

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

「金融政策の実践と金融システム」 -2009年国際コンファランスの様相-

うえだこうぞう しらかしげのり たかはしわたる
上田晃三・白塚重典・高橋 亘

Discussion Paper No. 2009-J-15

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

「金融政策の実践と金融システム」
-2009年国際コンファランスの様相-

うえだこうぞう しらつかしげのり たかはしわたる
上田晃三*・白塚重典**・高橋亘***

- * 日本銀行金融研究所企画役 (E-mail: kouzou.ueda @ boj.or.jp)
- ** 日本銀行金融研究所参事役 (E-mail: shigenori.shiratsuka @ boj.or.jp)
- *** 日本銀行金融研究所長 (E-mail: wataru.takahashi @ boj.or.jp)

本稿は”Financial System and Monetary Policy Implementation: Summary of the 2009 International Conference Organized by the Institute for Monetary and Economic Studies, the Bank of Japan , ” (IMES Discussion Paper Series No. 2009-E-20)の日本語版である。本コンファランスのオーガナイザーとして、金融研究所の海外顧問であるベネット・T・マッカラム教授とモーリス・オブストフェルド教授、特別顧問である植田和男教授および全ての参加者に、有益なプレゼンテーション、活発な議論を通じて、コンファランスに貢献してくれたことに感謝の意を表したい。また、コンファランス運営を献身的に支えてくれた三好純子と金融研究所のその他のスタッフにも感謝したい。ただし、本稿に示された意見は、すべて発言者ら個人に属し、その所属する組織の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者たち個人に属する。

日本銀行金融研究所は、2009年5月27、28日の両日にわたり、日本銀行本店にて、「金融政策の実践と金融システム (Financial System and Monetary Policy Implementation)」と題する2009年国際コンファランスを開催した (プログラムは参考1を参照)。コンファランスでは、インターバンク市場のカウンターパーティリスク、債券市場の市場流動性、自己資本比率規制と金融システムのプロシクリシティといった金融と信用秩序維持に関する幅広い論点とその金融政策への含意についての議論が展開された。コンファランスには、学界、国際機関、中央銀行から、約100名が参加した (参加者リストは参考2を参照)¹。

コンファランスは、白川方明 (日本銀行) の開会挨拶で始まり、金融研究所海外顧問であるベネット・T・マッカラム (カーネギー・メロン大学) とモーリス・オブストフェルド (カリフォルニア大学バークレー校) によるキーノート・スピーチが行われた。その後続いた6つのセッションでは、論文発表、2名の指定討論者による討論、一般討論が行われた。最後にコンファランスは、政策パネル討論で締めくくられた。

1. オープニング・セッション

開会挨拶²において、**白川**は、金融政策と金融システムの結びつきは、1980年代後半のバブル発生以降、日本銀行にとって重要な課題を投げかけてきたと述べたうえで、金融政策運営を巡る思考様式の変遷には紆余曲折があったと回顧した。そして、日本銀行がバブル崩壊後に採った政策と主要国の中央銀行がこのところ採っている政策は、著しく似通っていると指摘した。そのうえで、流動性が現在の金融危機を理解するうえで最も重要な概念であり、中央銀行の主な役割は、これまでも、そしてこれからも流動性の番人 (guardian of liquidity) を務めることであると論じた。最後に、非正統的な政策手段の遂行、金融政策のリスクテイキング・チャンネルなど、中央銀行にとってのいくつかの論点と課題に触れ、挨拶を締めくくった。

1 つめのキーノート・スピーチ³において、**マッカラム**は、学習可能性 (learnability) が金融政策分析において重要な役割を担っていると述べた。合理的に期待を形成するためには、個々の経済主体は、観測データをもとにシステ

¹ 所属は、コンファランス開催時点のもの。

² 詳細は、白川 [2009]参照。

³ 詳細は、McCallum [2009]参照。

ムの動学的特性を学習する必要がある。決定性（determinacy）が安定で学習可能な解と関連しない例を示しながら、決定性は、もっともらしい唯一の合理的期待解を得るために必要条件でも十分条件でもない指摘した。そのうえで、決定性の役割を再考し、その位置付けを大きく後退させる、あるいは置き換える必要があると論じた。

2 つめのキーノート・スピーチ⁴において、**オブストフェルド**は、まず、グローバル経済におけるエマージング経済の重要性が近年増していることを踏まえて、金融面の安定性に関するグローバルでシステミックな観点の重要性を指摘した。今次金融危機において、米国連邦準備制度は、海外中央銀行に対して通貨スワップ枠を設定し、ドル資金調達における国際的な最後の貸し手であったと述べた。しかしながら、これまでも増して、より本格的な国際協調の制度化が必要となっていると論じた。そして、モラルハザードといった問題は残るものの、各国中央銀行への信用供与枠を設定することで、国際通貨基金（IMF）が国際的な最後の貸し手としての役割を果たすことができると結論づけた。

2. 論文報告セッション

(1) Liquidity, Business Cycles, and Monetary Policy⁵ (流動性、景気循環と金融政策)

清滝信宏（プリンストン大）は、資本ストック、株式、マネーという流動性の異なる資産からなる貨幣経済モデルについて報告した。企業家は、保有株式を即座には売却できないため、株式は、マネーよりも流動性が低い。また、企業家は、借入制約に直面しており、設備投資資金を株式の新規発行によって部分的にしか調達できない。均衡では、マネーの保有から得られる収益がマネー以外の資産から得られる収益よりも低い（流動性プレミアム）にもかかわらず、企業家は、マネーを保有する。仮に、資産市場において、マネー以外の資産の流動性が外生的に低下すると、投資支出にかかる流動性制約が厳しくなるため、設備投資は減少する。マネーは、流動性の点で他資産より優れ、マネー以外の資産の流動性の突然の低下から生じる混乱を緩和することができるので、このような状況のもとでは、マネーを発行し株式を購入する公開市場操作は、マネー

⁴ 詳細は、Obstfeld [2009]参照。

⁵ 詳細は、Kiyotaki and Moore [2009]参照。

一以外の資産の流動性が突然失われるといった金融市場の混乱を和らげることができる。

指定討論者の**ゼン・リュウ**（サンフランシスコ連邦準備銀行）は、流動性制約の定量的な重要性を研究していく必要があると述べた。また、マネーと債券を交換する正統的な金融政策は、モデル上、経済に対し中立であると強調した。2人めの指定討論者として**マリアンヌ・ネッセン**（スウェーデン・リクスバンク）は、公開市場操作は、政府の損失を伴う税の歪みをもたらしうると指摘し、包括的な厚生分析が必要であると指摘した。また、モデルにおける労働者は、金融市場での取引の参加が制約されているが、もしこの制約を弱めれば、結論は変わりうると論じた。

フロアから、**デビッド・アルティグ**（アトランタ連邦準備銀行）は、リュウのコメントに加えて、モデルは、量的緩和（quantitative easing）は意味がないが、信用緩和（credit easing）は有効であることを示唆するのかと質問した。**清滝**は、公開市場操作は、単にマネー、債券といった流動的な資産の構成を変えるのではなく、非流動的な資産を民間部門から取り除くことによって、一層効果的になると答えた。ネッセンに同調して、**フランク・スメッツ**（欧州中央銀行）と**ポール・タッカー**（イングランド銀行）は、モデル上の公開市場操作は、実はレポでなくリスク資産の買切りであると指摘した。さらに、**スメッツ**は、レポ取引の利用が同様の有益な効果をもつのか質問した。**タッカー**は、流動性の利点は、保有資産が焦付く（credit losses）リスクと比較考量しなければならないと論じた。**清滝**は、非流動的な資産は、流動性プレミアムによってマネーよりも高い期待収益を生むので、均してみれば、政府は公開市場操作によって収益を得ることができるかと主張した。ネッセンに対しては、もし労働者が借入制約を受けて住宅投資のような投資機会に直面するのであれば、労働者は、モデルにおける企業家と類似したものになると回答した。また、厚生分析は必要であるとしつつも、異質な経済主体を仮定しているため、厚生分析は難しいと述べた。**マービン・グッドフレンド**（カーネギー・メロン大学）は、モデルが対象としているのは、狭義流動性ではなく広義流動性であると指摘し、中央銀行は、準備預金を積み増すことで広義流動性を増やすことができるのかと疑問を呈した。

(2) Segmentation in the US Dollar Money Markets During the Financial Crisis⁶ (金融危機下における米ドル短期金融市場の分断)

ジェームズ・J・マカンドリュース (ニューヨーク連邦準備銀行) は、平常時には統合度が高かったオーバーナイトのユーロドル市場と FF (federal funds) 市場の統合度を分析した。ユーロドル・FF 貸出の取引データのほか、LIBOR のオーバーナイト金利も用いて、2007 年夏以降の金融危機のもとで、2 つの市場の金利が著しく乖離したことを明らかにした。そして、中央銀行間の通貨スワップ協定によって、LIBOR と FF 金利のスプレッドが大きく低下したことを指摘し、2 つの市場の分断は、(1) 米国外ではドル準備が必要でないこと、(2) 取引時間帯が異なること、(3) 地域毎に取引相手が異なることによって生じたと論じた。

カトリン・アッセンマッシャー (スイス国民銀行) は、スプレッドが異なる理由として、呈示レートと実効レートの違い、信用力の違い、取引時間帯の違いを指摘した。また、LIBOR 金利をアジアのユーロドル金利と比較することを提案した。**福田慎一** (東京大学) は、日中データを用いて、ニューヨークの FF 市場内でさえ、危機時には大きな乖離が生じていたと指摘した。

アッセンマッシャーの論点に沿う形で、フロアから**ハンス・ゲンバーク** (香港金融管理局)、**ハビエル・スアレツ** (スペイン・金融研究センター)、**スメッツ**、**タッカー** は、カウンターパーティリスクの違いの推計結果への影響に疑問を呈した。例えば、**ゲンバーク** は、カウンターパーティリスクがカバー付き金利平価からの乖離をもたらしたのではないかと質問した。**タッカー** は、米国で活動していない銀行がカウンターパーティリスクを意図されることで、米国を本拠とする貸し手から信用割当てを受けていたかもしれないと指摘し、これは、カウンターパーティリスクではなく情報の非対称性を反映したものであると論じた。これに対し、**マカンドリュース** は、スワップ協定などインターバンク市場での政策措置は、カウンターパーティリスクに及ぼす影響も考慮に入れて評価する必要があると主張した。福田のコメントに対して、**マカンドリュース** は、取引時間帯や取引地点が同一であったとしても、FF 市場内には、日中に大きな乖離が存在すると同意した。また、スメッツが日中の時間を分析するように提案したのに対して、実際の取引時点ではなく決済時点をみているというデータ上の制約があると回答したうえで、両者の時間には大きなラグが存在すると述

⁶ 詳細は、McAndrews [2009]参照。

べた。ドルスワップ協定に関して、**オブストフェルド**と**ゲンバーク**は、市場の混乱が為替レートに及ぼす影響を強調した。また、**オブストフェルド**は、論文の結果は、米国の銀行が最終的には明確なドルの最後の貸し手を利用できるという認識に影響を受けたのではないかと質問した。オブストフェルドのキーノート・スピーチを受けて、**グラント・スペンサー**（ニュージーランド準備銀行）は、最後の貸し手に関するグローバルなアプローチの重要性を強調した。

(3) A Financial System Perspective on Japan's Experience in the Late 1980s⁷（1980年代後半の日本の経験に関する金融システムの展望）

ヒュン・ソン・シン（プリンストン大学）は、米国サブプライム危機から得られた教訓を踏まえて、1980年代後半の日本の経験を再考した。ここでは、製造業大企業が純債務者から純債権者になり、その結果、金融仲介部門の一部になったという事実に焦点を当てた。日本の大企業は、証券発行を通じて資金を調達し、金利自由化に伴い新たに導入された定期性預金の形で、銀行部門に新たなマネーを供給した。良質な借り手が既に資金を確保していたとき、緩和的な金融環境は、大規模な信用供与を促し、限界的な借り手、特に不動産関連企業の資金のアベイラビリティを高めた。

最初の討論者の**スペンサー**は、信用供給の主な原動力として、銀行システムへの新たな資金流入、レバレッジの低い金融機関からレバレッジの高い金融機関への資金の移動、好況期における銀行の市場シェア拡大戦略をあげた。2人めの討論者の**渡辺努**（一橋大学）は、資金循環統計において、非金融企業によって発行された証券の主な保有者は、外国人であったと指摘した。そして、外国人による政府発行証券の購入は、1980年代後半に低下したが、その変化は、政府の債務削減への取り組みに起因すると論じた。

フロアからは、マクロプルーデンス政策の問題に関して、**西村清彦**（日本銀行）は、レバレッジ比率の上限規制がもつ含意について質問した。**シン**は、過剰資本を吸収する方法を考える必要があると回答した。また、金融システムにかかる波及効果を測り、資本にピグー税を課すことを提案した。スペンサーのコメントに付け加える形で、**クリストファー・ケント**（オーストラリア準備銀行）は、金融の自由化・技術革新によって生じた競争圧力が原動力として機能

⁷ 詳細は、Hattori, Shin and Takahashi [2009]参照。

したと指摘した。**高橋亘**（日本銀行）は、それに答えて、市場シェア拡大戦略による説明は、やや古い時代のもので、1960年代、1970年代の日本の銀行に当てはまるが、金融自由化のもとでさえ、銀行は劇的には変わらなかったと述べた。渡辺のコメントに対して、**服部正純**（日本銀行）は、日本の非金融企業の外国子会社が日本企業によって発行された債券を購入する場合、資金循環統計では、外国企業による取引として分類されると指摘した。フロアから、**グッドフレンド**、**白塚重典**（日本銀行）、**ジョン・マレー**（カナダ中央銀行）は、当時、銀行が過大なリスクをとった主要因として、規制の政治経済学的側面、不均一な金融自由化を挙げた。これに対して、**マッカラム**は、日本が拡張的な金融・財政政策を採用する方向への政治的圧力について言及した。**アッセンマッシャー**と**有吉章**（国際通貨基金）は、不動産関連部門への貸出に、日本の銀行の関連企業が深く関わっていたことを指摘した。**ドナルド・L・コーン**（連邦準備制度）は、外国人を含め最終投資家は、なぜ、レバレッジが上昇したときに、より多くのリスクをとろうとしたのかと質問した。

(4) The Procyclical Effects of Bank Capital Regulation⁸（銀行の自己資本比率規制のプロシクリカルな影響）

スアレツは、銀行の自己資本比率規制が信用供給に及ぼすプロシクリカルな影響を分析するために、リレーションシップ・バンキングに関する扱いやすい動学的均衡モデルを提案し、バーゼルⅠ・Ⅱのもとでの最低自己資本の影響を評価した。モデルにおいて、銀行は、自らの収入へのショックや景気循環の状況が将来の貸出余力を弱めることを予想し、予備的な自己資本バッファを保持しようとする。このとき、様々な定量的な議論を通じて、不況の到来による銀行貸出の収縮は、予備的なバッファが大きいにもかかわらず、リスク感応的でない所要自己資本（バーゼルⅠ）よりも、リスク感応的な所要自己資本（バーゼルⅡ）のもとの方が大きいことを示した。また、ごくわずかな信頼水準の調整をシクリカルに行うことによって、銀行の長期的なソルベンシー目標を犠牲とせず、信用供給へのプロシクリカルな影響を有意に抑制できることを示した。

ハイビン・ズー（国際決済銀行）は、条件付きの自己資本比率規制の枠組み

⁸ 詳細は、Rafael and Suarez [2009]参照。

を設計する際、銀行部門のストレスを量る指標を作成し、その指標を最低自己資本と結びつけることの重要性と困難さについてコメントした。そして、将来的な拡張として、バーゼルⅡによって、銀行のリスク計測能力とリスク価格付け能力が向上し、この論文で検討されているようなプロシクリカルな影響が潜在的に低下する可能性を説明していくことを提案した。**ケント**は、コメントにおいて、信用供給へのプロシクリカルな影響を小さくするために、モデルの枠組みを拡張する方法が他にあるかもしれないと指摘した。特に、オーストラリアの1890年代と1930年代の2つの異なった不況期の経験に言及し、資産価格・貸出市場の動向による役割を含め、景気循環を通じてリスクが蓄積する過程を充実させることを主張した。

グッドフレンド、ゲンバーク、スペンサーは、プロシクリカリティを緩和した（countercyclical）自己資本比率規制の最適な設定を含め、マクロプルーデンス政策手段の実現可能性に対する疑問を呈した。例えば、**グッドフレンド**は、裁量的にプロシクリカリティを緩和した自己資本比率規制は、生産性ショックのより正確な評価が求められるため、インフレーション・ターゲティングよりも難しいと主張した。**スペンサー**は、マクロプルーデンス的な手段によって、どのように非対称性に対処するのか、特に、好況局面を抑制するよう銀行が自己資本を保持するのかと質問した。実践上の問題を認めただうえで、**ハイメ・カルアナ**（国際決済銀行）は、スアレッツの試みを支持し、政策当局者は、リスク感応的でないシステムへと逆戻りすることを避けるために、適切なバランスを見出す必要があると主張した。**スアレッツ**は、モデルはまだ、政策運営に対するあらゆる答えを提供するものではないが、経済学者や中央銀行関係者がそれぞれ望ましいと考えるプロシクリカリティの調整を確認するのに役立つ工具箱となるであろうと答えた。また、リスク感応的な所要自己資本を扱うために、投資プロジェクトのリスクの不均一性を組み込むといった拡張が可能であろうと述べた。ケントのコメントに対して、**スアレッツ**は、より多様な確率的過程のマクロショックをモデルに取り込み、分析することも可能であると回答した。**マレー**は、マクロプルーデンスを考慮することで、プロシクリカリティが実体経済に及ぼす帰結を理解していく方向性を示した。

(5) Credit Risk and the Macroeconomy: Evidence from an Estimated DSGE Model⁹ (信用リスクとマクロ経済：DSGEモデル推計を通じた検証)

サイモン・ギルクリスト (ボストン大学) は、1973年から2008年の期間にわたる企業のクレジットスプレッドについて、企業固有の倒産確率 (distance-to-defaults) の推定分布に基づき、中程度のリスクで満期の長い指標を構築し、その経済活動の予測力を他の標準的な金融指標と比較した。続いて、このクレジットスプレッドを用いて、フィナンシャルアクセラレーター・メカニズムを取り込んだ動学的確率的一般均衡 (DSGE) モデルを推計し、中程度のリスクで満期の長いクレジットスプレッドが実体経済変数に有意な予測力をもつことを示し、金融環境とマクロ経済成果との重要なつながりを示した。そして、DSGEモデルの予測に基づき、1973年から2008年までの期間における産出量と投資の循環変動の大部分が金融部門からのショックによるものであったと指摘した。

トッド・クラーク (カンザスシティ連邦準備銀行) は、論文で得られたスプレッドを他の金融指標と比較し、データの安定性を分析したり、外挿予測のパフォーマンスを確認したりすることで、より厳格な評価を加えることを提案した。続いて、DSGEモデル推計で、論文で得られたスプレッドを用いることの利点を明確にする必要があると付け加え、金融的なショックは、投資のみに影響するのかと質問した。**中嶋智之** (京都大学) は、論文で用いられている手法がリスクプレミアムと資産価格を説明するために、外生的なリスクプレミアム・ショックをオイラー方程式に加え、線形化されたモデルを用いて分析しているため、推計結果にバイアスをもたらしている点を、定量的な実例を示すことで指摘した。

フロアから、**西村**は、中嶋の意見に同調して、GDPが連続2四半期にわたり年率10%以上減少した環境に、線形近似が適切であるのかとの問題を提起した。**ギルクリスト**は、モデルが金融契約とリスクプレミアムから生じる2つの非線形性を特徴として有していることを認め、それらの相互作用の分析が重要であると述べた。クラークのコメントに対して、**ギルクリスト**は、負の金融ショックが消費と投資のマイナス方向への共変動を引き起こす場合もあるが、関連の符号は金融政策ルールの特特定化次第であると論じた。**藤原一平** (日本銀行) と

⁹ 詳細は、Gilchrist, Ortiz and Zakrajšek [2009]参照。

リュウはそれぞれ、金融ショックと異時点間ショックの識別の妥当性について質問した。スメッツは、推計されたショックを用いて人工的にデータを発生させ、モデルがプレミアムと産出量の先行・遅行関係を捉えられるのかを調べることを提案した。シンは、プレミアムだけでなく量的指標も考慮することを提案した。

(6) Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice¹⁰ (信用不安のもとでの中央銀行業務：連邦準備制度の政策運営に対する評価)

グッドフレンドは、金融面の混乱によって生じた異例な環境に照らして、中央銀行業務を再考する枠組みを提示した。中核的な中央銀行業務の取り組みを、金融政策 (monetary policy)、信用政策 (credit policy)、金利政策 (interest rate policy) に分類し、現状では、この 3 つの分類が重要であると強調した。財政的な観点からは、名目金利の非負制約のもとで、金融政策は、通常よりも大きな財政当局からの支持を必要とすると論じた。また、中央銀行の信用政策が財政政策に相当するようになるため、中央銀行の独立性が一時的な預金取扱金融機関に対する最後の貸し手機能のみに限定されていることと次第に両立しなくなると指摘し、中央銀行は、できる限り信用政策と距離を置く必要があると主張した。最後に、1951 年の連邦準備制度と財務省の金融政策に関する合意 (Fed-Treasury Accord on Monetary Policy) に関する研究を引用し、包括的な信用政策の基礎となる 6 つの原則を提案した。

スメッツは、討論の中で、この論文の枠組みが米国以外の金融政策運営を説明する最良のものかと質問した。また、中央銀行のバランスシートを使った非正統的な政策手段について、信用政策と流動性管理を区別すべきであると論じた。鵜飼博史 (日本銀行) は、日本の 2001 年から 2006 年までの量的緩和政策の経験を振り返り、名目金利の非負制約のもとで、中央銀行のバランスシートの負債サイドの拡大が経済を効果的に刺激するという考え方に疑問を呈した。また、中央銀行は、財政政策の領域にさらに踏み込むことに警戒的姿勢を保ちながら、自らの判断と責任に基づき、重要な金融政策手段の 1 つとしての信用政策を実行する必要があると論じた。

¹⁰ 詳細は、Goodfriend [2009]参照。

フロアから、**白塚**は、スметツの議論に沿う形で、平常時の金融政策の性格は、危機時の流動性管理の性格と異なると指摘した。**コーン**は、流動性の重要性を過小評価すべきでないとした。これに対し、**グッドフレンド**は、「流動性」という用語は、適切に理解されていないため、使うのを避けたと回答した。続いて、**鵜飼**の質問に対して、中央銀行のバランスシート拡大させる政策行動の有効性は、中央銀行の行動に対する信認に大きく依存していると述べた。**シン**は、金融市場のプレミアムを下げるには、超過準備を増大したり社債を購入したりするよりも、金融仲介活動に直接介入する方がより効果的であると論じた。**ケント**は、他の中央銀行によって採られた枠組み、特に準備預金に対する金利付与について考察することを提案した。これに対し、**グッドフレンド**は、自身の枠組みを国際的な観点から検討していきたいと回答した。財政政策の観点から、**白川**と**マカンドリューズ**は、財政政策が中央銀行の信認に強い影響を与えることを考慮すれば、財政政策を明確に定義する必要があることを強調した。**タッカー**は、財政当局の観点に立って、政策と指針を考える必要があると論じた。これに対し、**グッドフレンド**は、金融危機のもとにあっては、中央銀行は非正統的な金融政策に関連する政治的問題にも取り組む必要があると述べた。**マッカラム**は、明確な分類は究極的には、例えば、中央銀行が基本的には財政当局ではなく金融当局であるという立場を取るのかといったマネーに関する理解に依存すると述べた。

3. 政策パネル討論

植田和男（東京大学）が座長を務めた政策パネル討論では、中曾宏（日本銀行）、コーン、タッカー、カルアナが、世界的な金融危機に対する政策手段に関しての自身の意見を述べた。

(1) パネリスト・スピーチ

中曾は、まず、日本銀行、連邦準備制度、イングランド銀行、欧州中央銀行の主要4中央銀行がとってきた非正統的政策手段を概観した。非正統的政策は、政策金利が実質的な下限に到達し、正統的政策手段が多かれ少なかれ尽きたところで導入されたと述べた。次に、中央銀行による非正統的政策の分類を示した。具体的には、純粋な信用緩和は、超過準備を生成することなく、信用リス

クを中央銀行のバランスシートに取り込む一方、純粹な量的緩和は、例えば、政府証券の買入れを通じ、信用リスクを引き受けることなく、超過準備を生成する。現実には、大規模な流動性供給と対象となる機能不全に陥った市場への信用供与を含む形で、信用緩和と量的緩和を組み合わせた政策が実施されてきたと述べた。その結果として、4 中央銀行のバランスシートが拡大し、短期金融市場金利に大きな低下圧力をもたらしたと指摘した。そして、短期金融市場金利をプラスの水準に維持し、これによって、例えば、マネーマーケットの収縮といった副作用を最小化していくことは、中央銀行の間での共通認識となっていると補足した。

続いて、日本銀行による政策に焦点を当て、非正統的政策手段の有効性に関する中間評価を行った。リーマン・ブラザーズの破綻後、通貨スワップ市場が機能不全に陥った状況のもとで、ドル資金供給オペは、OIS-LIBOR スプレッドを大きく縮小させたと論じた。また、機能不全に陥ったクレジット市場に対する非正統的政策手段に関して、回帰分析の結果を示しながら、企業の適格債務を担保として固定金利・全額供給で流動性を供給する企業金融支援特別オペは、CP レポオペ、CP 買入れオペの効果と相まって、CP-OIS スプレッドを縮小させたと報告した。

最後に、各国中央銀行は、国債を買い入れているものの、その理由や公表された目的は異なると述べた。そして、これに対する市場の反応は区々であり、国債買入れの効果を注視していく必要があると結論付けた。

コーンは、最近の金融危機の 1 つの側面は、証券市場と金融仲介機関の密接な相互連関性によって、両者に深刻な負の影響が生じた点にあると指摘した。金融仲介と非金融支出の相乗作用を強調し、これらが資金流動性、市場流動性の低下といった、金融面の混乱を増幅させたと述べた。こうした点から、FF レートの低下のみでは、その効果が市場全般に行き渡らず、不十分であると論じた。そして、連邦準備制度は、機能不全に陥った市場に直接介入するために、いわゆる信用緩和と呼ばれる信用政策に踏み込む必要があったと論じた。

続いて、出口戦略に関して、中央銀行は、短期的なデフレ・リスクと長期的なインフレ・リスクという二正面作戦を遂行していく必要があると述べた。そして、中央銀行は出口戦略の制度的な枠組みを有しており、かつ、時期が来たときにそれを実行する意志をもっていることを、国民に納得させることが重要であると述べた。米国において好ましい兆候は、政府が通貨当局の独立性の重

要性を認識していることであると指摘し、これによって、連邦準備制度は、必要ときに金融引き締めを行う追加的な手段を提供するものとなると論じた。

非正統的政策から撤退した後、連邦準備制度がなすべき点に関して、連邦準備制度は、金融仲介機能の脆弱性と複雑性、金融部門と実体経済の相互依存性をこれまで以上に意識していると指摘し、次の 2 つのポイントを示した。第 1 に、中央銀行エコノミストは、金融政策分析にあたって、より高度な形で金融部門を組み込んでいくことが求められると述べた。第 2 に、危機が過ぎ去った後であっても、平常時における安定性を維持するために、流動性ファシリティが必要であると述べた。続いて、金融政策における資産価格の役割に言及し、より長い経済見通しの必要性に関する白川の意見に同意する一方、仮に産出量、インフレ率に潜在的な悪影響をもつバブル的な要素が資産価格にみられた場合であっても、中央銀行が金融環境を引き締め、マクロ経済的な目的を犠牲にすべきかという点については、結論を留保した。そして、資産価格バブルに対処していくために、まずは、より効果的な金融監督・規制が重要であるとした。

最後に、インフレ目標に関して、期待のコントロールの難しさを踏まえれば、インフレ目標の数値定義の引き上げは、たとえ一時的であっても違和感を持つと述べた。

タッカーは、最後の貸し手 (lender of last resort)、最後のマーケットメイカー (market maker of last resort)、最後の資本提供者 (capital of last resort) という金融危機時における 3 つの最終手段としての政策 (last resort policy) に焦点を当てた¹¹。3 つのうち、第 1 の政策については、これまで精力的に議論がなされており、十分に理解されているが、残り 2 つの政策に関する理解は不足しており、新たな取り組みが求められるとした。

第 1 に、イングランド銀行は、銀行に対する流動性保険を供与することと、銀行がより大きなリスクを引き受ける誘因を創出してしまうことのバランスをとりながら、最後の貸し手として行動してきたと述べた。そして、こうしたファシリティの 5 つの原則として、(1) 金融政策との不一致を回避し、理想的にはそれをサポートすること、(2) 十分な担保を保全すること、(3) オーバーナイトや 1 週間よりも長い期間で流動性を供給すること、(4) 買入れよりも、貸付け、レポもしくはスワップを用いること、(5) 常設ファシリティを通して商業銀行のみに提供することを提示した。そして、流動性保険ファシリティは、

¹¹ 詳細は、Tucker [2009]参照。

イングランド銀行の判断によって、支払い能力に深刻な問題がない銀行に提供される必要があると付け加えた。

第 2 に、最後のマーケットメイカーとしての役割は、市場型金融仲介機能の発展を映じて、中央銀行にとって未知の領域であるとした。CP や社債の最後の砦（backstop bid）となるイングランド銀行のファシリティを例にあげて、中央銀行は、資本市場の流動性をサポートする能力を保持する必要があると主張した。そして、この役割のための 5 つの原則として、(1) 金融政策をサポートすること、(2) ペナルティを課すこと、(3) オークション機能を用いること、(4) 中央銀行の自己資本へのエクスポージャーを限定すること、(5) 平時における市場機能を代替しないことを挙げた。

第 3 そして最後に、最後の資本提供者について論じ、ごくまれにしか必要とされない役割ではあるが、現実的には、財政当局がリスク引受け能力を担う役割を果たすことが、多くの人々に期待されていると述べた。資本注入の基準は、中央銀行と規制当局が協力して策定することができると論じた。また、モラルハザードに取り組むために、リスクを銀行部門に回帰させることを提案した。例えば、財政当局が被る損失は、生き残った銀行システムから回収されるべきと指摘した。そして、最後の資本提供者が遵守すべき原則は、われわれの後継者が将来危機に直面する前に策定されることが望ましいとした。

カルアナは、最近の危機で金融安定化の観点から得られた金融政策への教訓として、経済と金融システム、そしてこれらの相互依存関係についての知識が不十分であったこと、市場の自己補正（self-correction）メカニズムに関する知識の欠如ではなく、誘因が不十分であったこと、最近のシステム的な危機のコストが著しく大きかったことの 3 点を挙げた。

これらの教訓から、政策当局者は、負のショックが発生した時に事後的な対応策（clean-up efforts）をとるだけでなく、金融面の不均衡の蓄積に対して一層予防的に行動する必要があると主張した。特に、プルーデンス政策は、より明確にマクロ経済学的な視点を取り込む必要があると強調した。また、システムリスクやプロシクリシティを評価するには、早期警戒システム、協調体制の体系整備、市場基盤の整備が必要であると述べた。ただし、これらの分野の強化だけでは十分でなく、マクロ経済政策は、資産価格バブル崩壊の事後処理のみに用いられるべきではないと論じた。マクロ経済政策も過剰なリスク蓄積の阻止に貢献していく必要があることを示すために、1999 年前後におけるス

ペインの事例を示した。スペイン経済は、当時、ユーロシステムへの加入によって金利が急激に低下するなか、住宅ブームに直面していた。欧州中央銀行によって定められた政策金利は、スペインの経済状態にとっては低いものであった。そこで、スペインの政策当局は、プルーデンス政策面から、営業利益に対して、当初の数年間、20パーセントに相当する新たな貸出引当金の枠組み導入を決定した。この政策は、貸出の伸びを十分に抑えることはできなかったものの、信用リスクを抑制し、十分なバッファーを作り出すことに成功したと述べた。この事例は、金融政策との協調の必要性を示している。

最後に、金融政策は、低金利のもと、特にそれが長期間にわたって維持されるときには、リスク選好が強まるというリスクテイキング・チャンネルを考慮に入れる必要があると論じた。そして、中央銀行が金融の安定化と通貨の安定化の間のトレードオフに直面したとしても、資産価格は信用面の循環に相当の影響を及ぼし、政策スタンスに本来的に影響を受けると考えられるので、資産価格を外生変数として扱わないことが望ましいと主張した。そして、金融の安定化と通貨の安定化の間のトレードオフは、現実よりも明らかそうに見えるが、長期的には2つの目標は補完的になりうると述べた。

(2) 一般質疑

パネリストの発言に続いて、フロア参加者を交えた一般討論に移るにあたり、**植田**は、いくつかの質問を提示した。具体的には、量的緩和、信用緩和の有効性とそれらの波及経路、日本銀行が実施した2001年から2006年にかけての量的緩和政策と現在主要中央銀行が行っている政策、特にオーバーナイト金利とコミットメントの役割における違い、信用緩和の目標、非正統的政策からの出口戦略であった。

量的緩和と信用緩和の違いについて、**スペンサー**は、2つの政策の主要な目的とその達成の度合いについて質問した。**タッカー**は、イングランド銀行は、名目需要を刺激するために広義マネーを拡大させる量的緩和を実行しており、それによって、ポートフォリオリバランス・チャンネルを通じて金融市場のリスクプレミアムを潜在的に低下させていると答えた。**中曽**は、日本銀行は、企業金融市場の機能が大きく低下したため、信用緩和に踏み込んだと回答した。そして、日本銀行の信用ファシリティは、危機時にのみ利用する誘因があるよう設計されているため、信用ファシリティの利用低下は、好ましいシグナルである

と論じた。また、日本銀行は、信用緩和を自らのリスク許容力の範囲内で実施していると付け加えた。

政策コミットメントについて、**マレー**は、最近カナダ中央銀行は、自らの見通しに従って、目標オーバーナイト金利を1年先まで25ベーシスポイントに維持することをコミットしたことに言及した。そして、イールドカーブには、コミットメントに対する好ましい反応が観察されたと付け加えた。**ネッセン**は、スウェーデン・リクスバンクは、金融市場の期待を制御するために、政策金利の見通しを公表していると述べた。期待の制御は難しいとしたうえで、金融市場は、より収斂した金利見通しのファンチャートと固定金利でのより長期のオペについて熟考していると論じた。**スメッツ**は、欧州中央銀行が実施しているように、オペ期間の長期化は、イールドカーブをフラット化させるために使うことができる述べた。**タッカー**は、固定金利での長期オペの実施は、世間一般だけでなく、政策当局者さえも、先行きの政策運営の見通しを不明確なものにするとし、このような微妙なシグナルは有益なものとはなりえないと述べた。**コーン**は、2003年から2005年において連邦準備制度が採った低金利政策に関する条件付けを、国民は理解していなかったとコメントした。**中曽**は、現状とそれが抱える高い不確実性を踏まえると、コミュニケーション戦略の改善がより重要になると述べた。

出口戦略について、**アルティグ**は、巨額の財政赤字が金融政策の信認を低下させかねない状況のもとで、適切な戦略とは何かと質問した。**コーン**と**タッカー**は、出口過程において、いつ金利を引き上げるかを決定するうえで、金融政策の究極的な目標に焦点を当てていくことが重要であると強調した。**コーン**は、将来の財政政策経路とその持続可能性についての不確実性が、リスクプレミアムを上昇させる可能性を考慮する必要があると述べた。**中曽**は、現在中央銀行がバランスシートの資産側に抱えるクレジット商品や債券の残存期間は、日本銀行の量的緩和政策期と比べて長期化していると述べた。そして、日本銀行は、比較的短い満期で多様化させていた金融市場調節のオペを期落ちさせることで、3カ月のうちに円滑に準備預金残高を削減することができたと述べた。

白川は、中央銀行は、通常の経済モデルが取り扱うよりも長い時間的視野のもとで、金融面の不均衡に対してどのように対応していくべきか、またそうした政策行動をどのように国民に対して説明すべきかと質問した。**スアレツ**は、マクロプルーデンス政策の目的が物価の安定という中央銀行の主要な目的と矛

盾する可能性について懸念を表明した。**スметツ**は、危機を克服した後は、大きすぎてつぶせない (too-big-to-fail) という問題に代表されるモラルハザードの問題や破綻銀行の秩序だった処理に、より多くの注意を払う必要があると提起した。**ケント**は、規制がかからないシャドバンキング・システムの重要な役割を踏まえると、規制だけでは十分でないかもしれないと論じた。**カルアナ**は、政策当局者は、金融危機を未然に阻止するために、プルーデンス規制だけではなく利用可能なあらゆる政策手段を活用していく必要があると述べた。**タッカー**は、大きすぎてつぶせないという問題に取り組むことが重要であると同意的なうえで、マクロプルーデンス政策のための新たな政策手段が必要であると付け加えた。**コーン**は、事前対応政策 (leaning-against-the-window) の費用対効果を考えると、個人的には費用の方が大きいとしたうえで、そうした費用対効果の評価はリアルタイムでは複雑であると述べた。

オブストフェルドは、カルアナが示したスペインでのプルーデンス政策から得られる、ユーロエリアのような通貨圏での金融規制の枠組み構築への含意について質問し、スペインでの政策の成功は、スペイン経済とその他ユーロエリアが金融面で分断されていたことによるのではないかと論じた。**カルアナ**は、オブストフェルドの指摘に同意したうえで、民間銀行が海外の民間銀行との競争にさらされていることから、1国のみによるプルーデンス政策の効果は限定的であるとし、各国が共通の規制のもとで協調していくよう促す必要があると述べた。

参考文献

- 白川方明、「金融政策の実践と金融システム：思考様式を巡る変遷」、2009年国際コンファランス、2009。
- Gilchrist, Simon, Alberto Ortiz, and Egon Zakrajšek, “Credit Risk and the Macroeconomy: Evidence from an Estimated DSGE Model,” paper presented at the 2009 International Conference on “Financial System and Monetary Policy Implementation” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.
- Goodfriend, Marvin, “Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice,” paper presented at the 2009 International Conference on “Financial System and Monetary Policy Implementation” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.

- Hattori, Masazumi, Hyun Song Shin, and Wataru Takahashi, “A Financial System Perspective on Japan's Experience in the Late 1980s,” paper presented at the 2009 International Conference on “Financial System and Monetary Policy Implementation” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.
- Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore, “Liquidity, Business Cycles, and Monetary Policy,” paper presented at the 2009 International Conference on “Financial System and Monetary Policy Implementation” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.
- McAndrews, James J., “Segmentation in the U.S. Dollar Money Markets during the Financial Crisis,” paper presented at the 2009 International Conference on “Financial System and Monetary Policy Implementation” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.
- McCallum, Bennett T., “The Role of ‘Determinacy’ in Monetary Policy Analysis,” remarks presented at the 2009 International Conference on “Financial System and Monetary Policy Implementation” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.
- Obstfeld, Maurice, “Lenders of Last Resort in a Globalized World,” remarks presented at the 2009 International Conference on “Financial System and Monetary Policy Implementation” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.
- Repullo, Rafael and Javier Suarez, “The Procyclical Effects of Bank Capital Regulation,” paper presented at the 2009 International Conference on “Financial System and Monetary Policy Implementation” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.
- Tucker, Paul, “The Repertoire of Official Sector Interventions in the Financial System: Last Resort Lending, Market-Making, and Capital,” remarks presented at the 2009 International Conference on “Financial System and Monetary Policy Implementation” held at the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009 (available at <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speeches390.pdf>).

Wednesday, May 27, 2009

Morning

Opening Session

- Chairperson: **Kiyohiko G. Nishimura**, Bank of Japan
- Introductory Speech: **Masaaki Shirakawa**, Bank of Japan
- Keynote Speeches: **Bennett T. McCallum**, Carnegie Mellon University
Topic: The Role of ‘Determinacy’ in Monetary Policy Analysis
Maurice Obstfeld, University of California at Berkeley
Topic: Lenders of Last Resort in a Globalized World

Session 1: Liquidity, Business Cycles, and Monetary Policy

- Chairperson: **Wataru Takahashi**, Bank of Japan
- Paper presenter: **Nobuhiro Kiyotaki**, Princeton University
- Discussant: **Zheng Liu**, Federal Reserve Bank of San Francisco
- Discussant: **Marianne Nessén**, Sveriges Riksbank

Session 2: Segmentation in the U.S. Dollar Money Markets During the Financial Crisis

- Chairperson: **John Murray**, Bank of Canada
- Paper presenter: **James J. McAndrews**, Federal Reserve Bank of New York
- Discussant: **Katrin Assenmacher**, Swiss National Bank
- Discussant: **Shin-ichi Fukuda**, University of Tokyo

Afternoon

Session 3: A Financial System Perspective on Japan’s Experience in the Late 1980s

- Chairperson: **Shigenori Shiratsuka**, Bank of Japan
- Paper presenter: **Masazumi Hattori**, Bank of Japan, **Hyun Song Shin**, Princeton University, and **Wataru Takahashi**, Bank of Japan
- Discussant: **Grant Spencer**, Reserve Bank of New Zealand
- Discussant: **Tsutomu Watanabe**, Hitotsubashi University

Session 4: The Procyclical Effects of Bank Capital Regulation

Chairperson: **Shigenori Shiratsuka**, Bank of Japan
Paper presenter: **Javier Suarez**, Centro de Estudios Monetarios y Financieros
Discussant: **Haibin Zhu**, Bank for International Settlement
Discussant: **Christopher Kent**, Reserve Bank of Australia

Session 5: Credit Risk and the Macroeconomy: Evidence from an Estimated DSGE Model

Chairperson: **Hans Genberg**, Hong Kong Monetary Authority
Paper presenter: **Simon Gilchrist**, Boston University
Discussant: **Todd Clark**, Federal Reserve Bank of Kansas City
Discussant: **Tomoyuki Nakajima**, Kyoto University

Thursday, May 28, 2009

Morning

Session 6: Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice

Chairperson: **David Altig**, Federal Reserve Bank of Atlanta
Paper presenter: **Marvin Goodfriend**, Carnegie Mellon University
Discussant: **Frank Smets**, European Central Bank
Discussant: **Hiroshi Ugai**, Bank of Japan

Policy Panel Discussion

Chairperson: **Kazuo Ueda**, University of Tokyo
Panelists: **Jaime Caruana**, Bank for International Settlement
Donald L. Kohn, Board of Governors of the Federal Reserve System
Paul Tucker, Bank of England
Hiroshi Nakaso, Bank of Japan

Appendix 2: List of Participants

Ashvin Ahuja	Bank of Thailand
David Altig	Federal Reserve Bank of Atlanta
Yoichi Arai	University of Tokyo
Akira Ariyoshi	International Monetary Fund
Katrin Assenmacher	Swiss National Bank
Jaime Caruana	Bank for International Settlements
Todd Clark	Federal Reserve Bank of Kansas City
Sebastián Claro	Central Bank of Chile
Julen Esteban-Pretel	University of Tokyo
Junichi Fujimoto	University of Tokyo
Ippei Fujiwara	Bank of Japan
Shin-ichi Fukuda	University of Tokyo
Hans Genberg	Hong Kong Monetary Authority
Simon Gilchrist	Boston University
Marvin Goodfriend	Carnegie Mellon University
Kristin Gulbrandsen	Central Bank of Norway
Masazumi Hattori	Bank of Japan
Hideo Hayakawa	Bank of Japan
Charles Yuji Horioka	Osaka University
Selahattin Imrohoroglu	University of Southern California
Nobuo Inaba	Ricoh Company, Ltd.
Takatoshi Ito	University of Tokyo
Kazumasa Iwata	Economic and Social Research Institute, Cabinet Office
Hideki Izawa	Kobe University
Ji Zhihong	People's Bank of China
Toshiki Jinushi	Kobe University
Takashi Kano	University of Tokyo
Hiroyuki Kasahara	University of Western Ontario
Christopher Kent	Reserve Bank of Australia
Yukinobu Kitamura	Hitotsubashi University
Nobuhiro Kiyotaki	Princeton University
Donald Kohn	Federal Reserve System
Jong Kyu Lee	The Bank of Korea
Zheng Liu	Federal Reserve Bank of San Francisco
Naoki Makimoto	University of Tsukuba
James J. McAndrews	Federal Reserve Bank of New York
Bennett T. McCallum	Carnegie Mellon University
John Murray	Bank of Canada
Tomoyuki Nakajima	Kyoto University
Hiroshi Nakaso	Bank of Japan
Marianne Nessén	Sveriges Riksbank
Kiyohiko G. Nishimura	Bank of Japan

Maurice Obstfeld	University of California at Berkeley
Kazuhiko Ohashi	Hitotsubashi University
Mitsuaki Okabe	Meiji Gakuin University
Yuri Okina	Japan Research Institute
Tsunao Okumura	Yokohama National University
Arito Ono	Mizuho Research Institute
Keisuke Otsu	Sophia University
Juan Ruiz	Bank of Spain
Jean-Luc Schneider	Organisation for Economic Co-operation and Development
Mohamad Hasni Shaari	Central Bank of Malaysia
Hyun Song Shin	Princeton University
Mototsugu Shintani	Vanderbilt University
Etsuro Shioji	Hitotsubashi University
Masaaki Shirakawa	Bank of Japan
Shigenori Shiratsuka	Bank of Japan
Frank Smets	European Central Bank
Yutaka Soejima	Bank of Japan
Grant Spencer	Reserve Bank of New Zealand
Javier Suarez	Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI)
Miyako Suda	Bank of Japan
Antti Suvanto	Bank of Finland
Hiroo Taguchi	Hosei University
Wataru Takahashi	Bank of Japan
Kenshi Taketa	Aoyama Gakuin University
Takayuki Tsuruga	Kansai University
Paul Tucker	Bank of England
Kazuo Ueda	University of Tokyo
Hiroshi Ugai	Bank of Japan
Cees Ullersma	Netherlands Bank
Tsutomu Watanabe	Hitotsubashi University
Wako Watanabe	Keio University
Tomoyoshi Yabu	Keio University
Hirohide Yamaguchi	Bank of Japan
Yutaka Yamaguchi	Former Deputy Governor of Bank of Japan
Yap Wy-En	Monetary Authority of Singapore
Jiro Yoshida	University of Tokyo
Naoyuki Yoshino	Keio University
Haibin Zhu	Bank for International Settlements