

危機後の金融システムはどこに向かうのか*

—2010年東大・設研共同主催シンポジウム抄録—

植田 和男[†] (東京大学大学院経済学研究科教授)

福田 慎一[‡] (東京大学大学院経済学研究科教授)

花崎 正晴[§] (日本政策投資銀行設備投資研究所)

中村 純一[¶] (日本政策投資銀行設備投資研究所)

— [編] —

* シンポジウムに報告者、討論者、パネリスト等としてご参加を頂き、その記録を「経済経営研究」として刊行することをお許し頂いた皆様方に心より感謝申し上げます。本稿をまとめるにあたっては、シンポジウムの内容を忠実に反映するよう万全の注意を払って原稿を作成し、参加者の方にも可能な限りご確認を頂いたが、残された誤謬については全て编者たちの責に帰するものである。

Whither the Post-crisis Financial System?

Economics Today, Vol.31, No.4, March, 2011

Edited by

Kazuo UEDA

Graduate School of Economics
The University of Tokyo

Shin-ichi FUKUDA

Graduate School of Economics
The University of Tokyo

Masaharu HANAZAKI

Research Institute of Capital Formation
Development Bank of Japan

and

Jun-ichi NAKAMURA

Research Institute of Capital Formation
Development Bank of Japan

目 次

1. 今回のシンポジウムの概要	1
2. 報告セッションの要約	4
2. 1 論文報告 「量的緩和政策 II—2001 年から 2006 年にかけての日本の経験に基づく実証 分析—」 本多佑三（報告者）・立花実 4 コメント 小枝淳子	
2. 2 論文報告「日本の長期停滞と『弱い企業統治』のマクロ経済学」 村瀬英彰 9 コメント 加納 隆	
2. 3 論文報告「金融システムとバブル」 平野智裕・柳川範之（報告者） 13 コメント 宮川大介	
2. 4 論文報告「中央銀行の政策運営におけるマクロ・プルーデンスの視点」 白塚重典 17 コメント 中村純一	
2. 5 論文報告「流動性危機について—Market Confidence とその崩壊—」 植田和男・小田 圭一郎 21 コメント 安田行宏	
2. 6 論文報告「世界国債暴落」 高田 創 25 コメント 品田直樹	
3. パネルディスカッション「金融システムはどこに向かうのか」議事録	28
3. 1 基調講演 I 「金融危機後のわが国金融システムの課題」 山口廣秀 28	
3. 2 基調講演 II 「金融危機後のわが国金融システムの課題」 大塚耕平 36	
3. 3 ディスカッション （座長）植田和男、（パネリスト）大塚耕平、池尾和人、幡鎌俊行、 氷見野良三、花崎正晴 42	
4. 参考資料：プログラム	70

1. 今回のシンポジウムの概要

東京大学金融教育研究センターと日本政策投資銀行設備投資研究所は、2010年12月10日、日本政策投資銀行本店にて、3回目となる共同主催シンポジウム「危機後の金融システムはどこに向かうのか」を開催した¹。

今回の世界的な金融危機は未だ収束していないが、危機の再発を防止するための金融規制・監督体制の見直しや、それを睨んだ金融機関のビジネス・モデル再構築の動きは着実に進展している。こうした中、日本の金融機関、金融市場が存在感を取り戻し、日本経済が成長軌道に復帰するためには何が求められるのか。本シンポジウムのねらいは、このような問題意識を共有する研究者と実務家がそれぞれの知見を持ち寄って、危機後の金融システムの行方について多面的に検討することであり、約70名の専門家が参加した6本の論文報告セッションと、一般のオーディエンスも加えて約300名が参加したパネルディスカッションの二部構成で行われた²。

論文報告セッション

小川英治（一橋大学）が座長を務めた午前のセッションでは、本多佑三（関西大学）、村瀬英彰（名古屋市立大学）、柳川範之（東京大学）が研究報告を行い、小枝淳子（東京大学）、加納隆（東京大学）、宮川大介（日本政策投資銀行）が指定討論を行った。

ゼロ金利もしくはそれに近い超低金利状態における大量のベースマネー供給、すなわち量的緩和政策がマクロ経済の浮揚に有効であるか否かについては、理論的には両論が併存している。2001年3月から2006年3月にかけて量的緩和政策を導入した日本の経験は、この問題をテストする格好のデータを提供している。先行研究の手法に一層の改善を加えて提示された新しい推計結果を巡って、活発な意見交換が行われた。

危機後の経済の回復には長期にわたる調整を要すると見る論者が多い。1990年代以降の日本経済の長期停滞もその典型例であるが、そこで観察された様々な現象を整合的に説明できるマクロ経済理論は、未だ存在しない。こうした問題意識に基づく新たな理論として、企業統治の空白が利潤の圧縮を生み、家計の防衛的反応としての生産的資本からマネーへの「逃避」が長期停滞をもたらすメカニズムが提示され、熱心な討論が行われた。

¹ 本シンポジウムの開催にあたっては、共催者として財団法人統計研究会・金融班および一般財団法人日本経済研究所より多大なご協力を頂いた。記して感謝申し上げたい。また、活発な議論を通じてシンポジウムに貢献して頂いた全ての参加者の皆様にも厚く御礼申し上げたい。なお、本稿に掲載された報告、講演、ディスカッション等の内容は、全てシンポジウム開催時点(2010年12月10日)までの情報に基づく各参加者の個人的見解であり、各々が所属する組織の公式見解を示すものではない。

² プログラムは巻末を参照。所属、肩書きは全てシンポジウム開催時点のものである。

資産価格バブルの形成とその崩壊メカニズムは、金融危機の最も重要な側面の一つであり、多数の理論研究が行われてきたものの、依然として未解明な点が多い。この点、今回議論された理論モデルは、金融システムの「質の高さ」がバブルの発生可能性、バブルと長期的成長率との関係、そしてバブル崩壊の影響を左右するという新たな論点を提示しており、オーディエンスの関心を集めていた。

福田慎一（東京大学）が座長を務めた午後のセッションでは、白塚重典（日本銀行）、植田和男（東京大学）・小田圭一郎（日本政策投資銀行）、高田創（みずほ証券）が研究報告を行い、中村純一（日本政策投資銀行）、安田行宏（東京経済大学）、品田直樹（日本政策投資銀行）が指定討論を行った。

今回の危機の経験を踏まえて改めて認識された点の一つが、マクロ・プルーデンス政策の重要性である。これからの中央銀行は、同政策に金融規制・監督当局と共同して責任を負い、平時と危機時の双方を視野に入れ、金融政策とマクロ・プルーデンス政策を整合的、システマティックであるが柔軟で、説明可能な形で遂行できるよう、新たな枠組みを確立する必要がある。その具体的な姿を巡って活発な議論が行われた。

従来型の金融危機が銀行取付けに特徴付けられるとすれば、今回の金融危機は、投資銀行などシャドバンクによる市場性の短期資金調達に取付けが生じた点に特徴がある。預金者同士と異なり、シャドバンクへの資金提供者の間に情報格差が存在した点に注目すれば、今回の危機は、異質な投資家間で形成されていたマーケット・コンフィデンスの崩壊としてモデル化できるとの問題提起が行われ、様々な意見が交わされた。

この 10 年来、ドル暴落論とともに日本国債暴落論は、市場参加者の間に繰り返し現れては消える警告である。日本国債は、経常収支が黒字であること、租税の引き上げ余地があることにより信任を維持しているが、リスクプレミアムはここ 6 四半期ほど高止まりの状態にある。経常黒字の維持可能性や、フロー取引においては外国人が 2 割を占めていることの影響などについて、熱心な討論が行われた。

パネルディスカッション

パネルディスカッションは、一般のオーディエンスも加えた大会場にて、「金融システムはどこに向かうのか」と題し、植田和男（東京大学）を座長として約 2 時間半にわたって行われた。山口廣秀（日本銀行）、大塚耕平（参議院議員）による基調講演に続き、大塚耕平、池尾和人（慶應義塾大学）、幡鎌俊行（三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券）、氷見野良三（金融庁）、花崎正晴（日本政策投資銀行）をパネリストとする討論が行われた。

基調講演、討論を通じて活発に議論されていた点をいくつか挙げれば、今回の危機の収束の見通しと課題、金融規制・監督体制やマクロ経済政策の在り方、わが国金融機関や金融市場の課題、などであった。

今回の危機の収束に関しては、金融危機の歴史や日本の経験を踏まえれば、今後も巨額の債務圧縮が避けられず、調整は相当に深く長いものになるとの見解が示された。また、調整過程における国民の不満を抑えるため、政府による債務の肩代わりや過剰なマクロ経済政策の発動が行われる結果として、ソブリン危機や経済構造の歪みが懸念されるとの指摘もあった。

金融規制・監督体制に関しては、危機を防止するための最適な規制・監督レベルについて、金融政策など代替的な政策手段との比較も含めてコスト・パフォーマンスの視点から一層の検討が必要であるとの意見や、規制がもたらす歪み、とりわけグローバル・ルールの問題点に関する指摘や、日本が不利な立場に追い込まれないための外交的注意力や交渉力の必要性に関する指摘などがあった。

わが国金融機関の課題としては、目利き力、貸出後のガバナンス、ハンズオンによる企業育成の重要性が指摘されたほか、金融機関も金融市場も先進国頼みには限界が来ており、アジアをどう巻き込んで行くかが課題であることなどが議論された。

2. 報告セッションの要約³

2. 1 量的緩和政策 II—2001 年から 2006 年にかけての日本の経験に基づく 実証分析—（関西大学 本多佑三（報告者）・大阪府立大学 立花実）

報告要旨⁴

一般に、短期金利が極めて低い水準において、大量のベースマネー注入が実体経済の活動を活発化させたか否かについて、学界・中央銀行関係者の意見はいまだに分かれています。リーマン・ショック後の日銀が、米英の信用緩和政策（あるいは量的緩和政策）への追随をためらった一因もこの点にあると思われ、量的緩和政策の有効性を検証することには極めて実践的な意義がある。

伝統的な IS-LM 分析の枠組みでは、いわゆる「流動性の罠」の状況においてベースマネーの追加供給は実体経済への効果を持たない。この考えは、形を変えて今日でも受け継がれている。例えば Eggertsson and Woodford (2003) は、動学的一般均衡モデルに基づいて、量的緩和政策には効果がないことを示した。一方、Bernanke and Reinhart (2004) 等が主張したように、ベースマネーの追加供給が投資家の資産構成の組み替えを促す「ポートフォリオ・リバランス効果」や、将来の短期金利に対する市場の期待を低下させる「シグナリング効果」を通じて、実体経済に影響を与えると考えることもできる。いずれの見解も、それぞれの仮定の下では論理的に正しく、結局、量的緩和政策の効果の有無は、実証分析によって明らかにされるべき問題であると言える。2001 年 3 月から 2006 年 3 月にかけて日本銀行が採用した量的緩和政策は、既述の論争を検証する貴重なデータを提供してくれるので、このデータを利用して量的緩和政策の有効性を検証したい。

量的緩和政策に関連する実証研究は既にいくつも存在するが、これまでの実証研究は、マクロ経済変数に対する効果を検証していない、あるいは量的緩和期全体をカバーしていない、という問題があった。そこで、Honda, Kuroki and Tachibana (2007) および本多・黒木・立花 (2010) (以下、HKT) は、量的緩和期全体（5 年間の月次データ）を対象にマクロ経済変数に対する効果を検証した。主な結論としては、量的緩和政策の政策効果の有効性を支持する結果が得られている。しかし、VAR (ベクトル自己回帰) モデルによって統計的に精度の高い検証を行うには、データ数が不足気味であるという課題があった。

³ 以下の各報告セッションの要約作成にあたっては、日本政策投資銀行設備投資研究所嘱託研究員の田中晋矢、田中茉莉子、土居直史の各氏に草稿の作成をお手伝い頂いた。記して感謝申し上げたい。

⁴ 詳細は、本多・立花 (2010) を参照。

本研究では、量的緩和期前後のマクロ経済変数の情報や、量的緩和の実施期間に関する先験的情報（構造変化の可能性）を取り込んだうえで、VAR モデルによる推計を行った。その結果、HKT と同様、量的緩和政策が株価の上昇を通じて実体経済を押し上げたという時系列的な因果関係が統計的に有意であり、株価経路を通じた政策効果の存在が質的に頑健であることが確認された。一方、効果の大きさは、日銀当座預金残高の 1 兆円の増加が、株価を 0.2% から 0.9% の範囲で押し上げ、生産（鉱工業生産）を 0.03% から 0.18% の範囲で増加させると推定され、HKT に比べると量的には小さい結果となった。

討論者からのコメント（東京大学 小枝淳子）

1. ゼロ金利制約を課した VAR モデルで分析してみてもどうか。先行研究で、ゼロ金利下では価格パズルが消滅するという結果が得られたように、ゼロ金利制約を課すと量的緩和政策のマクロ経済変数に対する効果も変化する可能性があるのではないかと。
2. 量的緩和政策が株価に影響を与えるという結論を得ているが、量的緩和政策のうち予期できる部分は既に株価に織り込まれていると考えられるので、予期されないショックの部分だけを取り出して検証してみてもどうか。コールレートについては本多先生ご自身をはじめ、同様の考え方による研究実績がある。日銀当座預金残高の増減要因については、日銀の HP で公開されている予想値をもとに予期されないショックの部分の推計できるかもしれない。
3. 金利低下を経た株価への効果をもっと考慮してもよいのではないかと。具体的には、量的緩和→中長期金利低下→株価上昇というチャンネルを考えてみるかどうか。量的緩和→中長期金利低下というチャンネルを考えることで時間軸効果をとらえることができるかもしれないし、最近発展してきたマクロファイナンス期間構造モデルを用いれば、長期国債買い入れによるポートフォリオ・リバランス効果も検証できるかもしれない。

フロアからのコメント

4. 量的緩和政策にはあまり効果がない、というのが学界・中央銀行関係者の一致した意見になりつつあるのではないかと。バーナンキも最近の講演では、量的緩和には意味がなく、現在 FRB が実施している LSAP（大規模資産購入）ならばポートフォリオ・リバランスを通じた効果がある、ということを行っている。
5. 量的緩和期に生産が伸びた要因として世界景気の回復に伴う輸出の寄与が大きいと考えられる。それに関する変数を何か入れないと、見せかけの回帰になる恐れがある。

6. 量的緩和期の金融政策で有効だったのは、時間軸効果やシグナリング効果であったと思われる。それらの影響もとらえつつ量の効果を検証しなければ、どれが効いたのか特定できないのではないか。
7. 量的緩和前の日銀当座預金は政策変数でなく内生変数である（実体経済が良くなって預金が増えると日銀当座預金——ほぼ法定準備に等しい——も増えるという関係にある）。量的緩和前に日銀当座預金の増減が生産に影響を与えたという結果は、その内生性に起因するのではないか。
8. 日銀当座預金のみにも量的緩和ダミーを課した式を推計しているが、量的緩和が構造モデルの日銀当座預金にかかるパラメータをシフトさせたとすると、それを誘導型に変換したとき、他の変数の係数もダミーの影響を受けるのではないか。
9. 株価から生産への影響はあくまでグランジャーの意味で因果性が確認できるだけであるため、天気予報と天気の関係以上のことを意味しないという可能性もあることに留意して解釈すべきである。
10. このモデルではゼロ金利制約を課していないので、量の効果が色々なところに紛れている（ショックの識別にバイアスがかかっている）可能性がある。例えば、金利から諸変数へのインパルス応答はゼロのはずであるが、本当にそうになっているかチェックする必要がある。

報告者からのリプライ

2001年から2006年にかけての量的緩和政策の経験をどう理解し、どう評価するかは、現在の金融政策を運営する上でも重要な意味をもつ。この問題の実践的な重要性を鑑み、討論を通じて、問題への理解を深めることは大切なことと考え、コメントに感謝するとともに、現時点における私達（本多＝立花）の考えを明らかにしたい。

1. および 2. について；ゼロ金利制約を課したり、予期されない政策ショックの部分抽出して分析を行う方が望ましいことはご指摘の通りだが、観測期間が非常に短いということもあり、あまり込み入った推計を行っても精度の向上が期待できないと考えている。
3. について；HKTにおいて、中長期金利を分析に取り入れて分析したが、流動性効果は検出できなかった。（多分ポートフォリオ・リバランス効果が流動性効果を上回り、）長期金利はむしろ上昇した。興味深いことに、2010年11月のアメリカの量的緩和Ⅱ（QE2）の後でも同様に、長期金利が上昇した。

4. について ; コメントは Ben Bernanke 議長の次のくだりを指したものと理解する。

“As I noted, the evidence suggests that asset purchases can be an effective tool; indeed, financial conditions eased notably in anticipation of the Federal Reserve's policy announcement. Incidentally, in my view, the use of the term "quantitative easing" to refer to the Federal Reserve's policies is inappropriate. Quantitative easing typically refers to policies that seek to have effects by changing the quantity of bank reserves, a channel which seems relatively weak, at least in the U.S. context. In contrast, securities purchases work by affecting the yields on the acquired securities and, via substitution effects in investors' portfolios, on a wider range of assets.” (Ben Bernanke, “Rebalancing the Global Recovery”, November 19, 2010)

第一に、私達は誰がどう言ったということではなく、客観的データで効果があったか否かを検証することが重要であると考えている。第二に、上記の発言の主旨は以下の通りであると考え。まず、大量の資産を購入すれば中央銀行のバランスシートの負債側には大量のベースマネーが計上される。その意味で、大量のベースマネーの注入そのものの効果はあると彼は考えている。彼が主張したのは、日本が2001年から2006年にかけて採用したような銀行準備に操作目標を置くような量的緩和政策はアメリカにはむかないのではないかということである。シャドーバンキングといわれるような銀行以外のプレイヤーが大きな影響力をもつアメリカの金融システムにおいては、政策効果を浸透させる上で、銀行準備だけをコントロールするような政策運営は必ずしも適切ではないと彼は考えているようだ。

5. について ; 本多・黒木・立花 (2010) の第五節第2項 (pp.76-77) において、輸出額を入れた5変数VARを検討しているが、輸出をコントロールしても、本稿で得た質的な結論は全く影響を受けない。

6. について ; 私達の結果だけからは、波及経路の識別が難しいのはご指摘の通りである。

しかし、少ない情報量を駆使して、これが私達が現時点でできる精一杯のことだ。波及経路をきちんと識別できればそれに越したことはないが、しかし、経路にこだわるあまり、効くか効かないかの大局的判断において誤ることを避けることが大切だ。ちなみに、時間軸効果については、白塚・寺西・中島 (2010) は物価や生産の動学関係を変えるにはいたらなかったと報告している。

7. について ; 量的緩和期間とそれ以外の期間の本質的な違いは次の点にある。即ち、量的緩和期間における外生的ショックが基本的には金融政策ショックを表すのに対し、それ以外の期間における外生的ショックは、金融政策ショックと実体経済からのショックの両方を含んでいる。

8. について ; 本論で提案した新たな3つのモデルにおける変数(ベースマネーとダミー変数の掛け算の変数)は、いずれも量的緩和政策の効果をとらえるための代理変数で

ある。リカーシブな構造型 VAR モデルに量的緩和政策の代理変数を導入したモデルであるのご理解いただきたい。

9. について；ご指摘の通り、株価から生産への影響はグランジャーの意味での影響である。本当の意味での因果関係か、それとも株価と生産が同時に量的緩和の影響を受けているのかを識別することは難しい。

10. について；上記「1. および 2. について」の項を参照。

参考文献

Bernanke, B. S., and V. R. Reinhart (2004) , “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates,” *American Economic Review* 94, pp.85–90.

Eggertsson, G. B. and M. Woodford (2003) , “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity* 1:2003, pp.139–233.

Honda, Y., Y. Kuroki, and M. Tachibana (2007) , “An Injection of Base Money at Zero Interest Rates: Empirical Evidence from the Japanese Experience 2001-2006,” Osaka University, Discussion Papers in Economics and Business, No.07-08.

白塚重典・寺西勇生・中島上智 (2010)、「金融政策コミットメントの効果：わが国の経験」『金融研究』第 29 巻第 3 号、pp.239-266、日本銀行金融研究所。

本多佑三・黒木祥弘・立花実 (2010)、「量的緩和政策－2001 年から 2006 年にかけての日本の経験に基づく実証分析－」『フィナンシャル・レビュー』平成 22 年第 1 号、pp.59-96、財務省総合政策研究所、2 月。

本多佑三・立花実 (2010)、「量的緩和政策 II－2001 年から 2006 年にかけての日本の経験に基づく実証分析－」、未公刊論文。

2. 2 日本の長期停滞と「弱い企業統治」のマクロ経済学

(名古屋市立大学 村瀬英彰)

報告要旨⁵

20年にわたる日本の長期停滞については、その原因が需要側にあるのか供給側にあるのかをめぐる論争が長く続いた。しかし、ケインズ的な需要不足の議論では、停滞期間の長さや金融・財政政策が景気浮揚に有効でなかったことを説明できない⁶。一方、新古典派的な供給サイドの議論では、大量の流動性を経済に注入したにもかかわらず、経済が持続的なデフレから脱却できなかったことを説明できない。

これまで、「薬が効かないのは薬の量が少ないからだ」として大規模な金融・財政政策が繰り返し実施されてきた。しかし、我々が病気の原因を取り違えていたとするならば、誤った診断から導かれた処方箋は、むしろ事態を悪化させ日本経済を悪循環に陥らせていた可能性がある。本研究の目的は、こうした問題意識に基づき、日本の長期停滞を解明する代替的な理論を提示することにある。

基本的な分析枠組みは、要素分配率モデルと貨幣的世代重複モデルの2本の柱から成る。前者は、1970年代のアメリカの「株式の死」現象あるいは大陸欧州諸国で1980年代まで続いた長期停滞を要素分配率の歪みという視点から捉える有力なモデルであった。やや不思議なことに、今回の日本の長期停滞に関する議論の中で、このモデルが顧みられることはなかった。しかし、それは日本、アメリカ、欧州諸国といった先進国に発生する長期停滞を説明する共通の理論として有力なものと考えられる。本研究では、貨幣的世代重複モデルに要素分配率モデルを組み込んだ分析枠組みがデフレ下の日本経済を説明する有効な理論となることを示す。とくに、「弱い企業統治」という視点から、日本の長期停滞において観察された、①実質経済成長率の低下、②貯蓄率の低下、③マーシャルの k の上昇、④名目利子率の低下、⑤労働分配率の上昇（資本収益率の低下）、という5つの現象を同時かつ整合的に説明する。

「弱い企業統治」とは、労働者に対する株主の交渉力が弱体化する状況を指す。まず、これが労働分配率の上昇と資本収益率の低下をもたらす(⑤)。次に、こうした資本収益率の低下によって、実物資本への投資が減少し貨幣需要が増加する(③)。また、資本収益率の低下と貨幣需要の増加は、それぞれ実質利子率の低下と物価上昇率の低下をもた

⁵ 詳細は、Murase (2010)、村瀬 (2010) を参照。

⁶ 確かに、ケインズ理論は、「流動性の罅」の下で金融政策が有効性を持たないことを主張している。しかし同時に、ケインズ理論によれば、「流動性の罅」の下で財政政策は最大の有効性を持つことに注意したい。

らし、その2つが相俟って名目利子率を低下させる(④)。さらに、世代重複モデルでは、貨幣需要の増加は、若年世代(貯蓄世代)から老年世代(貯蓄取崩世代)への移転の増加に他ならないので、世代を通算してみたマクロの貯蓄率が低下する(②)。1990年代に観察された急速な貯蓄率の低下は、高齢化の進展が原因とされることが多い。しかし、それに加えて、このようなポートフォリオの歪みも重要な要因の1つであったと考えられる。そして最後に、資本蓄積の減少によって、実質経済成長率が低下するのである(①)。

しかも、このメカニズムには、賃金の下方硬直性の下で、経済成長率の低下が一層の労働分配率の上昇および資本収益率の低下をもたらすという自己強化的なフィードバックが存在する。このため、いったん停滞の罍にはまると、そこから抜け出すことは非常に難しくなる。1970年代の米国や1980年代の欧州諸国は、ときに労働者の抵抗を押し切り、ときに労働者と協調して、労働分配率の上昇傾向を逆転させ停滞の罍から抜け出してきた。しかし、日本はこの悪循環を放置して事態を累積的に悪化させた⁷。

以上のモデルは、基本的に経済の供給サイドに焦点を当てたシナリオで、経済の需要サイドは何の影響も持っていない。ただし、そこでは貨幣の存在が重要な役割を果たしている。端的に言えば、日本の長期停滞の本質は、資本収益率の低下を起点として、資金が実物資本から貨幣や国債に逃避し、そのことが一層の「企業統治」の弱体化と資本収益率の低下をもたらすため、ポートフォリオが歪んだ状態から逃れられない点にある⁸。それは、物価が下落し経済成長が鈍化するという現象面を見ればケインズ的な需要不足の世界と捉えたいくなる状況といえよう。しかし、同時に起きた他の現象やマクロ経済政策の非有効性という事実を考え合わせるとき、それが非ケインズ的なメカニズムによって引き起こされている可能性を視野に入れなければならないというのが本報告の結論である。

討論者からのコメント(東京大学 加納隆)

- ・ 本研究の結論は、「弱い企業統治」という前提を認めれば、日本の長期停滞の説明と

⁷ かつての日本の「労使協調主義」は、不況期における穏健な賃金要求を実現し資本収益率を速やかに回復させるメカニズムとして機能していたと考えられる。この点で、「労働に親和的な」日本の経営の代名詞として語られることが多い「労使協調主義」は、その実は「株主資本主義」の巧妙な代替物であったといえるのかもしれない。

⁸ 貨幣・国債への逃避は、資金の株式市場からの「退出(exit)」と見ることができる。こうした「退出」メカニズムへの傾斜は、一方で「企業統治」における「発言(voice)」メカニズムの必要性を希薄化しその衰退を招くものとなる。そして、そのことがさらなる「企業統治」の弱体化をもたらす資本収益率の低下に拍車をかけることによって貨幣・国債への逃避を後押しするという悪循環が働くのである。

して極めて斬新かつ説得力のある仮説といえる。しかし、1990年代初めを境として、本当に企業統治が弱まったのか、要素市場における交渉力が資本から労働に移ったのか、という点には確信が持てなかった。この点に関するエビデンスなり先行研究があるのであれば、言及すべきではないか。

- ・ 1990年代の労働分配率の上昇要因に関し、弱い企業統治の重要性を主張するのであれば、労働市場の硬直性に起因する逆循環性という標準的な説明が主要因ではないという点を、識別可能な形で主張する必要があるのではないか。
- ・ 本研究のモデルでは、労働市場を明示的に分析していない。例えば、生産技術には労働が使われない関数形を仮定しているし、労働供給は賃金に対して非弾力的であると仮定している。しかし、要素市場における交渉力のシフトは、生産関数や労働需給に重要な影響をもたらすはずであり、交渉力の決定自体を内生化することも含めて、労働市場を組み込んだモデル化が必要ではないか。
- ・ 理論モデルから得られた定常解に基づいて、1990年代の消費性向やマーシャルの k 等の動きをシミュレートしているが、このモデルでは解が安定と言えるか（経済にショックが生じたときに定常解に収束するのか）。また、その解はユニークなものか。

報告者からのリプライ

- ・ 本報告では、1990年代の労働分配率の非循環的な上昇、いいかえればその持続的な上昇トレンドを「弱い企業統治」の現れと見ている。ただし、企業レベルでのミクロ的な裏付けが不足していることは、ご指摘の通りであるので、今後のさらに実証的な証拠を収集したい。とくに今後の研究では、報告の中で議論した、1970年代の日本における「余剰労働の枯渇」による交渉力の資本から労働へのシフトに着目したいと考えている。この70年代における労働市場の変化による生産的資産（実物資本）の収益率の圧縮が、80年代のバブルから90年代以降のデフレへと続く非生産的資産への資金シフトを準備したと考えられるからである。
- ・ 労働市場の硬直性は、「弱い企業統治」と無関係ではなく、むしろ表裏一体の現象とみなすことができると思う。1990年代の労働分配率の上昇については、賃金の下方硬直性、長期雇用システムの下でのリストラの遅れなどが挙げられることが多い。しかし、有効な「企業統治」が機能していれば、それは「投資家の利益」を守るべく、これら問題を遅かれ早かれ解決していったはずだからである。とくに、90年代以前と異なり、90年代以降は、小泉改革期を例外として、この機能が一貫して働かず労働分配

率の一方方向へのトレンドが形成された点に本研究の関心があるといってもよい。すなわち、最初は、循環的な要因で労働分配率が上昇したかもしれないが、その先で「労働分配率の上昇→資本蓄積の阻害→GDPの低下→労働分配率の上昇→・・・」という悪循環を生じさせてしまったメカニズムが日本の長期停滞を解明する上で重要だと考えている。

- ・ 本報告では、モデルを解析可能なものとするために、生産関数を資本の線形関数にした上で労働雇用量は一定と仮定している。具体的には、生産関数の中で労働雇用量を常に1としているため、関数の中に労働が現れないように見えている。ご指摘のように労働市場に関しては、その機能をより明示化した分析が必要と考えている。とくに、失業や非正規雇用を考慮しなければ、分析の現実性が乏しくなると思っている。失業や非正規雇用が存在する定式化の下では、「企業統治の弱体化」に対する労働市場の調整は、内部労働者にとっての外部機会利得（威嚇点）である失業者や非正規労働者の利得を低下させるものになることが予想される。市場メカニズムは、このような労働者間の格差創出によって間接的に「弱い企業統治」がもたらす労働分配率の上昇に歯止めをかけようとするからである。つまり、市場メカニズムは確かに一定の“問題解決策”を提供するが、「弱い企業統治」の下で、それはきわめて非効率、不公正なものになってしまう可能性があり、その点に踏み込んだ分析が必要と考えている。
- ・ 均衡分析に使用した2つの変数、消費性向とマーシャルの k はともにjumping変数である。また、均衡は不安定であることから本モデルの合理的期待均衡解はユニークである。したがって、「予期されない」ショックに対して、経済は報告で述べた定常解の上をジャンプしながら移動していくことになる。ただし、「予期された」ショックに対して、経済がどのような動学経路をたどり定常解へ向かうかはもう少し検討の必要があるので、今後の課題としたい。

参考文献

Murase, H. (2010), “Macroeconomics of Weak Governance: An Alternative Interpretation of Japan's Prolonged Stagnation,” mimeo.

村瀬英彰 (2010)、「日本の長期停滞と弱い企業統治のマクロ経済学」青木玲子・浅子和美編『効率性と公平性：企業活動と開発・環境の経済分析』ミネルヴァ書房、近刊。

2. 3 金融システムとバブル

(金融庁 平野智裕・東京大学 柳川範之 (報告者))

報告要旨⁹

金融システムとバブルに関する先行研究は、バブルは金融市場の未発達な新興国で発生しやすいと主張しているが、アフリカ諸国ではバブルはあまり観察されておらず、また中国のバブルは金融市場の整備が次第に進む中で生じている。本報告では、金融市場の不完全性と異質な投資機会を考慮した内生的成長モデルを用いて、金融システムの制度的な質の高さが、バブルの発生確率やバブルと経済成長との関係にいかなる影響を与えるのかを分析した。その結果、バブルの発生確率と金融システムの質の間には非線形な関係があり、かつバブルが経済成長に与える影響も金融システムの質に左右されるという、事実と整合的な含意を導くことができた。

金融市場の摩擦を考慮した内生的成長モデルを構築する。無限期間生存する経済主体は、生産性の高い投資プロジェクト H と低い投資プロジェクト L のいずれかを每期確率的に割り当てられる。金融市場が完全ならば、L タイプの全ての企業家は H タイプの企業家に資金を貸し出すため、プロジェクト H のみが実行され、高い経済成長が実現する。しかし、金融市場が不完全で、将来収益の担保提供能力 (pledgeability) に制限がある (企業家は貸し手に対し将来収益の一部分しか返済にコミットできない) と、H タイプの企業家は借入制約に直面する一方、資金の一部がプロジェクト L にも投資され、経済成長率が低下する。このとき将来収益の担保提供能力を表すパラメータは、金融システムの質の高さの代理変数と解釈できる。このモデルで描写するバブルは、投資家の自己実現的期待を背景とするいわゆる合理的バブルであり、金利と成長率がバランスしている状況では、いったん発生したバブルは経済が大きな外生的ショックを受けない限り維持される。バブルの発生は、経済成長に関し相反する 2 つの効果すなわち、金利上昇が投資を抑制し成長率を低下させるというクラウドアウト効果と、L タイプから H タイプに転じた企業家が貯蔵していたバブル資産を自己資金として用いることにより借入制約の緩和を通じて投資を促進し成長率を上昇させるというクラウドイン効果をもたらす。

以上の設定に基づいて分析を行うと、次のような結果が得られる。まず、金融システムの質が十分に高いもしくは十分に低い経済ではバブルは発生せず、その中間であるときにバブルが発生するという、金融システムの質とバブルの発生可能性との間の非線形性が導かれた。また、バブルが長期的な経済成長に与える影響に関しては、クラウドア

⁹ 詳細は、Hirano and Yanagawa (2010) を参照。

ウト効果とクラウドイン効果の大小関係によって決まり、金融システムの質が比較的高い領域では前者が上回るためバブルが成長を抑制するものの、低い領域では後者が上回るためバブルがむしろ成長を促進することも示された。これらの含意は、金融市場が未整備の状態から改善する過程にあって、バブルの存在が高成長をもたらしている中国など新興国経済の現状と整合的なものと言える。

バブル崩壊の影響もまた、金融システムの質に左右される。金融システムの質が高い経済では、バブル崩壊によって成長率がいったん低下するものの、バブルのクラウドアウト効果が消滅するため長期的にはバブル期よりも高い成長率を実現するのに対し、金融システムの質が低い経済では、バブルのクラウドイン効果が消滅するため長期的にもバブル期の成長率よりも低成長にとどまる。バブルによる高成長を享受している新興国には、バブル崩壊に備えて金融システムの質を改善することが求められる。

討論者からのコメント（日本政策投資銀行 宮川大介）

- ・ 本モデルでは、金融システムの質によってバブルの影響が変化し、ポジティブな役割を果たす局面もある。従って、政策当局がバブル対策を行うべきか否か、行うべきだとすれば、どのようなケースにどのタイミングで、といった政策的含意にも言及する必要があるのではないか。
- ・ 安全な貯蔵手段としてしか機能しないバブル資産とは、現実にはどのような資産に対応するのか。またモデルでは、バブル資産は生産性の高いプロジェクトの資金調達に利用されることになっているが、経験的にはバブル期に非効率なプロジェクトへの投資が増える傾向にある。この点をモデルに織り込むと、バブルのポジティブな面は失われるのではないか。
- ・ 本モデルでは、金融システムの質の如何を問わず H タイプが常に借入制約に直面していると仮定しているが、借入制約は金融システムの質を反映して変化すると考える方が自然ではないか。
- ・ 検証可能な実証的含意がより具体的に提示されるとよいのではないか。
- ・ 金融システムの質が十分に低い経済でバブルが発生しないというメカニズムや、金融システムの質とバブルの発生可能性の非線形な関係は、今期投資し来期生産するというモデルの設定に依存しているのではないか。

フロアからのコメント

- ・ 経済厚生も成長率と同様に金融システムの質に関して非線形な関係となるか。
- ・ モデルにおいて、バブル崩壊はコストを伴うか、あるいは何もなかった状態に戻るだけなのか。
- ・ 外生成長のモデルにしたとき含意はどのように変わるか。特に、金融システムの発展段階とクラウドイン効果・クラウドアウト効果の関係は変化するか。
- ・ 新興国におけるバブルの崩壊は、海外からの大量の資本流入とその後の急激な流出の結果であるため、新興国に関しては小国モデルの方が適切ではないか。本モデルは、むしろかつての日本や現在の中国のような閉鎖経済におけるバブルと考えた方が適切ではないか。
- ・ 日本のバブル期とアメリカのサブプライムバブルを、本モデルでどのように解釈できるか。バブル期の成長率が高かったことを勘案すると、当時の日本の金融市場の質は比較的低かったと考えることもできるが、金融市場が最も発達していたとされるアメリカでも、高い成長率を伴うバブルが起きたことをどのように説明するか。

報告者からのリプライ

- ・ 政策的含意に関しては、今日の報告では「つぶれない」バブルのモデルのみ紹介したが、確率的バブルのモデルでも検討している。後者のモデルでは、政府が確率的バブルを国債という「つぶれない」バブルに置き換えることによってバブル崩壊のリスクを軽減できる。
- ・ このモデルにおける安全な貯蔵資産はバブル資産ではなくプロジェクトLであり、バブル資産の保有動機はプロジェクトLと比べた収益率の高さである。バブルがつぶれないので、結果的にプロジェクトLへの投資は起きないが、確率的バブルのモデルにすると危険回避のためプロジェクトLへの投資も行われる。
- ・ 本モデルは、流動性不足による資産価格の暴落や、流動性の罨などの側面は考慮していないが、今後の課題としたい。
- ・ 設定を変えるとモデルの結論が変わるのではないかという指摘については、金利にどこかで下限が出来てしまい、一方で経済成長率がそれ以下に落ち込むといった基本的な点は頑健であると考えているが、他の設定についてもチェックしたい。
- ・ 政策的含意や実証的な側面については、コメントと問題意識を共有しており、検討中である。この方向では確率的バブルを導入し、成長よりはリアル・ビジネスサイクル

的な枠組みで論文を書いている。

- 経済厚生に関しては、基本的にはご指摘のとおり成長率と連動する構造になっているが、2種類のプロジェクトがあるため厳密な比較は複雑になる。
- バブル崩壊時のコストについては、資産価値の消滅による後遺症的な要素は考慮されているが、回復に時間がかかるという側面は明示的に扱っていない。バブル期の日本や現在のアメリカの現実への対応としては、やや不足している点であろう。
- 本モデルで金融システムの質が高いという状態は、将来収益の担保提供可能性に制限がないような世界を想定しており、日本やアメリカといえども、その点では中程度の質であると認識している。
- 新興国のケースについては、資本流入・資本流出を考慮したモデルが適切であるというコメントは正にその通りであり、拡張として検討していきたい。
- 外生成長の場合は、金融システムの質に対し成長率が変化しないので、本モデルのよくなきれいな結果にはならないが、時間がきたので具体的な比較は別途説明したい。

参考文献

Hirano, T. and N. Yanagawa (2010) , “Asset Bubbles, Endogenous Growth, and Financial Frictions,” CARF Working Paper F-223, University of Tokyo.

2. 4 中央銀行の政策運営におけるマクロ・プルーデンスの視点 (日本銀行 白塚重典)

報告要旨¹⁰

今回の金融危機を契機として、これまでの金融規制・監督の体系に欠けていた側面として、マクロ・プルーデンス政策の重要性が改めて強調されるようになった。従来は、適切な規制・監督体系の下、個別金融機関の健全性（マイクロ・プルーデンス）を維持していれば、金融システム全体の安定は確保されると考えられてきた。しかし、今回の金融危機の教訓として、平穏な金融経済環境の中、ファンダメンタルズから乖離した金融不均衡（ユーフォリアに基づく信用バブル）を放置すれば、個別金融機関の健全性如何にかかわらず、バブルの崩壊が金融システムの安定性を根底から揺るがすことがわかった。

ただし、金融不均衡のリスクを評価するという難しい課題に取り組む上で、マイクロ・プルーデンスの視点が不要ということではなく、マイクロとマクロの相互チェックが求められる。加えて、実体経済と金融セクターの相互依存関係に留意することも重要であり、この点に関してはプルーデンス政策だけではなく、金融政策も重要な関わりを持つてくる。

金融システムへの負のショックがシステムック・リスクへと発展していく過程には、2つの外部性すなわち、ショックが時間とともに増幅される効果（プロシクリカリティ）と、金融機関のネットワークを通じて波及していく効果（スピルオーバー）とが介在する。前者に対しては、引当金や資本を景気と逆相関する形で積みせる規制の導入などが、後者に対しては、ショックの大きな源泉となりうる SIFIs（金融システム上重要な金融機関）への追加資本賦課や秩序ある撤退スキームの導入などが、それぞれ検討されている。

このように、マクロ・プルーデンス政策と言っても、何か目新しい、うまい政策ツールが出てくるわけではなく、既存のマイクロ・プルーデンスのためのツールを、マクロの視点からどう運用していくか、という工夫の積み重ねである。その際、鍵になるのは、政策ツール間の補完性（例えば自己資本比率規制と流動性ポジションに関する規制）を機能させていくことと、自動安定化の仕組みをいかに組み込めるか、という点である。

それでは、中央銀行の政策運営の中で、マクロ・プルーデンス政策をどのように位置付ければ良いのだろうか。中央銀行は、金融システムの安定だけでなく、物価の安定という使命も担っている。この二つは、短期的には対立する政策目標であるとも言われるが、長期的には、むしろ補完的であると考えられる。二つの目標を整合的な形で追求するためには、特定の物価指数で測られた短期的な物価の安定（measured price stability）ば

¹⁰ 詳細は、Shiratsuka (2011) を参照。

かりに気を取られるのではなく、長期的な安定（sustainable price stability）を目指す姿勢が重要である。

資産価格に対する FED view（バブルは事前に把握できないので崩壊してから対処すれば良い）と BIS view（バブルは不完全にしか把握できなくても事前に対処した方が良い）の対立がしばしば強調されるが、資産価格は金融政策の目標ではない、バブルを意図的につぶすのは良くない、といった基本的な点ではコンセンサスがあり、両者の違いは専ら時間的視野の違いに帰着できる。

金融政策とマクロ・プルーデンス政策の整合性を保つための中央銀行の政策運営の枠組みとしては、長期的に物価の安定にコミットしたうえで短期的なショックには柔軟に対応するという constrained discretion（限定された裁量）の考え方が有効である。これは、もともと「柔軟なインフレターゲットティング」の理念的基礎であるが、マクロ・プルーデンス政策を含む中央銀行の政策運営全体に拡張するのである。実際、日銀の「二つの柱」や、ECB の“two-pillar approach”は、いずれも長期的な物価安定に対するリスク評価を金融政策の意思決定に取り込んでいこうという試みであり、constrained discretion の実践であると言える。

討論者からのコメント（日本政策投資銀行 中村純一）

- ・ 物価の安定と金融システムの安定が長期的には対立しない、という主張の背後にはどのようなモデルを想定しているか。テイラー・ルールの物価上昇率の項に、特定の物価指数ではなく sustainable price stability の指標が入り、そこに金融不均衡的な要因が考慮されている、というモデルを想像したが、その場合 sustainable price stability の指標が市場参加者などにアカウンタブルなものになるか、という難しさがあるように思う。
- ・ 報告では、危機対応について触れられていないが、出口戦略の部分は、次の予防的政策行動にもつながる重要な論点でもあり、今後の研究の進展に期待したい。
- ・ 金融不均衡の指標として有力視される信用 GDP 比については、論文の中でも指摘されているように、リアルタイムデータによるトレンドの把握が難しいという問題がある。信用スプレッドなど、別の指標も検討する余地があるのではないか。
- ・ 金融不均衡の特定がリアルタイムには難しい面があるとすると、予防的政策行動にはどうしてもアートの部分がつきまとうことになる。no regret policy 的な政策スタンスは、引き締めバイアスを意味するので、前回の危機から時間が経過するほど、政治

的な理解が得にくくなるように思う。

フロアからのコメント

- ・ 物価の安定は、専ら中央銀行が責任を負うが、金融システムの安定は、中央銀行だけの問題ではなく、他の政策当局も同時に担っている。そういう意味では、政策にトレードオフがあるとしても、それは中央銀行だけで考える問題ではないと言える。こうした観点からの整理も必要ではないか。
- ・ 今回のアメリカを中心とするバブルの経験、あるいは日本のバブルの経験を踏まえると、事前の予防が足りなかったということだけではなく、バブルを助長するような低金利政策が存在したという認識がある。この点についてどう考えるか。
- ・ マクロ・プルーデンス政策を金融政策との関係で考えることについて。例えば、マクロ経済モデルの中に金融不完全性が入っていれば、そこから導かれる最適なテイラー・ルールには、信用膨張のような要素は既に織り込まれているはずである。つまり、中央銀行のマンデートは物価の安定だけだとしても、自然と金融システム安定化の観点も出てくることになる。あるいは、そうではなくて、マンデートの二つ目に、金融システムの安定ということが明示的に入ってくるという話なのか。

報告者からのリプライ

- ・ テイラー・ルールの中に金融不均衡の要素が入ってくるようなモデルに関しては、IMFのエコノミストなどが研究していることを承知しているが、個人的には、日銀法の中にも明確に書いてあるように、物価の安定と金融システムの安定は、いずれも重要な中央銀行のマンデートであると考えている。その両者の関係を、長期的な視野で検討すべきだというのが、ここでの主張である。
- ・ 金融不均衡の指標の中では、やはり信用 GDP 比が最も有力だと考えている。リアルタイムで把握することが全くできないわけではないし、逆に単純なテイラー・ルールに入ってくる GDP ギャップにもトレンドを把握する上で同様の問題はあるわけで、程度問題に過ぎないと思う。
- ・ マクロ・プルーデンス政策は、中央銀行だけで閉じるものではないという点は、ご指摘の通り。ただ、中央銀行の政策を考える上で、マクロ・プルーデンスの視点をどう取り込むかという問題が、もう一つの論点としてあるわけで、今回はそこに焦点を当てている。

- ・ 中央銀行の低金利政策がバブルを助長したという主張に対しては、ご承知のように様々な議論があるが、個人的には、バブルは低金利の環境下で起きる信用膨張と定義しているし、過去の日本や今回のアメリカ等のケースで、そういう側面があったことは否定しきれないと思う。

参考文献

Shiratsuka, S. (2011) , “Macroprudential Perspectives in Central Banking,” IMES Discussion Paper Series 2011-E-3, Bank of Japan.

2. 5 流動性危機について—Market Confidence とその崩壊—

(東京大学 植田和男・日本政策投資銀行 小田圭一郎)

報告要旨¹¹

今回の金融危機の中で観察された流動性危機は、市場の信認 (market confidence) の崩壊による、影の銀行システム (shadow banking system、以下、SBS) における取付けであり、特に、市場化を通じた投資家間の情報格差が、伝統的な銀行取付けと比較して、危機をより深刻化させた可能性があると考えられる。すなわち、ファンダメンタルズの変化を契機に、各投資家が他の投資家が持つ情報を互いに読み合うという無限の連鎖が投資家間に疑心暗鬼を引き起こし、流動性危機をもたらしたと考えることができる。本報告では、市場の信認をモデル化し、協調ゲーム (coordination game) 的状況において、投資家間の情報格差の存在が市場の信認の成立をより困難にすることを示し、そこから得られる政策的含意を検討する。

モデルに対応する事例としては、レポを通じた投資銀行等 (shadow banks) の資金調達が挙げられる。特にトライパーティ・レポにおいては、MMF 等は、顧客間の仲介やカスタディ業務を行うクリアリングバンクに担保の管理を任せ、自分では十分な情報を収集していなかったとみられる。つまり、厳密な立証は不可能だが、この事例では MMF 等の情報劣位な投資家と証券化商品のオリジネーター等の情報優位な投資家の二種類が存在したと考えられる。レポ市場は、金融危機以前には大きく拡大していたが、担保資産である証券化商品の格付低下を契機に急激に市場への資金供給が途絶え、流動性危機に陥った。

このような情報格差に起因する取付け問題を分析するために、不完備情報下における投資の協調ゲームを想定する。この点は、先行研究における「グローバルゲーム」の枠組みによるモデル化と同様であるが、次の二点について拡張を行う。

第一に、投資家による他の投資家の信認についての「高次の信念 (higher-order beliefs)」という概念を用いて、他の投資家が持つ情報を互いに読み合う連鎖が無限に続いていくような状況をモデル化する。全ての投資家が正の期待収益率 (=1-期待損失率) を予想し、それを互いに期待損失率以上の確率で信じ合う連鎖が無限先まで続くとき、市場の信認が成立すると考える。これは、市場の信認が成立する状況を、収益率について近似的情報共有 (approximate common knowledge) が成立する経済環境と定義することと同義である。第二に、情報構造に格差のある二種類の投資家を導入し、市場の信認の成立に

¹¹ 詳細は、植田・小田 (2011) を参照。

与える影響を検討する。

市場の信認が成立するか否かは、ランダムに決まる経済環境 (state) に依存する。投資家は市場の信認が成立する経済環境でのみ投資を行うため、経済環境の変化により突然流動性危機が発生することが示された。さらに、情報劣位の投資家は、自らの期待損失が小さくても、情報優位の投資家の期待損失が大きいという疑心暗鬼から投資を躊躇し得るため、投資家間の情報格差が大きいほど市場の信認が成立し難くなることが明らかにされた。以上の主張は、市場化の進展が流動性危機の可能性を高めること、そして、情報優位の投資家の存在が市場の信認の維持という観点からは必ずしも望ましくないことを示唆している。

討論者からのコメント (東京経済大学 安田行宏)

- ・ 理論パートは、Morris and Shin (2010) と非常に問題意識が近いように見える。先行研究との関係を整理した方が良いのではないか。
- ・ 投資家間の情報格差に着目することによる、今回の流動性危機に対する最大の知見は何か。単に、伝統的な銀行取付けの理論と同様、危機が発生することを今回の文脈で複製できたに留まるのか、あるいは危機の発生頻度と情報格差の関係など新たな含意をもたらすものか。
- ・ 市場の信認の崩壊は、流動性危機発生メカニズムの一つの説明になるといえるが、理論パートの世界では、ファンダメンタルズが悪化しない通常の状態でも、投資家間の近似的情報共有が崩壊すると危機が発生し得るのではないか。
- ・ 今回の世界金融危機を念頭に置くと、市場の信認の崩壊プロセス以上に、期間ミスマッチやレバレッジの拡大など信用膨張プロセスの解明の方が重要ではないか。
- ・ 前半で紹介された現実の動向と後半の基礎理論をどのように融合させていくのか。

フロアからのコメント

- ・ 市場の信認の崩壊そのものは、情報の非対称性に基づく逆選択のモデルでも示せるように思う。情報格差の拡大に着目することで得られる新たな含意は何か。
- ・ 今回のモデルは、共同研究開発・共同事業における協調の問題に応用すると面白いのではないか。
- ・ 現実の金融危機の過程では、SBS に対して中央銀行が流動性の供給を行った。この点について今回のモデルで分析するとどうなるか。

- ・ 今回の危機の本質は、住宅価格の下落と、それを担保とする ABS の価値下落にあったと考えるが、住宅価格の下落は全ての投資家に観察可能な情報である。今回の危機を説明するモデルとして提示するなら、情報格差はどこで生じていたのか。
- ・ 情報格差がなぜ生まれ、崩壊にどのように影響したのかを分析すると、危機防止等の観点からも有益ではないか。

報告者からのリプライ

- ・ 本報告のメカニズムだけで金融危機の深刻化や取付けが発生したとは考えていない。証券化商品市場において取引が停止した原因に関しても様々な要因が挙げられる。例えば二次あるいはより高次の証券化商品ではテールリスクによる損失が著しいため、投資家の合理的反応として急に情報感応的になったこと、高レバレッジであったことが考えられる。
- ・ 銀行が SBS に対して流動性補完を行っていたことも危機拡大の要因である。証券化商品市場の流動性はこの仕組みを前提にして成立していたが、銀行自身のバランスシートに問題が波及した途端、機能不全となり、中央銀行が流動性供給を肩代わりせざるを得なくなった。
- ・ 今後、市場の信認が成立するケースの集合を、モデルのパラメータで特定化すると面白いと思われる。
- ・ Morris and Shin (2010) は、市場の信認のモデル化という点では本報告と問題意識を共有している。しかし彼らのモデルは同質な経済主体間の売買取引での逆選択的状況における市場の信認の影響に着目している点で、情報構造の異なる投資家による協調ゲームにおける市場の信認の影響を考察している本報告とは異なる。
- ・ 信用膨張プロセスについても本報告の枠組みは有用であると考えている。具体的には、情報優位である投資家は、実際には投資からの収益率が低いことを知っている場合でも、情報劣位である投資家の条件付期待収益率が高いと信じる場合は、投資を実施して短期的利鞘を得ようとする可能性がある。
- ・ 逆選択との比較については、第一に、逆選択モデルを直接的に協調ゲームに適用することは困難である。第二に、逆選択の枠組みにおいては、市場は常に崩壊していると解釈できるが、本報告の枠組みでは、市場の信認はある経済環境においてのみ崩壊する。すなわち、たとえ情報格差が極めて大きい場合でも、市場の信認が維持される状況があり得る。

- ・ 中央銀行の流動性供給は明示的に考慮していない。本報告においては、流動性危機の要因は市場の信認の崩壊であり、投資家間の情報に対する信念に起因しているため、「貨幣量」という意味での流動性は直接には影響を与えないからである。
- ・ ある時点の住宅価格に関する情報は確かに全ての投資家が共有する。しかし、任意の投資からの収益率には、今後の住宅価格の動向も含む多数の要因が影響すると考えられ、それらの全てを含む概念として経済環境が定義される。従って、住宅価格の下落は経済環境に係る重要な情報として共有されるが、その解釈は投資家によって異なることになり、投資家間の情報格差が発生する。
- ・ 情報格差の生成・崩壊の分析の重要性は認識している。今後の課題としたい。

参考文献

Morris, S. and H. S. Shin (2010) , “Contagious Adverse Selection,” Princeton ETC Working Paper 001.

植田和男・小田圭一郎（2011）、「流動性危機－市場信認の崩壊－」、未公開論文。

2. 6 世界国債暴落

(みずほ証券 高田創)

報告要旨¹²

日本のバブル崩壊時と今回の世界的金融危機時の双方において債券市場に参加してきた経験を基に、先進国のソブリンリスクの問題について、とりわけ日本の国債を念頭において議論する。

10年前の日本の量的緩和は、一時的なインフレ懸念の台頭と長期金利の上昇、株価の上昇をもたらし、国債暴落論が登場した。今般の金融危機を受けた米国の量的緩和(QE1&2)に対する市場の反応も、この日本の経験とよく似ている。概ね日本の1990年と米国の2007年を対応させて、住宅価格・政策金利・10年金利・コア物価指数・銀行貸出のグラフを描くと、それらの推移が非常に似通っていることが分かる。従ってバブル崩壊後の日本の経験は、今後の世界経済を占う意味でも有用と考えられる。

日本の経験では結局、長期金利は低水準に落ち着き、国債の暴落も起きなかった。その背景には、大規模なバランスシート調整に迫られた企業セクターのデレバレッジ行動、デフレ圧力があった。すなわち、量的緩和や財政出動によりマネーは大量に供給されたものの、資金需要が少ないために銀行貸出の増加には結びつかず、消去法的に国債へと資金が流れたと考えられる。邦銀の預貸率と国債保有残高の長期推移は、この仮説を裏付ける有力なデータと言える。

現在、世界のマネーフローに生じている状況も、同じ構図で理解できる。1970年代に始まった実体経済に対する金融市場規模の上ぶれ(それまで両者はほぼ1対1であった)は、今回の金融危機の直前で金融資産の実体経済比が3.5倍となるまで拡大していた。この過剰債務の巻き戻しによって2008年以降、米欧の貸出は減少に転じており、供給された大量のマネーが世界的なコモディティバブルを引き起こしている。

日本の経験も然り、また現在の米欧もそうであるように、民間の過剰債務はデレバレッジの過程で一部を政府が肩代わりすることによって先送りし、調整の痛みを和らげることが必要となる。こうして大量に発行された国債は、幸い日本では安定的に消化・保有されてきたが、ギリシャやアイルランドでは、調整半ばで国債が暴落した。両者の差はどこにあるのだろうか。

財政赤字の規模そのものは、純債務の対GDP比で見てもギリシャなどと比較して日本の方が深刻である。しかし、日本の経常収支は黒字であり、国全体としては借金がない

¹² 詳細は、高田・柴崎・石原(2010)を参照。

と言える。また、日本の国民負担率は他国に比べて低く、租税高権の発動による増収余地が大きいと見られている。これらが日本国債の価格が現状では安定している理由であろう。ただし、日本の10年債に対するリスクプレミアムを試算すると、2008年の終わり頃から高止まりしている点に注意が必要である。なお米国は、ギリシャなどと同様「双子の赤字」を抱えているが、基軸通貨国であることが国債の信用を支えている。また、かつて債務危機に陥りIMF支援を受けた途上国は、為替調整によって立ち直ったが、ギリシャなどは通貨統合により為替調整ができないという点で、新しい債務危機の類型と見ることができる。

討論者からのコメント（日本政策投資銀行 品田直樹）

- ・ 国債市場安定の背景の一つとされる経常黒字は、今後も維持可能なのか。高齢化の進展などによって2010年代半ばには赤字に転落するとの予測がある。
- ・ 日本の国債はストック（保有高）で見ると94%が国内勢であるが、フロー（取引高）で見ると外国人投資家が約2割を占めている。金融危機時には流動性が低下するため、保有国債が大量に売却されなくても、国債価格が暴落するリスクに留意すべきではないか。
- ・ また、国債先物の長期ゾーンや円金利スワップの超長期ゾーンといった周辺市場では、財政不安に敏感な外人のプレゼンスが目立っている。こうした外人の行動により価格形成の歪みが生じる懸念もある。
- ・ 日本のソブリンリスクは邦銀の特殊性に支えられ、海外の金融システムへの影響は限定的である。その一方、日本の金利に織り込まれている財政等のプレミアムは、米国金利との裁定等により一定の範囲に収まっていると見ることもできるのではないか。

フロアからのコメント

- ・ 景気後退局面において貸出から国債保有にシフトするという銀行行動は、景気の振幅を増幅させる効果があり、社会的に望ましくない。こうした行動を抑制するための政策的手段を真剣に検討する必要がある。
- ・ 日本の物価連動国債市場が示唆する期待インフレ率は、全くインフレ懸念がないという状態を続けている。これだけ国債残高が積み上がっている中で、なぜそのような値動きになってしまうのか（米国の同市場では、QE2の後、少しインフレ懸念が強まっていると思うが）。

報告者からのリプライ

- ・ 高齢化による家計貯蓄率の低下は長期にわたって続いてきたが、経常収支の黒字は維持されている。むしろ今後景気が回復して、企業部門の貯蓄投資バランスが変わって来るタイミングに留意すべきだろう。ただし、その際には税収が増加するというプラス要素もある。
- ・ 日本国債関連の市場でもデリバティブは3-4割が外人の取引であり、CDSに至っては外人の独壇場である。実際、昨年暮れ頃にヘッジファンドが日本国債売りを仕掛けてきたことがあった。しかし結局はうまくいかず、その後PIIGS売りに向かった。現在の保有構造の中では、瞬間の値動きに影響を与えることができても、経常収支の赤字化など客観的な条件と整合的な状況でなければ本格的な危機には至らないと考えられる。
- ・ 現物でも、物価連動国債は外人の保有比率が非常に高く、値動きも米国市場との連動性が極めて高い。従って、そこで示唆される期待インフレ率は日本固有の要因を殆ど反映していない。超長期国債も少し前までは完全に外人主導のマーケットであったが、ALM ニーズに基づいた日本の保険会社の購入が増えて、安定するようになった。
- ・ 景気後退期に貸出から国債保有にシフトするという銀行行動は、今回の危機では、邦銀に限らず世界中で見られた。銀行の立場から言えば、景気後退期にはそもそも資金需要がないし、リスク・リターンの関係を判断した結果、国債を選択せざるを得ない経済状況にある、ということだと思う。

参考文献

高田創・柴崎健・石原哲夫（2010）、『世界国債暴落－世界を蝕む日本化現象－』東洋経済新報社。

3. パネルディスカッション「金融システムはどこに向かうのか」 議事録

3. 1 基調講演 I 「金融危機後のわが国金融システムの課題」¹³

(日本銀行副総裁 山口廣秀)

(2010年12月10日)

1. はじめに

日本銀行の山口でございます。本日は、東京大学・金融教育研究センターと日本政策投資銀行・設備投資研究所の共催シンポジウムでお話する機会をいただき、誠に光栄に存じます。

約2年前のリーマン破たんをきっかけに発生したグローバルな金融危機は、まだ完全に終息した訳ではありませんが、一頃の状況からはかなり立ち直ってきました。また、将来再び今回のような危機を起こさないための国際的な枠組み作りも進捗してきています。この間、わが国の金融システムは、米欧と比べて相対的に安定を維持してきましたが、様々な形で影響が及ぶ中で、いくつかの課題も明らかになってきました。

こうした状況の下、将来のわが国金融システムのあり方について議論することは大変時宜に合ったものであり、この後の専門家の皆さんのディスカッションを大いに期待しています。私からは、これまでの金融危機を簡単に振り返るとともに、わが国の金融システムの将来を展望し、わが国金融機関にとっての課題についてお話ししたいと思います。

2. グローバル金融危機とわが国金融システム

(1) リーマン・ショック後の国際金融システム

世界経済や国際金融システムにとって、リーマン破たん以降の2年間は、正に激動の時期でした。リーマン破たん後には、グローバルな規模で金融危機が発生し、世界景気は同時かつ急速に悪化しました。その後は、各国政府や中央銀行による懸命な政策対応の効果もあって、世界経済は昨年春頃から徐々に持ち直しに向かい、米欧主要金融機関の収益や資金調達環境も大きく改善しました。もっとも、ギリシャやアイルランドなどの欧州の財政問題や、米国経済の先行き不透明感の高まりなどを背景に、本年春以降、金融資本市場が再び不安定化する局面もみられています。また、米欧では、バランスシート調整が続く中で、銀行貸出が弱い動きを続けているほか、信用コストも高めの水準で推移しています。このように国際的な金融システムは、現在もなお不安定な状況にあり

¹³ この基調講演録は、シンポジウム当日に日本銀行により公表されたものと同一である。

ます。

(2) わが国金融システムへの影響

この間、世界的な金融危機が、わが国の金融システムに及ぼした影響をみますと、CP・社債市場等では比較的大きな機能低下が生じました。一方、わが国の金融仲介機能の中心である金融機関への直接的な影響は、米欧と比較して相対的に小さく、金融システム全体の安定性は維持されました。そうした背景としては以下の3点が指摘できます。

第一に、——この要因が最も大きいと思いますが——、わが国の金融機関は、90年代以降の金融危機の経験を踏まえ、総じてリスクテイクに慎重でした。具体的に言いますと、CDO（債務担保証券）など複雑な金融商品への投資が少なかったほか、米欧の主要金融機関のような組成・販売型のビジネス・モデルを、本格的には採用していませんでした。

第二に、金融機関のインセンティブという面でも、短期的なリターンを追求する株主からの圧力が相対的に小さかったほか、金融機関の経営者の報酬も、短期のリスクテイクを促進するような体系になっていませんでした。

第三に、公的当局が、破たん処理制度の整備をはじめ、金融システムの頑健性の向上に努力してきた結果、預金者や市場参加者の間で、システムック・リスクの顕在化に対する懸念が高まることはありませんでした。

もっとも、グローバルな金融危機は、景気の悪化、株価の下落、市場機能の低下など、様々な形でわが国経済にも影響を及ぼしました。わが国の金融機関も、株価の下落による減損や信用コストの増加という形で、相応の影響を受けました。そうした中で、基礎的な収益力の弱さや株価の変動に対する脆弱性といった、わが国の金融機関が抱えている課題が改めて明らかになりました。この点の詳細については後から申し上げます。

3. わが国金融システムの将来展望

(1) わが国金融システムを巡る環境変化

さて、今日のパネルディスカッションのテーマは、『金融システムはどこに向かうのか』というものです。これは大変難しい問いではありますが、以下では、この問題を議論するうえでの一助となることを期待し、金融危機後のわが国金融システムのあり方について、マクロ・ミクロの両面から、若干の考察を申し上げたいと思います。そのためには、前提として、わが国金融システムを取り巻く環境に、今後どのような変化が予想されるかを考えることが有用だと思いますので、まず、そうした観点に立って以下の3点についてお話しします。

<世界的な規制・監督の強化>

第一に、世界的に金融規制・監督が強化されていくことになります。規制の面では、現在、国際的に精力的な議論が続いていますが、その対象は、銀行の自己資本や流動性、レバレッジ、報酬、会計など非常に多岐に亘っています。また、監督の面では、いわゆるシャドールバンクなど、従来十分に及んでいなかった分野を中心に、対象が拡充される方向にあります。

こうした議論について最近の動きを紹介しますと、例えば自己資本に関しては、先般、国際的に共通する新たな規制の枠組み、すなわちバーゼルⅢについて合意が成立しました。今後、段階的にはありますが、倒産時における損失吸収力の高い普通株式等や Tier I の比率が引き上げられるなど、銀行の自己資本が質・量の両面で充実が図られることとなります。このほか、米国のいわゆるボルカールールのように、銀行の自己勘定取引やヘッジファンドへの投資などリスクの高い業務について、直接規制する動きもみられています。

来年にかけては、金融システム上重要な金融機関（SIFIs）に関するモラルハザードの問題——いわゆる Too big to fail 問題——について、SIFIs を具体的にどう特定するか、特定された SIFIs の破たんを防止するため、あるいは万が一破たんに陥った場合の影響を最小化するためには、どういう対応が必要か、などが検討されていく見通しです。この問題について一言付け加えますと、私としては、モラルハザードを回避するという問題の本質を踏まえると、その対応策としては、追加的な自己資本の賦課に限ることなく、流動性規制や監督の強化、破たん処理制度の整備も含め、様々な選択肢の中から、各国が置かれた状況に応じて適切な手段を選択するという、柔軟なアプローチが望ましいと考えています。

<新たな資金需要等の増加>

第二に、金融機関が直面する国内外での資金需要の中味が変化するとともに、新たな資金需要が増加していく可能性があります。例えば、今後も新興国が景気のけん引役を担っていくという動きに変化はないものと予想され、そうした地域でのインフラ整備や企業の設備投資のための資金需要、あるいは個人資産の蓄積に伴う資産運用需要などは一層拡大していくとみられます。国内に目を転じて、企業が新たな成長戦略を模索し、財・サービスの供給体制を再構築していく過程で、研究開発や事業の再配置などの新たな資金需要が発生することが考えられます。また、産業構造の変化が一段と進展すると予想される中、M&A のためのファイナンスや DIP ファイナンスといった企業の再生・再

編に伴う資金需要や、新分野に挑戦する新興企業からの資金需要の重要性も高まってくると考えられます。さらに、高齢者を中心とした資産運用・管理ニーズについても、今後、拡大しつつ多様化していくことが見込まれます。

<海外の主要金融機関のビジネス・モデルの変化>

第三に、海外の主要金融機関のビジネス・モデルが変わっていくことが考えられます。具体的には、金融危機以前に盛んであった組成・販売型のビジネス・モデルが相対的に縮小し、顧客との関係をより重視した商業銀行ビジネスのウェイトが高まっていくこと——「back to basics」と呼ばれています——が予想されます。また、米国のボルカールールなどの業務規制や Too big to fail を抑制するような規制・監督面での見直しが行われる中で、単なる規模拡大や過度のリスクテイクを目指す動きは抑制される可能性が高いと言えます。さらに、資金調達面では、危機の経験を経て、流動性リスクに対する認識が大きく高まったことから、レポなどの短期的なホールセール調達と比較して、安定性のより高いリテール預金が相対的に重視されるようになってくると考えられます。こうした海外主要金融機関のビジネス・モデルの変化は、わが国金融機関のビジネス・モデルのあり方や競争力にも少なからず影響していくと思われまます。

(2) わが国金融システムの今後のあり方（マクロの視点）

次に、マクロ的な観点、すなわち金融システムの構造という観点から、わが国の金融システムの今後のあり方についてお話しします。改めて申し上げるまでもありませんが、わが国の金融システムは、長らく銀行中心の資金仲介システムが続いてきたことが大きな特徴でした。こうしたもとで、金融システムの機能度や安定性の向上という観点からは、間接金融だけでなく、いわゆる市場型間接金融も含め、資本市場を通じた金融仲介システムも並存することが望ましい、そのためにもリスクマネーの供給拡大が必要であり、ひいては家計の資産運用の多様化を進めるべき、という議論が多く聞かれてきました。実際、政策面でも、市場のインフラ整備や透明性向上、投資家保護など、そうした動きを後押しする政策が多く採られてきました。

こうした議論について、今回の危機の経験を踏まえて改めて考察すると、以下のよう整理できるかと思えます。

第一に、銀行と資本市場の機能の補完はやはり重要ということです。わが国では、金融危機の後、社債や CP 市場の機能が大きく低下しましたが、そうした局面では、銀行貸出が資金仲介機能を代替し、急激に悪化した企業の資金繰りを下支えしました。その後、資本市場の機能が回復した際には、銀行貸出は減少に転じました。このように、複数の

資金仲介経路が存在していることは、企業の資金調達のアベイラビリティや金融システムの頑健性にとって大切であるということが、改めて明らかになりました。

第二に、複数の資金仲介経路が存在するだけでは、金融システムの安定を確保するうえでは十分ではないということです。かつて、グリーンスパン前FRB議長は、日本の危機が長引いたのは、日本の金融仲介機能が銀行に集中していたことが一因であり、米国のように多様な金融仲介経路を有する金融システムの方が、金融経済に加わったショックに対して頑健である、と指摘したことがありました。しかし、今回米国において危機が深刻化したことは、そうした指摘が必ずしも正しくないことを示しています。大切なことは、金融システムを構成する参加者それぞれが経営の健全性を維持し、リスク管理をしっかりと行なうと同時に、規制・監督当局や中央銀行がマクロ的な観点から金融システム全体のリスクの所在をしっかりと認識し、適切な対応を採ることです。つまり、金融システムの構造の頑健性だけでなく、金融システムの参加者の自己規律や当局のマクロ的なリスク把握力などが、全体として高い水準を維持することが、金融システムの安定にとって極めて重要であると考えています。

(3) わが国金融機関にとっての課題（ミクロの視点）

そこで、以下では、わが国金融機関にとっての具体的な課題について、2点お話しします。当局の課題については、最後に触れたいと思います。

<ビジネス・モデルの選択と持続的な収益力の向上>

わが国の金融機関が直面する第一の、そして最大の課題は、収益力を持続的に高めていくことです。最近のわが国金融機関の経営動向をみますと、利ざやの縮小や貸出残高の減少などを背景に、基礎的な収益力が趨勢的に低下しています。それだけに、収益力の向上は喫緊の課題です。そのためには——あらゆる産業に妥当することではあります——、自らの得意分野を活かした最適なビジネス・モデルを選択することが不可欠です。先ほど申し上げたように、今後、わが国の銀行が主体とする商業銀行ビジネスは内外で競争が激化していくと予想されます。しかし、国内で安定的な個人預金を有するわが国の金融機関は——海外活動に必要な資金調達という面も含め——、流動性リスクに対する耐性という点で、有利な面があります。また、伝統的に顧客とのリレーションシップを重視するわが国の金融機関の特性は、貸出業務を行ううえでの鍵となる「情報生産」という面でも重要な要素であり、国内のみならず、アジア等への展開に際しても、プラスに働くことが期待されます。さらに、金融機関の主たる顧客であるわが国の企業や家計は、米欧のようにバランスシート調整が必要という訳でもありません。したがって、

海外の金融機関と比べたわが国の金融機関の競争力という点で、悲観する必要はないと思っています。

こう申し上げたうえで、わが国の金融機関にとって必要なことは、まず、「目利き力」を高め、新たな貸出先の発掘や、既存の貸出先の新たな資金需要を掘り起こす努力を続けていくことです。わが国経済が直面している根源的な問題は、中長期的な成長期待が低下していることですが、それを克服していくためには、民間企業がイノベーター的な活動を積極化させ、国内外に新たな成長の源泉を求めていくことが重要です。その際、金融機関がそれをしっかりと後押ししていくことも不可欠です。この点、わが国金融機関の最近の取り組みをみますと、大手行ではアジアをはじめとする新興国でのビジネスを日系・非日系を問わず一層拡大しているほか、地域金融機関では、特徴のある地場企業を含め、地域における成長分野の掘り起こしに向けた取り組みを進めるなど、それぞれの特性を活かした前向きな動きがみられており、たいへん心強く感じています。今後とも、自らのビジネス・モデルを確立しつつ、内外での様々な環境変化をうまく捉えながら、新たな資金需要の掘り起こしをはじめとして、前向きな取り組みを進めていくことを期待しています。

次に、ガバナンスの強化を通じて、既存の貸出先の基礎的な収益力を高めていくことも重要です。わが国では、企業の収益力を高めるような企業ガバナンスが弱いと、かねて言われてきています。その克服のためのひとつの方策としては、リターン志向の強いエクイティ性の資金を梃子として、企業の外側からガバナンスを強めていくことが重要である、との指摘も少なくありません。金融機関はこの分野でもファンドの組成への関与等を通じて大きな役割を果たすことが可能です。また、貸し手としての金融機関の役割も小さくありません。特に中小企業に対しては、わが国の金融機関の多くは、不動産担保や個人保証に依存するあまり、貸出実行後のガバナンスが必ずしも十分ではないように思います。金融機関においては、企業との継続的な関係を深めることを通じて、企業の成長を絶え間なく後押ししていくことが求められます。こうした取り組みを補完するうえでは、在庫などの動産や売掛債権を担保とした融資——いわゆる ABL（アセット・ベースト・レンディング）——、中小企業も含めたコベンナツの活用といった融資手法も有用であると考えられます。第一の課題のうちの三つ目になりますが、金融機関が企業再編などの新陳代謝を促す役割を果たすことはもとより大切です。それと同時に、金融機関自身も、自らが選択するビジネス・モデルに合わせ、合併や統合あるいは機能の切り離しなどを通じて、新陳代謝を図っていくことも重要です。例えば、グローバルな

活動を企図する金融機関は、合従連衡などを通じて規模や範囲の利益を追求していくことが考えられます。逆に、ニッチな市場でのプレゼンスを高めることを志向する金融機関は、機能を絞り資源を集中することが有力な選択肢となります。こうした金融機関の行動は、競争力の上昇を通じて個々の金融機関の経営効率の改善をもたらすだけでなく、資源の効率的な再配分を通じて、マクロでみた金融界全体の収益性の向上につながることも期待できます。

<適切なリスク管理>

わが国金融機関にとっての第二の課題は、適切なリスク管理です。この面では、海外の金融機関も含め、VaR など特定の定量的手法に過度に頼ることなく、ストレス・テストも含め包括的にリスクを把握すること、リスク管理部門だけでなく経営陣も交えた形でリスク判断の共有化を図ることが重要という認識が高まっています。さらに、わが国の金融機関にとっては、そうした一般的な課題に加えて、とりわけ株式リスクへの対応が、今後の具体的な課題であると考えています。

すなわち、株式リスクについては、多くの金融機関では、保有株式の価格変動リスクの大きさを認識し、その削減を経営上の重要課題として位置付けた上で、具体的な取り組みを進めています。もっとも、株価の低迷などを背景に、このところ株式の削減ペースはやや鈍化しており、なお相応の株式リスクが残存しています。もちろん、株式の保有には、先ほど申し上げた取引先企業のガバナンスの一環としての意味合いや、手数料収入も含めた総合的な利益獲得のツールという役割もあり得ると思います。ただし、その場合にも、リスクとリターンをしっかりと見極めることが重要です。そのうえで、リスクの方が大きいと判断すれば、削減に向けた努力をしっかりと進めていくことが求められます。

4. おわりに

以上、わが国金融機関にとっての課題を申し上げましたが、今回の危機は、規制・監督当局や中央銀行にとっても様々な教訓を残しています。このうち、金融システムの安定確保との関係で言えば、「個々の金融機関のリスクといったマイクロレベルでのリスクと金融システム全体としてのリスクとをしっかりと峻別して把握することが重要である」ということではなかったか、と思います。こうした点を踏まえ、実体経済や金融市場、金融機関間の連関を意識しつつ、金融システム全体のリスクを正確に把握し、必要な対応を図るという、いわゆるマクロ・プルーデンスの重要性に対する認識が国際的に高まっています。

この点、日本銀行は、従来より、金融政策を運営する立場から、内外の金融経済情勢を幅広く見渡し、綿密な調査分析を行っているほか、金融市場や決済システムといったインフラ整備にも努めています。また、考査やオフサイト・モニタリングを通じて、個別金融機関の経営状況を把握しており、そうした過程で得られる情報や視点を、金融システム全体の状況把握やリスク分析にも活かし、「金融システムレポート」の中で公表しています。また、金融システム全体の安定を目的として、金融機関の保有株式の買入れや劣後ローンの供与といった手段を講じることもありました。このように、日本銀行は、マクロ・プルーデンスの面で様々な取り組みを行ってきています。

もっとも、そうした取り組みは、道半ばというのが実情です。例えば、マクロ的なリスクの把握については、なお十分とは言えません。現在、上述の「金融システムレポート」に関しては、マクロ・プルーデンス面での分析を強化する観点から、生命保険など銀行以外の業態に関する分析の拡充や、マクロ的な金融不均衡の把握、ストレス・テストの拡充などに取り組んでいますが、依然として試行錯誤の段階にとどまっています。また、仮にマクロ的なリスクを適切に把握できたとしても、それに対し、具体的にどのような政策手段で対応することが適切かについても、今後の検討課題と認識しています。

日本銀行としては、今申し上げた課題への対応も含め、金融システムの安定確保に向けて、今後とも努力を重ねていく考えです。

ご清聴ありがとうございました。

3. 2 基調講演Ⅱ「金融危機後のわが国金融システムの課題」

(参議院議員 前・金融担当副大臣 大塚耕平)

(2010年12月10日)

1. はじめに

大塚耕平でございます。本日は、こうした貴重なプログラムにお招きをいただき、ありがとうございます。

ただ今、日銀の山口副総裁のお話を伺い、この後のパネラーの先生方の資料も拝見しましたので、それらとあまり重複しないよう、少し永田町の住人的な視点も加えて、お話ししたいと思っています。また、パネラーの中に金融庁の氷見野参事官もおられますので、金融行政に関わるディテールについては氷見野さんからお話をさせていただくという前提で進めてまいりたいと思います。

2. 経済政策のパラダイム変化と過剰流動性

まず、これからの金融システムがどういう方向に向かうのかということを経済や金融システムの課題に直面しているのか、ということを確認させていただきたいと思います。

非常に大ざっぱに世界経済の歴史的な流れを整理いたしますと、大恐慌以前はレッセフェールの世界で、あまり人為的な経済政策がコミットする必要のない中で動いていたわけですが、大恐慌を機に、財政政策を中心とする政策メカニズムがケインズ理論に基づいて構築されていきました。しかし、財政政策の効果が徐々に失われるにつれて、1970年代くらいからマネタリズムの理論を中心に経済政策が運営されるようになっていきました。マネタリズムの理論自体は19世紀から確立していましたが、実際のマクロ経済政策に本格的に反映され始めたのはこの頃です。

こうしたマネタリズム中心の経済運営の行き着いた先として、後ほどお話しになる幡鎌副社長の資料にも「過剰流動性との戦い」というサブタイトルが付いていますが、まさしく先進国は過剰流動性との戦いを1980年代以降ずっと続けていると認識しています。そして「先進国は」と申し上げましたが、いよいよ21世紀に入って、先進国のみならず、中国、インドを含む新興国も含めた過剰流動性との戦いが進んでいるということです。

3. これからの金融システムを考えるための3つの視点

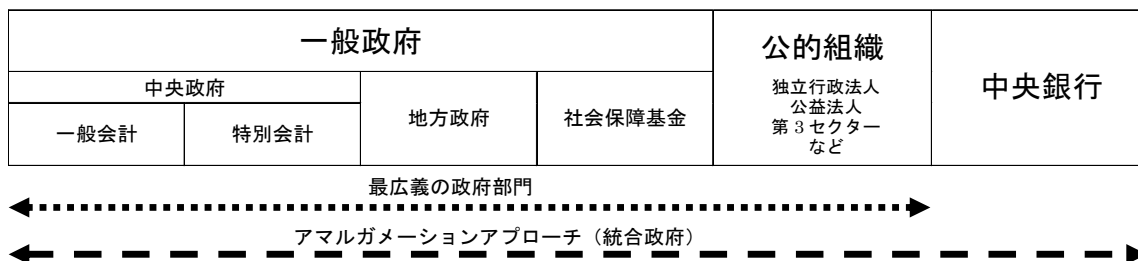
このような、およそ1世紀にわたる経済政策の変遷と現在の状況を踏まえて、次に、これからの金融システムを考える上で重要な論点を3つ指摘しておきたいと思います。

(1) 既存の経済理論の限界

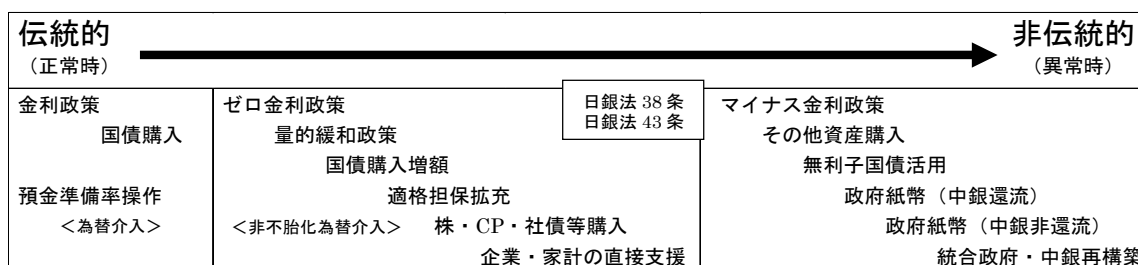
第一に、これまでのマクロ経済政策やマクロ経済理論の常識が果たしてこれから通用するかどうか。通用するという前提に金融システムを考えるのか、いや、そうではないかもしれないという前提で考えるかによって、出てくる解はかなり異なるだろうと思います。個人的には、これまでの常識は既に通用しなくなっているし、これからも通用しないかもしれないと認識しており、その意味で、最近私は好んで「マクロ経済政策は政策フロンティアに突入している」という言い方をしています。これからの金融システムに関しても、政策フロンティアの中で考えなくてはならないと思っています。図表1は、詳しくはご説明申し上げますが、国会の質疑などでも使っております資料です。先ほど山口副総裁も「中央銀行としても様々なチャレンジは道半ばだ」ということを言っておられましたように、まさしく我々は今そのようなプロセスを歩んでいる中で、いったい何が合理的で適切な政策であり、その背景の理論なのかということをお問われていますが、現時点では残念ながら誰もコンファームできないということです。

図表1 財政政策と金融政策の境界線

1. 政府の範囲



2. 伝統的金融政策から非伝統的金融政策へのシフト



(注) 政策手段は例示（他にも想定可能）。並びも仮置き。

(2) 日本の位置付けの変化

第二に、これまでのわが国の金融システム、あるいは金融システムを構築する上での

金融規制や金融行政は、アジアにおいて日本が米欧と共通の価値観と制度を持った唯一の国であり、唯一の米欧とのゲートウェイであるということを前提に運営されてきたと思います。しかし、残念ながら日本は現在、もはやアジアにおける米欧の特別なパートナーとしての存在ではなくなっていますので、20世紀とは考え方を変えていく必要があります。日本のコンペティターでもあり、あるいはボーダレスな世界において金融システムがお互いに影響し合う関係になってしまった中国などの存在を前提に、金融システムも、さらには、その金融システムを構築する金融規制や金融ルールも考えていかなくてはいけないということです。

(3) 金融システムの3つの側面

第三に、金融システムには、マネーを「生み出す」、「供給する」、「引き入れる」、という3つの側面があります。「生み出す」というのは、金融システムの機能によって企業や産業が付加価値を生み出し、経済成長をもたらすという側面です。「供給する」ということの中には、さらに2つの意味があります。一つは、間接金融機能を果たすという意味で、企業セクターにマネーを供給するということです。もう一つは、バブル経済につながる投機的マネーを供給する、ばらまくという意味です。「引き入れる」という観点では、日本はこれまでは欧米の資本に目を向けていましたが、今や、中国を中心とするアジアマネーを引き入れることができるかどうか重要です。以上の3つの側面があるという観点から、これからのわが国の金融システムを考える必要があると思っています。

4. 留意すべき点

残された時間で、以上のようなフレームで金融システムを考えていく際に留意すべき点をいくつか指摘しておきたいと思います。

(1) デフレと低金利の影響

第一に、これまでの常識が通用しない世界になったという認識との関係ですが、日本の金融システムをいくらルール面、金融行政面あるいは金融規制面で安定させようと思っても、デフレが続いている限り、なかなか金融システムの安定性は確保できないという点です。実体経済も、デフレが続く限りは本格的な回復は困難です。こうした観点から、いったい今、何が起きているかということについての整理が必要だということを、リマークさせていただきたいと思います。

非常に直観的な議論で恐縮ですが、実質金利＝名目金利－物価上昇率という関係があり、同時に、お金を借りれば実質的に借りた側にコストが発生しなければならない——つまり実質金利はプラスでなければならない——というのが経済の摂理だとすると、名

目金利をゼロにすれば、物価上昇率はマイナスになるという当然のメカニズムが働きます。このように、あまりに低金利を続けていることが、結果としてデフレを生んでいるのではないかということは、ずいぶん前から国会でも申し上げてきました。このことに加えて、金利というものが、もしワールドワイドに一物一価であるとする、日本の超低金利がアンカーとなって中長期的には世界各国の金利水準を引き下げることになるのではないかということも指摘しておりましたが、まさに今それに近いことが起きているわけです。この事実を意識しながら、次の金融システムの議論をしなくてはならないという点を、ここで強調しておきたいと思います。

(2) 実体経済とマネーのバランス

第二に、金融システムの中においてマネーの可動性が高まった、あるいはボーダレスに本当に必要なところに資金がスピーディに動く世界になったことから、流動性については、実はかつてほどは供給しなくても、経済は適切に動くのではないかという点です。1970年代からマネタリズム中心のマクロ経済政策運営になっていった時には、どうしても金融規制や国境の制約によるマネーの偏在があり、地域的に不足が発生しないためには、実体経済に比べて相当のボリュームを世界的には供給する必要が結果としてあったのではないかと推測できるわけですが、今日、これだけ可動性が高まると、例えば、共通の金融システムの中で金融を運営する主要国においては、一定の比率でマネーを供給するという枠組みの中で、それ以外の部分については、できるだけ財政政策とか金融政策を駆使しない経済政策運営をすることによって成長を目指すべきではないかというようなインスピレーションを得ることができます。

(3) 外交的注意力の必要性

第三に、先ほど申し上げたポイントの二点目、アジアの中で日本だけが欧米諸国にとっての特別な存在ではなくなったという点と関係があります。これから、バーゼルⅢにしる、その他の様々なルールにしる、世界が本当にそれらのルールを共有するならば、極めて正直にそのルールに対峙をして、それを受け入れていけばいいと思うわけです。しかし、残念ながら金融規制や金融行政の世界も外交と一緒です。他国がある一定のルールを主張してくるときには、決して日本の利益を考えてそのルールを主張してくるわけではなく、それぞれの国にとってそれがベターであるという前提で主張してくるという認識を持つ必要があるのではないかということです。例えば米国は、バーゼルⅢやボルカールールのことをしきりに主張していますが、皆さんよくご承知のとおり、バーゼルⅡも厳密な意味では適用していないのが米国の実情です。これからの金融規制や金融

ルールを考える上では、そうした外交的注意力というものも、より発揮をする必要があるのではないかということです。

(4) 世代間の認識ギャップ

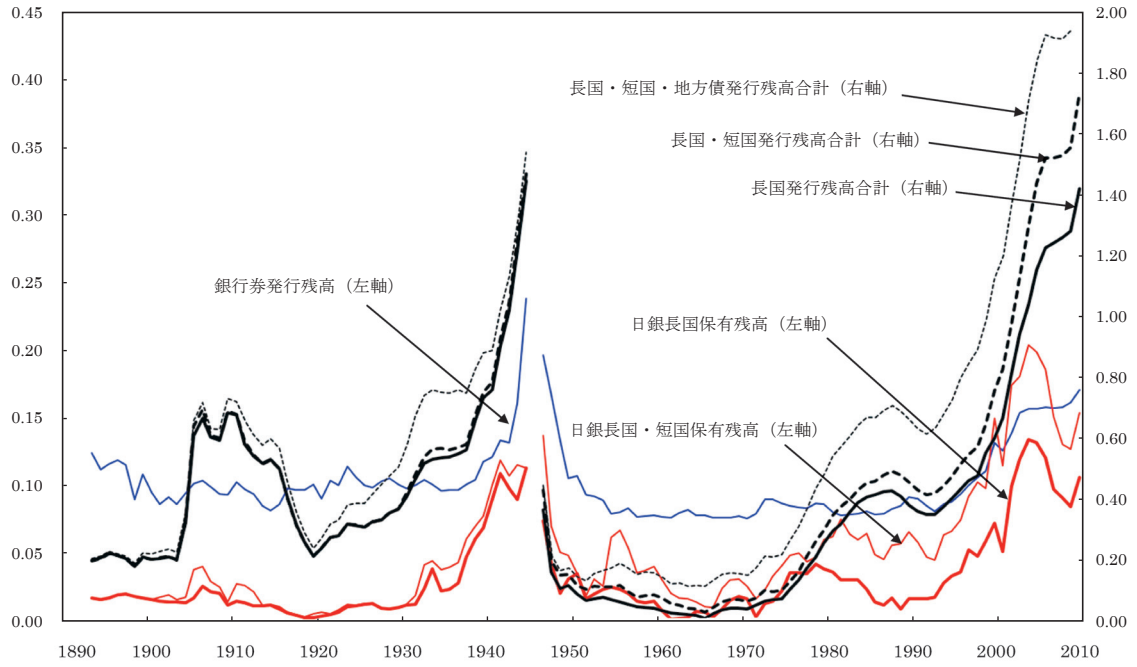
第四に、これからの金融システムを考える上で、金融システムあるいは金融ルール、金融行政は、どういうものがベストであり、過去どういうことがあったのかということについて、ここにお集まりの皆さんと、これからの金融システムや経済を担っていく次の世代の皆さんとは、相当な認識ギャップがあるということです。分かりやすく申し上げれば、今、35歳、あるいは40歳より若い方々は、社会人になって物心がついた時に、既にゼロ金利の世界でした。例えば、90年頃にワイドが9%で、10年持ったら倍になるなどということは、それはどこの国の話ですかというくらいに我々とは認識が違うということです。つまり、これから中央銀行の金融政策も含めて、行政当局が金融システムのような制度設計をしようというときに、プレイヤーである次の世代の皆さんの期待形成メカニズムとか、あるいは反応パターンというのが、我々とはずいぶん違う可能性があるということは強く認識をしておく必要があります。政策当局や金融システムのプレイヤー、——あるいは金融機関がと言ったほうがいいかもしれませんが——の行動に対する市場関係者や顧客のリパーカッションが必ずしも予想どおりではないかもしれないということも重要な留意点ではないかと思います。

5. おわりに

最後に、繰り返しになりますが、図表1 (p.37) は、金融システムの前提となっているマクロ経済政策やマクロ経済理論が政策フロンティアに既に突入しているという意味でご覧いただきました。図表2については、多くは申し上げませんが、1890年からの日本の財政赤字の対GDP比推移を示しています。こうした前提の中で、わが国のこれからの金融システムのあり方を考えていかななくてはいけないということに身の引き締まる思いですが、関係各位のご協力によって、わが国の経済が適切な道行きをたどることを祈念いたしまして、冒頭のスピーチに代えさせていただきます。

ご清聴ありがとうございました。

図表2 日本の財政赤字の実情（対 GDP 比）



3. 3 ディスカッション

座 長： 植田 和男（東京大学教授）

パネリスト： 大塚 耕平（参議院議員 前・金融担当副大臣）

池尾 和人（慶應義塾大学教授）

幡鎌 俊行（三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券副社長）

氷見野良三（金融庁総務企画局参事官（国際））

花崎 正晴（日本政策投資銀行設備投資研究所長）

（2010年12月10日）

植田

それでは、パネルディスカッションを始めさせていただきます。

当初の予定では、パネリストの方々に2ラウンドずつ、お一人、5、6分のお話をいただいて、それぞれのお話のあとに共通の論点等について全員でディスカッションをするということで考えておりました。前半の論点は、世界の金融システム・金融機関がどういう方向に行くのか。後半は、それを前提として、日本の金融システム・金融機関の将来について議論をしていただくという予定でした。

ただ、少し時間が足りないように思いますので、パネリストの方々——大塚先生には既にお話いただきましたので残りの4人の方々——には、両方の話題を一緒にして、特に興味をお持ちの論点を中心にご議論をいただき、そのあと、適宜論点を取捨選択してディスカッションをしていきたいと思えます。

当初の予定で前半と申し上げた、世界の論点について補足しますと、2007年以降の金融危機の原因や波及等について、もう少し押さえておきたいというポイントがあればご発言いただき、その後起こっている世界での金融経済現象——欧州危機や途上国のバブル化現象など——や、今後を考えるに際して大事なポイントについても、お考えがおありでしたらご議論いただきたいと思います。金融規制の動きについては、既に山口副総裁がだいぶお触れになりましたので、後ほど氷見野さんに必要に応じて補足していただければよろしいかと思えます。

私の問題意識としましては、今、金融システムの一部に関して明らかに厳しい規制強化が行われようとしているわけですが、過去の経験では、規制の強化は規制回避活動を引き起こし、結局、規制が有効でなくなったり、あるいは、回避活動によってリスクテイクが高まってしまい、かえって金融システムの不安定性が増すような結果に終わっています。これを今回、どう見るのか。逆に、規制が有効に効いていくということであれ

ば、むしろ金融仲介機能が世界全体として効率性を下げるといったことかという心配はないのか。こういったことも面白い論点かと思えます。また、これに関連して、マクロ・プルーデンス政策や金融政策の役割について何かお考えがあれば、ご指摘いただきたいと思います。

日本に目を転じますと、これも既にお二人の基調講演である程度お触れになりましたが、こうした新しい規制に対する日本の金融機関の対応力はどうか。あるいは、もっと日本の金融全般に係る根本的な問題として、国内にリスクテイクが少ない現状をどう打破するのか、国内に融資に対する需要が少ない現状を金融機関サイドの努力で改善できるのか、依然として薄い利鞘の原因とその是正の方向性、それからこれは特に大塚さんが指摘されましたが、アジアとの関係で日本の金融機関の競争力をどう見るか、等々の論点が考えられると思えます。あと、もし、どなたか議論してみたいという方がいらっしゃれば、JGB の問題をどう考えるかということも一つのオプションかと思えます。これらを含めて、幾つか興味をお持ちの点についてお話しいただければと思います。

それでは最初に、池尾さん、お願いいたします。

池尾

慶應義塾大学の池尾と申します。

金融危機の契機は、マクロ経済環境の悪化です。特に大きな金融危機の場合は、たいがい不動産関係のバブルの崩壊というのがきっかけになるわけです。ただ、トリガーが引かれたからといって、必ず金融システム危機になるわけではありません。言い換えると、トリガーが引かれたとしても、それを食い止める機会といいますか、防衛線は少なくとも二段階あるということです。

第一次防衛線というのは、日頃から金融機関に健全経営を求める、火災にたとえれば防火対策ということです。マクロ経済環境が悪化しても、金融機関が健全な経営をしていて、リスク管理も万全な体制にあれば、環境悪化を乗り越えることができます。しかし今回の場合、それが破られてしまった。つまり、インセンティブ構造の歪みが放置されたまま、結果として過度のリスクテイクが行われていたということがあるわけです。

ただ、第一次防衛戦が破られて金融機関の経営破綻が起こったとしても、火災にたとえれば、それをボヤで抑える、消し止める、ということができれば大火事にはならない、すなわちシステム危機までいかないわけですが、その第二次防衛線といいますか、初期消火対策の面でも今回は失敗をした。市場参加者がパニックに陥ることを回避し、伝染を防ぐことにも失敗して、取付け類似のことが発生し、市場の流動性が消滅するといったことが起きたわけです。

こういうことが起きたのだから、防火対策も初期消火対策も強化しなければいけないということで、その見直しが進んでいるわけです。その中身に関しましては、後でお話があると思いますので詳しくは触れませんが、防火対策の見直しの面でいうと、いわゆるシャドーバンキング・システムと言われたような、規制がほとんど及んでいなかった分野に規制の適用を拡大するという話と、従来から規制や監督の対象にはなっていたわけですが、銀行部門のリスク管理体制を見直すといった話があると思います。また、初期消火対策の見直しに関しては、いわゆる Too big to fail の問題にどう対応していくかといったことがあると思います。

このパネルで、氷見野さんなどにお聞きしたいと思っているのが、防衛線をどこまで強化すべきかに関して、予想される脅威との関係で、例えば 100 年とか 200 年に一度のショックにも耐えられるくらいの防衛線を構築すべきなのか、10 年に一度程度のショックに耐えられれば良いのか、という問題です。防衛線の構築に何のコストもかからないのであれば、それは強固であればあるほど良いという話になるわけですが、実際は、規制の強化といいますか、防衛線の構築には社会的な機会費用がかかるわけですから、その機会費用との兼ね合いを考えたときに、現在進んでいる国際的な規制監督の見直しというのは、いったいどの程度の脅威を潜在的に想定しながら進められているのか、というところをお伺いしてみたいと思っています。

裏を返せば、規制・監督体制の改革にこんなに注力するよりは、トリガーが引かれないうちにマクロ経済政策に注力した方が、ひょっとするとコスト・パフォーマンスが高いのではないかと考えられます。危機があったから対策を見直さなければいけないというのは自然な発想ですが、その際、どの程度の脅威を想定すべきかを、今の時点で少し検討してみてもいいのではないかと、というのが指摘したい点の一つです。

日本の金融に関しては、時間の関係で詳しい説明は省略させていただきますが、これまでわが国において、市場型の金融を拡大する必要があるということで、実際に色々な取り組みが行われてきました。その中で私は、現代における市場型の金融という場合に、金融活動そのものが複雑化しているということがありますから、いわゆるエンドユーザー同士が文字どおり「直接に」取り引きするという、直接金融という意味ではなくて、市場型けれども仲介機関が介在する金融、いわゆる市場型間接金融の拡大こそが、わが国において重要なのだということを主張してきました。

ところが今回、米国で金融危機を引き起こしたシャドーバンキング・システムというのは、まさに市場型間接金融のシステムではないかということで、市場型の金融の拡大

に対して懐疑的な見方が増えているかも知れません。しかし私としては、決してそうではなくて、依然として市場型の金融をわが国において拡大していく必要があると思っています。

ただし、その際に、市場型の金融といいますか、市場型間接金融もブライト・サイド（光の面）ばかりではなくて、一定のダーク・サイド（影の面）が伴うことも事実ですので、今回の金融危機を教訓として、そのダーク・サイドを押さえ込むような政策対応をしながら、市場型の金融を、伝統的な銀行を通じるチャンネルと並ぶ、もう一つのチャンネルとして確立していく努力を引き続きすべきではないかということを申し上げておきたいと思えます。

植田

ありがとうございました。それでは、続きまして、幡鎌さん、お願いいたします。

幡鎌

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券の幡鎌でございます。

私は市場部門にずっと長くおりますものですから、市場の参加者として、リーマン・ショック後の金融システムがどういうふうに変ってきているのか、あるいは、どう見ているのかということをお話したいと思えます。

簡単に、リーマン・ショックとは何かということをもう一度振り返りますと、一言でいえば、1990 年の半ばから始まったレバレッジの崩壊過程、あるいはレバレッジからデレバレッジへの転換の中で起きた急速な信用収縮であった、と行うことができると思えます。

このレバレッジがどのように形成されてきたかという点、一つは、ヘッジファンドが典型ですが、顧客から預かった資金で資産を買い、その資産を金融機関にレポなどの形で出して、さらに新たな調達を行って、どんどん資産を増やしていく。こうして、LTCM 言えば、最初に預かった資金の 30 倍くらいの資産を保有していました。あるいは、欧米の金融機関も、レバレッジ比率が 20 倍くらいまでいっていたと思えますが、要するに、主要な市場参加者がレバレッジの主体であったということです。もう一つは、CDO とか、SIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）とか、金融商品やスキーム自体がレバレッジの要素を含んでいたということです。このようなプロダクトの発展の中で市場の拡大とともにレバレッジを増やしていった投資主体が、サブプライム問題をきっかけに市場の流動性が失われると、相互不信になって取引相手に信用を供与しなくなり、最終的にはリーマン・ブラザーズが破綻したということだと認識しています。

リーマン・ショック後の金融規制強化の流れには、大きく言って3つあります。一つ目は、レバレッジというものについて規制をしていこう、レバレッジ比率などの指標を規制に取り入れていこうという流れです。二つ目は、資本をどんどん増強していこうという流れ、三つ目は、英国などで導入されている、資金の流動性に対する規制を入れていこうという流れです。

リーマン・ショック後の市場参加者の動きを追いますと、まず投資主体がレバレッジをやめていきました。例えば、20倍のレバレッジ比率を持っていた欧米の金融機関は、10倍台の低いところまで戻したと思いますし、ヘッジファンドもピークの3割くらいはレバレッジ比率を下げたと思います。また、投資家の方も、仕組み債などの複雑な商品から、分かりやすく流動性の高い商品、国債や株式などに資金が回帰していきました。2009年の前半くらいまでは、このような流れが続いていたと思います。

ところが、2009年の後半くらいになってから、世界中でどんどん金利が引き下げられて、追加的なクーポンといますか、追加利潤が欲しいということで、再び世の中は色々なものに投資し始めているというのが現状だと思います。例えばCLO（貸出債権担保証券）ですとか、あるいは、米国の投資家が再び、ハイイールドといますか、サブ・インベストメント・グレードの債券を買い始めていますし、あるいは、ヘッジファンドに資金が再び流入する、といった動きが出てきていると思います。その中で顕著なのは、エマージング市場と商品市場、この2つの市場への投資増加であり、市場規模に比べて過度に資金が集中している気がしてなりません。

また、最近の資料によりますと、ヘッジファンドのレバレッジ比率も再び増加傾向に入ってきており、おそらくリーマン・ショック以降では今が一番高いのではないかと言われています。金融機関、いわゆる銀行と呼ばれている金融機関については、規制強化ということで色々な比率が入ってくるのが見えていますので、それなりの対応がなされていると思いますが、いわゆるシャドバンクを司るようなアセットマネージャーや、あるいはヘッジファンドというのは、また同じ道を少しずつ歩き始めているというのが私の感想です。

レバレッジの要素を含む商品や、レバレッジを増やしてきた主体が過剰流動性を生み出したとすれば、足下は、日米を中心とした中央銀行の流動性供給、量的緩和によって再び資金は過剰感を持ち始め、そうした市場動向に再び拍車をかけているというのが私の感触です。中でも、エマージング市場、例えばインドネシアの株式市場は、今年、恐らく4番目くらいのパフォーマンスを示していると思いますが、これはアメリカの年金

とか日本の個人マネーが相当な規模で流入しているからです。問題なのは、外国人の市場占有率が、フィリピンやインドネシアではかなり高くなってきていることです。というのは、1997年のアジア危機も、危機前に外国の金融機関がずいぶん地場の企業に金を貸して不動産バブルを招いたことや、あるいは、ヘッジファンドがそういった国にお金を投入して、一挙に引き上げたことが原因で起きたからです。

もちろん、アジア各国の経済のファンダメンタルズは当時と全く違って堅調ですから、ファンダメンタルズの悪化によって資金が一挙に流出するということはないと思います。また、今回の場合には、ブラジルとか台湾、最近は、インドネシア、タイなども、資本流入自体を抑える施策、例えば課税をしたり、あるいは量的規制を行ったりして、過度な流入を自らコントロールしようという動きもあります。ただ、何かのきっかけでエマージングカントリーの一つから資金が流出し始めると、これが伝播していく可能性は否定できないと思っています。例えば、何かの拍子に過度な資金流出規制——アジア危機の際に見られた、非居住者に対し国内通貨から外貨への交換を認めないといった過激な措置——を導入するような動きが少しでも見えると、やはり一挙に資金が出ていくリスクは高まると懸念しています。

あるいは、もっと言うてしまうと、例えばインドネシアに向かっているお金、日本のお金もずいぶんインドネシアに向かっていますが、何かの拍子に中国の方が魅力的だと投資家が一斉に考えを変えた時には、一挙にインドネシアから中国へ資金が移動することもあり得るわけですから、そういった事態にどのように備えていくかというのが、今後の金融システムを考えるために重要ではないかと思います。

結局、金融システムを清々と運営していくにはどういうことが必要かということになると、金融仲介機能をきちっと確保して、様々な市場の流動性を担保していくシステムとは何かということだと思いますが、今、行われているのは、あくまで銀行を念頭に置いた議論です。しかし、米国型の金融マーケットは、直接金融の方が大きいわけで、ヘッジファンドとか、アセットマネージャーとか、そういった人たちを規制の中に何とか入れていかないと、銀行だけを規制しても金融危機は防げないのではないかと思います。

また、お金がボーダレスに動くようになり、今で言えば、東南アジアとか、ブラジルとか、色々な国にお金が集中しているわけですから、従来の日本のように、日・米・欧の先進国の金融システムだけを念頭に置いて規制をかけても、ワークしないのではないかなと思います。

最後に、SIFIs といいますが、G-SIFIs (グローバルな SIFIs) に対しては、資本をさら

に強化しなさいという規制が入ると理解しています。しかし、アメリカで言われている **Too big to fail** というのは、「大きいからつぶせない」ということではなくて、「つぶせないようにどんどん大きい銀行を作って世の中を寡占化させていく」ことだと、どうしてもそういうふうには思わざるを得ません。加えて、これから勝ち残っていく金融機関には、グローバル・ネットワークとか、莫大なシステム投資をできる資金余力といったものが要求されるわけですから、こういった面から見ても、金融の寡占化はますます顕著になっていくのではないかと考えています。以上の点を踏まえると、日本の金融機関の一翼を担っている我々としては、日本の金融機関がその中に入れるだろうか、一方では、入ると資本規制が厳しいから嫌だという考え方もあるかもしれませんが、その中に入っていくべきだと、金融が強くない国というのはあまり栄えないと思いますので、そういう忸怩たる思いを持っているということをお伝えして、私のプレゼンを終わらせていただきます。ありがとうございました。

植田

ありがとうございました。それでは、続きまして、氷見野さん、お願いいたします。

氷見野

金融庁の氷見野です。

池尾先生がおっしゃった第一次防火線に当たるバーゼルⅢにつきましては、今、テキストの細部の交渉をしているところでして、年内には恐らく公表できるだろうと思います。

また、池尾先生のおっしゃった第二次防火線に当たるかと思いますが、**SIFIs** における **Too big to fail** 問題への対処につきましては、**G-SIFIs** の特定法、損失吸収力向上のための施策、破綻処理の枠組み整備など、幡鎌さんの指摘された論点を含め、**FSB**（金融安定理事会）の場で来年1年かけて交渉していくことになります。

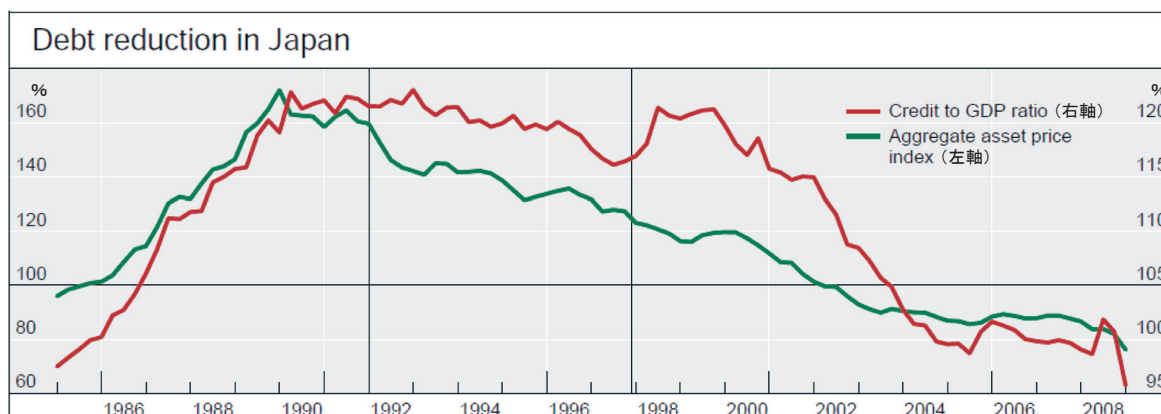
このような、バーゼルⅢとか **SIFIs** 対応とかの取り組みの重要性はいうまでもありませんが、個人的には、更に2点ほど、残された課題があるのではないかと考えています。

一つ目は、最初に大塚前副大臣から、既存の経済学の枠組みで考えていて果たして良いのだろうかという問題提起がありましたが、基本的に均衡に戻っていくモデルに不完全性を入れて、ショックがどのように伝播するかを分析するという手法に立つと、防火壁をどんどん高くさえすればいいという答えになっていきかねないわけです。しかし、今度の危機というのは、経済なり金融システム自体の中から内生的に不均衡が拡大するメカニズムがあったわけですから、そこに焦点を当てて対策を検討していく必要がある

のではないかと考えています。

もう一つは、借り手のバランスシート調整をどう進めていくのかという問題でありまして、最近、BISのエコノミストの人達の面白い論文¹⁴がありましたので、それに頼りながら少しお話しさせていただきたいと思います。図表3は、日本のバブル後の動きを示していて、赤い線が非金融民間部門債務の対GDP比です。これは、生産能力と比べてどれだけ借金をしているかということを示すと思いますが、バブル期に、GDPの100%くらいの借金だったのが125%まで急に上がって、それが15年間かけて25ポイント低下して、また100%に戻っています。それとともに不動産価格——緑の線ですが——も下げ止まって、ようやく危機が終わったという歴史だったかと思っています。

図表3 日本危機の解消過程



出所) Tang, G. and C. Upper (2010)

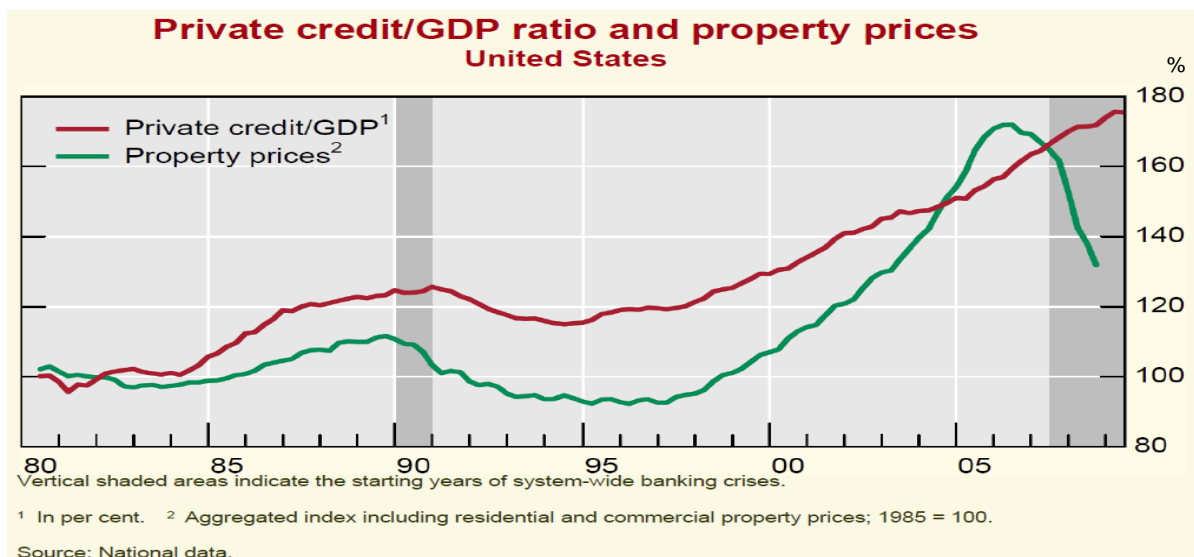
では、こういう借り手のバランスシート調整は日本だけの問題かといいますと、BISのエコノミストは、過去の金融危機の中で、日本のように危機の前に非金融民間部門債務の対GDP比がヒュッと上がった事例が20件あったと指摘しています。このうち17件では、危機後にこの比率がだいたい元に戻っていて、平均すると、44ポイント上がって38ポイント落ちたといいます。

次に、今回の北大西洋金融危機ではどうなっているか、アメリカの現状を図表4で見えます。赤い線を見ていただくと、バブルの前は120%だった比率が170%に上がっていますので、50ポイント上がりました。つまり、日本の倍くらいの幅で上がったわけです。足下で少し下がり始めているのですが、まだほとんど下がっていません。また、イ

¹⁴ Tang, G. and C. Upper (2010), "Debt Reduction After Crises," *BIS Quarterly Review*, Sep. 2010.

ギリスについて見ても、100%だった比率が170%と、70ポイント上がったわけですが、まだ全然、下がり始めてもいません。

図表4 米国の現状



出所) Caruana, J. (2010) “Macroprudential Policy: Could It Have Been Different This Time?” presentation slides for the speech at the People's Bank of China seminar on macroprudential policy, in cooperation with the International Monetary Fund, Shanghai, 18 October 2010.

もし、先ほどお話しした17件の先例が当てはまると考えますと、これからやるべき宿題、すなわち過剰債務の調整は、日本が15年かけて片付けた量に比べて、アメリカはその倍、イギリスは3倍あるというわけです。アメリカは家計バブル、イギリスは家計・企業バブル、日本は企業バブルだけだったと考えると、ありえないとはいえない水準ですが、その調整がまだ始まっていないということかと思えます。

では、高すぎる債務の対GDP比をどうやって調整していったらいいかということですが、やり方としては2つありまして、一つは、分母を大きくする、すなわち名目GDPを大きくすることで比率を下げるという方向です。もう一つは、分子を小さくすることですが、これは、債務の返済、あるいは破綻処理とかリストラクチャリング・再生をすることといったようなことで、実現していくわけです。BISの研究では、17カ国の平均をとると、「分母2対分子1」くらいの比率だったということですが、日本の場合、分母がほとんど動きませんでしたので、ほとんど分子で調整した。それを、返済によって行くと、名目GDPの成長を下押しすることになりますし、破綻処理、リストラクチャリングによって行くと、今度は金融システムがコストを負担しなければならないことにな

ります。もう一度、日本の危機を振り返ってみますと、1992年から2004年まで、ほぼ100兆円、GDPの2割、金融機関が損を出したわけで、それを各期の業務純益で半分くらいカバーして、あとは、残りの半分のうち、さらに半分を公的資金、残りの半分を含み益の吐き出しとか自力増資でカバーして調整してきたということになります。

このような日本の経験を踏まえて、今回の欧米の危機をどう考えていくかということですが、まず言えることは、急性の症状は治まっているとしても、危機の根っこにある不均衡が解消したわけでなく、まだ調整はこれからだということです。日本の場合、時間をかけると問題が拡大するというふうに言われたわけですが、今回の欧米の危機は、日本の2倍、3倍の調整幅ですので、おそらく、一気に調整することは不可能だろうと見ています。しかも、欧州の財政状況とか、あるいはアメリカではドッド・フランク法により金融機関の清算回避のための公的資金は使えないということになりましたので、二番底を支える危機管理の手立ては限られております。ということで、sequencing（調整の順序立て）を周到に考えて、成長と返済と処理のバランスをどうとっていくかということが、これから大事になっていくのではないかと思います。

個人的には、時間をかけて各期の業務純益とかGDP成長とかを通じて吸収していくしかならないと思うのですが、それだと、おそらく経済が長く停滞するということになって、国民に長期間の我慢を求めることになってしまいますので、ポリティカル・キャピタルの減耗との競争みたいなことになっていきかねないのではないかと思います。日本は危機の時に、悪循環回避を考えて、sequencingみたいなことを言っていたわけですが、日本がそう言うと、当時はforbearance（問題先送り）だといわれたわけですが、欧米の皆さんにも、現実を受け止めて、着実な対応をしていっていただく必要があります、そのために、日本の経験をどう教訓化して伝えていくかというのが、大事な課題になるのではないかと考えております。

以上です。ありがとうございました。

植田

ありがとうございました。それでは、続きまして、花崎さん、お願いいたします。

花崎

本日は、大塚耕平先生をはじめ大変ご高名な先生方にパネルディスカッションにご参加いただきました。また、フロアには各方面から多くの方にご参加いただきました。この場を借りて厚く御礼を申し上げます。

これから、2つのテーマについてお話ししたいと思います。一つは、金融システムは

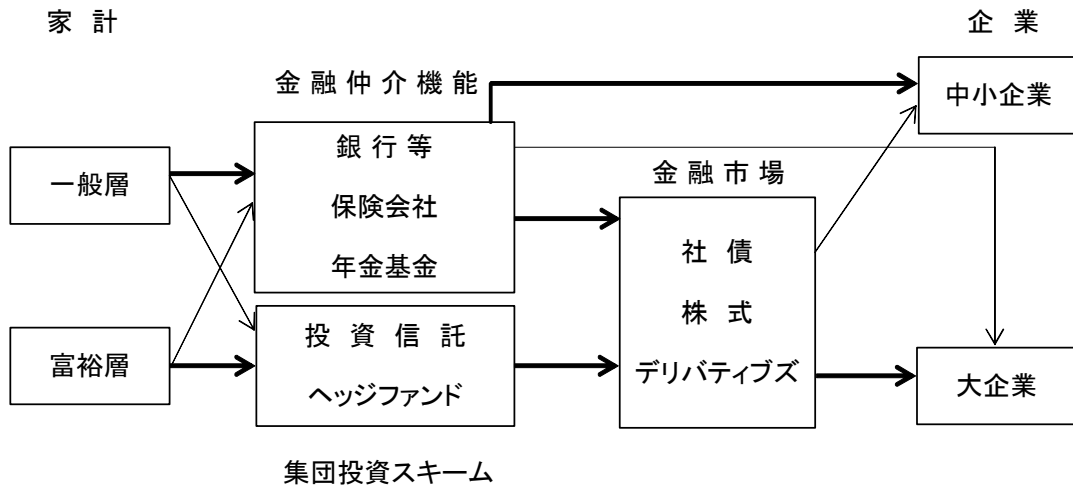
今後どのような方向に向かうべきか、もう一つは、金融規制は今後どうあるべきか、ということですが。

まず、金融システムについてですが、近年、グローバルな金融危機が頻発しています。1997年にはアジア通貨危機、98年にはロシア危機やLTCM危機、最近だとサブプライム危機、リーマン・ショック、ギリシャ危機、足下ではアイルランドの危機なども顕在化しています。また、金融を巡る環境としては、ファイナンシャル・エンジニアリングをもとにした金融技術の進歩、それに伴う証券化の進展、あるいはCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）等のデリバティブに代表される金融新商品の開発などの大きな潮流が、観察されます。これらの現象の結果、一言で言うと、情報の非対称性が深刻化している、あるいは、リスク管理が非常に困難化している、ということが指摘できると思います。

このような環境変化の中で、これはペンシルベニア大学のフランクリン・アレン教授などが言っていることですが、一般の個人や企業にとって、金融市場へアクセスするのは、極めて困難な状況になっているということがあると思います。それは、換言すれば、直接金融が非常に困難化しているということの意味しています。伝統的な金融取引のパラダイムにおきましては、間接金融と直接金融という大きな区分がありまして、間接金融というのは、最終的な資金の出し手と最終的な資金の借り手の間に金融仲介機関が入るということです。他方、金融仲介機関が入らない、すなわち資金の借り手と貸し手が直接、市場で取引するというのが直接金融です。先ほど言いましたような環境変化によって、個人が直接、金融マーケットにアクセスするのが、リスク管理の観点から非常に困難になりつつある、というのが昨今の状況だと思います。

このような現状では不相応となりつつある伝統的パラダイムに代わる、新しい金融取引のパラダイムが図表5です。家計は、銀行、保険会社、年金基金等の金融仲介機関、あるいは投資信託やヘッジファンドという集団投資スキームに資金を預けて、金融仲介機関あるいは集団投資スキームが金融市場で本源的な借り手の証券を購入するというような、金融のマーケットと金融仲介機能が有機的に結びつく、そういったシステムが今後重要性を増してくるのではないかというのが私の一点目の主張です。ただし、伝統的な金融仲介型、すなわち間接金融に伴う資金の流れも、中小企業あるいは大企業の一部には残っていくだろうと思っています。

図表5 新しいパラダイム



注) 矢印は、資金の流れを示す。

出所) Allen, F. and D. Gale (2000) “Comparing Financial Systems,” MIT Press. 図 15.1 および図 15.2 を参考にして作成。

今申し上げたことに関連して、「貯蓄から投資へ」という政策をどのように評価したらいいのかについて、私見を述べます。「貯蓄から投資へ」は、小泉内閣が発足した 2001 年の骨太方針の中で「21 世紀にふさわしい安定した金融システムを構築する。直接金融を重視したシステムに円滑に移行するために個人の株式投資にかかる環境整備を行うなど証券市場を活性化する」という目標が定められまして、そのための措置として、「個人投資家の市場参加が戦略的に重要であるとの観点から、その拡大を図るために、貯蓄優遇から投資優遇への金融のあり方の切り替えなどを踏まえ、税制を含めた関連する諸制度における対応について検討を行う」とされたのが始まりです。具体的な施策として、2003 年から、預貯金の利子所得にかかる税率が 20% に据え置かれている一方で、株式の配当および譲渡所得に関する税率が 20% から 10% に引き下げられるという証券優遇税制が導入されました。これは、民主党政権になってからも維持されています。この政策は、先ほど私が申し上げたパラダイムの変化、つまり、個人が直接、証券投資をするのが難しくなっているという認識とは、明らかに矛盾します。したがって、私は、証券優遇税制というのは、早晚廃止されるべきではないかと思っています。

続いて、金融規制についてお話しします。金融規制については、リーマン・ショック後、色々な動きがあります。2010 年の夏から秋にかけては、バーゼル銀行監督委員会にて極めてインテンシブな議論がなされて、バーゼルⅢへの道筋がつけられました。それ

で、ご承知のとおり、自己資本比率規制等を強化するという方向性が出ています。また、アメリカのドッド・フランク法が7月に成立し、例外規定はありますが、ボルカールールの考え方が反映される形になっています。

このような一連の動きを簡単に整理いたしますと、金融規制に関する今回の制度改革の動きには、大きく言って3つのポイントがあります。

第一に、従来の金融規制の不備を補おうという動きです。例えば、ヘッジファンドとかSIVといった、従来は規制の枠外におかれていたいわゆるシャドバンク、他にも、店頭デリバティブ市場、格付機関、流動性規制、役員報酬、クロスボーダーなど、そういった部分に規制の網をかけていこうというのが、一つの方向性だと思います。証券化については、色々と議論がされている段階ですが、OTD（オリジネート・トゥ・ディストリビュート）モデルという、組成された債権をすべて証券化して売却するというものについては批判的な見方がなされており、改善策が模索されています。これも、規制の不備を補って、網をかけようという動きの一つだと思います。

第二に、規制緩和の弊害を是正しようという動きです。アメリカでは、1933年のグラス・スティーガル法により、銀行業務と証券業務は分離されましたが、1980年代以降の規制緩和の動きの中で、近年には銀行業と証券業との相互参入が可能となりました。このような規制緩和が、今次の金融危機の一因であるとの認識から、2010年1月のオバマ提案、これはボルカールールとも呼ばれていますが、あるいは7月のドッド・フランク法において、銀行の証券業務に一定の枠をはめようということになったのです。

ただ、もう一つ重要な視点として、規制や制度の存在自体が弊害を生んでいるという面もあるのではないかと私自身は思っています。例えば、自己資本比率規制は、バーゼル銀行監督委員会等の場でどんどん強化しようという方向で検討されていますが、これにはプロシクリカリティ（景気循環を増幅する効果）の問題があります。この問題については色々な検討がなされていて、資本のバッファを設けて解決しようという動きがありますが、資本バッファを設けること自体が、より高い自己資本比率を課すことを意味するのです。ところが、自己資本比率の所要水準を引き上げれば引き上げるほど、銀行のリスクテイキング行動を助長するという、別のマイナス面が出てくると思います。自己資本は、負債に比べて資本コストが高いですから、リターンに関する投資家の高い要求水準に応えるためには、資産サイドの収益率を高くしなければならない。それが、銀行をリスクな行動に導いていくわけです。

また、時価会計のもたらす弊害についても指摘しておきたいと思います。時価会計は、

平時においては非常に良いシステムだと思うのですが、バブルがどんどん増幅していきますと、市場参加者が資産の時価の上昇で一段と積極的な行動をとる。それがまたバブルを増幅する。あるいは、危機になって金融商品の価格が下がると、市場参加者がそれを見てネガティブな行動をとり、それが一層危機を深刻化させる。そういう面があるのではないかと思います。このように、時価会計も一種のプロシクリカリティの問題を持っていると思っています。

私の考えでは、金融規制をどんどん強化すれば、それで良い方向に進むということでは必ずしもなくて、むしろ、マーケットがうまく機能するためには、金融機関等の活動の制約をなるべく緩くして、自己資本比率規制も現状程度のものにとどめて、金融機関に経営問題が発生した場合には、各国の金融当局の方できちんと対応する。そういう方向に進むべきではないか。グローバルな規制にも一定の意義や役割はありますが、それに過度に依存するのは良くないのではないかと、そのように個人的には思っています。

植田

ありがとうございました。

それでは、日本の金融機関や金融システムの問題は次回しにしまして、グローバルな問題に関して、複数の方がお触れになったテーマとして、レバレッジに関する論点と、それに関連して金融規制の問題があったと思います。

レバレッジに関しては、氷見野さんからは、これから先、デレバレッジの過程には非常に長い時間が、日本の例を見ても、かかるのではないかと、というご指摘がありました。したがって、それだけを見ると、暗い面が世界経済にあるなという感じでおっしゃったと思いますし、もう少し長期的な観点からは、レバレッジの問題を含めて、内生的に金融システムが不安定性を高めていってしまうような点について、規制なのかどうかはわかりませんが、何らかの手当てを考えておくべきではないか、というお話があったかと思えます。

これに対して、幡鎌さんから、レバレッジに関しては、そういう問題がある一方で、最近では、特にコモディティあるいはエマージング・マーケットに向けて大量の資金流入がみられ、バブル化しているようにも見える。これは、ある種、レバレッジがまた金融システムの一部で拡大している動きである、というお話がありました。また、そうした動きの背景の一つとして、先進国の金融政策の影響も含めて、低金利であるということがあるのではないかと、というご指摘もありました。

金融規制に関しては、私が伺った感じでは、今、提案されているものが、ある種、過

剰規制であるという面と、逆にもう少し規制の網を広げないと適正な規制体系にならないのではないかという、両方の面からのご議論があったかと思います。池尾先生からは、過剰規制という言葉はお使いにならなかったですが、規制のコストがある中で、金融システムとして、どれほどのリスクに備えるために規制をするのか。むしろ、括弧付き過剰規制になってしまうくらいなら、金融政策によって金融的な環境をなるべく安定に保つというような対応の方が良いのではないかというお話もあったかと思います。他方で、幡鎌さんをはじめ、シャドバンキングのところとか、あるいはグローバルな資金の流れのところについては、もう少し規制あるいは監督の目を広げないと、全体として安定的なシステムにならないのではないかというお話があったかと思います。それに関連して、SIFIsのところは、独自に妙な取り扱いになりつつあって、一つの不安要因だなというお話もあったかと思います。

以上の諸点について、追加的にご発言をいただきたいと思いますが、どなたか、もし何かありましたら。では、池尾先生、お願いいたします。

池尾

最初、時間が無いということで、あまりお話しできなかった部分がありますので、2点、付け加えさせていただきます。

最近の学界では、ラインハートとロゴフの研究¹⁵が先鞭をつけた形で、過去の金融危機の歴史を研究するというのが、ちょっとしたブームになっていると思います。その成果によれば、過去の金融危機の経験から得られる最大の歴史的教訓は、大きな金融危機が起きた後は、ディケード単位、つまり10年単位で経済の成長率が低下するということだといえます。その理由は、既にお話に出たように、民間部門が抱えた債務を削減していく、デレバレッジの過程に7年～10年を要する。金融危機の直後、1、2年は、むしろレバレッジが若干上昇するくらいの感じで、それが3年目くらいから低下していった、それを適正な水準まで低下させるのに、ケースによるでしょうけれども、5年から、日本の場合は10年以上かかったということです。そういうことを背景にして、大きな金融危機を経験した後は、ディケード単位で経済は低迷するのだというのが歴史的教訓ですが、氷見野さんがおっしゃったように、それを皆が我慢できるかという問題が別途あるわけです。10年も停滞したくない、我慢できないというところがあって、最初からデレバレッジに10年かかるのだという覚悟で臥薪嘗胆というわけにはいきません。そうする

¹⁵ Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff (2009), *"This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly,"* Princeton University Press.

と、いち早く経済を回復させようということで、大幅な金融緩和措置とか、いわゆる景気刺激策を総動員するということが起きるわけです。

大塚議員の基調講演の中でも、金利に関して一物一価というお話がありましたが、グローバルに金融統合が進んでいる中で、実質金利が連動する傾向を強めているというところがあります。例えば、アメリカが自国の景気回復のために実質金利を引き下げる努力を大々的に行うと、世界全体の実質金利の相場がそれに引きずられて下がっていく。そうすると、実質金利を下げる必要のない新興国にとっては、大きなインフレ的な圧力がかかってしまうという問題があります。そうしたことを踏まえると、金融危機の後は、何度も申し上げますけれども、ある程度経済は低迷せざるを得ないということを受け入れて、控えめな政策運営をすることが実は望ましいのですが、我々日本人のように長い調整過程を経験して諦観しているわけではない英米の人にとって、それはなかなか難しいというのが、一つの論点としてあると思います。

もう一つだけ申し上げたい点としては、民間部門が抱えた債務を削減していくというプロセスの中で、分子と分母という話がありましたが、もう一つの動きとして、民間部門が抱えた債務を政府部門が肩代わりするということが起きるわけです。ラインハートとロゴフの研究では、金融危機の直後に公的債務の残高は平均で 86% 増大する、つまり 2 倍まではいかないけれども、それに近い幅で増大するということを言っています。したがって、大きな金融危機の直後には、ソブリン危機の問題が必ず出る。今回も、特に欧州でソブリン危機が起きているわけですが、これは今回に限ったことではなくて、金融危機の歴史をたどると、当然あり得ることだというわけです。金融危機の構造からいっても、何らかの意味で政府が、直接的な銀行救済などに限らず、民間部門が抱えた債務を肩代わりせざるを得ないような状況がどうしても生じますので、金融危機の後に財政危機が訪れるケースが多い、ということだと思います。わが国については、今回の金融危機を待たずして膨大に膨らませていた公的債務が、2007 年以降、さらに急速に拡大しているという状況ですので、これが金融危機に随伴する問題として非常に懸念されるというのが二点目です。この 2 点を申し上げておきたいと思います。

植田

池尾先生は、氷見野さんのおっしゃったことをサポートするという観点のご発言だったと思いますが、わざと反対のことを申し上げれば、欧米の金融機関は、日本の金融機関に比べて高い期間収益を稼ぐことができます。したがって、この高い期間収益を使えば、日本のように長い期間をかけなくても、金融機関のデレバレッジは終わるので

はないかという期待もあります。また、実体経済に関しては、特にアメリカは人口成長率が高いですから、これが成長を底支えするということもあります。

マーケット型の金融という面がアメリカは特に強いですから、調整が急で厳しいけれども短期で済む。日本のように、長い期間じわじわと資産価格が下がり続けて、それが金融システムをもっと悪くするということがないかもしれない、というあたりで、楽観的になれる要素も多少あると思うのですが、その辺も含めて、他の方、いかがでしょうか。

氷見野

おっしゃるとおり、日本の15年というのは、金融危機だけで15年かかったわけではなくて、おそらく、経済構造、あるいは人口構成、様々なものの曲がり角を曲がるということも含めた15年だったと思いますので、国によって必要な期間というのは、単にGDPの何ポイントだから自動的に出てくるというものでは、おそらくないだろうと思います。ただ、他方、欧米の場合も、いろんな背景もあつての危機でしょうから、そんなに簡単でもないだろうというふうには思います。

あと、植田先生の冒頭のお話で、BIS規制が有効に機能するとしたら、経済にマイナスではないかというお話があつて、池尾先生からも、いったいどれくらいの頻度で起きる危機を防ぐために防衛線を作るのかというお話がありましたので、少しご紹介しておきたいのですが、バーゼル委員会から今年の8月に出た報告書¹⁶の中で、BIS比率を1%上げると、危機の頻度が20年に一回から何年に一回に減って、そうすると、1回の危機ではGDPはこれだけ損をするので、それが回避できる分これだけ得だと。他方、BIS規制を上げると貸出金利がこれだけ上がって、そうするとGDP成長率がこれだけ落ちるので、これだけ損だと。このような試算が行われました。それで、限界的な損得がちょうどバランスする「最適な」BIS比率を計算しようとする分析です。いろんな分析の中央値のほか、日銀から提出した分析も紹介されております。ご興味のある方は、ぜひ、ご覧になっていただければと思います。

植田

同様の試算として、私もIMFのものを讀んだのですが、驚くほど、より厳しい金融規制の経済に対するコスト、マイナスの影響は小さいという推計だったように思います。そもそも、これは大塚さんもおっしゃったことですが、既存のマクロ経済理論が現実を

¹⁶ Basel Committee on Banking Supervision (2010), "An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements," Bank for International Settlements.

十分に説明できないところにきているという、その理論を使つての試算に過ぎない、ということかなと思います。

幡鎌さんは、投信とかファンドのところにも何か規制的なものを、ということをおっしゃっていたのですが、具体的にどういうことが考えられるでしょうか。

幡鎌

規制を入れろということではなくて、おそらく色々なインストルメントがあるはずなのですが。銀行、いわゆる間接金融を色々と規制したら、ある程度そこは守れるかもしれませんが、おそらく個人のお金とか、年金のお金というのは、そういうガバナンスとは全然違うところで動いていますので、そこはどうするのか。例えば、それらのお金が大量にアメリカの株だとか日本の株に入ってきて、市場の流動性が非常に高いですから、金融危機にはならないわけですね。ただ、今の状況を見ていると、例えば、高金利の新興国の国債を買うとか、ニッチのマーケットに大量に流入しています。ニッチのマーケットでは、皆が買うときは捌けるのですが、誰かが売り始めると、とたんに買い手がなくなります。このようなマーケットに、お金が急激に流れていく集中リスクみたいなものを、どのように排除していくか。その中には、銀行というフレームワークだけではなく、アセットマネージャー的なものを通じたお金の流れをどう制限していくかという観点がないと、ワークしないのではないかと思います。

植田

ある種、マクロ・プルーデンス的なサーベイランスの対象にしていく、ということですね。花崎さん、何かありましたら、お願いいたします。

花崎

金融危機をどうしたら防げるかということについて、個人的な意見を申し上げれば、池尾先生と近いのですが、事前の金融政策の問題が決定的に大きいのではないかと思います。ご承知のとおり、現在の金融政策は、テイラー・ルールを基本として運営されています。テイラー・ルールとは、インフレ率や需給ギャップなどで示される実体経済動向に関して、現実値と、目標値あるいは望ましい水準との乖離度に応じて政策金利を調節するというものですが、現状のテイラー・ルールにおいては、資産価格については考慮されていません。

バブルは、過剰流動性という火薬が入った状態で、どこかの段階で火がつくと、どんどん火災が拡大してしまうということなので、初期の段階で、例えば、資産価格がある範囲内を超えて上昇し始めたら、それを政策金利に反映させるといった形での金融政策

の運営が、もう少し考えられてしかるべきではないかと思っています。

池尾

今の点ですが、テイラー自身が最近書いていることを読むと、アメリカの金融政策運営が、2003年から2005年にかけて、むしろテイラー・ルールから逸脱した裁量的な行動をとったため、今回の危機を招いたのだと指摘しています。テイラー・ルールどおりきちっとやっていれば、こんなことにはならなかったのだと。それで、ルール型の金融政策運営——テイラー・ルールである必要はないけれども——一定のルールに従った金融政策運営をやるのが、むしろ金融システムの安定性とも両立するのだということで、その趣旨に基づいた連銀法の改正案まで彼は提案しているようなところですよ。金融政策運営において、資産価格を直接考慮することがいいかどうかという話と、ルール型の運営というのが改めて、——ルールと裁量というのは金融政策運営を巡って昔からあったテーマですが——、問われているようなところがあると思います。

植田

そこは難しいですね。例えば、テイラー・ルール的なルールに金融的インバランスを表すような変数を入れた金融政策運営をすべきかどうかという議論は昔からずっとあるわけで、入れない方がいい、入れるべきである、どちらの立場もあり得ると思います。この10数年間、世界的に、入れない方に近い形で金融政策が運営されてきたところ、今回のような事態に至って、多少考えたほうがいいという方向に振り子が、今、振れているのだという気がします。それでも、現実に入れようとする、どのような変数に着目するかが非常に難しいですし、その変数のどのあたりの水準で金融政策を動かすのかという判断もまた非常に難しいのだと思います。そういう議論が多少優勢になっている一方で、池尾先生が紹介されたテイラーの主張がそうですし、あるいは最近のQE2（量的緩和第二弾）に対する批判も根っこは通じるものがあると思いますが、規範を重視した、より伝統的、あるいは保守的な立場も、特にアメリカではまだ根強いということかと思えます。

次に、残された時間で、日本の金融機関、あるいは日本の金融システムの問題について、何かおっしゃっていただけたらと思いますが。

池尾さんと花崎さんからは市場型間接金融のお話が先ほどありましたし、幡鎌さんからは、G-SIFIsですか、これに日本の金融機関が入るのか、入れるのかどうかという点について、問題提起がありました。

この点でなくても結構です。大塚さん、何かありましたら、お願いいたします。

大塚

本日は勉強をさせていただきに伺いましたので、頭がリフレッシュされて、参考になりました。これからの金融システムを考える上で、私なりに、各先生方のキーフレーズだと思ったことを申し上げさせていただいて、あと、一つ意見を言わせていただきます。

池尾先生からは、どのくらいのショックに備えるべきなのかというご指摘があって、まさしくそのとおりだという気がします。幡鎌先生からは、日米欧の先進国だけの金融システムを考えて対応すべきかどうか、これも考えなければいけない点だと思います。氷見野さんからは、内生的ショックに備える必要があるのではないかとご指摘がありました。花崎さんからは、これは対立することを同時に言ってくださったのですが、規制や制度自体の弊害と規制緩和の弊害の両方に留意すべきだ、というお話がありました。それぞれのご指摘は、これからの日本の金融システムを考える上で非常に重要なポイントだと思いますので、参考になりました。

その上で、私なりに、もし金融副大臣の職務に留任していたら、金融庁の中でこれからやりたいと考えていたことについて、お話ししたいと思います。今年2月に、菅さんに付いてG7へ行った時に、ガイトナー長官がバーゼルⅢとかボルカールールのことをしきりにおっしゃるので、「いやいや、アメリカはバーゼルⅡを導入していませんよね」という話をしたら、翌日からガイトナーさんは「各国の金融システムは多様性に配慮すべきだ」と言い出しました。

ことほどさように、私は、これからの金融システムを考える上で、きょう、ご来場の皆さんも一緒にお考えいただければと思うのですが、受け身の金融システム構築をするのではなく、幾つかのシナリオ・プランニングをするべきだと思うのです。一つは、他国のことを一切考えずに、日本にとってのベストプラクティスの金融システムや金融制度は何なのかということ、まず考える。もう一つは、そうではなくて、他国との関係が生じているのですが、他国が協調的である場合のベストプラクティスを考える。さらに、他国が協調的でない場合のベストプラクティスも考える。この3通りくらいを、わが国がきちんとシナリオを持って対応していくことが必要です。留任していたら、金融庁の中でそういう議論を是非したいと思っていたのですが、今日、氷見野さんにこれをお伝えしましたので、後は金融庁の皆さんにお任せしたいと思います。

いずれにしても、大変示唆に富むお話を聞かせていただけたと思っております。

植田

ありがとうございました。他の方、いかがでしょうか。

花崎

山口副総裁の基調講演や植田先生の冒頭のお話の中でもご指摘がありましたが、日本の銀行は利鞘が薄いという点について、若干お話しさせていただきます。私が思っているのは、リレーションシップ型の金融取引というのがもう少し重要性を持つべきではないか、ということです。リレーションシップ型というのは、銀行と企業間の情報のやりとりを密にして、情報を蓄積して、長期的な信頼関係を構築する、そして情報機能の対価として、ふさわしい収益を金融機関が受け取る、というビジネス・モデルです。

実は、メガバンクと地銀の上位を比較しますと、2000年代の後半に、メガバンクは増収減益なのですが、地銀の上位行は増収増益です。貸出の利鞘も、むしろ地銀上位行の方がメガバンクより少し上回っている面がありまして、信用コストを控除しても同様な形になっています。これは、地銀がメガバンクに比べて、リレーションシップ・バンキングに注力している状況が反映されているように思います。このような方向性が、日本の金融機関が収益性を高めていくための一つのヒントになるのではないかと、というふうに個人的には思っています。

植田

よろしければ、ここで少しフロアの方々から、ご質問、ご意見等、もしおありでしたら、お願いしたいと思いますが、いかがでしょうか。今日出た論点、出なかった論点、どちらでも結構ですが。

フロア

日本の金融機関の問題という点で言うと、海外の金融機関とは違う問題を抱えていると思うのです。花崎さんが言われたように、低収益率ということ考えたとき、むしろ日本の金融機関はリスク回避的になり過ぎていて、資金の運用が国債マーケットに非常に偏っているという現実があると思います。そうした中で、国際的には色々な形で規制が進んでいるわけですが、日本は日本で、大塚前副大臣が言われたように、日本のために独自のスタンスで最適な金融規制を考えることが重要なのではないかと思います。これに関連して、日本の主張をどのように国際的に伝えていくかということを検討されていまして、氷見野さんにもう少し教えていただければと思います。

氷見野

日本の立場をしっかりと主張しているのかという問いかけは、日本の当局は1988年頃からずっと受けているわけですが、多少、金融庁の宣伝させていただきますと、例えば、2009年1月の総裁長官会合で、当時の佐藤長官から「バブルや貸し渋りで景気が振れる

のを防ぐためには、BIS 規制にカウンターシクリカルな要素を入れるべきではないか。」という提言をしていただいたのですが、最初は「そんなことは金融政策の役割だ。何を言っているのだ。」と言って、ほぼ誰も支持してくれなかったわけです。その後、バーゼル委員会に紙を配り、雑誌に論文を書いたりして、——出した論文については、イタリア中銀や中国の銀行監督委員会の方々の論文で批判されたりもしたのですが——、結局は、先ほど花崎さんのお話にもありましたが、曲がりなりにもそういう要素は取り入れられて、バーゼルⅢに至っています。ただ、日本は「経済が厳しい時には緩和も考えよう」という提案をしていたのですが、出てきたものは「バブル化しているときにはきつくしよう」という方だけを取り入れているので、日本から言ったとおりの結論ではなかったのですが。規制の細部や水準については、我々も徹底して議論し、指紋があちこちについていますし、このように、基本的な構想みたいなのところについても、経験を踏まえて色々と言ってきているところでもあります。

また、バーゼルⅢができた後、国内基準行にどういう規制を当てはめていくかということについては、まさに大塚前副大臣がおっしゃっていましたように、BIS 規制がこうだからということでは思考停止しないで、バーゼルで積み重ねられた議論の成果・諸外国の経験は十分活用しつつも、今、何が日本の金融システムにとって必要なかという観点から、よく考えていかなければいけないのではないかと思います。

今後、何を主張するかという点もお尋ねでした。金融の安定性を確保するためには、BIS 規制だけで済むわけではなくて、色々な手立てで工夫していかなければならない、というような点は、引き続き主張していきたいと考えています。

植田

ありがとうございました。他に、いかがでしょうか。

フロア

先ほど、金融システムの話のところ、危機への備えとして、規制を強化しても難しいので、金融政策でもうちょっと何とか頑張ろう、といった話があったと思います。テイラー・ルールとか、色々話がありましたが、テイラー・ルールに色々な変数を注ぎ込むのもいいですが、基本的に、ルールと裁量という話では、内生的な経済の変動に対してシステムティックにきちんと対応しましょうと。そういうルールに基づく対応が大事だということがコンセンサスだと思います。それはやはり、平均的な経済の姿に対してどうするか、平均的な姿の周りで、できるだけ安定的に推移させるにはどうするかということだと思います。しかし、危機というのは、そういう平均的な姿ではなくて、レア

イベントに対してどう対応するかということだと思うので、そういうことまで平均的なルールに盛り込んで考えるというのはどうなのかな、というのが私の印象です。そういう意味で、日本銀行がやっている「第二の柱」ですとか、ECBの“two pillar approach”ですとか、平均的な政策対応にプラスして、長期的な物価安定に対するリスクについてどう考えるか。そういう二段構えで考えていくのが良いのではないかな、という印象を持ちました。

植田

それはご意見ということでもよろしいですね。他に何かご質問などありませんでしょうか。

池尾

日本の実情に合った規制ということに関連して、一言。日本独自の事情としては、よく指摘されることですが、金融機関の株式保有の問題があります。大手行に関しては、山口副総裁のお話にもありましたように、株式保有を一段と減らすという方向での努力を求めるという流れになってはいますが、私は、今後の金融機関のビジネス・モデルを考えたときに、単にお金を貸すというだけではなくて、企業を育成するという、ある種プライベート・エクイティ・ファンド的な機能を、地域金融機関などには果たしてもらわないといけないと考えています。日本の現状は、探せば有望な借り手が見つかるというような生易しい状況ではないと思いますので、ハンズオンである程度育てるようなことまでしないと、なかなか日本経済の活性化に金融が貢献するというのは難しいと思います。そうすると、恒久的な株式保有ということではなくて、企業を育てる間、一時的に株式を保有する、いわゆるマーチャントバンク機能的な意味での株式保有については、地域金融機関などに認めるような形の規制体系というのが十分にあり得るのではないかと思います。そのあたりはいかがでしょう。

氷見野

基本的には、池尾先生のおっしゃるような方向かと思いますが、他方、銀行が貸し手としての力を背景にエクイティを通じて借り手企業の経営に影響を拡大することへの懸念をお持ちの向きもあると理解しております。そのあたりのバランスをとって、うまく制度を仕組んでいく必要があるのだろうと思います。

フロア

今の点、議論を聞いていて一つ感じたことがあって、質問したいのですが、自己資本比率に株式の含み益の45%を組み込むというのは、日本のローカル・ルールですから、

それをやめるのも、含み損をどうするかも、日本で決められることなのではないのでしょうか。銀行の株式保有の問題というのはプロシクリカリティの問題であり、それを自己資本として認めるかどうかというところが問題です。池尾さんは、銀行の株式保有には企業育成の積極的な意味がある、とおっしゃいました。しかし、それは規制とは別の話ですね。それをやりたいなら、規制と関係なく、銀行が自分のリスクでやったらいいという話ですから。株式の含み益を自己資本にカウントするというルールを、現時点で金融庁はどういうふう考えていらっしゃるか、お伺いしたいと思います。

氷見野

株と銀行の関係は非常に難しい問題で、では、銀行が全部、庭先をきれいにしたら、いったい誰がリスク資金を提供するのかという問題もありまして、部分均衡だけでない解を、時間をかけて求めていく必要があるのだと思います。

実は、バーゼルⅡで（内部格付手法の下での）株のリスクウエイトが上がることになった際に、10年間の経過措置が入ったわけですが、それが2014年には切れてしまうということで、株を持っているリスクというのはBIS規制に徐々に反映されていくことになっています。

ただ、株にリスクがあるのは事実ですが、それに見合った資本をきちんと持っていれば、リスクをとっていること自体は問題ないわけです。今は、自分の持っている資本の厚みに比べると無理なくらい、色々な取引関係で株をいっぱい持っているというところに問題があるわけですから、リスクと、それを保有することのリターンと、リスクに備えるバッファーである資本とを、きちんとバランスをもってエクイティ投資をできるビジネス・モデルを銀行が作り上げていくことが大事なのだと思っています。基調講演で、山口副総裁が、単に減らせばいい、機械的に減らせばいいという言い方をされなかったのも、同じ趣旨ではないかと思います。これまで、しがらみみたいなもので、ほとんどリターンはないのにリスクだけ抱えていた株を、池尾先生がおっしゃったような前向きな、リターンもきちんと取れるようなエクイティ投資に組み替えて経営していくことが求められるのだと思うのですが、規制の面の見直しもそれと平仄を合わせていくということで、ショックを避けつつ、良い方向に持っていければ、と思います。

幡鎌

株の話ですが、日本国民として今、日本の株の買い手というのは誰がいるのかということ seriously 考えなければいけないのではないかと思います。当然、銀行は売らなければいけません。生保も、ソルベンシーの話がありますから、どう考えても債券を買っ

て、株を売らなければいけません。事業会社も、IFRS の関係がありますから、売らなければいけません。これまでそのギャップを埋めていたのは外国人でしたが、今はもう日本株専門のファンドマネージャーなどほとんどいなくなっていて、日本株はアジア株の一部だという取り扱いです。このようなことで、我々、外の投資家と接していると、日本が見放されている、日本株の買い手はいったいどこにいるのだろうか、という強い危機感、焦燥感を持っています。そう考えると、今後、もちろん世界の中央銀行がこれだけガンガンお金を入れていて、株にも回っていきますから、世界的には株は上がっていくと思うのですが、比較論でいくと、需給を考えれば、日本株の上昇率は圧倒的に低いと思います。その中で、日本株の担い手たり得るのは、私はやはり個人だと思うのです。個人に株を買ってもらう環境をどういうふうにするかということを考えないと、日本はうまく成長していかない。

一方では、個人の預金が、銀行を通じて日本国債を買っていて、日本国のファイナンスをしている。このバランスを急激に壊してしまうと、今度は日本の財政が破綻するので、そうならないよう政治としていかにバランスを保っていくかということを考えなければいけません。それから、私は銀行員でもありましたから、銀行と証券と両方を見てきましたが、この 10 何年間、銀行に預けている個人と、証券会社にお金を預けている個人が、完全に分かれてしまっていて、全く変わっていないような気がするのです。その中間の投資家を作っていくために、どのような政策が必要かということも考えなければいけません。そうでなければ、20 年間上がっていない日本株に投資する人はいないと思うので、その環境づくりが急務ではないかと。銀行が株を売ればよいということは、そうだと思いますが、それなら株の買い手をどうするのか、ということ为国全体として考えていかなければいけないのではないかと、という問題意識を持っています。

大塚

氷見野さんがお答えになるところかもしれませんが、そういう意味では、個人のところは、日本版 ISA（個人貯蓄勘定）をどうするかとか、問題意識を持って、政府も、行政も取り組んでいます。しかし、後段でおっしゃった、個人までもが個人向け国債を買ったりして、財政ファイナンスの方に資金が回っているというのは、今、相当深刻な問題になってきている。だからこそ本日、私も図表 2（p.41）をお持ちしたわけです。

余談ですが、そういう視点から、せっかくの機会なので郵政改革についても一言申し上げます。郵政を巡る議論については、5 年前から頭をシャッフルしてお考えいただきたいのです。国債市場のことを考えると、5 年前とは全然違う次元の議論をしなくては

ならないわけです。結論だけ申し上げれば、郵貯の資金残高が保有国債の残高を下回り始めると何が起きるかということは、5年前とは事情が変わってきているということです。

あと、何事も楽観的に考えたほうがいい面もありますので、花崎さんがおっしゃるように、日本株のマーケットは極めてマージナルになりましたけれども、それはエマージング・マーケットに生まれ変わったというふうを考えられなくもないので、これから発展性があるというふうに捉えてやっていかなければいけないなど。ただ、それは、結局、どういう金融システムを作るかということと表裏一体ですので、重要な論点だと思っています。

植田

どうぞ。これを最後のご質問とさせていただきたいと思います。

フロア

世界の銀行と比べて、日本の銀行の株価が極端に低いという事実があります。私が今、思いつくところで言いますと、資金需給がこれだけギャップを持っていて、それが国債に入れ替わっている中で、国債の金利が1%を下回る状況というのは、銀行が本業において稼いでいけない、生きていけないということを物語るように見えるわけです。

では、どうするのかということ考えたときに、抽象的にいえば、金利を上げることだと思います。金利を上げることによって所得も増えますし、国が回り出しますし、税金も増えます。それから、企業も選別されます。そういうことで全体の生産性も上がると思います。ただ、そこには非常に大きなエネルギーがかかりますので、国政の問題——先ほど、民主主義に耐えうるかという側面からのご発言もありましたが——に直面するとは思いますが、金融政策は復活すると思います。

このような意味において、私は金利の引上げを真剣に検討すべきだと思っているのですが、どうも今は世界中、金融緩和一辺倒で、問題を将来に持ち越しているような感じがしますし、庶民は、いったい我々は金融の世界において、どこに導かれていくのかということを考える糸口がなかなかないという状況が続いています。政治的、あるいは計画的に対処していくことは非常に難しいと思いますが、私は、いずれ世界の長期金利が上がっていくことによって、自然にこの問題に突入していくと思います。その時に、日本は、日本の金融機関、あるいは日本の国民はいかにあるべきか、ということについて、大塚先生のお考えを伺いたいと思います。

大塚

私も全く同感でありまして、最初に基調講演の中で申し上げたように、実質金利＝名目金利－物価上昇率、という関係を考えたら、あまり過度な金融緩和をするべきではないということは、日銀に在籍していた最後の局面から議員の前半の頃に、主張していました。しかし、その当時、心配していたもう一つのこと、つまり、金利は一物一価だから、日本が極端な金融緩和をやっていると世界中の金利が同じような方向に動く可能性があると言っていたわけですが、今、現実には欧米諸国がそういう状況になった中で、日本だけが人為的に金利を引き上げることができるかということ、相当難しい局面に入ってしまった。したがって、ご指摘のありましたように、悪い金利上昇ということが発生する可能性があって、その時に日本はどう対処すべきか、というのは、本日はプロの皆さんばかりですから大丈夫だという前提でお話をすると、コンティンジェンシープランを作っておく必要があるだろうと思っています。ただ、そのことを考えてはいますが、残念ながらまだ答えはありませんので、また、色々と皆さんからもお知恵をいただきながら、対応をしていくべきだと思います。

植田

ありがとうございました。

それでは、時間になりましたので、これでパネルディスカッションを終わりたいと思います。「金融システムはどこに向かうのか」というテーマに対する直接の答えは得られなかったと思いますが、考えるヒントは幾つか出てきたかと思います。

パネリストの方々、聴衆の皆様方、どうもありがとうございました。

司会

最後に、本日のシンポジウムの閉会にあたりまして、主催者を代表いたしまして、東京大学名誉教授・金融教育研究センター長の貝塚啓明先生より、ご挨拶を申し上げます。

貝塚

ただいま紹介にあずかりました貝塚です。一言だけ申し上げたいのですが、私は、金融・財政はもちろんですが、最近では社会保障の問題にも引っかかっています。要するに、日本の社会は、この15年の間に大きく変質したのですね。ですから、従来の制度が合わなくなったところがたくさんあるわけです。

日本は天然資源がないわけですから、資源は人材だけなのです。今年は、ノーベル化学賞の話題がありましたが、一方で、理工系で主要大学のPh.D.を取った人がうまく就職できないという状況があります。例えば、そういう人たちに最低限、5年間くらいは

きっちり給費を出して、研究してもらおう。高校授業料無償化の10分の1で十分にできる話です。そして、100のうち1つでも、良いアイデアが生まれて、日本の技術、日本の社会を引っ張っていくということが極めて重要だと思うわけです。

要するに、理工系の世界で1番でないということはゼロに等しいのです。ですから、日本が得意としている分野に戦略的にお金をかけて、ある意味では効率が悪いように見えますが、長い目でみれば、そこで良いことが出てくるはずなのですね。最終的には、このような戦略的分野が日本の経済成長を支えるわけです。財政も社会保障もそうです。成長がある程度ないと、物事はうまくいきません。

日本の経済社会は、今や完全な曲がり角にきているのですね。どういう戦略でやるべきかということをしっかり考えるべきなのです。仕分けとか、高速道路をどうするかとか、細かい話は結構なのです。それは大した話ではないのです。それよりも、成長戦略の最も重要な部分をきっちり立てて、そして将来は何とかなりますよという話に持っていけないと、今のような状況は心理的にも良くありません。最小限、必要なことをやって、これからこういう道があるのだということを示して頑張るとするのが、私は一番良いことではないかと思っています。金融システムも、ある意味では曲がり角にきているのですが、他のことも同じなのですね。そういう感想を持ちました。

本日のような話は、皆が賛成する結論というのはないのが当たり前だと思います。ですから、それぞれの方が、どういう議論のどこが良くて、どれを自分は適切だと思うかということ、このシンポジウムでもう一度考えていただければ幸いであるということです。

いずれにしても、たくさんの方に来ていただいて、長時間、ありがとうございました。

司会

本日のシンポジウムは、これにて全プログラム終了となりました。どうもありがとうございました。

以 上

参考資料：プログラム（所属、肩書きは全てシンポジウム開催時点のものである）

開会の辞 花崎正晴（日本政策投資銀行設備投資研究所長）

報告セッション 午前の部 座長：小川英治（一橋大学）

報告者	本多佑三（関西大学）
論題	量的緩和政策Ⅱ－2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析－
討論者	小枝淳子（東京大学）
報告者	村瀬英彰（名古屋市立大学）
論題	日本の長期停滞と「弱い企業統治」のマクロ経済学
討論者	加納隆（東京大学）
報告者	柳川範之（東京大学）
論題	金融システムとバブル
討論者	宮川大介（日本政策投資銀行）

報告セッション 午後の部 座長：福田慎一（東京大学）

報告者	白塚重典（日本銀行）
論題	中央銀行の政策運営におけるマクロ・プルーデンスの視点
討論者	中村純一（日本政策投資銀行）
報告者	植田和男（東京大学）・小田圭一郎（日本政策投資銀行）
論題	流動性危機について－Market Confidence とその崩壊－
討論者	安田行宏（東京経済大学）
報告者	高田創（みずほ証券）
論題	世界国債暴落
討論者	品田直樹（日本政策投資銀行）

パネルディスカッション「金融システムはどこに向かうのか」 座長：植田和男（東京大学教授）

基調講演Ⅰ	山口廣秀（日本銀行副総裁）
基調講演Ⅱ	大塚耕平（参議院議員 前・金融担当副大臣）
パネリスト	池尾和人（慶應義塾大学教授）
パネリスト	幡鎌俊行（三菱UFJモルガン・スタンレー証券副社長）
パネリスト	氷見野良三（金融庁総務企画局参事官（国際））
パネリスト	花崎正晴（日本政策投資銀行設備投資研究所長）

閉会の辞 貝塚啓明（東京大学名誉教授・金融教育研究センター長）

経済経営研究目録

(1980年7月より2011年3月まで)

Vol. No. 発行年月

◇経済一般理論・実証◇

日本の景気循環の推計 －Markov Switching Dynamic Factor Model を用いた検討－	26 (1)	2005 . 5
経済の情報化と IT の経済効果	22 (1)	2001 . 11
日米経済と国際競争	20 (4)	2000 . 3
現金収支分析の新技法	16 (3)	1995 . 11
日米独製造業の国際競争力比較 －実質実効為替レートを利用した要因分析－	12 (1)	1991 . 6
レーガノミックスの乗数分析	10 (1)	1989 . 5
為替レートのミスアラインメントと日米製造業の国際競争力	9 (1)	1988 . 7
貯蓄のライフ・サイクル仮説とその検証	2 (3)	1982 . 1
今後のエネルギー価格と成長径路の選択 －期待されるエネルギーから資本への代替－	1 (1)	1980 . 7

◇設備投資◇

Multiple q による投資関数の推計 －過剰設備の解消過程における資本財別投資行動の考察－	31 (2)	2010 . 7
1990年代不況下の設備投資と銀行貸出	26 (7)	2006 . 3
R&D のスピルオーバー効果分析 －日本のハイテク産業における実証－	26 (2)	2005 . 6
1990年代の設備投資低迷の背景について －財務データを用いたパネル分析－	25 (4)	2004 . 12
設備投資と不確実性 －不可逆性・市場競争・資金制約下の投資行動－	25 (2)	2004 . 9
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究 －1985～1995年－	16 (6)	1996 . 1

大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究 －1966～1984年－	16 (2)	1995.11
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究 －1945～1965年－	15 (1)	1994.12
大都市私鉄の投資と公的助成 －地方鉄道補助法とその評価－	14 (1)	1993.4
鉄道運賃・収支と設備投資	13 (2)	1992.7
大都市圏私鉄の設備投資について	12 (3)	1991.8
設備投資と資金調達 －連立方程式モデルによる推計－	11 (4)	1991.2
土地評価とトービンの q / Multiple q の計測	10 (3)	1989.10
我が国の設備機器リース －その特性と成長要因－	9 (5)	1989.3
設備の償却率について －わが国建設機械の計測例－	9 (3)	1988.9
設備投資の決定要因 －各理論の実証比較と VAR モデルの適用－	6 (5)	1986.3
設備投資研究 '85 －主要国の設備投資とわが国における R&D 投資の構造的特色－	6 (4)	1985.9
設備投資研究 '84 －変貌する研究開発投資と設備投資－	5 (1)	1984.7
設備投資研究 '82 －調整過程における新たな企業行動－	4 (2)	1983.7
投資促進施策の諸類型とその効果分析	4 (1)	1983.7
設備投資研究 '81 －研究開発投資の経済的効果－	3 (4)	1982.7
税制と設備投資 －調整費用、合理的期待形成を含む投資関数による推定－	3 (3)	1982.7
時系列モデルの更新投資への適用	3 (2)	1982.7
設備投資研究 '80 －投資行動分析の新しい視角－	2 (2)	1981.7

◇金融・財政◇

危機後の金融システムはどこに向かうのか	31	(4)	2011.3
－2010年東大・設研共同主催シンポジウム抄録－			
企業－銀行間関係の動的安定性について	31	(3)	2010.9
－ハザード関数推計からの含意－			
金融システム・公共政策の課題と展望	30	(1)	2009.4
－2008年東大・設研共同主催シンポジウム抄録－			
自由な労働移動のものの通貨統合の費用	29	(1)	2009.3
いわゆる「ゾンビ企業」はいかにして健全化したのか	28	(1)	2008.3
貸し手間の協調の失敗と公的政策	27	(1)	2006.5
日本企業のガバナンス構造	24	(1)	2004.1
－所有構造、メインバンク、市場競争－			
非対称情報下の投資と資金調達	23	(3)	2003.2
－負債満期の選択－			
－投資非効率と企業の規模－			
メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか	21	(1)	2000.8
－製造業に関する実証研究－			
ドル・ペッグ下における金融危機と通貨危機	20	(3)	1999.8
アメリカ連邦政府の行政改革	20	(1)	1999.6
－GPRAを中心にして－			
なぜ日本は深刻な金融危機を迎えたのか	19	(1)	1998.9
－ガバナンス構造の展望－			
国際機関投資家の新潮流	16	(4)	1995.9
アメリカの金融制度改革における銀行隔離論	13	(1)	1992.6
メインバンクの実証分析	12	(4)	1992.3
Asset Bubble のミクロ的基礎	11	(3)	1990.12
資産価格変動とマクロ経済構造	11	(2)	1990.7
貯蓄・投資と金利機能	11	(1)	1990.6
金融構造の変化について	10	(2)	1989.8
公的部門の金融活動	9	(4)	1988.10
－米国での動きとわが国との対比－			

クラウドイング・アウトについての研究	8 (1)	1987 . 11
－国債発行の国内貯蓄および金融仲介への影響－		
アメリカの金融システムの特徴と規制緩和	7 (1)	1986 . 10
アメリカの金融自由化と預金保険制度	6 (3)	1985 . 6
西ドイツの金融自由化と銀行収益および金融制度の安定	6 (2)	1985 . 7
西ドイツの公的金融		
－その規模と特徴－		
アメリカの公的金融	6 (1)	1985 . 7
－フェデラル・ファイナンスンク・バンクと住宅金融－		
金融市場の理論的考察	5 (2)	1984 . 7
債券格付に関する研究	2 (1)	1981 . 7
資本市場に於ける企業の資金調達	1 (2)	1980 . 10
－発行制度と資金コスト－		

◇資源・環境◇

環境配慮活動の決定要因と企業価値	31 (1)	2010 . 4
－環境格付け融資事例による分析－		
温暖化対策の経済評価	30 (3)	2010 . 2
－わが国の中期目標における選択肢－		
二酸化炭素排出と環境グズネット曲線	27 (3)	2007 . 3
－ダイナミック・パネルデータ推定による検証－		
カーボンファイナンスの評価と今後の可能性	25 (5)	2004 . 12
－モンテカルロ法によるシミュレーション分析－		
地域経済と二酸化炭素排出負荷	24 (4)	2004 . 3
エネルギー問題に関する理論および実証のサーベイ	1 (3)	1981 . 2

◇会計・企業・財務◇

ストック・オプションと企業パフォーマンス	30 (4)	2010 . 3
－オプション価格評価額に基づく実証分析－		
ドイモイ（刷新）政策導入後のベトナムに於ける資本・金融自由化政策概観	27 (4)	2007 . 3

日本の M&A	26	(6)	2006 . 3
－イベント・スタディによる実証研究－			
ベトナム私法整備の経緯と日本支援の役割	26	(5)	2006 . 3
－社会的共通資本としての法学の視点から－			
DIP ファイナンスの実証研究	26	(4)	2006 . 3
税効果会計と利益操作	25	(6)	2005 . 3
－倒産企業による実証分析－			
コーポレート・ガバナンスの世界的動向	25	(3)	2004 . 9
－欧米、中国・韓国における法制度を中心とする最近の展開 ならびに「会社法制の現代化に関する要綱試案」の動向－			
コーポレート・ガバナンス改革の現状と課題	24	(5)	2004 . 3
－経営機構改革の具体例の検討、内部統制システム等に関する考察を中心として－			
利益の質による企業評価	24	(3)	2004 . 3
－利質分析の理論と基本的枠組み－			
企業の再生と挫折	24	(2)	2004 . 3
－UAL におけるターンアラウンド戦略の評価－			
商法改正後の新しいコーポレート・ガバナンスと企業経営	23	(6)	2003 . 3
－社外取締役、監査役会など米国型機構、従来型機構の検討を中心として－			
日本の製造業	23	(5)	2003 . 3
－長期データに基づく収益力の再検証－			
利益操作の研究	23	(4)	2003 . 2
－不当な財務報告に関する考察－			
バブル崩壊後の企業財務の推移と課題	18	(3)	1998 . 3
連結決算 20 年のデータで見る日本企業の資本収益性低下	18	(2)	1998 . 3
日米医療 NPO（非営利組織）の経済分析	17	(2)	1997 . 3
企業のリストラクチャリングについて	16	(1)	1995 . 5
日本主要企業の資本構成	12	(2)	1991 . 7
企業における情報行動の分析	7	(2)	1987 . 3
－職場における情報行動に関する調査報告－			
ビジネス・リスクと資本構成	3	(1)	1982 . 4

◇産業構造・労働◇

輸出産業の生産性上昇と均衡失業率	30	(2)	2009.6
防衛的技術進歩	26	(3)	2005.7
ーグローバル経済下の内生的技術進歩ー			
技術進歩と人的資本	25	(1)	2004.5
ースキル偏向的技術進歩の実証分析ー			
我が国の半導体産業とイノベーション	23	(7)	2003.3
ーイノベーション経営研究会報告書ー			
我が国製造業の打開策を探る	23	(2)	2002.11
ープロダクション・ニューパラダイム研究会報告書ー			
貿易と雇用	23	(1)	2002.11
ーグローバル化の産業と地域への影響ー			
グローバル化と労働市場	21	(2)	2000.11
ー日本の製造業のケースー			
偏向的技術進歩と日本製造業の雇用・賃金	20	(2)	1999.6
ーコンピュータ投資にみる技術進歩の影響ー			
戦間期日本における農工間賃金格差	19	(3)	1998.12
日本の労働市場と失業	9	(2)	1988.8
ーミスマッチと女子労働供給の実証分析ー			
産業調整問題に関する理論および実証	3	(5)	1982.8

◇地域政策◇

ハイテク型産業クラスターの形成メカニズム	27	(2)	2006.10
ーフィンランド・オウル ICT クラスタにおける歴史実証ー			
地域・目的別社会資本ストックの経済効果	19	(2)	1998.11
ー公共投資の最適配分に関する実証的分析ー			
地域間所得移転と経済成長	18	(1)	1998.3
アジアにおける地域の国際ネットワーク化試論	17	(1)	1997.3
ーネットワークの理論的考察とその応用としてのアジア重層ネットワーク構想ー			
新しい町づくりの試みサステイナブル・コミュニティ	16	(5)	1995.10
ー真のベター・クオリティ・オブ・ライフを求めてー			
首都圏を中心としたハイテクゾーンの現状と将来	6	(6)	1986.3