

研究ノート

金融危機一考察

——スカンディナビア金融危機のケース——

京都学園大学 経済学部

宮川 重義

要 旨

金融危機はつねに繰り返し起こる。古くは、1930年代の世界大恐慌であり、最近ではわが国の90年代の長期不況、あるいはアメリカのサブプライム金融危機である。そこに共通して見られるのは、金融自由化と金融緩和である。この両者が同時に起こるとバブルが発生し、その後バブル崩壊、不良債権、金融危機が生ずる。本稿で詳細に検討する、スカンディナビアの金融危機も同様のプロセスを経ている。しかしながら、すべての金融危機が同じパターンで生ずるのではない。そこにはそれぞれの国の特徴がある。スカンディナビアの場合は、固定相場制度が大きく関係している。もう一つ重要な特徴は金融危機後の対処の仕方である。スカンディナビアの金融危機においては、単に中央銀行のみならず政府が最初から金融機関救済に関与した。公的資金の投入が速やかに実施され、金融システムの崩壊を未然に防ぎ、バブル崩壊後の経済をいち早く回復させた点は金融危機に対して政府、中央銀行はいかに対処すべきかという点で大いに参考になる。金融機関は私的機関であるが、その役割は公的なものであることを改めて認識させてくれる。

キーワード：金融自由化、バブル、固定相場制度、公的資金

Ⅰ. はじめに

金融危機は常に繰り返し起きる。恐慌研究の権威、チャールズ・キンドルバーガーはつぎのように述べている。「人びとは新しい利潤機会をとらえ、不合理というに近いやり方で行き過ぎが行なわれ、熱狂を繰り返す。ひとたび上昇が行き過ぎの性格を帯びると、金融制度は一種の攪乱状態に陥り、その過程で膨張する動きを逆転させる激しい無謀な動きが生じ、恐慌に似た現象となっていくようである。熱狂的局面では、資産家と借金の能力のある人はカネをモノに換えたり、実物資産や非流動的な金融資産を購入するために借金したりする。恐慌の局面では、逆の動きが生じる。つまり、実物資産や金融資産をカネに換えたり、借金を

返したりする。商品、住宅、建物、土地、株式、債券など、要するに熱狂の対象となったもののすべての価格の崩壊が生じる¹。熱狂は今日バブルと呼ばれ²、資産価格のファンダメンタルズからの上方乖離として定義される。このバブルを生むのは、たとえば、ハイマン・ミンスキー（1982、1986）の展開する金融不安定仮説にしたがえば、マクロ的な外生的ショックである。その異変の原因が何であれ、経済の重要な一部門での利潤機会が変化すれば、経済に対する期待は変化する。そしてブームが生まれる。そのブームは通貨の供給を促す銀行貸出しの膨張によって促進される。その銀行貸出しが投機的資産購入に当てられ、資産需要が既存の資産供給を上回り、新たな利潤機会を生み、新規投資を促し、所得の大幅な上昇をもたらす。人びとは「ユーフォーリア（陶酔）」の状態に陥る。中央銀行が景気過熱を抑えるために金融引き締めを行なえば、バブルは弾ける。バブル崩壊は不良債権をもたらし、金融機関のバランスシートは著しく悪化する。これは貸出し抑制を引起す。借手のバランスシートも悪化し、いわゆる「逆選択」「モラルハザード」が発生し、経済活動を抑える。金融危機は金融仲介を停止させる。ミンスキーは金融危機によって金融機関が仲介の役割を果たせなくなる状態を「金融不安定 (financial instability)」と呼んだ。

アービング・フィッシャー（1933）は、債務デフレ理論を展開した。彼は、大きな好況、不況期には2つの主要要因、過剰債務とデフレが存在するとし、その関係を強調した。まず、最初に過剰債務が発生し、つぎにデフレが発生する。過剰債務をもった経済主体は流動性確保のために資産の売却を迫られるが、その資産価格は下落し、過剰債務はさらに増加する、という悪循環のプロセスを分析した。

ミルトン・フリードマンとアンナ・シュオーツは『アメリカ合衆国の貨幣史』の研究において、1930年代の大恐慌は金融システムの悪化がその原因であるとし、当時の連邦準備の政策を強く批判した。彼らは大恐慌期のデータを綿密に解析し、アメリカのマネースtock、産出高、物価の三つが1930年代にともに、減少・下落したことを明らかにし、その因果関係を歴史事実から丁寧に解きほぐした。また、シュオーツはその後の論文で、マネタリー・ベースの縮小を伴う「真性の」金融危機とそれを伴わない「擬似的 (pseudo)」金融危機を区別することを示唆した³。

また、最近の研究では、バーナンキーとガートラ（1989、1990）や清滝とムーア（1997）は、企業の不良債権に着目して、それが経済に大きなマイナスの影響を及ぼすことを理論的に明らかにした。バーナンキーとガートラ（1990）では、クレジット・クランチの分析にあたり、バンク・キャピタル・クランチという言葉を用いながら、銀行の自己資本不足こそが、

1 キンドルバーガー（2000）pp. 3-4.

2 もっとも、学説史的に言えば、バブルという言葉が最初に使われたのは、18世紀のイギリスにおける南海商会 (South Sea Company) のバブル事件である。1711年に設立された南海商会は、あまり実績のない企業でありながら、1718年にイギリスの国王がその総裁に就任すると、たちまち異常人気でその株価がどんどん上昇し、その後、実績のなさが明らかになるや急落した。

3 Anna Schwartz (1986).

「貸し渋り」の原因と断言した。その意味では、公的資本の注入による「自己資本」の補強こそが、貸し渋りを解消して不況を打開するためのカギになりうる。

金融危機というのは、経済学の実験である。さまざまな要因がからまって危機はおきるのである。複雑に絡み合う要因を一つ一つ解きほぐすことによって、その因果関係を明らかにしなければならない。本稿ではその一つの実験として、80年代後半から90年代始めにかけて起きた北欧の金融危機を取り上げる。近年の金融危機理論の発展を考慮しながら、北欧でもとくに金融危機の影響の大きかった、フィンランドとスウェーデンを対象にどのような要因によって金融危機が展開したかを分析し、そこから金融危機一般についての知見を得ることを目指す。とくに、バブルはどのようにして生じたか、固定相場になぜ固執したか、不良債権の処理はどのように進んだか、という3点に焦点を当てる。

II. 金融危機の経過

まず、フィンランドとスウェーデンの金融システムの特徴と金融危機がどのように生じたかの概略を説明することから始める。

1. フィンランドとスウェーデンの金融システム

スカンディナビア諸国を歩いて、まず気がつくのは金融機関の名前がどれも同じだということである。確かにスカンディナビア諸国の金融機関は高度に集中している。2005年末で、スウェーデンでは5大銀行で総金融機関の総資産の84.2%、フィンランドでは84.3%、デンマークでは66.3%、ノルウェイでは48.7%となっている⁴。スカンディナビア諸国のような小国では、規模、範囲の経済性から金融機関はある程度大きくなる必要があることは理解できる。しかし、その集中化は最近になって急速に進んだ。業務を超えて、また国境を越えて合併が進行したのである。その理由は90年代初めの金融危機にある。

現在スカンディナビを代表する銀行はノルディア（Nordea）である。金融危機後、合併吸収を繰り返し、現在スカンディナビア最大の金融グループである。その総資産は4740億ユーロ（2008年10月）で、デンマークとフィンランドのGDPの合計にほぼ等しい。その名前の由来は、NordicとIdeaである。つまり、Nordic ideasというわけである。その母体はスウェーデンの銀行、ノルドバンケン（Nordbanken）で、1992年にほぼ倒産しかけたが、数年で素早く回復し、合併を目指した。93年にゴータ銀行を吸収した。最初は敗者の集まりに見えたものが、現在のノルディアの中核となったのである。その後、フィンランドのメリタバンク（Merita Bank）、ノルウェイのクリスティアニア銀行（Christiania Bank）、デンマークのユニ銀行（Unibank）と合併し、さらに北欧の抵当金融機関や保険会社を吸収している。2001年には名前を現在のノルディアに変更した。その歴史はスカンディナビア諸国の金融危機回復の歴史でもある。

4 Peter Howells and Keith Bain (2008).

その他の銀行も類似の方法でスケールは小さいながらも拡大していった。ほとんど、すべての新しい持ち株会社はバルティック諸国に子会社を設立した。ノルディア、スウェーデン SEB のような大銀行はヨーロッパ大陸の大銀行さえも吸収し始めた。スウェッドバンクのような銀行は同じような貯蓄、組合銀行をもつ国の銀行と戦略的同盟を結ぶようになった。このような吸収、合併、提携の波は北欧固有の現象ではない。金融機関の競争が高まっており、世界各地で起きている。だが、この集中化が北欧領域内で生じているのが特徴であり、スカンディナヴィア以外の国の金融機関がこれらの地域に参入することはほとんどない。

現行の集中化の2つの特徴は、「金融全ての分野を扱う：all finance」と「インターネットバンキング」である。前者は業務の統合である。ノルディアのような金融グループは保険、年金管理などを含む銀行、金融のあらゆるサービスを提供している。スカンディナヴィアの銀行はエレクトロニックバンキングで世界をリードしている。ノルディアの顧客は約1000万であるが、そのうち590万はインターネット取引の顧客である（2009年）。ノルディック諸国の不利な点は人口の少ないことであるが、これをコンピュータ技術によってカバーしているのである。人口密度の低い国で支店の設置はコストがかかる。そこで、all finance で範囲の経済を創出するインセンティブが働く。また、エレクトリックバンキングによって「規模の経済」を得ようとする。技術進歩と集中化は互いに影響しあって展開する。なぜなら、エレクトリックバンキングからの利潤はネットワークのサイズと共に成長するし、買収、合併はネットワークのサイズを大きくする。国境を越えた金融グループの出現は各国の監督当局間の協力が必要となる。銀行、保険、投資会社の管理に協力をしている。各中央銀行は金融安定についての報告書を毎期出しているが、そこでは、金融機関の国境を越えた活動にまします注意を払っている⁵。

2. 金融危機の概略

まず、スカンディナヴィア諸国の金融危機の概略から説明しよう。1980年以前のスカンディナヴィアの金融市場は未発達であった。銀行貸付が中心で、金利は規制され、貸出限度があり、ポートフォリオ制約があり、為替管理もあった。小さな銀行間市場があるだけで、貨幣市場は存在しなかった。債券市場は国および抵当金融機関の発行する債券の発行市場があるだけで、投資家といえば、国内の保険会社と年金ファンドであった。これらは法的に一定量の国債保有を強制されていた。株式市場もまた低調であった。公開株式は少なく、株式のほとんどは経営戦略の観点から保有され、ファンドに長期保有の目的で保有された。他国と同様に1980年代の金融の規制緩和と統合によって変化した。1970年代に物価、金利、為替がますます変動的になったので、多くのスカンディナヴィアの企業は為替管理を停止し、グレーの信用市場を用い始めた。政府や中央銀行は量的規制で金融市場の規制は不可能と感じ取ったので、彼らは銀行貸付および金利の管理を廃止し、オープンな金融市場と債券市場を作った。

5 Peter Howells and Keith Bain (2008).

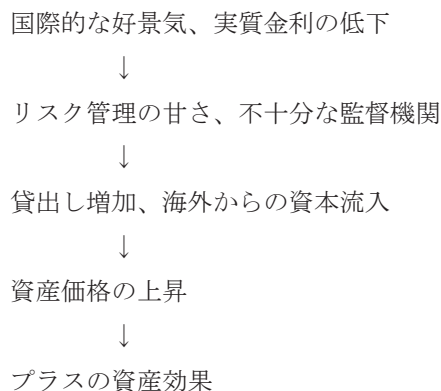
さらに、ポートフォリオ制約や為替管理を廃止したので、株式市場はますます活発になった。

規制緩和は同時に起こったのではない。デンマークでは EEC（今の EC）に加盟し、EEC のルール、規制に従うようになった、1975 年ごろに始まった。スウェーデンとノルウェイでは 80 年代初めに貨幣、債券市場が十分大きくなったところに始まった。他方、フィンランドでは債券、株式市場は 90 年代の初めにやっと始まった。

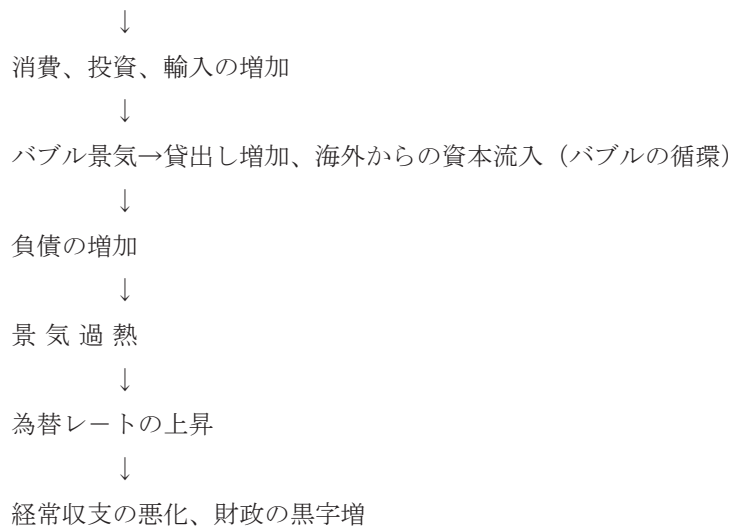
フィンランドおよびスウェーデンの金融危機はその前段階として、80 年代からの金融自由化と金融緩和を上げねばならない。金融市場の規制緩和により、貸出しブームが起こり、海外からの資本流入が起き、それが国内の消費、投資を支えた。海外からの資本流入は固定相場がその基礎にある。国の経済が安定し固定相場に対する信頼が厚いときに、規制の枠をはずせば、投資機会を求めて海外資金が流入するのは当然である。したがって、金融自由化と固定相場による海外からの資本流入が投機バブル発生の主因と理解できる。また、為替レートの強含みが金融緩和の余地を作った、ことも見逃せない。為替レートが減価傾向にあるときには、固定相場制のもとでは安易な国内金融緩和はできない。しかし、為替レートが増価傾向にある場合には、金融緩和の余地はある。固定為替である点は異なるが、金融自由化と金融緩和がバブルを起こしたという意味ではわが国の 80 年代後半からのバブルと極めてパターンは類似している。また、固定為替の点を見れば、90 年代後半の東アジアの金融危機とも極めて類似している。この時点で実質金利が低くマイナスであったことも見逃せない。それが資産価格のインフレを生み、それがまた、富効果を生み、総需要を膨らませた。この拡大局面で固定相場は維持されると信じられていた。金融危機の流れを図示すれば、次のようになる⁶。

第一ステージ（バブル発生：80 年代初めから 90 年まで）

特徴：金融規制緩和と固定相場制

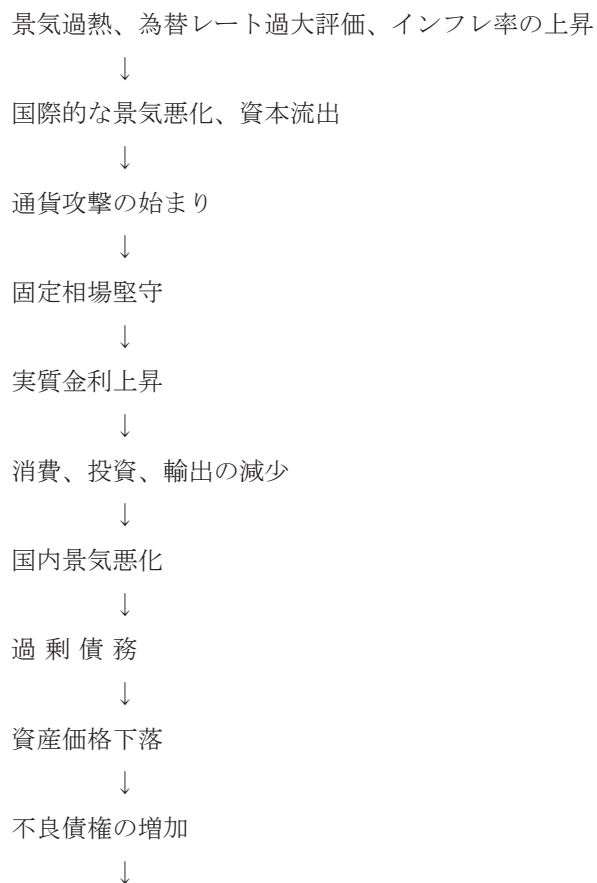


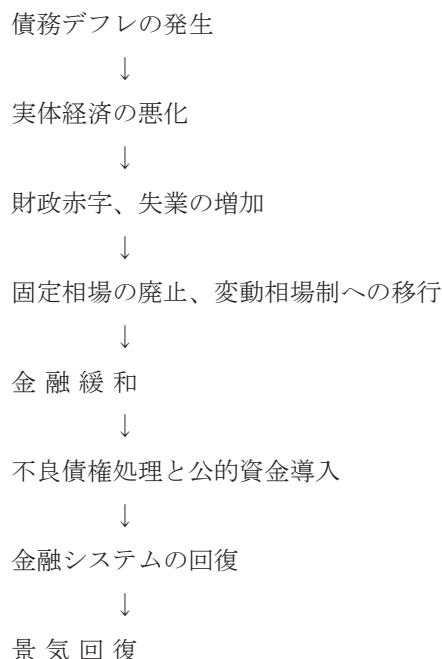
6 この図は Jonung, Lars, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (2009) Figure2.3 および 2.4 を一部加筆修正したものである。



第二ステージ（バブル崩壊：1990年から93年まで）

特徴：金融危機および通貨危機の同時発生





3. 両国のデータによる金融危機の展開

フィンランドのケース⁷

フィンランド経済は90年代に厳しい不況を体験した。実質GDPは90から93年にかけて急速に低下した。GDP成長率は4年間で14%以上下落した。90年にピークに達し、92年末には急速に下落した（図1参照）。この不況は最初、金融自由化によって生じた。金融自由化の結果、銀行貸付は1985年以降急速に拡大し、90年にピークに達した（図2参照）。海外からの資本流もまた、貸付ブームに拍車をかけることになった。

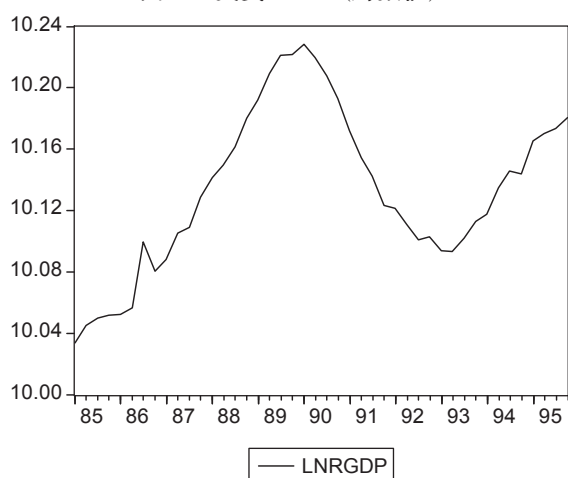
金融自由化それ自体は急速な資産インフレを起こすことはない。金融緩和の下で金融市場が規制緩和された時、はじめて資産価格は上昇する⁸。貨幣ストックは徐々に増加し始めた。1989年第一四半期には貨幣ストックの増加率はM1で17.7%に達し、M2では1988年第一四半期に18.4%に達した。そのピーク後、貨幣ストックはともに急速に下落している（図3参照）。

金融自由化と資産インフレのタイミングはわが国の80年代と非常に類似している。フィンランドでは、金融規制緩和が始まった1980年代以前には直接金融は未発達であった。預金金融機関が金融市場の中心であり、銀行は融資を通じて企業支配を行っていた。

7 本節は Kalela, Kiaander, Kivikuru, Loikkanen & Simpura, (2002) および Nyberg and Vihriala (1994) による。

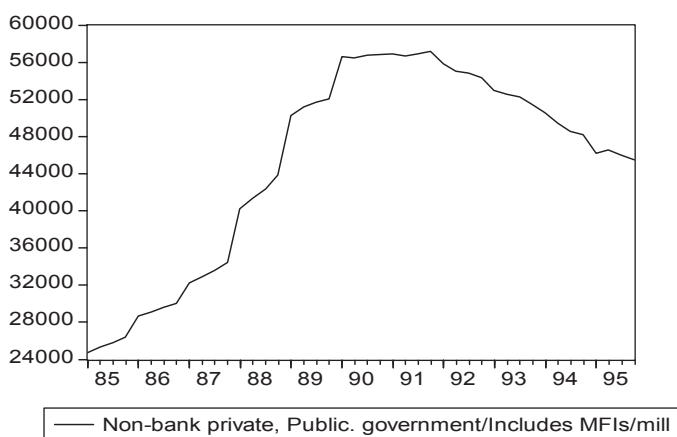
8 両国の金融危機はマネーストックとは関係なく、金融機関の仲介停止が問題であるという主張がある。たとえば、Peter Englund and Vesa Vihriala (2009)。しかし、われわれは両国の金融危機においてもマネーストックが大きな影響を持ったと考えている。

図1 実質 GDP (対数値)



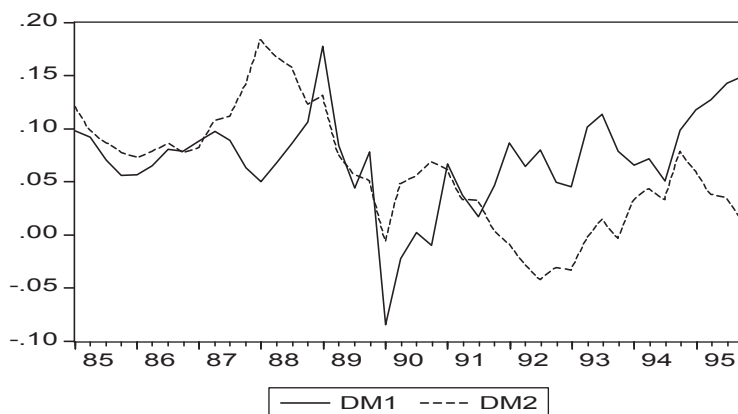
(Source) OECD data base

図2 銀行貸付



(Source) OECD data base

図3 マネーストックの増加率 (対前年比)



(Source) OECD data base

フィンランドではバブルおよびその崩壊のプロセスは以下の通りであった。データで見ると、フィンランドのバブル期間は1985年から1990年で、一方バブル崩壊後の不況は1991年から1993年であった。1985年から1990年のGDP平均成長率は3.4%であった。バブルは1986年ごろから始まった。バブル起こした要因としてはつぎの三つを上げることができる。

第一の要因は金融自由化である。自由化の結果、証券市場は急速に発達した。また、80年代後半の為替管理の廃止によって海外からの借入は急増した。銀行貸付金利の自由化、海外からの民間借入によって、銀行貸付は急増した。

第二の要因は、交易条件の急速な改善である。原油価格の下落および木材関連製品の世界市況の好転がフィンランドの輸出を促進した。

第三の要因は、金融緩和である。1986年から87年の貨幣ストックの増加率は年当たりで10%を超えた（図3）。

インフレ率は少しずつ上昇し始めた。消費者物価は1986年の2%から1990年には8%に達した（図4）。インフレの急速な上昇はフィンランドの輸出競争力を弱め、深刻な経常収支問題を引起した。規制緩和と金融緩和が同時に起きたことにより、銀行は積極的に貸出し攻勢に出た。銀行間の貸出し競争は激化した。とくに積極的な貸出しを展開したのは貯蓄銀行であった。同行はリスクの高い案件にも積極的に融資を実行した。金融自由化の進展とともに、金融機関の利潤は少しずつ減少していった（表1）。さらに海外からの資本流入も急速に増加した。その結果、不動産その他資産価格は著しく上昇した（図5）。

表1 商業銀行の金利収入
(純金利所得 / 資産)

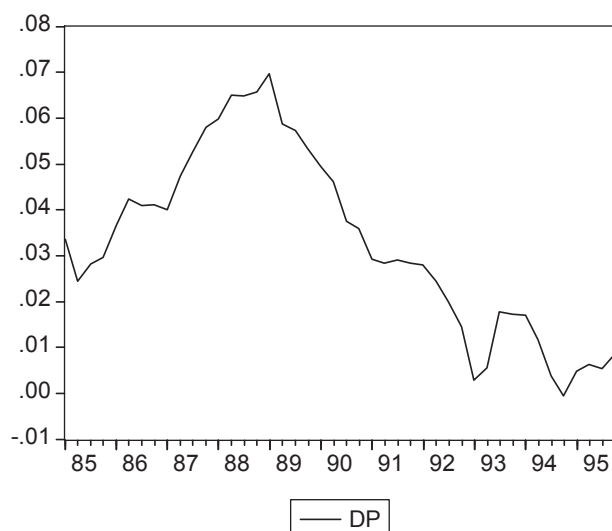
	1980	1984	1987	1990	1991
フィンランド	2.28	1.65	1.57	1.60	1.25
スウェーデン	2.26	2.21	2.49	2.08	2.09
ノルウェイ	3.50	3.30	2.78	2.63	2.49
日本	1.61	1.36	1.20	0.90	1.11

(出所) Shigemi (1995)

このブームも1990年に終焉を迎える。実質GDPは1990年に下落し始め、その後93年まで下落を続ける。価格競争力を失い、交易条件も悪化することにより、フィンランドの輸出は少しずつ下落した。さらに、ソビエト連邦の崩壊はフィンランドの輸出を急減させた⁹。さらに、フィンランド銀行（BOF）は1990年からマルカへの通貨攻撃を防ぐために金融引締め政策を実施せざるを得なくなった。しかし、この金融引締めはフィンランド経済に大きな打撃を与えた。

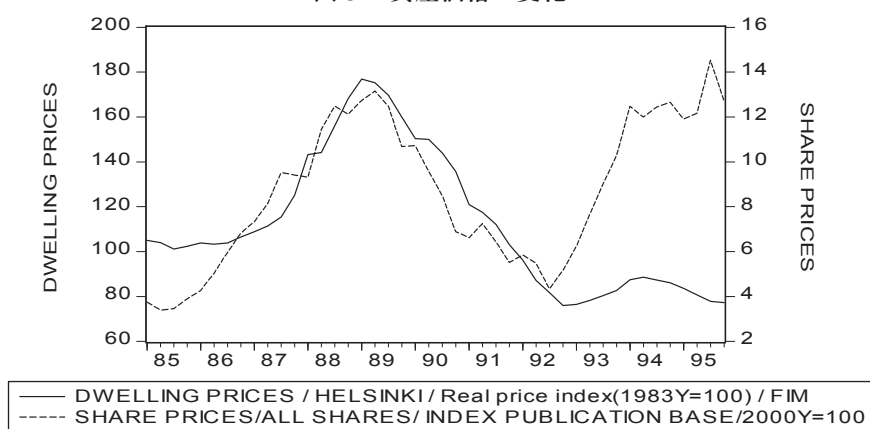
9 ソビエトの崩壊による輸出損失は間接的効果も含めば、GDPの2.5%にもなると推定されている。Nyberg and Vihriala (1994) を参照。

図4 消費者物価変化率



(Source) OECD data base

図5 資産価格の変化



(Source) OECD data base

経済の悪化に伴い、資産価格の下落が始まり、企業の倒産も増加した。1991年半ばまでに、企業の倒産件数は、月平均で600件にもなった¹⁰。1991-92年で銀行の不良債権は急速に増加した。不良債権のおよそ40%は建設、不動産、小売業への貸付であった¹¹。金融危機は始まった。もっとも厳しい被害を受けたのが貯蓄銀行であった。貯蓄銀行はバブル期にとくに貸出しを増やした。貸出し競争の進展する中で、リスクの高い小企業や不動産業への貸出しウェイトを高めていった。また、不幸なことに、貸出しの多くは外貨建てであった。それで、

10 Nyberg and Vihriala (1994) 図13を参照。

11 1992年には銀行の不良債権は420FIMから770FIMへと一挙に増加した。Nyberg and Vihriala (1994)を参照。

マルカが減価したとき、その借手は大きな打撃を受けた。その結果、貯蓄銀行の中央銀行的存在である、スコップバンクがまず経営危機を迎える。その後金融危機は続き、92年に最悪となる。

1989年末に銀行危機の問題が認識し始められた。スコップバンクおよび貯蓄銀行グループの経営が問題視されるようになり、その貸出が抑制され始められたのを契機に、BOFと銀行監督局（Bank Inspectorate）はスコップバンクを特別監督下においた。スコップバンクのCEOが安易な貸出し拡張政策の責任をとって自殺したとき、フィンランドの金融システムに対する信頼が大きく揺らぎ始めた。まず、当局は再建計画の提出を求めた。それによって、貯蓄銀行は資本注入を実行したが、この段階では公的資金の投入はまだなかった。

91年になり経済全体が悪化し、民間だけではスコップの自立再生は不可能と考えられたので、中央銀行は1991年9月に介入を決めた。倒産銀行を引受けようとする前に厳しい流動性危機が発生した。1991年末には首相によってワーキンググループが結成された。このワーキンググループは、1992年3月に金融システム全体に深刻な問題が発生しており、思い切った救済策が必要との結論を出したが、それはスコップバンクの危機が表面化して2年以上もたってからであった。

フィンランドのマルカは92年9月にフロート制に移行した。それによって、BOFは為替レートを指定ゾーンにキープする法的義務から解放された。よく知られている、固定為替相場、独立した金融政策、国際資本移動の自由化、の三つは同時に成立しない、という「国際金融の三角形（the irreconcilable trinity）」から開放されたのである。

新為替レームの下で、BOFは国内経済を重視した金融政策の実施ができるようになった。短期金利はすぐに10%ポイントも下落した。その結果、資産価格は安定し、さらに上昇に転じた。また、為替制度の変更に伴い、インフレ懸念を起こさないように、BOFはインフレターゲットを用いることになった。このインフレターゲットはBOFがインフレに対して断固たる姿勢を持つというシグナルとなり、新為替レートシステムはインフレを起こすのではない、という人びとの懸念を一掃することになった。1992年初めには政府は問題銀行の処理に公的資金を導入することを決めた。政府保証基金（Government Guarantee Fund : GGF）が銀行システムを支えるために設立された。公的資金は1994年まで投入された。金融システム救済のために投入された公的資金の総額は1992年の名目GDPの7.4%に達した¹²。

しかし、マルカの減価は輸出の回復をもたらし、94年以降フィンランド経済は回復軌道に乗り、平均4.5%の経済成長を遂げることになる。輸出の回復がもたらした影響は大きかった。1992-2000年で年平均10%も増加し、輸出額は金融危機前の2倍にも増加した。減税政策も大きかった。96-2007年に平均的な所得税率は8%低下した。政府と組合の関係も良好で、賃金の安定に貢献し、生産性も上昇した¹³。産業構造は大きく変換した。これまで、

12 スウェーデンは5.2%でノルウェイは3%であった。Ho nkapohja and others (2009) p.24 参照。

13 91-95年の中道右派政権は労働組合の力を弱める政策、中央の労働組合が主導権をにぎる集団的賃金交渉を廃止しようとした。これは反発を招き、2度ゼネストの危機があった。

フィンランドの産業は資源中心の重工業、金属、紙、パルプであったが、IT 産業が新たに誕生した¹⁴。この金融危機によって、多くの非効率的分野がつぶれ、既存の企業、産業内で効率的分野が生きてきた¹⁵。R & D、職業訓練、教育への民間、政府投資が続いた。他方通貨切り下げで実質債務負担の増加と国内需要の減少が生じたので、国内消費を当てにした非交易産業は衰退した。

フィンランドはその後、1996 年にはユーロ加盟を決定し、99 年にはマルカをユーロにペッグさせた。1995 年には政府はそれまでの中道右派から社会民主党に政権交代がおこなわれ、同政権は、2003 年まで続く。財政面でも回復の兆しが生じた。1994-97 年の景気回復に伴い、財政支出を抑えたので、財政収支は著しく改善し、94 年には財政赤字は GDP の 6 % を占めていたが、2000 年には 7 % 黒字に転じた。

財政面の支出カットは積極的に行なわれた。高齢化の進むフィンランドでは、年金受給者が増えているのに、社会福祉関連の支出は 90 年と比べて、90 年代末には 10 % も低下した¹⁶。金融危機の最中に失業手当は増加し、財政を圧迫したが、景気回復後はこの支出は減少した。政府は積極的に支出カットに努めた。政府は、高い失業手当は失業者の労働インセンティブを失くすという名目で予算カットを進めた。国民は福祉国家維持のために必要と受け入れた¹⁷。

スウェーデンのケース¹⁸

スウェーデンでは、金融自由化は 1980 年代初めに始まった。銀行の流動性比率は 1983 年に、金利の上限規制は 1985 年の春にそれぞれ撤廃された。金融自由化によって、金融機関は急速に貸付を拡大した。商業銀行、抵当金融機関、ファイナンス会社は競って貸出しを増やした。その結果、貸付総額は 1986 年から 1990 年に 136 % 増加し、貨幣ストックは急増した (図 6)。金融緩和は住宅ブームを引起し、住宅価格は急上昇した (図 7)。税の優遇 (A tax advantage) も住宅ブームに拍車をかけた。住宅購入のために銀行借入れをした場合、金利支払い分は課税所得から全額控除された。株式市場ではレバレッジの高い投資が実行された。株式市場は過熱し、株価は上昇を続けた。株価は 1989 年 8 月にピークに達した。失業率は減少を続け、1989 年には記録的な低率になった。高いインフレ期待と税の優遇のために、税引き後の実質金利は非常に低くなった。

しかし、このバブルも金融政策が引締めになった 1990 年に突然破裂した。税制改革が急激な資産価格崩壊の引き金となった。金利支払いの可処分所得からの控除も著しく制約され

14 その代表的企業ノキアも、危機以前はトイレットペーパーを生産していた。

15 P. Engulung and V. Vihriala (2009) は、金融危機はまさに、シュムペータの創造的破壊を生むことになった、と考えている。

16 P. Engulung and V. Vihriala (2009).

17 P. Engulung and V. Vihriala (2009) p. 48.

18 本節の説明は主として Peter Englund (1999) および Timothy Edmonds (2008) によっている。

図6 マネーストックの増加率（対前年比）

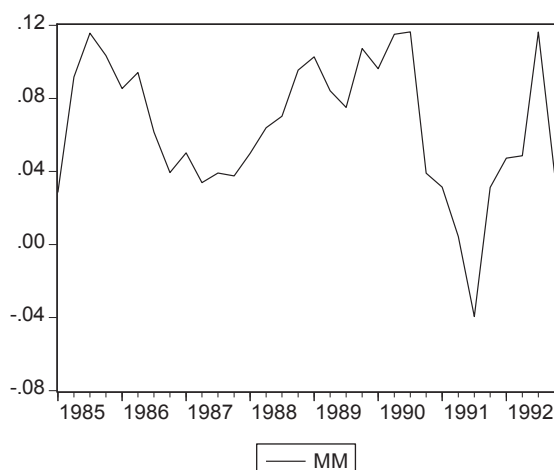
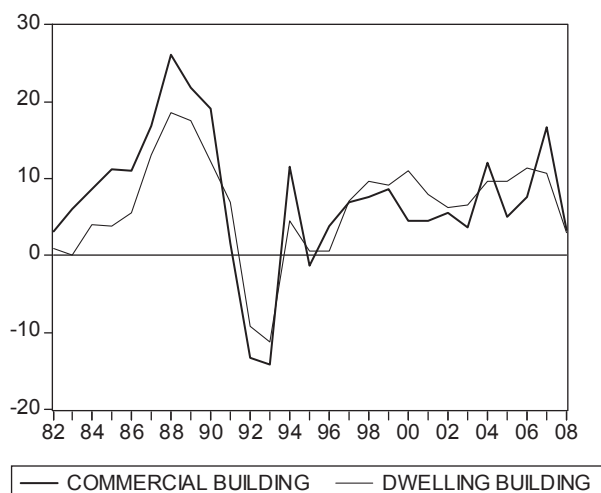


図7 住宅価格の上昇率



ることになった。金融引締めと税制改革の双方がスウェーデンのバブルを崩壊させた。1989年の秋ごろになると現行の家賃で入居者を見つけることが困難になり始めた、という報告書が出た後、不動産市場は急激に悪化していった¹⁹。株式市場にも陰りが見え始めた。とくに、不動産株価指数はピーク時から一挙に52%も下落した²⁰。商業用不動産と住居の双方の価格変化は図7に示すごとく、急激に下落し始めた。バブル崩壊は金融引締めが切っ掛けとなった。金融が急激に引締められたのは、ドイツが再統一されて、国際的に高金利になったこと、およびリクスバンクがインフレを警戒し始めたことによる。税制改革も資産市場にマイナス

19 Peter Englund (1999) p. 89.

20 Peter Englund (1999) p. 89.

の影響をおよぼした²¹。

ファイナンス会社の一つ、ニッケルン (Nyckeln) が 1990 年 9 月に満期のきた短期手形 (marknadsbevis) をロールオーバーできなくなった。これがスウェーデンにおける金融危機のきっかけである。続いて、他の金融会社も短期手形市場の急激な収縮により資金を得ることができなくなった。金融会社というのは、預金を集めることはできないので、短期市場からの資金調達が重要な資金源である。金融会社の経営が難しくなるにつれ、その影響は金融市場全般に拡大し始めた。というのは、商業銀行は金融会社に多額の資金提供をしていたからである。スウェーデンの 6 大銀行のうち、2 銀行の第一貯蓄銀行 (Första Sparbanken) とノルド銀行 (Nordbanken) の経営も問題になりはじめた。89-90 年にファイナンス会社に問題が発生した初期段階で、銀行監督局 (Bankinspektionen) は金融危機の拡大を民間の力で防ぐ道を模索した。そこで、まず、銀行がファイナンス会社の貸出しを引き継いだ。つぎに政府が大蔵省を通じて介入した。ノルド銀行はもともと政府保有の銀行であることから政府が救済した。

他の銀行については、フィンランドと同様に、民間での解決が求められた。92 年 4 月には、ゴータ銀行の株主は自己資本増強のために資金投入したが、それ以上の投入を拒んだ。そこで、ゴータ銀行は海外の保険グループと契約し、130 億クローナ内で貸出し損失が生じたとき、その補填のために借入ができることとした。最大の貯蓄銀行、第一貯蓄銀行の場合、政府は 91 年に最大 38 億クローナまで損失を補填する保証を与え、これは後に貸付となった。92 年 9 月にゴータ銀行保有の持株会社が破産したとき、スウェーデンでの本格的な金融危機の始まりとなった²²。この時、通貨危機も同時に起き、スウェーデンでは金融システム全体が危機に陥った。

スウェーデン政府の危機対応の特徴として、つぎの 2 点が上げられる。

- ① 政府による即座の全面支援。ゴータ銀行の倒産その日に同行の債務全額保証を決定し、その僅か 2 週間後には小野党 (Ny demokrati) を除く全党一致で、全銀行の債務保証を決定した。
- ② 倒産銀行の株主への補償はしない。

スウェーデンには保険がなかった²³。しかし、このことによってスウェーデンの政治家は 92 年秋に救済の必要を感じたとき、きわめて対応が迅速であった。スウェーデン政府の反応は素早かった。全ての預金を全額政府保証すると宣言し、強力に金融システムのサポートに乗り出した。問題銀行には公的資金の投入が決まった。

21 1991 年の税制改革によって、たとえば、配当および金利に対する税控除は 50% から一律 30% に減少させられた。P. Englund (1999), p. 89.

22 ゴータ銀行では 1992 年の春に 1 週間で預金の 5% が流出した。Peter Englund and Vesa Vihriala (2009) p. 125.

23 したがって、アメリカの S&L 金融危機のように、預金保険の存在がバブルを引起し金融危機の引き金になったという説明は成立しない。

フィンランドが1992年9月8日にフロート制に移行した後は、通貨市場は不安定になった。リクスバンクはクローナの防衛のためにオーバナイト・コールレートを500%にまで上昇させた。しかし、1992年11月には、フロート制への移行を決めて、新為替レジームの下で金融緩和を実施した。政府の速やかな公的資金導入とフロート制への移行がスウェーデン経済の速やかな回復をもたらした。フロート制移行による通貨の減価と国内金融の緩和によって、93年に経済は回復軌道に乗った。フィンランドと同様に輸出が牽引力となった。輸出のGDP比は92年には28%であったものが、2002年には45%にまで増えた。その理由としては、通貨の減価、賃金上昇の抑制と生産性の上昇、エリクソン（Ericson）の台頭、95年にEUに加盟し、海外からの投資が増え、ICT産業の成長促したこと、などを上げることができる。ただ、内需は伸びず、消費は低迷し、貯蓄は増加した。バランスシート調整が進められた。

1992年の変動相場制移行により、低金利が可能になった。93年1月にはインフレターゲット政策が実施され、そのターゲットは2%±1%におかれた。その結果、インフレは急速に低下した。1992-93年の固定相場からインフレターゲット政策への移行は労働市場に大きなインパクトを与えた。金融危機後の低インフレ政策は賃金契約を低めに押さえた。94年秋にはフィンランドと同様に野党の社会民主党が政権の座についたが、新政権は緊縮財政をとった。大蔵大臣ヨーラン・ペーション（Goran Persson）は財政再建を目指して、政府支出カット、増税に取組んだ。その結果、財政赤字はGDP比で減少した。ペーションはその後首相を務め（1997-2006年）、財政改革によって財政赤字はGDPの2%を上限とする、ことが決められた²⁴。

Ⅲ. 金融危機の処理²⁵

つぎに、金融危機が深刻化し、多くの金融機関が不良債権からその存亡の危機に瀕した時に、政府および中央銀行はどのように対応したかについて考える。両国の金融危機は流動性危機（liquidity crises）ではなくむしろ支払い能力危機（solvency crises）に陥っていた。政策対応は、以下の4本柱が中心となった。1. 拡張的マクロ経済政策、2. 中央銀行貸付金利の低下で銀行利潤の改善、3. 各種の政府保証を付け、資金の調達コストを下げる、4. 国の資本投入。

すでに概略述べたように、わが国の金融危機とは異なり、両国の危機では為替が固定されていたことが金融危機をより深刻なものにした。したがって、為替が変動になり、その後減価したことが、危機の局面を開き、金利が急速に下がった。両国ではわが国とは異なり、政府が迅速に対応したことも見逃せない。公的資本の導入は、フィンランドでは資本投入、スウェーデンでは資本保証という形でなされた。両国それぞれの場合について詳細に検討する。

24 Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (2009) p. 51.

25 以下の不良債権処理についての分析は主として、Peter Englund and Vesa Vihriala (2009) によっている。

1. フィンランドの公的資金導入

フィンランドでは、銀行問題に関するワーキンググループのアドバイスに基づいて、92年3月に80億マルカを預金銀行に投入した。この優先株はティア1資本に算入された。優先株の金利は最初3年間は短期市場金利に等しく、その後、金利は銀行が株式で代替するインセンティブを持たせるように、高くされた。もし、銀行が3年以上契約金利を支払うことができなかったら、あるいは自己資本比率が最低水準を割ったら、政府はこの優先株を投票権をもつ普通株に転換できるように決められていた。

最終的には全ての銀行が政府資金を優先株という形で受入れたが、その金利が市場金利よりも高くなる前に優先株を返済した。かくして、政府の支援コストは金利収入の損失のみに留まった。もし、政府の公的資金導入がなかったら、もっと金融危機の被害は拡大していたであろう、少なくともKOPは確実にGGFの支援を求めたであろう、とされている²⁶。

2. スウェーデンの公的資金導入

スウェーデン政府の支援のほとんどは国営のノルド銀行に対して実施された。具体的には新規資本の増資という形でなされ、十分すぎる資本増強となったが、これは国家の予算の一つのポケットから別のポケットに入れ替えるだけであり、民間支援の場合のようなモラルハザードは起こさないと考えられた。その意味では、ノルド銀行は他行に比べて大変有利な救済を受けた。

しかし、民間銀行についても、さまざまな保証がなされた。第一貯蓄銀行（*Forsta Sparbanken*）の所有者である財団には公開市場での借入金に保証を与えた。この保証は後に低金利での直接貸付となった。もっと後では、93年には、銀行支援機構（*Bank Support Agency*）がファールングス銀行（*Foreningsbanken*）に対して、特別保証を与えて、自己資本が満たせるようにした。もし比率が、8%の下限に近い、9%に落ち込んだら、機構が市場金利に等しい金利で優先株を買うというものであった。既存の株主は98年までに額面で優先株を買戻す権利を与えられた。もし、この権利が行使されない時には優先株は投票権を有する普通株に転換される、とされた。この点はフィンランドの資本注入と同じである。これは銀行が正常になったら、政府が資金を返還してもらうことを保証している。しかし、この保証が使われることはなかった²⁷。

3. 破綻銀行の処理

スウェーデンでは金融監督局が銀行監査をおこなっていたが、91、92年にとられた政策のほとんどは直接大蔵省によってなされた。フィンランドでは、上述したように最初の銀行倒産は中央銀行によって対応された。銀行問題の深刻さが理解されるにつれ、破産銀行の対

26 Peter Englund and Vesa Vihriala (2009) pp.102-3.

27 Peter Englund and Vesa Vihriala (2009) pp.103-104.

応に特別の機関が設置された。

フィンランドでは92年4月に特別機関、GGF (Government Guarantee Fund) が設立された。貸出し、貸出しの保証、株式の購入、などに使われた。当初意思決定は大蔵省、中央銀行、銀行監督局の代表からなる重役（ボード）にゆだねられていたが、実際には重要な決定は高度な政治レベルでの判断に依った。93年2月には正式な意思決定は政府に移管された。

GGF はフィンランドの銀行支援の中核となった。BOF はスコープバンクの株式を GGF に売却し、92年6月以降はこの銀行の再建に責任をもつようになった。GGF はまた、倒産した貯蓄銀行を引受けて SBF に合併させ、それを再建した。同じく、STS 銀行の不良債権は GGF の責任となった。これらのためには多額の資金が必要とされた。GGF は銀行部門への公的資金導入の主たるチャンネルとなった。

スウェーデンでは、92年9月24日に政府が初めて全ての銀行保証を宣言した。3ヶ月後には議会で正式に決定された。保証は大蔵省から特別機関、銀行支援機構に移った。この機関は93年3月から活動始めた。フィンランドとは反対に、正式な意思決定は中央政府から独立機関に移った。この機関の仕事は政府援助を求める個別銀行の財務内容を精査することであった。国際的なコンサルタントチームの援助を受けて、ハンデルス銀行をのぞく全ての主要行の貸出しポートフォリオ、将来の見通し、を詳細に分析した。これはフォーレングス銀行と特別な同意をもたらした。実際には、この機関が具体的な意思決定をすることはほとんどなかった。この機関が活動始める前には、銀行利潤は改善し、支援の必要も無くなっていた²⁸。

4. 資産運用会社の設立：アーセナルとセキュラム

フィンランドでは、アーセナル (Arsenal) が1993年11月にフィンランド貯蓄銀行 (Savings Bank of Finland ; SBF) の不良資産を処理するために、国営の機関として設立された。アーセナルは SBF のオーナーとなった。SBF からアーセナルに移転された資産の簿価は 390 億マルカであった。その内訳は 160 億が企業向け貸出し、80 億が家計向け貸出し、120 億が保有不動産、30 億が株式であった。その後、アーセナルは破産銀行、STS バンクの不良資産（1995年の移転時点で 140 億マルカ）およびスコープバンクの不動産も受継ぐことになった。

フィンランドでは、このような資産管理会社設立をめぐることは厳しく議論された。不良資産を正常資産と分離し、破綻銀行を救済しようとしたが、不良資産の買取り価格が高すぎ、民間保有の銀行に補助金を与えることになるという厳しい反対論が起きた²⁹。それで、議会は93年2月に資産管理会社の設立を拒否した。しかし、政府はこの金融危機の厳しさを国民によく説明し、政府の責任範囲を明確にし、93年10月には再度可決された。そして、この資産管理会社が金融システム再構築の中心として活動した。資産売却は市場に悪影響を及

28 Peter Englund and Vesa Vihriala (2009).

29 スウェーデンでは破綻銀行が国営銀行であったので、この問題は起きなかった。

ばさないように慎重に少しずつ進められた。2000 年によりやく終了し、処理コストは 200 億マルカとなったが、それは移転資産の簿価の 50%であった。

スウェーデンでは、銀行への公的支援と同時に、各銀行の保有する不良債権を処理するために、資産運用会社が設立された。まず、92 年にセキュラム (Securum) がノルド銀行の不良資産処理の目的会社 (bad bank) として設立された。当初はノルド銀行の再建のためと考えられており、金融危機一般に対処するためとは担当者は考えていなかった。簿価で 670 億クローナの不良資産がセキュラムに移転された。その支払い費用として、政府は 240 億クローナの支出をし、他はノルド銀行からの融資により賄われた。さらに、そのノルド銀行へも政府は公的支出をしている。ともかくも、セキュラムは 93 年 1 月に 100% 国の株式保有の独立会社としてスタートした。その資産はすべて不良債権であり、その物件は 2500 にのぼり、その担保価値は 150-200 億クローナと推定された。これはスウェーデンの商業用不動産価値の 1-2 % に相当した。当然のことながら、資産価格の下落時点でこの資産を市場で売却すれば不動産市場をさらに悪化させると懸念があったので、その処理は慎重に進められた。

資産売却のほとんどは、95、96 年に実施された。不動産市況は少しずつ回復していたが、バブル前に比べるとまだ低かった。同社は 97 年にその役目を終えて解散した。予期されたよりも早い解散であり、当初投入された資本 240 億クローネのうち、140 億クローネが国に返却された³⁰。

最終的にどれだけの財政負担が生じたかという問題は重要であるが、それは容易ではない。一つは不良債権の正確な価格設定ができないことである。通常ゼロと査定されるが、それは現実的ではない。大抵はその後の景気回復にともなって、上昇している。したがって、最終的な財政コストはもっと低くなる、と考えられる。問題はどの時点で財政コストを計るかである。たとえば、スウェーデンでは政府支援の大部分は国営の銀行に用いられ、それがつぎに一部民営化された。その後、ノルディアの株価は上昇している。セキュラムが解散し、余剰金が政府に返還された、1997 年半ばに政府の公的資金投入の収支計算をすると、金融危機における財政負担の正味は 350 億クローナで、1991 年 GDP の 1.7% となる。一方フィンランドの場合には 330 億マルカで、1991 年 GDP の 6.5% となる。財政コストは GDP と比べると小さいが、銀行資本と比べれば大きい。とくに、フィンランドでは危機勃発時の資本 60% 以上にもなる³¹。ただ、言えることは、金融危機に対する公的資金導入は財政を悪化させたが、他の危機と比べると納税者の負担はそれほどでもない。また、その後の資産市場の好転に伴う、資産売却益などを考慮すると、財政の実質負担はかなり小さくなっているはずである。

公的支援の詳細は表 1 および表 2 に示すとおりである。

30 Peter Englund and Vesa Vihriala (2009) p. 106.

31 Peter Englund and Vesa Vihriala (2009) p. 110.

表2 フィンランドの公的支援、1991-96年（10億マルカ）

1991年	BOFによるスコップバンクへの支援（株式）	3.5
1992年	全ての預金銀行への資本注入	7.7
	スコップバンクへの追加支援	1.5
	フィンランド貯蓄銀行（SBF）への支援（株式）	10.0
1993年	STS銀行への支援（株式）	3.0
	スコップバンクへの追加支援（株式）	1.0
	SBF（アースナル）への追加支援（株式）	7.1
1994年	スコップバンクへの追加支援（株式）	0.5
	SBF（アースナル）への追加支援（株式）	6.2
1995年	SBF（アースナル）への追加支援（株式）	8.0
1996年	SBF（アースナル）への追加支援（株式）	3.8
合計		52.4

（出所）Englund, Peter and Vesa Vihriala (2009) p.98 Table 3.2a

表3 スウェーデンの公的支援、1991-94年（10億クローナ）

1991年	ノルド銀行（新株式）	4.2
1992年	ノルド銀行の旧株主へ	2.1
	ノルド銀行（新株式）	10.0
	セキユラム設立	24.0
1993年	ゴータ銀行（新株式）	25.1
1994年	第一貯蓄銀行（金利補助）	1.0
合計		66.4

（出所）Peter Englund and Vesa Vihriala (2009) p.99 Table 3.2b

5. 公的支援とモラルハザード

政府が公的支援をおこなう場合、責任の所在を明確にしない限り、モラルハザードを起こす可能性は十分ある。フィンランドもスウェーデンも全面的に債務保証するという決定したが、それは預金者を保護すると同時に金融機関の株主を守るという側面を持っている。このような公的支援が安易におこなわれると、金融機関はモラルハザードを起こし、過度のリスクテイクをとるようになる。アメリカの金融危機で預金保険の充実をよいことに金融機関は過度のリスクをとったことは有名である³²。両国は公的支援の実施にあたり、預金者は保護

32 1980年にアメリカでは預金保険の限度額が40,000ドルから100,000ドルに引き上げられた。この充実した預金保険のために、金融機関とくにS&Lが他よりも高い金利を付けて全国から預金をかき集め、それでもって、ハイリスク、ハイリタンの投資行動に出たこと、および規制緩和によって監督職員の数を大幅に縮小したことが金融危機をもたらした大きな要因と考えられている。宮川（1992）を参照。

するが株主は保護しないということを明確にした。そこで、当局が新たな株主になったとき、旧株主には何の補填もしなかった。

しかし、完全にこのルールが守られたわけではなかった。フィンランドでは銀行の株主にも幾分かは支払われた。民間の株主にわたったのは、12億マルカで、危機の始まった当時の銀行資本総額の5%以下で、それ程大きくはない。STSバンクの株主（財団）には、現実には債務超過になっていたが、7500万マルカ支払われた。

スウェーデンでも、破綻銀行の株主はある程度救済された。第一貯蓄銀行（Forsta Sparbanken）の株主、財団は10億クローナの金利補助を受けた。ノルド銀行の小口株主は92年の夏には、株価はわずか18クローナにまで下落していたが、1株21クローナ支払われた。この補助金は総額で3億クローナとなった。この決定は金融危機の初期段階でなされたために、その後、政府は第一貯蓄銀行の金利補助金について返却を求めたが、うまくいかなかった。

金融システムの再建が進む中で、政府の隠れた補助が問題になった。フィンランドではSBFの場合、健全資産と不良資産に分割した際、健全資産の価格付けに問題があるという意見もでた。スウェーデンでも、ノルド銀行がセキラムに売却した資産の価格が問題になった。ただ、金融市場が全く機能していない危機の時点で適正価格を見つけるのは難しく、一概に甘い価格付けになっているとは言い難い。

6. 金融再編成

金融危機によって銀行システムは再編成された。フィンランドでは破綻金融機関はすべて消失した。スコップバンク、フィンランド貯蓄銀行（Saving Bank of Finland; SBF）、STSバンクの正常資産は他の銀行に売却され、問題債権は資産管理会社を通して売却された。一方スウェーデンでは破綻した2行：ノルド銀行とゴータ銀行は存続し、ノルディア金融グループとして生まれ変わった。

フィンランドでのもっとも特徴的な処理は、SBFの分割と不良資産の売却である。不良資産は資産管理会社に移され、4つの国内金融機関に等しく売却された。とくに、すべての支店は買収銀行に売られ、貯蓄銀行はすべて一晩で消滅した。身売りについて海外の金融機関にも打診されたが、まったく相手にされず、かといって国内銀行1行では買収不可能であったので、4つに均等割りされた。この危機が切っ掛けとなって、2大商業銀行KOPとSYPが95年にメリタバンクに統合された。とくに、KOPは巨額の損失を抱え、単独では再生不可能と思われた。

スウェーデンでは、6つの主要行で今残っているのは、4行である。その4行はノルディア、ハンデルスバンク（Svenska Handelsbanken）、エンスキルダバンク（Skandinaviska Enskilda Banken）、スウェドバンク（Swedbank）である。この4行でスウェーデンの金融機関の総資産のやく82%を占める³³。もし、市場にまかせておけば、少なくともノルド銀行とゴータ銀行の2行は消滅したであろうと言われている。ノルド銀行では、政府の援助で生き

残り、他方ゴータ銀行は政府の買収後売却された。政府はゴータ銀行をノルド銀行に売却した。この銀行はその後、97年にメリタバンクと合併し、さらにデンマークのユニデンマーク銀行（Unidanmark）とノルウェイのクリスティアニア銀行（Christiania Bank）と統合し、北欧の銀行のコングロマリットとして成長した。現在では北欧最大のノルディア金融グループとなった。

両国ではリストラが進んだ。両国のコストパフォーマンスは悪かった。とくにフィンランドでは悪かった。フィンランドではとくに IT 化の促進に力をいれた。その結果、フィンランドでは今やインターネットバンキングの国民一人当りの普及率は世界一であり、またモバイルフォン利用の銀行サービスにも力を注いでいる。行員数および支店数は 89 年をピークに現在はその半数にまで減少した。フィンランドの銀行は危機の前にはコスト効率が悪かったので、当然ながら効率化の恩典はスウェーデンよりもフィンランドでは大きかった³⁴。スウェーデンでも同様の効率化がはかられ、テレフォンバンクやインターネットサービスに力点が置かれた。その結果、スウェーデンとフィンランドは EU 全体で人口当たりの行員数は最小となった。事実、総収入 / 総コスト比で計ったコスト効率性でフィンランドはスウェーデンを抜いた。これに対して、行員 1 人当りの銀行資産の価値を見ると、スウェーデンの銀行は EU の平均よりも高く、フィンランドの銀行は低い。資産 10 億エキュ当りの行員数は 1985 年から 95 年にかけて 929 から 371 に減少した（フィンランド）、205 から 137（スウェーデン）。これに対応する EU 平均は 507 から 241 に減少した³⁵。

IV. 金融危機の特徴

1. 債務デフレと貸し渋り

金融危機の特徴は土地や住宅といった不動産投資と関連していることである。本稿で取り上げたスカンディナビアの金融危機も不動産投資と密接に関連している。わが国の 80 年代後半からのバブル、その後の金融危機、80 年代のアメリカの S & L 危機、それに最近のアメリカのサブプライム金融危機にも共通する。それは、不動産担保の融資が銀行にとってきわめて魅力的だからである。不動産担保の融資は不動産価格が上昇している限り、他の資産よりもきわめて高い収益を上げることができるからである。ただ、それはあくまでも不動産価格が上昇しているか、少なくとも下落する可能性は皆無という前提の上での話である。

いったんその価格が下落すると、たちまちにして債務の実質負担が増加することになる。それによって、企業のバランスシートが悪化すれば、貸出し、投資支出は減少し、経済活動は一段と落ち込むことになる。金融危機は債務デフレを併発することにより、きわめて深刻な

33 2001 年にエンスキルダバンクとスウェドバンクの合併話が持ち上がったが、シェアが 60% を超えることになり、EU 当局の許可が得られなかった。スウェーデンでは今後当分の間大手行の合併は起きないだろうと言われていた。平田完一郎（2007）を参照。

34 宮川（2007）を参照。

35 Englund, Peter and Vesa Vihriala (2009) p. 109.

危機に発展する。これを最初に明らかにしたのは、フィッシャー（1933）であり、それをさらに精緻化したものとして、バーナンキとガートラ（1989、1990）、清滝とムーア（1997）がある。

フィッシャー（1933）は1930年代のアメリカ合衆国の大恐慌について分析した。当時アメリカでは資産価格暴落に加えて、一般物価も1/3下落した。彼の理論は債務デフレ理論であり、景気悪化に伴うバランスシートの悪化を重視した。彼は四つの過剰：自信過剰（over-confidence）、過剰投資（over-investment）、過剰投機（over-speculation）、過剰債務（over-indebteness）、を強調した。自信過剰から過度の投資、投機が行なわれ、それが過度の債務を発生させる。過剰債務は借手、貸手のいずれかの警戒感から、債務清算を生み、資産の投売りを促す。その結果、資産価格が下落する。借手である銀行債務の名目価値は一定であるのに、借手の純資産価値は下落する。銀行の担保にしている資産価値が下落するので、資産のさらなる売却が生ずる³⁶。伝統的なケインジアンアプローチはバランスシート調整を無視していたのに対して、フィッシャーの分析は金融市場の動きに焦点を当てた。ここでは、債務契約が名目で固定されている点が問題となる。物価が下落し、実質金利が上昇すると、銀行ローンのような名目債務の実質価値が上昇する。その結果、資産売却が増え、借入れと消費の減少が生ずる。一方貯蓄は増加する。この悪循環はスウェーデンとフィンランドの危機の主たる特徴である。

債務の実質価値が下落し、債務デフレが発生すると、その過程で金融機関の貸し渋りが生ずる。なぜ、金融機関はデフレの過程で貸し渋りを起し、デフレスパイラルの中核となるのであろうか。まず、典型的な銀行のバランスシートを考えてみよう。バランスシートの左側（借り方）には銀行の資産が、右側（貸し方）には銀行の負債が表記される、その内訳は資産としては、貸出し、国債などの有価証券であり、負債は預金である。資産と負債の差額は純資産であり、銀行自身が調達資金するので、自己資本といわれる。かくして、バランスシートの左右は必ず等しくなる。

銀行は預金者から預金を借り受けて、それを企業や家計に貸付けたり、有価証券を購入することによって資産運用して利益追求するのである、もし、貸出しが不良債権になれば、バランスシートの左側が減少するので、右側をそれに応じて減じる必要がある、しかし、預金者から集めた預金に手を付けることはできない。そこで、自己資本をはきだすことになる。貸出しが不良債権になっても、自己資本が充実しているかぎり、それが抛り所となって、預金者に被害が及ぶことはない。しかし、不良債権の額が大きくなってくると、自己資本だけでは足りなくなってくる。自己資本がゼロの状態になれば、つまり、資産が負債を上回る状況におちいれば、その銀行は債務超過となり、銀行倒産となる。債務超過にならないまでも、

36 フィッシャーは具体的に次のようなプロセスを考えている。1. 過剰債務の清算と投売りの発生 2. 預金通貨の減少 3. 物価の下落、株価の下落 4. 企業価値の大幅下落、企業倒産の増加 5. 企業利潤の減少 6. 生産、販売、雇用の減少 7. 悲観論の高まり、信頼感の喪失 8. 通貨流通速度の低下、銀行倒産、貸し渋り 9. 実質利率の上昇（債務の実質負担の上昇）、Fisher（1933）pp.342-3.

不良債権の増加により自己資本の減少が進むと、銀行は預金者の不安から過度の預金引出し（bank run）の可能性に備えなければならない。それで、できるだけ流動性の高い資産にウエイトを高めていく、貸出しなどの流動性の低い資産は敬遠されことになる。

また、近年では、銀行の自己資本が大きく毀損する前に、銀行経営をチェックするために、自己資本比率が厳しくチェックされ、規制の最低水準よりも低下すれば厳しい業務改善命令が政府によってなされる。自己資本比率は自己資本を資産全体で除したものである。この比率計算では資産は単純に合計されるのではなく、ウエイト付けされる。たとえば、国債のウエイトはゼロで、企業貸出しはウエイト1である。つまり国債はいくら増やしたとしても、自己資本比率の分母を大きくせず、比率を減じることはないが、企業貸付けは直に比率を下げる。そこで、企業貸付けは敬遠されることになる。このように、不良債権は貸し渋りを促す。とくに、デフォルトリスクの高い中小企業がその対象になる³⁷。これらの企業は貸し渋りどころか、貸し剥しの対象になるのである。そこで、自己資本を増やす、株式の発行を増やすことが考えられる。しかし、不良債権を抱え、自己資本が大きく毀損している銀行の増資に応ずる企業は存在するであろうか。あり得ない。そこで、政府による公的資本の導入が必要となるのである。

表4 金融機関のバランスシート

資産	負債
準備金 貸出し 有価証券（国債など）	預金
	自己資本

インターバンク市場は中央銀行が金融政策をおこなう重要な市場であると同時に、その市場では金融機関が日々大量の資金を融通し合っている。一つの金融機関が債務不履行をおこすようなことがあれば、その影響は他の金融機関にも連鎖的に及ぶ。また、企業は互いに金融機関のネットワークを通じて資金決済をしている。そこで、金融システムの崩壊が企業に及ぼす影響はきわめて大きい。債務不履行の金融機関が大きければその影響ははかり知れない。したがって、金融機関の破綻に際してとられる too big to fail 政策（大きな金融機関は倒産させてはならない）にはそれなりの意味があるのである。この意味で、わが国と異なり、フィンランドとスウェーデンの政府および中央銀行がとった速やかな金融機関救済策は高く評価しなければならない。わが国では銀行の不良債権が現実化しないように追い貸しが

37 この点については、もし、銀行が「過小資本」の状態にあるのなら、モラルハザードが発生して、リスク・テイキングは過小ではなく、過大になる。故に、不良債権問題は貸出し低迷の原因にはならない、という意見もある。クルーグマン（1999）を参照。

続けられた。それが、不良債権を一時的に隠蔽し最終的に不良債権額を膨張させることになった³⁸。

2. 固定為替制度の問題点

フィンランドとスウェーデンの金融危機の特徴は銀行破綻と固定相場制による通貨アタックにある。したがって、為替レートをなぜもっと早期に変動相場制に切り替えていなかったのかという疑問が生じる。この疑問を解明するために、まず、為替レートをターゲットにすることの利点を一般論として整理することから始める³⁹。まず、固定相場にしておけば、インフレを抑制することができる。国際貿易財の価格が機軸国（たとえば、ドイツ、アメリカ）のインフレ率にリンクされるので、国内のインフレを抑制することができる。たとえば、2002年まで、アルゼンチンではペソをドルと1対1でリンクさせた。そこで、ある1単位の商品が国際的に10ドルで取引されていれば、アルゼンチンではその商品価格は10ペソになる。したがって、固定相場が維持されることに十分な信頼があるなら、固定相場制は国内のインフレを機軸国のインフレに釘付けるメリットがある。

また、政府ないし金融当局が国民の予想を裏切って政策を変更することがなくなる。つまり、時間非整合性（time inconsistency）の問題が排除できる。固定相場制の下では金融政策は自動ルール化されるので、安易な意図的政策変更は不可能になる。国内の通貨が減価し始めると、金融政策は引締めざるをえず、上昇傾向にあると金融は緩和せざるを得ない。そこで、中央銀行の意思による裁量的政策は不可能になる。それ故、中央銀行は過度な金融緩和をおこなって、短期的に産出、雇用の拡大をねらうという時間非整合性のワナに落ちなくて済む。

さらに、固定相場にしておけば、政策の透明度が増し、国民は政策を理解しやすくなる。為替レートを中心に政策がなされるので、政策は単純で明快なものになる。固定相場制を維持した国はこのような利点を重視したのである。固定相場制が先進国のインフレ抑制にうまく用いられてきたのは納得できる。したがって、ヨーロッパの主要国、たとえば、仏や英国はドイツマルクにリンクさせることによって低インフレの実現に成功した。フランがマルクに初めてリンクされた、1987年には、インフレは3%でドイツよりも2%高かった。92年までには、インフレは2%にまで落ち、さらにドイツよりも低くさえた。96年までには、両国のインフレは2%弱のところで一致した。固定相場は新興国でもインフレを下げる有力な手段として用いられる。たとえば、メキシコは通貨切下げを実施した1994年前には、インフレを1988年の100%から94年の10%まで下げることに成功した。

他方、固定相場制の欠点としてはつぎのようなことが考えられる。まず、国内経済優先の

38 破産寸前の企業に追い貸しすれば、とりあえずその企業は存続でき、企業倒産によって銀行のバランス・シートが劣化することもない。つまり、時間が稼げる。その間に景気が回復すれば、その企業は債務を返済してくれる。

しかし、景気の回復が難しいときには、それはハイリスクの貸出しとなる。小林慶一郎・加藤創太（2001）を参照。

39 たとえば、Mishkin（2007）は固定為替の長短を簡潔にまとめている。

金融政策ができなくなる。為替レートターゲットをしていると、資本自由化の下では国内ショックに対応した金融政策ができない。そればかりか、アンカー国のショックが直接固定相場制の国に伝播する。なぜなら、アンカー国の金利変化が固定相場の国の金利変化を促すからである。これは、後に詳しく述べるが、フィンランドとスウェーデンの金融危機はこの問題が大いに関係している。この問題はドイツが90年に統一された時に起きた。ドイツでは統一に伴う旧東ドイツ再建に巨額の財政コストがかかり、その結果インフレ圧力が高まり、ドイツでは金利が上昇し始めた（長期金利が91年2月まで、短期金利が91年12月まで）。ERMのアンカー国であるドイツの金利上昇はマルクにリンクされている、ERM加盟国の金利の上昇をもたらした。その結果、ERMにとどまり、固定相場に固執した国では、経済は減速し、失業は増加した。

また、固定相場の国は通貨アタックを受けやすい。経済が悪化し、失業が増加している国は通貨攻撃を受けやすい。なぜなら、これらの国は早晩固定相場を維持できないであろうと、投機家が判断するからである。通貨を防衛しようとすれば、金利を上げざるをえず、そのマイナスの影響に経済は耐えられなくなるからだ。ドイツの統一によって、92年9月に、通貨危機が起きた。統一後の金融引締め政策によって、ERM加盟国はマイナスショックを受けた。

フィンランドの場合

フィンランドはマルカを安定させるために固定相場に固執した。その理由は、景気が悪化するたびに、輸出競争力を高めるために、通貨切下げを実施してきたことにある⁴⁰。それによって70年代、80年代初めの世界的不況も乗り切った。このような政策は通常、ソフト通貨政策と呼ばれる。しかしこのような政策には問題がある。国内景気が悪化した時に、通貨切下げを実施すれば、短期的には輸出が促進され、景気は回復するが、果たしてそれで本当の景気回復になったのかという問題が生じる。事実、フィンランドでは他国よりも高いインフレが持続していた。通貨切下げは、短期的には競争力、利潤、投資増加、成長とフィンランド経済にプラスに作用したが、長期的にはフィンランドの経済構造そのものの問題点を隠すことになる。このようなソフト通貨政策が繰り返し実施されれば、国民はそれに慣れてやがて切下げ政策の効果はなくなる。経済の根本的な問題解決にはならず、問題点を隠蔽することになる。マルカは弱い通貨であったが、それを強くするには経済構造そのものを変えねばならない、とは理解されず、切り下げに活路を見出したのである。

安易な切下げによる反省から、厳格な固定相場の維持に強くこだわることになった。1986年8月に小規模の通貨攻撃を受けた時には、BOFは短期金利を一時40%にまで上げ、通貨の維持に努めた。切下げは国内経済を短期的に浮揚させる一時凌ぎの策でしかなく、結果的にはインフレを生む政策であると強く認識されるようになった。

40 1957, 67, 77, 82年に大きな切下げが実施された。

91-92 年にかけて、通貨危機が発生すると、それにいかに対処すべきかが大きな政策課題となった。フィンランドだけでなく、ヨーロッパ全体で固定相場はインフレを抑える良い政策手段と考えられていたので、フィンランドでも固定相場維持の政策がとられた。とくに、フィンランドでは EU に加盟すべきという意見が強かったので、もし、ペッグを放棄すれば EU 加盟の妨げになると考えられた。したがって、最後までペッグに拘り、通貨攻撃に対して国内金利を上げてマルカを守ろうとした。

1991 年 9 月 19 日にスコップバンクがコール市場で資金調達できなくなり、金融危機は勃発した。BOF の公的資金導入にもかかわらず、不安は一気に拡大し、工業生産は減少し、倒産は増え、失業も増加した。このような悲観論が蔓延する中で、ヘッジファンドによるマルカ攻撃が始まった。BOF は 1991 年 8 月から短期金利を急激に上昇させ、また 8 月半ばから 2 ヶ月にわたって、280 億マルカ相当の外貨準備を使って、マルカを買い支えた。しかし、外貨準備も底をつき始め、10 月末には僅か 160 億マルカを残すのみとなった。そのような状況の下で、7% の名目賃金のカットが労働組合に提示されたが、受入れられず、通貨攻撃はさらに熾烈さを加えた。結局、1991 年 11 月 14 日にマルカは 13% 切り下げられた⁴¹。

スウェーデンの場合

事情はスウェーデンでも同じであった。フィンランドと同様に、70、80 年代に通貨、クローナはしばしば切り下げられたが、それは経済を一時的に回復させる短期効果しかなく、インフレを生むという教訓を得ていた。固定相場を維持している限り、低い安定した物価上昇の維持は可能であると考えられた。リクスバンクは為替レートを目標にする政策を実施した。ハード政策を選択したのである。

この教訓は 80 年代に少しずつ現れた。インフレ抑制は政策の重要課題であり、そのために固定相場は有効と考えられた。91 年 1 月の社会民主党予算でもインフレ抑制が中心課題であり、雇用よりも物価安定が優先された。そこで、スウェーデンは 91 年 5 月に、フィンランド、ノルウェイと同じく ECU ペッグ政策をとった。

スウェーデンはクローナの防御のために、92 年 12 月に極短期に市場金利を 500% にまで上昇させた。イギリス、イタリア、フィンランドが変動相場制に移行した 92 年 9 月には、固定相場の通貨は軒並み通貨攻撃を受けた。スウェーデンも 92 年 11 月に変動相場制に移行せざるをえなくなった⁴²。

41 Englund, Peter and Vesa Vihriala (2009) p. 91.

42 この段階で、投機家は 1 方向の賭けにでた。仏、スペイン、スウェーデン、フィンランド、イタリア、イギリスのような国は必ずマルクに対して通貨切下げせざるを得ないであろう、と考えた。切下げ前に通貨を売り、切下げ後に買戻せば投機家は高い利益を得ることができるからだ。フランスのみは固定相場へのコミットメントが強く、切下げを行なわなかった。他の国は必死に防衛したが、結局フロートに移行した。フランスは通貨をマルクにリンクさせ、国内の景気悪化に適切な金融政策ができなかったため、経済は停滞し、失業は増加した。これに対して、フィンランド、スウェーデン、イギリスなどは ERM から離脱し、インフレターゲット政策を実施し、景気は良くなった。

92 年秋に、スウェーデンはなぜそこまでしてクローナは防御しようとしたのか。その点をやや詳細に見てみよう⁴³。金融危機の最中、野党の非社会主義党は新たなルール重視政策を考えていた。1991 年の選挙で、保守党および自由党の連合政府が社会民主党政府に取って代わったが、新政権は新たな政策綱領、「新生スウェーデンを目指して (Ny start for Sverige)」を発表した。それは、ルール政策とサプライサイド経済学を重視したものであり、従来の財政政策を中心とした政策と決別するものであった。規制緩和、民営化、構造改革を柱とするもので、彼らは前政権、社会民主党の安易な「第三の道」政策が不況を引起したと、考えた。したがって、為替政策についてもこれまでの度重なる切下げ政策は、必要な構造改革を遅らせた大きな原因の一つと考え、ソフト通貨政策を批判し、固定相場を強固に支持した。しかし、そのハード通貨政策が通貨危機を呼び、スウェーデン経済をさらに困難に追い込むとは理解していなかった。大蔵大臣の Anne Wibble は次のように述べている。

「1991 年冬と春のセミナーで保守党と共に我われが作成した政策プログラムは構造政策の必要性に理解を示したが、政権についた最初の秋に我われが直面した厳しい金融危機については何も述べていない。言うまでもなく、92 年秋に我われが直面した厳しい通貨危機は全くの想定外であった⁴⁴」。

また、スウェーデンの有力経済学者 Ulf Jakobsson はつぎのような政策提言を政府に行なっている。「財政政策による安定化政策は限界がある。……今後財政政策の役割は小さくなるであろう。結局我われは固定相場を選んだ。インフレを抑制するために経済を悪化させた。……財政政策は害があるだけで、構造改革が一番重要である。国内の通貨切下げは奨められない⁴⁵」。

91 年からの新政権は 1982 年の大きな通貨切下げ以降、スウェーデンの通貨は信頼を失ったという前政権の反省を重視し、固定相場を維持の継続を政策の要とした。そして、リクスバンクは 91 年 5 月 17 日にクローナを ECU 指数に連結すると決めた。新政権は景気の悪化を固定相場を維持することによって切り抜けようとした。そのために財政の均衡を求め、支出削減と増税が重要と考えられた。したがって、クローナへの通貨アタックが始まった 92 年 9 月には、新政権は野党の社会民主党と財政再建のために予算削減することで合意した。

リクスバンクも大蔵省も明らかに間違った判断をした。彼らの頭にあるのは、規制された金融市場のマクロ経済モデルである。危機を生んだ新しい金融環境の変化を考慮していなかった。実質金利の上昇、資産価格の下落、国際通貨危機、通貨投機、の問題を処理することができなかった。そこで、金融危機が始まると同時に誤った政策の下で急速に経済は悪化し

43 Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (2009) による。

44 Anne Wibble, *Tva cigg och en kopp kaffe (Two cigarettes and a cup of coffee)*, Kristianstad, Ekerlids, 1994. Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (2009) p. 56 より引用。

45 H. Bergstrom, 'Flerpartisamarbete i regering och opposition' (Cooperation between many parties in the government and in opposition), in B. von Sydow (ed.) (1993), *Politikens väsen. Ideer och institutioner i den moderna staten*, Stockholm: Tidens förlag. Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (2009) p. 55 より引用。

ていった。金融機関ももっとしっかりすべきであったが、過去の金融環境から逸脱することができなかった。この点について、前政権の大蔵大臣 Kjell-Olof Feldt は次のように述べている。

「91年に政権についた非社会主義連合政権もそれまでの社会民主党政権も経済悪化の程度を十分把握できていなかったことは明らかである⁴⁶」。

また、リクスバンクの総裁であった、Bengt Dennis (1982-93) も同様に次のように述べている。

「リクスバンクは政府と同程度に金融危機を理解していた。初期の段階で金融部門で問題が悪化していることも把握していた。しかし、われわれの進めている経済の構造改革がすずめば、事実は間もなく好転するであろうと期待していた⁴⁷」。

両国に共通してみられるのは、両国ともに危機の初期段階では、固定相場の維持が強く主張されたが、その理由は、70年代、80年代初めの切下げから得られた教訓である。その教訓はソフト通貨政策 (soft currency policy) は避けるべきであり、切下げは長期的にみて問題解決にならず、短期的に問題をマスクするだけ、というものであった。固定相場政策は切下げの悪循環を是正する有益な戦略と考えられた。固定相場は金融政策の要になり、低インフレを実現し、雇用、成長の安定をもたらすと考えられた。両国はまた、固定相場を ECU にリンクさせて、EC により近づく戦略をとった。

固定相場維持のもう一つの理由は、金融市場の状況に対する知識の欠如であった。ブーム・崩壊のパターン、固定相場下での投機的資本の国境を越えた自由な資本の流れについての知識がなかった。両国の経済学者、政策担当者ともに、80年代の金融自由化が固定相場の基本的前提を覆したことを十分理解していなかった。金融危機、銀行危機についての知識がなかったのである。90年代初めに両国を襲った金融危機は経済学者、政策担当者いずれにとってもまさに晴天の霹靂であった、と言うのが実のところであろう。

V. 金融危機後の回復

両国はともに変動相場制移行により、通貨が切下げられ、それにより大幅な金融緩和をおこなった結果、内需、外需ともに回復した。とくに、通貨切下げにともなう、輸出競争力の高まりは大きかった。また、金融緩和と同時に進められた財政の健全化によって政府債務が減少した。財政引締めは実施されたが、公共セクターを重視するという両国の最も重要な点は確保され、一時は福祉国家の終焉かとまで騒がれた事態を回避することができた。

危機後も失業率は両国ともに依然として高止まりであったが、これは賃金の上昇を抑えると言う点で景気回復に貢献した。政府の情報産業への梃子入れも大きく貢献し、大きな構造

46 Feldt, K.O. (1994), *Radda valfardsstaten! (Save the welfare state!)*, Stockholm: Norstedts. Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (2009) p.57 より引用。

47 Dennis, B. (1998), *500%*, Stockholm: DN. Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (2009) p.57 より引用。

変化が生じ、ICT 産業が生まれた。ICT 産業の進展については、フィンランドおよびスウェーデン政府が研究開発投資を積極的に増やしたことが大きく貢献している。金融危機やそれに伴う景気悪化が生じた場合には、研究開発費は削減の対象になりやすい項目である。しかし、両国は積極的に投資を増やした⁴⁸。また、それを底辺から支える教育投資も見逃せない⁴⁹。

1995 年の EU 加盟とエリクソン、ノキアの代表される ICT 産業の新興。これは傘下に多くの企業を抱え、労働力を吸収した。EU の加盟は北欧に恩恵をもたらした。EU 加盟と通貨の減価によって、FDI の国内流入をもたらし、資本の充実、技術の発展に貢献した。1990 年と 2000 年に、スウェーデンにおける外資系企業（製造業）のシェアは 18 から 32% に増加した。輸出も大きく増加し、輸出/GDP 比は 1990 年代の 29 から 48% の増加した⁵⁰。通貨減価の影響も大きい、EU 加盟も見逃せない。

財政面での影響も大きかった。EU に加盟したことで、両国は EMU 参加のためのマストリヒト基準を満たさねばならなくなった。具体的にはインフレ率、金利の変動を抑えねばならない。そのために、財政赤字を抑える必要がでてきた。これは中期目標となったが、各種の利益団体からの予算要求を抑えることに役立った。フィンランドでは、91-93 年には不況によって、財政赤字は 15% までに膨らんだ。財政はこれまで恒常的に黒字だったから、これは政治家、官僚にとって大きな衝撃であった。92 年から均衡をめざして、財政は引き締められた。7 年後の 99 年にはこの目標は達成された⁵¹。

スウェーデンでも財政赤字は深刻な問題であった。91-94 年の厳しい財政赤字と国の債務増加に対して厳しい目が向けられた。政府の予算管理の杜撰さが指摘された。もっとしっかり予算管理がなされていたらこんな問題が起きなかったであろうと考えられ、94-96 年から大幅な制度改革が実施された。国会議員の任期は 3-4 年に延長されたが、それは予算作成に長期視点から実施できるようにという意図の下であった。また、95 年春には政府支出に上限が設定された。

フィンランドの財政改革はつぎのような特徴がある。危機の最中には、労働者に対する税は大きく増加した。しかし、危機以降は増税ではなく、政府支出を抑える形で財政均衡を追及した。危機後の新政権（社会民主党 Social Democrats）は労働者には減税し、給付改革により、労働インセンティブを高めようとした。93 年には利潤および資本所得には 25% のフラットタックスが課せられ、高い名目限界税率、と低い実効税率という古い税システムは廃止された。この実現のために他の税は上げられた。その結果、労働所得と民間所得は 90

48 内閣府は世界各国の研究開発費の推移を計算しているが、それによれば研究開発費を GDP 比で見ると、フィンランドとスウェーデンの金融危機以降の増加が際立って高いことが見て取れる。内閣府（2009）p. 178、第 2-3-10 図。

49 たとえば、大学教育における授業料免除、毎月 6-7 万円の生活費援助は厳しい財政状況の中でも維持され、義務教育段階でも、OECD の実施する、PISA 調査でも極めて良好な教育パフォーマンスを立証している。

50 Ari Kokko and Kenji Suzuki (2009) p. 294.

51 1994 年には財政赤字は GDP の 6% であったが、2000 年には GDP の 7% の黒字に転換した。Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (2009) p. 48.

年代末には以前よりも厳しく課税されることになった。

フィンランドでは、賃金決定は高度に組織化された団体交渉によってなされ、長い間フィンランドのマクロ経済政策の中核をなしていた。1991-95 年の中道右派政権は賃金決定を分散化しようとしたが、失敗し、95-2003 年の連合政権は元の中央集中型の賃金決定方式に戻した。しかし、2007 年の新しい中道右派政権は個々の企業に柔軟性をもたせ、集中型賃金決定をできるだけ分散化させる政策をとっている。

両国では金融政策については、為替制度が変動相場制に移行したことにより、その自由度は大いに増した。しかし、変動相場制にはインフレの危険もある。そこで、インフレターゲットが設定された。リクスバンクは 93 年 1 月にインフレターゲット政策を宣言し、その目標値を 2% とし、上下プラスマイナス 1% を許容範囲とした。この段階でリクスバンクは固定相場からインフレ率に政策目標を変えた。リクスバンクには、インフレ目標に責任をもつことが義務付けられ、同時に政府その他からの独立性が強く求められた。政府や政党などからの圧力が金融政策を歪めることがないように、98 年 11 月に新リクスバンク法が制定された。新法の基本は次の 2 点を特徴としている。

- ① 物価安定を目標にすること。リクスバンクは貨幣価値の安定を目標にする。
- ② リクスバンクの独立性を保障する。リクスバンクは金融政策に責任があり、金融政策について何人も口を挟むことが許されない。

また、金融危機によって、預金保険と金融機関監督の強化が求められた。種々の改革を成功させるには、改革に関するコンセンサス、政策の立案、実施の透明性が必要であるが、両国は人口の少なさ、またその国民性によってそれが可能であった。

VI. 教訓—むすびに代えて

以上、フィンランドとスウェーデンの金融危機の分析を終えて、そこから得られる教訓を次のようにまとめ、本稿のむすびとする。

- ① 両国に共通するのは、1980 年代始めに実施された金融規制の撤廃という新しい環境における知識の欠如である。金融市場は第二次大戦以降長らく規制、保護されていたので、政府、官僚、エコノミスト、銀行、国民、すべてが金融自由化でどうなるかの知識がまったく欠けていた。金融リスクが限定されている資本管理の下ではこの知識はまったく育たなかった。国内金融市場が国際市場に統合されるにつれて、安定化政策の前提がどのように変化するのかほとんど理解されていなかった。銀行は海図なき領域に入った。そこでは、適正なリスク分析、正確なスクリーニングやモニタリングが以前よりも強く求められる。しかし、これについては、銀行自身も政府、監督当局も十分理解できていなかった。金融自由化がどのような結果をもたらすかについて、政策当局が全く知識を持っていなかったことは大きな不幸であった。自由化の進展によって貸付ブームが起こり、消費、資産が拡大しても、多くの人は金融自由化の恩恵として、バブルを楽観的に捉え、必要な安定化政策を実施し

なかった。当時の経済学者の多くはフロー分析を重視する、ケインジアンで、資産の変化がバランスシートに及ぼす影響を分析することはできなかった。その結果、金融自由化のもたらす危険な兆候が見逃された。金融自由化がどのような結果をもたらすか十分学習しておくべきであった。

- ② 監督行政の甘さも指摘される。金融自由化と監督機関に充実は平行して行われるべきである。その点で両国の監督行政には遅れが見られた。金融監督はいろいろ分かれて複雑になっていた。フィンランドでは、銀行の監督は、商業銀行を監督する、銀行監査庁（Bank Inspectorate）によってなされていた。他に、貯蓄銀行監査庁、協同組合監査庁があった。両庁は銀行監査庁の下部組織であるが、独立していた。保険会社は社会保健省によって監査された。金融自由化の進む中でも大きな変化はなかった。フィンランドでもスウェーデンでも金融機関の監督はかなり杜撰なものであった。もちろん、規制の厳しかった時代ではそれ十分であったのかもしれない。金融危機後に監督局に大きなメスが入れた。フィンランドでは1993年にその反省から、スタッフを質、量ともに充実した、新たな監査機関、金融監督庁（Financial Supervision Authority）ができた。スウェーデンでも、1991年にそれまでは、保険と銀行を別個に監督していたのを一つにまとめ、金融監督庁（Finansinspektionen）として新たな金融監督機関を設立した。これは金融業の構造改革を反映したものである。
- ③ 固定為替を維持していると、結局そのコストは高くつくということである。なぜなら、国内景気が悪化した場合、固定相場の下では賃金、物価の調整ができず、自由な国内金融政策ができないからである。もっと早く、変動制に移行していたら、金融危機はこれ程厳しくなかったかもしれない。しかし、それは前述したように、現実に無理だったかもしれない。過去の体験に囚われすぎたのである。両国は最後まで固定相場制に拘って、大きな犠牲を払った。両国は過去に景気の悪化が来るたびに通貨切下げを繰り返したが、それは短期的に効果があっても、長期的には大きな問題を残すことを理解したからである。通貨切下げ（ソフト通貨政策）は長期的に物価、賃金の上昇をもたらした。70年代から80年代初めにかけて両国はインフレ、通貨切下げの悪循環に陥った。そこで、安易な通貨切下げを避けるべきだとして、ハード通貨政策に対する信頼を高めていった。この経緯から、90年の景気悪化の時も、両国は固定相場制の維持に必死になり、多大のコストを払った。金融が対外的に閉鎖されていた時代の教訓をグローバル化した時代にも生かそうとしたのである。
- ④ 不良債権処理は速やかに行なわれねばならない。金融システムを守るという政府の強い意思表示と迅速かつ透明性をもった処理政策が重要である。金融危機が深刻な場合には中央銀行のみでは修復不可能である。政府の役割、税金による公的資金の導入が不可欠である。スウェーデンとフィンランドの場合には単なる流動性危機

(liquidity crisis) でなく、金融機関存続の危機 (solvency crisis) であった。大恐慌との関連で言えば、大恐慌を終わらせたのは、1933 年 3 月にルースベルト大統領が「バンクホリデー」を宣言し、緊急銀行法を成立させたことが大きい。同法により、新設された RFC (復興金融公社) が、金融機関に資本増強のために優先株を発行させ、それを直接買取ることで、金融機関の破綻を未然に防ぐ方策がとられ、金融システムは安定した。わが国の平成不況では不良債権処理が非常に遅れ、それが長期不況の最大の要因と考える人は多い⁵²。

- ⑤ 不良債権処理 (構造改革) とデフレ対策は対立した考えではない。不良債権処理をすればデフレは加速されるという考え根強いが、不良債権処理を速やかに行なうことが景気回復につながると、フィンランドとスウェーデンのケースは教えている。不良債権処理をすみやかに行ない、金融機関の資本不足には公的資本を充てたことが重要である。B. バーナンキは銀行の自己資本不足こそが、「貸し渋り」の原因であるとした。したがって、公的資本の注入による「自己資本」の補強こそが、貸し渋りを解消して、不況を打開するためのカギになりうる。したがって、不良債権処理とインフレ目標とは同じ方向性の政策である。彼らはクレジット・クランチの分析にあたり、バンク・キャピタル・クランチという言葉で説明している⁵³。
- ⑥ 両国のケースでは、「不良債権買取機構」が株価や景気を底を突いたことを確認して、94 年に設立されたことも幸いしている。つまり、さまざまな景気対策の後に不良債権と健全債権を切り離す政策が実行されたから成功したとも言える。不良債権処理の一方で大規模な景気緩和政策が必要であることも教えている。景気悪化のまま、不良債権処理を実施しても不良債権はさらに増加する可能性がある。

参考文献

- Bernanke, B.S. and Mark Gertler (1989), "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations" *American Economic Review*, Vol.79, No. 1, March, pp.14-31.
- Bernanke, B.S. and Mark Gertler (1990), "Financial Fragility and Economic Performance," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.105, No.1, pp.87-114.
- Englund, Peter (1999), "The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences," *Oxford Review of Economics*, Vol.15, No. 3, pp.80-97.
- Englund, Peter and Vesa Vihriala (2009), "Financial crisis in Finland and Sweden:

52 この点について、吉富 (1998) は、銀行経営者、監督当局、政治家、の 3 者がいずれも銀行危機の問題で責任をとりたくなかったからとして、その理由を次のように述べている。

- ① 公的資金の投入は銀行経営の責任を問うことになる。どうして、税金の投入を必要とするまで、巨額の不良債権を抱えるにいたったか、その責任追及がなされる。見返りに大リストラが求められる。
- ② 銀行の不良債権がここまで増幅したのは、監督に問題があると、監督の職務責任が問われることになる。
- ③ 公的資金の投入で、銀行家の責任が問われると、そのとばかりで政治家の責任も問われる。

53 B.S. Bernanke and Mark Gertler (1990).

- similar but not quite the same” in Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (eds.) (2009).
- Fisher, Irving (1933), “The Debt Deflation Theory of Great Depression,” *Econometrica*, Vol.1, No.4, October, pp.337-357.
- Fregert, Klas and Jaakko Pehkonen (2009), “The crisis of the 1990s and unemployment in Finland and Sweden” in Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (eds.) (2009).
- Hagberg, Thomas and Lars Jonung (2009), “How costly was the crisis in Finland and Sweden?” in Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (eds.) (2009).
- Howells, P and Keith Bain (2002) *The Economics of Money, Banking and Finance*, Second. ed. Prentice Hall.
- 平田完一郎 (2007) 「スウェーデンの金融システムと公的金融機関の役割」, 今井譲編『福祉国家の金融システム改革』中央経済社, 所収。
- Howells Peter and Keith Bain (2008), *The Economics of Money, Banking and Finance*, 4th. edition, Prentice Hall.
- Honkapohja, Seppo, Erkki Koskela, Willi Leibfritz, and Rope Uusitalo, (2009), *Economic Prosperity Recaptured: The Finnish Path from Crisis to Rapid Growth*, CESifo book series, The MIT Press, Cambridge.
- Jonung, Lars, Ludger Schuknecht and Mika Tujula (2009), “The boom and bust cycle in Finland and Sweden in an international perspective,” in Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (eds.) (2009).
- Jonung Lars (2009), “Twelve lessons from the Nordic experience of financial liberalization” in Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (eds.) (2009).
- Jonung, Lars, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (eds.) (2009), *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden: The Nordic Experience of Financial Liberalization*, Edward Elgar, Cheltenham, UK • Northampton, MA, USA.
- Jonung, Lars, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (2009), “The great financial crisis in Finland and Sweden: the dynamics of boom, bust and recovery 1985-2000” in Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (eds.) (2009).
- Kindleberger, Charles P. (2000), *Manias, Panics and Crashes- A History of Financial Crises*, 4th ed. Palgrave Macmillan, 吉野俊彦・八木甫訳『熱狂、恐慌、崩壊；金融恐慌の歴史』日本経済新聞社。
- Kalela, Kiaander, Kivikuru, Loikkanen & Simpura (2002), *Down from the heavens, up from the ashes*, Government Institute for Economic Research, The Academy of Finland.

- Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore (1997), "Credit cycles," *Journal of Political Economy*, Vol.105, No.2, pp.211-248.
- Kokko, Ari and Kenji Suzuki (2009), "The Nordic and Asian crises: common causes, different outcomes" in Lars Jonung, Jaakko Kiander and Pentti Vartia (eds.) (2009).
- 小林慶一郎・加藤創太 (2001) 『日本経済の罨』 日本経済新聞社。
- Krugman, P. (1998), It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap, *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2, pp.137-205.
- Krugman, P. (1999), *The Return of Depression Economics*, Allen Lane The Penguin Press, 三上義一訳『世界大不況への警告』 早川書房, 1999 年。
- Minsky, H.P. (1982), *Can 'I' Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, N.Y, Sharpe, 岩佐与市訳『投資と金融—資本主義の不安定性』 日本経済評論社, 1988 年。
- Minsky, H.P. (1986), *Satbilizing an Unstable Economy*, New Heaven, Yale University Press, 吉野, 浅田, 内田訳『金融不安定性の経済学—歴史・理論・政策』 多賀出版, 1989 年。
- Mishkin, Frederic S. (2007), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 8th ed., Pearson, Addison Wesley.
- 内閣府 (2009) 『平成 21 年版 経済財政白書—危機の克服と持続的回復への展望—』
- 宮川重義 (1992) 「タイの経済危機からの教訓—タイ中央銀行での現地調査を踏まえて—」『京都学園大学経営学部論集』 第 9 巻第 2 号, pp.155-184.
- 宮川重義 (1992) 「米国の S&L 問題とその後の展開について」『京都学園大学経営学部論集』 第 2 巻第 2 号, pp.77-110.
- 宮川重義 (2007) 「フィンランドの金融システムと公的金融機関」, 今井譲編『福祉国家の金融システム改革』 中央経済社, 所収。
- Nyberg, P and V.Vihriälä (1993), *The Finnish Banking Crisis and Its Handling, Discussion Paper*, Bank of Finland.
- Parker, Randall, (ed.), (2002), *Reflections on the Great Depression*, Edward Elgar Publishing, 宮川重義訳『大恐慌を見た経済学者 11 人はどう生きたか』 中央経済社, 2005 年。
- Schwarz, Anna (1986), "Real and pseudo-financial crises," in F.Capie and G. Wood (ed.), *Financial Crises and the World Banking System*, London, Macmillan.
- Shigemi, Y., (1995), Asset Inflation in Selected Countries, *BOJ Monetary and Economic Studies*, Vol.13, No.2.
- Steigum, Erling Jr., (1992), Financial Deregulation, Credit Boom and Banking Crisis: The case of Norway, *Discussion Paper*, 15/92, Norwegian School of

Economics and Business Administration.

Steigum, Erling (2009), “The boom and bust cycle in Norway” in Lars Jonung, Jaakko

Kiander and Pentti Vartia (eds.) (2009).

竹森俊平 (2002) 『経済論戦は甦る』 東洋経済新報社。

Vastrup Claus (2009), “How did Denmark avoid a banking crisis?” in Lars Jonung,

Jaakko Kiander and Pentti Vartia (eds.) (2009).

吉富勝 (1998) 『日本経済の真実：通説を越えて』 東洋経済新報社。

