経済教室

銀行経由せぬ危機発生も

バリー・アイケングリーン　カリフォルニア大学バークレー校教授

リーマン危機10年

専門家の視点 ㊤

ノンバンク・新興国に懸念

ポイント

- 過去の歴史的危機は銀行システムが契機
- 米国の企業債務GDP比は過去最高水準
- 中国の危機は新興国の経済危機に発展も

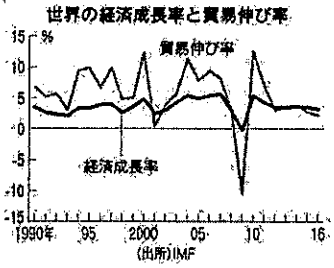
記念日は省察の時である。今年は2008年のリーマン・ショックから10年の節目であり、次の危機のリスクについて考える良い機会となる。

歴史的な危機は、国際金融システムの中心となっている国が震源となる傾向がある。大恐慌を引き起こした危機は1930～31年に米国のバンク・オブ・ユナイテッド・ステーツとドイツのダナート銀行が破綻したことで一段と深刻化した。08年の危機は米投資銀行リーマン・ブラザーズが9月に破綻し、続いて米シティグループなどの大手商業銀行が破綻寸前に追い込まれたことで、過去80年間で最悪の金融危機に発展している。

対照的に周縁部、特に小国で発生した問題が世界の経済・金融の安定性を脅かすに至ることはめったにない。10年にギリシャ危機が発生したときには、ユーロ圏の他の国と国際通貨基金（IMF）がすぐに介入して緊急融資を実行した。危機を起こした国が小さければ、他の加盟国は潤沢な資金で問題に対処し、ドイツやフランスの主要銀行への波及を防げる。同様に13年にキプロスが銀行危機に直面した際も、西欧各国は容易に緊急融資を提供できた。

一般に金融ショックが破壊的な影響を及ぼすのは、銀行システムに飛び火した場合に限られる。銀行は中小企業にとって唯一の資金調達源だ。それに銀行の資産は負債に比べ流動性が乏しいため、取り付けに対してひどく脆弱だ。さらに銀行はインターバンク（銀行間）市場を介して互いに資金を融通するため、どこかの銀行に問題が起きれば伝染病のように広がりやすい。

証券市場の変動に関しても暴落が危機を引き起こすのは銀行システムを巻き込んだ場合に限られる。米株式市場は87年に暴落したが、危機には至らなかった。マネーセンター銀行（金融の中心地に本拠を置く大手銀行）が資本を増強していて持ちこたえたからだ。一方、日本でバブルが崩壊したときには、日本の複数の主要銀行が破綻に追い込まれたため、危機を誘発した。



従って歴史が示す将来の指針になるとすれば、次の金融危機は規模の大きい先進国経済で銀行システムが巻き込まれたときになるだろう。となれば米欧日の銀行の健全性に注目し、これらの国が適切な規制改革を実行してきたかを問うべきだということになる。

この点に関する限り、多くの指標は良好だ。足元の銀行の自己資本比率と流動性カバレッジ比率は08年より高い。国際金融規制に関するバーゼル合意の改定に基づく大規模な規制改革にも各国が同意している。米国はドッド・フランク法（金融規制改革法）を10年に制定した。ユーロ圏では、規制当局の決定が国境を越えて確実に順守されるようにするため、主要銀行を対象にした単一監督メカニズムを導入した。日本では不良債権比率が下がり続けている。

一方で好ましくない兆候もある。規制当局や政策当局は危機の教訓を忘れ、改革を後戻りさせている。この傾向が最も顕著なのが米国だ。米国では08～09年の銀行危機が短期間で沈静化したため、改革派は一息つこうとしており、そこにつけ込み規制緩和の声が広がっている。トランプ大統領はドッド・フランク法の撤廃を公約に掲げており、18年5月に改正法に署名した。多くの銀行がストレステストの実施義務を免除され、また小規模な銀行に対する自己勘定取引の制限が緩廃される。

こうした遊行はあるが、先進国の銀行は総じて08年より堅固になっている。次の金融危機を心配する向きにとって一定の安心材料ではある。

とはいえ以上は過去の経験が未来の指針になることを前提にしている。だがこの前提を疑うべき要因が2つある。

第1の要因は以前に比べてノンバンクの果たす役割が大きくなっていることだ。

例えば年金基金がそうだ。年金基金は個人や従業員の積立金を預かり、社債や国債に投資する。また銀行のような金融仲介機能を果たすプライベートエクイティ（PE）ファンド（非上場企業の株式を主な投資対象とするファンド）も急拡大中だ。多くの国、とりわけ米国で、非金融部門への信用供与に占めるノンバンクの比率が高まっている。

多くの年金基金は量的緩和の結果として債券利回りが低下したため、運用実績が上がらない。そこで利回り追求のためリスクテークの大きいPEファンドへの投資を含め、次第に債券以外に目を向けるケースが増えている。未公開株買いが活発になって株価が上昇すれば、非上場企業はどんどん価金をする。

その結果、米国では国内総生産（GDP）比でみた企業債務が過去最高の水準に達した。こうした企業の社債の大半は格付けがトリプルBであり、何らかのショックで機関投資家が売りに転じれば、あっという間にシャンク（投資適格）債に転落しかねない。不適格債に転落すれば資産価格が暴落したり倒が起きるだろうか。株や債券の急落で社債のデフォルトが相次ぎ、それが消費と投資を収縮させてさらにデフォルトを招き、一段と消費と投資を収縮させる。こうした負の連鎖を断ち切るような事態が、銀行システムに波及しなくとも起きることはあり得るだろうか。そうした例は過去にはない。だが年金基金、PEファンドやヘッジファンドの増勢を勘案すると、もはやその可能性を排除できない。

歴史が未来の良き指針になるという前提を疑うべき第2の要因は、新興国の成長だ。

今日では危機発生リスクを評価する際に、先進国だけに注目するのは適切でない。新興国でも大規模で複雑な金融システムが発達してきた。中国は規制の緩いシャドーバンク（影の銀行）の取り締まりを強化してきたが、地方政府が運営する小規模銀行が全国的な問題となっている。これらの銀行は法人向け金融の依存度を高め、顧客企業に新種の金融商品を売りつけてきた。こうした銀行の未確認の貸倒債権を計上したら、資本が吹き飛ぶだろう。90年代の日本がまさにそうだった。

新興国、特に中国のこうした問題は、グローバル経済の危機を誘発するだろうか。従来の答えはノーだ。中国政府の厳格な資本規制により国内銀行と外国銀行の結び付きは限られているため、他国ひいてはグローバル経済に波及するリスクは小さいと言われていた。中国経済の規模を考えれば、グローバル金融システムの中心とまでは言えない。

だが中国の銀行と外国の銀行のつながりは拡大している。中国の国営銀行はバキスタンの通貨危機を食い止めるため10億ドル以上を融資した。

また中国政府は銀行の資本増強に必要な財政余地も資金も持ち合わせていると言われてきた。だが政府が銀行の資本増強のため資金を投入せざるを得ない事態に陥ったら、広域経済圏構想「一帯一路」の下で他国に融資する余地が減り、借り入れ国の経済成長は鈍化するだろう。そうなれば中国の危機は、新興国の経済危機に発展しかねない。

以上のことが起きる確率はどれほどだろうか。わからないと答えるほかない。というのも現在の状況は過去に類例がないからだ。グローバル経済の構造が変化したら、過去の経験はもはや未来のリスクの良き指針とはなり得ない。それでも歴史は役に立つ。現在のどの面に類例がないのかをはっきり示してくれるからだ。それはまた危機感を持つべきだという警告にもなる。

Barry Eichengreen
52年生まれ。エール大博士。専門は国際金融、経済史