

**議 題** マクロプルーデンスに関する議論

**開催日時** 2009年12月22日<13時30分~15時30分>：一橋大・北村教授との共催セミナーとして開催>

**出席者**

Alister Milne (ロンドンシティ大学・ケースビジネススクール教授<ゲストスピーカー>)

北村行伸 (一橋大学経済研究所教授<共催セミナー主催者>)

加藤 出 (東短リサーチチーフエコノミスト) <欠席>

高田 創 (みずほ証券金融市場調査部長)

根本直子 (スタンダード・アンド・ブアーズ社マネージング・ディレクター)

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>)

(注) 本議事概要は、共催セミナー参加者のうち、上記のリストに掲載された方によるプレゼンテーションおよびコメントのみを抽出した上で、取り纏めたものである。

## 主要論点

(1) 今回の金融危機におけるシステムリスクのレビューとインプリケーション

(2) わが国におけるマクロプルーデンスの論点

(3) マクロプルーデンスの展望

## 出席者による発言要旨

### 1. 今回の金融危機におけるシステムリスクのレビューとインプリケーション

**Milne<ゲストスピーカー>:**

・「マクロプルーデンス」という表題の下で、新たな政策を模索する動きが活発化している。米欧では、政治家も政府関係者も、“Systemic Risk Regulator”(米国)や“European Council for Systemic Risk (ECSR)”(欧州)のように、マクロプルーデンス政策を担う新たな組織の設置に精力的に取り組んで来た。しかし、こうした組織を作る以前に、①金融システムの不安化とは何か、②金融システムの不安化の原因は何か、③マクロプルーデンス政策とミクロレベルの規制とはどのような関係にあるべきか、といった点を明らかにしておく必要がある。このうち③は、中央銀行が景気刺激策を採用している一方で、規制当局は金融システムの不安定化を懸念して、与信の拡大を抑制する状況を念頭においている。

・金融システムの不安定化については、FRB の元議長である Ferguson 氏の定義が引用されることが多いが、原因と結果が混在するという問題を抱えている。このため、私は、「資金の流れが広範に阻害される状況」という単純な定義の方が望ましいと考える。こうした定義に沿えば、金融資産の価格がファンダメンタルズから乖離することが、金融システムの不安定化の原因である一方、金融システムの不安定化の核心が外部性にあることを理解することが容易になる。また、決済システムや短期資金への依存、リスク・エクスポージャーの収斂やカウンターパーティーリスクの過小評価

といった要因—私が「内生的リスク」と呼ぶ要因—が金融システムの不安定性を伝達する役割を担うことが明らかになる。実際、今回の危機では、決済システムを除くこれら全ての要因が、システムリスクの増幅に大きく寄与した。なお、システムリスクを理論的に分析するためには、金融市場のプレーヤー同士の相互作用を明示的に取り込むことのできるモデルを活用することが必要であり、こうしたモデルは「代表的個人」の仮定を棄てるとともに、経済主体の反応に関する非直線性を仮定することが求められる。

・システムリスクに対応する上では、外部性の効果を抑制することが求められる。最近、短期資金への依存のような外部性の影響を定量化するとともに、こうしたコストを自己資本比率規制のような規制のあり方と関連付けようとする試みが数多くなされている。CoVaRはその代表例である。しかし、CoVaRの導出もヒストリカルデータに依存しており、将来の危機に対する有効性には不確実な面が残るため、私自身は CoVaR の有効性に慎重な見方を持っている。確率分布に関する人工的な想定に依存する定量的な推計よりも、むしろ、ストレステストに多くを依存するアプローチの方が望ましいように思う。

・マクロプルーデンス政策の実施に際し、中央銀行は与信の抑制のために金融政策を用いるべきと主張されることがある。その代表は、BIS のチーフエコノミストであった White 氏による議論である。これに対し、BOE の King 総裁は、物価安定以外の政策目標を追求しようとするのであれば、金融政策とは異なる政策手段が必要と

述べている。また、与信の抑制のために規制を活用しようとする場合でも、規制が政治の影響を受けやすくなるというリスクが生ずる点にも注意が必要である。政治家は、規制強化が景気の拡大を阻害するとして反発しがちであるからである。

・マクロブロード政策は金融システムの頑健性強化に資する可能性があると言える。しかし、同時に、こうした政策に過度な期待を寄せるべきではない。

## 2. わが国におけるマクロブロードの論点

### 井上<「金融市場パネル」オーガナイザー>:

・わが国の金融監督の主たる特徴は、①金融庁は幅広い金融機関をカバー、②金融庁は立法機能と規制の実施の双方の機能を具備、③日銀は取引先金融機関を監督、④日銀は資金決済システムを監視、といった点である。こうして、わが国は、米国で問題となったような監督機関の“gaps and overlaps”の問題を有していない。

・旧大蔵省から金融庁への監督機能の移管の前後で、こうした枠組みには大きな変化はなかった。しかし、前回の金融危機を通じて、「銀行不倒神話」が最終的に放棄される一方、金融システムに関する透明性が徐々に強化されるなど、金融監督の根本的な考え方は大きく変化した。これに伴い、①資産の自己査定と引当制度、②早期是正措置、③秩序ある破綻処理措置、といった新たな仕組みが順次導入された。併せて、預金保険制度が充実され、金融庁と日銀、財務省の協力関係も強化された。

・わが国においては、金融監督の枠組みを見直すことは不要との議論が強い。また、わが国の金融市場には、少なくとも現在は、システミックリスクの原因となるような投機的なプレーヤーは殆ど見当たらない。それでも、システミックリスクの抑制に注力することは重要である。なぜなら、わが国の金融システムのどこかに脆弱性があるとすれば、海外で発生したシステミックリスクが無視し得ない影響を及ぼす可能性があるからである。さらに、わが国の経済政策が、投機的投資行動にとって好条件の存在する海外の金融市場において、大きなインパクトを有する可能性もあるからである。

・システミックリスクの発生や伝播に大きな役割を果たす大規模な金融機関や主要な決済システムがより厳しい監督に服するようになったとしても、規模は大きくないが多数のプレーヤーによるリスクテイクによって、金融システムの中にリスクが集積することは十分ありうる。こうした投資戦略の収斂—しばしば“common factor”と呼ばれる現象—はシステミックリスクの増幅に大きく寄与する可能性があるが、有効な対応策が見出されていない。しかも、こうした投機的行動は一見ファンダメンタルに見える根拠を伴うことが多いため、政策当局が予防的行動を採ることは極めて難しい。

・わが国のように良く練り上げられた金融監督の枠組みの下でも、金融庁は、各金融市場に関して収集した情報をより有機的で効率的に活用したいと考えるであろう。また、日銀は、サーベイランスの対象となる市場の範囲を拡大したいと考えるであろう。さらにより重要な点は、金融庁も日銀も“dual mandate”に伴う課題を抱えること

とである。これらの両者ともに「金融システムの安定性の維持」という目的を有する一方で、金融庁は小口投資家や中小の借り手を保護する役割を求められており、日銀はもちろん物価安定を目的としている。従って、各々の組織において、他の政策目的が「金融システムの安定性の維持」より優先されるリスクが存在する。こうした問題を抑制する上では、金融庁や日銀、財務省などが、情報や意見を交換するための常設の会議を設置することで、金融システムの安定の責任や機能の所在を明確化しておくことが考えられる。

## 3. マクロブロードの展望

### (1) 国内当局における「利益相反」

#### 福田氏:

・一国の中央銀行の中でも「利益相反」が生じうるに思う。例えば、日本では、2000年代中ごろまでには金融システムは安定性を回復していたが、日銀はデフレを抑制するため「量的緩和」を続けていた。このため、金融システムの観点からは、過剰流動性が発生した。他方、現在の英国では、金融システムは安定性を回復していないが、市場関係者はインフレリスクを懸念し始めている。

・わが国では、金融庁と日銀が協調して金融システムの安定性維持に努めている。一方、今回の危機の教訓として、国際間での監督当局間の協調がいまや不可欠となったが、G20のような会合では、財務省のプレゼンスが引き続き大きいように思う。

#### 北村氏:

・監督当局と中央銀行の双方が“dual mandate”の問題を抱えている一方、標準的な経済学によれば、各政府当局は単一の政策目標を持つべきとされる。金融庁と日銀が金融システム安定の上で協力するための組織を作る可能性はあるのか。

#### 井上:

・政府内の役割分担に関して、米国財務省の役割について米国内の専門家に質問したところ、米国財務省は大統領の経済政策全般の代弁者であるので、金融システムの再建に向けた政策の立案において主導的役割を果たしたと説明してくれた。その上で、日本に関し、金融庁が細かな問題に関わり過ぎる一方、金融システム全般のあり方といった大きな問題への関与が少なすぎるように見えるとして、金融監督の枠組みを考え直すことも重要と言っていた。

#### Milne 氏:

・英国では、来年5月の選挙を控え、金融監督の見直しに対する政治の影響が強まっており、野党は、日本のように中央銀行が取引先を直接に監督する仕組みの導入を提案している。一方、財務省は、システミックリスクの防止のため、財務省、BOE、FSAによる新たな組織を設置するための法案を起草しているほか、FSAがBOEとともに金融システムの安定性を維持する役割を担うことに対する法的裏付けを与えることを提案している。私自身も、システミックリスク防止のためには、監督当局や中央銀行とは別の組織を設置することが望ましいように思う。こうした重要な任務は、規制や金融政

策に関する日々のオペレーションとは別に行われるべきである。

・BOE は、かつては、法的裏づけこそなかったものの、シティにおける金融機能を効率的に維持する責任を事実上担っていた。しかし、1990年代中頃には、こうした伝統は失われた。これは、シティにおいて多様な参加者が活動するようになったためである。

## (2) 金融規制の国際協調

**福田氏:**

・今回の危機でのアイスランドのように、金融機関が海外からの資金調達に過度に依存するケースへの対応は新たな課題である。

**高田氏:**

・英国内に金融監督のシステムを整備することは比較的容易であろう。なぜなら、監督当局と中央銀行が同じ国内にあるからである。もっとも、欧州大陸諸国の場合は、中央銀行が ECB として統合されている一方で、監督当局は各国に存在するので、状況はかなり複雑である。

**Milne 氏:**

・アイスランドの問題は、国際的に活動する金融機関に対する母国とホスト国の監督当局の役割分担のあり方についての課題を提起している。英国当局は、今や、金融機関のビジネスのあり方を直接に検査する機会が与えられない場合は、当該金融機関による英国国内での与信の拡大を認めないとのスタンスに傾いている。

・今回の危機では、国際的に活動する金融機関への対処に苦労した。欧州大陸のある銀行が経営危機に陥った際には、各国当局は、自国の債権者を保護するために、各国内で破産を宣告した。しかし、当該銀行の国際業務の扱いに関しては、調整に長期を要した。こうした状況を指して、UKFSA の高官は「(当該金融機関は)国際的には存続しているが、各国内では破綻している」と述べた。

・EU が域内国間での国際銀行業務の拡大をサポートしている以上、今後は、国際的に活動する銀行における問題への対処は一層難しくなることが予想される。これに対し、EU 委員会は、システムリスク防止のために ECSR を設置することを予定しているほか、EU 諸国の監督当局による委員会についても、従来のような情報交換のみだけでなく、機能を強化することを計画している。

**北村氏:**

・国際的に活動する金融機関に対しては、ある国の監督当局は他国の監督当局よりも厳しい規制を課そうとすることがあるようだ。「規制の裁定」を防ぐためには、IMF のような国際機関が規制の協調ないし標準化を進める必要がある。

**宮尾氏:**

・各国は、それぞれに金融監督のシステムを有している。それに加えて、IMF や BIS のような機関は、国際金融システムの安定性維持のための各国共通の有効な枠組みを構築できるのか。

**Milne 氏:**

・金融監督のあり方自体は各国の主権に属しており、いかなる国際

機関といえども、英国や日本に対して金融監督政策の細部に亘って指示を出すことはできないと思う。これに対し、国際間の協調がなしうことは、各国間で金融規制が整合的となるように調整することである。パーゼル I は、異なる国の金融機関に対して活動の level playing field を確保することを主眼としており、リスク管理の標準を示すことなどは意識されていなかった。しかし、Basel II に至って、各国当局はパーゼル委員会を「国際標準の設定の場」と位置づけることを選択した。このため、リスクを計量化することを強調しすぎたが、最近発表された修正提案ではこうした姿勢をやや後退させている。各金融機関は、どの程度の自己資本を確保しておくかについて、より賢明な判断を求められている。

**根本氏:**

・マクロプルーデンス政策は必要であるが実行は容易でないという Milne 教授の主張に賛同する。ところで、金融機関に対してリスク管理の強化をインセンティブ付けするのに有効な対策はあるのだろうか。自己資本比率規制の強化や流動性比率規制の導入は意味のある措置であるが、金融技術が進化を続ける下で、金融機関はこうした新たな規制を実質的に回避しうる可能性がある。

**Milne 氏:**

・金融機関が「規制の裁定」を行う可能性があるのは事実である。より広い観点に立つと、金融ビジネスはリテールやホールセール、貸出や証券化など多岐に亘るだけに、金融機関のリスク管理を強化することは容易でない。この問題は、マクロプルーデンス政策の守備範囲であると同時に、金融機関のリスク管理に対してより深い理解を有する民間投資家によるガバナンスの強化も展望される。

## (3) マクロプルーデンスの展望

**高田氏:**

・パーゼル銀行監督委が最近公表した提案の中で触れたように、自己資本比率規制の運営は、与信の動向を左右することを通じてシステム的な影響を持ちうる。また、会計基準の見直しも、特に有価証券評価のあり方は、同様な影響を持ちうる。従って、マクロプルーデンス政策の観点から、システム的な影響に対応することが必要である。

**Milne 氏:**

・英国では、景気刺激策を実施する場合、個人消費の活性化に重点が置かれることが多く、経常収支の不均衡を一層拡大させることとなった。このことは構造的な資本流入をもたらし、結果として、今回の危機の原因の一端となった。しかし、今や再び財政支出によって景気刺激を試みているため、今後5~6年のうちには新たな危機に繋がる恐れがある。長期的には、経済構造の改善と景気対策とのより賢明なポリシーミックスが重要である。また、日本経済の現状をみると、英国もバランスシート調整を余儀なくされている間は、「年率3%成長」といった状況に回復することは難しいように思う。

・今後数年は、英国は財政赤字と国債(Gilt)の格下げという深刻な問題に直面するであろう。ギリシャの問題は我々に対する警告で

ある。ギリシャ国債の償還は ECB や EU 議会の責任ではないが、ギリシャの問題は欧州に対するシステミックな影響を持ちうる。

・かつて、英国の金融システムが不安定化する場合は外国為替市場に起因しており、財政政策を国際収支不均衡の是正のために活用した。こうした特性は今でも維持されているのであろう。しかし、現在のより困難な問題は、財政赤字の維持可能性と金融システムにおける「内生的リスク」の可能性である。これらは双方ともにシステミックな影響を持ちうるだけに、システミックリスク防止の役割を担う新たな組織が対応すべき問題である。私は、英国の場合、海外投資家からの資金供給に依存する部分が大きいだけに、財政赤字の問題は日本より深刻であるように思う。

**高田氏:**

・Milne 氏の提案された点の多くは、政府のバランスシート調整のための対応策である。しかし、景気が回復しつつある段階で財政刺激策を解除することは、規制に伴う pro-cyclicality の問題を深刻化させる恐れがある。自己資本比率規制の強化やレバレッジに対する上限の導入が、金融システムの頑健性の強化に資するのは事実である。しかし、広く議論されているように、景気循環を増幅することも考えられる。実際、バーゼル銀行監督委が最近公表した規制の見直し提案においては、規制の段階的導入や一部免除の余地も含まれている。

**根本氏:**

・英国では、政府は別な意味での「利益相反」に直面しているようだ。歳入を増やすためには、「国営化」した銀行の株式を今の高い株価で売却したいであろう。しかし、これらの銀行が磐石でないとすれば、金融システムの安定性を維持するために株式を保有し続けるべきである。

**Milne 氏:**

・「国営化」された銀行については、ボーナス支払いの制限という問題もある。英国政府は厳しい姿勢を維持しているが、銀行は、優秀な人材を失うことになるとして、こうした措置が銀行経営にとって深刻な影響を及ぼすと主張している。従って、これらの銀行は公的資金の返済を急ごうとしているわけである。

**井上:**

・システミックリスクの本質が外部性にあるとする Milne 氏の主張に賛同する。マイクロ経済学は、こうした外部性に対処する上でミクロ的な措置が有効であることを示している。また、今回の危機では、自らの行動に伴う中長期的な帰結を適切に考慮し得なかったことも大きな問題ではなかったか。すなわち、市場関係者も政策当局も、近視眼的な行動に陥り、長期的な視点でのリスクとリターンを適切にバランスさせることができなかったのではないか。この点も、広い意味での「外部性」と呼ぶことができるかもしれない。

・システミックリスクの影響を定量化しようとするのは、しばしばミスリーディングであるだけでなく、頑健性の高いシステムを構築するためには必ずしも必要ではないかもしれない。しかし、監督当局

が定量的な基準を含む規制を導入する際には、やはり、システミックリスクの影響の定量化が必要であろう。こうした規制にとってはコストと便益を適切に評価することが不可欠であるからである。

**3.閉会**

**井上:**

・本パネルは、Milne 氏のプレゼンテーションやコメントから大いに示唆を得ることができた。今後も、本テーマに関する議論を続けていくこととしたい。

\*\*\*