

# 日本の不良債権問題の教訓と今回の世界金融危機

株式会社大和総研 常務理事チーフエコノミスト 原田 泰

## はじめに

今回の世界金融危機に対して、日本の経験が参考になるという人が多い。中には、日本の経験を成功例として教えるべきだと主張する人もいる。他人が自分の失敗から学んでくれることを喜ぶのは立派な心根だと思うが、失敗の当事者がそんなことを言っているのはいかなものだろうか。敗軍の将も兵を語るべきで、それが後世に教訓を伝えることになると思う。しかし、不良債権問題に限っては、私は、敗軍の将の語る教訓が的外れではないかと思うことが多い。日本の経験を成功例と考えるにしろ失敗例と考えるにしろ、不良債権の処理を早く進めなかったから日本が長期停滞に陥ったという前提で議論しているように思われる。しかし、不良債権の処理をしないと、なぜ経済が長期的に停滞するのだろうか。以下、不良債権問題についての私の疑問を説明していこう。

## なぜ不良債権を処理しないといけないのか

銀行が不良債権を持てば、自己資本が毀損し、経営の健全性が危うくなる。危ない銀行に預金を預ける人はいないから、預金が流出する。そうなればマネーサプライが収縮して、経済も不況に陥るといふ議論がある。しかし、だからこそ預金保険があって、一定額の預金までは政府が保護することになっている。政府が最終的には保護してくれるとしても、自分の預けている預金をしばらくは引き出せないという事態になるかもしれない。ある銀行が危ないとなれば、人々は徐々にお金を引き出して別の銀行に預金するようになるだろう。しかし、これは銀行に健全経営をするようにと圧力がかかる自然な方法であって、なんら問題ではない。引き出された預金は別の銀行に預けられるのだから、別にマネーサプライが収縮することにはならない。預金を引き出された銀行は徐々に業務を縮小するしかなくなってくるが、これは競争力の落ちる企業が市場から撤退するのと同じである。

不良債権の処理をするためには、まず、不良資産を明らかにする必要がある。明らかにすれば処理しなければならない。毎年の利益で間に合わなければ、過去に積み上げた利益を含む自己資本を減少させて処理しなければならない。不良債権の処理をしなければならないとは、自己資本の減少で終るのではなくて、減少した自己資本を市場からの資本調達によって埋めるか、政府からの資本注入によって埋めるかしなければならないということだろう。

では、なぜ、自己資本を減らしたままにしておいてはいけないのだろうか。銀行は、その健全性を維持する観点から、自己資本の一定倍しか貸出のようなリスク資産を持っていないことになっている。自己資本が毀損すれば、貸出は伸ばせなくなる。貸出が伸びなければ、経済は停滞する。だから、自己資本を回復させるために、必要があれば政府が資本注入しなければならない。そこまで行って、不良債権の処理をしたということになる。

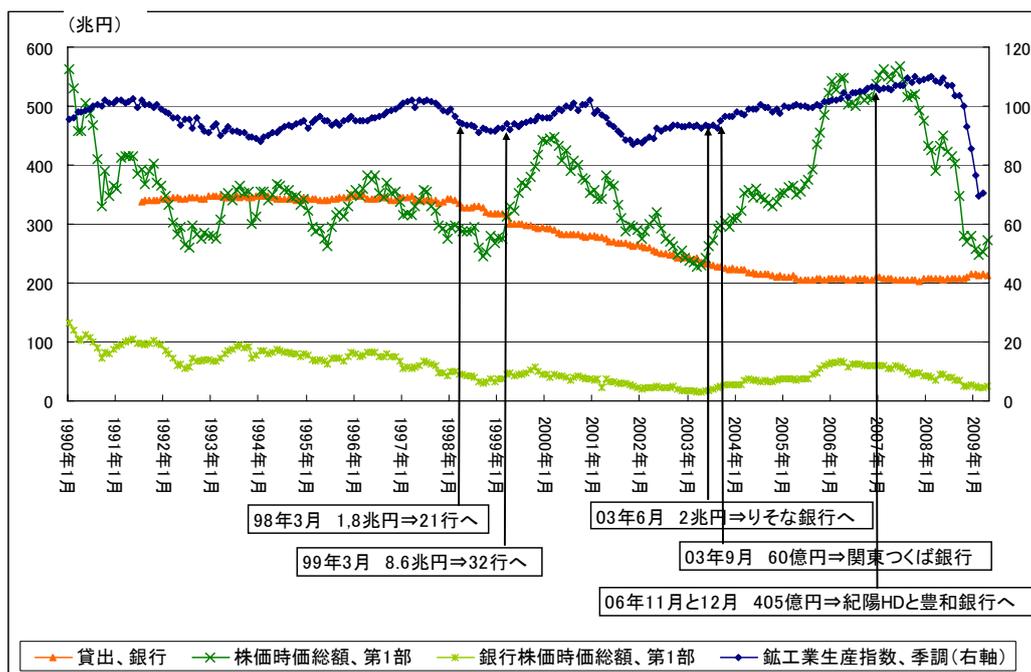
## 資本注入は貸出を増大させたか

過去において、資本注入は、経済全体の貸出を増やし、経済活動を刺激する効果を持ったのだろうか。それを判定するためには、過去に、銀行に資本注入した後で、貸出が伸び、それに応じて生産が増加したのかどうかを見ればよい。

日本では、98年3月に1.8兆円が21行に、99年3月に8.6兆円が32行に、2003年6月に2兆円がりそな銀行に注入された。さらに、少額だが、2003年9月に60億円が関東つくば銀行に、2006年11月と12月には405億円が紀陽HDと豊和銀行に注入された。

図1は、これらの資本注入と銀行貸出、鉱工業生産指数、株価時価総額、銀行株価時価総額（いずれも一部市場）を示したものである。98年3月に資本注入した後の日本は大不況で、資本を注入しても株価（銀行株価も）も生産も銀行貸出も低下した。99年3月に注入した後は、生産も株価も回復した。しかし、これはITバブルのおかげで、資本注入が経済を救ったのではないだろう。その証拠に貸出は低下を続けていた。2003年6月、9月、2006年11月、12月の資本注入は、2002年を底とする景気回復の後だった。注目すべきは、銀行貸出がまったく伸びていないことである。貸出が伸びたのは、生産が回復してから3年後のことである。資本注入は、銀行貸出を拡大するのに有効ではなかったということになる。そして銀行貸出も生産を拡大するのに役に立たなかったようだ。したがって、資本注入に景気を回復させる効果があったか疑問がある。

図1 資本注入と銀行貸出、株価、生産



(出所) 経済産業省、日本銀行、東京証券取引所、金融庁

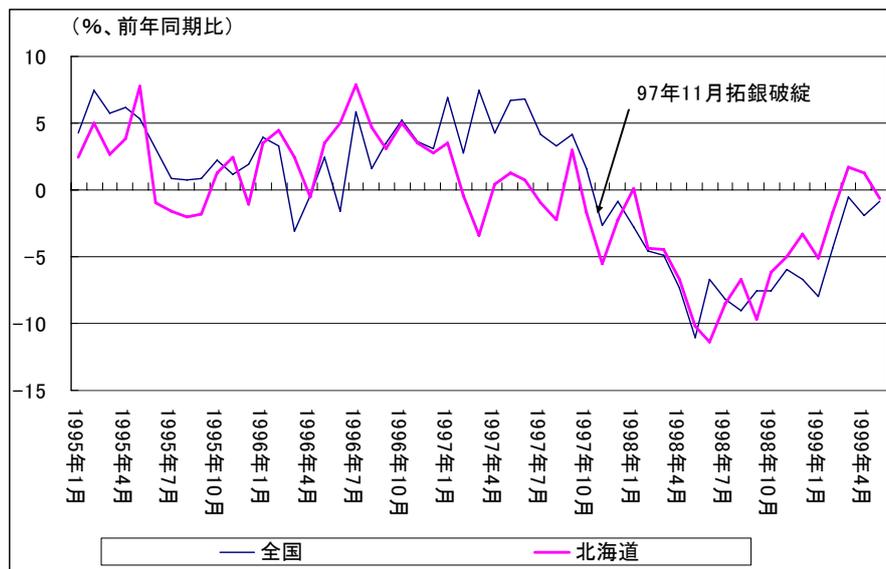
## 拓銀破綻で北海道経済は不況になったのか

もう一つ例をあげよう。1997年11月の北海道拓殖銀行の破綻の事例である。拓銀の貸出残高は96年度末で3.7兆円、北海道における貸出全体は19.8兆円であったから、全貸出の2割を占めていたことになる。これは、日本全体で考えれば、当時もっとも規模の大きかった上位3行が破綻したのでも少し足りないという規模になる。では、拓銀破綻のショックはどのくらいの大きさ

だったのだろうか。

図2は、当時の北海道と全国の鉱工業生産指数の前年同期比を示したものである。図に見るように、97年11月に拓銀が破綻した後、北海道の生産は低下しているが、全国もまた低下している。低下は98年の夏まで続くが、その後の回復は、北海道のほうがむしろ順調に見える。拓銀の破綻が全国に影響を与えたとは思えないから、全国の景気悪化の影響を受けて北海道も停滞していたということだろう。

図2 拓銀破綻後も全国と比べれば悪くない北海道経済(全国と北海道の鉱工業生産)



(出所) 通商産業省及び北海道通産局「鉱工業生産動向」

この議論に対しては、反論があるかもしれない。図から分かるように、97年11月に拓銀が本当に破綻する前に、北海道経済は全国に比べて大きく停滞していた。これは拓銀の経営状況がおかしくなったためであるというものである。私は、拓銀について真偽を判断する材料を持っていないが、経営状況が悪化した銀行は、お金のあるところには貸し渋り、貸しはがしを行い、お金のないところには追い貸しをするという説がある。銀行は、キャッシュがあれば、しばらくは破綻しなくてもすむから、必死にキャッシュを集めるために、相対的にはお金を持っている（これは経営状態が良いということである）貸出先から資金を回収するというのである。こんなことをすれば、当然不況になる。しかし、北海道は、拓銀破綻前には全国より酷い不況で、破綻後に全国並みの不況に「回復した」という事実から判断すると、破綻によって貸しはがしがなくなって良かったということになる。

資本注入には、別の効果があったことも考えられる。資本注入によって、破綻しても良かった銀行が破綻しなかった可能性である。資本注入によって安い資金調達ができ、それによって他の銀行と競争したのでは、銀行は不公正な競争にさらされたことになる。ほとんどの銀行は、ゆうちょ銀行が貸出に参入することに反対であるだろう。であるなら、破綻しそうな銀行が資本注入という安い資金調達手段を得て、貸出を増大することにも反対するのが、筋が通っているのではないか。もちろん、ゆうちょ銀行の規模と、破綻しそうな銀行の規模はくらべものにならないが、筋としては同じではないか。

## 貸し渋り説と追い貸し説

不良債権処理が回復の要因になった、あるいは不良債権を処理しなかったことが日本の90年代の長期停滞をもたらしたという意見が強い。その前に、銀行を救わないと経済全体が停滞するという議論もあった。その理由として、銀行は企業の経営状況について、長年の付き合いから特別の知識を持っていて、一見、優良でない企業でもその真の優秀さを認め、貸すことができる。ところが、銀行が倒産すれば、そのような知識は失われ、本当には優良な企業が資金を調達できなくなり、経済は停滞するという議論があった。これはにわかには信じられない議論である。もし、銀行に、それほど優良な企業を見出す能力があるのなら、莫大な不良債権をつくることなどなかったらうからである。さすがに、こんな議論は下火になって、今では貸し渋り説と追い貸し説に収斂したようだ。

貸し渋り説とは、すでに述べたように、不良債権の増加が貸し渋りを起こしたというものである。これはエコノミストや実務家の間では人気のある意見と思われるが、アカデミックな実証研究では、97-98年には見られたかもしれないが、日本の失われた十年を通じて広く見られたものではないというのが定説である（以上の解釈は宮尾[2004]による）。

一方、アカデミズムでは追い貸し説に人気があるようだ。追い貸し説とは、バブルを作り出してどうしようもなくなってきた企業に銀行がやむを得ず貸出を続けていた、場合によっては貸出を拡大していたことが長期停滞の理由であるというものである。どうしようもなくなってきた企業は効率の低い企業である。そんな企業にばかりお金を貸していたら、効率の高い企業に貸し出すお金がなくなってしまふ。だから、日本経済全体として非効率になり、長期停滞を招いたというのである。しかし、この議論も、信じがたい。確かに、追い貸しはあったらう。しかし、追い貸しの中心と言われているバブル3業種、不動産、建設、卸小売業の貸出の合計は、データの継続する93年の6月末の163兆円からピークの97年12月末の170兆円にしか増大していない。これだけの額の追い貸しが、500兆円におよぶ日本のGDPを10年も停滞させた主因とは、私には、到底信じられないことである。

## 資本市場の機能低下という新しい現象

日本の不良債権処理（資本注入までを指す）は、してもしなくても貸出を伸ばす効果はなく、また貸出が経済を好転させたという証拠もないように思われる。これが意外な結果だと思う人は、貸出の意味を過大評価しているのだから。企業が資金を調達する方法は様々にある。まず、銀行から、毀損した自己資本に応じてになるが、借りることができる。また、キャッシュフローを設備資金に当てることができる。株式や社債の発行という資本市場を通じた資金調達もある。大企業が資本市場で調達して、それを下請けに貸し出すという方法もある。日本の場合には、中小企業向けの公的金融機関が、おそらくありすぎるくらいある。私たちの分析によれば、日本のバブル崩壊期、あるいは昭和恐慌期でも、資本市場は貸出よりも経済の回復に寄与していたという結果になっている（原田・岡本[2003]、原田・鈴木[2007]）。

ただし、今回の危機では、資本市場の機能も低下している。現在の日本を見ると、銀行貸出は増加しているが、社債やCPの発行は減少している。貸出市場よりも、資本市場の機能が低下している。全体の貸出が増加している中で、増えているのは大企業向けの貸出で、中小企業向けの

貸出は減少している。しかし、本来、大企業は資本市場に頼り、中小企業が銀行に頼るのが本来の姿である。大企業は、その財務状態について客観的に判断することができ、社債を発行して多数の投資家に購入してもらうことができるが、中小企業ではそのようなことをするコストが高いからである。ところが、資本市場での資金調達が困難になった大企業が、銀行からの借入に頼っている。大企業が銀行に頼れば、中小企業の資金調達は困難になる。日本では、公的な中小企業金融機関が、中小企業への貸出を増大させているが、これは長期的には官の関与を深め、経済を非効率なものにしかねない。今回の金融危機は、銀行の貸出能力低下よりも、資本市場の機能低下という形で現れている。

## 結 語

不良債権の処理をして、政府が民間銀行に資本注入をしなければ経済は回復しないという議論が当然のように唱えられている。しかし、日本の経験を見ると、そうすれば経済が回復すると信じる根拠は乏しいように思われる。もちろん、不良債権処理をしなくても良いと言っているのではない。危ない銀行にお金を預ける人はいないから、銀行は不良債権を処理して、預金を保護するに足る自己資本があることを示さなければならない。ただし、世界金融危機の中では、これまでと異なることが生じている。日本の「失われた十年」の経験では貸出に代替した資本市場の機能が、今回は低下している。そうであるなら、これまでと異なる対応をしなければならない。日本の教訓と言っても、今回の危機では、日本で起こらなかったことが起きている。過去のあやふやな教訓よりも、現在の事態に即した政策が必要になっている。それは、アメリカ FRB の、バランスシートを2倍にして様々な証券化商品を購入し、資本市場の機能低下に対処するという政策なのだろう。日本においても、より大胆に FRB と類似の政策を採ることが、日本の「失われた十年」と今回危機の両方の経験から得られる教訓ではないだろうか。

## 参考文献

- 宮尾龍蔵「第7章銀行機能の低下と90年代以降のデフレ停滞」浜田宏一・堀内昭義・内閣府経済社会総合研究所編『論争日本の経済危機』日本経済新聞社、2004年
- 原田泰・鈴木久美「昭和恐慌からの回復に対する貸出と資本市場の寄与」『証券経済研究』第57号、2007年3月
- 原田 泰、岡本 慎一「銀行貸出、マネー、その他の資金調達手段の優位性」『経済分析』第169号、2003年3月、浜田宏一・原田泰・経済社会総合研究所編『長期不況の理論と実証』東洋経済新報社、2004年、所収

(はらだ・ゆたか)