

信用収縮と金融システム

——90年代 日本の信用収縮——

菊池英博

はじめに

筆者は、95年の本学論文集への執筆以来、バブル崩壊後の金融機関の不良債権の早期処理を訴え、公的資金注入による徹底した償却方法を提案してきた。また、日本の銀行は株式を保有し、しかもその含み益を BIS 自己資本勘定（国際決済銀行で主要12ヵ国が申し合せた自己資本比率規制）に組入れているので、株価が下落するとほぼ自動的に貸し渋り・貸出回収（信用収縮）が起り、大変な事態が発生するであろうから、早急に銀行本体での株式保有を禁止すべきである、と提案してきた。

97年後半になると、株価が急落し、日本の大手行の多くは株式含み益が払底し、含み益はゼロ、株式本体での含み損発生という事態に追い込まれた。ここに至り、短期間に強烈な信用収縮が発生し、その額は50兆円を超える金額になった。こうして、97年10-12月期から98年10-12月期まで、5・四半期（15ヵ月間）、国内総生産（GDP）がマイナスに陥ったのである。まさに、筆者が予想したとおりの事態が発生し、銀行の株式保有が実体経済に強烈な信用収縮を引き起こし、失業率の急増、鉱工業生産指数の急落、GDP の大幅マイナスとなって、実体経済を直撃した。

本稿では、筆者が95年以来、たびたび指摘してきた信用収縮と実体経済との関係をレビューし、90年代初頭のアメリカの信用収縮と、90年代を通しての日本の信用収縮を分析し、問題の所在を明らかにする。次いで、こうした信用収縮が生じた場合、どのように対処すべきなのか、今後、信用収縮を招かぬ金融改革をどう進めてゆけばよいのか。こうした問題について、整理して論ずる。（脱稿日、99年10月11日。）

第1章 信用創造と信用収縮

信用収縮が実体経済に与えた影響を論ずるにあたって、まず最初に、信用創造の理論を整理しておきたい。

〔1〕 信用創造の理論

「信用創造」(CREDIT CREATION)とは、銀行という金融仲介機関のなかで、銀行が貸出を実行すると新しい預金生まれ、この預金で新しい貸出を生むことによって、また預金生まれる。こうして、社会全体として通貨供給量(マネー・サプライ)が増加してゆくプロセスをいう。これを円滑に進めてゆく基盤として、銀行の決済機能があるから、信用創造と決済機能は銀行機能の両輪であり、充実した決済機能があってはじめて信用創造機能が生きてくる。

まず最初に「現金」がA₁銀行に預けられると、預金(本源的預金——Primary Deposit)が生まれる。この「最初の預金」は中央銀行が資金を市中に供給すれば発生するので、これをハイパワード・マネー(High-powered Money, 強い力のあるマネーという意味で、信用創造のベースとなる資金(H), 最近ではベースマネーともいう)という。Hを受けた銀行は、預金引出しに備えて必要な準備を中央銀行に置き、残りを貸出に廻す。この準備金の預金に対する比率を預金準備率Rとする。A₁銀行ではH(1-R)の貸出が実行される。借入れた企業は、借入金の一部を現金で保有し、残りをA₂銀行に預金として保有するとする(預金保有比率C)。A₂銀行の預金は[C×H(1-R)]であるから、A₂銀行は、このうち預金支払に必要な準備金[C×H(1-R)]×Rを差し引いて、残りの金額C×H(1-R)²を企業へ貸出す。ここで借入れた企業は、手元に一部現金を置き、残りの金額をA₃銀行に預ける。次いでA₃銀行は、A₁・A₂銀行と同じようにして、必要準備金を預金から差し引いて企業へ貸出す。こうして次々と貸出が実行されてゆくとすれば、銀行全体で増加した貸出合計額Tは、無限等比級数となる。

$$T = H(1-R) + CH(1-R)^2 + C^2H^2(1-R)^3 + \dots$$

$$= \frac{1-R}{1-C(1-R)} \times H$$

これが信用創造の基本公式であって、 $\left[\frac{1-R}{1-C(1-R)} \right]$ が「信用乗数」である。

ここで、信用乗数を左右する要素のうち、①Rは中央銀行が金融政策として、必要に応じて調整するもので、比較的安定している。②Cは、企業や個人が借入れた金額のうち、預金として保有する預金保有比率であるので、借入人が現金で保有したいとすれば、Cは低下する。金融不安が高まると、現預金比率は上昇する。③銀行に不良債権が増えると、銀行は預金の一部を不良債権の保有資金として保持しなければならないので、資金循環の面からみると、Cを下げることになる。つまり、貸出へ廻す資金が減る。銀行の不良債権の増加が信用創造機能を阻害する理由は、ここにある。統計上は、「現預金比率の上昇」→「信用乗数の低下」となって、現れる。90年代前半のアメリカ、90年代を通しての日本では、この傾向が強まり、信用乗数が急速に低下したのである。

〔2〕 信用収縮と BIS 自己資本規制

「信用収縮」は、銀行システムの中で信用乗数が徐々に低下して、信用創造機能が弱くなってゆくことをいう。信用収縮は、中央銀行が金融引締めを実行する時に通貨供給量（ハイパワード・マネー）を減少させる政策をとったり、また法定預金準備率を引上げて市中の流動性を吸い上げることによって、発生する。ハイパワード・マネーは、銀行券（現金）、中銀の通貨供給量調整、財政資金の支出、外貨準備高の増減などに伴う円資金供給量の増減によって左右される。次に、銀行では、①預金があっても、銀行システム（預金が出しに廻る仕組）の構造的要因で、貸出しを増やせない場合、②不況で借入先のリスクを銀行が取れない場合、預金が増えても、銀行貸出しは減る。これは銀行の融資に対する主観的判断によるものである。したがって、ハイパワード・マネーが増え、銀行の預金が増えても、信用創造が増えるとは限らない。

BIS 規制が採用されてからは、BIS 自己資本勘定の金額をベースとして、運用資産の限度がきめられるようになった(93年3月期決算から採用)。海外拠点を持つ銀行は、自己資本比率が8%以上要求されるので、運用資産は自己資本の12.5倍以下に抑えなければならない。したがって、自己資本が小さいと、預金がどんどん増えても、貸出しを増加させられないし、自己資本が減ると、貸出しの回収に走らざるを得ない。BIS 規制は、過小資本国日本にとって、大きな足かせであり、しかも自己資本勘定の中に株式の含み益を組入れたことが、日本の信用収縮を招いたのである。

〔3〕 「構造的信用収縮」と「主観的信用収縮」

信用収縮は、「構造的要因」と「主観的要因」に分けて考えると、判りやすい。「構造的要因」とは、①銀行の「不良資産と株式保有に伴う損失」が資本勘定の毀損（減額）となって、信用創造が出来なくなること、②現金保有比率の上昇が信用乗数の低下をもたらし、銀行システム全体として信用創造力が低下すること、である。また、「主観的要因」とは、経済活動が停滞すれば、銀行のリスクテイク機能が鈍り、貸出し増加率が低下し、既存貸出しの更新すら出来なくなることである。

「構造的要因」は、BIS 規制による制約から生ずることも多い。しかし、その主因は不良債権と株式の含み損であり、これが資本循環を阻害する「癌」である。この「癌」は本来、銀行が自己の利益金で償却（除去）すべきである。しかし長期間を要したり、自己の収益力では償却出来ない時に、償却資金として注入するのが「公的資金」である。

第2章 90年代初頭・アメリカの信用収縮

〔1〕 アメリカ・ドイツで信用収縮が発生

90年代に入るやいなや、80年代までには、想像もつかなかった大きな出来事が、アメリカ・ドイツ・日本で発生し、国内経済の激変が国際金融面にも、大きく波及してきた。

アメリカでは、80年代後半から商業銀行とS&L（貯蓄貸付組合）の不良債権が増加し、経営危機の発生による金融不安が顕現してきた。90年代初頭には、商業銀行の倒産数が30年代の大恐慌以来の高水準となり、また、S&Lは、次々と危機的状況を呈してきた。こうした金融システム不安は、アメリカ国内のみならず、国際流動性の創造にも悪影響を及ぼし始めた。

ドイツでは、89年11月9日にベルリンの壁が崩壊するやいなや、わずか11ヵ月後の90年10月3日に、東西ドイツの再統一が実現した。統一に先立ち、90年7月1日に通貨同盟が発足し、諸般、検討の結果、政治的配慮が優先されて、東独マルク（オスト・マルク）と西独マルク（ドイツ・マルク）との交換比率は、「1：1」と決められた。このため、統一後は、過剰需要の発生→輸入増加→インフレ基調→財政赤字拡大（社会保障費など急増）→経常収支赤字転落……というパターンが発生した。とくに、東独マルクの過大評価は、国内流動性の大幅な増大を呼び、インフレ圧力が強まった。そこで、ドイツの中央銀行（ブンデスバンク）は、強力な金融引締政策をとり、金利の大幅な引上げ、過剰流動性の吸い上げに努めた。

こうした一連の金融引締めは、EMS（欧州通貨同盟）加盟国の金利引上げを呼び、また、ドイツの銀行はユーロ市場で放出していた外貨を引揚げ方向に動いた。また丁度この時期は、87年10月に合意に達したBIS規制の順守を目前に控えて、ドイツの銀行は採算の低いユーロ放出資金を回収していた。こうして、ユーロ市場でも信用収縮が進み、ユーロ市場から多額の外貨調達をしていた日本の銀行は、資金調達面で大きなインパクトを受け、日本の短期資本収支は、90年を境にして大幅な赤字に変わった。

アメリカの金融システム不安による信用創造力の減退と国際流動性供給量の減少、ドイツ再統一による金融引締めの結果生じたユーロ市場からの資金回収、これらはいずれもBIS規制の正式採用を控えた米独銀行の資産圧縮方針と平行して、国際金融市場に信用収縮を生み、日本の金融市場にも強力なインパクトを与えることになった。90年代に入り急速に発生した東京市場での信用収縮は、海外要因によるところが極めて大きい（図表2-①参照）。89-92年にかけて、日本の短期資本収支は、実に1,087億ドル（約140兆円）の赤字に転じており、この金額は東京市場からの資金流出であり、銀行の資金ポジション（調達－運用）の悪化に連った。金融当局は91年に入り、緩和策に転じたものの、決して十分ではなく、92年8月の株価大暴落を引き起こした。

図表 2-① アメリカ・ドイツ・日本の短期資本収支 (億ドル)

	1988	1989	1990	1991	1992	89～92 合 計
アメリカ	+163	+52	+324	△81	+436	+384
ド イ ツ	△232	△600	△147	+261	+707	+1,307
日 本	+675	+193	+6	△1,180	△894	△1,087

(出所) 『平成金融不況』169ページ, 高尾義一著, 中公新書より抽出
(+)は流入, (△)は流出

〔2〕 アメリカの信用収縮

(1) FRB 議長グリーンスパンの証言

90年6月, 上院銀行委員会はグリーンスパン FRB 議長を招聘して, アメリカの金融市場における信用収縮問題(クレジット・クラッシュ)について公聴会を開いた。議会側は, 「銀行に貸し渋りの現象が生じ, 信用収縮が発生しているのではないか」との懸念を示したのに対し, 同議長は「80年代には, 銀行は貸し過ぎであり, それが是正されてきているのであって, 貸し渋りではない。BIS 規制の導入を控えての, 貸出抑制の動きはない。たとえあっても, アメリカでは信用供与に占める銀行貸出は25%程度であるので, たとえ貸し渋りがあっても, 経済成長に影響はない」との見解を示した。

しかし, 1ヵ月後, 同氏は以上の証言を覆した。すなわち, 「90年に入り, 金融機関を通ずる資金フローが大きく変わってきており, 信用収縮圧力が発生しつつある。金融引締が発動されていないにも拘らず, 銀行システムの構造的要因から信用収縮が発生していた。これを放置すると, 経済成長に悪影響が出るリスクがある。そこで, FRB は, 市場の原因に由来する信用収縮圧力を相殺するために, 早急に, 金融緩和政策を採る」。

(2) 構造的信用収縮の発生

グリーンスパン議長が, アメリカで信用収縮が発生していることを認めた背景としては, 信用乗数の低下による通貨供給量(マネーサプライ)の伸び悩みと, BIS 規制導入に伴う貸出限度額の抑制効果が出始めていたことがあげられる。つまり, 筆者のいう「構造的信用収縮」が表われていたのである。

①信用乗数の低下

80年代のアメリカの銀行は, 石油・エネルギー関連プロジェクト, 商業用不動産や高層ビル建設, M&A や LBO といった企業買収案件など, ハイリスク・ハイリターン融資を多く取扱い, 量的拡大を志向してきた。80年代中ばから後半に入り, 石油価格の下落や不動産不況によ

って、これら多くの案件が不良債権になり、銀行の資金循環機能を減退させ、貸倒引当金の増しや不良債権の償却によって、自己資本勘定を毀損（減額）させた。

第1章で論じたとおり、通貨供給量（マネーサプライ）は、ハイパワード・マネーに信用乗数を乗じたものである。アメリカは89年・90年と金融緩和策を採っており、ハイパワード・マネーが増加していた。それにも拘らず、通貨供給量を表わす M_2 （現金＋定期預金）は90年代半ばから増加率が急速に落ち、 M_3 （ M_2 ＋譲渡性定期預金）は89年半ばからすでに増加率が急速に低下していた。これは明らかに異常な事態であった。93年に入ると、 M_3 は前年比で若干低下（量的減少）するに至り、通貨供給量が前年に比べて量的に収縮するのは、大恐慌以来、初めての現象であった。ハイパワード・マネーが増加しているにも拘わらず、通貨供給量が伸び悩み、減少しているということは、信用乗数が急速に低下していることを示している。これは、第1章で論じた公式で明らかとなっており、現預金比率の上昇が原因であり、これは銀行の不良資産の増加によって、貸出に廻す資金が減少し、銀行の資金循環機能が著しく減退していることを示していた。信用乗数は、 $\left[\frac{1-R}{1-C(1-R)} \right]$ （ R ……中央銀行への預金準備率、 C ……預金保有比率）で表わされる。金融緩和期には、 R は相対的に低率であり、あまり変らない。不良債権が増えると、銀行は不良資産保有のため、預金の一定額を貸出に廻せなくなる。これは、 C の低下となって現れる。当時のアメリカは、「 R は緩和期として安定していた、しかし、銀行の不良債権の増加によって、貸出に廻す資金が減り、 C が低下して、信用乗数が低下する。」銀行の不良債権の増加が、信用乗数の低下をもたらす典型的なケースであって、これが構造的信用収縮である。

② BIS 規制の影響

88年7月に、スイスのバーゼルにある国際決済銀行で、先進12カ国の中央銀行の代表と銀行監督局で構成されるバーゼル銀行監督委員会が開催され、「自己資本測定と自己資本基準の国際的統一化」に関する申し合せ事項が合意された。これが、いわゆる BIS 規制である。BIS 規制は、92年末決算（日本は93年3月末決算）から正式に採用されることになった。BIS 規制の特徴は、国際銀行システムの健全性と安全性を強化し、また国際業務を行なう銀行間の競争条件を平等にするために、統一的な自己資本比率規制を導入せんとするものである。海外に営業拠点をもち、国際業務を営む銀行は、「自己資本比率が8%以上」要求されることになった。これは、別の見方をすると、銀行の運用資産を「自己資本×12.5倍以内」に抑えようとする、運用限度規制である。正式実施は92年末決算からであるとはいえ、合意に達した88年7月以降、アメリカの主要銀行は BIS 規制対策として、運用資産の選別強化・圧縮を開始していた。この動きは、アメリカ国内ばかりでなく、ユーロ市場を通じて、海外の銀行に対する貸出の回収となって現れた。88年から93年にかけての、「アメリカの国際収支状況」を分析すると、図表2-②のとおりである。この表の中で、民間資本収支のうち銀行部門をみると、アメリカの銀行は88-93年の6年間で、資本収支が904億ドルもプラスになっている。これは、アメリカの銀行がユーロ市場を通じて海外に貸出していた資金（余資のユーロ市場への放出、主たる借入人は海外

図表 2-② アメリカの国際収支の推移

(億ドル)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	89比93
経 常 収 支	△1,282	△1,028	△817	△69	△679	△1,039	△11
民 間 資 本 収 支	1,021	653	178	208	419	128	△525
内訳							
直接投資	418	309	180	△52	△311	△365	△674
証券投資	387	463	△297	92	216	△151	△614
銀行部門	98	△64	122	88	378	507	571
米国銀行	△539	△582	160	48	223	322	904
外国銀行	637	518	38	40	155	185	△333
その他	△127	531	399	△397	△171	211	△320
公 的 資 金 収 支	388	△155	341	259	431	700	855

(出所) 『平成金融不況』200ページ, 高尾義一著, 中公新書より抽出

〔資料〕 DEPT OF COMMERCE SURVEY OF CURRENT BUSINESS

資本収支…「△」は、米国からの流出

の銀行)を回収したことを意味する。当時、アメリカの銀行は取引採算を中心として融資先の選別に乗り出しており、比較的採算の低い融資であるユーロ市場での資金放出を回収したものである。

③投資信託へ資金シフト

90年代初頭、アメリカでは資金の流れに変化が生じた。銀行で投資信託(Mutual Fund)の販売を始めていたため、顧客は預金を投資信託買いに振り向け、また銀行も投資信託販売による手数料収入の方が預金よりも収益性が高かったために、投信の販売に力を入れた。このため、商業銀行とS&L(貯蓄貸出組合)の預金総額が減少を記録したのである。これは大恐慌以来初めてのことであった。金融は緩和しているのに、銀行預金が減り、貸出も減少する異常な事態が現れてきたのである(図表2-③参照)。89年以降の金融緩和期には、ハイパワード・マネーは年率約10%の増加率で増やした。しかし、信用乗数が年率8%, 4年間で30%以上も減少したため、通貨供給量の増加は、わずか1%にすぎなかった。債券市場で長期国債利廻りが高いため、銀行が一般貸出よりは国債投資へ資金を向けたこともあって、銀行貸出は減少した。当時、連邦準備制度の金利政策として、短期を低く、長期を高めに維持したため、銀行は短期調達・長期国債購入によって、利ザヤを確保できた。こうした金利政策も、銀行の貸出減・国債投資増のパターンを助長した。

④国際流動性への影響

1971年8月15日、ニクソン大統領の声明によって、アメリカは金本位制を停止し、その後、国際通貨であるドルは完全な管理通貨体制のもとに置かれてきた。基軸通貨ドルの流動性供給

図表 2-③ 米国金融機関の預金の推移 (億ドル)

	1989年 4 - 6 月期	1994年 1 - 3 月期	増 減 額
1. S&L	12,381	9,130	△3,251
貯蓄性預金	3,521	4,307	+786
定期預金	8,014	3,706	△4,308
その他預金	846	1,117	+271
2. 商業銀行	15,873	18,291	+2,418
貯蓄性預金	5,174	7,905	+2,731
定期預金	8,804	7,387	△1,417
その他預金	1,895	2,999	+1,104
合計 (1 + 2)	28,254	27,421	△833

(出所) 『平成金融不況』P177, 高尾義一著, 中公新書より抽出

(資料) FRB … FEDERAL RESERVE STATISTICAL
RELEASE

は、連邦準備銀行FRBのコントロールによってなされ、FRBの金融政策が国際流動性を左右することになった。FRBが金融を緩和すれば、米国内の流動性が増加し、経済活動が活発になって輸入が増える。輸入の増大によって経常収支が赤字になり、ドルが流出する。金融緩和によって金利は低下するので、アメリカからは資本が流出し、資本勘定は赤字になる。こうして国際収支は大幅な赤字になるので、ドル流出、ドル売圧力が強まり、ドル安・他国通貨高を生ずる。自国通貨高となった国は、輸入価格が下り、国内の物価下落となるので、金利は低下する。これが進むと、当該国の輸出減・不景気に連なるので、適当なタイミングで中央銀行のドル買介入が入る。ドル買となれば、当該通貨国売の形で市場へは資金が流れる。反面、ドル買介入によって市場へ自国通貨が供給されるので、ハイパワード・マネーが増加し、金融が緩和する。アメリカの金融緩和政策は、ドルの海外流出とドル安を通じて、他国に金融緩和を伝播する。

次に、アメリカが金融引締め期に入ると、FRBは金利を引上げ、通貨供給量(流動性)を減少させるので、経済活動は減速し、物価は沈静化する。景気後退によって、輸入が減少し、経常収支は好転する。また、金利高によってアメリカへ資本が流入し、資本収支も改善する。こうして外国為替市場ではドルが高くなり、他国の通貨は安くなる。他国では、アメリカの金融引締め政策によって、国際収支が悪化し、金利は引上げ方向に動き、外貨準備高は減少するので、ハイパワード・マネーは減少し、マネーサプライが減って、引締め状態になる。こうして、ドル高・他国通貨安の傾向となり、経済活動は停滞に向う。

こうしたパターンは、当然、90年代初頭にも起るものと予想されていた。しかし、予想に反して、90年代初頭の金融緩和期には、アメリカ国内の通貨供給量がほとんど増加せず、銀行の

信用創造力（貸出機能）は減退し、金融緩和期にも拘らず、外国為替市場ではドル高現象が生じ、従来の資金フローとは全く異なる状況を呈したのである。これは、前項で論じたとおり、不良債権の増加と BIS 規制導入を控えての銀行の貸出抑制的態度によって、銀行の貸出機能が減退し、加えて銀行預金の減少が量的にも信用創造機能を麻痺させていたのである。アメリカの銀行の信用創造機能の減退と貸出回収行動は、国際流動性の減少をもたらし、基軸通貨国としてのアメリカの国際流動性供給に重大な問題が発生していた。日本との関係でみれば、円ドル相場は、90年6～7月にピーク160円台に達した。これは、アメリカの銀行がユーロ市場に貸出していた資金を引上げ、新たな流動性創出がほとんどないため、日本の銀行は円資金を投入してドル資金調達にあたっていたことが、主因と考えられる。まさに、国際金融市場で従来にない異変が生じていたのである。

こうしたドルの流動性の引上げは、日本の金融市場にも大きな影響を及ぼし、円の流動性が国際的に吸い上げられる時期であった。90年代前半から発生した、日本の信用収縮はこうした国際金融市場からの、大きなインパクトを受けた結果でもあった。

第3章 日本の信用収縮……50～60兆円のインパクト

〔1〕 信用創造機能の減退……91～95年

90年代に入るとマネーサプライの前半比伸び率は大幅に低下した。バブル潰しのために公定歩合をたびたび上げたこと、資金需要が減少してきたことに加えて、銀行の信用創造力が落ちてきたからである。90年代前半には、規制緩和・撤廃によって業界内の企業再編が進み、銀行側が企業リスクを取りにくいケースが出てきたこと、新興のベンチャー企業のリスクテイクには慎重であったこと、など新しい状況が出てきたことも事実である。しかし、地価と株価の下落によって、銀行の不良債権は日増しに増加し、預金が不良債権保有のために固定化して貸出に廻らない。また借入人は金融不安が増すと現金保有比率を上げるようになるので、信用乗数の低下となって、資金循環を阻害してきた。

図表3-①、②、③、④、⑤、⑥を参照されたい。銀行機能による信用創造力を信用乗数だけで考えるとすれば、91-95年の5年間で、信用乗数は13.1倍から12.3倍に低下し、マネーサプライを36兆円減らしている。この間、政府と日銀によるハイパワード・マネーの増加6兆円によって、マネーサプライは37兆円増加したものの、銀行の信用創造機能は大幅に減退したのである。これは、銀行の不良債権の増加と、個人・企業の現金保有選考の上昇によって、現預金比率が上昇したからである。

これによりようやく気がついた金融当局は、95年6月に「金融システムの機能回復について」と題する報告書をまとめ、不良債権の早期処理を促した（金融制度調査会）。丁度この頃住専問題が表面化し、95年6月に日経平均株価は15,000円を割った。7月にコスモ信用組合が破綻し、

図表 3-① 信用乗数の推移

(兆円)

項目 年度	ハイパワード マネー	前年比 伸び率	信用乗数 (信数)	マネー サプライ	前年比 伸び率	現預金 比 率
90	38	%	12.8	490	%	%
91	38	0	13.1	503	2.7	7.0
92	39	2.6	13.0	503	0	7.0
93	40	2.6	12.7	511	1.6	7.2
94	42	5.0	12.4	524	2.5	7.4
95	44	4.8	12.3	540	3.1	7.5
96	48	9.1	11.7	560	3.3	8.1
97	51	6.3	11.3	578	3.2	8.5
98	56	9.8	10.3	588	1.7	8.4

(資料) ①日銀統計・経済白書より作成

②マネーサプライ＝ハイパワード・マネー×信用乗数

③現預金比率＝現金通貨÷〔預金通貨＋現金通貨〕

④統計数字は年度の平均値で算出した。

図表 3-② 信用乗数低下の影響

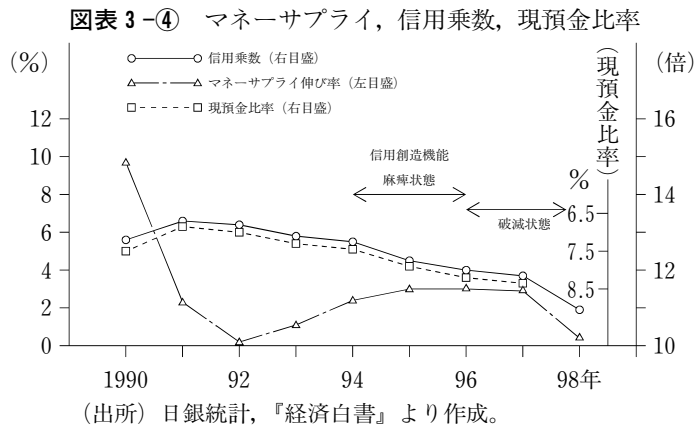
項目 年度	信用乗数が 91年度並13.1のとき	マネー サプライ	信用乗数低下による マネーサプライ減少額	
91比 95	ハイパワード・マネー 44兆円×13.1＝	576	実 績 540	減少額 △36
91比 98	ハイパワード・マネー 56兆円×13.1＝	734	実 績 578	減少額 △155
95比 97	97年度の信用乗数が95年 度並12.3のとき 51兆円×12.3＝	627	実 績 578	減少額 △49
96比 98	98年度の信用乗数が96年 度並11.7のとき 56兆円×11.7＝	655	実 績 576	減少額 △79

50～60兆円
のインパクト

図表 3-③ ハイパワード・マネーのマネーサプライ増加への寄与度

年度	マネーサプライ 増 加 額	ハイパワード・マネー 増加分の寄与額	信用乗数低下 による減少額
91比 95	+37	+57	△36
95比 97	+38	+87	△49
96比 98	+18	+82	△64

50～60
兆円の
インパ
クト



次いで8月には、木津信用組合・兵庫銀行も破綻した。前者は整理回収銀行へ、後者は新設「みどり銀行」に営業譲渡された。この頃、すでに、金融恐慌到来の予兆が感じられたのである。

〔2〕 信用創造機能が逆流——マイナス成長を招く——

96年に入ると、信用乗数は11.7へと大幅に下落し（95年比でマイナス0.6）、97年後半からは大手都市銀行を中心として「貸し渋り」どころか、「貸出の回収」が一斉に始った。これは中小企業ばかりでなく、大手企業も対象となり、まさに一大「貸出回収競争」であった。信用乗数でみると、97年には11.3に低下し、95年との対比でみると、信用乗数低下によるマネーサプライの減少額は50～60兆円に達した（図表 3-③・④参照）。この間、政府・日銀のハイパワード・マネーの増加供給によって、マネーサプライの純減は避けられた。しかし、銀行の信用創造機能はマイナスに働き、これが97年10-12月から始まるマイナス成長をもたらした。とくに、極端な信用収縮の引き金を引いたのは大手銀行であり、株価の下落がほぼ自動的に信用収縮を引き起こすという、日本の銀行システムの構造的欠陥がマイナス成長を引き起こしたのである。

〔3〕 BIS 規制の見地からみた信用収縮

次に本項では、BIS 規制の見地から信用収縮問題を分析する。ここでの分析の結論から見ても、信用収縮の実体経済へのインパクトは、ほぼ50兆円になり、前項での分析結果とぴたりと一致する。

BIS 自己資本勘定と運用資産について分析してみよう。

まず最初に原点に戻って、BIS 規制による銀行の自己資本勘定と運用資産との関係は、図表 3-⑤のとおりである。この表は、97年 3 月末現在での都長信銀19行の BIS 基準のバランス・シート合計である。

図表 3-⑤の97年 3 月末の「BIS 自己資本勘定と運用資産」をみると、大手19行合計で BIS 自己資本勘定は40兆円であり、そのうち10%にあたる 4 兆円が「有価証券含み益」（大宗は、株式含み益）である。運用資産は、BIS 自己資本勘定の12.5倍以内に抑えなければならない。株価が下落し、含み益が減少すると「含み益」の見合運用分50兆円が圧縮対象となる。97年10-12 月期から急速な信用収縮インパクトが始まったのは、ここに原因がある。97年12月には、4 兆円あった含み益は、ほぼ 1 兆円に減り、見合資産を40兆円近く、圧縮する必要があったのである。

そこで、1998年 3 月にこの株式含み益の減少部分 3 兆円を補充するために、土地の含み益1.6 兆円と公的資金1.7兆円を当てたのである。ここで、株式含み益はまだ 1 兆円ほど残っており、これがまた、98年 4 月以降の信用収縮の元凶となった。

図表 3-⑤ BIS 自己資本勘定と運用資産（都長信銀19行ベース）

	97年 3 月末		97年12月末		98年 3 月末	
	BIS 基準 自己資本 40兆円×1.25=500兆円	運用資産 限度額	運用資産 限度額 (予想理論値)	[短期的 対策]	BIS 基準 自己資本 40兆円×12.5 = 500兆円	運用資産 限度額
バブル期 ③の見合資産 増加 ↓ 住専過剰 融資の一因	① 資本金 21兆円 (52%)	①②の 見合運用 450兆円	①②の 見合運用 440兆円	●株価の下落で信用 収縮 約50兆円 ↓ ●有価証券 含み益部分③の 4 兆円を、 公的資金 で代替 ↓ 貸出余力 40兆円が 復元・安 定化	①資本金 21兆円	①②の 見合運用 450兆円
	② 貸倒引当金等 15兆円 (38%)				②貸倒引当 金等 15兆円	
	③ 有価証券含み益 4 兆円 (10%)				③ 兆円 ・土地含み1.6 ◎公的資金1.7 ・有証含み0.7	
	（日経平均株価 18,003円）	（日経平均株価 1,000円ダウンで 資産14兆円 圧縮が必要）	（日経平均株価 15,258円 97.3比△2745円 →約40兆円減）		（日経平均株価 16,527円）	（日経平均株価 98/4以降 縮小へ (信用収縮)
注)			資97 本年 勘定 9月 1赤字 兆円 決算 減算			
			10兆円減			
			③10兆円 株価ダウン で収縮 40兆円減			
						4兆円⇒
						50兆円

98年4月以降、株式含み益は更に減少し、その上株価の更なる低下によって、株式評価損が生じ、それが自己資本勘定を毀損（減額）することになり、信用収縮を加速することになった。その上、不良債権の直接償却（減資）と引当金の積み増しは、自己資本のマイナス要因となり、信用収縮を一段と強める圧力となった。

こうした事実が明瞭であるにも拘らず、政府と当時の「金融危機・管理審査委員会」（佐々波揚子委員長）は、公的資金の投入基準を明示せず、「金融安定化のため」という抽象的表現だけで、極めて不可解な説明であった。政府や大手銀行は世論の批判をかわすために、「資本注入は貸し渋り対策だ」と説明した。たしかに、株式の含み益の減少で目減りした BIS 自己資本勘定を復元するために使用したのであるから、「貸し渋り」対策ともいえる。しかし、実体を隠蔽したことが、公的資金投入に対する国民の不信感を更に助長することになり、とくに98年10月の金融国会を紛糾させた一因であった。

〔４〕 「構造的信用収縮」の発生原因

図表3-⑥をご参照願いたい。ここでいう「構造的」という意味は、銀行システムの中で信用創造メカニズムの機能を阻害している要因、つまり「貸出しを実行したくても実行出来ない」要因のことである。98年9月期の仮決算時の数字でみると、(1)株式保有に関連する損失で、BIS 自己資本の毀損額が4兆円、(2)不良債権の償却によって生じる自己資本の毀損額が1兆円、合計して約5兆円の自己資本毀損額が生じている。したがって、これの最大限12.5倍に相当する金額、50～60兆円が信用収縮のインパクトである。これは名目国内総生産（GDP）の10%強に

図表3-⑥ 「構造的信用収縮」の発生原因（大手19行） (1998/4～99/3)

発生原因		1997年 3月期	1998年3月期	1998年9月期	自己資本 毀 損 額 (A)	信用収縮 推 測 額 (B)
① 株式保有	① BIS 自己資本勘定 に含まれる含み益	4兆円	・含み益→1兆円 ・減少分を公的資金 1.7兆円と土地含 み1.6兆円で補充	含み益はゼロ (▲1兆円) (1兆円減)	4兆円	(A)×最大 12.5 約40兆円
	② 株式の評価損	低価法で 償却	・原価法の採用が認 められる	全体で評価損 3兆円		
(2) 不良債権の累積 →資本勘定を毀損		ほとんど 間接償却 ↓ 2次損失	・直接償却…1兆円 ・間接償却…10兆円 ↓ 2次損失	・間接償却中心 ・直接償却約1 兆円	1兆円	約10兆円

(注) 「1998年4月からの信用収縮」は予想値。

「株式保有」からくる信用収縮のインパクトは、50兆円近くになる。

↓
50～60兆円

相当する金額である。いかに実体経済に対する収縮圧力が強いかが分かる。株価が下落し始めた97年10-12月からこのインパクトが始まり、実体経済をマイナス成長へ陥れたのである。

経済活動が停滞すると、銀行の貸出し態度が慎重になるので、貸出しは伸び悩む。銀行の与信リスクの判定度合によって左右される要因が、「主観的信用収縮」である。デフレになると主観的要因が強くなることも事実である。しかし、信用収縮を引き越した最大の要因は、「構造的信用収縮」であり、「株式保有と不良債権」が癌である。これを除去するために公的資金が必要なのである。

〔5〕 その他の信用収縮要因

以上のほかに、

- (1)銀行が業態不振の企業に対する融資を引き上げる場合、また倒産させる場合。
- (2)預金者が業態不振と思われる銀行から、預金を引き上げる場合、銀行は貸出しを回収せざるを得なくなり、信用収縮が発生する。(2)の場合には、金融当局の介入によって、システミック・リスクへの拡散を防ぐべきである。

〔6〕 信用収縮の実績（97年4月～99年3月）

98年3月期の大手19行（都長信銀）の貸出残高は前期比で24兆円、99年3月期の大手15行（都信銀14行と興銀）の貸出残高は前期比で22兆円、それぞれ減少しており、この二年間で合計46兆円の信用収縮が発生している。この二年間、地方銀行の貸出はほぼ横這いであるので、大手銀行の貸出回収がわが国全体の信用収縮を引き起こした。99年1-3月に入り、大手行は、信用保証協会の保証を利用した中小企業向融資を積極的に採り上げるようになり、大手行だけで10兆円近い融資を実行したものと推測される。（信用保証協会の保証枠は総額20兆円で、99年3月末で13兆円が保証融資として実行されており、このうち大手行のシェアは7割程度と推測される。）そう考えると、98年中の融資回収は、ピークで60兆円を超えていたであろう。保証枠がなければ、97～98年の2年間で、60兆円程度の信用収縮が進んでいたと考えられる。この数字は、図表3-②の理論値とピッタリと一致する。また、信用収縮が進んだ結果、急速に低下した信用乗数から計算される信用収縮額50～60兆円とも一致する（図表3-③参照）。

信用収縮が急速に進んだのは、97年10-12月期からであり、この時から98年10-12月までの5・四半期間、日本経済はマイナス成長に陥ったのである。この事実、連続5・四半期間続いたマイナス成長の、直接の原因が信用収縮にあり、その信用収縮は銀行の株式保有から、必然的に引き起こされたものであった。銀行本体での株式保有の弊害がいかに大きいかがよく判明したのであろう。

むすび——現在、日本の課題——

〔1〕日本にとって、90年代はまさに「混乱と混迷の時代」である。バブル崩壊によって発生した金融機関の多額の不良債権の処理が遅れ、しかも銀行が多額の株式を保有していたために、株価の下落が一挙に信用収縮を生み、実体経済をマイナス成長へ導いてしまった。信用収縮ほど怖いものはない。

信用収縮には、構造的信用収縮と主観的信用収縮とがある。不良債権の増大や他律的要因で、銀行が「貸したくても貸せない」状況に陥り、貸出回収に走ったのが今回の惨事であった。したがって、信用収縮を招かない銀行システムを創ることが金融改革の根幹でなければならない。それには、まず第一に銀行本体での株式保有を禁止し、株価の変動から信用創造機能を遮断することである。銀行の株式保有の弊害については、本論文集で再三論じて来た。95年の論文で指摘した問題点が97～98年にかけて顕現し、株価の下落が信用創造機能を破壊したのである。

〔2〕本年6月、新 BIS 規制案が開示され、現在オープン・コンセント（市中協議）にかけられている。新 BIS 規制案は、①リスクアセットの算出にあたり、融資先別に信用度合に応じたウェイトを付ける、② BIS 規制を、現在の銀行単体ベースから持ち株会社ベースに拡大する、③ 海外に営業拠点を持つ銀行に対しては、BIS 規制（最低自己資本比率規制）が適用される。しかし、それ以外の銀行については、銀行監督局と当該銀行が協議して自己資本比率やその他のルールを決める、という内容である。新 BIS 規制案をそのまま日本の銀行に適用すると、日本では信用収縮を引き起す懸念がある。

そこで、日本の国益に合った方法で BIS 規制をいかにして克服してゆくか、そのためには日本独自の提案をすべきではないか（対策を出して BIS の場で協議し、参加国すべてに適用する方法を提案する）、ことを考えるべきである。BIS 規制は自己資本比率規制である。しかし別の見方をすれば、自己資本金融による運用限度額規制である。実体経済が絶好調で増収が続く、自己資本がどんどん増えてゆくアメリカの銀行と、瀕死の重症からようやく回復に向いつつあるものの、公的資金で辛うじて命運を保ち、依然として自己資本が減額方向にある日本の銀行とでは、客観情勢があまりにもちがう。こうした面を十分考え、後顧の憂いを残さないように、日本の国益に合った方向で、オープン・コンセントに答えるべきである。

〔3〕日本の経済において、二度と強烈な信用収縮を起こしてはならない。信用収縮を最小限にくくい止め得る銀行システム—金融システムを構築することが現下の課題である。アメリカの大恐慌期の経験を調べてみると、33～34年にかけて公的資金を注入して不良債権を償却し、銀行システム（決済機能と信用創造機能）をたて直した。しかし実際に資金需要が出て、実体経済が盛り上がるには2～3年を要した。この間、ニューデール政策によって公共投資が増え、経済

活動は上向き、33年を底として経済は回復に向った。しかし、民需がフォローし、銀行貸出が増加するには、2～3年を要したのである。これ程、信用収縮がもたらす実体経済へのマイナスの影響は大きい。また、当時のアメリカでは34年以降、毎年、ハイパワード・マネーを10%以上増加させ、マネーサプライも、毎年、10%以上増加した。こうして、33年からは、国民総生産（GNP）は、年率10%を超える高度成長で回復した。日本が現在採るべき経済政策は、公共事業の増額と民需を誘発する大型プロジェクトを政府主導で積極的に推進することである。また、ベースマネーを毎年5～7%のペースで増加させることである。こうした施策を2～3年続けてゆけば、民間需要が誘発され、銀行貸出（信用創造）が出てくるであろう。これが現下の課題である。

〔参考文献〕

- ① 貝塚啓明・植田和男 『変革期の金融システム』 東京大学出版会 1994
- ② 野口悠起雄 『バブルの経済学』 日本経済新聞社 1992
- ③ 植草一秀 『金利・為替・株価の政治経済学』 岩波書店 1992
- ④ 高尾義一 『金融デフレ』 東洋経済新報社 1998
- ⑤ 館龍一郎 『金融政策の理論』 東京大学出版会 1990
- ⑥ 佐美光彦 『「大恐慌型」不況』 講談社 1998
- ⑦ 高尾義一 『平成金融不況』 中公新書 1994
- ⑧ 山田伸二 『大恐慌に学べ』 東京出版 1996
- ⑨ LITAN, ROBERT E. and JONATHANN RAUCH, *American Finance for the 21st Century*, US Department of the Treasury, 1997 (小西龍治・村田吉隆訳) 『21世紀の金融業』 東洋経済新報社 1998
- ⑩ 菊池英博 『銀行ビッグバン』 東洋経済新報社 1997
- ⑪ 同上 『銀行破綻と競争の経済学』 東洋経済新報社 1999