株高依存の負債増加で高まる米国金融システムの不安定性

―― 米国景気ソフトランディングに向けての潜在的なリスク要因 ――

〔要　　旨〕

1．米国景気の先行きについては，情報通信技術革新の効果で生産性向上が続き，インフレ顕在化のリスクが小さいことや，財政・金融政策の自由度が高く，株価の大幅調整等の事態にも対応可能なこと等から，ソフトランディングの見通しが多い。

2．しかし米国企業のミクロレベルの財務内容に着目すれば，98年以降の株高と高成長の中心となったハイテク・インターネット関連の企業には，キャッシュフローの裏付けが無いままに，高株価を前提に負債依存の先行投資を行った企業が多く，結果的にマクロレベルでも企業の負債増加が最近２年で急速に進んだ点に留意すべきである。

3．株価上昇期待からのハイテク・インターネット関連企業の未公開株への需要が過熱した結果，ベンチャーキャピタルも本来果たすべきモニタリングやガバナンス機能を希薄化させてIPO（新規株式公開）を加速させ，キャッシュフローの裏付けの無い企業の事業拡大による株高と負債増加の連鎖をもたらした。

4．近年のハイテク企業のM&Aは，期待売上高拡大による株高の維持を目的としている面があり，市場による経営の規律付けという機能に乏しく，株高→株式分割・株式交換のM&A→株高という連鎖が資本効率の向上につながるかどうか疑問である。

5．企業セクターがマクロレベルで財務内容を悪化させた結果，資金供給サイドの銀行セクターでも信用リスクに対する懸念が高まっている。また規制緩和の過程で，ベンチャーキャピタル事業を拡大してきた銀行グループ（銀行持ち株会社）もあり，それらのグループでは株価下落が収益の大幅変動につながるリスクがある。

6．米国は社債，CP等，市場でのファイナンス手段も充実しているが，ロシア危機の際に明らかになったように，市場は場合によっては著しい流動性不足におちいることがあり，その際には中央銀行を中心にした銀行システムのリスクテイクが重要になる。

7．94年の利上げ局面では債券暴落にもかかわらず社債間のクレジットスプレッドは安定しており，当時の米国企業の財務健全性を裏付けている。企業財務の悪化という変化の中で，昨年６月からの今回の利上げは足元で社債間のクレジットスプレッドの拡大につながりつつあり，コスト効果だけでなく，流動性逼迫や一部企業の資金繰り難といった事態が顕在化している。

8．政策余力等トータルで考えると米国景気ソフトランディングの可能性は高いとみられるが，株価調整の行方や信用リスクの高まり等といった金融面での変化が実体経済に与える影響にはなお十分な留意が必要であろう。

目　次

１．はじめに
――減速の兆しを見せ始めた米国景気――
２．株価高騰に支えられた先行投資型企業の台頭と負債増
(1)　株式時価総額増加が一部業種に集中
(2)　先行投資型企業の台頭とキャッシュフローの悪化
(3)　資金供給サイド・供給形態の問題
(4)　高株価維持の手段としての性格が強まるM&A
(5)　マクロ的にみた企業債務の推移
３．潜在的に不安定性を抱えた米国金融システム
(1)　リスクを抱え始めた米国の銀行システム
(2)　直接金融の問題
４．景気循環と信用リスク変動
――過去の循環と今回の比較――
(1)　利上げ局面でのクレジットスプレッド
(2)　利上げの銀行経営への影響
５．おわりに

１．はじめに

――減速の兆しを見せ始めた米国景気――

米国経済は，今年の第１四半期までは過熱気味の高成長を続けていたが，昨年６月末の利上げ開始から１年を経て利上げ幅も1.75%になるに至り，ようやく減速への兆しを見せ始めている。もちろん足元では労働力需給逼迫からコストプッシュのインフレ圧力が残っており，景気減速への兆しはあっても減速傾向が定着したとまではいえず，FRBは需要の伸びを３%台後半といわれる潜在成長率程度に抑制するべく，いまだインフレ警戒的なスタンスを維持している。

今後は米国景気がスムーズにスローダウンできるかどうかが焦点になってくるが，それに関しては実体経済面から考えれば，FRBのマイヤー理事が１月20日の講演(注1)で説明したように，生産性上昇による物価安定が持続するかどうかが重要であり，情報通信技術革新（いわゆるIT革命）による生産性の向上が今後も続くかどうかがポイントになる。

IT革命が90年代後半の米国の生産性の向上をもたらしてきた最大の要因であることは言うまでも無い(注2)。そしてIT革命の波及やそれによる生産性上昇の余地も依然大きとみられる。従って生産性の面からは（上昇率が鈍化したとしても）上昇傾向は続く可能性が高く，その意味で景気ソフトランディングの可能性も高いことが示唆される。

ただし景気がソフトランディング可能かどうかという点に関しては，実体的な変数の推移にのみ着目しているだけでは不十分

である。特に今日の米国のように，金融資産・負債の残高が大きく，ストック化が進んだ経済の場合，金融的なショックが発生した場合にはその実体経済への影響は大きく，ソフトランディングに向けての思わぬ陥穽にならないとも限らない。

米国経済の抱える金融面の問題としては，割高感の強い株価，海外資金への過大な依存等が指摘できるが，株高については利上げによる調整は景気過熱を抑えるためにはむしろ望ましいことであり，仮に下落が大幅（３割超）になったときには，インフレが顕在化していなければ利下げや財政出動の余地があるからそれによって株価は支えられ（従って海外への資金逃避も収まり），株安による逆資産効果(注3)を限定的なものにすることで米国経済のハードランディングは避けられるというのが，一般的な米国経済に対する楽観論である。

しかし米国の企業セクターに着目し，ややミクロに立ち入ってみれば，特に98年以降の高成長を支えてきた企業の内容やその財務面での特質がそれ以前と大幅に異なっているのは明らかであり，その結果株価下落は，単に個人セクターの逆資産効果・消費抑制といった影響にとどまらず，信用市場への波及を通じて金融面での不安定性をもたらすリスクがあると考えられる。本稿ではここ２～３年間に急速に高まってきた米国金融システムの不安定性について考察する。

（注1） “Sustainability and Monetary Policy” Remarks by Laurence H. Meyer, Before the National Economists Club and the Society of Government Economists, Washington, D.C. January 20, 2000 では米国経済の先行きについて４パターンをあげて説明している。

（注2） IT革命が米国企業の生産性向上に結びついている事例に関しては，米国商務省“DIGITAL ECONOMY”のシリーズ（Ⅰ～Ⅲ）に紹介されている。

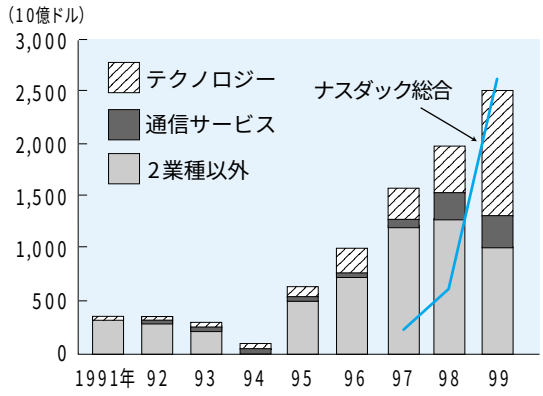
（注3） 株価下落の逆資産効果については数多くの試算があり，例えば，IMF“WORLD ECONOMIC OUTLOOK May 99”では米国株価の３割下落（それによるドル実効レートの10%下落等の複合効果はあるものの）が当年の米国GDPを1.9ポイント押し下げるとしている。また経済企画庁の『世界経済白書』99年版では，米国株価が３割下落した場合に消費へのマイナス効果が1.33ポイント，その効果だけでGDPを0.91ポイント押し下げると推計しているが，住宅投資や設備投資へのマイナス効果を考慮していないから，それらを考えるとIMF同様３割下落でGDP２%程度下振れというのが一般的な試算結果とみられる。

２．株価高騰に支えられた先行投資型企業の台頭と負債増

（1） 株式時価総額増加が一部業種に集中

まず近年の米国資産市場，特に株式市場の動向について触れておきたい。足元の米国経済の高成長に株高等による資産効果が影響してきたことはいうまでもない。グリーンスパン議長も成長率のうち１%程度は資産効果によるとの認識を示している。問題はその資産増加の内容が97年ごろまでとそれ以後とで大きく異なっていることである。米国の資産増加の中心である株式について，S&P500の時価総額増加額をセクター別に分解すると（第１図），97年ごろまでは比較的多様なセクターで時価総額の増

第1図　S&P500(業種別)とナスダックの総合指数時価総額前年差



資料　S&P500時価総額はDatastream, ナスダック総合はナスダックホームページより。

加（資産増加）がみられたもものの，98年から99年にかけてはテクノロジー株，通信サービス株の２セクターが時価総額増加の中心となり，特に99年の株式時価総額増加に関しては６割弱がその２セクターによるものとなっている。

また99年６月末以降の利上げ局面では，S&PやNYダウに比べてナスダック総合指数の上昇が目立っており，99年の時価総額増加額は，ナスダックのそれがS&P500総合と同等レベルにまで拡大している。

ただハイテク企業の多いナスダック総合指数の構成銘柄とS&P500のテクノロジー株構成銘柄との間には重複もあるため，これらの額を単純に比較することはできず，むしろ情報通信やコンピュータ関係，ネットワークビジネス等の銘柄の株価高騰が，最近２年程度の米国株式時価総額の増加の中心を担ってきたという，同じことを示している面がある。米国株価上昇が近年テクノロジー関連，なかでも「.com銘柄」といわれるインターネット関連に偏っていることはこれまでも指摘されてきたが，その結果米国の株式時価総額でみた「資産増加」も，ここ２年程度は一部業種に偏っていることは明らかである。

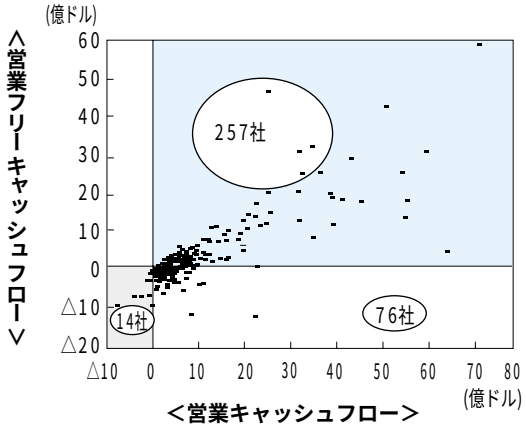
そしてそれらの「資産増加」に寄与してきた新興企業の財務の全体としての特徴は，キャッシュフローの不足を外部からのDebt financeで補っているということである。

(2)　先行投資型企業の台頭とキャッシュフローの悪化

振り返れば97年ごろの米国では多国籍企業を中心とした資本効率重視のグローバルスタンダード経営が注目されており，そのコンセプトは「ROA（総資産利益率）の高い事業に資源を集中させて潤沢なキャッシュフローを生み出し，設備投資を行って残ったキャッシュ（フリーキャッシュフロー）は自社株買いで投資家に還元，他分野に進出する場合でもM&Aは株式交換によって負債を増やさない」という経営が米国型のグローバルスタンダード経営といわれていたものだった。四半期決算の数字に追われて「近視眼的」と批判されることはあったが，「収益率の高さと収益率の高い分野への効率的な資源配分」が企業の株価を高め，米国の資産価値の上昇に寄与していたことは事実であろう。

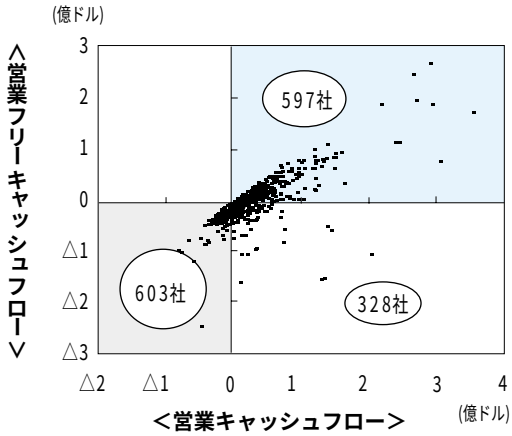
実際に，企業のキャッシュフローの潤沢さを示す営業キャッシュフローと，それから設備投資を引いた営業フリーキャッシュフローという軸で，S&P500工業（非金融）

第2図　S&P500工業株構成企業のキャッシュフロー分布（97年度決算）



資料　S&P500工業株中，datastreamで当該財務データ入手可能だった347社
(注)　IBM, GE, GM, FORD, EXXONは，絶対額が大きいためにグラフには表示せず（社数はカウント）。

第3図　ナスダック工業株構成企業のキャッシュフロー分布（98年度決算）



資料　nasdaq industrial 構成銘柄中, datastreamで当該財務データが入手可能だった1528社。
(注)　APPLIED MAT, COTSCO, PACCAR については絶対額が大きいためにグラフには表示せず(社数にはカウント）。

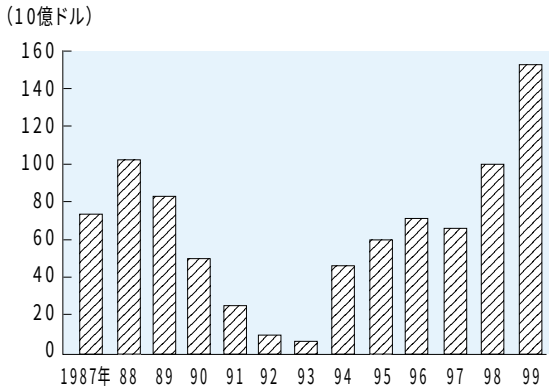
株を構成する企業の97年度財務データをプロットすると，第２図のように，営業キャッシュフロー（横軸）がマイナスの企業はごくわずかで，営業フリーキャッシュフローでもマイナスの企業は一部にとどまり，双方プラスの企業（第１象限）が４分の３を占めている。

これに対し，98～99年にかけて大幅に時価総額を増加させたナスダック上場銘柄中の工業（非金融）株に関して98年度決算データに基づいて同様にプロットすると，営業キャッシュフロー段階でマイナスの企業が４割，設備投資を引いた営業フリーキャッシュフローベースではマイナスの企業が全体の６割にのぼっている（第３図）。

このようなキャッシュフローマイナスの企業が増えている背景には，（成長業種の企業としては一般的パターンという面もあるが）当面の利益につながらなくても，急拡大が続く電子商取引やインターネット関連ビジネスにおいて先行的にシステム投資を行い，ブランドを確立して顧客を囲い込むという戦略を持つ企業の台頭がある。そしてこれらキャッシュフローの不足を企業は銀行等からの借入，社債発行等のdebt financeで補っている。netの裏側にはdebt（負債）があるといわれるのはこの点である。

またこのような新興企業は規模や市場シェア拡大のための合併・買収等が多いことから，そのための支出もあって実際のネットキャッシュフローのマイナスはさらに大きい。M&Aに関しては，確かに80年代のLBOの失敗から97年ごろまではキャッシュによるM&Aの金額は低水準（株式交換によるものが大半）だったが，98年以降はキャッシュによるM&Aも急速な増加に転じ，99年は80年代のピークを上回る1,500億ドルのTOBがキャッシュによって行われている（第４図）。これも企業にとっては負

第4図　キャッシュによるtakeoverの金額



資料　Trim Tabs.com

債増加要因になる。

しかし先行的な成功事例を除けば，ネット関連ビジネスでも今後は競争圧力が高まり，すべての企業がその投資の成果を，採算の取れる利益として享受できるわけではないことも明らかだろう。その場合には，利益期待の剥落から当該企業の株価が暴落しようが，その暴落はそれだけにとどまらず，株高に依存したdebt financeが多ければ多いほど，借り手・貸し手にとってその対応が困難になるのは避けられない。

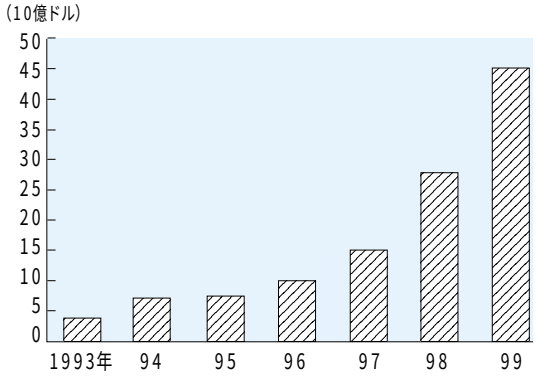
(3)　資金供給サイド・供給形態の問題

次にこのような負債増加についてその供給サイドの事情をまとめておこう。キャッシュフローマイナスの新興企業の経営を成立させている負債供給サイドは，ベンチャーキャピタル，銀行融資，知名度が高まれば社債発行ということになる。

インターネット関連のハイテク・情報通信ビジネスは，近年その潜在的な成長性が注目されて，前述のように株価が急騰を続けてきた。その結果，当該分野での未公開ベンチャー企業への投融資ニーズも高まり，ベンチャーキャピタルへの資金流入も最近２～３年の間に記録的に拡大した（第５図)。しかし一方でベンチャーキャピタルの質的改善が，その運用する資金の量的な拡大に必ずしも追いつくものではなかったこともまた事実とみられる。(注4)

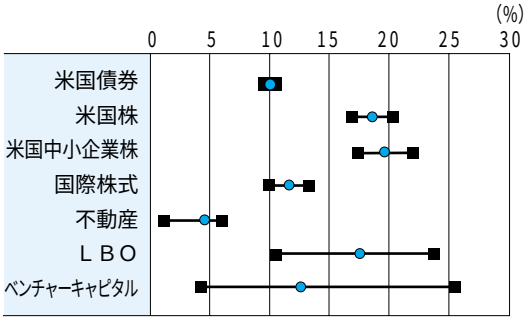
ベンチャーキャピタルはEconomist誌も指摘するように，通常は「ハイリスク・ハイリターン」の資金運用（第６図）であり，

第5図　米ベンチャーキャピタルへの資金流入額の推移



資料　ventureeconomics.com

第6図　各種資産のリスクとリターン



資料　Economist2000年5月27日
原資料はYale Endowment Fund
(注)　それぞれの資産の97年末までの10年間の平均リターン。
■はそれぞれの資産中の最高･最低パフォーマンス
●は中位平均。

新興企業に対して３～５年，長いものでは10年以上にわたり，経営指導を行いつつ資金提供し，利益が出るようになった段階で，投資銀行（証券会社）を通じて株式上場（ないし機関投資家や関連企業等への株式売却）を目指すビジネスである。(注5)

ベンチャーキャピタルの金融機能は，投資家から預かった資金の提供という資金仲介だけでなく，専門知識に基づく有望な技術の発掘，経営ノウハウの供与という情報生産機能，利益の出る事業体にまとめ上げるまでのモニタリングやガバナンス機能等の複合であり，それによってファンドのリスク低減・リターンの向上を図るとともに，マクロ的にも成長分野への資金配分を促す役割がある。しかし，上場基準の緩やかな株式市場の登場という環境のなか，インターネット関連ビジネスへの過度な期待，インターネット関連企業株の急騰によって，新興ネット企業の未公開株への需要が高まったことで，需要主導のままに，利益が出ない企業でも上場，ないし株譲渡を行うようになってきたのが最近の動きといえよう。ベンチャーキャピタルの機能である情報生産，モニタリングやガバナンスといったサービスには，供給面での制約が大きい（急には供給量をふやせない）のに対し，需要が一方的に拡大することで，投資対象企業のリスク・リターンがそのまま投資家に転嫁されただけという面が強い。

場合によってはそれ以上に，ベンチャーキャピタルにとっては株式公開にまでこぎつければ資金回収，利益計上可能ということで，投資家に誤った幻想をもたせて公開を成功させるモラルハザードの事例もみられるとのことである。(注6)資金不足環境であればベンチャーキャピタル間の競争圧力がモラルハザードへの抑止効果を持つが，資金余剰環境，運用圧力増加環境のなかでは，もともとベンチャービジネスという情報の非対称性（asymmetric information）が高い分野であるために，モラルハザード（moral hazard）や逆選択（adverse selection）といった「エイジェンシー問題」（agency problem）が避けられなくなり，資源の配分がゆがめられるといった事例といえる。(注7)実際近年，IPO（新規株式公開）後株価が下落する企業が増加しており，(注8)それに加えて４月以降株価（特にナスダック指数）が軟調に転じるとともにIPOを延期する企業も増加している。

次いで社債による資金調達に関しては，前述のように，ナスダック上場の新興ハイテク企業の場合成長性優先で財務内容の悪い企業が多く，いわゆるハイ・イールド債（ジャンク債）に分類されることが多い。そして最近では社債のデフォルト増加からハイ・イールド債の発行環境が悪化し，その多くは転換社債の発行を増やしているとのことである。１月26日付wall street journal紙によれば，昨年第４四半期の転換社債発行額は176億ドルと前年同期の４倍増となり，また転換社債残高の24%をテクノロジー企業が，23%を通信関連企業が占めているとのことで，(注9)まさに株高（期待）が負債の増加に直接的につながる構図となってい

る。株高期待が持続すればともかく，それが剥落すれば，これらの転換社債の償還期限までには潤沢なキャッシュフロー確保による財務内容改善が求められることになり，それが可能かどうかは個社ごとの中心業務の収益性いかんで，決して楽観視はできないだろう。

（注4） アンソニー・B・パーキンス他はこの間の事情を具体的に描写している。「ベンチャー・キャピタル業界が運用しなければならない資金が，たとえば，1995年に比べ99年は3倍になっているとしよう。それと同じだけ質の高い投資案件も増えているだろうか。答えはノーだ。するとどうなるだろう。これはつまり，投資額が上がっていくという意味だ。そして投資に値しない企業が，資金を与えられることになる」（P.90）「（投資案件をめぐる）競争の激化は，同時に，投資をすばやく決定しなければならないというプレッシャーを強めた。適切な注意や背景調査も，本来やるべきレベルとは程遠くなった。…以前より乏しい知識をもとに，以前よりも早く決定しなければならない」（P.92）。

（注5） 伝統的なベンチャーキャピタル，およびその機能については，“ Adventurous venture capital ”“ Money to burn ”『Economist』2000年5月27日付参照。

（注6） 「根本的な前提になっているのは，ベンチャー・キャピタリストは公開市場を利用して競争コストを賄える，ひょっとすれば，負け馬に乗ってしまった場合でもうまく回収できるという考え方だ。」「企業が利益を出すと，それはつまり，投資家が実際に株価収益率を計算できるということになる。インターネット・バブルの時代においては，それは一般に，評価が大幅に低くなることを意味するのである。売上高も利益もない以上，市場での高い評価を正当化するには，ウエブサイトのトラフィック（アクセス数）やホームページの印象など，馬鹿げているとは言わないまでも，伝統的な裏付けのない基準に頼るしかない。」前掲アンソニー・B・パーキンス他P.101～102。

（注7） いわゆる新古典派経済学で前提とされている完全市場では，完全競争だけでなく完全情報（市場参加者がすべて同じ情報をもっている）という前提があり，市場参加者間に情報格差がある（これを情報の非対称性という）場合には，市場を通じて行われる資源配分が必ずしも最適にならないという問題が80年代以降の経済学の重要な論点にの一つになってきた。情報の非対称性に基づく資源配分のゆがみの典型的な現象がモラルハザード（例えば，貸し手がリスクを負担することを利用して，資金の借り手がよりリスクの大きい（成功した場合のリターンも大きい）事業に資金を投入するような事例）や逆選択（モラルハザードが一般化すると上記の例では資金の貸し手は予防としてモラルハザード分のコストを金利に上乗せするが，その結果，資金の借り手も更にハイリスク・ハイリターン志向になって結局ローリスク（ローリターン）の主体やモラルハザードの無い主体が市場から退出してしまうという逆の結果になってしまうこと）といった事態である。情報の非対称性の問題については，例えば岩田P.75～79参照。

（注8） 『Economist』2000年４月29日付“ IP…Oh, never mind ”によれば，2000年入り以降の新規公開株については，直近の株価が株式公開当日の株価に比べ，平均で4.3%下回っているとのことである。

（注9） “ Investor Enthusiasm Fuels Offerings From Tech Firms ”THE WALL STREET JOURNAL 2000.1.26。

（4） 高株価維持の手段としての性格が強まるM＆A

また，ハイテク企業の高株価を利用したM&A戦略についても最近では問題点が指摘されるようになってきた。例えば「BARRON‘S」誌（５月８日付）が，Cisco Systems(シスコ・システムズ。インターネットを支える基幹的な製品であるルーターやスイッチャーの大手供給者。近年では様々なネットワーク関連企業を買収して，一時株式時価総額が世界最大に）の好業績が，売上増加 → 株価上昇 → 株式交換で関連企業買収 → 売上増加という好循環によるものとし，その継続性や高水準のPER（株価収益率＝株価を１株当たり利益で割ったもの）に懸念を呈している。またそのM&A戦略に

関しても，「M&Aの専門家というのは，かつては市場での株価が割安に放置されている企業を探すのが求められる能力だった。しかしシスコのような，今日のM&Aで行われているのはこれとは全く異なる。彼らが買うのは資産ではなく，製品でもない。利益でもなく売上ですらない。彼らが買っているのは形成途上の技術や，いつの日か売上や利益，資産を生んでくれる見込みのある人々なのである」とし，「従ってシスコの企業買収担当者は，買収企業が将来本当に利益を生んでくれるのかどうかについて，リスクを負っている」が，果たしてそれが買収後の株価に反映されているのかという点で疑問を投げかけている。そして近年のM&Aブームのなかでで M&A対象と目される企業は，そのことだけで株価が上昇する傾向があることから，割安な価格で買収することがますます困難になっているという問題点を指摘している(注10)。

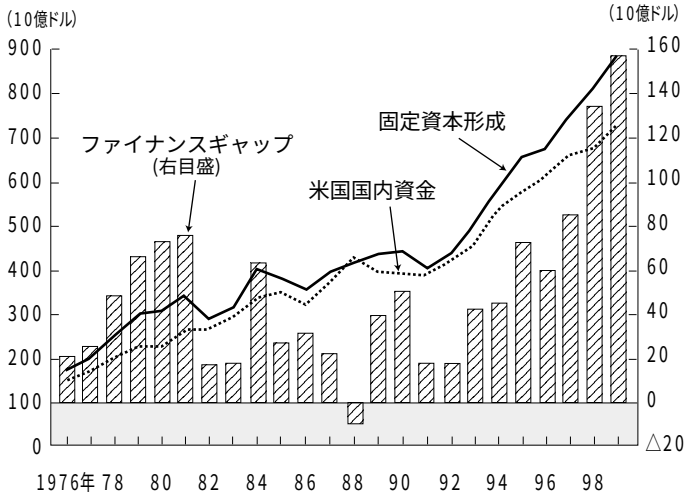
割安な株価の企業が対象となるようなM&A（なかでも敵対的M&A）には，「効率の悪い経営陣を規律づけるための基本的な仕組み」(注11)として，株式市場による企業経営の規律づけという意味あいが(特に米国では)あるといわれてきた。しかし，近年のハイテク企業で盛んなM&Aにはそのような機能が希薄化しており，高株価を利用して株式分割と株式交換でM&Aを行い，それによって将来の売上や利益に対する市場の期待をつなぎとめて高株価を維持するという危うい連鎖の上に成り立っているという面があることは確かであろう。米国企業のM&Aも，かつての企業リストラ，資本効率向上のための手段から，株価維持や(期待)売上高拡大のための手段になっている事例が増えつつあるとみられ，それが前述のように最近では負債増加要因にもなっている現状といえる。

(注10) “Cisco's Bids”『BARRON'S』2000年５月８日付。
(注11) 深尾光洋，森田泰子　P.32

(5)　マクロ的にみた企業債務の推移

これまでのミクロベースの事情をマクロ統計によって全体的にとらえなおしてみよう。米国企業が最近２年間急速に負債に依存して設備投資を拡大させてきたことはマクロ的にも明らかで，マネーフローベースの非金融法人企業のファイナンスギャップ

第７図　米国非金融法人企業部門の固定資本形成とファイナンスギャップ



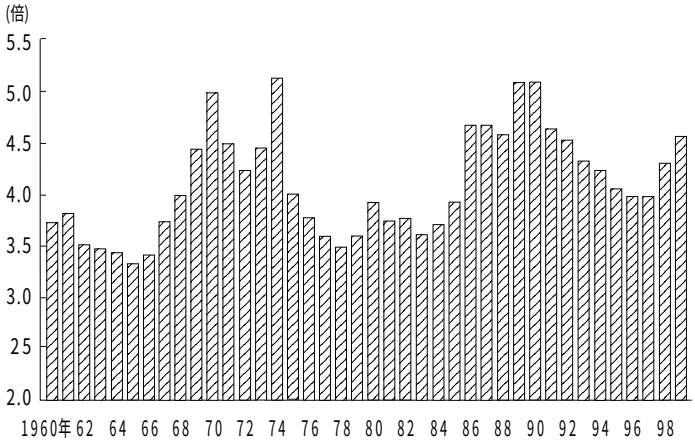
資料　FRB flow of funds
(注)　米国国内資金は配当控除後の税引後利益＋減価償却費，固定資本形成は設備投資･在庫投資計。ファイナンスギャップはその差。

(配当控除後の税引後利益＋減価償却費－設備投資・在庫投資）は97年には800億ドル台だったものが，98年には1,300億ドル台，99年には1,500億ドル台にまで増大している（第７図)。

また非金融法人企業のキャッシュフローと負債残高の比率（負債残高／キャッシュフロー）では，98年以降の上昇が顕著であり，ナスダック上場企業の株価急騰，株価上昇に支えられたキャッシュフローマイナス企業の負債拡大というミクロの事態がマクロデータでも確認できる（第８図)。

グリーンスパン議長が米国株価を「不合理な熱狂」と指摘したのは96年の12月のことであるが，97年時点であればこれら指標によってマクロでみた企業のdebt financeは小幅だったから，株価の大幅調整が仮にあったとしてもその悪影響はまだ限定的だったといえる。しかし前述の通り，98～99年の間に米国の企業体質は，とりわけその成長点（株価の割高度も高い）に関する限り，全く異なってしまったと言え，株価の大幅調整が今後生じた場合，そのもたらすクレジット市場への悪影響が拡大しているのはマクロ的にも明らかである。

第８図　米国非金融法人企業の信用市場負債残高対キャッシュフロー倍率



資料　第７図と同じ
(注)　負債残高／ネットキャッシュフロー

３．潜在的に不安定性を抱えた米国金融システム

(1)　リスクを抱え始めた米国の銀行システム

このような負債増加の全体的傾向のなかで，信用リスク拡大を懸念する米国銀行監督当局も警戒感を強めている。例えば，FDIC（連邦預金保険公社）の昨年第４四半期の "Regional Outlook" では，"Emerging Risks in Banking" と題して，米国銀行に潜在するリスクの高まりに警告を発している。ここでは企業セクターの財務問題を中心とした本論の内容とは直接に関連しないものの，米国銀行監督当局の現状認識を知る意味で，個人向け融資や不動産ローン，資金調達等も含めた全体的な評価をまとめてみると以下の通りである。

①対個人

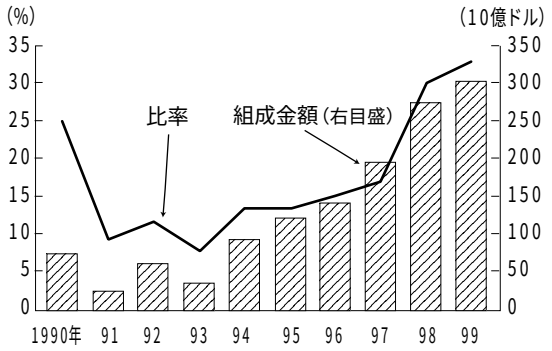
個人部門は，負債拡大にもかかわらず，これまでは低金利によるリファイナンスが既往債務の返済に充てられる等の好環境があった。しかし利上げ局面に入りリファイナンス効果が無くなり家計負債の早期返済が難しくなっている。また競

争激化のなかで，リスクの高い個人への貸出（subprime lending）がモーゲージ，自動車ローンともに増加している。例えば，98年のsubprimeモーゲージの組成は，前年比20%増の1,500億ドル（94年には350億ドルに過ぎなかった）に達している。自動車ローンの組成中のsubprime割合も90年の８%から98年には18%に上昇。クレジットカードローン市場でもsubprime貸出が増加している。

②対企業（商工業）

貸倒比率は依然低いものの，99年前半の商工業向けローンの償却額は前年比倍増，不稼動資産も26%増。足元の企業向けローンの資産内容悪化は，97～98年前半にかけて，銀行がローン拡大のために融資実行の基準を緩和した影響が出ているとみられ，融資基準はLTCM（大手ヘッジファンド）問題の際にいったん厳しくなったものの，最近では再び企業の債務返済能力に対する楽観的な見方によって，みかけよりも緩やかな基準になっているリスクがある。加えて，シンジケート市場ではハイ・レバレッジ企業向け融資が急増している（第９図）。全体のシンジケートローン残高は99年前半に前年同期比微減となったものの，ハイ・レバレッジ企業向けでは70億ドル（５%）増加となっている。これらはM&Aの高まりや社債市場から借入市場への資金ニーズのシフト等がある。シンジケートローンは多くは非銀行金融機関に分売されるが，ハイ・レバレッジ企業向けのシンジケートローン，はその64%が銀行のB/Sに残っているとの推計もある。

第9図　米国のシンジケートローン組成額中のハイ･レバレッジ企業向けの比率と組成額



資料　FDIC“Regional Outlook 4Q 1999”
原資料はLoan Pricing Corporation
(注)　99年データは前半実績の年率換算値。

③不動産向けローン

いくつかの都市での商業用建物の空室率上昇にもかかわらず，いまのところ貸倒比率は低い。

④資金調達

貸出の伸びに預金の伸びが追いつかず，商業銀行預貸率は99年６月末に90%と過去最高。市場でのファンディング増加から流動性リスクと金利リスクが高まる。ABS（資産担保証券）市場の発達で，銀行もローン証券化をファンディング手法として活用しているが，反面，証券化業者との競争から融資基準が引き下げられる傾向も。

以上のように米国銀行セクターは，現状結果として出てくる数字（不良債権比率等）からは健全であるものの，潜在的なリスクは高まりつつあるというのが米国金融監督当局の見方である。

次いで米国銀行システムにおける潜在的な不安定性増大という観点から注目されるのは，銀行（銀行持ち株会社）が規制緩和の

なかで未公開株式市場での業務（ベンチャーキャピタル）を拡大してきた結果，銀行と株式市場との関連が強まっているとみられることである。もちろんこれは規制緩和のなかでの事業展開であるから個別銀行ごとに程度は異なる。しかし長期の株価上昇のなかで米銀が全体として株式関連ビジネス，なかでも発行市場にかかわるベンチャーキャピタルに進出してきたことは，グリーンスパン議長も5月4日の講演[(注12)]で「過去30年間の銀行業をとりまくあらゆる変化のなかで，最も劇的といえるのは，デリバティブズの利用拡大と銀行業の未公開株市場でのプレゼンスの高まりである」と指摘している通りである。

実際主要銀行グループのなかでベンチャーキャピタルへの進出に最も積極的なchase（チェース）の場合，ムーディーズのレポートによれば，グループのベンチャーキャピタルが保有するポートフォリオは自己資本の３分の１に達するとのことであり，収益面でも99年には連結利益の25％を占めるに至っている（第１表）。ベンチャーキャピタルからの収益は実現損益だけでなく評価損益の計上を含み，株価変動によって振れが大きいため，このような業務のウェイトが高まれば銀行グループ全体の経営が株価動向に大きく影響されるようになるのは避けられない。

このような収益の振れによるグループ内銀行経営への波及を緩和すべく，FRBも銀行持ち株会社のベンチャーキャピタル子会社には投資額の50％相当の自己資本を振り向けるように指導している[(注13)]が，株価の変動幅次第では影響が大きくなるリスクはあろう。

第１表　各銀行持ち株会社の1999年のベンチャーキャピタルからの収益

（単位　100万ドル，％）

会社名	ベンチャーキャピタル収益	同税引前利益	連結利益に対するベンチャーキャピタル利益比率
Chase	2,330	2,095	25
JP.Morgan	646	501	16
Wells Fargo	1,008	＊786	12
Fleet Boston	494	380	11
First Union	578	＊445	9
MSDW	725	＊565	7
Bank One	415	＊319	6

資料　Moody's investors Service“Banking System Outlook”United States、2000年４月
（注）　＊は推計値。MSDWはモルガンスタンレー・ディーンウイッター。

（注12）“Banking evolution”Remarks by Alan Greenspan，At the 36th Annual Conference on Bank Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago，May 4，2000
（注13）同上講演より。

（2）　直接金融の問題

ただし米国の場合，社債・CP等の市場でのファイナンス手段が発達していることから，仮に銀行システムが動揺しても，その影響は間接金融中心の日本，ドイツ等に比べて小さいことも言うまでもない。社債，CP市場等では，異なるリスク許容度を持った多様な投資家が，自らのリスクの範囲内で分散投資をすることが可能であり，市場の透明性（ディスクロージャー）を高めていけば，ある程度のショックがあっても早期に対応が行われるから，連鎖を

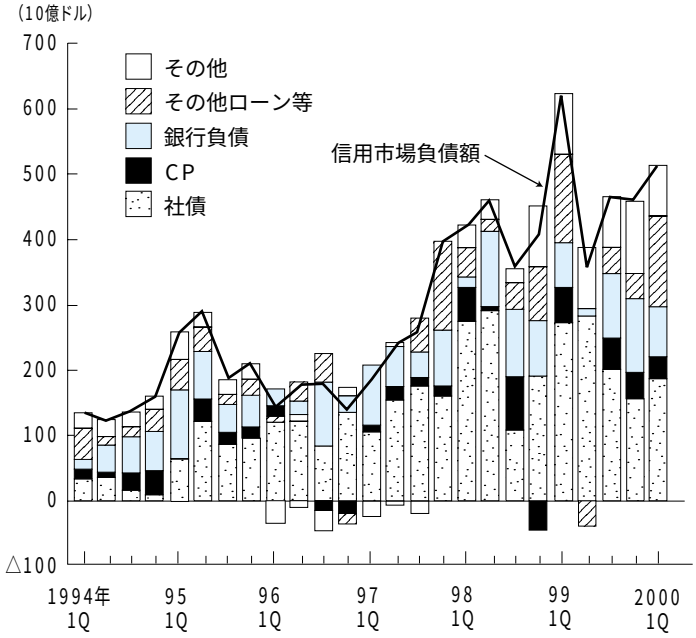
断ち切ることも可能との見方もある。

実際，90年代初めの米国の銀行経営悪化――クレジットクランチの際にも，資本市場がファイナンス機能を代替し，銀行システム動揺の悪影響を緩和した面があり，グリーンスパン議長も昨年10月19日の講演で，「資本市場の支えがなければ，91年のマイルドなリセッションは，より深刻なものになっていたかもしれない」と指摘している(注14)。銀行中心の間接金融のウェイトが高い日本等と比べ，直接金融と間接金融がバランス良く機能していることが，米国金融システムの相対的な強みであることは事実であろう。

しかし，市場の透明性確保等を通じて市場機能を高めることだけでは，金融システムの安定性を確保するのには限界があることが明らかになったのが，ロシア危機をきっかけにした98年秋の金融危機だった。LTCMの破綻をきっかけに，市場の流動性が急速に枯渇，高格付け企業すらファンディングに支障をきたしかねない事態となった。その際にはNY連銀仲介のもと民間金融機関がLTCMに36億ドルの資本注入を行い，FRBが素早く積極的な３回の利下げを行ったことで株価が支えられ，株高を維持することで企業の信用力が回復してクレジットスプレッドが縮小し，市場流動性の枯渇が連鎖的な破綻に結び付くことは回避された。その間CP発行の鈍化を補ってファンディングを支えたのは第10図の通り銀行ローンだった。直接金融と間接金融の双方のレベルの高さとバランスの良さという米国金融システムの強さがこの時にも発揮されたとも考えられるが，一方でNY連銀の仲介，大幅利下げという人為（政策）的な対応を受けた銀行セクターによる流動性の供給が，特に市場が不安定化した時には，重要性を持つことが示されたといえる。

その意味では，直接金融市場が発達した米国でも，市場が健全に機能するためには，市場を構成する各主体（なかでも流動性の供給に最も密接な銀行セクター）の財務健全性やリスクテイク能力，また中央銀行による市場変動に対する適切な対応，等が必要といえる(注15)。最近２～３年の信用拡大で米

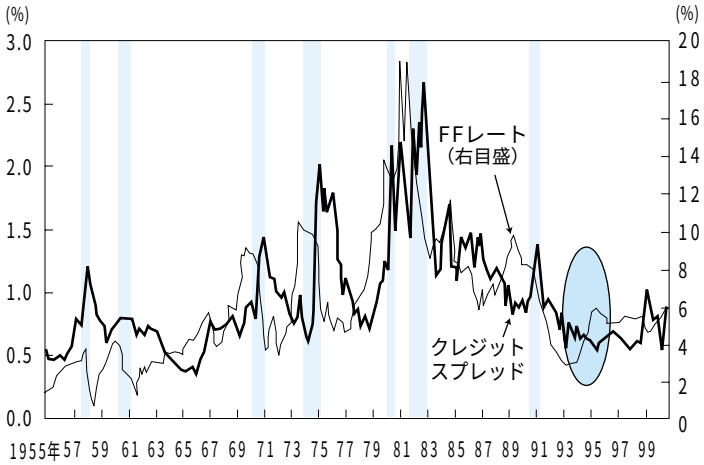
第10図　米国非金融法人企業の資金調達
（信用市場負債増加額とその内訳）



資料　第7図と同じ

国銀行システムが内部的な不安定性を抱え始めたことは，今後市場で大きいショックが生じた場合に，それを吸収するバッファーが相対的に小さくなったことを意味しており，金融システム全体としても不安定性が増加したと判断できる。

第11図　米国のFFレートと社債間クレジットスプレッドの推移



資料　WEFA,Datastream
(注)　クレジットスプレッドはmoody'sのBAA格付け。
「社債利回り－AAA格付け社債利回り」シャドー部分は景気後退期。

（注14）“Do efficient financial markets mitigate financial crises?” Remarks by Alan Greenspan, Before the 1999 Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, October 19, 1999

（注15） かつては流動性の危機は「預金取付」という形で主に銀行セクターの問題と考えられていたが，金融システムにおける資本市場の役割が大きくなるなかで，ロシア危機の際にロシアやその他のエマージング諸国とは一見関連が薄そうな市場でも市場の流動性が急速に枯渇したことを契機に，市場流動性の決定要因やそのダイナミズムに対して関心が高まっている。詳しくはBIS“Market Liquidity：Research Findings and Selected Policy Implications”May 3 1999。日本銀行仮訳が『市場流動性：研究成果と政策へのインプリケーション』として日銀HPで公開されている。

4．景気循環と信用リスク変動
――過去の循環と今回の比較――

（1）　利上げ局面でのクレジットスプレッド

上記の検討を踏まえて株価や信用市場の変化に着目し，（ソフトランディングに成功した）94年の利上げ局面やロシア危機時と比較して，今回の利上げ局面（99年6月末以降）の特徴を考えてみたい。

94年の大幅利上げに際しては，債券（国債）相場が暴落し，地方自治体であるオレンジカウンティが資金運用の失敗から破産する等の事態もあったが，経済の中心を成す企業セクターのマクロベースの財務健全性は顕著であり（前掲第８図），そのことは利上げ局面を通じて社債間の利回り格差がほとんど拡大しなかったことによっても裏付けられる（第11図の楕円部分）。同図によってやや長いタームで金融政策の推移と企業間クレジットスプレッドの変化を概観すると，リセッションとなって終了した景気循環サイクル（ハードランディング）においては，利上げの後半にクレジットスプレッドが拡大して，利上げのコスト効果や投資消費抑制・貯蓄促進効果だけでなく，信用リスクが高まり，流動性制約の強まる局面が共通して存在していることが分かる。

その意味では94～95年に大幅な利上げを

第2表　最近のインターネット関連企業の清算例

	事業内容	後援企業、ベンチャーキャピタル	清算月
Boo. com	衣料品小売	Italy 's Benetton, J.P.Morgan ほか	5月
Toysmart	オンライン玩具小売	Disney	5月
Violet. com	ネット小売	21 st century internet venture partners	4月
ePatients	医療	Saratoga Ventures, Morgenthaler Ventures, New Enterprise Assoc, Prospect Venture Partners	1月
CraftShop. com	趣味、工作用品	Andinger Capital Vll, Brand Equity Venturesl, CMGI @ Ventures, Primedia ventures	5月

資料　The Wall Street Journal　5月25日付

経て米国景気がソフトランディングできたのは，予防的金融政策によってインフレ懸念の鎮静化が実現したという面だけでなく，企業の財務内容が全体としては健全で，利上げに耐えられたからという点も大きかったといえよう。

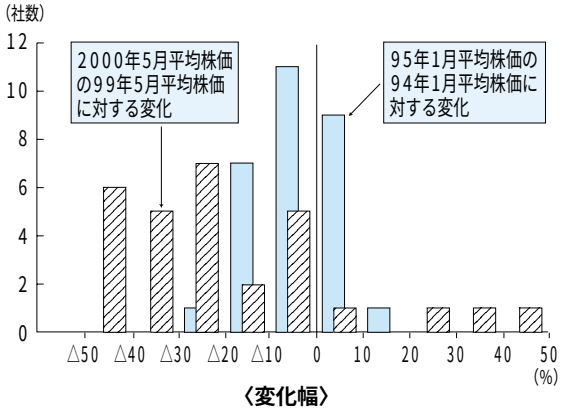
一方今回の利上げ局面では，慎重な利上げのなかでも企業の社債間のクレジットスプレッドが足元で拡大傾向にあり，ロシア危機以来の幅となっている。利上げが単なる利払いコスト増加効果だけでなく，企業の流動性を逼迫させる様相を見せ始めてきており，実際ブランド力がありながらも資金繰りがつかずに破綻したネットベンチャーが既にみられ，またその予備軍も多いといわれる（第２表）。

(2)　利上げの銀行経営への影響

企業セクターの財務健全性は銀行経営の安定と裏腹の関係にある。そこで利上げ局面において銀行経営が株式市場でどう評価されたかを把握するため，個別銀行の株価の動きをとりあげると，94～95年初めにかけての利上げ局面では，大幅利上げ・債券暴落といった環境にもかかわらず，主要銀行（ここではS&P500銀行株を構成する29行）の株価は，利上げ局面を通じてほとんど横ばい圏内で推移（95年１月平均株価が94年１月比で△4.7%）しており，銀行経営に対する悲観的な見方は94年の利上げ局面では（株価に反映される限りでは）少なかった（第12図）。

しかし今回の利上げ局面では，慎重な引き締めにもかかわらず主要銀行の株価は軟調に推移し，2000年５月の平均株価は前年同月対比で平均20%下落と，市場の銀行に対する目も厳しく，今回の利上げが銀行経営に与える悪影響の大きさを示唆している（ただし規制緩和に伴い株価の変化率にも大

第12図　S&P500銀行株構成29銀行の利上げ局面での株価変化



資料　Datastream

きな格差がでていることも特徴的)。

ロシア危機の時は，株価下落，クレジットスプレッドの拡大に対し，積極果断な金融緩和で株価を支えることを通じて，信用市場での流動性危機を乗り切ったのが実態である。

しかし今回は世界的な景気拡大と米国労働市場の需給逼迫進行のなかで，株価を調整しなければインフレ懸念が抑えられず，「株価を支えることで金融面に生じつつある不安定性を解消する」という戦略は容易にはとれない。また今後ハイテク株中心に株価が更に調整をした場合には，これまで述べてきたようにクレジットリスク顕在化から銀行経営への悪影響が大であり，仮に利下げしても，銀行の取りうるリスクはロシア危機の時に比べて低下していよう。クレジットスプレッドの拡大が加速する場合には，FRBの政策も流動性の安定供給という面に留意を払わなければならなくなる局面もありえよう。

5．おわりに

ここまでは企業財務と金融システムの変化に着目して，米国経済にとってのリスクを考えてきた。結論として指摘できるのは，今回の利上げはキャッシュフローの裏付けの無い企業が株高(株価の上昇)を前提に負債を拡大した後で始まったものであるため，その効果は消費・投資抑制等の実物経済面だけでなく，クレジットリスクの高まりや一部企業の資金繰り難等，信用市場にも波及しつつあり，その点で94～95年初めの利上げ局面と異なって(過去のパターンから考えると)ハードランディングのリスクも小さくないということである。

ただこのリスクが現実化するかどうかに関しては，金融機関サイドの資本充実度やクレジットデリバティブ等のオフバラをも利用したリスク管理体制等に関するより詳細な分析が必要であり，マクロデータだけでは先行きの展望は難しい。本稿でも株価の先見性という意味で銀行株に着目した程度にとどまっている。

また米国経済のソフトランディング・ハードランディングという点をより包括的に考えるならば，ソフトランディングをサポートする要因が数多くあることは言うまでもない。冒頭指摘したようなIT革命による生産性向上の継続性，財政・金融政策の発動余地の大きさだけでなく，例えばIMFも指摘するように，90年代の米国の資産価格上昇は主に株式に限られており，不動産価格は経済成長にみあう程度の上昇にとどまっていて反動下落のリスクが小さいこと(注16)や，また80年代の金融危機の反省から米国金融機関はリスク管理を向上させ，監督当局もプルーデンス(健全性)規制に注力してきたこと等々である。

金融システムという観点から考えれば，ある程度成熟化(ないし寡占化)した産業を抱える経済においては成熟産業の資金余剰化傾向のなかで，金融機関(ないし金融市場)の役割が，「ハイリスク・ハイリターン

分野への効率的資源配分」という方向にシフトし資本市場の役割が増大してくるのは，ミクロ的にもマクロ的にも自然な動きである。その意味で，透明性の高い資本市場を中心として，ベンチャーキャピタル，規制の緩やかな株式公開システム，ジャンクボンド，M&A，ストックオプション等が機能している米国型の金融システムはリスクマネー供給の一つの有力なモデルといえる。

しかし近年の経済学が注目するように市場は完全ではなく，市場の不完全性に伴う問題は市場に参加する関係者が専門分化して増えてくればそれだけ「エイジェンシー」の問題が深刻化するという構造を持っている(注17)。市場を中心とした資源配分が常に最適とは限らない以上，その修正もまた避けられない。問題はその修正の規模とそれに耐えうる金融システムであるかどうかということである。

米国の株式時価総額は96年末の10兆ドルから３年間で９兆ドルも増加して99年末にはGDPの２倍にまで膨れ上がり，そのもとでキャッシュフローの裏付けに乏しい企業による株高を前提にしたDebt Financeが行われた。今後はその修正が避けられないとみられるが，その過程で中南米危機やS&L危機を通じて強化された米国金融システムの真価が初めて問われることになるといえよう。

（注16） IMF“WORLD ECONOMIC OUTLOOK May 99”P.98-104参照。

（注17） 市場による効率的資源配分を阻害する要因として，不確実性（uncertainty）と不完全性（imperfect）を区別すべきであることは言うまでも無い。前者の問題は様々なオプション市場の創設によってリスクの最適配分が（理論的には）可能であるし，また実際にもそうなってきた。後者に対しては前述のようなエイジェンシー問題の発生を抑止するような様々なインセンティブやペナルティのシステムを，状況に応じて設定していくことが必要になる。この点については例えば堀内P.278～279参照。

〈参考文献〉

・米国商務省，室田泰弘訳『ディジタル・エコノミー』東洋経済新報社　1999年２月
・アンソニー・B・パーキンス，マイケル・C・パーキンス著，吉川明希訳，斎藤精一郎監訳『インターネットバブル　来るべき反動にどう備えるか』　日本経済新聞社　2000年４月
・堀内昭義著『金融論』東京大学出版会　1990年４月
・岩田規久男著『金融』東洋経済新報社　2000年５月
・深尾光洋，森田泰子著『企業ガバナンス構造の国際比較』1997年５月
・『Economist』各号
・IMF“WORLD ECONOMIC OUTLOOK”各号

〈その他参照Site〉

・米国連邦準備制度理事会（FRB）
http://www.bog.frb.fed.us
・米国預金保険公社（FDIC）
http://www.fdic.gov
・国際決済銀行（BIS）
http://www.bis.org
・国際通貨基金（IMF）
http://www.imf.org
・ナスダックに関するデータ
http://www.nasdaqnews.com
・ベンチャーキャピタルに関するデータ
http://www.ventureeconomics.com
・M&Aに関するデータ
http://www.mergerstat.com
・株式市場の需給に関するデータ
http://www.trimtabs.com
・信用リスク，銀行経営に関するもの
http://www.moodys.com

（小野沢康晴・おのざわやすはる**）**