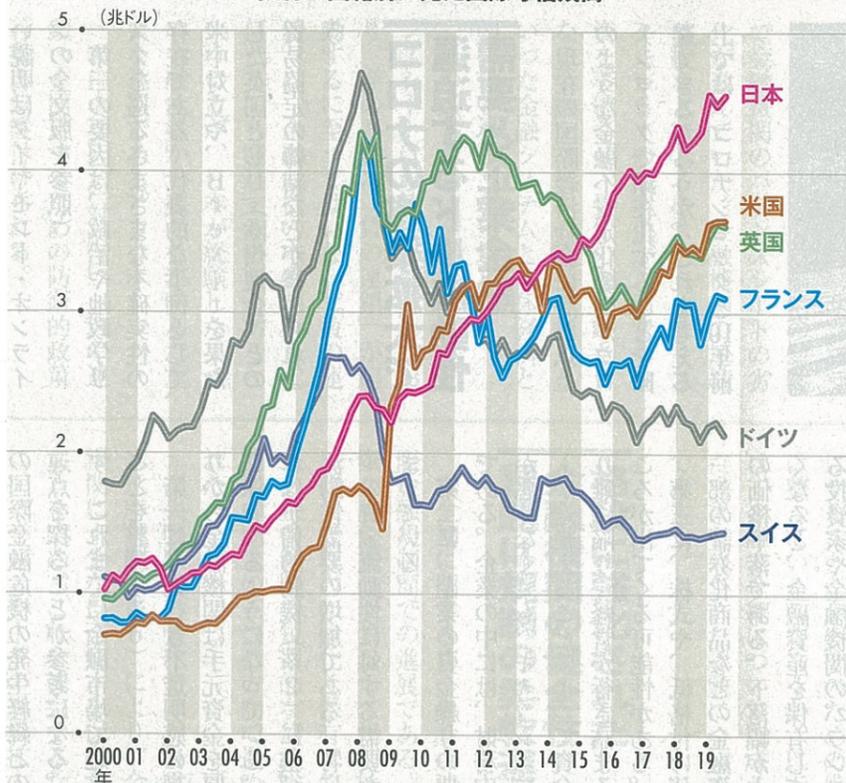


## 邦銀の国際与信残高は最大に

銀行の国籍別に見た国際与信残高



\*直近は、2019年9月末。所在地ベース。国際決済銀行のデータを基に大和総研作成

して起こった金融危機であり、二つ目が2008年のリーマンショックでクライマックスを迎えた国際金融危機である。国際金融危機に見舞われるまで、日本の金融危機は日本固有の経験であり、日本以外の国々にとっての意味合いは乏しいと思われていた。

しかし、国際金融危機に直面して私たちが認識したことは、バブル崩壊後の日本の経験は、海外に10年先行していたにすぎない、ということだった。実際、二つの金融危機が拡大し、経済に影響を及ぼす過程には驚くほどの類似性があった。中でも私たちが二つの危機から学んだ重要な教訓は、金融システムと実体経済の間に存在する「ネガティブフィードバックの環（負の連鎖）」と呼ばれるもの

の重要性である。

それは金融システムの崩壊によって、金融仲介機能がダメージを受けると、企業の投資や家計の消費が抑制され、それがさらなる金融市場の混乱を助長する、という悪循環に陥ってしまうことである。このメカニズムが作動したことによって、金融危機が実体経済に及ぼす影響が増幅されたのだ。

### 国際金融を揺るがすドルの流動性不足 企業債務の積み上がり

世界の結び付きが強まっていく今、金融危機もグローバルな広がりをもたらすに持つ。現在、国際金融システムの混乱を引き起こし得る潜在的な要因には以下のようなものがある。

第一の要因は、ドル流動性（※1）不足の問題である。国際金融危機の際、緊張感が高まる中で、取引相手が破綻するリスクに関する疑心暗鬼が充満して、ドルを融通し合うインターバンク市場の機能が著しく低下した。同時に、異なる通貨を交換する為替スワップ市場も機能不全に陥った。この市場は、欧州や日本の非米系大手金融機関が、自国通貨を見合いにドルを調達する市場として依存度を

## 過去2回の金融危機の教訓

### 危機を増幅する負の連鎖

平成の時代に日本は二つの金融危機を経験した。そこから得られた教訓は、金融危機とは金融システムと実体経済とが相互に作用し合い、悪循環に陥る「負の連鎖」であるということだ。

## 新

型コロナウイルスの感染拡大の脅威にさらされた世界は、今日コロナショックとも呼べる重大な経済危機に直面している。感染が拡大し長期化する、世界の金融システムを損傷し全面的な経済・金融危機へと症状を致命的に悪化させる問題に「変異」する可能性がある。

日本は、過去20年に2度にわたる金融危機に見舞われた。その経験をコロナショックへの対応にも生かせるはずだ。

そこで、以下では、まず、金融システムを揺るがすメカニズムについて改めて点検し、現下のコロナショックへの金融面からの対応を評価する。その上で、金融危機を未然に封じ込めるために整備されてきた金融安全網の現状と課題を整理する。



Hiroshi Nakaso

中曾 宏 ●大和総研理事長

なかそひろし／1978年東京大学卒業、日本銀行入行。金融危機時の97年は信用機構課長、その後、金融市場局長、国際決済銀行市場委員会議長、理事を経て2013年副総裁に就任。18年7月より大和総研理事長。19年に東京国際金融機構会長に就任。

### 金融と実体経済の負の連鎖が事態を一層悪化させた

資産バブルの崩壊に始まった平成の時代、日本は二つの大きな金融危機を経験した。一つ目が1990年代に、日本を震源地と

高めていたので、国際的に活発な活動をしていた金融機関は、深刻なドル流動性不足に直面することになった。

国際金融危機から10年余りたち、大手邦銀は、リーマンショック以降、欧州銀行に代わって対外与信残高を増加させ、今では最大の与信者となっている（上図参照）。ドル調達の一定部分は、相対的に不安定な為替スワップ市場に依存するという構造は変わっていないため、ドル流動性不足の影響が増したといえる。

第二の要因は、世界的な企業債務の積み上がりである。低格付け企業向けの貸し出しや、これを証券化した金融商品、新興国の企業債務の残高は、いずれも既往ピークの水準にある。仮にこれらの債務の借り換えなどが困難になれば、その影響は世界に及ぶ。

特に、新興国のドル建て債務の増加に留意が必要だ。FRB（米連邦準備制度理事会）が金融緩和策を長期にわたって実施してきたことを背景に、新興国の非銀行部門のドル建て債務は19年9月には3・8兆ドルに達している。ひとたび新興国からドル資金が流出を始める、112ページに示すような悪循環が起り、景気循環の振幅を大きくする可能性がある（詳し

い説明はダイヤモンド・オンラインの全文版を参照。  
第三の要因は、政治や地政学リスクを巡るさまざまな不確実性の存在である。代表的な事例として米中対立や、Brexitを果たした英国とEU（欧州連合）との貿易協定の締結などが挙げられよう。

### 「コロナの感染拡大で逼迫するドル流動性需要と企業金融」

現在の国際経済社会に潜む以上のような金融不安定化要因がコロナショックで顕在化することを回避できるだろうか。これを考える上では、コロナショックと10年前

の国際金融危機の発生経緯との相違点を探ることが参考になる。まず、これまでに金融市場で起きたことを整理する。

第一に、先行き不透明感の高まりから金融機関は手元資金を厚めに保有するようになってきている。これは予備的動機（※2）に基づく流動性需要の増加である。特にドルの資金流動性に対する需要が高まっている。

第二に、企業の資金繰りの悪化である。企業の中には、財務内容が悪くなくても、キャッシュフローが途絶えることによって資金繰りに難に陥り、経営が行き詰まるどころが出てくる可能性がある。

第三に、株式や、低格付け債、一部の証券化商品などの金融資産の価格下落である。下落幅が大きくなると、金融資産を保有している投資家や金融機関のバランスシートに損傷を与える可能性がある。

### 新興国からの資金流出に要注意

次に、各国のこれまでの政策対応について点検する。重点的に行われている対応の一つが、中央銀行によるドル資金も含めた流動性の潤沢な供給である。ドル資金に

### 金融危機の再発は防げるか

金融安全網の成果と課題とは  
コロナショックを金融危機に「変異」させないための備えは整っているのだろうか。金融危機を回避するためには、**基軸通貨ドルのスワップ供給網の補強が必要だ。**

### 今

後の対応のポイントにはコロナショックを金融危機に「変異」させないよう  
に「変異」させないよう  
にすることだが、そのための備えは整っているのだろうか。以下では、金融安全網について達成された成果と残された課題について見てみよう。

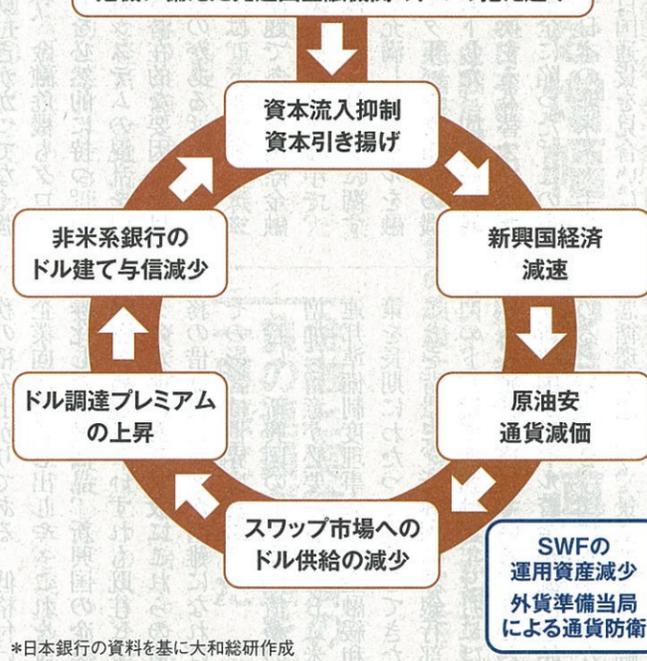
### 格段に強化された金融機関の健全性課題は規制の柔軟運用

安全網に関する第一の論点は国際金融規制面での進展である。国際金融危機の反省から、規制は主に損失吸収力の強化と保有するリスク量の制限、短期的な債務履行能力の向上の三つの方向で進められた。

損失吸収力の強化では、自己資本比率規制（※6）により、金融機関に十分な自己資本を保有することを求め、これを補完するために、バランスシートの規模拡大を

### 新興国の自国通貨防衛がドル不足に拍車

外国為替市場を通じたリスクの増幅メカニズム  
危機に備えた先進国金融機関のドルの抱え込み



\*日本銀行の資料を基に大和総研作成

### 持てるパワー全開で企業金融の円滑化を支援する中央銀行

各国中央銀行が流動性供給と並行して注力している領域が、企業金融の円滑化である（※4）。国際金融危機時のスキームの再導入に加え、米国ではFRBによる社債の引き受け・買い入れや、事実上中堅中小企業に直接貸し出すスキームなども新設されている。日米欧いずれの中央銀行も、企業金

時的に比率を満たさないことを許容する扱いとするような調整が必要かもしれない。

### 個別金融機関の監視に加え重要なマクロプルデンス

第二の論点は「マクロプルデンス政策」の活用と拡充である。金融システムの安定性を維持するには、個別金融機関の抱えるリスクを把握し、経営の改善を促すといったミクロプルデンスの視点だけでは十分ではない。实体经济と金融市場、金融機関行動の相互連関なども意識して、金融システムを全体として捉えてリスクの所在を分析評価するマクロプルデンスの視点も踏まえた対応が重要になる。

金融機関の融資活動は、バブル期に見られたような過熱やバブル崩壊後に観察されたような停滞を繰り返すという意味で循環している。これを金融循環と呼ぶ。マクロプルデンス政策の種類は、金融循環を通じて変わらない政策と、金融循環の局面に応じて可変的要素を有する政策とに大別できる。これらの政策は、金融循環の平滑化を通じて景気変動を和らげる効果がある。当面は、マクロプル

融の円滑化を企図した仕組みを充実に、持てるパワーを全開にして支援に乗り出している。  
以上のような流動性供給と企業金融支援を2本柱とする、これまでの各国中央銀行の対応は適切と判断できる。

結局、コロナショックと国際金融危機との相違点は、危機の発生順序である。国際金融危機では、米リーマン・ブラザーズの破綻というショックに先立ち、サブプライム関連証券化商品の価格の暴落で金融機関のバランスシートの劣化が進んでいた。金融機関の連続破綻などによるシステムリスク（※5）の顕現化が、消費や投資を萎縮させ、景気の悪化がさらなる金融システムの動揺を招くといった金融システムと实体经济との「負の連鎖」が発生した。

この点、今回は金融機関のバランスシートは頑健性を維持しており、今のところ「負の連鎖」が起動するに至っていない。「負の連鎖」は、金融危機の本質だから、何としても回避する必要があるというところが、日本が経験した二つの金融危機から私たちが学んだ重要な教訓である。コロナショックへの中央銀行の対応は、「負の連鎖」を回避するための防衛的政策行動と位置付けられる。

### 「グローバルな最後の貸し手」システム構築の防いだドルスワップ協定

デンス政策のうち、可変的な手段を用いて金融仲介機能の発揮を促していくことが適当だろう。

第三の論点は中央銀行の、いわゆる「最後の貸し手機能 (Lender of Last Resort)」が、国際金融危機への対処を重ねる中で、大きな変化を遂げてきたことである。

国際金融危機の勃発で、国際的な活動を行う金融機関は深刻なドルの資金流動性不足に直面した。リーマン破綻直後の2008年9月、日本銀行をはじめとする主要中央銀行5行は、FRB (米連邦準備制度理事会) と通貨スワップ協定を締結し、ドル資金の供給体制 (スワップライン) を整えることによって、この問題を克服したのである (左ページ図参照)。

中央銀行間のスワップは、それぞれの国の通貨を発行する中央銀行同士の取り決めなので、理屈上、無制限のドル資金流動性の創出が可能で強力な仕組みである。非米系の金融機関もドルを調達することが容易になるため、市場に安心感を与える大きな効果を発揮した。スワップラインの構築は、国際金

融危機に対処する上で最も効果を発揮した国際協調の成果であった。

個別銀行に対して自国通貨の貸し出しを実施するという、中央銀行の伝統的な「最後の貸し手」の概念は大きく変わり、国境を超えて金融の混乱が広がるような場合には、基軸通貨のドルについても「グローバルな最後の貸し手」として供給しなければならぬことも経験した。ドルのスワップラインがなければ、多くの非米系金融機関はドル調達難から破綻に追い込まれ、危機をさらに大きくしていたかもしれない。

### 新たな震源地に備えたドルの供給網の補強

ドルのスワップラインの構築で、金融システムの安定を守る安全網は以前よりも堅固になった。

しかし課題が残る部分もある。例えば、恒久措置としての中央銀行間スワップ協定は、日銀を含め五つの先進国・地域の中央銀行に限られている。国際金融危機にこ

生を許せば、何びともその影響から逃れられない以上、コロナショックが金融危機に「変異」することは何としても避けなくてはなら

ない。新型コロナウイルスとの戦いはまだ続く。国際金融システムの安定のためには、危機対応の現場で蓄積された経験や知見を組織の記憶として確実に継承していくことが必要だ。

今日、新型コロナウイルスとの戦いの最前線は医療だ。防衛戦の成否にこの国の経済社会の未来が託されている。最前線で日々尽力されている医療従事者の皆さまをはじめ、全ての関係者の方々に深い敬意と感謝の気持ちを表し、本稿を締めくくらせていただく。

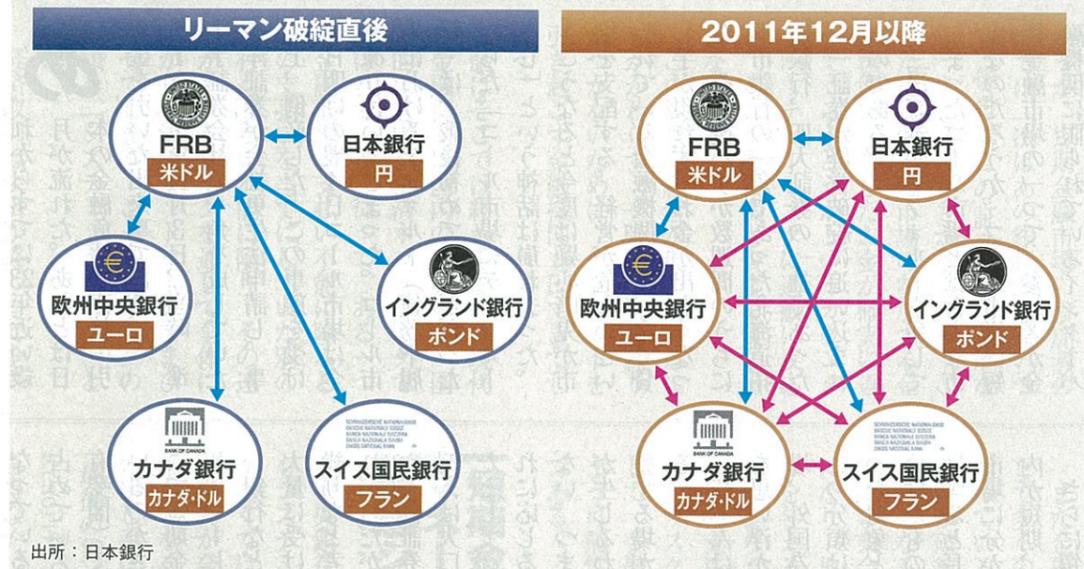
(本稿は、19年1月に大和総研と英国の世界的なシンクタンク、チャタムハウスが共同開催したコンファレンスでの基調講演に、最新の動きを踏まえ、大幅に加筆、修正を行ったものである)

### 蓄積された知見を組織の記憶として継承する

2度の大きな金融危機を乗り越え、大きな代償と引き換えに学んだ教訓をコロナショックの対応に生かしていかなければならない。いったん金融危機の発

## 中央銀行同士の協力が国際金融危機を防いだ

通貨スワップ網の進展



出所：日本銀行