

2007 年～10 年のイギリスの金融危機と 1970 年代以降の金融・経済の推移 (2)

荒 井 健・鈴木 英 夫

6. 労働党政権の復活⁽¹⁾

“不満の冬”を経て政権を失った労働党は、サッチャー時代の 11 年半も含め、18 年に亘り野党の地位に留まることになった。キャラハン退陣後、労働党党首となったのは左派のマイケル・フットだったが、社会主義的傾向の強い政策を掲げ、1983 年の総選挙でサッチャーに大敗し、ニール・キノックに交替する。さらにその 9 年後、労働党有利の下馬評の中で行われた 1992 年の総選挙においても、キノックはメージャー保守党に敗れ、労働党党首をジョン・スミスと交替する。そして、左派と一線を画したスミス党首のもとで、ようやく労働党は脱皮を始めていくのであった。

(1) 労働党の脱皮

メージャー保守党政権下 (1990 年 11 月～1997 年 5 月) で、イギリスの経済パフォーマンスは、決して華々しいものではなかった。まず、メージャーが首相に就任する少し前のサッチャー政権後期の 1986 年～89 年頃、イギリスは再び不動産バブルを経験する。経済企画庁 [1991] によると、1980 年代前半から始まった住宅ローン市場への商業銀行の本格参入でローン資金が増加し、またブラック・マンデー以後の金融緩和で住宅ローン金利が下がり、これが

1980 年代後半のバブルを生み出したのだという⁽²⁾。図表 1 は、1983 年から 1991 年にかけての住宅ローン金利と、住宅価格上昇率の推移を示したものである。

この住宅市場のバブルを抑えるために、イングランド銀行 (BOE: Bank of England) は 1988 年から政策金利を上昇させていった。また、このこととは別に 1990 年 10 月、サッチャー政権は——彼女自身は強い反対意見を持っていたにもかかわらず——欧州為替相場メカニズム (ERM: European Exchange Rate Mechanism) 参加を決め⁽³⁾、ポンドの対独マルクレートを変動幅内に維持することにコミットすることになった。為替を変動幅内に維持し、自由な資本移動を認める場合、金融政策の独立性は相当程度諦めなければならない (国際金融のトリレンマ)。したがって、これ以降イギリスは、自国だけの都合で金利を思い通りに上下 (特に下落) させることが困難となる。1992 年 5 月まで、政策金利は 10% 以上で高止まりした (図表 2)。

住宅バブルは 1989 年後半には潰れ始めたが、ERM へのコミットメントが拘束となって金利を適切に操作することが出来ず、景気は冷え込み始め、1990 年から失業率は急上昇していく (図表 3)。

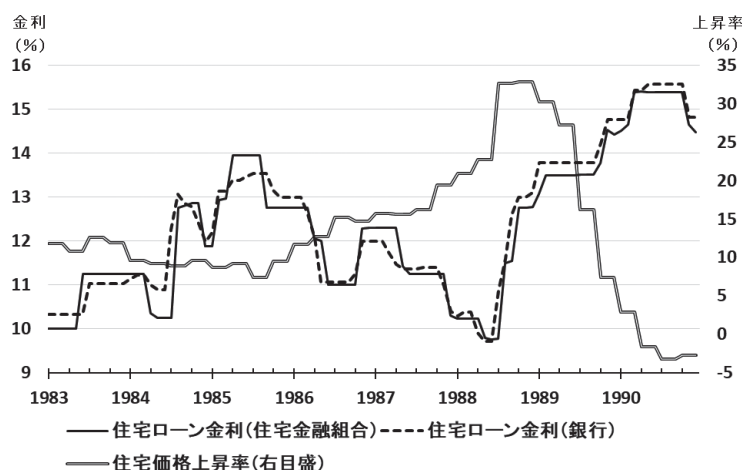
サッチャー政権末期に起きたこのような事態

(1) 第 5 節までの内容については本論文の前編となる荒井・鈴木 [2021] を参照。

(2) 経済企画庁 [1991] 第 1 章第 1 節。

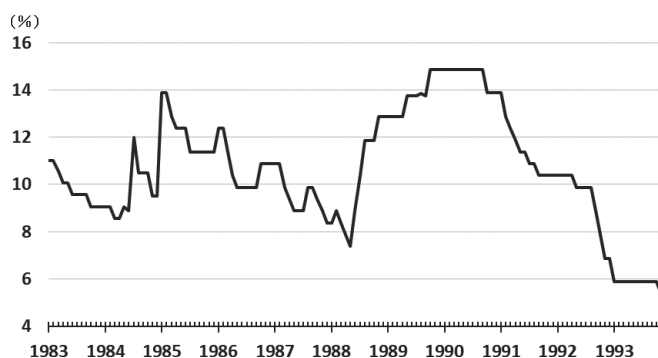
(3) サッチャー [1993] p. 331.

図表1 住宅ローン金利と住宅価格上昇率の推移



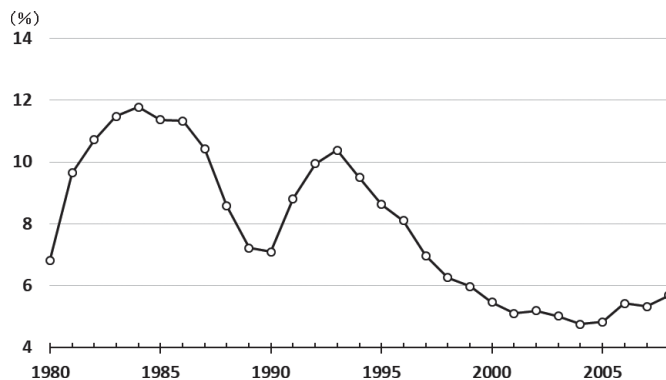
出所：Bank of England, A millennium of macroeconomic data, UK House Price Index.

図表2 イギリス政策金利（月末時点）



出所：Bank of England, A millennium of macroeconomic data.

図表3 イギリスの失業率推移



出所：Bank of England, A millennium of macroeconomic data.

は、1992 年後半、メージャー政権をポンド危機という不面目な、大きな困難に追い込む背景となる。ということだったのだろうか。

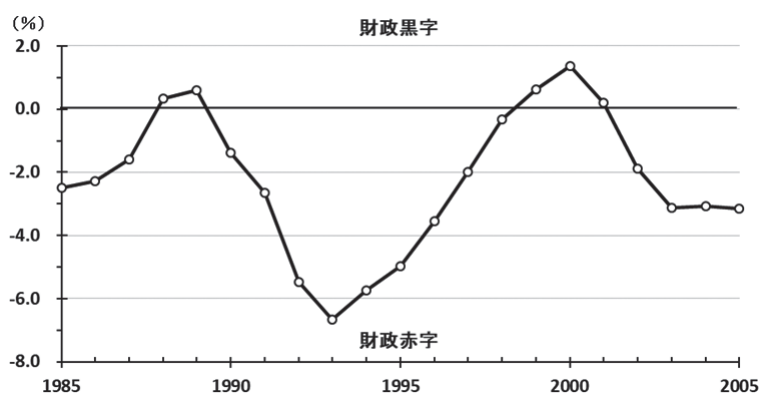
まず、当然のことだが、1990 年以降、景気悪化がもたらす税収減少によって、一般政府の財政赤字の対 GDP 比が顕著に増加した（図表 4）。さらに考慮すべきは、サッチャー政権下の 1979 年 10 月の段階で為替管理を完全に撤廃していたため、イギリスには外貨資金もポンドも自由に入出入りするようになっていたことである。

1990 年代初期、イギリスには、ポンド価値の維持義務、金利高止まり、景気悪化、財政悪化、資本自由化……、つまり“国際金融のトリレンマ”を絵に描いたような厳しい状況が出現した。「こんな状況を続けられるわけがない」、「ポンドの対マルクレートが維持できるわけがない」と予想したジョージ・ソロスは、大規模なポンド売りを仕掛ける。1992 年 9 月になると、ポンドのへの売り浴びせが激しさを増し、9 月 15 日にはポンド相場が ERM の変動制限幅（ポンドの場合は上下 2.25%）を超えて下落する。イギリス政府及び BOE は、ポンド買い

介入や政策金利の引き下げを行うなど、必死にこれに抵抗するが、9 月 17 日にイギリスはついに ERM を離脱することとなる⁽⁴⁾。これは、メージャー政権が、事実上ソロスという大相場師かつ慈善家に敗けるという屈辱を被ることを意味した。ただ、ERM の拘束から解放され、トリレンマの罠から逃れて金融政策の自由をとり戻した後に、イギリス経済は回復——しかも相当順調に回復——し始める。また、メージャー首相にとって幸いだったのは、1992 年の総選挙が行われたのが、この屈辱的ポンド危機の 5 カ月前(1992 年 4 月)だったことであったろう。

一方、1992 年の総選挙で敗北した労働党側は、退陣したキノックに代わり、ジョン・スミスが新たに労働党の党首の座についた。スミスは、労働党が、労働組合組織——とりわけその幹部たち——から過大な影響を受けている状況を変えなければならないと考え、それまでの労働党の事項決定方式であったブロックボート（block vote）制を廃止させた。ブロックボートとは、例えば、ある組合に労働党党員である

図表 4 イギリス一般政府財政収支（対 GDP 比）



出所：IMF, World Economic Outlook Database, October 2020.

(4) 齊藤 [2014] p. 23.

組合員が5万人いた場合、組合幹部が5万票を全て預かり、党の決定事項に関して——個々の組合員の意思ではなく幹部たちの判断で——投票するという制度である。労働組合幹部の労働党に対する影響力は、これによって大きく維持されてきた。またスミス党首は、トニー・ブレアやゴードン・ブラウン等、将来の労働党（労働党政権）を担うことになる若手を影の内閣（shadow cabinet）で活躍させ、党の刷新を進めた。しかし、1994年5月、スミスは心臓病で急死してしまう。そして、彼の後継として党首になったのが、トニー・ブレアであった。この時点で41歳のブレアが、“第三の道”、ニューレイバー路線を開始する⁽⁵⁾。

ニューレイバー路線について、短く触れておく。1990年代に労働党が政権をとり戻そうとするならば、1970年代までの労働党、つまり左派的政治色の強い労働組合の影響を強く受ける労働党では政権奪還は難しかっただろう。1980年代末、世界では社会主義体制、計画経済体制の破綻がほとんど誰の眼にも明らかになっていたのである。労働党内においても、社会主義、国有化、“資本家階級 vs 労働者階級”など、党にまつわる以前の諸々のイメージから脱皮する必要があると考える勢力が勢いを増していた——もちろん従来路線にこだわる勢力も多く残っていた。経済の国際化が否応なく進む中において、国内の雇用を労働組合の実力だけで守ることはおそらくできない。かといって、財政支出の増大で雇用を守ろうとしても、それにも限界があるのは明らかだった。人々の心には、“不満の冬”の苦い記憶も残っていた。

その一方で、サッチャー時代の小さな政府、

財政赤字削減路線によって、かつてイギリスが誇った国民医療制度は大きく後退していた。メージャー保守党政権下でも状況は好転せず、患者が手続き通りにかかりつけの医師（general practitioner）に紹介されて手術を受けることを望んでも、場合によっては何カ月も待たされることがあった⁽⁶⁾。また、政府の教育支出の不足も深刻な問題となっていた⁽⁷⁾。

ブレアが目指そうとした“第三の道”、ニューレイバー路線とは、社会主義や左派の路線と決別して市場経済と融和していこうとするものであるが、他方では、——サッチャー時代とは異なり——社会福祉や教育を（慎重かつ着実に）政府部門が主導していくという路線であった。こうした中、ブレアは、新たな労働党が従来の左派路線、社会主義路線と訣別することを労働党のみならず社会全体に印象付けるため、1918年以來の労働党綱領第4条の改正に乗り出した。

労働党綱領旧第4条（Clause IV）には、以下のように定められていた。

To secure for the workers by hand or by brain the full fruits of their industry and the most equitable distribution thereof that may be possible upon the basis of the common ownership of the means of production, distribution, and exchange, and the best obtainable system of popular administration and control of each industry or service. （下線部は筆者ら）⁽⁸⁾

つまり旧第4条は、肉体労働者および頭脳労

(5) 山口 [2005] pp. 12-13.

(6) 山口 [2005] p. 37.

(7) 山口 [2005] p. 49.

(8) Cole [1948] p. 72.

働者に、彼らの勤労の全成果および可能な限り平等な分配を保証するために、生産、分配、交換手段の共同所有と、最善のシステムを基礎とした各業界およびサービスの市民による管理・統制を行う、としていたのであるが、これは、明らかに、生産、分配、交換手段の社会共有化を目指すものであった。

1995年、ブレアたちはこれを取り下げ、新たな第4条を成立させた。これは、労働党の変化を示す象徴的な出来事だった。我々は生産手段の国有化など目指していない——保守党は我々を社会主義者と呼ぶことは出来ないのだ——というメッセージである。以後、ブレアと彼の影の内閣は、政権奪還に向けて、新しい政策の作成に努力していった。

そのようなブレア労働党にとって、保守党政権内の不協和音や、同党の議員や閣僚たちが次々に引き起こしたスキャンダルは強い追い風になった。既に述べたように、サッチャーが辞任直前のタイミングで心ならずもERM参加を決め、そのわずか2年後に、メージャーがイギリスをERMから離脱させることになったのだが、保守党内には依然としてEC、EUとの関係を巡る意見の対立があり、それが表面化するという事態が頻発していた。

また1992年頃から、保守党政治家やその周辺の者が就いていた、いわゆるクアング（QUANGO: quasi-autonomous non-governmental organization, 特殊法人）の役職について、金銭的にいかがわしい状況にあるとの報道が相次ぎ、保守党政権のスキャンダルとして国民の間に知られるようになっていった。1970年代には労働党政権こそがクアングで非難されたのであったが、1990年代には保

守党が……ということになったのである。これらに加えて、金銭を受け取ったうえで議会において八百長質問をしたことが露見し、役職辞任に追い込まれる保守党議員が出たり、保守党内の大物がアラブの大富豪からの依頼で議会質問をしたり……などという問題がセンセーションを巻き起こした⁽⁹⁾。

十数年続いた保守党政権も、1990年代半ばにはこれらのスキャンダルが相次ぎ、それに対する遠慮会釈のない報道陣の追求も相俟って、国民の間に保守党政権は弛緩し汚れているというイメージが広がっていった。

こうした中、1995年4月から5月にかけて、スコットランド、イングランド、ウェールズにおいて統一地方選挙が行われた。選挙結果は保守党にとって、まさに目も当てられない惨敗だった。スコットランドでは、29ある地方議会（council）のうち、20の地方議会では労働党が与党となり、保守党が与党となった地方議会数はゼロであった⁽¹⁰⁾。イングランドとウェールズでは、346の地方議会のうち労働党が155議会で与党となり、保守党が与党となったのはわずか8議会であった。また、イングランドとウェールズの結果を議席数で見ると、労働党が5,657議席を獲得し、前回よりも1,799議席増となったのに対し、保守党の獲得議席は2,069にとどまり、前回と比べ2,027議席減であった⁽¹¹⁾。この当時、イギリスの一般国民が、政権与党である保守党をどのように見るようになっていたかを象徴する数字と言えるだろう。

他方、労働党は、まだ40歳代前半の若手が首脳陣を構成し、以前とは相当に異なるイメージとメッセージを国民に伝えたのだった。1997年5月1日、イギリスでは下院（House of

(9) 小堀 [2000] pp. 189-193.

(10) 自治体国際化協会 [1995] p. 3.

(11) 自治体国際化協会 [1995] p. 8.

Commons) の総選挙が行われた。ブレアの労働党は、659 議席中 418 議席を獲得するという歴史的な大勝利をおさめた。このような大勝利を収めた理由の一つは、ブレアのフレッシュなチームに寄せる国民の期待である。しかしそれ以上に、“トーリー（保守党）の 18 年は長過ぎた”という倦怠感と、“だからあいつらはスキャンダルまみれになったのだ”という同党への批判が国民の間に盛り上がった結果だと言えよう。

18 年ぶりに政権に復帰したブレア労働党は、選挙前から国民に対して度々、「ニューレイバーは以前とは違うのです。市場経済と節度を持って融和し、財政に関しても責任ある政策を実行していきます。フェアでダイナミックな経済、社会を築いてゆきます。」と訴えてきた。

ニューレイバー、“第三の道”を標榜する新政権は、圧倒的勝利を取めたからといって、財政を急拡大させることや、富裕層への増税を推進することはしなかった。ブレア政権は、旧政権（保守党）の路線を急激に逆転するような左派路線は取らない、ということを国民に納得してもらわなければならなかった。サッチャー政権の時に、労働組合の力を殺ぐために作られた 1980 年代の雇用法——これによってクローズドショップ制が終わり、同情スト、ピケ行為が法的に大きく制限された——に関しても、基本は変更しないことが公約されていた。以下は、1997 年総選挙時のブレア労働党の公約の一部である。「1980 年代に労働組合について成立した法律の基本的要素となる、投票（労働組合の決定は投票による）、ピケ、ストや団体交渉等 (industrial action) などに関する事項はそのまま継続される。人々が組合に入るか否かはそれ

ぞれの自由であるべきだ。⁽¹²⁾」

また、ブレア政権が発足した翌年に公表された労働組合についての白書、“労働の場における公正さ (Fairness at Work)”と題された文書では、保守党が 1980 年代に法制化した基本要素が変更されることはないと再確認したうえで、以下のように述べられている。「もう後戻りはありえないのです。投票せずにストライキを開始すること、大規模なピケを張ること、クローズドショップで組合員以外は雇用させないようにすること、同情ストをうつこと……などは今や過去のこととなりました。労働法に関して我々が提案する変更を加えた後でも、イギリスの労働市場は、世界のいかなる主要国の労働市場よりも規制の度合いが軽いということになるでしょう。⁽¹³⁾」

白書はこのように述べて、労働党政権のもとで、イギリス労働市場が自由で流動的なものになっていくことを約束した。

ブレア政権の市場経済との融和路線に関しては、次のようなエピソードもある。総選挙の約 3 年前の 1994 年、ブレアが労働党党首となっただけでなく、ブレアとゴードン・ブラウン（後にブレア政権の財務大臣）、およびエド・ボールズ（ブラウン財務大臣の強力なアドバイザーになる）の 3 人は、訪米して連邦準備制度理事会 (FRB: Federal Reserve Board) 議長のアラン・グリーンスパンと会談する。グリーンスパンは、市場に自由にやらせるのが最善であり、政府の経済介入は極力避けるべきとするリバタリアン思想でも世界的に知られていた。労働党の 3 人は、自分たちが政権を取ったら BOE に独立性を与える計画であることを話すと、グリーンスパンはそれに賛同し、同時に独

(12) Pyper [2017] p. 9.

(13) “Fairness at Work”, presented to Parliament by the President of the Board of Trade by Command of her Majesty (May 1998), p. 7.

立を与えられた中央銀行はインフレターゲットを金融政策の礎石とすべきだと強調した。また、後に財務大臣となるブラウンは、国際化と自由市場の素晴らしさを語り、グリーンズパンを大いに満足させた。グリーンズパンは、「彼(筆者ら注:ブラウン)とブレアが、世に知られた資本主義擁護者(つまり自分のことだが)を訪ねてきたという事実が、ブラウンたちはサッチャー路線を継続する正しい道を進もうとしているという私の印象を固めることになった⁽¹⁴⁾。」と述べている。

ブレア政権の経済政策を担ったゴードン・ブラウンとグリーンズパンの関係は、その後大いに深まり、ブレア首相は2006年1月はじめの段階で、「先日、アラン・グリーンズパン(アメリカFRB議長を長年務めた)が、ゴードンのことを、西側世界で並ぶ者無き財務大臣と評していたが……これは彼の財務大臣としての実績が如何に優れているかを称賛したものである⁽¹⁵⁾」と述べる。グリーンズパンFRB議長とブレア労働党政権、特にブラウン財務大臣との緊密で長続した関係は、この政権が1980年代までの労働党とは明確に異なる姿勢を持った組織であったことを象徴していたといえよう。

(2) 労働党政権下における金融監督体制の変化

ブレア政権は、経済面に関して、それまでの保守党政権政策の枠組みを逆転するようなことはしなかった。ビッグバンが作り出した金融の基本線を維持し、労働市場の基本的状況を継続し、財政に関しても慎重さを崩さず、急速な変化は起こさないことを市場に印象付けた。国民

医療や教育への支出は、増大する方に舵を切ったものの、財政赤字に丁寧に目を配りつつ進められた。

メージャー政権時に減少し始めた財政赤字の対GDP比は、労働党政権になってからもその傾向を引き継ぎ、さらに減少、1998年にほぼゼロとなり、その後3年間黒字を続けた(前掲図表4)。

このように、ブレア政権はビッグバンの基本枠組を継続していくのであるが、BOEについては政策金利決定に関し“独立”を与える一方、それまでBOEが持っていた金融監督、規制の権限に関しては変更を加えている。政策金利決定権限が政府からBOEの金融政策委員会(MPC: Monetary Policy Committee)に移され、そして1986年金融サービス法が2000年金融サービス・市場法(Financial Services and Markets Act 2000)に変更されていくのである。詳しい経緯は以下の通りである。

まず政策金利について、ブラウン新財務大臣は1997年5月20日の議会演説⁽¹⁶⁾で次のように述べる。「インフレターゲットは政府が決定いたします。…(中略)…そしてBOEの金融政策委員会が、インフレターゲットを実現するための方策を多数決により決定いたします。金融政策委員会は、政府が指名するBOEの総裁と2人の副総裁に加えて2人のBOE幹部、およびこれも政府が指名する4人の外部専門家からなります。…(中略)…金融政策委員会は毎月一度開かれ、会合後ただちに利子率を発表いたします。」

この提案は、ほんの僅かの変更を加えただけ

(14) Greenspan [2007] p. 283.

(15) “Blair says strong case for Brown” BBC News, 8 January 2006. (http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/politics/4591824.stm)

(16) Mr. Gordon Brown: speeches in 1997 (Hansard)-UK Parliament Commons May 20, 1997.

で、1998年6月1日成立のイングランド銀行法（Bank of England Act 1998）の第13条 Monetary Policy Committee の形で実現された。かくして、イギリスの政策金利決定の権限は——緊急事態の場合を除き——政府から BOE に移譲された。この権限移譲は、BOE への独立性の付与と言えるだろう。

しかし一方で、ブラウン財務大臣は5月20日の同じ演説の中で、従来 BOE が担ってきた銀行部門の監督、規制制度の変更を考えていることを示唆する内容の発言を行う。「近年、銀行、証券会社、保険会社といった金融機関の事業内容の変容によって、以前はそれらを分離していた壁がますます曖昧（blurred）になっております。現在、これらの金融機関は、別々の異なる監督規制機関の下にあるわけですが、これが監督規制の効率を損ね、また、コストを高くしています。銀行、証券、保険の監督規制を一つの機関が行うということには、原理からいって強い正当な理由があるのであります。」

このように、ブラウン財務大臣は、銀行、証

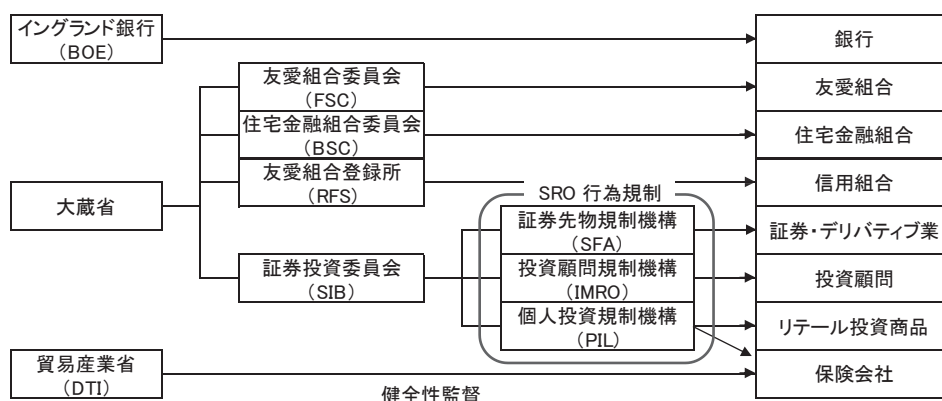
券、保険などの規制、監督を一つの機関に移す方が良いとする考えを示した。ただし、そうするためには、1986年金融サービス法を改正する必要があった。

1986年金融サービス法では、証券投資委員会（SIB：Securities and Investment Board）のもとに三つの自主規制機構（SRO：Self-Regulatory Organization）——最初は五つあったが三つに統合された——があり、それらが証券、先物、デリバティブ、投資顧問、保険業などをカバーしていた。ただし、SIB は銀行や住宅金融組合（Building Societies）、ロイズ（Lloyds）の保険などは規制・監督の対象としてカバーしていなかった⁽¹⁷⁾。

図表5は、1997年までのイギリスの金融監督体制について整理したものである。

ブレア政権は、銀行の規制監督権限を BOE から切り離し、また、他の監督機関も発展的に解消させて、これらを一つの監督機関にまとめることを意図した。より具体的には、SIB を金融サービス機構（FSA：Financial Services Authority）と改名し、この FSA に銀行、住

図表5 1986年金融サービス法のもとでの金融監督体制



出所：全国銀行協会金融調査部〔2005〕p.28.

(17) なお、SIB はもともと貿易産業省の管轄下であったが、メージャー政権の時代に、The Transfer of Functions (Financial Services) Order 1992 によって、財務省（大蔵省）管轄となった。

また、第7条から第11条には、FSAが業界実務者（practitioners）や消費者たちと対話する体勢についての項目があり、FSAはこの対話体制の効果的維持に努めるべきで、業界実務者や消費者のパネルがFSAに対して表明するいかなる意見にも留意しなければならない（the Authority must have regard to any representations made to it by the Panel, 第9条（4）、第10条（4））とされた。さらに、第12、13条では、FSAは財務大臣が任命する独立の委員会の審査（review）を受けることなども定められた。つまり、細かい規則で市場を縛るのではなく、それぞれの市場の関係者（実務者や消費者パネル）との対話をはかりつつ金融監督を行っていくという趣旨である。

なお付け加えておくと、FSAの議長はBOEの理事会（Court of the Bank of England）のメンバーを兼務し、BOEの金融安定性担当の副総裁がFSAの理事会のメンバーを兼務するという、相互乗り入れによってBOEとFSAの密な協力をさらに強化する仕組みとなっている⁽¹⁹⁾。

この法律の成立過程の議論において、FSAの目的として金融システム全体の安定性確保を加えるべきではないかという意見も出されたが、これに関しては、全国銀行協会金融調査部[2005]のリサーチによると、FSAが「すべてのリスクの排除は過度の負担につながり、非経済的である」と主張したこと、また政府が「金融システムの安定性確保には、イングランド銀行、財務省の協力が不可欠だが、そのことは1997年10月に公表した『財務省、イングランド銀行、FSAの関係についての覚書』でカバーされている」として、安全性確保は目的項目と

しては明示されなかったとされる⁽²⁰⁾。この覚書では、財務省など三者のそれぞれの責任を記し、三者が緊密に情報を共有し、金融市場の安定性の維持にあたることが書かれている。実際、これら三者で作る常任委員会（Standing Committee）は毎月会合を開いた——この三者協調体制のことをTripartite体制と呼んだ⁽²¹⁾。

このようにして、21世紀冒頭の労働党政権時に、イギリス金融についての法体制、規制、監督体制が改定された。1990年代を通じ、世界の金融はその内容も、技術も、急速に変化していた。上記のブラウン演説を聞くまでもなく、銀行、証券、保険などの業界の壁は崩れていき、壁を超えて相互進出し、新商品が次々に開発され、それらを多数の“業界”が扱い、業態が常時変容していた。ロンドンへの国際的巨大大金融機関の進出が本格化し、イギリスの金融機関の中からも“コングロマリット化”するものが現れ、業界の壁そのものを突き崩しつつあった。当時FSA理事であったクライブ・ブリーオーは、この当時の状況について、1999年5月段階で次のような説明をしている。ホンコン・シャンハイ・バンキング・コーポレーション（HSBC：Hongkong and Shanghai Banking Corporation）、ハリファックス（Halifax）、アビー・ナショナル（Abbey National）、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS：Royal Bank of Scotland）を含む計8社が預金、保険、証券、ファンドマネジメント、投資商品の販売や投資アドバイス業の5分野にまたがる営業をしていて、それぞれの分野の監督機関の監督下にあり、13社が4分野、50社以上が3分野にまたがっている。20年前には、大規模金融機関でも1分野のみがほとんどだったのだけれども……と⁽²²⁾。

(19) Briault [2002] p. 15.

(20) 全国銀行協会金融調査部 [2005] p. 31.

(21) Briault [2002] p. 14.

(22) Briault [1999] p. 13.

しかし、消費者や金融機関の利害を保護すると言っても、新しい商品や状況の下で何らかの事態が起こった場合には、旧来からの規制、監督システムではどの機関が対応するのかという問題や、各機関が維持していたルール・ブックのどの部分にも当てはまらないケースが出現した場合はどうすれば良いのか、あるいは解釈によってはどの機関のルール・ブックにも当てはまる場合が出現した場合はどうすべきかという問題があった。したがって、民間金融企業の上層部には、幾つもの監督機関に対応させられ、またそれらに相談しなければならず……という混乱した問題も出現していた。例えば、ローンの証券化や証券化された債券の再証券化（repackaging）などが新たに登場し、それら債券のための保険商品も流通し増大していくと、それらをどの監督機関が扱うのか、消費者や投資家の相談や苦情申し立ては、どの機関に行くべきなのか……という問題である。さらに、多種多様に展開していく金融機関の安全性、安定性を維持していくという課題もあった。

金融が急速に変容し、拡大している20世紀末～21世紀初頭、このタイミングで、FSAという統合的監督機関を設立し、これに加えてFSA、財務省、BOEの三者が緊密に協力し、金融の発展を目指す体制を整えることは、金融と経済にとって必要であるとブレア政権は考え、実現させたのであった。確かにその考えには説得力があった。

2000年、新たな——金融サービス・市場法が成立し、FSAが統合的監督機関となり、三者協力が発足した——体制のもと、イギリスの金融市場は極めて順調に、かつ急速に拡大していった。拡大が続く中で、金融界も、FSAもBOEも財務省も、報道界も、社会も、実は数年後に

歴史的規模の金融危機が襲ってくるということや、拡大そのものがその危機の種を膨張させていくことになるとは想像すらしなかった。体制が整い、順調な拡大が続き、総体として肯定的に物事が展開していく。しかし、後にFSA自身が認めるように、FSAも、FSA・BOE・財務省三者の常任委員会も、金融の安定を確保するための方策として、具体的に金融のどこに注目すべきなのか、どこをどのように監督、規制すべきなのかの的確な判断ができず、この失敗も一つの間接的な原因となって——原因はもちろんこれだけではないが——、2007年からの金融危機を惹起してしまうのである⁽²³⁾。的確な判断ができなかったという点に関しては、イギリスの監督機関だけの問題ではなかった。アメリカの監督機関も、EUの機関においても、やはり的確な焦点の当て方ができていなかった。

（3）ブレア政権時の経済状況

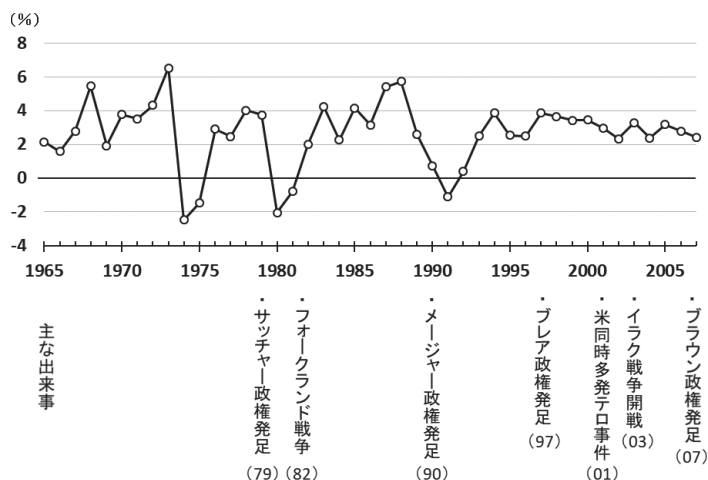
ここで、ブレア政権期（1997年5月～2007年6月末）の経済状況の概略を見ておこう。図表7は、1965年から2007年までの、イギリス経済の実質成長率の推移を示したものである。経済全体の成長率で見ると、1990年代中盤から2007年まで、イギリス経済は戦後史の中でも珍しいほどの安定的な成長実績を実現した。21世紀が始まった途端、アメリカのITバブル崩壊、9.11同時多発テロ事件、2002年のイラク核兵器を巡る緊張の高まり及び2003年3月の開戦などの衝撃はあったが、イギリス経済全体としては安定的にプラス成長を維持した。ほとんどが労働党政権の時代である。

1997年から2006年にかけて、実質成長率は平均で3.1%、失業率は平均で5.5%であった⁽²⁴⁾。こ

⁽²³⁾ 詳しくはFSA [2011] pp. 258-260を参照。

⁽²⁴⁾ 実質成長率はThe World Bank, World Bank Open Data, 失業率はBank of England, A millennium of macroeconomic dataをもとに算出。

図表7 イギリス実質 GDP 成長率



出所：The World Bank, World Bank Open Data.

れらは確かに、労働党政権が誇るに足る実績と言えよう。

2007年3月21日、ブレア労働党政権のブラウン財務大臣は、予算演説⁽²⁵⁾の冒頭で「今回は私にとって11回目の予算案提出となります。雇用は引き続き増大、投資も増加、インフレは低いままで、利率も住宅ローン金利も低いことを報告いたします。この予算案は、イギリスの家族に対し繁栄と公正さを更に増進させることになるでしょう。」と誇らしげに述べている。また、彼はその時点で、イギリス経済が他のG7諸国のどこよりも高い成長率になっていると述べた上で、「経済は10年に亘り拡大してきました。経済のプラス成長は59四半期連続となるでしょう（筆者ら注：59というのは前政権期も含む数字）。そして第60、61、62四半期も、それ以降も継続していくでしょう。1997年以前、イギリスの一人当たり国民所得はG7の中で最低の7番目でした。ドイツ、イタリア、フランス、カナダ、日本より下の7か国中7番目です。しかし今や我々は、他の国々を追抜い

て、アメリカに次いで2番目であります。」と述べている。

ブラウン財務大臣は、この演説の中でさらに、インフレがターゲットの2%以内に収まり、住宅ローン金利が自分たちの政権発足前の20年間の平均11%の約半分になっていると説明し、今や好況・不況の繰り返しは過去のものである（We will not return to the old boom and bust）と述べる。そして、2007年～08年にイギリスの公的債務残高の国民所得に対する割合が38%となり、アメリカの44%、ユーロ圏の50%、日本の92%よりもはるかに低いレベルに留まるであろうと述べている。

サッチャー時代、財政支出を絞り、ほとんどの年度で失業率が10%前後で高止まりしたこと、メージャー時代も9%前後だったこと、および後者の時代にはポンド危機における屈辱の敗北という衝撃があったことなどと比較すると、“2007年前半まで”のブレア政権10年間の経済全体の状況が、順調に推移したことは確

(25) “Budget Speech 2007,” House of Commons Hansard Debates for 21 Mar 2007.

かである。そして後に詳しく述べるように、1990 年代終わり頃から、特に金融は快調に回転し始める。

ただし、“2007 年前半まで”ということ強調しておく。同年後半から歴史的規模の金融危機の前段が始まるからである。なお、住宅価格はブラウン財務大臣が強調したような住宅ローン金利低下の影響もあって上昇した(図表 8, 9)。

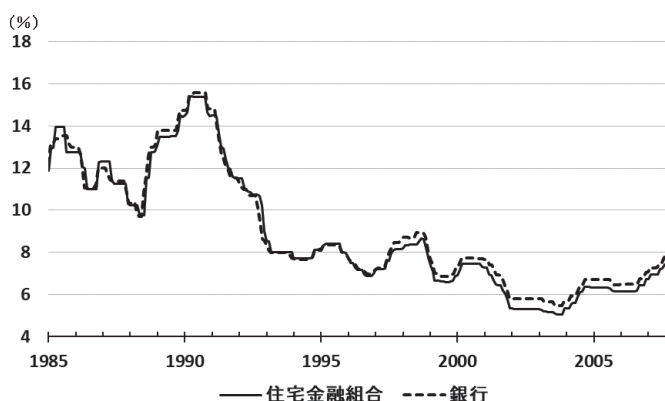
ブレアの労働党(ニューレイバー)は、サッチャーが設定した経済、金融、労働の改革の基本を——グリーンズパンが予想した通り——受け継ぎ、その改革が更に成果をあげようとするタイミングで政権の座に着いた。イギリスの国

民一般は、それまで、時に激しい様々なアップとダウンを経験した過去 30 年と比べて、“経済全般に関しては”安定が継続しているという意味でポジティブな 10 年を過ごすことになった。ただし、“経済全般に関しては”という但し書きが付くことに注意が必要である。なぜなら、政治的には決して順調ではなかったからである。このことを説明するために、少々寄り道しておこう。

(4) イラク戦争とブレア退陣

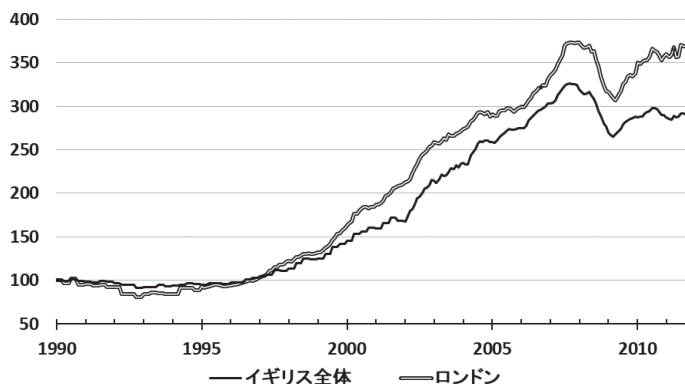
実は、ブラウン財務大臣が上記のような 2007 年予算演説をする段階で、ブレア首相自

図表 8 イギリス住宅ローン金利



出所：Bank of England, A millennium of macroeconomic data.

図表 9 イギリス住宅価格指数 (1990 年 1 月 = 100)



出所：UK House Price Index.

身は政治的にこれ以上長続きできないところまで追いつめられていた。理由はイラク戦争である。サダム・フセインのイラク政権が、大量破壊兵器を保持していると主張するアメリカのブッシュ大統領が2003年3月にイラクを攻撃、これにブレア政権はアメリカとの連帯を表明して参戦した。ブレア首相は、サダム・フセインは大量破壊兵器、化学兵器を保持している、これを何としても取り除かなければならないと強く国民に訴えて派兵した。主力軍同士の戦闘は僅か6週間で終了し、フセイン政権は崩壊したが、大量破壊兵器は全く発見されなかった。イギリス国民はもともと参戦に熱意はなかったが、大量破壊兵器が発見されなかったとの調査結果を聞いて、ブレア首相の開戦時の説明は事実に基づいていない、アメリカに無様に同調しただけだとの非難が高まる。実は労働党内にも、ブレアのイラク参戦決定に対する強い反対意見があった。例えば、ブレア政権一期目に外務・英連邦大臣を務め、イラク開戦時には下院院内総務だったロビン・クックである。細谷[2004]よれば、クックは開戦後、これに抗議して院内総務を辞任している。また、開戦時の外務・英連邦大臣ジャック・ストローも、ブレアに踏みとどまらせようと努力したという⁽²⁶⁾。

フセイン体制崩壊後も過激派が台頭するなどイラク国内の混乱は続いた。この戦争およびその後の混乱の中、イギリス軍人、民間人179人が命を落とすことになった⁽²⁷⁾。

イラク戦争はイギリス国民の間で不評だった。大量破壊兵器が無かったことが確定的になると、ブレア首相へのメディアによる追求が増

大した。2005年5月にイギリスでは下院選挙が行われ、この選挙においてブレア労働党はなんとか過半数を確保したものの、議席数は前回と比べ57減らす結果となった⁽²⁸⁾。

選挙後も国民の反発は弱まらなかった。労働党内でもブレアへの不満が高まり、ブレアを引き摺り下ろして、ブラウン財務大臣をリーダーにするべきだとの声が次第に大きくなっていった。2007年には、この声にこれ以上抗することが出来なくなり、ブレアは6月27日、首相の座をゴードン・ブラウンに明け渡すことになった。本節の始めに、まだ財務大臣だったブラウンの2007年度予算演説の一部に触れた。そこでは、彼がイギリス史上最長任期の財務大臣——11回目の予算書提出——であること、その間イギリス経済が極めて順調に成長、推移したことなどを述べている。誇らしげに経済的成果を強調する演説を行いつつ、彼は自分が念願の首相の座をほぼ手中にしていることも自覚していたであろう。

皮肉なことに、ブラウンが成果を高らかに発表した演説の6カ月後、イギリスで巨大な金融危機の前触れの微動が始まり、そのさらに1年後には歴史的規模の危機の津波が襲ってくることになる。後からふり返ってみると、2007年3月下旬、ブラウンが誇らしげな予算演説を行った頃が、イギリスの経済と金融とがピークを迎えた時期だった。しかし、金融も経済全体もきわめて順調に推移していると感じられていたこの時期に、表面下では、巨大な破壊力も同じく着実に膨張していたのであった。

(26) 細谷 [2004] p. 130.

(27) 「英イラク調査委、ブレア政権のイラク参戦は不当と」BBC News Japan, 2016年7月7日 (<https://www.bbc.com/japanese/36732246>).

(28) なお、ブレア政権期の労働党の議席数は、1997年5月418議席、2001年6月413議席、2005年356議席である (UK Parliament, general election results)。

7. 金融の内部における三つの変化

金融というものは常に変容しているものであるが、1990年代以降、その変化のスピード及びスケールは格段にアップしていった。これらは世界の金融先進国に共通して見られる現象である。IT技術導入の加速化、新しい金融商品の開発、資金調達モデルの構造的変化、そして金融の国際化……などなど、金融の姿は変わっていった。

イギリスでは1980年代半ばのビッグバン以降、この傾向が特に目立ってくるが、イギリス自身が作り出した変化と、国外で起こりイギリス国内に入ってきた変化とが絡み合い、お互い加速し合い、イギリスの金融部門を拡大し、変質させていった。サッチャー政権期も、メージャー政権期も、ブレア労働党政権の時も、この金融部門の拡大と質的变化というドラマが休みなく進行していた。前節のブラウン財務大臣の演説も、この連続的なドラマの流れを背景として行われたものであった。

本節では、金融の拡大と質的变化に関して、①競争・吸収・合併、②ホールセール・ファンディング、③イギリスにおける証券化について述べる。これら三つは、いずれも2007年以降の金融危機において中心的な役割を果たす要素

となっていく。

(1) 競争・吸収・合併

1980年代を通じてイギリス四大銀行に名を連ねていたミッドランド・バンク(Midland Bank plc)とナットウエスト(National Westminster Bank, 通称NatWest)は、ミッドランド・バンクが1992年にHSBC(ホンコン・シャンハイ・バンキング・コーポレーション)、ナットウエストが2000年にRBS(ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド)に吸収され、独自ブランドとしては消え去った。1990年代における金融界の激しい競争を反映するエピソードである。

ビッグバンによるルール改正後、多数のロンドンの証券取引所会員企業や有力マーチャントバンクが、海外および国内の金融機関によって吸収された。図表10はそのうちの主要なものを示したものである。

また、住宅金融組合の数も大きく減少した。ビッグバンの一部をなす住宅金融組合法(Building Societies Act 1986)が成立した1986年当時、イギリス全体で151の住宅金融組合が存在していたが、10年後の1996年には77組合、2006年には60組合となる⁽²⁹⁾。住宅金融組

図表10 イギリスの独立系マーチャントバンクの買収

発表年月	内容
1989年11月	ドイツ銀行がモルガン・グレンフェルを買収
1995年3月	蘭INGグループがベアリングズを買収
1995年5月	スイス銀行がS.G.ウォーバークを買収
1995年6月	独ドレスナー銀行がクラインオート・ベンソンを買収
1997年12月	仏ソシエテ・ジェネラルがハンプロスを買収
2000年1月	米シティグループがシュローダーズの投資銀行部門を買収
2000年4月	米チェース・マンハッタンがフレミングを買収

出所：一本[2000] p.134.

(29) “BSA Yearbook 2020/21,” The Building Societies Association.

合は、1986年当時のイギリスにおいて、住宅ローンを借り入れている住宅（戸数）の75.5%にローンを提供しており、住宅ローン市場における圧倒的なメインプレイヤーだった⁽³⁰⁾。しかし、住宅金融組合法の成立により状況が大きく変わる。住宅金融組合は、貸付が住宅ローンであるという特色はあったが、預金者（組合員）から預金を預かり、利子を払い、預金引き出しに応じるということに関して、もともと普通の商業銀行と競合関係にあった。それが、住宅金融組合法により、組合のサービス範囲が広がったことで、銀行との競合の度合いがさらに高まったのである。さらに同法により、組合員の4分の3の賛成があれば組合を普通銀行に転換することが可能となったことで、組合業界の中でも大手の組合から銀行に転換するところが出始めた。2000年までに10の組合が実際に転換した——それらはその後、（破綻して）国有化されるか、あるいは大銀行に吸収されるという運命をたどる。転換せずに組合のまま残ったところも、組合同士の合併、あるいは吸収されてその数が、1986年以降の16年の間に3分の1にまで減少したのであった。

1992年は、EUが“単一免許制（single license）”と“最低調和（minimum harmonization）”を定めた年である。“最低調和”は、金融安定や消費者保護のためのEU共通ルール定めたものである。ただし、必要な場合にはそれ以上の規制をそれぞれの政府が上乗せすることも可能である。“単一免許制”はEU内シングル・パスポート制などとも呼ばれるが、これは例えば、EUのどこかの国で認可さ

れた銀行は、イギリスでも、イタリアでも、オランダでも銀行業が営めるということを意味する。各国の銀行にとって、それはチャンスでもあり、脅威でもあった。ビジネスをEU全体に広げられる一方、他の国の銀行が自分たちの縄張りに入ってくるからである。アメリカの（あるいは日本の）金融機関がイギリスで認可されれば、その機関はフランスでもベルギーでも、ドイツでも営業できるのである。

競争は徐々に激しくなった。そして1999年に共通通貨のユーロが登場すると、国内および国境をまたぐ吸収、合併が進んだ。ヨーロッパ中央銀行（ECB：European Central Bank）の2004年11月レポート“Report on EU Banking Structure Nov. 2004”は、次のように伝える⁽³¹⁾。EU-15——オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、スペイン、スウェーデン、イギリスの15か国——には2003年末時点で7,500を僅かに下回る数の信用機関があったが、1997年と比べると約2,200減少している。これは主にM&Aによるもので、減少率は約23%である⁽³²⁾。

このことは、1990年代が進み、金融の国際化、個々の金融企業の拡大が進むとともに、我々もグズグズしていると吸収されてしまいかねないのだというプレッシャーをより強く感じる金融機関が増えていったことを意味する。イギリスの金融機関も、その埒外にいることは到底できなかった。実際、1990年代から2000年代初め頃のイギリスでは、大手銀行ですら買収の対象とされた。本節冒頭で述べたように、イ

⁽³⁰⁾ 斉藤・梁田 [2010] p. 26.

⁽³¹⁾ European Central Bank [2004] p. 8.

⁽³²⁾ なお、岩田 [2010] では、EU-15の信用機関数が、1985年（12,820）から2003年（7,441）にかけて約42%減少したという数字を挙げている（p.43）。

ギリス銀行界を代表する四大銀行のうち、ミッドランドが1992年にHSBCに、またナットウエストが2000年にRBSに買収される。中堅どころではアビー・ナショナルが1989年にスペインのサンタンデル(Banco Santander)に吸収され、アライアンス・アンド・レスター(Alliance and Leicester)がアビー・ナショナルを介してこれもサンタンデルに吸収されている。イギリスでも、1990年代以降、金融機関の再編への緊張感が強まっていったのである。後に詳しく触れるが、2007年に、スコットランドのRBSとスペインのサンタンデル、オランダのフォルティス(Fortis)という三つの銀行が共同で、オランダのABN AMROを買収する。そしてRBSは、この買収で致命傷に近い深手を負うことになるのである。

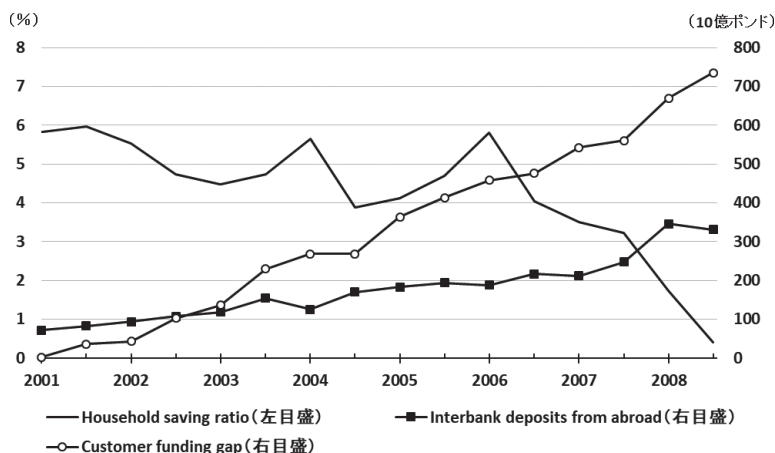
(2) ホールセール・ファンディング

図表11のグラフは、イギリスの大手銀行³³⁾の、貸付・預金ギャップ(customer funding gap = [銀行以外への貸付] - [銀行以外から

の預金])を示したものである。

商業銀行は従来、顧客から預金を預かり、自分の資本も合わせて営業資金とし、これを顧客に貸し付けることを営業の基本としていた。もちろん、他の銀行から借入れる——あるいは預金を受け入れる——こともあり、また他の銀行に貸し付けること(インターバンク取引)もあったが、営業の柱は顧客からの預金を他の顧客に貸付けて利子を取り、預金者に利子を払うことだった。しかしグラフを見ると、2001年以降、従来からの銀行営業の基本形に大きな変化が起きたことがわかる。2001年、商業銀行の顧客(他の銀行を除く)への貸付けは、ほとんど他の顧客(他の銀行を除く)の預金でまかなっていた。つまり貸付・預金ギャップはほぼゼロだった。しかし、2001年以降ギャップは広がり続け、2008年中期には7,000億ポンドを超える。当時、1ポンドは200円を超えていた——2008年末には急落して約120円となるが——ので、2008年中期には150兆円近くのギャップがあったということになる。

図表11 イギリス大手銀行の貸付・預金ギャップ



出所: Bank of England [2008] p. 9 (Chart 1.7).

³³⁾ 大手銀行とは、Alliance& Leicester, Banco Santander, Barclays, Bradford & Bingley, HBOS, HSBC, Lloyds TSB, Nationwide, Northern Rock, RBSを指す。

このギャップは誰が、どのように埋めたのだろうか。他の、国外および国内の様々な金融機関である。つまり、大手銀行はホールセール資金市場（wholesale funding market）で資金を調達し、それを顧客に貸付けたのである。2008年10月のBOE（イングランド銀行）発表の金融安定性レポート（Financial Stability Report）では、次のように述べられている。「ギャップは2008年上半期に7,000億ポンドとなる。それを埋める資金の多くは、もとをたせば、海外からもたらされた。特に、全世界からアメリカに集まる資金が、アメリカを中継として諸外国に流れていった⁽³⁴⁾。」つまり、イギリスに直接流れ込んだドル資金もあったし、第三国を介してイギリスに入ってきた資金もあり、それらが、貸付・預金ギャップの多く（much of this）を埋めたのだという説明である。

アメリカ、そしてイギリスに資金が流入した背景については、2009年3月、危機の最中にFSA（金融サービス機構）の新任議長となったターナー卿を中心としてまとめ、発表されたターナー・レビュー（Turner Review）の冒頭において、次のように述べられている。1990年代以来、一方ではアメリカに経常収支の赤字拡大が起こり（イギリスも同じ）、他方では中国や産油国、日本、アジア新興国の経常黒字拡大が続き、後者から特にアメリカの公債市場（およびイギリスの公債市場）に資金が流れ込んだ。アメリカに流入した資金が、アメリカ資金市場の資金量を増大させ、その一部がイギリスを含む他の先進国に向かった⁽³⁵⁾。

先ほどの貸付・預金ギャップのグラフには、イギリスの大手銀行が外国銀行から預かったインターバンク預金残高が、2001年初めの1,000億ポンド弱から2007年末の3,500億ポンド程

度まで、7年間で約4倍に拡大したことも示されている。もちろん、インターバンク預金残高以外の形をとったホールセール資金もあった——すぐ後に述べるように、特に証券化市場を介したものが大きく拡大した。先に触れたBOEの金融安定性レポートは、このような国外からの（主にアメリカを経由した）資金が、イギリスのインターバンク資金市場で活発に貸し借りされ——また証券化市場に投資されたりして——、ホールセール資金市場の拡大において中心的役割を果たしたと言っているのである。

イギリスの銀行は、ホールセール市場で調達した資金を住宅ローンや商業施設開発のためのローンなど、様々な貸付先に様々な形で貸付け、この借用証書をプールして債券を作り出し（証券化し）、この債券を国内外の投資家や投資機関に販売し（一部は手許におき）、そこで回収した代金で、先に借りたホールセール市場からの借金を支払い——つまり借金して借金を支払い、そしてまた借金して——という自転車操業ビジネスを拡大させていった。ホールセール市場の資金は、短期資金である場合も多く、1年以下、数カ月、数週間以内に返済しなければならない資金も多かった（図表12）。中にはオーバーナイト、つまり今日借りて明日返す契約で貸し借りされるホールセール資金もあった。

前節で述べたように、1990年後半以来、イギリスの住宅市場は価格上昇を続けたが（前掲図表9）、この傾向はホールセール資金市場と証券化の組み合わせによって大きく推進された。ローンを貸し付ける側の銀行は、ホールセール市場で資金を調達することにより、貸付増大のスピードを上げた。

ホールセール資金市場が拡大するにつれて、資金需要者の間に、“ここから資金を確実に調

⁽³⁴⁾ Bank of England [2008] p. 8.

⁽³⁵⁾ FSA [2009] p. 11.

達できる”という信念が広まっていく。また、同市場で資金を貸す方も、経済、金融の好調さのゆえに、貸付け回収が順調で利益を上げているため、“ここで貸しても大丈夫”という安心感を強めていく。このような貸し手の信念と借り手の安心感が、お互いを強化し合うようになっていったのが1990年代から2000年代半ばまでのイギリスの金融市場の状況だった。改めて図表12を見ると、貸す側の安心感を反映してか、1年超の期間のホールセール貸付けの割合が2002年から2005年にかけて漸増している。

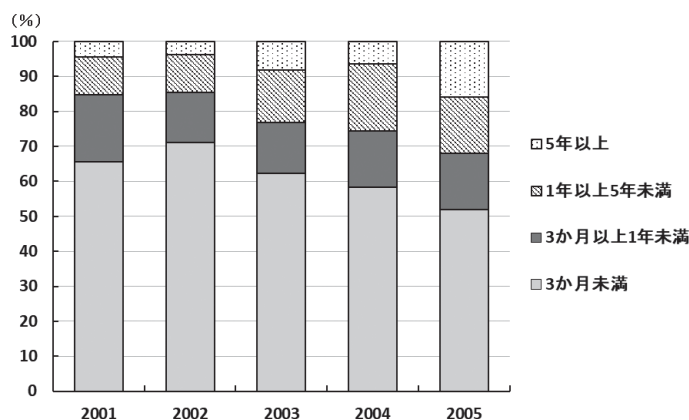
そして、ホールセール市場からの資金は、住宅ローン、商業施設開発ローンだけでなく、証券トレーディングのための資金、レバレッジド・ファイナンス、ストラクチャード・ファイナンス、バンクカードローンなど、実に様々な銀行の活動を支えていくようになる。ホールセール資金市場は、2007年前半までイギリスの金融ビジネスを推進する中心的、特徴的要素の一つとなっていたのである。

(3) イギリスにおける証券化

証券化という金融技術は、アメリカにおいて1970年代に連邦政府機関ジニーメイが導入したのが始まりで、これが民間金融機関に広がり、次第に世界に広まっていったものである。BOEの資料によると、ローンを集めて（プールして）そこから債券を作成し（証券化し）それを投資家に販売するという形の金融は、イギリスでは1985年にごく小規模に始まったという。それ以来1993年末時点までに、94回の証券化が行われ、8年間で合計160億ポンド分のローン債権が証券として切り分けられ販売された⁽³⁶⁾。その後2000年代に入ると、イギリスでも証券化が急激に進み、種類、内容も複雑になっていった。

図表13は、2000年～07年の各年に、どれだけの金額の証券化が新規に行われたかを示したものである。グラフを見ると、2000年には約200億ポンドであったものが、その後急速に増大し、2007年には1,800億ポンドになっている。証券化の原材料には、個人住宅ローン、商業不動産ローン、ビジネスへの貸付債権、クレ

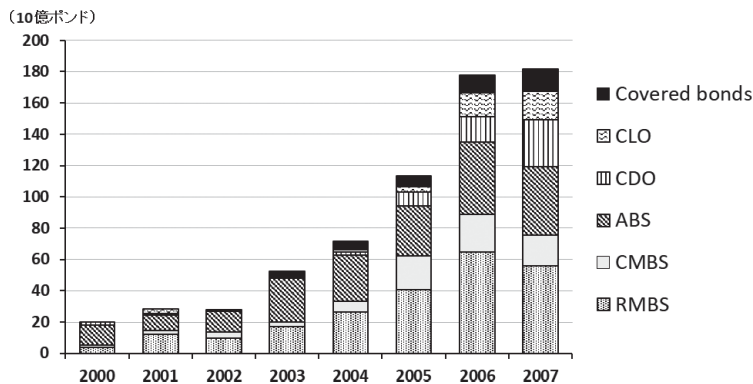
図表12 イギリス大手銀行のホールセール調達資金満期別の内訳



出所：Bank of England [2006] p.28 (Chart 2.8).

⁽³⁶⁾ Bank of England [1994] p. 134.

図表 13 イギリスにおける証券化商品の新規発行額



出所：FSA [2009] p. 14 (Exhibit 1.5).

ジットカードや自動車ローンや航空機購入のためのローン債権、また既に証券化されている債券などが用いられた。そして、それぞれを原材料に、住宅ローン担保証券(RMBS: Residential Mortgage Backed Securities)、商業不動産担保証券(CMBS: Commercial Mortgage Backed Securities)、ローン担保証券(CLO: Collateralized Loan Obligation)、債務担保証券(CDO: Collateralized Debt obligation)などが作り出された。

これら証券化商品の登場および市場拡大は、従来の金融ビジネスの形態に大きな影響を与えた。例えば住宅ローンの場合、証券化以前は、ローンを貸し付ける住宅金融組合や銀行は、借り手に数万ポンド以上の金額を貸付け、以後、15年あるいは20年に亘って定期的に利子と元金を少しずつ返済させるというパターンを繰り返した。つまり、ローンがすべて返済されるのは15年あるいは20年後であることが多かった——もちろん繰り返し返済も多くあったが。その間、組合や銀行は完済までじっと待っているのが基本パターンであった。

しかし、証券化以後は、次のような全く新たなビジネス形態が可能になった。まず、ローンの貸し手の組合や銀行は住宅ローンを貸す。借

り手と契約を結び、利子率、元金返済、手数料などの具体的条件が決定される。ここまでは従来と同じである。その後、貸し手はこれらの契約書を何十枚、あるいは何百枚か集め(プールし)、それを根拠(裏付け)として額面 p 、利率 $x\%$ 、償還期日 z 年後と記した証券化商品を生成する。そして、この証券化商品——購入した投資家に、定期的に $x\%$ の利子($p \times x / 100$)を支払い、 z 年後には額面金額 p を支払って償還する、という約束の書類——を証券化市場で投資家に販売する。

このようにすれば、①資金を貸す、②貸付契約書を証券化する、③販売する、④代金を回収することで、元々の貸付金——あるいはそれ以上——が貸し手の手許に戻ってくる。それ以後の貸し手の仕事は、例えば、20年に亘って借り手に利子と元金の一部を払わせ、(手数料を差し引いたのちに)投資家に約束した利子を銀行口座に振り込んでやることだけになる。①から④までに要する期間は、数週間、あるいは数日である。貸し手側から見ると、以前のように15年も20年も、じっと待っていたのとは比べ、住宅ローンの回収に数週間、あるいは数日しかかからないという驚くべきスピードアップになった。証券化の車輪の回転は、次第にスピー

ドを上げていった。貸し手も、投資家たちも、これは素晴らしいビジネスではないか、これは儲かる、これで儲けるという信念と安心感を強めていった。そして、金融界において、このような信念と安心感が支配的な空気となり、それらが強まれば強まるほどビジネスは拡大し、金融のスピードを上げたのであった。また、銀行はしばしば、①～④の工程の一部あるいは全部の業務を、社外——そのために特別に作った組織（SPC：Special Purpose Company）——に請け負わせた。

既に述べたように、証券化は個人の住宅ローンだけに限られたものではなく、企業部門への様々な貸付けやクレジットカードビジネスの債権、学生たちに対する学費ローンなども同じような手法で証券化され、販売された。よく知られているように、このように証券化された債券を集めて（プールして）、新たな債券を生み出すCDOビジネスも生まれ、これも同じく急激に拡大した。

そして、イギリスの証券化市場には、アメリカをはじめとする外国の金融機関が進出し、他方、イギリスの銀行も、アメリカやEUなどの証券化市場でビジネスを拡大していったのである。

8. 金融市場に対する信頼と過信

日本ではバブル崩壊以降、特に1990年代中盤から、金融部門を中心とする大混乱を世界に先駆けて経験した。混乱が一応収まっていくのは21世紀初期の2002年～03年頃である。この経験により、日本においては、金融市場や金融機関に対する信頼が大きく揺らいだ。韓国も

ほぼ同時期に大混乱と金融市場への信頼動揺を経験する。しかし、経済先進諸国を見わたしてみると、日本や韓国はむしろ例外だった。他の先進国においては、金融市場の機能、安定性に対する信頼感は——多少のアップやダウンはありつつも大きな傾向としては——むしろ着実に強まる傾向にあったと言えよう。

イギリスでは、1970年代のセカンダリー・バンキング・クライシスや、1980年代後半の住宅市場のバブル、1992年のポンド危機などを政府とBOE（イングランド銀行）の協調努力で克服した経験があった。また、1970年代から1980年代にかけての執拗なインフレや失業問題も乗り越えてきた。金融市場はしっかり機能している、そして金融技術は目覚ましい進歩を遂げた、金融当局がこれまでのように適切なタイミングで調整していけば、インフレや不況を抑え込むことができ、経済は、金融市場は、安定的に推移していく……という考えが広まっていった。

BOE総裁だったマービン・キングは、2003年10月に行った講演の中で、2003年までの10年間を特徴づける表現として、“nice” decade（ナイスな10年）という言葉を用いたという。この“nice”は、non-inflationary, consistently expansionary（インフレを伴わず、継続的に、拡大する）の頭文字の一つにしたものである⁽³⁷⁾。この段階の金融界における自信を示唆するエピソードといえるだろう。

また、BOEに付随するPRA（Prudential Regulation Authority）とFCA（Financial Conduct Authority）は、2015年に、1990年中盤以降2007年頃までの金融、経済の状況を振り返り、次のように述べている⁽³⁸⁾。「イギリ

⁽³⁷⁾ House of Commons, Treasury Committee [2009] p. 12.

⁽³⁸⁾ PRA および FCA は、2013年のFSAの解体後、FSAの業務を改変し継承するために設立された組織で、前者はBOE内、後者はBOEの外の組織である。

スの国内経済は、1990年代初頭の景気後退以降、非常に長い期間（約60四半期）にわたり継続的に拡大した。金融サービス部門においては、経済全体の2倍以上の速さ（危機前の10年間は年平均6%）で成長し、名目国内総生産（GDP）の約10%を占めるまでになった。経済の将来の見通しに対する信頼は、銀行とノンバンクの両方の株価に反映され、2003年の初めから2007年まで着実に上昇した⁽³⁹⁾。」

今の金融技術は以前とは異なるのだ、金融は高度化（sophisticate）され、安定するようになった、例えばRMBSやCMBSやCLOやCDOなどの証券化商品を見よ、これらの登場でリスクを極めて有効に分散できるようになった、しかも金融当局がマネーサプライや政策金利を適切に操作している……、だからこそ、これほど長い間金融は安定し、拡大を続けているのだ、という金融界に広がる安心感や自信は、ますます強化されていった。

金融危機発生後の2009年4月、イギリス下院金融危機調査委員会が公式報告を発表する。その中で、LSE（London School of Economics and Political Science）のグッドハート教授の証言を取り上げている。同教授は、金融界の人々がリスクというものは無くなったと感じたことが大きな原因となって、リスク部分を過少に評価して金融商品を値付けするようになったと分析し、以下のように述べている。「1992年から2007年というのは、多分、これまでの世界の歴史の中でも最良の経済発展が続いていた期間でした。そこでは多くの人々が、リスク全般が低下し、将来において問題は起きないと信じるようになりました。誰もが資産市場になだれ込んだのです。リスクは消えて無くなったというわけです。…（中略）…もちろん、リスク

は無くなりはありませんでしたが⁽⁴⁰⁾。」

金融に対する安心感や自信の高まりは、もちろんイギリスに限られたものではなかった。イギリスの金融界や経済思想界に極めて大きな影響を持ち、世界経済と世界金融の中心に位置するアメリカの金融および経済界にこそ、金融に対する安心感や自信は、広く、深く浸透していた。アメリカの金融安定化とそれに基づくアメリカ巨大金融市場の安心感無しに、イギリスや大陸ヨーロッパの安心感、自信はあり得なかったのではなかろうか。この意味で、アメリカの状況を見ておくことは極めて重要だと考えられる。

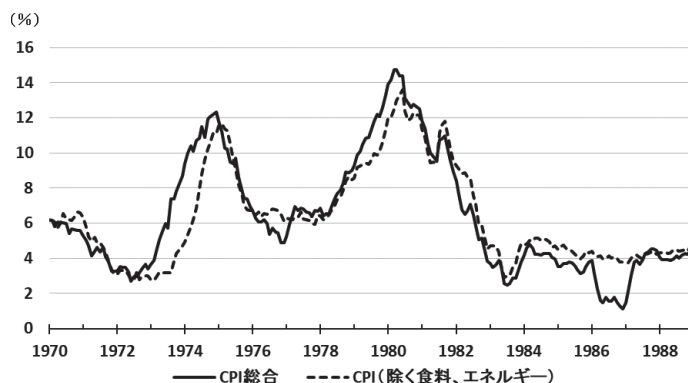
アメリカでは、まずインフレの克服があった。アメリカでは、ベトナム戦争が本格化した1960年代半ば頃からインフレ問題が現出するが、その後石油危機も加わったことで1970年代を通じ問題は一段と悪化し、常態化した。そうした中、1979年にポール・ボルカーがFRB（連邦準備制度理事会）議長に就任する。彼は、大きな犠牲を払ってでもこの執拗なインフレを退治しなければならないとして政策金利を強引に20%にまで引き上げるなど、厳しい金融政策を実行した。その結果、いわゆるボルカーショックと言われる株安、深刻な不況となったが、インフレは1980年の10%をはるかに超えるレベルから、1983年には4%を下回るまでに劇的に低下した（図表14）。これ以降、アメリカはインフレを抑え続け、再発を許さないままである。インフレの兆候が見えると金利を上げ、兆候が消えると金融緩和を行うという政策を繰り返すことによって、物価をなだらかに推移させることに成功したのであった。

あれほど執拗だったインフレは、確かにこの

⁽³⁹⁾ Bank of England [2015] p. 17.

⁽⁴⁰⁾ House of Commons, Treasury Committee [2009] p. 32.

図表 14 アメリカ CPI 上昇率



出所：Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data.

時以来、金融政策の適切な介入で克服されたと
言わなければならないだろう。この経験により、
アメリカには、インフレというものは克服でき
るものなのだという自信が生まれていった。
1987 年に、独色が強く、レーガン政権との
折り合いが容易でなかったボルカーは、FRB
議長三期目を求めないと大統領に伝えるが、
レーガンは喜んで後任にアラン・グリーンスパ
ンを任命する。そして、グリーンスパン FRB
議長のもと、アメリカの金融政策は、ファイン
チューニングと市場に任せる路線が目立つよう
になっていった。

実はグリーンスパンが議長に就任した 2 カ月
後の 1987 年 10 月 19 日 (月)、NY ダウが 508
ドル下落する (下落率 22.6%)。これは世界恐
慌時の 1929 年 10 月 28 日 (月) の下落率
12.8% を 10 ポイント近く上回る衝撃的な下落
だった。衝撃は直ちに世界中に伝播した。シド
ニーの、日本の、シンガポールの……株式市場
の連鎖暴落を招き、世界中の多くの市場参加
者、財界人、マスコミ、政治家たちが恐慌の再

来かと身構え、パニックとなった。緊急事態に
直面したグリーンスパンは、「FRB は本日、国
の中央銀行としての責任に沿って、経済金融シ
ステムをサポートするため、流動性の供給源と
しての役割を担う準備があることを再確認いた
しました⁽⁴¹⁾。」というわずか一文だけの声明を
発表する。レーガン政権のジム・ベーカー財務
長官、ハワード・ベーカー大統領首席補佐官は、
グリーンスパンと共にこの危機に中心となって
対処したのであるが、二人は当時を振り返り、
異口同音に「あのグリーンスパンの一文の声明
(one-sentence statement) で、流れが変わった
」と述べている⁽⁴²⁾。

実際、その後、特に大企業が価格の下落した
自社株を買い取り始め、市場の流れは変わって
ゆく。NY 市場の混乱を見事に収拾した後、ア
メリカ経済には——1990 年半ばから 1991 年前
半の短い不況を除いて——息の長い拡大基調が
続いた。

その後、2000 年から 2002 年にかけて、一時
的にアメリカ経済への影響が懸念される事態が

(41) Woodward [2000] p. 40.

(42) Woodward [2000] pp. 45-46.

続いたが、これも乗り越えていく。その流れを簡単に振り返ってみよう。まず、IT バブル崩壊を受け、アメリカ史上最長となった約10年に亘る経済拡大が減速する——2001年第3四半期のGDP成長率は年率換算でマイナス1.7%となる。FRBは2000年12月に6.5%だったFFレートを2001年1月に6%に下げ、その後も3、4、5月と下げ続け、6月には3.75%となる。さらにFRBは、9月11日の米同時多発テロ事件、12月のエンロン破産などをはさみ、4回の利下げを行う。2002年7月には資産1,000億ドル強のワールドコムが破産し、さらに利下げを行う。2002年10月には、FFレートはついに1.25%となる（図表15）。

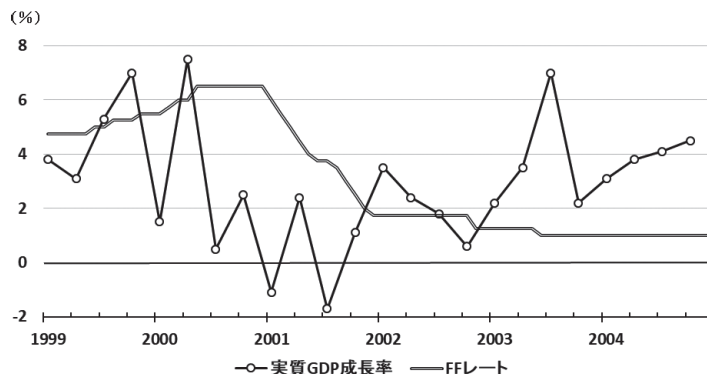
ブッシュ（子）政権の積極財政と、FRBの極めて機動的な金融政策が強力に効いて、2002年に実質GDP成長率は目ざましく回復する。アメリカは力強く順調さを保ったのである。ここに至るまでの期間、1980年代の日本のバブル、1990年代のバブル崩壊とそれに続く日本金融の大危機、それとほぼ同時にアジア通貨危機があった。また1989年にベルリンの壁崩壊、1991年にはソ連解体が起き、冷戦はアメリカのほぼ完勝となって終結する。以前はアメリカの世界経済における地位を脅かすのではと懸念

された日本経済・産業は、21世紀初頭、明らかにその輝きを失っていた。

アメリカはインフレを克服し、NY株の暴落を逆転させ、10年あるいはそれ以上に及ぶ経済拡大を実現し、ITバブル崩壊や米同時多発テロ事件後の混乱も鎮静化させ、経済の成長路線を継続させた。そして、エンロンやワールドコムといった蹉跌はあったものの、アメリカのIT産業自体は未来の世界を先導していくことが確実だった。

アメリカ金融、経済界において、問題が起きて、それらが解決されるごとに、「我々は困難を克服する能力を持った、我々の金融、経済システムは優れているのだ」という自信と楽観主義が増大していった。それはむしろ、自然な成り行きだったのであろう。この安定化を主導したとされるグリーンズパンは、金融・経済運営のマエストロ（maestro）と呼ばれるようになる。ウォーターゲート事件の調査報道で世界的に知られた——また、トランプ大統領との頻繁なインタビューを基にした“*Rage*”の著者でもある——ワシントン・ポスト紙（The Washington Post）のジャーナリスト、ボブ・ウッドワードは、グリーンズパンの人物伝かつ業績伝を“*Maestro: Greenspan's Fed and the*

図表15 実質GDP成長率（四半期）とFFレートの推移



注：実質GDP成長率は前期比、年率換算値。

出所：Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data.

American Boom”というタイトルで出版している。

2004年2月、当時FRB理事であったベン・バーナンキは、Eastern Economic Associationの学会で、“大いなる安定(The Great Moderation)”と題する講演を行う⁽⁴³⁾。講演の冒頭部分で彼は、最近経済学者の間で、1980年代中盤に比べ、四半期ごとの実質経済成長率の(標準偏差で測った)ボラティリティは約半分になり、インフレ率のボラティリティは3分の2になっているという指摘が相次いでいると述べる。つまり、経済変動が以前よりもはるかに落ち着いてきたということである。それに続いて彼は、物価が落ち着き、経済成長も順調なレベルで安定するようになったのは何故かと自問する。そして彼は、マクロ経済政策、特に貨幣に関する政策のパフォーマンスが改善した(improved performance of macroeconomic policies, particularly monetary policy)ことが大きく寄与したのではないかと推測する。過去の失敗から学ぶことにより、政策決定者たちの経済に対する理解が大きく向上し、以前よりはるかに適切な政策が採れるようになったのではないか。例えばテーラー・ルール、つまり現実の成長率と目標成長率および現実のインフレ率と目標インフレ率があるとき、適正な政策金利はどのレベルなのかを判断するための強力な道具も開発され進歩している。経済変数が乱高下しなくなったのは、マクロ政策、特に貨幣政策の質的向上のせいではないのだろうかと述べている。

また、このバーナンキ講演の2年前の2002年に、クリスティーナ・ローマー教授とデビット・ローマー教授が、バーナンキが自問した疑

間に関する分析を発表している⁽⁴⁴⁾。この研究は、経済学会に広くインパクトを持つことになり、バーナンキ講演の中でも引用されている。二人のローマー教授たちは、1950年代から1990年代まで、アメリカにおいて金融政策や経済政策決定に携わった人々が、インフレと失業レベルの関係について、どのような現実経済に対する理解に基づいて政策を決定していたのかを、公的資料に依拠しつつ跡付けた。彼らは、理解の仕方が時代によって大きく変化していったのだと説明する。1960年代から1970年代の政策決定者は、インフレを悪化させない失業のレベル(NAIRU: Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)について、非現実的な低いレベルを想定し、現実の失業レベルをそこまで低下させようと、金融や財政を駆り立てた。しかしその結果は、インフレは収まらず、失業も減らず……というものであった。1980年代以降の政策決定者はこの失敗を踏まえて、徐々に、より現実的で妥当なNAIRUレベルを想定して政策を決めるようになる。その結果、物価も安定し成長率も順当なレベルに安定する、つまりバーナンキが2年後に“大いなる安定”と表現するような状況が出現したという内容になっている。

さらに、金融安定化に関して述べるならば、ミルトン・フリードマンの大恐慌解釈についての功績を避けて通ることは出来ない。フリードマンは、アンナ・シュバルツとの共著“*A Monetary History of the United States 1863-1960*”の中で、経済学に対して巨大な貢献となる見解を展開した。1929年以降の大恐慌は、当時のFRBが、破綻に瀕した多数の銀行を支えるために流動性供給を増やさなければならぬ時に、増加の方向に全く動かず、破綻するに

(43) Bernanke [2004]

(44) Romer and Romer [2002]

任せた。銀行破綻は企業倒産と失業者の増大を招き、それがさらなる銀行破綻を引き起こし、流動性が更に減少、そしてさらに企業倒産と失業増大が起き、それがさらに……という激しい下方スパイラルが起こった。つまり、恐慌勃発の初期にFRBは大胆に流動性注入を行わなければならなかったのだ、という極めて説得的な理論である。このフリードマンを総帥とするマネタリズムの影響は、特に1980年代以降、市場、経済学会、政治の場において非常に大きなものになっていった。

グリーンズパン退任後、2006年から2014年までFRB議長を務めることになるバーナンキも、2002年にフリードマンの90歳の誕生日を祝う公式の場で、FRBを代表してフリードマンの偉大な功績をたたえる講演を行っている⁽⁴⁵⁾。そして、大恐慌研究の世界的権威であると評されるバーナンキは、その講演を次のように締めくくる。「ミルトンとアンナ、私は大恐慌に関して次のように言いたい。あなた方は正しかった。あの大恐慌は我々FRBが起こしてしまったもので、大変残念に思っている。しかし、あなた方のおかげで、我々FRBは二度と同じ過ちは繰り返さないだろう。」

このように、1980年代、1990年代、新世紀へと時が過ぎるとともに、アメリカ金融、経済には、ボルカー、グリーンズパン、FRBの括目すべき功績、テラーや、ローマー、バーナンキ、その他のアメリカ経済学会を代表する学者たちが展開した“大いなる安定”を実証する幾多の論文、ボブ・ウッドワードのみならず多数のジャーナリストの肯定的な経済報道……などがあった。金融市場および社会一般の大きな部分に、自信と安心感が根付き、強化され、拡大していったのである。今や我々の市場は安定している、金融当局も信頼できる、今のビジネ

スで儲かっている、これを更に進めて大丈夫なのだ……と。

フリードマンの功績が偉大なものであったことに疑問の余地はない。2007年から始まり2008年に本格化したアメリカの、イギリスの、そしてユーロ圏の巨大な金融危機は、破綻、あるいは破綻寸前となった多数の銀行に対して、それぞれの中央銀行が、まさに異次元と言える規模の流動性を注入することによって克服された。フリードマンが1929年以降の大恐慌に関して“こうすべきだった”と主張している通りの対策を講じたということである。中央銀行や政府が、フリードマンを理解していたのは実に幸いだった。

しかし、フリードマンの、あの時は“こうすべきだった”——貨幣量を適切な水準に維持することが、経済にとって極めて重要だった——という主張を納得して受け入れた後に、さらに理屈を一步進めてしまうのは、極めて陥りがちな落とし穴だったのではないだろうか。すなわち、貨幣量を適切なレベルで推移させてインフレを抑え、成長率を安定的に保ちさえすれば、あとは全てうまくいくのだ、という考え方である。この“次の一步”を過信と呼ぶことができよう。なぜなら、インフレを抑えて成長率が安定的に推移していても、その表面下で巨大な爆発物が育っている場合があるからである。1980年代後半から1990年代初めの日本がまさにそうだった。物事が全て好調に推移している時に、地雷や落とし穴に気づくのは容易ではない。このことは、米同時多発テロ事件やITバブルの衝撃を乗り越えたアメリカにも当てはまる。

上記で、グリーンズパンFRB議長たちが、2002年10月にFFレートを1.25%に下げ、このことがITバブル崩壊や米同時多発テロ事件の経済的ダメージを乗り越える大きな力になっ

(45) Bernanke [2002]

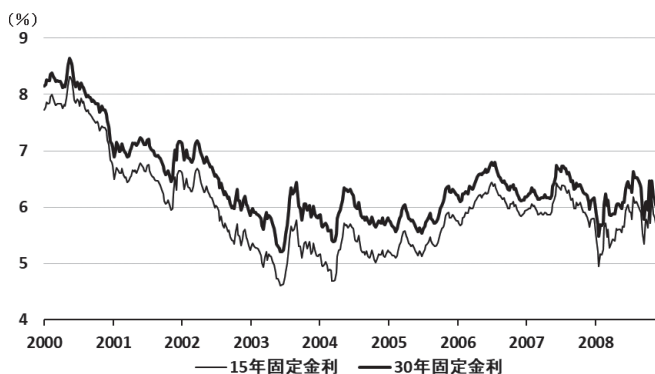
たことに触れた。その後、政策金利は2004年半ばまで、極めて低レベルに据え置かれ、それが経済活動レベルの低下を防いだ。しかし同時に、これは不動産市場のバブルを招き、それを煽り、サブプライムローンを膨張させる一因になったことは否定できない(図表16, 17, 18)。

既に述べたように、バーナンキの“大いなる安定”と題する講演は、2004年に行われた。2003年～04年というタイミングは、アメリカ住宅金融市場でサブプライムローンが一挙に増大した時期で、4年後に世界的金融危機を起こ

してしまう爆発物が地下で巨大に膨張していた時期である。アメリカのマクロ経済の安定性を述べ、それはマクロ貨幣政策が成功したことが理由ではないかとの推測を表明したバーナンキの講演には、地下に膨張しつつある爆発物に触れた部分は無かった。大恐慌研究の世界的権威であるバーナンキでさえ、おそらく気付いていなかったということだろう。

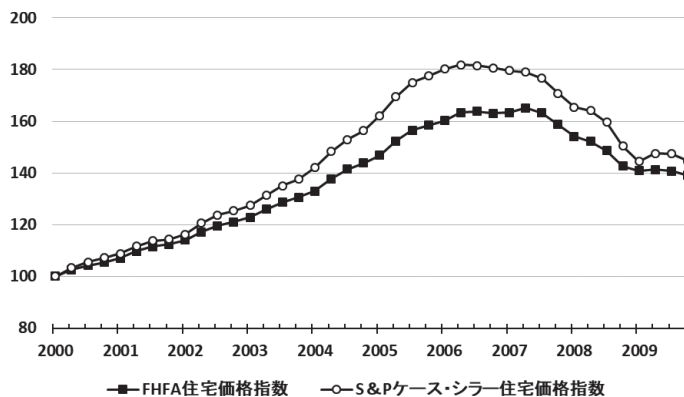
ここで話をイギリスに戻そう。イギリスの経済、金融は、2007年前半まで極めて順調だった。第6節で示した2007年3月当時の財務大

図表16 アメリカ住宅ローン金利



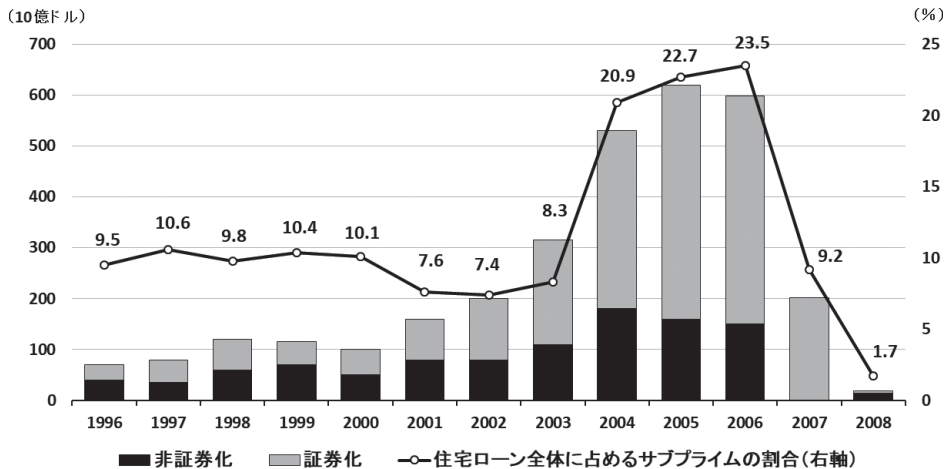
出所：Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data.

図表17 アメリカ住宅価格指数(2000年Q1 = 100)



出所：FHFA, “U.S. House Price Index Report -4Q 2018”, Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data.

図表 18 サブプライムローンの新規融資額と証券化の割合



出所：FCIC [2011] p.70 (Figure 5.2).

臣ゴードン・ブラウンの自信に満ちた予算演説は、イギリス政府や金融、経済関係者たちの間にあった雰囲気为背景にしていた。

ブラウンが首相になり、アリスティア・ダーリングが新財務大臣になるのは同年6月であるが、この頃にはアメリカ住宅市場、住宅ローン証券市場の変調が始まっており、6月にはベア・スターンズ傘下の二つのヘッジファンドが事実上破綻し、さらに8月9日にはBNPパリバ傘下のミューチャルファンドが資金凍結を発表した。イギリス金融当局も、もちろんこれらアメリカ金融市場の状況をモニターしていた。しかし8月初期の段階で、イギリス財務省は、それはアメリカのことであり、短期の問題であり、收拾されるだろう、イギリス銀行部門に対する深刻な影響は無い (no serious implications for UK banks) と判断していたという⁽⁴⁶⁾。

そうした中、9月14日に中規模銀行のノーザンロック(Northern Rock)に突然取り付けが起きる。これは既に2007年前半に起きていたアメリカの住宅ローン関連市場の変調が、イギリスのホール

セル資金市場に与えた影響の結果起きた最初の事件だった。ノーザンロックはホールセル資金市場への依存率が、他の銀行と比べて飛びぬけて高く、ホールセル市場のわずかな変化にも大きな影響を受けてしまう状況にあったのである。

ただし、その後ホールセル資金市場が一挙に硬化したわけではない。一挙にではなく、市場の緊張の度合いは、約1年に亘り何度も“緩”と“縮”を繰り返しながら徐々に下降線をたどっていった。政府においても、BOEや規制機関のFSAにおいても、もちろん個々の金融機関においても、これまで十数年にわたって継続してきた順調さが、ここで一挙に崩れるという判断を下すことはなかった。アメリカの状況を片目で睨みつつ、2008年初期までは、まあイギリスは大丈夫、アメリカもそのうち回復して……と考える人々が多かったようである。巨大な金融危機が襲ってくることを予測する人は、例外的だったといえる。

そして、ノーザンロック危機に対して、BOEが市場に100億ポンドを供給し、政府が同銀行の預金を保証する(2008年2月には国

⁽⁴⁶⁾ Darling [2011] p.16.

有化)という対策を実施したことで、危機はこれで収まったという雰囲気になっていった⁽⁴⁷⁾。

しかし、その後も「緩」と「縮」は続く。例えば、後になってイギリス史上最大の損失を出して政府に救済されることになるRBS(ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド)は、2007年末の段階で226億ユーロをホールセール市場で調達してオランダの銀行ABN AMROの買収資金とすることが出来た⁽⁴⁸⁾、2008年4月～6月の段階ですら、新株発行によって120億ポンドを株式市場から調達する事もできた⁽⁴⁹⁾。このことは、2008年前半、ましてやその半年前の2007年末段階では、イギリス金融市場においては、熱気を含んだ楽観主義を保持している人々が決して少数派では無かったことを示唆している。もちろん、2008年になると、時間の経過とともに徐々に慎重論が登場してくるのであるが、同年前半までは、まだ優勢であった楽観主義と“これは少し変だぞ……”という慎重論とが混在する状態が続いていた。

慎重論の例としては、RBSが新株発行による資金調達を行った1カ月後の2008年7月に、HBOS(ハリファックス・バンク・オブ・スコットランド)が同じように新株発行で資本を調達しようとしたが、計画の9%しか売れず、残りをアンダーライターが引き受ける羽目に陥る、ということが起きている⁽⁵⁰⁾。HBOSはこの3カ月後に完全に行き詰り、その後巨額の損失を出すことになる。2008年前半に資金調達を行うことができたRBSも、後にほぼ同様の道を辿る(後述)。

慎重論と楽観論は、政府内部にもあった。

ダーリング財務大臣は2008年7月の段階になると、タイムズ紙(The Times)とのインタビューにおいて、「景気停滞は長引くだろう、銀行部門の問題は相当に根深い」という趣旨の発言を行う。しかし、そのように考えていないブラウン首相は、なぜそんな事を言うのかと反発し、二人の関係は、この記事の頃から決定的に悪化していく⁽⁵¹⁾。

ここで慎重論という言葉を使ったが、それは——イギリス金融部門に関わるほとんどの人々についていえば——後に実際に起きてしまう巨大な金融危機、つまり恐慌につながりかねないシステミックな危機を念頭に置いたような慎重論ないし悲観論ではなかったと言うべきであろう。システミックな危機なのでは……という悲観論が登場し即座に拡散するのは、リーマン破綻前後であったと判断される。実際、イギリスの株価指標FTSE100種が急落するのはリーマンショック前後であり、それまでは2008年中でも、株式市場のアップダウンが繰り返されたのであった(図表19)。

そして、その頃(リーマン破綻前後、9月)になると、ホールセール市場で資金を調達することが極端に困難になる。一日だけ借りるというオーバーナイト資金ですら調達が極めて困難になった。ホールセール市場でいつでも資金が調達できることを前提としてビジネスを拡大していたイギリスの多くの銀行は、これによって急速に追い詰められていく。銀行部門全体が追い詰められ、従って経済全体が恐慌の崖まで追い詰められ、もちろん政府とBOEは金融システムと経済システムの真正の危機と直面しなければならなくなった。

(47) Darling [2011] p. 326.

(48) FSA [2011] p. 54.

(49) Fraser [2014] p. 297.

(50) Perman [2012] p. 157.

(51) Darling [2011] pp. 101-104.

図表 19 FTSE100 種の推移



出所：Investing.com.(<https://jp.investing.com/indices/uk-100-historical-data>).

この危機の中でも、当時の五大銀行のうちの2行、RBSとHBOSの事実上の破綻は最も劇的、かつ象徴的だったと言えよう。以下ではRBSとHBOSがどのような経過をたどって事実上の破綻に陥ったかを述べていくが、実は、他の大銀行も、一歩踏み間違えればこれら2行と同じ運命をたどる瀬戸際状況に陥っていたのである。2行のことは見ていくことは、銀行部門全体の様子を概観するための参考材料となる。なお、HBOSは2001年にバンク・オブ・スコットランド（BOS：Bank of Scotland）とハリファックス（Halifax）が合併してできたものである。したがって、HBOSに関しては、まずBOSについて述べる。

9. RBSとHBOS（BOS）の躍進⁽⁵²⁾

(1) 2000年までのBOS

BOS（バンク・オブ・スコットランド）はイギリス最古の商業銀行である。イギリスの中央

銀行BOE（イングランド銀行）は、1694年にスコットランド人のウィリアム・パターソンが中心となって、民間資金によって設立、BOSはその1年後の1695年に設立されている⁽⁵³⁾。一方、RBS（ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド）の発足は1727年で、双方ともスコットランドの中心エジンバラに本拠を置き、スコットランドの銀行界において、お互いを強く意識し合ってきた。とはいえ古き良き時代、紳士の慣行を守りながらの静かな競争であった。

しかし、1970年代に入ると状況が変わり始める。イングランドの銀行と、スコットランドの銀行の間にあったGentlemen's Agreementが1970年代後半には崩れて行き、次第にイングランドの銀行がスコットランドへ、RBSやBOSもイングランドへ進出しようとする時代に入る⁽⁵⁴⁾。1980年代に入るとスコットランドの両銀行は、新たな競争の時代に向けて内部的な改革を実行していくことになった。

オイルショック発生直後に、BOSのブルー

⁵² 本節のRBSとHBOS（およびBOS）についての解説は、Fraser [2014] およびPerman [2012] に大きく依拠したものである。

⁵³ Perman [2012] pp. 9-10.

⁵⁴ Gentlemen's Agreement 解消の詳しい経緯については、荒井・鈴木 [2021] 第4節を参照されたい。

ス・パチュエロ (当時 34 歳) が音頭を取って、北海油田開発に関し、ロンドンで BOS 主催のコンファレンスを開催したことは第 4 節で述べたが、彼は名門ラグビー校出身でオックスフォード大学 (University of Oxford) 卒である。大卒の銀行員というのは、高卒後すぐに銀行員になってキャリアを歩んでいくバンカーがほとんどであった当時のスコットランドの銀行界では、極めて異色の存在だった。彼は 1979 年に 41 歳で執行役員トップの Chief General Manager になる。会長のサー・トム・リスクと共に、主に経営組織の改革や従来のビジネスの効率化に努め、慎重に新たな事業を開拓していった。1970 年代末から 1980 年代は、商業銀行が住宅ローン (mortgage) 市場に積極進出する時代だった。BOS もパチュエロのリーダーシップのもと、住宅ローン事業に参入し、ローンの借り手の審査を慎重に行いつつ、ここで成果をあげる——1980 年代末のイギリスの住宅バブル崩壊で多くの銀行が傷つくが、パチュエロ達の慎重さが BOS を危機から回避させた。

1970 年代に始まった銀行界におけるコンピューター導入において、BOS は他の競争相手よりも大きな成功を収めたと言われる。また、イギリスの高級小売ネットワークのマークス・アンド・スペンサー (Marks and Spencer) や、ルノー (Renault) の販売網、ブリティッシュ・レール (British Rail), AA (Automobile Association, 車の故障時サービス, 自動車保険, 運転教習所などを経営), などと連携して顧客網を広げた。イングランドでもパーミングラムを始めとして、慎重に支店網を広げていった。

マネジメント・バイアウト (MBO) でも、慎重に貸付けの相手を見極める姿勢を維持し、次々に成功していった。1985 年には、コンピュー

ター上で預金者が自分の口座の残高を見ることのできる HOBS (Home & Office Banking System) をイギリスで最初に導入した。

1986 年のビッグバンで LSE (ロンドン証券取引所) が改革されて、ジョバーやブローカーが次々に銀行や海外資本に買収されるようになって、BOS はこの動きには一切手を出さなかった。慎重さを維持したのである。

また、パチュエロは 1988 年に、それまで経営トップのポジションであった Treasurer の業務を、CEO (Chief Executive Officer) と MD (Managing Director) の二つに分け、自身を CEO、腹心のピーター・パートを MD とした。

1989 年にエコノミスト誌 (*The Economist*) が全国の金融機関に対しておこなったサーベイ調査において、BOS は技術革新 (technical innovation) で最も称賛されるべき銀行に選ばれる⁽⁵⁵⁾。つまり競争相手に認められたのである。1980 年代最後の 4 年間、BOS の資産は年率 20% で成長し、1989 年にはロンドン株式市場において上位 100 位以内に入るまでになる。同年の利潤は 36% 増であった⁽⁵⁶⁾。このように、BOS はパチュエロのもとで、慎重に、着実に、輝かしい成果をあげていった。

ただし、パチュエロ時代の成果は確かに輝かしかったとはいえ、この頃の BOS の規模はロンドンの大銀行と比べると、「まだまだ」というレベルであった。パチュエロが経営トップを退くのは 1998 年 (60 歳) であるが、1999 年の段階で BOS の資産総額は 598 億ポンドであった。ロンドンの四大銀行中でも下位にあるナットウエストの資産が 1998 年段階で 1,860 億ポンドであったことを考えると、この頃の BOS は、そこまで巨大な銀行ではなかった⁽⁵⁷⁾。

⁽⁵⁵⁾ Perman [2012] p. 33.

⁽⁵⁶⁾ Perman [2012] p. 38.

もう一つ BOS の成長に但し書きを付けると、1980 年代以来の成長の裏には、ホールセール資金市場への依存が徐々に高まったことがあった。1978 年の段階で BOS の貸付けの 90% がリテール預金でまかなわれ、しかもその預金は無利子の当座預金 (current accounts) を多く含んでいたが、1985 年になると、リテール預金は貸付残高の半分以上となる⁽⁵⁷⁾。イギリスの銀行部門の拡大の背景に、ホールセール資金市場への依存増大があったことは第 7 節で触れたが、パチューロ体制下の BOS でも、1980 年代中盤にはその傾向がみられるようになっていた。他の多くの銀行においても、この時期までには大なり小なり同じ傾向が始まっていた。

(2) 2000 年までの RBS

スコットランドにおける BOS のライバル、RBS は、1980 年代以来どのような道を歩んできたのだろうか。1970 年代までは、どちらかと言えば伝統に安住していた RBS だったが、1980 年代に入ると、パチューロのもとで改革成長を始める BOS を意識せざるをえなくなる。RBS は、ライバルよりも 10 年程遅れて大きく動き出すことになった。新たな動きの中心にあったのはジョージ・マシューソンである。彼と彼のチームが、1980 年代末から 1990 年代にかけて RBS の急速な成長を推進していった。RBS のマシューソン、BOS のパチューロは、それぞれの銀行にとって新たな、そして強力なエンジンとなった。

マシューソンはスコットランド生まれのスコットランド人。スコットランドの名門セント・アンドリュース大学 (University of St.

Andrews) で数学、物理を学んだ後、大学で電子工学を講義、アメリカに渡り電子工学のエンジニアとして活躍する。その後、スコットランドに戻り、ベンチャー・キャピタルとして名が知られるようになった後、独立公共機構 (特殊法人) であるスコットランド開発機構 (SDA: Scottish Development Agency) に迎えられ、重工業の衰退に悩むスコットランドに新たな産業群を誘致することに顕著な成果をあげた⁽⁵⁸⁾。そして 1987 年に、RBS が彼を戦略および開発担当重役としてリクルートしたのである。

実は、彼が RBS と接点を持ったのは SDA 時代の初期であった。1980 年代初期、RBS に対してロンドンの大手銀行ロイズ (Lloyds) や、HSBC (ホンコン・シャンハイ・バンキング・コーポレーション)、スタンダード・チャータード・バンク (SCB: Standard Chartered Bank) などが吸収合併を仕掛けたことがあった。当時サッチャー政権のスコットランド担当大臣だったジョージ・ヤンガーが、スコットランド銀行界を代表する RBS がロンドンの銀行に吸収されるのは、スコットランドのためにならないとして、サッチャー首相に強力に働きかけた。サッチャーは吸収の件を、独占・合併審査委員会 (Monopolies and Merger Commission) に付託し、結局同委員会が、RBS の吸収合併はスコットランドの意気 (morale) と経済に対し深刻な障害 (serious detriment) になると判断したため、RBS は独立を維持することが出来た。この事件の際に、マシューソンは SDA を挙げて吸収反対の運動を展開したのだった⁽⁶⁰⁾。

ヤンガー大臣は、この件以外でもスコットランドに政府資金を注入することの必要性をしば

(57) "NatWest rejects second bid," BBC News, 29 November.1999 (<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/541263.stm>).

(58) Saville [1996] p. 800.

(59) Fraser [2014] pp. 13-14.

(60) Fraser [2014] pp. 8-9.

しばサッチャー首相に説き、その資金がマシューソンのSDAの事業に対する強力なプッシュとなり、その後もヤンガーとマシューソンとの関係は強力に保たれていった。ヤンガーは1985年から1989年までサッチャー政権の国防大臣を務めるが、同年7月にRBSの副会長に天下り、次にすぐに会長となる。そして、1987年にRBSに移っていたマシューソンと、緊密に協力していったのである。

話を戻そう。マシューソンがSDAからRBSに移った1987年は、パチュエロのBOSが着実に成果を積み上げている時期だった。また1986年に住宅金融組合法が成立したことで、住宅金融組合のビジネスの枠が大きく広がり、商業銀行と業態がほぼ同じになったことで、銀行との競争が激しくなろうとしている時期でもあった。しかしRBSは、旧来の組織体制やビジネス慣行を維持する傾向が強かった。当時のRBSは、銀行組織の中央が首尾一貫した政策に基づく指令を支店に送り、実行するというよりも、部門の長や支店長の事実上の権限が強く、あたかも自分の領地(fiefdom)であるかのように物事を決めることが慣習となっていた。また、1991年段階ですら多くの支店にワープロが無い、ましてやパソコンはさらに少ない……という状態であった。マシューソンは自分が引退した後、“Shredded”の著者イアン・フレーザーとのインタビューにおいて、「改革の中心となったのは、“自分の領地という意識や体制”をぶち壊す事だった」と述べている⁽⁶¹⁾。

SDAの何人かの同僚と共にRBSに移ったマシューソンは、彼らと協力しながら、また、ウィンター会長や、その後任のヤンガー会長の強い支持を得ながら、組織改革、人事改革を推進し、新分野開拓に乗り出していく。

第7節で触れたように、1992年に開始されたEU内の銀行に関するシングル・パスポート制によって、各国の銀行が国境を越えて営業できるようになり、またその6年前の1986年には、住宅金融組合法によってイギリス国内の住宅金融組合と商業銀行がほぼ同じ土俵で競争するようになる。競争環境が大きく変化し、ましてやライバルであるBOSは改革で明らかに先行していた。RBSも大きな改革を行わざるを得ない、受け入れざるを得ない状況にあった。

図表1のグラフにある通り、イギリスでは1980年末に住宅バブルが潰れ、これにより1990年代初期には多くの銀行が不良債権を抱えることになる。RBSも旧執行部、旧体制のもとで、安易に貸付金を増やしていたため、1991年には3.23億ポンド、1992年には4.01億ポンドの引当を迫られることになる⁽⁶²⁾。このことは、マシューソン達が旧執行部を批判し、改革運動を強引に進めていくうえで武器となった。

改革にあたっては、経営コンサルタント会社のマッキンゼー(McKinsey & Company)の支援を受けることになる。上層部の引退を促し、人員削減を進め、本部主導による経営刷新を行っていった。これにより、貸付け審査が改革され、本部の意向が行き渡るようになっていった。

マシューソンが戦略および開発のトップに就任した次の年の1988年、RBSはアメリカのニューイングランド地方の銀行、シチズンズ(Citizens)を4億4,000万ドルで買収した。イギリスの銀行の幾つかは、アメリカの銀行を買収して中には大やけどをしたところも出ていたが、RBSのシチズンズ獲得は、アメリカにおけるビジネス拡大の重要なきっかけとなった。

⁽⁶¹⁾ Fraser [2014] p. 25.

⁽⁶²⁾ Fraser [2014] p. 27.

1988年に資産26億ドル、支店数30だったシズンズは、アメリカ各地の銀行を次々に吸収して行き、2000年には、支店数353、資産212億ドルにまで成長した⁽⁶³⁾。また、1988年10月には、スペインのサンタンデルと戦略的提携関係を結ぶ。これにより、サンタンデルがRBS株の9.9%を持つことになったが、議決権はRBSに預けることになった。このサンタンデルとの関係は、後に大きな意味を持つてくる。

また、マシューソンがRBSに来る2年前の1985年、RBSのウィンター会長は、以前マーチャントバンクのプログラマーだったピーター・ウッドに会い、彼の新たな形の自動車保険業のアイデアに2,000万ポンド出資することに同意している。ウッドは、この資金を基に、ロンドンに保険会社ダイレクト・ライン(Direct Line)を設立する。従来までのブローカーを通して保険会社と加盟者がつながるビジネスモデルと異なり、ダイレクト・ラインの保険加盟者は電話で直接会社(コールセンター)とつながり、後にはインターネットで繋がるようになる。システムのコンピューター化により、競争相手よりも低い保険料、かつ素早いサービスの提供が可能となり、同社は1990年代に業績を伸ばしていく。1990年代前半のバブルの後始末で苦しかった時期には、RBSはダイレクト・ラインから上がる利益に大いに助けられたのであった。同社の利益は1995年の段階で、RBSの利益の6分の1以上となる1億1,200万ポンドを稼ぎ出すまでになる。マシューソンは、ウッドが1997年に退職する際の送別会において、RBSにダイレクト・ラインが無かったら、経営は非常に厳しかっただろう、1990年代前半でどこかに吸収されていた

かもしれない、とウッドへの賛辞を述べたという⁽⁶⁴⁾。

さらに、1990年代初期、マシューソンらはRBS内にCIBD(Corporate and Institutional Banking Division)を立ち上げ、ここのトップにSDAのトップ(マシューソンの後任)だったロバートソンを就任させた。ロバートソンのチームは、それまでのRBSの顧客企業のうち売上2,000万ポンド以上の企業については、自分たちの部門が直接携わるようにし、個々の企業の状況を精査した——利益を上げているか、将来性はどうか、どのようなサービスが必要かをチェックしていった。RBSはそれまでよりも格段にターゲットを絞った企業金融を展開し、成果をあげていったのである。また彼の部門は、自ら資産を獲得し、それによってビジネスの幅を広げていった。たとえば、野村ホールディングスのイギリス法人が持っていた鉄道車両(メジャー政権の民営化の際に野村が購入)をリースする企業を買収している——後に売却して10億ポンドのキャピタルゲインを得た。顧客のニーズに寄り添った形の為替取引、デリバティブ取引も行われるようになる。

その後もRBSの拡大路線は続き、1997年にスーパーマーケットチェーンのテスコ(Tesco)と共同出資でテスコ・パーソナル・ファイナンス(Tesco Personal Finance)を設立し、また同じく1997年にヴァージン(Virgin)と提携してヴァージン・ワン・アカウント(Virgin One account)を設立する。これらもRBSの顧客ベースを広げていった。

一方、資金調達面について見ると、RBSは1999年9月の段階で、顧客への貸付け(loans and advances to customers)493.4億ポンドに対し、顧客からの預金は551.8億ポンドとなっ

⁽⁶³⁾ Fraser [2014] pp. 44-45.

⁽⁶⁴⁾ Fraser [2014] p. 34.

ている⁽⁶⁵⁾。つまり、ホールセール資金市場への依存は(この段階では)相対的に低かったと言える。後にRBSは、ホールセール資金市場への依存を急増させ、そのことが同銀行を決定的に追い詰めてしまうのであるが、マッシュソン達が手綱を握って改革に努めていた頃のRBSは、ホールセール資金による拡大という路線はとらなかったようである。

(3) RBSのナットウエスト獲得

BOSとRBSは、1990年代中盤以降もイギリス経済全体の順調さの波に乗って快調に拡大を遂げていった。

BOSでは1998年にパチューロが引退し、腹心のピーター・パートが後任のCEOとなる⁽⁶⁶⁾。RBSではマッシュソンが2000年に60歳——通例として第一線を退く年齢——になる前に、スコットランドの中規模銀行クライズデール(Clydesdale Bank plc)のCEOだったフレッド・グッドウィン⁽⁶⁷⁾を、次期CEO含みて1998年にヘッドハントした。当時グッドウィンは39歳であった。

グッドウィンはスコットランド人で、もともとデロイト・アンド・トウシュ(Deloitte & Touche)という会計事務所の公認会計士だった。同会計事務所は、1990年に悪辣なマネーロンダリングや虚偽会計などを理由に解体されたBCCI(Bank of Credit and Commerce International)の解体整理作業において中心的に関わることになり、グッドウィンは、この時の手腕が評価されてクライズデール銀行に招か

れた。その後、たまたまRBSのマッシュソンに会い、マッシュソンがグッドウィン惚れ込んで彼の出す様々な要求、条件をのんだ上でヘッドハントしたのだった——後にグッドウィンはRBSの事実上の倒産について、最大の責任がある個人とみなされ、イギリス社会全般のみならず世界の金融界に、スキャンダラスな銀行家として知られるようになる。

1990年代後半というのはアメリカにおいても、ネーションズバンク(NationsBank)とバンクアメリカ(BankAmerica)が合併して巨大銀行バンク・オブ・アメリカ(Bank of America)ができたり、シティコープ(Citicorp)とトラベラーズ(Travelers)が——当時まだ有効だったグラス・ステイーガル法に違反することを承知で⁽⁶⁷⁾——合併し、シティグループ(Citigroup)を形成したりした時期である。ヨーロッパでも金融機関の吸収、合併の動きが盛んであった——もちろんイギリスでも。

1999年9月、BOSはイギリス四大銀行の一つ、ナットウエストに敵対的買収を仕掛ける。BOSのCEOピーター・パートは、7月に友好的合併を持ちかけたが、ナットウエストはこれを拒んだ。その後、パートはコンサルタント会社のシュローダー(Schroders)に促されてRBSを訪ね、ナットウエストの共同買収を提案する⁽⁶⁸⁾。しかし、BOSとRBSは、古くからのライバル同士ということもあり、買収した後、どちらがナットウエストのどの部分を取るかという点でなかなか折り合いが付かず、結局BOSが単独で買収を試みることになる⁽⁶⁹⁾。

⁽⁶⁵⁾ RBS [2000] pp. 54–55.

⁽⁶⁶⁾ Fraser [2014] p. 80.

⁽⁶⁷⁾ “Citicorp and Travelers Plan to Merge in Record \$70 Billion Deal: A New No. 1: Financial Giants Unite” *The New York Times*, 7 April 1998 (<https://www.nytimes.com/1998/04/07/news/citicorp-and-travelers-plan-to-merge-in-record-70-billion-deal-a-new-no.html>).

⁽⁶⁸⁾ Perman [2012] p. 65.

⁽⁶⁹⁾ Fraser [2014] p. 79.

ただ、既に述べたように、BOSとナットウエストの総資産の規模は1対3という大きな開きがあった。そのため、敵対買収の挑戦状を突きつけられたナットウエストの会長サー・ディビッド・ローランドは、「街角の小さな小売店をやるのと、Tescoのような全国規模のスーパーマーケットチェーンを経営するのは全く違うのだよ」と歯牙にもかけない姿勢を作っている。ただし、ナットウエストは、決して素晴らしい業績の銀行というわけではなかったようである。エコノミスト誌 (*The Economist*) によると、ナットウエストは費用面で常に大きな問題を抱え、また、ガバナンスにも問題があり、大小数々の事件を起こしてきた⁽⁷⁰⁾。

例えば1987年には、ブルーアロー事件 (Blue Arrow scandal) と呼ばれる不祥事を起こしている。この事件は、ナットウエスト傘下のカウンティ・ナットウエスト (County NatWest) の幹部が、人材や雇用機会を紹介する企業ブルーアロー (Blue Arrow Ltd.) の新規株式発売の際に、売れ残った株券を大量に隠すという違法行為を行ったというものである。この事件により、ナットウエストは責任を問われ、また多額の損害を被ることになった⁽⁷¹⁾。

また、ビッグバン以来、ナットウエストも5億5,000万ポンドを投じてジョバーやブローカー、マーチャントバンク等を買収し、投資銀行事業を立ち上げたが、経営・管理のまずさから成果が上がらず、1997年に事業を売却すると発表し、市場の評価を大いに下げていた。さらに同年、投資銀行業務を担当していたナットウエスト・マーケット (NatWest Markets) の幹部による9,200万ポンドの損失隠しが発覚

し、FSA (金融サービス機構) がトレーダー二人にそれぞれ37万5,000ポンドの罰金を科すという不祥事も起こしていた⁽⁷²⁾。

これら多くの問題を経たナットウエストの経営陣は、1999年の9月の段階で起死回生を狙い、保険業およびファンドマネジメントの大手、リーガル・アンド・ジェネラル (Legal & General) を107億ポンドで買収する計画を発表する。しかし、これが市場の失望を招きナットウエストの株価は2週間で25%下落してしまう。

一方、ライバルであるRBSも、BOSのこうした動きを座視していたわけではなかった。RBSにとって、もしライバルのBOSがロンドンの大銀行の一角を手に入れた場合、自分たちの立場はどうなるのか、ということは無視できない問題であった。RBSも最初はBOSと同様に、CEOのマシューソンがナットウエストの理事会に働きかけ、友好的に吸収するというアプローチを試した。RBSは、公開の場ではなく非公式に何度もナットウエストと接触したが、ナットウエスト側に、これに応じる気配はなかった。その間、RBS内では、No.2のグッドウィンを中心に、ナットウエストを吸収した場合、二つの銀行を具体的にどのように統合するか、どれだけの費用削減を見込めるか、どの部分を伸ばし、どこを切り捨てるか……等々の分析が進められていた——BOSももちろん同じ分析を進めていた。結局1999年11月29日の段階で、RBSはナットウエストに対する敵対的買収計画を公表し、これによりナットウエストとBOSとRBSの間の抗争と競争が公開の場で始まったのであった。BOSは276億ポ

(70) "The Bidding for NatWest," *The Economist*, 2nd October 1999, pp.16-17.

(71) "Did Blue Arrow make bank fraud untriable?" BBC News, 14 April 2014 (<https://www.bbc.com/news/uk-politics-26178868>).

(72) Fraser [2014] p. 78.

ドの買収価格を、RBSは265億ポンドの買収価格を提示した。どちらも支払いは自社の株を主体にするという提案だった。12月半ばには政府の公正取引庁(Office of Fair Trading)によって、BOS、RBSの獲得計画には法的に問題が無いことが確認され、テイクオーバー・パネル(Takeover Panel、買収等に関するルールを定める自主規制機関)が2月半ばまでに決着をつけることを命じた⁽⁷³⁾。

この抗争と競争の決着は、三者のうちのどこがナットウエストの株主たちを説得できるかにかかっていた。ナットウエストの株主たちの主要部分をなすのは、保険会社や年金ファンド、国内外のヘッジファンドなどだった。それらを抱き込むための競争が2カ月以上続いた。結局RBSがこれに勝利し、ナットウエストは2000年2月11日敗北を受け入れた。

上記で、1998年段階のナットウエストの総資産が1,860億ポンドだと述べたが、RBSの総資産は1999年9月末段階で889億ポンドであった⁽⁷⁴⁾。バランスシートを比較すると2対1、つまり小が大をのみ込んだのであった。ナットウエストの株主たちの過半数は、ナットウエストを独立させておくよりも、RBSに飲み込ませた方が良いとの判断を下したのである。なお、この抗争と競争の期間中——1999年9月のBOSの宣戦布告から2000年2月の決着まで——にRBSの株が29%下落したため、ナットウエストの実際の獲得価格は209.87億ポンドとなった——それでもイギリス史上最大の銀行吸収となった⁽⁷⁵⁾。

RBSは一挙に拡大した。2000年末には総資産が3,200億ポンドとなり、イギリス第3位、ヨーロッパ第7位の規模となる⁽⁷⁶⁾。ナットウエストのイギリス国内、大陸ヨーロッパにおける事業、ナットウエストがアメリカに持っていた投資銀行のグリニッジ・キャピタル(Greenwich Capital)、アイルランドに持っていたアルスター銀行(Ulster Bank)などもRBSの組織の中に入ってきた。

吸収にあたり、RBS内で中心となって活躍したのはNo.2のグッドウィンだった。そして、以前から予定されていた通り2000年にマシューソンはCEOを退任し、グッドウィンがRBSの新CEOとなる。ナットウエストとの統合成功によって、グッドウィンのRBS内におけるリーダーシップは高まった。また、業績も順調に拡大を続け⁽⁷⁷⁾、市場の信任も確かなものとなる。そして、グッドウィンは、巨大になったRBSをさらに拡大すべく攻勢を強めるのであった。

(4) BOSとハリファックスの合併

BOSにとって、RBSの巨大化は脅威だった。ナットウエストを巡る競争は、当時の銀行間の吸収、再編の激しい動きの中で起きたものである。その激しい動きの中で、BOSには、自身よりも大きなアビー・ナショナル(Abbey National)から吸収合併を持ちかけられるということも起こった。この話は結実せず、そのすぐ後にアビー・ナショナル自身がロイズTSBに吸収されそうになる——結局アビー・ナショ

⁽⁷³⁾ Fraser [2014] pp.86-87.

⁽⁷⁴⁾ RBS [2000] p.54.

⁽⁷⁵⁾ Fraser [2014] p.94.

⁽⁷⁶⁾ Fraser [2014] p.96.

⁽⁷⁷⁾ RBSの年次会計報告を見ると、1999年(吸収前)には税引き前利益が12億ポンドであったが、2000年には32.7億ポンド(内18.7億ポンドはナットウエストから)、2001年42.5億ポンド、2002年47.6億ポンド、2003年61.6億ポンドとなっている。

ナルは2004年にサンタンデールに吸収される。

BOSは、投資銀行でブローカーでもあるカザノブ（Cazenove）の仲介で、ハリファックスと合併の話し合いに入った。ハリファックスは、もとはイギリス最大の住宅金融組合で、1997年に株式会社の銀行に転換した金融機関である。CEOはジェームス・クロスビー、会長はデニス・ステイブソン、リテール部門（住宅ローン含む）のトップはアンドルー・ホーンビーだった。

CEOのジェームス・クロスビーは、オックスフォードで数学を専攻し、保険会社やファンドマネジメントを経て、ハリファックスにヘッドハントされた人物である。また、リテール部門のトップを務めるアンドルー・ホーンビーは、オックスフォード大学で文学を専攻（トップ卒業）し、その後ハーバード大学（Harvard University）のMBAへ進み、ボストン・コンサルティング（Boston Consulting Group）などを経て小売り大手のアズダ（Asda）へ、そしてクロスビーに誘われてハリファックスに移ったという経歴の持ち主である⁽⁷⁸⁾。この二人は、後に金融危機に関して重要な役割と責任を負うことになる。

当時ハリファックスは、クロスビーのリーダーシップのもとで保険事業を買収したり、テレホン、インターネットバンキングを開始し、住宅ローン事業からの拡大を図っているところだった。ハリファックスは、住宅ローンに基礎を置くりテール部門に大きな強みがあり、預金量も豊富だったが、企業金融の面ではBOSの方が実績も経験も豊かだった。

合併は、対等合併で行うという認識の下、新銀行の会長はハリファックス会長のステイブ

ンソンが、CEOはBOSのバート、そのすぐ下のポジションはハリファックスのクロスビー、最大部門となるリテール部門のトップはハリファックスのホーンビー、企業金融部門トップはBOSのジョージ・ミッチェルが務めることとなった。なおクロスビーは、バートが60歳になって退任した後（3年以内）にCEOとなる事が合意されていた。合併が正式に成立したのは2001年5月である。新しい組織はHBOS（Halifax Bank of Scotland）と称することとなり、法人本部（corporate headquarters）はBOS本拠地のエジンバラに、リテール部門の営業本部（operational headquarters）はウェスト・ヨークシャー中心地のハリファックス（地名）に置かれることになった。こうして、総資産3,122億7,500万ポンド⁽⁷⁹⁾の大銀行が登場したのである。

ただ、発足の直前に、CEOになるはずのバートが就任辞退を申し入れる。辞退の理由は、それまで10年にわたり務めたCEOの激務に加え、ナットウエスト、RBSとの抗争、競争での消耗のためだという⁽⁸⁰⁾。彼は結局、ステイブソンのすぐ下の副会長の座に着くことになる。クロスビーが最初からCEOに就任することになる。これにより、HBOSにおけるクロスビーの影響力は事実上——BOSのパチュエロやバートの伝統を凌駕して——強化されたことになる。これは、“対等合併”が、実際には果たして対等だったのか否かということに相当に大きな意味を持つ変更だったと考えられる。合併前の両行の規模（総資産額）が、BOSが598億ポンド（1999年末時点）であるのに対し、ハリファックスは1,445億ポンド（1998年末時点）である。真相は定かではないが、いずれに

⁽⁷⁸⁾ Perman [2012] p.88.

⁽⁷⁹⁾ HBOS plc, Annual Report and Accounts 2001.

⁽⁸⁰⁾ Perman [2012] p.94.

せよ、この直前の変更により、BOSが伝統としていた堅実路線は、クロスビィたちの積極拡大路線に取って代わられていくことになったのであった。(以下、「2007年～10年のイギリスの金融危機と1970年代以降の金融・経済の推移(3)」に続く)

参考文献

- Bank of England [1994] Quarterly Bulletin, May 1994 (Volume 34 No. 2).
- Bank of England [2006] Financial Stability Report, July 2006 (Issue No. 20).
- Bank of England [2008] Financial Stability Report, April 2008 (Issue No. 23).
- Bank of England [2015] The Failure of HBOS Plc (HBOS): A Report by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority (PRA), Prudential Regulation Authority, Nov. 2015.
- Bernanke, Ben S. [2002] "On Milton Friedman's Ninetieth Birthday," Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, November, 2002.
- Bernanke, Ben S. [2004] "The Great Moderation," Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February, 2004.
- Briault, Clive [1999] "The Rationale for a Single National Financial Services Regulator," FSA, Occasional Paper Series No.2 (May 1999).
- Briault, Clive [2002] "Revisiting the Rationale for a Single National Financial Services Regulator," FSA, Occasional Paper Series No.16 (July 2004).
- Cole, George D. H. [1948] *A History of the Labour Party from 1914*, Kegan Paul.
- Darling, Alistair [2011] *Back from the Brink: 1,000 Days at Number 11*, Atlantic Books.
- European Central Bank [2004] Report on EU banking structure (November 2004).
- FCIC (The Financial Crisis Inquiry Commission) [2011] The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, January.
- Fraser, Ian [2014] *Shredded: Inside RBS, the Bank That Broke Britain*, Birlinn Limited.
- Friedman, Milton, and Anna Schwartz [1963] *A Monetary History of the United States, 1867 - 1960*, Princeton, N. J. Princeton University Press (抄訳『大収縮 1929-1933「米国金融史」第7章』久保恵美子訳, 日経BPクラシックス, 2009年).
- FSA [2009] The Turner review: a regulatory response to the global banking crisis, March 2009.
- FSA [2011] The failure of the Royal Bank of Scotland, FSA Board Report, December 2011.
- Greenspan, Alan [2007] *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, The Penguin Press (邦訳『波乱の時代——わが半生とFRB(上巻)』『波乱の時代——世界と経済のゆくえ(下巻)』山岡洋一・高遠裕子訳, 日本経済新聞出版社, 2007年).
- House of Commons, Treasury Committee [2009] Banking Crisis: dealing with the failure of the UK banks, April 2009.
- Lourie, Julia [1998] "Fairness at Work," House of Commons Library, research paper 98/99 (17 November, 1998).
- Perman, Ray [2012] *Hubris: How HBOS Wrecked the best bank in Britain*, Birlinn Limited.
- Pyper, Doug [2017] "Trade Union Legislation 1979-2010," House of Commons Library, Briefing Paper Number 7882 (26 January 2017).
- RBS [2000] The Royal Bank of Scotland, Report and Accounts 2000.
- Romer, Christina, and David Romer [2002] "The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy," NBER Working Paper No. 9274, Cambridge, MA.
- Saville, Richard [1996] *Bank of Scotland: A History, 1695-1995*, Edinburgh University Press.
- Woodward, Bob [2000] *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*, Simon and Schuster (邦訳『グリーンズパン——アメリカ経済ブームと

- FRB議長』山岡洋一・高遠裕子訳, 日本経済新聞出版社, 2001年).
- 荒井健・鈴木英夫 [2021] 「2007年～10年のイギリスの金融危機と1970年代以降の金融・経済の推移 (1)」『名城論叢』第21巻第3・4合併号, pp.31-64, 名城大学経済・経営学会
- 一木美穂 [2000] 「米銀だけが手本か? —英銀に見る「得意分野を核とする多角化」—」『郵政研究所月報』2000年9月号, pp.133-140, 郵政研究所
- 岩田健治 [2010] 「世界金融危機とEU金融システム」『日本EU学会年報』第30号, pp.39-65, 日本EU学会
- 落合大輔・林宏美 [2000] 「成立した英国の金融サービス・市場法」『資本市場クォーター』2000年秋号, pp.25-35, 野村資本市場研究所
- 経済企画庁 [1991] 「年次世界経済報告 (世界経済白書)」平成3年版
- 小堀眞裕 [2000] 「英国におけるクワンゴ問題に関する一考察—非選出・任命諸団体のアカウントビリティと労働党のクワンゴ改革—」『立命館法学』第274号, pp.186-265, 立命館大学法学会
- 齊藤美彦・梁田優 [2010] 『イギリス住宅金融の新潮流』時潮社
- 齊藤美彦 [2014] 『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会
- サッチャー, マーガレット・H [1993] 『サッチャー回顧録 (下)』石塚雅彦訳, 日本経済新聞社
- 自治体国際化協会 [1995] 「英国の1995年統一地方選挙」CLAIR REPORT 第112号, 一般財団法人自治体国際化協会
- 全国銀行協会金融調査部 [2005] 「英国における金融サービス法制の変遷とわが国への示唆」『金融』2005年4月号, pp.25-45, 全国銀行協会
- 細谷雄一 [2004] 「イラク戦争後の米欧関係とイギリス」日本国際問題研究所編『新しい米欧関係と日本 (欧州の自立と矜持)』, pp.123-140, 日本国際問題研究所
- 山口二郎 [2005] 『ブレア時代のイギリス』岩波新書