

**議 題** 「非伝統的金融政策」に関するフォローアップとマクロブルーデンスに関する議論

**開催日時** 2009年9月30日<10時~12時>

**出席者** 加藤 出 (東短リサーチチーフエコノミスト)  
高田 創 (みずほ証券金融市場調査部長)  
福田慎一 (東京大学大学院経済学研究科教授)  
宮尾龍蔵 (神戸大学経済経営研究所長)  
柳川範之 (東京大学大学院経済学研究科准教授)  
渡部敏明 (一橋大学経済研究所教授) <欠席>  
井上哲也 (野村総合研究所金融市場研究室主席研究員<オーガナイザー>)

## 主要論点

- (1) 最近の内外市場動向と海外中央銀行の政策運営
- (2) 日本における「解除」の考え方
- (3) マクロブルーデンスに関する議論の導入

## 出席者による発言要旨

### 1. 導入報告

井上<オーガナイザー>:

・「金融市場パネル」では、8月に「非伝統的金融政策」についての考え方を「メッセージ」として公表したところであり、また、先進諸国で「解除」を巡る動きがこれから具体化していくことが展望される。従って、本パネルでは、「非伝統的金融政策」の方向性を、引続き議論の中心に据えつつ、必要に応じて具体的な提案を行うことを考えていきたい。この間、マクロブルーデンスに関しては、金融システムの安定に関する中央銀行の役割や、資産価格の評価といった金融政策に近い領域を中心に並行的に取り上げていきたい。

### 2. 議事

#### (1) 最近の内外市場動向と海外中央銀行の政策運営

高田氏:

・現在の経済環境には1993年との共通点が多い。1993年には日米とも政権交代があっただけでなく、日本にとっては、1990年から始まった長いバランスシート調整の中で、初めて迎えた循環的な回復局面であった。2009年も、米国を中心に2007年から始まったバランスシート調整の中での最初の循環的な回復であるように思う。企業は、数年前の需要のピーク時に応じた設備を抱えているので、リストラを進めるか稼働率上昇を狙った低価格戦略を採る結果、物価低下圧力が生ずるはず。実際、1993年の日本のキーワードは「激安」や「価格破壊」であった。ピーク時からみた日米の政策金利と長期金利の動きも非常に良く似ている。しかし、現地では循環的な回復の方を重視し、インフレのリスクを意識する向きも多いほか、金融緩和自体の解除に関する議論がみられたり、財政収支への危機感や将来の増税への不安が非常に強まったりするなど、日

本人の感覚とは相当にギャップがある印象。

・米国の銀行貸出も、昨年まで前年比12%と高い伸びを示していたが、直近での増加率はマイナスとなった。ただ、日本とは異なり、自己資本比率規制などによる貸出抑制は生じていないようだ。同時に、銀行預金が伸びている結果、預貸ギャップが拡大している。かつての日本では、こうした預貸ギャップの拡大が国債の保有増加に繋がった。米国では、現時点では統計上は確認できていないが、次第にこうした動きが広がり、長期金利への下落圧力を強めると予想している。

・日本のクレジット市場では、スプレッドのタイト化が8月頃まで続いていた。9月に入っても、投資家側の資金運用難の状況は続いているが、ここ数週間、幾つか不安定な要因が出てきた。例えば、大手企業で事業再生ADRの採用が相次いだことは、債券保有者を非常に不安にさせかねない。昨今議論されている中小企業向けモラトリアムも、今後どのような影響を与えるか注視すべき。これらの措置は、個々には正論であっても、全体としては信用収縮を招きかねない面を有している。

加藤氏:

・2~4ヶ月のLIBORでは日米金利が逆転している。ドル資金市場では、超過準備を保有している大手銀行による資金調達ニーズが低下している一方、豊富な資金を抱えたMMFによる資金運用圧力が強まっている。もっとも、ドルLiborの1年物には利上げ観測がやや織り込まれている結果、円だけでなくユーロよりも高い。

・FRBのバランスシートのうち資産側では、短期オペが市場金利の低下に伴うニーズの低下を映じて減少しているが、長期国債やMBSなどは増加。株式市場は、短期オペの段階的縮小を売り材料にしたが、短期市場は非常に慎重なペースの縮小と受け止めた。

一方、準備預金は、長期資産の買入に伴う預金増に加え、Supplementary Funding Program(SFP)の大幅減額(2000億ドル→150億ドル)によって1兆ドルまで増加すると予想。SFP減額は、財政刺激策による国債発行増のため、財政赤字のシーリングまでの余裕が乏しくなったため。FED内には超過準備の副作用に関する議論がある。例えば、FEDがSFPを維持してきたことは、「量的緩和」の考え方にないことの現れ。市場からも準備預金増加への不満も聞かれる。準備預金のリスクウエイトはゼロでも、注目の集まる総資産とCore Tier 1との比率を下げるほか、準備預金で短期債を購入してもROAを悪化させる。FRBNYのDudley総裁による講演もこの問題に言及し、FRBNYは、MBSのリバースレポによる資金吸収について、プライマリーディーラーと議論している。本格的な資金吸収は早く来年の2月か3月であろうが、FEDは資金吸収のツールを準備しておく必要性を感じているようだ。

・もっとも、Bernanke議長は利上げ開始には慎重。マネーサプライ(M2)は、一時は、FDIC付保預金への資金シフトや銀行による預金調達努力によって増加率が上がったが、足許では銀行の預金調達姿勢も後退し、個人投資家のリスク資産投資の再開もあってマイナスに転落。個人消費は相応に上向いているが、低価格志向が強く、カードと信の厳格化も影響している。FOMC内でも、behind the curveのリスクを意識する意見もあるが、失業率も高い中で自律的回復が確認されるまで利上げを急ぐなという意見が強い印象。

#### 福田氏:

・日本の場合、短期のオペ手段を中心に超過準備を供給したので、新規供給を減らすだけで、「量的緩和」の解除は短期間に一気に進んだ。しかし、MBSやエージェンシー債を抱えるFEDや長期国債を抱えるBOEの「解除」は違う姿になろう。

・TAFの利用額減少も、所期の目的を終えたことを示唆するか。また、FEDが買入れているMBSやエージェンシー債の市場機能は回復しているか。日本の「量的緩和」に関しては、短期金融市場の市場機能への副作用という議論があったが、米国ではどうか。

#### 高田氏:

・MBS市場は、再証券化も含め、回復してきている面もある。ただ、不動産市場はまだ脆弱であるほか、デフォルト率が上昇するなど、原債権自体も回復していない。日本では銀行貸出に問題があったので、日銀が貸出債権を購入してくれば良かったが、それが不可能な中で証券化商品の買入れが行われた。確かにスプレッドはタイト化したけど、もともと問題の少ない部分での措置であった。これに対し、米国の問題の中心は証券化なので、FRBによるMBS買入れは歓迎されている。

・米国では、経済が回復軌道に乗っていると評価している以上、政策措置の解除を語らないと整合的でないと意識が強い。

#### 加藤氏:

・中央銀行による「解除」のあり方の違いについては、福田先生が指摘されたオペ手段の違いに加えて、日本の場合には「超過準備

がマクロ経済を刺激する力は乏しい」と思っていたという「ねじれ現象」も急速な「解除」に関連しているように思う。Bernanke議長は円滑な資金吸収が可能と言っているが、FRBNYは結構心配しており、その意味でリバースレポの議論を始めたのであろう。FEDが短期債を発行して資金吸収する案もあったが、この時期に連銀法の改正を議会に持ち出すのは政治的に困難との判断に至った模様。

・短期金融市場のFF取引は相当縮小しており、資金を運用しているのは、GSEのようにFEDの当座預金に利払いを受けられない先が中心。また、米国ではMMFの健全性の維持が非常に重視されており、その意味での市場機能重視という議論もある。一方、MBSの買入れについては、「本当に3月末で終わられるか」という声も聞こえる状況。

・米国の大手銀行は顧客預金により手元資金は潤沢だが、証券会社には、市場性の低い資産を担保にTAFを利用するニーズはある。ただ、一般論として、日本では「自律的回復までは措置を継続すべし」との考えが強いのにに対し、米国では「最悪期を越えたら、措置を修正すべき」という考え方が強い。加えて、CPの買入れや証券会社向けの貸出などは、連銀法第13条(3)に基づく非常措置なので、非常時から脱出したら中止すべきとの声が議会から出てくる。

#### 柳川氏:

・日本では不動産担保融資が重要であったため、不動産市況が回復しない限り金融機能は回復しないとされた。米国の場合も、証券化にはこうした関係があるのであろう。しかし、銀行貸出全体は、不動産市況が回復しなくても何とか維持されるであろうし、銀行は不動産と関係ないビジネスから収益を確保しようのではないかと。

#### 高田氏:

・今回の金融危機前に最もレバレッジを取ったのは家計であった。不動産価格の下落でネガティブエクイティーになった以上、少々減税しても貯蓄率が上がるだけで個人消費は増えない。しかも、個人の金融資産の価値も大きく毀損している。日本の場合、企業が不動産のバルクセールなどで償却すれば解決が果たし、倒産法制の整備などが効果を挙げた。しかし、個人の負債処理はそもそも難しいだけでなく、米国では来年は中間選挙を迎えるので、この問題を先送りする指向が強い。

#### 宮尾氏:

・そうだとすると、米国のマネーサプライや貸出の低迷は長く続く。

#### 福田氏:

・マネーサプライが減っても、ベースマネーを増やして対応すべきという発想は皆無。かつて、日本に対し、「マネーサプライを何とかして増加させるべき」と主張していたのは一体何だったのかと思う。

#### 高田氏:

・財政支出が拡大するとマネーサプライは機械的に増加するが、問題は銀行貸出の動向。一方、日本の「量的緩和」が一番効果を持ったのは為替相場であった。ゼロ金利政策の下で、事実上の非不胎

化介入という形になった。

**加藤氏:**

・今回の米国でも、FED が供給している超過準備を中東などの元気な投資家が活用すれば、異なる効果を持つであろう。もっとも、リスクアベタイトは、ある程度回復しているといえ、そこまで強くない。

**井上<オーガナイザー>:**

・FED によるオペ運営見直しは、高田さんが指摘されたように「景気回復」を主張することとの整合性というレトリックという面もある。同時に、短期オペの利用額は実際に減少しているので、日本の「量的緩和解除」における議論のように、「市場が解除に連れて行ってくれる」という状況が起こっている。なお、TAF の導入当初は、スタンディングファシリティーの stigma の回避にも主眼があった。その後、84 日物のような長いターム物のウエイトが増して位置づけが不明確化した面もあったが、これから 84 日物を減額することでもあり、もとの発想に近い形で運営される可能性がある。

・米国の銀行貸出に関しては、商工業貸出の減速が顕著になってきたことが注目される。この点も、高田さんが指摘されたように、銀行貸出の減速が capital crunch のような供給側の問題もさることながら、景気後退による借り手の状況の悪化という需要側の問題も大きいとの見方と整合的である。

**(2) 日本における「解除」の考え方**

**福田氏:**

・日銀による企業金融支援特別オペについては、今となっては、本当に企業金融を「支援」しているとは思えないし、金融機関にとっては、このオペがなくなっても、プレミアムを払えばロンバート貸出を利用できる。

**加藤氏:**

・昨年末には A1 格の CP にも金利上昇圧力があつたが、最近では 0.2%まで下がり、短期国債より低い金利で発行しうる企業の数が増えている。企業の資金需要はそもそも弱いので CP 発行ニーズは低下しており、企業金融支援特別オペが過剰対応になっている面もある。日銀による CP 買入れも、市場金利の低下によって不利になったので、利用額が著しく減っている。これに対し、企業金融支援特別オペは金利 0.1%の固定金利でタームプレミアムもなく、民間債務を担保として無制限の借入れが可能なので利用残高は減らず、CP 買入れのような「自動出口装置」がビルドインされていない。こうした思い切った設定は、ストレスの強い時期には意味があつたが、白川総裁なども見直しを示唆し始めている。

・共通担保資金供給オペと企業金融支援特別オペの適格担保は共通しているので、技術的には、後者を前者にスムーズに合体させることは可能。入札方式への移行に伴って数 bp の金利負担が増すかもしれないし、顕著な発行増がみられる TB の金利を抑制している効果をどうみるかという点もあるが、いずれも微々たるものと

も言える。金融機関の中でも CP ディーラーは利ざやの圧迫に困っているし、MMF も CP レートの圧縮を懸念している。もちろん、企業は、資金繰りの深刻さがやや緩和されたとしても、この措置を止めるべきとは言わないであろう。また、「効果が薄れたので止める」と言うと、政治的には代案を要求されかねない。このオペが、基本的には大企業の資金調達をサポートするものであることを含め、その趣旨についてきちんと議論することが課題であろう。

・CPI の前年比上昇率が大きくマイナスになってきたが、前回の危機と違って、「何とでも物価を引き上げるべき」との危機感はみられない。もっとも、それで良いのかどうかには議論が分かれる。

**高田氏:**

・確かに、現在の市場金利は十分に緩和的かもしれないが、円高が進むと危機感が増す可能性はある。最近の JGB の金利低下も、財政支出の執行停止による国債増発懸念の後退だけでなく、物価の見方が弱気化していることも反映している。

**福田氏:**

・円高に関しては、製造業には深刻な影響がある一方、輸入物価の下落による実質所得の下支え効果もある。

**井上<オーガナイザー>:**

・企業金融支援特別オペについては、残高が膨らみ、政策措置としてアピールしただけに解除の理屈が難しくなった面もあるように思う。また、実行額をみる上では、実需によるのか手許流動性積み増しのような予備的なものかを適切に判断することが重要。

・OIS レートなどを見る限り、市場は現在の金融緩和が相当長期に亘って維持されると予想しており、こうした事実上の「時間軸効果」を通じて、金融市場は相当に緩和的になっているとみられる。

**(3) マクロブルーデンスに関する議論の導入**

**井上<オーガナイザー>:**

・システミックリスクは、「リスクが、空間的にも時間的にもリターンとの関係できちんと考慮されないという外部性」に帰結するので、対応の基本は「外部コストの内部化」と考えることが可能。

・実際の対応では、予防策と危機対策とのバランスが重要。大手金融機関が破綻してしまうと、採りうる危機対策は限られるので、予防策を重視すること自体は自然。もっとも、予防策偏重に伴うトレードオフにも目を向けるべき。予防策としては、自己資本比率規制やレバレッジ規制など具体案が提示されているが、公的当局による早期警戒の手法や枠組み、資産価格バブルを防ぐ金融政策などの方に重要な課題が残る。危機対策についても、破綻先を円滑に退場させる策や“living will”の議論など、公的当局の宿題は多い。

・本パネルとの関係では、金融システムの安定に対する中央銀行の関与のあり方から考えてゆくのが重要。資産バブルの再現を防ぐ政策運営や、システミックリスクの評価あるいは是正策の枠組み、事後処理の中での LOLR のあり方などが論点となろう。最も難問な



のは、金融政策によるバブルの防止であり、日本の危機の際にも多くの議論があったが結論は得られていない。もっとも、検討の出発点として、①資産価格を直接目標とすることには弊害が多い、②中期的な物価安定は資産価格の安定にも寄与する、③金融政策とマクロブルーデンスを同じ主体が担うことは、先に述べた「外部性の内部化」という意味では合理的かもしれない、といった点は挙げうる。

・なお、前回の会合でも議論となったシステミックリスクの把握や評価については、いったんは「全てのプレーヤー、全ての市場」を管理すべきとの議論が強まったが、危機への貢献度や“too big to fail”によるモラルハザードなどを冷静に考慮すると、LCFIに焦点を当てることには合理性がある。また、既存のミクロのリスク評価手法を、LCFIのサブグループに適用することで、実用性を備えた手法が提案されつつあり、今後のパネルで詳しく取り上げたい。

#### 宮尾氏

・自己資本比率規制の強化や国際会計基準の見直しでは、グローバルに一律ということではなく、日本の金融システムの事情を反映させつつ修正した内容を適用するといった議論はないのか。日本は銀行中心の金融システムであるし、金融機関の資金調達には個人預金に大きく依存している。また、一橋大学の清水先生が取り纏められた報告書でも、自己資本比率規制を一律に課したことが、金融機関に「この規制さえ守れば、どのようなリスクテイクも許される」という誤ったインセンティブを生じたという議論をされている。

・金融規制に関する議論の中で、ユニバーサルバンクの是非についてはどのような方向にあるのか。日本では両者の垣根をはずす方向で来たが、欧米の投資銀行が様々な問題を生じた中で、再び銀行と証券のファイアーウォールを設けるべきということか。

#### 高田氏:

・金融市場では、国際会計基準の見直しに伴う影響が非常に注目されている。普通の利付債は償却原価方式が適用されることで時価会計から外れるが、株式は評価損益が資本に反映されるため銀行による保有は難しくなる。米国のようにディスインターメディアーションが進んだ国であればともかく、日本のように間接金融中心の国では見直しが金融システムを直撃するし、生命保険への影響も含めて、日本で誰が株式を保有しようかという深刻な問題を提起する。今月のIFRSのラウンドテーブルでは、私もそのような論点を取り上げたが、各国が自らに都合がいいように誘導措置を取っている中で、本当に変わるかどうかは何とも言えない。

#### 加藤氏:

・総資産対比の Tier1に規制が導入されると、日本の銀行の指標は悪化しかねないのではないかと。日本の銀行の財務内容は、グローバルにみて相対的に良好という評価が逆転しかねない。

・米国の議会では、FEDをシステミックリスク・レギュレーターにする案の議論が始まったが反発も強い。FEDは金融危機を防止できなかったという批判に加え、FEDに対する権限の集中が解決策に

なるのかという疑問や、既存の監督当局との駆け引きが影響している。英国でも、保守党が政権をとった場合のFSAの位置づけが取り沙汰されるなど、落ち着いて議論できない面もある。

#### 柳川氏:

・各国に個別事情があるのとしても、これらを考え出すと基準を共通化する意味がなくなる。日本当局は交渉に努めているようだが、現状では、日本の事情を反映した主張が通る可能性は乏しい。

・日本で、マクロブルーデンスを誰がどこまでやるべきなのかは、大きな問題であるが、きちんと議論されている気配はない。そうすると、自己資本比率規制や国際会計基準と同じく、世界的には先に枠組みが決まってしまう、後から声も手も出せないということになりかねない。ただ、マクロブルーデンスに関しては、金融機関のリスク管理として捉えるのか、それとも資産価格の動向まで捉えるのかによって、実際の対応の内容は大きく異なる。私自身は、金融機関のリスク管理をどう見るかという問題に収束するようにも思えるが、しっかり議論すべき点であろう。

#### 井上<オーガナイザー>:

・日本の大手金融機関のリスク特性やビジネス戦略は欧米の大手金融機関とは大きく異なるので、単純に世界標準を適用すれば済む話ではないし、グローバルなシステミックリスクの防止が主眼なのであれば、相応の影響を与えるプレーヤーだけを対象にすることが適当。もっとも、柳川先生が指摘されたように、今回の危機がグローバルであっただけに、また、「規制の裁定」や「国際競争の不平等化」を避ける意味でも、規制の標準化を求める声が強い。

・LCFIへの規制にみられるように、システミックリスクの議論は個別金融機関の問題に還元されている面が強い。「システミックな」金融機関の自己資本比率を引き上げれば、その金融機関が破綻しにくくなるだけでなく、他のプレーヤーが破綻した場合にもショックを吸収しやすくなるという意味で、システミックリスクを抑制する意義はある。ただ、プレーヤー同士の相互作用や投資戦略の収斂などによる、マクロの領域での金融システムの問題も別に存在する。今後のパネルには、この問題をもう少し具体的な形で提起したい。

・今回の金融規制の見直しでは、銀行と証券の垣根という切り口は前面に出ておらず、かつてのような「ナローバンク」のような議論もあまり聞かれない。業態というより、証券化やトレーディングといった特定の業務に関して規制の偏ったインセンティブを見直すといった議論が目立っている。

### 3.閉会

#### 井上<オーガナイザー>:

・次回は、10月23日に開催されるマーケット・コンファレンスの公開パネルの中で「非伝統的金融政策」のフォローを中心に議論することとしたい。

\*\*\*