

東京大学俯瞰講義(III) グローバルな金融政策を求めて

2008年10月30日
内閣府経済社会総合研究所所長
岩田一政

† このマークが付してある著作物は、第三者が有するものですので、再利用、二次的著作物の創作等については、著作権者より直接使用許諾を得る必要があります。

日銀グランプリ

- (1) 日本銀行は、大学生を対象とした学生コンテスト「日銀グランプリ:キャンパスからの提言」をこれまで3回開催した。
- (2) 1回目の最優秀賞は、「電子ペーパーマネー・システムの構築」で、みずみずしい感性に基く新鮮な提言。
- (3) 2回目の最優秀賞は、「貯蓄から参加へーthe longest journey」で、現物配当型地方債を提言。
- (4) 3回目の最優秀賞は、「子ども未来投資基金一支える金融、つなぐ金融」で、子供の教育資金を蓄えるための運用基金の設立を提言。

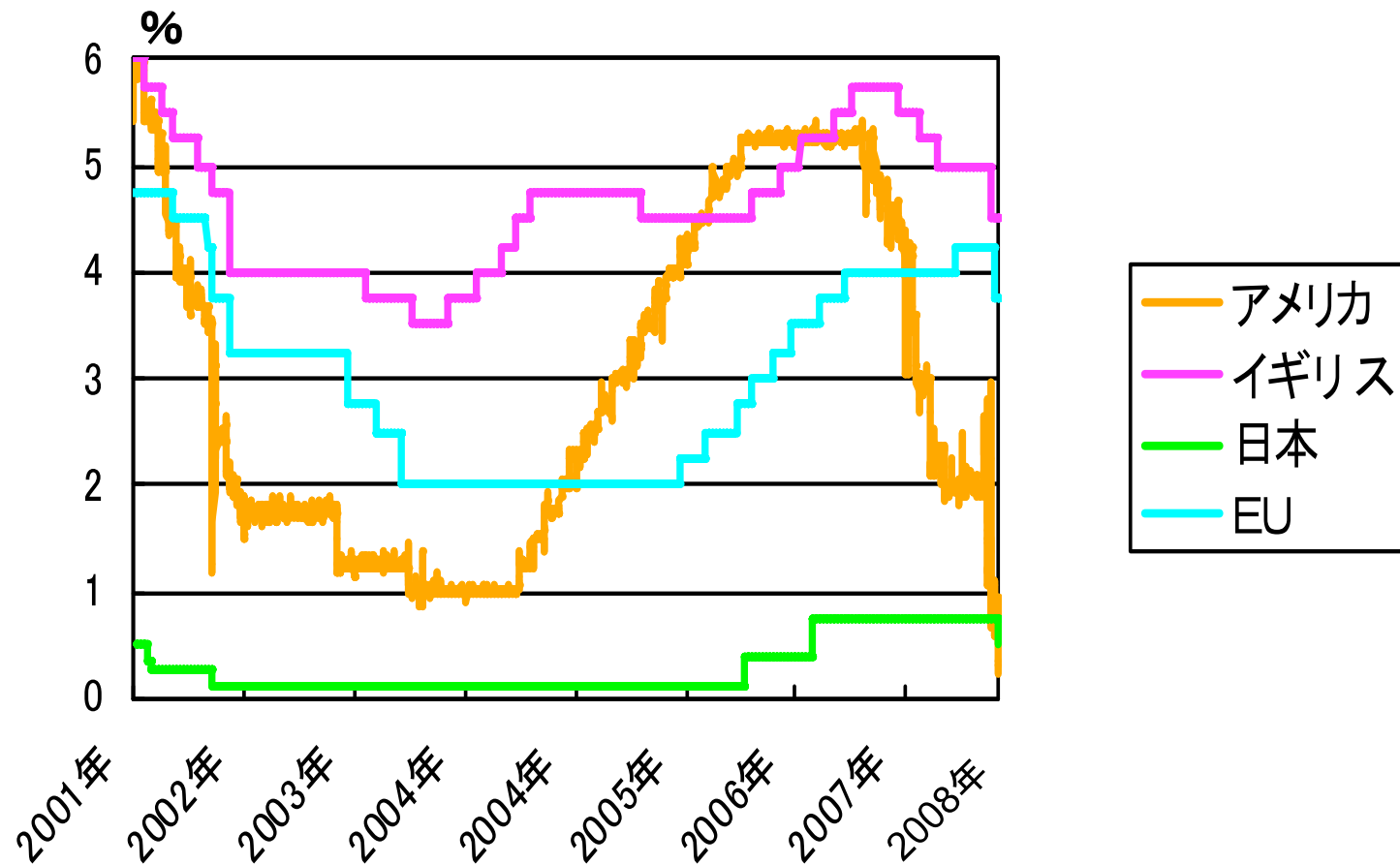


1. 政策対応：流動性供給

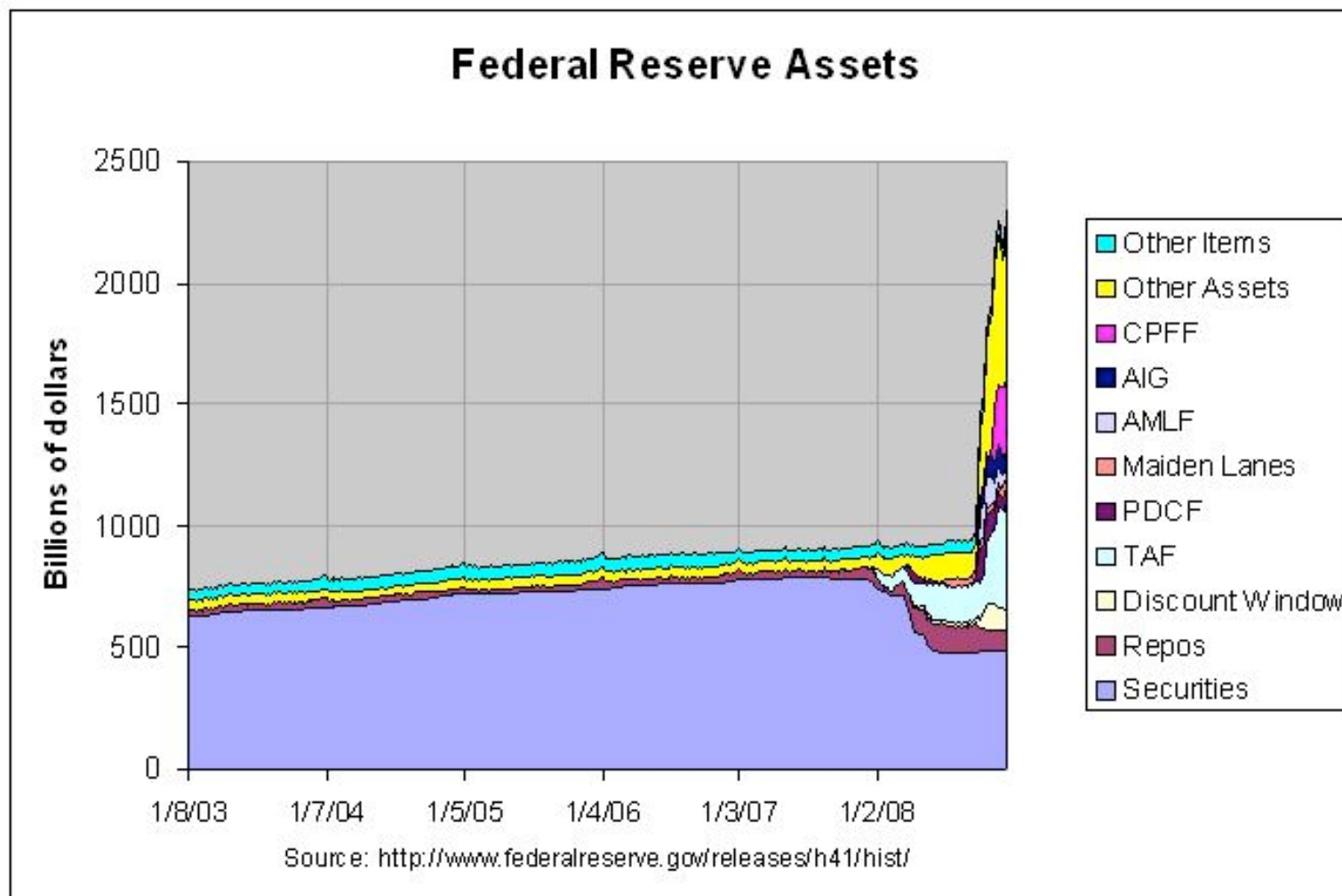
- 連邦準備制度理事会の流動性供給は、これまで政策金利を一定水準に維持するために市場から資金を回収することが必要であるという制約を受けていたが、預金準備への付利による下限の設定（コリドー方式と類似）と財務省による短期国債新規発行により解決された。
- ベアスターンズのJPモルガンによる買収に際して、連邦準備法13条3項による290億ドルの貸付（財務省による補填、スエーデンのバッドバンク方式プラス日銀の特別融資）が行われた。
- ファニーメイ、フレディマックは、自己資本不足に陥り、財務省は2000億ドルを拠出し、公的管理下においた。
- ベアスターンズの場合、自己資本は十分であったが流動性不足で倒産した。その後、プライマリーディーラーに対する信用供与枠が設定され（PDCF）、事前に流動性の対応が可能ではなかったということであり、リーマンブラザーズは救済されなかった。その一方で、CDS取引を手広く行っていたAIGを公的管理下においた上で、緊急融資が最初850億ドルついで380億ドル行われた。

(図表8) 協調利下げ

日米欧・政策金利



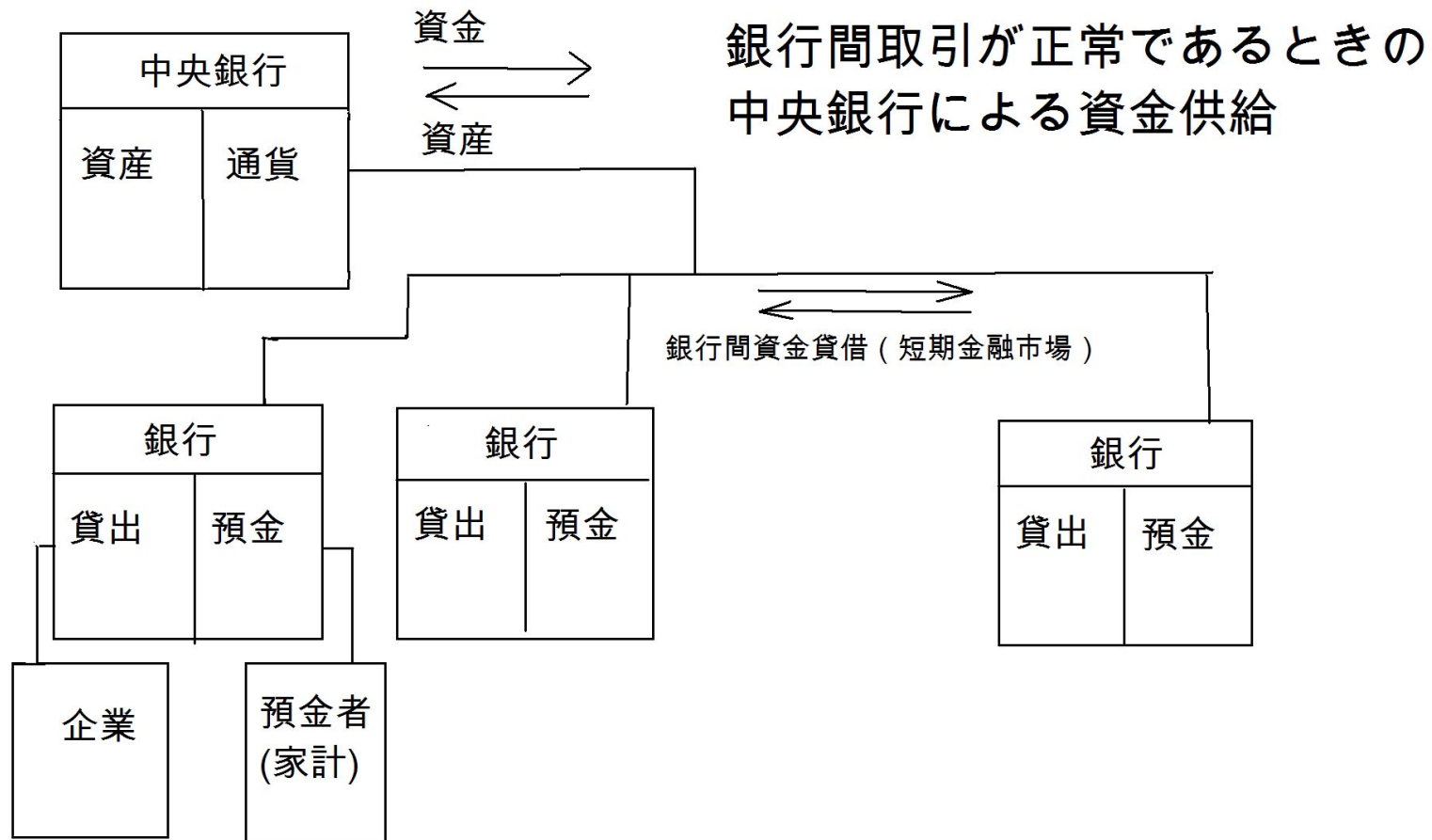
(図表3)FRBの流動性供給



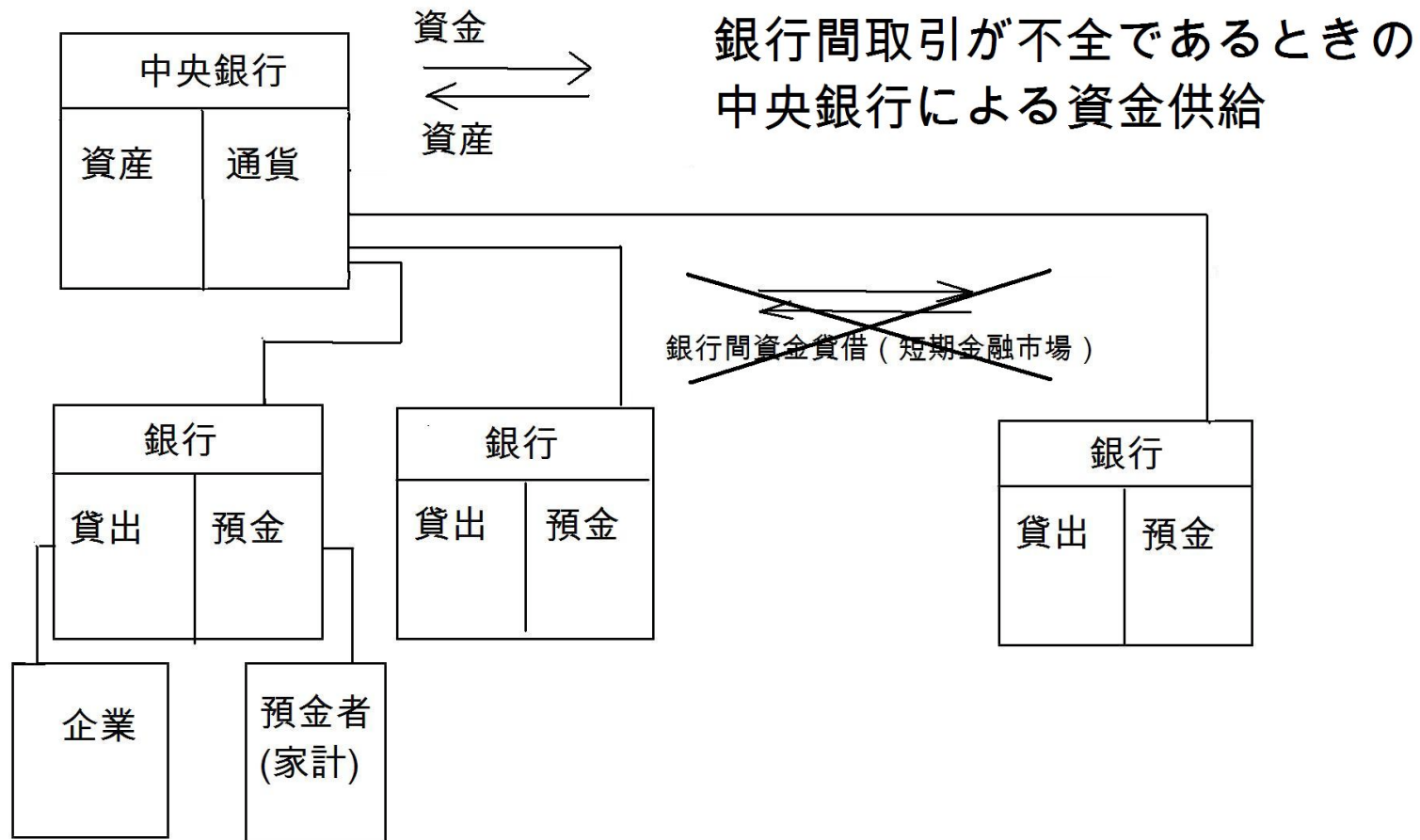
1. 政策対応：流動性供給

- 連邦準備制度理事会の流動性供給は、これまで政策金利を一定水準に維持するために市場から資金を回収することが必要であるという制約を受けていたが、預金準備への付利による下限の設定（コリドー方式と類似）と財務省による短期国債新規発行により解決された。
- ベアスターンズのJPモルガンによる買収に際して、連邦準備法13条3項による290億ドルの貸付（財務省による補填、スエーデンのバッドバンク方式プラス日銀の特別融資）が行われた。
- ファニーメイ、フレディマックは、自己資本不足に陥り、財務省は2000億ドルを拠出し、公的管理下においた。
- ベアスターンズの場合、自己資本は十分であったが流動性不足で倒産した。その後、プライマリーディーラーに対する信用供与枠が設定され（PDCF）、事前に流動性の対応が可能なはずであるということでリーマンブラザーズは救済されなかった。その一方で、CDS取引を手広く行っていたAIGを公的管理下においた上で、緊急融資が最初850億ドルついで380億ドル行われた。

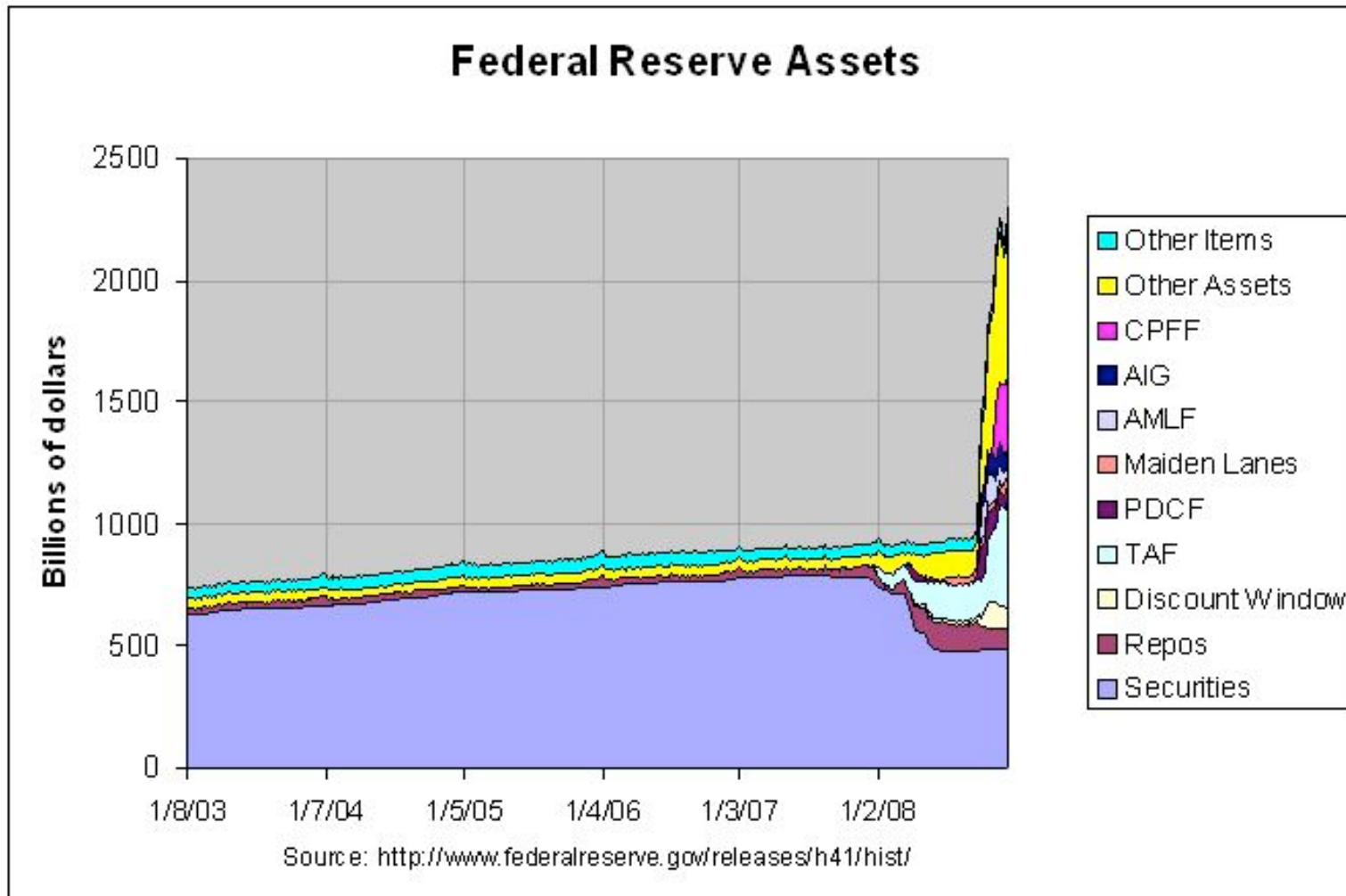
(図表2-1)流動性供給



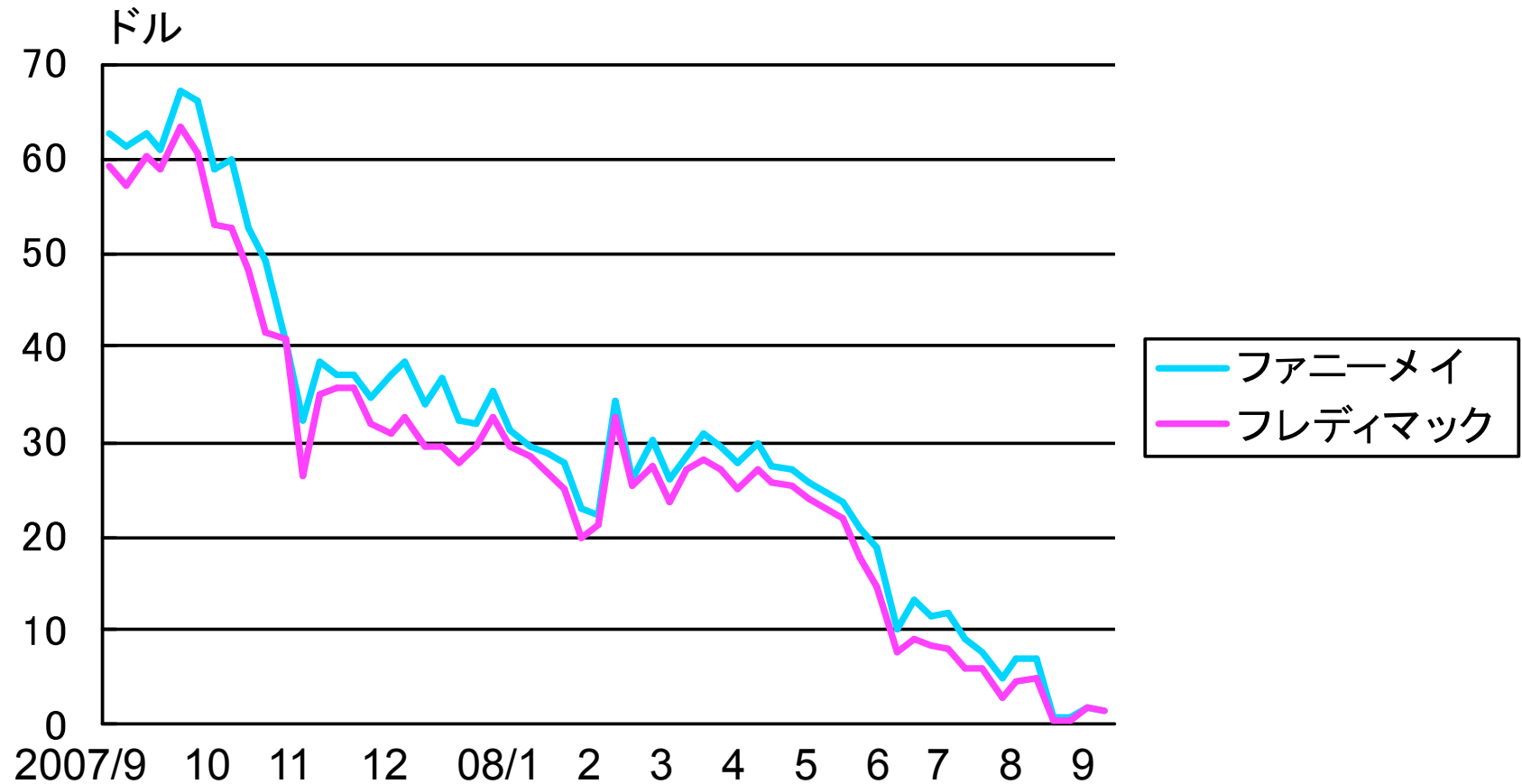
(図表2-2)流動性供給



(図表3)FRBの流動性供給



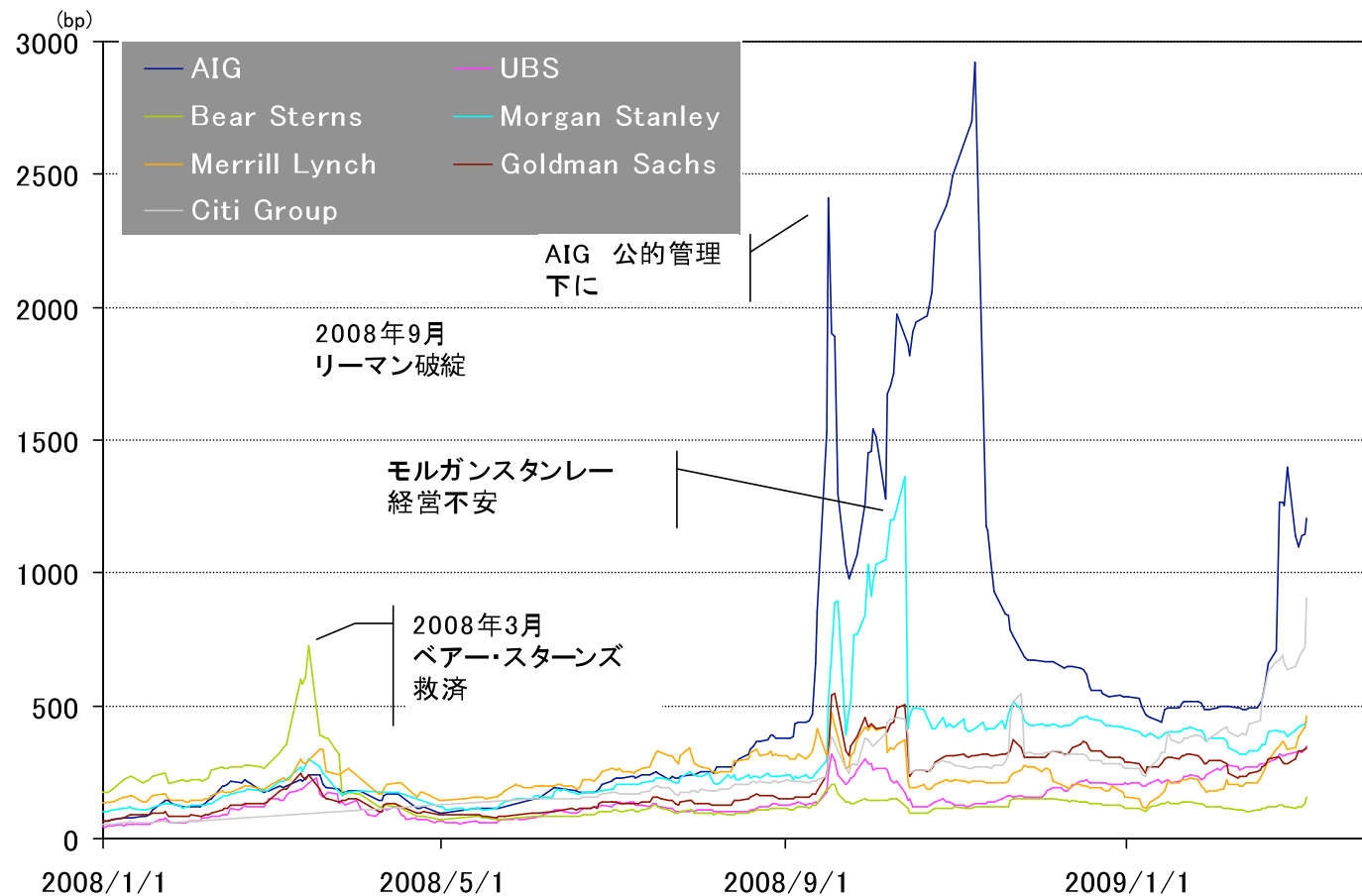
(図表4) 住宅2公社の株価



(図表5) 株価の急落



(図表6) 金融資産投げ売りから 債務の投げ売り: CDSの津波



※ 1% = 100bp

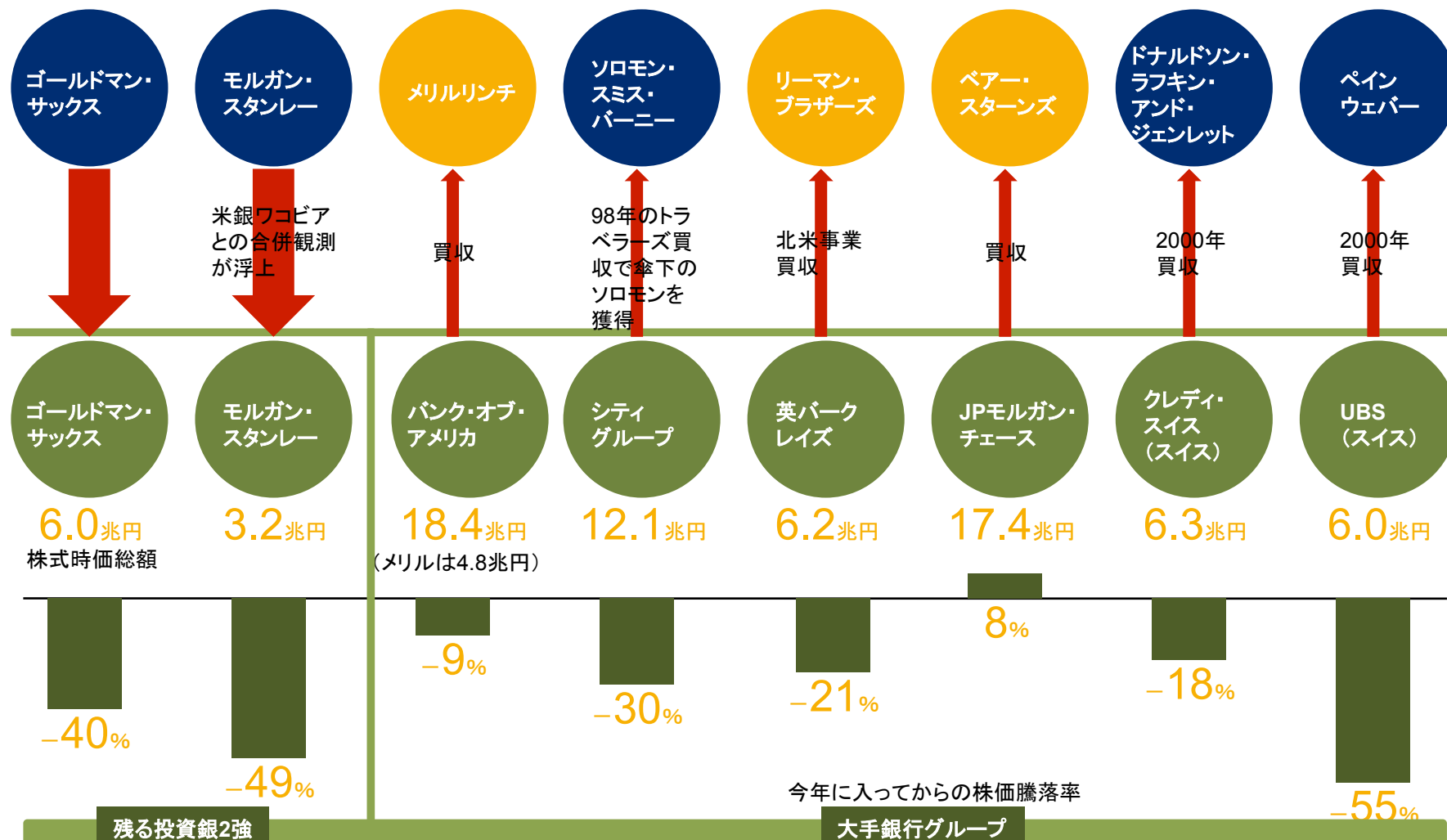
BNPパリバ証券調べ
(協力: BNPパリバ証券 東京支店)

(図表7) 投資銀行の消失

ウォール街からは投資銀行が消えつつある...

1990年代後半のウォール街の米有力投資銀行

● はサブプライム危機で再編・淘汰



サブプライム危機を経た再編・淘汰後のウォール街

日経ベリタス9月21日を参考に作成

2. 協調的な金利引き下げ

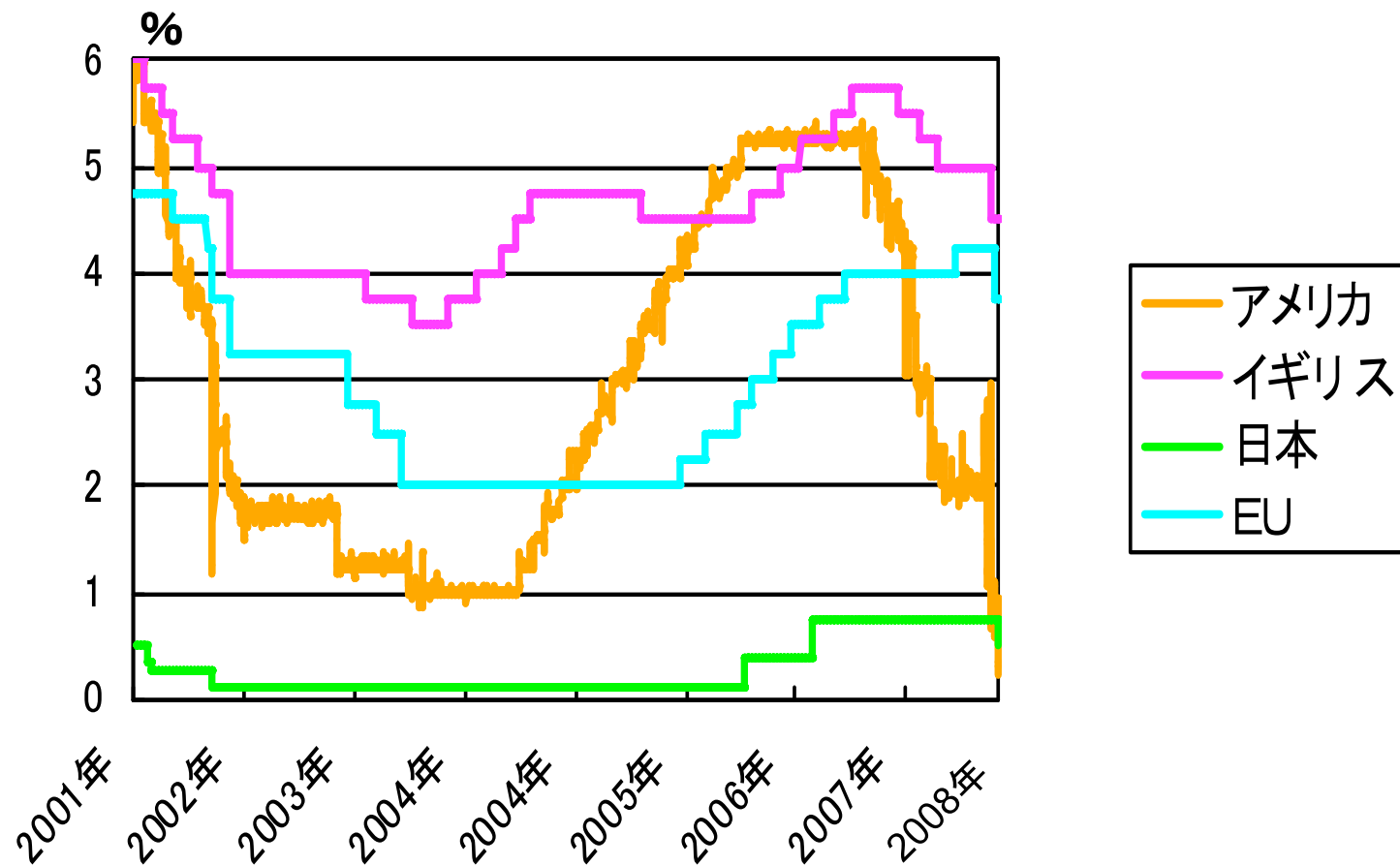
- 10月G7前の連邦準備制度理事会や先進国中央銀行によるによる協調的な政策金利引き下げは、
 - ー(1)金融緩和により景気を下支えする効果がある。
 - ー(2)また、銀行収益を増加させる効果がある。しかし、アメリカでは短期国債の金利が9月中旬に大恐慌以来初めてゼロ%に接近し、銀行間貸付金利が上昇したため、TEDスプレッドの高止まりが続いている。

他方で、金融機関の信用収縮および貸出態度が厳格化により金利引き下げ効果は減殺される可能性がある。

アメリカの場合、SWFは米銀への出資ですでに大幅な損失を被っており、その役割には限界がある。また、資本輸入国の制約からくるドル急落リスクに注意が必要である(財政政策発動が必要)。これまでのところ、アメリカの投資家による外貨建資産の売却による本国ドル送金によってドルは底堅い(対円では低下。円は過去の高金利国へのキャリー取引の巻き戻しもあり円高)。

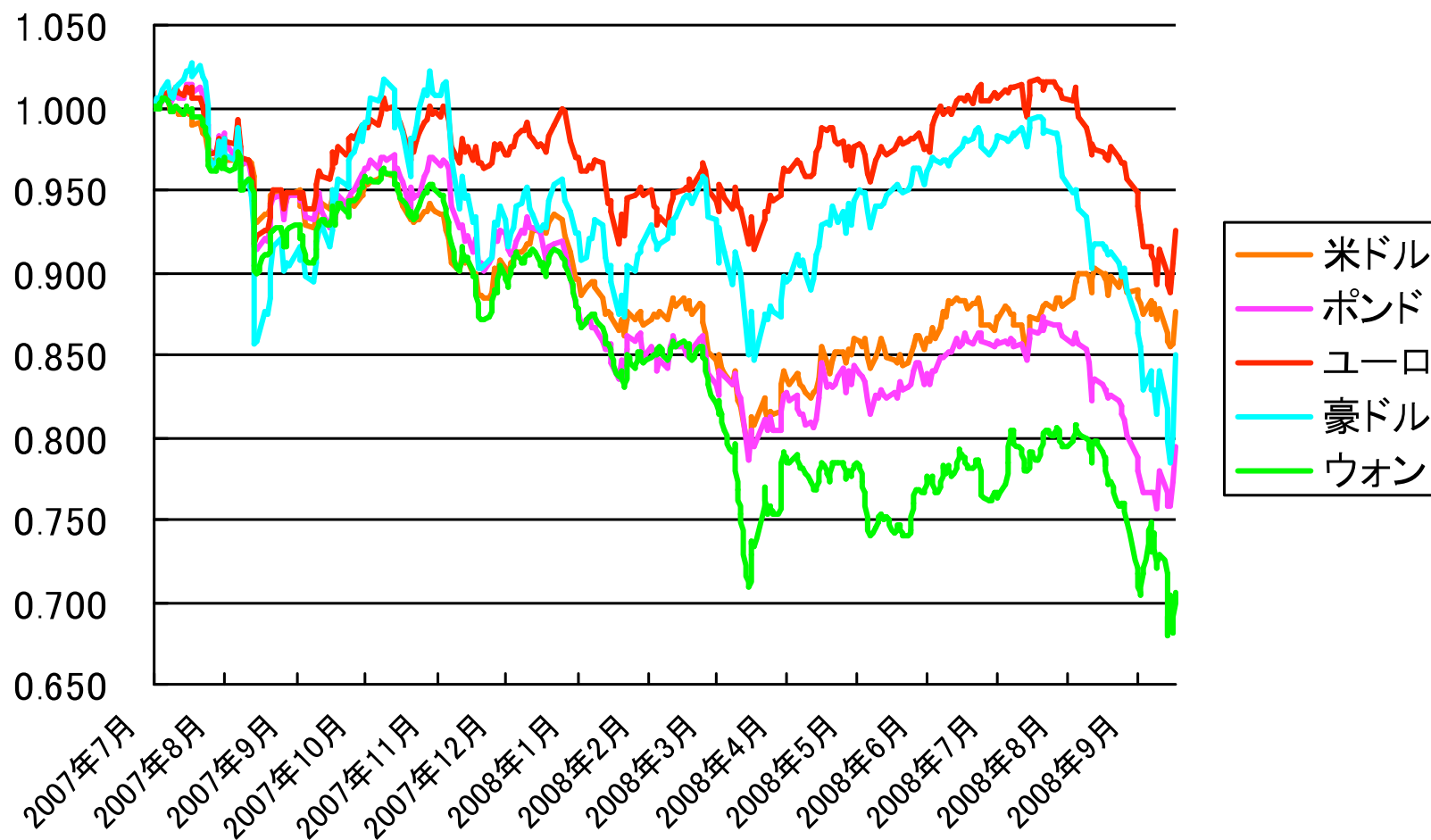
(図表8) 協調利下げ

日米欧・政策金利



(図表9) 対円為替レートの変動

主要通貨の対円レート（2007年7月初＝1として指数化）



(図表10) 銀行の信用収縮

通常時の銀行の
バランスシート

資 産	負 債
貸出 + その他 金融資産	預金 + その他 借入金
	自己資本

自己資本比率の範囲内において、企業の収益力に応じて貸出を決定

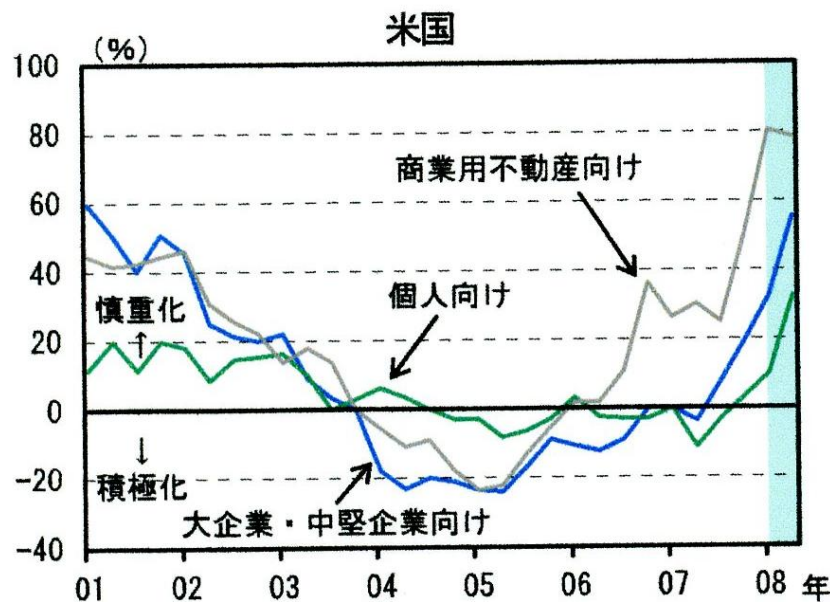
金融危機下の銀行の
バランスシート

資 産	負 債
貸出 + その他 金融資産	預金 + その他 借入金
	自己資本

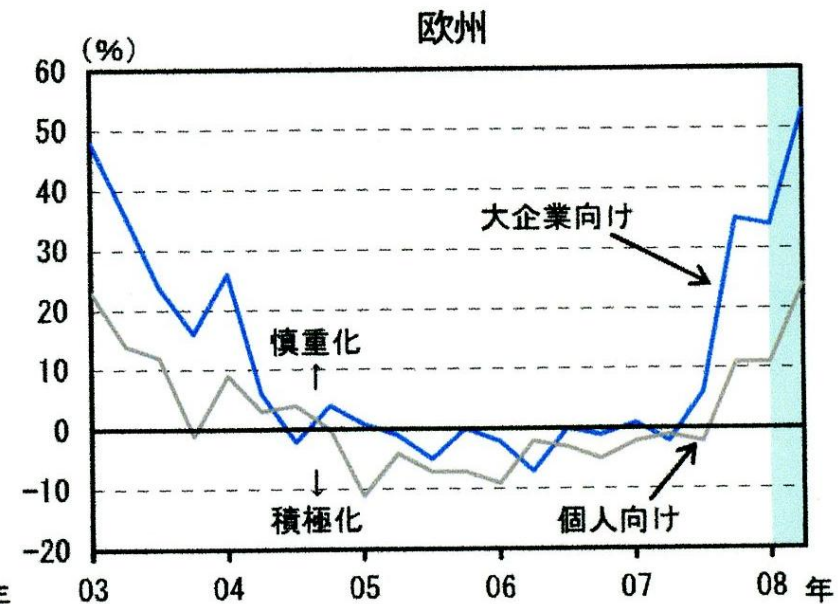
保有する金融資産の評価損により、自己資本比率が低下
=> 貸出が通常より困難に

(図表11) 欧米金融機関の貸出態度の厳格化

金融機関の貸出態度



(出所) FRB "Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices"
ECB "The Euro Area Bank Lending Survey"



日本銀行金融市場レポート2008年7月

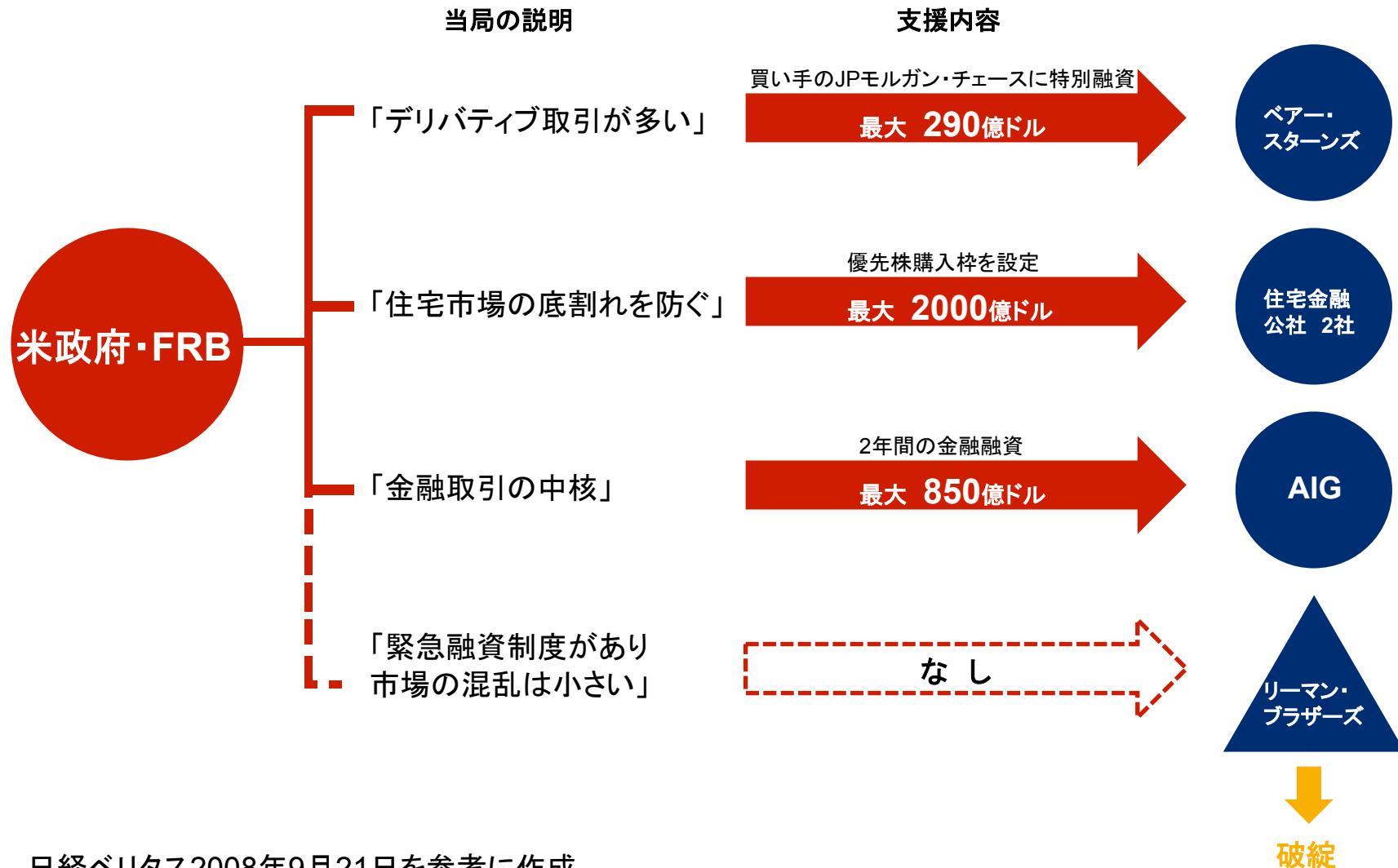
日本銀行「金融市場レポート」2008. 7

3. 政策対応：財政政策

- アメリカの財政政策発動(1680億ドル)、2008年5月から小切手配布(1100億ドル、企業減税含めると1680億ドル)
- 一住宅価格下落による逆資産効果(5000億ドル程度)に対して景気下支え効果がある。しかし、一時的(第2, 第3四半期に1%程度押し上げ)である。
- 一足元の金融機関の資本不足が、1500億ドル程度であれば、信用収縮はその10倍の1.5兆ドル程度ある。
- 一元本割れになったMMFの保護のために財務省は、為替安定基金から500億ドル準備した。

(図表12) アメリカの公的資金

米金融機関への公的支援の仕組み



日経ベリタス2008年9月21日を参考に作成

3. 政策対応：財政政策

議会では7000億ドル規模の不良資産買い上げ法案が一度否決された後、修正されて通過した。RTC(不良債権買い上げ)からRFC(公的資金注入)へ機能が変化した。

- 一 買い上げ価格の決定、銀行への公的資金注入の条件が十分明確ではない。
- 一 高めに買い上げ価格を設定し、金融機関に補助金を与える方法は納税者の理解が得にくい。低めの価格で買い上げると金融機関の損失が拡大する。
- 一 オフバランス取引や派生商品取引の透明性向上は必要であり、オフバランスを統合した損失の公表が求められる。会計基準変更の問題もある。

(参考) 緊急経済安定化法の概要

1. 不良資産の買取り

- ・金融機関が保有する不良資産買取りプログラム(TARP: Troubled Asset Relief Program: TARP)を創設。
- ・主な買取り資産は、2008年3月14日以前に組成又は発行された住宅・商業用不動産ローン及びその関連証券。

2. 買取権限の規模

- ・財務省に、7,000億ドルのTARP実施のための権限を付与。
- ・財務省は、直ちに2,500億ドルまで支出、大統領の判断により1,000億ドルの追加支出が可能。
残りの3,500億ドルは、議会が不承認の決議をしない限り支出可能。

3. 不良債権に対する保険の創設

- ・財務省は、金融機関の不良資産に対する保証を行うためのプログラムを創設。

4. 権限の終了

- ・資産の買取り及び保証のための権限は、2009年12月31日まで。ただし、議会の承認により1年間延長が可能。

5. 監督機関の設置

- ・本法の権限執行に関するレビューと勧告を行うため、FRB議長等で構成する監督機関(Financial Stability Oversight Board)を設置。

6. 経営者報酬の制限

- ・財務省が直接資産を購入する金融機関は、インセンティブ報酬、報酬返還、退職金等の経営者報酬基準を遵守

7. 納税者への利益還元

- ・株価上昇を納税者に還元するため、財務省は、TARP参加の金融機関からワラント(新株引受権)を受け取る。

8. 預金保険の補償範囲の一時的な引上げ

- ・2009年12月31日まで、預金保険公社(FDIC)等の預金保険の上限額を10万ドルから25万ドルに引き上げ。²³

4. 欧州の対応

- イギリスを始め欧州諸国は、以下の3つを柱とする政策措置をとった。

(1) 預金保護、

(2) 銀行間取引の務の保証。

(3) 資本注入、場合によって国有化。

なお時価会計について、これを差し止める動きがでていることは残念である。