



2 0 0 9 年 1 2 月 1 1 日

日 本 銀 行

# 金 融 規 制 ・ 監 督 の 改 革 ： 国 際 的 な 視 点 と ア ジ ア の 視 点

マレーシア中央銀行・国際決済銀行共催  
ハイレベル・セミナーにおける講演の邦訳

日本銀行総裁 白川 方明

## 1．はじめに

マレーシア中央銀行および国際決済銀行（B I S）共催のハイレベル・セミナーに参加された、中央銀行をはじめとする金融関係者の皆様の前でお話させていただく機会を頂き、誠に光栄に存じます。

本日私からは、今次国際金融危機の教訓について話をさせていただきます。このテーマについては、既に多くのことが語られてきました。私自身、様々な国際会議に参加してきましたが、率直に言って、そこでの議論に何がしかしっくりこない感じを持つこともありました。その原因について自己分析してみますと、今回、日本を含めアジアの金融システムは相対的に頑健であったにもかかわらず、「国際金融危機」という括りの下に議論が進行し、地域の多様性、金融仲介の構造の違い等に必ずしも十分な配慮がなされていないことにも、ひとつの原因があるように感じています。それだけに、国際的な視点だけでなく、米欧とは金融経済構造が異なるアジアの視点も踏まえて、今次金融危機の教訓について考えてみることは、意義深いことだと思います。そこで、以下では、最初に、アジア地域の金融システムが米欧の金融システムに比べ、今回相対的に頑健であったのは何故かについて考察した後、国際的な視点とアジアの視点の両方を意識した上で、今次危機の教訓をどう活かすべきかについて、お話ししたいと思います<sup>1</sup>。

## 2．今次金融危機におけるアジア地域の金融システムの相対的な頑健性

今次金融危機におけるアジア地域の金融システムのパフォーマンスについては、どのように評価すべきでしょうか。私自身は以下のような評価が公平であると思っています。

---

<sup>1</sup> 今次金融危機の教訓とそれを踏まえた金融規制・監督の見直しに関する議論については、白川方明「金融危機の予防に向けて：金融市場、金融機関、中央銀行の連関　ロンドン証券取引所における講演の邦訳」(2009年5月)、「金融危機に対する国際的な政策対応　カンザスシティ連邦準備銀行主催シンポジウムにおける講演の邦訳」(2009年8月)を参照。

第 1 に、アジアの金融システムはグローバル金融危機から勿論無縁ではあり得ず、実際に大きな影響を受けました。

第 2 に、影響の大きさを米欧と比較すると、アジアの金融システムは相対的には　ただし、あくまでも「相対的に」ということを強調する必要があるが　頑健でした。例えば、アジアの金融機関の株価は、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ破綻以降、2009 年初めにかけて、国によっては 3 ～ 4 割も下落しました。しかしながら、最近では、多くのアジアの国においてリーマン・ショック前の水準にまで回復しており、幾つかの国では同水準を 3 割以上も上回っています。全業種をカバーした株価指数との相対的なパフォーマンスと比べても、金融機関株式のリターンに遜色はありません。一方、米欧の金融機関株価は相対的にみて明らかに弱い動きとなっており、全業種の株価指数がリーマン・ショック前の水準の 9 割程度まで戻しているのに対し、金融機関株価は未だ 7 ～ 8 割程度までしか回復していません。こうしたアジアと米欧の金融機関のパフォーマンスの違いは、バランスシートにも現れています。不良債権比率をみると、米欧では最近大きく上昇している一方で、アジアでは低位で安定しています。また、米欧では銀行貸出の伸び率が急速に低下し、最近では幾つかの国でマイナスとなっていますが、これと比較すると、多くのアジア諸国では、減速しつつもプラスの伸びを維持しており、中国ではむしろ伸び率が上昇していました。

金融システムが米欧に比べて相対的に頑健であったという点では、日本も同様でした。資金市場における緊張状態を最も端的に表す Libor - OIS スプレッド<sup>2</sup>をみると、リーマン・ショックの直後から昨年末までは米欧と同様に拡大しましたが、その拡大幅は相対的に小さく、最近では 2007 年 8 月の水準まで戻っています。

---

<sup>2</sup> Libor-OIS スプレッドとは、銀行間取引レートである Libor と翌日物金利スワップ (OIS) レートの差で、取引相手の信用リスクおよび流動性プレミアムを表す指標。

第3に、1997年から98年にかけてアジア地域を襲ったアジア金融危機との比較で言うと、今回の方が影響は小さかったと言えます。前回はソブリン危機に直面し、幾つかの国ではIMFからの金融支援を仰がざるを得なかった訳ですが、今回はそうした深刻な事態には至りませんでした。

### 3．アジア地域の金融システムの相対的な頑健性の背景

このように、アジア地域の金融システムが相対的に頑健性を維持し得たのは何故でしょうか。最大の理由は、1990年代に経験した厳しい金融危機の記憶が新しかったこと、そして、そこから得られた教訓が、必ずしも十分ではないとはいえ、様々な形で活かされてきたことに求められるように思います。

アジア金融危機の発生には様々な要因が複雑に絡んでいますが、根本的な原因のひとつは、金融機関における資金の運用・調達構造に、通貨と満期構成のいわゆるダブル・ミスマッチがあり、それが為替リスクと流動性リスクの負の相乗作用を作り出したことでした。そうした苦い経験を踏まえ、アジア諸国は、金融システムの頑健性向上に向けて努力を重ねてきました。

第1は、金融機関自身のリスク管理向上の努力です。運用・調達のミスマッチについては、まだ十分とは言えないように思いますが、解消に向けた努力が続けられてきました。また、多くのアジアの金融機関では、アジア危機の記憶がまだ鮮明ということも手伝い、複雑な証券化商品への投資に対して慎重な姿勢をとっていたため、結果的に、信用コストを抑えることができたと考えられます。

第2は、金融当局による、金融システムの頑健性向上に向けた努力です。金融当局は、外国資本の導入、合併促進をはじめ、様々な手段を用いて、金融システムの強化を図ると同時に、透明性の向上を図りました。また、預金保険や早期是正措置といった法規制の整備等を通じて、危機時に金融システ

ムの安定性を確保するためのセーフティ・ネットの構築を進めました。

第3は、第2の努力とも関連しますが、金融為替市場の混乱に備えた、流動性供給面での体制整備の努力です。国内金融市場における流動性確保を目的に、各国の中央銀行は、マーケット・オペレーションの手段や常設型貸出ファシリティの整備を進めました。外貨の流動性確保の面では、チェンマイ・イニシアティブに沿って、地域内の通貨スワップ取極めのネットワークが拡充されました。また、外貨準備の積み増しや為替制度の柔軟化、さらには財政規律の保持といった努力も、ソブリン・リスクの低下に寄与してきたと考えられます。

#### 4．過去の危機の経験に基づく学習効果

それでは、アジア地域は、過去の危機の教訓を十分学習することによって、将来にわたっても金融システムの頑健性を維持できるでしょうか。この点について私は楽観的になることを戒めています。

第1の理由は、人間は、自分が自ら直接経験しない限り、真の意味で学習することは難しいことです。日本のバブル崩壊とその後の金融危機以降、いわゆる「失われた10年」について多くのことが海外の学者や政策当局者によって議論されてきましたが、流動性危機やバランスシート調整の深刻さをはじめ、そのことの持つ本当の意味はなかなか実感としては理解されていなかったと言わざるを得ません<sup>3</sup>。また、たとえ危機の教訓が正確に理解されたとしても、自らが実際に危機を経験しない限り、必要な施策を実行に移すことは必ずしも容易ではありません。例えば、日本は、バブル崩壊後に多くの金融機関の破綻を経験して初めて、秩序だった破綻処理を行うための制度の必要性を学び、大変な苦労を経て現在の破綻処理法制が整備されました。

---

<sup>3</sup> いわゆる「失われた10年」についての議論については、白川方明「経済・金融危機からの脱却：教訓と政策対応 ジャパン・ソサエティNYにおける講演の邦訳」(2009年4月)を参照。

今回、金融危機が勃発した後、欧州諸国における破綻処理法制が十分には整備されていない現状を知るにつけ、他国の経験から真に教訓を学び、自らの行動に結びつけることの難しさを感じます。逆に言うと、今回、アジア諸国の金融システムは相対的に頑健ではありましたが、痛みを余り感じなかったことによって、アジア諸国が今回の危機における新しい経験の意味を十分には理解していない可能性があることを、自覚しておく必要があると思っています。

第2の理由は、時間の経過、世代の交代とともに、記憶も薄れていくことです。先ほど、日本を含めアジアの金融機関は複雑な証券化商品への投資に慎重であったことに言及しましたが、将来ともそうである保証はありません。成功が過度の自信につながることは、1980年代後半の日本のバブル、1990年代前半の「東アジアの奇跡」、そして2000年代半ばにかけての「大いなる安定 (Great Moderation)」をはじめ、枚挙に暇がありません。

第3の理由は、危機の具体的な表れ方は、金融経済の発展段階や構造によって異なり、従って、それへの対応の仕方も常に変化していくことです。金融システムの安定性を維持する上で、金融機関のガバナンスのメカニズムや経済あるいは社会全体としてのセーフティ・ネットのあり方は決定的に重要ですが、時代や社会を超えて常に妥当するものがあるとは思えません。アジア危機は、銀行監督制度が十分に整備されていないまま資本移動の自由化を進めることの弊害を、我々に教えてくれました。また、いわゆるクローニー・キャピタル論に代表されるように、アジアの金融システムは、縁故をベースにしているが故に極めて不透明である、という批判もなされました。そうした批判が当たっているのかどうかを評価する能力は私にはありませんが、経済や社会の発展段階の中で、ガバナンスのメカニズムのひとつとして、長期的な取引関係や相互扶助といった要素が一定の役割を果たすことは十分考えられます。ガバナンスのメカニズムのあり方は、グローバル化の時代

においてもなお、社会によって様々です。重要なことは、各国が自らの金融経済構造を踏まえ、それに最も相応しい形で、規制・監督をはじめ、政策や制度の見直しを行っていくことであると思います。

## 5．金融規制・監督体制の改革に向けて

現在、金融安定理事会（F S B）やバーゼル銀行監督委員会をはじめとする様々な国際的なフォーラムにおいて、金融規制・監督体制の改革に向けて精力的に検討が進められています。アジア地域の金融システムは相対的に頑健ではありましたが、同時に、アジアの金融システムはグローバル金融危機から勿論無縁ではあり得ず、実際に大きな影響を受けました。頑健なグローバル金融システムは世界の公共財です。この点はいくら強調してもし過ぎることはありません。その意味で、グローバルな金融危機の発生を防止するためには、まず各国がこの共通の目標を十分に意識した上で、国際的にみて整合性のとれた規制・監督体制の構築に向けた取り組みを進めることが求められます。

その際、我々が非常に注意しなければならないことは、バランスをとった形で規制・監督の改革を進めることです。規制・監督の議論は、その世界の中だけで議論が閉じてしまうべきでなく、より大きな全体感を見失うという落とし穴に陥ることは避けなければなりません。私は、規制・監督の改革にあたっては、以下で述べるような様々な次元で、バランスの取れた対応を採ることが極めて重要であると考えています。

### マクロ経済政策と金融規制・監督のバランス

第1に、マクロ経済政策、とりわけ金融政策と金融規制・監督のバランスです。近年、学界や中央銀行関係者の間で、金融政策の目的は物価安定、規制・監督の目的は金融システムの安定という形で二分法がとられる傾向が

ありました。クレジット・ブーム期に実際に目にしたのは、物価安定の下での資産価格の上昇や信用の膨張という、好ましからざる組み合わせでした。この結果、しばしば物価安定と金融システム安定のトレードオフが議論されてきました。しかし、本当のトレードオフは、物価安定と金融システム安定のトレードオフではなく、現在と将来という異時点間の経済の安定のトレードオフにあります。規制・監督を通じて個々の金融機関の健全経営を確保することは重要ですが、ミクロ・レベルでの健全経営の努力だけで金融システムの安定性が維持される保証はありません。行き過ぎたレバレッジや期間ミスマッチを許すような金融緩和政策が長期間にわたって維持されると、マクロ的にみて過大にリスクテイクされ、金融システムの安定は損なわれます。その意味で、金融政策についてもマクロプルーデンスの視点を持って運営し、持続可能な物価安定を図るという考え方が不可欠です。一方、規制の強化がマクロ経済の安定に対して阻害要因となることは避けなければなりません。その意味では、新しい自己資本比率規制の実施のタイミングについては、世界経済の状況をよく見極めることが重要です。この点、9月のG20サミットの声明にも明記されているように、景気回復が確実になるのに応じて実施に移すという姿勢で臨む必要があります。

### 公的規制と自己規律のバランス

第2は、金融機関に対する公的規制と経営者による経営判断、自己規律のバランスです。金融市場は絶えず変化し、ビジネスの内容も金融機関によって異なることを考えると、限られた人的資源しか有していない規制・監督当局が、金融機関の活動を細部に至るまで監督したり、すべての活動を律する規制を定めることは不可能です。また、株主の有限責任を前提にすると、自己資本比率規制といった公的規制の強化だけでは、株主や経営者の近視眼的行動は抑制できません。サブプライム・ローン問題が勃発する前は、規制上の自己資本の定義に従えば、金融機関は十分な資本を備えていると見なさ



れていました。これは、その時の自己資本比率の計算におけるリスク捕捉の方法が不適當であったということではありますが、同時に、金融規制・監督当局が常時、適切にリスクを捕捉することの難しさも示しているように思います。その意味で、何よりも金融機関の経営者自身がリスクを適切に捕捉し、その上でリスクを管理する健全経営の努力が非常に重要です。

この点に関し、経営者の自己規律を規定するメカニズム、要因は国によって異なることを指摘したいと思います。経営者の報酬の設計がその典型例です。例えば、日米の金融機関の役員の報酬をディスクロージャー資料で確認すると、極端に水準が異なることに気が付きます。どのような報酬の体系や水準が望ましいかについては先般のF S Bの報告書でも取り扱われていますが、いずれにせよ、経営者による経営戦略に関する判断の重要性を強調したいと思います。

### 規制と監督のバランス

第3は、規制と監督のバランスです。各国の金融経済構造や金融機関のビジネス・モデルには、無視し得ない差異があります。このため、国際的な活動を行う金融機関に対する最低限の共通規制は必要ですが、同時に、各国の金融規制・監督当局に自由度を残しておくことも重要です。例えば、適切な流動性管理の方法は、各金融機関のビジネス・モデルに応じて変わり得るものです。流動性規制を検討する際、適格な流動資産として多くの人の頭に浮かぶのは国債ですが、アジア地域の中には、健全な財政運営の結果、国債発行残高の少ない国もあります。そのような国にとって一律の流動性規制は、有害でさえあり得ます。

日本について言えば、日本銀行が各金融機関の流動性ポジションについて日常的に詳細なモニタリングを行っています。その結果、リーマン・ショックの時も日本銀行は、外国系の銀行・証券会社を含め、各金融機関の資金

繰りの状況を日次で把握できる状況にありました。こうした情報は、日本銀行が極めて緊迫した状況下で金融調節を実行する上で、非常に有益なものであり、わが国の金融システムが相対的に頑健性を維持し得たひとつの理由となりました。勿論、そうした体制を常備できるかは国によって異なります。このように、課題を克服するための最善の方法は国によって多少なりとも異なるものであり、世界共通の機械的なルールを常に適用することは難しいと考えています。

前述のとおり、国際的に共通のルールを設けることは極めて重要だと思いますが、一方で、どこまでを国際的に一律の規制で対応し、どこからは各国独自の規制で対応するか、さらに、どこからは規制ではなく監督で対応するかを決めるのは難しい課題です。私としては、国際的に共通のルール的重要性と、国や金融機関による多様性の認識の重要性の両方を強調したいと思います。

#### *危機予防と波及防止のバランス*

第4は、危機予防と波及防止に向けた措置のバランスです。これまで述べてきたマクロ経済政策、規制、監督、自己規律、これらすべての面での努力を重ねたとしても、今後とも金融機関の破綻を完全に予防できるとは限りません。そうした厳しい現実を前提とした上で、ショックへの耐久力の強い金融のインフラストラクチャーを構築する努力を続けなければなりません。この面では様々な課題がありますが、通貨、時差、地域を越えた、円滑な流動性の移転を確保していくことの重要性を強調したいと思います。金融機関の破綻は、直接的には資本の不足ではなく、流動性の不足によって生じます。それだけに、流動性不足への懸念が引き金となって、危機が広がる事態を避ける努力は重要です。この点に関しては、例えば、通貨スワップやクロスボーダー担保の取極めを整えておくことは、有効な流動性補完制度となり得るものと考えられます。また、決済サイクルの短縮といった、金融取引のイン

フラストラクチャーの強化も重要な課題です。

## 6．結び

このように、金融システムの安定を実現する上では様々なバランスを確保することが重要ですが、最後に、そのことを実質的に担保する上で、組織もスタッフもバランスの取れた幅広い視野を持つことが重要であるという点について、一言申し上げたいと思います。

日本の金融危機は1980年代後半に発生したバブルの崩壊の結果として生じたものですが、私は、バブル生成時には主として金融政策の仕事を担当していました。バブル崩壊後は数年間、金融機関の破綻処理やそれに必要な制度作りの仕事をしていました。1990年代後半には国際金融市場に関連した仕事を担当し、ちょうどアジア金融危機を挟む数年間、B I Sのグローバル金融システム委員会の仕事に関与しました。その後、2000年代半ばまでは、ITバブル崩壊、デフレ、円キャリー・トレード等、様々なキーワードで表現される時期の金融政策に関与しました。

振り返ってみると、そうした機会を通じて得た知識や感覚は、今回の危機への対応策を決定する上でも非常に役立ったと思っています。そうした個人的な経験もあって、私は、金融システムの安定確保に携わる関係者が、閉ざされた世界（silo）で物事を考えるのではなく、なるべく幅広い視野を持つことが重要であり、また、スタッフについてもローテーションの中で様々な仕事を経験することが重要であると強調しています。中央銀行や金融規制・監督当局の組織運営にあたっても、そうした組織文化を育てていくことが極めて重要であると考えています。

幅広い視野を持つという点では、国際的な人的ネットワークも大切な要素です。今回の金融危機は、国際的なネットワークと協力の大切さを、改めて認識させるものでした。最後に、そういう意味からも、この会合を開催し

たマレーシア中央銀行とＢＩＳに対し、改めて感謝したいと思います。

ご清聴ありがとうございました。

以　上