

議 題

中央銀行による金融システム安定の役割について

開催日時

2014年1月8日<13時30分~16時00分>

出席者

内田和人 (三菱東京UFJ銀行 執行役員 円貨資金証券部長)
 江川由紀雄 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト)
 大島 周 (みずほ銀行 執行役員 国際資金証券部長)
 翁 百合 (日本総合研究所 理事)
 加藤 出 (東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト)
 北村行伸 (一橋大学 経済研究所 教授)
 神津多可思 (リコー経済研究所 主席研究員)
 須田美矢子 (キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問)
 高田 創 (みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト)
 徳島勝幸 (ニッセイ基礎研究所 上席研究員)
 根本直子 (スタンダード・アンド・プアーズ マネジング・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) <欠席>
 細野 薫 (学習院大学 経済学部 教授)
 柳川範之 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)
 渡部敏明 (一橋大学 経済研究所 教授)
 井上哲也 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長<オーガナイザー>)
 竹端克利 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主任研究員)

主要論点

1. サーベイランスにおける役割
2. 政策手段の行使における役割とコンフリクト
3. 中央銀行と政府当局との関係

出席者による発言要旨

1. サーベイランスにおける役割

井上<オーガナイザー>:

・10月のコンファレンスの際に、中央銀行の金融システム安定に関する役割について、多くの関連する論点が挙げられたことを踏まえて、今回会合ではこのテーマをもう少し掘り下げることにした。

・このテーマについては、まず「macro-prudence」という言葉が思い浮かぶ。米欧の主要な中央銀行は、この領域で役割や機能を拡大した。その背景には、中央銀行がマクロの視点で金融システムや経済をモニターし分析してきたし、そのための人材や専門性を備えているので効率的という考え方がある。これに対し日本では、「macro-prudence」の重要性に懐疑的な意見を伺うこともある。米欧との「温度差」は、日本が危機の震源地でもなく、かつ一景気はともかく金融システムが大きく不安定化した訳でもない事実に関連する面が強いようだ。また、金融システムの安定を目指すといっても、具体的に何が達成されればよいか明確でないという問題が付いて回る。ある種の定常状態を目指すのか、いわば「moving target」を裁量的に追い続けるのかという論点もあろう。

・「macro-prudence」の観点から金融システムをモニターする目的としては、①早期警戒、②政策判断、③透明性や説明責任が挙げられる。日米欧の中央銀行や監督当局がFSRなどで継続的にモニターしている内容をみると、各金融システムの相違を反映しつつも、相当に収斂していることが興味深い。同時に、实体经济や金融市場のモニター、「market intelligence」から得られる知見の重要性が意識される中で、「FSR」と「Inflation Report」が各々見ている内容に収斂の兆しがみられる。その背後では、米国の2009年のSCAPや英国の2013年のFPC設置の際などのように、中央銀行内の経済調査と金融市場、金融監督の各部門の専門家による連携の強まりも窺われる。

・技術的に興味深いのは、計量的手法による加工指標や、多数の指標の主成分を取り出す合成指標に関するイノベーションである。ただ、前者は信用サイクルを何回か経験しないと評価が難しいとか、後者は危機の様相は毎回異なるだけに早期警戒に限界がある点で、いずれにせよ発展途上とみるべきであろう。実際、OFRのannual reportで試みられたback testでも結果は区々だった。

細野氏:

・早期警戒のための指標を作成する上では、各金融機関から詳細な情報を収集する必要があると思うが、その際に困難は生じていないのか。

井上<オーガナイザー>:

・早期警戒に限らずサーベイランスに共通する課題として、個別の金融機関に対する監督から得た情報をどう活用するかというポイントがある。この点について、米欧当局からは、日銀の金融システムレポートに考査の視点が活用されている印象を受けるという指摘があった。また、米欧では銀行監督から得られる情報の標準化に課題が残るので、この点で活用には制約があるという議論もあった。つまり、欧州では EBA を中心とする域内国間のテンプレートの標準化の途上にあるし、米国でも業態ごとに分かれた監督当局が収集してきた情報が完全には整合的でなく、OFR による努力がなされている。その意味では、地域的ないし業態的な監督の分立が存在しないという意味で、日本は細野さんが指摘された困難さの程度が少ないかもしれない。

・もちろん、その上で日米欧に共通する課題として機密保持の面があるし、相互比較ないし集計を行う上では、検査や考査のインターバルが区々であることにどう対応するかという課題もあろう。

神津氏:

・日米欧を比較した場合、おそらく日本が一番多くのデータを金融機関から収集していたように思う。ただ、金融自由化の流れの下で、金融庁も日本銀行も regulatory burden を減らす努力をしてきた。これに対して、米欧の場合は必要な情報が組織的に取れていないので、今回の危機を機にきちんとした情報を定期的に取りようとしており、両者の方向感は逆を向いている。

・supervision と surveillance、あるいは on-site と off-site は大きく異なる。前者は、時間的には断続的かつアドホックに金融機関に入って情報を収集する訳であり、そこで得られるデータは、off-site で収集するデータよりもはるかにマイクロで intensity が高い。しかし、日銀であっても、こうした情報を金融システムレポートに直接的に使うことはない理解している。

須田氏:

・ただ、レポートの執筆者がマクロ的な視点から分析した結果について、on-site の考査の担当者に意見を求めることはある。

神津氏:

・そのような確認作業は行われるし、レポートを担当するセクションの責任者は、考査報告から得た印象をマクロの視点に引き直してレポートの内容に反映することもありうるだろう。

柳川氏:

・中央銀行である日銀が個別金融機関に関する詳細な情報を収集してきた理由は何か。

神津氏:

・行政上の監督当局でないにもかかわらず細かな情報を収集できるようになった背景としては、歴史的に中央銀行の流動性に対する需要が強かったからではないか。日銀の求めに応じて情報を出さない限り、当座預金取引先にはなれない。

翁氏:

・日銀の当座預金取引先になるための条件の一つとして、日銀との間で考査契約を結ぶ必要がある。

柳川氏:

・民間金融機関には情報を提供するインセンティブがあるのだろうが、逆に、日銀が詳細な情報を収集する理由はどこにあるか。

須田氏:

・日銀法の第 1 条で決済システムの安定が目的として掲げられており、そのために必要な情報を収集するという考え方だと思う。

神津氏:

・また、日銀は金融機関に信用供与を行っているため、取引先の健全性を判断する上でも詳細な情報を必要としていたのではないのか。

柳川氏:

・そのような理屈なのであれば、日銀は金融危機の予防のためのサーベイランスという機能を既に有していたことになる。

内田氏:

・米国について言えば、検査官が常駐しているという意味で緊張感のあるモニタリングが行われている。

・日本での銀行に対するモニタリングは、日銀の考査と、金融庁の監督局による off-site と検査局による on-site があり、それぞれに目的が異なるように思う。つまり、考査は、決済システムあるいは金融システムへの影響を念頭において、銀行の経営情報から金融市場の状況まで、きめ細かくモニタリングしている。off-site では個別の金融機関の経営状態をチェックしており、on-site ではグローバルな金融規制等に照らして、経営が一定の健全性や透明性を持っているかをチェックする。

・これらを全体としてみれば、日本の枠組みはしっかり作られている。その背景には、日本が歴史的に様々な金融危機を経験したことを踏まえて、再び金融危機を起こさないことが政治も含む総意となり、そこに向かって考えが一つになっていることがある。この点は、少なくとも今回の金融危機までは米欧には見られなかった。加えて、日本の金融システムは 7 割がリテール預金で成り立つ世界なので、金融システムに問題が生ずると、広く国民全体に直接的な影響が及ぶことも、意識の違いをもたらしているのではないのか。

根本氏:

・早期警戒のためのサーベイランスは、forward looking である必要がある。格付会社も、金融危機後に基準を見直した中では、各

金融機関の自己資本をみる際には現状ではなく 3~4 年後の見通しを重視するとか、与信コスト後の earning buffer を見るといった点を中心にしている。現在の表面的な利益よりも、潜在的なリスクを含めた利益やスプレッドがどのくらい取れているか、それが取れていない場合は、バブルの兆候なのかどうかといった議論をしようとしている。

・こうした視点に立つ場合、流動性のように短期間で大きく変わる指標をどう解釈するかという課題が残る。日本の場合には、毎日流動性をチェックしているという特有のきめ細かさ、金融危機の予防に意味を持つということだと思ふ。

渡部氏:

・システミックリスクに対する早期警戒のための指標は、アカデミックの側から様々な提案がなされている。この点は、日銀の金融研究所がサーベイを行い、近いうちに公表されるようなので、参照されると良い。

柳川氏:

・サーベイランスのための指標は、金融危機以降に開発が進んできたが、実効性にはなお懐疑的な面もある。例えば、Counter Cyclical Capital Buffer (CCB) を発動する場合、何を基準にして発動すれば良いのか実務上のコンセンサスは存在しない。中央銀行や監督当局が多様な指標をモニターしながら、金融危機の予兆を感ずることも大切であろうし、データや情報を収集する必要がないとは全く思わないが、実際にマクロ・プルーデンスの政策を発動することに繋げることは、少なくとも現状では難しいのではないかと。

翁氏:

・欧米の動きをみて、私も同じ印象を持っている。つまり、アカデミックな研究は進んでいるし、データの収集も徐々に充実してきた。これらを踏まえて、タイミングを逃さず予防的な警告を行おうとする意図も、様々な recommendation を通じて実現している。しかし、危機を実効性ある形で予防するという課題については、どのように実現するか確固たる自信もないし、それに必要な体制に関する考え方も確立していない。これらは、今後の大きな課題だと思ふ。

高田氏:

・日本の枠組みは、1990 年代の戦後最大の金融危機の所産という面がある。一方、欧米における体制は、2007~08 年の世界的金融危機に対する有事体制への対処という面がある。米欧の金融システムも状況が安定してきたなかで、今後も有事体制が続くのかどうかは重要なポイントである。現実には、制度はなかなか柔軟に対応できない面もあるだけに、金融システムがある程度は平時モードになっても、金融監督は有事体制が維持されるというミスマッチが生ずることが考えられる。加えて、アカデミックによる貢献も有事を前提としたものになりやすい。その意味では、先に神津さんが指摘された regulatory burden も含めて、本当は前提となる局面が転換しつつあるという点を真剣に考えなければならない段階にきているように思ふ。

大島氏:

・私も市場部門にいますが、この 1~2 年の間には off-site のコミュニケーションが、日銀と金融庁の双方ともに、従前以上に相当に頻繁になっている印象を受ける。従来は月 1 回程度の面談が普通であったが、週 1 回という頻度になるとともに、主要なイベントの前には、ポジションの状況やその考え方、あるいはヘッジの状況などを詳しく聞かれる。この点では、日銀や金融庁は、off-site の情報を従来よりもかなり細かくタイムリーに一場合によっては金融機関の経営層と同じ感度やスピードで一収集するようになったように思ふ。

・内田さんが説明された米国での検査官の常駐についても、数年の経験を経て、オペレーションの中身やリスクの取り方などについてより良い理解を得られるようになってきている。つまり、off-site のコミュニケーションについては、それを活用するのはもちろん別の問題ではあるが、日米ともに大きく進んでいる。

須田氏:

・日本でのサーベイランスに関しては、日銀の場合は流動性リスクに焦点があるだけに forward looking な方向を目指す一方、金融庁の場合は規制に対するコンプライアンスに焦点があるだけに、別な方向を目指していたのだと思ふ。しかし、最近では幹部の指向とも窺うが、金融庁も日銀と同じ方向を目指すようになってきている。両者の比較優位を含めて、この点をどう考えればよいか。

大島氏:

・金融庁による off-site で質問される内容が日銀と同様なものとなっており、金融庁が市場の現場レベルまで気にされるようになったという印象を受ける。

内田氏:

・金融庁としては、国際的に G-SIFs に対する規制強化の方向が明確になった下で、日本の金融機関に対するガバナンスの強化を図る意識がより強くなっていると思ふ。同時に、金融庁としての調査機能をどう考えるかという問題意識を高めているのではないかと。

徳島氏:

・保険はシャドーバンキングの一角を占めるが、欧州では、「次の金融危機があるとすれば、その震源地は保険ではないか」という指摘が最近聞かれる。非伝統的金融政策がイールドカーブを flattening し、クレジットスプレッドを圧縮すると、liability のコストを固定している保険や年金が一番厳しい。実際、日本の保険会社は、逆ザヤでずっと苦労してきた。リーマン・ショックの際の AIG の問題はクレジットリスクのトランスファーであったが、欧州の保険や年金は債券で liability matching を行っているケースが多いので、金利やクレジットスプレッドの変化が、システミックな影響を与える可能性があるということである。

・欧州はともかく、日米については保険業界に対するモニタリングは相対的に薄いように思ふ。米国では、もともと州別に規制や監督が分断されている。日本でも、保険会社は日銀当座預金を持って

いないので考査の対象でなく、金融市場局によるヒアリングが時折行われる程度である。非伝統的金融政策を展開しているだけに、金融システムの安定を維持する上で中央銀行がやるべきことは増えている訳であり、保険に関するデータや情報を持っている金融庁との連携を含めて対応すべき点があるように思う。

須田氏:

・日銀もそうした問題意識を持っていると思う。だからこそ、例えば金融庁の保険監督部署に人を出している。

翁氏:

・破綻処理については、保険会社も証券会社とともにグローバルな枠組みの中に入った訳ではある。

徳島氏:

・IAISは次にグローバルな保険会社のソルベンシー基準を作ろうとしているので、この面での動きは感じられる。しかし、中央銀行の対応はどうかという課題は残る。

須田氏:

・ただ、保険会社の場合、流動性の問題は深刻ではない。

徳島氏:

・確かに今まではそのように考え、金融危機の際にも中堅生保を破綻させたが、残ったところをどう考えるかということである。

2. 政策手段における役割とコンフリクト

井上<オーガナイザー>:

・非伝統的金融政策としての「credit easing」と金融システム安定のための「macro-prudence」のコンフリクトは、長期的には解決するであろうが、英国で先駆的な事例が生じつつある。つまり、BOEは財務省と共同で、2012年7月にFunding for Lending (FLS) という制度を導入し、優良担保の品貸しを通じて銀行の資金コストを低下させ、貸出の活性化を図った。量的な効果は不明確だが、BOEはコスト効果を含めて意義を強調している。この間、住宅価格の上昇率は一バブル期に遠く及ばないが徐々に加速してきた。そこで、FPCは2013年9月の声明で、必要に応じ監督措置の発動を警告し、11月にはFLSの対象から住宅貸付を除く(本年1月から実施)ことを財務省とともに公表した。しかし、政府は2013年の春から実施しているHelp to Buyという住宅取得促進策を継続している。

・こうしたコンフリクトは、中央銀行が金融システムの役割を拡大するかどうかに関係なく存在するが、同一組織内で生ずると尚更に不安を煽る面もあろう。また、短期的に解消が難しいとしても、コンフリクトの存在やその理由について中央銀行と市場や国民が理解を共有するだけでも、その影響が薄らぐ面もあろう。

・先進国で「macro-prudence」を担う中央銀行ないし政府の当局が活用しうる手段も、徐々に収斂してきた印象を受ける。政策発動の経験や知見が十分蓄積していない中で、「小さく生む」という発想かもしれない。より興味深いのは政策手段の授権である。つまり、欧

州では欧州委員会によるCRDIVのように、各当局が発動しうる手段が予め特定されている。その結果、各国当局には一金融政策の用語でいうと—operational independence—だけが付与される。他の経済政策や他国の金融システム安定策との整合性、さらに予見可能性といった点で授権には合理性があるが、政治的なプロセスとの距離感という課題もあるように思う。

・「macro-prudence」の政策手段に関して、昨年関心を集めたスイスのケースも、ポイントは政策効果に関する不透明性であった。例えば、SNBが住宅市場の過熱を認識してから、政策判断を下すまで、あるいはそれが効果を表すまでの時間的ラグや、政策手段の「強度」と政策効果との関係の不透明性などである。もちろん、SNBはこうした課題に拘わらず、政策発動を選んだ訳であり、それだけ住宅市場の過熱感を鎮静化したいと考えた訳である。

北村氏:

・井上さんが非伝統的金融政策と金融システム安定策のコンフリクトという論点を挙げている。この点については金融政策がいつ本来の姿に戻るかという切り口も重要だが、非伝統的金融政策とコンフリクトを起こすのは金融システム安定策だけでなく、財政政策なども含まれ、より複雑な関係になったことも重要である。こうした状況で採択されている選択はfirst bestでなく、政治的な関与や市場の圧力も含む様々な制約によってsub-optimalになっている。従って、金融システムに関するサーベイランスも、データをみるだけで金融システムが適切に把握できるとか、どのような政策を講ずればよいかわかる訳ではない。

高田氏:

・いったん金融危機を起こしてしまうと、政治的には適切な対応を取ったというアリバイ作りも必要なので、規制が増えてくことになる。

北村氏:

・政府は、何らかの問題が起こった際には「委員会を立ち上げます」という対応に陥りやすいが、情報を集約し意思決定を迅速にする対応が必要である。今回の金融危機では、事後的な責任も明確でなく、その面でもアリバイ作りが必要になっている。また、金融機関の幹部が政策当局にポストを得る人事にも問題がないだろうか。つまり、このことが金融機関に対する温情主義を通じて金融危機の萌芽にならなかったかどうか議論すべきではないか。

内田氏:

・マクロ・プルーデンスの政策手段については、欧州の金融危機を通じてCCBの有効性に疑問符がついている。つまり、スペイン銀行は、CCBを活用して、景気が良い時に自己資本が充実される仕組みを運用していたが、危機が生じてみるとそれでは不十分であった。なぜなら、グローバルな金融システムの規模が拡大した結果、ストレスが生じた場合のテールリスクもそれだけ大きくなったからである。このことが、マクロ・プルーデンスにおけるストレステストの重視に繋がっている。欧州のSSMでもcomprehensive

assessment でストレステストに高い位置づけが与えられている。

・このストレステストは従来の EBA によるものに比べて厳格であるとみられる。もちろん、マクロシナリオも厳しい内容になるが、重要なのは流動性資産の質に対する要求度合いである。この点は米国も同様であり、単に 30 日や 60 日といった期間の流動性をカバーすれば良いというのではなく、HQLA (high quality liquidity asset) ーつまり、中央銀行預金や米国債、OECD の AA 以上の国債に代表される資産ーの保有を求めるものとなった。この結果、ストレステストは監督当局にとって各金融機関の耐性を確認するものであると同時に、各金融機関にとってはどういう資産運営をすれば金融システムの中で維持できるかを確認するものとなった印象を受ける。

・監督当局は、マクロ・プルーデンス政策をベースラインに置きつつ、ストレステストや関連する様々な規制を連携させることで、金融システムを維持するという考え方にあるように思える。ただ、規制の強化の結果として、シャドー・バンキングにリスクが移転されることにもなるので、こうした副作用にもバランス良く配慮することが課題である。

井上<オーガナイザー>:

・マクロ・プルーデンスの目的を達成する上でも、マクロ的な政策手段よりも、伝統的なミクロの金融監督や規制を活用する方が有効という議論はかなり根強い印象を受けた。

・先に触れたように、マクロ・プルーデンスは裁量的な政策かどうかという点がある。これは、先日の AEA での Bernanke 議長に対する質疑応答でも取り上げられていた。私自身はこの点でも米欧で意識の差を感じた。特に米国では、裁量的な運営は、時間的ラグの不透明性や判断基準の不確実性を考えると極めて難しいとした上で、マクロの政策手段は市場参加者に対する警告のようなコミュニケーション手段として活用することは考えられるという指摘があった。こうした考え方は、内田さんが指摘された規制との連携という方向性と整合的である。

須田氏:

・「裁量」の定義を明確にする必要があるが、金融システムとの対話を行うという意味では、マクロ・プルーデンスには裁量的な面がある。当局が市場の過熱を指摘すれば、金融市場のプレーヤーは何らかの対応を示すはずであり、こうしたコミュニケーションは依然として有効である。それにも拘わらず、当局者からバブルは予知できないといった発言が出てくるのは理解に苦しむ。

井上<オーガナイザー>:

・この点に関する議論の流れには、金融政策との類似性も感じられる。つまり、以前の会合で北村さんが、かつての中央銀行は金融政策を運営する際も「どっしり構えていた」と言われたが、今や activist が良いとされている。金融システムの安定も、across the cycle の発想によれば「どっしり構える」ことも望ましいように思うが、金融危機を経て activism が力を得たということだろうか。

北村氏:

・先進諸国の財政が悪化した結果、今ではマクロ政策イコール金融政策になった。金融政策の意味合いが重くなった結果、本来と違う領域まで期待されているということだと思う。

高田氏:

・「行司役」だった中央銀行が、危機対応を進める中で「プレーヤー」になり、悪く言えば市場をマニピレーションしている面がある。

北村氏:

・単なる「プレーヤー」でなく、今や「メジャープレーヤー」である。

高田氏:

・国債市場だけでなく、クレジット市場でもそうなりつつある。しかも、場合によっては財政政策も政府と一体で担うし、為替介入もやるとい意味では、市場で「オールマイティー」の存在になってしまった。現在は、こうした危機対応や非伝統的金融政策と、マクロ・プルーデンスや平時の金融政策とが併存したり、一体化したりする動きになっている。従来であれば「禁じ手」といわれていた政策がなし崩し的に正当化され、市場がそれを望む状況から、どのように正常化していくかが今後の課題であろう。

柳川氏:

・高田さんが指摘されたように、既に実際の危機は沈静化しているのに、中央銀行が「メジャープレーヤー」である点では相変わらず有事であって、それを続けるのか元に戻すのかは不透明である。また、中央銀行が「メジャープレーヤー」となったことを前提とした場合のコミュニケーションの役割や裁量政策の意味合いも、平時とは大きく違うはずである。中央銀行がメジャーであり過ぎることをどう manage していくかは、私も重要な課題であると思う。

・中央銀行が既に金融システムに関する情報がある程度持っているから、金融システム安定でも何らかの役割を果たせるのではないかという考え方がある。一方で、金融システム安定を実現させるための予防的な政策が非伝統的金融政策の手足を縛る可能性もある。そうだとするとやや極端な言い方をすると一金融システムに不安定をもたらす政策を導入していかないと、本来の金融政策の目的が機能しなくなる面もあるように思う。そういう意味で、金融システムを機能させるようにするには、中央銀行として何をすべきなのかというポイントもあるように思う。

加藤氏:

・英国では BOE 内に FPC を設置し、そこがマクロ・プルーデンス政策の責任を担うことになった。しかし、現在の Cameron 政権は Help to Buy と呼ばれる住宅購入の支援策を実施している訳であり、FPC が政府の経済政策に対して「バブルだから、住宅支持策をやめるべき」と言えるのかは不透明である。米国でも、Yellen 新議長の新議会の公聴会の際には、金融政策はバブル対応に向かない「なまくらな刀」であり、マクロ・プルーデンスは監督と規制を通じて対応すると説明したが、楽観的にかえって怖い印象も受けた。

神津氏:

・金融危機後の FSB や BCBS による活動を振り返ると、第一に危機管理のシステムがなかったので、それを構築する作業を進めた。金融機関の破綻処理や、リスクイベントへの対応が焦点となり、銀行だけでなく多様な金融機関をカバーする規制や監督のネットワークを作ろうとしてきた。これらは、金融危機が終わってもインフラ整備として継続する。

・同時に危機の予防についても議論してきた。その答えの一つが、金融機関により多くの自己資本と流動性を持つよう求めることである。しかし、そのみによって次の金融危機を防げるかといえば、恐らく、「金融市場パネル」のメンバーも否定的な考えを持っておられるであろう。新しい工夫は、FSB や BCBS としてマクロ・プルーデンス政策を考えてみるということだ。ただ、現時点では、各国において実践的に発動できる体制になっていないように思われる。

・米欧的には、counter cyclical なマクロ・プルーデンス政策を目指す場合、裁量的な運営は特に説明責任からみて難しいので、金融政策における Taylor Rule のように機械的なものにしたと考えるがちなになり、アカデミックな世界でもこれに沿った指標やモデルの開発に注力しているのだと思う。しかし、これらが上手くゆく保証もなく、どうしても裁量の要素が入るのではないか。なぜなら、金融システムの安定は、それ自体が独立のものでなく、実体経済との相対関係で定義されるからである。つまり、実体経済の構造が変化していくときには、目指す金融システムの安定もそれにつれて変化する訳である。

高田氏:

・英国の現状をみると、funding for lending は、クレジット市場がタイト化したことに対応して銀行貸出を促す意味で、本来は counter-cyclical な意図を持っていたはずである。しかし、結果的にはクレジット市場の状況が改善した後に効果を発揮することで、pro-cyclical な意味合いを持つようになった。加えて、政治サイドから help to buy のような制度が導入されたことで、資産価格に過大に影響を及ぼすリスクも生まれてきた。この問題は、平時になりかけている中で残存している有事の政策運営にどう対処していくかという難しさを有している。

江川氏:

・英国では、米国と同様に住宅金融を資本市場が支えてきた面があった。金融危機後に米国系のモーゲージバンクのようなノンバンクが撤退する一方、商業銀行は貸出を結果的に肩代わりしたが、その中で大手銀行は、マスタートラストを活用した証券化も行っていった。ところが、去年の春ごろからはこうした証券化が急激に低迷している。その理由として、Help to Buy によって、金融機関がオンバランスで住宅ローンを抱えた方が有利になったことが指摘されている。

・偶然であるが、今年の 1 月 1 日付けの Wall Street Journal と Financial Times の双方のコラムが、欧州での証券化市場の活性

化の必要性を指摘した。前者は、フランス銀行が中小企業向けの貸付債権を証券化する vehicle を設立したことや ECB による担保政策(中小企業向けの債権の証券化商品の扱い)を紹介しつつも、証券化市場が活性化しない点を強調した。その上で、スペインのような市場では、既に証券化が経済的に見合わないことも指摘している。すなわち、証券化に伴うストラクチャリングにかかるコスト受託者への信託報酬や管理・回収する主体へのサービシング手数料などと投資家に対する国債対比でのスプレッドの提供を、原資産の貸出金利が既に賄いきれなくなった訳である。いくら証券化を進めるべきと言っても、証券化取引に経済合理性が失われてしまった以上、住宅貸付であれ中小企業向け貸付であれ、銀行にオンバランスで貸してもらえない。つまり、欧州の証券化市場が回復できないのも、非伝統的金融政策によって、貸出におけるリスクプレミアムが失われたことの結果である。

柳川氏:

・非伝統的金融政策と金融システム安定のコンフリクトには様々な側面がある。第一に、江川さんが指摘された点に関連するが、ある種のリスク資産の取引が不活発な場合、非伝統的金融政策によって活性化しようとすると、別な主体や市場にリスクを取ってもらわなければならないという問題である。結果として、金融システムのどこかに不安定化する領域が出てくる。そもそも、金融機能が不活発であるからこそ非伝統的金融政策を発動することを考えれば、直ちに危機を招く訳ではないかもしれない。しかし、金融危機の再発を防ぎたいという意向が過度に強いと、結果としてコンフリクトが生ずるし、それをどう解きほぐすかという問題になる。

・もう一つの問題は、資産価格が高騰したときに金融政策で対応するかどうかというコンフリクトである。つまり、金融システムが活性化し過ぎた場合、金融システムの安定と景気の回復のどちらをどう優先するかという問題である。この問題に対応する上では、本来、政府の監督当局と中央銀行が調整し協調する必要がある。ただ、日本では、金融危機が長らく国内で生じていないことに加え、日銀も個別の金融機関の審査に関わってきただけに、日銀と金融庁の連携という議論にあまり焦点が当たらなかった。しかし、将来のコンフリクトの可能性を考えると、両者の役割分担や連携を考えておかないと上手くいかない面が出るようにも思う。現状のままでは双方が全部をカバーすることになるだろうが、それは金融機関にとって過剰な負担になりかねない。あるいは、不動産価格が暴騰した場合に、どちらがどんな責任を持って対応するかが十分議論されていないという心配もある。

内田氏:

・中央銀行は、時間を経るにつれて通常の財政政策の領域まで踏み込むようになった。中央銀行は、以前であれば場外からモニタリングやオーバーサイトをしていたのに、現在は完全なメインプレーヤーになって、景気にも金融システムにも極めて大きな影響力を持つようになった訳である。この結果、中央銀行が非伝統的金融政策からどのように exit するかが、マクロ・プルーデンスの面でも

大きな影響を与えるようになった。中央銀行は、自分自身をモニタリングすることが求められ、それによって自分自身の行動が制約されるという意味でのコンフリクトが現実には生じている。

須田氏:

・金融政策とマクロ・プルーデンスは別々の目標を追求する訳ではなく、従って政策割当の議論ではないと思う。白川前総裁も強調したように、金融システムが安定しないと物価の安定を望むことはできない。また、プルーデンスの領域は、マクロの観点が必要と言っても、ミクロと関わるのが不可避であるだけに、クリアな説明責任というより、建設的な曖昧さが重要である。

・説明責任との関係でいえば、金融政策のような合議制が望ましいかどうかという点もある。例えば FRB の場合、Board の各理事の担当が明示的に分かれており、プルーデンス政策についてもそうである。そうした下で、金融政策とマクロ・プルーデンスの双方の領域に関わる問題に対処する場合、誰の責任になるのか、それともガバナンスとして議長が全責任を取るのかという問題もある。

細野氏:

・物価の安定と金融システムの安定に一体不可分な面もあろうが、例えば、1980 年代の日本では、物価は比較的安定していたが、実はバブルが発生しており、それが 1990 年代の金融危機につながった。その意味では二つの目的が相反することがありうるという認識はやはり必要ではないか。

須田氏:

・物価の安定に金融政策を割り当て、金融システムの安定には別な政策を割り当てるという議論を聞くことは多いし、特にインフレ目標を支持する人々に共有されているように思う。しかし、私はそのように単純な世界ではないと思う。金融政策はマクロ・プルーデンスも考慮に入れながら運営すべきであるし、金融監督も景気に配慮しながら運営しなければならないという意味で、単純な切り分けはできないと思っている。

高田氏:

・プルーデンス政策との関連では、物価の中で資産価格をどう位置付けるかという問題になる。言うまでもなく資産価格は期待によって大きく振れるのでその対処が難しいし、日本のバブル期だけでなく、今回の英国の住宅価格を含めて、多くのケースで焦点になっている。

江川氏:

・2年ほど前には欧州危機が懸念されたが、金融システムは何とか破綻を免れた。その間の最も重要な変化は、欧州諸国の国債価格が大幅に上昇したことである。その結果、金融機関の資産内容は大きく回復し、資産や事業を他の金融機関に売却する際にも損失を被るリスクが減少した。結果論ではあるが、金融政策によってバブル的に資産価格を上げたことが金融システムの安定に寄与したとは言えないのか。

内田氏:

・江川さんが指摘された点に付言すると、イタリアやスペインの国債だけでなく、オーストラリアやノルウェー、北欧諸国といった AA 格の国債のスプレッドは、現在、信用バブルといわれたリーマン危機前の水準まで縮小している。その一方で、信用創造はそこまで生じていない。これは、中央銀行による超緩和的な政策が維持されてきたことの結果であって、こうした政策が exit に向かうに際しては市場に様々なストレスとボラティリティをもたらすこととなる。これは、マクロ・プルーデンスの面で大きなコンフリクトをもたらす。

大島氏:

・金融政策の変化という意味では、昨年 9 月の ECB の Draghi 総裁による宣言が大きな転換点になった。つまり、中央銀行による流動性に関するバックアップを宣言し、それを市場が信じたことで、金融機関にとっては資金繰りが確保され、市場の流動性が担保され、あるいは資本制約のために資産売却を急がなくて済む状況が出現した。これは、結果的に有効な政策であったと評価できる。

・しかし、江川さんや内田さんが説明されたように、国債のスプレッドは顕著に縮小し、同時に金融規制の面からも国債保有が収益面で有利になる状況をつくり出している。しかし、中央銀行がこの政策から exit しようとする、国債価格の調整が包括利益の変動を通じて自己資本を毀損する点で、金融機関のポートフォリオが耐えられなくなる。あるいは、金融機関が直接抱えてきたモーゲージ貸出もキャピタルロスを生ずるため、信用創造にも影響が及ぶ。だからこそ、中央銀行は exit を非常に緩やかに進めなければならない。その一方で、過度に緩やかであることが、逆に局部的なバブルを起こすリスクもある。中央銀行は非常に難しい局面にある。

神津氏:

・非伝統的金融政策は、当初は危機対策であった。ところがその後、経済構造対策のための「時間を買う」政策に変化した。先進国の経済構造が globalization の大きなうねりに対応できるようになるまで、「時間を買う」ことへの民主主義のプロセスを通じた要請は解消しないので、こうした特徴は当面維持されると思う。

・こうした目的を果たすために、非伝統的金融政策は、forward guidance によってイールドカーブの先の領域に影響を与えようとしていたり、イールドカーブのあらゆる期間に広がるクレジットスプレッドに影響を与えようとしていたりしている。そのために、中央銀行は、自らのバランスシートの規模や構成を変えることへのコミットメントを活用している。例えば、米国の場合は、モーゲージのところが閉塞を起こし景気回復を妨げているという判断の下で、FRB が MBS を大量に買い入れることで、イールドカーブ上に広がるクレジットスプレッドの特定の部分に影響を与え、financial intermediation の活性化を図っている。それは、米国経済が新しい経済環境に構造的に適應するために時間がかかっているからであり、その進捗を失業率という指標でモニターしているということではないか。

・ただ、非伝統的金融政策を続けていけば、長期金利が低位に維

持されるという期待の下で、部分的か全面的かはわからないが、バブルが起こる副作用がありうる。その結果、自縄自縛になって非伝統的金融政策に踏み切れなくなったり、逆にバブルに対応しなければならなくなったりする。後者の場合、financial intermediation 全体の中のバブルが起きそうな領域に対処するために、他の健全な領域にも影響が及びうることにどう対策を講ずるかという問題になる。ただ、これをコンフリクトと呼べるかどうかは確信が持てない。つまり、非伝統的金融政策から exit して、古き良き金融政策の時代に戻るといった話ではなく、先進国の中央銀行の金融政策が、今や多くの複雑な要請に応えることを求められる状況—例えて言うなら、重さの異なるカップがたくさんばらばらに並べられたお盆の重心を徐々に探るような状況—に入っているのではないか、というのがある種の諦観を込めた理解である。これはコンフリクトというより、「コンプリケーテッド (complicated)」である。

北村氏:

・FRB の政策意図を好意的に解釈すれば、金融システムの各所でバブルが積み上がるかもしれないが、いろいろな口先介入によってつぶしていくことで時間を稼いでいるのではないか。もちろん、こうしたことが上手いくには、技術的な意味でまだ不確実性がある。

・透明性の面では、レポートや監督方針を公表することが意識されているが、その内容が複雑で難解であれば政策意図は伝わらない。そこで、簡単に A4 の資料 1 枚で表現すべきか、それとも—私はこちらが望ましいと思うが—様々な意見を含むリッチな内容のレポートが望ましいのかという問題がある。また、ミクロのプルーデンスの領域では、ある程度の不確実性を残した方が、例えば、いつどのような考査が行われるかわからない方が、緊張関係の中で discipline が維持できるように思う。これらの点も含め、透明性については戦略的に考えるべき部分がある。

根本氏:

・financial imbalance と言う場合、国内が念頭に置かれる場合が多いが、international な側面がカバーされているかという問題がある。例えば、米国の資本輸出入が圧倒的に大きい中で、新興国への影響はどうかという視点である。また、マクロ・プルーデンスに関する政策手段の面では、アジアのケースも参考になる面がある。各国は、非伝統的金融政策は採用していないが、資本流入などによる過剰流動性の問題を抱えてきた中で、CCB を発動するケースがシンガポール等に見られる。あるいは、韓国では、住宅貸付の LTV 規制を 50% まで厳しくしたり、香港も昨年から住宅貸付の risk weight を高めたりする対応を取っている。ただ、結果としてみれば、資産価格上昇の歯止めとして十分には機能していない。タイや韓国では、ノンバンクやクレジットカード会社といった主体が与信を拡大しているという意味で、シャドーバンキングの問題も存在する。

3. 中央銀行と政府当局との関係

井上<オーガナイザー>:

・金融システム安定における中央銀行の役割が少し増した中で、政

府の当局との連携が一層重要になっている。米国の FSOC はそのための会議体という面があり、下部組織を含めて連携強化に資するという見方がある一方、政策の調整能力はこれから試されるとの見方もある。一方、欧州の ESRB の場合は、中央銀行関係者のプレゼンスが大きく、各国当局との関係も recommendation の発出に限られる面が多いなど、位置づけはやや異なるように見える。さらに、中央銀行と政府との関係に関しては、金融システム安定策における政府のガバナンスのあり方も課題として浮上しているように思う。この点に関して英国の枠組みは興味深く、FPC が政策判断を行うが議会と Court に対して責務を負うほか、財務省が「macro-prudence」の運営に関して remit を発出するという複雑なものとなっている。

・透明性や説明責任に関して、欧州の政府当局や中央銀行がより重視するのは、様々な国際機関に加え自国の中央銀行や政府当局など、政策判断に対する理解を得る必要のある主体の数が比較的多い面が影響しているとの指摘もある。その一方で、住宅市場のようなケースだと、家計のように金融のプロではない方々にも分かりやすい説明を行うことが求められるだけに、より難しい課題を抱え込む。

須田氏:

・中央銀行にとって重要なのは流動性の領域だと思う。今回の金融危機も、資金流動性と市場流動性が相乗作用を起こした訳である。中央銀行がシステミックリスクの予防を目指して市場に介入する際は、比較優位を持つ資金流動性の領域からであり、今回のように市場流動性まで踏み込むのも、資産の投げ売りなどを通じて、資金流動性の問題に戻るからである。中央銀行がマクロ・プルーデンスの領域に入る場合には、この点を強く意識してほしい。

翁氏:

・国際金融市場が大きく構造変化を起こし、デリバティブとか証券化によって複雑になり、かつ interconnectedness も進んできた結果—従来型の bank run も起こるとしても—須田さんが言われたようにシステミックリスクも市場型に変化してきた。このため、持っている経営資源や情報、最後の貸し手や MMLR の機能を考えると、金融システムの大きな変化の中で、中央銀行がマクロ・プルーデンスにおいて果たさなければならない役割は、どうしても以前に比べて大きくならざるを得ない。

須田氏:

・ただ、中央銀行が踏み込みすぎると望ましくない。今や、少しでも市場機能に問題が生ずると中央銀行に対応を求める声が大きくなるが、中央銀行は生じている問題が本当にシステミックであるか、資金流動性の問題になるのかといった点で自己規律を尊重すべきである。その意味で、私は ECB による SMP には疑問を感じる。

根本氏:

・中央銀行は流動性問題には比較優位があるとしても、問題は容易に solvency の問題に転化しうるし、そこまで入り込むことのリ

クは非常に大きい。この点では、ECB による SSM も大きなチャレンジとなるはずである。もちろん、良い面としては AQR とストレステストの実施によって、欧州の銀行に対する信認が高まり、結果として金融仲介機能が回復するシナリオがある。一方、スペインやイタリアには不良債権比率が 2 割にも達する銀行が残り、かつ各国で不良資産の定義や担保評価が区々なので、資本不足を露呈した先が市場から資本を調達するには難しい面も残る。ESM もまだ直接の資本注入はできないだけに、ECB として難しい状況に陥ることも考えられる。

神津氏:

・現在の金融経済環境では、中央銀行による金融システム安定へ関与が拡大する方向にある。特に今回の Basel III の枠組みに流動性リスクについての数量的指標が組み込まれたことで、中央銀行はこの領域での規制や監督により深く関わらざるを得ない。金融機関が問題を抱えた場合、実際には債務超過でなくても資産側の流動性が低くなれば破綻するので、その場合には中央銀行も関与せざるを得なくなるケースが出て来る。つまり、流動性の領域は、これまで密接にかかわってきた中央銀行と、新たに規制に伴って関与することとなった政府の監督当局とがともに関わる領域となる。その上で、流動性の問題は、最後には中央銀行の「最後の貸し手」機能によって解決される場合もあるだけに、政府の監督当局にとっては情報収集等の努力に十分なインセンティブが伴わないことも考えられる。

・逆に、中央銀行にとっては、内部統制や役員報酬のような問題は、そこにエネルギーを注力しても最終的なアクションを行政的に取れる領域ではないし、そもそもマクロの領域に比較優位のある中央銀行の得意分野とは言えないので、情報を集めるインセンティブに乏しい面がある。このような意味では、金融システム安定に関する政策を何でも中央銀行に寄せるのではなく、行政との適切な役割分担が重要である。

井上<オーガナイザー>:

・中央銀行と政府の監督当局による機能の重複に関しては、米欧当局と議論した際には、regulatory burden も含めて、効率性などの面で望ましくないという意見の一方で、マクロ・ブルーデンスは様々な面で発展途上であることや、中央銀行への過度な権限の集中を回避することを理由に、双方が並行的に遂行した上で連携することの意味を指摘する向きもあった。また、これまでは中央銀行に知見や情報が蓄積されているが、政府の監督当局も時間をかければキャッチアップ可能な面もある。

翁氏:

・国によって、中央銀行と政府の監督当局のあるべき立ち位置は違う。ECB や FRB は、マクロ・ブルーデンスや個別金融機関の監督の面での役割を拡大し、金融政策とともにこうした政策も担うパワフルな存在になりつつある中で、ガバナンスをどのように確保するかが課題になっている。

・一般的には、先に柳川さんが示唆されたように、中央銀行と政府の監督当局の政策対応はゲーム理論のような関係を持つようになることが考えられる。その下では、緩和的な金融政策に規制の強化で対応し、それに対応するため金融政策を一段と緩和するといった望ましくない解をもたらすリスクがある。従って、各国によって具体的な内容は異なるとしても、望ましいマクロ・ブルーデンス政策を実行できるようにする課題は共通に存在する。

神津氏:

・今や、先進国には financial intermediation 全体をより強く意識したマクロ安定化政策が必要である。それが具体的に何であるかはケースバイケースだが、少なくとも中央銀行に全てを担わせるべきではない。特にマクロ的にみて資源配分を直接に変えてしまうような政策は、政治的意思決定プロセスのバックアップがある政府の当局が行うべきであろう。

・日銀が非伝統的金融政策に関して主張してきたリスクについて、それ自体が理論的に間違っていると考えているエコノミストは殆どいないであろう。しかし、この国の民主主義が選んだのはそうしたリスクのある政策スタンスである。つまり、「わからないところがあっても、やらないよりやったほうがベターオフだ」という審判が下ったと理解できる。だとすれば、中央銀行に残された道は、その中で生き抜く知恵を考えることではないか。

北村氏:

・ただ、skillful に国民の心理を揺さぶり、正しいと思う方向にドライブしていくことは必要ではないか。

神津氏:

・現在のムードをみるに、一体、誰がどのようにすれば「skillful な誘導」が可能になるのだろうかと思わざるを得ない。

加藤氏:

・FRB の場合も、実際は後先を考えずに政策判断を下した面があると思う。現在、総資産は 4 兆ドルに達し、キャピタルロス回避のために資産を抱えたままで exit すれば、バランスシートが正常化するまでに 20~30 年かかる。今日ここにいるメンバーがそれを見届けることができるかどうか分からない。この間、準備預金も 2.5 兆ドルに達し、「QE3」の tapering が順調に進んで 10 月に終了したとしても、3 兆ドル程度になる。これは、所要準備の 40 倍を超える。しかも、ゼロ金利解除を先送りする以上、FRB はバブルが起きないように慎重に見極めながら exit を進めるゲームに入っている。こうした未知の課題を考えると、マクロ・ブルーデンスのための組織的な枠組みを整えれば済むという話ではない。

大島氏:

・forward guidance に関して現場で感じるのは、FRB による SEP の動きをかなり細かく見るようになった点である。特に、SEP が示唆する 2015 年や 2016 年の政策金利のパスと、最終均衡点としての政策金利とが現時点で大きく乖離していることが注目される。市

場は、2015 年や 2016 年に政策金利に関して SEP への信託を強めているように思うので、この先、exit に近づいていった際に、FRB がどのようなメッセージを出すかが非常に重要だと思う。

加藤氏:

・FRB の経済見通しが間違えると、市場が混乱する可能性が高い。

神津氏:

・間違ったとしても、どちらかの方向にバイアスが一定であれば良いが、ランダムに間違ると厄介である。

須田氏:

・加えて、米国経済の構造変化に不透明性がある。例えば、潜在成長率が下がっているのではないかと。また、グローバルなディスインフレも大きな問題だと思う。この点は、FRB の exit にも関わっている。

大島氏:

・正常化の中でも、資金量については相当時間がかかるというコンセンサスがあるが、政策金利に関する forward guidance の方が実は不安定要素になったように思える。

井上<オーガナイザー>:

・SEP はこれまでダイナミックに変化しなかっただけに、市場はコミットメントとしての意味合いを重視しているように思う。

根本氏:

・海外当局からは、日本政府が金融システム安定のために公的資金を使うことに積極的なのはなぜかと問われることが多い。例えば、預金保険法の改正によって、保険会社や証券会社にも公的資金を投入できるようになった。これに対し、米欧の当局は公的資金の投入を強く後悔している。最終的に破綻するリスクがあることが、金融機関にとって過剰なリスクテイクの歯止めになるというのである。

翁氏:

・ただ、米欧でも FSB の議論にみられるように too big to fail は絶対起こさないとはいいつつも、スペインのように公的資金で銀行の自己資本を支えているケースがある。また、日本の場合は、既に預金保険法の 102 条の枠組みが存在するところから議論を始めたので、今回の改正も、例外的な対応という位置づけについては、あまり大きな反対がなく議論が進んだ。対照的に米欧では、公的資金の投入を機に、金融機関に対する強力な政治的圧力がかかっている。この点は、井上さんが冒頭に説明された「温度差」を強く感じる。

神津氏:

・日本の場合は、過去に大手証券会社を破綻させたことについて、当局側に様々な心象が残っているのではないかと。システム的な問題は小さいという見方があった一方で、実際に破綻したことによる市場へのインパクトは極めて大きかったのも事実である。元々、公的セクターの債権は、政府が転覆でもしない限りは四半期の mark to market にさらされる必要がない。だからこそ、金融危機の際に

投入した公的資金も、20~30 年といったタームで見れば大きな損失を生んでいない。従って、日本では、金融機関を公的資金を使っても適切な方法で救済すれば、長い目で見て国民経済にとってペイするというような発想があるのではないだろうか。

・ただし、安易に全てを公的資金で対応することは大きな問題を招く。Equity は紙切れにすべきだし、全ての経営者は責任を取るべきだし、senior debt も一定のコスト負担をすべきだろう。その上で足りない equity を公的資金で補うということであろう。

高田氏:

・欧米では、金融機関の「みぞぎ」が済んでおらず、いわば「落とし前」がついていないので、報酬の問題なども含めて、世論の批判が残っている面が強い。これに対し日本の場合は、金融機関が既に処遇などを大きく切り下げたことを国民が見ている訳である。この点は大きく違うのではないかと。

北村氏:

・ただ、財政的に公的資金注入の枠組みを用意すると、政治が安易に利用したがる恐れもある。この問題に歯止めをかけるためには、金融機関に対し、自らがつくった危機は自ら解決する仕組みをつくるように求めるような言い方も必要である。

神津氏:

・この問題に関してもコミュニケーションのやり方が重要だ。最終的には国民も正しい意見に耳を傾けるのではないかと。

須田氏:

・ただ、正論は現時点では「おおかみ少年」に見えるのであろう。

神津氏:

・日本の金融システムを展望した場合のリスクは、やはり、古くて単純な金利リスクの顕在化であろう。その場合、強いプレーヤーは持ちこたえるが、弱いプレーヤーの問題を端緒に金融システムが動揺することも考えられる。このような問題に、だれがどう対応するかが大切な政策課題である。

須田氏:

・その場合は、日銀がマーケットメーカーとして出て行くべきということになるのではないかと。そのことが、結果的に金融政策とのコンフリクトを生むのではないかと。

4. 終わりに

井上<オーガナイザー>:

・長時間に亘り活発なご議論をいただき深く御礼を申し上げます。この問題は、これから様々な展開を見ることが予想されるので、今後も機会を見て取り上げてゆきたい。
