

第38回 ESR I－経済政策フォーラム

「世界的な金融危機とその対応」

平成20年11月27日

内閣府 経済社会総合研究所

○事務局 皆様には、お忙しいところお集まりいただきまして、まことにありがとうございます。

開会に先立ちまして、本日の配付資料の確認をさせていただきます。

お手元の資料をごらんいただきますと、まず基調講演資料、それから各パネリストの説明資料に加えまして、今回2つの参考資料を同封しております。1つ目は、当研究所の研究プロジェクトの1つであります「四半世紀の日本経済とマクロ経済政策に関する研究」の研究体制、研究目的、研究内容を取りまとめたものです。もう1つは「金融危機のクロノロジー」として、金融危機の日米比較を時系列的に取りまとめたものです。参考にしていただければ幸いです。

それではただいまから、E S R I－経済政策フォーラム「世界的な金融危機とその対応」を開会いたします。

初めに中藤泉内閣府経済社会総合研究所次長より開会のご挨拶をさせていただきます。

○中藤 内閣府経済社会総合研究所次長の中藤でございます。開会に当たりまして一言ご挨拶申し上げます。

本日は、お足もとの悪い中、多数ご参集いただきましてありがとうございます。

本日は第38回のE S R I－経済政策フォーラム「世界的な金融危機とその対応」ということで開催させていただきます。

私どもの研究所は、2001年の発足以来、その時々テーマに沿いましてこのような機会を設けさせていただいております。今回のフォーラムは、100年に一度の危機と言われる、現下の世界的な金融危機をテーマに取り上げました。

危機につきましては既に皆様ご存じの通り、アメリカに端を發しましたけれども、欧州にも伝播し、現在さまざまな対策等がとられようとしております。10月以降の動きを見ましても、G7あるいはG8での協調行動、そして今月の15日には新興国を含む20カ国によります金融サミットが開催され、さらに一昨日には、FRBの新たな措置、あるいはEUにおいても経済対策、中国においてもさらなる金利の引き下げと、事態は刻一刻と変化していることはご案内のとおりでございます。

また、この金融危機の様相も、实体经济に大きな影響を及ぼしつつあり、かつ7－9月期におきましては日米欧それぞれ成長率がマイナスとなり、新興国におきましても経済のスローダウン、こういった点が懸案となっているところでございます。

さて、我が国におきましては、1990年代初めのバブル崩壊を契機に、その後の实体经济

済の悪化、不良債権の増加、多くの金融機関の破綻、こうした経験を持っておるわけ
でございます。私ども研究所といたしましては、現在こうしたバブル・デフレ期の経験を
総合的に分析評価する、その教訓を後世に伝えるバブル・デフレ研究というものを進め
ております。お手元に配付しております資料を、後ほどご参照いただければと思いま
すが、現在、内外100名を超える有識者の皆様方に参加していただいております。

今回のフォーラムにおきましては、このアメリカ発の金融危機への対応というのが世
界経済にとって大変重要な課題となるということで、我が国の経験等とも対比しなが
ら、この世界的な金融危機の背景、対応策の評価、今後の見通しなどについてご議論
いただくこととしております。

今回のフォーラムの開催に当たりましては、こうした金融の危機的な問題についま
して、高い見識をお持ちの方々にお越しいただいております。このフォーラムが、私
ども研究所のみならず、参加される多くの方にとって有益なものとなることを祈念
いたしまして、開会のご挨拶とさせていただきます。ありがとうございました。

○事務局 どうもありがとうございました。

ここで、本日の基調講演者並びにパネリストの皆様をご紹介します。

本日基調講演をしていただくのは、内閣府経済社会総合研究所所長の岩田一政
でございます。

○岩田 どうぞよろしく。（拍手）

○事務局 なお、岩田所長には、その後に予定しておりますパネルディスカッション
のモデレーターも務めていただきます。

次に、パネリストをご紹介します。皆様から向かって左側から、早稲田大学大
学院ファイナンス研究科教授の大村敬一様です。

○大村 よろしく申し上げます。（拍手）

○事務局 お隣がJPモルガン証券チーフエコノミストの菅野雅明様です。

○菅野 よろしく申し上げます。（拍手）

○事務局 そして、内閣府の官房審議官（経済財政分析担当）湯元健治
でございます。

○湯元 よろしく申し上げます。（拍手）

○事務局 それでは基調講演に移ります。

本日の基調講演は「世界金融危機と日本の経験」というテーマで、先ほどご
紹介いたしました岩田一政内閣府経済社会総合研究所所長よりお願いいた
します。

○岩田 それでは、日本の経験と、サブプライムクレジット問題と私は呼んでいるのですが、今起こっているこの問題について3点ほどに整理してお話を申し上げたいと思います。

最初に、お手元の「金融危機のクロノロジー」の資料で、今の状況というのがどういう段階にあるかということから申し上げたいと思います。

このクロノロジーをご覧くださいますと、まず発端のところは、アメリカのほうでいいますとサブプライムローンの延滞率が上昇し始めた、あるいはケース・シラー住宅価格指数がピークになった2006年夏であります。その後、2007年初めから住宅ローン関係の会社が破綻したということがございました。

ちょうどそれが発端ということでありまして、日本の場合でいいますと、89年に日経平均が史上最高値ということになって、90年9月に、6大都市市街地価格指数をとりますとそこがピークだった。そして90年の4月の段階で不動産関連の融資総量規制というのが導入されまして、その後、土地の価格が大幅に下落をしてきた、こういうようなことが両国の金融危機の発端だと言えようかと思えます。

それで、ベアスターンズの救済が2008年の3月にございましたが、日本のほうでいいますと、問題の顕在化ということで歴史をひもといてみますと、94年の12月、東京協和と安全という信用組合が破綻したというところから始まりまして、その後、幾つかの銀行ですとかあるいは信用組合が破綻するというようなことがございました。その過程で共同債権の買取機構というものが93年から発足しました。

そういう初期の対応の段階が過ぎた後、大規模な危機というのが発生したのが、アメリカの場合はやはり2008年の9月、リーマンブラザーズが破綻したということがございまして、それ以前も、2007年の8月以降金融市場は不安定なのですが、さらに金融市場が不安定化して、実体経済にも悪い影響が顕在化してきている、こういうような状況かと思えます。

日本の場合に、大規模な危機というのが発生したのは97年、三洋証券がマネーマーケットで破綻してしまうということがございました。その後、山一証券が自主廃業をいたしまして、この山一証券の自主廃業とリーマンブラザーズの経営破綻、これは随分類似していますねというようなご指摘はいろいろな方が行われております。

その後の対応であります。現在の対応というのは、欧米諸国のほうで見ますと、流動性の対応ということと預金者保護、それから自己資本の対策、それから不良債権の処理、景気対策、というように幾つかございますが、日本の場合もそれに対応したような政策

が過去ずっととられてきたということかと思えます。

そのうちの、私の整理でいいますと、自己資本の対策ということでいうと、アメリカですと7,000億ドルの、TARP資金と呼ばれる買取機構用の資金を用意して、2,500億ドルの資本注入の枠を確保して、実際に資本注入を行ったというような段階であります。それを日本の場合でいいますと、すぐその横に書いてございますが、98年2月に金融安定化緊急措置法というのがございまして、30兆円の公的資金の枠を用意いたしまして、大手21行に1.8兆円の公的資金を投入した。段階でいいますとこのところにほぼ対応しているのかなというふうに考えております。

最終的には、公的資金のほうでいいますと、2ページ目の「解消に向けた積極的取り組みと危機の収束」というところがございますけれども、ここで2003年の5月にりそな銀行に対しまして特別支援ということを行うということで、健全化計画に基づいて資金を約2兆円投入しました。このところでほぼ収束したということかと思えます。ですから、最初に98年に公的資金を投入して、最終的に収束したのが5年後の2003年であった。現在の特にアメリカ、ヨーロッパの状況を見ますと、98年の段階ではなかろうかというふうに考えております。

以上が大ざっぱな比較であります。立ち戻って、今回の危機というのはどういう原因で起こったかということをも3つほどに整理をいたしました。

1つは住宅部門に対して過剰な融資が行われまして、住宅価格が高騰したということでもあります。サブプライムローンには1.4兆ドル、オルタナティブAというのは1兆ドルで、住宅ローンに占める割合は24%、4分の1ぐらい、これが仮に半分ぐらい不良債権化したとしても、その影響は小さいのではないかと、当初の受けとめ方はそういうことでもありました。

しかし、原因がまださらに2つありまして、私はクレジット・バブルというように呼んでいるのですが、クレジット・マーケットでやはりバブルが発生していた。なぜ発生したかということ、それは2つに分けることができまして、1つはマクロの経済環境が極めて安定していた。成長率ですとかインフレ率のボラティリティーと呼んでいますが、変動幅が小さくなってきて、投資家がリスクをとりやすい環境が醸成されていた。その結果、さまざまなマーケットでリスク・プレミアですとか、あるいはクレジット・スプレッドというものがある従来にはないほど大幅に圧縮された。さらに期間のプレミアム、これはターム・プレミアムというふうには呼んでおりますが、アメリカの特に長期金利が、

短期金利が上がっていても余り変化しない。その結果バブルはなかなかおさまらなかった、こういうことがあろうかと思えます。

原因の3番目は、金融革新と関係がございまして、証券化が進んだということであり、多段階にわたってリパッケージが行われて、それが派生商品としてマーケットでたくさん販売されたということでもあります。

そのルートは、この図表の1のシャドー・バンキング・システムというふうと呼ぶ方がおられますけれども、特に投資銀行の言ってみますとオフバランスシートの取引であります、特別子会社をつくりまして、そこで住宅ローンを証券化したものをさらに束にして、パッケージにして売る。パッケージにした上で、シニア債でありますとか、あるいはメザニン債、エクイティというような3通りに分けて、特にシニアのほうをマーケットにたくさん売る。ただ、束にするときに実は先ほど言いましたサブプライムローンですとかあるいはオルタナティブAというようなローンがその中に交ざっていた。

金融理論ではいろんな種類の違うリスクのある商品をプールすれば、同じリスクをとるにしても高い収益率が得られるというのが基本的な考え方ではありますが、この過程で実はリスクの過小評価が行われたというふうに思えます。言ってみますと証券化過程におきますインセンティブの構造がゆがんでいたのではないかということをおっしゃられる方がいますが、金融の問題というのは、一般的に考えますと情報の非対称性をどうやって克服するかということなのですが、実はこのプロセスで情報の非対称性がむしろ拡大する。誤ったインセンティブづけによって拡大して、その結果リスクが過小評価されるということが起こったのではないかと思えます。

最初のローンを組成するところでもモラルハザードがあった。つまり貸す方もモラルハザードがあったと私は思いますが、借り手のほうもモラルハザードがあった。それはどうしてそういうことが起きやすかったかといいますと、住宅価格というのは下がることがない、1回借りれば後は少なくともインフレ率と同じぐらいの率で上がっていきますという、こういう日本の土地神話に近いところがアメリカにもあったのではないかと思えます。そういうことで、最初にローンを組成するところでリスクがまず発生し、それからパッケージする過程でリスクがさらに集積するというようなことが起こったということかと思えます。

ということで、言ってみますと、金融革新に伴う証券化のプロセスがゆがんだインセンティブ構造のもとで膨張してしまったというところが、この今回の特徴ではなかった

かと思えます。

ということなので、結果的には現在欧米の金融機関は相当たくさんロスが出ておりますが、サブプライムの関連、住宅ローンの関係で出ているロスは3分の1ぐらいであります。残りはむしろ、下に書いてありますが、一般の消費者向けのローンですとか企業向けのローンですとか、そういう一般的なクレジットのマーケットでのロスがたくさん発生しているということかと思えます。

アメリカの特に投資銀行は、この証券化のプロセスにいろんな形でかかわっていたということが言えます。そのかかわり方は、住宅ローンの貸し手であり、投資家であり、組成販売主体である。証券化業者であり、スポンサーであり、アレンジャーであり、ファンド組成者であり、プライムブローカーであった。こういう多様な形でかかわって、そこで収益を上げていたということでもあります。

S & L危機というのは、1980年代の後半から90年代の前半にごさいましたけれども、このときと比べて住宅のバブルというのはどういう違いがあるかということ、今回の場合には住宅価格の上昇幅が極めて大きかった。それから住宅ローンが証券化されているということでもあります。

それで、今回の出来事はアメリカの市場原理主義が全部問題をつくりだしたということをご指摘される方がいますが、そこはやや微妙なところがあると私は思っています。それは例えば、ジニーメイ、ファニーメイ、フレディマックというのは政府系の金融機関です。もちろん民営化されているのですが、ガバナンスの構造はむしろ政府系という、そういうところが実はこの証券化の過程で極めて大きな役割を演じたということでもあります。ですから、純粹のマーケットの問題で起こったというふうに言うにはちょっと口ごもってしまうというところがあります。

それから、影の銀行システムというのがどうしてこれまた発生したかということ、基本的には私、銀行に対する規制、特にバーゼルの自己資本比率規制、それをどうやってうまくすり抜けるかということで、オフバランスの形で証券化を進めたということが言えるかと思えます。

それから、格付機関の役割というのも、やはりこの間、仕組み債、CDOも含まれていますが、パッケージした商品であります。その商品の格付について、あたかも普通の社債と同じであるかのような幻想を与えてしまったというところは大きな問題があったと思えます。こういうようにパッケージされて売られた商品、ABSのCDOという

のは資産担保の証券であって、そういう商品のリスクの特性を見ますと実は決してトリプルAのシニア債のリスク特性を持っているのではなくて、メザニン債に近いものであった。しかしそれも同じようにトリプルAの商品だということで販売していた。またそれに基づいて自己資本比率の計算なども行われていた、こういうところに問題があったのではないかと思います。

それから、金融派生商品がこの間大きく発展した。特に大きく発展したのは、ここに書いてありますけれども、CDO、債務担保証券でありますとか、あるいはクレジット・デフォルト・スワップというようなものが急速に拡大して、今もクレジット・デフォルト・スワップのマーケットは54兆ドルぐらいあるという大きなマーケットになっております。

実はこのクレジット・デフォルト・スワップは一種の保険なわけですが、その保険収入を使ってまたCDOをつくる、それがこの図で見ますと、シンセティックなCDOというのがこの図の下のほうにあります、そういう商品もあるということで、パッケージの上にまたパッケージを重ねるというような、しかも金融派生商品を活用しながらというようなビジネスが行われたということかと思えます。

以上が発生の端緒であります。それで、対応のほうに行く前に、その間に資産価格がどういう動きだったかということを見ていただきたいと思えます。図表の2には日本の80年代後半のバブルの時期に、株価と、それから点線でありますのは6大都市の市街地価格の動きが書いてあります。

日本のバブルのときの特徴といいますのは、その2つのバブルが大体同時に80年代半ばに発生をいたしまして、破裂するときは若干のずれはあるのですが、ほぼ同時に破裂して、そして土地の価格が下げ止まるまでに実は15年ほどかかっております。長い期間がかかったということでもあります。

それに対しましてアメリカのバブルはどうかということなのですが、ここにはダウ・ジョーンズの株価が一番太い線で書いてあります。最初の山は99年、2000年というところにございまして、いわゆるITバブル、特に情報関連の株を中心にしまして株価が急騰した。この始まった時期は恐らく96年、97年、グリーンSPANさんがイラショナル・イグジュービュランスだと、こういうふうにお呼びになったのはそのころだったと思うのですが、そのころ上がり始めました。

それで、もう1つの線が住宅価格のケース・シラー指数であります。これをごらんい

ただくと、やはり97年がボトムなのです。それで、上がり方は最初ゆっくりだったわけでありまして。それが加速したのがいつごろかという、どうも2000年ぐらいです。2000年というのは実は、2000年の4月にITバブルが崩壊したわけでありまして。ちょうど崩壊した瞬間ぐらいから、もう1つのバブルであります住宅価格のほうはむしろ加速していった。そしてそれがピークに達したのが、先ほどの表で見えていただきましたが、2006年の夏、6月がピークで、その後、落ちたわけでありまして。

ところが、私が注目しているのは、もう1つ3本目の線で原油価格が書いてございますが、私は原油価格について言うと、2004年ぐらいからバブル金融相場になったと思います。これは前回出席したこのフォーラムでもそういうことを申し上げた覚えがあるのですが、原油価格の場合は一度、2006年、2007年のあたりで一休止したのですが、休止した後、住宅価格の下落幅がどんどん拡大していく中で、実は原油価格のほうは、私はバブルだと思いますが、上昇し続けたということで、この動きを見ると、アメリカの場合は、時間差を置いてバブルが連鎖的に起こる。スタガード・バブルじゃないかというふうに私は呼んでいるのですが、そういう特徴があるというふうに思います。

こういうことが起こると、実はどう対応していいのか、とても難しい。1つのバブルは崩壊して、もう1つがその崩壊している最中に新しく育ってしまう。どっちを見たらいいのですかと。しかし崩壊していくのを放置することはできない。今もそうですね。住宅価格が下落を続けて、景気も悪くなります。そのときにどうしたらいいのですか。

そのジレンマが一番強くあらわれたのが2008年のちょうど夏、ピークアウトする直前の時期というのは、連邦準備制度理事会にとっても、あるいはほかの中央銀行についてもそうですけれども、原油価格が上がるのでインフレにもなってしまいます。ECBはそういうことで金利を一度上げたわけです。しかし、やはり住宅価格が下落して、それからクレジット・バブルが崩壊してというインパクトが大きくて、現在は金利を下げる方向に運営していく、こういう状況があったわけでありまして。これは私、なかなか難しい問題を提起しているのではないかというふうに考えております。

以上が資産価格についての日本とアメリカの比較ということでありまして。

次に、政策の対応について、日本とアメリカの対応がどう違うかということを見てみたいと思います。

まず、アメリカの対応であります。アメリカの場合には、先ほど歴史的な年表で見えていただきましたが、2008年の9月下旬に7,000億ドルの規模の不良債権買い上げ法案、

TARPというふうに呼んでおりますが、そのときには不良債権を買いますとおっしゃってました。S&LのときにRTCというのができまして、整理信託公社と日本語では訳しているかと思いますが、そこで不良債権の買い取りをやった。ただし、あのときには、住宅ローンにウェートを置いたような中小の金融機関がたくさん倒産いたしましたので、その倒産した金融機関からこのRTCが不良債権を買い上げてそれを処理したということでもあります。今回の場合は、まだ破綻していない金融機関から7,000億ドル使って買い上げます、こういう法案でありました。

ところが、その後の過程で、そういうふうにしても時間が間に合わない。銀行部門に直接資本投入した方がいいのだという議論が強くなりまして、実は法律をよく見ますと、どういものが買えるかという中に、モーゲージ・バックド・セキュリティ、住宅ローン及び住宅ローンを証券化した商品、それからその他の金融商品ということが法律には書いてありまして、その他の中には、実はアメリカの金融システムの安定性にとって重要な商品は何でも買えるという法律になっております。そういうことで銀行に資本投入するということも、もともとその法律にはできるようになっているのだ、こういうことを後でポールソンさん等が説明をされておられます。

ということですが、いずれにしても法律に違反したわけではないと私はと思いますが、当初不良債権を買うと言っていたのが、言ってみますと公的資金を投入する、アメリカの30年代にそういうことが行われましたけれども、RFCという公的資金を投入する機関に性格が変わったのではないかと思います。さらに、最近の時点では、不良債権はもう買わないというふうにおっしゃいました。これは私、恐らく資金が足りないということをおっしゃったのではないかと思います。それから買い上げるときの適正価格が極めて難しいというような問題があったのではないかと思います。

日本の場合には、それに比べてどういうことをそのときにやったかといいますと、整理の回収機構というのを通じまして、費用の最小化原則のもとで10兆円の不良債権の買い上げをやりました。それで9兆円以上を回収しているということでもあります。ただし、その中身をよく見てみますと、破綻していない金融機関からの買い上げ分は3,500億円ということでありまして、破綻した金融機関からの買い上げの額が多かったということが言えると思います。

それからもう1つ、整理回収機構も若干そういう仕事をしたのですけれども、日本の場合には産業再生機構というところがありまして、借り手企業の再生を図るということ

も同時に行いました。アメリカの場合にはそこまで話が行っていないというところももう1つの違いだと思います。

したがって日本の場合には、不良債権の買い上げをやったのですが、そのときに費用を最小化する、納税者にとっての費用の負担というのが最小になるような形で買い上げをするという原則が比較的明快であったように思います。アメリカの場合には、まだその適正価格がわからない、探している間に途中で放棄してしまったということが言えるのではないかと思います。

それから、欧米の場合に、預金の保護というのをどこも行っております。欧米の対応を見てみますと3本柱だというふうに理解しているのですが、1つは公的資金を投入する、もう1つは預金の保護をする、それからさらに銀行間の取引の債務について、これも保護する。

日本の場合も全くそれは同じことをやっております。95年以降全額預金の保護をやっております。さらに日本の場合は、今も流動性預金について保護を行っております。非常に丁寧に今もやっているということでもあります。

銀行間の債務については、日本の場合は明示的には保護というふうにはやらなかったということが言えようかと思います。欧米の場合はそこも明示的に、幾らまで保証しますということをコミットしているところが、日本と欧米との違いであったかなというふうに思います。

ということで不良債権の処理につきましては、アメリカの場合はまだ不良債権の買い上げというようなところについて、途中で放棄したところにとどまっているということでもあります。

それからもう1つ重要なことは、日本の場合に公的資本を投入するときに、バランスシートの吟味をよくしたという点です。銀行の、特に資産の側の査定を厳しく行った上で資本投入を行った。これは98年の時点では実はそういうことを行わないで資本投入したのですが、その結果余り有効ではなかったというふうに思います。99年以降につきましては、銀行の資産の側をきちんと調べるということを始めまして、その結果、どのぐらいバランスシートが傷んでいるかということ把握した上で必要な公的資本の投入を行うというところがあったわけですが、欧米の金融機関の場合にはそちらのほうはややあいまいな部分がまだ残っている。

どこがあいまいな部分かといいますと、この一番下の行であります、オフバランス

の取引、つまり先ほど言いました特別目的会社の投資、S I VとかA B C Pのコンデュイットと呼ばれるような証券化をする仕組みであります、そのこのところのバランスシートがきちんと結合した形で示されてない。あるいは派生商品の中にはとても仕組みが複雑過ぎてマーケット自身がなくなってしまった、取引が行われてない、こういうような商品も出ているわけでありまして。そうしますと、その価格をどういうふうにするのかということについて、まだ共通した理解がなされていない。したがってそこに不透明性が残っていて把握がどうも完全にできていないということが、現在の欧米諸国と日本との違いではなかろうかというふうに思います。

以上が不良債権処理についての話であります、もう1つ金融政策のほうを比べてみたいと思います。

欧米諸国は流動性をものすごく大規模に出しているように見えるのですが、実は政策金利を一定に維持するということが同時にやっているわけでありまして、アメリカの場合ですとフェデラルファンドレート、日本の場合ですとコールレート、こういうのが政策金利になっているわけでありましてけれども、金融政策の運営というのはこの金利を操作するということがやっているわけでありまして。そうしますと、この金利水準を一定に維持しようということと流動性をたくさん出すということは矛盾を来す。つまり流動性を過度に出しますと、一定に保つべき政策金利が一定でなくなってしまう。短期の資金の供給のほうが多くなり過ぎて一定水準に維持できない。したがって一方ではたくさん流動性をマーケットに出しながら、他方では資金を回収するということが同時に行っていたわけでありまして。ですから、その結果として連邦準備のバランスシートというのはつい最近まで余り拡大していなかった。

これは日本銀行が行いました量的緩和とはとても違うところで、民間の金融機関が日本銀行に当座預金として預金を預けるのですが、量的緩和の場合には金利が0になってしまいましたので、その預ける額を政策目標変数にしたわけでありまして。そうしますと、その当座預金が普通は6兆円とか8兆円とかという、そういう額でいいものが、30ないし35兆円というのが一番最後のところだったと思いますが、その分だけ、30兆近いぐらい日本銀行のバランスシートが拡大したということが起こりました。

ところがアメリカの場合は、金利は0ではありませんので、そのプラスの金利を維持するために、一方では資金は供給するけれども、他方で資金を回収する。つまり持っている国債をマーケットで売ってそれを回収する。しかしながら、一方では流動性をもち

ろん供給しているのですが、その供給の過程で、これまで持っていた国債が、言ってみると少し質が落ちる、リスクのあるような商品に置きかわっていく、そういうことが起こったわけでありませう。

連邦準備のバランスシートを見ますと、9,000億ドルぐらいあって、その大部分が国債だったのですが、現在は2割か3割しか国債の分がない。ほかは民間のいろいろな債務がそこに置きかわっているということになっております。

そういう状態があるので、ノーベル賞をもらったクルーグマンさんが、「何だ、これは単に質屋さんをやっているだけでしょう。最後の貸し手というけれども、資産の側の中身をちょっと取りかえているだけで、預かっているだけだ」という、銀行から資産を預かっているだけのことをやっているのだから、本当の拡大効果はないのだという短いペーパーを書いたことがあります。

しかし、現在は実はこのTARPの法律が通ったときに、同時に、連邦準備に置いてある預金、民間金融機関が置く預金について金利をつけてもいいという、こういう法律が通りまして、その金利が言ってみますと政策金利の下限になるという、つまり民間の金融機関にとって言ってみますと、連邦準備に預金すれば、例えば1%というような金利が必ず稼げる。ですから、それより下回るような金利では市場で取引する必要がない。したがってそれがもう下限になりますよと。その結果、その下限を置くことによって連邦準備は流動性供給と金利政策を、言ってみますと、金利がプラスの間であっても、両方でできるという、その結果、ここ2~3カ月の連邦準備制度のバランスシートは倍ぐらいに拡大を、極めて短い期間で、しかも大規模に拡大しているということになっております。日本銀行も最近0.1%、銀行の超過準備のところを金利をつけるということをやりました。

現在の時点では、アメリカの連邦準備との違いは、私の見るところもう1つあるのですが、今実は政策金利が1%であり、しかも連邦準備に置いてある預金に対する金利も1%になっています。ところが実際の政策金利は0に近いところで動いております。結果的には下限として機能しないで0に近いところに行っている。これはマーケットの参加者が特にフレディマックですとかファニーメイですとか、余資をマネーマーケットで運用する。ところがそういう機関は別に連邦準備に預金をしているわけではありません。そうしますとマーケットで取引するインセンティブが残る。その結果さらに、0でない限りは余資を運用する。そうしますと政策金利は0に近づく。そして量は大規模に出る

ということなので、事実上の量的緩和政策を今アメリカはやっているということかと思
います。

それで、私が見るところ、日本銀行が行った量的緩和とアメリカが一番違うところは、
もう1つ一番下を書いてありますが、スワップ協定というのを結んで、お金の預け合い
をするわけでありましたが、円資金を連邦準備のほうに預けて、ドル資金を日本銀行に預
けて、その預け合った資金を使って日本銀行はドルを市場に提供できる。ドルの流動性
を提供できる。しかもこれは無制限でやってもいい。最初は額に上限があったのですが、
無制限にドルを出してもいいという、私の理解をやや超えているといえますか、普通で
は考えられないことを行っているというふうに、レジームシフトだというふうに思いま
す。

それからもう1つ、私にとってこの間驚きであったのが、マネーマーケットではもう
1つの重要な参加者がいて、MMFという、日本でもMMFを持っている方が随分いる
と思いますけれども、そこが資金流出を始めたわけです。元本割れが生じまして、それ
は元本割れにはしない。アメリカ人にとってMMFは預金と同じような安全な資産で、
その信頼が揺らぐと大変だということで、財務省は500億ドルで債務を保証する、そ
ういう措置をとったのですが、どのお金を使ったかという、為替安定基金から使いま
すと。私にとってはこれもものすごくサプライズでありまして、もともとはドルの安定
化のために使う基金であります。これはメキシコ危機などのあったときにも使われたこ
とがありますけれども、それをマネーマーケットの保護のために使うのかと、驚きだっ
たのですが、これも後になってみると、もしかすると歴史的なイベントだったのじゃな
いかと思います。

そういうことで、今回の出来事は、アメリカ国内に限られていない。証券化というプ
ロセスで起こったために、グローバルなクレジット・マーケットで問題が起こっている。
したがって流動性の供給も、ドルの供給もグローバルにやらないと間に合わない。そ
うところが日本の場合と大きく違うところではないかと思えます。

その次は、損失の比較ということで申し上げますと、日本の場合とアメリカの場合、
今両方、資産価格のものをお見せしたのですが、この先アメリカの住宅価格はどのぐら
い下がるのかということは先ほどの図に書いてありませんで、先ほどの年表のほうをち
よっともう一度ごらんいただきたいのですが、年表の上のほうの図は先ほどと同じ日本
の図なのですが、下のほうの図は実は先物価格が書いてあります。このケース・シラー

の住宅価格指数というのは先物市場でも取引が行われております。取引量が少ないので余り当てにしちゃいけませんよと言う方もおられますが、マーケットがどういうふうを考えているかということを一応見るには、1つのいい指標だと私は思っております。

この下のほうの図をごらんいただきますと、丸印で出ているのがあるのですが、今ピークの2006年の夏から現在の9月までの指数が発表になっておりますが、約20%の下落です。22%とか20%とか、これは20大都市か10大都市かで若干違いますが、2割下がっております。その後どこまで下がるか見ますと、あと15%ぐらい下がる。そのボトムがどこかなというのも、これをごらんいただきますと、今の時点では2010年の半ばぐらいということなので、名目で見ると35%ぐらい全体として下がるという予測をマーケットがしているということになります。

日本の場合と比べてどうなのか。上のほうに日本の6大都市市街地価格指数というのが書いてありまして、これをごらんいただくと260か270、280ぐらいですかね。何%かという計算がちょっと面倒くさいので、この最後のほうにつけたのですが、これも日本の土地の価格なのですが、ただし6大都市で商業地の、これは麻生総理大臣がこの前の金融サミットで持っていった資料であります。商業地の指数でこれを見ますと、ご覧いただくようにピークをつけてから落ちた幅が87%ということでありまして、住宅地よりも商業地のほうにバブルが大きかったということが言えようかと思えます。

そういうことで、アメリカの場合と比べますと、アメリカは今言いましたように名目で35%ということなので、約半分といえますか、そういうような住宅価格と土地価格を比べてみると半分ぐらいだろう。私の直感的な理解は、土地の価格が日本の場合と比べて半分ぐらいの落ち方だ。しかしながらアメリカのGDPの規模は日本の2倍以上ある。ですから、結果としての住宅関連から出てくるロスも日本並みだ。つまり、日本の場合には99兆円というのがこの(5)に書いてありますが、同じぐらいであろうという理解でありました。

ところが、最初の時点で私、見逃してしまっていたのは、クレジット・マーケット全体のバブルという、そちらのほうがあったということでもあります。現在の予測というのは、どのぐらいの損失になりそうかということについて、バンク・オブ・イングランドが最近出しましたファイナンシャル・スタビリティ・レポートというのを見ますと、2.8兆ドル、初め起こったとき、2007年の8月時点では1,000億ドルぐらいだろうと言われていたので、それから比べると28倍ぐらいになっているということでもあります。もっと

もフットノートがついておりまして、流動性リスクが特に今高まっているので、その分は過大になっているかもしれないということが言われております。

ということで、損失の比較で言うと、日本の場合は約1兆ドルだったのですが、今回の場合はもしかするとその3倍ぐらいというところに来ているのかなということであります。

以上が日本とアメリカの主な対応の比較ということであります。そういう状況の中で、最後に日本は何をすべきかということについて一言申し上げたいと思います。

現在、世界経済と日本経済の状況はどういうことになっているかということを見ますと、マーケットで流動性が枯渇している。中央銀行は一生懸命それに対して流動性を供給しているということであります。同時に、民間の金融機関は持っている信用供与の量をかなり大幅に減らしている。貸出態度も厳しくなっているということであります。

そういう影響がありまして、実はその前に日本の場合には原油価格の高騰というのがあって、そのことによって内需が最初弱り、そしてついに外需も弱って、マイナス成長になったということかと思えます。先進国がそろってマイナス成長というのが最近出たOECDの予測であります。足もとでも先進国がそろってマイナスになってきた。そのほか、これまでは新興国というのはそういうものから切り離された状態で、デカップリングしているのだという議論も随分あったのですが、どうもそこはそうではないでしょう。かなりパフォーマンスのよかった国も含めて大幅な資本流出が起こる。これまで入ってきた資本がみんな巻き戻して海外に出ていってしまう。為替レートが急落するというような困難に直面しております。

日本の主なリスク、ちょっと前まではインフレと景気が悪くなることだと、こういうふうに言われていたのですが、原油のほうで急落を始めまして、むしろ景気後退、場合によってはデフレということ、しかも後退のほうも、当初は浅くて短いというのがマーケットのコンセンサスだったのですが、それほど浅くもない、それからむしろ長引くかもしれないというリスクが出ているように思います。

金融政策のほうですけれども、最近日本銀行のほうも金利を0.2%引き下げました。政策金利の下限、銀行準備に利子をつけることをやったということなので、実際上は量的緩和を行うことも私は可能だと思いますが、現実の運営はそれよりやや慎重なようであります。というのが金融政策です。

もう1つは、財政政策のほうであります。これについては私、どこの国も、実はこ

の問題が起こったときに3つのTと呼ばれていて、タイムリーでテンポラリーでターゲットされた財政政策が必要だと。3つのTの政策というのが必要だ、こういうふうに言われておりました。私もタイムリーで的を絞った刺激策というのはどうしても必要だと思います。省エネの投資ですとか、あるいは私自身は、今回給付金の問題がいろいろもめておりますが、給付金つきの税額控除という制度をきちっと考えていったほうがいいのではないかと思います。日本が、格差が固定化してしまうような社会にならないように、働く意欲の少しでもある方には、むしろ励ましの給付金をつけて、税金が払えるような所得のところまでいけばその給付金が0になっていくというような仕組みを税制の上でも備えたほうがいいのではないかと考えております。

ただし、裁量政策は大事だと私は思いますが、それはあくまで中長期の日本経済を活性化させるという枠組みの中で考えるべきであると思います。同時に財政部門の中長期の持続可能な枠組みの中で考えていくということが必要ではないかと思います。

そのほか、内需の、財政を使わない政策というのも、容積率の緩和ですとか、あるいは若い人たちでワーキングプアと呼ばれているような、正規の職業につきにくいような方に対しては、教育訓練を通じて就業を図る。それから地方については強い農業というようなものをどうやったらつくっていきけるかということが大切ではないかと考えております。

国際面では、日本の教訓につきまして、日本とかなり似たような失敗を経過している面も私は幾つかよく見ます。特に不良債権の正確な把握とバランスシートから切り離すというような点、それから公的資本を投入するときにはどういう条件のもとでそれを行うのかというようなことについて明確化する方がいいし、借り手の側の企業再生、住宅の場合ですと住宅ローンの借り手ということになりますが、その再生といいますか、そのような策をもう少し欧米は考えたほうがよいのではないかと思います。

それからグローバルには、最後の貸し手としてのIMFの機能をもう少し強化する。現在は2,500億ドルが融資の枠になっていて、その中でいろいろな国に緊急融資をやるというようなことになってはいますが、倍にするあるいは4倍にするぐらいのことも必要ではないかと思います。

それからあと、規制の問題について私は今の時点で規制を強化するというのは、逆に言うと景気変動増幅効果を持ってしまうと思います。もちろん規制が甘かったからここまでひどくなったのだという議論はすぐに起こるわけですが、今厳しくしてしま

いますともっと信用収縮してしまうという、それで最初にやるべきことは透明性の向上ということなのではないかと思っております。金融取引ですとか金融商品、金融機関のバランスシートについて、外から見えやすいようにする。どんなに複雑な商品であっても、それを見えやすい形、どこにリスクがあるかということがわかりやすい形で表示されている、それが最も重要なことではないかと思えます。

というようなことが国際面でありまして、サミットでは、今国際面で重要なことがほとんどカバーされておまして、景気対策も強化をそれぞれの国がする。あるいは金融取引の透明化についても、CDSについて言うと、クリアリングハウスをつくります。これは現実に来年動くのではないかと思います。それから自由貿易体制というのを堅持するということも確認されて、これも心強かったのではないかというふうに思います。

それから問題点について、何が問題かということについてはかなり共通の認識を持っていたのかなど、これもメリットだったのではないかと思います。

しかしながら、残された問題というのは、やはり不良債権の処理について言えばまだ進んでいない。それから金融規制と金融革新、新しい金融革新が規制のもとでむしろ発展するという、その矛盾をどういうふうに解決していったらいいのか、その解決策が見つまっているわけではない。それからバブルは今後発生したときどう防止したらいいのか。特にアメリカの場合のように連鎖して、しかも1つのバブルは崩壊して、もう1つがその過程で生まれてしまうというようなときに、どうしたらいいのか、これはわかっていない。それから景気変動の増幅効果を持つ規制はどういうふうに変えたらいいのか、これも解答が出ているわけではない。問題提起がなされたということかと思えます。そのほか、IMFの抜本的改革、事前にはブレトンウッズ2ではないかと、こういう話がありましたが、私は1922年のゼノア会議のほうにむしろ近かったのではないかと思っております。

以上で私の最初の報告にさせていただきたいと思えます。どうもありがとうございました。（拍手）

○事務局 どうもありがとうございました。

ご質問の時間はパネルディスカッションの最後に設けておりますので、引き続きパネルディスカッションに移らせていただきたいと思います。

先ほどご紹介いたしました、改めまして簡単にパネリストの皆さんをもう1回ご紹介いたします。

皆さまから向かって左側、早稲田大学の大村敬一様です。JPモルガン証券の菅野雅明様です。内閣府官房審議官の湯元健治でございます。モデレーターは、基調講演に続きまして、岩田一政内閣府経済社会総合研究所所長が務めさせていただきます。

それでは、パネルの進行はこの後、岩田所長にお願いいたします。

○岩田 私がしゃべり過ぎてしまって、どうもすみません。

それでは、最初に順番なのですが、大村先生からお願いしてよろしいですか。ではお願いいたします。

○大村 早稲田大学の大村です。

最初に言い訳をというのはおかしいのですけれども、事態が余りにも急速に動いているので、学者がついていける状況ではないというふうに思います。ということで、きょうは整理が私の役割分担で、菅野さんと湯元さんが正確な実態の分析をされると思いますので、私のほうは雑駁な話を少しさせていただきたいと思います。

それから、私はどちらかというと市場原理主義者なのですが、はっきり言って今の状態は市場原理主義者が主張できない状況にあるといたしますか、原理主義者が想定する範囲を超えています。まだ介入するなど言いたいのですが、なかなかそうはいかず、はっきりともの思うように言えない状況にあるということで、そこも勘弁していただきたいと思います。

それでは簡単に幾つか私の考えていることを少しご説明させていただきたいと思いません。

最初は現状認識です。かなり前からアメリカの経済はバブルに到達しているというふうに私も考えていましたし、いつ破裂するのかというようなことをマーケットもびくびくしていたのだと思いますが、実際に投資銀行のレバレッジ乗数も30倍を超えるというような状況が発生していて、実体経済に対する金融の流通部分というのがバランスを失って、一気に過大になっていました。それも本当に最後の土壇場のところで急速に上がっています。やはり過去の現象の繰り返しというふうに思えます。金融現象というのは目に見えるというか、見えやすいので話題になりやすいのだと思いますが、それが根本的な問題だというふうには思っていない。今回の場合もやはり実体経済の静かなる悪化が基本的な背景にあって、これからもそれがやはり問題として顕在化するだろうというふうに思っています。

2番目の認識は、サブプライムは問題の発端にすぎないということです。私はニュー

ヨークに2年ほどいたのですけれども、実際に眼前で高級コンドミニアムの住人がどんどん出ていくという状況を見ました。それでも、この夏に帰ってくるときにはこれで終わるのかなと実は思っていて、リーマンが危ないという話を聞いてはいましたけれども、しかし政府はどうせ助けるだろうというふうに思っていました。日本に帰ったら、よい経験をしたので少し何か整理でもしてと思っていたら、どんどん事態が進展して、更新どころか、追いかけるのも大変、新聞を読むのも大変という状況になっています。

ですから、今はもうサブプライム問題ではなく、むしろ国際的な金融危機としていろんな問題提起をしている状況なのだと思います。そういう意味では各国は国際的な協調行動というのをとらざるを得ないし、現実にもそういうことをやっているということだと思います。

3番目の認識は、金融ビジネスが急激に過剰なリスクをとり始めたということについて、私がニューヨークで聞いた話は、当局の人たちが実態をよくわかってなくて、管轄下になかったということもあるのですけれども、要するに相当幼稚なレベルの事故だというふうに安易に考えていた節もあります。それはヘッジファンドのときもそうだったので、当局がなかなか実態を理解できなかったということです。これは日本の不良債権問題でも実態が何なのかというのだれもわからないという状況だったわけですから、同じようなことだと思います。それから当然のことながら、監視ということができてなかったということだとも思います。

やはり歴史は繰り返されるということなのです。29年の金融恐慌の話がよく出ますけれども、その中身が似ているというふうには必ずしも思いませんが、コンテキストがよく似ているなと思います。

ちょうどあのときはフーバーが32年からルーズベルトに交代するときで、これも同じように共和党から民主党という交代期に当たっているわけですが、フーバーそのものは29年の恐慌の後でも、資金を注入すればまだ回復できると思込んでいたわけで、深刻な状況だとわかった32年のときにはもう交代する直前で、民主党のルーズベルトは、パフォーマンスの取り合いで協力しなかったということがあった。今の状況は必ずしもそうではありませんけれども、共和党の最後のところで、どこまですべきかということが、あるいはどこまでしてくれるのかということが我々も関心事であったということだと思います。そういう意味ではコンテキストは結構似ているのじゃないかというふうに思っています。

今回、この危機でいろいろ学んだことを少し整理してみました。1つは、エクイティが本来は金融機関にとっては安定装置というふうにみなされていたわけですが、実はこれがマーケットの落胆を伝える最高に効率的な武器になってしまったということです。実際には業容がそれほど悪くないにもかかわらず、実は株式市場から死刑を宣告されるというようなことが始まった。まさかこんなに早くには、あれよあれよという間だと、みんなも思っていたということです。ただ29年もそうだとしたことなので、確かに金融の危機というのはいつもあれよあれよという間に終わっちゃうということだと思います。現場責任者の感覚だとか、あるいは当局の理解だとかあるいは実感というものが実態から乖離していたというのがやはり遅れにつながっています。

マーケットガバナンスが機能するというのは、マーケットが成熟していることを意味するわけですが、やはり過度になり過ぎている。ファンダメンタル・バリューとマーケットが相当乖離していると思います。マーケットビジネスの恐ろしさをいまさらながら感じますし、当局の初期対応がかなり難しくなっています。99年に大手の投資銀行で最後に公開したゴールドマン・サックスにしても、まさかこんなふうになるとは思わなかったでしょう。これだったら最初から上場しないほうがよかったということになるのだろうと思います。

それから、金融セクターの感応性とか調整スピードの機能が急速にアップしているということが今回のところでわかってきました。これはマーケットの機能というのが成熟化しているということですが、それと同時に、グローバル化によってリスク移転の内部化が急速に進んでいる。リスクのマネジメントには、分散、受容、交換などありますが、今回はリスクの移転が問題だと思います。移転する場合には、それを移転する相手先がなければいけないわけですが、それが全部内部化しちゃうと移転できないということになるわけで、そういう意味ではグローバル化によってリスクを飛ばす先がなくなっちゃったということだと思うのです。

それから、リスクそのものがシステムティック化、それをシステムティック・リスクと言っていますが、要するに相関の高い共通部分がふえてしまったということで、体系内でのリスクヘッジ能力が大幅に低下したということだと思うのです。

そして、マーケットの自信過剰。これは行動ファイナンス的な考え方だと、マーケットというのは常に自信過剰と後悔回避というのが裏返しになっていて、これがちょうど板を返すように変わるのです。それがオーバーシュートを引き起こすというふうで考

えるわけですが、これが現実起きています。資料に「兎ばかりのマーケット」と書いたのですが、兎というのは要するに耳が大きくて、動き出すのが早いのですが逃げ足も速い。最近の学生を指して兎学生というのですけれども、それと同じようなことで、タイミングの重要性がむしろ注目されているというふうに私は思います。

結局、エクイティのほうが早く収縮してしまうことがいろんな障害を起こすわけですが、単にキャピタルロスというだけの問題ではなく、株価が暴落することによってプレミアムが上昇してファイナンスができなくなってしまう。株価が暴落すると流動性(短期資金)が確保できなくなってしまうということが発生しているわけで、このような現象はこれまで金融論の教科書の中で勉強してきたエクイティの機能にはないのです。だから、今回の危機で注目されるべき機能だと思います。特に金融機関のエクイティが非常に問題が大きいというふうに私は考えています。

それから2番目に今回の危機で学んだことで、マーケット型の金融ビジネスとか相対型の金融ビジネス、典型的には相対型のプレーヤーは銀行ですけれども、マーケット型は標準化とか匿名化が非常に重要で、これが発展をさせる大きな理由になっているわけです。ですから、本籍の情報がわからなくなるのは当たり前です。その代表格である証券化にディスクロズを求めても果たしてどれだけ可能なのかという問題があります。単に複雑化するだけじゃないとか、あるいは瓶の裏の成分表示を複雑すぎて見てもわからないとか、成分表示だけで紙がいっぱいになっちゃうとかいうことが起こり得るということだと思ふのです。

それに対して、相対型ビジネスの場合は特定少数で非標準化、非匿名化ということで、ちょっと効率的じゃなさそうに見えますけれども、それなりにメリットがあります。

金融はこれら2つのタイプのシステムがバランスされるときに機能します。前者は非常にプロサイクリカル的な動きをするのに対して、後者はカウンターサイクリカル적입니다から、この2つがうまくバランスするとマーケットがうまくバランスがとれて動いていくというふうに期待されるわけです。実際に日本もそういう方向に動こうとしているわけですが、それがマーケット型に偏っている。これは銀行のインベストメントバンク化あるいはユニバーサル化というものの動きの中で、マーケット業務が大きく広がってきていること、形式的には銀行なのだけれどもマーケット要素が非常に多く含まれて、それが過剰反応しているということがあるのではないかと思います。

それから、標準化ビジネスというのは基本的には効率化の過程で機能分化を必ず促し

ます。機能分化を促すことは近視眼化することにつながります。目の前のことだけを見ればいい、自分のテリトリーのところだけ考えればいいということで、この責任の有限化がモラルハザードを誘発しやすい。ですから、職場を細分化すると確かにみんな生き生きとやるのだけれども、だんだんみんな無責任になってきて、自分のところだけしか考えなくなるというようなことと同じようなことが実は発生していて、これが実際に、見ていただければわかると思いますが、たとえば証券化商品関連だけでも、たくさんの業務が派生して、これが機能分化しています。ただこれはいまさらのことではなくて、アメリカでは古くから機能分化が進展していたわけで、必ずしも今回だけということじゃないのです。こういう動きはやはりある種のモラルハザードを起こしやすかったというふうに思います。

それから、タイトルに「相変わらず繰り返される過剰な行動と反応」と書いたのですが、結局マーケットはオーバーシュートするものだというふうに考えたほうが良いということ。行き過ぎるのが自然で、適度というのはむしろかしい。まず「リスクの過剰な生産と移転」と書いたのですが、オプション内蔵型の商品というのは基本的に下方リスクが回避されているわけですから、当然のことながら行き過ぎることが当たり前ということになるわけです。リスクをとることが当然。エクイティ化されるということはコールオプション化することですから、基本的にそのような特性を最初から持っている性質だというふうに考えるべきです。今回のように証券化商品の中にたくさんのオプションが入っています。CDSはオプションの考え方を利用した保険で、これを利用して倒産隔離が行われているわけですが、そのオプション商品が基本的には不安定装置になっているということは明らかです。

それから、リスクを移転するというのは、結局、ハンカチ落としみたいなもので、だれかのところに回していくということで、そのスピード感のほうがむしろ重要になってしまいます。それから先ほどのマーケットの自信過剰と後悔回避というのも最初からあります。

金融技術が問題だという批判がしばしば聞かれますけれども、金融技術というのは昔から誤解によっていつも魔女狩りの対象になってきました。資料に書いてある17世紀の中盤のチューリップ恐慌。それから南海会社バブル、これによって近代会社法の成立が遅れたわけですが、それから29年の金融恐慌、これでGS(グラス・スティーガル)法が成立しました。そして、ブラックマンデーでは規制問題は比較的寛容に扱われたと思

ますが、今回の金融危機問題がどういうふうに規制に影響するのか。民主党政権がどう
いうふうに考えるのかは多少不安だというふうに考えています。

しかし、どちらにしてもマーケットは基本的にはリスクをまずは発見して、その後な
くなったら創造する段階に入りますが、現在は創造の段階に達しているわけです。創造
する行為は相変わらずチャレンジングで、かついろんなトラブルを起こすことになりま
す。しかし、これは必ずイノベーションになってその技術が定着するという繰り返しで、
高い学習コストという少し無責任かもしれませんが、長期的に見ると歴史上の
ひとつの通過点にすぎないとなるのだらうと思います。

私がちょっと心配しているのは、今後の議論として、規制・監督体制の問題がありま
す。これは岩田所長もおっしゃられていましたが、F e dへの権限集中が検討されてい
ます。アメリカは、州と連邦という二元化されている監督体制を連銀に一本化する努力
をずっとしてきたわけです。私は州と連邦の二元化の解消が進むことについては問題な
いと思っているのですが、しかし、中央銀行が流動性供給とか金融政策の当局である一
方で、同時に規制当局、監視当局であるとなると、実は問題ではないかというふうに思
っています。規制・監視当局としての責任を回避するために安易に流動性を供給する
ということが発生するのではないかと考えています。

それから金融業のあり方ですけれども、公開によるマーケット型ファイナンスの不安
定性というのがやはり出ているのだらうと思います。それから預金によるファイナンス
の安定性というのも逆に注目されました。預金者は感応的じゃないからすぐ引出さない。
それに対して株主のほうはすぐ売り逃げてエグジットするという意味では不安定です。
さらに預金にはセーフティネットがありますから安定的だということになります。投資
銀行は金融持株会社形態に移行して連銀の監視下に置かれることを表明しているわけ
ですけれども、果たしてどういう持株会社になっていくのか非常に興味のあるところ
です。

それから、格付の問題はちょっと難しいなどは思っています。結局、何を問題として
格付を評価するかということです。今の格付に問題があるということは明らかなのです
けれども、では格付評価の品質をよくすることを考えるなら、実は別に規制したからよ
くなるわけでもないのです、恐らく何の意味もないだらう。ただ単に規制が厳しくなる
ことによってその動きが鈍くなるだけ、あるいは証券化商品が出なくなるだけだと思
います。むしろ投資家たちの判断能力の問題も相当重要じゃないかと思えます。

格付に批判が集中していますけれども、スコアリングモデルを全く鵜呑みにするほう

がおかしいわけで、ああいう標準化されて単純なモデルで何ができるかと考えなければいけないわけです。ですから、モデルを信奉するというのは、特に機関投資家ですけれども、投資家側の怠慢によるものではないかと私は思います。格付会社はそれほど技術的に信用できるところでもないと思います。

金融技術に関しては、多少関与する立場にあるのでディフェンスをしたいと思います。基本的に金融技術とか金融工学のところの問題が多少あるかもしれないというようなことは否定しませんが、問題は常にあるのです。技術だから必ずあるに決まっている。なぜならば最初は必ず使い慣れてない人が技術を使うのだから、そして、広がれば未熟な人にも乱用されるようになるので問題は当然発生します。しかし、金融技術は、その基礎理論となるとそれほどの発展はないのです。

ここに少し書いたのですが、ポートフォリオ理論は59年、CAPMは64年、オプション理論は72年、73年です。それから、その後APTとかなんとかいうのも70年代の中盤、後半にかけてです。ということは、もう70年代でほとんどの理論的進歩が終わっています。これは、基本的には機関化の進展に伴って70年代中盤の手数料自由化以後の競争の過程で進展し、またERISA法の施行によって金融技術がブルーデントマンルールによって奨励されるという形で活用されて広がります。しかし、今使われている技術は私が大学院の博士課程のときに学んでいた技術なのです。そういう意味でいくと、いまだに大した進展はないのですね。モデルそのものが実用的で複雑になっているとか、あるいは応用技術が進展してくるということはあると思いますけれども、基礎理論の進歩はないのです。

技術というのは当然のことながら最初は広がるまで時間がかかって、広がり始めると今度は、そのレントを吸収する人ばかり集まるわけです。そういう意味でいけば、だんだんいい加減になってくるということなので、商品開発にそういういい加減さが出てくるということは当然だと思います。

それから、今回の問題でモノラインが提供する保険もそうですが、価格で調整するという発想がそもそも非常に不安定なのだと思います。つまり保険を掛けたから大丈夫と考えるのは基本的に非常に問題だと。保険が機能するためには確率分布が安定していなければいけない。そうすると生命表みたいなのは安定していますから、生命保険会社がそれを使うのはよくわかりますが、マーケット規模が多少広いことくらいで(確率分布が安定しているわけでもないのに)、確率的にフェアバリューとなる保険料を払ってお

けばシステムの成立するかどうかというのは明らかに問題です。ましてや、保険会社のデフォルトについて何も保証されてないとなると、これはやはり右肩上がりを前提としていたからとしか考えられません。

特にオプションの場合には、ボラティリティーが動くときとプレミアが敏感に反応して保険料が上がります。そうすると、ポジションをダイナミックにヘッジしていかなければいけないわけですが、しかし、そんなダイナミックに値洗いしているわけじゃなくて、直近のボラティリティーを使って保険料を算出する。しかし、保険プレミアムはあっという間にボラティリティーの変化によって上がっていくので不十分なものとなるわけです。

オプション理論は、連続モデルだけでなくジャンプ過程を想定しているものもありますが、その想定をしたとしてもジャンプの幅はだれも知らないわけです。そういう意味で、価格が暴落した場合にはだれもわからないということになります。ですから、こういうものを使ってビジネスにするところにもともと限界があるということになります。

こういう机上の理論を使って仮需をつくるというのは、実需に対しては当然のことながらぜいたく品なわけですから、弾力性が強く、急に膨張、急に縮小するということがあるはずだと考えられるわけです。

基本的に、金融システムは最終的にそのニーズとマッチングして初めて成立しているわけで、今回の場合はレントを追い求めてその一線を超えたとなります。ですから、金融工学と金融技術とかいう以前の問題です。まさに不正行為まで横行していたということなわけで、そこはもう明らかに取り扱う側の問題、それからやはり規制・監督の不備の問題も相当あるのだと思います。

それから、格付の問題ですが、格付ビジネスをどう規制するかというのは非常にむずかしい問題で、規制すべきだとかいうことは私も少し思ったりするのですが、しかし、実効性が期待できないのではないかというのが実は結論です。どうやったらいいのかわからないということなのです。

それで、ここに書いてあるのですが、格付というのは大体この100年ちょっとの歴史を持っているわけですが、この発生にはアメリカという国の特質が背景にあります。もともと情報生産を担う信頼できる主体があればこのような機関は要らなかったわけです。国土が大きくて州ごとに規制が違ったり、州を超えて銀行が業務を展開できな

かったということによって情報が共有できないということがその成立に影響しています。格付けのスタンスというのは最初から雑誌発行者なわけですから「意見」にすぎないと彼らは主張しているわけです。格付機関は、「自分たちは意見を言っているにすぎない、だから報道の自由と同じだ、使う人の問題じゃないか」と、こう言っているわけですが、しかしやはり皆さんも解せないのは、そうは言いながらも、この証券化に関しては最初から関与して商品が組成されているわけです。10年ぐらい前にこの話を聞いたとき、一体化してやっていますと言っていたので、私もおかしいなと思いました。それで情報生産の中立性がキープできるのでしょうかということを質問したことがあるぐらいです。ですから、マーケット関係者の皆さんがおかしく思わなかったのがおかしいというふうに私は思います。

いまだに関係者の皆さんは多分お悩みだと思いますが、単なる意見として位置づけていいのかというようなことはやはりあります。しかし、ジレンマとしては、かといって格付の存在意義を否定するわけにはいかない。なぜならば、証券化市場は格付がなければ育たなかったはずだからということです。ましてや、マーケットがあれば流通市場があるので値洗いできるわけですが、証券化商品では(流通市場がないので)できない。値洗いできないマーケットでこそ実は格付が重要な機能を果たすということなわけで、ここはジレンマになっているというように思います。

しかし、格付機関の規制・監督については、登録して一応監視できるようにしようというレベルだと思うので、まあ妥当な線かなというふうに思っています。さらに規制しろという議論もあると思いますし、不正が横行していたということもあると思いますけれども、この問題については議論にもっと時間をかけて詰めるべきではないかと思いません。格付機関は単に意見だと言っている次元ではなくて、かなり準公共財的な役割になっているのではないかというふうに思います。

最後に、公的資金注入の形について書いたのですが、できればこれはまた後で議論されると思いますので、省略してもよろしいですか。

ということで、そこだけ最後に残して、後にお話ししたいと思います。

○岩田 どうもありがとうございました。

それでは、菅野雅明さんお願いします。

○菅野 ただいま大村先生から非常に格調の高いお話をいただきまして、私もいろいろな点で「目からうろこ」でした。基本的には大村先生と私は考えを同じくするマーケットの人

間の1人でございますけれども、私はこの約1年強現場におりまして考えることがいろいろございました。

本日は、岩田所長、大村先生が問題提起された点をマーケットの現場でどのようにそれぞれ感じてきたかということをお話し申し上げたいと思います。

まず、このチャートでいろいろごらんいただきたいのですが、グリーンспан前議長が、「今起きていることは1930年代以来だ」とか「100年に1回だ」とか、かなり仰々しい形容詞で少し前に言ったときは、世の中の人にはなかなか理解しづらかったと思いますが、最近発表されている数字は、それにどうも近づいているということをいろいろ示しております。

最初のチャートでお示したのは、グローバル鉱工業生産ですが、世界全体の鉱工業生産ということになりますと今のところまだ8月までの数字しか出ていません。それを補う指標としてグローバルPMIというのがあります。PMIというのはご存じの方が多と思いますが、企業景況感のことで、世界で共通にやっているアンケート調査です。月末近くに調査して月初に発表になります。今二十数カ国がこの統計を発表しております。GDPで加重平均して1つの経済指標にしております。これが最も早く世界景気を知る指標になっております。

これで見ると、明らかに9月、10月で急落しています。8月ぐらいまでは緩やかに減速して、世界が景気後退かどうかという議論があったぐらいですけれども、もう明らかにこれは景気後退です。しかもかなり深刻な景気後退になりつつあります。時期的に言うところちょうどリーマンブラザーズの破綻、リーマン・ショックがあったときと重なってはいますが、よくよく見るとどうも、別にリーマン・ショックが引き金を引いたというよりも、その前から景気後退は既に始まっていたのが、リーマン・ショックで背中を押されたというほうが多分事実に近いと思います。

今一番我々が注目しておりますのはアメリカの雇用市場です。今週末、11月の雇用統計が発表になり、さらに数字は悪くなる見込みですが、むしろ週次ベースで出ております新規失業保険申請件数、このほうが先行性がございますので、こちらにより注目しています。これは、新しく失業保険を申請した件数が全米でどのくらいになるか、ということですが、ついに11月に入って50万件を超えました。今後もさらに上がると思われれます。2001年の景気後退、それから90年初の景気後退局面の数字をもう超えております。80年の景気後退に次ぐ水準に今なって、それに迫る勢いです。80年というのはア

アメリカがスタグフレーションになり、そこでポール・ボルカーFRBが強烈な引き締めを行ったときです。インフレを収めるための強烈な金融引き締めの結果起きた景気後退、それにかなり近い状態になっています。

そして、もう1つ今回の特徴というのは、金融と実体経済の悪循環がどんどん進んでいるということです。ここでお示ししておりますのは、いわゆるトリプルAという、一応クレジット的には一番いいAAA格の資産担保証券（ABS）が市場で売買されるときのスプレッドです。スプレッドというのはインターバンクの銀行間の金利にどれだけ上乘せされているかということですが、おわかりのように、ここ2〜3カ月急上昇いたしております。

このチャートは去年の7月のいわゆるパリバ・ショックが起きる前が基準です。サブプライムショックが起きる前のときに比べ、スプレッドは500から700ベース近く、すなわち5%から7%ポイントぐらい上がってきております。したがって、証券化をして、オフバランス化して資金調達しようと思っても、とんでもないコストを払わない限りは資金調達ができないという形になります。

ですので、この間FRBは一貫して金利を下げてきました。5.25から1%まで、もっと下げると思いますが、4%以上政策金利を下げて、末端では逆に5%ポイント以上上がってしまっているわけですから、借り手にとっては金融緩和どころではないということになります。すなわち金融政策が効かないのです。

先ほどポール・ボルカーの金融引き締めショックの話が80年の不況のときに申し上げましたけれども、これは政策当局がインフレ退治のために意図的に金利を上げたわけですからそのインフレが落ち着いて金利を下げてくれば、これで一件落着ということで、むしろ経済は安定成長に入ったわけですが、今回は逆に、金利をもう下げているにもかかわらずスプレッドが膨れてしまった。ということで、このスプレッドを縮小するにはどうしたらいいかという、これが金融当局の非常に大きな課題になっているわけです。スプレッドが広がっているというのは、もっと簡単な言葉で言うと、金融市場で参加者相互間の不信感が広がっているのです。

皆さんもおわかりだと思いますけれども、不信感を消すというのは大変なことです。たとえば、言葉づかいを間違えただけで人間関係がおかしくなります。人間関係が不信感で悪化すると、時間をかけないとなかなか回復しません。それがシステミックに今起きてしまっているわけです。

それでFRBはどうかというと、先ほど岩田所長のお話にもありましたように、バランスシートを急拡大しています。これは10月の終わりまでですけれども、この段階で2兆ドルです。今後さらに増やして3兆ドルぐらいまで行くのではないかという見方が出てきております。

中央銀行がいわば胴元になって、AさんとBさんが本来取引すべきところを、間に中央銀行が入って仲介しますから、中央銀行のバランスシートは膨らみます。それと同時に、CPFF、コマーシャル・ペーパー・ファンディング・ファシリティというのを発表して、FRBはSPVすなわち特別目的会社を経由してCPを買い始めました。

さらに、一昨日、アメリカの財務省が、アメリカ住宅公社の債券、そこが保証しているMBSという住宅ローン担保証券、これを直接買い取るということを発表しました。また、Fedは、ABSという消費者ローンの裏づけとなっている証券を持っている金融機関に資金を貸し付けるということもしています。いかに資産担保証券のスプレッドを縮めるかということが金融政策の目的になっております。

実は今週に入ってようやくポジティブなサインが出てまいりました。アメリカの景気が回復するためには何が必要かということ、住宅投資の回復でして、そのためにはやはり住宅ローンの金利が下がらないといけないのです。ところがこれまで、金融緩和をしても住宅ローンの金利が全然下がらないということがありました。長期金利が下がらないうえに住宅ローン担保証券のスプレッドが下がらないのです。ただここに来て長期金利もようやく今下がってきました。そしてスプレッドも徐々にですが下がり始めました。その結果住宅ローン金利は5%をついに切りましたので、そういう面では明るいサインがあります。

ただ、実体経済はむしろこれからさらに悪くなります。来年の第1・四半期は非常に大きな谷になります。先ほど申しましたように雇用が非常にこれから悪くなります。それは日本も同じです。

日本について少しごらんいただくと、実は日本の経済指標については、これを見れば日本の景気が一目でわかるという指標は余りないのです。昔は日銀短観が注目されていましたが、最近は日銀短観の精度が少し落ちています。というのは中小企業の収益がかなり悪くなっているのです、日銀短観のカバレッジだけでは不十分という状況になっています。我々が見ている限りにおいて、一番いい景気指標は商工中金が発表する月次中小企業景況判断指数です。これは毎月月末に発表されますが、この指数水準と

GDPの前年比の相関が非常に高いことがわかってきました。

両者を合わせてみますと、GDP前年比はマイナス2%となります。これを第4・四半期の前期比に直すと、マイナス4%近い数字が出てきます。もし11月、12月の商工中金の数字がもっと悪くなれば、GDPはさらに悪くなるということになります。

マイナス2%というのは、ちょうど98年の金融危機が起きた直後の日本経済の姿です。今回は金融危機がないにもかかわらず、1998年金融危機直後と同じぐらいのショックが来ています。そして、今回はグローバルなショックが日本に波及していますので、これから輸出が激減してくる可能性が高いと思います。

一方、雇用関係は意外と頑張っています。ほかの指標が2001年ないしは97、98年の景気後退期並みの悪化を示している中で、この労働力調査で示されている雇用者数はようやく前年並みぐらいまで落ちてきていますが、伸びがとまった程度です。それから従業員5人以上の事業所を対象とした毎月勤労統計は、まだ前年比で雇用が伸びています。新聞などで報道されているように、自動車関連では期間工を削減し始めました。しかし、その系列の下請け中小企業ではまだ削減を始めていません。この年末から来年の1-3月にかけて雇用市場がようやく悪化してくるという状態だと思います。

また、内需で一番景気に敏感なのは設備投資ですが、設備投資の循環は、90年のバブル崩壊後は対GDP比率でみて16%ぐらいが上限で、下限が13ないしは14%という、割ときれいな循環をしています。2008年央までには上限の16%まで上昇しましたので、こうした循環的側面から見ても、これからは設備投資が減少するでしょう。

なお、今回の景気の後退の特徴のひとつは、輸送機械、すなわち自動車産業が大きくダメージを受けています。これほどまでに自動車メーカーが打撃を受けた景気後退というのは過去ありません。

自動車産業は、日本経済をこれまで牽引してきましたが、世界的な自動車に対する需要減退の背景として世界の金融混乱があります。日本の自動車メーカーも今回は無傷ではられません。アメリカの自動車メーカーほどではないですけれども、日本の自動車メーカーもやはり大変大きなダメージを受けているということです。

輸出企業は円高による収益減少という問題にも直面しています。もっとも、「円高」という言葉をメディアでよく目にしますけれども、実質実効為替レートで見ると円はようやく歴史的な平均レベルまで戻りつつあるというところでありまして、むしろこれ以上円高になるとようやく円高かなということです。ただ、歴史的に見てさら

にもう一段円高に進む可能性は残されています。

消費者物価については、原油価格次第の側面はありますが、来年の後半にはコアCPI前年比はいったんはマイナスになる見込みです。先ほど岩田所長のほうからデフレのリスクというふうに言われましたけれども、我々も来年の後半には消費者物価はもうマイナスになっていくと思っております。

最後に、もう一度アメリカの状況を振り返ってみたいと思います。お二人のお話でおわかりのように、まずアメリカでは住宅バブルが崩壊しました。それから次にクレジット・バブルが崩壊しました。さらに、今3つ目のバブル、家計の債務バブルが崩壊しようとしている、というのが私の理解であります。

どういうことかということ、アメリカの非金融部門の債務の名目GDP比率は80年代の半ば以降一貫して上がってきております。ここで特徴的なのは、この債務を増やしているのは企業ではなくて家計なのです。これがアメリカの家計の債務バブルと呼ばれているものです。そして同じことを日本でみますと80年代後半には企業部門が債務を拡大しました。

ご存じのように、90年に日本の資産バブルというのは崩壊したわけですが、日本の企業の過剰債務が解消に向かったのは、97年なのです。91年から97年までは、債務比率の上昇はとまりましたけれども、その後は横ばいでした。97年の金融危機以降始まった企業債務の圧縮のプロセスは2006年までかかりました。ですから、その約9年か10年これがかかっております。

その間、民間の過剰債務を減少させる過程では痛みが出るわけですので、その痛みを埋め合わせるために政府が赤字を大幅に増やしていったわけです。

ところが、私の個人的な見解ですが、政府が債務を増やすときに日本は間違ったケインズ政策をしたと思っております。すなわち、社会福祉政策と景気対策を混同し、採算の取れない公共事業を増やしてしまった。いわば社会主義国のように、政府が赤字事業に予算を割いたので、今そのツケを我々が払わされていて、日本の潜在成長率が大きく落ちてしまったというように私は思っております。

それで、もう一回アメリカに戻りますが、アメリカの家計貯蓄率の図にご注目ください。

80年代の半ばまでは、家計貯蓄率はおおむね横ばいでした。10%ぐらいで安定的に推移してきたわけです。それが85年から2005年にかけてずっと右肩下がりに落ちてき

て、ついに家計の貯蓄率は0になりました。その間、米国の過剰消費体質というのは続かないと言われながらも、アメリカの経済成長率は日本をはるかに上回って、そしてアメリカは双子の赤字をつくりながらもアメリカに資本は還流していき、ドルは価値が守られたという構図があったわけですが、このメカニズムが今まさに崩壊するかもしれないというリスクに直面しているわけです。

西洋のことわざに、ラクダの背中の上にワラをずっと積んでいくと、最後の1本のワラでラクダの足の骨が折れてしまうというのがありますが、どうやらその最後の1本のワラを乗せてしまった感じがあるのです。これが家計の債務バブルの崩壊です。ということは、これからこの調整が始まるわけで、米国の家計貯蓄率は上がっていくと思います。

今振り返ると、過去20年間というのは、世界経済はアメリカ経済の過剰消費の上に繁栄を謳歌していたという見方もできるわけです。ところが、今後はアメリカの消費に世界経済の牽引役を期待できないという状況になっていますので、そういう状況を目の前にして、株式市場がショック状態にあるというのは、ある意味では当然の反応なのかもしれません。

アメリカ人が借金をして何を買っていたのかというと、一番大きいのは住宅です。2番目が自動車です。3番目にいろいろな耐久財家電、こういうものを買っていたわけです。ですから日用品はその中では一番被害が少ないと思いますけれども、住宅や自動車が売れなくなるのはある意味当然です。

アメリカの家計は、自動車を購入する場合、平均的に見て、50%強がいわゆる自動車会社のファイナンスカンパニーからお金を借りています。頭金は20%弱です。30%はいわゆる一般の金融機関からのローンなどです。ところが、従来は証券化により自動車ローンをリファイナンスしてきた自動車会社系ファイナンスカンパニーが、証券化市場の崩壊により資金手当てが困難化したため、自動車ローンの組成が困難になっており、その結果自動車が売れなくなっているのです。

米国の家計貯蓄率に関しては、来年の終わりには4~5%まで上がり、2010年の終わりに漸く7%程度まで上昇すると見ています。ただ問題は、どこまで上昇すれば新しい均衡点なのかというのはだれもわかりません。

それから過去のバブルというのは、先ほど大村先生のほうからお話もありましたけれども、基本的には企業のバブルであり、それから金融機関のバブルであり、国・政

府のバブルだったのです。家計のバブルがはじけたというのは今まで余りないのです。ですから、そういう意味でも余り歴史的に前例のないことが起きています。

それから、今回の1つの問題は、住宅バブルというのは過去何回かあったのですが、金融システム自体がバブルになっていたのです。すなわち、金融システムの中に証券化とかデリバティブとかいわば錬金術みたいなものがあって、これは大村先生がおっしゃるように金融工学が悪いのではなくて使い方が悪かったのだと思いますが、結果としてみるとリスクの評価が間違っていたということが、今になってわかってきました。言い換えると、経済システム全体として過小資本になってしまったということでもあります。そしてそれが先ほど言った不信の構図の原因なのです。

先ほども申し上げましたとおり、米国の家計債務の圧縮過程は今後少なく見ても3年程度はかかる見込みです。これは最短です。20年かけてバブルをつくってきたのを3～4年で調整できるかという、私は3～4年でできたら御の字だなというふうに思います。

ただ、気をつけていただきたいのは、3～4年ずっと景気が悪いということではないです。日本の例を見てもおわかりのように、企業がバランスシート調整をやったときも、99年、2000年のように一時的に景気が回復したこともあります。結局、日本の株価のボトムは2003年ですので、先ほど2006年で日本の企業の債務調整は終わったと申しましたけれども、重要なのは市場の観点からすると、どこでバランスシート調整が終わるのかということが見えてくれば市場はそこでポジティブに反応します。市場は常に先を見ているからです。しかし、残念ながら今のところはまだ先行きが見えてないという状況なので、まだ市場はポジティブに反応できてないということです。

これからは、余りにも状況が悪過ぎるので、その分世界各国が尋常でない手段を次々に発表してきています。中国が大幅な利下げと4兆元の景気対策、昨日もユーロで25兆円、それからアメリカでも8000億円の景気対策などを発表していますので、ようやく若干の明るさが見えだした感があります。ただ、オバマ政権に対する市場の期待が少し私は過剰ではないかと思っています。また、目先は、ビッグ3の救済などの難問がオバマ政権を待ち構えています。

最後に、米国が直面している問題をやや長い目で見てみると、一番大きな問題はこの家計部門の貯蓄率の問題をどうとらえるのか、そしてグローバルにはアメリカの過剰消費に頼っていた世界経済の発展を何によって代替するのか。日本で起きたように、

アメリカでも痛み止めのために財政の赤字というのは急拡大すると思います。問題はアメリカの財政支出の拡大が将来のアメリカの潜在成長率を引き上げるような政策になるのかどうか。日本のようにかえって資源の配分をゆがめてしまうのかどうかは問われています。日本では90年代に巨額の公共事業を長期間執行した結果、建設業者の数が大幅に増加し、いまだに建設業で働く雇用者の数が8.5%という、先進国では例のない高さとなっているわけで、失業対策と称してさらに公共事業を打たなければいけないというような話にもなっています。こうした政策の弊害をアメリカ政府は回避しながら財政支出の拡大をできるかどうかとも問われています。

次に、金融市場の今の不信感、これを本当に断ち切れるのか。日本の場合にはある意味では隔離されていまして、日本だけの問題だったのですが、アメリカの場合には、世界の中心の国ですから、アメリカを助けられるほかのプレーヤーというのはいないわけです。ですからむしろ日本よりは状況は厳しいと思います。

そうこうしている間に、新興市場国のほうにこの悪循環が広がってしまわないか。本当にIMFだけで大丈夫だろうか。日本が10兆円IMFに資金拠出した程度で新興市場国がこういう渦に巻き込まれないか。

さらには、アメリカの財政赤字がこれから増えていくという中で、アメリカの国債をだれが買うのか。ドルの暴落が起きるのかどうか。日本の場合には幾ら日本の政府が赤字を増やしても、日本は経常黒字国でしたから、国内でファイナンスできました。それは国内の投資家が日本政府をそれなりにまだ信じていたわけですがけれども、今回の場合にはアメリカの国債を買う海外の投資家が、アメリカの国債を本当に信頼できるかどうか、この問題になります。

今後は世界の経済問題が話し合われる場としてはG7からG20に移っていくと思いますけれども、7カ国が20カ国になって、上手く合意できるのかという気がします。前回のG20を見てもわかるように、中国とかインドとか、そういうところは先進国に文句ばかり言っています。彼らの立場、先進国に責任転嫁して一種のフリーライダーを志向しているようにも見えます。コストは全部先進国が払え。環境問題もそう、知的所有権もみんなそうなのです。ですから、彼らが真剣に本当に新しい21世紀の秩序をつくるというふうに思わないと、本当の新しい秩序はできないのではないかなど、少し余計なことを申し上げまして終わりにさせていただきたいと思います。

ありがとうございました。（拍手）

○岩田 どうもありがとうございました。

それでは湯元審議官をお願いします。

○湯元 私の方からは、今まで皆様のおっしゃったこととなるべく重複を避けつつ、今回の金融危機が発生する前後の政策対応の評価と、G20でも主要な政策課題となった幾つかの重要な論点、これは今日後ほど恐らくディスカッションのポイントになりますので、少しそれを先取りさせていただくようなことになるかと思えますけれども、クレジット・デフォルト・スワップの問題ですとか、時価会計の問題、あるいは規制・監督の問題、格付機関による格付けの問題・・・これは先ほど大村先生からご指摘がございましたけれども、そういった問題について私見を述べさせていただきたいと思っております。

まず、今回のサブプライム問題に端を発する金融危機が発生した根本的原因ですが、既にいろいろなご指摘をいただいておりますが、一言で言えば、緩和的な金融環境が続く中で、各経済主体の規律が極めて緩んだ結果、非合理的な行動が起きたということに尽きるかと思えます。バブルというものは常に非合理的行動によって生み出されるものです。金融機関は貸出規律が緩み、住宅ローンなどで審査・モニタリングが非常に不十分なまま貸し込んだ。その貸出債権を投資銀行などは証券化あるいはデリバティブという手法を使ってリスク分散を図ったわけですが、結果的にはリスク分散になっていなかったといった問題。それから格付機関、金融保証会社の問題。彼らは、高格付けや保証によって高収益を獲得したわけですが、利益追求が行き過ぎた結果、利益相反やモラルハザード的な動きが蔓延してしまったと思えます。さらに、投資家は、先ほどご指摘もありましたけれども、格付機関の格付や金融保証会社に対して過度に依存した投資行動をとっていたという問題もあるかと思えます。今回の危機をもたらした最大の問題は、金融機関自身がオフバランス取引を利用して過剰なレバレッジをかけたこと。ヨーロッパでは特に資金調達構造が、短期で調達をして長期で運用するといった脆弱な構造のまま過剰なリスクテイクを行っていたといった点が指摘できるかと思えます。

以上を一言で言いますと、金融技術革新というものをそれぞれのプレーヤーが過信し、金融機関が行き過ぎた利益の追求あるいはリスクテイクを行ってきたということに尽きるかと思えますけれども、他方で金融機関のリスク管理の甘さを許した規制監督当局の問題も無視できないと思えます。規制監督当局が現在の金融技術革新のスピード

の速さに全くついていけなかったということで、今回のG20でも、そうした問題点を総括して反省しているわけでございます。

詳しくはまた申し上げますけれども、例えば投資銀行については、SECが投資家保護の観点からいろいろな監視をしているわけでございますけれども、プルーデンス政策という観点からしっかりと見てきたかという点、必ずしもそうっていなかった面がございますし、それからCDS、クレジット・デフォルト・スワップの問題も、これに対する規制なりルールというものが全くない、ある意味完全なブラックボックスで、野放し状態で一部投機の対象にもなっていたという問題が指摘できようかと思えます。

このクレジット・デフォルト・スワップの問題は、私は今回の危機発生の原因を生み出したという意味で、非常に罪が大きいと思っております。皆さんの手元の資料で見てくださいなのですが、18ページ目をごらんいただければと思います。

最近いろいろと新聞等にも出ておりますのでご案内の方も多いかと思えますけれども、基本的にCDSは、社債や証券化商品などの元利払いを保証する取引、保証契約に似ているわけですが、少なくとももともとは、例えばA社の社債を100万円持っていた投資家がA社がデフォルトするリスクが高まったと認識した時にこのクレジット・デフォルト・スワップのプロテクションというものを買うことでヘッジをするといった形の契約で出来上がってきたものだと思いますけれども、これ自体が逆にデリバティブでございますので、実際にA社の社債を持っていなくても、逆にA社が倒産する確率が高まったというふうに判断した場合に、手数料を払って、倒産したときにその社債の元本相当額に相当する金額をもらえる。ある意味デフォルト・リスクの賭けゲームであるというのがこのCDS、スワップの本質、実態だろうと思えます。

そういうことで、実際に社債を持ってない投資家もどんどんこういうものを売り買いしたということで、この棒グラフにもありますとおり、昨年末で62兆ドル、6,200兆円という途方もない金額まで膨れ上がったわけでございます。

こここのところは、今後どう対応すべきかという点は後ほどご議論になろうかと思えますので、このあたりにさせていただきたいと思うのですが、19ページをめくっていただきますと、このクレジット・デフォルト・スワップで、特にリーマンブラザーズが破綻してから大きな金融危機に波及したわけでありましてけれども、リーマンブラザーズがCDSに深くかかわっていたということで、左側の表にもカウンターパーティ

一ということで、ベスト10の金融機関名が入っておりますけれども、欧米の主要な金融機関、メインプレーヤーが全部入ってきているわけでありまして、このクレジット・デフォルト・スワップの売りと買い、特に売りの方は破綻したらすべてそれは元本保証しなくちゃいけませんから、リーマンブラザーズも売りの方を相当持っていたと言われておりますし、それから公的管理下に入りましたAIG、これが相当大きなポジションを保有していたということで、これが大きな市場の不安定要因になってしまっていたということでございます。1つ破綻しますと、その影響で次々とドミノ倒しのように金融機関が破綻するのではないかという不安が一挙に広がったということが金融危機を拡大させた原因だと思います。

CDSが1つのきっかけとして金融危機が起きているわけですが、今回、もともとサブプライム危機と言われたものがどうして深刻な金融危機にまで発展してしまったのかということをご私なりに整理してみますと、まずアメリカは危機に対して非常に果敢に、スピーディーに対応できる国だということは疑いないところでありますけれども、やはり今回は対応のまずさが相当目立ったのではないかと思うわけでございます。

それからヨーロッパでは、どちらかというところこのサブプライム関連の危機で金融機関の破綻や国有化が起きましたけれども、サブプライムだけでなくヨーロッパ固有の問題も抱えていたと思っております。それは、例えばイギリス、スペイン、アイルランドといった国でもともと住宅バブルが発生して、それが破裂したという側面もございますし、先ほどレバレッジの話が出ましたけれども、レバレッジは実はアメリカの金融機関よりヨーロッパの金融機関の方が高い状況にありまして、短期資金で調達を行って長期で運用するといった調達・運用構造の金融機関が破綻や国有化される形になったわけでありまして。

それから、アメリカに戻らせていただきますけれども、CDSを発端とする市場の不安が大きく拡大した後、最近では株式市場などは少し戻っていますし、短期金融市場も少し改善しており、金融資本市場の混乱はやや落ち着いています。10ページ目をごらんいただければと思いますけれども、短期金利、LIBOR3カ月物はピークで4.8%まで上昇しましたが、これが足もとでは2%強に低下してきており、資金調達のところは少し安定してきていると思います。ただ国債金利はほとんどゼロ金利に張りついており、「質への逃避」の動きは続いています。短期金融市場は落ち着きはしていますけれども、必ずしも不安が完全に解消しているわけではないということだと思

います。

ただし、社債のスプレッドの方は、シングルB、ダブルBあたりはものすごく上がって、なかなか落ちない。それから株式市場の不安心理をあらわしますVIXインデックス、これについても歴史的な高水準に張りついており、なお不安定な状況にあることは疑いないと思います。

さらに、今回の金融危機で、やはりサブプライムの損失が予想以上に膨らみ、金融機関の損失の問題が一向に解決する気配を見せない最大の理由も、サブプライム関連の証券化商品の価格が急落したまま改善していないということにあります。

12ページの図をごらんいただきますと、最も格付の高いトリプルAでも最悪期は2007年1月を100とする指数で見ると、足下30という水準まで落ち込んでいる、つまり70%も下落している。ごく直近では、ここ数日のアメリカの矢継ぎ早の対応によって少し値を戻しておりますけれども、なお65%ぐらいの下落になっているということでございます。

それから、トリプルBとかシングルAになりますと、惨憺たるものでありまして、93%から97%の下落、ほとんど価値がないといったような状態になっております。この証券化商品の価格が回復する望みが本当にあるのかどうか、非常に危惧されるどころかと思えます。

今回の金融危機は、デレバレッジ、すなわちレバレッジを大幅にかけて、それを急速に外す動きが世界中で広がり、それが世界の金融・為替市場の大きな変動につながったわけでございますけれども、これは22ページをごらんいただきますとわかりますとおり、アメリカとヨーロッパで少し動きが違っています。アメリカは急激に2008年にかけてレバレッジが高まり、平均的な銀行でも30倍近く、高いところだと30倍以上に上昇し、その後、レバレッジの巻き戻し、デレバレッジが急激に生じて足下で22倍程度に水準が落ちている形になっております。

それから、イギリス、ドイツ、フランスなど、ヨーロッパでは、アメリカよりレバレッジが低いように見えますが、これは目盛りが違ってありまして、大体イギリスで中間的な銀行で33倍、最も大きくかけているところでは60倍というような数字になっております。ドイツ、フランスでも平均で41倍、最もかけているところも60倍以上、これはデータの関係でまだ足もとでどれぐらい巻き戻しが起きているかがはっきりしない面がありますけれども、欧州の銀行でデレバレッジがさらに起きてくるというこ

とになりますと、金融資本市場への影響がさらに深刻化するおそれがある。

こういう中で、下の図にございますとおり、アメリカ、ヨーロッパでも非常に厳しい信用収縮が起きているということでありまして、今、金融の危機と実体経済の悪化がスパイラル的に生じ始めている、これをどうやって断ち切るのかが、現在の危機がいつ頃収束するのか、来年中に何とか収束するのかどうかというところのかぎを握っているのではないか。菅野さんから3～4年はかかるのではないかというようなお話がございましたけれども、ここが止められませんか、確かに危機が長期化する懸念も十分にあるということでございます。

それから、アメリカの政策対応、先ほどアメリカにしてはうまくやれなかったということを申し上げました。特に7,000億ドルの金融安定化法をめぐって、これは岩田所長からもご指摘がありましたけれども、実際は不良債権の買い取りをするということで法案を何とか通したわけですが、市場が待ってくれなくて、資本注入をしなければ危機は解決しないというようなムード一色になった結果、とりあえず7,000億ドルのうち主要行に2,500億ドルを注入しまして、その後、地銀等に300億ドル、それからA I Gに400億ドル、さらにシティの救済で200億ドル、大体半分の3,500億ドルぐらいを資本注入で使っているといったような状況です。その後、11月12日に、私は言わなければよかったのだと思うのですけれども、ポールソン財務長官が残りの3,500億について、必ずしも資産買い取りは好ましい方法ではないといった発言をされまして、それが先ほど言いました証券化商品の価格の一段の下落につながったわけでございます。このあたりはアメリカもスタンスが少し迷走しているところがあると思っております。

ただ、個別金融機関に対する対応としては、7ページに戻っていただきますと、A I Gの新しい1,500億ドルの救済の仕組みができて、ニューヨーク連銀が最大525億ドルを拠出して、住宅ローンの証券化商品と、クレジット・デフォルト・スワップ部分、これを受け皿会社をつくって移すということですから、これは事実上資産買い取りをし始めるということでございます。それからシティグループの救済に関しては、不良資産3,060億ドルについて、これは買うとまでは言っておりませんが、損失が出た場合に10%をシティに負担させ、残り9割を政府が保証するといったプログラムを出してきたということです。その後25日にG S E s が保証するM B S を直接F R B が買い取るといったような大胆な政策も出てきて、このところ少し市場の安心感も出てきたということかと思えます。

ただ、これは別に不安心理をあおるつもりは全くありませんけれども、A I Gの支援にしても、C D Sの残高自体は4,400億ドルあると言われておりますけれども、そのうちの300億ドルを切り離すといった程度の話でありますし、シティの方の不良資産3,060億ドルは現時点での見積りなのだと思いますけれども、トータルの資産は2兆ドルを超えているわけでありまして。それから一説には、オフバランスで1兆2,000億ドル以上の簿外資産があると言われておりますので、そういう意味でこれが完全無欠の対策では決してないということかと思っております。恐らくこの数字自体はどんどんこれから膨らんで、変わっていくようなこともあり得ると。

そうなりますと、最終的にはこのツケは、F R Bのバランシートの拡大のお話がございますけれども、当然アメリカの財政赤字、これは今の見積りでも4,000億ドルを軽く超えておりますけれども、これまでの対策等による影響と合わせると、軽く1兆ドルを超えるような規模になるわけでありまして、まさにこれから先はドルの信認の問題につながっていくリスクがあるというふうに思っているわけがございます。

あと、2つ目のポイントとして、先ほどの2ページに戻っていただきますと、時価会計をめぐるやはり混乱があったことは否めないと思っております。詳しくは後ほどご議論されると思っておりますので、エッセンスだけ申し上げますと、アメリカでは金融資産の時価会計を行う際に、資産を3つの区分に分けるということでございます。25ページをお開きいただければと思いますが、レベル1、レベル2、レベル3とあって、レベル1は普通のマーケットで価格が存在している、マーク・ツー・マーケットと言われるものであります。それからレベル2については、マーケットの価格はないのですが、類似資産の価格があるということで、それを見て一応時価に近いものを出せるということで、マーク・ツー・インデックスと呼ばれているもの。それからレベル3ですが、これは市場価格が存在しない或いは値がつかないので、一定の信用リスクモデルなどを使って期待回収額をはじき出すようなやり方で資産を計上するというものがマーク・ツー・モデルでございます。

実は去年の11月15日にアメリカはこの時価会計基準の厳格化を図る通知を出して、極力レベル1、レベル2でやるようにとの通達を出したのですが、それが金融機関の追加的な損失拡大にもつながった面もありまして、結局今年に入って、特に秋口以降はスタンスを変えて、これは大変なことだということで、市場の混乱が原因でマーケットの時価がどうしても見出せないようなときには、金融資産の評価をレベル3資産

として計上していいですよという、時価会計基準の弾力化を行いました。この右側のグラフにありますとおり、特に商業銀行の方が大きいのですが、結構レベル3資産が積み上がるというようなことが起きたわけでございます。

それから、ヨーロッパの方でも、同じような運用をしてきたわけですが、特に注目されますのは、金融資産の保有目的を弾力的に変えられるように基準を弾力化する旨を10月13日に表明しておりまして、「希な状況において」という解釈の難しい言葉が使われているわけですが、この「希な状況において」は保有目的を時価評価しなくてはいけない売買目的から、時価評価しなくてもいい満期保有目的に変えてもいいと、かなり裁量性も入るような内容となっております。しかも、この決定をしたのは10月13日ですが、7月1日にさかのぼって時価会計緩和を適用したということで、これは新聞報道ですが、大体日本円にして5,000億円ぐらいの評価損失を回避したということでありまして。ただ投資家にとってはその分不透明さが増したということで、決してこの時価会計の弾力化が問題の本質的解決には少なくともつながらない、一時的に厳しい状況を緩和する程度の話だろうということかと思っております。

それから、この時価会計に関しては、最初に岩田所長の方から、2兆8,000億ドルの時価評価損が世界全体で出ているというご説明がありましたが、これはバンク・オブ・イングランドが出した推計値で、10月20日時点ですので最も影響が大きかった時点の推計だと思っておりますが、これが半年で大体2倍に拡大しているわけでありまして。

28ページ、細かい表で恐縮なのですが、実はこのサブプライム関連の証券化商品や関連の商業用不動産担保証券、そういったもの以外のいわゆる投資適格社債ですとか高利回り社債、特に先ほどスプレッドがものすごく拡大していると申し上げましたが、それによって当然価格が急落しているわけでありまして、合算で見ますと、投資適格社債と高利回り社債の合計を世界中で時価評価損を合計しますと1兆9,000億ドル、半分以上がそちらで出てしまっている。つまり、もともとの根源はサブプライム関連の証券だと思っておりますけれども、これだけマーケットが世界中で下がりますと、社債関係も全部時価評価損が出てしまう。ここら辺は、時価会計がそもそも本質的に持つ問題点が一挙に出てきている。これを全部時価評価損を出して償却しろということが本当に適切なかどうかという問題を問いかけているのではないかと感じております。

それから、格付機関の問題でございまして、これはいろいろ批判があるところでありまして、規制の強化という方向に世界は向いているわけですが、どういうこ

とでこの批判が出てきているのかを整理しますと、3つポイントがあるかと思います。

1つは、格付機関の格付手法そのものが果たして妥当だったのかという問題、これはいろんなモデルを使ってやっていますが、そのモデルの内容や妥当性について、きちっとした検証をしていたのかどうか、リスク要因をしっかりと把握していたのかどうか。必要かつ十分な情報を入手してそれを織り込んでいたのかどうか。それから住宅バブルになっているのではないか、デューデリジェンスがきちんとされているのかどうか、あるいは住宅ローンめぐって不正が横行したのだけれども、そういう点も勘案したのかどうかといった点については、厳しい批判があるわけであります。

アメリカではかつて住宅価格が一度も下がったことがないといったような前提でモデルが組み立てられていたという面があるかと思いますが、裏づけとなる資産のデフォルト確率もある時点で急激に上昇するといったことも十分勘案されていなかったとの指摘もあります。

それから、利益相反の問題。これについては、格付をしてくださいという会社から手数料をもらって格付をするという、*issue-pays model* と言われておりますが、これ自体がそもそもいい格付を付与するインセンティブを与えるわけで、利益相反になっているということかと思えます。

それから、投資家自体が過度に格付機関に依存した問題。これに対しては、やはり投資家に対してしっかりと情報開示をしていくという方向で対応してきたわけですが、モデルの中身や妥当性について、格付書の中身のところでディスクロをちゃんとしていたのかどうかということ。それから格付というものの意義を投資家に対して正確に知らしめていたのかどうかといったようなご指摘などがあります。また、ストラクチャード・プロダクツと言われる仕組み商品について、どういう前提で、どういうシナリオで、前提がどう変化すると質はどう変化するのかということを投資家に十分説明していたのかどうかといったような点が問題視されているということがございます。

格付の問題は、大村先生からもご指摘がありましたように、規制を強化すれば問題はすべて解決するのかということ、そういう話では決してないと思えます。ただし、少なくとも、利益相反行為については、しっかりと対応しなければいけない話で、問題外の話だと思えます。

この利益相反については、もともと野放しになっていたわけではありません。既に

アメリカでも2007年に信用格付機関改革法が成立した他、IOSCO、証券監督国際機構が基本行動規範改訂版というものを出しまして、この利益相反行為を厳しくチェックする体制を整えていたはずなのです。それが結果的にはそうになっていなかった、チェックが甘かったということでありまして、そういう意味ではこの点はしっかりやっていないといけないと思います。

ただ私は、格付の手法や内容にまで当局が立ち入るというのは、そもそも格付制度そのものの根幹にかかわる問題であって好ましくない。投資家の自己責任との兼ね合いで適切な対応をしていくべきじゃないかなと。この問題はこれから詳細に議論されていくと思いますが、私としては良識ある規制と運用が極めて重要だと考えているわけでございます。

以上、金融危機を深刻化させた幾つかの問題点を指摘させていただきましたけれども、最終的に、実体経済と金融との悪循環にいつ頃歯止めがかかるのかについては、今の時点で見通すことは非常に難しいのですが、基本的にはまず金融市場が安定する、信用収縮が収まるということが第1ステップとして必要だと思います。

それは日本の経験から見まして、岩田所長のご指摘がありましたけれども、今アメリカは不良資産をバランスシートから切り離していない状態で資本注入をしている。これが日本の公的資本注入と異なる点であります。日本では厳格な資産査定をしましたが、現在の金融危機において資産評価の問題は時価評価の問題とも絡みますので、日本の貸出債権をディスカウント・キャッシュフロー法で時価評価したのと比べますと、問題がより複雑になってくるという点が指摘できるかと思いますが、そこをしっかりとやらないと市場の安心感は出てこないと思います。

第2のステップとして、問題の根本は住宅市場の悪化から始まっていますので、市場がポジティブなサインと受けとめるのは、やはりこの住宅市場で下げ止まりのサインが出てくる必要があると思います。先ほど菅野さんをご指摘のとおり、住宅ローン金利や長期金利が少し下がり始めたというのは、そういうポジティブなサインの兆しかもしれない。家計の住宅取得容易性、アフォーダビリティ・インデックスなどを見ると、少し持ち直しているところもありますので、ここが先行きどのようになっていくのがポイントだと思います。

それから3つ目のステップとして、今、新興国にも金融危機が波及して、IMFが融資・支援しないといけない国が出てきていますけれども、この新興国経済の悪化に

対して歯止めをかける。これはG20でもコンセンサスが得られたところでありませけれども、新興国自身も、財力のあるところは、中国のように大幅な景気対策がやれるわけですが、そうじゃない弱小国も多々あるわけでありまして、それに対してサポートしていかないと、日本も新興国向け輸出で景気の悪化を最小限に食い止めてきたところがありますけれども、そこに歯止めをかけていかないといけないということだと思います。

そういう意味では各国の政策対応自体にもまだまだ時間がかかる部分があると思いますし、実体経済の回復までにもまだまだ時間がかかると思いますので、私も最低でも1年ないしは2年ぐらいの影響は残るというふうに考えている次第でございます。

以上で終わらせていただきます。（拍手）

○岩田 どうもありがとうございました。

これで一通りパネリストの先生方からお話しいただいたのですが、会場とのクエスチョン・アンド・アンサーズは15分ほど残したいと思っているので、それまでの間に今のご発言の中で少しづつ言い足りなかった点がパネリストの方々、おありになるのではないかと思うので、そこを補足していただいた後、会場の方々からご意見とか、あるいはご質問をいただきたいと思います。

最初に大村先生のほうが、実は時間を気にして、公的資金のところ、日本の経験が役に立つのかということについて十分にお話をいただけなかったもので、まずそこから始めていただけますでしょうか。

○大村 公的資金注入については、最初に結論を言うと、別に効果がないなんてことは言ったこともありませんし、思ってもいないのですけれども、日本の経験がそれほど役に立つのかという疑問を持っているというのが私の主張です。

アメリカの対応については、先ほど申し上げたように、政権のかわり際にしては、なおかつ実態をとらえていないという前提のもとで、よくあそこまでやったというふうには、私は逆に過大評価をしています。日本だと同じ国民を助けるのだという発想があると思いますけれども、アメリカは要するに世界の人種が集まっている異質的な社会です。また、所得階層についても、たとえばマンハッタンで非常に低い、出前で暮らしているような人と、若いのに何億円ももらっている人もいるわけです。さらに何十億、何百億とももらっているリッチスターンと呼ばれる人々がいるわけで、こういう人との間では合意が取りにくいはずで、特に最近のアメリカの傾向というのは、C E

〇が最高の金持ちということになっています。メーカーも含まれますけれども、特に投資銀行とかヘッジファンドとか、そういうマーケット関連の人たちがリスクをとって儲けた後に、そのリスクのツケを何でおれたちが払うのだという、そういう発想が当然一般のアメリカ人にあるはずです。日本であんな少額の住専問題でも合意がとれなかったわけですから、なかなか大変だったと思います。住専でもあのときにもっと資金を注ぎ込んでおけばと悔やまれているぐらい機を逸したわけですが、アメリカの場合には、その対応の迅速性は評価できるというように思います。ただ対応に一貫性がないというのは少し問題じゃないかなと。不整合性があるというのが問題じゃないかなと思っています。

先ほど岩田所長がおっしゃられたので、当初の経緯のことはわかっていらっしゃるのでもいいと思いますが、基本的には98年3月の1.8兆円の注入から2003年のりそなホールディングスへの2兆円の公的資金による資本注入のことについて申し上げます。銀行への資本注入、まずは98年3月の奉加帳方式で注入されましたが、これはほとんど効果がなかったわけです。皆さんお手元の資料を見ていただいたほうがいいかもしれませんが、一番左のほうに示されていますがほとんど市場は反応していません。これは窮状のシグナルが出ることを恐れて均一の奉加帳方式でどこも正直な額を申請しなかったということによるものです。

その後、99年3月、早期健全化法で15行、7.5兆円の資本注入、これは東京三菱銀行だけが手を挙げませんでした。この99年の注入に対してはマーケットはこれを好感して株価は上がっているのです。

私も当時は、株価がいつ上がるか下がるかとしょっちゅう見ていたわけですが、その後ピークを打った後の状況というのは、ずっと下がりっぱなしになっています。実は注入をもう一度したいというふうに当然考えるわけです。特に地銀の問題もあって、これから再注入したい、統合するのに再注入したいというように、竹中大臣もそういうように考えていたのだと思いますけれども、しかし、注入の合意は残念ながらとれなかったという状況でした。

ということなので、結局何をやったかということ、ガバナンスをかけるということをやった。そのためにぎりぎり規律づけをやるということになって、この再生プログラムがあります。特別大口検査をやって、それで大企業の実態をつかまえば、大体の状況がわかるということで対応したのが実はこの底のあたりなのですね。底を迎え

ていくところあたり。

実は私もそのとき政府の現場にいました。あのときはもう景気も底ではないかと思いつながりながらも下がり続けるという状況でしたが、たしかに実体経済のほうは底にぶつかっている兆候が諸統計に見られていたということなのです。

ですから、99年の注入についてはその効果があったかどうかは定かではありません。株価に一時的に影響したということぐらいはあると思いますが、少なくとも長持ちはしてないわけです。

ただ、後で見ると、この2001年の夏にちょうど景気は底を迎えていたということなので、基本的にはあらゆる指標がだんだん回復し始めていた。考えてみたら10数年もずっと底をはっていたわけですから、いい加減回復したっておかしくないはずの経済状況だったわけです。底を長くは過ぎたという感じを私もしているわけです。

公的資金注入の問題について皆さんが勘違いしているのは、ちょうどいいタイミングでお金が入ったと思っているかもしれませんが、入れた後にも下がっているわけです。ですから、そうじゃなくて、むしろお金の問題よりも、銀行に不良債権をきちっと処理する姿勢を持たせたこと、そして、実体経済がある程度底を迎えて、製造業を中心に回復してきたところにやはりあったのではないかとというのが私の理解なのです。

ですから、日本の経験をアメリカに生かせと言っても、何を生かしたらいいのかよくわからないとなります。最近では、公的資金を入れればいい、銀行への資本注入だけでなく債務者にも入れればいいという安易な発想になっているような気がします。これはモラルハザード的な乱費を抑制し財政規律を回復するということの評価していた側としては非常に残念な状況にあるなというように思っています。

○岩田 どうもありがとうございました。

あと、パネリストの方から問題提起された点ですが、特に湯元審議官のほうから、クレジット・デフォルト・スワップが大きい問題なのではないか、後で問題になるでしょうというようなお話があったのですが、パネリストの方々がこのCDSのことをどういうふうにお考えになっているか、この問題はどう考えたらいいのか。特に私、リーマンブラザーズのとくに、たしかリーマンブラザーズも想定元本で言うと5,000億ドルぐらいCDSを持っていたのではないかと思うのです。AIGも実は同じぐらいの大きさを持っていて、しかしリーマンは破綻して、結果で分かった最後のロスはた

しか七十数億ドルで、もとから比べると随分少なくて済んだなと思うのです。

つまり、デリバティブなので、想定元本の額なので、実際原資産といえますか、というところまで戻ると決してそんなに大きくなかったのかなというふうにも思うのですが、そんな点も含めて、問題提起されたのは湯元審議官なので、もしよければ菅野雅明様から何かコメントをいただければと思います。

○菅野 やはり、このリーマンブラザーズの破綻というのは、多分歴史に残るイベントであり、歴史的な転換点だった可能性もあるという感じがいたしております。

まず、CDSについていきますと、たまたま破綻したリーマンがいわばCDS、すなわち企業の倒産保険の大きな胴元だったということです。先ほど大村先生からCDSは私設の保険市場みたいなものだったというお話がありましたけれども、その私設の保険市場をやっていた胴元が破綻してしまったので、そもそも保険をかける意味というのは何だったのだろうかという問題がそこに出てきたわけです。CDSのマーケットが、結果的に先ほど湯元さんから「大量破壊兵器のようなものだ」というご指摘がありました。なぜ大量破壊兵器になってしまったかという点、要するにリスク評価が適切でなかったという点に尽きると思います。ヒストリカルデータがないために金融のシステミックリスクを評価することが出来なかったわけですが、リーマンブラザーズの破綻を契機にそのリスクが顕現化してしまいました。別の言葉で言うとCDSの保険料率が低過ぎたのです。

では、低かった保険料率をどうしたかという点、本来ならば負債性引当金として自分のバランスシートに残しておかなければいけなかったのを、金融機関ではそれを利益だと思ってしまって、社外流出させてしまった、言い換えれば飲んで食ってしまったわけです。いわばその宴の後を結局破綻ということで、そのツケを払わされているということがあろうかと思えます。ヒストリカルレコードがないときにどうやってリスクを評価するのかという、大きな問題にぶつからざるを得ないと思います。

まさにこのバブルの本質を衝いていると思うのです。結局リスクが見えないものを正しいリスク評価だと思ってやった結果がそうでなかったということです。もちろん今度はCDSではないでしょうけれども、同じことがまた将来繰り返されるのではないかと思います。

私はどちらかというとバブル不可避論の立場でして、もちろん当局は最大限バブル発生を防ぐというよりは、ブレーキを踏め、常にウォーニングを出せということであ

り、金融政策の役割は大きいと思いますが、では、F e dが、あるいはグリーンSPAN前議長が早目にブレーキを踏んでいたら今回の問題はすべて回避されたかという、多分それはそうでないでしょう。若干バブルのピークは低かったかもしれませんが、多分似たような問題はあったと思います。日銀は2つのアプローチを言って、F e dアプローチ、B I Sアプローチと言っていますけれども、私は多分両方とも限界があると思います。

金融が緩和されているときには要注意なのです。むしろ自分が助かるにはどうしたらいいかということを考えるべきで、いち早く船からおりたほうがいいわけです。みんなそう思ったら意外とバブルは起きないので、政府がやるべきことは、バブルは何年かに1回必ず起きる、少なくとも10年に1回は起きますよということを常に言っているとバブルは起きないという、多分そういうことなのではないかと思います。

日本では台風は毎年秋になると来るのです。ですから同じように間もなく台風というバブルが来ますよというふうに言うことが、実は台風がなくなる秘訣じゃないかと私は思っております。

○岩田 どうもありがとうございました。

まだ尽きないのですが、会場の皆様のご意見を伺って、その中でいろいろご回答いただいたほうがいいと思いますので、会場の方々、ご意見あるいはご質問がありましたらどうぞ。どなたからでも結構ですので、どうぞ。

○質問者1 今回は、大量にマーケットから出回っていた資金が一瞬にしてなくなってしまったわけです。これは果たしてどこに消えたのか。恐らく日本の不動産バブルと同じように、色々な建物とか道路とか、そういうところに行ったのか、住宅などに消えたかと思うのですけれども、株価だけ見れば世界中でも3,000兆円が下落しているわけです。それだけ見ると、どこかで誰か儲けた者がいるのではなかろうか。私もどこかで勝ち組、負け組のそういった対立構造を詮索はするのですけれども、勝ち組がどこにもいない。ということは、これは全世界同時共倒れ、欲望のなれの果てで、勝った者は誰もいない。そういう評価をしているのですけれども、本当にどこにもなくなってしまって、マーケット、流通から輸出にしても、消えてしまったのでしょうか。それとも誰かがどこかに隠し持っているのでしょうか。

○岩田 ご質問を幾つかいただいて、まとめてお答えしたらいいと思います。どうぞ。

○質問者2 先ほども少し触れられたことで、アメリカの赤字というのがあって、これが非常

に今後もいろんな支援をする中でどんどん拡大していこうと。それでドルの暴落が起こるのではないかというおそれがあるというお話がありまして、多分そのときに日本に対してアメリカは金融支援を求めてくるでしょうと。黒字国という考えで見ますと、多分日本とか中国にしかアメリカを支援し得ないのではないかなと思うのですけれども、そのときにドル暴落が発生しましたら、日本自体が非常に大きなダメージを受けるおそれがあるということをお考えすると、私個人的にはその辺のものすごい不安を持っているのですけれども、日本の国益という面を考えたときに、本当に今後日本はこの中でアメリカをどう支援できるのかというあたりについて、ご意見をいただければありがたいのですけれども。

○岩田 どうもありがとうございました。ほかにございますか。

それでは、今いただいた質問はかなり大きい問題なので、今まで2問いただきまして、最初の点について、だれか儲かっている者もいるのではないかということについて、パネリストの方、どなたかお答えいただけますでしょうか。どなたでも結構です。

○菅野 シンプルな質問ですけれども非常に答えが難しいです。

資産というのは2種類ございます。1つは株式のようなものです。株価というのは、私が皆さんに申し上げるまでもなく、基本的には、将来発生する企業の利益を現在価値として評価したものです。現在、株価がこれだけ下落しているということは、マーケットでは企業の収益性が今後非常に大きく鈍化するということを示しているわけですので、この部分においてはだれも勝ち組はおりません。世界の株式の時価総額が大幅に下落している分だけ、世界の富は減っております。

2番目の点については、いわゆる安全資産である預金などになっているもの、確かにマネーサプライは引き続き緩やかではありますが増えておりますので、これはどこにも消えていません。

実は私は同じ質問を日本のバブルが崩壊したときにもいただいたことがあります。90年代に入ってから、日本の成長は事実上1%で、名目ではほとんど0という時代がありました。マネーサプライはそれなりに増えていたわけです。それから家計部門の資産は、私の記憶が正しければ、1990年代初では900兆円台だったと思います。それが現在では1,500兆円に増えている訳ですから、それから何と600兆円も増えているのです。ですから実は全然どこも消えていません。

次に、第3番目の点を申し上げますと、人々の資産が現在どこに向かっているかとい

うと、リスク資産から離れているのです。ですので、流動性不足というのは非常に誤解を招きやすい言葉なのですが、実は流動性はあるのです。あるのだけれども、リスクに向かってない。いわばリスクマネーが少ないというのが正解だと思います。したがって、安全資産であるアメリカの銀行預金は増えています。次に、今人々が欲しがっているのは米国短期国債です。2年物国債が今世界で飛ぶように売られています。ただし、10年国債になると、投資期間が長過ぎて余り買わないという現象が起きています。流動性不足という表現は、やや誤解を招きやすい言葉なので、少し気をつけておかれたほうがいいのではないかと思います。

○岩田 どうもありがとうございました。

それではもう1つの点、ドルの急落に対してどう考えるかということなのですが、これはとても大きいご質問ですが、今起きていることはどういうことかということ、ユーロのほうはドルに対して大幅に下落する。それから小国もみんな資金が海外へ流出しまして為替レートが暴落してなかなかとまらない。強くなっているのは、むしろドルと円で、円はしかもドルよりも今強い方向に向かっている。その他の通貨は弱くなっていて、特にユーロの下落幅は大きいのですが、矛盾しているようにも見えるのですが、つまりヨーロッパの周りの小国、これまでユーロ圏に入らなかった国は、ユーロ圏に入ったらもう少し為替が安定するのではないかということで、ユーロ圏に入りたいというようなことを表明される国もありますし、しかしその一方でユーロレート自身はドルに対して切り下がっているというような、やや複雑な状況にあると思うのです。

それで、パネリストの方にお答えいただきたいのは、ドルがどうして今、円に対しては弱くなっているのですけれども、強くなっているのはなぜか。ユーロの景気もアメリカと似たようなものだと思うのです。そういうことから見れば特別ユーロが悪くなるということは、金融の状況も似たようなものだとすれば、どう考えるのかというのが1つ。

それからもう1つは、ドル急落のリスクがあったとして、それをどういうふうにしたらとめられますかというのがご質問だったと思います。これについても、とめられる手段はあるのかというのが2つ目でありまして、3つ目は、少し私の勝手な質問になりますが、そういう通貨体制の安定というのか、G20でいわば宿題になった話だというふうには私は思っているのですけれども、国際金融システム全体の安定を図るにはど

ういうことをやっていったらいいのか。これはまだ模範解答が私は出てないと思います。いろいろな国がいろんなことをおっしゃっている。もしパネリストの方々の中で何かアイデアがございましたら3番目もお答えいただければというふうに思います。

少し追加的な質問をつけて申しわけありませんけれども、今3つほど申し上げたのですが、今度は湯元審議官のほうから、全部お答えいただかなくても、この3つについてお話をいただければと思います。

○湯元 いずれも極めて難しい問題でございまして、岩田所長にお答えいただいた方がむしろ適切な答えが出てくるのではないかと思いますけれども、確かにドル急落のリスクとアメリカの財政赤字或いは双子の赤字の問題は、ずっと昔から言われ続けてきています。ドル暴落という言葉は随分昔から言われてきて、私も今日そのリスクを申し上げたのですが、一体どこまで下がると暴落なのかという定義は全くない。しかも現実には今ドルは2番目に強い通貨だというご指摘があるわけでありまして、結局このドル基軸通貨体制というのは、アメリカの経済力も当然ながら、やはりアメリカの軍事力を含めてアメリカが世界の覇者として君臨しているということがドルの力の源泉になっているわけでありまして、それから金融資本市場の厚みという点でいっても圧倒的にアメリカが世界の中で群を抜いているということが当然あると思います。

そういう意味では、ドル暴落はなかなか起こりそうで起こらないということが過去の現実ですし、これから先、起こるとしたら恐らく対円に対しては起こる可能性があると思いますけれども、ほかの通貨に対して起きるのか。仮に起きた場合にそれはどういうふうに防ぐのかということになると、結果的には自国通貨高に耐えられなくなった各国が、当然金融緩和によって自国通貨を安くする、あるいは介入政策によって米国債を買う形でドル安に歯止めをかけるしかないということでもあります。

米国は自国の財政赤字が膨れ上がっていったら、最終的には自国通貨の価値を調整して、それをファイナンスするというものですから、そういう市場メカニズムが暴力的に働かないようにするためにどうするのかという問題は、3番目の今後の国際通貨体制はどうあるべきかという問題になりますが、これは非常に課題としては大き過ぎて、これだという答えがほとんど見いだせないに等しい。ドルに匹敵する通貨体制としてユーロというのが1つできてきたわけですが、日本を含むアジア諸国においては円圏をつくるというような提案は過去にもありましたけれども、現実的にそれが可能なのか。元もまだある意味管理された変動相場制の中で、調整をしながらやっていくとい

うような状況の下で、アジア通貨圏を作るには相当長い道のりを経ていかないとはいけませんし、通貨が統合されるためには当然実体経済自体も統合されていくプロセスがないとできない。ユーロはそれを何十年もかけてやってきたわけでありまして、日本の円もアジアの中で中心的な通貨になって、ドルの役割を一部肩代わりしていくというのが理想形だとは思いますが、それには日本を初めとしてアジア各国との非常に大きな協調体制をつくっていかないと不可能というか、かなりずっと先の永遠の課題に近い課題なんじゃないかなと思います。抽象的な話でお答えになってないかもしれませんが、以上です。

○岩田 ありがとうございます。

それでは菅野様、お願いします。

○菅野 まず第1の、ドル急落あるいはドル暴落があるかという点についての答えは湯元審議官とほとんど同じでございます。

この間、ある方から同じ質問をいただきました。そのときに、その方に対し、ドル暴落があるというので、ユーロはどう思うかと聞いたら、ユーロも暴落するぞ。じゃエマージング通貨はどうだと言ったら、エマージング通貨も暴落すると言われましたが、これはあり得ません。

通貨というのは相対的なものですから、今世界の通貨取引量から見たら、基本的には圧倒的にドル・ユーロ体制なのです。ですから、ドルが暴落するということはユーロが暴騰するということとほとんど等しい話です。もしドルもユーロも下がって円だけ上がるときは、多分ドル暴落とは言わないと思います。

最近起きているのは、むしろドルが対ユーロで上がっているわけで、目先はドルの暴落の可能性は低いと思っています。すなわち、金利差だけ取ってみても、まだECBの政策金利のほうが高いわけです。今足もとで起きていることは、ユーロ圏の経済がアメリカ以上に実は危ない可能性も出てきました。それから、金融危機が発生した場合に、ユーロ圏全体で1つの危機管理政策ができるかという点、市場では疑問視する見方もあります。

先行きにもう少し中長期的に見ると、通貨というのは取引通貨という面と準備通貨という面と、2つの需要がありますが、まず取引通貨についていくと、やはり私はドルが中心だろうと思います。というのは、一番自由に取引ができる通貨だからです。金融市場がもっとも発達している国はアメリカです。国籍にほぼ関係なく、オーバー

ナイトから長いところまでイールドカーブがスムーズにできて上がっています。市場の厚みは圧倒的です。

もう1つの準備通貨という側面ですが、アメリカの成長率がこれからどれだけ落ちていくのか、あるいはそれなりに高くいられるのかという点がポイントかと思います。今まではアメリカの潜在成長率は3%ぐらいだと言われていたのが最近では低下していますが、最終的にそれでも2%より上回って推移するのであれば、ドル資産の収益性は保たれます。というのは、日本もヨーロッパも潜在成長率は2%以下ですので米国が上回ります。ただ、アメリカの潜在成長率が2%を切る場合は、収益性に魅力がなくなるので準備通貨としての需要は少し落ちるかもしれません。その場合はドルは下落すると思います。

ただ、過去を見ていると、これは湯元審議官がおっしゃられたとおりののですが、ドル暴落説というのはもう何十年も言われていますので、そういう意味からすると実はもうマーケットにかなり織り込まれているという見方も可能です。ドルは下落する可能性はあると思いますけれども、多分緩やかに落ちていくという、そういう話だろうと思います。

また、ドルの下落を止められるかということですが、マーケットがちゃんと機能していればそれなりのところに落ち着くのだらうと思います。すなわち、逆にドルが暴落したときはどこかの通貨が上がっているわけですから、むしろその通貨が高くなって輸出がその国はできにくくなって、もちろんその間アメリカが何も手を打たなければ、これはやや問題外ですが、それを反省材料として正しい経済金融政策をとればまた回復してくると思います。そこは私はマーケットを信頼しています。

それから、3番目の国際金融システムの安定性、私はこの一番大きな問題は、エマージング通貨がフロートしてないということだと思います。一番大きいのは中国・人民元です。先ほども少し申し上げましたように、今後の通貨体制を考えると、中国は資本の移動の自由化ができていません。輸出入、すなわち財の移動はWTOに入ってからかなり自由に動くようになりましたけれども、資本の内外移動はとまっています。それから人民元も中国政府の管理下にあります。今後中国経済のウエートはどんどん大きくなっていきますので、結局中国が現状の政策に固執していると、ある意味では金融市場のゆがみをつくってしまう可能性があるのではないかなというふうに思っています。

○岩田 それでは大村先生、最後にどうぞ。

○大村 私は国際金融が不得意なので、先ほどのCDSの件で補足してもいいですか。

○岩田 どうぞ。

○大村 CDSの件で少し誤解を招くかもしれないので。

CDSについて、先ほどデフォルトを対象とするギャンブルのようだというご指摘もあったのですが、基本的にはマーケットにはギャンブルをするような投機的プレーヤーがないとリスクはシェアされません。プットを売る人がいなければプットを買う人はいません。簡単に言うと、保険を売ってくれる人がいなければ保険は買えないということなのですね。CDSのプロテクションの売買でまさに売り手というのは、リスクトレランス(許容度)の高い人、あるいは場合によってはギャンブル性のある人で、こういう存在がなければいけないということになります。健全な人とギャンブラーの2人がいないとバランスが悪くなってマーケットがつぶれる原因になります。むしろマーケットがつぶれたのはギャンブラーが消えたからです。逆ですね。ギャンブラーが増えたのではなくて、ギャンブラーは大きくなるころまではただ応じているだけですから、それに対して今の状況というのはギャンブラーがいなくなりました。つまり、ショートを振れる人(売り手)がいなくなりましたところに問題があって、今相変わらずショートを振れる人がいればこの状態は回避できているはずですからそのところはむしろパラドックス的です。

それから、清算機関の問題というのは、オプションの世界では、73年にCBOE(シカゴオプション取引所)ができるのですけれども、この取引所が成功するのはこの清算問題を解決したからなのです。店頭でのオプションマーケットが長く続いていましたが、一番問題だったのはショートを振った人の債務不履行だったのです。ですから、ショートを振った人を債務不履行にさせないために、CBOEでは何をやったかというと、売り手に対しては買い手、買い手に対しては売り手と、取引所が真ん中に立つことによってこれを解決しました。互いに取引相手が取引所になるわけで信用でき、取引所は債務不履行に陥らないように証拠金勘定を毎日値洗いするという作業をしたわけですね。

また、保険については、保険がプライベートの保険市場である問題がちゃんと意識されていないで付けられているところに問題があります。

○岩田 どうもありがとうございました。

それではそろそろ時間になりましたので、私が何か結びを言わなくちゃいけないのですが、先ほど湯元審議官のほうから私がお答えさせていただいた方がよいのではないかとといったようなお話があったので、そのお答えをしておしまいということにさせていただきます。

まず、ドルがどうして相対的に強いかということについてですが、今アメリカの民間の投資家がいろいろなファンドで持っていますけれども、27兆ドルあるのです。これが2007年ぐらいに、実は資産の多様化ということをずっとそれまでトレンドとしてやってきた。これは日本の投資家もそうですけれども、外貨建ての資産をたくさん持つ。シェアが高くなっていましたのですけれども、2007年ぐらいからそれがピークアウトしまして、その比率が落ちているのです。これはもちろんドルが下がって目減りしている分と両方あるのですが、明らかに外貨建て資産を手仕舞ってドルに換えている。そうしますと、その過程ではドルの需要がふえますので、ドルが相対的に強まる。

簡単に言うと、リパトリエーションと言っているのですが、本国に戻ってしまう。外貨建てで持っていたものをドルに換えてしまうという動きが今ドルの強さをもたらしているし、円のほうもその部分が私はあるというふうに思っております。

それから、ドルの安定性ということについて、私はやはり国際金融システムの問題があると思っています。これは菅野様のほうからお話がありましたが、一番今コアのところの家計のバブルが崩壊している、家計貯蓄率が0のところまで行ってしまうようなところに問題がある。それでは、そういうことがどうして起こったのか。これはアメリカの国内だけで起こったことなののでしょうか。逆に言うとアメリカの消費というのをそこまで拡大することを可能にしたものは何なののでしょうかというのは逆に問うことができると思います。

つまり、アジアの通貨危機がありまして、あのときアジアの国が学んだことは、経常赤字を余り持っているのは危ないということでした。一生懸命国内の貯蓄を増やして、投資は少し抑制気味にして、経常収支を黒字にして外貨準備を一生懸命稼いで、為替レートの問題も実はそこに引っかかっておりまして、やはり輸出を伸ばすためには為替レートはなるだけ低めに置いておくという、そういう志向が強くて、その結果外貨準備をたくさんため込んだ。

外貨準備で何を買ったかと言えばアメリカの国債を買った。アメリカの国債を買えばアメリカの長期金利は上がらない、下がるわけです。ですから、グリーンSPANさん

がコナンドラムだと。引き締めをやっても長期金利が上がらない、住宅ローンの金利が上がらないということがあったのですが、それでバブルが止まらなかったというふうに私は思うのですが、その1つの要因は、グローバルに見て、では逆にアメリカの消費が伸びなかったらどういうことになっていたかということ、投資に比べて貯蓄を一生懸命やるような国が増えてくれば、グローバルには成長率はスローダウンするわけで、しかしそれがスローダウンしないでむしろ加速化していたのは、アメリカがむしろ消費をすごく増やし、言ってみると世界経済のエンジンになって、それで世界経済の拡大をここまで支えてきたからです。それを支えたのは、言ってみますとアジア国を中心とします貯蓄の増強、あるいは言葉を換えて言うと、経常黒字であり外貨準備の蓄積であり、それがグローバルな、ある意味では長期金利の水準を引き下げる方向に働いて、したがってバブルが醸成されるという、そこの連関をどういうふうに考えるか。あるエコノミストの方が、この仕組み、中国とアメリカの関係はデリバティブの言葉で言うとトータル・リターン・スワップだと。つまり中国はアメリカの国債を買う。アメリカは中国への直接投資をする、エクイティを買う。それをお互いスワップしている状況なのだ。この状況はブレトンウッズ2だ、こういうふうにおっしゃった方がいるのですが、そのブレトンウッズ2というのは、実はその裏側でバブルを幾つか生んできた仕組みだったのではないかと思います。ですから言葉を換えて言うと、やはり対外収支の不均衡というか、経常収支の不均衡というのは、グローバルな仕組みからするとどこかにゆがみが生まれやすい。それから今ご指摘があったように為替レートを人為的に抑えてしまう、コントロールしてしまう、こういう組み合わせがあった場合には、どこかにしわが寄る。その結果が1つは資産価格で言えばバブルだし、もう少しリアルの深いところに行けば家計の貯蓄率のところまで行くのではないかと、いうふうに思います。

それで、将来の国際金融システムというのは、そういうことをどうやったらうまくコントロールできるかという問題をどう考えるかということになるというふうに私は理解をしています。

最後に私の話が長くなって恐縮でありましたけれども、本日は多数の方においでいただき大変ありがとうございました。

パネリストの方、どうもありがとうございました。これで終了いたします。（拍手）

○事務局 傘などのお忘れ物のないようにご注意をお願いいたします。

同封しておりますアンケート用紙につきましては、お帰りの際、受付の回収箱のほうへお願いいたします。

(了)