

金融の自由化と金融システムの不安定性 — 日米英のバブルの発生と崩壊 —

千葉商科大学 清水 正 昭

はじめに—問題の所在

(1) 1980年代以降、新自由主義とグローバリゼーションが世界を席卷していく中で、世界各地でバブルの発生・崩壊と金融危機が頻発している。それらを通底している論理と金融危機を現実化させるメカニズムは如何なるものなのか？ また、現在求められている金融規制・監督制度はどのようなものであるべきなのか？

(2) 従来のバブル経済研究の動向と問題点

A) 市場規律の強化を強調する立場からの見解

金融の自由化・規制緩和が推し進められる中で、金融機関のリスク管理が甘くなり、市場の規律を逸脱して過度なリスク・テイクングを行なったために、金融機関の経営の健全性が損なわれバブルが引き起こされた。

→従って、こうした問題認識から、バーゼル規制や G20 協議に窺えるように、金融機関に市場の規律を遵守させるうえで必要とされる高度な国際基準の確立や規制の施行における国家間協調について、現在、様々な議論が行われている。

→しかしながら、バブルの発生と金融危機は、金融機関がたまたま市場の規律を逸脱して「経営の健全性」を無視したために発生した偶発的・例外的な現象では決してない。そうではなくて、今日のバブルの発生と金融危機の不可避性は、市場原理からの逸脱ではなくて、その原理の基礎上で説かれなければならない。

B) 他方、バブル・マネーが如何に発生したのか、という立場から問題に接近しようとする見解がある。(マルクス派?)

→しかし、仮に「バブル・マネー」の発生がうまく説けたとしても、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って、バブルの論理ではない。バブルは一般物価が安定している下で、資産価格（土地、株等）だけが異様に高騰する現象だから、個々の銀行行動にまで立ち入った分析が不可欠である。

⇓

バブルはいわばマクロ経済とミクロ経済の接点の問題

→したがって、問題は、グローバル経済化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、**sound banking** を旨とする銀行行動がどのように変容し、信用膨張メカニズムはいか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。

(3) sound banking を旨とする銀行行動の論理

「銀行経営の健全性」を示す指標として通常挙げられるものは、「流動性 liquidity」と「支払能力 solvency」である。

→したがって、銀行は流動性危機に対応するためにどのようにしてポートフォリオの流動性を調整し対処しようとしているのか、また、債務超過に対処するために如何にして自己資本の充実を図るのかが問題となる。しかも、金融の自由化が進展し、金融システムが大きく変貌していく過程で、それはどのようにして実現されるのか？

→金融機関はこうしたリスク管理を行うことができ初めてポートフォリオの多様化を実現することができ、収益資産・リスク資産をも取得することが可能となる。

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

(1) ロンドン金融市場の変貌と CCC による市場改革

1960年代にロンドン割引市場の外側に、自由で開放的な並行市場が急成長

→「金融市場における二重構造の定着」

→1971年9月 BOE は新金融調節方式 (Competition and Credit Control) を導入し、市場改革に乗り出す。その内容は、全銀行に対して、対象債務の 12.5%以上の適格準備資産の保有、特別預金制度の一般的適用、預貸金利協定の廃止、市中貸出規制の撤廃等によって両市場の統合を進め、金融調節は直接規制ではなく、市場メカニズムを活用。

(2) CCC のもとでの信用膨張メカニズム

A) 割引市場を介した銀行の新たな信用膨張メカニズム

a) 加速化するインフレとポンド不安が高まる中、72年末に引き締め政策が強化。銀行部門では準備資産の不足 (特別預金の徴求)

→銀行は「経営の健全性」を維持するために、並行市場からインターバンク預金の取り入れや CD を発行して流動性を確保し、それを割引市場からの適格準備資産 (コールローン・TB) の購入に用いて、最低準備比率 (12.5%) を確保

→銀行は割引市場を通じて新たに「準備資産を創造」し、それを槓杆としてかえって信用拡大

b) 割引市場では、各種適格準備資産を求めて大量の資金が流入

→割引商会は過大な資金を適格資産ではないが、流動性の高い資産(CD)で運用

→それを通じて、銀行の新たな CD 発行・並行市場からの資金調達が一層容易化

B) CCC による市場統合が進む過程で、両市場間で大規模な裁定取引が発生し、マネーサプライ急増

a) 1972年6月のポンド危機を契機として発生

短期市場金利の急騰→銀行の貸出優遇金利の適用先企業は当座貸越枠を利用して資金を調達し、それを並行市場で運用。

→他方、銀行は貸出増によって悪化する準備ポジションを是正するために、インターバ

ンク預金等を取り入れ、それを割引市場で必要とする準備資産の購入に用いることにより、最低準備比率を維持

→「メリーゴーランド」or「ラウンド・トリッピング」（銀行から流出した流動性は再び銀行に還流）

b) 1972 年末～73 年前半、二度目の金利裁定取引が発生

1972 年 10 月 BOE はバンク・レートを、市場金利連動型の最低貸出レート（MLR）に置き換えた。（MLR=前週金曜日の TB 平均入札金利+0.5% 但し、金利の刻み幅は 0.25%）

→MLR は TB レートの低下を反映して、72 年末(9.0%)から 73 年 6 月末(7.5%)までほぼ一貫して低下

→再び並行市場との間で大規模な金利裁定取引を誘発し、マネーサプライが増大

↓

こうして CCC のもとで厚みを増したインターバンク市場の基礎上で、新たに secondary banks が跳梁

《secondary bank の行動様式》

預金…インターバンク市場を通じて他行から調達した 1 年以下の定期性預金

貸出…貸出期間の固定された中長期の融資、という金融仲介業務に特化

→預金銀行のように、突発的な預金引出しと当座勘定に固有な返済期日の不確実性に対応するために、常に高い流動性を維持する必要性はない。

→流動資産に代わって、支払い準備を確保するために、幅広い多様な満期日を有する並行市場資産を保有

→secondary bank の経営原理はマッチング

→円滑なマッチングを可能としたのは並行市場そのものであり、資産サイドではとりわけインターバンク預金（「預金」と呼ばれているが、事実上、ブローカーを介して行われる他行への融資）が資産・負債の満期構造を調整するうえで重要な役割を演じ、それによって初めて資産の流動性や債務の支払能力を維持することができた

↓

従って、secondary banking system に対する通貨当局の CCC による規制は、当初から深刻な矛盾を抱えていた。

①secondary bank にとっては「彼らの資産の流動性は二次的な重要性」しか持たず、インターバンク預金を容易に取ることが出来る限り、「資産の流動性」を顧慮することなく信用を拡大することができた

②secondary bank はバランス・シート上「他行残高」として表示されるインターバンク預金（事実上、他行への融資）を数多く保有

→慣習的な分類法によれば、「他行残高」は現金として分類される

→それ故、secondary bank は非常に高い現金準備率を維持し、多くの「流動性」を保有しているものと看做された

↓

このことは、不動産バブルの発生と Secondary Banking Crisis の勃発は、secondary banks が CCC による規制とその「経営の健全性」を逸脱した野放図な融資活動を行なったから生じたというものではなくて、むしろ「健全性」を示す伝統的な指標である「流動性」の確保と支払能力という点からするならば、その「健全性」を維持していく中で惹き起されたことを意味している。

(3) CCC と不動産バブルの発生

・ 60 年代後半～70 年代初頭のイギリス経済

・ イギリスで普及している商業用不動産の開発金融様式

不動産・開発業者は銀行から 2～3 年程度の短期的・中期的な融資を受けて用地取得・整備と建設を行ない、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よって置き換える

→ところが、70 年代初頭の不動産ブームの末期に、不動産開発金融様式に変調が現れた

→①不動産・開発業者の収益悪化（インフレによる建設コストの高騰、金利負担の急増や賃貸料の上昇率の鈍化を反映した不動産価値の下落）

②機関投資家の投資行動（長期的な見通しを斟酌しつつ決定される彼らの投資行動は、一時的な不動産ブームによって影響を受けることが少なかった）

→不動産・開発業者は、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が困難に陥る

→この長期融資を代替したのが secondary bank に他ならなかった

→secondary bank は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、「短期預金によってファイナンスされた資金を、不動産会社の資金的欲求を満足させる貸付や前貸で運用した」（『ウィルソン委員会』での証言）

↓

1973 年に入ると不動産価格の上昇率は大幅に低下し、不動産市場の供給過剰化傾向が鮮明に現れ始める

→にもかかわらず、73 年には銀行の不動産融資の対前年比増加額は最大規模を記録（特に「その他銀行」（secondary bank））

→このことは、不動産・開発業者がブーム末期の市場の供給過剰化傾向に直面して、secondary banks からの借入れを大幅に拡大し、必死に市場の崩落を阻止しようとしていたことを意味している

→それ故、このような状況下での不動産市場の存続可能性は、secondary banks の信用拡張能力の限度に決定的に依存

(4) Secondary Banking Crisis の勃発

A) secondary bank のリスク管理

secondary bank は収益を増大させるために、意識的にミスマッチを造成する傾向がある

- 資産負債の満期構造のミスマッチによって生み出される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る
- 他方、インターバンク市場では銀行間で大規模に預金と再預金あるいは貸付と再貸付が行なわれる結果、市場は自立的に膨張
- secondary bank の信用拡張・リスク管理の強化とインターバンク市場の自立的膨張は相互促進的に進展

B) secondary banking system の抱える固有の不安定性

- a) インターバンク市場では資金の本来の貸手は、その資金を取入れた secondary bank がどのような最終資金需要者に融資したのか判別できない
 - 資産の「健全性」に依存するシステムの安全性は必ずしも保証されない
- b) システミック・リスク
- c) 「最後の貸し手」が存在しない
- d) 意識的にミスマッチを造成する傾向があった secondary bank のバランスシートは、金融が逼迫すると逆鞘になる（金利リスク）

C)1973 年初頭以降、不動産市場では供給過剰化傾向が顕在化

a) 73 年前半

MLR の低下によって、大規模な「メリーゴーランド」が発生

→secondary bank の意識的なミスマッチの造成に拍車がかかり、長期融資が更に促進され、不動産市場の供給過剰化傾向が隠蔽

b) 73 年夏に転機

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が騰貴し、国内物価上昇が加速化

→インフレ抑制のための厳しい金融引締め政策

7月20日、27日と立て続けに MLR 引上げ（7.5%→9.0%→11.5%）

→しかし、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。他方では、再び「メリーゴーランド」が現れた（銀行は残された資金源泉として CD 発行急増→TB レートに規制されたベースレートと CD レートの乖離を加速）

→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

→もう一段の引き締め政策の強行

11月13日 MLR の裁量的引上げ（13%へ。「明らかに恐慌レート」）

特別預金の預入れ率引き上げ（4%→6%）

⇓

意識的にミスマッチのポジションを取っていた secondary bank は逆鞘

→11月26日 London and County Securities の流動性危機が表面化

→一連の厳しい引締め政策にもかかわらず、物価はむしろ上昇傾向を示したことに對して、BOE は最後の一撃を加える

→12月17日補足的特別預金制度（通称「コルセット」）を導入

「コルセット」は「融資よりも預金に対して作用するけれども、それは別の名前による古いスタイルの上限規制である」

↓

これらの結果、secondary banks はもはやこれまでのように不動産・開発業者に対して必要とする資金を供給することは不可能となった

→secondary banks の信用拡張に決定的に依存していた不動産・開発業者の経営破綻と市場全体への波及（不動産バブルの崩壊）

→大量の不動産融資を行っていた secondary banks は資金回収困難・不良債権を抱える

→12月20日 Cedar Holdings の経営破綻

→secondary banks 全体に対する信認の動揺にとどまらず、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（Secondary Banking Crisis の勃発）

（4）小括——Secondary Banking Crisis の性格規定

〈従来の見解〉

A) secondary banks の融資が「経営の健全性」を逸脱して「銀行業の思慮分別の限度を越えて」（『ウィルソン委員会』）「リスクの高い危険な不動産融資」に偏重したり、政府の唐突な不動産業者への課税強化構想の発表（73年12月）などに起因する、いわば偶発的な現象

→しかし、Secondary Banking Crisis は、secondary banks が CCC によるプルーデンス政策のもとで大きな「流動性」の確保と支払能力を堅持し、「経営の健全性」を維持しているにもかかわらず生み出された。市場経済の論理を逸脱した偶発的・例外的現象ではなくて、その論理の基礎上で発生

B) 不動産バブルを生み出したマネーサプライが続伸したのは、「メリーゴーランド」取引が原因。それは「伝統的な割引市場」と「parallel market」の「両者が完全に統合されていないために両市場の金利にアンバランスが生じた」からであるとして、不動産バブルを市場統合の過渡期に現れた、過渡的現象として把握。（日銀）

→しかし、「メリーゴーランド」は市場の統合が不完全だから生じたのではなくて、CCC によるプルーデンス政策に従って「最低準備比率」規制を達成し、市場の規律を遵守しようとして全銀行が適格準備資産である TB に対する需要が過度に増大したために生じた現象に他ならない

↓

これらのことは、バブルの発生と金融危機は決して偶発的・例外的な現象ではなくて、金融の自由化が進展し金融市場が変貌していく過程で、個別銀行資本のそれ自体としては「健

全な」銀行行動が、総体としての金融システムを不安定化させるという、「合成の誤謬」ともいうべき市場経済固有の転倒性が貫徹した結果生み出されたものに他ならないことを意味している。この意味で、**Secondary Banking Crisis** は、金融自由化のなかで不可避免的に不安定化する金融システムの脆弱性を象徴的に表現した、先駆的な金融危機であった。

II 日本のバブル発生の金融メカニズム

(1) わが国のバブル経済研究の動向と問題点

A) グローバルな視点から、バブル・マネーの発生を説明しようとする見解

- ① プラザ合意以降の1986年3月18日を転機とする日銀の円売りドル買い介入→「過剰流動性」→バブル（宮崎儀一）
- ② インパクト・ローンの増加→ドル流入→日銀の市場介入→銀行の現金準備の補填という「信用拡張のメカニズム」→バブル

↓

不胎化政策の評価の問題もあるが、しかし、仮に「バブル・マネー」の発生がうまく解けたとしても、これはインフレーションの論理であって、バブルの論理ではない。

B) 市場原理を強調する立場からの見解（金融自由化の不徹底またはその結果によって）

- ① 元来、「市場は金融機関に収益とリスクとの関係を意識させつつ、経営や健全性についてチェックを行う機能を有して」（金融制度調査会）いるにもかかわらず、様々な人為的規制によって市場の規律が弱体化し、安易な収益追求・貸出行動が展開→バブル
- ② 大企業の銀行離れ、金利自由化による「資金調達コスト上昇」、「エクイティ・ファイナンスによる直接金融増大」→銀行間の貸出競争・「過当競争」激化→銀行の審査機能の低下・リスク管理の甘さ→バブル

↓

しかし、バブルは市場原理を逸脱し、「銀行経営の健全性」を無視することによってたまたま生じた偶発的・例外的事態では決してない。むしろ、その原理の基礎上で説かれなければならない。

C) 日銀の金融緩和政策の評価

→事実認識の確認（日銀が公定歩合を5.0%から2.5%へと立て続けに引下げていったのは1986年1月以降。すでにバブルは立ち上がっている）

(2) わが国のバブル発生の事実認識の確認。

二つのコクサイ化。

(3) 国債の大量発行と金融市場の変貌

1974・75年大不況後、赤字国債を含む国債の大量発行体制が定着

→従来の人為的低金利政策を支えていた「市場隔離型」国債管理政策が行き詰まる

→新たに市場メカニズムにもとづく国際流通市場の育成がはかられ、本格的な自由金利

市場が成立

→コール市場に偏倚した、わが国の短期金融市場の構造を大きく変貌させる転機となる

(4) 国債の流動化とバンク・ディーリング

1984年6月。国債のバンク・ディーリング開始（当初1年間は償還まで2年未満の期近債に限定。その後、フル・ディーリングに移行）

→国債流通市場の構造変化

a) 国債大量売買の担い手は「債券ディーラー」（証券会社と銀行の商品有価証券勘定）。

とりわけ銀行ディーラーを基軸として業者間市場が急膨張

b) 債券売買高に占める国債のシェアは、1985年以降90%以上を占めるが、そのなかで

「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なわれている。（バンク・ディーリング後に発生した指標銘柄は、87年以降、債券発行残高の1~2%を占めるにすぎないが、売買高は現物市場の90%以上を占める）

c) 売買高を発行残高で除した国債の売買回転率が上昇。業者間市場では指標銘柄に売買が集中したので、売買回転率は異常なまでに上昇し、87年4月には利付89回債のそれは43.6にも達した。43.6というのは、債券ディーラー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る。

→バンク・ディーリング以降、国債流通市場は事実上、債券ディーラー間の「投機的」取引の場と化していったが、その意味するものは何か？

→〈従来の支配的な見解〉

「大企業の銀行離れ」で銀行の本来的業務である貸業務が伸び悩む中で、キャピタル・ゲインを狙った新たな収益源

↓

しかし、指標銘柄の売買スプレッドは周辺銘柄のその半分程度と小さい

→従って、仮にディーリング業務の主たる目的が投機的なキャピタル・ゲインの獲得であるとするならば、そこでの取引銘柄は売買スプレッドが縮小傾向にある指標銘柄ではなくて、ディーラー・スプレッドの大きな他の銘柄の短期的な売買取引でなければならないはずである。（その結果、このような裁定取引によって、銘柄間の売買スプレッド格差が消滅し、指標銘柄そのものが消滅する）

→とすれば、何故、銀行はディーラー・スプレッドの小さな、それ故に、流動性の大きな指標銘柄の大量保有とその短期的な売買取引にこだわり続けたのかが、改めて問われなければならない。

(5) 「流動性創造機構」の創出とバブルの発生

銀行がディーラー間市場に内部化されることによって、高い流動性を持つ指標銘柄が創出された

→国債流通市場が新たに「流動性創造機能」を果たした

Cf. 元来、「健全な銀行経営」を維持するためには、必要な際には直ちに「流動性」を

確保することができる発達した短期金融市場の存在が不可欠である。

→ところが、わが国の短期金融市場では信用度や流動性が高く厚みのある政府短期証券市場（TB、FB）は、その育成が叫ばれながらも未成熟であった

→このような状況下で、新たに「流動性創造機能」を獲得した「長期債市場が部分的には短期金融市場の代替的役割を果たしていく」（日銀）ことになったとしても何ら不思議なことはなかった。（「長短金利の逆転」現象として現れた）

↓

ところが、銀行はこのように「流動性」の確保とリスク管理体制が整備・強化されると、かえってより大きなリスク・テイクを誘発し、新たな「モラル・ハザード」を惹き起したとしても驚くには当たらない。

→従って、通常指摘されるように、銀行はその経営原則を逸脱することによってバブルを惹き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初めて、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、というべきであろう。

（6）小括——銀行経営の「健全性」と金融システムの「不安定性」

80年代半ばのわが国のバブル発生期においても、銀行はそれ固有のメカニズムを通じて不断に流動性を確保し、自己資本比率の維持・上昇を実現してきた。

→従って、それ自体としてみるならば、銀行に対して絶えず「健全経営」の規律を与えようとする市場経済の原理は、依然としてその根底において貫徹している

→しかし、「健全な」銀行経営が維持され、種々のリスクに起因する流動性危機に対応し得る管理能力とリスク負担能力が強化されると、それはポートフォリオの多様化を可能とし、資産の量的拡大やハイリスク・ハイリターンを追及する槓杆として機能することとなったのである。

III アメリカの金融自由化・証券化と金融危機

(A) アメリカの金融自由化・証券化と S&L 危機

(1) S&L 危機の歴史的経緯とアメリカでの支配的見解

1979～82年。第一次 S&L 危機

→政府の対応策

①「規制緩和（deregulation）」政策

1980年3月「預金金融機関規制緩和・通貨管理法 DIDMCA」、1982年10月「ガン＝セント・ジャーメイン法 DIA」によって S&L の非住宅融資の拡大を認可

②政府の危機認識の反映と「小さな政府」を標榜する「レーガノミックス」によって「規制猶予（regulatory forbearance）」政策

↓

問題の先送りを企図した「規制猶予」政策が行なわれる中で、貨幣レート的大幅な下落と

1981年レーガン税制改革を契機として、第二次オイル・ショックによる石油価格に関する好都合な予測を背景に、南西部を中心に不動産ブーム

→S&Lの資産も急成長

→しかし、乱脈な経営と「リスク管理の甘さ」から、1986～89年に再度、第二次S&L危機が勃発。S&Lの預金を付保していた連邦貯蓄貸付保険公社（FSLIC）までもが破綻した結果、巨額の公的資金を投入。

↓

(アメリカでのS&L危機をめぐる支配的見解)

①「規制猶予」を伴った「規制緩和」政策が、事実上破綻したS&Lの営業の継続を許し、「投機的で思慮分別のない、そして時には詐欺的活動に従事する、強烈な動機と機会を生み出した」という批判

②預金保険制度の存在が、S&Lの経営者と預金者双方に「モラル・ハザード」を惹き起し、「リスクをコントロールするために必要な市場原理のシステムを奪ってしまった」

→S&L危機はこのような政策的対応と制度設計の誤りに起因した人為的・政策的な危機、という認識

(2) 第一次S&L危機と金融市場改革

- ・ DIDMCA と DIA によって、デイスインターミディエーションを阻止するために S&L の預金金利の上限規制の段階的廃止と支払能力の増強を図るべく業務範囲の拡大を認可。
- ・ 「規制猶予」政策に基づく S&L の自己資本規制「免除」策と自己資本「増加」策

↓

S&L の新たな行動様式の展開（モーゲージ・ポートフォリオそのものの再構築）

→具体的には、伝統的な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）の保有割合の急増である。

→MBS の利点

- ①住宅モーゲージ市場が資本市場に統合され、新たな投資家層を開拓
- ②MBS を資金「借入目的の担保として利用できる」
- ③「高い流動性」を持っている

→流動性危機に対処する能力の強化とモーゲージ・ローンが MBS の形態で転売されると B/S から消滅するので、自己資本比率の改善にも寄与する

→これらのことは、モーゲージ流通市場の発達に決定的に依存する

(3) モーゲージ流通市場の発達と流動性の創造

1960年代末の住宅金融システムの機構改革の基礎上で、新たな証券化政策が遂行

→それは、S&Lなどの民間金融機関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MBSを発行し、これに政府支援機関（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て、多様な機関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。

→1970～80年代に様々なMBSの発行とその流動化を基軸として「金融の証券化」が進展
→1983年6月、FHLMCは「期限前償還リスク」を軽減・緩和したモーゲージ抵当債券(CMO)は発行。CMOは満期、利回り、元利支払いの順序が異なるいくつかのクラスに分けられた、優先劣後構造を持つ債券で、多様な要求を持つ投資家をモーゲージ市場に呼び込んだ。

↓

こうしてS&Lはモーゲージ・ローン証券化の手法を用いて流動化させ、自らのポートフォリオを流動的なものとする（「健全な銀行経営」の実現）と同時に、「証券の証券化」による新たな信用拡張機構を構築していく。

→それは、MBSをRP市場において担保として利用することによって必要な資金を調達し、それを商業用不動産をはじめとする「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く。更にまた、CMOを発行することによって低コストで調達した資金を再びMBSに投じて更なる信用拡張もできるようになる。

(4) 1981年レーガン税制改革と不動産バブル

1982年後半以降の市場金利低下の基礎上で、石油価格に関する好都合な予測とアメリカ経済の競争力と成長力の回復を目指して設備投資を促進するために、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1981年「経済再建税法 ERTA」を契機として、多くの不動産開発プロジェクトが南西部を中心に推進され、不動産ブームが生じた。

→一連の「規制緩和」政策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、新たに獲得された信用拡張能力を背景にブームに沸く不動産市場に積極的に関与
→しかし、商業用不動産市場には固有のリスクが存在しており、そのリスク管理のためにはモーゲージ・ポートフォリオの再構築が不可欠

→S&Lは新たな流動性を獲得するために、モーゲージ・ローンを売却あるいはスワップ取引を行ない、その保有を抑制すると同時に、他方では、高い流動性を有する「モーゲージ担保証券」の取得を拡大

→こうしてS&Lは、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。

(5) 第二次S&L危機の勃発

1986年、原油価格は大幅な下落。「逆オイルショック」

「税制改革法 TRA」の成立

→80年代半ば以降、不動産投資の増大傾向に歯止めがかかり、80年代後半には深刻な過剰建設が表面化（高い空室率と新規建設の急減）。

80年代のオフィス市場の建設循環の特徴は、オフィスビル建設が縮小に転じ需給ギャップが緩和しているにもかかわらず、85年半ば以降も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

→この局面で、商業用不動産市場に流入した資金は「機関投資家の分散化投資」(Kane & Hendershott) という性格の資金ではなくて、「この時期に行なわれた融資のかなりの部分は既存の信用のロールオーバー」であり、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

→S&Lはこの借換需要に応じて、この時期「建設・土地開発融資」を急増させていく

→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

↓

S&Lはこうした局面においてもモーゲージ流通市場を通じて自らのポートフォリオの流動性を維持・調整し、**sound banking** が堅持できる限り、これらの資金需要に応じていくことができる

→しかし、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延し始める中で、「ロールオーバー」を主たる内容とする信用供与が継続・拡大していくと、S&Lの財務内容は急速に悪化

→利鞘自体は確保されても、不良資産比率が上昇し、貸倒引当金の積増しによって収益は悪化。しかも、不良債権の表面化を避けるためには、「ロールオーバー」の要求に応じざるを得ず、そのことが却って不良債権を増大させ、収益を圧迫するという悪循環に見舞われた

→S&Lは新たな「非伝統的な」資金源泉を求めて貨幣市場を奔走 (CD 市場)

→最後のセーフティネットである連邦預金保険制度

多くの S&L が破綻し始めると、連邦貯蓄貸付保険公社 (FSLIC) の準備金が枯渇

→S&L 危機と不動産市場の崩壊

→1989年8月金融機関改革救済執行法 (FIRREA) の制定と巨額な公的資金の投入

(6) 小括——「金融の証券化」の矛盾の最初の現象形態

「金融の証券化」はモーゲージ市場の発達を促し、新たな「流動性創造」機構を構築

→S&Lは、一方では、それを通じてモーゲージ・ローンパス・スルー証券に転換する「モーゲージ・スワップ」によって自己資本比率を改善すると同時に、自らのポートフォリオを流動的なものとし、流動比率を維持・調整することができるようになり、**sound Banking** を堅持

→同時に他方では、この **sound banking** の基礎上で始めて多様な資産運用ができるようになり、新たなリスク・テイクも可能となるのである。従って、バブルは市場の規律を逸脱したから生じたのではなくて、その基礎上で発達するのである。

(B) 「シャドー・バンキング・システム」と銀行

(1)

むすび——銀行規制・監督と金融システムの安定化

(1) バブルの発生と金融危機が市場の規律を逸脱することによってたまたま生じたものではないとするならば、これまで自明のごとく考えられてきた、金融機関のインセンティブを通じて金融システムの安定化を実現していこうとする市場規律重視の金融システムの安定化策が、そもそも自己矛盾に陥っているのではないのか？

→「リーマン・ショック」後、バーゼルⅢではマクロ・プルーデンス政策の強化という観点から「プロシクリカリティ」抑制策が打ち出されているが、それも追加的な資本バッファの積立を求めるという事後的な対症療法的政策でしかない。

↓

「経営の健全性」を追及する銀行行動が、何故、金融システムを不安定させるのか、それを阻止するためにはいかなる規制が必要なのか、という議論が必要

→プルーデンス政策として打ち出されたものではないが、イギリスでは最終的には「コルセット」によって、わが国では1990年3月の「総量規制」によってバブルの昂進を抑制したように、直接規制をも視野に入れた金融システムの安定化策が必要とされる歴史段階に来ているのではないのか？