

Ⅱ. 提出論文・海外顧問講演要旨

1. 提出論文
2. 海外顧問講演

1. 提出論文

[第1セッション]

(1) 安定的な金融システムの構築：長期的な 選択肢

—最近の世界的な銀行経営不安に関する 概観—

Toward a More Stable Financial
Framework: Long-Term Alternatives
—— An Overview of Recent Bank
Disruption Worldwide ——

中島善太、田口博雄(日本銀行金融研究所)

イ. はじめに

本論文では、まず最近世界各国で発生している金融システム動揺の事例を概観し、これらに共通した特徴を整理する。そのうえで、とくにモラル・ハザードの問題を念頭に置きつつ、長期的観点からみて最適なセーフティ・ネット、銀行監督体制の在り方について考察する。

ロ. 世界的な金融システムの不安定性

1980年代から90年代の初頭にかけて、多くの主要先進国の金融システムは深刻な試練に直面している。これらに共通しているのは、不動産関連など高リスク分野への融資集中と収益性の急激な悪化である。地域別には、米国、西欧主要国（ドイツを除く）、北欧諸国、日本、オーストラリア、ニュージーランド等で（程度の差はあるものの）銀行経営の動揺が目立つ。

こうした銀行経営の動揺の背景としては、循環的要因と構造的要因が指摘されている。

第1の循環的要因を重視する向きは、80年代後半に各国で景気刺激的な経済政策、とりわけ金融緩和政策が採用された結果、経済活動が過熱し、銀行経営が放漫になったと主張する。しかし、大規模な経済変動や拡張的な経済政策は70年代にもみられたにもかかわらず、この時期には銀行システムの動揺が発生しなかったことを考えれば、循環的要因のみで説明することは説得力を欠く。

第2の構造的要因は、金融自由化の過程における銀行収益の低下（ないしは低下圧力）に対応しようとして、銀行がハイリスク・ハイリターン案件、とりわけ不動産関連事業や株式投資への融資に傾斜を強めたことである。こうした銀行行動は、地価や株価等資産価格の高騰、いわゆる「投機的バブル（speculative bubble）」の一因となり、また88年から90年にかけてのバブルの崩壊とそれに伴う不動産関連融資の焦付きを通じ、銀行の資産内容と収益性に深刻な影響を及ぼしている。

このように銀行が不動産関連融資やエクイティ関連投資など、伝統的に危険視されてきた分野に傾斜した理由は、以下の3点に集約されよう。

第1は、成長に対する慣れ（惰性）である。これは、金融自由化以前の手厚い公的保護の下で長期に亘り成長を享受してきた銀行が、

自由化に伴う利潤低下圧力などの環境変化に対し機敏に自らをスリム化することによるコスト削減などの対応ができなかったことを意味している。

第2は、他銀行が不動産融資を積極化させれば、自行もそれに乗り遅れまいとする性向、いわゆるバンドワゴン効果である。

第3は、国あるいは中央銀行による銀行保護政策とモラル・ハザードの問題である。例えば、米国ではS&LがFSLICの存在を背景に無謀な高利回りを提供し預金を取扱い続け経営の崩壊を招いたといわれている一方、日本でも護送船団方式とか銀行不倒神話がささやかれる雰囲気の中で、銀行の投機的案件に対する融資に歯止めがかかりにくかったことが指摘されている。

銀行が経営困難に陥るメカニズムとしては、以上の3点が国際的に共通した点として指摘されうるが、今後のセーフティ・ネット、銀行監督体制のあるべき姿を考える際には、第3のモラル・ハザードの問題が最も本質的なポイントであろう。

ハ. 主要国における銀行破綻の事例〈省略〉

二. 銀行規制と公的セーフティ・ネットの中期デザイン

銀行業を取り巻く環境を展望すると、金利の自由化、国際的競争の激化、業際分離規制の撤廃、あるいは情報通信技術の進展等により、中長期的にみても銀行は引続き厳しい競争に晒されていくことは確実といえよう。そうした中で、ここ数年生じたような銀行危機の再発を防ぐためには、セーフティ・ネット、銀行監督体制はどのような姿をとるべきであろうか。

この問題に対しては、銀行の「特殊性」をどの程度重視するかに応じて、次のような3

つの概念的なレジーム（「理念型」）を想定することができよう。

第1のレジームは、銀行は他の産業と何ら変わらないとする立場である。このレジームの下では、銀行の行動は完全に市場メカニズムに委ねられ、公的セーフティ・ネットは必要でなくなる。

これに対し、第2、第3のレジームは、いずれも銀行の特殊性を認めるが、第2のレジームは決済サービスの提供のみを、第3のレジームは決済サービスと金融仲介機能とのシナジー効果を重視する点で異なっている。

第2のレジームは、銀行の預金勘定を取り勘定と投資勘定に区別したうえで、前者に係わる取引のみを公的セーフティ・ネットの保護対象とするものである。その際、銀行は公的保護下にある預金（すなわち取引勘定）を安全資産（政府短期証券等）への投資によって担保することが要求される。一方、投資勘定で調達された資金は公的セーフティ・ネットの対象とはならず、通常の貸出や投資に向けられる。いい換えれば、第2のレジームは銀行の決済サービスのみを公的セーフティ・ネットの対象とし、金融仲介機能は市場メカニズムに委ねてしまうのである。

第3のレジームは、これまでどおりすべての預金を公的セーフティ・ネットの保護対象とするものである。一方では、モラル・ハザードを抑止するため、銀行は包括的かつ厳格な信用秩序維持規制（prudential measures）に従わなければならない。これらの規制のメニューとしては、適正な自己資本基準の導入、預金保険料の賦課、預金金利規制、銀行経営全般のモニタリング等が挙げられよう。

第1のレジームは、非現実的といわざるをえない。第3のレジームは主要先進国の現況

に最も近いが、①過大な規制負担の問題 (regulatory burden)、②規制強化に対する政治的抵抗、③銀行経営の正確なモニタリングの困難性、④適正な自己資本比率の設定の困難性、等の問題点を内包している。モラル・ハザードを防ぐためのこうした包括的な規制体系を構築できると考える国は、このレジームを選ぶかもしれない。一方、決済システムは、社会インフラの一つとして近年ますます重要性が高まっており、その重要性と複雑性を考慮するとこれに中心的に係わっている銀行について何らかの保護が必要との意見は多くみられる。こうした見方を重視すれば、第2のレジームに類似したものが望ましいということになる。

ホ. 中央銀行の2つの責務 (dual responsibility)

最後に、中央銀行の果たすべき2つの責務、すなわち、①金融政策の遂行と、②金融システムの安定性の保持 (公的セーフティ・ネットの提供) の関係について付言しておこう。

中央銀行による公的介入が要請されるケースは大別して、(i)決済リスクが顕在化する場合と、(ii)預金者の取付け (contagious runs) が発生する場合の2つがある。このうち(i)については、中央銀行による流動性の供給によって事態の收拾が図られても、追加的に供給された流動性は、決済リスクの発生源が究明され金融システムが正常な機能を回復すれば、直ちに返済されるため、これによって流動性のコントロールが大きく損なわれることはない。これに対して(ii)のケースでは、支払不能な銀行に中央銀行から流動性が供給された場合、その流動性が事後的に全額返済される保証はない。また、複数の銀行が支払不能の瀬戸際にある場合には、金利を下げて救済措置を講じなければならないこともありえ

う。

次に、以上の論点を先に述べた第2、第3のレジームとの関連において考察すると (第1のレジームは公的セーフティ・ネットを必要としない)、第2のレジームでは、公的セーフティ・ネットは決済リスクにのみ関わるものであるから、前述のように、中央銀行の果たすべき2つの責務が相互に抵触することは考えにくい。一方、第3のレジームでは公的セーフティ・ネットは決済リスクと預金者の取付けの両方に関与するため、中央銀行は金融市場での資金吸収により、供給した流動性の不胎化 (neutralization) に努める必要がある。したがって、中央銀行がその2つの責務を同時に果たすのは、第2のレジームの方が容易といえよう。

(2) 欧米における金融システム変化の金融政策へのインプリケーション

(Monetary Policy Implications of
Recent Changes in the Financial
Systems in the United States
and Europe)

William Poole (ブラウン大学教授)

イ. 金融をめぐる環境の変化

過去15年間の欧米経済を振り返ると、①インフレ率の大幅な変化、②各国金融市場の統合 (integration)、という2つの大きな環境変化が目立つ。

まず前者についてみると、大方の国でインフレ率は趨勢的に低下し、各国間のインフレ率格差も縮小している。一方、実質成長率は低下し、失業率も上昇傾向を辿った。また、金利は (期待) インフレ率の低下を背景に概ね低下を示した。この間、1970年代には低迷していた株価は、80年代にはかなりの上昇を示したが、これは低インフレのもとたやす安定

感と信頼感の重要性を示唆している。

後者については、70年代後半から80年代初にかけて、資金配分の効率性が向上することに伴う利得が認識されるにつれ、徐々に資本移動規制が緩和・撤廃され、各国資本市場の統合が促進された。オプション、スワップ等の派生商品取引の発達からみて、今後国際投資の分散化はさらに促進されるであろう。

ロ. 金融政策へのインプリケーション

本論文では、これらの変化の金融政策に関するインプリケーションを、①EMSの将来、②マネタリー・ターゲティングの在り方、および③プルーデンシャル・ポリシーに焦点を絞って検討する。

(EMSの将来)

EMSは92年9月および93年7月の2度に亘り危機に陥った。EMSには、①名目為替レートの変動に伴って生ずる実質為替レートの変動が各国産業の国際競争力を変化させ、それが保護主義的圧力を惹起するのを防ぐ、②将来の共通通貨創設への過渡的段階、という2つの捉え方がある。

金本位制のもとで、参加各国が固定相場の維持を最優先の政策目標としたのは、それにより国際資本市場への参加が可能となるというメリットが金準備保有のコストを上回り、自国の利益に叶うと判断したためである。これに比し、現行のEMSのもとで各国が自国通貨を独マルクという特定国の通貨にペッグすることの各国にとっての相対的な利益は、必ずしも明確ではない。

EMSの経験をもとに、共通通貨の創設が望ましいか否かを論ずるのは不適當である。EMSのもとでも、各国が独自通貨を発行していたのは、平価変更のオプションを留保するためであるが、まさにこれが不安定性をも

たらすのである。それでは、各国にとって欧州通貨同盟に参加することのメリット、デメリットをどうみるべきか。

メリットとしては、インフレ率の低下、世界資本市場における低コストでの資金調達、および為替相場変動による貿易攪乱リスクの縮小等を指摘することができる。一方デメリットは、金融政策の独自性放棄、国の象徴としての通貨の喪失などである。イタリア等では、金融政策はマクロ政策手段というよりも通貨発行益を得る手段という側面が強いため、通貨統合のメリットがデメリットを上回るかもしれないが、金融政策の独立性がなおかなりの意味を持っている英国やフランスにとっては、メリットの方が相当大きくならない限り、通貨統合に参加する理由はない。また、ドイツについては、専らフランス等との連帯を強化することの政治的利益の評価にかかっている。

(マネタリー・ターゲティング)

マネタリー・ターゲティングは、70年代後半から80年代初頭にかけては金融政策の有効な操作方法 (operational significance) と捉えられてきたが、ドイツを除けばその有効性は喪失したかのように見える。事実、各国中央銀行は通貨の流通速度の不安定化・予測困難化を背景に、マネタリー・ターゲティングを放棄する方向にある。

確かに、①米国をはじめインフレ率が比較的低い国の時系列データを用いる限り、通貨供給量と物価の間の相関関係は極めて小さい。しかし、②インフレ率の大幅な変動を経験している国について長期的な時系列をみると、貨幣数量説に適合した関係が観察され、③各国間のクロス・セクション・データを用いても、同様の関係が観察される。

これらの事実からみて流通速度の不安定化は、一般に主張されているように金融技術革新・自由化の帰結として捉えるよりも、中央銀行がインフレ鎮静化に成功してきた証とみる方が正しいと思われる。

すなわち、仮に中央銀行が完全雇用GDPの達成を図るべく、観察可能な外的ショックを完全に相殺するように金融政策を運営するならば、GDPと通貨供給量の相関関係は表面的には喪失することになる。「裁量的な」金融政策とは、ランダムに行われる政策を意味するのではなく、金利からのフィードバック・メカニズムや一時的なショックと継続的なショックを峻別するような政策運営も含むとみることもできよう。80年以降の経験は、中央銀行が単にマネーサプライ増加率をターゲットとするのではなく、上記の意味での「裁量的な」政策により、より好ましい成果を挙げた結果と理解すべきであろう。

もっとも、マネーサプライの成長率に一定の目標レンジを設定することは、中央銀行の行動に一定の歯止めをかけることを可能とするほか、金融政策の意図を市場に伝達する、あるいは中央銀行に対する政治的圧力を軽減するといった面でも、かなりの意味を持っている。マネタリー・ターゲティングの意義は、なお失われていない。

(ブルーデンシャル・ポリシー)

ブルーデンシャル政策についても付言しておきたい。近年の規制緩和の結果、金融市場がより広範な競争に晒されるようになってきたことは疑いない。さまざまな個別の理由はあるにせよ、銀行運営の失敗の多くはほぼ確実にマクロ経済環境の変化の結果に起因しているといえよう。そういう意味では最も重要なブルーデンシャル政策は健全なマクロ経済

運営にあるともいえるだろう。本論文で為替管理と流通速度の変化について論じたのもマクロ経済の安定性が金融市場の安定性にとって鍵となると考えたからにほかならない。

ハ. 結論

金融市場の変化と銀行行動、経済成長、さらには証券化等との関係については、本コンファランスの他の提出ペーパーに委ね、本論文では触れなかった。この点については、①金融の制度的な変化といわれているものの多くが、インフレ率低下の反映であること、②金融環境の変化が通貨の流通速度の不安定化をもたらしたといわれているが、後者は金融政策運営の成功の結果とみるべきこと、だけを指摘しておきたい。

(3) アジア太平洋諸国における最近の金融システムの変化について

(Recent Changes in the Financial Systems
of Asian and Pacific Countries)

Jeffrey A. Frankel (カリフォルニア大学
バークレー校教授)

イ. 問題提起

東アジア発展途上国の金融システムは伝統的に「抑圧された」(“repressed”)ものであるとされてきたが、このことは単にこれらの国々が経済発展のより初期の段階にあり、経済のパフォーマンス向上にとって市場指向型の金融システムが必要でなかったにすぎないと考えることもできる。問題は、どのようにして先進国が経験したような困難を発生させることなしに、工業化の過程にあるこれら諸国にとって望ましいかたちで、より自由化されたシステムを達成するかである。

ロ. 金融システム発展の3段階

①内部金融

経済発展の「離陸」過程の第1段階では、

投資のファイナンスは(i)家計内貯蓄および内部留保、(ii)重要部門に対する公的当局による資金供与、を通じて概ね行われる。こうしたシステムを直ちに「金融面の抑圧」として非難すべきではない。ただ、韓国などは次の段階へ進むべき時期に来ているのかもしれない。

②金融仲介

第2段階のファイナンスは、民間銀行等による金融仲介を通じてより効率的に行われる。19世紀の米国の投資銀行、戦後日本のメインバンク制度、ドイツのユニバーサルバンク（東欧諸国がモデルとして採用）はその典型的事例である。

③証券化

第3段階では、信用力のある企業にとっては、銀行借入依存よりフィナンシャル・マーケットにおける証券発行による資金調達の方がより効率的となる。こうした移行が社会的に望ましいかどうかは別として、それにより長期的な銀行と企業の関係が駆逐される可能性が出てきている。米英両国はすでにこの段階にあり、日本も1980年代後半より移行しつつある。

ハ．最近のアジア太平洋地域における証券市場の出現

上記の証券化のステージは、さらに①短期金融市場の自由化、②証券市場の発達（通常は政府債、社債、株式の順で市場が形成）、③先物など派生取引市場の発達、の3段階に分類できる。アジア太平洋諸国の短期金融市場は、取引量やスプレッドを基準にみると、日本やオーストラリアでは発達しているが、インドネシア、タイ、フィリピン等では発達が遅れている。株式市場については、東欧諸国の場合と異なりアジア太平洋諸国は投資資

金を受け入れる条件が整っており、NIEsを中心に近年活発な株式市場の出現をみている。また、派生取引の市場は80年代以降、オーストラリア、日本、ニュージーランド、香港、シンガポールで出現しているが、監督当局は、こうした取引がオフバランスのリスク増大や、価格変動の増幅につながることに懸念を表明している。

ニ．韓国の金融自由化のケース

70年代の韓国は銀行部門が未発達な一方で、証券市場もほとんど存在しない状況にあったが、80年代に入ってから国営銀行の民営化、金利の自由化、内外資本移動規制緩和等が徐々に進められた。この過程で韓国政府は国内の自由化を国際的な自由化に先行させた。この背景には、国際的な自由化による資本流入がウォン高を惹き起こすとの懸念、ないし国内の金融機関の国際競争力が劣っているとの危惧があったと思われる。90年代に入り外国証券、銀行の参入・業務規制の緩和、対内株式投資規制の撤廃等が進展した。また、92年末に誕生した金泳三新政権は金融制度改革に関する包括的青写真を提示し、金融取引実名制を導入した。

韓国当局は総じて証券市場を重視している傾向があるが、銀行による仲介という段階を十分に経ないで証券市場中心の金融システムに移行するのは時期尚早との批判も存在する。

ホ．国際的な側面：最近の低開発国への資金流入について

90年代には米国の資本収益率の低下、東アジア、ラテンアメリカにおける金融自由化を背景に、これら途上国地域への資本流入が増加している。これら諸国にとって、資本市場の開放は多くのメリットを持つ反面、対外債

務の累積や思わぬ実質為替レートの変動等をもたす恐れもある。金融自由化の遅れている国では人為的な低金利政策や高預金準備率等によりその影響を不胎化することも可能であるが、それには弊害も伴う。

金融自由化の望ましい手順としては、①過度の対外借入を防ぐため、まず財政赤字を削減してから金融安定化政策やその他の施策に取り組む、②国際的な金融自由化とりわけ資本流入規制の撤廃は最後に行う、というのがコンセンサスであろう。もっとも、東アジアの多くの国（例えば日本やインドネシア）では、国際的な自由化が国内的な自由化に先行して実施され、しかもそれが成功したように思われる。これには、国内金融機関の自由化への抵抗を克服するため、対外的な開放を先行させたという面がある。

へ．政府規制に関する諸問題

国によっては、金利自由化の前提条件として金融機関に対する信用秩序維持政策（例えば大口融資規制、自己資本規制、投機的バブルの監視等）を、一層強化する必要がある。また、自己資本充実には銀行だけでなく証券会社にとっても重要である。

会計基準、企業情報の開示、外部監査、格付け機関、インサイダー取引規制等を通じ、情報の流れを改善することが必要である。アジア諸国には、過度の情報公開は金融市場の発展を阻害するとの見方もあるが、これは、そうしたことに關するルールは金融市場の成熟している米国の方がアジアよりも厳しい点からも誤りである。

世界の多くの国々は中央銀行の独立性を高める方向にあるが、これはインフレ防止に役立つとともに、金融システムの発展を促す効果もある。アジアでは、フィリピンが93年6

月に中央銀行の機能を強化する法律を導入した。

70年代の日本をみても明らかなおと、銀行等に対し人為的低金利での政府債引受けを強制することにより政府が seignorage を獲得するというようなやり方は、財政赤字が大きくなると不可能になる。政府債を市場金利で発行することは、金融機関間の競争促進、市場における金利指標の提供、金融政策波及効果の増大の面から、極めて重要といえる。

証券市場の参加者としての銀行の役割と、決済機関としての銀行の役割との間には矛盾が存在する。決済機能を守るために、預金保険やその他の保護措置が必要となることを勘案すると、BOJ ペーパーにおいて論じられている「決済サービスに対する公的保護は行うが、金融仲介サービスに対する保護は行わない」というレジームⅡを支持したい。ただし、銀行業務と証券業務とを分断する「ファイアーウォール」を設けることはとくにアジアでは非現実的であり、その意味でむしろ銀証分離が望ましいとの見方もありうる。もっとも、預金吸収とその投資を同時に行うことに強いコスト節減効果があるとすれば、銀証一体の下でもレジームⅡは支持しえよう。

(4) 日本における銀行および企業行動の変化について

(Changing Behavior of Private Banks
and Corporations in Japan)

吉野直行（慶應義塾大学教授）

イ．問題提起

近年、日本経済は資産価格の大幅な変動を経験し、このことが実体経済にも少なからぬ影響を与えてきたとみられるが、こうした動きの背後にはいかなるメカニズムが働いていたのであろうか。また、この間の金融政策は

資産価格および実体経済に対してどのような影響を及ぼしてきたのであろうか。

これらの問いに答えるために、本論文ではまず、銀行・企業双方のバランスシート構成の変化を中心に、ファクト・ファイディングを行う。次にこれを踏まえて、金融政策の変化がどのように行われたのかを、政策反応関数を計測することによって実証的に明らかにするほか、時系列分析の手法を用いて、政策変数、実体経済変数、および資産価格変数間の因果関係を捉える。

ロ. 日本の銀行行動の変化

銀行のバランスシート構成の推移をみると、資産サイドでは、まずオイルショック以降70年代後半にかけて国債のウエイトが毎年2%の高いテンポで増加し、80年代後半にかけては、社債・株式も企業による発行増からウエイトを高めている。これに対して、貸出は大企業を中心とした資金調達手段の多様化を反映して、バブル期も含めて趨勢的に低下してきている。

なお、バブル期における銀行の貸出行動の特徴的な動きとしては、①貸出期間の長期化、②中小企業、個人向け貸出の増加、③建設・不動産・ノンバンクの3業種向け貸出の増加、の3点が指摘できる。

一方、負債サイドをみると、要求払い預金がウエイトを下げる中、定期性預金も、81年までは増加したものの、これ以降はCDによる調達が増加したため低下に転じた。金融債による調達も、CDの発行増に押されるかたちで87年から90年にかけてウエイトを下げた。全体として、規制金利下にある預金等が、自由金利の大口預金やCDにとって代わられる姿が明瞭に読み取れる。

また株式の発行は、BIS基準のクリアを

目的に88年から91年にかけて活発化した。日銀借入については、87年から89年のバブル期を除けば、54年以降減少傾向を辿っている。

この間、貸倒引当金への繰入れ状況をみると、資産価格が低下をみた91年以降、非常に高い水準を示している。とくに、都銀、信託など大手銀行の貸倒引当金の高さが目立ち、規制緩和が進む中での競争激化が銀行を不動産担保に安易に依存した融資に向かわせる誘因となったことを物語っている。

次に、利鞘と経費率の推移をみると、まず資金運用利回りと預金金利との差でみた利鞘は、75年の4.15%から91年には0.78%と大幅に低下している。この間、経費率も人件費率の低下を主因に1.09% (75年) から0.56% (93年) へとほぼ半減しているのが目立つ。ただ、経費率の低下には業態によって顕著な差がみられ、地銀の低下幅は都銀に比べ小幅にとどまっている。

ハ. 日本の企業行動の変化

一方企業行動をみると、資産サイドでは預金から投資信託等の株関連の金融資産等へ、また、負債サイドでは銀行借入から株式や社債による調達へとシフトしてきている。こうした変化を資本金による規模別、製造・非製造業別にやや詳しくみてみると、以下の事実を指摘できる。

<資産サイド>

- ① 現預金は、大企業では大口定期預金による運用増等から80年後半にかけて上昇したが、中小企業では逆に減少している。
- ② 株式は、大企業では製造業、非製造業とも85年以降ゆるやかな増加傾向を辿っているが、非製造業の中堅・中小企業では変動が激しい。
- ③ 土地の保有は、大企業では中堅・中小企

業に比べウエイトは低い、それでも85年以降、規模を問わず増加傾向が認められる。
＜負債サイド＞

- ① 短期借入は、80年代半ばにピークに達した後、下降に転じている。
- ② 長期借入は、製造業の大企業では75年以降減少しているが、90年に至って微増に転じた。一方、非製造業はこれとは対照的に長期借入に対する依存度を高めている。
- ③ 社債発行は、製造業大企業では82年以降増加傾向にあり、非製造業大企業でも、ピークアウトした感はあるもののなお高水準を持続している。これに対して中堅規模以下の企業では、起債基準に達しない企業が多いため引続き低水準にある。
- ④ 総資産対比でみた資本は、製造業の大企業では75年以降増加傾向を辿っており、非製造業大企業でも85年以降上昇している。この間、中堅・中小企業では明確なトレンドはみられない。

二. 金融政策反応関数の計測

四半期、月次、日次のデータを用いて、金融政策の変化がどのように行われたかを実証的に分析する。四半期データによれば、79年を境に構造変化がみられ、月次データにより、さらに細かく80年代を分けると、85年の第3四半期と第4四半期を境に構造変化がみられる。

まず、70年代の金融政策反応関数を見ると、マネーサプライ（貸出）の前期の動き、物価水準が重視されていたが、80年代からは物価と為替レートの過去の動きがコールレートに影響を与えるようになっていく。とくに月次データの金融政策反応関数の計測から判断すると、85年第4四半期以降、為替重視が強まっている。

日次のコールレートの動きは、前日のコールレートの変化が効いており、日々の動きでは大きな金利変動が生じないような政策をとっていると看做される。

ホ. VAR推計の結果

次に、四半期データを79年以前と80年以降に分けて、単位根検定によりデータ変換を行った後に、政策変数、実体経済変数、資産価格を表す変数間の因果関係を調べてみる。F検定による結果から判断すると、金融政策の反応に関しては、二. の結果とほぼ同様で、71～79年では、過去のマネーサプライの変化、物価の変化が有意にコールレートの動きに影響を与えており、80～92年の期間では、過去の物価の変化と為替の変化がコールレートに大きな影響を与えている。

次に、Structural VARによるイノベーション分析の結果からマクロ変数がどのように地価の変動に影響を与えていたかを調べると、71～79年では、コールレート、マネーサプライ、株価の変化が大きな影響を与えているのに対して、80～92年の期間では、マネーサプライの変化が地価の変動に大きな影響を与えている。これは、ロ. の銀行行動でみたように、銀行の規模拡大行動による貸出増に伴うマネーサプライの動きが、地価の変動に大きな影響を与えていたという推察を裏付けていると思われる。

〔第2セッション〕

(1) 銀行の信用秩序維持規制

(Prudential Regulation for Banks)

Mark J. Flannery (フロリダ大学教授)

イ. はじめに

本論文は、銀行規制の必要性の根拠を明確にしたうえで、現行規制体系の評価を試みた

ものである。

銀行規制については、①個別具体的な市場の失敗（private market failure）の是正に根拠を求める立場（prudential regulation）と、②問題発生時には政府が損害を補償するという市場参加者の（合理的）予想によって内生的に発生する市場の失敗（public market failure）を相殺する点に事前の規制・介入の根拠を求める立場（pricing regulation）がある。しかしながら、銀行倒産の確率を低めることを目的とした上記①の立場に基づくブルーデンス規制の役割は限定的なものにとどまるというのが、本論文の結論である。

ロ. 分析の枠組み

まず、銀行規制の在り方を論ずるに当たっては、民間部門の行動は公的な規制を織り込んで変化しうる点に留意する必要がある。

銀行規制は、① prudential regulation、② pricing schedules、③ closure rules の3つのカテゴリーに大別することができる。このうち、①は銀行が抱えるリスクを予め制限することを企図したものであり、最低自己資本基準や預金金利規制等が含まれる。②は当局が民間銀行から肩代りするリスクに対して、適正な価格（fair price）を賦課するものであり、預金保険料はその一例である。③は銀行の倒産や清算手続きに関する法的枠組みに対応する。

仮に銀行システムを完全な自由放任体制（laissez faire）の下に置けば、市場がこうした公的規制体系に代わるシステムを築き上げよう。問題は、市場と政府当局のいずれが平均的にみてより効率的かという点にある。

ハ. 市場によるリスク負担と分配の効率性

多くの国において、セーフティ・ネットは市場が負うべきリスクを公的部門が肩代りす

る役割を果たしている。企業の財務構造が投資行動等にあまり影響を与えないのであれば、誰がリスクを負うかはさほど重要でないかもしれないが、最近の研究は財務構造が投資行動に影響を及ぼすことを示唆している。とくに、銀行が外部からは生産活動の評価・監視が困難なタイプの企業の実物投資配分に重要な役割を果たしていることを考えると、その銀行を監視しコントロールする能力を政府当局が持つことは、社会厚生にとって重要であるとの指摘も可能であろう。

ニ. 外部性はブルーデンス規制を正当化するか？

政府が銀行業のリスクを負担する程度が他産業の場合に比べ高いことの説明としては、通常、市場の失敗による社会厚生への阻害の程度が大きい点が挙げられている。具体的には、①市場による情報の過小生産、②銀行の抱えるリスクを市場が適正に評価することの困難性、③政府当局の保護を必要とする特別な預金者の存在、④銀行倒産に伴う深刻な外部性（システミック・リスク）の発生、の4点が指摘される場合が多い。

このうち、①、②は実証的裏付けを欠く。③については、小口預金者保護は正当化されるところとしても、欧米や日本で行われている formal および informal な政府保証は明らかに行過ぎであり、市場による規律圧力を阻害している。

④について敷衍すると、銀行倒産の外部性がとくに大きいとされるのは、(i)銀行倒産が他の金融機関の倒産を連鎖的にもたらす可能性があること、(ii)銀行倒産が実物部門における投資の効率性を阻害すること、の2点からである。

(i)については、銀行倒産の外部性は、他の

金融機関に対する取付けの発生、ないしは倒産銀行と共通の決済システムに加入している銀行の損失という経路を通じ、金融システム全体に伝播するとされる。しかし、insolventな銀行に対する取付けは経済的に好ましいといえる一方、預金者が solvent な銀行と insolvent な銀行を区別できないとの主張は、前述のように実証的な根拠に乏しい。また決済システムを通ずるリスクについては、これも信用リスクの一形態であり、合理的な銀行であれば本来こうしたリスクを認識し、事前にコントロールするはずである。銀行がこれを十分に行わないのは、大銀行が倒産の危機に陥るような非常事態時には政府当局が低コストの流動性供給や損失の肩代りを行うと事前に予想しているからである。もし市場参加者がこうした政府当局による事後的なリスク負担が行われないと確信すれば、決済システム関連の日中与信は縮小し、公的な介入・規制も不必要となろう。

(ii)に関しては、銀行の倒産により銀行とその取引先との間に存在する「取引関係という資産 (relationship capital)」の喪失をコストとして捉え、その実体経済に対する悪影響を強調する向きが少なくない。しかし、そうしたコストが政府当局の介入を必要とするほど重要であるかについては、議論の余地がある。また、かかるコストが存在するとしても、これは prudential regulation の必要性よりは、銀行の清算ないし再編の法的枠組みに関わる問題であろう。

ホ. 政府による銀行救済

仮に二. で論じた銀行規制の根拠が経済学的にすべて否定されたとしても、なお政府当局が介入せざるをえない場合が2つある。第1は、少額預金者に大きな被害が及びかねな

いような場合であり、衡平性 (equity) の観点から政府当局の介入が要請されよう。第2は、政策の事前と事後の食違いの問題である。これは、例えば政府当局が事前的には非常時の救済措置を否定したとしても、現実には大規模な銀行倒産が発生した場合には、銀行システムの崩壊 (financial meltdown) を防ぐ方が政府にとって政治的にも望ましいと考えて事前の意図とは裏腹に事後的には救済に乗り出すケースである。このように事前と事後で政府の政策に食違いが生ずると考えられれば市場参加者は当然それを予想して行動するであろう。それにより金融市場に歪みが生じて貯蓄や投資の効率性が阻害されるのを防ごうとすれば、政府当局は事前的にも規制を行わざるをえない。

ヘ. リスクの価格付けとブルーデンス規制

最近、各国の監督当局は、FDICIA における可変預金保険料率導入にみられるように、銀行行動を直接規制するよりも、セーフティ・ネットの価格を銀行が自主的に選択したリスクに応じて設定する方向に傾いている。しかし、政府当局がリスクを当事者である銀行よりも正確に測定できるとは考え難い以上、こうした方法には限界があり、銀行行動を直接規制せざるをえない場合もあろう。

ト. 結論

社会厚生観点からは、銀行規制には他産業に対する規制に比べて強い根拠があるとはいえず、現在多くの主要国でみられる広範囲の銀行規制・検査の必要性は乏しい。しかし、少額預金者や政策の事前事後の食違いの問題を考えると、政府が政治力学上、リスクを負担せざるをえない場合があるのは否定できない。ただ、政府当局が民間に代位してリスクを負担するであろうという事前の期待は、市

場規律を弱める方向で投資家の事前的な行動に影響を及ぼす。それを防ぐには、政府当局は負担したリスクに相応する代償を事前に銀行から求める必要がある。その場合、極力 pricing schedule の形態をとることが望ましいが、リスクの評価が困難でそれが出来なければ、銀行行動に直接制約を加える規制を課すこともやむをえない。

なお、本論文は公的当局が実際にどの程度規制を効率的に行う能力を持っているかについてはあまり論じていない。このため、政府規制の妥当性について、過大評価している傾向がある点には留意されたい。

(2) 銀行業におけるセーフティ・ネットとモラル・ハザード

(Safety Nets and Moral Hazard in Banking)

George J. Benston (エモリー大学教授)

イ. 概観

本論文の目的は、セーフティ・ネットに伴うモラル・ハザードのコストを評価し、望ましい対応策を検討することにある。自己資本比率の引上げと早期介入・銀行閉鎖の併用が最も望ましい、というのが結論である。

ロ. 民間部門におけるモラル・ハザード防止

モラル・ハザードについて、保険会社は控除条項の設定やスプリンクラーの設置義務などにより、また銀行は投資行動に関する約款や担保徴求、さらには企業行動のモニタリングなどにより、これを防いでいる。

ハ. 公的セーフティ・ネットの存在意義

公的当局の場合、こうしたモラル・ハザード抑止策を予め設定するのが困難であるにもかかわらず、セーフティ・ネットを提供している。その根拠は以下の4点であろうが、④(政治的便益)を除くと妥当性に乏しい。

①社会的義務の履行

これを根拠として提供されるセーフティ・ネットは、民間銀行から十分な融資を受けられない弱者への低利融資というかたちをとることが多いが、貸付金の目的外使用、資源配分の歪みなどにつながりかねない。

②効率性

各債権者(預金者)が個々に銀行行動をモニターするのに比べ、政府が預金保険を提供したうえ銀行を監視する方が効率的との議論があるが、銀行は個別に購入した保険を預金者に対しオファーしたり、銀行相互間で保険を掛け合うこともできるわけであり、公的な預金保険の必要性の論拠としては薄弱である。

③取付けに伴う負の外部性の削減

(i)不健全な銀行が倒産しても、他の銀行やノンバンク等により提供される代替サービスが利用可能であること、(ii)取付けによる銀行倒産には健全な銀行のエージェンシー・コストをむしろ削減する面もあること、銀行倒産の影響についても、(iii)マネーサプライ縮小による金融システム崩壊は、公開市場操作や貸出による中央銀行の資金供給により防ぎうること、(iv)大銀行が倒産した場合でさえ、それが他の銀行の信頼を失墜させるケースは、過去の経験からみて稀であること、さらに(v)決済システムへの影響についても、事前的エクスポージャー制限などにより対処しうること、等を勘案すれば、取付けの負の外部性も公的な預金保険制度の存在理由とはなりえない。

④政治的な便益

結局のところ、公的なセーフティ・ネットが存在するのは主に政治的な理由による

ものと考えられる。Kaneは、政府の担当者が預金保険の対象となっていない預金まで保護しようとするのは、自己のキャリアを傷つけないという政治的な判断からであり、これがセーフティ・ネット拡大のインセンティブとなっているとしているが、最近の各国の事例をみると、この説明は説得的のように思われる。

二. モラル・ハザードの抑制要因

モラル・ハザードを抑制する要因には、次のように公的なメカニズムによらないものもある。

- ① 預金保険の付保対象範囲を部分的なものにとどめれば、預金者など銀行の債権者には、銀行行動をモニターするインセンティブが働く。
- ② 株主は、出資額が多いほど銀行に対するモニタリングを強化しよう。この点、銀行の持つ「暖簾代」も倒産時には逸失利益となるため、これが大きいことは、銀行の過度なリスクテイクの抑制要因となる。
- ③ 銀行経営者が倒産により失業や経営者としての名声の喪失というコストを払うことも、リスクな投資を回避するインセンティブとして働く。

ホ. 預金保険のモラル・ハザードに対する公的な抑制

一方、公的なモラル・ハザード抑制要因としては次のようなものが考えられるが、このうち①～③には実現可能性、効果等の面で問題があり、自己資本比率引上げ(④)と早期介入・閉鎖(⑤)にとどめるのが最善と思われる。

①銀行の資産・業務範囲規制

収益低下やリスク分散の後退をもたらし、かえって倒産確率を高める可能性がある。

る。投資対象を短期の安全資産に限定するナローバンク構想も、より有利な条件を提示する代替的なサービスへの資金シフトを生じさせるだけで、基本的な解決策にはならない。

②リスクに応じた預金保険料の設定

銀行のリスク評価が正確に行われれば、モラル・ハザードの回避につながるが、これは実際にはかなり困難である。なお、銀行による劣後債発行はリスクに応じた預金保険料と同様の効果を持つだけでなく、その金利から当該行のリスクに対する市場の評価を探ることができることを指摘しておきたい。

③リスクに応じた自己資本比率規制

B I S規制は、現状では金利・通貨変動リスクを考慮していないほか、カテゴリーの分割が大雑把で、分類方法にも問題がある。とくに、分散投資に伴うリスク軽減効果を考慮していない点が大きな問題点といえる。

④自己資本比率の引上げ

自己資本比率が高ければ、過度なリスクは抑制され、損失を吸収するバッファとしても機能する。

⑤早期介入・閉鎖

FDICIAでも採用された早期介入・閉鎖(SEIR)の利点としては、以下の諸点が指摘されている。

(i)預金保険料率の低下

自己資本が残存するうちに清算すれば、被害は小さくて済む。また早期介入や資産の時価評価等を併せて導入することも、被害の軽減、ひいては預金保険料の低下につながる。

(ii)銀行サービスの効率化

他の多くの規制を必要としないため、銀行は市場環境の変化に応じた自由な活動を通じてサービスの効率化を実現できる。

(iii)銀行規制・監督の効率性上昇

当局は自己資本不足の銀行のみを注視すればよいと、規制・監督効率が上がる。

(iv)実現可能性

銀行の業務内容の大幅な変更を要しない点で実現可能性は高く、とくに健全な銀行は従来以上に効率的な活動を可能とするこの制度の導入を歓迎しよう。一方、反対するのは、弱い銀行と裁量権限を享受してきた規制当局であろう。

一方 SEIR に関しては、(i)財産権の侵害、(ii)介入直前にリスクテイクが行われる危険性、(iii)資産内容のリスク度合や分散投資のリスク軽減効果を勘案していないこと、等の問題点が指摘されている。しかし(i)については、自助努力により清算を免れようとの選択をしなかった以上、清算されても財産権の侵害とはいえないとの反論が考えられるし、(ii)に対しても、規制が段階的に強化されるため、一段とリスクを高めようというインセンティブは抑制される仕組みになっている、との反論が成立する。(iii)のリスク度合の問題については、一律に高めの自己資本比率を求めたり、時価評価を導入することなどにより対処するのが実践的といえよう。

〔第3セッション〕

(1) 金融政策のルールと金融システムの安定性

(Monetary Policy Rules and Financial Stability)

Bennett T. McCallum

(カーネギー・メロン大学教授)

イ. 問題提起

本論文の目的は、中央銀行が金融システムにおける「最後の貸し手」(以下 LLR)としての機能を果たしつつマクロ金融政策のルールを維持することの可能性について、実証的に検討することにある。金融政策のルールと LLR の機能が両立するか否かは、中央銀行が金利水準の過度な短期変動を回避しつつ、ベースマネーという中間目標を四半期程度のタームでいかに正確にコントロールしうるかに依存しており、本論文の分析もこの点が焦点となる。

ロ. 金融政策ルールと LLR

LLR の機能を巡る従来からの議論は、主として以下の4つに分類される。

- ① 金融危機の際には、優良な担保を保有し支払能力を有する銀行に対しては積極的に LLR を活用——古典的「Thornton-Bagehot」原則。
- ② 中央銀行貸出を寛大、かつ弾力的に運用——“modern-pragmatic”な立場。
- ③ 公的な LLR 機能は一切不要——フリー・バンキング論。
- ④ 中央銀行貸出は必ずしも必要ではなく、公開市場操作を通じた LLR 機能のみで十分——Goodfriend-King らのマネタリスト的立場。

このうち④の主張は、Summers などからさまざまな批判を受けているものの、いずれも本質的なものではなく、中央銀行がモラル・ハザードの発生、さらには規制・監督の必要性を最小限に抑制しつつも、金融システムの危機に際してはその LLR 機能を提供しうる点で優れていると思われる。ただ同提案

は、不測の金利変動を極力抑制するような政策運営がインフレ抑制といった長期的なマクロ金融政策目標の達成と両立しうることを前提としているので、以下この点の妥当性について検証を加えたい。

ハ. マクロ経済安定化のための政策ルール

ここでは、金融政策ルールの目標が、名目 GNP を物価安定性維持と両立しうる一定の安定的なパスにそって成長させることにあると考える。具体的には、名目 GNP 目標と整合的な一定のベースマネー増加率を設定し、前期の名目 GNP が目標値を下回れば、当期のベースマネー増加率をこの一定値よりもやや高めにするというルールに基づいて四半期ごとのベースマネーの目標値を求め、これを中間目標として用いる。過去の筆者の研究によると、このルールは有効に機能しうるとの結果を得ている。

この金融政策ルールは、LLR 機能に関する上記の Goodfriend-King 提案と両立しうるであろうか。主要国の中央銀行は、短期金利をその操作目標としている。したがって問題は、一方で日々のあるいは週次の金利変動についてスミージングを行いながら、他方では中間目標であるベースマネーをコントロールして名目 GNP に関する最終目標を達成することができるかということになる。

ニ. 金利を操作目標としたベースマネー・ターゲティング

そこで本論文では、上述のベースマネーの四半期目標値からさらに週ごとのベースマネーの目標値を算出したうえ、こうした週ごとの目標を達成するためにどの程度のフェデラル・ファンド・レートの変動が必要となるかについて、シミュレーションを行った。なお、ベースマネーの決定に関する週次モデル

については、ARMA モデルを基礎にフェデラル・ファンド・レートを変化させるための公開市場操作がベースマネーに対して与える直接的な影響を付加するかたちで定式化し、実証的に求めた。

ホ. シミュレーション結果

こうしたモデルによるシミュレーションを 1974 年 1 月～79 年 9 月と 88 年 1 月～91 年 12 月の 2 期間について行ったところ、フェデラル・ファンド・レートの変動を小幅に保ちつつ、金利を操作変数としてベースマネーの目標値を達成することは可能であるとの結果を得た。

すなわちシミュレーションの結果は、週ごとのフェデラル・ファンド・レートの変動を最大限 2% 以下（平均では約 0.5%）に保ちつつ、ベースマネーの目標値を平均誤差の約 0.5% 以内に抑えうることを示唆している。この金利変動幅は現実の値（平均約 0.2%、最大約 1.6%）に比べれば大きいですが、決して許容できないものとは思われない。

ヘ. 結論

本論文では金融政策ルールの採用が中央銀行の LLR 機能と両立しうるか否かにつき、実証的見地から検討を行った。とくに、LLR については中央銀行貸出を用いることなくすべて公開市場操作を通じて行い、金利変動についてはできる限り平準化するという Goodfriend-King の提案を主な検討の対象とした。シミュレーションを用いた実証結果は、双方の政策目標を同時に達成する可能性を概ね支持するものであった。

(2) 物価の安定と金融システムの脆弱性

(Price Stability and Financial Fragility)

Charles Goodhart (ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス教授)

イ. はじめに

CPIやGDPデフレーター等の物価指標は、現在の財・サービス価格のみを対象にしておき、資産価格の動向に反映されるような将来のサービス・フロー価格の変化を織り込んでいない点で金融政策の指標として不適格である。こうした物価指標に内包される問題は、80年代後半に資産価格と一般物価の動きが乖離する中で不適切な金融政策運営（88～90年における過度な緩和とそれ以降の引締め）がとられる一因をなしたと考えられる。

資産デフレと銀行システムの動揺の間には強い関係があり、銀行システムの安定性維持と物価の安定という金融政策運営上の2つの目標は、必ずしも矛盾するものではない。しかし、現行の信用秩序維持規制には、例えば自己資本比率規制がデフレ期により制約的に働くなど、金融政策と矛盾する可能性を孕んでいる点には留意が必要である。

ロ. 「インフレーションの正しい指標」について

かつて Alchian and Klein [1973]¹⁰⁾ は、CPIなどが現時点での財・サービスから得られる効用をもとに算出されるのに対し、個人が異時点間の効用を最大化するような消費行動をとると考えた時に算出される富の現在価値の変化率をインフレの指標として提案した。問題は、将来の消費に対する請求権の価格が明示的に観察できない点にあるが、資産が将来のサービスの源泉である点に着目してかかる指標をラフにでも作成する努力は有用であろう。Alchian and Klein は、フローの価格のみを重視するあまり、偏った金融政策運営が

とられることに警鐘を鳴らしたが、資産価格変動も視野に入れたうえでインフレの動向につき総合的判断を行うべしとの彼らの批判は、最近の経験に照らしても、正鵠を射たものといえよう。

ハ. 金融の脆弱性と資産価格の不安定性

銀行システムと実体経済活動は、上記のような資産価格を介し密接に関連している。さらに資産価格動向は不良資産の動向に大きく影響するため、結果として資産価格の不安定化は銀行経営の不安定化と相乗的に進行することになる。

この点を確認すべく、英米両国につきCPI、住宅価格および株価の間の因果関係、およびこれらの資産価格と金融の脆弱性の指標（銀行の倒産比率＜倒産銀行数／総銀行数＞）との相互関連を検証したところ、以下のような結果が得られた。すなわち、一般物価と株価、住宅価格など資産価格の間には、必ずしも強くはないが正の相関が存在する。さらに銀行の倒産比率は、資産価格（とくに住宅価格）がピークアウトし、一般物価も下落し始めた時に増加する傾向がある。したがって、資産価格の上昇局面で引締め政策を行い、下落局面で緩和すれば、結果的には資産価格を含めた物価の安定と金融システムの安定という2つの目標を基本的には矛盾なく達成することが可能となる。80年代後半の時期を例にとると、資産価格をインフレ圧力の評価の際にもっと考慮していれば、銀行システムの安定だけでなく、資産価格を含めた物価安定にもつながったであろう。

上記の2つの政策目標の間に矛盾が生じる

10) Alchian, Armen A. and Benjamin Klein, "On a Correct Measure of Inflation," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.5, No.1, Pt 1, February 1973, pp.183-191.

場合もありうる。例えば（資産）インフレ圧力の強まりを早期に抑制すべく金利を引き上げようとする場合には、金融機関の支払能力が影響を受ける場合もありえよう。しかし、こうした矛盾が生じることは稀であり、最近のスカンジナビアやニューイングランドの例のように危機に瀕した銀行システムに救いの手をさしのべることは、マクロ政策の観点から大きな問題を惹起するとは思われない。

二、脆弱な銀行システムをいかに維持すべきか

銀行救済に関しては、①流動性が不足しているが支払不能には陥っていない銀行のみに限定して中央銀行の最後の貸し手機能を発動すべきである（Thornton-Bagehot）、②個別銀行に対する中央銀行貸出は必ずしも必要でなく、公開市場操作を通じてマネーサプライの伸びを安定的に保つだけで充分（Goodfriend-King）、という2つの考え方が、とくに古典派に近い金融学者の間で有力である。

しかし、いずれも妥当ではない。市場参加者が支払能力に対し懸念を抱かない限り、銀行はインターバンク市場から資金調達できるはずであり、資金調達のできない銀行の支払能力は疑わしいといわざるをえない。また、公開市場操作を通じマネーサプライの伸びを安定的に保てばよいとの考え方は一応理解しうるものの、実際に銀行倒産が生じた場合には民間部門の行動パターン、したがって経済諸変数間の関係が大きく変化するため、この政策が実効性を持つとは思われない。問題が拡大する前に早期に介入し救済する（nip the panic in the bud）方がはるかに効率的である。

こうしたアプローチは、近視眼的で市場規

律を阻害し、また too-big-to-fail につながるため不公平であると批判されてきた。米国の FDICIA [1991] に盛り込まれた、自己資本比率に応じた段階的な規制措置は、この批判に部分的ながら応えようとするものである。適切な自己資本比率の水準が何%であるかよりも、それが低下した場合にどういう順序で対応するかの方がはるかに重要であり、この点では BIS 規制等よりも優れている。しかし、経営者の背信行為（fraud）に対応できない点では同じである。

また、自己資本比率規制は、それがどのようなものであれ、不況時には銀行信用を一段と収縮させる一方、好況期にはその実効性が低下するという意味で循環促進的（pro-cyclical）な側面を持つため、循環抑制的（counter-cyclical）な金融政策との間にはもともと対立が存在する。このため、①資産価格の急落時には規制措置の機械的な適用を緩和する、②それでも銀行が支援を必要とする場合には、現在と同様の中央銀行による支援策を行う、③金融政策の運営に当たっては、CPI とともに資産価格の動きに一段と注意を払う、といった対応が望まれる。

最後に預金保険については、預金の100%払戻し保証はモラル・ハザードを生じさせるが、部分的な（例えば預金の80%）払戻し保証に限定（co-insurance）すれば、預金者、経営者双方に対するモラル・ハザード抑制効果が期待できよう。

ホ．結論

近年の金融政策運営は不適切であったといわざるをえないが、その一因は、資産価格の動向を適切に反映しないインフレ指標の動向を重視しすぎた点にある。一方、銀行監督の面では、通貨当局は伝統的な手法によってパ

ニックの拡大を防止したが、この間資産価格動向も含めた適切な指標でみた場合、こうした対応と物価安定の維持という今1つの政策目標との間には、対立関係は生じていない。しかしながら、信用秩序維持規制とマクロの金融政策の間には、こうした規制が（資産価格の）デフレーションにより制約的に作用するという潜在的な矛盾が存在する。このため、中央銀行は必要があればこうした規制の適用を緩和し、また、伝統的な救済策を行うべきである。

2. 海外顧問講演

(1) 規制、金融の安定性および規制体系の改善

(Regulatory Arrangement, Financial
Stability, and Regulatory Reform)

Allan H. Meltzer (カーネギー・メロン大学教授)

イ. はじめに

銀行規制・監督の体系は国によって異なるが、過去10～20年間の各国の経験から、次のような3つの一般的教訓 (general lessons) を引き出すことができる。第1は、銀行に対する規制・監督は多くの場合、多大な社会的コストの発生を防ぎえなかったという点である。第2は、それにもかかわらず、預金取付けなど、金融システム全体が危機に陥る事態 (financial crisis) は回避されたという点である。第3は、規制・監督当局の役割に関するものである。以下、主として米国の事例によりながら、上記の諸点について順次論じたい。

ロ. 規制・監督の問題点

銀行規制・監督には、次のような4つの大きな問題が内在する。

第1は、不測の事態 (unanticipated event) が生じた場合、金融機関の収益率の分布はそれ以前に比べ、大きく変化してしまうが、当局はこのことをタイムリーに把握することはできないという点である。石油危機 (1973～74年) や累積債務問題に係るメキシコ危機の発生 (82年)、あるいは世界的な株価の暴落 (87年) など、過去の予期せぬショックの経験を見ると、それがどの程度深刻な金融問題につながったかは専ら中央銀行の LLR 機能の発動のされ方に関わっており、規制・監督の在り方による差はみられない。

第2は、規制や法体系の在り方が (市場参加者の) インセンティブおよび投資機会を歪めるという問題である。例えば、部分的な準備預金制度は預金取付けの可能性を高め、また、預金保険制度や公的なセーフティ・ネットは、とくに銀行の資本が低水準にある場合に、モラル・ハザードを惹起しがちである。

第3は、仮に規制当局が問題を察知していても、その対応は政治的な介入や圧力などから遅れがちとなるという点である。米国の貯蓄金融機関の破綻はその典型的な例といえる。規制・監督体系を再構築する際には、こうした介入・圧力を排除し、迅速かつ適切な政策対応が確保されるような工夫が必要となる。

第4は、規制体系の不適切さから生じる問題である。例えば、米国の S&L は、一定の期日までにその保有するジャンク・ボンドを売却するように求められたが、これにより必要以上の損失を余儀なくされた。また、グラス・スティーガル法や日本の証券取引法第65条のように、すでに合理的根拠を失った規制が引続き残存しているという規制当局の惰性 (inertia) もみられる。

しかし、このような問題があるからといって、銀行に対する規制・監督がすべて有害無益というわけではない。

金融規制・監督の主な経済学的根拠は、決済システムの崩壊を未然に防止するという点にあるが、その際に配意すべき問題として、次の2つを挙げたい。第1は、決済システムの安定性保持とマクロ経済目標を達成するための金融政策 (monetary control) との関係である。第2は、預金保険制度など、預金の名目価値に対する保証の付与が惹起するリスクを最小化するために、規制・監督体系のフレームワークはどうあるべきかという問題である。以下の諸節では、これらを順次検討していくことにする。

ハ. 取付けと金融システムの崩壊

かつて Bagehot [1873]¹¹⁾ は、金融危機の発生時には中央銀行は銀行が通常時であれば市場で流動化できるような担保を提出できる限り、市場より高めの金利で無制限の貸出を行うべきであると主張した。この中央銀行の最後の貸し手 (Lender of Last Resort) としての機能に関する Bagehot のルールは、ルールに基づくマクロ金融政策運営と決して両立しえないものではない。すなわち、Bagehot ルールを堅持する限り、金融機関はいかなる状況の下でもペナルティ・レートを払いさえすればベースマネーに対するアクセスを維持しう

るため、決済システムの危機は回避される一方、中央銀行貸出の金利は市場金利を上回っているため、かかる貸出は市場の失敗が起きた時にしか生じず、マクロ金融政策に悪影響を与えることはない。したがって、Goodfriend-King [1988]¹²⁾ が主張するように、危機時における流動性供給を公開市場操作のみに限る必然性はない。また McCallum [1993]¹³⁾ は、上記の政策目標間の両立性の問題をベースマネーの成長率のルールと金利平準化のルールを統合することで回避することを試みているが、結局 Bagehot ルールとの相違は準備供給のタイミング等の問題に帰着するものと思われる。

ニ. 規制体系の再構築

効率的な規制体系の確立のためには、銀行倒産の回避や倒産コストの負担の転嫁を目的とした政治的介入が社会的コストの増大をもたらす可能性を十分に認識し、同時に規制の負担 (regulatory burden) とセーフティ・ネットのコストを最小化する必要がある。

最近の規制に関するアプローチは、市場メカニズムの活用により、従来の伝統的な規制手法を補完ないし代替しようという点に特徴がある。Jordan [1993]¹⁴⁾ やニュージーランド準備銀行 [1993]¹⁵⁾ は、経営情報の開示に力点を置いている。また Benston と Kaufman は、自己資本充実度合による段階的な介入強

11) Bagehot, W., *Lombard Street*, London: Scribners, Armstrong, 1873. Reprinted 1962 Homewood R.D. Irwin.

12) Goodfriend, M. and King, R. G., "Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, 74: (May-June), 1988 pp.3-22.

13) McCallum, B.T., "Monetary Policy Rules and Financial Stability," Carnegie Mellon University, (当コンファランス提出論文), 1993.

14) Jordan, J.L., "A Market Approach to Banking Regulation," Federal Reserve Bank of Cleveland, March 1993.

15) Reserve Bank of New Zealand, *Proposed Revisions to Banking Supervision Arrangements*, Wellington: Reserve Bank of New Zealand 1993.

化を主張しており、こうした考え方は、米国における FDICIA [1991] にも取り入れられている。これに対しては、①倒産銀行を速やかに処理する規制当局の能力、②適正な所要自己資本比率の算定、などの観点からその実効性に対する疑問も提示されているが、市場情報と（市場参加者の）インセンティブの重要性を重視しているという点では、前向きに評価しうるものであろう。

第2のアプローチは、預金獲得と貸出という2つの機能を分断したうえで、預金は短期の安全資産で担保させ、貸出原資は債券・株式の発行で調達させるという、Friedman [1959]¹⁶⁾ による100%準備構想に準じたものであり、しばしばナローバンク構想と呼ばれている。同構想の下では、銀行が貸出の原資として調達した資金はセーフティ・ネットの対象外となるため、（預金者保護を企図した）規制の必要性は低減される一方、銀行にとっては、範囲の経済（economies of scope）によるメリットが減殺される可能性があるのも事実であらう。

これら2つのアプローチの優劣を先験的（a priori）に決定することは困難であり、またどちらか一方を選ばなければならないというものでもない。自己資本を充実して範囲の経済を選ぶか、決済業務と貸出業務を分離して規制低減によるコストの節約を図るかは、銀行に決めさせればよい。

ホ. 結論

本論文の結論を再度要約すれば、以下のとおりである。

多くの国において、従来の伝統的な銀行規制・監督手法が必ずしも十分には機能してこ

なかったが、これにはモラル・ハザードや政治的介入の問題が影響している点が指摘される。

また、最近では規制体系の見直しが行われつつあるが、その基本的な方向性は、市場規律（market discipline）の一層の活用という点に求めることができる。これらの改善案は、①自己資本の強化に主眼を置くものと、②預金獲得と貸出を分離するもの（ナローバンク構想）に大別される。この点、BIS 規制は、市場の力によらず規制によって銀行のポートフォリオに影響を与えるものと位置付けられるが、こうした規制の下で銀行がより規制の少ない金融機関と競争することは困難であらう。

ナローバンク構想は、基本的には「最後の貸し手」の必要性を排除するものであるが、金融システムにおける倒産の拡大を回避する見地からはこうした「最後の貸し手」をシステム内に残しておくことは有用であらう。最後の貸し手機能と金融政策の運営という中央銀行の2つの役割は、決して両立不可能なものではなく、Bagehot ルールの有効性は維持されるものと考えられる。

最後に、金融システムの安定性は、規制体系の改革と安定的な財政金融政策の遂行とが相俟って、初めて実現されうるものである点を指摘しておきたい。

(2) 国際資本移動、国際機関、金融システムの安定性

(International Capital Flows, The
International Agencies, and Financial
Stability)

16) Friedman, M., *A Program for Monetary Stability*, Fordham, 1959.

Stanley Fischer (マサチューセッツ工科大学教授)

イ. はじめに

国際資本移動を妨げてきた規制の多くは撤廃され、資本市場は国際間で相互に密接に関係するようになってきている。これを端的に示したのが1987年のクラッシュであった。このように資本市場間の相互依存関係が強まるにつれて、従来各国ごとに異なっていた金融規制に対して国際的な統一化を求める圧力が強まっている。各国当局が、BIS 規制の導入に合意したのも、こうした動きの反映であろう。

一方、自由な国際的資本移動、とくに発展途上国への資本移動は潜在的に金融システムの不安定化を招来しうるものである。それが顕現化した例が、80年代における途上国の債務危機であった。本論文では債務危機の問題を国際機関（IMF、世銀）の役割とも絡めて論じた後、国際金融システムにおける IMF、世銀の役割をより一般的な観点から検討する。

ロ. 国際的な債務危機

途上国の債務危機は、途上国が高水準のエネルギー価格の下で成長を持続するには、石油輸出国の国際収支余剰が途上国に還流されるべきであるとの考え方にそもそもの発端があった。

70年代後半には、資金還流は先進国の銀行を経由した銀行貸付のかたちで円滑に行われたが、とくに問題は生じなかった。しかしながら、第2次石油危機後に至り、中南米の債務国の商業銀行向け対外債務が急増した。民間部門の債務の大半は資本逃避のかたちで流出した一方、公的な借り手の債務は残った。

債務危機は、その後10年間をかけて途上国

自身と債権国政府、商業銀行によって解決されるに至ったが、この間の経緯を振り返ると、まず、資金の注入を継続しない限り、債務国が債務を返済できないことが明らかになった。こうしたことから、82～85年にかけては、公的機関と銀行が IMF により承認された計画に沿ったかたちで必要資金を協調融資する、という戦略がとられた。この点で、IMF は米国等の主要銀行の破綻を防ぐうえで重要な役割を果たしたといえる。

結果的には、このように債務返済を可能とすべく債務国への融資を増加させる手法がとられたが、債務国が返済不可能であることを早期に認識し、債務を償却するという代替的な解決策もありえた。どちらの解決策がより望ましかったであろうか。先進国の立場からは後者の案を採用し、少なくとも一部の主要銀行の破綻を容認した方が、長期的には銀行の他行追随的な貸出行動に歯止めをかけることができるという点で、おそらくよかったのではない。途上国自身も、債務を早めに償却する方を望んでいたであろう。しかし、80年代の債務戦略としては前者が選ばれて、構造調整が世界的なレベルで進められた。この結果として、債務国の多くが近代世界の仲間入りを果たしたのも事実である。

債務の減免が遅れすぎたことは明らかである。当時、債務の減免は対象国を長期間に亘り国際金融市場から締め出すことになり、債務国の利益につながらないとの批判が多かった。しかし、実際には資本市場はこのことをすぐに忘れ、数年後には旧債務国に対する大規模な資本流入が再開されている。

以上のような債務危機から得られる教訓は次の諸点である。第1に、将来に亘り、銀行の他行追随的な貸出競争 (herd lending) から、

再び同様の問題が発生しないとは限らない点である。米国の不動産危機はこの1つの例といえる。第2に、最近の貸出動向をみても、民間部門が各国政府の行動を監視し、正しい結論を引き出す能力を十分に備えているとはみられないことである。第3に、国際機関は経済政策や構造調整に必要な資金を融資し、奨励するうえで重要な役割を果たした点である。さらに第4に、国際機関は債権国が債務戦略について検討するための調整メカニズムを提供したことである。

新たな債務危機の可能性をどう考えるべきか。途上国向けの資本移動は最近急増しているものの、外国直接投資やポートフォリオ投資の形態をとるものが多く、資本受入れ国にとっては商業銀行からの変動金利型貸付等に比べ問題が少ない。したがって、当面のところ債務危機の再来を懸念する必要は少ないといえよう。

国際機関（IMF、世界銀行）は、国際資本移動についての情報の質を高めることによって、将来の債務危機の発生リスクをさらに小さくすることができるであろう。こうした機関による情報公開の促進は、国際投資家が各国経済についての正しい判断を形成するのに大いに役立つものと思われる。

ハ．国際金融機関と国際的な安定性

情報のフローを改善することで国際資本移動における効率性の向上を図る以外に、IMFおよび世銀が国際金融システムの安定のためなしうること何であろうか。

戦後、国際経済の崩壊を防ぎ、復興を図るべく設立された世銀とIMFは、次のような

かたちで国際金融システムの安定に貢献してきた。すなわち、第1に世銀はプロジェクト貸付等を通じて途上国向け資金フローの拡大を促進してきた。第2に、IMFの融資条件（コンディショナリティー）は、途上国が政治的には困難であっても経済的には有益な政策を実行するうえで、重要な役割を果たしてきた。第3に、これらの国際機関は一貫して健全なマクロ経済政策と市場指向の政策を促し、世界経済統合へ向けての原動力となってきた。最近に至り、IMFと世銀は、先進国、とくに非政府機関から、貸出政策を環境問題や民間活力の利用により重点を置いたものとするよう迫られているが、これらの点は一考に値しよう。

最後に以下の2点を述べたい。まず、世銀については、民間の潜在的投資家には、世銀により積極的な保証者としての役割を求める声強いことを指摘したい。

一方IMFについては、国際金融問題の討議の場を提供することによって、国際通貨協力の促進を図るという役割は確かに果たしているが、今後の課題は、国際通貨制度の番人としての役割を、通貨の安定と通貨制度の整備を通じ再び担うことができるかという点にある。主要通貨間の為替相場が変動し続ける限り、IMFがこうした役割を近いうちに果たすことになるとは考えにくい。経済問題の分析や、通貨制度改革に関する提案等を通じ、大きく貢献することは可能であろう。

以 上