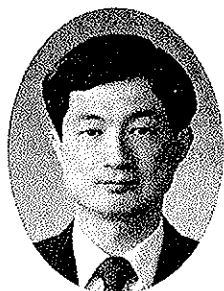


日本のバブル崩壊に 学ばなかった米国 (2)

—— 性急な不良債権処理が命取り ——



塚 崎 公 義

はじめに

米国は日本に対し、不良債権処理を先送りしたから悲惨な事態に陥ったのだと論じ、早急な不良債権処理を促してきた。しかし、米国で住宅バブルが崩壊した際には、日本よりも悲惨な事態に陥った。バブルの規模が日本よりも小さかったにもかかわらず、である。

日本が先送りを行なったことは、合理的な行動だったのだが、結果として金融危機が生じてしまったために、先送りが誤りであったという誤った理解が米国でなされてしまったのである。経済は実験が出来ないので、「早期に処理していたら、更に悲惨な事態が生じていたかもしれない」という仮説が検証されなかったからである。

今回は、不良債権を早期に処理すると何が起きるのか、という「壮大な実験」を観察した上で、何故先送りが合理的であるのかを考えることにする。

小さなバブルの大きな後遺症

米国のサブプライム・ローンの総額は1.4兆ドルであった。仮に米銀がこれを証券化せず、

不良債権を処理せず、持ち続けていたら、損失はいかほどであったか。仮に、すべてのサブプライム・ローンが住宅価格が最高値の時に契約され、担保掛目が100%で、借り手が全く返済せず、住宅価格がピークから30%値下がりして適正価格に戻った、という厳しい前提で計算しても、最大で4千億ドルの損となる。一方で、2006年の米銀の税引き前利益は2千億ドル近くあった。すなわち、米銀が住宅ローン債権を抱え込んだままで不良債権処理を先送りしていれば、悪くても2年分あまりの利益が失われただけで何事も無かったように金融市場は安定していたはずである。サブプライム・ローン以外にも貸倒は生じていること、米国以外で生じたバブル崩壊の影響も米国金融機関に及んでいること、などを考えれば、今少し長くかかったかもしれないが、いずれにしても金融危機が発生するようなものでは全くなかったのである。しかし、金融危機は発生した。

日本のバブルは、地価も株価も数倍に膨れ上がらせた巨大なものであったが、金融機関の不良債権処理損は100兆円であった。後述するように、不幸な出来事が重ならなければ金融危機は回避され、損失は更に小さかったであろう。

米国のバブルは住宅価格が20%か30%割高になっただけであったが、金融機関の不良債権

処理損は世界中の金融機関に拡がった。リーマン破綻以前の08年5月時点ですでに、損失額は259兆円とのレポートをみずほ証券が出すなど、損失額は100兆円を大きく上回ったのである。結果として生じた金融危機の規模も拡がりも日本の比ではなかったし、世界の株式時価総額に与えたインパクトも桁違いのものとなった。それは、すべての金融機関が一斉に不良債権を処理したために、資産価格が暴落していずれの金融機関も満足な回収が出来なかったからである。

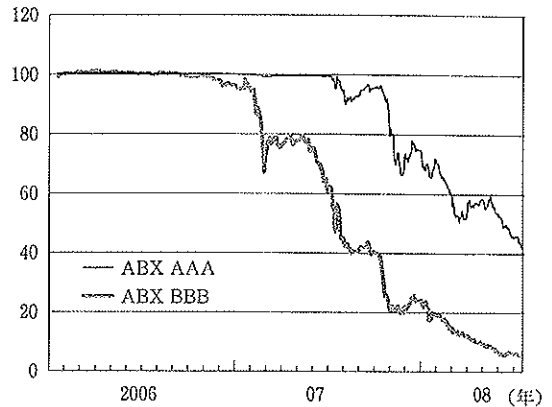
ちなみに、IMFが2008年10月に発表したGlobal Financial Stability Reportによれば、サブプライム・ローンの貸倒は5百億ドル、景気悪化に伴う企業向けローンの貸倒等をすべて含めて4千億ドルとされている。これに対し、証券化商品の値下がりによる損失は合計1.4兆ドルとされている。この損失額自体は過少推計だと言われているが、ここで問題とすべきは貸倒額と証券化商品の値下がりによる損失の比率が3倍を超えているということである。日本的に銀行が不良債権を抱え込んで何もしなければ、金融機関の損失は3分の1で済んだはずなのである。いかに小さなバブルが大きな金融危機をもたらしたのかが見て取れる数字であるが、以下ではそのメカニズムについて見ていくこととする。

CDOの投売りで価格が下落

米銀は、住宅ローンが焦げ付くと、ただちにこれを差し押さえた。米国の住宅ローンの仕組みとして、借り手が家を放棄すれば債務が消滅するので、借り手が積極的に家を銀行に差し出した例も多かったようである。これが住宅価格を下落させ、更なる不良債権を生み出したことは疑いない。しかし、遥かに深刻な問題はCDO（証券化商品をプールして作り出された新たな証券化商品）で生じた。

CDOは、格付が高く利回りも他の同格付の

図表1 住宅ローン証券化商品の価格推移



(注) ABXとは、住宅ローン関連証券化商品のクレジットデフォルトスワップのインデックスである。

(出所) IMF "Global Financial Stability Report, October 2008"

債券よりも高いということで、投資家に人気があり、よく売れていたのだが、複雑な仕組みであったが故に、ひとたびサブプライム・ローンが焦げ付き始めると、どのCDOがどの程度の損失を被るのか、CDOの所有者にもわからない、という事態が生じた。そこで、投資家はCDOの投売りを始めた。不良債権処理ならぬ、不良債券処理である。しかし、大勢が一斉に売り注文を出したため、買い手がつかず、価格（実際には売買が成立せずに気配値だけが立っていた場合も多いようであるが、以下では気配値を含めて価格と記す）は暴落した。

需給関係が極端に悪化したことにより、CDOの価格は、予想償還額を遥かに下回るものとなった。しかし、それでも売りは止まらなかった。投資家としては、焦って投売りをするよりも、満期まで持っている方が、予想回収額の期待値が高いのに、何故売り急いなのであろうか。

理由の第一は、期末に時価評価をさせられる事である。決算時点の時価で保有CDOを評価しなければならぬため、決算時点で現在よりもCDOの価格が下がっている可能性が高いならば、売却すべきだと投資家たちが考えたのである。決算数字が悪いと市場に嫌われ、株価が下落したり、悪くすると取り付け騒ぎにあったりするからである。「決算数字は悪いが、満期

までCDOを持っていれば多額に回収出来るのだから、我が社は健全なのだ」と叫んでも、市場は乱暴であるから、無視されるだけなのである。そうだとすれば、期末までに値下がりするようなものは売却せざるを得ないことになる。そうした目でCDOの価格を予想すると、「他の投資家が売っているから価格は更に下がるだろう。自分も売ろう」ということになり、売りに走る投資家が多かったのである。

売りたいなくとも売らざるを得ない投資家も多かった。借金でCDOを購入していた投資家は、不安になった債権者が借換えを拒んだ際に、「CDOの満期までお待ちいただければ充分返済出来ます」と言っても聞き入れられず、泣く泣く返済原資捻出のためにCDOを投売りせざるを得なかった。実際には、金融機関が組成したSIVが、CPによる資金調達の問題化によって、既存のCPを償還する資金を捻出する必要に迫られたという例が多いようである（SIVとは、Structured Investment Vehicleの略で、投資目的で設立された連結非対象の事業体のことである）。また、機関投資家の中には損切りルールというものを設けている所が多く、そうしたケースに於いては、担当者は一定以上の損が出た場合には相場観にかかわらず当該資産を売却しなければならなかったのである。

先送りが許されなかった米銀

米国が先送りしなかった理由は三つある。第一は、不良債権処理は先送りすべきでないという判断である。これは、後述のように、正しい判断とは言い得ないのであるが、「邦銀は不良債権処理を先送りして被害を拡大した」という誤った認識が広がっていたことが災いしたのである。もっとも、米銀等が先送りを試みたとしても、以下の理由により、結果として先送りは難しかったであろう。

第二は、ルール重視の国であるため、ルール通りに不良債権を処理せざるを得なかったこと

である。会計規則は厳格であり、公認会計士も監督当局も厳しい資産査定を行ない、罰則も厳しいため、不良債権と認定するか否か等々に関する裁量の余地が乏しかったのである。危機の深刻化を受けてルール自体は若干緩められたが、「ルールはルールとして、望ましい結果が得られるような裁量を加える」ことまでは許されなかったのである。

第三は、証券化等々によって先送りが困難であったことである。証券化により住宅ローンの貸し手と借り手の交渉が困難であったことに加え、CDOなどを最後まで持ち切る事が出来ない投資家が多かったこと、なども先送りが困難であった重要な要因であった。たとえば、投資家が借金でCDOなどを買った段階で、先送り出来ないメカニズムが組み込まれてしまっていたのである。

合成の誤謬を避けた日本

劇場火災の際に、他の観客が走り始める前に一人だけが非常口に向かって走れば、その人は助かる確率が高まる。しかし、全員が同じ事を考えて非常口に殺到すると誰も逃げられなくなり、悲惨な結果を招く。このように、各自が最適な行動を採ると、全体として悪い結果が生じることがあり、これを、「合成の誤謬」と呼ぶ。米国のCDO市場で生じたことは、まさにこれであった。

バブル崩壊後の日本でも、全銀行がバブル崩壊とともに不良債権処理を一気に進めていたら、担保不動産の競売が殺到して買い手がつかず、いずれの銀行も不良債権が回収出来ないうちに不動産価格が暴落していたであろう。そうなれば、多くの企業が「所有不動産を時価評価し直せば債務超過状態である」ことになり、そうした企業が次々と銀行によって解体され、更に多くの不動産が競売に付され、経済も金融も完全に崩壊していたであろう。そうなれば、97年に実際に起きた金融危機を遙かに上回る深刻な

事態となっていたはずである。

実際に担保を処分しなくても、貸出債権を厳密に査定して引当金を積んでいたら、多くの銀行が自己資本不足となり、広範囲に貸し渋りが発生して景気が急速に悪化し、それが不良債権を増加させて銀行の自己資本を一層減少させる、という悪循環に陥っていたであろう。一部の金融機関が貸し渋りを行っても、他の金融機関が健全であれば肩代わりをすることが可能であるが、当時の日本の金融機関は殆んど全てが深刻な不良債権問題を抱えていたため、肩代わり出来る余裕のある所はなかったからである。銀行の自己資本減少と景気悪化の悪循環が進めば破綻する金融機関が相次ぎ、それが一層の景気悪化をもたらしたであろう。

しかし実際には、邦銀は不良債権の処理を先送りし、大蔵省もこれを容認したため、事なきを得た。大蔵省が先送りを容認したのは、無理に不良債権を処理させて破綻する銀行が出ることがないように、という理由だったようだが、結果としてこれが合成の誤謬を防ぐこととなったのである。

邦銀が先送りすることが出来たのは、大蔵省の姿勢だけではなく、会計制度なども幸いした。たとえば、当時の会計基準では、借手がバブル期に購入した不動産の時価が値下がっていても、決算書には購入価格で計上することが出来たため、事実上は債務超過の借手であっても銀行が不良債権扱いを避けることが可能だったのである。

公認会計士も、銀行の決算が厳密な会計基準から見ると疑わしいものである可能性を感じながらも、これを容認していたようである。破綻した銀行の資産内容が、直前の決算の内容と大きく異なっていた例が散見されたことを見れば、公認会計士のチェックも銀行の幅広い裁量を事実上容認していたことが推測できるのである。

このように、邦銀の不良債権は、「厳密に正しいことを追求するよりも、望ましい結果が出るように裁量を加える」というムラ社会の知恵

により先送りを許されたのである。

なお、結果的には97年に金融危機が発生したが、先送りが原因ではない。金融危機は、極端な緊縮財政という政策ミス、アジア通貨危機という外生的ショック、三洋証券破綻の際のコール市場のデフォルトという当局のミス、などが概ね同時に発生するといった不運により生じたものである。96年度の景気が比較的順調な回復軌道に乗っていたことを考えれば、仮にこうした出来事がタイミング的に重ならず、政府が破綻した金融機関を国有化するなどして金融システムを守り抜いていれば、日本経済はソフトランディングをした可能性が高いのである。

メインバンクの支援が見込めない 米国

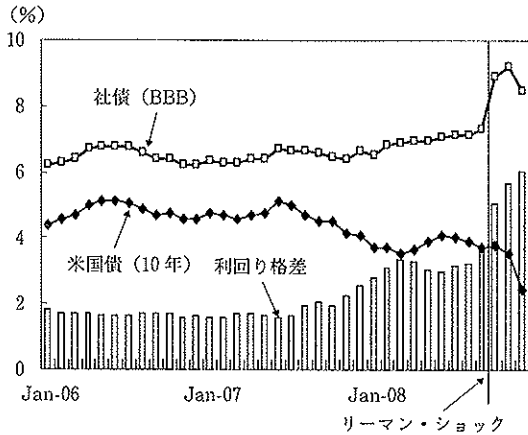
米国に於ける金融機関の損失拡大は、金融機関の与信態度の慎重化を通じて实体经济にも悪影響を及ぼすことになる。アツモノに懲りてナマスを吹く、というわけである。その度合いは、日本よりもはるかに厳しいようである。

日本は間接金融が主体で、しかもメインバンク制が確立しているため、借手が健全である場合はもちろんのこと、借手が苦境に陥っても一定の支援が受けられる。借手を簡単に見放すと、冷酷な銀行であるとの悪評が立ち、顧客を失って長期的な損失につながりかねないからである。

しかし、米国では直接金融が中心であり、銀行もトランザクション・バンキングであるから、逃げ足が速い。したがって、投資家や銀行がリスクに敏感になると、借手はたちまち資金調達の見舞われることになる。借手の信用力が変化していないのに、突然資金の出し手が慎重になるのである。

図表2は、リーマン破綻以前から、金融緩和の効果が完全に削がれた上に、社債利回りが上昇していた様子を示している。FRBが金融を緩和しても社債の利回りは上昇したわけであり、

図表2 米国国債と社債の利回り推移



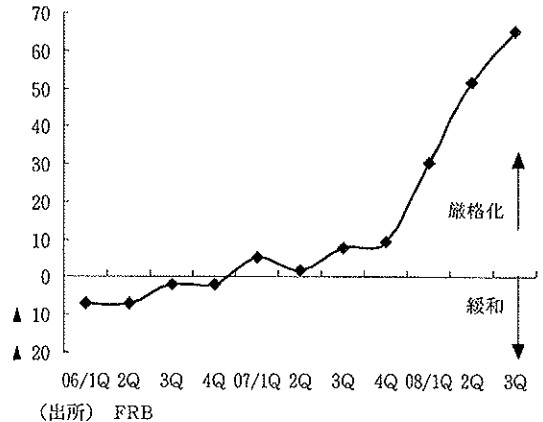
(出所) FRB

同じ格付を維持している企業が以前よりも高い金利でないと資金調達出来ない事態に追い込まれたのである。直接金融の国である米国に於いては、これは借り手の資金調達を困難化するのみならず、投資家の資産価値を毀損し、金融仲介機能を一層低下させる重要な要因である。

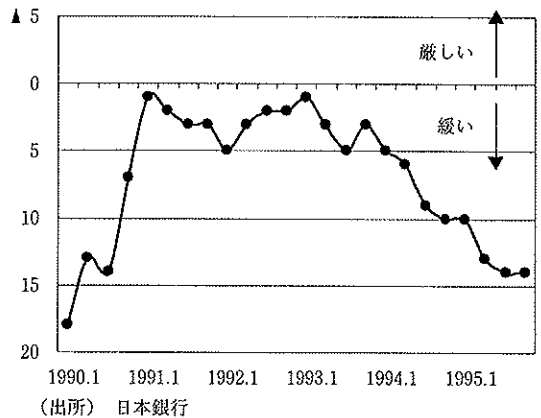
注目を要するのが図表3と図表4の比較である。リーマン以前、三洋証券以前の銀行の貸出態度に関するアンケート調査であるが、図表3は、米銀自身が貸出態度を厳しくしたと答えたもの、図表4は日本の中小企業が邦銀の貸出態度は厳しくないと答えたものである。方向と水準であるから単純に比べることは出来ないが、自分でさえも厳しくしたと答える米銀と、借り手でさえも厳しくないと答える邦銀はコントラストを成していると言えるであろう。

米国の投資家や銀行が日本のメインバンクに学んでくれれば、米国の景気の波が小さくなると期待される場所であるが、彼等にはメインバンクを倣うインセンティブが無いのである。第一に、資金を引き揚げることでレピュテーションを失うということが無い。邦銀、特にメインバンクは、借り手との暗黙の了解があるとされているため、借り手を見放すとレピュテーションが悪化するリスクがあり、資金を引き揚げるのが難しいが、米国の資金の出し手には、そうした縛りが働かないのである。

図表3 米銀の小企業向け貸出態度指数の推移 (リーマン破綻前)



図表4 バブル崩壊後の金融機関貸出態度 D.I. の推移 (日銀短観：中小企業)



(出所) 日本銀行

そうだとすると、他の出し手が引いている時に自分だけ資金を出すのは自殺行為であるため、一定数の資金の出し手が引き始めると、雪崩を打って他の出し手も資金を引き揚げるメカニズムが内包されているのである。

かくして、米国の金融仲介機能は日本よりもショックを増幅する傾向にある。バブル崩壊後に邦銀が貸し渋りをしているとの批判が聞かれたが、それとはレベルの違う影響が米国では生じているのである。

先送りで邦銀の損は拡大したか

マクロ的には邦銀が不良債権処理を先送りしたことで金融システムが壊滅を免れたとして、個々の金融機関にとって先送りは合理的な選択

だったのであろうか。邦銀が結果として巨額の損失を被った際に、邦銀が不良債権処理を先送りしたことで損失が拡大したとの批判が聞かれたが、そうした批判は妥当だったのであろうか。

他行が不良債権を積極的に処理する事が分かっている場合には、他行の担保処分により地価が下落することが予想出来るため、自行が不良債権処理を急ぐ事が合理的である。しかし、他行が不良債権処理を先送りする場合には、自行も先送りすることが合理的である。劇場火災の場合ケースに喩えれば、他の観客が清静と歩いて、自分も歩けば助かりそうだという時に、無理に走って疲れる必要は無いのである。

まず、借手を清算し、担保を二東三文で買い叩かれるよりは、借手を活かしておいて少しずつでも返済を受けた方が、最終的な回収額は多くなる場合も多い。借手の負債が100、資産が簿価100の機械、借手の決算が毎年1の赤字だとする。機械の耐用年数を10年とすると、毎年の減価償却は10となるから、赤字が1であってもキャッシュフローとしては9のプラスであり、その分だけ銀行は回収出来る。10年間で90の回収が見込めるわけで、機械をスクラップにするよりも良いであろう。

次に、不良債権処理によってBIS規制による貸し渋りを行なう必要が出てくる場合には、これを避けるべき場合が多い。問題先を追い貸しによって活かしておけば、不良債権処理損を計上せずに済むため、健全先への融資を続けることが出来るが、問題先を清算して不良債権処理損を計上すると貸し渋りをせざるを得ないとしよう。発生した不良債権処理損の12.5倍だけ優良先からの融資を回収すれば、それに伴う得べかりし利鞘収入を失うばかりではなく、優良顧客との取引関係を永遠に失うかもしれない、悪くすると銀行の評判が低下して他の優良顧客も逃げていくかもしれないのである。

ここで問題なのは、金利分を追い貸しして不良債権処理を先送りすると、損失が膨らむという批判があることである。しかし、その批判は

正しくない。今、金利1%で100貸してある先が、営業を停止しているとしよう。今期に借手を清算して担保を30で売れば、損失は70である。利息1を追い貸しして、来期に貸出金101を回収すべく借手を清算すれば、来期の損失は71である。しかし、今期に1の利息収入を得ているので、差引の銀行の損失は70なのである。

もちろん、早く処理しておくべきであった例もあろう。たとえば、結果として地価が下落を続けたことを考えると更地に近い物件は早めに担保処理していればよかったかもしれない。機械機器に比べれば買い叩かれる率は低いからである。また、借手が放漫経営を行っていた場合には、早く処理しないと借手の資産が急激に減る可能性もあったであろう。しかし、そうしたケースを除けば、一般論として先送りが銀行の自己資本を毀損するとは言い得ないのである。

「債務超過の借手の株主は、失うものが何もないのだから、万が一儲けて会社が復活する可能性に賭けて無謀なバクチを打つはずである。これを阻止するには借手を清算するしかない」という論者もいる。しかしこれは、従業員の長期的雇用の安定を重視する日本の借手に関しては妥当しにくい議論である。株主主権の米国においては、そうした例も見られるようであるが、貸し手が借手を見張っていれば、相当程度防げるのではなかろうか。

非効率な借手は退場すべきか

小泉内閣が構造改革の最重要課題として不良債権処理の促進を掲げた時、その重要な理由の一つとして、「非効率な借手を淘汰すれば、資源が効率的な企業に流れるから、経済全体が強くなる」という考え方があった。「借金も返せないような会社は潰してしまえば、その社員は成長産業に雇われるようになるだろう」という事である。これは、「経済には神の見えざ

る手という自律回復力があるので、失業者が増えても放置しておけば、賃金下がって労働力需要が増し、失業が減って不況から脱出できる」という考え方に基づくものである。

これに対しては、「本業は効率的だがバブルの後遗症があるから借金が返せない、といった会社も淘汰するのか」、「景気が回復するまで長い時間を無策に過ごせいいのか」、「需要不足の時に供給側の効率化を図る政策は的外れであり、需要を一層落ち込ませかねない愚策である」、「政府が失業対策の公共事業を行えば、淘汰された会社よりも更に非効率な部門に労働力が回ることになる」、といった批判が聞かれた。

これに加えて、今次危機により提起された問題は、金融面の混乱も含めて考えると、本当に経済には自律回復力があるのか、ということである。

まず、実体経済とは逆に金融市場では下げが下げを呼びやすいことが挙げられる。「労働力の需要が減れば労働力の価格が低下して労働力の需要が回復する」のが実体経済であるとすれば、「人々が株を売ると株価が下がり、美人投票的に売りが売りを誘う」、「人々が株を売ると株価が値下がるので、借金で株を買っていた投資家が破綻して保有株を売りに出し、株価は一層下落する」、「人々がある借り手から資金を引き上げると、当該借り手の倒産確率が高まるので人々が更に資金を引き上げる」、「ある業界で不良債権が増えると銀行が当該業界向け貸出を絞るので、当該業界の健全な借り手も資金繰り難に陥る」のが金融の世界なのである。

さらに、次回に詳しく記すが、金融システムには一定以上の負荷がかかると実体経済への影響が一気に顕現化する、という性質がある。その1つが「BIS規制が貸し渋りを通じて景気を悪化させて不良債権を増加させ、一層の貸し渋りを招くという悪循環」であり、今一つが「金融機関の破綻が視野にはいって金融機関相互の資金貸借が滞ると金融仲介機能が一気に衰えるため、実体経済に強い下押し要因となり、これ

が更なる金融機関の苦境を招く悪循環」である。

そうだとすると、バブル後に金融業界全体が傷んでいる時に不良債権処理を促進して各種の悪循環に陥ると、経済が自律回復するという大前提が崩れてしまいかねないことになる。

もちろん、「創造的破壊」などという言葉もあるのだから、不況は望ましいという極論もある。「大火事で一面が焼け野原になれば、若草が勢い良く芽を出すだろう」ということを期待する向きもあるかもしれない。しかし、基軸通貨国に焼け野原になられてしまうと、焼け野原になることを望んでいない世界中の国が延焼によって焼け野原になってしまいかねないのである。そうした事も考えて慎重に行動してもらいたいものである。

なお、上記は筆者の個人的な見解であり、筆者の属する組織の見解ではない。

