

Occasional Paper No.20

第18回 国際金融シンポジウム

世界金融危機の行方

2009年4月8日（水）
東京・丸の内 全国銀行会館



財団法人国際通貨研究所

目次

はじめに	1
パネリスト略歴.....	2
1. 特別講演 「米国経済と FRB の政策対応ー金利操作を超えた積極策に転換」	3
リチャード・フィッシャー ダラス連邦準備銀行総裁	
2. パネルディスカッション	5
「変化した中央銀行の役割」	

はじめに

オバマ新政権が発足して3カ月が経過し、また第2回金融サミット直後の時期に当たりました2009年4月8日(水)、世界金融危機の現状と行方を検証することを目的に、国際通貨研究所と日本経済研究センターは「世界金融危機の行方」と題した国際シンポジウムを開催いたしました。

本シンポジウムでは、米国金融当局の最前線に立つリチャード・フィッシャー・ダラス連銀総裁が特別講演を行い、米当局の取り組みや今後の展望について説明しました。その後、小島明・日本経済研究センター特別顧問の司会により、翁百合・日本総合研究所理事、行天豊雄・国際通貨研究所理事長と同氏を交えたパネルディスカッションを行い、ミクロ政策や起業家育成、教育など幅広いテーマで討論・提言を行いました。

本稿は、その内容を要約し記録にまとめたものです。世界経済の動向に関心のある皆様方の議論の一助になれば幸甚に存じます。(※)

2009年6月

財団法人 国際通貨研究所

(※) 本稿の内容は、日本経済研究センター(JCER)会報2009年5月号に掲載されたものを引用しております。

<パネリスト略歴>

リチャード・フィッシャー Richard W. Fisher (ダラス連邦準備銀行総裁)

米ハーバード大学経済学部卒、スタンフォード大学 MBA 取得。米国通商副代表、キッシンジャー・マクラーティ・アソシエイツ副会長などを経て、2005 年から現職

翁 百合 (おきな ゆり) (日本総合研究所理事)

慶応義塾大学経済学部卒、同大学院経営管理研究科修士課程修了、日本銀行入行。日本総合研究所主席研究員などを経て、2006 年から現職

行天 豊雄 (ぎょうてん とよお) (国際通貨研究所理事長)

東京大学経済学部卒、大蔵省 (現財務省) 入省。財務官、ハーバード大学客員教授などを経て、1995 年から現職。内閣官房参与 (総理特使) 兼務

小島 明 (こじま あきら) (日本経済研究センター特別顧問)

早稲田大学政治経済学部卒、日本経済新聞社入社。ニューヨーク支局長、専務取締役・論説担当などを経て、2008 年から現職

1. 特別講演 「米国経済とFRBの政策対応—金利操作を超えた積極策に転換」 リチャード・フィッシャー ダラス連邦準備銀行総裁



私は米国に 12 ある連邦準備銀行のうちひとつのダラス連銀を代表している。各連銀の総裁は連邦公開市場委員会（FOMC）に参加し、そこでは自身の（銀行の）ためだけに発言するという伝統がある。だから、今日の私の発言内容はあくまで私自身とダラス連銀の考え方であり、すべての連銀を代表するものではないとお断りしておく。

米国経済や金融政策が直面している問題について、核心をシンプルに述べてみたい。米国の経済成長率は昨年第 4 四半期にマイナス 6.7%となり、2009 年第 1 四半期も同じような状況だろう。全米で 1320 万人が失業中だし、8.5%という失業率がさらに上がり、年末には 10%を超えるのではと思われる。

また、住宅市場の状況もよくない。20 都市のケース・シラー住宅価格指数は 1 月末までの 3 カ月で 19%も下落した。改善はされているがなお消化不良だ。企業は利幅を増やしコストを削減するため、設備投資を減らしている。そして輸出もよくない。世界銀行の予測によると今年の世界の貿易はマイナス 6.1%、経済は同じくマイナス 1.7%となる見通しだ。

「信頼」失った米国市場

「合衆国憲法の父」とされるジェームス・マディソンは、「経済ではお金が回るよりも信頼（コンフィデンス）が回ることのほうが重要だ」と書いている。米国の経済界では今、その信頼が欠けているのだ。

こうした状況を踏まえ、米連邦準備理事会（FRB）では信用の回復に積極的な役割を果たそうとしている。通常なら中央銀行の人間はもの静かにしているものだが、今やあまりに金融市場が低迷しているので、目に見える幅広い政策を打ち出してきた。

例えば主要貿易相手国（地域）の 14 の中央銀行にスワップラインを提供し、さらに日本銀行や欧州中銀（ECB）など 4 中銀との間でスワップ協定を結び、外貨供給を可能にした。

また、経済システムの要であるコマーシャルペーパー（CP）の買い入れ計画を決め、政府系住宅金融機関のファニーメイやフレディマックなどの直接債権を 1000 億ドルまで買い入れると発表した。これは後に 2000 億ドルまで引き上げた。さらに FOMC では、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を 0—0.25%にまで引き下げた。これらの対策によってカネが回り、FRB のバランスシートは 08 年の約 2 倍の 2 兆ドル規模に膨らんだ。このように FRB の行動は、金利を操作することから、「非伝統的な」手法へと移行し始めたのである。

しかし、FRB のバランスシートが拡大したことで、①将来のインフレの種をまいたのではないか②ドル基軸体制が終焉（えん）を迎えるのではないか③FRB の独立性が危うくなるのではないか—という懸念も持ち上がった。

まず、われわれの使命は雇用の確保にある。今のリスクはデフレによる雇用破壊である。私はインフレこそ悪霊だと思うが、今のところインフレが成長のネックになる危険はない。

ドルの問題はドル建て債券を買ってもらえるかということだ。ドルはユーロに対して 17%、ポンドに対しては 29%も上昇している。ドルが下がった相手は円だけである。もし日本の投資家が 08 年 3 月に米国債を買い、09 年 3 月末まで保有していたとすると、リターンはマイナス 1.4%だったが、韓国の投資家が同様に国債を買えばウォン建てで 42%のリターンを得たことになる。

米債券の人気は政策を反映

米国の公的債券の人気は他と比べた有利さなどの魅力によって相対的に決まる。さらにいえば、財政の不均衡と米国の債券投資に対する潜在的回報率は、財政政策の有効性にかかっているのである。構造改革を進めることができれば経済は回復するが、うまく行かなければ債券に反動が出る。

FRB は 13 年に中銀として 100 周年を迎える。通貨・金融の舵取りには経験を積んできた。この使命を果たすためにも FRB の独立性を堅持することは必要だと思っている。われわれは財務省と協力して金融・財政を安定化させることで合意を得ている。

米国人は過去 233 年もの間、何度も困難に直面してきたが、それらはすべて克服できた。われわれは決してあきらめない。最終的にはよりスリムで効率のよいシステムがわれわれを新たな繁栄に導くと信じている。

2. パネルディスカッション 「変化した中央銀行の役割」



(写真右より)

- <パネリスト> 行天豊雄 (国際通貨研究所理事長)
リチャード・フィッシャー (ダラス連邦準備銀行総裁)
翁 百合 (日本総合研究所理事)
- <モデレーター> 小島 明 (日本経済研究センター特別顧問)

小島 世界経済は真冬ともいえる厳しい状況に置かれている。今後、どういう展望が開けるのだろうか。

翁 今回の金融危機では、過去と異なる政策対応が目立つ。これは近年、金融システムが大きく変化してきたことによるものだ。1980年代や90年代初頭における米国での金融危機では、銀行部門が大きなダメージを受けても、その他の部門はそれほど大きな痛手を受けなかった。ところが近年は金融市場で多数の新たなプレーヤーが国際的に活動するようになり、銀行部門とマーケットが重層化した。金融政策も、信用秩序維持政策も、従来とは違った工夫が必要になっている。

金融市場への介入が奏功

米連邦準備理事会（FRB）が採用している金融政策「クレジットイーゼリング」は、銀行の資金仲介以外の様々な資金仲介ルートも補修しようとしている。信用リスクを極力とらない形で慎重にコマーシャルペーパー（CP）や資産担保証券（ABS）の市場に介入している。CP市場では金利が低下し、実質的な金融緩和効果が出ている。これまでは危機の際、中央銀行は市中銀行に対する最後の貸し手という機能を持っていたが、今回は金融システムの変化を背景に役割も大きく変わったといえる。



信用秩序維持政策も従来とは異なってきた。これまでは銀行の経営悪化のみを念頭に置いていたが、今回は投資銀行が危機を深刻化させ、AIG（アメリカン・インターナショナル・グループ）などの保険会社にも公的資金を注入した。最近「ガイトナープラン」と呼ばれる不良債権を切り離す仕組みが示された。大きな進歩だと思う。ただ AIG などが幹部に高額報酬を支給したことに米国民は強く反発した。かつて日本国民が、銀行への公的資本注入を批判したのと同様の事態だ。この問題を米国はどのように解決するのだろうか。

日米の金融当局の対応を比較すると、量的緩和という点では同じに見えるが、手法はかなり違うと思う。日本は当座預金、つまり中央銀行の負債側を操作目標にした。これについては金融システムの安定には寄与したものの、金融政策としての効果はあまりなかったとの評価がある。一方、米国の政策について FRB のバーナンキ議長は「量的緩和ではなく、クレジットイーディングだ」と表明している。

米国ではこれからさらなる公的資金の注入と不良債権の切り離しが実行されようとしているが、それによって金融と景気はどのように回復していくのだろうか。日本では公的資金の注入によって金融システムはかなり安定したが、そこからの回復にはかなり時間がかかった。最終的にうまく行ったのは、輸出拡大による景気回復に支えられた面が大きいが、企業がリストラに取り組み中核事業に積極投資したことも寄与した。米国でもゼネラル・モーターズ（GM）やクライスラーの再建が重要ではないか。

米雇用創出、主役は中小企業

フィッシャー 米国では中小企業の雇用創出力が大きい。GM の再建が注目されているが、将来を担うのは現時点では目につかないような小さな企業だ。例えばかつて、グーグルやマイクロソフトが現在のような大企業に成長すると誰が想像しただろうか。

米国では特にサービス業の比重が大きい。例えば法律関連ビジネスの 07 年の国内総生産（GDP）への寄与度は自動車産業の 2 倍だ。マーケットの機能を回復させることで、結果として中小企業家に雇用を創出してもらいたい。

米国の財政政策と金融政策について言えば、去年は政権移行中だったため、金融政策しか活用できなかった。これからは財政政策の積極活用で経済に火をつけ、中長期的にニューエコノミーに転換させなければならない。財政赤字が膨らみ制御できなくなるという意見もあるが、まず財政出動で景気を回復させることが重要だ。

FRB と日銀の違いについて言えば、日銀は当初、バランスシートの右側、つまり負債を重視した。これに対し FRB は左側、つまり資産を重視した。マーケットに介入し、CP の

買い入れなどによって流動性を供給した。例えて言うなら、手術室に入ったこん睡状態の患者に輸血したわけだ。

不良資産の切り離しについても説明したい。ガイトナー財務長官はニューヨーク連銀の総裁を務めたこともあるので、中央銀行の独立性維持の重要性をよく理解している。彼は融資の障害を取り除こうとしている。金融の信用を回復し、銀行システムを再活性化し、融資を活発化させようとしている。目指す方向は正しい。

今回の危機については、米国の金融当局はFRBを含めて理解が十分ではなかった。新たな規制体系をつくる必要がある。AIGなどの高額報酬については批判が出ているが、対応は慎重に考えなければならない。資本主義を犯罪にしてはならない。成功したから課税するということにはなあってほしくない。

行天 住宅バブルの発生と崩壊は過去にも起こったが、今回は過去と違う点があった。第1に環境が違っていたし、第2にその環境変化に我々が気付かなかった。環境の変化とは、第1にはグローバリゼーションであり、第2には金融の変化だ。金融市場への参加者や取引する商品が変わっていたが、公的部門、私的部門ともそれに気付かず対応が遅れてしまった。



何をすべきなのか、答えは明らかだ。第1に、経済に十分な流動性を供給しなければならない。第2に、バランスシートを透明化するため不良債権を取り除かなければならない。第3に、公的資金や私的資金によって資本不足を補充しなければならない。この3点セットが必要だ。

07年春に今回の危機が表面化した時点では、米当局の対応は十分ではなかった。対応策は量的には少なすぎ、時期的には遅すぎたといえるだろう。政策のターゲットも間違っていた。しかし08年末以降の当局の方向性は正しい。流動性の供給という面では、FRBなどが様々な非伝統的な対応をとった。

不良債権の切り離しについては、これからガイトナープランの効果がどのように表れてくるかが注目される。資本補充については、米財務省のストレステストに基づき、これから対策が講じられるだろう。これらを考え合わせると、米国における金融危機への対応は、野球のイニングに例えれば4回か5回まで来たのではないか。

今回の金融危機を論じる場合は、実体経済も考えなければならない。問題の発端となった住宅問題については、当局の対応が遅れたと思う。住宅価格が急落し、債務の不履行や住宅の放棄が多発したにもかかわらず、住宅市場対策は十分ではなかったし迅速でもなかった。この問題を解決しないと金融市場の問題も片付かない。住宅市場の正常化が大切だ。結局のところ、実体経済の改善には時間と努力と資金が必要だ。

フィッシャー氏には、世界のパワーバランスがどう変わるかお聞きしたい。基調講演で米国型の社会や市場資本主義の再生能力の高さを確信していると言明されたが、私は疑問がないわけでもない。

保護主義には絶対反対

フィッシャー 野球の試合に例えると、現時点で金融危機への対応が何回に当たるのか聞かれるが、回答は控えたい。ただ私の記憶が正しければ、米国の野球史上、39回まで続いた試合もあると申し上げておく。

行天氏は、これから何をすべきかを挙げられたが、私は「やってはいけないこと」をお話ししたい。歴史をひもとくと、欧州で不況が起きたことがあった。その際、ビスマルクはドイツ市場を閉鎖し、フランスも対抗策を講じた。こうした保護主義が大恐慌を生んだ。絶対に保護主義に走ってはならない。

今回の金融危機で、FRBの対応が遅きに失したとは思わない。様々な対策を打ち出し、若い芽がどんどん出ている。今後はもっとイールドカーブ（利回り曲線）を上げたい。パワーバランスについて言えば、創造的破壊をうまく実行した人がパワーを獲得するということだ。



小島 グローバルインバランスの問題について述べたい。米国は70年代から、外国から借金して過剰消費していた。そんなことができたのは、ドルが国際基軸通貨であり、その特権を利用して自国通貨建てで為替リスクなしに外国から借金できたからだ。結果として米経済は自己規律を喪失したのではないか。

日米の景気についても比較しておきたい。日本が「失われた10年」から脱却したプロセスを見ると、雇用の削減や非正規雇用の活用により労働コストを削減した点が目立つ。この結果、企業部門のバランスシートは改善し、企業に融資した金融機関のバランスシートも改善した。ところが家計部門のバランスシートは悪化した。つまり家計部門から企業部門へ巨額の所得移転が生じたわけだ。

一方、米国は日本と違い、企業部門より家計部門のバランスシート改善が急がれる状況だ。所得環境が悪化する中で家計が借金を返済するには、持続的に消費を減らすしかない。そのプロセスはかなり長引くのではないだろうか。

ドルの強さがいつまで続くかも問題だ。足元でドルは強いが、そこには短期的な要因があると思われる。つまり米金融市場が混乱し、米金融機関が米国内でドルを調達できなくなったため、海外で保有していた資産を売ってドルを買っているというわけだ。この見方が正しければ、ドルが強いのは一時的な現象にすぎない。長期的にドルは強さを維持でき

ないのではないか。

人への投資が最も重要

フィッシャー FRB は為替については予測しないことになっている。米家計の支出については、足元で大きく減少している。経済が回復しても、多くの人々が金融危機で痛手をこうむったことを記憶しているのだから、消費は元の水準には戻らないだろう。

ドルと米経済全体への信用について言えば、どれぐらい早く、どれぐらい持続可能な形で景気が回復するかにかかっている。自分の国を魅力的にすることが大切だ。ドルの基軸通貨としての地位を論じる人は多いが、世界単一通貨はできないだろう。

私は高等教育機関が高レベルの教育を提供することが最も重要だと思っている。イノベーションを生み出す高い知的レベルの人材を育てる教育が大切だ。そこで問われるのが貯蓄の使い方だ。人に投資することが最大のポイントだろう。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2009 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>