

第44回 ESR I－経済政策フォーラム

「世界金融・経済危機：原因と政策対応」

平成22年9月27日

内閣府 経済社会総合研究所

○司会（佐久間） 皆様には、お忙しいところ、また雨で足元の悪いところ、お集まりいただきまして誠にありがとうございます。ただいまから、E S R I－経済政策フォーラム「世界金融・経済危機：原因と政策対応」を開会いたします。今回は、内閣府経済社会総合研究所と東京大学金融教育研究センターの共催となっております。私、内閣府経済社会総合研究所の佐久間と申します。本日は司会を務めますので、よろしく願いいたします。それでは初めに、内閣府経済社会総合研究所長の岩田一政より、開会のご挨拶をいたします。

○岩田 ただいまご紹介いただきました、内閣府の経済社会総合研究所の所長をいたしております岩田です。開会に当たりまして、一言ご挨拶を申し上げます。

本日は44回目になりますが、E S R I－経済政策フォーラムに多数お集まりいただきましてありがとうございます。また、本日参加されます先生方におかれましては、大変お忙しい中、基調講演、コーディネーター、パネリストをお引き受けいただきまして、厚く御礼を申し上げます。

本日のフォーラムですが、「世界金融・経済危機：原因と政策対応」という内容で、私どもの研究所が行いました調査研究を題材として、活発なご議論をいただきたいと思っております。皆様ご承知のとおり、2008年9月にリーマン・ブラザーズの破綻がありまして、それを契機として欧米の金融資本市場が危機に陥りました。その後、各国の迅速な政策対応がございまして、一旦 落ち着きを取り戻したわけでありまして、そして、異例の財政金融政策からの出口戦略をどうしようかを語り始めたその矢先に、再びギリシャで財政危機が起きました。欧州の財政や財政政策運営、あるいは金融システムに対する懸念が高まることで、再び世界の金融資本市場が不安定な状況に陥りました。このギリシャの財政危機は、特に欧州におきましては異例の拡大的な財政政策からの出口を早めるという影響を与えました。その一方で、異例の金融政策からの出口はこれをやや遅らせるというように働いたように思います。この財政金融政策の組合せは、欧州におけます通貨の価値を低くするように働いて、ユーロ安現象が生まれたように思います。また、アメリカにおきましても、これまでとられました拡大的な政策措置が息切れしてくることで、景気拡大のペースがスローダウンしてまいりまして、アメリカのバーナンキ議長も、量的緩和第2弾（quantitative easing policy second）を行う用意があるという発表されまして、これもドル安をややもたらすようなインパクトを与えております。その一方で、中国は為替レートにつきまして非常に慎重な対応をとっておりまして、どちらかと言いますと、主として日本の円が高くなるという現象が生じております。そこで円高株安という事態の中で、日本経済もどういふ対応をとるべきかということが問われていると思います。現在は、これま

での金融・経済危機を受けまして新たな銀行等の資本規制でありますとか、あるいは格付け会社等に対する規制強化の議論が行われておりまして、金融機関に対する実効性のある監督のあり方についても議論が進展をいたしております。

本日の私どものフォーラムでは、特別に海外からお2人ゲストをお招きいたしております。OECDからはOECDの副主席エコノミスト兼経済局経済調査部長のヨルゲン・エルメスコフ氏と、英国からはロンドンビジネススクール大学教授のリチャード・ポルテス氏のお2人をゲストにお招きいたしまして、基調講演をお願いしております。限られた時間ではありますが様々な形でご議論いただきまして、今回のフォーラムが皆様にとりまして、世界金融・経済危機に関する知見を広める、深める良い機会になることを祈っております。また、いろいろある新たな今の課題に対してどういう政策対応をとるべきかということについての知見を深めることにつながることを希望いたします。簡単でございますが、私の開会の挨拶とさせていただきます。本日はよろしく願いいたします。どうもありがとうございます。（拍手）

○司会（佐久間） 所長、どうもありがとうございました。それでは、基調講演の初めの方に移ります。「Time to exit?」というテーマによりまして、OECD副主席エコノミスト兼経済局経済調査部長、ヨルゲン・エルメスコフ様にご講演をいただきます。皆様には、卓上のレシーバーによりまして日本語同時通訳を聞くことができますので、ご利用いただきたいと思っております。それでは、エルメスコフ様、ご登壇お願いいたします。

○エルメスコフ 今回のフォーラムを開催くださったこと、このような重要な会議に招待いただき御礼申し上げます。皆様方の前でお話できることを光栄に存じます。岩田所長がおっしゃったように、リーマン・ブラザーズの破綻以来、もうかれこれ2年と2週間程経ったのでしょうか、この辺で現状評価をすること、危機後どういう調整が進んできたのか精査するのに良い時期に来たのではないかと考えています。

本日は3点カバーしたいと思っております。

最初は、昨年央から始まった回復がどういう状況にあるのか、どのように変化してきたのか考えてみます。次に、今夏以降、景気の不透明感が増していること、今あるリスクについても考えてみます。最後に、以上を背景として現在とられている政策対応の出口戦略、タイミング等の持つ意味合いについて考えてみたいと思います。

また、最初に2つ申し上げたいのですが、今回はOECD諸国を中心にお話しさせていただきます。非OECD諸国が重要でないというわけではありませんが、今回の危機の原因がOECD諸国にあったわけですし、経済にみえる主たる弱点の源というのもOECD諸国に多いか

らです。第2にお断りしたいのは、時間制約があり、個別各国に言及してお話しすることはできませんので、本日はOECD諸国全体の概要を説明したいと思います。

ではまず、回復の変化について考えてみます。OECD諸国の回復が始まったのは昨年でしたが、これは非OECD諸国の需要に牽引されました。非OECD諸国は金融危機から直接打撃を受けなかったこともありますし、彼らの経済政策は極めて常識的で、景気を刺激する余裕も持っていたからです。間接的に危機の影響を受けたにもかかわらずです。つまり非OECD諸国の景気は、底を打ったのがOECD諸国よりも早かったことで、OECD諸国の輸出も受け入れることができました。その後、OECD諸国の回復については少しペースダウンがありました。財政刺激が段々と先細りになり、かつ、財政引締めもとったこともありますが、こうした非OECD諸国におけるダイナミクスが少し弱まったからでもあります。四半期データで追っていくと、ペースダウンがより明白にわかります。OECD諸国は図の下の方ですが、こうした景気刺激策や大きなインセンティブは非OECD諸国ほどは働いていないということです。

次に、OECD諸国全体の財政支出についてみると、図にみられるように、財政刺激策が自動安定化装置が働くようにとられました。様々な背景の中、財政均衡へも動いてきましたが、2007～2010年の間には財政収支はこのような赤字になってしまいました。すべてのOECD諸国では、景気刺激策は既に横ばいになっており、もはや成長に寄与していません。今後は成長に対してマイナスの寄与になるでしょう。一時的な措置が段々と薄れているのは、財政再建も始めなくては行けないという事情があるからです。

3番目の牽引役は在庫です。在庫循環によって景気後退が悪化してしまいました。昨年初めのことでしたが、企業は生産調整をし、この非自発的に積み増されていた2008年以降の在庫解消を図ったため、2009年春頃までは調整局面でした。しかし、在庫積増しが止まり、在庫解消を始めたことで、今年の年央まではある程度回復に寄与しました。しかし、今やその効果はみられず、一時的には効いていた景気の牽引力は、もうフェードアウトするかマイナスになるかということになるため、この代わりに何か見つけなくてはなりません。もっと持続性のある国内由来のダイナミクスの源を見い出していかなくてはなりません。この夏をみても、やはりなかなか新しい牽引役探しが上手くいっていません。もっとスムーズに見つけたかったけれども、次が見つかるまでには至っていないのが現状です。

それでは、今後の景気を牽引する要因は何になるのか少し考えてみましょう。1つは金融状況の正常化です。このスライドにありますように、これは概要ではありますが、OECD地域

の金融状況を示しているものです。これはリンゴとナシのように直接比較はできません。金利もまちまちですし、リスクプレミアム、融資条件、為替レート、資産価格等は各国ばらばらです。注意して割り引いてみなくてははいけません。この図では長期的な平均からどのくらい乖離しているのかを示しています。注意深くみた上でこの指標からわかることは、恐らく段々と正常化に近づいているということです。低金利の環境によって、低い資産価格や信用の制約を補っている形になっているので、金融の現状はもはや成長の足を引っ張る要因にはなっていません。国内由来の牽引役をみつけないでなりません。それをみつけるかどうかは金融状態の正常化がさらに進む、さらに改善することが前提になっているわけです。

また、金融状況に関連して申し上げたいのは、国によっては減り始めたところもありますけれども、国内の家計貯蓄が増えてきている、これはこうした状況を睨んでです。このスライドにありますように、アメリカにおいては家計貯蓄率がぐっと増えてきています。ほかの国の状況も記してありますが、ドイツはそれほど伸びていない。最近の数値をみてみますと、貯蓄率もやはり横ばいになりつつあります。つまり、所得が増えればその分消費に回ること、国内由来の成長要因になるかもしれない。後程もう少しお話いたしますが、そうは言ってもまだまだその貯蓄率が本当にこれで上げ止まるのかはわかりません。

次に、こちらの図をご覧くださいますと、企業の設備投資の前年同期比をみたものです。設備投資はもっと旺盛に増加してくれないと困るといった状況にあります。先に申し上げたように、次の成長要因を見つけなくてはいけないわけです。これまでは一時的な政策に頼っていたので、景気安定を恒久化するよう、成長要因を満たさなくてはいけないけれども、まだそこを見つけていません。二番底が心配という声もありましたが、夏にかけて静まってきたと思います。

OECDとしても様々なモデルを考えてみました。そしてより詳細に数字をみています。鉱工業生産、小売売上高、景況感等。そして、直近のGDP成長を押えるようにしています。ここに2週間前のモデルの結果があります。網掛けの部分があると思いますが、これが成長見通しです。5月時点で私たちが出した経済見通しと最近のデータをみると、ある程度の下方修正になっていますが、私たちのモデルでは二番底を予定していません。

一方、不透明感が高まっており、リスク認識が高まったため常識的に考えても、もっと緊密にリスク要因がどこにあるのか、どこにないのかということも押さえなくてはなりません。例えば1つは在庫の積増しです。在庫というのは通常景気後退の主な要因になります。しかし良いニュースもありまして、この図にあるように、OECD主要国の在庫はかなり正常化して

おり、もうあまり調整する必要がない状態になっています。

それから、第2の頑健性を示す要素は企業の設備投資です。企業の設備投資も通常景気後退の要因になりますが、設備投資はGDP比に対して非常に低いレベルであり、さらに下がることはないだろうというのが常識的な見通しではないかと思います。資本ストックも大国のアメリカ等も含めてほとんど低迷状態にあり増加していませんでしたが、同時に、利益はかなり強く盛り返しているのです。これ以上設備投資が細ることはないのではないか、逆に好転するのではないかと思います。

同様の議論が、住宅投資についてもいえます。多くの国においては、住宅投資が本当に著しく低迷しています。インフレ圧力は、幾つかの非OECD諸国では高まっていますが、全体的には緩やかに推移しており、政策により急激に鈍化するとは思えません。非OECD諸国においては為替がある程度インフレを押し下げている面もありますが、これによってOECD諸国はバッファー効果があったのだと思います。以上から、現在ではある程度意を強くするような頑健材料があります。

これからはリスク要因について3つ触れてみたいと思います。1つは、家計貯蓄です。私たちの推計によりますと、現在の貯蓄率は、家計でもバランスシート調整が進んでいるので、それと整合的であると思います。バランスシート調整は通常のスPEEDで進みましたが、まだオーバーシュートする可能性は残っており、今は状況が状況ですから、家計はバランスシートをさらにスピーディーに調整したいと思うかもしれないし、与信が制約されているから否応なしに調整を余儀なくされる家計もあるかもしれません。家計の持っている富というものも、さらに悪化するかもしれません。価値がどんどん目減りしてしまうかもしれないからです。エクイティ・バリューをみても、かなりリーズナブルな値付けがされているので主要なリスクになるとは思えませんが、今の状況では住宅価格自体がもう一段下がりがねないということもあります。

この図ではOECD諸国で実質住宅価格が上がっているところを示していますが、主要国間では最近かなりばらつきが高くなってきています。ということは、幾つかの国においてはリスクがある程度あることで、差押えがさらに増加するかもしれません。それから賃貸料や所得に比べて考えると、住宅価格がまだちょっと高い国もあります。つまり、さらに下方修正を余儀なくされるかもしれないという余地が残っています。

もう1つのリスクは、金融市場のもので、リーマンショック以降、暗黒の時代がありましたが、銀行部門はかなりの進展を果たし、そこから抜け出しつつあると思います。ストレステ

スト等が実施されていますし、増資や内部留保も増やしています。それでもまだ十分でないかもしれませんが、CDSプレミアムはまだ高めで推移しています。これがずっと後を引いているような形ですが、この一部は商業不動産のローンが響いているのかもしれません。

それからもう1つは、銀行がソブリン債を持っていることが3番目のリスク要因になるとお話ししたいと思います。ソブリン債に対して何とか市場を鎮静化しようと、信任を取り戻そうと多くの政策措置が欧州でとられました。図にみられるように、債券スプレッドはどんどん広がってきています。最初から高水準にもかかわらず、さらに上昇しています。朗報としては、ドイツの債券レートが同時に下がっています。幾つかの国においてはスプレッドが下がったが、いずれにしてもまだリスクが残っていることで、欧州はもっと強力な政策の枠組みを準備して、断固としてこの問題に対峙していかなくてはなりません。

政策の話が出ましたので、3番目の点として触れたいのは、様々なリスク要因を申し上げましたが、中心シナリオは今後も回復が続くだろうというものです。徐々にではありますが、段々と強さが戻ってきます。やや踊り場局面が年末にかけてあるかもしれませんが、それを乗り越えていけるだろうと予測しています。そのためには政策もそれなりに中心シナリオに合わせて進んでいかねばなりませんし、同時にこれ以上ダウンサイドリスクを助長するようなことがあってはなりません。つまり、常に準備をしておいて、下振れリスクが少しでも生じたらすぐに対応できるようにしておかねばなりません。

したがって、危機対策の出口をいつ実施するかということが問題になるわけです。もちろん政策というのは、その国の状況に応じて適切なものをとることが常識ですので、タイミング的には国によって変わるわけです。ですが、財政政策はほとんどすべての国で持続不可能の状態になっています。この図のように、債務が爆発的に増えています。多くの国々、特に欧州諸国がクレディビリティを失っていますから、景気は弱体化しているものの、否応なしにかなり厳格に引締め策をとらざるを得ないわけです。ほかの地域の国ではクレディビリティがあるため、ある程度選択する余地があります。どのくらいのスピードで財政再建をやっていくか選べる状況にあります。これらの国々においては、短期的にはマイナスの影響が出るかもしれませんが、一方で、やはり雪だるま式に債務が増えるのは何とか歯止めをかけなくてはならないし、クレディビリティも維持していかななくていけないことになります。一旦クレディビリティを失ってしまうと債務力学が破綻してしまい、結局、短期的な活動さえままなくなってしまう。

ある程度選択肢があるような国の方が数的には多いと思いますが、ほかの国に比べて相対

的にみると、ドイツとカナダは一番余裕がある国だと思います。全体として、OECDの評価としては2011年に関する現在の財政計画では、大体GDP比で0.5～1%の引締めをすることになっていますが、短期的なものとのバランスを考えると、これはかなり常識的な線ではないかと思っております。何しろ持続不可能な義務的経費を改革しなくてはなりませんし、それに手をつけ、かつクレディビリティを維持しながら、長期的な観点で財政再建を可能にするという道があると思います。そうすれば短期的な政策もあまり足を引っ張らないで済むでしょう。構造改革は経済全体を通じてやっていかななくてはなりませんし、また雇用についても持続可能なレベルに戻すことが肝要かと思えます。

では、金融政策について少々触れてみます。まず、非伝統的な手法として、量的緩和策が広範に幾つかの国で使われてまいりました。際立ったのがアメリカ、英国でしたが、これが奏効し、金融の状況が緩和したことは確かです。そして、できるだけこれは早目に解除するとしても、市場を不安定化させないよう、中央銀行のバランスシートはかなり長い期間膨れ上がったままの状態で行くことと思えます。しかし、中央銀行のバランスシートがこんなに拡大すると、与信や金利リスクに対しての脆弱性が高まることでありますし、政府の中央銀行に対する保証といった形についても、これは英国等で導入されましたが、こうしたものがあれば中央銀行のバッファーになり、リスクから守ることができると思えます。こうした様々な緩和があり、これらを段々と引き締めていくこととなります。インフレ率は非常に低迷していますし、政策金利もそれに従って低位にありますし、今後も低位が続くでしょう。ですから、まずこの緩和しきってしまったところを通常に戻し、それを待ってから政策金利を正常化、中立に戻せばいいと思います。すべてが上手くいけば2012年末にはその道が段々と開かれるのではないかと思います。

日本はデフレから出発していますから、金利の正常化についてはもっと先延ばしになるかと思えます。金利プロファイルを考えて、どうしたら正常化できるのかということについては、現在の政策にコストがかかっていることは確かです。日本もご存じだと思いますが、コストの中には例えばマネーマーケットの状態、またはゾンビ銀行を存続させなくてはならない事情等があるわけです。また銀行の預金も融資もあまり伸びていない、長期金利も低い、利益もなかなか銀行として出せない、設備投資もなかなかできないし、増資もままならない、つまり収益力が高まらないといったような負のスパイラルに陥っていると思えます。

それでは最後の点、中心シナリオが実現できなかった場合にどうなるのかについてです。先程も申し上げましたように、幾つか頑健性を示す良い要素もあります。もしBISのシナリオ

が実現したとしても、車輪が外れてしまうようなところまではいかないと思います。ただ2年前と比べて、政策のとり余地に変化がありますし、需給ギャップがまた広がるかもしれないといった状況もあります。ということは、国によっては財政再建のスピードを緩めることが出てくるかもしれないし、政策を拡大してある程度バッファーとして社会的弱者や労働市場で人々を守ることにともなるかもしれません。金融政策の展開も考えられます。例えば、短期金利で少々調整する、中央銀行は期待に働きかけさらに実質金利を下げる、追加的なコミュニケーション及び量的緩和を続けるかもしれないなどです。

最後に、OECD以外の国には多くのエネルギーが溜まって残っています。やや楽観的な感じで終わりたいと思います。以上です。どうもありがとうございました。（拍手）

○司会（佐久間） エルメスコフ様、どうもありがとうございました。それでは、ここで2回あるうちの最初のパネルディスカッションに移りたいと思います。パネリスト及びコーディネーターの皆様にはステージに上がっていただきたいと思います。よろしく願いいたします。

それでは、第1セッションの皆様をご紹介いたします。皆様から向かって右手、コーディネーターをお願いいたしております、東京大学大学院経済学研究科教授の植田和男様でございます。（拍手）

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、ただいま基調講演をいただきましたヨルゲン・エルメスコフ様でいらっしゃいます。（拍手）

慶應義塾大学経済学部教授、池尾和人様でいらっしゃいます。（拍手）

財務省財務総合研究所総括主任研究官の祝迫得夫様でいらっしゃいます。（拍手）

それでは、ここより、コーディネーターの植田様に進行をお任せしたいと思います。よろしく願いいたします。

○司会（植田） 植田でございます。それでは、次のような順序で進めたいと思います。まず、パネルが前半後半と2つありますが、こちらのパネルではどちらかと言いますと世界経済・日本経済の現状と今後を中心に、マクロ関係の諸問題について議論したいと思います。そして後半のパネルではどちらかというミクロ、あるいは金融規制、金融システムの将来というような問題について議論したいと思います。

その上で、この前半のパネルではさらに大まかに2つに分けて進めたいと思います。先程のエルメスコフさんのお話は、世界経済の現状、今後の課題、それから関連した政策の出口問題を巡る様々なテーマについてでした。この辺りのテーマをこの前半のパネルの後半に持ってきて、前半では少し時計の針を戻しまして、今回の金融・経済危機の原因等に関する議論

を多少してみたいと思います。今回の金融経済危機の原因は多岐にわたりますので、短い時間であまり多くのことをカバーできないかもしれませんが、原因については金融環境を巡るマクロの話からミクロの金融規制の問題とか、あるいは金融機関のリスクマネジメントの問題、それから金融業界の人たちの報酬体系の問題、格付け機関のあり方、その他いろいろなことが言われてきております。それらのどの辺をパネリストの先生方は重要とっていらっしゃるかとご意見を少し伺えたらと思います。また関連して、サブプライムローン自体は金融システムの中のどちらかといえば小さい部分だったわけですが、それがこんなひどいことになったという波及プロセスについても、何か大事と思われることがあればお話いただきたいと思います。似たような観点から日本をみますと、本日は日本でのフォーラムですので、サブプライムローン問題に対する直接のかかわりは小さかったとみられるわけですが、実体経済は非常に厳しい影響を受けたわけですし、その原因について何かお考えのことがあったら時間のある限りで伺えたらと思います。

最初に、池尾さん、祝迫さん、それぞれ多少用意をさせていただいておりますのでお話をいただいて、その後エルメスコフさんにもご意見があればいただき、そのあとディスカッションに移りたいと思います。それでは、最初に池尾先生、よろしく申し上げます。

○池尾 それでは、手短にお話ししたいと思います。リーマン・ブラザーズの破綻から2年経過しておりますから、大分時間が経ったことで今回の危機の発生と拡大の原因に関してはある程度共通理解が形成されてきているのではないかと考えております。その共通理解の内容に関しましては、今月の初めにバーナンキFED議長がアメリカ議会の金融危機調査委員会において証言をされていまして、その証言内容をみるとそれがほぼ共通理解を表わしているのではないかと思います。バーナンキ議長の証言の最後の部分は金融政策の功罪についてちょっと触れられていて、その部分は本当にコンセンサスかどうかやや怪しいですが、それ以外の部分は共通理解の内容だといってよいのではないかと思います。バーナンキ議長はそのステートメントの中で、トリガー（引き金）と脆弱性を区別することが非常に大切だと指摘していますが、私はさらにそれに背景とその危機を増幅したメカニズムというのを加えて、4つぐらいの層と言いますか4つに区分して危機の原因を理解するのがいいのではないかと考えています。

それです背景ですが、マクロ的に一番大きな背景は、やはり経常収支の国際的な不均衡が急激に拡大していたことで、それを巡る国際的な資金循環の構造が背景にあると思います。それから、もう少し大きな背景としては、グレート・モデレーション（大平穩）の継続と、それに加えてアメリカの金融政策運営のスタンス、いわゆる「FEDビュー」と言われるような

スタンスが、民間の経済主体に対してリスクを過小評価させるような傾向があった。全般的に平穏な時代が続いていたせいもあって、リスクに対して高を括るような傾向があったのが大きな背景だと思います。

直接の引き金は、言うまでもなく住宅価格バブルが崩壊したことです。このインパクトは、先程植田先生からありましたように、直接的には大したものではない、大きいといえば大きいけれども、アメリカの経済規模や金融システムの規模からするとそれほど決定的なものではなかったわけです。引き金はそれだけけれども、実際問題に波及したのは、資料の真ん中のところ書いていますが、いきなりシステム危機に行くことはなく、環境が悪化してそれに耐え切れなくなって破綻する金融機関が一部出る。それが何らかの理由で拡大してシステム・クライシスに至るといってステップが考えられるわけです。この最初の環境の悪化と書いたところが引き金になる住宅価格の崩壊ですが、それに耐え切れなかった。健全な経営をしていれば耐えられたはずが、健全な経営をしていなかった。

要するに、後知恵で言うと、過度のリスクテイクをしていた結果、破綻する金融機関が出たことで、その過度のリスクテイクをとっていたことが脆弱性という部分でありまして、これは民間の経済主体に関していうと、リスクマネジメントに欠陥があった等の問題があるわけです。それから公的当局に関して言うと、極めて放任的な規制政策を少なくともアメリカではとっていた。こういうことが引き金となった住宅価格の崩壊に金融機関の一部が耐え切れなくなって破綻するという事態につながった。

その破綻がさらにシステム危機に拡大していった過程では、ある種の危機の増幅メカニズムが作動したことが考えられます。その増幅メカニズムとしてはいろいろ指摘されていますが、意外に古典的な銀行取付けに非常に似たようなメカニズムが働いた。しかしながら、この場合取付けの対象になった金融機関は銀行ではなくて、そのバランスシートの資産側で保有していたのは本来市場性のある資産だったわけで、市場性のない資産を持っている銀行は取付けに対して脆弱なわけですが、市場性の資産を持っていた金融機関は脆弱ではないという話だったのが、こんなに簡単に取付けでやられてしまったのは、プリンストン大学の経済学者の方々が強調していますが、「流動性のスパイラル」と呼ばれるような過程がもう一方で働いて危機が非常に拡大したということではないでしょうか。そのような形で4つの層に分けて、危機の原因について理解するのが混乱がないのではないかというのが私の考えです。

また、日本経済が打撃を受けたという話については、これは後で祝迫先生が詳しくデータを出されると思いますので私からは簡単にしますが、直接的に日本は金融危機の打撃を受けたわ

けではなく、いわば金融危機抜きにいきなり経済危機に陥ったわけでありまして、それは輸出の落ち込みが極めて大きな要素だったと理解しております。その点に関しては、祝迫先生にお任せいたします。以上です。（拍手）

○司会（植田） ありがとうございます。それでは引き続き、祝迫先生お願いします。

○祝迫 ありがとうございます。私がスライドで用意してきたのは主に、今、池尾先生におっしゃっていただいた日本経済への波及の話に関してです。最初に少しだけ世界金融危機の原因に関して話させていただきますと、これも池尾先生がおっしゃったとおりで、バーナンキのステートメントよりもさらにもっと早い時期で、何が起こったか、何が原因であったかに関してはコンセンサスができていたと思います。ただ、ここまで大きな危機というのは1つの原因で起こるわけがないわけで、いろいろな問題があったと。その中で何が一番重要だったかに関しては、人によってここが重要だったというところが違います。もちろん、FEDの金融政策を批判する人もいますし、金融機関のマネージャーのインセンティブの問題を問題にする人もいます。それからもう1つは、金融工学があまりにも過剰に発展してしまい、それが今回の危機につながったというようなことを言う人もいらっしゃいます。恐らく1つ正しいであろうことは、これも池尾先生がおっしゃったことと同じですが、基本的には国際的な不均衡の問題が最初にあったことです。つまり、自国内での不均衡が片やアメリカで起こっていて、もう片方でカウンターパートの日本や中国その他の国で経常収支の黒字が起こったと。そういう国際的な不均衡が以前であればもう少し早く解消されていたのか、もしくは解消されないまでも歯止めがかかっていたかもしれませんが、それに対してある程度の期間長引かせてしまうような金融上のイノベーションが発生していたことは恐らく確かだと思います。ただ金融機関のマネージャーがそれに荷担していたかというところは難しい議論でして、恐らく投資銀行のマネージャーというのは単に理解していなかっただけなのではないかと思います。したがって、大手の金融機関の人が給料をたくさんもらっていると、みんなかなり嫉妬深いですので、その金融機関の経営陣のインセンティブ・スキームを考え直せという話は、リーマン・ブラザーズの破綻以降、最初に出てきて一番よく言われていることですが、それが果たして今回の金融危機の歯止めになったかどうかです。もちろん彼らとその給料に見合うだけの仕事をしていただろうかはまた別問題ですが、例えば、野球選手やサッカー選手が巨額の富を、給料をもらっていて、それによってサッカーやプロ野球が危険になったか、あるいは面白くなくなったかという、そういうことは言えないわけです。そのようなレベルの妥当さという問題と、それが果たして金融危機を引き起こしたかどうかということに関しては、分けて考える必要があるのではないかと

と思います。

それから次に話を移しまして、世界金融危機の日本経済への波及については、恐らくセカンドラウンドがあると思いますので、少しだけデータをお見せしておきます。今ここに参加されているいらっしゃるの、植田先生も池尾先生も基本的には金融の専門家の方が多いですが、世界の経済学者の中で国際貿易の実証をやっている人たちが、「Great Trade Collapse(グレート・トレード・コラプス)」と言われるテーマで一生懸命いろいろな研究をされています。これはその中のボールドウィンたちの論文からとってきた数字ですが、結局彼らが何を問題にしているかという、今回のリーマン・ブラザーズ以降の世界的な景気の落ち込みの中で、景気の落ち込み以上に貿易が落ち込んだことをここで示しています。この図をみていただくと、鉱工業生産指数で測った世界全体の景気は、リーマンショック前の山から谷にかけて13%近く減少しています。それに対して財の輸出で測った国際貿易は25%も減少しています。したがって、なぜここまで世界貿易が収縮したのかを考えてみる必要があるだろうと、主にアメリカ・欧州の経済学者の間でいろいろ研究されています。それに対して、実は日本はこの問題に関しては完全にアウトライヤーでして、財の輸出の落ち込みは22%ですからほかの先進諸国と大して違いがありませんが、鉱工業生産指数が36%も落ち込んでいます。これはまさに日本が実物経済面で非常にショックを受けたということであって、金融面でのショックの伝播でなかったことがまず1つあります。とにかく日本はここ10年くらい財の輸出に極めて依存している国になっていて、それが日本の実物経済に極めて大きなネガティブなショックを与えたのだと思います。

○司会（植田） それでは、エルメスコフさん。今のお2人の話に関連して、あるいは関連していなくても結構ですが、こうしたテーマについて何かご意見ありましたら、簡単にお願いたします。

○エルメスコフ 今お話にありましたように、サブプライムのショックはそれ自体は小さなショックでした。それ自体を抜き出して考えてみると、なぜあんな小さなことで世界的な影響が出て、世界経済が不況寸前までなってしまったのかという問題もあると思います。サブプライムショックの背景にあったのは、類稀な形で大きなレバレッジをとっていたシステムでした。特に銀行は非常に高いレバレッジをとっていた。何とか外部に漏れないよう隠し通していたわけですが。危機が起こってから、簿外にいろいろなものを抱え込んでいたことがわかり、簿外だといってもトラブルが起こるとすぐ帳簿に載ってしまうようなものを多く抱え込んでいました。言ってみれば、これは資本主義社会が起こしそうな典型的な危機だったのでしょうか。つまり、あまりにもレバレッジをとってしまっていた。どんどん、どんどんレバレッジをとっていくわ

けです。それで小さなショックが起こると、それが引き金になって、トランプでできた家が全部瓦解してしまうといった感じになってしまいます。これがまさに今回起こったことではないでしょうか。銀行のバランスシートをどんなにチェックしたって、そんな危険が潜んでいるとはわからなかったわけです。

関連して言いますと、これは別に信用危機でもなかったわけです。当初は少なくともそうではありませんでした。ですから時価評価の危機とも言えると思います。つまり、簿外で様々なビークルが闊歩していたのです。様々な住宅関連の資産が証券化され、いろいろな証券に成り代わっていました。そして一気にその価値が下落してしまったわけです。でもそれ以外は、通常の出来事でした。

問題は、なぜこんなにシステム全体でレバレッジをとれたのかということだと思います。なぜここまでいってしまったのか。様々な要因があると思いますが、今まで話に出なかったことをご参考までに、そして将来同じことが決して起こらないようにするための参考として、是非1つ私として加えたいことがあります。ある意味においては、この大いなる安定がもちろんあったわけですが、お話ししたように国際的な不均衡もありました。この2つが要因になって、プラスのポジティブ・サプライショックというようなものになってしまったのだと思います。ポジティブなサプライショックがあって、結局低インフレ、低金利になり、さらに資産価格も高騰してしまったのだと思います。このポジティブ・サプライショックにどう対応策を打つかということになるのだと思います。どうしたらバブルを発生させずに済むのか。

波及メカニズムの話が出ましたが、もちろん日本は貿易ルートを通じて大きな打撃を受け、実体経済が傷みました。しかし、貿易立国はほかにもあり、製造立国とか工業品立国はみんな日本と同じように打撃を受けました。ドイツも金融問題から直接打撃も受けたし、それに加えて貿易面でもかなりの程度の大きな打撃を受けました。ドイツは投資財を多く作っていますし、スウェーデンも状況的には同じです。ですから、ご留意いただきたいのは、ドイツの輸出が堅調であり、何か欧州がこの頃勝ち誇っているように見えるかもしれませんが、慢心している暇はなく、実はドイツも非常に大きなマイナスからスタートしていますから、大きな穴が開いてそこから脱却しようとしているわけです。現状はほかの国よりも急成長しているかもしれませんが大局からみなくてはなりません。

あと、もう1つ波及効果に関して申し上げたいのは、非OECD諸国に対しての波及です。もちろん貿易を通じて波及することもあります。資金、金融の流れでも波及効果が出ています。幾つかの国においては外国銀行が現地で稼いだ資金を、本国の傷んだバランスシートを埋

め合わせるために、途上国から本国に送っており、途上国が打撃を受けたという現状も出ています。そのため外国銀行が現地で果たす役割についても再考しようという機運になっています。

○司会（植田） 時間もあまりありませんが、たくさんご指摘いただいた問題の幾つかについて、もう少し議論させていただきたいと思います。私の独断で選ばせていただきますが、3人とも国際的な不均衡の問題が関係しているとおっしゃいました。池尾先生と祝迫先生は必ずしもそれがどういうメカニズムで今回の危機につながったのかとまだ十分におっしゃらなかったかと思いますが、これに対して、エルメスコフさんは経常収支不均衡の増大傾向とグローバル化が、ある意味世界経済にとってポジティブなサプライショックのような影響を及ぼし、財やサービスといった一般のインフレーションを抑え、一方で資産価格に非常に上向きのプレッシャーを及ぼしたというようなメカニズムをおっしゃいました。そこで、池尾先生と祝迫先生にお尋ねしますが、この経常収支の不均衡が、それが今回の金融危機を引き起こした、あるいはその1つの大きな原因になったメカニズムについて、何か考えていらっしゃるがあればお伺いしたいと思いますが、いかがでしょうか。

○池尾 経常収支の不均衡というのは、ある程度の大きさであればむしろ存在するのが当たり前であって、すべての国の経常収支が均衡することの方が異常な事態だと言うべきだと思います。ただ、ここまで不均衡が大きくなったのは、それを支えるある種のメカニズムと言いますか、仕組みがあったからだと思います。

経常収支黒字国は、その黒字分を海外で運用しなくてはいけないわけですが、その運用対象となるような資産を提供する能力を持っていた金融システムがアメリカの金融システムしかなかったという点が不均衡を非常に大きくさせた大きな原因だと考えています。つまり、アメリカの投資銀行やヘッジファンド等が頑張ったわけです。それはビジネスチャンスですから、海外の投資家、経常収支黒字国の投資家が欲しがるような金融資産をアメリカの金融サービス産業が創出しようと懸命に努力した結果、経常収支黒字国の資金が極めて順調にアメリカに環流する仕組みが出来上がってしまった。

アメリカに環流した資金は専ら住宅分野に流れ込むような形になり、それが住宅価格の上昇をさらに支えました。住宅価格の上昇によって生じたキャピタルゲインがアメリカの家計部門の消費を拡大させ、アメリカの経常収支の赤字の原因を作りました。そのため赤字は拡大し、他方で経常収支黒字国での黒字が増え、その黒字分は運用先を求めてまたアメリカに戻ってくるといった形の、国際的な資金循環がきれいに出来上がっていたのが2000年代だったと思います。それにより、通常ではあり得ないレベルにまで大きく国際的な経常収支の不均衡が拡大し

たと理解しています。

○祝迫 ほとんど池尾先生に言っていたので付け加えさせていただきますと、恐らく、90年代の終わりのアジア通貨危機やロシア危機前は、もう少し途上国に向けて資金が流れていたのだと思います。ところがアジア通貨危機以降、途上国にそういう黒字の資金が流れていくことがなかなか難しくなってしまった。ある種のリスクに関する見直しが行われた。そうすると先進国の中で、比較的安全でなおかつ収益性の高い資産の提供者というのはアメリカだったのだと思います。

もう1つの問題はもっと長期の問題ですが、結局、日本やドイツは基本的に財の輸出に頼る形で成長してきました。日本やドイツが発展段階にあったときは、世界経済と比べた場合のサイズは比較的小さかったため、そんなに問題にならなかったわけですが、2000年代は大々的に東アジアの国々全体が経常黒字になって、そこで得られた資金がすべてアメリカに流れ込むという形になっていました。そうすると、財の輸出に頼った経済成長という戦略自体がある種、転換点に来ているのかなという気もしています。以上です。

○エルメスコフ 私も追加のコメントをよろしいでしょうか。恐らく資金の流れがアメリカに向いていたことも、おっしゃるとおりだと思います。ただ忘れてならないのは、アメリカ以外の国々も実はかなり大きな資産バブルを持っていました。その資金の流れだけではなくて、それなりの資産バブルがあったため、資金がすべてアメリカに集中したと言い過ぎるのも問題ではないかなと思います。

一方、途上国との貿易がポジティブ・サプライショックになったことはすべての国に当てはまりますが、資金の流れのメカニズムはアメリカだけに言えることです。

○池尾 国際的不均衡をもたらした直接の原因が何かということに関して、幾つか説があると思いますが、1つはアジアや産油国等の資金余剰というのでしょうか、過剰貯蓄が原因になって不均衡が起こったという見方がありますが、それに対して今ご指摘があったように、アメリカ自身の住宅バブルが原因ではないかという見方と大きく2つあると思います。これに関して最近少し実証研究があるようですが、ご指摘があったように、アメリカ自身の住宅バブルが回り回って貯蓄過剰も生み出していたというメカニズムがあったと考え得る余地は十分あるという感じで、結論的に私はどちらがどうだということまでにはわかりませんが、原因がアジア等の貯蓄過剰にあったという見方はやや一面的だと思います。

○司会（植田） そうですね。私もエルメスコフさんがおっしゃったように、欧州の多くの国も住宅バブルを経験していることも考えますと、背景には例えば金融政策のようなより世界的

に共通な要因が働いていたこともあると思います。アメリカに限っても、例えば中国や日本からの資本、アメリカへの資本流入が直接バブリーな金融商品を買っていたわけではなくて、例えば国債を買っていた。サブプライムローンを組み込んだような商品は、アメリカの金融機関、投資家及び欧州からの資本流入によって需要が創出されていったという面も重要かと思いますが。

時間の関係でもう1つだけお聞きします。先程の3人の議論の中に出てきたポイントで議論が進んでいない点として祝迫先生が強調された点ですが、世界経済の落ち込み以上に世界貿易が落ち込んだ。これが今回の実体経済面をみると大きなポイントでしょう。さらに日本では、日本にとっての輸出が落ち込んだ以上に、日本の生産がさらに落ち込んでいるというご指摘がありました。お時間の関係でこの原因まで触れられませんでした。世界的に貿易がものすごく落ち込んだ原因、そして日本で輸出が落ち込んだ以上に生産が急速に落ち込んだ原因、このそれぞれについてどう考えるべきかという点を少しだけ議論させていただきたいと思いますが、祝迫先生いかがですか。

○祝迫 では続きを少しお話させていただきたいので、スライドをお願いします。ここまで日本の鉱工業生産指数が落ち込んだ背景の1つというのは、今申しましたように、あと池尾先生の資料にも少し述べられておりますが、特に2000年代に入ってから日本経済は極めて対外依存になっていました。もちろん、その背景にはグローバル化もあるのですが、やはり内需が弱いためにITバブル崩壊以降の日本は極端に海外貿易、特に輸出に依存した経済になっていたのが1つあると思います。

それからもう1つ、今回のリーマンショック以降の問題と、それから80年代半ばのプラザ合意。このグラフは左側がプラザ合意の前後で、右側がリーマンショックの前後です。ピンク線が実質輸出、青線が名目輸出です。これをみていただくと一発でわかるとおり、プラザ合意時には実質輸出の動きと名目輸出の動きがかなり大きく乖離しています。結局それだけ為替レートの影響が大きかったということですが、逆に右側のリーマンショック後を見ていただきますと、ほとんどの動きが実質で説明できます。ということは、為替レートの影響ももちろんありましたが、それ以上に単純に実物の、数量の落ち込みが大きかったのでしょう。それに対して2009年半ば頃から急激に回復しつつあります。簡単にまとめてしまいますと、日本は確かに輸出入量の急激な減少による影響が大きかった。つまり為替レートの影響というのは、実はそんな言われているほどではないのかもしれないと。

ではなぜそこまで輸出の影響が日本経済にこれだけネガティブな影響を与えたのかという

と、1つ目は、なぜ世界で貿易が収縮したのかという話と共通する理由ですが、金融危機の震源地であるアメリカ・欧州の需要の落ち込みというのは、消費支出の先送りが可能な耐久財や投資財に集中しています。これらの財の生産の急速な減速から、中間財需要も同じように落ち込んだことが大きかった。これに関してはもう少しいろいろな議論があるかもしれませんが、私は貿易の専門家ではないのでフォローし切れていないかもしれません。それから日本固有の理由ですが、1つは今グラフでおみせしたとおり、2000年代を通じて、日本のマクロ経済は極端に輸出依存傾向を強めていました。つまり、国内の構造改革をやる間、外国への輸出とある種のカンフル剤を打っているような状況にありました。それから、2つ目の非常にまた重要な点として、日本の製造業は2000年代を通じて、グローバル化の結果、東アジア諸国をサプライチェーンに組み込んでいたし、また、日本もある意味で組み込まれていきました。この2つの理由が、特に日本で貿易の大幅減、非常に大きな生産減につながった理由ではないかと考えています。

○司会（植田） それでは時間の関係で、最初に予告しました第1パネルの後半のテーマに移っていきたいと思います。大まかに言うとエルメスコフさんが最初に基調講演でお話しされた内容と重複します。時間があまりありませんので、お1人ずつお話をいただくのはやめまして、テーマを絞ってそれについて短いコメントをいただきたいと思います。

まず前提として、エルメスコフさんがおっしゃった世界経済の現状認識ですが、2009年初めから急速に政策の効果と在庫投資の反転、場合によっては若干積増しというようなことをここに回復してきた。しかし、そういう効果は若干あるいはかなり現状では弱まりつつある。それでも徐々に民間需要に転換していくので、時間はかかるかもしれないが段々と回復していくので大丈夫だろうというような世界経済の現状に関するご認識だったと思いますが、もちろん幾つかのリスクはあるとおっしゃいました。その点について祝迫先生と池尾先生は特に付け加えられることはありますでしょうか。

○池尾 一言だけ。やはり日本の経験からすると、いわゆるバランスシート調整の問題が存在しているように思います。アメリカでの住宅バブルや日本が経験したバブルの場合は銀行部門を巻き込んだ形で起こったわけです。それに対して、ITバブルと言いますか、ドットコムバブルのときには金融システムを巻き込むような形ではなかったという違いがかなり大きくあるように思います。ですから2000年のときに大胆な金融緩和政策をアメリカ当局がとって、その結果急速に景気の回復が実現したことの背景として、金融システムがそんなに傷ついていなかったことがあったと思いますが、今回及び日本の経験においては金融システムが傷ついてしま

って銀行部門がバランスシート上に大きな問題を抱えていることがあると思います。その問題が景気の回復に対する重石になるという面が強く、景気回復に関して予想以上に時間がかかることが今回は起こり得るのではないかと思います。

○司会（植田）　そうですね。あと、銀行部門だけではなくて非銀行部門ですね。

○池尾　家計もそうですが。

○司会（植田）　アメリカの場合は特に家計だと思いますし、日本の場合は企業部門ですね。そのレバレッジの過程に日本の場合は10年前後を要したので、その構造調整圧力みたいなものはなかなか無視できないものがありますし、終わったかどうかの判定というのは難しいように思います。

よろしければ残った時間でエルメスコフさんも触れられました政策－財政政策、金融政策、もし時間があれば為替政策についても若干議論をと思いますが、いかがでしょうか。

○エルメスコフ　少し前の議論に戻りますが、確かにアメリカで起こったことによって銀行部門が打撃を受けました。アメリカの金融部門というのは銀行部門だけではありません。実はOECD諸国に比べて、アメリカでは証券市場の方がより大きな役割を果たしています。

また、社債市場等は現在非常に活況を呈しています。やや怪しげな社債等についてもスプレッドは低いですし。アメリカでは今、大量の資本調達が行われています。証券とは別物ということで、これは絶対見落としてはならない事実です。確かに銀行融資とは少々違うわけですから銀行資金以外にアメリカの資本市場は重要な資金調達源があることになります。

さらに忘れてならないのはアメリカの非金融部門です。アメリカの非金融部門はレバレッジが決して高くありません。ですから、バブルがはじける前の日本とかなり似ているとも言えます。

相違点と類似点、両方を押さえるべきだと思います。

○司会（植田）　ありがとうございました。日本の場合は銀行中心の金融システムで、そこがダメージを受けてしまい長引いたわけですが、今エルメスコフさんがおっしゃいましたように、アメリカの場合は大まかに言って半分以上が資本市場であって、そこは時価会計の影響もあって急激に落ち込んだわけですが、落ち込んだ後は資本注入もあり急激な回復をしているという面が日本の経験とちょっと違うことでしょう。日本の金融システムの場合は、金融システムと言いますか、企業部門に土地を担保に融資を引っ張ってくるという慣行の中で、ある意味、土地を過大に、特に中小企業を中心に持たなくてはいけないことがあり、それが土地バブルの崩壊で非常に大きなダメージを受けたことがあったのかもしれない。

それでは残りました時間で政策の出口関連の話題です。やはりエルメスコフさんから、財政政策の問題として、世界経済が脆弱な中で、財政政策が、一部の国で少なくとも持続不可能に見えるという問題があります。どちらを重視して政策運営するかというのは難しいが、大まかには現状では平均的に各国政府から出てきているような若干緊縮的な財政政策スタンスで良いのではないかというお話だったと思います。この点は、池尾先生、祝迫先生、いかがでしょうか。

○池尾 難しい問題だとは思いますが、ラインハートとロゴフの本（**This time is different**）では、大規模な金融危機があった後、それ以前に比べて政府債務は平均86%ぐらい増大するのが世界的な経験だとしています。86%、倍まではいきませんがそれ以前の倍近いところまで政府債務が膨らむのが平均だとすると、それ以上に膨らんで耐え切れなくなり、ソブリン危機に陥る国が出てくる、出てきても不思議ではない。そういう規模の金融危機を私たちは経験したのだと思います。そういう中で、国破れて財政だけあっても仕方がないわけですから、対応せざるを得ないとしたときに、やはり財政危機への転化の可能性というのは残っているのではないかと。やや緊縮的な財政で、そういう危機的事態を多くの国が避けられればそれに越したことはないとは思いますが、そういう対応を本当にとるだけの余裕が世界各国すべてにあるのかという点については、やや悲観的にならざるを得ない面があると思っています。

それから金融政策に関しては、先程申し上げたバランスシート調整の問題がある以上、非伝統的な金融政策を含めて、緩和を継続することには全く異論はありませんし、そうせざるを得ないと思いますが、それにあまり過度な期待をかけられないのが実際のところではないかと思っています。そうすると、先程の祝迫さんの話とも関連するのですが、通常、金融危機から脱却する典型的なパターンは、自国通貨を切り下げて輸出ドライブをかけて脱却するのが典型的なパターンなわけです。かつての北欧諸国等もそうでしたし、広い意味では日本もやはり2000年代に入って同じことをやって、一旦金融危機から脱却することを実現したとも考えられないことではないわけです。その結果、輸出に依存するような経済構造になっていって、今回しっぺ返しを受けたこととなります。そういうことが金融危機から脱却する典型的なパターンですが、今回多くの方が指摘されているように、世界全体としてはやれない戦略だという意味で言うと、政策的に今回の危機からの脱却を促進する余地というのは、思われている以上に限られているのではないかと思わざるを得ません。

○祝迫 私がお配りした資料の最後に、世界各国の、左側にGDP比の各国と日本の負債と、右側にネットの対外負債のGDP比を数字で表したものがお配りしてあります。こういう場所

でお話をさせていただく場合には、だいたい左側の政府債務のGDP比の話しか出てこなくて、これだけみると日本は非常に大変だ大変だという話になってしまいます。確かに日本は極めてアウトライヤーに近い形で、なぜこんな200%近い値で日本は大丈夫なのかと欧州の方々にいつも言われますが、それに対して右側の対外債務ポジションをみると、日本は実はそんなにひどくないというか、明らかにOECDの中では一番の優等生なわけです。そういう意味で言うと、日本に関してはまだ旦那さんが奥さんにお金を借りている状態ですので、非常に問題は大きいですが、恐らくあと3、4年のレベルであればもう少し続けられると。ただし、3、4年先以上は恐らくわかりません。もう1つ、この表をみてふとってしまうのは、日本と同じように対外ポジションがプラスのドイツがあつて、ドイツが一番もっと引き締めろ、引き締めろと言っているわけですが、何か（フィナンシャル・タイムスのコラムニストの）マーティン・ウルフの話ではありませんが、これであればドイツはもう少し（財政を）出してもいいのではないかという気がしなくもないと思っています。それ以外、財政に関しては池尾先生がおっしゃったとおりで、確かに長期的にはもう引き締めるべきところに来ているのですが、その一方で直近の景況をみると果たして本当に引き締められるのか、難しいところに来ているという気がしています。

それから金融政策に関して言いますと、特に日本の金融政策に関して考えた場合、アメリカのカウンターパートで、バーナンキがFEDの議長なわけですが、そのバーナンキが大昔、学者時代に書いた論文等をみれば、彼が今みたいな政策をとることはある意味明らかだったわけです。要するに、彼は少なくとも日銀的な政策とは対照的な、とにかく金融危機になったらガンガン金利を下げましょう、マネーも出しましょうという方向に行くということは、ある意味彼が学者時代に書いてきたものをみれば明らかだったわけです。そうするとこの先、日本はそれに付き合うのか、付き合わないのかということは、かなり難しいところに来ているのではないかなと個人的に思っています。

○エルメスコフ 手短かに、反論と言いましょか。旦那さんが奥さんからお金を借りているだけだとおっしゃいましたが、離婚があり得ますから気をつけてください。日本について、記録のために申し上げたいのですが、少なくとも私たちの日本の金融政策についての見解は、まだまだ量的緩和の余地があり、まだ全部使い切っていないと申し上げたいと思います。前の方がおっしゃったように、あまりオーバーに言うてはいけないことだと思いますが、日本のとり得る量的緩和措置については、まだその余地は残っていると敢えて申し上げたいと思います。以上です。

○司会（植田） 何か具体的な日銀に対しての提言とかございますか。この後どうしたらいいか、何かもっと大々的に量的緩和をやっていくための具体的な措置等、何かありますでしょうか。

○エルメスコフ 何か為替等について言った方がいいのでしょうか。確かに、日本ではまだまだ国債の買入れの余地が多く残っていると思います。例えば今の流動性をみて、流動性をさらに上げることとなります。そうすると当然副作用が出てしまい、為替や資産価格にも影響が出てくることでしょう。例えばスイスのように為替市場に直接介入をし、量的緩和の助けとなることもあるかもしれません。スイス中央銀行は現にどんどん為替介入を図っています。スイスの場合は国債もなく、政府債務が全然ありませんから、量的緩和を行うに当たって、為替介入をどんどん行うこととなりますが、日本はスイスとは状況が違います。

○司会（植田） 祝迫先生がおっしゃった中で、日本の国債が実質的に国内債務であって、問題を楽にしているという点があるということでしたが、ただそれに続けて、3、4年位しか続けられないのかなとおっしゃったと思いますが、それはどうしてでしょうか。

○祝迫 私はもともと学者出身で、今は財務省に2年間お世話になっていますが、財務省に来てからいろいろヒアリングをした結果、恐らく言えることは2つあって、1つは果たして日本の金融機関が離婚する気があるかと。離婚する気があるかという話に関して、あんたたち、もう国債を買わないという日が来るのですかと聞くと、いやまだ買うという人たちがたくさんいます。その問題が1つです。それから、例えばヘッジファンド等の人たちにヒアリングをすると、あとどれくらいこの状況は持つのかという質問をすると、まあ大体3、4年でしょうとなります。ではなぜ3、4年なのかと言うと、そこから先のことを私たちは考えていませんと言われます。考えていないというのは嘘かもしれませんが、例えば外資の金融機関等で働いている人たちにとって、5年というのは彼らのタイムスパンでいうとほとんど永遠に近い長さですから、とりあえず考えられるだけ先のことは考えて、その間に何が起こるかを考える。すると、今の日本の特に国内の金融機関の国債の買い方から考えると、すぐには起こらないだろうというのがもう一つの問題です。ただ、国債を買ってくれることが良いことか悪いことかと言うと、必ずしもそれは良いこととは限らないわけです。旦那が浪費してしまっても奥さんがどんどんどこかからかへそくりを出してきてくれるというのは果たして良い状況かと言うと、かなり難しいでしょう。財務省の中でも、国債を売る側の人たちはもう少し買ってくれる状況が続いて欲しいと思っているわけですが、逆に予算を作る人たちは、なぜもっと金利が上がって危機にならないのか、そうしないと危機感が出てこないと言っています。ですから役所の中でもそれ

は痛し痒しなのだと思います。

○司会（植田） なかなか收拾できなくなってきましたが、時間も大体迫って参りましたので、とりあえず私たちの話は一旦ここまでにしまして、フロアの皆さんからご質問等をお受けしたいと思います。ご質問、ご意見等がおありの方は挙手をお願いいたします。その上で、お名前、差し支えなければご所属、そしてご質問をおっしゃっていただければと思います。

○竹森 エルメスコフさんへのご質問ですが、予想よりもゆっくり目の回復で、回復は来年に予想されるかもしれないが、二番底には陥らないであろうとおっしゃっていたと思います。IMFも同じような予測を出していますが、私はもしかしたらこの予想以上に緩やか、いえそれに収まらずもうちょっとひどい底になるのではないかと考えています。というのは、アメリカの景気刺激策は大統領が新任就任したときには7,000億ドルと大々的に打ち上げたわけですが、そのうち4,000億ドルが今年既に使われたわけです。議会予算局はこれによってアメリカのGDPは10%押し上げられ、この景気刺激策がなかったらアメリカのGDPはマイナス10%になっていたはずだと言っています。11月になりますと、恐らく民主党と共和党の間でねじれ議会になってしまうと思います。両党とも全然考え方が違いますから、もしかしたら来年は景気刺激策がないかもしれません。今年は景気刺激策があるが、来年以降はもうありませんとなると、4,000億がゼロになってしまいます。これは大きくドラスティックな減少となりますが、これを何で補うのでしょうか。そのため、大きな底が来るのではないかと考えています。民間が頑張らないとどうしようもない。この景気刺激策の持つインパクトについて測るようなモデルがOECDにはあるのでしょうか。

○エルメスコフ ご質問の背景はそのとおりだと思います。アメリカの財政施策の内容をもう少し予測できればと思ってもなかなかみえないため、予測者にとっても、また一般論としてもそれが言えると思います。いろいろな意見もあるかもしれませんが、財政再建をやると言っても、それほど過度なものにはならないと思います。GDP比で言うと0.5から1%位になるのではないのでしょうか。しかし本当はわかりません。ブッシュ減税の延長の議論もペンディング状態ですので今後どうなるかわからない。私の予想としては、最終的には恐らくアメリカ議会は何とか道を探して一部恒久化あるいは延長して、一部はほかに振り替えるといったところに落ちつくのではないかと考えていますが、蓋を開けてみないことには今は全くわかりません。

今おっしゃったように、もしこの財政再建が強固に行われることになれば、私たちが想定する以上に、明らかに二番底のリスクが現実味を帯びてくることになると思います。過去のアメリカの財政政策の歴史をみても、なかなか上手くスムーズにいった試しはありません。です

から、今後もなかなか見通しにくいと思います。

○ 質問者(1) 2つ質問があります。

1つは祝迫先生にですが、資料の2枚目に「世界貿易の急激な落ち込み」という資料を付けていただきました。財の輸出が非常に大きいというのと、特に日本の場合、生産の落ち込みが非常に大きいというご指摘がありました。お話しになった以外に2つ要因があるのかなと思いましたので、それについてのコメントをお願いしたいと思います。1つは、日本の財の輸出、あるいは日本以外も含めてですが、財の輸出が非常に落ち込んだ中で、貿易金融が非常に付かなくなってしまいました。金融の信用収縮があつて、その一環として貿易金融が付かなくなったことがあるのではないかと思います。それについてはいかがでしょうか。特に日本の場合、生産の落ち込みがほかの国に比べても大きいのはもしかしたらやはり日本の産業構造が非常に自動車に特化していると。私は時々、自動車モノカルチャーと言っていますが、自動車の、例えば産業連関表の生産波及効果をみると、3近いです。恐らく、業種別にみたときに一番大きいですが、そういうところの影響があるのではないかと思います。それをどのようにお考えかが1つ目でございます。

それから2つ目。エルメスコフさんに対して質問します。財政状況について各国それぞれ感心できない状態とおっしゃいました。ですから、財政再建をやらざるを得ないということですが、もしすべての国が用意ドンでみんな財政再建を始めたらどうなるのかということ。大きなマイナス影響を世界景気に与えないのでしょうか。GDP比の0.5から1%、財政赤字を削減することで良いバランスがとりあえずとれるのではないかとおっしゃいました。そうかもしれない。しかし私のみところ、欧州諸国はかなり急速に財政再建をやるという勢いになってきていると思いますが、いかがでしょうか。私は国際政策協調の余地が多くあるのではないかと考えています。ですから手順を立てて財政再建をやっていくことができるのではないかと。その中でOECDが大きな役割を果たせるのではないかと、調整役として思うのですが、いかがでしょうか。

○祝迫 まず私から先に答えさせていただきます。1番目の貿易金融の話ですが、これはコロンビア大学のデビッド・ワインシュタイン先生等が貿易金融の問題は非常に重要だと言っていて、恐らく今回の危機における日本や東アジアに関して細かい研究をした例というのは未だないので、これは研究されるべきだと思います。ただ、ここに挙げた資料のボールドウィンたちの本に上がっているミシガン大学の人たちの研究では、世界全体としてみると貿易金融の影響は今回の危機に関してはそんなに大きくなかったと理解しています。

それから、自動車に関してはまさにおっしゃるとおりで、ただ1つ付け加えておくとすると、ある意味自動車会社によっても違いただろうと思います。特にトヨタは今回リコールの問題等もあって非常に、特にアメリカで大きなダメージを受けたわけですが、つい2週間前、私、インドに行っていました、インドに行くとスズキやホンダ等のそういう東アジア向け、まあインドは東アジアではありませんが、アジア向け、途上国向け輸出の強い自動車会社というのがあります。そういう自動車会社は、相対的にということではかありませんが、例えばトヨタのようなどちらかというと先進国向けのハイエンドの方に特化した自動車会社よりは上手く切り抜けているのではないかと思います。

○エルメスコフ おっしゃったとおりだと思います。すべての国が一斉に引締めを始めてしまうと、経済学の教科書が言っているように閉鎖経済の乗数の世界に入ってしまうこととなります。いろいろなモデルを使ってシミュレーションをしていて、あるOECD地域において、ほかの地域も一斉に財政再建をやるか、それともその地域だけで財政再建をやるかによってどういふ影響の違いが出るのかみています。仮に全部の地域が一斉に行うと、4分の1から2分の1ぐらい影響が大きくなってしまい、1つの地域だけがやればまだしもその全部の地域が一斉に行うと大きな影響が出ることになるので、あまり性急にやり過ぎない方がいいと思っています。また、欧州の一部の地域が結構熱心に財政再建をやるようとしているとおっしゃっていましたが、私としては良くわからないというか、幾つかの欧州諸国が現在金融市場のプレッシャーに直面しているので、そうしたところも含めて、どういう乗数効果が出てくるのか全く読めません。金融市場が危機に陥っているような国は、標準型の教科書どおりに運べる国ではありません。市場の信頼は戻ってきていませんし、投資家の信頼がどのくらい戻ってくるのかをみないことには通常の教科書どおり、もしくはモデルどおりの行動には移れないと思います。例えばスペイン、ポルトガル、アイルランド、もしくはギリシャでもいいですが、こうした国々は、引締めを緩くしたらすべてが上手くいくというところまでいっていないので、乗数効果ははっきりせずわかりません。欧州の国によっては安定した財政状況の国があります。そうした国々には引締めに関する余地があり、もし景気回復が弱ければそれほど強力な引締めをしないで済むかもしれません。

世界の政策協調の余地があるのではないかという点についてはそのとおりだと思います。ただ本当にやることになると、結構大変ではないかと思っています。実践的な観点から言って、やはり必要な政治的コミットメントを各国から取り付けないと始まらないわけですし、現実的に考えますと、まずはほかの国と十分コミュニケーションをとり、少なくとも相手の国が何をや

ろうと思っているのかぐらひはお互いに了解をつけて満足せざるを得ないといったことが実情ではないでしょうか。あまり全体的に引き締めし過ぎないようにと。

○池尾 財政政策のことを考えるときに、裁量的な財政政策の部分と、いわゆるビルト・イン・スタビライザーの部分に分けて議論をした方がいいのではないのでしょうか。欧州の場合はビルト・イン・スタビライザー的なものが非常に強く効く仕組みになっているのに対し、先程竹森さんの話にもありましたが、アメリカはそういうものがほとんど効かない。日本はその中間ぐらひ。裁量的な財政政策について引締めのスタンスをとることは、全体としての財政スタンスが急激に縮小することを欧州では必ずしも意味しない可能性があるのでは、その辺りはちょっと注意が必要ではないかと思いました。

○ポルテス 最初にコメントを、その後に質問もしたいと思います。

まず、祝迫さんがおっしゃったように、国際的な不均衡が今回の危機の中心的原因だったと思います。池尾さんがおっしゃった点は少々強調し過ぎているのではないかなとも思いました。アジアにおいて経常黒字が溜まっていてそれがアメリカに行かざるを得なかった、それはほかに投資先がなかったからとの趣旨のお話がありましたが、その裏にはアメリカの貯蓄投資の不均衡があったからだとは私に思います。その結果として資本の流入があり、これが金融市場の仲介機能を圧倒してしまっただけです。今こうした内容を、私は本にしているところです。

エルメスコフさんとやや意見が異なる点もあります。ほかの国にも資本流入なくしてバブルがあったとおっしゃいましたが、欧州で大きなバブルがあった国はやはり多くの資本流入がありました。ドイツ、もしくは一部のフランスからの資本がアイルランドやギリシャには大々的に、ポルトガルやスペインにまでどんどん入っていったため、バブルが起こってしまいました。ですから、ある意味においては欧州の話はグローバルな話と同じ話でした。

それからもう1つ、総需要や景気回復の話について、エルメスコフさんは投資は非常に低位水準にあるからこれ以上下がるはずはない、今後利益は上がるだろうとおっしゃいましたが、需要はどこにあるのでしょうか。私は需要なくして投資は増えないと思います。

これは財政の問題に関わることです。今の財政政策が適当でないとは私は思っています。英国の話は全く出ていませんが、英国はとても積極的に、財政再建を一番厳しくやろうとしている国です。財政再建のためにいろいろ削減すると言っていますので、これを全部実現するものすごいレベルになります。そうすると、二番底になるかもしれません。そしてこれがほかの国にどういう影響を与えるか今のところ定かではないとしています。しかし英国の場合、とりあえず今のところ金融市場のプレッシャーにさらされていません。国債金利も低く、14年物

とOECD諸国でも一番長期のものでありますから、英国では金融市場に関して全く問題になっていません。現政権がこのような大々的な財政緊縮をやると言っていますが、やや的を射ていないと思えます。

最後は金融政策の話について質問です。もちろん歪みがあり、低金利があまりにも長く続いてしまったことがあると思いますが、エルメスコフさんはこの点どうお考えでしょうか。ハーネイやラジャンもこの歪みあまりにも大き過ぎると言っており、利上げを即実施した方がいいという意見もあります。

○エルメスコフ 私が申し上げたのは、いつ中立的なレートに戻すかということでした。今は非常に乖離していますので。しかし金利の正常化、中立に戻すためには、プロファイルを十分考えなくてはなりません。金利ゼロがマイナスの影響を出しているかもしれず、一旦利上げが始まるとある程度ポジティブな影響が出て、段々と景気が上に向いていくのではないかと申し上げたのです。

それから、英国のことをおっしゃいましたが、英国の場合ある緩和要因が働いているのではないかと思います。それは為替で、相対的に英国ポンドが下がっているため、これが緩和要因になっているのではないかと。これを支えにして、おっしゃったようなより積極的な財政収縮をやったとしても、ある程度為替が救ってくれるのではないかと考えています。

あと先生のおっしゃった最初の点です。資本流入の件ですが、確かにおっしゃるとおりです。ただ、皆さん国際的な資本移動を話すときは、欧州域内の資本の流れは考慮に入れていません。どちらかというと、アジアから世界に向かっての資本の流れという意味で申し上げました。

○司会（植田） ありがとうございます。時間も超過しておりますので、第1セッションの討議はこれくらいにしたいと思います。パネリストの皆さん、そしてご質問いただいた皆さん、どうもありがとうございました。（拍手）

○司会（佐久間） それでは、ここで休憩をとらせていただきます。少々遅れていますので、少し短いですが15時5分までにお席にお戻りくださいますようお願いいたします。

（休 憩）

○司会（佐久間） ちょっと早いですが大体皆さんお戻りのようですので、後半を始めたいと思います。初めに基調講演の2つ目、「Financial regulation after the crisis : prospects for reform」というテーマで、ロンドンビジネススクール教授のリチャード・ポール

テス様にご講演をいただきます。それでは、ポルテス様、お願いいたします。

○ポルテス このような機会を与えていただき、本当にありがとうございます。私はフロアにいるのが好きなので、こうして歩き回りながらお話をさせていただきます。皆様とご一緒できて光栄です。E S R I 及び東京大学金融教育研究センターの方々、ご招待どうもありがとうございます。このフォーラムに参加できて、皆様方の前でお話できることを嬉しく思います。本日お話しするテーマは皆様にとって重要なテーマであることを願っております。皆様方の多くは金融部門の方と理解しておりますが、皆様方のご意見を是非伺いたいと思っています。

皆さんこれをご記憶でしょうか。コピーが行き渡っていると思うので全部読み上げませんが、これはG20の首脳が2008年11月に出したコミュニケの一部、要旨を取り上げてみました。今後二度と危機が起こらないようにと、すばらしい金融規制について述べたものです。しかし残念ながら今までのところ成功していません。リーダーたちは成功していると言っているかもしれませんが、どこに問題があったのか、これからお話ししたいと思っています。

まず、金融改革について考えてみたいと思います。いくつか見出しを用意してまいりました。最初はタックスヘイブンと資金洗浄、それからヘッジファンドとプライベート・エクイティ、ドッド・フランク法。大々的な規制改革法案も6月にアメリカで通過しております。それからEUも同様にいろいろ努力しています。その後、銀行部門の改革、マクロプルーデンシャル規制、それから非常に進展しない分野ですがデリバティブについても考えてみたいと思います。また、格付け機関について少し述べたいと思います。ほとんど刑事犯のような行為をしていますが全く罰せられておらず、依然として脅威であることを申し上げたいと思います。

最初にG20とソウルサミットで期待できることを申し上げたいと思います。あまり期待していませんが、韓国がG20のリーダーシップを果たそうとしていることに敬意を払っています。これについてはいろいろな問題があり、ソウルサミットで対処しようと韓国が頑張っていることは素晴らしいと思いますが、恐らくあまり内容のある合意もされないでしょうし、見通しもあまり明るくないのではと思っています。

タックスヘイブンに対処するのは簡単です。いつでも対処することができたのに、なぜ危機前にやらなかったのか。これは政治的な圧力がかかっていなかったからです。今となつては危機があつて、政治的圧力が出て、何とかしなくてはという現状は良いことだと思います。資金洗浄も同じです。資金洗浄についても現在は一連の規制ができていますが、私、皆様方もそうだと思いますが、ちょっとどうかなと思っています。国際的な資金移転をすることになると大変な負担になってしまうからです。しかし、規制自体ができたことは良いことだと思います。

また、世論に受けた面は役員報酬です。彼らの報酬に対して課税すると言ったのは英国でした。この税収は10億ポンド以下と思われていましたが、蓋を開けてみたら25億ポンド入ってきたそうです。これから何がわかったかという、高額報酬は続いており、ちゃんと税金が払われているということです。ですから、役員報酬に何かするぞと言っても大きな影響はなかったと言えます。例えば報酬のインセンティブを長期的にするなどのように、報酬に対する新しいルールを作って実行したとしても大した影響は出ないということです。リーマン・ブラザーズ、ベアー・スターンズの従業員は多くの資金を自らの会社に投資していました。それで躊躇心が働いてリスクをとらなかったかという、そうではありませんでした。自分の資金つぎ込んでいても、やることはやったと。リーマン・ブラザーズは、最終的にはリスクテイクし過ぎました。ベアー・スターンズは少し反省したのですが、リーマン・ブラザーズは反省しませんでした。

結局、例えば投資銀行や金融機関に対して報酬を払うときには株式等、すぐに換金できないような形で払いなさいと言ったところで、ほとんどまやかしてあって上手くいかず効果は出ません。もちろん、報酬は過剰であったと思います。でもこれは別に今に始まったことではありません。もう20年も続いてきた慣行です。どんどん賃金格差は広がっていましたし、いわゆる金融部門の人が稼ぐ金額と、ほかの部門の人が稼ぐ金額とには格差があったわけです。

これはアメリカの図で、1910年まで遡って金融の規制緩和指数をとったものです。規制緩和を上下でみていただきたいのですが、1933年からグラス・スティーガル法等で規制が厳格化されました。この緑線です。それから規制がさらに厳格化され、そして1980年頃から金融規制が段々と弱くなり、どうなったのでしょうか。それに比例して金融部門の賃金はどうなりましたか。オレンジ線で表しています。単回帰をやったとしても、これはとても褒められない相関です。どうしてこんなに所得格差が拡大してしまったのか。金融部門のレントが高くなり過ぎたのです。それでこうなったわけですから、その辺を何とかしないと所得は下がらないわけです。しかし今の状況では致し方ないことです。報酬に上限を設けると良い社員を雇えない、スター・プレイヤーがどんどん離れてしまうからというのが口実になっていますが、これは単なる演出効果を狙っているだけでありまして、ドッド・フランク法やこの欧州の規制案であっても、この辺のところは単に体裁を繕っているだけで真の効果はありません。

ヘッジファンド、プライベート・エクイティはどうでしょうか。今回の危機とはあまり関係ありませんでしたが、欧州では政治的なムードが高まっており、ヘッジファンド、プライベート・エクイティは今や欧州では何か政治的圧力の対象になってしまったという感があります。

保護主義的な措置を欧州域外のヘッジファンド、プライベート・エクイティにかけるという新しいEU指令が出ていますが、これもあまり本論とは関係がなく、効果はありません。

さて、銀行はどうでしょうか。リーマンショックの後、もしくはメリルリンチがバンク・オブ・アメリカに買われ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーが銀行持株会社になって、シティバンクが一部アメリカ政府に所有されるなど、様々な改革が行われました。しかしこれらを終えて、銀行は政治的に弱くなるのでしょうか。大間違いです。銀行の政治力は小さくなりません。一時弱まったときがありましたが、その後ロビー活動がさらに盛んになり、今は銀行収益も戻ってきています。ですから、原資もでき、ロビー活動が非常に強くなって、欧州と同じようにいろいろと規制法案を弱くしようとしているわけです。ブリュッセルもそうですが、ワシントンでは特にロビー活動が目立っています。

それからもう1つ、ゼロ金利で資金を借りてくることで銀行ビジネスが回復を始めています。金利ゼロで資金を借りて、儲けを出せなかったら、ほかの何をやっても儲かりません。ゼロ金利で資金を借りてきて商売しているわけですから、当然利益は上がっているわけです。

さらにもう1つ、コンソリデーション（統合）をしたことで市場でさらに集約度が高まっています。15年前をみると大きな差があります。この危機が大きな力になり、資産の集約率、投資銀行の集約率等のあらゆる集約率をみますと、銀行部門は全体として非常に集約度が高まっています。デリバティブをみますと、現在では5行でデリバティブ市場の95%を独占しています。さらに格付け機関をみますと、全体の95%を3社が握っています。これは深刻な問題です。つまり大き過ぎて潰せない、あるいは大き過ぎて救済できないといったことがスイスや英国等であったかもしれませんが、どちらにしても大き過ぎます。政治的な力、ロビーイング力をもみても、経済力をもみても、大き過ぎます。市場構造をもみても大き過ぎますから、これが大きな参入障壁になっています。ですから、新しい規制を導入しても効果は出ません。たとえ新しいグラス・スティーガル法をアメリカで導入しても効果は出ない。英国も同様です。ボルカー・ルールはグラス・スティーガル法ではないですし、ボルカー・ルールの中身は徐々にドッド・フランク法で弱まってしまったわけです。ですから分割するといっても、立法の力も足りず、なかなか上手くいきません。欧州も同様です。

では、何ができるのか。もちろん資産規模に応じて課税することもできますし、負担金を強いることもできます。これは良いアイデアかもしれませんが、銀行側のロビー活動が強過ぎるため、恐らく実現されません。トービン税というのも噂にあがっておりますが、こちらも実現できません。逆に実現したら悪いアイデアになるかもしれませんし、別にやったところで、

市場構造からすると、銀行には何ら影響をもたらしません。アメリカではウォーレン氏が消費者保護機関を作ると言っています。ご健闘をお祈りしますが、大変な闘いになるでしょうから、結果を伴うような仕事にならないのではないかと私は思っています。それから、F S Bのスウェー・アンドレーソン事務局長が銀行に対して様々な制約を課すと言っていますが、バーゼルからはっきりとしたことは出てきていません。恐らく話だけで中身のあるものは出てこないのではないかと思っています。1年程前でしょうか、昨年11月に、配当を制限する、自社株買いの制限をする、役員報酬を制限する、自己資本率をさらに上げるなどと言っていましたが、みんなこれは口ばかりで実現されないのだと思います。

では実際起こり得るのは一体何なのかというと、生前の遺言（リビングウィル）のように、金融機関間で破綻の憂き目に遭ったときはどういう手順で破綻するかと生前に考えておくという話は実現されると思います。ただ、大銀行の場合はクロスボーダーな国際銀行であることを事前に合意しておかなくてはなりません。破綻が起きたときの物理的なコストをどのように分担し合うのかを破綻したときに備えて事前に決めておく。そういう合意がないと債権者が全部被ってしまうことになりますから、国際銀行で合意するのは至難の業になると思います。リビングウィルは良いアイデアですが、本当に上手くいくかが問題です。一方、事後的に国際的な合意を取り決めるのも大変です。オランダやベネルクス諸国等は全く区別が付きません。規制当局間ですら合意が難しいのに、本当に破綻してしまうと国境をまたいで金融機関間でどうやって合意をつけるのでしょうか。

また、コンティンジェント・キャピタルの話もあります。例えば、銀行が転換可能な証券を発行することです。株式転換させる引き金となる事態が生じたときに自動的に自己資本が保全できる、問題が生じたときに資金力を持てるというアイデアです。これに賛成している向きもありますが、やはりこれも実現するには困難が付きまといまいます。これが不安定要因になりかねないと私も半分程しか納得していません。引き金となる事態が生じると、恐らく銀行取付けが生じるでしょうから、これも上手くいかないのではないかと私は思っています。

それから、2週間前に出たばかりですが、バーゼル3の提案が出ています。大々的に様々な発表や噂が流れていますが、中身をみるととても弱いものです。例えば自己資本比率をみますと、提案で出ている数字は弱いものです。しかも2019年まで長々とした経過措置をとっており、その期間が終わるまでに次の金融危機が襲ってくるかもしれませんし、全く助けになりません。レバレッジについても上限がありません。いつか上限が設けられるかもしれませんが、今のところは上限がかかっていません。それにもかかわらず、銀行は既に文句を言っています。

本日のFTを読まれましたでしょうか。その中の記事には銀行が既に不平不満を言っており、今出ているバーゼル3の提案が実行されると銀行融資の中小企業向けは減少すると言っています。これは明らかに政治的な発言です。みんな中小企業に融資をと思っているわけですから、銀行が不満を持って融資しないということになると規制を弱めた方がいいだろうとなってしまいうわけです。この案が出たときに銀行株は上昇しました。どうして銀行株が上昇したのかを考えてください。

規制機関がいろいろと議論に上り、ばかげた提案が欧州で出ています。このような機関ができてあまり有効性はないでしょう。「欧州システミック・リスク・ボード」を作るとあります。アメリカであれば小さな委員会になるかもしれませんが、欧州の場合は75人ものシステミック・リスク・ボードを作り、この75人だけに危機の対応を任せるというものです。そんなことできるわけがありません。75人だけでどうやって危機を解決できるのでしょうか。ばかげています。「シャドー・バンキングシステム」というのもよく言われていますが、これに対しては何の対策もとられていません。

マクロプルーデンシャル規制についてはあまり時間をかけたくないと思います。主たるポイント、マクロプルーデンシャルの手段については皆さん既にご存じだと思います。例えばカウンターシクリカルにやらなくてはならず、景気が良いときには規制を厳しくし、景気が悪くなったら規制はちょっと緩めましょうといったようなやり方です。これは言うは易しで素晴らしいことですが、景気循環というのはある程度国際的に相関関係があるものの、大体は国別の話ですから、例えば銀行が支店を子会社化するといったことが今後起こるのかもしれませんが。そうすると、自由に国境を超え資本をどこまで移動させることができるのか、国際的な仲介能力がどうなるのだろうかということになります。国際間の協調を進展させるかどうかですが、恐らくそのようには進まないのではないかと思います。

最後は、デリバティブ市場の話ですが、これは本当に悲劇的なものです。最近ポール・ボルカー氏が金融論の教授たちの大勢が言っていたことを繰り返しましたが、金融部門のストレス、市場の不完全性に対するストレスや種類に富んだヘッジング手段・商品がどんどん導入されて、これが行き過ぎたのだと、それによって行き過ぎた形でデリバティブが闊歩し過ぎたのだと言っています。みんな利益を出したかった上、デリバティブはとてもお金になるものだったが、一方で不透明性も高かった。お金になったからやったことで、こんなにも栄えてしまった。今まで犯した金融規制の大きな間違いの1つは、この規制緩和をしたことです。ラリー・サマーズ氏が推進した2000年の商品先物近代化法によってデリバティブなものに対する規制がほと

んどなくなっていました。ドッド・フランク法で若干反転しましたが、大きくは反転しておらず、規制は戻っていません。店頭デリバティブ取引の清算集中という話も出てきますが、なかなかそこまで本格的にいていません。銀行はそれでも文句を言っているわけです。市場の透明性の関係で、こんなに規制されたら大変と言って時間稼ぎをしています。透明性を上げるため、取引売買を要件化すればいいという提案もありますが、恐らくそこまでいかないかもしれません。幾つかのデリバティブは排除されてしまうかもしれませんが、大半は残ります。今回の危機にみられた不安定性といったコストが非常に大きかったので、コストをかけてでも改革しなくてははいけません、なかなか上手くいかないでしょう。

それから裏付けのないCDSの取引ということで、ネイキッドCDSの話があります。裏付けとなるような建玉がないなど、ないものはもちろん100%投機的なものです。もちろんヘッジングの目的を果たしているものもいくらかありますが、ネイキッドがいいと言うにはやや理由が弱く、不安定化をもたらしてしまうのではないかと思います。ネイキッドCDS市場については、モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスが2008年10月に破綻しかかかっていました。どうして救済されたのかというと、銀行持株会社になりかわることができたからです。そしてFEDから流動性の供給を受けることができたから生き残った。そうでなかったら、クレジット・デフォルト・スワップのプレミアムは、1,000ベーシスポイントを超えていたので、債務は大変な状況でした。これは投機だけのために持っていたのです。

格付け機関についてはほとんど何も進んでいません。主な問題は、レーティングが規制体系の中に埋め込まれていることです。バーゼル2の中ではこれを「レギュラトリー・ライセンス」と呼び、様々な一連の規制がありまして、年金基金や投資基金等の投資適格機関は、ある一定のレーティング以上のものしか投資運用してはならないとしています。どうしてかと言いますと、規制当局の人数が足りないからという理由で、本来は規制当局がやるべきことを下請けもしくは外注に出しているのです。規制当局がレーティングされているから良いではないかと安易に臨んでいるのは決して良いことではありません。こうした慣行は取り除かねばなりません、そんな兆しは全くみられません。これまでのところバーゼルで噂に上っているのは、規制についてインベントリーを全部出して、このクレジットのレーティングの埋め込まれた状態について、もう少しみたらいいのではないかという話ですが、本格的な動きにはつながっていません。

最後の国際間の問題については先程も申し上げたように、ビッグスターを巡って投資銀行や大きな取引会社は競って良い人材を集めようとしていると言っていますから、なかなか役員報

酬の制限ができないこととなります。特に金融部門間の競争が激しいニューヨーク、ロンドン、パリ、フランクフルト等では競争で入り乱れています。スライドに載せていませんが、シンガポール、香港、上海、東京市場も競争の中に入ってきます。ほかにもG20に入っていないような金融センターがありますから、シンガポール、スイス、香港が敢えて協力し合って、規制の裁定行為を避けようとはしないでしょう。特に英国では委員会で作られている答申を来年出す予定になっていますが、銀行が声高に、あまり厳しい規制をかけたらまだ引っ越し先は決まっていらないがロンドンから出ていきます、迎えてくれる金融センターはどこにでもあります、もっと規制の緩いところに行きますと言うわけです。もちろん当局としても出ていくというなら出ていけばいいと、私たちの責任ではないからと言い放つことができるかもしれませんが、金融部門は英国のGDPの大きな部分を担っているのです、そこまで言えるか、本当に放棄しているのかという問題もあります。国際間で協調し合うというのは、現実の話としては競争の話が入るため非常に難しい。既に例があるように、言うは易し行うは難しの分野です。EU及びアメリカ間でも協調しようと言っていますが、実際の協調はあまり進んでいません。いろいろ議論になっている協調案件はありますが、短期的には上手くいっていません。中期的にも恐らく上手くいかないのではないかと思います。私が申し上げたいのは、銀行にとっても、市場にとっても、格付け機関にとっても、今までの様々な努力は、いろいろな委員会を作って、時間をかけて、良い人材を集めて検討されていますが、結局はあまり内容のないものになるだけで終わってしまうのではないかとことです。ロビーイング活動も政治的圧力も強いし、国際間で協調するといっても、実際やることになると上手くいかないでしょう。

以上をまとめて考えますと、結局現実的には、まずはマクロ経済的に国際不均衡を解消する方が易しいかもしれません。これが大きな原因であったわけですから。そうでないと、あまり楽観的になれないのが実情であります。ご清聴どうもありがとうございました。（拍手）

○司会（佐久間） ポルテス先生、どうもありがとうございました。それではここで2回目のパネルディスカッションに入りたいと思います。パネリスト、コーディネーターの皆様はご登壇をお願いいたします。初めに、この2回目のディスカッションのコーディネーターをご紹介します。神戸大学大学院経済研究科教授の地主敏樹様でいらっしゃいます。

次に、パネリストの方々でござります。皆様から向かって左からご紹介いたします。今ご講演をいただきましたリチャード・ポルテス様でいらっしゃいます。（拍手）

東京大学大学院経済学研究科教授の伊藤隆敏様でいらっしゃいます。（拍手）

日本総合研究所理事の翁百合様でいらっしゃいます。（拍手）

慶應義塾大学経済学部教授の竹森俊平様でいらっしゃいます。（拍手）

それでは、ここからはコーディネーターの地主様に進行をお願いしたいと思います。よろしく願いいたします。

○司会（地主） ポルテス教授の非常に精力的で問題を提起するプレゼンテーションを楽しまれたと思いますが、今から日本のこの分野の先生方を交えまして、彼の考え方にある程度チャレンジできればと思っております。全体のパネルの構成ですが、やはり最初にポルテスさん以外の3名の方々に5分ずつ、これだけは言うておきたいことをお話ししていただきたいと思っております。その後、少し共通のテーマを選びましてディスカッションを行いまして、最後に少しこれからの将来の見通しについてお話しただいて、さらにその後の一番最後に、伊藤隆敏先生が遅れて来られましたので、マクロ政策について是非一言お話されたいと伺っておりますので、少し時間を伊藤先生にお使いいただければと思っております。では、順番、どういきましようか。竹森さんからいけますか。お願いします。

○竹森 私のところは、最初にポルテスさんのテーマが欧州の金融危機をどうするかということでしたので、その関係を政策対応ということで用意してきました。

危機の原因というのは先程やりましたが、一言私から再整理させていただきますと、危機と言うときには市場の失敗で起こる危機と政府の失敗で起こる危機と、大きく分けるとその2つがあって、その2つは重なり合っているのが通常でしょうが、例えば最初に起こったサブプライム危機というのは、どうみても市場の失敗であります。一番最近のギリシャ国債のソブリン・リスクは明らかに政府の失敗です。私はよく1930年代の大恐慌と今回の危機を比べて考えることがありますが、一般的に言って、アメリカの危機というのは市場の失敗で起こる場合が多くて、欧州の危機というのは政府の失敗で起こる部分が多いのではないかと考えています。例えば1929年にウォール・ストリートで大恐慌が起こりました。これはどうみても市場の失敗であります。もう1つ、大恐慌の大きなイベントというと、1931年5月にオーストリアのクレジット・アンシュタルトというところが潰れました。これは危ないと言われていた銀行をほっといたことで、政府の失敗ではないかと思うわけであります。

今回の危機の場合、さらにユーロという仕組みが欧州の危機の原因になっているのではないかと。ここに挙げているのは、よくジョン・テーラーが使う図ですが、横軸と縦軸がありまして、横軸はテーラー・ルールで適切と思われる金利水準と実際の金利水準を比べたもので、右に行くほどテーラー・ルールと比べて金利水準が低過ぎたこととなります。ユーロ圏といっても16か国あります。その基準金利として、テーラー・ルールからこれが良いというのは16か国

ばらばらなわけです。ところがE C Bが選ぶ政策金利は1個しかない。その政策金利が結果的にはアイルランドには緩過ぎて、ドイツにはちょっときつめだったということです。それが単にインフレに影響があるだけではなくて、縦軸は住宅投資をみていますが、金利が基準金利と比べて低過ぎるところではバブルが起こっている。こういうのはユーロ16か国に1個しか金利を選べないということから出ています。考えてみますと、先程ポルテスさんから、スペインはドイツから資本を輸入してバブルを煽っていたという話がありましたが、ドイツでは要するに金利が高過ぎ、経済がデフレ気味になって、投資の機会もないからそれだったら金利が低くてバブルが起こっているスペインに投資しようというような動きが出てくるのだらうと思います。

次に政策対応の話ですが、例えばユーロの仕組みそのものが危機になっているというときに、危機が起こったので何か政策対応をしようと政府が対応しようとする、大きな仕組みそのものを変えなくてはいけないことになります。あるいは、アメリカで金融危機が起こったとき、これに対応しようとする、政策の仕組みそのものを変えなくてはいけない。今まで規制緩和で来た仕組みそのものを変えなくてはいけないということで、当分の間は政府ではなくて中央銀行が何かアドホックな政策をするということが続いてきて、アメリカで言えば2009年3月にベアー・スターンズが救済されたことがあります。欧州ではどうかというと、ここにあるアイルランドが不良債権を抱えたときにE C Bはかなり資金を貸して、しかも1年位の融資もして銀行を助けたのですが、同時にその銀行を助けなくてはならないアイルランド政府も助けました。ところが、アメリカで言うリーマンショックが起こったときに、これは本当にシステムティックな対応を考えない限り、連銀だけではどこまでもやっていけないということが起きて、それで初めてT A R Pというシステムティックな仕組みができたのだらうと思います。欧州ではどうかと言うと、アイルランドのような銀行部門の問題が根本にある場合はE C Bが融資すればいいわけですが、ギリシャの危機は最初から政策の危機であって、これを助けるのはE C Bにはとても無理なものです。E C Bは最初のユーロ協定からして、国を助けてはいけないことになっていますから、新しい仕組みが必要になりました。それが今年5月にできた「The European Financial Stability Facility (E F S F)」というものです。それでもまだE C Bは、アイルランド、ポルトガル、ギリシャ国債を買わざるを得ないということがありました。5月頃のそういう状況をみて、今回内閣府のレポートにも反映させましたが、非常に懸念したのはE C Bがやってはいけないことをやったことのツケがものすごく大きいのではないかと。

第1に、トリシェ総裁はこれは量的緩和ではなく、量的緩和はしない、インフレは起こさないと散々言ったわけです。しかし、このように金融危機が起こってくる状況ではインフレで

はなくデフレが起こるのですから、そこでECBが量的緩和はしない、アメリカとは違う、BOEとも違うことを縛ったのが、どのように問題を引きずるのだろうかと気にしました。

もう1つは、ドイツがこの救済をするときに、救済することは嫌々認めたのですが、それと同時に財政規律を強化しなくてはいけないと言ってドイツ自身も財政規律強化に向いましたし、実際に危機に遭っている国は今年財政規律をうんと良くしなければ、例えばEFSFからも資金が借りられないということになっています。ですから、そういう緊縮財政を交渉手段としてギリシャ、ポルトガルを救したことはかえってマイナスになるのではないかと非常に懸念していたのが、今年前半の私の考えであります。

ただ、最近欧州は少し状況が良くなってきたと思います。今アイルランドに問題が起こってきて、アイルランドがもしEFSFに助けを求めに行くことになれば、これはまたがたがたになるのだらうと思いますが、ドイツがギリシャのおかげでユーロ安になって、ものすごい輸出増が起こって景気も良いし、財政収入も増加していることで、簡単にユーロを捨てる方向に行かなくなったことで、欧州の状況は安定に向かっているのではないかなという気が若干します。むしろ私が懸念しているのは、先程質問のときにも申しましたが、アメリカでもし11月の選挙で共和党が議会を握り、大統領は民主党ということになって、これからは景気刺激策が一切認められないというようなことになった場合、アメリカは完全な行き詰まりになります。欧州はその点、例えばトリシェは国債を買う1週間前にはECBは国債を買うことは難しいと言っていたのころと変わるのです。ここをみてもらいたいのです。欧州というのは非常にエリート社会で、エリートがころつと言い方を変えればそれですーっと通ってしまうところがあります。そういうことをみますと、私はむしろ欧州の状況はアメリカに比べればまだ救いがあるのではないかと、先程ビルト・イン・スタビライザーの話もありましたがそういうこともあるので、欧州の方が幾らかましではないかと最近は考えております。

○司会（地主） どうもありがとうございました。もう見通しの部分までお話しいただいたことで。それでは、次に翁さんをお願いしたいと思います。

○翁 先程ポルテスさんが非常に最近の規制改革のいろいろな動きについて細かい評価をしてくださったのですが、私は少し前の段階から、今議論されていることをもう少しプリミティブに整理してみるとどういうことか、整理してお話ししてみたいと思っています。

よくマイクロプルーデンスとマクロプルーデンスという議論がありますが、マクロプルーデンスという言葉自体もいろいろな使われ方をされていて、さっきポルテスさんはカウンターシクリカルな規制とか景気循環を増幅させないといったところについて、マクロプルーデンシャル規

制という言い方をされたのですが、少し広く金融システム全体の安定性を確保することが重要という視点で現在行われている議論を整理してみたのがこの3つです。マイクロブルーデンスというのは、どうしても個別の金融機関の破綻を防ぐとか破綻処理を円滑に進めるというような視点になるわけですが、今回の危機でやはり改めてこうした3つのことが監督政策上不十分であったことが整理できるのではないかと思います。

1つ目は、先程池尾先生も増幅メカニズムという言葉で説明された部分ですが、金融機関行動を契機にしていろいろなリスクが内生的に変化したり波及することについて、あまりにも今回の危機までは考えていなかったことが露呈した。もちろんバーゼル2でも、プロシクリカリティの問題は勘案されていたのですが、やはりB I S規制のような自己資本比率規制がかかりますと、どうしても景気の悪化時には金融機関が資産を圧縮する方向に機能してしまうことが改めてわかった。それから、さっきご紹介がありましたが、プリンストン大学の先生方が整理されているように、やはり金融商品価格の下落が市場流動性の問題に直結して、それが金融機関の資本調達を難しくするという形で、どんどん流動性のスパイラルが起こることがわかった。それからまた、特にシステム的に重要な金融機関、やはり金融機関はネットワークですから、規模が大きいことと同時に、相互連結性が非常に高い金融機関について、もっと十分に注意を払わなければいけないのではないかと。そういうことが今回のいろいろな一連のバーゼルの改革やアメリカの金融制度改革の議論の中の底流にはあるのだらうと思います。

2点目ですが、システム全体をみた場合にやはり非常に重要なことは、本日の第1セッションでもありましたように、マクロ経済の動きが金融機関行動に非常に大きな影響を与えるし、金融機関行動がやはりマクロ経済にも非常に大きなインパクトを与えるという相互関係について、よりもっと目配りをしなければいけないのではないかとということだと思います。例えば、なぜあれだけトリプルAの債券ができたのかということについては、背景にはやはりマクロの不均衡、グローバルな経常収支の不均衡があったと思いますし、またなぜこんなにリスク管理が不十分であったのかについては、非常にマクロ的に安定的な状況が長く続いた、グレートモデレーションのような時期があって、そうしたデータが活用されたため、ストレステストが必ずしも十分ではなかったという面もあったのかもしれないと思います。そういう意味で、やはりマクロ経済と金融システムの相互関係について、もっと十分目を配るべきだという反省があるのだと思っています。

3点目ですが、これはポルテスさんも主張され強調されていましたが、やはりシャドーバンクの存在ということで、どうしても銀行を中心にシステムの安定化を図るという考え方が根強

くあった。ですが今回は投資銀行等の、明らかに銀行以外で規制が非常に不十分な金融機関の存在が危機を大きくしたことで、システム全体に目を配る必要性ということが認識されたのだと思います。そうした意味で、システム全体をマイクロでぎりぎり規制を強化するだけでは駄目で、もちろんマイクロの視点も非常に重要ですが、同時にマクロの視点が重要との認識に立ち、いろいろな改革が進められているのだと思います。ただ、具体化するにつれて新たな課題が出てきているというのは、先程ポルテスさんがいろいろご指摘されたとおりでございます。

3点、若干追加的に申し上げますと、やはりシステム上重要な金融機関の対応というのは、私も課徴金か規制かという考え方で整理すると合理的なのは課徴金だと思いますが、Too Big to Fail の問題を解決するために、米国は規制の強化に踏み出したのだと思います。リビングウィルを作り、破綻処理を可能にする環境整備は重要だと思いますが、先程おっしゃっていたようにやはり国際的な金融機関をどう破綻処理するのかという問題が指摘できると思います。

第二に、マクロブルーデンスの監督当局が非常に重要だということで、アメリカ、EU、英国等でもいろいろな動きがあります。これはやはり特に中央銀行がどうしても、そうした市場をよく知っている立場にあるのでどうしてもますます重要な立場になってきますが、また後ほど議論したいと思いますが、様々な課題が提起されていると思います。

第三に、バーゼル銀行監督委員会から最近9月に提案されましたカウンターシクリカルな規制とか、コンティンジェント・キャピタルの提案もいろいろ出てきておりますが、本当にマクロ的不均衡を測る指標がこの提案で適切なのかとか、それが果たして本当に技術的に、政治的に可能なのかとか、様々な問題を提起しているのだと思います。

私が申し上げたかったのは、こうした最初に整理した論点というのは、今回の危機の背景として規制が不十分であったという重要な反省点として改革しなければならない点として共通の認識があるが、実際にそれらの反省に立った新たな規制を具体化するにつれて新たな課題がまた出てきているのが今の状況ではないかということでございます。

○司会（地主） ありがとうございます。それでは、伊藤先生。

○伊藤 大筋ポルテス教授のお話しされたことに賛成で、アメリカでも欧州でも、危機の直後に考えられていたような金融改革はできなかった、できないだろうということです。特にアメリカの場合の危機の最大の問題点というのは、監督当局が本来の仕事をサボったことです。それと監督当局体制がばらばらだった。保険に関しては50州それぞれに50の監督機関があるとか、SECとCFTCがばらばらで、その間に規制されていないデリバティブとか先物がいっぱいあったとか。あるいは、その銀行監督についてもFRBと州の当局と、さらに全国的なもの、

3つぐらいのところで監督が重複していた。監督体制に重複があったり、すき間があって、全然監督されていないものがあったことが問題だということは危機の原因として直後に指摘された。ですから当然それは統一的な監督機関にいくのだらうと思っていた。そういう提言が出たわけですが、それがさっぱり実現する気配がない。確かにSECはもうちょっと権限を強めなきゃいけないと言っていますが、CFTCと合併することはなくなったようです。銀行監督では、SECが監督していた投資銀行も無理やり法律上の銀行にして、FRBが監督することになりましたが、本当にFRBが有効な監督ができるのかについては、まだよくわかっていない。保険はAIGの問題は特殊ケースで忘れ去ろうとしているという状況だと思います。英国では、FSA、日本の金融庁のようなものがあって、そこが一元的にすべての金融機関、金融商品を見ている。要するに、日本がモデルにしたようなFSAがあります。ところが今回は、大銀行の活動に関してFSAは全然リスクをみていなかったということで、非常に強い批判にさらされている。危機の直後には当然FSAは改革されるだらうと思われていた。実はその改革の方向は、政権交代とも関係があるわけですが、BOEに一部の機能を移して銀行監督はBOEがある程度みるようになることが決まった。ではほかの証券、保険等はどうするのかということで、そのFSAと今度はBOEの分担の話がどうなるのか完全にはわかっていない。EU全体について難しい問題があるというのは、先程ポルテス先生がおっしゃったとおりです。

いろいろな問題は全部もうお3方からお話があったので、私は言いたいこと1つだけ、それはやはり国際的な、クロスボーダーの破綻の仕組みを考えていかななくてはいけない、とくに破綻の仕組みの調和を考えなくてはいけないということです。先程からお話があるように、一国の中ですら大規模機関の破綻、秩序立った破綻というのは難しいとポルテスさんも翁さんも強調されたことですが、さらにその一国で難しいことを国際的に調和するのはもっと難しいことです。しかし、その一国の中の破綻の仕組みを考えると、やはり国際的な調和を考えて物事を始めないといけない。アメリカはアメリカで破綻の仕組みを作り、英国は英国で破綻の仕組みを作り、日本は日本で破綻の仕組みを作っていくと、そこで最終的に調和がとれなくなる。リーマン・ブラザーズが破綻したときに何が起きたかという、アメリカはもちろんチャプター・イレブンの破産法によってその財産、資産、負債の保全をしまして、裁判所の管理下で資産・債務を洗い出していく。英国は英国で同じようなことをやる。日本は日本で民事再生法を適用して同じようなことをやる。そうすると全部自分の国内法によって処理しようとするわけですから、クロスボーダーのところの資産・負債の処理がうまくいかないことがある。たとえば、簡単なスワップ、東京とニューヨークで組んでいるようなスワップを巻き戻すことができ

なくなるのです。そうすると、簡単に顧客に返せると思った預かり資産が返せなくなることが実際に起きていたわけです。いまだに返せないものがあると聞いています。したがって、国際的に活躍している金融機関を破綻させることは、そのそれぞれの金融部門を監督している当局が協力をして破綻させることが非常に重要になってくることを認識しておかなくてはいけないと思います。私もポルテス教授と同じで、この破綻の仕組みが、最大のモラルハザードを防ぐ重要な仕組みであると思いますので、もし大き過ぎて破綻させられないというのであれば、それは分割するしかないし、秩序立った破綻という、その秩序立ったというところが非常に重要ですが、この仕組みを考えない限り同じような問題が将来発生してくるだろうと思っています。

日本の話を一言だけお話しすると、日本には、今回は、金融危機が波及しませんでした。いわゆる「トクシク・アセット」に当たる商品を大規模に買った金融機関はなかった。小規模に買ったところは2社あったわけですが。したがって、直接的な影響は金融機関に関する限りほとんどなかった。金融庁も批判されることは全くなかった。貿易チャンネルによる波及は別ですが、この点はいまは議論しません。日本は今回の世界金融危機の少なくとも金融面に関しては全く反省点がない、大丈夫だったという評価だと思います。

しかし、本当にその総括で良いのかと金融庁によく考えてもらいたい。ここから先、今度はバーゼル3にいくところで、日本の金融機関がどう対応していくのかという問題に焦点が絞られています。そこで言いたいことが2つあります。1つは、やはり日本から幾つかの提案をしていくことが重要ではないか。先程言ったような国際的な破綻のルールに関しては、積極的に日本も提案していくことが重要です。何もなくて大丈夫だったということだけで終わって欲しくないということです。それから2つ目は、日本の金融監督はそれで良かったかもしれないが、日本の金融機関はそれで良かったのかと。損失が出なかった、良かったですねということで終わるのか。それとも損失が出ないくらい安全な経営をしていた、つまり収益が低いということですが、このままで本当に良いのかということだと思います。したがって、その低収益体質を本当に変えることが必要なのか、変えたらどうしたらいいのかと、金融機関には考えてほしい。

1つだけ大きな違いがみえたのは、野村証券です。アメリカ以外のリーマン・ブラザーズ社の資産、負債を野村が買った。それで業態を大きく広げたわけです。ゴールドマン・サックスとか、大きな米系投資銀行が今や規制の分類上銀行になってしまった中で、実は唯一の投資銀行、世界最大の投資銀行は野村なのです。銀行ではない投資銀行、法律上の銀行にはなっていない投資銀行というのは野村なわけですから、ではこの野村を日本はどう考えるのか、どう支

えるのか、どう監督するのが問題になる。日本として、野村が商売上不利にならないように、支える気があるのか、ないのか。日の丸を背負っている金融機関をどうするのだというのは、やはり日本として考えておく必要があるのではないのでしょうか。やはり世界の金融規制の行方と日本というのは全く関係ない、関係あるばかりではなく、積極的に日本から働きかけていく要素が非常に重要だと考えます。以上です。

○司会（地主） どうもありがとうございました。様々な論点を出していただきましたが、ここでもうちょっと絞らせていただいて、ポルテス先生から始まって皆さんが触れられたポイントとしまして、Too Big to Failの問題と、国際間協調の問題について議論したいと思います。ポルテス先生は大きな機関にリビングウィルを書かせることは望ましいと言われながら、他方でリビングウィルの作成には事前の国際的な協調が必要だが結構難しいと、そこで終わらされていたと思うのですが、これに関してその実現可能性やまた別の方法等をご議論いただきたいと思います。アメリカはリビングウィルではない方向にいつていると思いますが、そうしたことについてお話しいただければと思います。それから、野村に関しては唯一の投資銀行ということで中央銀行から助けてもらえないという不利な立場にもあるようですが、そうした点でも結構ですのご発言いただきたいと思います。それでは、最初にポルテス先生に。

○ポルテス まず、リビングウィルと国際間協調等、いろいろご提起いただいたので、お答えしたいと思います。

最初の点ですが、翁さんがおっしゃった点についてです。このシステム上重要な機関の定義とはどういうものでしょうか。英国の場合、実際に銀行取付け騒動がありました。一体いつ以来かという程でありましたが、ノーザンロックの取付け騒ぎがありました。ノーザンロックがシステム上重要な銀行とは事前に誰も思っていませんでしたが、蓋を開けてみたら当局が介入せざるを得なかった。つまり波及効果を恐れたわけです。ですからこの定義は非常に難しい。

もちろん学界等いろいろなところで研究されています。金融機関間の相互接続性がどのくらいあるのか、サイズも違いますしなかなかわからないものです。知的作業としては面白いテーマかもしれませんが、現実にはそれほど易しくなく問題があります。ある機関は重要だから心配しなくてはいけないと、どのように上手く選択するのでしょうか。これまで気が付かなかったが本当はシステム上重要だったかもしれない、国際的ではないけれどもこの国にとっては重要だったかもしれないということになります。さらに追い打ちをかけるように、国際的であったらさらにこの困難さが増すわけです。

それでも今回大きな問題があります。例えばリーマン・ブラザーズです。本当にすごいケー

スだったと思います。例えば単純な利益相反が英米間にありましたが、誰もこれを認識していなかった。あまりにも物事が早く展開してしまったから気が付かなかった。リーマンが破産を宣言する前に80億ポンド位の資産がロンドンからニューヨークに移転されていました。英国の債権者は、資産はアメリカにってしまったのもうアクセス権がない、申し訳ないということで終わってしまいました。明らかにこれは国際間の利益相反と言いますか、問題がありました。このようなことを事前に防ぐ手段があるのでしょうか。先程も銀行の子会社化について申し上げました。こういうことがあり得ると前提にして、恐らく今後は圧力がかかって別々に資本を持った子会社化を進めましょうという方向になるのではないかと思います。

それからもう1つ、リーマン・ブラザーズの例を取り上げて、国際間協調がなかったことを申し上げたいと思います。大き過ぎて潰せないことはいろいろな本にも書いてありますし、アメリカは交渉もしてバークレーズにリーマンを買って欲しがったが、結局全部は買収できなかった。これは英国の財務大臣がバークレーズには絶対引き受けさせないと言ったからです。それで結局リーマンは破産申請をした。そしたらどうなりましたか。バークレーズがリーマン事業を買収しました。とても良い一手であったため、これを実施したダイヤモンド氏はバークレーズのCEOになりました。野村はどうでしょうか。野村も賢かったのでしょうか。欧州部門を引き継ぐことになり、今やとても好調とのこと。そうするとリーマンは本当に潰すべきだったのか、もっと良い方法があったのではないかととなります。全てのストーリーをみても、結局、国際間協調が全くなかったことに起因しています。自分の利害だけで動いた人ばかりで、それが奏効したところがあったと。

伊藤先生がアメリカの構造が複雑なのだとおっしゃいました。州の当局も入っているし、機能別の規制もあり、複雑かつ重複性があることをおっしゃいました。欧州でも25か国がひしめきあっており、それぞれが保険規制当局、銀行規制当局を持ち、同じところが兼務していることもありますが、国によって様々な規制監督機関があります。これからは規制当局間の協調機関を作ることになっています。スライドにもありましたが、システミック・リスク・ボードというものもあります。しかし、こうした規制機関にはある程度の権限が与えられるはずでしたが、結局はほとんど権限を持っておらず、討議できるようなフォーラムを設けるといった程度です。英国は残念ながらこのような国際的な協調機関に権限を与えたくないといどく抵抗しました。ですから、新しい壮大な構図を描くのでしょうか、美しいが中身がほとんどないことになってしまうと思います。それが現状です。

○司会（地主） 少し話が広がってしまいましたが、Too Big to Fail の話にもうちよつとだ

け絞って、翁さん、何か追加があれば。

○翁 システミックに重要な金融機関についてポルテスさんからご指摘ありました。まさに日本でも同じで、90年代に銀行間市場が麻痺した契機は本当に小さい三洋証券という小さな証券会社からシステミック・リスクが広がりそうになりましたので、やはりシステミックに重要な金融機関というのを定義するというのは極めて非常に難しいことはそのとおりだと思います。現在議論の対象になっているのは、例えばボルカー・ルール等が規模を制限したりとか、比較的大きな金融機関に対してどのように対処していくのが1つ大きなテーマになっていますが、やはりToo Big to Failの問題というのが世界の金融システムにとっても非常に重要なテーマだと思っています。ポルテスさんもおっしゃっていましたが、合理的なのは、例えば課徴金を課すという考え方だと思いますがなかなか実現可能性が難しい。それだったら、規制をかけてリスクテイクしにくくしようという考え方でボルカー・ルールが出てきているのだと思います。ボルカー・ルールも先程から伊藤先生も強調されていますが、大きな文脈で捉えれば規模などを制限して破綻処理が可能な環境を作っていくためのものと解釈することもできると思います。実際世界でも金融コングロマリットが非常に多いわけですが、本当の意味でそれがどの程度効率性が高いのか、規模の経済とか範囲の経済が本当に働いているのかというのは、実証的にみましてもある程度の規模を超えると、かえってコングロマリット・ディスカウントが大きいのものがあるという研究も多いと思います。非効率である可能性があり、かつリスク分散効果もそれほどでもないと考えられるような非常に巨大なコングロマリットが多いことは、やはり厚すぎるセイフティネットやToo Big to Failではないかと一般的に考えられていることが背景として考えられると思っておりまして、その意味でもやはりこの問題を解決するのは非常に重要だと思っております。

リビングウィルについては、事前にこれを作成していく作業自体が、その金融機関をどのように監督すればいいのか、その監督手法や監督の考え方についてどのように考えていけばいいのかを考えるきっかけになるのではないかという点がメリットしてあるのではないかと考えています。規模が大きい金融機関のリビングウィル作成を進めることによって、国際的に大きなコングロマリットについても監督体制の見直しを進めるきっかけにしていくという点でメリットがあるかなと考えています。

○司会（地主） ありがとうございます。時間がないので、選択的にパネリストの方をご指名させていただきます。その次に伊藤先生から出されました監督体制の問題について、英国はF S Aがすべての産業をみていた。アメリカのようにばらばらではなく全部みていたはずが上

手くいかなかった。英国はさらに言うと、竹森先生が言われた1つの金融政策にみんなが合わせないといけないという問題もなく、本来英国は非常に優れた体制をとっていたはずですが、結局は全然駄目だったことについて、伊藤先生いかがでしょうか。

○伊藤 ポルテス教授にコメントしたいことがあるのですが、英国のFSAは日本のFSAと違ってマイクロプルーデンスに関して非常に、ライトタッチ、あまりきつい監督や規制をかけない。FSAのトップと話したことがあります、そのトップが言っていたことは、「私たちはそんな複雑な金融商品や経営なんていうのはわからない、私たちがわかるのは経営者を判断することだ。ですから、経営者が本当に理解しているかどうかを厳しく審査することで、経営者が本当に経営するに値する人物かどうかというのを、インタビューもするし、経歴も調べるし、きちんとそこはみていると。あとは1年に1回、経営者に会って「どうしてる？」という会話をする、これが英国流の監督なのだ」、と言っていました。ですから、日本のように目の前でぎりぎり帳簿を調べるといったことを全くやっていなかった。そういう意味では日本とはかなり違うFSAだったと思います。それは生き立ちによって違うことが起きていたのだと思いますが、そこは恐らく英国FSAも反省するでしょう。それから英国のFSAの組織図は、ホールセールとリテールとに分かれていて、日本のように銀行・証券・保険というような業態の分け方ではありません。したがって、大きなところの見方、監督の仕方と、それから小さな金融機関の監督の仕方というのは全然別のことをしていて、恐らくノーザンロックというのはリテールで、システミックに重要ではありませんから、そんなにきつくみる必要はないと思っていた可能性が高い。

ノーザンロックに関して一番問題だったのはやはり預金保険に欠陥があったことです。日本だといわゆるペイオフ1,000万以下は全額保護になるとかなり多くの国民が理解していることです。この1,000万の限度額が英国の場合にはかなり低く、そこから先が90%・10%ルールということで預金者が10%は損をする、90%保護されるのが第2段階であり、さらにもう1つ仕切りがあってそこから先は日本の1,000万円以上と同じで、資産、負債を洗い出した後の結果次第、となっていた。その最初の全額保護、という限度額が非常に低かったために、次の段階の10%でも損したら嫌だという人が銀行をぐるぐると取り囲んでしまったのだと思います。ですからむしろ監督体制の問題というよりは預金保険の問題でノーザンロックが非常に大きな破綻、社会問題になってしまったという面が大きいと思います。

○司会（地主） 竹森さん、何かありますか。

○竹森 私は規制の細かい点よりも、ポルテスさんからバーゼル3がものすごく弱いとあった

ので、なぜ弱いかの理由を考えてみたのですが、2008年11月の宣言が出た頃は2010年末にはこの危機は終わっているという前提があったのだと思います。その前提が典型的に表れているのが2009年に実施されたアメリカのストレステストで、2009、2010年の評価損は計算に入れるが、2011年からは金融資産が額面を取り戻してそこから先の損失はないという前提で計算されています。そのときも批判がありましたが、アメリカの金融資産は1,000兆円位ありますから、その5%の評価損が出ただけで50兆円損失があって、あのときは確か6兆円か7兆円の資本不足があるとのことでしたが、そうではなくて56兆円か60兆円ではないかという指摘があったと思います。つまり、2010年には問題が全部解決しているという前提でやっていて、バーゼル3も最初はかなり意気込みでやったのでしょうが、どうみても2010年に金融機関の問題は終わっていないと、それで何かなし崩しになったのが理由ではないかと思います。私は規制のことを議論するのも大事ですが、2010年には明らかに金融危機は終わっていないし、金融資産も評価損が出ているし、それから欧州もこの間ストレステストをやりましたが、あれはギリシャ国債であろうと国債はデフォルトしないという前提に立っています。ですが先程みたような、ドイツのブントに比べて10%も金利プレミアムがついているのは明らかに破綻リスクをみているわけですから、私はどんな規制を議論してもまずそのストレステストをやって金融機関の問題を洗い出さないと結局なし崩しになって、先程金融機関のロビーが強いとおっしゃいましたが、実際に金融当局が押して行ってまたもう1回破綻が起こったらどうだと考えるのではないかと思います。

○司会（地主） ありがとうございます。時間の制限がありますので、もっとおっしゃりたいことはたくさんお持ちの方が多いと思いますが、今竹森先生のお話に出ましたバーゼル3や自己資本比率等に関しましても、フロアの皆様のご関心は高いと思いますので、どのようになっていくのかという見通しあるいは評価等を、ポルテスさんから非常に弱いものだという評価が出されましたが、それぞれのパネリストの方がそれについてどう思われるかをお聞きできればと思います。

○翁 バーゼル3で、特に今回、カウンターシクリカルな規制を導入しようとしているのは先程の危機の反省に立った対応だと思いますが、やはり非常にこれも技術的にも政治的にも難しいと感じています。今回の提案は、名目GDPに対する信用量というのを1つの指標にして、それをビルト・イン・スタビライザー的に活用していこうということだと思いますが、やはりこれは国によってもその動きというのはまちまちであり、それについて一定の裁量を国ごとに工夫させる形にしています。このような規制は本当はビルト・イン・スタビライザー的なもの

を求めるべきですが、一方でそれを本当に実効性あるものにしていくために裁量も残さなければいけない。しかし、裁量が入ってくればくるほど導入が政治的に難しくなるという側面も持っているということが1つ目です。

あともう1つは、今回のカウンターシクリカルな規制というのは、このマクロプルーデンスの問題に立って、信用量の増加、バブル的な動きが最も大きな問題であることで導入するものだと思います。ただ、これは日本国内の金融機関にとってはほとんど何も影響がない。もちろん国際的に活動しているシェアが高い金融機関は、その当地でのカウンターシクリカルなバッファが必要になってくるので、影響は出てくるわけですが、日本の活動シェアが高い金融機関にとってはあまり関係ない。むしろ日本で最も将来的に金融機関にとって大きなリスクになりそうなのは、やはり国債の保有が非常に大きくなっていて、こうした問題に対してマクロプルーデンス的にどう対応するのか。今回レバレッジ比率等も入りますが、日本にとって将来的に、今はもちろん大丈夫だと思われませんが、第1セッションにもありましたが、日本の財政問題は日本の金融機関にも非常に大きなインパクトを将来的に及ぼす可能性もあって、そうしたことにどう対応していくかということについても、日本独自の問題としてやはりきちんと検討しておく必要があるのではないかと思います。

○司会（地主） ありがとうございます。ポルテスさん、バーゼル3または自己資本比率について何か追加することはありますか。

○ポルテス 竹森先生からバーゼル3が弱いのはまだ危機が終わっていないからだとおっしゃいましたが、確かに危機は今も続いています。どうしてでしょうか。それは規制当局が弱いからだというようにも読めませんか。つまり欧州のストレステストは実施されたが弱く、アメリカのストレステストも強くなかったことで、裏返しも真実ではないかと思いませんか。銀行側が圧力をかけバーゼル3の中身を薄めていると、結果としてその資産構造をみても体質的に銀行が弱くなってしまうわけで、依然問題として残っているのです。日本については既にコメントなされたので、私は敢えて申し上げません。竹森先生と意見が異なる点は、欧州の単一の金融政策の見方です。

○竹森 私は銀行に対するストレステストは弱いと思っています。やらなかったことがそもそもの問題で2010年に危機が終わるわけではないし、あるいはかなり良くなったとしても、2010年末に評価損がなくなることはないわけで、その点を甘く見逃させた。そのことの問題はすぐに出てくると思います。例えば、ギリシャ国債が2012年にデフォルトしたとすれば、銀行の抱える資産、要するに国債を持っていても大丈夫という神話はすぐに崩壊します。あるいは2012年

末までにこれからアメリカの金融機関は何らかの形で決算を発表しなくてはならない。そのとき先程みたように、不動産投資がまた今落ちていますから、当然不動産関係の資産評価は下がっているはずで、それが出てきたところですぐに問題が出てくると思います。ですから、そもそもの問題はストレステストをちゃんとやらず銀行が弱いままでいるところに、その弱い銀行に合わせて規制を作ったのが問題だと、恐らくそこはポルテスさんと同意見だろうと思います。

○司会（地主） どうもありがとうございました。いろいろと、まだまだ議論すべきポイントはありますが、時間になりました。会場の質疑応答に入るべきところですので、そちらに入らせていただこうと思います。伊藤先生には申し訳ありませんが、出口政策の時間がちょっともうとれません。すみません。それでは、フロアの方のご質問を受けたいと思います。どなたからでも、どうぞ。いかがですか。

○質問者(2) 財団の研究所にいます。ポルテス先生にお伺いしたいと思います。大変上手くまとめておられて私もそのとおりと思いますが、最後に、次の危機は同じではないと書いておられます。金融機関のビジネスモデルについて、ものすごく単純に言えば、お金を余っているところから集めて足りないところに貸すと。まさに今の日本はお金が余っているのは家計と企業で、お金が足りないのは国ですから、国債で運用しているわけです。この間までアメリカの銀行は、お金が余っているのは海外で、足りないのが家計でサブプライムローンにして売っていて、それが破綻した。日本の銀行は利益率が低いというお話がありましたが、国債で運用しているのですから上がるわけがない。したがって、今後どのように金融機関が利益を上げていくのかということと今回の金融機関への規制が非常に密接に絡んでくるのだと思います。そういう意味で、金融機関がどういうビジネスモデルを作っているのか、ポルテス先生がもしアイデアをお持ちでしたら教えていただきたいと思います。

○ポルテス この間にお答えできたらこんなところでいて、金融機関について議論せず、ビジネスの前線に行って新しいビジネスモデルを実行して大儲けしていると思います。つまり具体的な良いアイデアを持ち合わせていません。日本についても今のご質問にお答えする資格が私にはありません。しかし、最初のところに戻って申し上げますと、次の危機はまた違ったものになるということです。20年、いえ30年以上にわたって経済学を長い間やっていると、経済危機が第1世代モデル、第2世代モデル等と、いろいろな形で出てまいりました。第1世代モデルというのは為替危機のとき、第2世代モデルというのはまた違った形の為替危機が起こったとき、今は第3世代モデルとしてアジア危機をベースにしてできています。今、第4世代のモデルを作っている人もいます。このように毎回危機は異なりますが、共通要因もあります。結

局、資本主義経済のダイナミクスはリスクテイクをするものですから、そこから危機は絶対に起こり得ることなのです。リスクが溜まり過ぎると破綻が起こり、結局危機になります。ただ、その原因が毎回違うということです。

最後に、ビジネスモデルの話に戻りますが、今いろいろな提案が出ています。英国においても、ナローバンキングがいいのではないかとされています。つまり、預金受入れだけ分離して独立させる。預金運用機関は安全な資産のみで運用する。日本で言うと国債となることだと思いますが、もう無難にそれしかやらず、ほかの運用は許さないという考え方です。もしくは政府保証が付いているものだけで運用することで、ほかの銀行活動は保証が付かないと。しかし、このナローバンキングモデルは恐らく実現されないと思います。賛成している重要人物ももちろんいますが、これは問題が多い提案だと思います。本日は時間がないのでこれ以上話せませんが。

○伊藤 日本ではナローバンキングのようなものに、ゆうちょ銀行があります。

○ポルテス そうですね。確かに似たような機関がフランスにもあります。

○質問者(3) マクロプルーデンスに関して1点、パネリストの方々全員にお聞きしたいのですが、バーゼル3が恐らく11月に策定され、そのマクロプルーデンス、カウンターシクリカルなバッファの設計に関しては各国に委ねられるという形で、政府あるいは中央銀行が新たにもう1つツールを取得すると考えていいと思いますが、この設計に関して、一般論としまして、中央銀行が担うべきなのか、あるいは政府、金融監督庁が担うべきなのかについて、ご意見を聞かせていただければと思います。

○翁 私は、やはりマクロプルーデンスということになりますと、マクロ経済との関係や日頃マーケットや決済システムを監視する、それからさらにミクロの金融機関の財務状況だけでなく資金繰りをみて、流動性の状況がわかることが非常に重要だと思っています。その意味では、各国監督体制は異なっているので一般論は言えないのですが、日本も含めて、中央銀行がこれからはある程度マクロプルーデンスに役割を果たしていかなければならなくなっていると思います。ただ、やはり何か物価の安定というようなことと長期的に両立するかとか、そうした点で非常にいろいろ工夫をしなければならない点があると思いますが、日本の場合はミクロの監督をやっている金融庁と日本銀行が連携してやっていくのが、とりあえずの答えではないかと思っています。

○竹森 グリーンスパンの政策について、金利を低くしたのは仕方がなかったが、そうであれば同時にレバレッジの規制は強化すべきだったとか、サブプライムローン規制すべきだ

ったという議論があります。その金融政策とは、物価の安定あるいは実体経済の安定には重要だが、同時にバブルや金融の脆弱性の問題が出てくるので、これを同時にやることを考えれば、今翁さんが言ったように中央銀行が行うというのは悪い考えではないと思います。

○伊藤 恐らくそのシステム作りや違反した場合の行政処分は金融庁の役割だと思います。実際カウンターシクリカルに、資本比率がこういう形で上がったたり下がったりしますというシステム作りで、それを法律にするのは日銀のアドバイスを取り入れながら金融庁が決めるが、それを実際に運用して、今下げるべきだ、今上げるべきだというような判断とは恐らく日銀の意見が非常に強く反映されるべきで、理由は翁さんが言ったとおりだと思います。

○ポルテス 英国の例だけに限って申し上げますが、F S AはB O Eの傘下に入ると既に決定しています。これはこの10年間の政策を反転させることです。金融政策委員会と並んで金融安定化委員会ができますが、私は同じ委員会で運営されるべきだと思っています。というのは、相絡まるどころがあり、レバレッジには上限を設けるですとか、資本比率を変えるですとか、担保掛け目率を掛けるとか、カウンターシクリカルな手段で使いたいと思うものもあるわけです。グリーンSPAN氏はかつて金融政策で資産バブルはコントロールできないと言いました。理由はいろいろとありますが、ほかにもカウンターシクリカルと呼ばれている手段があるわけで、かつ、これは金利と緊密な協調が必要となります。英国の場合はB O Eの総裁が両方の委員会を両睨みで運営するしかないと思います。ただこれが本当に長期的な観点からみて意味のあることかはわかりません。

○司会（地主） このプロジェクトで英国に行きましたときに、チャールズ・グッドハート先生が、規制監督機関の形態は重要でなくて、マーケット等、全体に何か不均衡あるいは脆弱なポイントが出来ているところを探すという、そういう機能を政府というか当局が持つことが大事なのだろうと、ヘッジファンドのストラテジストみたいな人を当局が雇用して、ここに弱い箇所が出来てきたから対応するという機能があったら良い、と言われていましたが、難しいのだろうと思います。

それでは、長時間にわたりましたが、どうもありがとうございました。パネリストの方々にどうぞ拍手を。（拍手）

○司会（佐久間） パネリストの皆様、地主様、どうもありがとうございました。以上をもちまして、本日予定しましたプログラムはすべて終了いたしました。パネリストの皆様、植田様、地主様、ありがとうございました。また、本日は多くの皆様にご参加をいただき、ありがとうございました。これで、E S R I－経済政策フォーラム「世界金融・経済危機：原因と政策対

応」を終了させていただきます。最後に、本日ご登壇いただきました皆様に拍手をいただきたいと思います。よろしくお願いいたします。（拍手）

どうもありがとうございます。それでは、お帰りの節はお忘れ物のないようお願いいたします。同時通訳のレシーバーは卓上にお戻しをいただきたいと思います。また、アンケートをお配りしてございますが、受付に回収箱が設置してございます。そちらの方にいただけましたらありがたいと思います。どうもありがとうございました。

—了—