

「金融危機と国際金融システム」 —2013年国際コンファランスの様相—

くろずみたくし たけやま あずさ ふじき ひろし よしだともお
黒住卓司 / 竹山 梓 / 藤木 裕 / 吉田知生

日本銀行金融研究所は、2013年5月29、30日に日本銀行本店において、「金融危機と国際金融システム (Financial Crises and the Global Financial System)」と題する2013年国際コンファランスを開催した。本コンファランスには、学界、国際機関、中央銀行から、約50名の有識者が参加し¹、先般の金融危機によって明らかにされた国際金融システムの論点について議論が行われた。

本コンファランスは、日本銀行総裁の黒田東彦の開会挨拶で始まった。金融研究所海外顧問のモーリス・オブストフェルド (カリフォルニア大学バークレー校) がキーノート・スピーチを、ギレルモ・カルボ (コロンビア大学) が前川講演を、スタンレー・フィッシャー (イスラエル銀行) が夕食会特別講演を行った。5本の論文が報告され、本コンファランスは、政策パネル討論で締めくくられた。

1. 開会挨拶²

開会挨拶において、黒田は、先般の金融危機は、危機が先進国で発生し、新興国に広がったこと、金融システムの機能不全によって引き起こされ、増幅されたことの2点において、過去の金融危機とは異なると指摘した。また、国際金融界では、先般の金融危機によって深刻な影響を受けた金融システムの再建に向けて、資本移動規制と金融規制・金融機関監督の2点について検討を深めていく必要があると述べた。

.....
本稿は“Financial Crises and the Global Financial System: Summary of the 2013 BOJ-IMES Conference Organized by the Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan,” *Monetary and Economic Studies* Vol. 31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モーリス・オブストフェルド教授とマーヴィン・グッドフレンド教授、特別顧問である植田和男教授、およびその他すべての参加者に対し、示唆に富んだプレゼンテーションや議論に感謝の意を表したい。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。

黒住卓司 日本銀行金融研究所企画役 (E-mail: takushi.kurozumi@boj.or.jp)

竹山 梓 日本銀行金融研究所企画役 (E-mail: azusa.takeyama@boj.or.jp)

藤木 裕 日本銀行金融研究所参事役 (E-mail: hiroshi.fujiki@boj.or.jp)

吉田知生 日本銀行金融研究所長 (E-mail: tomoo.yoshida@boj.or.jp)

1 プログラムは参考1を参照。参加者リストは参考2を参照。所属は、コンファランス開催時点のもの。

2 詳細は、黒田 [2013] を参照。

資本移動規制について、黒田は、先般の金融危機が国際的に伝播した原因の1つは、金融のグローバル化やそれに伴うグロスの資本移動の世界的な急増であったと考えられており、ブルーデンシャルな資本移動規制への関心が高まっていると述べた。金融規制・金融機関監督については、先般の危機を経て、金融の安定の重要性が世界的に再認識され、G20などの場では、金融規制・金融機関監督の整備、国際的な調和が議論されているが、その際、「金融のトリレンマ」の議論は有益な視点を提供していると指摘した。

2. キーノート・スピーチ: On Keeping Your Powder Dry: Fiscal Foundations of Financial and Price Stability (万一に備えることについて: 金融安定と物価安定への財政的基礎付け)³

オブストフェルドは、金融システムや実体経済を支援するという政府の約束に関する信認のためには、明確に定義された財政支出ルールが不可欠であると主張した。そのようなルールが無ければ、金融の不安定さが悪化するであろうし、物価の不安定や政府の債務不履行を招来するかもしれない。さらに、金融市場の機能が損なわれ、実体経済に多大な損失をもたらすであろう。また、日本の10年以上にわたる低成長とデフレから脱出しようとする現在の経済政策は、巨額な公的債務の累積を容認することがいかに危険であるかを示している、と述べた。

オブストフェルドの主張の背景には、4つの分析がある。第1に、最近のシャドー・バンキング・システムの発展と、銀行危機に最近見舞われた国々が負担する費用が顕著に増大していることを概観した。第2に、金融の安定を確保するためには、政策担当者は、危機発生後にありうる政策対応を考慮したうえで、危機発生前の政策手段を設計しなければならないと主張した。とくに、市場参加者全体のモラル・ハザードを制限するためには、事前の流動性支援と、事後的な破たん金融機関に対する手段は、相互に整合的であるべきとした。第3に、最近の積極的な中央銀行による流動性支援の潜在的な費用は、金融政策と財政政策の境界が曖昧になることであり、それは物価安定のための中央銀行の独立性に対して潜在的な政治的帰結を持ちうるという警鐘を鳴らした。なぜなら、その曖昧さが、オブストフェルドの第2の主張が成り立たないような状況を招きうるからである。このことについて理解するために、財政政策が納税者の負担とモラル・ハザードを制限するようになっていない場合を考える。この場合、危機によって経済全般に付随的な大損害が及び、巨額の財政赤字を招き、金融システムの保証人としての政府の信認が疑われるであろう。このような状況では、中央銀行は、インフレによって財政赤字を解消するという役割を、再び演じさせられるかもしれない。最後に、日本の状況について以下のように述べた。日本の政策当局は、いまやインフレ予想醸成への働きかけを企図している。

.....
3 詳細は、Obstfeld [2013] を参照。

しかし、現在の公的債務水準のもとで、金融の不安定化と、名目金利の上昇が余儀ない中で政府の資金調達に問題が生じることを避けながら、この政策を進めるには、絶妙なバランスの取れた行動が求められる。明らかにリスクは存在するが、この急進的な政策転換のほかに代替案はない。政策転換をさらに遅らせることは、政策が成功する可能性を下げるだけである。

3. 前川講演：Puzzling Over the Anatomy of Crises: Liquidity and the Veil of Finance（危機解明の難題：流動性と金融のヴェール）⁴

カルボは、2つの完全な流動性資産として不換紙幣と銀行預金をあげ、資産の流動性の源泉に関する議論から講演を始めた。不換紙幣が完全な流動性資産である理由として、それが法定通貨であるだけでなく、その計算単位（unit of account）としての価値が粘着的な価格のもとで短期的には修正されないことをあげた。こうした不換紙幣に対する流動性の基礎付けを「貨幣の価格理論（Price Theory of Money）」と呼称し、この理論によれば、欧州の人々が引き続き大半の価格をユーロ建てにする限り、ユーロは消滅しないだろうと述べた。銀行預金については、その流動性は、預金保険や中央銀行による最後の貸し手機能（lender of last resort: LLR）などの流動性の公的な保護に由来すると指摘した。

次に、カルボは、計算単位として用いられず LLR でも保護されない、不完全な流動性資産が、「急停止（Sudden Stop）」と呼称する大規模かつ予想困難な信用収縮において中心的な役割を果たすと主張した。不完全な流動性資産の例として不動産担保証券（mortgage backed securities: MBS）をあげ、不完全流動性資産を担保として用いるレポ取引などを通じてレバレッジを拡大することができるため、金融セクターは、こうした不完全な流動性資産を組成する誘因を常に持っているとして主張した。しかし、不完全な流動性資産に対する取付けは、その流動性プレミアムを剥奪し、その価格の下落、すなわち急停止を引き起こすため、不完全な流動性資産は、預金保険で保護されない銀行預金と同様に、取付けに対して脆弱であることを強調した。

カルボは、金融危機に関するいくつかの不可解な事実は、急停止によって引き起こされた不完全な流動性資産を含む流動性の枯渇という観点から理解可能であると主張した。まず、MBS を含むいくつかの資産は、徐々にその知名度を高めることで、流動性を高めていったと指摘した。このような流動性獲得のための浸透期間は、信用拡大を引き起こし、信用縮小の前の信用拡大と、危機の前段階における資本流入の増加という2つの不可解な事実を説明するのに役立つと主張した。金融危機に関するもう1つの不可解な事実として、ユーロ危機の渦中にある欧州諸国では、資本流入と資本流出の両方が危機前に増加し、危機後に減少した事実を指摘した。こう

4 詳細は、Calvo [2013] を参照。

した事実の解釈として、これらの国々の金融商品は、ユーロの採用を通して流動性を獲得し、その取引高が増加したものの、危機後、それらの金融商品は、危機を免れた国の金融商品との完全な代替性について懸念が生じたため、流動性を失い、取引高が大幅に減少したと述べた。

最後に、カルボは、流動性の果たす重要な役割を看過しているとして、伝統的な金融理論を強く批判した。ケインジアンとマネタリストの双方とも、信用市場の摩擦を真剣に考慮してこなかったと指摘した。また、流動性や急停止といった、先般の危機の鍵となる要素を捨象していたとして、標準的なニュー・ケインジアン・モデルを批判した。そして、過去の危機と同様の特性をもつ金融危機を防ぐためには、流動性に関するさらなる研究が必要であることを強調して講演を締めくくった。

フロアから、マーヴィン・グッドフレンド（カーネギー・メロン大学）は、なぜ人々は、高インフレのもとでも不換紙幣を使い続けるのか質問した。カルボは、価格設定者間での協調が必要となるため、価格設定に用いる通貨の変更は難しく、人々は高インフレのもとでも自らの通貨に基づいて多くの価格を設定し続けると返答した。また、そうした事実を踏まえると、高インフレに対する不換紙幣の回復力は、貨幣の価格理論の観点から理解されると主張した。フランク・スметツ（欧州中央銀行）は、大恐慌後に金融機関の信用創造機能と流動性創造機能の分離を提案したシカゴ・プランは、金融の安定を維持するための有用な手段であったか質問した。カルボは、シカゴ・プランは現代社会においては機能しないかもしれないと指摘し、その理由として、たとえそれら2つの機能を分離したとしても、現代の金融セクターは、MBSのような、ある種の流動性として使われうる金融商品を組成することをあげた。ウィリアム・ガーサイド（早稲田大学）は、資本が国境を越えて活発に移動する状況で、各国当局が、流動性の管理についてどの程度の自由度を有しているのか質問した。カルボは、資本流入の増加は、その国に対する投資の流動性を高め、その国への投資をより積極的に促すと指摘した。また、各国当局が国際的な資本流出に介入するのは非常に困難であると述べた。植田和男（東京大学）は、1990年代に日本の不動産の価格と流動性が著しく低下したことに対して、日本銀行は、不動産を購入すべきであったか質問した。カルボは、日本では不動産購入が効果的であったかもしれないが、そうした政策は、実質的にある種の財政政策とみなされることから、注意深く準備する必要があると返答した。

4. 夕食会特別講演

夕食会において、フィッシャーは、「金融危機の結果、中央銀行の行動はどのように変わるか」というテーマで特別講演を行った。講演では、ゼロ金利下における中央銀行のオペレーションと先般の金融危機後のマクロプルーデンス政策が取り上げられた。

第1にフィッシャーは、ゼロ金利下における中央銀行のオペレーションに関する3

つの論点について論じたうえで、柔軟なインフレ目標政策（flexible inflation targeting）はゼロ金利下においても有効であると強調した。まず、先進国の中央銀行は、政策金利がゼロ近傍になっても、数多くの種類の量的緩和の実施を通じて、多くのことができることを示したと述べた。中でも、機能が大きく低下した市場において、最後の貸し手となるだけでなく、最後のマーケット・メーカー（the market maker of last resort）としての役割を果たすこともできることを示した。次に為替レートに影響を与えるために金融政策を用いることについて論じた。フィッシャーは、連邦準備制度が為替レートに影響を与えるために金融政策を用いているわけではない一方、いくつかの新興国は、金融政策を用いて為替レートに影響を与えようとしているように窺われると述べた。また、スイス国民銀行による無制限介入は、「市場に逆らうな」という伝統的な主張に反する金融政策の技術革新の1つである。この主張は、中央銀行が自国通貨安を食い止めようと外国通貨の売り介入を行わなければならない場合は正しいが、自国通貨高を食い止める必要があり、外国通貨の購入による不胎化介入を実施できる場合は正しくない。最後に、中央銀行は、経済情勢に予想外の変化があると、フォワード・ガイダンスで示された将来金利の経路から乖離することもあると予想されるため、フォワード・ガイダンスは、独特の政策手段ではなく金融市場とのコミュニケーションの手段であると述べた。柔軟なインフレ目標政策は金融政策の枠組みとして、先般の金融危機後も有効であると結論付けた。

第2にフィッシャーは、マクロプルーデンス政策として定義されている住宅ローンの対担保価値（loan to value）比率の規制や住宅ローンに対する所要自己資本の変更など住宅市場の鎮静化を目的としたいくつかの政策手段は必ずしも中央銀行の新しい政策手段であるとはいえないと述べた。1960年から70年代にかけて、中央銀行は、マクロプルーデンス政策と呼ばれてはいなかったが、金融セクターが行う貸出について広範かつ詳細な介入を行っていた。マクロプルーデンス政策として括られる政策課題のうちいくつかは、標準的な金融政策よりもはるかに政治的に取り扱いに注意を要するものであるため、マクロプルーデンス政策を担う中央銀行は金融政策の独立性を維持することができなくなるであろうとの懸念がある。しかし、中央銀行がマクロプルーデンス政策を担うとしても、金融政策と金融安定化政策を運営する主体を分離することによって、中央銀行は金融政策の独立性を維持することができる」と主張した。代表例は、イングランド銀行の新しい政策運営の枠組みであり、金融政策委員会が以前のもままである一方、金融システム政策委員会が異なるメンバー構成で金融の安定について責任を負っている。

5. 論文報告セッション

(1) Prudential Capital Controls: Is There a Case for International Coordination? (プルーデンシャルな資本移動規制：国際協調が求められる場合はあるか)⁵

プルーデンシャルな資本移動規制は、近年、新興国や国際通貨基金（IMF）などの国際機関の政策当局者の間で、資本流入の急激な拡大・縮小に対処するための政策手段とみなされるようになってきた。こうしたもとで、オリヴィエ・ジャン（ジョンズ・ホプキンス大学）は、マクロプルーデンス政策と資本移動規制の経済厚生に関する含意と、プルーデンシャルな資本移動規制の国際協調の可能性を分析した。理論分析の結果に基づき、ジャンは、まず、国内からの借入に対する課税などのマクロプルーデンス政策は、資本移動に伴う国内の信用の急激な拡大・縮小に対処するための最善策であり、国外からの借入に対する課税などのプルーデンシャルな資本移動規制は次善策であるかもしれないと述べた。マクロプルーデンス政策が最善策である理由は、借入に関する内部化されていない社会的費用を発生させる金融市場の摩擦が存在するもとで、マクロプルーデンス政策が、国内の借入に関する貸し手の私的利益をその社会的利益に一致させるように、借入の総量を直接削減するからである。次に、ジャンは、マクロプルーデンス政策と資本移動規制はともに国際的な波及効果を持つことを示し、国際的な協調無しに行われる資本移動規制は、国際的に金利を低下させる「資本戦争（capital war）」を引き起こす可能性があるか検証した。分析の結果は、資本移動規制の国際協調が一般に成立する可能性を保証するものではないが、世界全体で完全雇用が達成されておらず、世界的な需要に外部性が存在する場合、資本移動規制の国際協調は正当化されうるとを示した。

討論者のエリック・B・サントール（カナダ銀行）は、本論文は、シンプルなモデルを用いて、世界的な需要不足がある中でのマクロプルーデンス政策と資本移動規制を評価し、非常に有益な洞察を提供しているとコメントした。しかし、これらの政策手段は最近の世界的な需要不足についてより明示的に考えていく必要がある。さらに、過剰な資本が絶え間なく流入する国では、資本移動規制はカウンターシクリカル（countercyclical）でなく、持続的であると述べた。これは、プルーデンシャルな資本移動規制はカウンターシクリカルな目的で用いられるとの前提から導かれた本論文の結果と異なっている。実際、新興国における資本移動規制は、しばしばカウンターシクリカルではなく持続的である。このことは、新興国への資本流入は基本的に持続的で、シクリカル（cyclical）ではないという事実を反映していると述べた。

フロアから、グッドフレンドは、金融危機以前に米国の金融システムが適切に規

.....
5 詳細は、Jeanne [2013] を参照。

制されていれば、金融システムに打撃を与えることなく米国への巨額の資本流入に対処することができたであろうと述べ、資本移動規制によって過剰な資本流入から経済を守ることよりも金融システムを頑健なものにすることを優先すべきかもしれないと述べた。オブストフェルドは、資本流出に対する規制について、アイルランドとドイツの例をあげて論じた。ドイツの銀行は、アイルランドの銀行に融資を行い損失が発生した。しかしながら、非常に特殊な政治事情により、損失はドイツの納税者ではなく、アイルランドの納税者が負担した。仮に、アイルランドの納税者が損失を負担しないことが予想されていれば、ドイツ政府は、アイルランドへの資本移動を制限することが望ましかったであろうと述べた。ホセ・ヴィナール（IMF）は、資本移動に関する多くの研究において、資本移動規制は有効であると仮定されているが、資本移動規制の有効性は、長期的には小さくなる可能性があり、短期的にも実証上の結論は出ていないと述べた。例えば、多くの場合、資本移動規制は、資本移動全体には影響を及ぼさなかったが、資本移動の構成を変えたに過ぎない。また、構造的かつ恒常的な資本流入の場合に、資本流入を効率的に仲介できる弾力的な金融システムが必要であると強調した。浜田宏一（イエール大学）は、法人税の引下げ競争に関する研究が、本論文の改訂に有益であろうと述べた。

(2) Rounding the Corners of the Policy Trilemma（国際金融のトリレンマの端点解から中間点解への移行）⁶

国際金融のトリレンマは、自由な資本移動、固定為替レート、独自の金融政策を同時に達成できる経済は存在しないことを示している。ジェイ・C・シャンバーグ（ジョージ・ワシントン大学）は、為替レートを固定する（ペッグ制）か、その変動幅を一定の範囲に制限（ソフト・ペッグ制）しながら、自由な資本移動のもとで、金融政策の独自性のある程度回復することが可能か検証した。ある国（自国）が通貨を別の国（基準国）の通貨にペッグさせるとき、自国の市場金利は基準国の市場金利と連動する（カバー無し金利平価）。シャンバーグは、この関係について、ペッグ制とソフト・ペッグ制を採用している国を資本市場の開放度合いで分けたデータを用いて検証した。検証の結果、国際金融のトリレンマが示唆するように、ペッグ制を採用し、自由な金融市場を持つ国の市場金利は、概ね基準国の市場金利に従うことが確認された。また、同様の結果が、資本市場が一部閉鎖的な国においても成立しており、部分的な資本移動規制は国際資本市場からの孤立をもたらすわけではないのかもしれないことを示している。また、自国の金利が基準国の金利に密接に連動しているわけではないソフト・ペッグ制を採用している国においても、幾分弱いものの同様の結果が得られた。

討論者のキーン・メン・チョイ（シンガポール通貨庁）は、資本移動規制の度合

6 詳細は、Klein and Shambaugh [2013] を参照。

いと為替相場体制に関する包括的なデータベースを整備した点を評価した。しかし、チヨイは、資本移動規制の指標には、とくに新興国において、計測誤差が存在するかもしれないと述べた。新興国では、未発達な金融市場のために実質的に資本移動が自由でないことが、金融政策の独自性をもたらしているとも考えられるため、資本流入に対処する金融市場の厚みと広がりといった資本市場の開放度合いに関する他の指標を分析に取り入れることを提案した。また、分析結果の頑健性を検証するためにベクトル自己回帰モデルを使用することも提案した。

フロアから、オブストフェルドが、新興国における為替介入が、先進国におけるそれよりも大きな効果を持つことから、ソフト・ベッグ制を採用している国の金融政策の独自性を検証するには、金融市場の厚みと広がりを考慮することは重要かもしれないと述べた。リンダ・S・ゴールドバーグ（ニューヨーク連邦準備銀行）は、資本移動に対する外生的なショックに関する指標が自由な資本移動に関する良い代理変数であると述べた。ジェームス・B・ブラード（セントルイス連邦準備銀行）は、シャンバーグの分析結果は、為替相場と資本移動について異なる体制に時折移行するために国際金融のトリレンマに反しているとようにみえる国を、ソフト・ベッグ制下で金融政策に独自性のある例外として捉えているのかもしれないと指摘した。ジャン・マーク・バーク（オランダ銀行）は、長期金利を計測に用いることで、インフレの安定化だけではなく、より広義の金融環境をコントロールする中央銀行の能力を測ることを提案した。また、過去数十年の金融環境の運動性の高まりが、各国の中央銀行の金融環境をコントロールする能力の低下を意味するならば、金融政策の独自性を高めるために他にどのような手段が考えられるか質問した。

(3) Size, Complexity, and Liquidity Management: Evidence from Foreign Banks in the United States（規模、複雑性、および流動性管理：在米外国銀行データによる検証）⁷

ゴールドバーグは、組織の複雑性が平時および金融危機時において、国際的に活動する銀行の行動にどのような影響を与えるのか分析した。銀行組織の規模と複雑性に関する議論は、金融の安定を維持するために金融機関の破たん処理に関する規制上の論点に焦点を当てている。銀行の規模は容易に測定できるものの、銀行の組織の複雑性の測定についてはコンセンサスが存在しない。ゴールドバーグは、組織の複雑性が外国銀行の米国内支店の行動、とくに流動性管理に及ぼす影響を分析するために、組織内の銀行の数との関連で親会社が支配的持分を持つ子会社の比率に応じ、外国銀行を「組織の複雑性が高い銀行」と「組織の複雑性が低い銀行」に分類した。在米支店の組織内部への資金貸借の残高を分析すると、組織の複雑性が高い外国銀行の在米支店は、組織内部への資金貸借の残高を、組織の複雑性が低い外国

7 詳細は、Cetorelli and Goldberg [2013] を参照。

銀行の在米支店よりも機動的に調整していることが明らかになった。ゴールドバーグは、組織の複雑性が高い銀行ほど在米支店を流動性管理の目的で活用していると結論付けた。さらに、大規模支店ほどより機動的な流動性管理を行なっていることも確認された。これらの結果は、組織の複雑性が高い銀行の支店は、組織全体の資金調達を助けるとともに、組織の別の部門の流動性リスクに対する保険の機能も担っていることを示している。他方で、外国銀行とその在米支店のこのような関係は、流動性ショックが国際的に伝播していくメカニズムの1つを明らかにしている。これらの結果を基に、どのような特性を持つ銀行が複雑な組織形態を選択するのか検証することは意義深いだが、驚くべきことに組織の複雑性に関する指標と国際的に活動する金融機関の規模の相関は低いいため、銀行組織の複雑性について、組織の規模と複雑性が互換的な概念として使われていたときよりもさらに踏み込んだ理解が求められる。

討論者のエッサ・ヨキヴォール（フィンランド銀行）は、国際的に活動する金融機関の過度な成長が先般の金融危機の主たる原因の1つであったということと、これらの金融機関が大き過ぎて潰せない（too big to fail）との予想のもとで低利の資金調達を行えたことが、その過度な成長の最も重要な原動力となったということが、コンセンサスとなっていると指摘した。このような認識から、金融システムにおいて重要な役割を果たす金融機関（systemically important financial institutions）の破たん処理手続の改革が必要であると強調されている。しかし、これらの改革は金融機関の組織の複雑さのために阻まれている。この問題を緩和するための1つの提案は、預金取扱業務とトレーディングといった金融機関内の事業・部門間の連携を制限するというものである。しかし、このような規制は多くの費用を伴うが、ゴールドバーグの研究は、銀行組織の複雑さは組織内の流動性管理における何らかの便益を反映したものか検証することによって、1つの重要な費用について注目していると指摘した。さらに、金融機関の規模と組織の複雑性の間に弱い相関しか認められないのは、金融機関は大き過ぎて潰せないのではなく、相互に関連し過ぎていて潰すことができない（too interconnected to fail）のであり、金融システムにおいて重要な役割を果たす金融機関に対する支援への期待から、金融機関は複雑な組織形態を選ぶことになっているのかもしれないと述べた。

フロアから、アン・レ・ロリエ（フランス銀行）は、金融危機直後、大規模金融機関の解体は、急激な流動性の枯渇を引き起こすことが懸念されたため取りやめられたと述べ、銀行セクターの解体につながるような動きは、真剣に検討されたうえで進められているわけではないと強調した。オブストフェルドは、当初は組織の複雑性を高めることが金融機関にとって何らかの便益があった可能性はあるものの、組織が過度に複雑になるにつれて、そのような便益よりも費用が上回るようになった可能性を指摘した。サントールは、組織内の流動性管理は、親会社が行使する権限にも影響を受けているかもしれず、組織内の親会社の権限が及ぶ範囲を調査することは、本研究の興味深い拡張となるであろうと述べた。

(4) “Financial Dominance” (金融セクターの優越)⁸

マーカス・ブルネルマイヤー（プリンストン大学）は、金融政策が金融機関のバランスシートの棄損に端を発する内生的なリスクのために富の再分配を歪めかねないことを主張した。この金融政策チャネルの重要性を示すために、金融機関のバランスシートの棄損が、経済への負のショックをどのように増幅するのかを説明した。バランスシートの棄損に直面した金融機関は、リスク・エクスポージャーの削減を目的に資産の投売りを行う傾向があるため、資産価格の下落と、さらなるバランスシートの棄損と縮小をもたらす。これに加えて、金融機関はバランスシートを縮小させるため、十分な内部貨幣（inside money）の創出ができなくなり、貨幣供給全体の減少を引き起こす。それによって生じるデフレ圧力が負債の実質価値を上昇させる。これらの2つの負のスパイラル——流動性スパイラルとデフレ・スパイラル——は、金融機関が生産性の高い企業へ資金を融通することを阻害し、結果的に、経済成長を妨げる。ブルネルマイヤーは、金融政策が、バランスシートの棄損した金融機関へ富の再分配を行うことを通じて、こうした負の効果を緩和できると主張した。負のショックに最も苦しんでいる高レバレッジのセクターに対する富の再分配を事後的に行うような金融政策ルールは、保険とみなすことができる。この政策は、モラル・ハザードの問題に悩まされることになる。実際、金融セクターは、自分たちに都合のよい富の再分配を引き起こすか、あるいは自分たちにとって負担となる金融抑圧（financial repression）を排除するために、戦略的に過小資本のままであることを選ぶかもしれない。金融セクターの優越（financial dominance）は、物価水準の財政理論（fiscal theory of the price level）の提唱者によって示された金融政策優越（monetary dominance）のレジームや財政政策優越（fiscal dominance）のレジームを補完するものである。

討論者のジョナサン・L・ウィリス（カンザスシティ連邦準備銀行）は、伝統的には、富の再分配において、金融政策は明示的な役割を担うべきではないと論じられてきたことを指摘し、富の再分配において金融政策が担うべき役割については、答えは出ていないと述べた。次に、米国における金融危機は、ごく少数のセクターでしか観察されなかったにもかかわらず、とりわけ企業が雇用の削減によって危機への対応を行ったため、ほぼ全てのセクターに金融危機の負の影響が及んだことを指摘した。さらに、米国の個人消費を雇用の変化でかなり予測することができることを示したうえで、労働市場を通じた金融危機の伝播を考慮することの重要性を強調した。

フロアから、オブスフェルドは、金融優越は、マクロ経済政策が民間セクターに支配されることを意味し、それゆえに政治的に受け入れ難いと考えられるが、こういった状況は、強制的な資本注入等の手段で解決されるであろうとコメントした。フィッシャーは、カウンターシクリカルな自己資本規制は金融優越を解決できるで

.....
8 詳細は、Brunnermeier and Sannikov [2013] を参照。

あろうと主張した。グッドフレンドは、金利政策によって物価の安定と富の再分配の両方を同時に実現できるのか質問した。シャンバーグは、銀行が小規模であるならば、その破たんは経済にとって脅威ではないため、そういった小規模の銀行は救済されないが、逆に、大規模であるならば、大き過ぎて救済できない (too big to save) と述べ、これら2つの場合、銀行が金融優越の立場に立つことはないだろうと主張した。植田は、中央銀行が財政当局に代わって、再分配政策を行うことの是非について質問した。ブルネルマイヤーは、資産課税を含む財政政策が同様の効果を生み出すことを認めたとうえで、金融政策の方が財政政策よりも迅速に実行できると主張した。

(5) The International Finance Multiplier in Business Cycle Fluctuations (景気循環変動における国際金融チャネル)⁹

黒住卓司 (日本銀行) は、ユーロ圏や米国で発生した金融ショックが景気循環変動、とくに2007~09年の「大不況」(Great Recession) に及ぼした効果に関する実証分析を報告した。黒住は、2国間の資本の期待利回りを追求する投資家の存在によって、一方の国で生じた金融ショックがもう一方の国に伝播し、両国の景気循環変動に影響を及ぼす国際金融チャネル (international finance multiplier) と金融アクセラレーター・メカニズムを導入した2国モデルを紹介した。ユーロ圏と米国の計23系列の四半期データに基づく推計結果から、過去20年間において、米国で発生した金融ショックが、国際金融チャネルを経てユーロ圏に伝播し、ユーロ圏や米国の景気循環変動に影響を及ぼしていたことを示した。また、2007~09年の大不況期におけるユーロ圏と米国の経済成長率の低下について、その大半が、米国の負の金融ショックとユーロ圏の負の中立的技術ショックによって説明された。推計されたユーロ圏の中立的技術進歩は、ユーロ圏銀行貸出調査 (Euro Area Bank Lending Survey) における銀行貸出態度と高い相関関係にあり、ユーロ圏の中立的技術ショックは、同圏における銀行セクター機能への基本的なショックを表している可能性が高い。

討論者のポール・R・ウッド (連邦準備制度理事会) は、ユーロ圏の中立的技術ショックが、大不況期におけるユーロ圏と米国の経済成長率の低下にとって大変重要であったという発見について、それを導くと考えられる2つの推計結果を指摘した。第1に、ユーロ圏の中立的技術ショックの慣性が非常に高いことである。第2に、米国の中立的技術進歩の過程において、ユーロ圏からの波及の度合いに関する推計値が比較的大きいことである。また、ユーロ圏の中立的技術進歩の推計値が銀行の貸出態度と高い相関関係にあったという発見については、銀行貸出態度はそれ自体内生変数であり、ユーロ圏の実質GDP成長率と高い相関関係にあると主張した。

フロアからは、グッドフレンドが、価格や名目賃金の粘着性などの名目的摩擦は、

.....
9 詳細は、Hirakata and Kurozumi [2013] を参照。

この論文の結論においてどのような役割を果たしたのか尋ねたうえで、その役割が小さいのであれば、名目的摩擦をモデルから取り除くこと、すなわち、実質的景気循環型（real business cycle）のモデルにすることが、この論文の目的に適っているのではないかと提案した。スメッツは、大不況期の後半にユーロ圏の負の中立的技術ショックが国際金融チャネルを通じてユーロ圏と米国の経済成長率を低下させたとする結果は直観に合わないと思われると述べ、モデルに銀行セクターを導入し同セクターの摩擦が中立的技術進歩に影響を及ぼすようにモデルを拡張すべきと提案した。また、バークは、大不況期にユーロ圏でみられた現象を説明するためにモデルに必要なのは、金融アクセラレーター・メカニズムではなく、信用供与の低下が経済成長率の低下をもたらすメカニズムかもしれないと指摘した。

6. 政策パネル討論

グッドフレンドが座長を務めた政策パネル討論では、クラウディオ・ボリオ（国際決済銀行）、ブラード、宮尾龍蔵（日本銀行）、スメッツ、ヴィナルが、金融の脆弱性と国際金融システムに関する展望（perspectives on financial fragility and the global financial system）を述べ、続いてフロア参加者を交えた一般討論が行われた。

グッドフレンドが、先般の世界的金融危機は「100年に一度」なのか、それとも頻発するものなのか、将来の危機を防ぐためにはどういった政策オプションがあるのか、金融政策とマクロプルーデンス政策の役割と責任は何か、といった質問を投げ掛けて、パネル討論は始まった。

(1) パネリストによるプレゼンテーション

ボリオは、国際金融システムのアキレス腱は、国際金融システムが、金融不均衡に対処するための金融政策や金融規制・監督などの国内諸政策の力を弱めることで破壊的な金融サイクルを拡大させる傾向があること——ボリオが国際金融システムの「過度な弾力性」と呼んでいるもの——であると主張した。また、経常収支の不均衡よりもむしろ金融不均衡に注意が向けられるべきだと言及した。金融の安定を達成するために、第一段階として、国内の金融政策、財政政策、プルーデンス政策の大幅な調整が重要であり、そのうえで、政策の波及をより良く作用させるように、金融政策の国際的な相互作用を考慮することが必要であると述べた。各国の国内における取組みは、少なくともプルーデンス政策については、進展がみられるものの、国際的な取組みは、非常に限られた進展しかみられず、全体として不十分であると述べた。

ブラードは、金融政策に関する過去5年間の最も重要な議論は、政策金利がすでにほぼゼロであるもとの、さらに拡張的な金融政策をどのように実行すればよいか

であると主張した。こうした条件のもとで中央銀行がとりうる政策として、何もしない、フォワード・ガイダンスを導入する、量的緩和政策を実施するという3つのオプションを提示した。まず、何もしないことは、日本の近年の経験が示すように、緩やかなデフレに陥るリスクがあると指摘し、続いて、フォワード・ガイダンスの効果は、将来の中央銀行の行動に対する約束の信認に依存するほか、中央銀行の見通しが市場参加者の見通しよりも弱い場合、先行きのマクロ経済環境に関して悲観的なシグナルを送ることになりうると述べた。したがって、現在の状況下で最適かつ最も信頼できる金融政策オプションは量的緩和政策であると結論付けた。

宮尾は、日本銀行の最近の金融政策に関する決定についての含意を得るために、日本銀行の最近の金融政策と2001～06年に実施した政策を比較した。宮尾の実証分析の結果によると¹⁰、日本銀行による2001～06年の量的緩和政策は経済活動に対して正の効果があり、円安とともに株価が上昇したと指摘した。続いて、日本銀行が4月に導入した量的・質的緩和政策（QQE）は、以前の量的緩和政策と比較して、量の面でも質の面でも劇的な緩和策であると強調した。景気回復の期待によって長期金利に上昇圧力がかかる可能性があるが、日本銀行の金融政策が金利低下圧力をかけ続けることで、実質金利を可能な限り低く抑え、引き続き景気回復を力強く支えていくと述べた。

スметツは、まず、ユーロ危機前から現在に至るまでのユーロ圏の物価動向と金融環境について言及した。欧州主要国と周縁国を比較すると、共通の金融政策のもとで、金融面での分裂が実質貸出金利に欧州主要国と周縁国の間に大きな差をもたらし、これが、いくつかの欧州の国々が直面したソブリン・リスクや銀行危機を引き起こしたと指摘した。これらのリスクに対応するための金融政策として、欧州中央銀行は、伝統的な政策手段と非伝統的な政策手段の両方を実施し、信用収縮やデフレに対処した。しかしながら、こうした政策は、銀行セクターの構造改革や資本注入、競争力の回復、財政再建といった実体経済のリバランス過程を代替するものではないとし、この過程は、当初考えていたよりも時間を要していると述べた。

ヴィナールは、システムミック・リスクを防ぐ観点から、マクロプルーデンス政策と、財政政策や金融政策といった他の政策との関係について述べた。過剰なレバレッジや、極端に緩和的な金融政策に伴う資産バブルといった異なる原因のシステムミック・リスクが金融危機の後も依然として存在しているため、マクロプルーデンス政策は引き続き必要である。しかし、中央銀行はマクロプルーデンス政策に完全に依存するのではなく、その限界や不確実性に引き続き注意する必要があると述べた。金融安定化の第一義的な責任は、マクロプルーデンス政策が負うべきであるとしつつ、金融政策の方がマクロプルーデンス政策よりもタイムリーに政策対応できる場合があると付け加えた。また、金融安定化の前提として、財政の持続可能性が担保されなければならないと主張した。

パネリストの発表の後で、グッドフレンドはパネリストにいくつかの質問を行っ

10 詳細は、宮尾 [2013] を参照。

た。グッドフレンドは、ボリオの国際金融システムによる金融サイクルの増幅に関する懸念に同意した。ボリオは、政策当局の、将来の金融危機に対処する能力は、こうした潜在的な問題の大きさに合致していないと述べた。グッドフレンドは、量的緩和政策の、インフレ・為替・株価に対する波及経路を、ブレードに質した。ブレードは、量的緩和政策は金利期間構造の期待仮説に基づいて長期金利を押し下げると答えた。宮尾の発表に対して、グッドフレンドは、日本銀行のQQEは、量同様に質も重要であると述べ、そのうえで、日本銀行が買い入れる資産の平均残存年限はこの政策の力を評価するうえで重要であると述べた。宮尾は、日本銀行は平均残存年限が7年になるよう日本国債を購入すると答え、これは2001～06年に実施された量的緩和政策よりも長い年限であると述べた。グッドフレンドは、スメッツに対して、欧州の危機は、本質的には米国で生じた問題と関係があるのかと質問した。スメッツは、これら2つの危機は明らかに異なるものであるが、不均衡の蓄積という本源的な原因は、欧州と米国で共通していると答えた。グッドフレンドはヴィナールに、資本の質を測るためには名目資産ベースとリスク資産ベースのどちらの評価方法が推奨されるか質した。ヴィナールは、対名目資産と対リスク資産両方の自己資本比率をみるのが重要であるが、単純なものほど望ましいと述べた。

(2) 一般質疑

カルボは、先進国、とくに日本におけるインフレ目標政策について述べた。まず、先進国はインフレを高めるのではなく、デフレに陥らないようにすることに励んできたと指摘した。大きな混乱時は、インフレ目標を一時的に忘れるときであり、そうすることで、負債は削減され実質賃金も下落し、調整の助けになると述べた。次に、日本が2%のインフレを生み出そうとするならば、異端の政策であることは承知しているが、日本政府は公共料金や公務員給与をそれぞれ2%上げるべきであると主張した。

オブストフェルドは、ユーロ危機の原因、量的緩和政策とフォワード・ガイダンスの違い、日本銀行の2001～06年の量的緩和政策について述べた。まず、ユーロ危機以前、世界的な信用膨張がユーロ圏の銀行行動を加速させたと述べた。欧州主要国の銀行は米国の仕組み商品に対して多額の投資を行ってきたため、危機の第1波は、こうした仕組み商品の価格の下落に伴う損失であった。ソブリン危機は第2波である。これらはすべて互いに関係していると指摘した。次に、量的緩和政策は何らかのかたちでインフレ予想に影響を与えるため、量的緩和政策とフォワード・ガイダンスの区別は、実務上は明確でないと主張した。最後に、日本銀行の最初の量的緩和政策は、市場に対する将来の政策に関する適切なメッセージを伴わない場合、こうした緩和策が機能することがいかに難しいかということを示す重要な教訓であると述べた。

ダニエル・G・サリバン（シカゴ連邦準備銀行）は、量的緩和政策とフォワード・

ガイダンスは密接に関連しており、それらがお互いに適切にサポートしあうことが、量的緩和政策が機能するうえで必要なことであると述べた。連邦準備制度の閾値を用いた新たなコミュニケーションは、量的緩和政策の効果を強化するうえで有利であると述べた。

シャンバーグは、先般の危機は「100年に一度」なのかというグッドフレンドの冒頭の質問に対するパネリストの見方を質問した。シャンバーグは、100年に一度ではないと思われるとして、先進国は低いインフレ目標の設定と自由化された金融システムを導入しているため、主要な3つの経済圏すべてで金利がゼロとなり、インフレは目標を下回っていると主張した。こうした事実のもとで、パネリストは、現在の状況を根本的に考え直す必要があると考えているのかと質問した。ヴィナールは、ゼロ金利の状況に陥るのを防ぐために、金融システムをより弾力的なものにすることが重要であると答えた。ポリオは、金融サイクルは単一の政策では管理しきれないため、金融政策、財政政策、金融規制の組み合わせが必要であると述べた。

アンドゼジ・スラウインスキ（ポーランド国立銀行）は、先進国の低金利政策による資本流入が新興国における金融引締めの可能性を制限している中で、例えば、トレーディング勘定のリスク・ウエイトの引上げといったマクロプルーデンス政策は新興国において有効かと質問した。

ブルネルマイヤーは、宮尾の発表に関連して、QQEのポイントは実質長期金利を低く保つことであるとコメントした。リスク・プレミアム、とりわけターム・プレミアムをコントロール可能な状態にすることが非常に重要である。この目的のために、日本銀行が、インフレ目標やマネタリーベースの拡大目標を長期にわたって約束することが重要である。さもなければ、フォワード・ガイダンスについて、不確実性あるいはリスクを生じるであろう。日本銀行が長期債を購入することは、金利リスクを銀行セクターや個人から取り除いて日本銀行のバランスシートに加えるということであり、これは、日本銀行が実際にQQEを続けていくという強いコミットメントを示すことにつながると述べた。

参考文献

- 黒田東彦、「開会挨拶」、『金融研究』第32巻第4号、日本銀行金融研究所、2013年、21～24頁（本号所収）
- 宮尾龍蔵、「未踏の領域にさらに踏み込む中央銀行」日本外国特派員協会における講演、2013年5月28日（http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/ko130528a.htm/）
- Brunnermeier, M. K., and Y. Sannikov, “Financial Dominance,” paper presented at the 2013 BOJ-IMES Conference on “Financial Crises and the Global Financial System,” Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2013.
- Calvo, G. A., “Puzzling Over the Anatomy of Crises: Liquidity and the Veil of Finance,” *Monetary and Economic Studies*, 31, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2013 (forthcoming).
- Cetorelli, N., and L. S. Goldberg, “Size, Complexity, and Liquidity Management: Evidence from Foreign Banks in the United States,” paper presented at the 2013 BOJ-IMES Conference on “Financial Crises and the Global Financial System,” Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2013.
- Hirakata, N., and T. Kurozumi, “The International Finance Multiplier in Business Cycle Fluctuations,” paper presented at the 2013 BOJ-IMES Conference on “Financial Crises and the Global Financial System,” Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2013.
- Jeanne, O., “Prudential Capital Controls: Is There a Case for International Coordination?” paper presented at the 2013 BOJ-IMES Conference on “Financial Crises and the Global Financial System,” Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2013.
- Klein, M. W., and J. C. Shambaugh, “Rounding the Corners of the Policy Trilemma,” paper presented at the 2013 BOJ-IMES Conference on “Financial Crises and the Global Financial System,” Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2013.
- Obstfeld, M., “On Keeping Your Powder Dry: Fiscal Foundations of Financial and Price Stability,” *Monetary and Economic Studies*, 31, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2013 (forthcoming).

参考 1：プログラム

Wednesday, May 29, 2013

Morning

Opening Session

- Chairperson: **Tomoo Yoshida**, Bank of Japan
Opening Remarks: **Haruhiko Kuroda**, Bank of Japan
Keynote Speech: **Maurice Obstfeld**, University of California at Berkeley

Session 1: Prudential Capital Controls: Is There a Case for International Coordination?

- Chairperson: **Daniel G. Sullivan**, Federal Reserve Bank of Chicago
Paper Presenter: **Olivier Jeanne**, Johns Hopkins University
Discussant: **Eric B. Santor**, Bank of Canada

Session 2: Rounding the Corners of the Policy Trilemma

- Chairperson: **Jan Marc Berk**, De Nederlandsche Bank
Paper Presenter: **Jay C. Shambaugh**, George Washington University
Discussant: **Keen Meng Choy**, Monetary Authority of Singapore

Afternoon

Mayekawa Lecture

- Chairperson: **Anne Le Lorier**, Banque de France
Lecturer: **Guillermo A. Calvo**, Columbia University

Session 3: Size, Complexity, and Liquidity Management: Evidence from Foreign Banks in the United States

- Chairperson: **Kazuo Momma**, Bank of Japan
Paper Presenter: **Linda S. Goldberg**, Federal Reserve Bank of New York
Discussant: **Esa Jokivuolle**, Bank of Finland

Session 4: “Financial Dominance”

- Chairperson: **Jun Il Kim**, Bank of Korea
Paper Presenter: **Markus K. Brunnermeier**, Princeton University
Discussant: **Jonathan L. Willis**, Federal Reserve Bank of Kansas City

Conference Dinner

- Guest Speech: **Stanley Fischer**, Bank of Israel

Thursday, May 30, 2013

Morning

Session 5: The International Finance Multiplier in Business Cycle Fluctuations

Chairperson: **Anders Vredin**, Sveriges Riksbank
Paper Presenter: **Takushi Kurozumi**, Bank of Japan
Discussant: **Paul R. Wood**, Board of Governors of the Federal Reserve System

Policy Panel Discussion

Moderator: **Marvin Goodfriend**, Carnegie Mellon University
Panelists: **Claudio Borio**, Bank for International Settlements
James B. Bullard, Federal Reserve Bank of St. Louis
Ryuzo Miyao, Bank of Japan
Frank Smets, European Central Bank
José Viñals, International Monetary Fund

参考 2：参加者リスト

Masayoshi Amamiya	Bank of Japan
Kosuke Aoki	University of Tokyo
Jan Marc Berk	De Nederlandsche Bank
Claudio Borio	Bank for International Settlements
Markus K. Brunnermeier	Princeton University
James B. Bullard	Federal Reserve Bank of St. Louis
Guillermo A. Calvo	Columbia University
Lillian Cheung	Hong Kong Monetary Authority
Keen Meng Choy	Monetary Authority of Singapore
Alberto Cogliati	Banca d'Italia
Darsono	Bank Indonesia
Sharmila Devadas	Bank Negara Malaysia
Stanley Fischer	Bank of Israel
Hiroshi Fujiki	Bank of Japan
William Garside	Waseda University
Linda S. Goldberg	Federal Reserve Bank of New York
Marvin Goodfriend	Carnegie Mellon University
Koichi Hamada	Yale University
Hideo Hayakawa	Fujitsu Research Institute
Alexandra J. Heath	Reserve Bank of Australia
Naohisa Hirakata	Bank of Japan
Yasuo Hirose	Keio University
Akinari Horii	Canon Institute for Global Studies
Koji Ishida	Bank of Japan
Kazumasa Iwata	Japan Center for Economic Research
Kikuo Iwata	Bank of Japan
Olivier Jeanne	Johns Hopkins University
Esa Jokivuolle	Bank of Finland
Keimei Kaizuka	University of Tokyo
Takashi Kano	Hitotsubashi University
Jun Il Kim	Bank of Korea
Nobuyuki Kinoshita	Bank of Japan
Yukinobu Kitamura	Hitotsubashi University
Takahide Kiuchi	Bank of Japan
Haruhiko Kuroda	Bank of Japan
Takushi Kurozumi	Bank of Japan
Anne Le Lorier	Banque de France

Pilar L'Hotellerie-Fallois Armas	Banco de España
Eiji Maeda	Bank of Japan
Ryuzo Miyao	Bank of Japan
Kazuo Momma	Bank of Japan
Hiroshi Nakaso	Bank of Japan
Maurice Obstfeld	University of California at Berkeley
Akira Otani	Bank of Japan
Enzo Rossi	Swiss National Bank
Chihiro Sakuraba	Bank of Japan
Eric B. Santor	Bank of Canada
Takehiro Sato	Bank of Japan
Jean-Luc Schneider	Organisation for Economic Co-operation and Development
Toshitaka Sekine	Bank of Japan
Jay C. Shambaugh	George Washington University
Seiichi Shimizu	Bank of Japan
Sayuri Shirai	Bank of Japan
Maria Cynthia M. Sison	Bangko Sentral ng Pilipinas
Andrzej Sławiński	National Bank of Poland
Frank Smets	European Central Bank
Daniel G. Sullivan	Federal Reserve Bank of Chicago
Azusa Takeyama	Bank of Japan
Ulrich Tan	Banque de France
Hiroki Tanaka	Bank of Japan
Haruyuki Toyama	Bank of Japan
Shinichi Uchida	Bank of Japan
Kazuo Ueda	University of Tokyo
Hiroshi Ugai	Bank of Japan
José Viñals	International Monetary Fund
Anders Vredin	Sveriges Riksbank
Wang Wenjing	People's Bank of China
Kenichirou Watanabe	Bank of Japan
Toshiaki Watanabe	Hitotsubashi University
Jonathan L. Willis	Federal Reserve Bank of Kansas City
Paul R. Wood	Board of Governors of the Federal Reserve System
Hiromi Yamaoka	Bank of Japan
Tatsuya Yonetani	Bank of Japan
Tomoo Yoshida	Bank of Japan
Nobuyasu Yoshioka	Bank of Japan