

ゲスト

植田和男氏

東京大学大学院経済学研究科教授

聞き手

伊藤元重

総合研究開発機構理事長

No.46

**金融不安は
治まったのか**

伊藤 今日は植田先生に、現在の金融の状況、金融政策についてお話を伺いたと思います。まず、世界的な金融危機の状況をどのようにご覧になっていますか。

植田 私は今回の危機を、①危機に至る過程で、表面的にどういう現象が起こっていたかということ、②背景、原因のようなもの、さらに、③危機が勃発した後のプロパゲーション（影響の伝播）、つまり思った以上にいろいろなところに影響が深く広く広がった、その理由とかメカニズムなど、の大きめに3つに整理してみました。

伊藤 それでは、最初の、危機が起こった背景、どんなことがカギになって危機が発生したのかについてお話いただけますか。

マクロ的背景とミクロ的背景

植田 今回の危機を現象面から説明すると、レバレッジド・プレー・オン・リスク・デット（leveraged play on risky debt）ということですね。クレジット商品、その典型がサブプライムローンの証券化商品ですが、ほかにもジャンクボンドやM&A関連融資を証券化した商品など、非常にリスクの高い商品に対する投資が広範に

行われた。しかも投資する際に、自己資金だけを使うのではなく、自己資金に対する借り入れ比率が1:9に及ぶなどの、リスクを伴った投資がたくさん行われた。

伊藤 高いレバレッジで投資する主体は、どのようなところですか。

植田 最終的には世界中で多様な主体が投資していましたが、伝統的な商業銀行から少し外れた業態の機関です。つまり、投資銀行およびさまざまなファンド、ヘッジファンドやSIV（Structured Investment Vehicle）と呼ばれたような投資機関です。機関投資家も入っていると思います。

伊藤 そうしたスキームや、資金運用の仕方は、別に今回の危機で初めて登場したものではなく、おそらく何年も前から少しずつ開発されてきたのだらうと思うのです。特にこの時期にそうした手法や機関が世界的に広がってしまったのは何か特別の背景があるのですか。

植田 ミクロとマクロと、両方の要因があると思います。まず、大きな影響があるマクロ的背景からお話しましょう。過去のいずれの金融危機にも必ず大きなマクロ的背景があったと思うのですが、それらはほとんど似かよったもの



伊藤 元重
NIRA 理事長

だと思えます。それが今回は二段構えになっています。1990年代以降、日本は例外として、世界的に非常に良好なマクロ経済環境が続いたことが、まず挙げられます。つまり、物価上昇率が低位安定し、経済成長率はどちらかといえば高位安定していた。多少の景気循環的な変動はあったけれども、悪くなるとすぐ良くなり、そのアップ・アンド・ダウンの過程で高率のインフレにもならなかった。したがって、強い金融引き締めも来ないという状態が、10年から15年は続いたと思えます。そうした状況ではリスクを取りやすくなるというのが一般的な金融の理屈、あるいは経験則です。この傾向がさらに強められたのが2001年以降、ITバブル崩壊後の金融緩和です。FED（米国連邦準備制度）が非常に強力な金融緩和を行い、その中で、高いリスクを取ったクレジット投資が大幅に促進された。これがマクロ的な背景だと思えます。

ミクロ的には、もう少し長期、20年くらいの状況を説明せねばなりません。1980年代後半に、商業銀行向けに、いわゆるBIS規制（バーゼル合意；自己資本の計測と基準に関する国際的統一化）が導入されて、自己資本上でリスクを取るコストが非常に高くなった。その結果として、レギュラトリー・アービトラージ（regulatory

arbitrage）と言う規制が緩いその他の取引に、金融仲介活動がどんどんシフトしていった。商業銀行以外の人たちが勝手に行った面もありますし、商業銀行、あるいは一部投資銀行の人たちが、普段するような取引を自分のバランスシートの外で行った面もあります。そのためにつくった仕組みの一つが、先程申し上げたSIV等のビークル（資金運用会社）です。

伊藤 商業銀行の外で、商業銀行を対象としたBIS規制には抵触しないように、しかし、商業銀行と似たような取引を行う。これはシャドール・バンキング・システムですね。

植田 そうです。より具体的には、銀行が普通に住宅ローンを組成して貸し出し、これを証券化して、さまざまな形で、例えば資金運用会社に売却する。銀行ですと資金調達には預金を集めることによりますが、こうした会社は主に短期の社債（CP）—ABCP（資産担保コマーシャル・ペーパー：Asset Backed Commercial Paper）—で調達したりする。短期借り中長期運用ですが、特に中長期のどちらかという流動性の低い運用をします。

やみくもな規制の強化は悪影響を生む

伊藤 現在のような事態に陥ると、当然、どういう規制、管理をやったらいいかを、アメリカを中心に世界的に議論されています。しかし、いまのお話は、BIS規制を強化してきた結果、銀行の自己資本の安全性は管理できたものの、実は非常に皮肉なことに、それ以外のところに逆に非常に悪い影響が出てしまったということでしょう。つまり、今後も規制の設定の仕方に気をつけないと、また同じような問題が起こる可能性があるというわけですか。

植田 そうですね。今回の危機が発生した当初は、商業銀行向けの規制が投資銀行向けにどんどん拡張される方向にありました。投資銀行向

け規制もありましたが、商業銀行と比べるとかなり緩かったので、投資銀行もリスクの高いポジションを取ったわけです。それで投資銀行向けの規制がもう少し厳しくなるのではないかと予想されたのですが、業態として投資銀行はほぼ消滅してしまいました。今後予想されるのは、少し先の話になりますが、現在の商業銀行向けのBIS規制が一段と厳しくなることではないでしょうか。

伊藤 さらに厳しくなるのですか。

植田 そう予想されています。話が横道にそれますが、そうすると、特に日本の銀行は、やや苦しい。日本の銀行は証券化商品の問題では、欧米の銀行ほど傷んでいないと言えるのですが、株価下落の影響もあり、例えばTier 1（ティアワン）の比率等で見ると、現在の欧米の銀行よりかなり劣るのです。

伊藤 Tier 1というのは、一番安全性の高い国債などの保有率ですか。

植田 いいえ、Tier 1の比率とは、大まかにいえば狭い意味の自己資本の対総資産比率です。日本の銀行では約6%です。欧米の銀行は、公的資金を入れ、これまでの不良債権の償却（帳簿価格を切り下げ）をした後ですが、10%ぐらいです。ですから、下手をすると10%前後が世界の標準になってしまう。

伊藤 仮に日本も欧米水準まで引き上げようとすると、大変な資金の収縮が起きてしまいますね。

植田 そうですね。こうした議論の背景には、金融分野がめちゃくちゃになったからとにかくもっと厳しくしろという世論があると思います。しかし、欧米でもある種の規制強化が、結果的には実体経済に大きなマイナスを引き起こすだろうと懸念されており、日本は一段と苦しい状況になるのではないかと思います。



植田 和男 氏

東京大学大学院経済学研究科教授

商業銀行の「外」をどう規制するか

植田 もう一つ、将来的に起こることとしては、商業銀行の外にあるヘッジファンド等に対して規制をかけることです。ヘッジファンド等は銀行セクターからの融資がないと活動できないので、直接規制をかけるというよりは、この融資に対するリスクウェートを高くするという形で規制をすると思われます。ヘッジファンドをある程度、直接規制しようという動きも、あるいは出てくるかもしれません。

伊藤 むしろ銀行の動きを規制することで、ヘッジファンド等を管理しようということですね。ポール・クルーグマンの本を読んでいたら、1929年の世界大恐慌以降、商業銀行に関しては様々な規制が出されたが、その結果、規制対象外にあるシャドー・バンキング・システムを大きくしてしまった。だから、シャドー・バンキング・システム等にも、商業銀行向けと同じような規制をかければいいのか、ということを非常に乱暴に書いている。一般的に考えて、そうした方向に向かっていくのでしょうか。いまのお話だと、ヘッジファンドへの規制は難しいということですが。

植田 ヘッジファンドは、本来は私募形態のフ

ファンドです。そこに商業銀行と同じような規制をかけるべきかどうかは、非常に難しい議論だと思います。ただ、本来は「勝手にやって勝手に潰れてくれ」で済むのですが、ファンドの規模が大きくなりすぎたため、潰れるときに世界中の金融システムを巻き込んでしまうリスクが高くなってしまったのです。

伊藤 ほかの金融形態では、例えば AIG（アメリカン・インターナショナル・グループ）は保険会社ですが、さまざまな問題を引き起こしてしまっただけでなく、こうした機関にももう少し強い規制がかかるようになるのでしょうか。

植田 AIG で問題を引き起こしたのは、おそらく投資銀行業務部門だったと思います。狭い意味の投資銀行は消滅しつつあるわけですが、新たな問題として、投資銀行業務を含んだ、いろいろな形態の会社ないし金融機関への規制をどうするか、があります。そうした金融機関は、傘下に商業銀行を一個持つようにして、その結果、例えば FED から融資を受けられる資格を得る、という具合に、急速に状況が変わりました。AIG だけではなくて、他の保険会社も、GMAC（米ゼネラル・モーターズ（GM）の元金融子会社、ゼネラル・モーターズ・アクセプタンス・コープ）や AMEX（アメリカン・エクスプレス）などノンバンクもそうです。そうした機関の多くが、トゥ・ビッグ・トゥ・フェイル（大き過ぎて潰せない）規模で、しかも、本来の狭い意味の商業銀行ではないが、傘下に小さな商業銀行部門を持っている。そうした組織を、ユニバーサル・バンク化した金融機関と言っているのか、これをどう扱うかが大問題になっていくと思います。

伊藤 これは単純に BIS 規制の対象をそうした機関に拡大すれば良いという話ではない、もう少し難しい問題でしょうね。

植田 持ち株会社が上にあって、傘下には商業銀行業務以外にも多様な業務を抱えている。そ

の全体を、BIS 規制を含めてどのような規制の対象にするかというのが大きな問題だと思います。

手探り状態の規制議論

伊藤 植田さんのような専門家から見て、そうした議論は、現在、どのくらい進展しているのですか。あと半年ぐらいでかなり具体的な形が見えてくるのでしょうか。

植田 いえ、規制を決める担当者自身が、相当自信を失っている状態です。1980 年代後半に BIS 規制が導入され、最近、その改訂版のバーゼル II が一部の国で導入されました。そのポイントの一つは、証券化商品等の規制をキチンとしようということでした。しかし、アメリカはまだ導入していませんし、主眼の証券化商品等の規制はうまく働かなかった。BIS 規制全体が、金融システム全体を安定化するのに役に立ったかどうか、もうひとつ疑問だと評価されています。その中で、今後どのような枠組みで、規制を修正していったら良いか、現状は手探り状態だと思います。

伊藤 しかも、現在は経済の実体が非常に悪い。こうした状況で過度な規制を導入すると、仮に中長期的には良い規制であっても、短期的に経済を殺してしまう可能性がありますよね。

植田 その例を申し上げますと、現在の BIS 規制の大きな問題と言われているプロシクリシティ（pro-cyclicality: 景気循環の増幅効果）です。典型的なのは日本の銀行が株を保有している場合で、景気がよくなると株の含み益が増えて、結果として自己資本が厚くなり、さらにリスクを取れるようになる。しかし、景気が悪くなると逆の効果が出ます。このように景気の上下をさらに強めてしまうような結果を、BIS 規制がもたらしている。ここを改善できないかというのが以前からの大きな課題で、いまま検討され

つつあります。現在は、短期的にはもっと規制を強くしろという政治的な圧力が強い。ただ、経済状況が非常に悪い。ここで規制強化をすると、短期的にはプロシクリカリティを強めてしまうような、非常にまずい事態になるかもしれない。

伊藤 そうした問題はどこで議論されているのですか。もちろん、BIS（国際決済銀行）では議論しているのでしょうか。

植田 基本的には BIS で行われています。単に中央銀行同士の議論だけではなく、財務省や金融庁、さらに政府当局でこうした問題の関係者も参加しています。

伊藤 金融担当の政府組織も、中央銀行と一緒にになって議論しているわけですね。ただ、それだと結論がでるまでにかなり時間がかかりますね。

植田 それはその通りだと思います。

伊藤 マスコミで報道されている話では、オバマ政権もこの問題に取り組むと言っている。今の金融の規制や枠組みに非常に大きなインパクトを与えるような政策が、アメリカ政府あるいは日本政府から出てくると思われませんか。アメリカは、ティモシー・ガイトナーが財務長官になりましたが、影響力はどうでしょう。

植田 残念ながら日本にそれ程のリーダーシップがないように思いますね。現状では、ヨーロッパの、特に政治家からの圧力が強く、ヨーロッパの金融当局はもっと規制を厳しくしようという方向に動いています。アメリカの当局者は自国発の危機という面があり、当面は静かにして嵐が過ぎるのを待つ、様子見のような状態です。さらに、アメリカの当局者にはバーゼルⅡの経緯もあります。先程申し上げたようにバーゼルⅡでは証券化商品の規制厳格化の意図があったにもかかわらず、そうした規制が導入されると一番困ると考えたアメリカが非常に強く抵抗した。結果として、バーゼルⅡ自体、ある

程度骨抜きになり、アメリカは未だに全面的に導入していない。現在の議論も時間がかかりますね。

2002 年前後の急激な金融緩和をどうみるか

伊藤 先程、今回の危機が発生したマクロ的要因をお聞きしましたが、特に 2001 年以降、FED Fund Rate を 6.5% から、1.0% まで急速に切り下げましたね。たしか 13 回下げたと思います。この切り下げに関して、ジャーナリズムの間では、アラン・グリーンズパン FRB 議長（当時）の金融政策に対して大変厳しい批判が巻き起こっています。この点に関しては、どのようにご覧になりますか。

植田 グリーンズパン自身がどれ程悪かったか、についてはよく分かりません。2003 年に、デフレ懸念が世界中で流行りましたが、その懸念の震源地は日本でした。日本銀行もかなり思い切った金融政策をとっていましたが、海外、特にアメリカは、デフレにならないようにと思いついた金融緩和をしました。その緩和策の一部は日本銀行の施策を真似ていたのです。そのとき、2% 台だったインフレ率がいったん 1% 付近に下がって、いよいよデフレかと危惧されたのですが、1% まで下がったのはごく短時間でした。結果的には、金融緩和は行き過ぎだった可能性があります。

伊藤 読みを誤ったわけですね。

植田 その後、2004 年から金利引き上げに転じ、2006 年央まで一貫して金利を引き上げています。一見、非常に金利が上がっているように見えるのですが、引き上げのペースが緩慢すぎたかもしれないとの批判はよくされるところです。

もう一つは、ちょっとテクニカルになりますが、短期金利はいったん下がって、その後 1% から 5.25% まで上げましたが、この間、長期金利は

ほとんど動いていないのです。

伊藤 長期金利は世界的にもともとかなり低かったのではないですか。

植田 そのとおりです。しかも、短期金利が引き上げに転じた後も、ほとんど上がらない、あるいは多少下がりぎみが続きました。住宅ローンに影響するのは中長期の金利ですから、それがあまり上がらなかったことが、住宅投資等を刺激し続けたとよく言われます。

伊藤 長期金利が上がらないような状況にしたということに関し、金融政策に対して反省すべき点があるということなののでしょうか。

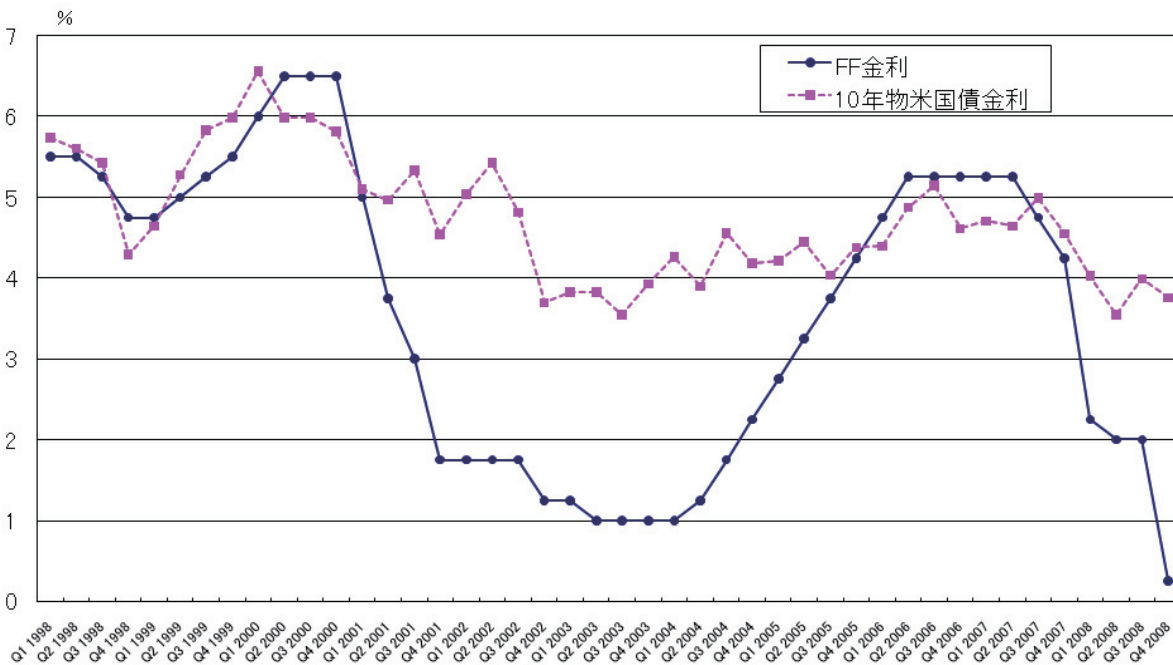
植田 長期金利が上がらなかったこと自体、「コナンドラマ (conundrum : 判じ物、謎)」と言われている、実務家の重要なテーマなので、長期金利が動かなかったことに対しては、

大まかに説明が2種類あります。一つは、金融政策がうまく行き過ぎた、というものです。つまり、FEDが短期金利を適切に上下させることによって、経済は長期にわたり安定的に推移してきた。どちらかといえば長期的な経済の姿に応じて決まる中長期金利は、そうした信頼感によってあまり動かなかったという説明です。FEDは、インフレ率も変動が少ないように短期金利を操作しているので、中長期のインフレ率に連動する長期金利は大きく動かなくても良い、とマーケットは考えたかもしれません。

もう一つは、中国等の新興経済から、国際収支の黒字をベースに大量の資金が比較的長期にわたりアメリカの国債市場に流入したため、金利はあまり上がらなかった、という説明です。

伊藤 後者に関連して思い出したのは、先日

図：アメリカの短期金利と長期金利の推移



* 短期金利とは、FED Fund Rate (FF金利) を、長期金利とは 10 年物国債金利を指す。

出所：米国連邦準備銀行

(2008年11月7日～9日)のダボス会議の専門会議に出席するためにドバイへ行ったとき、クリントン政権時代の大統領経済諮問委員会において、現在はMITの教授をしている国際経済学者が、日本のことを厳しく批判していました。日本の財務省は、2003年から2004年にかけて約35兆円の外為介入(外国為替平衡操作)をしていますね。これは基本的に、日本の非常な低金利で、政府短期証券、俗にいう為券(外国為替資金証券)などを調達し、それでドル債を買う。結果的に見ると日本のおカネを35兆円も吸い上げてドル債に流入させる形となった。それがどこまで米国経済に悪影響を及ぼしたかは分かりませんが、当時のクリントン政権にいた人たちの中には、それがトラウマとして記憶されており、批判する人がいるのです。

植田 そうですね、先ほど中国を挙げましたが、広く言えば日本も含むアジアですね。

金融政策で資産価格をどう見るか

伊藤 そのときにもう一つ議論されたのは、金融政策を考えるときに、資産価格も考えるべきかという点です。この議論は以前からあって、経済の教科書、例えばマイケル・ウッドフォード(コロンビア大学教授)の本などを見ると、しっかりモデルを組んでいけば金融政策のためには物価だけ見ればよいという。しかし、ドバイのダボス会議専門会議にケン・ロゴフ(元IMFチーフ・エコノミスト、ハーバード大学教授)が来ていて、これを厳しく批判をしていました。完全市場で、アロー＝ドブリュー均衡の世界であれば、あえて資産市場を見ずとも、物価だけ見ればよいというのはわかる。しかし、今回の危機では、不動産価格が急上昇しており、中央銀行は当然、資産市場を見ながら金融政策を行うべきだったと。これについて、植田さんはどう思いますか。

植田 この議論は何十年も前からずっとあり、いまだに結論が出ていません。でも、今回の金融危機の前は、その議論はやや下火だったと思います。ただ、日本の経験もあり、議論は生き残っていましたし、今回の世界的危機を経てどうなるでしょうか。

私の理解では、バーナンキFRB議長は、資産価格は見るべきだが、その動きそのものではなく、資産価格の変動が将来のインフレ率や実体経済に影響するところがあるか否かを通じて見ればよいという立場です。理論上は正しいと思います。しかし、たいていの場合、まず資産価格の急激な動きが起き、同時に金融システムが荒れる事態となるが、直ちには経済実体に大きな影響がない。半年、1年遅れて大きな影響が出てきます。資産価格が動き始めたときに、将来、確実にそうした実体経済の悪化が生じると予測可能ならば良いのですが、そこまではわからない。その一方で、かなりのケースで悪影響が出ます。予測能力が不十分だという現実の中では、資産価格の動きにもう少し強いウェイトを置いて政策を行ってもよいかと思います。

伊藤 植田さんは当時、当事者だったのでお答えにくいかもしれませんが、日銀あるいは日本の金融政策は、バブルの崩壊を受けて、アメリカに比べて相対的に資産価格を気にする運営をしていると考えて良いでしょうか？

植田 明示的には言っておりませんが、どちらかといえば90年前後のバブルの再来を許してはいけないという意識が政策担当者にはあると思います。

プレーヤーのインセンティブ構造に歪み

植田 少し話を戻して、今回の危機のミクロの要因をもう一つ挙げましょう。必ずしも私の専門ではありませんが、さまざまなプレーヤーのインセンティブ構造が歪んでいたことが挙げら

れます。例えば、金融機関で下方リスクを軽視してもいいようなインセンティブ構造になっている。特に、あるクラスの機関投資家のファンド・マネージャー等は、扱った資産の何%という形で給料をもらうわけです。本来は、資産運用をして、儲かったら自分の給料もプラスになるし、損をさせてしまったら給料がマイナスになるというのが自然だと思いますが、実際には、運用で損をさせたときにファンド・マネージャーに大きなマイナスが付く仕組みはあまりないのです。

伊藤 要するに、得したら自分の得、損したら銀行の問題だということですね。

植田 報酬がコール・オプションのような体系になっている。それは格付け会社も同じです。発行される債券の金額に比例してもらう部分が多い。少々異なるが似たような例としては、AIGのような会社が売っているCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)という一種の保険商品があります。彼らは、企業が倒産したら、その分、おカネをあげますよという保険をCDSとして売っているのです。普通の保険であれば、保険を売ると、その額に見合った準備金を積みねばなりません。CDSでも準備金は積むのですが、この金額が、普通の保険に比べると相当少なかったと言われています。そうすると、短期的には非常な収益になるわけです。その収益が全部担当者の給料になるかは別ですが、会社の収益になる。つまり、下方リスクを軽視して、取扱量を増やす方向に流れた。

伊藤 確かに運営で儲かったら自分の利益も上がるが、損をしても自分の大きな不利益につながらない仕組みは歪んだ行為を助長しますが、それはしばらく前からあった仕組みだろうと思います。なぜ、そうしたインセンティブの歪みがこれだけの問題までになったのでしょうか。

植田 恐らく、マクロ要因との相乗作用だったのだと思います。それと、ITなどの急速な技術

進歩のなかで、新しい商品が次々と出てきて、本来あるべき規律、規制が追い付いていなかったのだと思います。

プロパゲーションの構造

伊藤 最初に挙げられた植田さんの3つの柱の3つ目、危機が発生した後のプロパゲーションの話に移りたいと思います。これはどうぞ覧になりましたか。

植田 これは思った以上に深刻になってしまいました。理由はいくつかあると思います。危機の最初に起こったことは、アメリカの住宅市場の崩壊でした。住宅価格がやはりバブルでしたので、ある時点で上げ止まり、その後下がり始めたのですが、その影響が大きかった。もう一つは、サブプライム関連の住宅ローンが、住宅価格が上がらないと返済できないような商品設計だったことです。そのために、最初に焦げつきが生じ、次にその証券化商品も値段が下がりだした。すると、先程、話に出たシャドー・バンキング・システムでこうした証券化商品の保有者が苦しくなって売ろうとする。

問題は、かなりの部分の住宅ローン証券関連の金融商品がテ일러メイドで組成されており、大量な売買に適していなかった。急に大勢が売却に走ってもあまり売れず、価格だけ下がっていった。しかも、すでに時価会計が浸透していましたので、彼らのバランスシートが傷んでいることが「実況中継」されてしまうのです。傷んでいる金融機関はさらに売却する圧力が強まる。これが結果的には、もう少し流動性が高く売れる商品を買ってしまおうという圧力になってしまった。だから、サブプライム関連だけではなくて、さまざまな証券化商品や、株、国債市場などにも影響が波及した。

その結果、全ての値段が急落し、金融工学的に言えば分散効果が働かないという怖い世界に

なってしまった。これが大きいと思います。そういう中で、古典的な「商業銀行に対する取り付け」と似たような現象が、投資銀行や、ヘッジファンド、あるいは投資ビークルに生じた。こうした金融機関は、短期資金を調達し、中長期の流動性の低い資産で運用していますから、商業銀行の脆弱性と同じなのです。生き残る確率に対して不安が持たれると取り付けにあいやすい。しかし、商業銀行とは異なり、「取り付け」をする主体が小口の預金者ではなくて、マーケットなので、取り付けが起こると急激なものになるのです。

伊藤 商業銀行の取り付けの場合、預金者が実際に店の前へ並ぶので、ある意味でセンセーショナルですが、ヘッジファンドの場合、次の契約更改機会に投資した金額を返済してくれという要求になるから、急激な勢いになるのですね。

植田 ベアー・スターンズの例は全くそうですね。また、こうした信用不安が商業銀行や投資銀行に急速に波及してしまったのは、実はシャドー・バンキング・システムそのものの存在にあるのだと思います。「シャドー」のバンキング・システムですから、表になるスポンサーとして、シティバンクなど大きな金融機関が存在しています。このスポンサーとの間には、例えば、流動性ラインなど、「シャドー」である投資ビークルが資金繰りに困ったら、自動的に流動性を貸してあげますよ、という約束をしています。ですから、シャドーが資金繰りに困ると、シティバンクなど表の機関が自分で資金を調達する必要に迫られ、その結果、すぐに普通のインターバンク市場の緊張につながってしまったのです。

さらに、レピュテーション・リスク（評判リスク）と呼ばれるものもある。「親」である金融機関が自分の関連のビークルを見捨てた場合には、金融界で村八分にあう仕組みになっている。その結果、関連ビークルが悪化すると、親元の

金融機関が流動性の問題だけではなく、全面的に面倒をみる責任が生じ、自分のバランスシート全体に影響してしまうことも生じています。

伊藤 結局、規制を逃れようとして、規制がかかる範囲の外で行ったことが、全部自分に影響が戻ってきてしまっているのですね。

植田 流動性の貸与、自己資本の負担、そしてリスク負担の問題があります。まず、証券化商品が世界中に売られ、いろいろな人の手に入る。ここで、例えばその商品はバランスシート上には載っていても、さらにそれを元にして CDS を買って、リスクをほかの人に転嫁してしまうこともできる。そうすると、商品自体が世界中にばらまかれているし、本当に誰がリスクを負担しているかがわからない状況になった。いまだに世界中の投資家同士、金融機関同士が疑心暗鬼の状態にあります。

金融市場の緊張は治まったのか

伊藤 非常に乱暴な質問をさせていただきます。さまざまな問題や状況が積み重なった結果、現在はどのような状況にあるのでしょうか。景気はもちろん良くありません。金融については、これでほぼ「怖い話」は出尽くしたのか、まだこれからもっと「怖い話」がでてくるのか。

植田 こういう「怖い話」が続いたので、世界中の政府、中央銀行は非常に強い対症療法をしたわけですね。公的資金で金融機関に資本注入をして、その一部は国有化に近いことをしました。また、銀行の、預金を含めて負債を保護すると約束した。ただ、負債全体の保護まで進んだ国は少なく、シニア・デット（上位債）のみで劣後債などは保護しないというやり方になっているところが多い。そうした緊急の「止血」を世界中で行った結果、短期金融市場等の緊張は、リーマン・ショック後の 2008 年 10 月、11 月に比べるとだいぶ落ち着いてきた。現在は、

一昨年の夏以降の、金融危機発生以後の平均的な姿といえます。

伊藤 つまりリーマン・ショック直前ぐらいに戻ったわけですか。

植田 ただし、依然として懸念は残っています。例えば、政府が金融機関の負債部分の保護をすと言っているけれども、倒産してしまった金融機関におカネを貸していた人は、最終的におカネが手元に戻ってくるまでに様々な面倒臭い手続きをせねばならない。そこが、やはり不安であったり、コストであったりするわけで、そう考えると簡単には金融機関におカネを貸さない。その上、各国政府が財政負担にたえられるかという懸念も出始めています。

伊藤 具体的に、政府の財政自体が危ないと言われている国は、どこでしょう。

植田 昔から、途上国は非常に危ないといわれていますが、ここには韓国も含まれます。途上国よりは優位にあるのかもしれませんが、非常に懸念が高まっているのがギリシャ、スペイン、イタリア、ポルトガルです。そして最近では、イギリスも危ないと言われていています。

伊藤 イギリスまできているわけですか。各国の財政の危なさの度合いは国債の利回りで見るとはどうでしょうか。

植田 国債の CDS というのがあるのです。そのプロテクションの利回りを見ると、当該国債のリスク・プレミアムがどれくらいかわかります。イタリアで 100 ～200 ベーシス・ポイント。つまり 1～2%です。リスク・プレミアムとしては高いです。1億円の保険を買うのに 1%、100 万円の保険料を毎年払わねばならない。

伊藤 従来は、ソブリン、あるいは政府は最後の砦だったわけですが、そこにも国によっては棄損がきているということですね。

植田 そうです。政府が保護を約束して全部円くおさまるかと思ったら、そうはいかなかった。テクニカルな面倒臭さに対する不安もあります

し、政府の保護の範囲も不安材料です。シニア・デットはどの金融機関のものでも保護されるのかといえば、そうではない。例えばシティバンクのような大規模金融機関の負債は保護するけれども、シティバンクの関連のビークルの負債は保護されない。完全にはリスクが消えるようにはなっていない。それが、さらにその背後にある、政府の支払い能力自体は大丈夫か、という問題にまで飛び火している。金融市場の緊張はまだかなり残っていますし、一方で、实体经济は崖を落ちるように悪くなっているという状況ですね。

日本にとって最大のリスクとは

伊藤 今、日本にとっての一番大きなリスクは何だと思われませんか。

植田 日本の金融分野では、基本的に証券化商品等に対する投資は少なかったのでその影響は相対的に大きくはありませんでしたが、リーマン・ショック以降、株価が急落しました。日本の金融機関はいまだに大量の株を保有していますから、その株の評価損が膨らんでいます。その結果、自己資本比率はさらに下がっている。つまり、彼らの貸し出し能力に疑問が付いているというのが大きい。

それから、世界と連動した形で、社債（CP）市場が 2008 年の秋から暮れにかけて機能不全になった。特に大企業がそこで資金調達していたのですが、現在は銀行融資に戻ってきている。現在は、一応、融資状況に問題はないようです。

3 つ目は、景気悪化が特に輸出の低迷を通じて日本経済に影響を波及しており、売上の低迷から経営が急激に悪化している企業が増えている。これは銀行の不良債権が今後、ものすごい勢いで増えていくことを意味します。

伊藤 日本の企業は自動車とか家電の大企業本体だけではなく、部品供給企業も含めて、売

り上げが落ちて赤字で「出血状態」ですよね。それを、手元流動性で企業自身が補うにしても限度があり、銀行が資金を出さない限りは、企業は倒れてしまう。ただ、今の金融環境を考えると、銀行が必要な資金を全て供給するのは非常に困難ではないでしょうか。

植田 そうですね。もう少し事態が進むと、企業と銀行が共倒れになるかどうかという厳しい判断を強いられるようになると思います。大企業でも危なくなるものがでてくるかもしれない。去年の半ばくらいの話ですが、いわゆるメインバンクを持っていなかった不動産業界の中堅の上場企業は、いくつか潰れてしまいました。

伊藤 こういう酷い状況になると、現状は良い企業でも自分を守るために資金を余分な分まで確保に走ることもありえますね。

植田 まさしく、今、日本の金融市場はわりと逼迫していますが、その大きな理由の一つは、企業がすぐには要らない資金を不安感から自分の手元に積み上げているからです。ただ、特に大企業の海外支店や海外子会社が現地の金融市場で資金調達ができなくなり、そのため日本で資金を調達して送金してあげるような需要も非常に増えているわけで、全く不必要な資金をむやみに手元に積み上げているだけではありません。

日本はどのような政策を打てるのか

伊藤 こういうとき、日本は、金融政策的に何をしたら良いのでしょうか。日本銀行には、あまり手はないのでしょうか。

植田 金融政策としては金利を下げるのが一番オーソドックスですが、日本の場合は金融危機が発生した時点で 0.5%でしたので、その点はほぼお手上げ状態です。最近の米国 FED は非常に多彩な対策をしています。これはバーナンキ議長がクレジット・イーディングと呼んでい

るものです。内容的には、FED が社債 (CP) を購入する、あるいは MMF に貸し付ける、資産担保証券 (ABCP) を担保に融資する、米政府系住宅金融機関 (GSE) の連邦住宅抵当金庫 (ファニーメイ) や連邦住宅貸付抵当公社 (フレディマック) の債券あるいは GSE が保証した MBS (モーゲージ証券、不動産担保証券) を購入するなどというものです。

伊藤 FED の現在のバランスシートを見ると、そうして購入した債券のシェアが非常に増えているわけですね。

植田 アメリカの金融仲介では、狭い意味の銀行システムよりも、それ以外の金融仲介のほうが大事ですが、そこをクレジット市場と呼ぶとしましょう。その市場が傷んでいると、いくら金利が低くても投資が伸びないという構造になっています。そこでクレジット市場を直接 FED が何とか支えてようという意味で、クレジット・イーディングなのです。日本ではクレジット市場がそれほどの規模になく、銀行システムが鍵となります。日本銀行は金融政策で何かできるか。日銀は 1998 年 11 月からしばらく「企業金融支援のための臨時貸出制度」を実施しました。市中銀行が企業に融資をすると、そのバック・ファイナンス (リファイナンスのための貸出) を日本銀行が市場金利よりもやや低利でするものです。2008 年末から同様の制度を導入しています。

伊藤 その場合でも、銀行が貸す相手の企業がどのような企業であっても良い、ということではないのでしょうか。

植田 信用判定という制度があり、ある信用度以上の企業向け融資を対象にしています。そうした企業向けの貸し出し債権があれば、融資した銀行にバック・ファイナンスされる仕組みです。これには、年末から非常に強い必要があります。

伊藤 高度成長が始まる前に、日本が輸出振興

を目的とした制度をつくりましたね。輸出貿易手形を持ってきたら日銀が全部引き受けて再割引をしたものです。今回の企業支援制度は、仕組みとしてはそれと同じことですね。総額でどれ位の規模なのですか。

植田 詳しいデータは手元にありませんが、予想以上に大量に出ています。金利を優遇する点、そして担保範囲を広げたのが効いたのではないのでしょうか。

もう一つ、先日発表された株式の購入がありますが、これは銀行保有の株を購入するものなので、結局は、銀行の自己資本対策です。

伊藤 その場合は、株を時価で日本銀行が買うわけですか。そうすると、銀行は含み損を出してしまうわけですね。

植田 それはすでに批判されていて、銀行は株価暴落のリスクは嫌うが、手放して含み損を計上するのも嫌がる。銀行により優しいやり方としては、簿価より時価が下がったときだけ差額を支援するプット・オプションのようなものを付けることがあります。そこまではまだ実施していません。いずれにせよ、日本の場合は、銀行システムを強化する、少なくとも「出血」を最小限で止めるために金融政策として何かできるかが大きなポイントです。

金利操作の難しさ

伊藤 よくマスコミで話題になるのは、日本銀行がターム金利(数週間から1年以内物の金利)を少し下げる政策を行う、あるいは、さらに長期国債の買い取り額を増やすなどの施策ですが、どうぞ覧になりますか。

植田 それは大問題です。ここで失敗したのがFEDです。一昨年夏、金融危機が勃発したとき、短期金融市場は非常に緊張していた。特に数ヵ月物の資金需要が強かった。これは投資ビークルが、資金調達に使っている3ヵ月くらい

の短期社債(ABCP)がロールオーバーできなくなり、すぐに銀行に対して3ヵ月物の資金需要を出したからです。FEDはより短期物で資金供給をしていた。この方式は変えずに、供給量を増加させたり、途中からは金利を下げたりしましたが、3ヵ月物の流動性不足解消にはなかなか効かなかった。なかなか解消しないうちに、ソルベンシー(金融機関の債務弁済能力)の問題になってしまいました。

日本は10年前の経験からおおよそ予想がついていたので、日本銀行はただちにターム物の資金供給を大量にしています。マーケットからは、それでも金利が多少高いという批判は出ています。ターム物だけを考えれば、そこにもっと資金供給をすればよいのですが、そうすると、オーバーナイト(1日物)の金利が目標金利である0.1%から下がってしまうのです。

伊藤 3ヵ月物と1日物の金利が一緒に動いてしまうのですか。

植田 3ヵ月物の資金は1日物の資金でもあるからなのです。1日物の金利を0.1%に留めるためには、1日物の資金を次々と市場から回収せねばならない。他方で、ターム物の金利をはつきり下げるには、場合によっては資金回収が追い付かないほどの資金供給が必要です。つまり、1日物の金利も0.1%ではなくて0(ゼロ)%に向けて下がること許容しないといけないのです。日本銀行はそこまでやる決断はまだしていません。

伊藤 FEDが矢継ぎ早に政策を実行したので、日本銀行は主要国の中央銀行の中で、一番動きが鈍いのではないかという批判がマスコミにある。植田さんは、どのようにご覧になりますか。

植田 日本銀行が金融政策として行えることが限られていたことと、日本の金融システムが欧米ほど傷んでいなかった、緊迫性がまだ欧米ほどではなかったといえると思います。対策の規模が小さいと見られても、やむを得ない面は

あった。ただその一方で、タイミングの問題はありました。日本銀行は、12月の後半にCPを買うなどの政策を発表しました。微妙な差ですが、12月の初めに日銀は臨時決定会合を開いているのです。それくらいの差であれば、この会合で、同じ月の後半で実行することになった施策を打ち出していれば印象が大きく違ったと思います。政策の売り方の問題かもしれません。

伊藤 金融政策のタイミングや決断の問題は、こうした時期ではとりわけ大事ですが、非常に難しい。

植田 金融政策は、市場とのコミュニケーションや、市場の受け止め方を通じて経済に影響を与えます。良い政策を打ち出しても「良い」と受け取ってもらえないと、政策効果は小さくなってしまいます。

世界の為替の流れはどうなるのか

伊藤 植田さんは今の為替の状況をどうご覧になりますか。

植田 為替に関しては、多くの人々の予想に反して、現在に至るまでドルが比較的強い。去年の夏以降、ドルは、もちろん対円では弱いのですが、通貨平均ではかなり強めに推移している。アメリカが金融危機の震源地だったことから少々変なようですが、理由はあります。今回のクレジット・バブルでは、世界中が基軸通貨のドルで資金を借りて、様々な形で運用した。世界中がそのバブルの清算を迫られる中、結局は、ドルで借りた資金を返済せねばならない。したがって、ドル需要が発生してしまう。

伊藤 いわゆる巻き返しという現象ですね。こうした先の読めない時代になってみると、アメリカの金融機関を政府が保護しているから、結局、当面最も安全なのはアメリカだとも言われています。

植田 それはアメリカの政府信用の度合いを

どう見るかに掛かってくると思います。その説に乗ってしまうと、アメリカが行き詰まったら世界中が崩壊するという面もありますし、最後までアメリカ政府は大丈夫かと考えると、あまり根拠のない説に思われます。

伊藤 巻き返しも含め、金融危機に対するある種の緊急避難的な変化の中で、当面はドル高で推移しているのが現状ですね。しかし、中長期的に為替が実体経済を反映するようになると、ドルが大きく下がるリスクはあるのでしょうか。

植田 リスクはあると思います。しかし、他の国も威張れた状況ではありません。特に日本は、政策対応余地の観点からすると、金融政策は非常に限られ、財政もある意味で限られており、政治が混迷を深めているという中で、あまり良い要素がありません。もちろん、どの通貨が売られるかの明確な予想はできません。しかし、金融不安時には、経常収支の不均衡を考えれば良いのではないのでしょうか。相対的に経常収支赤字国の通貨は売られやすく、黒字国は買われやすい。消去法的に残っていくのは、中国と日本の通貨に上昇圧力がかかりやすいし、アメリカ・ドルは弱いかな、という位はいえるでしょう。

伊藤 日本では、急激な円高シフトで輸出企業が非常に厳しくなり、財界からは為替を何とかしてほしいという悲鳴が多く出てきています。何か対策をとることができますか。

植田 それには市場介入しかありませんが、日本の政策担当者は、介入手段は使いにくいと思っているようです。つまり、世界中の国の経済や金融が傷んでいるときに、仮に日本銀行が市場介入をして円を弱く誘導できたとしても、それは外国の犠牲において日本が楽になるということですか。

伊藤 昔あった為替の切り下げ競争のようなものが起こるということはあるですか。

植田 実際にそうした事態を懸念して、明示的

ではありませんがお互いに他国の動きに圧力を掛け合っている状況なので、「為替介入」は、なかなか実行し難いところだと思います。

伊藤 逆に言えば、そうした状況を見越した為替投機の動きが出るリスクはありますね。特に日本は政策的に対策を何も取れないだろうと見越して、円買いを仕掛けてくるかもしれません。

植田 ただし、アメリカの国債市場が何らかの理由で崩れる事態が生じた場合は、日本がアメリカの国債を買い支えてくれるのは良いことです。日本から米国債を買う一つの流れが「介入」そのものですから、そのような妙な状況では評価が変わってくるかもしれません。

伊藤 為替の安定化は、今度の G8 や G20 の議題になるのでしょうか。昔のプラザ合意のような決議がでることは考えにくいでしょうね。

植田 よほどレートが妙な方向に崩れてしまわない限り、明示的な合意がでる可能性は低い

でしょう。実質実効レートで見ると、円も過去数十年の平均水準にあるわけですし。

伊藤 本日は、大変勉強になりました。

2009年2月5日

東京大学にて

植田 和男（うへだ・かずお）氏略歴

東京大学大学院経済学研究科教授。東京大学理学部卒。マサチューセッツ工科大学 Ph. D。専門はマクロ経済学、金融論、国際金融論。1989年東京大学大学院経済学研究科助教授、93年同教授に就任。98年～2005年日本銀行政策委員会審議委員。著書に『ゼロ金利との闘い』[2005] 日本経済新聞社、など。

NIRA 対談シリーズ

<http://www.nira.or.jp/president/interview/index.html>

(肩書きは、対談時のもの)

- 第 37 回** 2008 年 11 月 **統計改革に向けて—統計ユーザーの視点から**
ゲスト：学習院大学経済学部教授 宮川努 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 38 回** 2008 年 11 月 **患者の視点で考える医療情報の開示**
ゲスト：青山学院大学大学院国際マネジメント研究科教授 飯塚敏晃 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 39 回** 2008 年 12 月 **「医者が忙しすぎる」—大病院の視点から**
ゲスト：NTT 東日本関東病院病院長 落合慈之 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 40 回** 2009 年 2 月 **生産と消費の新しい関係に挑む「和郷園」の取り組み**
ゲスト：農事組合法人和郷園代表理事 木内博一 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 41 回** 2009 年 2 月 **医療問題：議論の基礎にデータを**
ゲスト：一橋大学国際・公共政策大学院教授 井伊雅子 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 42 回** 2009 年 2 月 **医療資源の適正配分に向けて**
ゲスト：日本医療政策機構副代表理事・東京大学特任准教授
近藤正晃ジェームス 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 43 回** 2009 年 2 月 **医療と医学教育の何を米国に学ぶか**
ゲスト：横浜市立大学大学院医学研究科循環制御医学教授 石川義弘 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 44 回** 2009 年 2 月 **NIRA 金融危機座談会—世界金融危機にどう立ち向かうのか**
ゲスト：クレディ・スイス証券チーフ・エコノミスト 白川浩道 氏
みずほ証券チーフストラテジスト 高田創 氏
聞き手：NIRA 会長 牛尾治朗、NIRA 理事 柳川範之
- 第 45 回** 2009 年 2 月 **NIRA 金融危機座談会—「今」を、発想転換のチャンスに生かす**
ゲスト：三菱 UFJ 証券チーフエコノミスト 水野和夫 氏
ドイツ証券副会長兼チーフ・インベストメント・アドバイザー
武者陵司 氏
聞き手：NIRA 会長 牛尾治朗、NIRA 理事 柳川範之

財団法人 総合研究開発機構

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿 4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー34 階

TEL:03-5448-1735 / FAX:03-5448-1744

URL: <http://www.nira.or.jp/index.html>
