

金融危機の教訓を生かし、警戒を怠ることなく万全の策を

大和総研 理事長 中曾宏

サブプライムローン問題が世界経済に暗い影を落とし始めた07年当時、米国の金融当局は「システミックな問題にはならない」と説明していた。その後も危機の予兆が随所に見られたにもかかわらず、世界経済は「百年に一度の危機」と称されるリーマンショックに見舞われた。金融システムはなぜ、あの危機を未然に防ぐことができなかったのか。次の危機を引き起こさないためには、どのような対処が必要なのか。当時、日本銀行の金融市場局長として最前線で危機の封じ込めに奔走し、その後も日銀副総裁として金融緩和と政策による経済の建て直しに当たった中曾宏氏に、10年前の回顧と「生かすべき危機の教訓」について話を聞いた。

(編集部)

随所にあった リーマンショックの予兆

——08年9月のリーマン・ブラザースの破綻を契機に、世界経済は「百年に一度の危機」に見

舞われた。リーマンショックは日銀にとっても予期せぬものだったのか
最初に申し上げておきたいのは、私の見解は、最前線で国際金融危機に臨んだ日銀の金融市

国際的な協調行動が 金融市場の崩壊を防ぐ



場局長（当時）の目から見た危機対応の様子ということだ。当時は、国内外のいろいろな関係者が、それぞれの立場で国際金融システムの崩壊を防ぐという共通の目的に向かって、いわば一つのチームを形成していた。私の話は、そのチームの一員としての一つの見解にすぎず、危機の全体像というのは、チームを構成した方々の見解をつなぎ合わせてみて初めて見えてくるものであることをお断りしておきたい。

当時、私は、リーマン・ブラザーズが破綻するというイベントまで予期していなかったが、リーマン・ブラザーズの破綻は突発的に起きたわけではなく、危機の予兆が随所に見受けられた。国際金融危機は、米国のサブプライムローン問題に端を発しているが、最初に異変を感じたのは、ドイツ中堅銀行のIKB産業銀行が07年7月に経営危機に陥ったときだ。同行傘下の投資ファンドが保有していた住宅関連資産が、米サブプライムローン問題によって大幅に毀損し、証券化商品への投資が行き

詰まった。そのため、最終的にはドイツ政府が介入し、複数のドイツの国内銀行が緊急融資を行って救済した。この救済方法は、日本の金融危機の初期、例えば1994年暮れに破綻した東京協和信用組合と安全信用組合、あるいは97年4月の日本債券信用銀行の救済などに適用された奉加帳方式による処理の仕方にとっくりだと思った。

サブプライムローン問題が認識された初期には、米国当局はこの問題に起因する損失は全体として見ればそれほど大きくなく、システムミックな問題にはならないと説明していたが、損失額は次第に上方修正されていた。こうした動きも、かつての日本のバブル崩壊による金融危機のときの当局の姿と重なり、既視感に襲われた。

さらに予兆という点では、07年9月中旬、住宅ローン残高が英国で当時第5位だったノーザン・ロックの経営危機が報道され、古典的な取付け騒ぎが広がったことも挙げられる。このとき最終的に政府が預金を保証することを公表するとともに、イ

ングランド銀行（BOE）はいわゆる緊急融資（特融）を実行した。

こうして見ると、リーマン・ブラザーズの破綻に至る前の1年余りの間に国際金融市場の動揺はすでに広がりつつあったということだ。特に米国のベア・スターンズが08年3月に経営が行き詰った後、市場では「次はどこが危ないのか」という憶測があちらこちらで生まれ、疑心暗鬼が充満していた。

対応に追われる米欧中銀

——危機の予兆がある中で、各中央銀行はどのように対応したのか

当初、危機への対応措置を取ったのは、主として欧米の中央銀行になるが、この時期の危機に関する大きな特徴を一つ挙げるとすれば、リーマン・ブラザーズの破綻前に、すでに各国の短期金融市場で動揺が広がっていたことだ。当時、サブプライムローン問題に起因して証券化市場は機能不全に陥り、同時にカウンターパーティーリスクも

高まっていた。相手に対する信用度の疑念が生じ、資金融通の目詰まりから、短期金融市場では調達金利が上がり、アベイラビリティも下がった。

そこで、欧州中央銀行（ECB）が07年8月9日、ユーロ圏における短期金融市場の動揺に対処するために固定金利（政策金利）による金額無制限のオペを行い、948億ユーロという一日の供給額としては非常に巨額な翌日物資金を供給した。また、米連邦準備理事会（FRB）も07年12月、新しいターム物の資金供給ファシリテイ（TAF = Term Auction Facility）を導入し、幅広い米国の預金取扱金融機関に資金が行きわたるように対処した。このように、当初は短期金融市場における動揺を抑えるためにいろいろな手立てが講じられた。

——そうした中で、日銀はどのような対応をとったのか

日本の当時の金融市場の動向を振り返ると、確かに短期金融市場の上昇圧力はあった。東京市場でも、大手外銀が円で資金を調達し、為替スワップを使っ

ただらう。

リーマン破綻で 状況が一変

——しかしその後、リーマン・ブラザーズが破綻し、いよいよ国際金融危機が本格化する

それまで日本市場が一種のバツファーとしてある程度機能していたが、それも失われる引き金となったのがリーマン・ブラザーズの破綻、いわゆるリーマンショックだ。

リーマンショックは、これまでの金融危機と比べても、前例のない非常に巨大なものだった。その特徴の一つは証券化商品を媒体として世界中にリスクが拡散された点だ。また、グローバルなスケールで国際金融市場が著しく不安定化し、それが世界経済にも深刻な影響を与え、経済情勢の悪化が金融不安をさらにおおる「金融と経済の負の相乗効果」が働いたことも特徴の一つに挙げられよう。

当時を振り返ると、リーマン・ブラザーズが破綻したのが08年9月15日。その結果、為替スワップ市場もほとんど機能を停

止し、この市場でのドル調達もできなくなつた。ここから後はよく知られているように、FRBとのドル・スワップ協定をすでに結んでいたスイス国立銀行（SNB）とECBのほかに、日銀、BOE、カナダ中銀が加わり、6中央銀行でのドル・スワップ協定を締結する作業を3日間完了し、9月18日に締結へとこぎ着けた。そして、まずは総額2470億^{ドル}（うち日銀の枠が600億^{ドル}）を上限とした米ドルを各国市場に供給することを発表した。

このときの締結作業はまさに突貫工事だった。最終局面では電話回線をつなぎ放しで協議を行った。本来、協定を文書に落とし込む作業が必要だったが、信頼関係に基づき口頭の合意を進められた。最後に各国が同時発表する声明文の内容調整が行われたが、その日は泊まり込みで対処し、非常にしびれる時間帯を過ごした記憶がある。

ドル・スワップ協定は直ちに発動され、日銀は、ニューヨーク連銀から調達したドルの国内金融機関への供給を9月24日に

開始した。最もドル不足が深刻だった欧州でも、ECBから大量のドルの資金供給が受けられるような仕組みが整備された。供給されたドル残高はピーク時には全体で約5000億^{ドル}にも達した。この措置は、国際金融危機へ対処するうえで最も効果を発揮した国際協調行動の成果だと思ふ。

生きた平成バブルの経験

——日本の場合、平成バブルの崩壊による金融危機の経験が、リーマンショック時に生きた面もあるのか

確かに、日本の当局や市場関係者は日本の金融危機を経験していたので、どのぐらい潜在的に危険なものなのかある程度予測することができた点は大きい。先般、公表された08年4月の金融政策決定会合の議事録に、私が述べた言葉（海外の金融機関の首脳による最悪期は過ぎたと示し合わせたような言葉を裏付ける材料は多くない）が残っている。当時、米大手金融機関の首脳は「最悪期は過ぎた」

でドルやユーロに転換する需要がかなりあり、なかでもチーム物の需要は大きかった。ところが、円の出し手である邦銀などが、カウンターパーティーリスクを意識して抑制的な姿勢を示したことで、短期金融市場の金利は上昇しやすい状況にあった。しかし、こうした状況下でも、日銀は対応できるいろいろなオペレーションの手段を持ち合わせていた。典型例は、日銀に差し入れられた担保を裏付けに資金を貸し付ける「共通担保オペ」。これは、米国が新たに導入したTAFとほぼ同様の仕組みであり、翌日物やタム物の資金を、柔軟かつ円滑に供給することで、金利上昇圧力をうまくコントロールすることができた。

こうして見ると、日本の短期金融市場にもショックは伝搬していたが、当初は欧米市場に比べると相対的に安定していた。日本の金融セクターが平成バブルの崩壊による金融危機を脱し、サブプライムローンでもそれほど傷つかず、欧米よりもはるかに健全であったことも大きかつ



と口裏を合わせたように言っていたが、私たちは日本の金融危機を経験したからこそ、前述の言葉になったと思う。当時、日本の多くの市場関係者の方々も私と同じ思いだったはずだ。

もう一つ申し上げるとすれば、いわゆるファイナンシャルサイクル（金融循環）、つまり金融システムの中にどれぐらいのリスクが蓄積されているかを見る

と、日本はそれほど大きくなかった点だ。当時、日本の経済は製造業を中心に一時的に大きな打撃を受けた。資本財等高付加価値製品の輸出が急速に減り、海外における過剰消費の反動や円高が進んだことで、経済成長率もマイナスになった。

しかしその後、実質GDPの伸びは、平均すると国際金融危機前の成長率とほぼ変わらない水準に戻っている。も

ともと日本の成長率が低かったという点には留意する必要があるが、他国では、金融危機後に経済成長率が明確に減速している。90年代の金融危機と異なり、平成バブルの後始末が進み、日本の金融システムにおいては金融面での不均衡があまり蓄積されていなかったことが幸いした。もし金融仲介機能が低下していたら、景気の悪化に拍車をかけ、日本経済の影響はより深刻さを増していただろう。

——他国に比べて影響は軽微であったかもしれないが、日銀が政策金利を0.5%から0.3%へと利下げに転じた08年10月には日経平均株価が一時7000円を割り、為替も1ドル＝80円に定着した。その後、東日本大震災があった11年3月には70円台にまで円高が進むなど、センチシヨナルな事態も起こった。

グローバル経済が悪化して日本のクレジット市場が機能不全に陥り、株式市場や為替市場にも波及したことは間違いない。日銀は政策面での対応として、08年末から09年にかけて、政策金利の利下げ（08年10月、12月）のほか、企業金融を支援する仕組みの一環として、コマースシャルペーパー（CP）の買入れ（09年1月開始）、企業金融支援特別オペレーション（09年1月開始）を実施するなどの異例の措置を導入した。

——クレジット市場の危機という点では、とりわけ欧州において「欧州債務危機」が起こるなど、その後もかなり混乱が続いた。

確かにスワップ協定は一度閉じられたものの、欧州債務危機を契機に再開された。ドル不足の構図が変わっていなかったことを踏まえると、リーマンショックの後遺症がその後も続いてきたという整理でよいと思う。

格段に強化された金融システムの安定性

——リーマンショックから10年がたつ。金融システムは国際金融危機の教訓をどう生かしてきたのか

金融危機の経験はいろいろなところに生かされていると思う。一つは国際金融規制。バーゼルⅢは、今回の国際金融危機を引き起こした反省から、国際的に活動する金融機関に対しては自己資本の質および量の充実を図るとともに、流動性の面でも質の高い流動資産の保有を義務付けるなどし、17年12月に最終合意に至った。

また、「大きすぎて潰せない」（too big to fail）問題への対応も、金融安定理事会（FSB）を中心に議論が進められた。その結果、グローバルなシステ

ム上重要な銀行（G-SIBs）に対して、追加的な資本の上乗せや損失吸収力（TLAC）の確保を求めることとなった。さらにマクロプルーデンス政策の観点からの対応も強化された。例えば、ファイナンシャルサイクル（金融循環）の振幅が大きくなりすぎないようにするため、「カウンターシクリカル資本バッファ」という新しい手法が考案された。

それからドルの流動性の供給面でも、スワップ協定を通じてドルの資金供給の枠組みが整備されたことが大きい。この仕組みは、まったく新しい中央銀行の最後の貸し手機能（LLR = Lender of Last Resort）ともいえる。リーマンショックから長い歳月を費やしたが、こうした措置によって金融システムの安定を確保する仕組みが格段に強化されたとみてよいだろう。

——課題があるとすれば何か
まず、国際金融規制面で残された課題として、最終合意に至った規制を導入した場合、経済などに定量的にどういうインパクトがあるかを分析・評価する

ことだ。また、マクロプルーデンスについては、その効果の検証が十分になされておらず、実証分析を進めて知見を蓄積していくことが今後の課題である。そして、最後の貸し手機能に関する論点の整理という課題も残っている。

スワップ協定の枠組みは、危機下の流動性供給の面で最も効果を発揮した国際協調の成果だったが、同時に中央銀行が果たしてきた伝統的な意味での最後の貸し手についての考え方をいろいろな面で覆すものだった。それまで、中央銀行の伝統的な最後の貸し手の考え方は、一時的に資金繰り難に陥った銀行に対して自国通貨建ての融資を相対で実行するというものだった。また、モラルハザードを抑制する観点から、どのようなケース・条件で緊急融資を実行するかを事前には明らかにせず、建設的な曖昧な（constructive ambiguity）を残すべきであると言われていた。

しかし、国際金融危機への対応では、多くの中央銀行が、①自国通貨だけではなくドルも、

②銀行だけでなくノンバンクに対しても、③相対だけではなく、公開市場操作を通じて金融システム全体に行きわたるように資金を供給した。そして、危機の最中では、当局の姿勢に曖昧さを残すことがかえって混乱を助長することも認識されたと思う。そうした中で、今後取り組むべき課題がまだまだあるように思う。

常に危機への備えが必要

——最後の貸し手機能に関して取り組むべき具体的課題とは？

大きく分けて三つあると思う。第1の課題は、複数の通貨を取引し、資金調達行動も国境を越えてグローバルに展開している金融機関に対して緊急の流動性供給支援を行わなければならない事態に備え、平時から中央銀行間で実務的な論点を詰めておかなければならないこととだ。具体的な実務的ポイントとして六つある。

一つ目は、どのような場面で、どの中央銀行が緊急流動性支援の供給主体となるのかをあらか

じめ決めておくこと。二つ目は、問題先の資金繰りなどについて関係中央銀行間の情報交換の仕組みを構築しておくこと。三つ目は、問題先の金融機関が関係国の法律に照らして最後の貸し手の発動対象として適格かどうかをあらかじめ認識しておくこと。四つ目は、問題先が直面しているのが一時的な金繰りの問題なのか、あるいはソルベンシー（支払い能力）そのものに問題があるのか、それを判断する基準の違いや考え方を関係中央銀行や監督当局の間で共有しておくこと。五つ目が最後の貸し手となりうる中央銀行にとり、外国にある外貨建ての担保が緊急流動性支援の際の適格担保として使える（例えば、日本であれば日本国外にある外貨建ての債券が適格担保になる）のかなどを確認しておくこと。そして六つ目が、万一の際の外貨の潜在的な需要規模を推計する手法の精度を高めて、外貨需要にいかに対応するかを検討しておくことだ。スワップ協定はその一形態であるが、ほかにも対応策はありうる。どういうやり方が

一番良いかを考えておくことが大切だ。

第2の課題は、透明性についてである。近年、中央銀行業務の多くの側面で透明性が一層重視されており、緊急流動性支援の発動の際も、透明性は説明責任を高める要素として欠かせないと思う。ただし、流動性支援を行っている最中に情報開示を同時に行うことはかえって市場ストレスをなおし、混乱を助長する可能性も指摘されている。

一方で、情報開示を躊躇したり、開示基準を曖昧にしたりすると、市場は疑心暗鬼に陥りかねない。そのため、いかにバランスよく対応していくかが大きな検討課題と思われる。

第3の課題は、資金仲介における金融市場の役割が極めて大きくなっていることだ。中央銀行の緊急支援は、相対的貸出で行われることが多かったが、国際金融危機のときは、直接市場に参加して資産を買い入れたり間接的に市場の参加者に流動性を供給したりすることで金融市場を支えた。したがって、今後は金融市場に流動性を供給する

手段としてはどのようなものが考えられるか、金融市場の役割の増大が中央銀行の協調のあり方をいかに変化させるかといった議論も深めていく必要があると思う。

以上の課題は、自分たち、危機対応を担った世代が次世代の中央銀行・金融当局者、市場関係者に解決を託すものだ。

——今後起こりうる金融危機があるとするば、どのような危機が想定されるか

次の金融危機がいつ起こるのかはわからないし、具体的にどのような危機なのかを予見することも難しい。ただし、グローバル化が進展している中で、各国の金融市場の結び付きが強くなっていることを前提とすると、国際的な波及メカニズムを伴うものになると思う。基軸通貨としてのドルの役割に変化がない以上、ドルの資金繰りは引き続き焦点となるだろう。国際金融危機後、日銀を含めた中央銀行あるいはIMFのような国際機関が注力しているのが金融システムレポート(FSR=Financial System Report)だ。その

狙いは、金融循環がどのような状態にあるかを評価し、システムリスクの発生源を特定し、金融システムの耐性を診断することにある。

そのための各種指標の開発や解析の仕方は、国際金融危機後にかなり改善されているので、各国中央銀行をはじめとする金融当局は警戒を怠らずに、さまざまな手法を駆使し、金融システムの状況を監視し続けていくことが必要だろう。そうした中で、危機の兆候が見えれば、適切かつ速やかに対処することが欠かせないと思う。

(聞き手・本誌 田中弘道 / 林史哉)

なかそ ひろし

78年日本銀行入行。97年信用機構課長、03年金融市場局長、08年理事。13年副総裁に就任。バブル崩壊後の日本の金融システム不安に対処したほか、07年、09年の国際金融危機時には各国中央銀行と協調して収拾に当たった。国際決済銀行(BIS)市場委員会議長などを歴任。18年7月から現職。