

現在の国際経済状況における金融安定性の課題

(B I S 総支配人Malcom Knight氏の演説)

[2005年9月6日於 I M F]

このレポートはBIS（国際決済銀行）総支配人のIMF総会に際しての
昼食会での演説を仮訳したものである。

原文のインターネットページは次のとおりである。

<http://www.bis.org/speeches/sp050906.htm>

国際金融システムの安定は継続的に取り組まれている世界的な課題である。毎年開催される先進国サミット、G7財務大臣・中央銀行総裁会議、新興市場諸国等も参加するG20財務大臣・中央銀行総裁会議等においても、この問題はしばしば取り上げられる。世界経済・国際金融資本市場の変化やそれまでの諸施策の展開を踏まえつつ、さらなる取組みの基本的な方向が確認されている。

例年9月頃開催されるIMF・世界銀行総会の前後にも、多くの国際的な場に政府や民間の金融専門家等が集い、これらの問題に関し活発な意見交換がなされ、また、いくつかの報告書等も公表される。例えば、IMFスタッフがまとめた「国際金融安定化に関するレポート」（本年9月）は、その要約部分で、

国際金融システムは一層強固になり、市場に突発するショックへの強靭性を高めてきており、多数の国で金融・事業セクターともにバランスシートが改善を続けている

国際的な成長が続き、インフレが制御でき、金融市場が一般的に平常で続けば、金融システムの強靭性はさらに改善することが期待でき、以下のような中期的なリスクが顕在化することがあったとしてもそれがクッションの役割を果たすことになるうが、それらのリスクが全て解消するわけではない

持続的成長と良好な金融市場を支える要因（米国の国際収支不均衡を埋める円滑にファイナンス）は、同時に一層大きな不均衡をもたらし、特に家計部門において過大な負債を積み上げている

要するに、現在の経済・市場の発展は短期的なリスクを減少させたが、同時に、将来の潜在的な脆弱性を累積させている

こと等を指摘している。

今回翻訳を試みたナイト総支配人の演説は、ほぼ同様な問題意識に基づき、国際金融システムの安定性向上のための課題について論じたものである。同氏の分析にはかなり広いコンセンサスが存在するようであり、今後の国際経済・金融資本市場の展開を見通し、国際的な共通認識に沿って取り組まれる諸施策の流れを把握するために有益な情報であると思う。

何らか読者のお役に立てれば幸いである。

「現在の国際経済状況における金融安定性の課題」

(B I S 総支配人Malcom Knight 氏の演説)

[2005年9月6日於 I M F]

[註] M . Knight 氏はカナダ中央銀行の出身で、2003年4月に B I S の総支配人
(General Manager) に就任した。

A 序論

国際金融システムは30年以上にわたり発展してきた。第一に、70年代における主要通貨の変動相場制への移行により、直物・先物外国為替市場は、取引参加者達の将来の出来事に対する予測を示す大変効率的な信号装置となった。また、政府債や他の債券の流通市場やデリバティブ市場が拡大し、その厚みも深まった。タイムリーな市場情報の流れも急激に増加した。先進諸国においては民間の取引参加者が多様なリスクをどう再構成するかを習得するとともに、新しい金融商品の市場は、経済主体がリスクを管理・ヘッジ・肩代わりできるように拡大した。効率的な金融市場に必須である法的な、あるいは情報上の枠組みは非常に拡大されまた緻密なものになり、金融機関や市場の自由化や規制緩和も進んだ。一連の算定式 - 特に重要なブラック・ショールズ・マートンによって70年代初めに開発されたオプション価格に関するもの等 - がより一層複雑な金融商品の創出の途を拓いた。こうした全ての改革の結果、少なくとも先進産業諸国では、金融市場は、資源やリスクを分野・地域・時間別に配分するという面で極めて効率的なものになり、次第に完成に近づいている。

より低いコストの金融仲介、より広範なリスク分散、貯蓄仲介において特定の機関・市場チャネルへの依存度の減少は、著しい効率性増大の利益と家計・企業・政府による金融活動の活発化とをもたらした。同時に、各国から発生する金融的なショックに対してより強固であるような国際的な金融システムを構築した。実際、この頑健さは、過去10年間を通じ、世界の経済成長は著しく安定してきており、また、世界のインフレはそれ以前の20年間に比べてはるかに低くなったという事実によって示されている。

しかし、自由化・国際化された金融システムは、強靱な (highly resilient) 対応力を示している反面、危険な状況や「危機一髪 (close call)」の局面に繋がるような種々の金融不均衡が発生することからは免れていない。このことは、80年代初期以降先進諸国・発展途上国を襲った数多くの銀行を巡るシステム危機、90年代後期の「ドットコム」バブル、ロシアやアルゼンチンの債務危機、そしてLTCM事件を思い起こせば足りる。要するに、国際金融システムの素晴らしい発展によっても、借り手・貸し手の双方とも将来の展望において過剰な熱狂と正当化されない悲観との時期を行きつ戻りつするという、生来の傾向は克服できていないということである。

この会議は、金融の安定性を維持・向上するために直面しなければならない中央銀行業務・監督に関する課題を適切に取り上げている。そこで、私は本日話をするように依頼された問題 - 現在の世界のマクロ経済環境において我々は金融の安定性に対しどんな挑戦を受けているのか - に移りたい。

B 現存する金融上の不均衡と潜在する不安定

このような挑戦は、私が「金融上の不均衡」と呼ぶような現象が、マクロ経済状況がその他の面で極めて強固に見える時期において次第に積み重なってきたことに起因するものと私は考えている。

私は、金融上の不均衡を「基本的な金融上の変数とその長期的な傾向から大きくかつ継続的に乖離していること」と定義したい。この定義はあまり科学的でないかもしれない。しかし、それは、少なくとも、最終的には問題の金融変数は中央に戻るとしても、金融市場における期待に基づき一方的な変動 (dynamic process) が長期間にわたり積み重なることがあるという現実を捉えている。そして、こうした金融上の不均衡は、実体経済面の行動にも影響を及ぼす (feed back onto) ことになる。

このような金融上の不均衡の分析は、ネオ・ケインジアン的な政策分析においてはほとんど行われていない。将来への期待は流動性選好や資本の限界効用に関するケインズ理論において中心にあるのだが、ネオ・ケインジアン政策の処方箋は - 80年中頃まで

は - 単独な一期間の金融財政政策の最適化問題に集中する傾向があった。しかし、金融市場の国際化とともに、経済分析のより古い伝統がより適切なものになった。それは、資本家市場経済の展開における上昇と下降をもたらす期待の役割を強調する豊富な伝統であり、金融上の不均衡が長期間にわたり積み上がるような一方的な変動に焦点を当てていた。特に、この考え方 (a p p r o a c h) は、過剰な信用拡大と長期間に最終的に履行不能になるような負債の積上がりとに関連する資源の不適切配分を強調するものである。興味深いのは、この分野の第二次世界戦争前の文献では、短期間 (一期間) の政策最適化が、時にはモラルハザードも加わり、より大きな金融上の不均衡を促進することにより問題を一層悪化させる可能性を提起していることである。したがって、政策の重要な役割は、市場参加者に対し、政策の目的と政策当局がマクロ経済を展開させたい大まかな方向とをできるだけ明確に説明して、継続的に市場の行過ぎを制限するように行動することである。

今日、世界は、異常で多分前例のないような、国内 (対内的) と国際間 (対外的) との双方における不均衡が結合した金融上の不均衡によって特徴付けられていると結論せざるを得ない。国内における金融上の不均衡のリストは、政策金利の水準から始めなければならない。実質政策金利は、米国ではごく最近まで零であり、ヴェイクセル的な長期自然利率より低い状況に留まった。欧州大陸とアジア (除く日本) の実質政策金利は、一般に零近くにあった。日本では、名目の政策金利がより長い期間零であり、「量的緩和」の結果、日本銀行のバランスシートは GDP の 30% を超えるまで膨張した。金融市場で決まる長期金利もまた異常に低く - F R B のグリーンズパン議長が「謎」と呼んだように - なっていた。

さらに、これらの展開とともに、国や企業の信用格差 (credit spreads) も異常に低くなり、金融市場における変動度 (measures of volatility) も異常に小さくなっていった。同様に顕著なのは、いくつかの先進諸国において近年ずっと家計の貯蓄率が低下 - 米国等では殆ど零まで - したことと関連する金融面の不均衡である。典型的には、この傾向は家計の負債レベルを記録的な高さまで増加させている。主要な大きな先進諸国では、現在の構造的な財政赤字のレベルが長期の財政安定性に関する問題を提起している。最後に、大部分の先進諸国と多くの新興市場国では、住宅価格や住宅価格に対する家賃

の比率も記録的に上昇した。

対外的な金融不均衡については、米国の経常収支の赤字は、対GDP比率でみて20年間上昇傾向をたどり、今や約6%近くに達している。また、サービス取引勘定は終にマイナスになっており、世界一豊かな国家である米国は今や同時に世界一の国際債務者である、ということを反映している。

要するに、現時点で多くの金融上の不均衡を認識できるのである。

このような異常な展開から生じるであろう問題点を論じる前に、何がこれらの展開をもたらしたかを考えることが有意義である。私は、国内の不均衡が、過去20年間を通じて発生し、先進諸国と新興市場国の双方に影響を及ぼしてきた、三つの基本的な構造変化 - 体制転換 - に起因するということを合理的に主張できると思う。また、対外不均衡は、相当大きな程度、この国内不均衡によって押し進められたということも同様でできると思う。以下説明したい。

先進諸国からみると、80年代の末期以降発生した最初の重要な体制転換は、冒頭に述べた金融システムにおける市場と仲介機関の容赦のない自由化と完成度を指す動きである。信用供与は、今や、多様な市場からまた多数の仲介業者によって、供給され、リスク移転も無数の高度先進的な手法 (sophisticated ways) によって達成できる。この自由化によって多くの便益がもたらされたことは、間違いない。市場間及び仲介機関間の激しい競争は選択の幅を拡げ、金融仲介のコストを削減して、貯蓄者にはより良い収益を与え、信用利用者の借入れコストを減少させた。しかし、同時に、経験された証拠は、より歓迎できない副産物があることを示している。信用スプレッド、資産価格、銀行内部のリスク対応措置、貸倒れ引当て、そして一握りの半公的な格付け機関による信用格付けは全て、経済活動の循環と直結する形で、激しく上下する傾向が強まった。さらに、金融システムのこのような景気循環性は、实体经济活動、総需要、物価や諸費用の変動を拡大するように相互に関連することがあり得る。より多くの信用供与は、より高い資産価格をもたらし、それが担保価値を高め、より多くの借入れと固定資本形成や耐久消費財のための支出を可能にする。これらの展開は、より高い招来への予想収益

の期待としてフィードバックされる。このようなプロセスが自己増幅型となっていき、「根拠なき熱狂」さえも発生させることは容易に予想できる。

第二の体制転換は経済の実体面に関連するものである。世界レベルの商品・サービス・生産要素の市場自由化は、特にこれまで中央計画経済型であった諸国におけるそれは、世界的レベルで強くインフレ緩和的に働き、また、いくつかの国でかなり大きなデフレにつながるようになった、一連のプラスのサプライショック（供給の増加）を引き起こした。最近では、商品やサービスの価格だけでなく、賃金や労働慣行でも、地球上のあらゆる地域において高まる国際競争関係に対応するようになってきた。

過去20年における第三の体制転換は、各国特に先進諸国の金融政策当局（monetary authorities）が、低い・安定的な・予見できるような価格上昇（Inflation）という形で物価の安定を達成・維持することに重点を置くことを鮮明にしたことである。我々は、長い間低いインフレーションの利点を認識していた。しかし、我々は、今言及したような他の体制転換から生じるいくつかの関連する影響も次第に強く認識するようになったと思う。インフレーションを管理できれば、信用増加が加速したとしても金融引締めが必要はほとんどない。しかし、このことは、同時に、自由化された金融システムにおいて起き得る景気循環的な変動を緩和するための金融的な抑制が難しいということの意味する。大変低い政策金利という環境での「利回りの追求」の動きが、こうしたプロセスをさらに一層強く加速させることになるといえよう。

このような力は、先進諸国において観察できるような異常な国内展開を説明するのに役立つと思う。また、それらは、新興市場国にも適切に当てはまる。先進諸国における金融緩和状況は、過去2年間にわたり、その外国為替相場、特に米国ドルに低下圧力を及ぼしてきたが、同時に、新興市場国、特にアジア諸国の外国為替相場に上昇圧力をもたらした。新興市場国は、再び一般的なインフレ緩和状況においてこれらの切上げ圧力に抵抗してきたが、多額の介入と介入取得分の「不胎化」の困難性とが結び付いて、これらの国にもより一層の金融緩和状況をもたらした。そして最後に、これらの外国為替準備が先進諸国に再び還元されてきたため、この金融の加速器には、もう一度推進力が与えられた。このように、我々は、現在ブレトン・ウッズ固定相場制の崩壊前の時期と

同様に、世界的な過剰流動性の問題を抱えているといえよう。

対外的金融不均衡については、最大の経常収支赤字を持つ国（米国、英国、オーストラリア、ニュージーランド）が、国内では、最大の貯蓄・投資・財政における不均衡、特に長期にわたる住宅ブームと非常に低い家計貯蓄率を有するという傾向があることは事実である。そのような国では、より高い資産価値が資産保有の意識をより強め、より多く消費ようになる。国内の需要は国内の生産を上回るようになり対外赤字を増加させる。しかし、問題は、何故ある国では、他の国に比べて、国内で金融不均衡が生じ易いかということに戻す必要がある。一つの可能な回答としては、これら諸国は金融面の自由化が最も進んでいて、その全ての便益とともに、多分全ての関連する危険も持つことになったというものがある。

しかし、このことは三つ目の問題を提起する。もしいくつかの、あるいは全てのこれら不均衡を解消するならば、どのような弊害が生じるのかという問題である。可能性の一つとしては、もちろん何処で何時かは予測できないものの、拡大しきっている金融システムにおける突然の危機の発生であろう。私は、別の可能性の方がはるかに起こりそうに思う。もし、海外からの米国ドル資産への需要が何らかの理由で顕著に低迷するようなことになれば、米国ドルは減価し、世界の金利は上昇し、多種類の金融資産・実物資産の価格は低下するであろう。こうした全面的な調整は多分世界レベルで強いデフレ効果をもつことになるだろう。この場合には、かなりの期間世界的な低成長が続くことになり、金融機関や他の市場参加者の資本が損なわれ、信用供与の意欲が弱まることによっても、それらが長期化することもあるだろう。我々はそのような「向かい風」をこれまで何回も経験したので、経済学者もそれらの可能性を認めなければならないであろう。

C 可能な政策対応

現在の危険な状況（exposures）から最小のコストで抜け出すために政策は何ができるか。これは難しい問題である。何故ならば、金融上の不均衡が深刻なマクロ問題を引き起こす蓋然性は小さくとも、もしそのような問題が発生するならば、それによるコストは大きなものになり得るからである。さらに、金融上の過剰を抑制するためのきつめな

政策金利という明白な提言は、より伝統的な金融政策の目的 - 特にインフレーションを低いプラスに維持すること - と相反することがあり得るからである。

幸いなことに、金融引締め動きを制約するような明白な相反がない主要国が存在する。米国では、昨年中頃からの政策金利の計算された引上げがインフレ圧力を減少するとともに、国内及び対外的な不均衡を抑制することにも役立った。もう一つの別な重要政策は、市場参加者に米国の財政赤字が明確な時間的枠組みの間に持続可能な程度まで減少するという信頼感を与えるような財政措置計画を実施することである。このような政策の組合せによって、米国のインフレを許容できるレベルに保ちながら、破壊的なまでのドル下落を発生させることなく米国の経常収支赤字を減少させる最良の展望を与えることができよう。

他の地域、特に日本と欧州大陸では、政策金利はインフレ予想の許す限りより通常の水準にまで引き上げるべきである。同様に重要なことは、これらの国でも、また、実際に中国を含む多くの新興市場国でも、それぞれに、サービス分野（特に通商されないもの）の自由化である。このことは、雇用を提供するためにも、成長の手段としての輸出への依存を減少するためにも、非常に重要である。そして、上述のこととの密接に関連において、アジア等の新興市場国は、それぞれの通貨について変動制による上昇を認め、通商されないものの生産や消費を促進すべきである。これらの政策の実施を理解するために、国際レベルにおけるより緊密な協調と各国内における金融当局と金融監督当局とのより強力な協力が望まれる。

D 結論

以上を要約したい。現在の国際金融システムは、20年前、いや10年前と比べても、遙かに効率的になり、小規模・中規模のショックへの対抗力もより強まった。今や、金融システムの安定状況を保つために、かつて必要とされたような中央銀行や規制当局による直接的で市場に依らない介入は必要としない。しかし、今日の複雑で市場支配型の金融システムは、過去に比べ、市場参加者に対し、「収益の追求」へのより多くの機会、「レバレッジの拡大」に必要なより大きな手段、昔ながらの不安定化につながる熱狂と憂鬱の気分に基づくより広い行動範囲を創り出している。つまり、我々の金融システム

は、実体経済にフィードバックされる、好ましくない事後的なリスクの新しい組合せに直面し易いのかも知れない。我々は、広範囲で、好調であった過去2年間における世界マクロ経済の傾向が将来も続くと予想することもできよう。しかし、私は、感知されたリスクは小さいとしても、重要な金融上の不均衡がずっと積み上がっていると、論じてきた。こうした諸条件では、良いリスク管理としては、人は常に最善のものを希望するものだが、可能性のある悪い結果に積極的に備えることが賢明になる。10日前、グリーンズパン議長がジャクソン・ホール・シンポジウムにおいて予見的に話しているように、「歴史は、長く続いた低いリスク・プレミアムの時期の後遺症を親切に取り扱ってこなかった」のである。

この昼食会講演の結論は何か。無料の昼食はない。良い時期はあるが、何らかの深い穴にぶつからないままに継続していくことはないだろう。私が述べた重要な金融上の不均衡を是正するために早めに行動することによって、それらが潜在的に抱えている有害な結果を減殺することができる。私自身、これこそ真剣に考える必要がある問題であると確信している。