



ペンシルベニア大学ウォートン・スクール 教授

# フランクリン アレン氏

語

Franklin Allen

金融

## フランクリン アレン

Profile

オックスフォード大学経済学博士。1980年よりペンシルベニア大学ウォートン・スクールで教鞭をとる。2000年米国ファイナンス学会会長。企業財務論の定番教科書で9版を重ねる“Principles of Corporate Finance” (Brealey, Myersと共著)のほか、金融システム比較、金融イノベーション、金融危機などに関して多数の著書がある。

米欧で進む金融監督に関する議論については、監督機関の機能の見直しに注目が集まっている。しかし、グローバルにみた金融危機の教訓、公的部門による危機対応の評価、金

### Financial Information Technology Focus

#### 金融危機の原因と中央銀行の責任

**井上** 本日は、金融危機の経験を踏まえた金融規制や監督のあり方について、アレン先生のご見解をお伺いしたいと思います。

米国や欧州では枠組みの見直しについて具体的な提案が示され、幅広い層から注目を集めています。

まず、今回の金融危機の主因についてお聞かせいただけますか。

**アレン** これは2つに集約できます。

第1に、FRBが長期にわたって低金利政策を続けたことです。これが、米国市場のバブルを引き起こした訳であり、今回の危機に至る核心部分と言えます。

**井上** ブレトン・ウッズ体制崩壊後、今日に至るまで、中央銀行は金融政策を運営する上での指標を求め続けてきました。マネーサプライやインフレに目標値を設けることで、モノやサービスの価格を安定させる点では成功を収めつつありました

が、資産価格の安定には苦しんでいます。

**アレン** 今回の危機の第2の要因は、グローバルな不均衡です。不動産バブルは米国だけでなくスペイン、アイルランド、英国などで生じました。しかし、これらの諸国の金融政策に深刻な問題があったというより、国際金融市場を通じた資金流入が資産価格を押し上げたと思います。

資金の究極的な出し手として、アジア諸国が重要な位置を占めたのは、グローバルな不均衡によるものです。この問題の元を辿れば、アジア危機の際のIMFの対応に行き着くように思います。

IMFは危機下の諸国に対し、経常赤字の縮小を優先して金融引締めを指導しましたが、多くの国で危機を却って深刻化させました。このためアジア諸国は、外貨準備を蓄積することで、IMFに依らない「自主防衛」を採用したわけです。こうした外貨準備が世界市場で運用された結果、長期金利を抑

制し、過剰な住宅投資を招来したのだと思っています。

**井上** 先に米国を訪問した際、中央銀行は純粋な金融政策に集中しがちであるとの指摘が多く聞かれました。

**アレン** だから、イングランド銀行からFSAが分離したわけです。システミックリスクがどんなものか、中央銀行が適切に理解しているかには疑問が残ります。

金融政策の独立性は、物価安定には重要ですが、金融の安定化には繋がるとは限りません。金融市場で過剰なリスクテイクが行われるほどに強力な金融緩和が行われても、独立性ゆえに外部から止められないのです。

例えば、「量的緩和」は最終的にインフレを招くリスクの高い政策です。前回の日本の危機でインフレにならなかったのは例外です。FRBは、インフレリスクが高まったら金融引締めへ転じればよいと考えていますが、危機対応も含めて世界に散

# らう 井上 哲也

IT 対談 Tetsuya Inoue



融政策と金融監督の適切な関係、といった本質的な問題に関する検討を疎かにすることはできない。ウォートン・スクールで教鞭をとるアレン教授に語っていただいた。

## いのうえ てつや

## Profile

1985年 日本銀行入行。92年エール大学経済学部留学し、経済学修士課程終了。94年福井俊彦副総裁(当時)の秘書官。2000年植田和男審議委員のスタッフ。03年金融市場局 企画役として、資本市場の活性化に関与。06年金融市場局の参事役として、国際金融をカバーしつつ、BISマーケット委員会等の国際会議の運営に参画。08年12月より現職。

布されたドルを吸収することは容易ではありません。

### Financial Information Technology Focus

#### 金融危機対応での中央銀行の役割

**井上** 金融システムの安定性回復における中央銀行の説明責任はどう評価されますか。

**アレン** 中央銀行というより公的部門全体による対処は、説明責任の面で大きな問題を残したと思います。

私は、危機への対処において、“too big to fail” (大きすぎてつぶせない) という考えを採用すること自体に反対する訳ではありません。危機の伝播を阻止することが不可欠である一方、リーマン・ブラザーズの破綻のケースから明らかのように、危機がどのようなメカニズムで拡散するかは十分理解できていません。

むしろ問題なのは、「大きければ救済される」という信念を定着させたことであり、また、適切な経営を

行ったために政府の支援を受ける必要のない企業を「逆差別」していることです。

例えば、サブプライム市場からいち早く撤退し、逆に同問題で実質的に破綻したベアスターズを救済したJPモルガンのような先には業務の拡大を認めるなどの報酬が与えられるべきですが、実際は経営判断を誤った金融機関に支援が行われてきました。

自動車メーカーも、クライスラーやGMを市場で破綻させれば、適切な経営を行ったフォードには競争上の優位という見返りが与えられたはずですが、政府が介入したことで、脆弱な企業も生き残る結果になりました。

こうした対応は、中長期的に経済の成長力を低下させるので、考え方を抜本的に修正する必要があります。どこが生き残るべきかは、市場が決めるようにすべきです。

**井上** 中央銀行が必要な情報をタイムリーに入手できたかという点も課

題となりました。実際、今回の金融危機の発生後でもECBは正確な情報収集に苦勞したようです。

**アレン** 例えば、ソシエテ・ジェネラルによる不正取引が発覚した際も、ECBは何も知らなかったようです。フランス中央銀行は知っていました。恐らくECBが知っていたら、FRBに伝えていたでしょう。この事例は、幸い大事には至りませんでした。大きな問題が潜んでいることは確かです。

### Financial Information Technology Focus

#### 国境を越えた協調の強化

**井上** 今回の危機がグローバルに伝播しただけに、危機を未然に防ぐ上で、国際協調をどのように強化するかは重要な課題です。

**アレン** 冒頭にお話したグローバル不均衡に関しては、IMFの監視機能を強めるとともに、ガバナンスを変革することが必要だと思います。IMF改革の必要性を指摘する意見は



## 強制力によって経済活動をコントロールするのではなく、問題を生じたプレイヤーをきちんと破綻させることが重要です。

少なくないですが、問題の本質が正しく理解されていません。

IMFには日本人のヘッドがいません。日本は、もう何十年も世界第2位の経済大国であるにもかかわらずです。この事実が真の問題を示しています。アジア経済の課題をIMFの施策に正しく反映させるためには、欧州の影響力を減らす一方、日本を含むアジアによるガバナンスを強化することが不可欠です。

**井上** 金融政策のバイアスを取り除く点ではいかがでしょうか。

**アレン** フィナンシャル・タイムズでニック・スターン<sup>(注)</sup>が提案したように、各国の拠出金により設立した国際機関に国際通貨の供給機能を持たせることも良いと思います。また、中央銀行の「カリスマ」によって金融政策が仕切られないよう、米国のTARP(不良資産救済プログラム)に対する監視委員会のような組織を設置することも一案です。

**井上** 金融監督や規制の新たな枠組みの下で、中央銀行が果たすべき役割をどうお考えでしょうか。

**アレン** 重要な点だと思います。金融政策と金融安定化の双方を完全にカバーしている中央銀行はありません。FRBであっても、金融安定化の機能は不完全です。

しかし、金融政策と金融市場の安定化には不可分な面があると思いま

す。例えば、米国では、実体経済の状況は芳しくないのに、本年春以降株価が上昇しましたし、マネーサプライが増加する中で長期金利も上昇しました。やはり、異例の金融政策によって金融システムに注ぎ込まれた巨額の資金が影響していると考えるのが自然だと思います。

**井上** 中央銀行が、金融政策と金融監督や規制の双方を担うべきということでしょうか。

**アレン** ええ、すべてを中央銀行に集中させるべきだと考えています。

**井上** 中央銀行に金融監督や規制も担わせるのであれば、金融政策における金融政策決定会合に相当する形で、金融監督や規制に関する意思決定のためのガバナンスを考える必要があります。

**アレン** そうした改革は必要でしょうが、具体的な対応は解明できていません。

イングランド銀行は、金融政策委員会とは別に金融安定化委員会を設けて、金融政策と金融安定化を別々に検討する道を選びました。しかし、私は、最終的には1つの意思決定プロセスが必要だと思います。

**井上** 私は、金融市場や金融機関の監視の役割は中央銀行が担っても良いと考えます。ただ、金融機関に規制を適用するとか、破綻した金融機関の処理を行うことまで中央銀行が

関わることには懐疑的です。

**アレン** 英国で言えば、イングランド銀行ではなく、FSAにその役割を持たせたいということですか。

**井上** 今回の危機を通じて、中央銀行は個別の金融機関にどう対処するかという領域に深入りしすぎたケースがみられます。こうしたケースでは、公的資金の投入といった政治的過程との関与が不可避であるだけに、金融政策の独立性に対して影響が生ずる懸念があります。

**アレン** 私の言うように、中央銀行が金融政策と金融安定化政策をと



もに行うとすれば、確かに、指摘された問題を避けることは極めて難しくなるでしょう。実際、金融機関への資金注入に至らなくても、FRBのように巨額の与信を行った場合、そこから生じうる損失は財政問題に帰着するはずで

ただ、この点を議論する上では、金融監督ないし規制と言った時に、具体的に何を想定するかを明確にしておくことが重要です。経営の悪化した銀行が過大なリスクを取っているならば、それを是正することに意味があります。しかし、今回の危機

を振り返っても、金融機関の問題について明白な証拠を掴むことは多くなかったでしょうし、監督機関がその間に何をしていたかも必ずしも明らかではありません。

金融監督や規制に関して果たすべき具体的役割について共通の理解が得られれば、より建設的な議論ができるかもしれません。

**井上** 金融監督機関の役割としてまっさきに思い浮かべるのは、規則を企画・立案し、金融機関に適用することです。

また規制には、金融機関が守るべ

ころがあれば是正を求めることであって、システミックリスクの防止という目的に照らして、実効性のある内容になっていません。

**井上** 同感です。金融監督の下では、せいぜい月1回ないし半年に1回といった頻度での情報収集に止まりますが、それでは、市場におけるリスクの集積を特定することはできません。より緻密でタイムリーな情報が必要であり、従来から市場の情報を密接に収集している中央銀行は適任だと思います。

それでも、市場や金融機関には、中央銀行とは別に規制を執行する機関が必要であるように思えます。最終的には、強制力のある措置を取られる可能性があることが、市場の規律を維持するためには重要です。

**アレン** 私は、強制力によって経済活動をコントロールするのではなく、問題を生じたプレーヤーをきちんと破綻させることが重要であると思います。金融システムの問題点は、こうした破綻のメカニズムがきちんと機能しないことにあります。ミスによって大問題を起こしたプレーヤーを円滑に破綻させることこそが、規制の目的であるべきです。

**井上** 最後に、国際間の金融監督の協調の展望についてお伺いしたいと思います。

90年代の日本のバブル崩壊の際にも、大手金融機関の国有化の際に、国際取引の処理には複雑な対応が求められることが明らかになりました。しかし今回の危機で生じた問題は遥かに深刻かつ大規模でした。

大規模な金融機関によるクロスボーダーの活動が拡大してきたにも

関わらず、金融監督の国際協調は限定的です。この状況を打開する方策はあると思いますか。

**アレン** グローバルな金融システム全体で監督の分担について合意が得られるのであれば、うまくいくでしょう。しかし、私は現実的だとは思えません。

**井上** 残念ながら悲観的なお考えですね。東京を含む国際金融市場の間でさえ、近い将来に金融監督の協調の強化は期待できないということでしょうか。

**アレン** 部分的には実現するかもしれませんが、しかし、何か問題が発生した際には、誰が責任を負うのかという問題が生じるでしょう。解決の非常に難しい問題だと思います。EUもこの点については決定ができないようです。

**井上** 確かにEUでの議論も、金融危機の当初に盛り上がった「金融監督の統合化」という方向からは後退している印象を受けます。

結局のところは、市場が過剰にリスクを集積するような金融環境をつくらないことこそが最も重要だ、ということですね。

非常に興味深い議論でした。本日はありがとうございました。

(文中敬称略)

(注)イギリスの経済学者。



き最低限の内容が規定されるべきですが、それだけでは不十分で、ベストプラクティスのようなもので補う必要があると思います。例えば、レバレッジの基準は、規制というよりベストプラクティスに適合するようにも思えます。

**アレン** 私は、今回の危機をみると、レバレッジに対する何らかの制限を設けることは必要だと思います。

もっとも、この点を別としても、これまで監督機関が行ってきたことは、基本的には、融資を中心とする与信をチェックし、規制に反すると

