

国際金融危機の構図と対応

－経済政策理論上の含意－

2009年8月4日 経済産業研究所 BBL セミナー

財務省国際局 中尾武彦

1. 90年代の日本と今回の米国の金融危機の比較

- ・ 対応のスピードは米国のほうが早い、危機の進行スピードの反映でもある。
- ・ 不動産、ノンバンクの関与、クレジット・クランチへの進行などに共通性
- ・ いずれも過大なレバレッジ、不適切なリスク管理、不十分な当局の対応に原因
- ・ 危機対応の財政投入には納税者の理解が不可欠、対応が遅れる場合があるのも共通
- ・ 資本注入に加え、不良資産の確定・切り離しが必要という理解が深まった点も共通
- ・ 違いは、スピード、複雑性（証券化、金融派生商品）、クロスボーダー

2. 一連の国際会議での課題

- ・ 金融危機への対応：中央銀行による流動性供給、預金保険、銀行の債務の保証、公的資金による資本増強、不良資産の切り離し、国営化、企業再生、市場対策など
- ・ 実体経済減速へのマクロ経済政策による対応：金利引下げ、減税、公共投資、債務保証などの財政拡大、一方で出口戦略に関する議論
- ・ 途上国支援：IMF や世銀、アジア開発銀行などの国際金融機関の活用、地域的な連携の強化、二国間支援の可能性、輸出信用機関や貿易保険も活用した貿易金融の促進
- ・ 金融セクターの規制・監督体制の見直し：流動性リスク、オフバランスのSPC等、資本規制の強化、格付機関、投資銀行・ヘッジファンド等の非預金受入機関、価格評価、報酬体系、当局のリスク管理強化、監督カレッジ、OTCの派生商品の集中決済、マクロ・プルーデンス
- ・ 国際金融機関・制度の改革：IMFの資金基盤強化・支援手法改善、IMFや世銀のガバナンス、金融安定化フォーラムのメンバーシップと強化、G20とG8、G7の関係

3. 経済政策理論上の含意

(1) 国際金融

- ・ 1970年代のブレトンウッズ体制（固定相場制）崩壊後、資本の移動が促進され、グローバルで統合された金融市場が出現。新興市場国、ベンチャービジネスの成長などに大きな貢献。同時に行き過ぎを生みがち。分立する主権国家の制約を埋めるような国際連携の強化が必要。
- ・ これまで米国の過剰消費が中国、産油国等の貯蓄超過の受け皿となってきたが、調整は不可避。なお、米国の大幅な経常収支赤字と財政赤字の関係がよく取り上げられるが、財政は2000年度、01年度には黒字。その後赤字化した。07年度までは改善。一方、家計貯蓄の低下はこれまでの対外不均衡の理由。現在は家計貯蓄の上昇、投資の減少、財政赤字の拡大が進行。
- ・ ユーロ圏は、当初より、労働の移動、財政の移転といった点から最適通貨圏かどうかという議論があったが、危機の中で、ECBが金融政策を担当する一方、最後の貸し手機能が不明確であること、預金保険、金融監督は依然各国政府にあることの整合性の問題に再び注目。
- ・ 新興市場国でも、先進国経済の悪化からの影響を受ける中、中国をはじめ多くの国がcounter-cyclicalな政策を実施。ただし、各国の状況の違いに留意する必要。中東欧の新興市場国は資本の逆流による危機、IMFの救済発動。
- ・ 今後の国際通貨体制についての議論も、IMFによる人工的な準備資産であるSDR（特別引出権）の活用案を含め、改めてなされているが、今のところドルの国際通貨としての地位はむしろ強まっているとも言える。

(2) 財政政策

- ・ 危機の中で財政政策の役割に再び焦点。ただし、単純な「ケインズ政策」ではなく、timely、

temporary、targeted な実施、公共投資の生産性への寄与、中期的な財政持続性確保、exit policy にこれまで以上に注目。

- ・ 欧州諸国は、裁量的な財政拡大政策より自動安定化装置（景気後退期における失業手当などの増大、税収減少）を重視する傾向。米国でも、議会などに裁量的な政策による赤字の拡大、政府の規模（歳出）の拡大への懸念は強い。
- ・ 裁量的な政策の乗数効果や生産性への効果、リカード効果（将来の増税を予想することによる消費の減少）、認知・実施・効果のラグの問題や政治との関係（財政拡大は容易だが増税は困難）、自動安定化装置の適切な役割などについて更に分析が必要。

(3) 金融政策

- ・ 各国中央銀行は、流動性の罫（政策金利をゼロ以下に下げられない制約）に直面し、量的緩和や資産担保証券などの購入により信用リスクを直接取る信用緩和など「非伝統的政策」を実施中。バランスシートの急拡大から、exit policy（流動性の吸収手段）にも関心。
- ・ 中央銀行の目標は消費者物価の安定だけでよいのかが改めて問われている。資産価格、マクロ・プルデンシャルへの注目も必要。最後の貸し手として金融システム安定にも責任。そのためには普段からの個別機関の資金繰りのモニターなども必要。

(4) 金融セクター政策

- ・ 危機の中で預金保険の拡大、銀行の債務の保証、資本注入など公的関与が強まっているが、自国企業優先の金融保護主義は避けるべき。また、危機が去れば市場機能に委ねるべき分野。国際競争への影響もあるので、exit policy には国際的協調が必要。
- ・ 金融セクターは市場機能を最大限生かすべきであり、日本の場合更なる革新、競争が必要。一方、金融は情報の非対称性や公共財的な性格から規制が必要な分野。特に、欠落している部分やインセンティブが歪んでいる部分への対応は重要。
- ・ 金融セクター政策の目的は、①金融システムの安定、②預金者・投資家の保護、③市場の健全性維持（不正の取締り）。①に関し、預金・決済システム（商業銀行）の維持確保とともに、短期市場、債券市場や貸出しの機能の重要性を再認識。
- ・ 米国の5大投資銀行は破綻（リーマンブラザーズ）、買収（ベアスターンズ、メリルリンチ）、商業銀行化（ゴールドマンサックス、モルガンスタンレー）。ブームを次々に作り、高いレバレッジによる投資で資本、経営陣への高いリターンを上げる手法は限界。他方、債券や株式の引受け、M&A のアドバイス、自己資金による M&A 等への投資など、「投資銀行業務」は引き続き重要。日本においては更に強化すべき分野。

(5) その他

- ・ 財務省、金融庁、中央銀行には相互に独立性が必要（財政バランスの維持、金融機関の破綻処理の迅速な実施、物価の安定、という目標に利益相反の側面）。同時に、危機予防・処理は3者の連携が不可欠な分野。普段からの協力が必要。
- ・ 米欧で金融システム安定の観点からの金融監督体制強化の動き。米国の場合、FRB が銀行かどうかにかかわらずシステム上重要な金融機関への監督権を持つとともに、財務大臣を議長とする金融安定監督評議会を創設する改革案を検討中。

4. 日本の課題

- ・ 金融セクターの直接のダメージは小さかったが、国際分業の中で輸出・生産の構造が自動車、IT、機械などの先進的な製造業製品に重点、これらへの世界的な需要落ち込みから大きな影響。銀行も株価低下や実体経済悪化から影響を受けている。政策を総動員して対応中。
- ・ より長期的に、日本はどのような経済モデルを目指すのか。平等重視の社会構造、高い労働倫理、よいサービス、モノ作りへのこだわりは強み。同時に、もっと柔軟で、多様で、ダイナミックな経済システムを目指すべき。革新をもたらす個人・企業はもっと率直に報いるべき。家族や個人の生活へのこだわりも重要。政府や企業のガバナンス強化も課題。