

## 金融緩和政策の副作用が増加

2014年9月15日

＜国際決済銀行(BIS)総支配人とのインタビュー＞

山本利久

これはドイツの有力紙 FAZ(フランクフルター・アルゲマイネ)の Juergen Dunsch と Philip Plickert 両氏による、BIS 総支配人(Generaldirektor)、ジェーム・カルアナ(Jaime Caruana)へのインタビュー(FAZ2014/8/22)＜出所；ドイツ連銀 Austuege aus Presseartikeln Nr. 36, 2014/8/27＞)の要約に若干のコメントを添えたものである。

### はじめに

これは先(9月4日)のレポート(フランスはよい手本を示さなければならない)の姉妹編である。欧州の経済・金融市場を深く理解するための、沢山の情報やヒントが BIS の視点からも盛り込まれている。先行する米国では既に以前から超金融緩和政策(非伝統的金融政策\*)からの離脱に向けた”出口戦略”が詳細に検討され、その実行時期に市場の関心が集まっている。欧州は一連の金融政策の導入に当たっては周回遅れの観があるが、域内とグローバルな視点から、今後の動向が注目される。

BIS は必ずしも一般に周知された国際金融機関ではないが、銀行の自己資本規制に関する”バーゼル合意”等で、しばしばメディアにも登場する。同行はグローバルに、金融・経済を広くフォローし、そこで各国中央銀行を中心に国際金融問題が多面的に検討され、且つ国家間の厳しい利害調整も行われるところでもある。更に国際協調をベースに巨大銀行の資本規制などで重要な役割を担う金融安定理事会(FSB)の事務局も務める。尚 BIS の概要を末尾に載せているので参照頂きたい。

---

注記： Q：質問等、A：回答

**Q：**カルアナさん、欧州中央銀行(ECB)は、将来の混乱から金融機関をより確実に保全するため大銀行の大規模なバランスシートテストを丁度今実施しています。その”資産査定”の最中、少し前突然、ポルトガルの大きな銀行が倒産しました。これは警戒信号ですか？

**A：**我々はそのような銀行の倒産に驚かされてはなりません。それは常に起こり得るのです。調整協議の基本方針は銀行の挫折を阻止するものではありません。目的は只、リスクを減らし、大銀行の倒産の際、システミック・リスクが発生することなく、そして納税者の資金に手をつけることなく、それが速やかに清算されることを保証することです。

**Q：**ポルトガルの *Banco Espírito Santo(BES)* のケースでは、政府は救済のため、ユーロ救済基金から欧州の納税者資金を利用しました。それは必ずしも完全な”Bail-in”(ベイルイン、所有者・債権者負担による救済\*)ではありません。つまり所有者並びに債権者の全面的責任。

**A:** ”Bail-in”方式は 2016 年に初めて完全に使用可能となります。この銀行救済とこれまでのものと比較しますと、それは大変な改善だ、と私は考えます。

**Q:** どの様なやり方が？

**A:** 最近の金融危機では、納税者の資金が粗即座に使用されなければなりません。今それが、BES に際し、株主と優先権のない債権者が損害を被らなければならない一部ベイル・イン(Teil-Bail-in)となりました。しかしそれは債務カットが容赦される優先権を有する債権者の場合、必ずしも全面的進歩とはゆきませんでした。それは 2016 年の事後処理過程で最早倒壊ではなくなります。とにかく BES は当局によって、より迅速に清算されることとなります。そこでは予め用意された手段が適用されます。銀行は存続する部分と清算される Bad Bank に分割されるのです。

**Q:** ECB の資産査定とストレス・テストは市場の混乱になりえますか？

**A:** それらの使命は銀行のバランスシートの広範囲に亘る厳しい分析を行う事です。その際 ECB は将来の監督者として、念入りなスタートを実際に始め、そして全ての潜在的問題を曝け出す強力な督促力を持ちます。ところが市場は確かに、未だに欧州の銀行のバランスシートに懐疑的です。“資産査定”は、この疑惑を一掃する大きなチャンスです。重要な点は、弱体で資本不足が発覚した際、直ちに救済措置、つまり資本の増強が行われることです。そして 10 月の結果発表前に、改善が始まりました。銀行は資本を増強しました。これは既に事前の好ましい成果なのです。

**Q:** 欧州の非常に低いインフレ率を考慮して、潜在的に有害なデフレの発生が多く語られています。その心配は適切でしょうか？

**A:** 中央銀行は均整のとれた方法でインフレ・デフレの問題に配慮することになっています。我々もまた特に大きな債務を抱えている時には自ら強まり行くデフレの進行に気を配らなければなりません。尤も、我々はそうした自ら強まり行く傾向をその時目で見ることはありません。長期予想は適切に固定されています。我々はまた、物価が下落すると思っ、人々はその消費を先延ばしする副作用を目で知覚する事ありません。

**Q:** デフレは常に有害ですか？

**A:** 我々は既にデフレの進行が経済の好業績に付随した沢山の事例を見てきました。スイスを例にとりましょう：スイスは度を越さない程度のデフレです。そして経済は上手くいっています。我々は常にデフレ圧力の要因を分析しなければなりません。その内の幾つかは

既に危機の大分以前からあったものです。例えば躍進する国民経済の世界経済への統合。それが好ましい供給サイドの圧力となりました。我々はより安価な輸入品価格により、消費を増やすことが出来るのです。しかし今は金融危機がデフレ圧力を強めています。しかしながら、これらの圧力の一部は、世界市場におけるより強い競争力に起因しているので好ましいものです。

**Q:** それでは、相当程度のデフレとの風評はゆゆしい不安の張本人ですか？

**A:** 不安は 1930 年代の大恐慌に起因しています。しかし歴史上、デフレは有害ではなかった別な事例がありました。私は、我々が一切心配する必要はない、と言っているわけではありません。しかし異常な低金利による金融の安定に対するリスクの増加を考えますと、インフレ率が再び 2% になるにはより多くの時間が必要とみるのが適切な様に思われます。我々はそれを成し遂げることが出来るのです。

**Q:** 現在、未解決の状態にある金融政策の正常化に付いて多くが語られています。つまり非常に低い金利の終結です。正常化は時期を失っていませんか？

**A:** 正常化は好ましい一歩です。早すぎる正常化のリスクがありますが、遅すぎる正常化のリスクがあまり議論されていません。構造問題に関しては、金融政策は時間稼ぎだけ出来るのです。異常な低金利の 7 年が経ち、人は自ら、これは低金利に関わらなかった構造問題ではないのか問う事になります。時が経てば経つほど、金融政策は効力が薄れます。そして副作用が増加します。一部は実体経済の歪みであり、一部は金融安定化に対する潜在リスクです。

**Q:** 貴方は構造改革の必要性に言及しています。一連の諸国に、確かな改革疲れが起きているように見えます。

**A:** 構造改革に関して幾つかの進展が見られました。しかし尚一層の進展が必要なのです。構造問題はより綿密に検証されなければなりません。危機前に一過性の金融ブームがこれらの問題の幾つかを覆い隠してしまいました、例えば生産性の伸びが縮小し、速度が落ちました。同時にデモグラフィも役に立っていません。我々は全てに付いて留意しなければなりません。

**Q:** 金融安定化のためのリスクとの戦いで、**BIS** は金利の正常化を適切な手段と見えています。しかし他の経済学者は”マクロ・プルーデンシャル”手段を推奨しています。この方が寧ろ適切ではないのですか？

**A:** 二つの手段を明確に分けることは出来ません。マクロ・プルーデンシャル政策には、幾つかの例があります。例えば与信ブームの時は、より大きな資金を銀行に要請することも、或いは不動産価格に比べより厳格な担保比率(Loan to value ratio、ローン資産価値比率\*)を導入出来ます。これが景気後退時に銀行を一層抵抗力のある状態にします。しかし、そうした対策だけが実際に大きな不均衡の構造を阻止できるかどうか明らかではありません。そうした対策と金利水準の正常化は互いに切り離すことが出来ない、と我々は信じています。金融安定化に対するリスクを効率よく回避するため、特にリスクが地域に限定されず、拡散する場合には、マクロ・プルーデンシャル手段ばかりでなく、基準(政策)金利を設定しなければなりません。

**Q:** 貴方は”不均衡”と言われましたが、これは価格バブルのコード名ですか？

**A:** 資産価格バブルと過度の債務レバレッジのことです。今日債務は危機の発生当初より増えています。つまり危機に見舞われた諸国の金融制度上の債務は減少しましたが、しかし全体として G20 諸国の債務は増加しました。それが、非常に長い間金利を非常に低く抑えている時に起きているのです。同時に我々は多くの資産価格が著しく上昇するのを見ています。それがバブルであるか否か判断するのは常に困難です。しかし我々は更にリスク金利の上昇(スプレッド)もまた歴史的な低水準にあるのを見ています。我々はこのことを注意深く観察しなければなりません。

**Q:** 中央銀行が金利を正常化する際、急勾配の、それとも非常にゆったりとした上昇の道を取るのか、どちらがよいのでしょうか？

**A:** それは漸進的であるべきですが、しかし漸進的過ぎても駄目です。と言いますのは、それはさもないと先延ばしのリスクがあるからです。基準金利をより漸進的に上げれば上げる程、より早く始めなければなりません。低金利は短期的にみると、債務を行い易くします。そしてそれが財政強化のための時間稼をします。しかし通常低金利で起きることは：債務削減のための刺激が減少することです。強化が長引かされると、結局もっと困った状態になります。それは債務が更に拡大するからです。

**Q:** 凡そ 10 年前、当時の BIS 主席エコノミスト、ビル・ホワイトは過度な信用ブームを警告しましたーしかし彼の警告は聞き流され、或いは嘲笑されました。年報で現在の警告を出す BIS は不毛の大地の指揮官ではないのですか？

A: 我々の考えは、恐らく最も優れたものでもなければ、最も有り触れたものでもありません。しかし我々の分析は今日広く分け合われています。特に中央銀行は危機の破片を片付けるばかりでなく、危機の発生に対する前哨戦で抵抗しなければならないと言う課題があります。

\*は筆者が挿入した。

## **BIS(Bank for International Settlements)の概要**

### ▽沿革

1930年に設立された世界で最も古い国際金融機関であり、中央銀行間の国際協力体制の中心となっている。BISは第1次世界大戦後のベルサイユ条約によりドイツに課せられた賠償金の支払いを取り扱うヤング・プラン(1930年)の関連で、スイスのバーゼルに設立された。その後幾多の変遷を経て、今日ではその活動を専ら世界の中央銀行間、そして金融の安定化を目指すその他機関との協力に置いている。

### その主な活動①；

- \*第2次大戦後から1970年代初期：ブレトンウッズ体制の施行と保全
- \*70年代・80年代：石油危機並びに国際債務危機後の国際間資本移動の運営
- \*1988年：バーゼル合意(Basel Capital Accord)
- \*2001～2006年：“バーゼルⅡ”改訂
- \*最近は経済の統合とグローバリゼーション後の金融安定化
- \*その他の重要事項；中央銀行のための伝統的金融業務(金、外国為替取引)、保管人、代理人業務。国際金融制度支援のための緊急融資の組成など。

### ▽組織とガバナンス：

- \*事務局陣容：54カ国から647名が派遣されている
- \*三つの最重要意思決定機関：
  - 加盟国の中央銀行で構成される総会
  - 理事会
  - 銀行の経営会議

**注記：**メンバー；加盟59カ国の中央銀行乃至は金融機構プラス ECB

### ▽現在の主な活動②：

- \*最も重要な会合：
  - 隔月開催の加盟中央銀行の総裁・上席者による定例会議。ここで世界経済、金融市場について参加者が議論し、中央銀行の主な関心事項に関して意見交換が行われる。中央銀行上席者のその他の会合は金融政策、国際金融市場の監視、中央銀行のガバナンスに焦点を当てる。
- \*その他必要に応じて専門家による緊急会議も随時招集られる。
- \***金融安定理事会(FSB, Financial Stability Board)等の事務局を BIS が務める。**

FSBは1999年設立の金融安定化フォーラム(FSF)が前身。2009年にそれを強化・拡大するため設立された。金融システムの脆弱性への対応、その安定化のための当局間協調の促進が行われる。2013年(平成25年)3月時点で、主要25か国・地域の中央銀行、金融監督当局、財務省、主要な基準策定主体、IMF(国際通貨基金)、世界銀行、BIS(国際決済銀行)、OECD(経済協力開発機構)等の代表が参加している。

\*調査・統計

\*セミナー・ワークショップ

\*中央銀行に対するバンキング・サービス

(了)