

《論文》

バブル崩壊後のわが国金融危機と いわゆるリーマンショックの比較⁽¹⁾

— 金融危機における政府、中央銀行の役割についての考察 —

植 林 茂

1. はじめに

本稿では、まず、わが国90年代のバブル崩壊後の金融危機⁽²⁾についてのレビューを行い、政府・中央銀行の果たした役割、制度面の変化、問題点等を明らかにする。次に、今次金融危機に関して事実関係をフォローするとともに、主要国の政府及び中央銀行それぞれの役割を鳥瞰する。最後に、両者の比較により、その特質や政策対応、危機対応の前提となっている制度等について、今後の政策面へのインプリケーションを踏まえつつ、類似点・相違点を明らかにする。

2. わが国における現行金融危機対応体制の確立

戦後、1990年代までの金融機関の監督は、大蔵省の管轄下にあり、既存の枠組みや規模・収益的な位置付け等を維持しつつ、できるかぎり金融

機関を破綻させないという対応——いわゆる護送船団方式——がとられた。こうした状況の下、90年代まで金融機関の破綻処理時等の金融危機対応における政府と中央銀行の機能的役割分担は、大蔵省主導の下、裁量的であり、事前的には必ずしも明確なルールがなかったと言える⁽³⁾。

その後、90年代中盤以降、以下でみるような①大蔵省を金融庁（金融監督庁）と財務省に切り分ける形での行政機能における財政・金融（含む会計）の分離、②日本銀行法の改正、③2000年代初頭の預金保険法をはじめとするセーフティネット関連法制の整備等の制度改革・法律改正等を経て、政府、中央銀行（及び預金保険機構）の役割や連携のあり方がほぼ明確になったと考えられる⁽⁴⁾。この間、以上のような制度上の整備に加え、1995年から2003年までの間に累計で約190件⁽⁵⁾の破綻処理を実際に行うことで、政府・中央銀行間での情報提供の在り方、日銀特融における手続きの流れ、検査・考査の棲み分け、金融機関への資金繰り対応等、実務面でのそれぞれの役割についても明確になった部分が多いと言える。

-
- (1) 本稿は2010年5月上旬に提出したものである。その後、米欧では金融監督体制を中心に制度面での更なる変更が存在。
- (2) 本稿において、わが国の「金融危機」としている時期は、金融機関の破綻が始まった90年代半から不良債権がはっきりとピークアウトした2002～2003年頃までを想定。
- (3) 裁量的な対応の例としては、例えば1965年の山一証券の経営危機に際して実施した日銀特融など。
- (4) 櫻川 [2006] 等参照。
- (5) 銀行、信金、信組及び証券を含むベース。内訳は、銀行20件、信金27件、信組134件、証券7件。なお、この間の保険会社の破綻処理は生保7件、損保2件。預金保険機構HP参照。

表1 金融行政の枠組みの変化

| 時 期 | 分 類 | メルクマールとなる事象 | 概 念 | 当局の金融機関への対応 | 金融機関破綻における中央銀行との関係 |
|-----------|------------------|-------------------------------------|--|-----------------|--------------------|
| ～1992 | 金融安定期 | — | 裁量行政 | 破綻回避（護送船団） | （主・従） |
| 1992～1998 | 裁量的に金融破綻処理を行った時期 | 大蔵省財金分離（金融監督庁発足1998.6） | 裁量行政 | 基本的には破綻回避の方向で対応 | 一体的対応。中央銀行は従属的執行機関 |
| 1998～2002 | 破綻処理体制整備期 | 金融監督庁の金融庁への移行 ¹ （2000.7） | ルールベースアプローチの構築 | 破綻処理 | ルール及び具体的な対応・連携構築期 |
| 2002～2004 | 不良債権処理促進期 | — | ルールベースアプローチ | 不良債権の抜本的処理要請 | ルールを踏まえたうえでの連携 |
| 2005～ | 金融仲介機能重視への揺り戻し | — | ルールベースとプリンスイプルベースの最適な組合せを模索 ² | 貸し渋り対応 | 同 上 |

（注）1. 大蔵省に在置していた金融制度の企画立案機能および金融再生委員会の機能を統合。

2. わが国においては、金融審議会での議論を経て2007年7月から進められたベター・レギュレーションの取組みの中で打ち出されている。2007年12月金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」等参照。

（出所） 櫻川 [2006] などの整理を参考に筆者が作成。

2-1 大蔵省の財政・金融（含む会計）の分離、金融監督庁・金融庁創設

90年代以降で金融当局と中央銀行の役割分担に大きな影響を与えた第一のポイントは、大蔵省の財金分離と金融（監督）庁の発足、および前後の金融行政の違いである。

金融機関の破綻処理、危機対応に対する当局のスタンスやそれに係る金融行政の枠組みの面から90年代以降を区分けすると、(i)92年頃までの安定期、(ii)92～98年頃の裁量的に金融破綻処理を行った時期、(iii)98～2002年頃の体制整備期——資産査定を開始、金融関連法の整備を実施——、(iv)2002～2004年の金融再生プログラム等による不良債権処理促進期、(v)2005年以降の貸し渋り対応へウエイトをかけた時期、と分けることができる（表1）。

ここで時期を分類するうえで象徴的なメルクマー

ルとなったのは、1998年6月の大蔵省の財政金融分離と、金融監督庁の発足である⁽⁶⁾。

この組織等の改編が、金融機関の破綻処理・金融危機対応やその際の政府と中央銀行の役割分担にどのように影響を与えたかをみると、以下の諸点を挙げることができる。

第一は、財政と金融が分離されたことによる行政当局の対応の変化である。それまでは財政至上主義的な面を有していたことは否めず、例えば、1990年代中ごろまで金融機関は、当局が税収確保に配慮する中で決算承認制度（96年9月廃止）による制約を受けており、不良債権問題が顕現化した95～96年頃の段階でも、金融機関の無税償却については抑制的な認定が行われていた⁽⁷⁾。さらに、大蔵省は、一連の不良債権処理において、当初段階では財政資金を投入しない形での処理を志向したほか⁽⁸⁾、実際の破綻処理の遂行段階でも、回収機関は円滑な処理よりも税金投入がなされな

(6) 金融監督庁は金融危機対応等のため企画・立案機能は大蔵省に残置させていたが、2000年7月の金融庁発足に伴い金融機関に対する監督・検査機能と企画立案機能が統合され、所謂「金融行政の一元化」が実現。

(7) 久原 [2003] の注(50)を参照。

(8) 例えば、西野 [2001]、12ページなどから窺い知ることができる。

いような処理を目指した⁽⁹⁾。しかし、90年代後半に金融庁が設立され、破綻処理法制が整備されて以降は、こうした財政面からの影響を受けづらくなったことで、金融危機対応が円滑になりスピード感も高まったように見える。一方、中央銀行サイドにとっては、日銀が金融政策を決定する金融政策決定会合への政府からの出席が財務大臣（組織改編前は大蔵大臣）及び内閣府設置法第19条第2項に規定する経済財政政策担当大臣（同、経済企画庁長官）から構成され、金融監督当局がメンバーではない形となったことから、プルーデンス対応について、仕組上は従来と比べ金融政策面を経由しての圧力を受けにくい形での切り分けができたと言える⁽¹⁰⁾。

第二は、裁量行政からルールベースの行政への変化である。90年代以前は、決算承認、償却（償却証明制度）のほか、銀行資本（自己資本比

率）に関しての会計ルール等の裁量の運用が行われており、銀行決算における計数が必ずしも金融機関の不良債権、自己資本比率（健全性）等の実態を示さなかったケースが窺われる。例えば、1997年3月末当時に8%を上回った自己資本比率を有していた北海道拓殖銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行等は1年以内に破綻するなど（表2）、破綻直前まで実態は開示されず、大蔵省と日銀が水面下で破綻処理の準備作業を進めることが一般的であったように見える。また、実際の破綻処理、危機対応に関しても、政治的・裁量的な対応が多かったと言える⁽¹¹⁾。

これらに関して、早期是正措置⁽¹²⁾等行政上の制度が整備・充実され、一定のルールに則って金融機関指導や破綻処理が行われる体制が確立されたほか、危機対応に関しても2000年の預金保険法の改正でシステミックリスク・エクセプション⁽¹³⁾の

表2 破綻直前の状況

| 銀行名 | 破綻判明日 | 破綻直前期実績 | | 破綻期予想 |
|----------|-------------|--------------------------------|----------------------|--|
| | | 自己資本比率 | 当期利益(実績) | 当期利益 |
| 北海道拓殖銀行 | 1997年11月17日 | 9.34% (97/3月期) (同期、都市銀行中最高) | +10.3億円 (97/3月期) | ▲14,687億円 (98/3月期実績) +3,000百万円 (98/3月期予想) |
| 日本長期信用銀行 | 1998年10月23日 | 10.36% (98/3月期) | ▲2,800億円 (98/3月期) | ▲6,100億円 (99/3月期予想) |
| 日本債券信用銀行 | 1998年12月13日 | 8.19% (98/3月期) | +170.8億円 (98/3月期) | +22,000億円 (99/3月期予想) |
| 山一証券 | 1997年11月24日 | — | ▲1,647億円 (97/3月期) | ▲250億円 (98/3月期予想) |
| 三洋証券 | 1997年11月3日 | — | ▲22.2億円 (97/3月期) | ▲2億円 (98/3月期予想) |

（出所） 四季報，ディスクロ資料より作成。

(9) 例えば、住管機構・中坊社長（当時）は「国民にこれ以上の二次負担をかけないということをもまさに公約といたしました」（97年12月6日参院・大蔵委）と発言。

(10) もっとも、実際には、経済担当大臣と金融担当大臣が兼務するケース（竹中平蔵2002～2003）、財務大臣と金融担当大臣が兼務するケース（中川昭一2008～2009）もみられた。

(11) 典型的な事象としては、65年の山一特融の事例が挙げられる。草野〔1989〕参照。

(12) 早期是正措置については、96年6月に導入が決定され、97年度より導入、98年3月には通達「新しい金融検査に関する基本事項について」（蔵検第140号）が出され、自己査定への導入と検査方式の転換が示された。

(13) 金融システム全体を混乱に陥れそうな破綻事例が発生した場合に、原則的な対応（資金援助方式、ペイオフ）とは異なる例外的な対応（わが国においては、ペイオフコスト超の資金援助、公的資本注入、金融債務全額保護、一時国有化）を適用すること。わが国においては、預金保険法第102条で規定されている。

表3 会計、資産査定等に係る変化（特に大きなもの）

| 財務会計上の制度 | 時 点 | 内 容 | 所 管 |
|-------------|------------|-----------|-------|
| 決算承認制度 | 1996年央 | 廃止 | 大蔵省 |
| 不良債権償却証明制度 | 1997年7月4日 | 廃止 | 大蔵省 |
| 金融機関の自己査定制度 | 1998年3月30日 | 導入 | 大蔵省 |
| 金融検査マニュアル | 1999年4月8日 | 導入（最終案公表） | 金融監督庁 |

ルールが規定された。また、検査についても、それまで資産査定等において金融検査官に裁量の余地がかなりみられたが、1998年以降、金融庁タスクフォース等の議論を経て金融検査マニュアル⁽¹⁴⁾が整備され、99年には検査方法の明示的なルールが固まった⁽¹⁵⁾（表3）。日本銀行考査も金融検査マニュアルに添った形で資産査定が行われるようになり、それまでみられた両者のテクニカルな差異や用語の違い⁽¹⁶⁾などがなくなった（シングルスタンダード化）。

第三は、金融当局職員の専門性の強化が指摘できる。大蔵省は、財政、税務、理財、金融、証券、国際金融と、広い領域をカバーする官庁であり、各部局間の異動も相応に行っていたため、金融関係部局において必ずしも金融の専門家が多くなかった。金融監督庁発足後は、金融検査官の増員を図る中で外部から専門的なスキルを持った者を大量に採用⁽¹⁷⁾、研修体制も拡充するなど、専門的人材を配置・育成する体制は以前と比べ整ったと言える。

最後に指摘しておきたい点は、一連の組織改編の動きと金融破綻処理の時期が重なったことの影響である。大蔵省から財務省への移行、財金分離による金融庁、金融監督庁の発足、日銀法改正、金融不祥事への対応など、組織の存在に関わる案

件への対応に追われる中、金融危機に対して政治的なリスクを伴った抜本的な対応を早いタイミングで打ち出すことが難しく、結果として、日銀特融に依存することに繋がった可能性がある。

2-2 98年の新日銀法施行の役割分担への影響

90年代以降で金融当局と中央銀行の役割分担に大きな影響を与えた第二のポイントは、日銀法の改正（98年施行）である。1942年に施行された戦時立法である旧日銀法から、1998年に施行された現行日銀法に改正されたことで、ブルードレンス政策、あるいは危機管理対応上、影響があったのは以下の諸点である。

第一は、日銀の政策目的の明確化である。旧法の第1条は、戦時立法であることを反映し、「日本銀行ハ国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ図ル為国家ノ政策ニ則シ通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ズルヲ以テ目的トス」となっていたが、現行日銀法では、第1条において第1項の「通貨及び金融の調節」とともに第2項において「銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする」と定められた。この「銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保」とは「決済システムの円滑かつ安

(14) 99年4月に金融検査マニュアルの最終取り纏め公表、99年度より金融検査マニュアルが導入された。

(15) 日銀も、それまで内部の資産査定要領に基づいて査定を行っていたが、99年夏より金融検査マニュアルに依拠した体制で実施するに至った。

(16) 例えば、金検マニュアルのⅡ分類、Ⅲ分類、Ⅳ分類を、日本銀行考査ではそれまでS、D、Lと称した。

(17) 例えば、『金融監督庁1年（平成11事務年度版）』では、「(1)金融検査体制の整備については、平成11年度において、検査官の定員を大幅に増員するとともに、各業態を専門的に担当する部門制を採用し、各業態毎の特色に対応した、より専門性の高い深度ある検査の実施に努めている」（アンダーライン筆者）と記載されている。

定的な運行」(中銀研報告)⁽¹⁸⁾を意味していると考えられる。

第二は、考査(中央銀行による金融機関への立ち入り調査)の法定化である。それまで、日本銀行は、法的な定めなしに、1928年(昭和3年)以来、戦時下の一時期を除いて継続して考査を行ってきたが、その根拠は、戦前の金融制度調査会による「(日本銀行が)取引先銀行に対し契約により業務または財産に関する調査を行い政府の検査と連絡を取ることが適当」という答申であり、日銀法上、明文化されていたわけではなかった。法律改正により、金融監督当局による検査と非金融監督当局である中央銀行による考査の金融機関への二重立入調査体制が法律的にも確立した。立入調査機能をこのタイミングで日銀法に明示的に組み込んだことは、90年代の動きとして、英国⁽¹⁹⁾、豪州⁽²⁰⁾などいくつかの国で金融監督権限の政府への一元化の流れが進んでいたタイミングであっただけに、その意味合いは大きいと考えられる。

第三は、日銀特融実施にあたってのルール明確化である。すなわち、旧法下では、政治的に特融を内閣等から求められた場合でも、第二十五条「日本銀行ハ主務大臣ノ認可ヲ受ケ信用制度ノ保持育成ノ為必要ナル業務ヲ行フコトヲ得」を根拠として実施していた。これが、現行法では、第38条において「内閣総理大臣及び財務大臣は銀行法第57条の5の規定その他の法令の規定による協議に基づき信用秩序の維持のため特に必要があると認めるときは、日本銀行に対し、当該協議に係る金融機関への資金の貸付けその他の信用秩序の維持のために必要と認められる業務を行うことを要請することができる」と規定され、実態に合わ

せ、金融当局サイドの要請により日銀特融を実施する法的体制が整備されたと言える。

第四は、金融当局への考査情報提供ルールの整備である。新日銀の下では、定款等で「当銀行は、金融庁長官から要請があったときは、その行った考査結果を記載した書類その他の考査に関する資料を金融庁長官に対し提出し、又はその職員に閲覧させることができる」(日本銀行定款第51条第3項、同業務方法書第51条第4項)と規定された。

2-3 セーフティネット、早期是正措置、破綻処理法制の整備

90年代以降で金融当局と中央銀行の役割分担に大きな影響を与えた第三のポイントは、金融機関破綻処理・再生関連の法整備である。これにより金融危機発生等に備えた法的整備が行われたほか、預金者へのセーフティネットも整備され、こうした中で、金融当局と中央銀行、さらには預金保険機構との間の役割分担が明確になった。

このうち、金融当局と中央銀行との役割分担に関連する主な法律とそのポイントを簡単に列挙しておく、表4のとおりである。これらの法整備による最も重要なインプリケーションは日銀特融が四原則⁽²¹⁾に沿った対応ができる環境が整った一方、政府サイドでも金融危機における対応手段として、日銀特融以外の手段によって対応するなど、方法・手段の複線化・多様化が図られたことが指摘できる。

2-4 具体的な破綻処理の経験の中で定まってきたことや明確になったこと

次に、1997年から1998年にかけてのわが国の

(18) 中央銀行研究会「中央銀行制度の改革——開かれた独立性を求めて——」1996年11月参照。

(19) 英国では、98年6月施行のイングランド銀行法、99年1月施行の「金融サービス及び市場法」により金融政策は中央銀行が行う一方、プルーデンス政策のうち立ち入り調査は一元的にFSA(Financial Services Authority)に移管。

(20) 豪州では96年の法律改正により、98年7月1日から、銀行監督権限がReserve Bank of AustraliaからAustralian Prudential Regulation Authorityに移管された。

(21) 1999年5月に業務報告書において、特融の実施にあたり「①システミックリスク(金融機関の破綻等が金融システム全体に広がるリスク)が顕現化する惧れがあること、②ほかに資金の出し手がないこと、③モラルハザード防止の観点から、関係者の責任の明確化が図られるなど適切な対応が講じられること、④日本銀行自身の財務の健全性維持に配慮すること」を四原則として整理し、対外的に明らかにした。

表4 金融当局と中央銀行との役割分担に関する主なセーフティネット、破綻処理法制一覧

| 法律名 | 内容 | 成立・改正 | インプリケーション等 |
|------------|---|-----------|--|
| 金融機能安定化法 | ・一般債権者保護、不良債権買取（資金枠17兆円） ・メガバンク等の自己資本増強（資金枠13兆円） | 1998年2月 | ・97年11月の金融危機を受けての対応。 ・市場、預金者等の不安解消を図る意味合い。 ・政府が資本注入の手段を持ったことにより、日銀特融への過度な負担が解消された。 |
| 金融再生法 | 特別公的管理（一時国有化）・金融管理管財人・ブリッジバンク等を導入（資金枠18兆円） | 1998年10月 | ・長銀の経営悪化が表面化し、これに対応する必要から新たな制度整備。長銀および日債銀の処理では金融管理管財人制度を活用。 ・長銀への日銀特融が回避された。 |
| 金融機能早期健全化法 | 金融機関への事前的な公的資金注入（資金枠25兆円） | 1998年10月 | ・経営不振の銀行がソルベントな段階で資本を増強する意味合い。これにより金融機能安定化法廃止。 |
| 預金保険法 | セーフティネット全般（ペイオフ、資金援助等） | 2000年5月改正 | ・法第102条において、システミックリスク・エクセプションが明定され、緊急時における危機管理の枠組みが策定された。 |
| 組織再編法 | 地域金融機関の合併再編を促進 | 2002年12月 | — (2003年9月に関東つくば銀行に対して活用) |
| 金融機能強化法 | 合併、経営統合を目指す地域の金融機関への資金注入（資金枠当初2兆円→12兆円〈08年12月〉） | 2004年8月 | ・事前的な資本注入の枠組みが設定され、金融システム上、日銀特融の必要性が強くないケースにおいて資本注入する手段ができた。 |

金融危機対応の中で、実際の対応の中で固まった点や経験的に明らかになったことを、いくつかの特徴的な事例を挙げて説明する。

(イ) 特融の発動とそのロス負担（事前の明確なルールの必要性）：山一証券向け特融の事例

戦後における日銀特融の実施事例において、損失が発生しているのは、①東京共同銀行向け特融（95年1月～99年3月、総額200億円うち164億円損失計上）、②社団法人新金融安定化基金向け特融（同基金から日債銀へ出資、96年10月、総額1,000億円うち800億円を償却）、③山一証券向け特融（97年11月～、富士銀行経由で実施、ピーク1.2兆円うち1,111億円が回収不能確定し2004年度決算で償却）の3件である。

このうち、1997年11月の山一証券向け特融をみると、これは、同社からの報告では債務超過の状況にないこと、政府においても寄託証券補償基金制度の法制化および同基金の財務基盤の充実や機能の強化を図る方針であったことを背景に、「内外市場の混乱を回避し、金融システム全体の安定を確保する観点から、同社に対し、顧客財産の変換、内外の既約定取引の決済、海外業務からの撤退等に要する資金を、同社の主要取引銀行であった富士銀行を経由して、日銀法第38条第2項（旧日本銀行法第25条）に基づき、供給してきた⁽²²⁾とされる。寄託証券補償基金制度については、97年11月24日（山一自主廃業決定日）付の大蔵大臣⁽²³⁾談話において「本件の最終処理も含め、証券会社の破綻処理のあり方に関しては、寄託証券補償基金制度の法制化、同基金の財務基

(22) 1999年5月28日、日本銀行政策委員会「山一証券について破産申立てが行われた場合における同社にかかる日本銀行法第38条第2項に基づく貸付けの運営に関する件」。

(23) 当時の大蔵大臣は自民党三塚派会長の三塚博氏。

盤の充実⁽²⁴⁾、機能強化等を図り、従前の処理体制を整備すべく適切に対処したい」と表明し、これを受けて日本銀行は「日本銀行資金の最終的な回収には懸念がないものと考えている」⁽²⁵⁾とコメントしており、同制度の存在が特融実施の一つの大きな背景となったことは明らかである⁽²⁶⁾。

こうした談話等にもかかわらず、結果的に同基金の財務基盤充実による日銀への対応は実現せず、日銀特融は1,000億円を超える多額の損失が発生した。当時の状況を考えると、三洋証券（11月3日）、北海道拓殖銀行（11月17日）、山一証券（11月24日）と大手の銀行証券の連鎖的破綻が続く中、市場の動揺等を最小限に抑えるための特融実施と考えられるが、一方で、政府によるモラルハザードとみることも可能と言える。

(ロ) 三洋証券のコールショートとインターバンク市場の混乱

上述の事例の少し前の97年11月3日、三洋証券の会社更生法申請により、群馬中央信金から三洋証券に対して放出していた無担保コール10億円がデフォルトした。その後、マーケットは日銀の資金供給もあって一時的に小康状態を維持していたが、11月第2週になって短期金融市場の雰囲気が一変し、取り手が強く選別され始め、こうした中で準備預金の積み最終日の11月15日には

大手20行の一つである北海道拓殖銀行が準備預金積み不足となり、資金繰りが付かなくなったことから11月17日に破綻した（「北洋銀行への営業譲渡」を公表）。マーケットは、山一証券の自主廃業決定後の11月25日には「投資信託会社や生命保険会社などの投資家は資金の運用に極端に慎重になり、短期金融市場の取引は運用側と調達側の希望する金利が大きく開いた状況が昼過ぎまで続いた」⁽²⁷⁾など、機能が著しく低下し、特に無担保コール市場においては「ラインカット」⁽²⁸⁾におびえる銀行は、短期金融市場で資金を取り上がった⁽²⁹⁾ため、「先週まで0.5%前後で推移していた無担保コール翌日物金利は26日、0.57%まで上昇」し、「無担保で調達できず有担保での調達を余儀なくされている銀行も少なくない」状況となった（翌日には0.64%にまで上昇）。こうした状態について、26日に大蔵大臣・日本銀行総裁（連名）談話「金融システムの安定性確保について」において「11月24日の談話の中で、預金等の全額を保護するとともに、インターバンク取引等の安全を確保すること等について申し述べたところであるが、大蔵省、日本銀行は、その安定性の確保に万全を期したい」と表明し、さらに11月28日に日銀が3兆7千億円と過去最大の資金供給を行って、漸く沈静化されていった（表5）。

こうした経緯をみると、11月上旬の当初段階

(24) 同寄託証券補償基金の財務基盤充実等が日銀特融返済財源となる筋合い。例えば、98年4月7日参議院財金委員会において、社民党三重野栄子議員の「山一向け特融の回収見直し」についての質問に対し、日本銀行本間理事は「万が一、債務超過に陥った場合でも大蔵大臣談話で示されているように寄託証券補償基金の財務基盤充実等により返済原資は確保されるものと思う」と答弁。

(25) 1998年6月2日、日本銀行総裁談話。

(26) 同談話については、約1年半後の1999年6月1日の財務大臣記者会見でも、やり取りがある（財務省HP記者会見記録）。財務省HP記者会見記録の関係箇所を抜粋すると、以下のとおり。

質問：「山一証券の自己破産申請に伴う特融の焦げ付き問題ですが、これまでも大臣は時間をかけてというお話でしたが、時の三塚蔵相が寄託証券補償基金制度の法制化と財務基盤の強化ということを談話で、いわば公約した格好になっていますが、この言葉の重みについては……」

宮澤財務大臣：「重みはあるな」

質問：「ということは、それは今も公約として生きているという意味でよろしいわけですか」

宮澤財務大臣：「そうでしょうねえ。それで全部片付くかどうかということが問題なんですよ」

(27) 日経金融新聞「BOJウォッチャー」欄、1997年11月26日。

(28) 信用力の低下等を背景に借入限度額を圧縮されること。

(29) 日経金融新聞「ポジション」欄、1997年11月27日。

表 5 三洋証券会社更生法申請前後の市場の状況

| | 残高（東京市場） | | | | コールレート（無担） | | | | | | | コールレート（有担） 翌日物 |
|-----------|--------------------|-------|-------|-------|------------|------|------|------|------|------|------|-------------------|
| | 無担コール | 前日比 | 有担コール | 前日比 | O/N | 1 W | 2 W | 3 W | 1 M | 2 M | 3 M | |
| 10月31日（金） | 270612 | 12244 | 83427 | 1816 | 0.48 | 0.48 | 0.51 | 0.51 | 0.5 | 0.51 | | 0.43 |
| 11月3日（月） | 文化の日・三洋証券会社更生法適用申請 | | | | | | | | | | | |
| 4日（火） | 267625 | -2987 | 82993 | -434 | 0.49 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.54 | | | 0.43 |
| 5日（水） | 266130 | -1495 | 83783 | 790 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.54 | 0.67 | | 0.45 |
| 6日（木） | 264672 | -1458 | 83270 | -513 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.67 | 0.56 | 0.45 |
| 7日（金） | 261912 | -2760 | 83954 | 684 | 0.48 | 0.51 | 0.51 | | 0.51 | | | 0.43 |
| 10日（月） | 267625 | -2980 | 83334 | -620 | 0.48 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.53 | | 0.55 | 0.42 |
| 11日（火） | 257084 | -1848 | 85200 | 1866 | 0.46 | 0.49 | 0.50 | 0.51 | 0.51 | | 0.54 | 0.41 |
| 12日（水） | 260526 | 3442 | 85249 | 49 | 0.45 | 0.50 | 0.50 | | 0.55 | 0.53 | 0.53 | 0.40 |
| 13日（木） | 258048 | -2478 | 83282 | -1967 | 0.43 | 0.48 | 0.50 | 0.51 | 0.61 | 0.53 | 0.54 | 0.37 |
| 14日（金） | 255646 | -2402 | 83353 | 71 | 0.42 | 0.51 | 0.51 | 0.52 | 0.51 | 0.57 | 0.53 | 0.37 |
| 17日（月）北拓 | 257633 | 1987 | 82762 | -591 | 0.49 | 0.51 | 0.51 | 0.52 | 0.61 | 0.67 | 0.51 | 0.44 |
| 18日（火） | 258727 | 1094 | 81547 | -1215 | 0.49 | 0.51 | 0.52 | 0.52 | 0.52 | 0.54 | 0.53 | 0.44 |
| 19日（水） | 257901 | -826 | 80989 | -558 | 0.48 | 0.51 | 0.52 | 0.52 | 0.53 | 0.55 | 0.6 | 0.43 |
| 20日（木） | 256483 | -1418 | 84333 | 3344 | 0.50 | 0.53 | 0.53 | 0.53 | 0.65 | 0.55 | 0.57 | 0.45 |
| 21日（金） | 255019 | -1464 | 82370 | -1963 | 0.54 | 0.56 | 0.58 | 0.59 | 0.59 | | 0.59 | 0.50 |
| 24日（月） | 勤労感謝の日・山一證券自主廃業表明 | | | | | | | | | | | |
| 25日（火） | 266538 | 11519 | 83460 | 1090 | 0.51 | 0.69 | 0.64 | | 0.60 | 0.65 | 0.65 | 0.48 |
| 26日（水） | 268013 | 1475 | 82111 | -1349 | 0.57 | 0.66 | 0.66 | 0.66 | 0.70 | | 0.75 | 0.54 |
| 27日（木） | 270333 | 2320 | 81235 | -876 | 0.64 | 0.81 | 0.88 | 0.77 | 0.76 | 0.60 | 0.78 | 0.64 |
| 28日（金） | 281859 | 11526 | 83089 | 1854 | 0.39 | 0.81 | 0.65 | 0.79 | 1.21 | | | 0.41 |

（注）シャドウ部分はコール残高の減少時およびコールレートの大幅上昇時。

での当局の認識状況⁽³⁰⁾は、市場関係者の受け止め方やインターバンク市場の脆弱性、さらには流動性に関する認識などについて、やや不十分であった可能性を否定できないと言える。

（ハ）検査・考査の協力体制について

次に触れるのは、個別金融機関に対する立ち入り調査、すなわち、大蔵省あるいは金融庁の検査

と日本銀行考査の協力関係である。わが国においては、米国などでみられるような異なる監督機関が混成チームを組成しての検査は、組織の権限上の違い⁽³¹⁾や公務員・非公務員という職員の立場上の違いも背景にあってか、行われていない⁽³²⁾。

また、検査・考査の情報交換に関しては、日銀法第 44 条第 3 項において「日本銀行は、金融庁長官から要請があったときは、その行った考査の

(30) 例えば、軽部・西野 [1999] において、「……会社更生法がデフォルトを引き起こすこと、その結果、金融市場が萎縮する恐れがあることを正確に認識していた人間はごく一握りだった、と銀行局関係者は証言している」(249 ページ)と記載されているなど、短期金融市場の機能が大幅に低下すると考えていなかった当局者もいた可能性がある。

(31) 金融庁の検査は、銀行法第 25 条により、全ての金融機関を対象に立ち入り調査を行なうことができる。一方、日銀の考査は、日銀法第 44 条により、各金融機関との間で個別に約定を結ぶ必要がある。

(32) ただし、日本銀行職員の金融庁検査部署への出向の事例は存在する。

表6 今次金融危機の展開

| | 危機の性格・ステージ | 金融システムへの影響 | 広がり（地域、業態等） |
|----------------------|-------------------------|------------------------|---|
| ～2007年9月 | サブプライムローン問題 | 個別金融機関 | 欧州中心 |
| 2007年10月 ～2008年1月 | モノライン問題 | 金融システム不安（Ⅰ期） | モノライン危機、CDS ¹ カウンターパーティーリスク ² の顕現化、米国大手金融機関決算への悪影響顕現化 |
| 2008年2月 ～9月 | ソルベンシー（金融機関の健全性）の問題へ深刻化 | 金融システム不安深刻化（Ⅱ期） | GSEs問題、ヘッジファンド破綻、一部大手証券経営危機（ベア・スターンズ）、CDS問題の深刻化、CP問題 ³ 発生 |
| 2008年9月 ～11月 | 大手金融機関の連続的破綻および金融機能の低下 | 金融システム危機 | 金融システム機能の低下、一部マーケットの機能不全、投資銀行の消滅、CP問題が一段と深刻化、CDSカウンターパーティーリスクが一段と深刻化 |
| 2008年11月 下旬以降 | 実体経済面へ | 2009年前半まで金融システムの不安定が継続 | 大手自動車会社等が破綻 金融制度対応、規制強化の動き |

注1. クレジット・デフォルト・スワップ（Credit Default Swap）の略称。CDSとは、特定の企業（参照組織）でのクレジットイベント（例えば倒産など）に伴う当該参照組織向けの債権の減価（損失）に対して、保証契約と同等の補填を提供する金融商品。なお、CDSカウンターパーティーリスクとは、CDSの取引相手が破綻すること等により損失が発生すること。今次危機においては、保険会社AIGなどCDSの売り手が深刻な業況難に陥ったため、カウンターパーティーリスク（参照組織が破綻しても補填を受けられないリスク）が顕現化した（CDS問題）。

2. 取引の相手方が破綻することなどにより債務不履行を起こすリスク。

3. SIV（Structured Investment Vehicle、特別目的会社）は、貸出債権、社債への投資のほか、MBS（住宅ローン担保証券）やCDO（債務担保証券）といった証券を買取る一方、これらを担保としてABCP（Asset backed Commercial Paper、資産担保CP）を発行することで資金繰りをつけていた。今次サブプライムローン問題の発生により、広くCPの価格が大きく下落し、一時的に流通自体が難しくなる中で、流動性を確保できず破綻するSIVもみられた。

結果を記載した書類その他の考査に関する資料を金融庁長官に対し提出し、又はその職員に閲覧させることができる」との規定があるだけであり、双方向となっていない。

3. 主要国の金融危機対応の枠組みと2008年9月のリーマンショックを中心とした今回の金融危機についてのレビュー

各国の枠組みは、所謂平時における信用秩序維持政策と緊急時の危機対応に分かれる。本稿での焦点は後者であるが、平時と緊急時の境目を区別することは難しく、信用秩序維持政策についても

触れざるを得ない。ここでは、時系列的な経過に沿ってのレビューを行い、政府・中央銀行がどういった役割を果たしてきたかを把握する。

今次危機について、ごく簡単に事象の展開を纏めると、以下のように概括できる（表6）。

3-1 2007年7～9月に発生した欧州を中心としたサブプライム問題を巡る動き：証券化市場の信認低下、IKB（独）、ノーザンロック⁽³³⁾（英）問題、ヘッジファンド問題等

2007年央の段階では、金融危機は深刻化しておらず、一部のサブプライム向け住宅ローンの証券化商品（CDO⁽³⁴⁾等）に多額の投資を行った金

(33) 19世紀に住宅金融会社として設立、97年に普通銀行に転換。資産規模は1,010億ポンド（97年10月末、英国銀行で資産規模第8位）。資産の90%が住宅ローンなどの個人向けローンが占める一方、資金調達約65%を市場性調達に依存していた。

(34) Collateralized Debt Obligationの略。債務担保証券。社債や貸出債権などから構成される資産を担保として発行される。

融機関における不良債権問題や流動性問題の顕現化⁽³⁵⁾という認識が一般的であった。

こうした状況を受け、「ほぼ100年ぶりに取り付け」⁽³⁶⁾となった英国では、ノーザンロック問題に関して、2007年10月9日の英国下院財務委員会において、一義的なモニタリングを行う当局であるFSA⁽³⁷⁾のマッカーシー長官に対して、リスク評価⁽³⁸⁾・検査等モニタリングの頻度、FSAから財務省・BOE⁽³⁹⁾への報告のタイミングや連携状況等について聴聞が行われるなど、頻繁に金融危機対応のあり方・当局間の連携等について国会(下院財務委員会等)で議論がなされた。

さらに、2008年1月に公表された英国下院の報告書“The run on the Rock”では、ノーザンロックに対するFSAの対応を組織的な失敗と評価する一方で、BOEに対して、金融危機への対応(破綻銀行の処理等)や預金保護対象金融機関への検査官の派遣、個別金融機関の情報提供を命令する権限を付与することなどが提言された。こうした議論を経て、2008年7月には改正銀行法、BOE法の市中協議ペーパーが公表されたうえ、

BOEの目的に金融システムの安定確保が加えられ、マクロ的な金融システムの安定に対してのBOEの責任が明確化された改正銀行法やBOE法が2009年1~2月より施行されるに至った。

また、英国FSAによって行われている流動性規制⁽⁴⁰⁾の見直しも検討された。協議ペーパーが2008年12月に示された上で、規制案の最終版⁽⁴¹⁾が2009年10月に公表された⁽⁴²⁾。

政策的なインプリケーションとしては、①流動性確保・モニタリングの重要性、②FSAと流動性を供給する中央銀行の密接な連携確保、③迅速な対応を行うための危機対応における権限および役割分担の明確化の必要性(金融危機時におけるBOE主導の処理〈改正銀行法〉)、④流動性供与主体であるBOEのモニタリング能力向上の必要性、などが指摘できる。

一方、ドイツでは、サブプライムローン問題の影響で経営危機に陥っていたIKB(ドイツ産業銀行)に対して、2007年8月1日にドイツ復興金融公庫(KfW、政府系)が80億ユーロの資金支援(流動性供給)を公表し、連邦政府も支援

(35) これらは7月10日に米格付け会社ムーディーズがサブプライム向け住宅ローンを原資産とした証券化商品を一斉に格下げしたことが一つの契機となり発生。

(36) ノーザンロックの一時国有化が発表された2008年2月17日ロイター配信記事より抜粋。なお、同行では、これより以前の2007年9月14日にも取り付け騒ぎが発生している。

(37) Financial Services Authorityの略。UK FSAと標記されることも多い。英国の金融監督当局で、日本の金融庁に当たる。

(38) 英国FSAでは2000年1月よりARROW(Advanced Risk Responsive Operating Framework)という手法に則ってリスク評価を行っている。インパクトの評価(4段階)、リスク顕在化可能性の評価(ビジネスリスク、コントロールリスクに分けた上でグループ分けをして評価)を行ったうえで、リスク評価に応じた経営改善計画を金融機関に策定させ、これをチェックしていくというリスクベースのアプローチである。

(39) Bank of Englandの略。英国の中央銀行。

(40) ①英銀(17行)に対するSterling Stock regime(【BOEに差し入れ可能なポンド建て適格担保】÷【(先行き5日間分のポンド建て市場性資金のネット流出予定額)-NCD+(先行き5日分のポンド建て顧客性預金のネット流出予定額<約定ベース>×5%)】)≥【100%】)、②外銀に適用するMismatch regime(【先行き8日間および15日間の市場性資金のネット流出予定額-未使用コミットメントライン×15%】÷【顧客性預金+インターバンク預金】)≤▲10%〈先行き8日間〉または▲15%〈先行き1ヶ月間〉)、③Building Society(住宅金融会社)に対するBuilding Societies regime(【短期(～8日間)市場性調達額×3.5%】)≤【BOEに差入可能なポンド建て適格担保】)等。

(41) 内容は、①少なくとも毎年1度の頻度で3種類のストレスシナリオ(Idiosyncratic liquidity stress, Market wide liquidity stress, その両方)に基づき10種類(インターバンク市場性預金, リテール預金, 日中流動性等)の流動性リスクの状況についてストレステストを行う、②一定の流動性資産(Aa3格以上の国債, 中銀準預, 国際機関債)保有の義務付け、③流動性関連の当局への報告など。

(42) 2009年10月にUK FSAによって公表されたPolicy Statement ‘Strengthening liquidity standards’参照。

(流動性供給)を行った後、最終的に米国投資会社ローンスターが9月に買収を決定することで対応が一段落した。

こうした中で、8月9日には、フランス大手銀行BNPパリバ傘下の3つのファンドがサブプライムローン関係証券化商品への投資の失敗から、価格算出、募集、解約、返金の一時中止を発表、これを契機に為替市場においてユーロ等欧州通貨が一時的に暴落したほか、為替スワップ市場も一時価格が立たない状況となるなど混乱した⁽⁴³⁾。さらに、7月末にサブプライム関連投資の失敗からベア・スターズ傘下の2つのファンドが破綻したほか、8月中旬には、ゴールドマンサックスが、傘下のヘッジファンドに30億ドルの資本注入を実施した。このようにファンドを含めたシャドーバンキング・システム⁽⁴⁴⁾の問題が表面化した。これらに対する中央銀行を含めた監督当局のリサーチ、

状況把握は不十分であったと言える⁽⁴⁵⁾。

3-2 2007年10月～2008年1月のモノライン⁽⁴⁶⁾問題の顕現化と欧米投資銀行での損失計上：欧米大手行の多額の損失が表面化、増資の動き

2007年10月～2008年1月の局面では、証券化商品の保証を行っているモノライン⁽⁴⁷⁾についての格下げ⁽⁴⁸⁾の動きが起こったほか、証券化商品についての格下げの動きも年末にかけて広がった。こうした中で、モノラインに対して格下げ回避等のために資本注入を行う動き⁽⁴⁹⁾がみられた。

モノラインは、保証を行うのみならず、CDS取引市場において、ヘッジファンドや保険会社(AIG)とともにプロテクション⁽⁵⁰⁾の売り手としての役割を担っていたため、モノラインの業況悪化とともにCDSの問題が一段とクローズアップ

(43) 一つの大きな要因としては、為替スワップ市場で流動性を供給している各金融機関がVaR等を使って同様の形でリスク管理を行ったため、ショックが発生した場合、一斉にミドルオフィスの指示に従って与信枠を絞り込み、流動性が急速に枯渇したことが原因と考えられる。

(44) 商業銀行以外の金融仲介機能を果たしている金融機関のことで、主として投資銀行(証券会社)を意味するが、より広くヘッジファンド等も含める場合も多い。伝統的な商業銀行業務とは別の金融であるためシャドーバンキング(影の銀行)システムと言う。

(45) こうした状況が、欧米におけるファンド規制案に繋がった。事後的には、欧州委員会による2009年4月29日公表の“Directive on Alternative Investment Fund Managers”や米国財務省による2009年3月26日公表の“Framework for Regulatory Reform”において、モニター・規制強化等が提案された。

(46) モノラインとは、原義は、単一の保険商品だけを取り扱う保険会社のこと。証券や企業の債務など金融商品の保証を行っている金融保証会社である。

(47) 自社の高い信用力をベースに証券化商品や地方債に保証を付す業務を展開。2007年央当時、AAA格のモノラインは先行組みである大手4社(Ambac, MBIA, FGIC, FSA)と新規参入組3社(XLCA, AGC, CIFG)の計7社が存在していた。各社の2007年9月段階での保証残高(ストラクチャードファイナンス、地方債等計)は以下のとおり極めて多額に及んだ(単位:億ドル, 出所:Fitch)。なお、下記の表のSCAは、XLCAの親会社である。

| MBIA | Ambac | FSA | FGIC | AGC | SCA | CIFG |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 6,176 | 5,190 | 3,765 | 2,999 | 1,323 | 1,180 | 746 |

(48) 一部格付け会社が、9月に主要モノラインについて「十分な自己資本を有しているか確認できなければ格下げがありうる」と発表したことから、モノライン各社の株価は下落し、CDSプレミアムも拡大。2008年1月には一部大手モノラインが格下げとなった。

(49) MBIAが2007年12月10日にプライベート・エクイティ・ファンドWarburg Pincus等から総額10億ドルの資本受入合意したほか、2008年1月9日に劣後債発行を決定。Ambacが12月14日に金融再保証会社Assured Guarantyから290億ドル相当の再保証を受けることで合意したほか、1月16日に新株発行により最低10億ドルの増資を決定(後者はMoody'sの格付け見直し方針を受け、撤回)。CIFGが11月22日に親会社のCNCEとBFBPから15億ドルの資本増強を受けることで合意、など。

(50) 保証のこと。プロテクションの買い手は売り手に対して信用リスクに基づく対価(プレミアム)を支払う一方、クレジット・イベント(倒産等)が発生すれば、売り手は買い手に対して約定の金額を支払う。

表7 欧米主要行の四半期決算・純利益〈net income〉の推移

| 単位：億ドル | | 07/2Q | 07/3Q | 07/4Q | 08/1Q | 08/2Q |
|--------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 商業銀行 | シティグループ | 62 (▲ 27) | 22 (▲ 54) | ▲98 (▲232) | ▲51 (▲160) | ▲25 (▲107) |
| | バンクオブアメリカ | 58 (▲ 31) | 37 (▲ 25) | 3 (▲ 78) | 12 (▲ 69) | 34 (▲ 50) |
| | JP モルガン・チェース | 42 (▲ 19) | 34 (▲ 24) | 30 (▲ 26) | 24 (▲ 61) | 20 (▲ 38) |
| | ワコビア | 23 (▲ 2) | 16 (▲ 15) | 1 (▲ 28) | ▲ 7 (▲ 46) | ▲89 (▲125) |
| | ウェルズファーゴ | 23 (▲ 4) | 22 (▲ 7) | 14 (▲ 21) | 20 (▲ 16) | 18 (▲ 23) |
| 投資銀行 | ゴールドマンサックス | 23 (n. a.) | 29 (▲ 15) | 32 (—) | 15 (▲ 25) | 21 (▲ 8) |
| | モルガン・スタンレー | 26 (n. a.) | 15 (▲ 14) | ▲36 (▲ 94) | 16 (▲ 23) | 10 (▲ 17) |
| | メリルリンチ | 21 (n. a.) | ▲23 (▲ 84) | ▲98 (▲167) | ▲20 (▲ 66) | ▲47 (▲ 98) |
| | リーマン・ブラザーズ | 13 (n. a.) | 9 (▲ 7) | 11 (▲ 15) | 5 (▲ 24) | ▲28 (▲ 41) |

(注) () 内はサブプライム関連損失。具体的には貸倒引当金の積み増し、証券化商品等損失、LBO 関連損失、その他（モノライン保証、ヘッジファンド等損失）の合計。各金融機関の開示内容に差があるため、幅を持ってみる必要。

(出所) ディスクロ資料等より筆者作成。

された。また、サブプライム関連投資での運用失敗などから、数多くのヘッジファンドにおいて償還停止等の対応がとられた。

こうした状況下、サブプライムローン関係を中心に欧米の大手金融機関において多額の損失が表面化した（表7）。この段階で、サブプライム向け住宅ローンを証券化し、これら証券化した中長期資産である RMBS⁽⁵¹⁾ や ABS CDO⁽⁵²⁾ を裏付けに短期の ABCP⁽⁵³⁾ などを発行し長短金利差による利鞘の獲得を狙う Originate to Distribute 型のビジネスモデルは基本的に破綻したと言える⁽⁵⁴⁾。

この間明らかになった問題点としては、①格付け会社、モノライン、ファンド等シャドーバンキング・システムに対するモニター、規制をどう考えていくか、②CDS 等のデリバティブや SIV などのオフバランス取引機関に対してどう対応していくか、等が指摘できる。これらはいずれも、従前、中央銀行も含めた監督当局の監督対象外であり、モニターが必ずしも十分でなかった領域である。さらに、投資銀行への規制、監督のあり方も問題になった⁽⁵⁵⁾。

(51) Residential Mortgage Backed Securities の略。住宅ローンを担保として発行される証券。

(52) 資産担保証券 (Asset Backed Securities, 企業が保有する資産を裏付けに発行された証券) を担保として発行される債務担保証券 (Collateralized Debt Obligation)。なお、CDO は ABS の一形態で、ほかに CLO (Collateralized Loan Obligation), CBO (Collateralized Bond Obligation) などがある。

(53) Asset Backed Commercial Paper の略。売掛債権や貸付債権を裏付けに発行するコマーシャルペーパー。

(54) 金融機関のバランスシートから切り離して ABCP Conduit (conduit とはもともととは導管を意味するが、この場合は証券化のために担保となる原資産をオリジネーター〈原債権者〉のバランスシートから切り離す仕組)、SIV (Structured Investment Vehicle, 特別目的会社) などの独立した投資ビークルでこうした業務を行うケースが多かったが、結果的には、これがデレバレッジ (破綻回避のためのバランスシートの圧縮) の過程で、ビークルの救済・連結化を行ったため本体のバランスシートに戻ってきた。

(55) このようなマーケット、金融関係者等の問題意識を背景に、時点的にやや後となるが、モノラインを始めとする金融保証会社等の監督体制について 2008 年 2 月 14 日の米上院銀行委員会公聴会で議論されたほか、米国下院金融サービス委員会のフランク委員長 (民主党) は、2008 年 3 月 20 日のボストンでの講演において、投資銀行も含めての新たな監督機関 (Financial Services Risk Regulator) の設立、Fed の権限強化を主張するなどの動きがみられた。

3-3 2008年2~9月のベア・スターンズの救済とGSEs問題への対応：不良債権問題の深刻化が明確となる中、各金融機関はデレバレッジを積極化

今回の金融危機の一つの特徴は、投資銀行を中心に高いレバレッジ⁽⁵⁶⁾をきかせてバランスシートを拡大したこと、また単純なレバレッジの拡大ということではなく、より高い利回りの資産のウエイトを高めていったことが挙げられる。逆に、証券化商品のブームがピークアウトすると、高いレバレッジを効かせていた投資銀行等の金融機関がバランスシートを急速に圧縮させていった。一旦このようなデレバレッジ⁽⁵⁷⁾の動きが起これば、「他行に先駆けてデレバレッジを行うことで評価減等をできるだけ抑えたい」という思惑から資産売却の動きが関連商品等も含めて急速に広がり、場合によっては買い手がつかず価格が立たない状況も発生した。その過程においては、保有していた商品の急速な価格下落や一部資産等の不良化から、市場での資金調達が一時的に困難化するという流動性の問題が発生したほか、以下のように個別の金融機関における信用不安という健全性の問

題も深刻化したと言える⁽⁵⁸⁾。

具体的には、年明け以降、サブプライム関連投資の失敗により前年7月に傘下のファンドが破綻し、資金繰りが困難化して苦境に陥っていた米国投資銀行大手ベア・スターンズを、3月16日にFRBも関与する形でJPモルガン・チェースが買収する形で対応すること⁽⁵⁹⁾が発表された⁽⁶⁰⁾。同社が、プロテクションの売り手としてCDS市場に深くかかわっていたことや決済システムにおける存在感がこの救済対応の背景にあるといわれている⁽⁶¹⁾。

次に問題となったのは、GSEs⁽⁶²⁾である。マーケット参加者は、サブプライム貸出関連資産やその他の住宅ローン関連資産の価値下落を眺め、GSEsのバランスシートを時価評価した場合の資産内容について、今後の追加損失発生の可能性も踏まえて資本が十分でないと判断するようになったため、株価は急落した⁽⁶³⁾。

米国政府は、住宅金融市場の機能低下の影響を勘案し、2008年7月末に住宅・経済回復法を成立させ、GSEsに対する規制・監督を強化したほか、GSEsの株式の購入権限を財務省に付与した。9月7日には、GSEsを連邦住宅金融監督局

(56) レバレッジを高める(効かせる)とは、借入(デット部分)を増やすこと(即ちバランスシート全体を拡大すること)により、資本(エクイティ部分)の収益(配当)を高めること。

(57) ポジションの撒き戻し。すなわち、借入等バランスシートを圧縮することによりレバレッジを引き下げる動き。これによりエクイティの収益が低下する筋合い。

(58) こうした状況は、典型的にはCredit Default Swapのプレミアムなどをみると分かる。当時の動きについては、例えば、日本銀行「金融市場レポート2009年1月」図表I-2-3(17ページ)やBOE“Financial Stability Report October 2008”Chart 3.1(17ページ)等を参照。

(59) スキームは、デラウェアに有限責任会社(LLC)を設立、NY連銀が290億ドル、JPモルガン・チェースが10億ドルを融資したうえで、ベア・スターンズの資産300億ドルを移転、これを民間のブラックロック・フィナンシャル・マネジメント社が管理、数年かけて清算するというもの。貸出に損失が生じた場合のNY連銀の財務省への納付金の損失総額相当分の削減の扱いを上院財政委員会での財務省回答書で認めるなど、事実上、FRBによる救済対応。

(60) FRBは、新たに、流動性供給手段Primary Dealer Credit Facilityを創設。

(61) FRBバーナンキ議長は、2008年4月の上院銀行委での質疑応答において、Brownback議員の質問に答える形で、①ベア・スターンズが膨大な数のカウンターパーティーを有しており金融システムにおける相互連関の程度と重要性が大きいこと、②現在の市場が脆弱であることを、当該対応の理由として言及。

(62) GSEsとはGovernment Sponsored Enterprises(政府援助法人)の略。当該局面では、具体的には、ファニーメイ(Federal National Mortgage Association〈連邦住宅抵当金庫〉)、フレディマック(Federal Home Loan Mortgage Corporation〈連邦住宅貸付抵当公社〉)の2機関が問題となった。

(63) フレディマックおよびファニーメイの株価は2007年央までともに60ドル程度あったが、2008年7月には10ドルを割り込む水準にまで低下した(9月には1ドルを割り込んだ)。そのほかエイジェンシー債の対国債スプレッドも2008年夏場にかけて大幅に拡大した。

(FHFA)の公的管理下に置くことを発表した。また、財務省は、GSEsと優先株買取協定を締結したほか、エイジェンシーMBSの買入プログラムおよびGSEs向け有担保貸付ファシリティを創設した。

一方、金融システム全体にかかる対応として、2008年3月末に米国の規制・監督体制の見直しに関するいわゆる“Blue Print”が公表されたほか、2008年7月には英国の財務省・FSA・BOEが金融システムの安定に関する市中協議案を公表するなど、危機管理や規制の枠組みの見直し・強化、マクロ的な金融システム安定化に関して、一部主要国において自国の枠組みを先行して改善しようという取り組みがみられた。

3-4 2008年9月中旬～11月中旬の大手投資銀行の連続的破綻とその対応：破綻の連鎖に対する初動対応

GSEs問題の発生は、証券化商品・レバレッジローン⁽⁶⁴⁾のエクスポージャーが大きく、運用調達構造において負債における短期調達依存度が高かった米国の投資銀行に対するマーケット参加者の懸念を高めることとなった⁽⁶⁵⁾。このため、多くの大手投資銀行において、流動性確保が難しくなり、軒並み経営危機に陥り、国内外の商業銀行、ファンド等からの流動性調達、買取・資本注入・提携等、さらには政府による救済を模索する状況

となった⁽⁶⁶⁾。

こうした状況下、9月15日に、大手投資銀行リーマン・ブラザーズが、政府からの救済を受けることなく、連邦破産法第11条の適用を申請し、倒産した。そのほか、バンクオブアメリカがメリルリンチを買収したほか、ゴールドマンサックスおよびモルガン・スタンレーが銀行持ち株会社に移行したため、米国において投資銀行は事実上消滅した⁽⁶⁷⁾。これら、特にリーマン・ブラザーズの破綻は、インターバンク市場の機能の著しい低下、CP市場の不全、証券化商品やデリバティブをはじめとする一部商品の機能停止といった事態を招き、混乱解消にはかなりの時間を要した。一方、経営危機に陥っていた大手保険会社AIGに関しては、CDS市場におけるプロテクションの売り手としてのプレゼンスが大きく、破綻すると多数に上る取引相手方への影響が大きいことから、9月16日にFRBが850億ドルの貸出ファシリティ設定の発表などにより、当局により救済された⁽⁶⁸⁾。さらに、9月25日には、地銀のワシントンミューチュアルがFDICによる強制閉鎖、支店・預金のJPモルガン・チェースによる買取が発表された。

こうした状況に対して、FRBの個別金融機関への流動性対応（9月16日のAIGへの貸出ファシリティ設定、AMLFスキーム⁽⁶⁹⁾、CP買取制度導入等）、金融システム安定化策の発表（最大

(64) レバレッジド・バイアウト(M&Aの手法の一つで、買取資金を買収対象の資産価値や将来キャッシュフローを担保とする銀行からの借入で調達する)のための融資。通常低価格付先への与信であるため、利回りが高い。

(65) こうした認識については、例えば、日本銀行「金融市場レポート2009年1月」17ページ参照。

(66) 政府による救済の模索等については、例えば、2008年10月6日の米下院 政府改革・監視委員会公聴会におけるリチャード・ファルド元リーマン・ブラザーズCEOの議会証言参照。

(67) 一般に投資銀行とは、証券会社の中でも、株式・債券等の媒介・トレーディング等伝統的な業務のほか、M&A、証券化商品の組成・販売等の業務を手広く行う先で、自己資本規制上Net Capital Ruleの適用を除外し自発的な監督の枠組みであるCSEプログラム(Consolidated Supervised Entity Program)が適用される先を指す。

(68) バーナンキ議長は2009年3月の上院予算委で、Wyden議員の質問に答え、「数百万人の保険加入者、デリバティブやクレジット保険の数千の取引相手を抱え、かつ、金融機関との数多の取引を行っている、世界最大の保険会社の破綻は、世界の金融システムの安定性に破壊的な影響を与えると考えた」と答弁。

(69) 財務省のMMMF(Money Market Mutual Fund, オープンエンド型の投資信託で、換金が自由なほか、小切手の振出し等も可能)に対する保証プログラム(9月19日発表)が開始されるまで、FRBが、MMMFが発行するABCPを買い取る機関に対し、その買い取り資金を融資(ABCPを担保としたノンリコースでの貸付)するスキーム。ABCP Money Market Liquidity Facilityの略。

7,000億ドル規模、2年間で不良資産を買い上げるという内容を含む、9月19日）、財政資金投入を含んだ緊急経済安定化法案提出、FDICのシステムリスク・エクセプション条項の発動⁽⁷⁰⁾等により対応した。さらに、10月14日には、財務省による資本購入プログラム（CPP⁽⁷¹⁾）、FDICによるTLGP⁽⁷²⁾のほか、包括的な金融システム安定化策を公表した。

この間の一連の対応の内容をみると、中央銀行が流動性供与を行いつつ民間金融機関による買収を模索する形から、政府あるいは中央銀行が資本注入を含めた危機対応施策を、新たな法律手当て等を伴いつつ実施する形へと変化した。すなわち、事後的にみれば、リーマンショックが発生してから1カ月足らずの間に、かなり踏み込んだ対応を行うように変化しており、我が国の不良債権処理対応時と比べると政策対応はスピード感をもって行われたと言える。

また、リーマンショック等のこうした動きは、海外にも波及し、投資銀行や証券化商品への運用ウエイトが高い金融機関（たとえばアイスランドの金融機関）で経営破綻が表面化したため、フォルティス（ABNアムロの持ち株会社）の国有化・公的資金注入（9月29日）、英国でのブラッドフォード・アンド・ビングレーの国有化（9月29日）・資本注入制度等の創設（10月8日）、アイスランドの非常事態宣言および主要行国有化（10月6～9日）、スイス政府のUBS支援（10月16日）、ドイツにおける政府による銀行救済・資本注入（10月28日ヒポレアルエステート、11月3日コメルツ申請）等、欧州諸国において、政府が全面的に出た形で国有化・資本注入等を含めた対応がとられた。さらに、10月の中旬には当初段階における包括的な金融システム安定化策（立法対応）

がいくつかの国から打ち出された（独10月13日、仏10月13日、スイス10月16日等）。加えて、10月29日には欧州委員会が加盟国向け特別融資枠拡大等の金融支援も発表した。

この間、①各国中央銀行が協調してのドル調達圧力の高まりに対する協調策（9月18日）、10カ国中央銀行による追加策（9月29日）、国際的な流動性供与（10月13日、主要中銀）等の国際的な流動性対応策、②協調利下げ（10月8日）、10月下旬から11月にかけての主要中央銀行によるさらなる利下げ、③G7の国際的な金融市場の動揺に対する声明（9月22日）、G7「行動計画」（10月10日）、ユーロ15カ国・緊急主要会議「共同行動計画」、G20緊急サミット「首脳宣言」「行動計画」（11月15日）といった、国際的な協調の動きがみられた。

こうした中で、マーケットは依然不安定ながらも徐々に落ち着く方向を見せ始め、株価やCDSスプレッドは年明け以降まで厳しい状況であったものの、銀行間取引における流動性リスクやカウンターパーティーリスクの状況を示すLIBOR-OISスプレッド⁽⁷³⁾は、年末越えの資金繰りにめどが付き始めたころから大きく縮小をし始めた⁽⁷⁴⁾。

この局面について、インプリケーションに繋がると特徴的な事象は、以下のとおりである。

- ① 米国下院で、緊急経済安定化法案を一度否決（9月29日）。こうした政治的な足並みの乱れは、マーケットでの不安を拡大し、NYダウが777ドル下落するなど、動揺を招いた。
- ② ベア・スターンズ、AIGを救済しておきながらリーマン・ブラザーズを破綻させた政府の対応へのマーケット参加者の不信が生じたこと。これが市場における疑心暗鬼を招いた。

(70) 9月29日にシティによるワコピア買収にあたり発動。なお、同行は結局ウェルズ・ファーゴが買収した。

(71) CPPはCapital Purchase Programの略。

(72) TLGPはTemporary Liquidity Guarantee Programの略。金融機関の債務をFDICが保証。

(73) LIBORとOver Night Index Swap Rateの乖離幅として計算され、市場における流動性リスクとカウンターパーティーリスクが金利に反映されたプレミアム部分を示す指標として広く利用されている。

(74) 米国では11月、欧州でも12月には大幅に縮小した。

た一方で、TBTF (too big to fail) 問題⁽⁷⁵⁾を惹起した。

- ③ 10月上旬以降は、政府・中央銀行等が一体となって可能な政策を総動員し(包括的かつ小出しではない大規模な対応を提示)、議会(政治)とも足並みが揃ってきたことから、マーケットがようやく落ち着きを取り戻し始めるに至った。

3-5 頑健性の確認と規制強化への流れ、実体への影響(倒産、雇用等): 2008年11月中旬以降の動き 2009年中の動き

11月中・下旬以降、依然としてCDSスプレッド、社債の対国債スプレッドの拡大が継続、CP(コマーシャルペーパー)市場も円滑に機能しないなど厳しい状況にあったが、年末越え資金に目処がつくと、初期のパニック的な状況からは徐々に脱出していった。また、2009年入り以降は、ABS・MBS等の証券化市場は機能不全状況が長く続いたものの、社債・CP市場、CDS市場等については不安定さを残しながらも徐々にスプレッドを縮小させ、夏場以降は多くの金融市場で機能が回復し、落ち着きを取り戻した。この間、政策的な対応としては、①包括的な追加策や個別対応策が打ち出された一方で、②ストレステストの実施等による金融システムの健全性の確認が行われるとともに、③(平時の)制度・規制の枠組みに関する議論が進展していった。一方、実体面においては、全体として落ち着きを取り戻す一方で、米国大手自動車会社に連邦破産法が適用⁽⁷⁶⁾されたほか、雇用面等で悪化が進行した。

この間の対応状況を見ると、まず、米国では、①引き続き国際協調的路線を継続(ただしG7ベースではなくG20ベース中心)、②各国が金融緩和的な対応を続ける一方、金融システム関係としては、③資本注入、不良資産買い入れ等、当初段階で打ち出した対応の具体化(2008年11月25日8,000億ドル規模の金融システム安定化策、2009年2月10日オバマ政権下での金融システム安定化策の公表、3月23日不良債権買取プログラムの具体的な内容公表)や特定分野等への新たな技術的な対応の追加(11月15日SSFIP⁽⁷⁷⁾、11月25日TALF⁽⁷⁸⁾、12月31日AIFP⁽⁷⁹⁾等)、④金融市場の不安定さを抑え懸念が再発することを防ぐために頑健性を確かめるためのストレステスト等を発表・実施したこと(2009年2月25日発表、5月7日結果公表)等、比較的早い段階で必要な対応をとったことが挙げられる。また、制度改革への動きがみられ、⑤2009年3月26日に財務省が金融規制改革のフレームワークの概要を公表、これをうけて6月末に一連の金融改革法案が議会に提出され、審議された。また、3月には、FRBの独立性を確保する観点から、財務相・FRBが「金融・通貨の安定維持におけるFRBの役割に関する共同声明」が公表された。

一方、欧州においては、英国の資産買い取りファシリティの増枠(2009年5月7日)やアイルランドの不良資産買い取り機構の設立(2009年4月7日)等の動きが引き続きみられた。さらに米国同様、金融システムの健全性を確認するため、欧州銀行監督委員会⁽⁸⁰⁾が、2009年10月1日に欧州大手行22行に対するストレステストの結果

(75) 非常に大きな金融機関につき、破綻した場合の金融システム全体への影響に鑑み、大きすぎて潰せない(too big to fail)とすると、経営者がリスクテイクしやすくなるなどモラルハザードの原因となりがねないといった問題。

(76) GM(2009年6月1日)、クライスラー(2009年4月30日)の連邦破産法第11条適用申請など。

(77) Systemically Significant Failing Institutions Programの略。個別案件の判断に基づき資本注入を定める。

(78) NY連銀が資産担保証券(Asset Backed Securities)を最大2,000億ドル引き受けるスキーム。自動車ローン、学生ローンまでABSの原資産として含めるなど、リテール金融を支援することが目的。Term Asset Backed Securities Loan Facilityの略。

(79) Automotive Industry Financing Programの略。ケースバイケースでの判断に基づく資本注入を定める。

(80) Committee of European Banking Supervisorsの邦訳。

を公表した⁽⁸¹⁾。

こうした中で、シャドーバンキング・システム⁽⁸²⁾も含めた金融機関への監督・規制の枠組みを見直す動きが広がり、Basel委員会⁽⁸³⁾が「銀行危機の教訓に対処するための包括的戦略」を2008年11月20日に、欧州委員会諮問グループ（ドラロジュール・グループ）がドラロジュール・レポート⁽⁸⁴⁾を2009年2月25日に、それを受けた金融監督・監督の見直しに関する声明が3月4日に、欧州委員会が新たな銀行監督体制に関する声明を5月27日に、それぞれ発表された。英国でも、2009年3月18日にFSAからターナー・レビュー⁽⁸⁵⁾が2009年7月8日には財務省から銀行監督制度に関する法案審議のための草案“Reforming financial markets”が公表され、既存の財務省・FSA・BOEによるTripartite Supervisory Systemの枠組みは維持する一方、新たに財務大臣を議長とする金融システム安定化委員会⁽⁸⁶⁾を設置し、必要な際には連携することなどが提案された⁽⁸⁷⁾。これら規制・監督の見直しの動きは、シャドーバンキング・システムやオフショア市場への監視を強め、監視・監督の範囲を広げるほか、国際的な協力体制の強化を求めるなど、規制強化的な内容となった⁽⁸⁸⁾。規制の枠組みについては、Basel委員会を中心に、①最低自己資

本比率の見直し、②自己資本の質の見直し、③Pro-Cyclicalityへの対応（好況期に資本を積み上げ、不況期に資本を取り崩すスキームをすることで、個別金融機関の危険回避行動が实体经济にマイナスに働かないようにする）、④レバレッジレシオ規制、⑤流動性規制、といった点について議論された。

4. 両者の比較

— 両危機の事象面、政策対応面 —

でのいくつかの相違点 —

以下では、今次金融危機と90年代のわが国不良債権問題を比較し、その特質や政策対応、危機対応の前提となっている制度等について、今後の政策面へのインプリケーションを踏まえつつ、類似点・相違点を明らかにする。

4-1 危機における事態進行の速さの相違

今次金融危機と90年代のわが国における不良債権問題発生時について、マクロ面の状況やメルクマールとなる事象等を中心に、事態の展開、制度面での対応等を比較する。危機発生の本来的な原因の一つとして不動産価格のバブルが存在することや、大手金融機関の破綻、一部業態が消えた

(81) IMFも米国、欧州に先立って、2008年12月にストレステストの結果を公表。なお、欧州銀行監督委員会は、2010年7月23日に再度実施したストレステストの結果を発表し、7行が資本不足であることが判明した。

(82) 注(4)参照。

(83) 正式にはバーゼル銀行監督委員会。中央銀行または銀行監督を担う行政当局をメンバーとし、金融監督の標準、指針等を作成するなどの活動を行っている。本部はスイスのバーゼルの国際決済銀行に置かれている。

(84) 内容は、①格付け機関やヘッジファンド等への規制・監督の強化等、現行の制度・政策を改善、②EC域内の監督体制の段階的な統合・強化、③グローバルな金融システムの改革（金融安定化フォーラム〈FSF〉の機能強化、金融監督機関における国際協力の強化等）。

(85) 内容は、銀行規制・監督全般に及ぶが、特に注目される論点は、①最低所要自己資本比率の新たな枠組み、②マクロブルーデンスの視点の導入、③クロスボーダー取引にかかる監督体制の強化等。なお、マクロブルーデンス（政策）とは「金融危機が顕在化する前に金融システム全体と实体经济に内包される潜在的なリスクを分析し、経済へのマイナスインパクトを最小化しつつ、信用秩序を維持するため、予防的な政策・措置を講ずるもの」（金融調査研究会〔2009〕）と定義される。

(86) Council for Financial Stabilityの邦訳。

(87) 英国では、その後、政策的な責任を問う形で、FSA解体の方向に議論が進んだ。なお、シャドーバンキング・システムに関しては、米国の金融規制改革法（2010年7月）にも、金融安定監視協議会が認定したノンバンクをFRBが監督するほか、いわゆるボルカー・ルールにより銀行のヘッジファンド投資等の制限、FRB監督下のノンバンクの自己勘定に一定の制約を設けるなどの対応が含まれた。

(88) ここで議論となった一つの問題は、Regulatory Arbitrage（規制裁定）への対応である。

こと、関連損失額の規模が極めて大きいこと等、共通の部分もみられるものの、危機の伝播のスピード、国際的な広がり、業態的な広がりの程度、セーフティネットの整備状況、会計対応面等で大きな相違があったことが分かる（表8）。

このうち、事態の展開のスピードは、90年代のわが国の不良債権問題発生時については、97年11月あるいは98年10～12月など一時的に急展開した時期はあるものの、基本的には金融機関融資が不良化する伝統的な「銀行型システム

リスク」⁽⁸⁹⁾であることから事態の進展は総じて遅くなかった。一方、今次危機については、証券化商品というマーケットで広く取引されている商品を起点として起こった「市場型システムリスク」であったため、極めて早い事態の展開となり、対応も、初期の段階でのマーケットに対する流動性供給を始め、資本注入、ストレステストによる安定性確認等をスピーディに行ったようにみえる。

因みに、今次危機における大きな特徴となっている事象の進展や政策展開の速さについて、それ

表8 今次危機と90年代わが国における不良債権問題とのマクロ的な事象等の比較

| | 今 次 危 機 | 90年代わが国不良債権問題 |
|-----------------------------|--|---|
| マクロ環境 | 長期的な低金利環境とマネーの膨張 | 長期的な低金利環境とマネーの膨張 |
| 根源的な原因 | 住宅市場のバブル | 不動産（土地）市場、株式等のバブル |
| 危機の性質 | 市場型システムリスクー危機の波及は非常に早い。 | 銀行型システムリスクー市場型に比べ危機の伝播速度は遅い。 |
| 業態的な広がり | ヘッジファンド、住宅金融専門会社、モノライン、GSEs、銀行・証券（投資銀行）、保険会社にまで広がるなど、広がり大きい。 | 我が国の90年代危機の場合には、範囲は住専および銀行（含む信用組合等）・証券で銀行中心と範囲は今回より狭い。 |
| 国際的な広がり | 米国だけではなく、欧州ほか全世界的に広がり | 金融機関の破綻に関しては、国内問題の扱い |
| 業態の変化 | 投資銀行が消滅 | 長期信用銀行が消滅 |
| 事後の商品の変化 | サブプライムCDO、CDO2 ¹ 等の流通市場は消滅 | 使途自由型大型ローン、LTV（Loan to Value、借入額/担保価値）が100%超の住宅ローン等の商品は消滅 |
| 事態の進展の中での市場関係者にとって予想外の出来事事例 | <ul style="list-style-type: none"> ・パリバショックでの流動性消滅（カウンターパーティリスクの増大） ・ベア・スターンズを救済したにもかかわらずリーマン・ブラザーズを破綻させたこと（⇒CDS、CP、短期金融市場の機能低下） | 三洋証券の会社更生法適用によりコールローンがデフォルト（⇒短期金融市場が機能停止） |
| 最初の金融機関破綻からメガバンクの破綻までの時間 | 1年2カ月（1年5カ月） ・IKB破綻（2007年4月）、住専ニューセンチュリーフィナンシャル破綻（2007年4月）⇒リーマンショック（2008年9月） | 2年11カ月 ・2信用組合破綻（1994年11月）⇒都市銀行破綻（1997年11月） |
| メガバンク破綻から危機収束までの時間 | リーマンショック以降米国では大きな破綻は生ぜず。NYダウ1万ドル割れ（08/10月）から同回復（09/10月）まで1年経過。 | 6年0カ月 都市銀行破綻（1997年11月）⇒足利銀行破綻（最後の大きな破綻、2003年11月） |
| 規 模 | IMF試算（2009年10月GFSR）：累積損失額3.4兆ドル（銀行・保険会社・ヘッジファンド） | GDPの約2割に当たる110兆円強の不良債権処理損（全銀ベース、償却・引当等） |
| セーフティネット整備 | 一応整備されていた。もっとも十分とはいえない。 | 当初段階では未整備。これを契機に整備が進展した面がある。 |
| 会 計 面 | 公正価値会計、時価会計への対応等が進行。 | 未整備（特に引当ルール） |
| 透 明 性 （ディスクロージャー） | 金融機関は、四半期開示で、透明性も高い。金融機関は比較的高い一方、ヘッジファンド等の透明性は低い。 | 金融機関は、半期開示あるいは年度開示で、当初段階では不良債権額も開示されていなかった。 |

注1. 債務担保証券（Collateralized Debt Obligation）を裏付けとして発行された債務担保証券。再証券化商品。

(89) 「銀行型システムリスク」「市場型システムリスク」という分類については、白川方明 [2007]、池尾・池田 [2009] 参照。

バブル崩壊後のわが国金融危機といわゆるリーマンショックの比較

図1 わが国金融危機とリーマンショックとの事態の進行スピードの比較

- 【今次危機】 () 内の月数はリーマン・ブラザーズが破綻した2008年9月15日との時間差
- ▼中小金融機関：2007年8月1日ドイツ産業銀行IKB流動性危機(▲14ヶ月)⇒2008年2月13日独復興金融公庫金融支援表明(▲7ヶ月)、2007年9月14日ノーザンロックのBOEへの金融支援要請(▲12ヶ月)⇒2008年2月13日英政府がノーザンロックの一時国有化を発表(▲7ヶ月)
 - ▼ヘッジファンド：2007年7月31日ベア・スターズ傘下の2ファンドが破綻(▲14ヶ月)、2007年8月9日パriba傘下の3つのファンドが解約停止等の措置(▲13ヶ月)
 - ▼住宅金融専門会社：2007年4月2日ニューセンチュリー・フィナンシャル(業界2位)破綻(▲17ヶ月)、6月18日フレモントジェネラル破綻(▲15ヶ月)、7月カントリーワイド経営危機(▲14ヶ月)⇒2009年1月11日バンクオブアメリカのカントリーワイド買取計画発表(▲8ヶ月)
 - ▼モノライン：2008年1月16日Ambic格付け見直し(▲8ヶ月)、1月17日MBIC格付け見直し(▲8ヶ月)
 - ▼GSEs：2008年7月13日にGSEs支援策公表(▲2ヶ月)⇒2008年7月30日住宅経済回復法等が成立(▲2ヶ月)
 - ▼大手行・大手証券：2008年3月16日ベア・スターズを救済(▲6ヶ月)⇒2008年9月15日にリーマン破綻(±0ヶ月)⇒9月16日にAIGに対する850億ドルの貸出ファシリティ設定(個別金融機関への流動性)⇒9月19日に金融システム安定化策を発表(+0ヶ月、7,000億ドル規模のスキーム)⇒10月3日に緊急経済安定化法成立⇒10月14日資本購入プログラム発表(+1ヶ月、2,500億ドル)⇒2009年2月25日にストレステストの内容公表(+5ヶ月)⇒5月7日ストレステストの結果公表(+8ヶ月)
- 【90年代わが国】 () 内の月数は北海道拓殖銀行が破綻した1997年11月17日との時間差
- ▼中小金融機関：1994年12月9日2信用組合破綻(▲35ヶ月)⇒1995年3月20日東京共同銀行設立(▲32ヶ月)
 - ▼住専：1992年頃住専の経営への懸念台頭⇒1995年12月25日住専への財政資金投入決定(6,850億円)(▲23ヶ月)
 - ▼大手行・大手証券：1997年11月3日三洋証券、11月17日北拓(±0ヶ月)、11月24日山一破綻(11月26日徳陽シティ)⇒1998年2月15日金融安定化2法(+3ヶ月)⇒1998年3月31日公的資金注入(佐々波委員会1.8兆円、+4ヶ月)⇒1998年7月2日金融再生トータルプラン(主要10行に対して日銀と連携しつつ集中検査することを発表、+8ヶ月)⇒1998年10月16日金融早期健全化法25兆円枠(+11ヶ月、99年3月から02年3月にかけて32行に対し8.6兆円)⇒10月23日長銀破綻⇒12月1日金融再生法(特別公的管理)⇒12月13日日債銀破綻⇒1999年3月31日大手行15行への資本注入7.5兆円⇒2002年10月30日金融再生プログラム(不良債権比率半減を目標。厳しい検査…+59ヶ月)
 - ▼上記以外の枠組みに関するもの：1998年3月30日新しい金融検査に関する基本事項(自己査定を導入)、1998年4月1日早期是正措置導入(+5ヶ月)

それぞれの危機における大手行の最初の破綻時点(今次危機2008年9月15日、90年代わが国1997年11月17日)をポイントとして時間的關係をみると、図1のとおりである。これをみると、特に政策面で大手行の当初破綻から、公的資本注入決定までの時間、個別主要行の検査・ストレステスト等に不良債権額の確認までの時間については、際立った差があったと言える。

こうした今次危機の展開を勘案すると、金融危機発生後、早い段階で大規模かつ抜本的な対応を行いうる体制を整えることが必要であることが分かる。危機の展開が当初予想と大きく異なる可能性や市場性商品をきっかけとした危機の場合には危機拡大のスピードが速いことなどを考慮すると、危機管理の枠組みは弾力的なもので、かつ、危機の性格を的確に押さえた上で状況に合わせて大規模かつスピード感を持って対応すべきであると言

える。

4-2 制度的枠組みの相違等

次に、危機発生時点での制度的な枠組みの違いについて触れたい(表9)。

まず、90年代のわが国の不良債権問題発生時におけるわが国の状況を見ると、中央銀行は立ち入り調査を行うが規制・監督当局ではない(ただし国際的な議論には関与)という中途半端な存在であり、特に立入調査については、98年4月の現行日銀法の施行まで明文化された法律では規定されていなかった。さらに、我が国の場合には、政府・中央銀行混成のチームを編成して立ち入り調査を実施したケースはなかった。

一方、米国では、法律根拠が明確となっており、従来からFed、OCC、FDIC等監督組織が必要に応じて協力しているほか、今次危機の対応におい

表 9 危機発生時点（今回：2008 年 9 月，日本：1997 年 11 月）の制度的枠組みの比較

| | 今次危機（基本的に米国） | 90 年代わが国不良債権問題 |
|---------------------|--|--|
| 規制の枠組み | 英国はプリンシプルベース ¹ ，米国はルールベース ² 的色彩が強い。 | 裁量的（90 年代後半はルールベースへ） |
| 規制緩和 | 米国では，グラス＝スティーガル法の改正が一つの契機 | 金融ビッグバン，一方で土地規制強化 |
| 規制の対象 | 格付け会社，ヘッジファンド等は規制無し。投資銀行への規制に隙間。 | 住専に対する規制に隙間。 |
| セーフティネット等の整備状況 | 預金保険，システミックリスク・エクセプションの規定など，一通り整備済み。 | 98 年 2 月の金融 2 法（預保法，金融機能安定化法，98 年 10 月の金融健全化法の立法・改正等までは枠組み未整備。 |
| 中央銀行制度の整備状況 | 主要国は 90 年代に整備。例えば，英国は 97 年に金融政策は BOE，ブルーデンスは FSA という形で整備。EU については，金融政策は ECB，ブルーデンスは各国対応。 | 98 年 4 月に現行日銀法施行 |
| 中銀のマクロブルーデンス対応・モニター | FRB を除く多くの中銀で FSR を発行しており，マクロブルーデンスにかかる調査を実施。 | 当時はマクロ・ストレステスト等は行わず。—FSR は 2005 年 8 月 10 日より公表。 |
| 中銀における検査への位置付け | アンブレラスーパーバイザーとして許認可権を持ち，検査を当局として実施。 | 法的根拠は，条文上はなし。 ⇒98 年 4 月の日銀法施行により個別金融機関との間での考査契約の根拠が明確化。 |
| 流動性供給機能 | 中央銀行中心（預金金融機関向け：Discount Window ³ ，TAF ⁴ ） | 中央銀行中心（据置貸付，補完貸付，特融，オペ等） |
| 資本注入機能 | 今次危機においては発生後の立法による対応が中心。 | 1997 年 11 月時点ではなし（一定の条件のもとに奉加帳方式 ⁵ での出資・資本注入，日銀特融等） |
| 不良資産買い上げ機関 | 事前的にはなし（09 年 3 月 23 日不良資産買上プログラム発表）。 | 共同債権買取機構，東京共同銀行，整理回収銀行・機構等で対応 |
| 会計ルール設定主体 | 民間の団体である FASB（Financial Accounting Standards Board，米国財務会計基準委員会）が取極め。 | 金融検査マニュアル（最終版公表 99 年 4 月）までは，不良債権の認定等は当局による判断が中心。会計ルールも実質的に当局（大蔵省）が決定。 |

- 注 1. プリンシプル（金融機関が尊重すべき主要な行動規範・行動原理）に沿って，各金融機関等がより良い経営に向け自主的な取り組みを行うことに重点をおく形の金融行政。
 2. ある程度詳細なルールや規則を制定し，それらを個別事例に適用する形の金融行政。
 3. Term Auction Facility の略。米国 Fed で行われている入札型タム物貸出のこと。
 4. 米国の金融機関が必要なときにいつでも Fed から資金の借入を行うことができる常設貸出制度。
 5. 金融機関が経営難に陥った際に，民間金融機関から形式上任意の形で救済資金を集める手法。日債銀（1997），兵庫銀行（1995）等の救済のために使われた事例がある。

ても SCAP⁽⁹⁰⁾ のスキーム，調査結果を共同発表⁽⁹¹⁾ するなど，必要に応じて一体的な運営ができていたと思料される。
 また，セーフティネットの整備状況についても，

90 年代のわが国の不良債権問題発生時においては整備がなされておらず，90 年代後半になって整えられた一方で，米国の今次危機においては，整備が一通り済んでいたことは大きな相違である。

(90) Supervisory Capital Assessment Program の略。

(91) スキームを公表した 2009 年 5 月に，FRB，FDIC（Federal Deposit Insurance Corporation），OCC（Office of the Comptroller of the Currency），OTS（Office of Thrift Supervision）の連名で公表。

次に、両局面における中央銀行の役割、金融制度を巡る議論の動向をみると、90年代のわが国の不良債権問題発生時と今次危機においては、議論の方向性が大きく異なっているように窺われる。80年代後半から90年代においては、例えば、英国(97)、豪州(98)で銀行に対する監督権限を中央銀行から切り離すなど、金融政策とLLR機能との間の利益相反の回避、中央銀行の独立性に対する懸念(政治からの干渉機会が増加)⁽⁹²⁾といった見地から、中銀から銀行監督権限を切り離す動きがみられ、むしろ金融政策の独立性に焦点を当てて議論が展開された面が強い。一方、今次危機においては、中央銀行が日常的に金融市場、決済システムにアクセスするなど情報収集に関する範囲の経済性や金融政策との協調が容易であること、金融に関する専門知識を保持していることやリサーチ機能などを背景に、金融システム安定化のため中央銀行の機能を強化する動きが各国においてみられたことが窺われる⁽⁹³⁾(表10)。

なお、こうした最近の中央銀行の機能強化の方向での議論の一つの背景として、中央銀行のモニター機能・リサーチ能力の存在があるが、今次金融危機の急速な展開や端緒となった金融商品の複雑さ等を勘案すると、中央銀行は、金融機関の状況把握、市場実態把握、ストレステストの的確な実施など、さらにモニター機能等を高める必要があると言える。

4-3 政策対応の相違等

金融危機発生後の政策対応においても、90年代のわが国の不良債権問題発生時と今次危機では相違がみられた(表11)。すなわち、90年代のわが国不良債権発生時においては、セーフティネットや関連法制が整備されておらず、事前に対応策が決まっていなかった状況下、財政資金投入や日銀特融といった異例の対応を実施するに当たり、関係

機関、政治との合意形成や国民的なコンセンサスを得るために時間が必要であったことなどから、実際の政策対応までにかなりの期間を要したと言える。

さらに、対応の方法についても、小出しかつ数次に渡り行ったため、不良債権の早期抜本処理に繋がらず、内外からの政策不信を招いたと言える。また、前述した通り、例えば混成チームを組成しての検査を行わなかったとか、山一向け特融のロス負担を巡っての認識のズレなど、政府・中央銀行間の一体性は、今次危機における米国ほどではなかったように窺われる。

このように90年代、わが国の不良債権問題への対応時間を要した理由としては、本問題が重大な問題とは認識していたものの、大蔵省の財金分離や不祥事対応、日銀法改正・独立性への対応など大きな問題が山積で、権限が集中していた大蔵省が必ずしも組織の力を発揮して司令塔として十分機能できる状況にはなかった面があることも指摘できる。

一方、今次金融危機においては、各国とも概ねセーフティネットが整備されていたことに加え、政府・中央銀行が一体となって協力する形で、総じて速やかに、資本注入等も含めた政策パッケージを打ち出したことから、一時的には株価が大きく下がる局面もみられたものの、わが国の90年代と比べれば事態の沈静化までの時間は相対的に短かったと評価できる。

これらの対応の中で特に有効であったと思われるのが、複数の政策当局や民間金融機関との共同での資金供与、融資(LLR)等において、予め一次ロス、二次ロスの負担割合を決めておく、ロスシェアリングの事前取り決めのルールである。これにより、市場からの不安を軽減できたほか、ロスが発生した場合のロスシェアを予め明示的に決めておくことで、その後の各関係機関間での調

(92) こうした観点に加え、わが国では受検金融機関における検査・考査対応の二重コストを避けるべきという議論が過去にみられた。

(93) 米国においては、2008年後半～2009年前半の議論の当初の段階において、他国とは逆に、上院を中心にFRBの銀行監督権限を新設する他機関に移管するとか、FRBに対する監査・監督権限を強める方向での議論がみられたが、最終的にはFRBが金融安定のための機能を担うこととなった。

表10 今次危機における中央銀行の金融安定化機能強化の方向での議論等

—09年末現在，進行中の案件が大半。米国以外は，中央銀行のブルーデンス機能強化の方向での議論，対応が多い。

| 国 | 時点 | 資料，法律等 | 内容・コメント |
|-------|----------|--|---|
| 米 国 | 2010年7月 | 金融規制改革法 (Dodd Frank 法) | ・当初，銀行監督権限を一元化する案が打ち出されたが，最終的には，新たに創設される金融安定監視評議会 (Financial Stability Oversight Council) の下，FRB はノンバンクも含めた金融機関への監督権限を有しつつ，金融安定維持のための機能を担う内容となった。なお，GAO (Government Accountability Office) が連銀法 13(3) に基づく貸出等を検証。 |
| 英 国 | 2009年2月 | Banking Act | ・金融危機対応における BOE の役割を強化。具体的には，金融機関の破綻前対応・破綻後処理 (Special Resolution Regime) を BOE が主導することを規定。一方で，立入調査の権限付与は見送り。 |
| | 2009年3月 | Turner Review | ・マクロブルーデンス強化の観点から新しい Banking Act に基づいて BOE 内に設置される Financial Stability Committee を FSA との Joint Committee に改組することを提言。 |
| | 2009年7月 | H M Treasury White Paper "Reforming Financial Market" | ・連携強化を提案 (2010年6月までに実施の予定)。具体的には，財務相を議長とし，財務省・BOE・UK FSA から構成される Council for Financial Stability を設置し，必要な際には当局間で連携。 |
| | 2010年7月 | H M Treasury "A new approach to financial regulation" | ・金融監督に関するこれまでの Tripartite system (財務省・BOE・UK FSA による協力体制) は失敗したと位置づけ，FSA を解体し，2012年までに金融機関の健全性監督機能を BOE に集中する一方，消費者や投資家の保護等に関しては他組織に移管する方針。 |
| ド イ ツ | 2009年10月 | メルケル政権続投の際のキリスト教民主・社会同盟 (CDU/CSU) と自由民主党 (FDP) との政策合意書 | ・独連邦金融監督庁 (BaFin) とブンデスバンク (BBK) に二元化している銀行監督権限のブンデスバンクへの一本化を提言。 —FDP は破綻したハイポ・リアルエステートに対する BaFin の責任を追求しこの解体 (銀行・証券・保険を全て BBK が監督) を主張。CDU は証券監督機能については BaFin に残し，銀行・保険を BBK が監督することを主張。今回の連立合意では銀行監督について BBK に一本化する方向性が示された。 |
| フランス | 2009年7月 | 経済産業雇用省決定 (オルドナンス〈行政立法〉が国会で承認) | ・銀行監督機関 (銀行委員会) と保険監督機関を統合し，中央銀行総裁が議長を務める新監督機関「健全性監督機関」(仮称: Autorite de congorole purudentiel) に銀行・保険監督機能を一元化 (2010年央頃発足予定)。中央銀行は，同機関を実務面で支える (スタッフ派遣等)。 |
| ベルギー | 2009年10月 | 首相の一般政策提言 (general policy statement) への対応 | ・(フォルティスの破綻を契機に) 金融機関の監督権限を中央銀行に集中させ，金融保険委員会 (CBFA: Belgian Banking, Finance and Insurance Commission) については，市場監視，消費者保護等に特化させることを決定。移行委員会を設置済み。今次リフォームは，"Low of 2 August 2002" に沿ったもの。 |

整コストを極小化できたことは，山一証券処理において寄託証券補償基金制度に絡んだ政府と中央銀行との間で意思疎通が不十分であったり，住専処理における農林系に対する資本注入において国会での議論紛糾など，対応までの調整コストが大きかったわが国のケースと対照的である。

簡単に纏めると，今次危機において，米国当局は，①速い段階から流動性を大量供給したほか資本注入を含めた本格的な対応を行うなど総じて速やかで大規模な対応であったこと，②政府と中央銀行の足並みは揃っており，概ね一体的な対応を行ったこと，③金融制度や規制に関して強化する方向での対応を概ね一貫して行ったこと (会計面

での対応を除く)，④国際協調的に行動したこと，等が指摘できる。一方，90年代のわが国の不良債権問題発生時については，①資本注入や金融機関の処理促進など本格的な不良債権への対応策を打ち出すまでにかかなりの時間を要したほか，流動性供与についても必ずしも十分なものではなかった可能性があること，②米国と比べると政府と中央銀行の協力関係は必ずしも緊密ではなかった部分があること，③金融制度や規制については整備途上であり，例えばセーフティネットなどは，当時の対応によって漸く整備されたこと，④わが国金融機関の不良債権に止まっていたこともあり，対応においては国内での枠組み作り・コンセンサ

バブル崩壊後のわが国金融危機といわゆるリーマンショックの比較

表 11 90年代日本と今回金融危機における政策対応の違い等

| | 今次危機（米国等） | 90年代わが国不良債権問題 |
|------------------|---|--|
| 全体的な対応 | 当初段階で大規模な対応策（流動性供与、資本注入等）を一気に実施。規制見直しも並行的に検討。 | 当初段階では対症療法的に対応し、戦略的かつ大規模・厳格な対応をとり切れず。 |
| 公式的な金融機関への対応スタンス | 「TBTFの問題を放置すれば、市場規律が機能せず、市場参加者の行動が歪む」（2009年3月10日FRBバーナンキ議長講演） ¹ | 事態が相当進行した局面でも「大手行は一行たりとも潰さない」（三塚大蔵大臣、97年2月）というスタンス。 |
| セーフティネットの変更 | ・預金者保護上限を10万ドルから25万ドルへ引上げ（2008年10月緊急経済安定化法）。 | ・ペイオフ全面解禁の延期（実施時期を2003年4月から2005年4月へ2年延期）。 |
| 検査での協力関係 | ・ストレステスト（2009年5月7日結果発表）をFDIC、OCC、OTSと共同で実施。 | ・政府・中央銀行混成のチームを組成しての検査は実施せず。 |
| 流動性供給面での対応（中銀） | 預金金融機関向け：Discount Windowの拡大・期間延、TAF（07年12月導入）の増額等 プライマリーディーラー向け：ターム物オペ、ベア・スターンズ向けディスカウント・ウィンドウ（08年3月）、エイジェンシー債買切、長国買切等 その他：AMLF（MMF向け）、CPFF（CP発行体向け）、TALF（個人等のABS保有者） | 日銀による流動性供給。オペ、個別貸付等。 |
| 準備預金付利 | 2008年10月9日開始 | なし（今次局面で、2008年11月16日より実施）。 |
| 金融緩和（量的緩和） | 2008年12月よりFF金利の誘導目標を0～0.25%へ。 | 99年2月よりゼロ金利政策、量的緩和政策を実施、01年8月から量的緩和。 |
| LLR（中央銀行個別融資） | JPモルガン・チェース向けファシリティ導入（ベア・スターンズ処理に際し08年3月導入）、CITI向け流動性支援（08年11月、ロス負担有り）、Bank of America向け流動性支援（09年1月、ロス負担有り）等 | LLR機能は、①通常業務・有担保貸付33条（旧法20条）、②金融機関に対する一時貸付37条（旧法25条）、③信用秩序維持のための特融38条（旧法25条）の3つ。95～05年に23件実施。 |
| ロス負担 | 政府・中銀が連携しており、予めロス負担ルールを決めたうえでLLR等を実施。 ▼JPM向け：全300億ドル、うち10億ドルまでの一次ロスはJPM、それ以上はFed負担 ▼CITI向け：住宅ローン等3,010億ドルを担保とした融資。シティによる一次ロス負担395億ドル、政府・FDICによる二次ロス負担150億ドル、シティによる二次ロス17億ドルを超える部分については、Fedが9割を負担。 ▼BoA向け：デリバポート1,180億ドルを担保とした融資。BoAによる一次ロス負担100億ドル、政府・FDICによる二次ロス負担100億ドル、BoAによる二次ロス負担11億ドル超の部分についてはFedが9割を負担。 | ・日銀特融は以下の実損発生（実施時点においてはロス負担の取り決め無し） ▼東京共同銀行向け200億円（95年1月～99年3月）につき99年3月の預保への売却に伴い164億円の損失計上。 ▼新金融安定化基金向け1,000億円（96年10月）のうち日債銀向け出資分800億円については99年度決算で償却。 ▼山一証券向け特融（99年11月）1兆2,000億円のうち1,111億円については回収不能化。 ・日銀特融四原則に従いロスが出ないように実行。 |
| 資本注入状況 | ・緊急経済安定化法（08年10月3日）に基づきTARP ² 資金から最大7,000億ドル注入可能。 ・予防的措置として大手9行への計1,250億ドルを含め、500行超へ2,000億ドル弱を注入。 | ・旧金融安定化法（98年3月）1.8兆円（21行） ・早期健全化法（99年3月～02年3月）8.6兆円（32行） ・預金保険法（03年6月）2兆円（りそな） ・組織再編法（03年9月）60億円（関東つくば） ・金融機能強化法（06年11、12月）405億円（2行）計12兆円 |
| 資産買い上げ機関による対応 | ・2009年3月23日不良資産買上プログラム発表（官民共同の不良資産買取基金） | ・共同債券買取機構、東京共同銀行、整理回収銀行、住宅債券管理機構、整理回収機構等 |
| 株式買取対応 | — （例えば、米国では金融機関保有の株式エクスポージャーが小さく、必要なし） | ・政府：銀行等保有株式取得機構02年1月設立、02年2月～06年9月までに15,868億円買入 ・日銀：02年11月～04年9月に20,180億円買入 |
| 会計面の影響、会計面での対応 | ・2009年4月にFASB（米国財務会計基準審議会）が時価会計の緩和措置を発表し時価会計基準の緩和を決定（FSP115-2、FSP124-2で「一時的でない減損の認識と開示」を4月9日に公表し、減損が一時的でないことを判断する要件を明確化する形で見直し）。 | ・98年3月期決算に係る蔵銀通達の廃止で、銀行保有の上場有証につき原価法が使用可能になったことが、97年秋からのジャパンプレミアムが再拡大に繋がった。 ・多額の信用コスト発生継続に対応し、2002年10月に主要行にDCF法導入（100億円以上の先）等の対応。繰延べ税金資産への対応等。 |

注1. バーナンキFRB議長は、「TBTFの問題を放置すれば、市場規律が機能せず、市場参加者の行動が歪むおそれがある」としたうえで、「当該問題への対応として、他と強く関連して、現状、TBTFであるとみなされている金融機関に対するより優れた監督や、かかる金融機関が破綻した場合であっても市場全体への影響を最小化するような金融システムの強化、が不可欠である」と述べている（2009年3月10日付講演（“Financial Reform to Address Systemic Risk”）。また、議会等では、ベア・スターンズ、AIGへの対応は、（システムリスク〈個別金融機関の破綻等が金融システム全体に広がるリスク〉等への対応であり）bailoutではないと述べているほか、今後の金融機関のbailout発生の可能性についても否定的な発言が多くみられている。

2. Troubled Asset Relief Programの略。

ス作りに時間を要したため、諸外国から非難を受けていたこと、等の相違点を指摘できる。

なお、現在、わが国においては、すでにシステムミックリスク・エクセプションのルールが整備されているが、実際の政策対応に当たり、今次金融危機のような市場を通じて急速に危機が広がる市場型システムミックリスクの場合にもタイムリーかつスムーズに抜本的な対応を打ち出し得るよう、例えば、必要に応じて市場等に精通した専門家に対して一定の条件をつけた上で意思決定の権限を授権できる仕組みを構築するなど、さらに改善・工夫を検討すべき部分があると思料される⁽⁹⁴⁾。

参考文献

- 池尾和人 [2009]「金融・経済危機と今後の規制監督体制」東京財団政策分析レポート, 2009年3月
- 池尾和人, 池田信夫 [2009]『なぜ世界は不況に陥ったのか』日経BP社
- 圓佛孝史 [2007]「英国が目指す「プリンシプルベース」の監督・規制とは何か」『みずほりポート』2007年10月23日号
- 岡部光明 [2003]「金融市場の世界的統合と政策運営——総合政策学の視点から——」『総合政策学ワーキングペーパーシリーズ』No.9
- 小田信之, 清水季子 [1999]「ブルーデンス政策の将来像に関する一考察: 銀行システムの効率性・安定性の両立へ向けて」『日本銀行 金融研究』1999年8月
- 小野 亮 [2009]「米国を中心とする金融危機と政策対応——ブルーデンス政策の系譜——」『みずほ総研論集』2009年1号
- カトナー, ケネス N. [2009]「金融危機へのFRBの対応: 日銀と同じ戦術ファイルに基づいているのか、それとも全く新しい闘いなのか?」『フィナンシャル・レビュー』平成21年第3号(通巻第95号)
- 軽部謙介・西野智彦 [1999]『検証 経済失政』岩波書店
- 金融監督庁『金融監督庁の1年』平成10~11事務年度版
- 金融庁『金融庁の1年』平成12~20事務年度版
- 金融庁 [2003]『平成15検査事務年度検査基本方針及び基本計画』
- 金融調査研究会 [2009]「金融危機を踏まえた・監督のあり方——世界一律規制から、地域特性を考慮した規制への転換——」(金融調査研究会 提言)
- 草野 厚 [1989]『証券恐慌——山一事件と日銀特融』講談社
- 熊倉修一 [2008]『日本銀行のブルーデンス政策と金融機関経営; 金融機関のリスク管理と日銀考査』白桃書房
- 櫻川昌也 [2006]「金融監督政策の変遷: 1992-2005」『フィナンシャル・レビュー』平成18年(2006年)第7号, 財務省財務総合政策研究所
- 佐藤隆文 [2008]「金融規制の質的向上: ベター・レギュレーションへの取り組み」金融庁ホームページ, 平成20年5月講演資料
- 総合研究開発機構 [2009]「次の危機に備えた金融システムの構築: 現下の対症療法的対策の問題点を踏まえた提案」『NIRA 研究報告書』2009.10
- 内閣府 [2008]「世界経済の潮流 2008年 II」
- 西野智彦 [2001]『検証 経済逃走』岩波書店
- 西村吉正 [1999]『金融行政の敗因』文藝春秋
- 日本銀行 [1999]「公法的観点からみた日本銀行の業務の法的性格と運営のあり方」『金融研究』1999年12月号
- 日本銀行『金融システムレポート』2007年9月号~2009年9月号
- 日本銀行『金融市場レポート』2008年1月31日号~2009年7月31日号
- 樋口 修 [2004]「スウェーデンの不良債権処理策」国立国会図書館調査および立法考査局
- 樋口秀典, 龍岡資隆 [2008]「不良債権問題と金融システム安定化への取り組み——サブプライム問題をはじめとする金融危機の教訓——」『財務省財務総合研究所ディスカッションペーパー』2008年10月
- 久原正治 [2003]「銀行経営研究序説——バブル後の邦銀経営の経営学的研究アプローチ——」『立命館経営学』第42巻第1号
- 真淵 勝 [1997]『大蔵省はなぜ追いつめられたのか』中央公論社
- 三菱東京UFJ銀行 [2008]「グローバル金融危機の行方——主要国の金融危機分析からの視点——」

(94) 預金保険法第102条においては、内閣総理大臣は「我が国又は金融機関が業務を行っている地域の信用秩序の維持に極めて重要な支障が生ずるおそれがあると認められる」とときには、「首相(議長)、内閣官房長官、金融担当大臣、金融庁長官、財務大臣、日銀総裁」をもって組織される金融危機対応会議を行うことができるとされており、同会議の開催による決定が例外的な措置を実施する条件となっている。

- 『三菱東京 UFJ 銀行経済レビュー』No. 2008-14,
平成 20 年 (2008 年) 11 月 6 日
- 山村延郎, 三田村 智 [2006] 「欧州中央銀行制度の
金融監督行政上の役割」『FSA リサーチ・レビュー
2006 年 (3 号)』金融庁金融研究研修センター
- Ashcraft, Adam B., and Schueman, Til [2008] “Un-
derstanding the Securitization of Subprime
Mortgage Credit,” NY Fed Staff Paper, March
2008
- Australian Prudential Regulation Authority
[2000] “Harmonising Prudential Standards: A
Principles Based Approach,” Australian Pru-
dential Regulation Authority Policy Discus-
sion Paper, December 2000
- Bernanke, Ben S. [2009] “Lesson of the Financial
for Banking Supervision” (Speech at FRB of
Chicago on May 7, 2009)
- Blanchard, Olivier [2009] “The Crisis: Basic Mecha-
nisms, and Appropriate Policies,” MIT Work-
ing Paper 09-01
- Bolio, Claudio [2003] “Towards a macroprudential
framework for financial supervision and regu-
lation,” BIS Working Papers No. 128
- Brunnermeier, Markus K. & Pedersen, Lasse Heje
[2008] “Market Liquidity and Funding Liqui-
dity,” NBER Working Paper No. 12939
- IMF [2008] “Global Financial Stability Report”
(April 2008)
- Jaffee, Dwight M. [2008] “The U. S. Subprime
Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons
Learned,” Commission on Growth and Devel-
opment Working Paper No. 28
- Kuttner, Kenneth N. [2008] “The Federal Reserve
as Lender of Last Resort during the Panic of
2008,” BOJ Meeting Paper
- Mayer, Chris & Rence, Karen [2008] “Subprime
Mortgage: What, Where, and to Whom,” NBER
Working Paper No. 14083
- Senior Supervisors Group [2008] “Observation on
Riskmanagement Practices during the Recent
Market Turbulence”
- Turner, Graham [2008] “The Credit Crunch: Hous-
ing Bubbles, Globalisation and the Worldwide
Economic Crisis,” Pluto Press
- UK FSA [1998] “The FSA Principles for Busi-
nesses,” September 1998
- UK FSA, Turner, Adair [2009] “The Turner Re-
view A Regulatory response to the global
banking crisis,” UK FSA
- U. S. Treasury Department Office of Public Affairs
[2008] “Treasury Releases Blueprint for a
Stronger Regulatory Structures” (March 31,
2008)

《Summary》

Comparison between the Experience of the Japanese Credit Crunch
in the 90's and the Current Financial Crisis:

The Roles of the Government and the Central Bank in a Financial Crisis

UEBAYASHI Shigeru

This paper compares the Japanese credit crunch in the 1990's and the current financial crisis by re-examining and analyzing the roles of the government and the central bank. First, I clarify the problems of the roles of the Japanese government and the central bank during the Japanese credit crunch in the 1990's and the reform of Japanese financial regulation. Second, I review the current worldwide financial crisis by re-examining the roles of governments and central banks managing the financial crisis in major countries. Third, I attempt to propose what can be done to improve the plans of the government and the central bank in future financial crises.

Keywords: financial crisis, credit crunch, policy responses, roles of government and central bank, systemic risk exception