

## コメント



国際決済銀行アジア太平洋代表事務所 地域顧問 Frank Packer

○Packer どうもありがとうございます。今回の会議を組織してくださった方にご招待いただいて、とてもうれしいです。矢後先生、白川先生、また、Papadia 先生とご一緒できてとても光栄です。

期待どおり非常に深い示唆に富んだ中央銀行についてのご講演をそれぞれよりいただきました。本当に今日の講演者からいろいろ過去においても学ばせていただいています。ということで、私のほうからはいくつか BIS のチャートを、まだご覧になっていないものもあると思いますが、来週出る臨時報告書に載っているものなので、ちょっとそれを目にかけて、金融安定のリスクという点で、BIS はずっと考え続けてきたので触れてみたいと思います。それから、さらにもう一步振り返って、私の観点、金融安定、金融サイクルについてバーゼルで興味深い政策が行われましたので、それを少しご紹介したいと思います。

まず金融危機があって、金融サイクルがあってということで、レビューしたものがあるのでご紹介します。あとはマクロ・プルーデンス政策と呼ばれているものについて考えます。

それでは、金融政策はどのようになっているのかということで、まず近況を考えてみましょう。金融政策はとても緩和であり、どんどん金利は下がっています。主要な先進国は、アメリカ、ECB、Fed、日銀含めて書いてあります。インフレはどんどん減っている。ヘッドライン・インフレは下がっています。石油価格も下がっているということです。

それから、バランスシートは中央銀行でどんどん拡大しています。トータルで、内国為替ベースで、米ドル高では記録的です。ドルが若干下がったとしてもそうなのです。また、政策がどのぐらい乖離してきたかということです。かなり注目されているのですけれども、大きなテーマになっております。

実際の政策金利をご覧になってください。先進国の政策金利はゼロ金利に近いということで、ほとんどゼロ制約になっている。資産についてのものですが、中央銀行の資産保有高、日本がブルー、アメリカが黄色です。各中央銀行がどのぐらい資産をもっているのかということで、アメリカはちょっとこんな感じになって、QQE になって日本が急騰しているわけです。ECB は、これはちょうど調査期間の末から始まっていて、かなり積極的にバランスシートを増やしているということです。あと、実質政策金利をとっています。日米欧、皆マイナス金利領域に入っているのです。ということで緩和政策が横行しています。

エマージングはどうでしょうか。ちょっと金利が低い、名目政策金利が下がってきています。

左側のパネルのところはゼロということで、ブラジルは例外で、ニュージーランド、フィリピン、コロンビアとかもありますけれども、ほとんどの場合は例外を除いて金利は下がってきていて、赤い点が2000年から2007年の中位数平均ということです。今年のものが棒グラフで示されていて、ほとんどの国の名目政策金利は昔に比べて下がっているということです。

中央銀行の資産買い入れですけれども、これと連動化しているということで、公的部門がますます国際市場で大きな役割を担うようになってきているということが示されております。ここで特記すべきは、左側にございますように、アメリカ、イギリス、日本、そしてユーロ圏含めて国債の公的保有高が増えていることです。中央銀行の国債保有が増えているということで、金融危機以降、大半を買っているのは中央銀行であることがわかります。保有率は6%だったのが今や8%ほどに上がってきているのです。

もう1つ、これは金融緩和の結果で金利ですけれども、長期金利も含めてかなり下がってきたということで、長期金利のほうマイナスになっている場合も多いということです。これはとても重要なチャートだと思うのですけれども、現状は過去と比べても全然違うということです。ここが違うということです。

中央銀行のエコノミストはいろいろな技術がそろっているといっています。だから、長期債のイールドを予想することができて、これをばらにして考えることができる。そして、それからボンドがずっと有効期間中にどういう金利になるのかということが分かる。そして、残差についてはタームプレミアムになるということで、それがプラスになるのかマイナスになるのか、かなり分かるようになってきているというふうにおっしゃっているのですけれども、このチャートのもつメッセージとして、特に左側ですけれども、これは10年国債の利回りが書いてあります。黒の実線、どんどん下がってきています。ボラティリティーは上下変動がある。でも、レベルは低い。上下変動がありますけれども、赤い線はアメリカ、ユーロ圏ということで、左側ですけれども、これが期待されて予定されているコンポーネントということです。短期金利、10年続くことでどのぐらいなるかと。ブルーのラインはいわゆるタームプレミアム、リスクプレミアムに該当する部分であります。とどのつまり、タームプレミアムの果たす役割はどんどん上がってきているということが大まかな動きです。つまり、上がったたり下がったりの主要な要因はタームプレミアムだからということであり、短期的な金利はかなり安定しているということだと思います。

それでは、タームプレミアムはどうして動くのかということですが、はっきりと分かっていないのです。でも、中央銀行が入ってきて大量の証券を買い入れるということになるとタームプレミアムは下がるという傾向になっているのです。文献から分かっています。これが1つの材料となって長期金利を動かしているということになるわけです。これが今とても重要な金融政策の伝達メカニズムになっています。もっと理解を深める必要はもちろんあるのですけれども。——これは飛ばします。

2番目に申し上げたいのは金融危機の話です。あと、金融サイクル、循環についても述べてみたいと思います。BISではファイナンシャル・サイクルという言葉をよく使うのですが、こちらのチャートです。少なくとも私がバーゼルにいたときには、たくさんの人々が金融危機のコストについて、2008年の危機のことですが、どのぐらいのコストがかかったのか皆が注目していたので、バーゼル委員会のほうで長期的な流動性や資本要件をもっと厳格化するとどういう効果が出るのかを見ていました。

この自己資本要件は、高めるともちろんコストはかかりますが、金融危機の起こる確率を下げるができるということです。ただ、ケース・バイ・ケースで、金融危機のコストをどこに置くのかということによって変わってきてしまいます。長期的な評価を行いまして、金融危機コストを算出しましたが、主たる要素は、金融危機コストを算出して、左側のチャートのシナリオになった場合に金融危機はもしかしたらGDPを下げちゃうのではないかとということでした。

しかし、ある程度期間がたつと、GDPはもう一回トレンドに戻ってくるというシナリオも考えられます。そうすると、金融危機のコストはこの紗のかかった部分だけに限定されるということになるわけです。しかし、そうではなくて、金融危機の結果、恒久的にシフトが起こってGDPがどんどん下がり続けるということになって、前のトレンドに戻ることはないということになると、もちろん金融危機のコストはずっと高くつくということになってしまいます。だから、割引率、ディスカウント・レートだけがリミットになるということです。

バーゼル銀行監督委員会のワーキンググループや、クラウディオ・ボリオさんがまさにこのサブグループの委員長を務めておられたのですけれども、いろいろなことを考えて、第2のシナリオが先進国、新興国に共通するものではないかということになりました。GDPが金融危機のときにどうであったか、2007年のアメリカの数字、92年の日本、81年のメキシコ、97年の韓国、91年のスウェーデンということでプロットしてあるのですけれども、つまり、金融危機が起こると各国において結果として恒久的に生産高が失われます。バーゼル委員会として1%の金融危機が起こる確率が減るということになると、0.6とかGDP対比でかなりのコストがかかるということが分かったわけです。

銀行は資本要件がきつ過ぎるとよく不満をいいます。でも、思い起こしていただきたいのですが、これはかなりの政策をとった結果なのです。どのぐらいのコストがかかるか、すなわち、もしその自己資本要件を増さない、流動性要件を増やさないとどのぐらいのコストがかかるのかということを綿密に計算した結果、ああいった要件になっているわけです。

さらに、先を急ぐのであまり申し上げられないのですが、最近の経験学的な調査を見ると、金融危機のコストは高い。どうしてこんなに高くつくのか。それは金融政策のみならず、その他の政策が一度金融危機が起こるとあまり効果が出ていないということなのです。それから、金融サイクルのことを申し上げたいと思います。金融サイクルは何かということですが、これはレオナルド・ガンボカウタというリサーチ・アドバイザーがいったことです。

73のリセッションを24の先進国について1960年代にさかのぼって見たところ、金融危機ということで大体一致したのが29ぐらいありました。横軸のほうは、リセッション中の金融政策のスタンスはどういうものなのかということで、平均実質金利をベースにしてプロットしています。縦軸のほうは景気回復期における平均GDPの伸び率です。金融危機が起らなかった国については、普通のビジネス・サイクルがあった、リセッションのときには金融緩和をする、そうすると景気回復のときにはより高い成長を享受することができたということになっています。上のほうの左の四分円のところですが、金融緩和をしたらその分強い景気回復だったのです。でも、右側をご覧ください。これは金融危機が起こった国の場合です。そうすると、同じような軌跡にはならないのです。ほかにも変数があって、これは多変量解析を行った結果です。でも、こういった場合、金融政策は金融危機が起こってしまうとあまり有効でないという証明になるのです。

Papadiaさんの講演の中で、金融危機についてかなりの文献がそろっているというお話がありました。あまり知名度がない研究もあるのですが、例えばフィリップ・ロウさん、この方は今オーストラリア銀行の副総裁ですけれども、BISに出向していたときがありまして、そのときにクラウディオ・ボリオさんとお話をするようになり、ちょっと気づいた点が出てきたのです。それは、金融安定についていろいろな事例があるということです。例えば資産価格が大きく振れるから大きなダメージを受けるのだということがあったけれども、業界としては与信の伸びのほうにかなり注目していると。だから、資産価格をもうちょっといい形で銀行危機のモデルに当てはめることができたらいいのではないかということになり、そのころBISとしてはかなり資産価格について主要国、かなりの国を対象にしていいデータが入るようになってきたので、いろいろな指標を組み合わせて考えてみたのです。

これは彼らのイノベーションですけれども、単一指標をとるのではなくて複数のものを組み合わせたということです。与信の伸びが高い、資産価格がトレンドを超えている。そうするともっと悪い状況になるのかということです。累積プロセスに注目されたということです。長期的なトレンドからギャップを見たのです。脆弱性というのは経年的に積み上がっていくものなのかどうかを見たということです。

それから、GDPに対してのクレジット・ギャップとかアセット・ギャップも見たということでもあります。そして、これを見るとかなり危機を予測できるということで、またボリオとドレーマンが、2009年により最近の金融危機も勘案して、この線に行くと金融危機を予測することができると。オランダ、ドイツなどはクロスボーダー・エクスポージャーが多かったので、国内の与信、データだけを見ては分からない点があるということだったので、もっとよりよい銀行データがとれれば、こういった国についてもよりよい予見ができるということだと思いますけれども、フィリップ・ロウとクラウディオさんが始めた作業だったのです。

それから、私のお気に入りというかBISのお気に入りのことを申し上げたいと思います。金

融サイクルの話です。金融サイクルは何かということですが、いろいろな変数が入っています。与信とかGDP対比の与信、2つ同時に入るときもあります。トレンドからの乖離とかアセット・プライスとか、最近是不動産価格もかなりいいものが入ってきてデータベースに入れるようにしています。そして、長期トレンドからどのくらい乖離しているのか注目しています。

2つか3つの変数を入れて金融危機を占おうとしているわけです。加重平均をとって、フリークエンシー・フィルタリングも行いまして、これが金融サイクルだということになるわけです。そして、これをベースにしてトータルでとるのですけれども、これをもって金融ディストレスを予見するというをやっています。その結果、ファイナンシャル・サイクルの天井と谷の差がかなり大きいというのがお分かりになると思います。GDPサイクルもあってあります。また、頻度は、かなり間隔が長いのです。ですから、ファイナンシャル・サイクルのほうは、一度起るとビジネス・サイクルとは違って数十年続くということになるわけです。金融サイクルということになりますと、金融危機との連関性で考えられる場合が大きいということなのです。

こちら10日後に出される年次報告書の中に入っているものですが、国によってはちょっと危惧するような金融サイクルを提示しているところがあるということです。赤い線ですけれども、GDP対比の家計の債務がどんどん増えている、住宅価格も堅調に上がっていると。ファイナンシャル・サイクル指標を合わせているのです。黄色や赤で示されています。これは決してよくないということなのです。オーストラリア、カナダ、香港、韓国、ニュージーランド、ノルウェー、シンガポール、スウェーデンも入ります。

今、世界的に低金利環境ですから、金融安定リスクがあるということ、つまり、金融サイクル上から見てちょっと心配せざるを得ないという材料が出てきたということですが、どうしたらよいかということです。ここでマクロ健全政策が出てくるということです。多分ここにいらっしゃる方々はマクロ・プルーデンス政策については何度もお聞き及びかと思うのですが、ご存じない方のためにちょっとご説明申し上げます。

マクロ・プルーデンス政策の定義ですが、広範な目標をもって、まずシステミックリスクに歯止めをかけること。そして、起こってしまうとマクロ経済が混乱してしまうから、金融システムの混乱を避ける。まず、マクロ・プルーデンス政策をやるためにはいろいろなレギュレーションを使う、また、個別金融機関の監督などを使うということになっているわけです。そして、金融システム全体のリスクをできるだけ限定しようということでもあります。個別の機関に対してミクロで対策をとっても全体としてマクロ・プルーデンス政策になるということなのです。

ビーエン・シェンさんがBISに入る前からマクロ・プルーデンス政策にとっても興味をもっていたので、こういう一覧表を出しています。Loan To Value Ratioや担保の掛け目やキャップをやるなど、資産の部でコントロールするときもあるし、負債の借り入れの部で行うときもあり、また銀行のツールを使うときもあるということです。

マクロ・プルーデンスツールというのは大体銀行関係のものが多いのです。BIS関係の人が今

まで研究しているので、いろいろな文献がかなり出ているのです。マクロ・プルーデンス政策のインパクトについて研究されています。IMF、ECB 等々です。たくさん文献があるので、ちょっとご紹介します。クラウディオ・ボリオとシムが行った——BIS の香港オフィスにいる同僚ですけれども、かなり早目に彼らは研究しています。金融危機が起こる前から研究していたのです。マクロ・プルーデンスポリシー・アクションに着目して研究しています。

アジアでちょっと安心するのは、アジアで金融危機が既に 80 年代後半にあったので、多くの法域においてエコノミーはかなり力を入れてマクロ・プルーデンス政策をやるようになってきたということで、いろいろデータポイントはもうとれるようになっているのです。アジア各国においてはマクロ・プルーデンス政策をやって民間で与信の伸びを抑えました。

LIMRA は、これは IMF の研究ですけれども、やはり成長率に対しての影響を見えています。それから、シムはカトナーと共著で、住宅の与信の伸びというのは所得に対しての借り入れ率から影響を受けているということを述べています。また、担保掛け目でローンが決まるということで、その変化によっても左右されると。これは多分に住宅市場関連ということでマクロ・プルーデンス政策について述べられています。

一方、結構ミックスした結果も出ています。本当に資産価格をコントロールできているのかどうかということとは分からない。与信の伸びはかなりよくコントロールされているということとは分かるのですけれども、マクロ・プルーデンス政策を使うことによって本当に資産バブルを止めることができるのかどうかということまでははっきりと結論は出ていないのです。

そろそろ結論に入るのですが、金融政策とはマクロ・プルーデンス政策の相互作用について研究が今後進むと思われれます。物価安定とか経済安定とか、ブルーで示されているところですが、マクロ・プルーデンス政策はシステムリスクとか金融の安定だけを見るのかという話にもなるのですけれども、政策がほかの目的に相互作用を出すというのであったら、やはりそれもにらみ合ってやっていくということになると思います。

そして、マクロ・プルーデンスツールが左にあって、金融政策が右側に書いてあるのですけれども、ここの主要な目的は、マクロ健全政策は資産の部、キャピタルサイドのツールを使う、それからライアビリティ、負債の欄のツールを使うということですが、これは融資および借り入れのコストに関するもの、金融政策にも関連してくるということになるのです。

つまり、金融政策とマクロ健全政策というのは、協調して動くべきなのか、それとも乖離していいのか、ばらばらに動いていいのかということですが、特にアジアにおいてはお互いにこれを相補完し合うと。緩和金融政策がある場合にはマクロ・プルーデンス政策を使って金融安定の影響度を緩和すべきだという説もありますし、あるレジームにおいては独立した金融政策がないので、そこまでいかないという説もあるわけです。

独立した金融政策がある場合には、反対の方向に引っ張ってくれるツールを使うのはいいアイデアではないかもしれないとピーエン・シェンがいつているのですけれども、シムとの共著で、

これらの政策がお互いに補完し合う形でやったほうがうまくいくのではないかと述べています。これは経験学的な視点で、引き締めるのか緩めるのか、同じ方向に金融政策もしくは金利政策と向かっているのなら、相補完し合うということであまりうまくいくのではないかとということです。

これは最後の結論ということになるのですけれども、マクロ・プルーデンス政策と金融政策の間にはアジア代表地域では相関関係があるということです。プラスで出ているということは相関関係がプラスだという意味です。ある部位においては、もし金融政策が引き締められるとマクロ健全政策はより引き締めの方向に連動していくということです。

最後のところで、本日のまとめとして、タームプレミアムのお話を申し上げました。これは最近出てきた概念なのです。金融文献の中でもそうです。これをもって今日の中央銀行の資産買入れが積極的なところでレートを引っ張ってきているキードライバーだということなのです。タームプレミアムで決まっていると。しかし、もうちょっと理解を深めなくてははいけない。

第2に、中央銀行はファイナンシャル・サイクルに着目すべしということでもあります。そして、クレジット・マクロ・プルーデンスポリシーは代替的ではなくて補完として使うということです。

以上です。どうもありがとうございました。