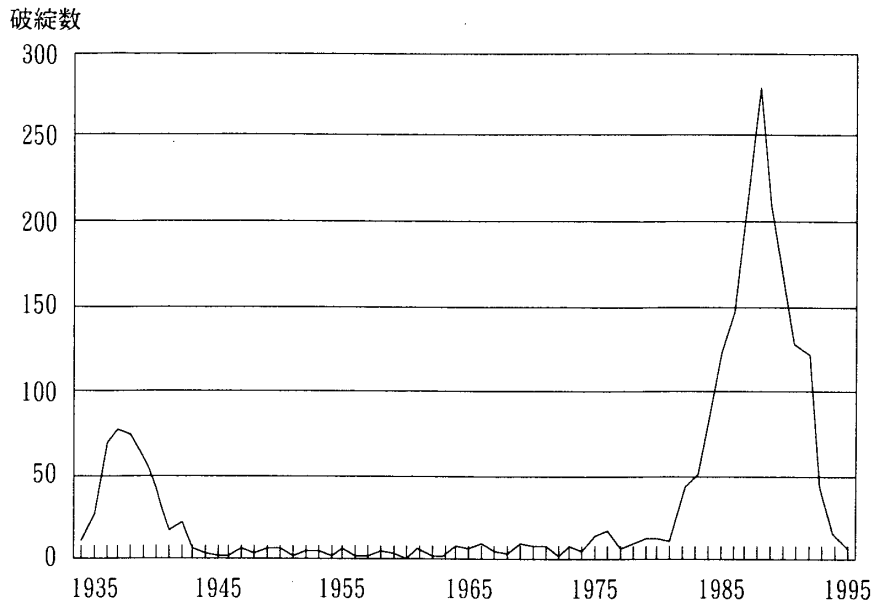
本格的危機が襲来し、財政コストがはね上ってしまうわけだ(途上国は1997~98年にアジア、中南米危機にさらされるが)。

危機の持続期間で一番長いのが中進国、スペインの9年(1977~85)でそれにつぐ2番目がアメリカの8年(1984~91)である。なお表1でみる通り通貨危機の回復期間が平均1.6年(通貨クラッシュで2年)であるのに対し、銀行危機の場合平均で2倍の3.1年、先進国の回復期間は4.1年と長いのはアメリカのウエイトが大きいからだ、やはり金融システム危機の克服は容易ではないことがわかる(産出額の逸失ロス

も銀行危機のケースが大きい)。

アメリカの1980年代銀行危機がきわめて深刻であったことは今では過去の物語としかみられていないが、図2、表3が示すように1980年から1994年までに1600銀行が閉鎖されるか、FDIC(連邦預金保険公社)の支援を受けた。同じ時期に貯蓄金融機関(S&L、その他)は破滅的な危機に陥り、1980年に4,039行あったS&Lのうち1,300行が破綻し、1,600億ドルの公的資金導入を余儀なくされている(RTC経由)。1991年にはシティコープなど大銀行が軒並み倒産の噂さえ流されたほどであった¹²⁾。

図2 アメリカの銀行破綻数の推移 (1934~1995年)



Note: Data refer to FDIC-insured commercial and savings banks that were closed or received FDIC assistance.

(出所) FDIC *Banking Review*, 1998 vol 11, No1. p.1.

表3 FDICの破綻処理の内訳

(件数, 比率%)

	ペイオフ	預金移転	買取り・継承	非閉鎖型 資金援助	合計
1971~80	19	0	57	7	83
81~85	41	11	226	22	300
86~90	55	124	717	49	945
91~95	20	32	227	29	308
合計 (比率)	135 (8.3)	167 (10.2)	1,227 (75.0)	107 (6.5)	1,636 (100)

(原資料) FDIC, *Annual Report* 各号。

(出所) 菊地英博 [1999] 91頁。

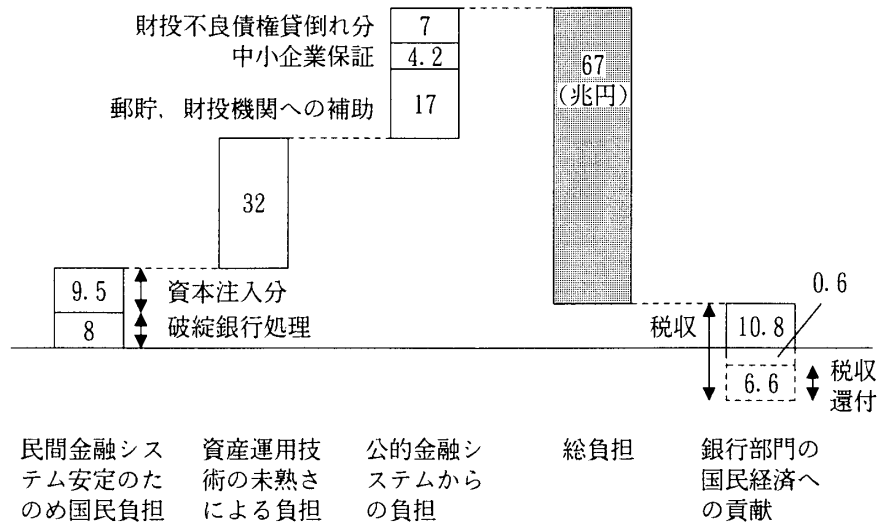
表2では金融危機のコストを財政負担コストに限定しているが、実際のコストの算定は仲々難しい。一例をあげると川本裕子氏(マツキンゼー)は「金融システム機能不全による国民負担」という概念から最近10年間の総負担額が67兆円に達するという試算を発表されている。その内訳は①金融システム安定維持のための国民

実質負担(破綻銀行処理8兆円, 資本注入のうち返戻不能分9.5兆円)計17兆5,000億円②資産運用技術・商品開発遅延分の損失32兆円, ③公的金融システムへの隠れ補助金の合計28兆円(郵貯・財投機関への補助)④以上の合計からの控除分として銀行部門から国への納付税金10.8兆円(税効果会計導入による還付金6兆6,000億円その他を差引いたネット額)の合計値からなっている(図3)。

本来は銀行危機の経済的コストの算定にはこ

12) アメリカの銀行危機およびS&L危機の文献は数え切れない程あるが、ここではごく一部を除き一切省略する。なお注6)参照。

図3 金融システムに対する国民負担の試算（最近10年間）



(原資料) 日銀資料, 大蔵省資料, 預金保険機構資料, 全銀協資料, 新聞雑誌報道など
 (出所) 川本裕子〔2000〕21ページ。

表4 金融安定化の公的資金枠60兆→70兆

早期健全化勘定	金融再生勘定	特例業務勘定	一般勘定
・資本注入業務	・特別公的管理やブリッジバンクの業務運営	〔・ペイオフコストを超える分の資金贈与 ・破綻金融機関の不良債権買い取り〕	〔・ペイオフコスト内の資金贈与〕
政府保証枠25兆円 (77,289)	政府保証枠18兆円 (35,186)	交付国債 7兆→13兆円 政府保証枠 10兆円 (15,481) (33,826)	政府保証枠 2兆→4兆円 (-)

(出所) 竹川正記「銀行の破綻処理；金融安定化という甘い仕組みの下で消えてゆく多額の血税」『エコノミスト』臨時増刊（図説日本経済 2000）2000年2月7日号，65頁。

(注) カッコ内は99年11月15日現在の公的資金の使用額。単位億円。特例業務勘定は上段カッコ内が交付国債の償還額。黒ネット部分が今回拡充される部分。

うした方法が望ましいだろうが、国際的な比較はきわめて難しい。従ってもっとも単純でわかりやすい財政負担額の対GDP比率を比較することになる。ところがこれも簡単そうで実際はきわめて難しい。

日本のケースでみると、これまでに金融システム安定化のための公的資金枠70兆円が設定されているが、これはすべて政府保証枠であって、このうちから都銀・地銀等の自己資本増強のための資本注入（優先株購入等）、破綻金融機関の預金保護のための資金贈与や、不良債権買取り資金（合併援助金もふくむ）、長銀処理による債務超過分の穴埋め等（4兆円超）の現実の支出

ないし損失金が計上されてゆくことになる（表4，表5，図4参照）。

しかしこれが最終処理コストではない。資本注入分の優先株や劣後債は順調ならば配当収入が見込める投資金融資産であり回収可能である。すでに東京三菱銀行は2月末に公的資金として注入をうけた永久劣後債（98年3月）1000億円を前倒し返済し（買入価格1005億6,000万円）、新たに誕生する三井住友銀行も2004年度までに1兆5000億円の公的資金を前倒し返済で半減させる意向を表明している。もっとも長銀のリップルウッド譲渡に当っては1,300億円の優先株（98年3月注入，1億株）のうち1/3に当る400

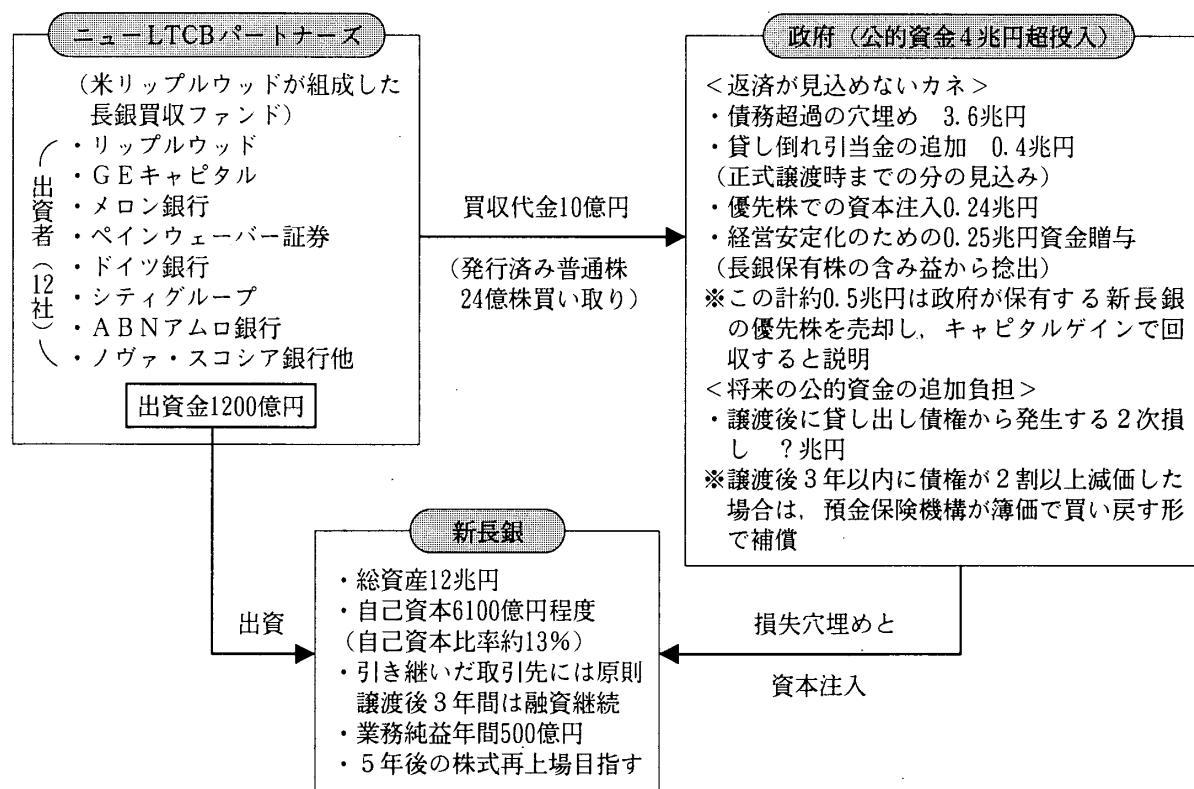
表5 金融再生法による破綻処理銀行（99年12月末現在）

破綻認定日	公的資金投入額	受け皿の行方
日本長期信用銀行 98年10月23日	約4兆円	米リップルウッドに内定
日本債券信用銀行 12月13日	3兆円超	ソフトバンクが中心の国内3社連合や米リーマンなど4グループ
国民銀行 99年4月11日	1246億円	八千代銀行に決まる
幸福銀行 5月22日	2980億円	大和銀行グループが検討
東京相和銀行 6月12日	3816億円	米リーマンなどが検討
なみはや銀行 8月7日	2874億円	大和銀行グループが検討
新潟中央銀行 10月2日	835億円	地元の地銀、第二地銀

※公的資金投入額は損失穴埋めに使われ、受け皿への譲渡の段階で国民負担として確定するもの。日債銀以下6行分は、現在までに判明している債務超過額で今後、譲渡時に貸し倒れ引当金の追加などで拡大する可能性がある

（出所）表4に同じ。

図4 長銀譲渡スキーム



（出所）表4に同じ。

億円の政府保有株式がゼロとなり、最終損失となる（今後譲渡が予定される日債銀も巨額の損失負担が見込まれる）¹³⁾。

さらに整理回収機構等に譲渡された不良債権

13) 長銀処理については国辱的大失敗だとの批判が高まっている。

・小田淳「長銀売却初めて暴く『国辱』の真相，リップル譲渡で喰われた国富4兆円」『文芸春秋』2000年5月号。
 ・覆面官僚X「長銀処理愚者たちの選択」『文芸春

の回収実績によっては公的資金の最終処理コストは大巾に減少する可能性もあるが、その最終決着には今後かなりの時間が必要である。したがって公的部門の金融システム保持のためのコスト（国民の納税負担コスト）は(1)システム維持のための政府保証枠、(2)実際の支出金額、(3)不良債権回収済み、資本注入返済後の最終コストの3種の数値を比較しなければならない。

アメリカのケースでは1986～92年にかけてS&L倒産激増のため預金保険が枯渇し、1989年に設立された整理信託公社（RTC、期限5年の時限機関）が747件のS&Lの破綻処理を行なった。そのための財政負担は最終的に3,000億ドルを超えると大騒ぎになったものの（1989～90年の米マスコミ報道過熱）、結局実際の支出額は1,600億ドル、その後約400億ドルが回収され、1995年12月のRTC解散までの最終コストは1,246億ドル（約15兆円）となった¹⁴⁾。

次にほゞ日本と同時期に深刻な銀行危機に直撃された北欧3国についてみると、ノルウェーの場合、GDPの3.3～4%、実支出額2.6%という数値が推計されている。3国のうち一番コストが大きかったフィンランドは政府の民間銀行に対する債務保証までふくめるとGDPの15.6%、保証を除いた支援額はGDPの9～10%に達したとされている。最後にスウェーデンは債務保証をふくめた負担額はGDPの6.3%、実支出は4.3%とされているが不良資産の回収と国有化銀行の再民営化が順調に進んだために最終処理コストはGDPの2.1%～0.6%に収まると推計されている¹⁵⁾。

以上を念頭においてもう一度表2を振り返ってみよう。この表はほゞ政府による支援設定枠に

秋』1998年11月号。

・丹治幹雄「長銀処理、説明責任果せ」『朝日新聞』2000年3月20日、他多数の記事・論説あり。

14) 菊地英博、[1999] 90頁他を参照。

15) 北欧については拙稿「北欧銀行危機と公的救済活動」『近大商経学叢』2000年3月号、および文末の参考文献を参照されたい。なお菊地（参考文献）146頁参照。

原田泰 [2000] 17～18頁でスウェーデンとノルウェーを比較し、ノルウェーの不良債権処理が優っていたとしているが、これと反対の評価もある。

よっていると思われるが、日本の70兆円という資金額は1998年の名目GDP、498兆4,000億円の14%に相当する。すなわち日本の90年代銀行危機はその持続期間においても、公的資金の負担コストにおいても世界最悪のケースとなることにほゞ間違いあるまい（韓国のケースでは公的負担はGDPの15%に達している。IMF Survey, March 6, 2000, p.79）。まさに「金融敗戦」「マネー敗戦」であり、「失われた10年」といわれてもじっと我慢する以外に仕方がないであろう。

3. 平成金融不況の長期化の原因について

まずこの平成不況が1980年代に形成された巨大な資産バブルの崩壊現象であると共に、戦後日本経済の成長を支えてきた日本型金融システムの構造（官民癒着の護送船団方式等）が機能しなくなったことが根底的な問題である。

以下ややアトランダムであるが諸識者達の見解から今次不況の性格を形成してみよう（ただし実物的要因については今回は除外）。

まずバブルの定義についてだが標準的な考え方にはあまり大きな意見の対立はない。この面では1992年1月に早くも『バブルの経済学』¹⁶⁾を著した野口悠紀雄氏の定義がいまでも通用すると考える。本書によれば「バブルとは現実の資産価格のうちファンダメンタルズで説明できない部分を指す」「実際の資産価格とファンダメンタルズ価格との差は『バブル(泡)』と呼ばれる」（同書57頁）として以下「資産価格の決定理論」「ファンダメンタル価格」の決定式が紹介されている。バブル崩壊まで予想にくみ込んだ確率的モデルによる決定式までも含んだ7箇の数式があげられているが、基本は「資産価格は収益と利子率であらわすことができる」ということである。今次バブルの主役となった株価については「配当還元価格」、地価については「収益還元価格」がそれに当る。

厄介なのは収益、利子率の変動によってファ

16) この本は演習のテキストとして使用させてもらった。参考文献表のうち数冊は演習その他で利用させてもらった。

ンダメンタルズ価格が変化してしまうことである。つまり「金融緩和による資産価格の上昇は…バブルではなく、ファンダメンタルズ価格の変動と考えられている」(同55ページ)。

今次バブル不況を起した主犯の有力な1つが「日本銀行の金融政策」の失敗とされている。『日本の失われた10年』の著者、原田泰氏はその点でもっとも手厳しい。すなわち第1章で「金融政策の失敗が最大の理由」との小見出しの下で「10年を失った直接のもっとも大きな理由は金融政策の失敗である」(同書9頁)と一刀両断している。少し敷衍すると「バブルを引き起し、その後始末のために急激な引き締めを行い、かつ不良債権処理を先送りしてきた金融政策の誤りと、バブルに浮かれてなすべき構造改革を怠ったことにある。ただし構造改革の怠りは70年代からのことで80年代来からのことではない。したがって90年代の停滞のかなりの部分は金融政策の誤りによってもたらされたものである」(同21頁)。そして第2章は「金融政策はなぜ失敗したのか」の全面展開である。現在我国では徹底的な規制緩和・マーケットメカニズム信奉論者(榊原氏による「市場原理主義者」と反グローバル・スタンダード主義者(東谷暁, 福島清彦氏ら)との意見対立が明確化しているが、前者の一方の旗頭である竹中平蔵氏(慶応大)は『日本の失われた10年』の書評(エコノミスト誌, 2000年1月25日号)において本書を全面的に評価している。

しかしこれは過度に日銀を悪者に仕立てることにならないか。一貫してドルを支えつづけた対米協調路線が「マネー敗戦」の主犯であるというのが吉川元忠氏の主張だが、日本の機関投資家が膨大な為替差損を累積しながらなおジャパン・マネーで米国債を買いつづけた理由について吉川氏はいう。「ドラッカー氏にとっても『謎』であったジャパン・マネーの米国債購入について、じつは二つの意外な動因があった。その一つはきわめて特殊日本的な政・財・官の関係である。』護送船団方式の下での大蔵省の行政指導である。「80年代の後半にはアメリカの長期国債の入札が近づくたびに大蔵省の担当者か

ら電話が入ったという」さらに「第二の動因、すなわち80年末にかけてのバブルの含み益」が対米投資を支えるバッファとなった。日本の超低利によって膨張したバブルは「アメリカにとっては逆に大きなメリットをもたらした」(同書80~83頁)。

もう一つの傍証をあげよう。「バブル期の日銀金融政策」を徹底検証した一ノ瀬篤氏(岡山大)は三重野日銀副総裁(1985~1989)をリーダーとする日銀国内派が米国経由の大蔵省からの日米協調利下げ(86年末以降はもっぱら日欧の金利引下げを要求)要求に対し一貫して抵抗したことを明らかにしている(『激動期の日本銀行金融政策』第6章164頁~181頁)。何のことはない、大蔵省こそが超低金利政策の主犯ではないかというのが正直な感想である。

この点でむしろユニークなのは奥村宏氏(中央大学)である。

平成バブルの始期について綿密な検討を行なった一ノ瀬氏は、1984~85年をバブル膨張の初期段階、86~89年を本格化段階と規定しているが(同書185頁)、宮崎義一説では1983年秋(第一局面)~1988~89年(第二局面)であり、野口悠紀雄説では1986年が始期となる(プラザ合意による金融緩和)。これらの説に対し奥村氏は1970年代半ばごろからすでに株価も地価もバブル化しているとみる。そして日本のバブルはガルブレイスのいうように歴史的必然現象ではなく、その発生の真犯人は「法人資本主義」という無責任資本主義だという。その理由は1960年代の資本自由化・乗取り防止対策としての安定株主工作による株式相互持合いが市場の株式供給を減らし「ファンダメンタルズから遊離」した株価上昇をもたらしたとするのである(金融緩和および日本独特の「含み資産経営」が増巾装置として作用)。この奥村説はバブルの原因を「構造的要因」に求める構造改革派に属し、「政策ミス主犯説」とは力点を異にする(『論座』1998年10月号26~37頁)。この他要因として列挙だけしておく、80年代に金融のグローバル化と金融自由化といった市場原理主義にもとづく「規制緩和政策が、間接金融型貸付けビヘ

イピアの継続に危機感をもったもった大銀行のハイリスク信用市場（不動産・流通等）への攻撃的拡張をもたらした」という立場である。この規制緩和が無謀な信用拡張を誘導し、不動産・株式価格のバブル化と結末としての銀行危機をもたらしたというのは北欧のケースの説明としては一定の説得力をもっており、B I S 年報（1993年版）も「備えなき規制緩和」（たとえば自己資本比率規制やそれにもとづく早期是正措置規制などのいわゆる健全性規制の欠如）の危険さを強く警告するようになっている（IMF、B I S とも健全性規制の強化を一層意図している）。

次に何故に平成バブル崩壊不況の被害、損失がこれ程大きくかつ長びいたのかというのが大きな問題点として浮上している。

これにはバブルそのものが大きく成長しすぎたために崩壊（反動）のスケールも大きくなったという説もあるが、結局それは引きしめ政策が遅きに失したからだという政策失敗説に還元されるかも知れない。

次に橋本内閣によるデフレ政策を主犯とみる立場（例えばリチャード・クー氏）がある（リチャード・クー〔1999〕170頁以下）。筆者もこれを失敗とみる立場だが、これだけを強調すると、それは不良債権処理を先送りする政策を容認するのかという反批判を受けることになる。

これに対し最も有力な説明は、政策当局・銀行経営者が一体となって不良債権処理を先送りし「株価・地価の下落の防止を図ったことが景気の回復をおくらせた」とする見解である¹⁷⁾。

この立場は今のところほとんど定説化している感があるが、その場合のハードランディング抑止の方式と、処理後の地価下落の損失負担は誰に転嫁されるのかなどの問題点がある¹⁸⁾。

これらについて筆者の見解を呈示する義務があることは十分承知しているが、今回は時間的制約のため次の課題として残させていただくこ

とにする。（一つのヒントとして野口氏が示した「合理的バブル」の考え方をもっと追跡することと、「マネー敗戦」の考え方から日米協調路線およびB I S 規制への対処方式を再考察してみる予定）。

参 考 文 献（邦語単行本のみ）

- 竹内一郎、香西泰編『国際金融不安』1984年4月
宮崎義一『複合不況』中公新書 1992年6月
クリストファー・ウッド、植山周一郎訳『バブル・エコノミー・日本経済衰退か再生か』共同通信社 1992年9月
野口悠紀雄『バブルの経済学』日本経済新聞社 1992年11月
安田隆二、川本裕子『日本金融再生への提言』1993年1月
佐和隆光『平成不況の政治経済学』中公新書 1994年1月
二上季代司編『日本型金融システムの転換』中央経済社 1994年5月
小野善康『不況の経済学・甦るケインズ』日本経済新聞 1994年6月
小口義行、小西一雄『ポスト不況の日本経済・停滞から再生への構図』講談社 1994年7月
高尾義一『平成金融不況－国際経済危機の中間報告』中公新書 1994年11月
三重野康『日本経済と中央銀行・講演録』東洋経済 1995年4月
鈴木淑夫『円デフレとドルインフレ、畏にはまった経済大国』東洋経済 1995年6月
池尾和人『金融産業への警告』東洋経済新報社 1995年9月
相沢幸悦『日銀法25条発動－平成金融恐慌から学ぶもの』中公新書 1995年10月
後藤新一『銀行崩壊』東洋経済 1995年11月
吉野俊彦『昭和恐慌は再来するか・歴史派エコノミストの視角』1995年12月
小塩隆士、岸本達士『日銀ウォッチング・金融政策の実践的読み方』日本経済 1996年2月
水野隆徳『銀行復活の条件・アメリカ金融界の教訓に学ぶ』プレジデント社 1996年3月
中北徹、財部誠一『住専の闇』朝日新聞社 1996年3月
日本経済新聞社『金融破局か再生か・迫られる危機克服への決断』1997年6月
建部好治『土地価格形成論』清文社 1997年9月
日本経済新聞『日本が震えた日・ドキュメント97秋

17) 小寺武四郎「バブル後不況はなぜ長びくのか－再論」『関西学院大学経済学論究』1999年3月。1頁。

18) 西村〔1999〕87頁参照。

- 金融危機』1998年2月
高尾義一『金融デフレ』東洋経済新報社 1998年3月
リチャード・クー『金融危機からの脱出・沈みゆく日本をどう救うか』PHP 1998年3月
及能正男『金融不安』講談社現代新書 1998年4月
糸瀬茂『なぜ銀行を救うのですか・ポスト・ビッグバンの金融ビジネス』東洋経済 1998年6月
東谷暁『グローバルスタンダードの罨』日刊工業社 1998年6月
佐美光彦『大恐慌型不況』講談社 1998年7月
数阪孝志編『日本型金融システムの転機』東大出版会 1998年7月
岩田規久男『金融法延・墮落した銀行墮落させた大蔵省』日経 1998年9月
飯田経夫, 水野隆徳『金融敗戦を超えて』東洋経済新報社 1998年10月
小林和子編『繁栄と破綻・金融機関バブルのコスト』日本経済評論 1998年10月
斉藤謹一郎『現代デフレの経済学』PHP新書 1998年11月
佐藤章『ドキュメント・金融破綻』岩波書店 1998年11月
吉富勝『日本経済の真実・通説を超えて』東洋経済 1998年12月
吉田和男『平成不況10年史』PHP選書 1998年12月
東谷暁『BIS規制の嘘・アメリカの金融戦略と日本の転落』日刊工業 1999年2月
リチャード・クー『日本経済回復への青写真』PHP 1999年2月
榊原英資『市場原理主義の終焉』PHP 1999年4月
植草一秀『日本の総決算』講談社 1999年5月
加野忠『金融再編』文春文庫 1999年6月
ポール・クルーグマン, 三上義一訳『世界大不況への警告』早川書房 1999年7月
平田潤監修『21世紀型金融危機とIMF』東洋経済 1999年7月
日本経済新聞編『どうなるペイオフ2001年金融はよみがえるか』1999年8月
金融再生委員会『金融監督庁』宝島社新書 1999年9月
西村吉正『金融行政の敗因』1999年10月
軽部謙介, 西部智彦『検証・経済失政』岩波書店 1999年10月
塩田潮『金融蟻地獄・ドキュメント日米銀行戦争』日本経済新聞 1999年10月
菊地英博『銀行の破綻と競争の経済学』東洋経済 1999年10月
吉川元忠『マネー敗戦』文春新書 1999年10月
一ノ瀬篤, 角南英郎『激動期の日本銀行金融政策, 1971~89年』大学教育出版 1999年10月
野口悠紀雄『日本経済再生の戦略』中公新書 1999年10月
経済理論学会編『現代経済と金融危機』青木書店 1999年10月
原田泰『日本の失われた10年・失敗の本質復活への戦略』日本経済新聞社 1999年12月
福島清彦『暴走する市場原理主義』ダイヤモンド社 2000年2月
川本裕子『銀行収益革命—なぜ日本の銀行は儲からないのか』東洋経済新報社 2000年2月
石原慎太郎, 一橋総合研究所『国家意志のある「円」ドル支配への反撃』2000年2月
吉田和男『銀行再編のビジョン』日本評論社 2000年3月
榊原英資『日本と世界が震えた日』中央公論新社 2000年4月
伊藤光晴『日本経済の変容—論理の喪失を超えて』岩波書店 2000年4月
吉川元忠『マネー戦略—かくして日本経済は甦える』PHP 2000年5月
- 昭和恐慌関連文献 (※は重複掲載)
高橋亀吉, 森垣淑『昭和金融恐慌史』講談社学術文庫
中村隆英『昭和恐慌と経済政策』同上 1994年6月 (1967年)
佐高信『失言恐慌』駸々堂出版 1991年7月
木村昌人『高橋是清と昭和恐慌』文春新書 1999年10月
岩崎広明『昭和金融恐慌』東洋経済 2000年4月
※後藤新一『銀行崩壊』東洋経済 1995年11月 (後藤新一氏には他にも昭和金融史など多数の関連著作あり)
※吉野俊彦『昭和恐慌は再来するか』ダイヤモンド社1995年12月

Some Notes on the Heisei (Japanese) Financial Crisis

Kenji FUKIYA

Already a decade has passed since the Heisei economic depression began in Japan, and the nation has not yet succeeded in pulling the economy out of its slump.

Behind this serious situation is the fact that, since the global transition into the floating rate system in 1973, financial crises have arisen all over the world, in both developed and emerging countries. Financial crises can be divided into two categories: currency crises and banking crises. The International Monetary Fund (IMF) has been conducting a study of 53 developed and emerging nations, comparing the economies of each country with those of nations at the same level of economic development. Looking at data from 1975 to the present, the IMF has analyzed how frequently each country has been in crisis, the duration of each crisis, and the cost (escape loss against outturn) involved in pulling the country out of it.

This paper looks at the data collected by the IMF study and compares the information to the same type of data from Japan. From the results of the comparison, it can be inferred that Japan's financial crisis is the most severe and the longest in duration. Finally, this paper examines the reasons the Heisei financial crisis has become worse and attempts to provide an in-depth explanation of the worsening of the crisis.