

< 論 説 >

米国における金融危機の「破滅のループ」と 制度的原因としての TBTF 問題

小 倉 将志郎

はじめに

2023年3月に発生した米国・欧州の複数の銀行の経営不安・破たん（「2023年銀行危機」）は、徐々に薄れつつあった2007-09年の国際金融危機（Global(or Great) Financial Crisis : GFC）の記憶を人々に呼び起こさせた。取り付け（bank run）が発生し、懸念が急速に広がる中、金融当局は迅速な対応を実施し、それが奏功したのか本稿執筆時点（2023年8月）でGFCの再燃と言える規模の金融危機の発生、多方面への波及などは生じていない。この2023年銀行危機への対応を巡っては、当局の対応を評価する声上がる一方、政府救済（bailout）ともとられる行動が再び実施された事実には批判が集まるなど、意見が分かれた。

ところで歴史を振り返れば、我々は金融危機を幾度となく経験してきた。それらは景気後退の金融的側面としてだけでなく、近年の金融市場の規模・範囲の拡充とともに金融領域独自の展開も見せるようになっており、その外観は毎回異なる。しかし、第一に、後に危機の原因と認定される重要な要素について、危機発生前には、金融関係者や当局の間で前向きに捉えられて推進されるか、警戒の目を向けられることなく黙認される一方、一般市民を含む外部の者の目にはごく一部を除きほとんど映らず、危機が突如発生したように見える点、第二に、危機が顕在化すると、当局は緊急的に、公的資金投入を含む採りうる限りのあらゆる対応を実施し、その拡大を抑え込もうとする点、第三に、危機収束後に実施される大規模な調査・研究がそれらの内実を深堀りし、人知れず金融市場に普及・まん延していた問題含みの金融機関行動や金融

商品などが白日の下に晒され、事後的・対症療法的な制度改革が実施される点などは、特に近年の金融危機のプロセスにおいてほぼ共通して見られる。

各危機の構成要素・特徴を事後的・個別的に詳細に分析すること自体は、付随する多様な問題の指摘も含め、非常に有意義である。一方でそれは、各危機を独立・個別・特殊的事象のように錯覚させ、それらに貫通するより重要で根源的な要素・問題から、人々の目を逸らさせてきた側面もある。現実には、1970・80年代以降、金融危機は規模と頻度を高めながら連続的に生じており、顕在化前に強権的に抑え込まれたものも含めれば、今や大規模な金融危機が「100年に1度」の例外事象でないことは誰の目にも明らかである。

金融危機が、一国またはグローバルレベルで、中長期的に規模と頻度を高めながら連続的に生じている事実について、以前より指摘してきたのが非主流派経済学者たちである。彼らが学界で影響力を持ったり、その提案が当局の施策に反映・採用されるといったことは必ずしも多くなかったが、GFCを契機に、客観的・批判的視点を有する主流派の経済学者・エコノミストや当局者からも、類似の指摘が部分的に聞かれるようになりつつある。金融危機を中長期的視点から連続的に把握し、付随する経済・社会的コストの大きさ・持続不可能性を認識し、その修正を試みようとする動きが、主流・非主流を問わず徐々に広がる中、現在、彼らが共通して使用するキーワードが、金融危機の「破滅のループ（Doom loop）」である。彼らは、「破滅のループ」の放置は将来世代に対する責任放棄で

あり、そこからの脱却は必ず成し遂げられなければならないとの認識の下、その実現に向けた制度面での具体的施策の検討・提案も積極的に行っている。

そうした学術的潮流も踏まえ、本稿は、中長期的に「破滅のループ」に陥っていると捉えられる、規模と頻度を高めながら繰り返す金融危機の連続的側面に焦点を当てる。筆者は、「ループ」からの真の脱却には、その諸要因の正しい理解に立った徹底的対応が必須と考えるが、その際にポイントとなるのがその「制度的原因」と「根源的原因」の区別である。結論を先取りすれば、ここでの制度的原因とは「Too Big to Fail : TBTF」問題、根源的原因とは「金融化 (Financialization)」であり、この二つの原因が解消されない限り「ループ」からの真の脱却もあり得ないと考える。それらのうち、本稿は、制度的原因としての TBTF 問題に焦点を絞り、米国を対象に、金融危機の「破滅のループ」とそこからの脱却可能性を検討する。

第1節 金融危機とその事例

まず、金融危機とは何かを説明し、そのうえで1980年代以降に米国で顕在化した(あるいは顕在化前に抑え込まれた)代表的な金融危機・金融不安を整理することから始める。

(1) 金融危機とは何か

初めに、本稿で取り扱う金融危機とは何かを確認する。世界の金融危機の分析を積極的に行ってきた国際通貨基金 (IMF) によれば、金融危機には、「通貨危機」、「資本フローの停止・国際収支危機」、「債務危機 (対外債務・国内債務)」、「銀行危機」の4つの形態が存在する。それら

は相互に結び付いていて必ずしも容易に切り離せるものではなく、複合的形態として発生することもある¹。そうした金融危機は1970年代以降、世界中で頻度を高めながら発生しているとされ、1970-2017年の間に、銀行危機が151回、通貨危機が236回、債務危機が74回発生し、それらの多くが途上国で生じている²。

多様な形態をとる金融危機のうち、米国に焦点を当てる本稿が対象とするのは、銀行危機、特に「銀行システムの危機」である³。銀行システムの危機は、個別行に対する、資金調達や流動性、運用資産の価値、担保価値といった側面への懸念から生じる、取り付けや破たんの潜在的脅威またはその現実化が、当該行の債務返済を困難・不可能にし、それが個別行から銀行システム全体へと急速に波及するプロセスである⁴。そうした銀行システムの危機に加え、本稿は、GFC以降強い注目を集める、投資銀行やファンドなどのノンバンク金融仲介機関(または「影の銀行 (Shadow Bank)」)が関わって生じるシステムミックな金融危機、すなわち「影の銀行システム (Shadow Banking System) の危機」も対象とする。現在、銀行システムの危機と影の銀行システムの危機は複合的に展開している。

(2) 1980年代以降の金融危機

以下、1980年代以降に米国で顕在化した、あるいは当局の対応などにより潜在的状態に留まった、銀行システムの危機と影の銀行システムの危機の代表的事例を簡潔に示す。

① 20世紀後半の事例

まず、20世紀後半に発生した事例を確認する⁵。米国では1930年代に成立した、銀行業と

1 Claessens and Kose(2013),pp.11-22。彼らによれば、各金融危機に共通する事象として、信用量と資産価格における大きな変化(バブルとその崩壊)、金融仲介及び資金供給の深刻な途絶、各経済主体におけるバランスシート (BS) 上の問題、大規模な政府支援などが指摘され、それらの構造的要因として、マクロ・インバランス、国内外で発生したショック、各主体の非合理的行動などが指摘される (pp.4-5)。

2 Laeven and Valencia(2018),pp.3,8-12。複合的危機とみなされる場合の二重カウント、三重カウントも含む。

3 1970年代以降、米国で生じた金融危機は「1988年」と「2007-11年」の2回であり、分類形態はいずれも「銀行危機」となっている (*Ibid.* p.33)。

4 Claessens and Kose(2013),pp.18-22。

5 主に Federal Reserve Bank of St. Louis's Economic Research Division 運営の Federal Reserve History

証券業の分離を定めたグラス・スティーガル (GS) 法や銀行業の地理的制限、金利制限などに代表される「ニューディール金融規制」の下で、1970年代まで銀行・金融システムの安定性が概ね維持された⁶。しかし1980年代に入ると不安定さが徐々に見え始め、金融危機や金融不安と呼べる状況を複数経験するようになる。その最初期のものが、1984年のコンチネンタル・イリノイの経営破たんである。預金量で全米7位の規模を誇った同行は、主にCD発行などを通じてホールセールで短期資金調達を行い、エネルギー分野や途上国向け融資（特にペン・スクエア・バンク（1982年破たん）の貸出債権購入を通じて）を集中的に行っていた。しかしエネルギー価格下落や1982年のラテンアメリカ債務危機などの影響を受けてそれらが不良債権化し、ホールセールの資金調達が困難に陥るとともに、預金者による取り付けも経験した。そうした状況に対し、連邦預金保険公社 (FDIC) が緊急対応を行い、同行の保険対象外の預金者・債権者にまで保護を拡大することで取り付けを抑えるとともに、実質破たんした同行の資産等を引き受ける受け皿銀行を模索した。同行の購入者はすぐに見つからず、FDIC が買い取ることになった（最終的に同行は1994年にバンクオブアメリカに買い取られた）。FDICによる一連の救済額は約11億ドルと推定される。

同行の破たんから間もなく、1980年代後半に発生したのが、いわゆる「S&L危機」である。S&L (Savings and Loan Association (貯蓄貸付組合)) は、市民を対象に広く貯蓄を受け入れ、彼らに主に住宅ローンを提供することに業務特化した民間専門機関である。S&L危機発生の契機は、1970年代後半の高インフレ対策としての、ポール・ヴォルカーFED議長の下での急激な利上げ（「ヴォルカー・ショック」）であった。

それは預貯金から MMMF などの市場性商品への資金流出（「ディスインターメディアーション」）を加速させ、S&Lも経営的苦境に陥った。それに対し当局は、預金金利や業務の自由化を中心にS&L向けの規制緩和を広く実施することで対応した。その恩恵を受けたS&L業界は、従来の住宅ローンだけでなく商業用不動産向けを中心に一時貸出を急拡大させたが、1980年代後半の景気後退の影響もあり、それらは大規模に不良債権化することになった。結果として、1980年代後半を通じてS&Lは全体数の25%近くが破たんや買収などを経験するとともに、S&L向け預金保険を運営する連邦貯蓄貸付保険公社 (FSLIC) も支払い不能状態に陥った。一連のS&L危機の納税者の最終負担額は1,000億ドル以上と見積もられている⁷。S&L危機は、IMFが認定する1970年代以降に米国で生じた最初の銀行危機である⁸。

同時期の事例として最後に取りあげるのが、1998年に発生した「LTCM事件」である。1990年代は、アジア通貨危機や日本の銀行危機など世界的に金融が不安定な時期であった。一方、米国金融市場は、金融イノベーションの進展やICT系スタートアップの株価急騰などの下、好調を維持した。そうした中、1990年代後半にその高利回り提供に基づき急速に運用資産規模を拡大させたのが、ヘッジファンド Long-Term Capital Management (LTCM) であった。ノーベル経済学賞受賞者を役員に加えたLTCMは、運用法にデリバティブなどを組み合わせることで構築された、複雑でリスクの高い投資ポジションを保持していた。それに対し、1998年8月に発生したロシアのデフォルトなどによりグローバルな「質への逃避」が生じたことで、LTCMの流動性が突如として枯渇し始めた。非銀行であるLTCMに対してFEDが対策に乗り出し、

(<https://www.federalreservehistory.org/>)を参照している。その他に Wall Street Journal 紙、Financial Times 紙、New York Times 紙も参照しているが、詳細な引用提示は省略する。

6 Wolfson(2013)によれば、第2次世界大戦後から1966年まで、米国で金融危機と呼べるものは一件も発生しなかった (p.177)。

7 Hellwig(2021)によれば、S&L危機全体の損失額は1,530億ドルであり、そのうち銀行・債権者以外の納税者負担は1,290億ドルに上ったとされる。

8 Laeven and Valencia(2018),p.37. 彼らの推定では、一連の対応プロセスでの財政コストはGDP比3.7%、

LTCM と密接な取引関係にあった14行の大手銀行・投資銀行の関係者を呼び集め、問題の解決法を模索させた。最終的にそれらによる総額36億ドルの資金投入がなされ、その下でLTCMは解体されることになった。LTCM事件自体が大きな金融危機に結果することはなかったが、当該事例は、銀行に限らず、現在「影の銀行」と呼ばれる主体が、大規模な金融危機を引き起こす原因となりうることを当局が認識する重要な契機となった。

②21世紀の事例

次に、21世紀に入ってから発生した事例を簡潔に確認する⁹。1990年前後から2000年代前半にかけては、LTCMの一件に加え、1989年の「ブラックマンデー」における株価の全面的急落、2001年の「ドットコムバブルの崩壊」によるICT系企業の株価急落など、証券市場、特に株式市場を揺るがす大きな出来事が断続的に発生した。その間、「エンロン事件」に代表される様々な金融スキャンダルとそれらへの大手金融機関の関与なども明るみに出された。それにもかかわらず同時期は、アラン・グリーンズパンFED議長の下での金融市場支援的な低金利政策（「グリーンズパン・プット」）、金融コングロマリット形成を可能にしたグラム・リーチ・ブライリー（GLB）法に代表される広範な規制緩和、急速に進展する金融イノベーションなどに基づき、金融市場は好調を維持し、システム的な金融危機も発生しなかった。

金融市場が中長期的に右肩上がりを経験した時期が突如として終焉し、米国・世界の金融システムを揺るがすことになったのが、2007-09年に発生したGFCである。米国住宅金融における低所得者向けローンと、そこから派生した、証

券化、デリバティブ、仕組み金融などを組み込んだ様々な複雑な金融商品・金融取引（MBS、CDO、CDS、SIV、ABCP、レボなど）が、不動産価格下落を契機に、価値の急落、支払い不能、取り付けなどを経験し、そこに巨額の資金を投入したり、密接に関与していた大手金融機関やヘッジファンドなどが経営危機・破たんに至り、米国金融システムは崩壊寸前に陥るとともに、その影響は世界的に波及していった。それに対し各当局は、銀行、非銀行、非金融企業を問わず大規模な政府救済を実施した。その総推定損失額は米国・世界で数兆ドルから10兆ドル以上とされ、それに対して数兆ドルから10兆ドル以上の政府救済資金が使用された、と推定されている。GFCは、IMFが認定する1970年代以降の米国における二回目の銀行危機である¹⁰。

最後に、直近の事態について簡単に言及する。米国は2020年以降、Covid-19の流行とその経済・金融的諸影響（「パンデミック危機」）、2021年の米投資ファンド・アルケゴスキャピタルに資金提供していた大手銀行の巨額損失、2023年銀行危機など複数の金融不安を経験している。中でもパンデミック危機では、金融システム自体の問題というより、実体経済の活動停止（ロックダウン）が金融システムに悪影響を与えることが懸念され、実際に一部で影響が現れた。それに対し当局はGFC時と同様の戦略を採ることで対応したが、それはより速いペース、より広範な範囲で（ホールセール短期金融市場、ノンバンクSIFs（Systemically Important Financial Institutions（システム上重要な金融機関））、社債市場、家計・企業への金融支援などを含む、金融市場全体を保護）、大規模（推定6兆ドル以上）に実施された。それらにより、危機と呼べる状況は現時点では生じていない¹¹。2023年銀

公的債務の増加額はGDP比10.5%とされている。

9 脚注5と同じ出所に加え、特にGFCについては小倉(2016)も参照。

10 Laeven and Valencia(2018),p.37。一連のプロセスにおける財政コストはGDP比4.5%、公的債務増加額はGDP比21.9%とされ、上述のS&L危機時よりもかなり大きかったと算定されている。

11 Wilmarth(2021)によれば、2020年に政府と中央銀行による救済の主な対象となったのが、MMMF、CP、レボなどの短期金融市場であり、そこでの拡大したFEDの役割は「最後のマーケットメーカー」とも呼ばれる。またFEDは、2020年CARES法の下での企業向け・家計向けの一連の新しい貸出プログラムを含む緊急貸出と保証、超低金利の維持、国債・MBS・非投資適格社債を含む買い入れなども実施した。

図表1 1980年代以降に米国で生じた代表的な銀行・金融危機（潜在的なものも含む）

危機	関係金融機関	主な対応主体	広義の損失額・救済額
1984]コンチネンタル・イリノイ破たん	銀行	FDIC（、FED、OCC）	約11億ドル （救済によるFDICの推定損失）
1980s後半]S&L危機	S&L（銀行）	FDIC、FSLIC	1,000億～1,500億ドル以上 （納税者の推定負担）
1998]LTCM事件（危機回避）	ヘッジファンド、銀行、投資銀行	ニューヨークFED（、大手金融機関）	約36億ドルの資本注入 （14行の大手金融機関による）
2007-09]GFC	銀行、影の銀行	政府、FDIC、FEDなど	数兆ドル～10兆ドル以上
2020～?]パンデミック危機（危機回避?）	銀行（、影の銀行?）	FED、政府など	推定約6兆ドルの支援（支援先は銀行・金融に限らない）、大手行の貸倒引当金急減の報道あり
2023～?]2023年銀行危機（危機回避?）	銀行（、影の銀行?）	FDIC、FED（、大手金融機関）など	現段階銀行システム全体の含み損は6,000億ドル～2兆ドルとの指摘あり

（出所）Federal Reserve History のサイトや各種報道などを参照して筆者作成。

（注）損失額・救済額に幅があるのはあくまで推計値であり、特にどこまでが危機に直接付随したものなのかの判断が分析者により異なるからである。

行危機については後述するが、その規模だけを確認すると、立て続けに破たんしたシリコンバレー・バンク（SVB）、シグネチャー・バンク、ファーストリパブリック・バンク（FRC）の3行の資産の合計は5,000億ドルを超え、GFC期に破たんした25行の銀行の資産を上回っているとされる¹²。2023年銀行危機における銀行システム全体の含み損は、2兆ドルに上るとも推定されている¹³。

以上の米国における1980年代以降の金融危機とその広義の推定損失・救済額を整理すると図表1のようになる。ここからは金融危機が、純粋な銀行システムの危機から影の銀行システムの危機へと範囲を広げていること、インターバルとしての安定期（バブル期含む）を徐々に

短縮しつつ（1940年代半ば～1960年代を中心とした20年間以上→1990年代～2000年代前半の約15年間→2010年代の約10年間）、規模を拡大させながら（推定損失規模は数十億（billion）ドル→数千億ドル→数兆（trillion）ドル）繰り返し発生していることなどが見てとれる。

第2節 金融危機を巡る先行研究の一般的議論と「破滅のループ」論

米国における金融危機、特にその原因を巡り、主要先行研究はどのような評価を行ってきたのか。本節ではそれらを簡潔に整理したうえで、それらの議論に対して本稿が取りあげる「破滅のループ」論がどのような代替的主張を展開しているのか、確認する。

政府もFEDの貸出・保証プログラムに財政支援を提供した。一連の救済は、「シャドー預金」とも呼ばれる銀行預金の代替物として機能する短期金融商品（投資銀行やファンドなどの影の銀行中心に短期資金調達源として積極利用）を対象とし、それらが金融危機時に政府による100%価値保証を受けられるという認識を投資家の間にもたらすことで、それらの市場（フィンテック企業が生み出すステーブルコインなども含む）のさらなる拡大を引き起こした。一方、シャドー預金はいかなる公的機関による信頼・信用によっても担保されたものではない。それらの準備は民間債務によって主に構成されているのであり、金融危機時には大幅な割引をしなければ非流動的で売却不可能なものになりうる。2020年に政府・中央銀行が実施した大規模な救済は、GFC期のように大手金融機関を直接救済するものではなかったが、それが密接に関与する市場・主体を広く救うことで、結果として大手金融機関（銀行系金融コングロマリットとシャドープバンク）を救済し、それらの地位をさらに強化することになった。

12 Zumbun(2023)。GFC期に破たんした銀行の資産の大半はワシントンモューチュアルが占める。一方、GFC期の数値に銀行以外の機関や救済がなければ破たんしていた銀行のそれは加味されていない。

13 Admati et al.(2023)。

(1) 金融危機の原因を巡る一般的議論の傾向

米国で発生した多くの金融危機に対しては、その都度、当局や研究者などによる実態説明・原因究明が試みられてきた。それらを通じて、金融市場の内実、特にそこにまん延していた危うい実態などが明らかにされてきたが、それらが指摘する危機の主な原因については、概ね「政策上の失敗」か「金融機関の運営上の失敗」のどちらかに帰せられることが多かった。具体的には、前者には金融政策や金融行政の失敗など、後者には個別金融機関の経営上・リスク管理上の失敗や金融業界の問題ある慣行など、が含まれる。ここでは当局・研究者などによる幅広い検討がなされた GFC を例にとり、示された危機の主要原因を整理する¹⁴。

GFC の原因を巡り、主要先行研究は極めて多様な諸要素を指摘している。それらのうち、まず政策上の失敗に区分できるものとして、①ドットコムバブル崩壊後に長期間続いた金融市場支援的な FED の低金利政策、②ファニーメイなど政府支援機関 (Government Sponsored Enterprises : GSE) によるモーゲッジに対する無分別な保証、③ GLB 法に代表される金融機関の業務や規模に対する広範な規制緩和、④金融機関の自主規制への過度の信頼と格付機関への規制権限委任に示される「規制の民営化」、⑤証券化やデリバティブを代表とする金融イノベーションへの当局の放任的態度、⑥システミックリスクへの監督機関の見逃し、などが挙げられる。次に金融機関の運営上の失敗に区分できるものとしては、①貧困層をターゲットとした「略奪的 (predatory) 貸付」慣行、②「影の

銀行システム」を舞台にした大手金融機関の「強欲な」手数料稼ぎと過度のリスクテイク、③レポに代表されるホールセール短期金融市場を通じた異常な高レバレッジ、④内部リスク管理への依存と VaR に代表されるモデルの欠陥、⑤リスクテイクを促進する大手金融機関の報酬体系、などが挙げられる。それらのどれを強調するかは先行研究により異なるものの、政策上の失敗か金融機関の運営上の失敗のどちらかに区分できる以上の諸要素により、GFC 分析で指摘された全要素の 90% はカバーされよう。

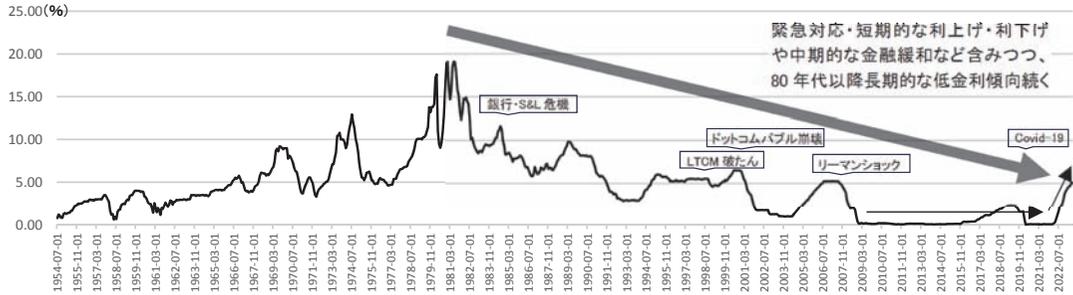
そうした一般的議論による指摘の傾向は GFC 以前に発生した危機に対しても基本的に同様であり、直近の 2023 年銀行危機を巡る議論においても再び散見される。特に SVB の破たんを巡ってはすでに分析が始まっており、それらの主要な議論を見ると、やはり政策上の失敗か金融機関の運営上の失敗かに原因を求めていることがわかる。簡潔に述べれば、まず SVB 破たんに関わる政策上の失敗として指摘されるのは、GFC 後の長期の金融緩和からの 2022 年における急速な利上げ転換であり、それが SVB の BS に悪影響を与え、債権者に不安を与えたとされる (利上げについては図表 2 参照)¹⁵。それ以外の指摘として、GFC 後に成立したドッド・フランク (DF) 法による広範な規制・監督の強化、それに対して 2018 年に実施された中規模銀行に対する規制緩和がそれらに蓄積したリスクを監督当局が見逃す原因となったこと、パンデミック後に実施された拡張的財政政策など、様々な政策上の失敗に原因を求める声は多く聞かれる¹⁶。一方、SVB 破たんに関わる金融機関

14 詳しくは小倉(2016)91-151、191-213頁を参照。

15 SVB は、長期の低金利下で、主にベンチャーキャピタルとその資金を集中させていたシリコンバレーのスタートアップ企業から大量の非付保預金を受け入れ、それを元手に「安全資産」と見なされた比較的高利回りの長期性資産、特に財務省証券と GSE 債などを BS に積み上げていた。急激な利上げによってそれら SVB の預金者は MMMF などの市場性商品へと資金を移し始め、そこにソーシャルメディア、モバイルバンキングなどを通じて連動した個人顧客の預金引き出しも重なり、そうした預金引き出しに対応するために SVB は保有する長期証券を売りに出さざるを得なくなったが、それらの市場価格は金利上昇を反映して大幅に下落していた。Financial Times(2023)、The Wall Street Journal(2023b)などを参照。

16 Ip(2023)、Blinder(2023)などを参照。GFC 後の DF 法による規制強化が金融機関のビジネスを制限し収益性を引き下げたり、規制回避行動としてのリスク不透明な業務を生み出したりしていること、DF 法が SIFIs に対する高度慎重基準を設定し、そこで対象とされたのは資産規模 500 億ドル以上の機関であったのに対し、2018 年のトランプ政権下での規制緩和によって対象が 2,500 億ドルに引き上げられ

図表2 実効フェデラルファンドレートの歴史的推移



(出所) Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED, Federal Funds Effective Rate より作成。

の運営上の失敗については、上述の政策上の失敗に促される形で、SVBは調達と運用を特定分野に過度に集中させるリスクを犯すとともに、自らのBS上の運用資産に蓄積していたリスクを過小評価していた、としてそのリスク管理上の失敗を責める指摘が多くなされている¹⁷。

主要先行研究の一般的議論に広く見られるもう一つの共通した重要な特徴は、指摘された金融危機の諸原因は、危機収束後に実施されたその再発防止を目的とする金融制度改革を通じて、程度の差はあれ適切に対応されている、と捉えていることである。GFC後の制度改革で特に高く評価されるのは、大手金融機関に対する資本・流動性要求の改善であり、それによって大手金融機関のレジリエンス(回復力)は高まった、と広く認識されている。またGFCの再発は適切で適時的な金融政策運営によって防止できている、とも評されている¹⁸。

そうした相対的に楽観的な議論が広く展開される一方、金融制度改革の成果を巡っては悲観的な議論も提出されている。それらによれば、実際にたびたび発生する金融危機・不安は、各

危機後に実施された制度的諸対応がいずれも不十分・不徹底であったことを示している、とされる。それに対する楽観的議論からの釈明・反論は、制度改革は原因に的確・十分に対応できたものの、それ以外の想定外の場所から別の原因が現れ、その意味での不十分さは認識するが、それは事前予測困難であり、イノベーションを阻害しないためにも事後的に対応するしかない、というものである。こうして既存の議論の枠組みでは、制度的対応の評価を巡る「袋小路」に陥るが、その間にも金融危機は規模と頻度を高めながら繰り返され、それへの対応の負担が広く社会に転嫁される、という不公正な現実が続く。

(2) 金融危機の「破滅のループ」論

各危機後に実施されたこれまでの制度的対応が現実として危機の繰り返し防止に繋がらなかった理由として、筆者は、そうした対応に根拠を提供する議論が、楽観的立場か悲観的立場かを問わず、当該危機を基本的に単体として捉えてきたこと、そのうえで個別の制度が論じられてきたことにあると考える。基本的に短期・

たこと、パンデミックによる景気後退への経済対策として大規模に実施された拡張的財政政策(1.9兆ドル規模の2021年アメリカン・レスキュー・プランなど)が、結果として非付保の銀行預金を急増させ、それが取り付けを生じさせやすい状態を生み出したこと、財政政策の財源としての国債の発行＝公的負債の増大とそのFEDによる事実上の無制限買入れという組み合わせが銀行資金をそれらに過度に向かわせていることなど、様々な議論が提出されている。Hoenig(2017)は、当局が短期視点に立ち、長期視点を欠いた金融政策と規制・監督策を採用していることに強い懸念を表明している。

17 SVBは運用資産におけるデュレーションリスク(保有期間に金利上昇が債券価格に与える潜在的損失)を過小評価するというリスク管理上の誤りを犯したが、危機のより構造的問題は個別行に留まらない銀行業全体のソルベンシー(支払い能力)問題であり、FEDはそれを無視している、とも指摘される(Admati et al.(2023)など参照)。

18 Wilmarth(2021)などを参照。

個別的視点に基づく既存の議論では、中長期・構造的視点に立ったうえで金融危機が拡大しながら連続する側面に目が向けられること自体がそもそも少なく、それゆえ繰り返す危機の原因を的確に捉えきれていない。危機を真に繰り返させないためには、個々の危機に焦点を絞った原因分析とそれを元にした「対症療法」的制度改革を超える新しい視点、つまり危機分析の「パラダイムシフト」が必要であると考え¹⁹。そして、そうした視点を提供すると筆者が期待するのが、金融危機の「破滅のループ」論である²⁰。

以下、「破滅のループ」論について詳しく見る。まず金融危機との関連でこの用語を最初に用いたとされるのは、イングランド銀行のチーフ・エコノミストであったアンディ・ハルデンである。彼がこの用語を最初に使用したのはGFC期の2009年であったが、直近でもFinancial Times紙への寄稿文において再びこの用語を強調している²¹。彼が「破滅のループ」と呼んだ現象は、一方で、政府がその資金調達において銀行に依存し、他方で、銀行が危機の際に流動性・資本注入、債務保証、預金保険、資産購入などを通じた政府救済に依存する、という歴史的に存在した相互依存関係が、近年、銀行主導へと変化し、救済の存在が銀行のより大きなリスクテイクのインセンティブを生み出し、ある段階でリスクが発現して銀行が大きな損失を被った際には、税金を主な原資とする救済が大規模かつ巨額の資金を用いて実施され、そのことが銀行のリスクテイクをさらに促進し、それが次の危機を準備する、という流れが「ラチェット」の

ように一方通行的に方向付けられ、大規模化している事実である。彼はそうした「ループ」は解決可能とし、採用されるべき具体的施策の提案も行っている。彼の議論に呼応する形で、著名経済学者で、IMFのチーフ・エコノミストでもあったサイモン・ジョンソンも、その議論に基本的に賛同し、同時期にこの用語を使用している。一方、彼は、それへの政策的な対応可能性については、大手金融機関の政治力を中心とした問題の根深さをより強く認識したうえで、より悲観的立場に立っている²²。

現時点で金融危機の「破滅のループ」について最も体系的に論じているのは、銀行行動の専門家であるアーサー・ウィルマースである。彼の大著『Taming the Megabank』は、議論の中軸にこの用語を据えて展開されている²³。彼は、GFC前に構築され、GFCを生み出した金融システムを「グローバルな破滅のループ」と呼び、そのメカニズムを詳細に説明している。その内容は次節で詳述するが、金融市場の対応、金融機関の現状、グローバルな視点などを導入している点で、ハルデンやジョンソンの議論をさらに拡充・精緻化したものと言える。またGFC後の金融制度諸改革を巡っては、ジョンソンよりもさらに悲観的であり、政府、中央銀行、ユニバーサルバンク、影の銀行、金融市場の間の危険な相互依存関係、とりわけ暗黙・明白な政府・中央銀行の保証に依存しながら活動する、市場機能を果たさない金融市場とそれを統治するユニバーサルバンク・影の銀行は、GFC後の制度諸改革によってむしろ不滅化し、現在も強

19 周知の通り、資本主義が本質的に危機(恐慌)を繰り返すことを最も初期的に主張したのはカール・マルクスであり、また、資本主義が不確実性に基づく不安定性を内在的に付随していることを指摘・分析したのはジョン・メイナード・ケインズである。

20 「破滅のループ」が意味するところは使用者により差異があるものの、多面的な諸施策を通じた政府・金融当局と銀行業界との緊密な関係性・相互依存性に焦点が当てられている点、それが市場メカニズムを歪めていることを批判的に捉えている点、それが拡大しながら繰り返す金融危機の主要な原因と認識している点、などを概ね共通認識としている。なおNew York Times紙の定義によれば、この用語自体は、ある悪い状況が永続的なサイクルとして別の悪い状況に繋がっていく一般的状況を指し、それはあらゆる側面に適用可能であり、必ずしも金融危機を巡るものに限定されない(Goldberg(2023))。実際、主要メディアにおけるこの用語の使用例を見ると、金融危機に関する使用例は相対的に少数である。

21 Haldane & Alessandri(2009)、Haldane(2023)を参照。

22 Johnson(2009)を参照。

23 Wilmarth(2020)。

方に存続していると結論付けている²⁴。

以上のように、ハルデインが「破滅のループ」という用語を金融危機と関連付けて使用して以来、それを使用する論者の多くは、GFC前後に米国は金融危機の「破滅のループ」に入ったと捉え、Covid-19 パンデミックや2023年銀行危機の際に実施された諸対応もその事実を示しているとする。それに対し筆者は、より中長期的視点から、米国が金融危機の「破滅のループ」に入ったのはGFC期よりももっと前、1980年代まで遡るべきと考える。そうした視点に立つと、その原因や解決法について既存の議論とは少し異なる結論に達しうる。以下、本稿では、既存の「破滅のループ」論を独自に再解釈し、特に制度的側面に焦点を当て、規模と頻度を高めながら連続的に繰り返す金融危機のより説得的な説明を試みる。

第3節 「破滅のループ」の制度的原因としての TBTF 問題

上述のように主要先行研究の一般的議論は、米国が規模と頻度を高めながら繰り返す金融危機の「破滅のループ」に陥っている可能性が高いことを十分念頭に入れることができず、制度を論じる際にもそのことを踏まえた議論を行えていない。もちろん、金融危機のそうした側面はこれまで無視されてきたわけではない。特に各危機の発生中から収束直後には、当局や研究者の間でもそうした側面への注目は強まり、危機後に実施される制度的対応を巡る議論の際にも、必ずといってよいほど論点に上がってきた。しかし過去の経験では、時間の経過とともにそうした側面への熱量は減少していき、

実現した制度改革に本気でそれに取り組もうとする抜本的施策が盛り込まれることはなかった。一方、GFC後に成立したDF法では、金融危機の繰り返し防止に強い焦点が当てられ、その達成のために様々な施策が実行に移された²⁵。同法が、危機の繰り返し防止の重要な要素の一つと捉えているのが、TBTF問題である。

筆者の理解では、制度的側面から、規模と頻度を高めながら繰り返す金融危機の原因の一つがTBTF問題にある、と捉える同法の基本的立場は極めて妥当である。したがって同法の問題意識や取組姿勢自体は評価されるべきだが、問題は、それがTBTF問題をどの程度重視し、その解消に向けてどれほど実効性を伴ったものとなっているかである。というのも後述するように、TBTF問題への制度的対応は、少数の大手金融機関をターゲットにその利益追求行動に抜本的転換を迫ることになるが、そのような制度が実効性を伴って実現した経験は、米国史上、1933年のGS法成立時の一度しかないと言えるからである。

以下、本節では、金融危機の「破滅のループ」の制度的原因としてのTBTF問題に焦点を当てる。TBTF問題とは何か説明したうえで、それがどのように金融危機の「破滅のループ」に寄与しているのか確認する。

(1) TBTF 問題とは何か

TBTF問題とは何か²⁶。まず大手金融機関を対象に、その破たんが金融システム・経済全体に大きな混乱を引き起こしうる（システムミックリスクの発現）場合に、当局があらゆる行動を通じて破たんを回避させる一連の諸施策は

24 他にも影響力のある複数の著名研究者がこの用語を使用している。たとえば、ノーベル経済学賞受賞者であるジョセフ・スティグリッツ (Capponi et al.(2022))、GFCの発生を予測し「Dr. Doom」としても知られる著名エコノミストのヌリエル・ルービニ (Roubini(2023))、元財務長官でハーバード大学学長も務めたローレンス・サマーズ (Anstey&Bloomberg(2022))などを挙げるができる。もちろん、各論者によりこの用語が指し示すものに大小の差異はあるが、金融部門と政府・中央銀行の回避不能な相互依存関係に焦点が当てられている点は共通する。

25 DF法は、その目的に「金融システムの説明責任と透明性を改善することを通じて米国の金融安定性を促進すること、TBTFを終わらせ、それにより米国の納税者を保護すること、金融サービスにおける濫用的慣行から顧客を保護すること」などを挙げている (O'Grady(2023))。

26 TBTF問題の権威の一人であるアチャリヤの説明 (Acharya et al.(2016))をベースに、高田(2015)262-304頁、佐賀(2015)、Cetrelli & Traina(2018)、日本銀行金融機構局他(2022)なども参照。

「TBTF政策 (TBTF doctrine)」と呼ばれる。当局はそれらに対する救済を事前に明確に約束はしないが、それが間違いなく実施されるだろうと市場が予測する状況は、「暗黙の政府保証」と呼ばれる状態を創り出す²⁷。その存在は、金融機関経営陣と投資家・預金者との間の「情報の非対称性」を前提とした「モラルハザード」問題を引き起こし、TBTF機関の私的利益追求におけるリスクテイクを過度に高める可能性がある²⁸。そうした行動が巨額損失や経営破たんにつながった場合、システムリスク発現を防ぐと現実に当局による緊急救済が行われることになる。そして救済のための資金は、ほとんどの場合、民間資金だけでは不足し、公的資金、つまり納税者の資金が、一部または大部分使用されることになる。こうした一連のメカニズムはTBTF問題と呼ばれる。TBTF問題は、初期的には、銀行システムとそのセーフティネットに限定された問題と認識されていたが、TBTF機関の構造が次第に複雑化し、その活動の舞台が資本市場、「影の銀行システム」へと広がるにつれ、現在は金融システム全体の問題となっている。

米国でTBTF政策が初めて発動されたとされるのは、上述の1984年のコンチネンタル・イリノイ破たん時であり、TBTF問題もその時点で登場したと言える²⁹。米国では1980年代以降、

地理的制限の緩和やFEDによる銀行業務に関わる規制の運用変更などを受け、同時期に銀行の大規模化及び多角化の流れが加速した。そして、すでに巨大化していた一握りの大手行が金融コングロマリット化を目指す方向性を決定付けたのが、1999年GLB法である。現在、確実にTBTF機関と判断されるごく少数の大手金融機関のさらなる規模・範囲の拡大と立場の固定化が生じている。

米国におけるTBTF政策の実施主体は、問題が銀行システムから生じ、それが同システム内で対応可能な範疇に留まる場合、FDICが中心となる。具体的な救済策として、預金の保護（非付保預金含む）、受け皿銀行による救済合併・資産継承の仲介（資金援助含む）などが行われる³⁰。1980年代にはFDICによるTBTF政策と認識される救済が広く実施されたことで、それを問題視する声が関係者の中で徐々に聞かれるようになった。それを受けて1991年に成立した連邦預金保険公社改善法 (FDICIA) には、破たん処理における「最小費用原則」や自己資本比率低下に対する「早期是正措置」など、TBTF問題への対応が盛り込まれた。しかし、それらによってTBTF問題が解決することはなかった。むしろ同法で導入された「システムリスク例外」により、最小費用原則による処理が経済・金融

27 暗黙の政府保証が存在しない（市場規律が機能している）状況下では、市場参加者は銀行のリスクテイクの高まりに応じて、その財務状況に対する評価を債券金利（債券価格）に反映させ、債券金利が上昇すれば、銀行は支払い不能になったり、資金調達に困難を抱えたり、場合によっては破たんする可能性もあり、それが発現するコストは債券保有者が負担しなければならない。Acharya et al.(2016) は、TBTF機関への暗黙の政府保証に関する実証分析を行い、1990～2012年に取引された債券について、信用スプレッドはほとんどの金融機関にとってリスク感応的であったのに対し、最大規模の金融機関ではそうではなかった、つまり大規模金融機関の債券保有者は破たん時の損失から政府が自らを守ってくれると期待し、リスクを正しく価格付けできていない、ということを明らかにした。

28 暗黙の政府保証は、政府保証を期待する投資家・預金者がTBTF機関の経営陣のリスクテイクを監視したり、価格付けを行ったりするインセンティブを挫き、市場規律の働きを阻害する。リスクを反映しない低コストで資金調達が可能でTBTF機関は、優位な立場で調達した借入資金を用いてレバレッジを高め、不透明な投資を行うなど、よりリスクテイクを高め、それにより巨額の利益を取得する可能性がある。そうした事実上の補助金を受け取ることは金融機関の規模拡大の目的の一つとなっているともされる。

29 コンチネンタル・イリノイの破たん処理時に当局は、その他の大銀行も救済の対象になることを言明した。その後、1990年に破たんしたバンクオブニューイングランドの処理においてもTBTF政策が発動されたと広く認識されている（高田(2015)262-304頁、佐賀(2015)）。

30 FDICによる銀行の破たん処理の多くは資産・負債承継 (Purchase & Assumption) 方式で行われ、破たん機関の資産・負債が健全な受け皿銀行に引き継がれる。一方、この方式は、規模の大きな大手行の破たん時には、受け皿銀行を探すのが困難な場合も多い（佐賀(2015)）。

システムに重大な負の影響をもたらすと認識され、FDICの支援がそうした影響を緩和すると判断された場合には、FDICは原則に従わなくてもよいとされ、TBTF政策が追認された。TBTF問題が未解決のまま、銀行の大規模化と多角化はさらに進み、そのことが重要な要因となって2007-09年にはGFCが発生した。それに対し当局は再びTBTF政策をより大規模に発動することになったが、その特に重要な特徴は、救済の対象が銀行に限られなかったことである³¹。投資銀行ベアスターンズ、保険会社AIGなどを含む大手金融機関の処理に、FDICだけでなく、政府やFEDなども協力し、巨額の資金を提供してそれらを救済し、別の大手機関による買収を促したりした。これにより、危機後に生き残った既存のTBTF機関のほとんどは、さらに大規模で複雑な組織となった³²。

上述の通り、GFC後に成立したDF法はTBTF問題の解決をGFC再発防止に必要な要素と捉えていた。GFCへの対応プロセスにおいて、TBTF機関はSIFIsと呼ばれることが一般的になったが、同法は、システミックリスクの源泉となる可能性の高いSIFIsを特定したうえで、FDICにそれらの「秩序だった清算権限(Orderly Liquidation Authority)」を付与する破たん処理スキームを導入した³³。これにより、それまで救済対象としてきた大手金融機関であっても今後は救済せずに破たんさせることで、当

局がTBTF問題に本気で取り組む姿勢を示したことになるが、その具体的内容や実効性については後述する。

(2) TBTF問題と「破滅のループ」

前節で確認したように、金融危機の「破滅のループ」論者が現在「ループ」の決定的な原因と認識するのは、まさにこのTBTF問題そのものであると言ってよい。ウィルマースは、TBTF問題こそが金融危機の最も中核的な原因と明確に認定し、特に政府・中央銀行によるセーフティネットの運用がTBTF機関にモラルハザードを生み出し、それらの行動を変化させる側面に強い焦点を当てながら、TBTF問題と「破滅のループ」の関係性について次のような議論を展開している³⁴。

TBTF問題と「破滅のループ」の関係は、政府・中央銀行、TBTF機関、金融市場の三者の間の相互関連性として捉えられる。第一に、政府と中央銀行が、金融市場(プレーヤーとしての投資家と債権者)の安定性を保証し、そのために大手金融機関(具体的形態としてのユニバーサルバンクと大手シャドバンク)にTBTF保証を提供する。第二に、TBTF機関に認定された大手金融機関が、中央銀行による金融緩和と政策の支援を受けながら、より高水準の民間・公的部門の負債を引き受ける。第三に、金融市場における投資家と債権者が、金融市場を安定させ、

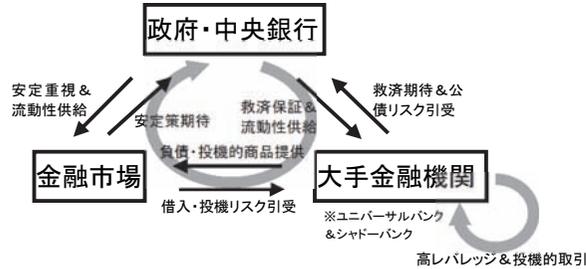
31 TBTF問題が、銀行組織の複雑化などにより銀行だけでなく金融システム全体の問題になるにつれ、IMFは2009年以降、「重要すぎてつぶせない(Too Important to Fail:TITF)」という表現を使用し始めた(佐賀(2015))。金融機関の規模だけではその破たん時の影響を測れないという認識に立つ比較的新しいその他の類似表現として、「複雑すぎてつぶせない(Too Complicated to Fail)」や「相互に結び付きすぎてつぶせない(Too Interconnected to Fail)」なども存在する。

32 小倉(2016)215-229頁、Wilmarth(2020),pp.299-334などを参照。

33 米国では、システミックリスクの監視は新たに創設された「金融安定監視評議会(FSOC)」が行い、総資産額500億ドル以上の銀行持ち株会社と、FSOCがシステム上重要とみなしたノンバンク金融機関が、SIFIsとして認定される。認定は、米国では基本的に資産規模を基準に行われるが、金融安定理事会(FSB)では、グローバルに活動する金融機関を対象にその他の要因も判定基準に加えている。特にシステム上重要な銀行(SIBs)に対してはバーゼル銀行監督委員会の指標を基本とし、「規模」、「相互関連性」、「金融制度を支えるインフラの代替性」、「クロスボーダーの活動」、「複雑性」の5つの指標が総合的に判断され認定される(佐賀(2015))。なおFSBが2022年11月に公表した「グローバルなシステム上重要な銀行(G-SIBs)」の最新リストによると、指定されたのは30行で、うち米国銀行はJPモルガンチェース、バンクオブアメリカ、シティグループ、ゴールドマンサックス、バンクオブニューヨークメロン、モルガンスタンレー、ステートストリート、ウェルズファーゴの8行となっている。

34 Wilmarth(2020),pp.12-13,299-334を参照。

図表3 TBTFと「破滅のループ」の概略



(出所) Wilmarth(2020)に基づき筆者作成。

(注) この図ではループの始まりが政府・中央銀行にあるように見えるが、必ずしもそうではなく、三者の相互依存関係によってループは構成されている。ウィルマースは、政府・中央銀行よりも大手金融機関の主導的地位を強調している。

TBTf機関としての大手金融機関の破たんを回避するために必要であれば政府と中央銀行が介入するだろうと期待し、その下で投機リスクを引き受ける。

こうした「ループ」の下、ユニバーサルバンクという大手銀行の現在のビジネスモデルに内在する諸問題とも相まって、金融システムにおける負債と投機リスクはますます高まり、結果として政府・中央銀行によるTBTf機関への暗黙・明白な保証の必要性はさらに不可欠なものとなる³⁵。そしてその範疇は従来の銀行システムのみから、影の銀行システムを含む金融システム全体(フィンテックをリードする金融テクノロジー企業も含まれる)へ、さらに金融システムへの関与をますます強めつつある非金融企業・家計へと広がっていく³⁶。その下で大手金融機関は、レバレッジと投機的取引を中心とした自らのリスクテイクを一層高めるとともに、金融市場に対する負債の提供や投機の商品の提供、それらを通じた金利・手数料稼ぎなどもますます拡大させていき、不公正な行動も躊躇なく採用していくことになる。以上のウィルマースの指摘の全体構図を図示したのが図表3である。

(3) TBTf問題と2023年銀行危機

「破滅のループ」論者がTBTf問題こそ「ループ」の最大の原因と捉えていることを説明したが、ここでは特に直近の2023年銀行危機に焦点を当て、それがTBTf問題と関連しているのか、しているとすればどのような関連があるのか、検討する。

上述の通り、2023年3月に連鎖的に経営破たんを経験した主要な米国銀行はSVB、シグネチャー・バンク、FRCの3行である³⁷。それらの中核業務は様々であるが、資産規模や活動領域から判断していずれも中堅リージョナルバンクであり、危機の前の時点では、当局も金融専門家も、それらをTBTf機関とは見なしていなかった。それに従えば、それらは救済措置を講じられることなく破たんすべきであったが、実際にはFDIC及びFEDが中心となってそれらへの救済を実施した。採用された救済法は、FDIC支援下での預金保護と受け皿銀行による救済合併仲介並びにFEDによる流動性供給の組み合わせであったが、いずれも例外的に大規模実施されたため、TBTf政策が発動されたと広く見なされている。以下、SVBとFRCの事例を取りあげて詳しく見ていく。

35 Wilmarth(2020)は、ユニバーサルバンクの問題点として、①企業文化の衝突、②利益相反、③システムリスク、④独占による金融システムの競争性、⑤経済的・政治的に不健全な支配力などを指摘している(pp.335-356)。

36 Wilmarth(2021)は、2008年のGFCへの対応、2020年のパンデミックへの対応のいずれにおいてもTBTfの範疇の拡大が確認された、と指摘している。

37 シルバーゲート・バンク(シルバーゲート・キャピタルの銀行部門)を加えて4行とすることもある。なお、その後パシフィックウェスタン・バンクやウェスタンアライアンスなども危機的状況に陥っている。

まず SVB のケースでは、預金流出を経験した同行の預金のうち、FDIC の制度上の保護上限である 25 万ドルを超える部分も含む、全額保護が発表された³⁸。そのうえで同行は一度 FDIC が取得したが、その後も預金は流出し続け、最終的に 2022 年末と比較して約 3 分の 1 まで減少したとされる。そうした状況の銀行の受け皿を見つけることは難しいため、FDIC はさらなる支援策を実施し、含み損を抱えた SVB の証券ポートフォリオは FDIC に残すことになった。最終的に SVB は FDIC からファーストシチズンズ・バンクシェアズに再売却された。それらによる預金保険基金からの支払総額は 200 億ドルとも見積もられ、FDIC 加盟の各銀行が広く負担することになるとされる³⁹。

次に FRC のケースでは、同行も SVB 同様の持続的な預金流出を経験し、実施された民間による救済（預金の注入）の試みが効果を発揮しなかったため、一度 FDIC に取得されることになった。その後 FRC は FDIC から JP モルガンチェースに再売却されたが、支払い額は約 106 億ドルとされる。FRC 破たん時の総資産は 2,000 億ドル強で、そのうち約半分が預金であった。FDIC は、JP モルガンチェースによる再取得に際し、FRC の資産の損失のうち約 130 億ドル分を肩代わりするとともに、買い取り資金として約 500 億ドルの資金を提供したともされる。なお通常、銀行は、他行の買収が全米の銀行預金の 10% を超える場合には買収が認められず、新生 JP モルガンチェースはその上限を超えることになるが、対象が破たんした銀行の場合には買収が認

められる例外ルールが適用されている⁴⁰。

SVB と FRC のどちらケースも、DF 法で修正を加えられた「システミックリスク例外」規程が援用され、TBTF 機関と見なされていなかった機関に TBTF 政策が発動された、と広く認識されている。ただし、2023 年銀行危機への対応で TBTF 政策は発動されたのか、すなわち TBTF 機関の範疇は拡大されたのか、は一つの大きな論点であり、否定的な議論も存在する。

興味深いのは、一連の諸対応を巡り、TBTF 機関とそれよりも少し規模の小さい機関との競争条件に関わる新たな議論がなされている点である。それらによれば、既存の TBTF 機関が GFC 後に、より厳格なストレステストや所要資本・流動性などシステミックリスクへの対応を求められるようになったのに対し、その条件以下の SVB などの中堅銀行は、そうしたコスト負担を回避できた一方、当局は中堅銀行の経営危機・破たんが引き起こしうるシステミックリスクを視野に入れていなかったとされる。これは当局が TBTF 機関を明言しないことに基づく TBTF 機関の範囲に関する不透明性の問題が関わっている。それまでの TBTF 問題を巡る議論は、一握りの TBTF 機関のみが不公正に競争優位の状況を付与されている、という認識に基づいていたが、TBTF 機関への規制強化によって、どこまでを TBTF 機関とするべきか、という新しい問題が付け加えられたとも言える⁴¹。

一方、既存の TBTF 機関は 2023 年銀行危機とどのような関連があるのだろうか。2023 年銀行危機では、破たんした 3 行、あるいは預金

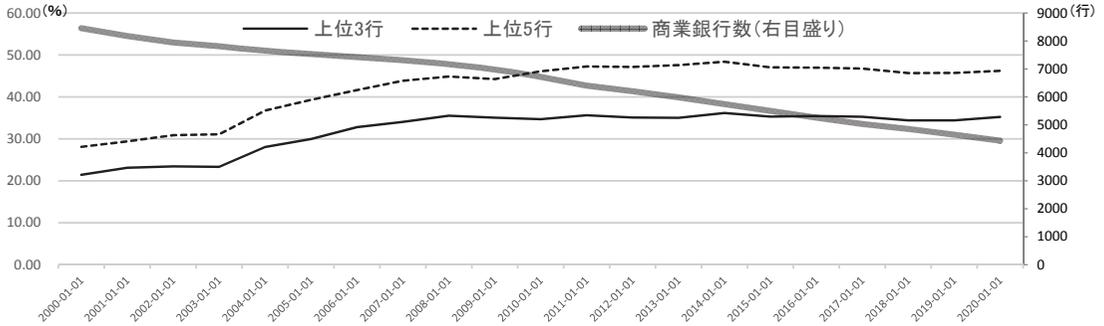
38 Epstein(2023) と Naylor(2023) によれば、FED とサンフランシスコ FED は少なくとも 1 年前には問題に気付いていたが、警告を発しただけであった。SVB の CEO グレグ・ベッカーは議会にロビーイングを行って 2018 年の規制緩和を獲得するうえで重要な役割を果たしたとされており、彼はサンフランシスコ FED の理事の一人でもあった。またステーブルコインである「USD コイン」を発行するサークル社が SVB に 30 億ドル以上預金していたことから、FDIC の SVB 預金者救済は大手クリプトカレンシー企業への初の政府救済であったという指摘もなされる。なお預金保護の上限は、GFC 期の 2008 年に 10 万ドルから 25 万ドルに引き上げられている。

39 Armstrong&Wu(2023)。なお FED は SVB の破たんを受けて、「銀行ターム・ファンディング・プログラム」という新たな流動性供給プログラムを創設している。これは適格担保の時価が下落しても、額面評価して貸出を行うものである。

40 Farrell et al.(2023)、The Wall Street Journal(2023c)などを参照。

41 The Wall Street Journal(2023a)、Cioffi et al.(2023)、Financial Times(2023)などを参照。SVB の破たん時の資産は 2,130 億ドルであり、2018 年規制緩和前の 500 億ドル以上という基準に従えば高度慎重基準下で監督されるべき銀行であったが、それが対象から外されていたとみなされる (Blinder(2023))。

図表4 米国商業銀行数と上位3行及び5行の資産シェア



(出所) Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED, Bank Concentration for United States, 5-Bank Asset Concentration for United States, Commercial Banks in the U.S. より作成。

者の不安意識に基づく預金流出を経験したそれ以外の銀行から、既存の TBTF 機関に預金が入ったこと、その際、預金受け入れ競争などによる調達コストの上昇を経験することがなかったことで、「ビッグ4」と呼ばれる大手行の地位がますます固定化し、TBTF問題をより悪化させることになった、という指摘が存在する。実際、FRCを買収したJPモルガンチェースの金融市場でのプレゼンスは、買収を通じてより高まったとされており、2023年銀行危機直後の決算でも、大手行は軒並み大きな利益を記録している⁴²。既存のTBTF機関の地位については次項でさらに詳しく見る。

(4) GFC後のTBTF機関

2023年銀行危機の経験は中堅銀行でもTBTF機関と見なされうることを示し、そのことはより規模の大きな既存のTBTF機関が、GFCとその後の金融制度諸改革を経ても変わらずTBTF機関であり続けていることを必然的に示す。実際、筆者によるGFC後の大手金融機関の行動・地位の現実に関する定量・定性両側面の分析は、主に定量的に示されるそれらの経済力と金融イノベーション力は、金融制度諸改革でその過度な状態の抑制が暗黙に目指されたにもかかわらず

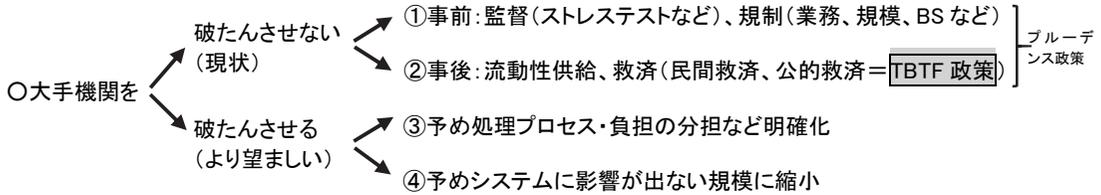
ず、実際にはGFC前後で基本的に維持された状態にあるか、GFC前の数値を一部上回るものも見られたこと、また主に定性面として把握されるそれらの金融権力は、そもそも金融制度諸改革の直接の対象とならなかったうえ、自主的に抑制された形跡も見られず、実際にはほとんど温存されていると考えられ、複数の事例はGFC後もそれらが積極的に行使されている事実を示していること、などを明らかにしている⁴³。

GFC後にTBTF機関としての大手金融機関の地位に大きな変化がなかった最大の理由は、広範な金融制度諸改革の実施にもかかわらず、究極的には米国政府がそれらの地位を温存し、むしろさらなる強化を推進したからに相違ない。米国政府は、巨額の資金支援によって、トラブルに陥った大手行を別の大手行が買収することでさらに巨大になることを認めた。結果として、JPモルガンチェース、シティグループ、バンクオブアメリカの商業銀行大手3行と4番手のウェルズファーゴ、そしてゴールドマンサックスとモルガンスタンレーの投資銀行2行(両者とも銀行持株会社化し、傘下に商業銀行を抱えている)の計6行の既存のTBTF機関が米国内外の金融市場(銀行市場、資本市場、デリバティブ市場など)において占める地位は、GFC後に下

42 Nocera&de la Merced(2023)、Benoit et al.(2023)などを参照。JPモルガンチェースはGFC後、富裕層との関係性強化に焦点を当て続けてきたが、FRCは西海岸の富裕層向けの資産運用ビジネスで優位性・顧客を保持しており、JPモルガンチェースはそれを以前から狙っていた、という指摘もある(Benoit(2023))。

43 小倉(2022)を参照。

図表 5 大手金融機関の破たんに対する当局の選択肢



(出所) 高田 (2015)、佐賀 (2015) などを参照して筆者作成。

落ちていないどころか、より高まっている⁴⁴。

GFC後の大手金融機関間の合従連衡、また FED による信用供与を伴う救済買収や公的資金注入による救済などが行われた結果、金融機関の規模に関する集中は一層進んでいる。図表 4 は米国の商業銀行数とそれらの総資産に占める上位 3 行、5 行が占めるシェアを示している。ここでの上位 3 行とは JP モルガンチェース、シティグループ、バンクオブアメリカを指し、それに次ぐのがウェルズファーゴ、少し差が空いて US バンコープとなっている。それによれば、2000 年代を通じて商業銀行数は全体的に減少する一方、上位行の資産シェアは急速に高まり、GFC 後も低下することなく維持されている。GFC 後も商業銀行の総資産が拡大しているため、上位行の資産の絶対額も増大している。それらは明確な TBTF 機関であり続け、破たんした場合に予想される損失額・救済額もさらに巨大化している。

第 4 節 「破滅のループ」の制度的原因としての TBTF 問題は解消可能か

1980 年代以降、米国で金融危機が規模と頻

度を高めながら繰り返し発生している現実に対し、「破滅のループ」という視点に立ち、それを制度的に生み出す原因が TBTF 問題であることを指摘した。「ループ」の存在自体が経済的・社会的に望ましくなく、そこからの脱却が必ず成し遂げられなければならないことは、あらゆる立場の者が同意するだろう。本節では、金融危機の「破滅のループ」からの脱却実現に向け、その制度的原因としての TBTF 問題の解消の可能性を検討する。

まず TBTF 問題は、これまで実施されてきた様々な施策にもかかわらず、一向に解消されていない現実を認める必要がある⁴⁵。理論上は、当局にとって TBTF 政策の発動は必ずしも不可避なものではなく、大手金融機関の破たん対応について複数の選択肢が存在する中で、TBTF 政策はあくまでそれらの一つにすぎない。それら選択肢は図表 5 のように整理できるが、現実にはそれらはすべてがトレードオフなわけではなく、組み合わせられながら同時に実行される。TBTF 政策を発動しないということは、TBTF 政策以外の選択肢を採用するということである。

上述の通り、TBTF 問題解消に向けて GFC 後

44 Wilmarth(2020),pp.299-334.

45 高田 (2015)262-304 頁は、TBTF 問題が未解消の理由として、これまで金融当局や経済学者が TBTF 問題の解消を真剣に検討してこなかったとし、それらが①大規模銀行の破たんが引き起こす最大の問題は連鎖的な決済不能 (銀行間取引に典型的に現れる「流動性危機」) であり、それは一過の問題で、時間がたてば銀行セクターから流出した資金が再び銀行セクターに流入することで解決し、中央銀行はその経過期間中に最後の貸し手機能を活かし、流動性を補給すればよい、と考えていること、②市場は効率的で、銀行のリスクは、劣後債などのリスクプレミアムに反映され、銀行による過度のリスク取入れは、政府の介入によらなくても市場規律によって制御可能である、と考えていること、③洗練された金融政策運営によって、1980 年代以降、景気変動が緩和され、TBTF 政策を必要とする深刻な景気後退や金融危機は発生しない、と考えていること、④大手金融機関やヘッジファンドのリスクマネジメント、特に重要性を高める市場リスクの評価の一般的手法としての VaR 利用を過大評価していること、⑤時価会計主義と結合した BIS 規制の景気増幅作用 (資産価格の変動が BS の大幅な伸縮を生み出す) を過小評価していること、などを指摘している。

に米国など各国で具体的施策が実施された。それらを巡り、2021年に刊行されたFSBの最終報告書は、多くの留保を付し、断定を避けながらも、概ねすべての側面で有効であり、TBTF機関(対象は銀行に限定)の破たんはより現実的なものとなり、それらの資金調達上のコスト優位性も引き下げられ(リスクを反映した価格付けがよりなされ)る一方、それらの資本・流動性は向上して損失吸収能力も高まり、システミックリスクの発現可能性は低下し、必要な信用供給の縮減のような社会的副作用も顕著に現れていない、と結論付けた⁴⁶。一方、そうした当局の評価とは裏腹に、実施された金融制度諸改革によるTBTF問題解消の可能性については当初より少なからぬ疑念が提出されてきたし、前節で見たように現にTBTF政策は変わらず発動され続けているとみなされる。本節では、TBTF問題の真の解消は可能か、検討する。

(1) 大手金融機関を破たんさせない選択肢

大手金融機関の存在を前に、当局がまず選択しなければならないのは、そもそも経営危機に陥ったそれらを破たんさせるかどうかである。現状、大手金融機関の破たんは金融システム不安、システミックリスク顕在化の引き金を引く恐れがあると捉えられ、例外的事例を除き、原則破たんは回避させる、という選択が広く採用されている。金融システム不安を引き起こさないために実施される諸施策は、マクロ(金融システム全体)・マイクロ(個別機関)の両レベルでの「ブルーデンス政策(prudential policy)」と呼ばれる。ブルーデンス政策には、リスクが顕在化する前に事前に実施されるものと、顕在化後にその広がりを抑え込むために事後的に実施されるものが存在する⁴⁷。それらの組み合わせに

基づけば、TBTF政策は、「事後的に」実施される「マイクロ」ブルーデンス政策である(図表5参照)。以下、TBTF政策の否定を前提に、それ以外の選択肢が有効性・実質性を伴って実施可能か検討する⁴⁸。紙幅の関係上、ここで取り上げるのは当局が現状特に重視する、①ストレステスト強化(マイクロブルーデンス政策)、②自己資本の量的・質的引き上げ(マクロブルーデンス政策)、③過度のリスクテイク抑制のための規制(マクロブルーデンス政策)の3つである。

第一に、大手金融機関の破たんを回避するために、事前にストレステストなどを通じて個別機関の過度のリスクテイクを監督し、異常な高リスクを発見次第、早期に是正させるという選択肢についてである。GFC後の2009年から2016年にかけて、当時のオバマ政権下で、FEDは相対的に厳しいストレステストを実施した。FEDは米国のG-SIBsに、金融・経済的なストレスが高まったシナリオを想定し、収益の大部分を維持するよう強く要求した。一方、2017年にトランプ大統領が就任して以降、銀行規制当局のメンバーは急激に入れ替えられ、新たに指名された当局関係者は、メガバンクが自己資本水準をこれ以上引き上げるのを停止することを認めた。FEDの緩和姿勢への転換の背景には、これまでのストレステストを通じて、大手行は自ら問題に対処し、透明性も確保できた、という認識が存在した。しかし現実には、ストレステストの強弱に関わらず、大手行はリスクマネジメントの失敗や巨額の罰金を伴う行為など、運営上の問題をGFC後も繰り返している。有力な指摘によれば、それらは、歴史的に根付いた大手行の企業文化に因っており、また当局はそれらを効果的に監督・規律付けすることができないという長期傾向の一部を構成してい

46 FSB(2021)。

47 具体的施策として、事前に実施されるものに、マクロレベルでの競争制限規制やBS規制など、マイクロレベルでの監督当局による検査、ストレステスト実施、早期是正措置などがあり、事後的に実施されるものに、マクロレベルでの中央銀行による流動性供給、マイクロレベルでの預金保険を通じた預金者保護、健全行による救済合併、財政資金による資産取得などがある。

48 事後的救済のうち、完全に民間内部で解決する方法については、破たん間際まで財務状況が悪化した大手金融機関を自発的に買い取ろうとする機関が現れるとは考えにくいと、非現実的な選択肢として検討しない。

る。したがって、監督強化によって一朝一夕にその劇的解消を期待するのは、あまりに素朴に過ぎよう⁴⁹。

第二に、大手金融機関の破たんを回避するために、金融システムに求める所要資本水準を量的・質的に高める、という選択肢についてである。保有する自己資本が量的・質的に高まれば、一般的にレバレッジ比率が低下し、そのことはレバレッジを通じた過度のリスクテイクを抑制するとともに、いざという時の損失を吸収するバッファーを保持させることにもなる⁵⁰。GFC後の2009年に、G20は銀行の所要資本・流動性を高めることを要求し、バーゼルⅢはG-SIBsに対してリスクウェイト資産の約10%のティア1普通株資本を維持すること（「資本保全バッファー」、各行により異なる「G-SIBs バッファー」などを含む）などを求めた。加えて、各国独自の追加資本要求も行われつつある。金融業界は資本要求を高めることは経済成長の阻害にも繋がるとして反発したが、バーゼルⅢは2013年から段階実施され、2017年に全面実施された⁵¹。一方、バーゼルⅢはバーゼルⅡより強化されてはいるものの、多くの研究者は、バーゼルⅢの要求水準は、GFC期に破たんした金融機

関の経験を踏まえると、次の金融危機を回避するには低すぎると認識している⁵²。歴史を振り返っても、大手行は1980年代以降、資本要求の鞘抜きや回避を繰り返し行ってきており、当局は実質性を伴う自己資本要求を適時的に実施することに失敗し続けてきた⁵³。2019年には、トランプ政権が指名したFEDメンバーにより、G-SIBsを除く大手行への流動性カバレッジレシオ要求を減らす規制緩和が認められている。周知の通り、当局は、金融危機の記憶が市民の意識から薄れ、金融業界のロビーイングが強まるにつれ、改革を逆転させる傾向にあり、所要自己資本についてもその段階に入っている可能性が高い。

第三に、大手金融機関の破たんを回避するために、特にそれらの過度のリスクテイク取り込みに直接的に関わる業務を制限する、という選択肢についてである。まずそうした事前的な規制強化について、GS法に代表される金融機関経営全体に関わる強力な競争制限規制の復活は、金融機関の猛烈な反発が容易に予想されることと、導入できたとしてもそれらによる規制回避・規制の鞘抜きなどの問題もあり、実効性を伴って早期に実現することは難しいだろう。

49 Wilmarth(2020),pp.299-334によれば、大手行は、GFC後も、証券詐欺、モーゲージ詐欺、差し押さえの乱用、その他の消費者金融サービスに関わる詐欺や乱用、相場操縦、顧客の税逃れ支援、マネーロンダリング、テロリスト国家や組織に対する国際制裁違反などを含む幅広い違法行為、金融スキュンダルにより巨額の罰金や解決金を支払っており、2008年以降、罰金・解決金として支払った金額は3,700億ドル以上に上る。指摘によれば、その他にも利益相反や虚偽の決算報告なども大手行にまん延しており、原因は問題ある企業文化（特に報酬構造）と倫理観の欠如などにあるとされる。つまり大手行では、そうした行為を促進する報酬構造が採られている一方、それが明るみに出ても個人的な罰則がほとんど課されない。そのような企業に根付く文化は、当局の監督強化で直接対応できる範疇を超える根深い問題である。

50 リスクテイク抑制のためには、レバレッジ比率（資本に対する負債の比率）を一定比率内に制限する、という直接的方法もある。DF法は、金融システムの安定性に「甚大な脅威」を与えるとみなされた銀行に対して、FEDが15倍までの制限を設定することを認めている。しかしもしそれを実施したとしても、オフバランスシート主体の使用などによりそうした制限は容易に突破される、という懸念も存在する。別の提案では、銀行が破たんの危機に陥る「トリガーポイント」において自動的にエクイティに転換する「偶発転換社債（COCO債）」を発行させるというものも存在したが、付随する独自の問題も指摘されており、最終的にDF法に導入されなかった（Moseley(2013),pp.653-54）。

51 Johnson & Kwak(2012)を参照。

52 たとえばWilmarth(2021)は、政府救済を必要としない回復力ある銀行システムを創り出すのに必要な自己資本比率を15%とし、Naylor(2023)は20%と算定している。

53 Wilmarth(2020),pp.299-334によれば、大手行は、自らが使用するリスクモデルを操作し、トレーディングのポートフォリオにおけるリスクを過小評価し、よりリスクの高い資産に投資すること、資産をオフバランスのコンデュイットに移すこと、資産における損失の認識を先送りすることなどを通じて、資本要求を操作してきたとされる。

一方、DF法では、銀行の過度のリスクテイク抑制措置が部分的に実施されている⁵⁴。しかし、それらが銀行の過度のリスクテイクをどれほど有効に抑制できるか、それを通じてTBTF問題の解決にどれほど資するかについては、これまでの米国大手金融機関の行動、特に「金融権力」の露骨な行使の事実を踏まえると、筆者は悲観的である⁵⁵。金融業界は業務規制、合併規制、BS規制など、ほぼすべての規制強化に対し、それぞれの立場から強く反対してきた。すなわち、大手金融機関は国際競争力を削ぐものとして、また中小金融機関も規制への対応がコスト増につながり、必要なサービスを提供できなくなるかもしれない、それらの国内市場における競争力を削ぐことで結果的にTBTF機関を利することになるかもしれないなどとして、反対の立場を示してきた⁵⁶。当局側も基本的に同様の考えを共有しており、金融業界への規制を厳格に運用しようという考えは広まっていない⁵⁷。また政治家も、特に大手金融機関からの献金とロビーイングによって、それらに経営上打撃を与えるような施策を実行する気持ちはまったく持っていない。実際、DF法の重要な部分の浸食・骨抜きは、オバマ政権期にすでに始まり、トランプ政権期により顕著に見られた。結局のところ

ろ、過度のリスクテイクを制限する業務規制についての当局の姿勢は現時点でGFC前と大きく変わっておらず、その中心は大手金融機関の自主規制やBS規制としての資本要求の改善など、小規模な調整に留まっている⁵⁸。

(2) 大手金融機関を破たんさせる選択肢

大手金融機関への対応を巡る選択時に、当局は、それを破たんさせる選択を採用することも、理論上は可能である。それについては、特に市場原理を重視する立場の論者を中心に、破たんの責任が個々の大手金融機関の運営自体にあるのであれば、規模や影響が大きいためとって救済することは不公正であり、市場メカニズムを歪める諸問題も随伴することから、破たんさせるのが望ましいと主張される。そうした主張自体は首肯できるものの、それらの多くは実現性を考慮しない机上の空論にすぎない。大手金融機関を破たんさせる場合、その広範な顧客層、複雑な取引関係（債権債務関係など）、経済に占める地位の大きさなど様々な要素を考慮しなければならず、それらの破たんが金融・経済システムに多大な影響を与えうる、という当局の認識は妥当である。したがって何の措置も講じないままそれらを破たんさせることは非現実

54 高田(2015)262-304頁によれば、同法に含まれるTBTF問題関連の条項として、①資産規模500億ドル超の銀行持株会社へのより強化された健全性基準要求、②ノンバンクSIFsに対する180日以内のFEDへの登録義務、③SIB及びノンバンクSIFsに適用される、より高い基準のリスクベース自己資本、レバレッジ及び流動性基準、一般的なリスク管理基準、清算計画、信用エクスポージャー報告、集中制限、早期是正措置などについて、FEDが基準を定めること、④強化された健全性基準を米国外の銀行持株会社の米国内での活動に対しても適用すること、⑤ヴォルカー・ルール、⑥いかなる預金保険対象金融機関あるいはノンバンクSIFsも、合併あるいは買収後の連結負債が全金融機関の10%を超える場合は、他の会社を合併・買収することを禁止されること（「第2ヴォルカー・ルール」）、⑦ノンバンクSIFs及び大規模で広範かつ密接な相互取引関係を持つ銀行組織は、FED及びFDICの承認を受けた、迅速かつ秩序だった清算のための計画を準備し、保持しなければならないこと、などがある。これらのうち、TBTF機関のリスクテイク抑制のための直接的業務制限に該当するのがヴォルカー・ルールである。

55 大手金融機関の権力行使と自らに都合の良い処遇の獲得については小倉(2016)、小倉(2022)で詳述した。

56 Warsh(2023)などを参照。

57 たとえばFDICの元会長で、TBTF問題に対して慎重派と目され、大手金融機関に対してはM&Aに関わる厳しい規制導入を支持するホーニグとベアでさえ、2022年にそれらよりも小規模のリージョナルバンクのM&Aについての意見をFDICから求められ、基本的にこれ以上の規制は行き過ぎであるとして疑問を投げかけている(Hoenig & Bair(2022))。

58 ヴォルカー・ルールや、銀行組織からデリバティブを移転させる「リンカーン修正案」、FDICが提案した「秩序だった清算ファンド」の設立とそれへの金融機関の資金拠出などについての、金融業界の反発・働きかけと、緩和獲得、抜け穴設定、廃案化などについては、小倉(2016)191-229頁、Wilmarth(2020),pp.299-334などを参照。なお金融機関の自主規制のうち、いわゆる内部リスク管理モデルの欠陥については、Stiglitz(2018)、Thomson & Todd(2023)などを参照。

的であり、本当に破たんさせるには準備段階として慎重・綿密な対応が必要になる。現在、大手金融機関の破たんを現実化するうえで当局が特に重視するのが「リビングウィル (living will、遺言)」の導入である。それに加え、以前から一部で主張され続けているもう一つの重要な選択肢に、大手金融機関の規模と範囲を、強制的あるいは金融機関の経営判断を通じて縮小させる、というものも存在する。以下、それら二つの選択肢の実現可能性を検討する。

第一に、大手金融機関の破たんを実現させるために、それらに事前に実現可能なリビングウィルを作成させる、という選択肢についてである。リビングウィルは、SIFIs に認定された組織に対し、自らの BS 構成、対外的・社内的な取引関係、金融システムと決済システムにおける自社の役割などを勘案し、破たんした場合に実行可能な清算計画を事前に作成し、それを毎年監督機関（米国では FED）に提出して承認を受けることを求めるものである。契機となったのは、2009年に G20 が SIFIs（特に G-SIBs とノンバンク SIFIs）に対してその破たん時の処理方法の改善を要求したことであり、米国でもその推奨の大部分を DF 法制定時に受け入れた⁵⁹。このリビングウィルに基づき、大手行破たん時に実施されるのが「秩序だった清算 (orderly liquidation)」である。秩序だった清算の目的は、債権者も損失の一部を負担することで、破たん処理のプロセスを加速化させることである⁶⁰。提出されたリビングウィルに対し、当局は、十分強固な戦略が策定されるまで拒絶することもでき、実際、2014年には 11 の大手銀行が提出

したリビングウィルをすべて拒絶している。この事実は、当局がリビングウィル実行をそれなりに真剣に捉えている一方、大手金融機関の方は当初破たん時に清算されうることを現実のものとして捉えていなかったことを示している⁶¹。

リビングウィルについては、その導入に前向きな意見が多く聞かれる一方、それが本当に実行可能かについては悲観的な意見も提出されている⁶²。たしかに、リビングウィルに基づき大手金融機関が秩序だって清算されるのであれば、TBTF 問題の解消に向けた大きなステップとなるだろう。一方、TBTF 機関の実際の活動は業務内容的にも地理的範囲においても、極めて広範かつ複雑・不透明（特にデリバティブなどのオフバランス取引）で、その債権債務関係やその破たんが現実にとどこまで影響を持つかについて、当局が即座に正確な情報を把握・評価することは困難である。またグローバルな活動を行う TBTF 機関の清算処理に対する各国当局間の分担調整も複雑であるし、清算の決断に対する当該機関や取引関係にある大手機関などからの大規模な反発や政治家からの圧力なども想定される。それゆえ利害調整のプロセスがあまりに複雑なものとなり、一刻を争う状況ではリビングウィルは結局放棄され、秩序だった清算は容易に行われえないだろう。そのことを証明するように、2023年3月にスイスの大手金融機関クレディスイスが破たんした際、同行はリビングウィルをスイス当局に提出していたにもかかわらず、結局それに従って破たんが実行に移されることはなく、当局は TBTF 政策を実施し、

59 Wilmarth(2020),pp299-334。FED がリビングウィルに関する最終ルールを策定したのは 2011年であり、資産規模 2,500 億ドル以上の銀行から段階的に導入された (Cetrelli & Traina(2018))。

60 Moseley(2013),p.651、高田(2015)262-304 頁などを参照。大手行が支払い不能に陥った場合、債権者のうちまず最も劣後する債権者（自己資本比率上のティア 1 資本を構成する AT 1 債やティア 2 資本を構成する劣後債の保有者など）の債権が資本に転換され、優先債権者への弁済に充てられ、不足する場合は次の劣後債権が資本に転換され、必要な弁済が完了するまで、このプロセスが繰り返される。この考え方の元にあるのは、大手行の破たん処理は株主の責任だけでは行えず、債権者にも優先劣後の序列に従って負担を求めるということであり、一連の負担要求プロセスは「ペイルイン (bail-in)」と呼ばれる。いわゆる TLAC (Total Loss-Absorbing Capacity) 規制の下で発行される TLAC 債や先述の COCO 債などもこのペイルインの考え方に基づく。

61 Kelleher & Medina(2016)などを参照。

62 Moseley(2013),p.651、高田(2015)262-304 頁、Kelleher & Medina(2016)、Hellwig(2021)などを参照。

UBSによる救済合併の仲介を選択している⁶³。

第二に、大手金融機関の破たんを実現させるために、当初から破たんによって金融システムに重大な影響が出ない程度に大手金融機関の規模と範囲を、強制的あるいは金融機関の経営判断を通じて縮小させるという選択肢についてである⁶⁴。これはこれまで見てきた諸提案の中で最もラディカルなものと認識され、TBTF機関の事実上の解体を通じてTBTF問題を、そしてそれを通じて「破滅のループ」を、根本的に解決しようとする選択肢である⁶⁵。TBTF機関解体の理由付けとしては、その他の機関に対する競争優位的扱いの不公平性、救済資金への直接・間接の税金投入の不正性、そして巨大で複雑な金融機関の経営陣が日々の業務のすべてを認識していないとして経営責任を問われないことの不正性などが挙げられる⁶⁶。それによると、もし経営陣がまん延した違法行為の個人的責任を問われないのであれば、そもそもTBTF機関は経営したり有効に規制したりするうえで大きすぎ、複雑すぎるのであって、存在自体危険なそれは解体されるほかない、ということが合理的結論となる。

TBTF機関の規模縮小・解体は、たしかにTBTF問題の究極的解決法と見なされる一方、それを実現するうえでの様々な困難も予想され

る⁶⁷。たとえば適正規模の確定などの問題もあるが、最大の問題は、当局が金融機関に取り込まれる「規制の虜 (regulatory capture)」の存在である。米国ではTBTF機関の規模縮小・解体について、DF法制定過程で、金融機関に対する規模制限を課す修正を加える具体的提案がなされたことがあった⁶⁸。しかし、当時の財務長官ガイトナーは、大手行により多くの資本を保持するよう当局が求めると約束する代わりに、提案した議員に修正の取り下げを促し、同時に官僚、大手行、その政治的協力者などによる強力なロビーイングが実施された。結局、修正案は民主党議員の「造反」もあり上院で否決され、TBTF機関の規模縮小規制は実現しなかった。そうした「規制の虜」という権力バランスが変わらなければ、いかなる規制の提案も次のブームが始まるまでしか有効期間を保てず、その間に徐々に政治の風は変わり、民間部門にもっと儲けさせよという圧力が強まるだろう。「規制の虜」を回避する最も直接的アプローチは、金融部門の政治的影響力を引き下げ、当局の独立性を高めることだが、そのためにはTBTF機関の経済的な規模縮小が必要になる、という「堂々巡り」状態に陥ってしまうのである⁶⁹。

63 The Wall Street Journal Podcasts(2023)を参照。一方、クレディスイスは十分な自己資本を保持していたことからそもそも破たんするとも考えられていなかった事実が、自己資本の充実と大手金融機関の破たん防止との関係が必ずしも強いものではないことを示している。

64 たとえば一定規模以上の金融機関に特別の課税を行うことなども提案されており、それを支払いたくない金融機関は自らの経営判断で規模縮小を選択することが期待される。

65 この提案についてはJohnson(2009)、Moseley(2013)、高田(2015)262-304頁などを参照。

66 Wilmarth(2020)によれば、2019年まで大手金融機関の経営陣に対して違法行為の告発は行われず、2019年1月にパークレイズの前上級執行役員4人が違法な詐欺行為を行ったとして訴追されたことが、GFC期の行動について経営陣が告発された初の事例となったが、2019年6月には前CEOに対する告発は証拠不十分で取り下げられ、2020年2月にはその他3人の被告も無罪となっている(pp.299-334)。

67 TBTF問題の唯一の予防策はTBTF機関の消去であるとの主張は、バーニー・サンダースやエリザベス・ウォーレンなど一部の進歩主義的政治家からも聞かれる。しかし彼らは同時に、この方法の実施困難性も認識しており、理由として、大手金融機関による徹底的な反発、当局の消極姿勢、解体の対象となるTBTF機関の選別とどの程度まで縮小するか決定の困難性、実際の解体作業の複雑さ、などを挙げる。

68 「ブラウン＝カウフマン修正案」と呼ばれる提案は、総資産の上限を、商業銀行はGDPの4%に、投資銀行はGDPの2%に設定するものであり、この影響を受けるのは6つの大手金融機関のみであった(Moseley(2013),p.653)。

69 Johnson & Kwak(2012)は、巨大銀行を解体し、金融機関の規模に上限を設定することは、TBTF問題の解消だけでなく、それらの政治的影響力も削ぐことになる、と主張している。

結び

本稿は、米国を対象に、規模と頻度を高めながら中長期的に繰り返す金融危機の連続的側面＝金融危機の「破滅のループ」に焦点を当て、そこからの脱却を目的に、それを引き起こす制度的原因としてのTBTF問題にポイントを絞って、その内実に対する詳細な分析を行った。

本稿の分析を通じて、以下のことが明らかになった。第一に、米国では1980年代以降、金融危機が規模と頻度を高めながら繰り返し発生している事実が存在するが、主要先行研究は、その分析の焦点を単発としての各危機に当てたうえで、そこで指摘された諸要因に対して、各危機後の金融制度諸改革によって適切に対応できているとするとともに、次の危機は適切に対応された要因以外の領域から生じ、その事前認識は困難であるし、認識できても金融イノベーションのポジティブな側面を考慮して大幅に抑制すべきでない、と主張する。それに対し、より中長期的視点に立って、金融危機の連続的側面に焦点を当てたうえで、そのより深い原因を探ろうとするのが金融危機の「破滅のループ」論である。それらは、問題の原因を政府・中央銀行、大手金融機関、投資家・債権者の間の相互依存的結びつきに求め、それが2007-09年のGFC前後に大手金融機関主導で強まり、GFC後の金融制度諸改革でも抑制されていないため、それを原因としたより大規模な金融危機が必然的に再発する、と主張している。

第二に、「破滅のループ」論がその存在の主要な原因と認識するのが、TBTF問題である。元々銀行へのセーフティネットの問題であったTBTF問題は、金融機関の規模と範囲が拡大し、活動領域が影の銀行システムへと広がるにつれ、その範疇を拡大させ続けてきた。それは「暗黙の政府保証」として大手金融機関に特別の競争優位をもたらすと同時に、明らかなモラルハザードを生み出してそれらによる過度のリスクテイクを促すと同時に、市場参加者によるそれらへの規律付けのインセンティブを削ぎ、彼らによるリスクテイクも促進することで、バブルと不安定性を用意した。歴史的には

TBTF政策＝政府救済は、米国では1980年代半ばに開始し、1980年代後半のS&L危機と2007-09年のGFC期に大規模に発動された。TBTF問題への対応はこれまでも実施されており、特にGFC後の改革ではその解消に強い焦点が当てられた。しかし、GFC後も既存のTBTF機関の地位や行動がほとんど変化していないかむしろ強化されていること、2023年銀行危機では中堅銀行にまで対象が広げられて再び発動されたともみなされることなどから、TBTF問題が現在でも解消されていないことは明白である。

第三に、TBTF政策の発動回避のために、TBTF政策以外の代表的諸施策の実現可能性を検討した。その結果、まずは大手金融機関を破たんさせないための施策として、監督強化についてはそれらの問題含みの企業文化を大きく変更できる可能性が低いこと、所要自己資本を量的・質的に高めることについてはそもそも要求水準が低いうえにすでに逆転・緩和の動きが見え始めていること、過度のリスクテイクを抑制する規制強化についてはそれらによる金融権力の露骨な行使の対象となり実効性を伴ったものになりえないこと、などが示された。一方、それらを破たんさせることでTBTF問題を解消する施策として、リビングウィルの提出については前向きに捉えられる側面がある一方、実際に破たんさせる際の利害関係が複雑すぎて、限られた時間でそれを実行に移すことが極めて困難であるため容易に放棄されうること、大手金融機関の規模と範囲の縮小については金融権力行使の最も強力な反発の対象となりえ、実際にすでにそうした動きが見られること、などが示された。

それらを総合すると、制度的な問題としてのTBTF問題の解消は極めて困難であり、その一点だけをとっても短期間に「破滅のループ」を解消することは不可能であると言わざるを得ない。一方、「破滅のループ」の原因、特に金融危機が単純に繰り返すだけでなく、規模と頻度を高めながら繰り返している原因について、制度的原因としてのTBTF問題は部分的にしか説明しえない。それをさらに追究するには根源的原因としての金融化に焦点を当てた分析が必要で

あり、それについては別稿で検討することとする。

参考文献

- 小倉将志郎 (2016)『ファイナンシャルイノベーション』桜井書店。
- 小倉将志郎 (2022)「国際金融危機後の金融化と金融機関行動」『駒澤大学経済学論集』第54巻第2号。
- 佐賀卓雄 (2015)「トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル (TBTF) 問題について」『証券経済研究』第91号。
- 高田太久吉 (2015)『マルクス経済学と金融化論』新日本出版社。
- 日本銀行金融機構局、金融庁監督局、預金保険機構調査国際部 (2022)「巨大金融機関の破綻処理制度改革の軌跡—10年目の節目を超えて」『日銀レビュー』2022年5月号。
- Acharya, V., D. Anginer and A. Warburton (2016), The End of Market Discipline? Investor Expectations of Implicit Government Guarantees, (https://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/pdfs/End%20of%20Market%20Discipline%20-%20Acharya%20Anginer%20Warburton%20_10_2016.pdf)
- Admati, A., M. Hellwig and R. Portes (2023), When Will They Ever Learn the US Banking Crisis of 2023, *VoxEU Column, Financial Regulation and Banking*, 18 May, 2023.
- Anstey, C. and Bloomberg (2022), Larry Summers Warns of a Dreaded Economic ‘Doom Loop’ and Says America Should Pay Close Attention to the UK’s Troubles, *Fortune*, October 22, 2022.
- Armstrong, R. and E. Wu (2023), SVB, Resolved, *Financial Times*, March 28, 2023.
- Benoit, D. (2023), JPMorgan Exhibits Its Dominance, Sets Sights Even Bigger, *The Wall Street Journal*, May 22, 2023.
- Benoit, D., G. Heeb, and R. Ensign (2023), Big Banks Post Blowout Quarter---JPMorgan, Citigroup, Wells Fargo See Profit, Revenue Gains after March Turmoil, *The Wall Street Journal*, April 15, 2023.
- Blinder, A. (2023), Policy Lessons from the Silicon Valley Bank Collapse, *The Wall Street Journal*, March 16, 2023.
- Capponi, A., F. Corell, and J. Stiglitz (2022), Optimal Bailouts and the Doom Loop with a Financial Network, *NBER Working Paper Series*, Working Paper 27074.
- Cetorelli, N. and J. Traina (2018), Resolving "Too Big to Fail", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.859.
- Cioffi, J., C. DeVito, and N. Serratore (2023), No Guarantee Systemic Risk Exception Will Save the Next Bank, *Reuters*, April 7, 2023.
- Claessens, S. and A. Kose (2013), Financial Crises Explanations, Types, and Implications, *IMF Working Paper*, No. 2013/028.
- Epstein, G. (2023), The Financial Crisis of 2023: Protecting Big Finance, Coming and Going, *Article*, Institute for New Economic Thinking, March 27, 2023.
- Farrell, M., M. Goldstein, and L. Hirsch (2023), Both Relief and Jitters as JPMorgan Acquires Troubled First Republic, *The New York Times*, May 2, 2023.
- Financial Stability Board (FSB) (2021), *Evaluation of the Effects of Too-Big-To-Fail Reforms: Final Report*.
- Financial Times (2023), Silicon Valley Bank's Collapse Reveals Regulatory Flaws, *Financial Times*, March 14, 2023.
- Goldberg, E. (2023), ‘Doom Loop’, *The New York Times*, April 9, 2023.
- Haldane, A. (2023), Crises Have Left Us Stuck in a ‘Doom Loop’ of Insuring Risky Behaviour, *Financial Times*, April 11, 2023.
- Haldane, A. and P. Alessandri (2009), Banking on the State, Federal Reserve Bank of Chicago Twelfth Annual International Banking Conference on "The International Financial

- Crisis: Have the Rules of Finance Changed?", Chicago, 25 September 2009.
- Hellwig, M. (2021), Twelve Years after the Financial Crisis – Too-Big-to Fail Is Still with Us, *Journal of Financial Regulation*, Vol.7, Issue 1.
- Hoening, T. (2017), The Long-Run Imperatives of Monetary Policy and Macroprudential Supervision, *Cato Journal*, Vol.37, No.2.
- Hoening, T. and S. Bair (2022), In Response to FDIC's Request for Comment on Rules, Regulations, Guidance, and Statement of Policy on Bank Merger Transactions, RIN 3064-ZA31, May 16, 2022.
- Ip, G. (2023), A Rapid-Finance World Must Ready for a Slow-Motion Banking Crisis; Though the Fed and FDIC Have Stopped Contagion from SVB for Now, Smaller Banks Could Face Pressure for Years to Come, *The Wall Street Journal*, March 29, 2023.
- Johnson, S. (2009), Is the Financial System Condemned to a "Doom Loop"?, *Realtime Economics*, Peterson Institute for International Economics.
- Johnson, S. and J. Kwak (2012), Is Financial Innovation Good for the Economy?, *Innovation Policy and the Economy*, National Bureau of Economic Research, Vol.12.
- Kelleher, D. and F. Medina (2016), Ending Too-Big-to-Fail by Breathing Life into "Living Wills", *Policy Brief*, Better Markets, January 2016.
- Laeven, L. and F. Valencia (2018), Systemic Banking Crises Revisited, *IMF Working Paper*, No. 2018/206.
- Moseley, F. (2013), "The Bailout of the "Too-Big-To-Fail" Banks," in Wolfson, M and G. Epstein eds., *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, New York, USA: Oxford University Press.
- Naylor, B. (2023), SVB: Why It Happened; What to Do, *Public Citizen*, March 21 2023.
- Nocera, J. and M. de la Merced (2023), While Regional Banks May Not Be 'Too Big to Fail,' They Are No Less Valuable, *The New York Times*, April 3, 2023.
- O'Grady, M. (2023), The Weekend Interview with Thomas M. Hoening: Another Banking Crisis Was Predictable, *The Wall Street Journal*, March 18, 2023.
- Roubini, N. (2023), The Coming Doom Loop, *Project Syndicate*, March 30, 2023.
- Stiglitz, J. (2018), Ten Years Later: Keynote Address, *Roosevelt Institute Working Paper*, September 2018.
- The Wall Street Journal (2023a), Janet Yellen's Blurred Lines, *The Wall Street Journal*, March 23, 2023.
- The Wall Street Journal (2023b), The Fed Passes the Buck on Banks, *The Wall Street Journal*, March 29, 2023.
- The Wall Street Journal (2023c), Jamie Dimon Rides to Biden's Rescue, *The Wall Street Journal*, May 2, 2023.
- The Wall Street Journal Podcasts (2023), Are Bank Regulators Doing More Harm than Good?, *The Wall Street Journal*, March 22, 2023.
- Thomson, J. and W. Todd (2023), Shifting Downward: How a Change in Fed Culture Hurt Bank Supervision, *Article*, Institute for New Economic Thinking, March 27, 2023.
- Warsh, K. (2023), How to Prevent Another Financial Crisis, *The Wall Street Journal*, June 12, 2023.
- Wilmarth, A. (2020), *Taming the Megabanks*, New York, USA: Oxford University Press.
- Wilmarth, A. (2021), The Pandemic Crisis Shows that the World Remains Trapped in a 'Global Doom Loop' of Financial Instability, Rising Debt Levels, and Escalating Bailouts, *Banking & Financial Services Policy Report*, No.8.
- Wolfson, M. (2013), "An Institutional Theory of Financial Crises," in Wolfson, M and G. Epstein eds., *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, New York, USA: Oxford University Press.

Zumbrun, J. (2023), U.S. News – The Numbers:
Bank Failures Fall Way Short of 2008 Crisis,
The Wall Street Journal, May 13, 2023.