



演説用

## 課題の完了に向けて：安定性と成長のための金融部門改革

南ドイツ新聞主催 リーダーによる年次討論会

演説

クリスティーヌ・ラガルド

国際通貨基金 専務理事

2012年6月8日（金曜日） ニューヨーク

皆様こんばんは。本日この場に参加できたことを光栄に思います。まず、本日のイベントを主催された南ドイツ新聞社、アトランティック・カウンシルおよびローランド・ベルガー社に御礼申し上げます。また、素晴らしい開会の辞を述べられたウォルフガング・クラッハ、マーティン・ウィティック、そして今晚司会を務められるフレッド・ケンペの各氏に感謝いたします。

クラッハ氏が今晚のスピーチのために別のタイトルを用意されていたとおっしゃっていましたが、この討論会は元々今年のもっと早い時期での開催が望まれていました。しかし、主催者が寛大にも改めて今晚このような場を用意して下さいました。心より御礼申し上げます。

このリーダー討論会の、大西洋全般でのより広い政策討議と協力が必要との精神がかつてないほど重要となっているこの時期でのこの開催は、おそらく偶然ではありましょう。

危機が発生してから約5年という月日が流れました。安定性と成長の回復という我々の最終目標と政策をめぐる決意が、再び試されていると言えます。しかし、試

練が厳しくなればなるほど、我々に残された課題が明確になっていきます。マーティン・ルーサー・キング・ジュニアの言葉を借りるならば「暗闇だからこそ、星が見える」のです。

座っている位置により、見える星座は異なるでしょう。しかし、一番良く見える位置は各自違えども、金融セクターという星座は空に輝いているべきなのです。危機という暗闇を晴らすために、**金融仲介機能を修復しなければなりません**。より明るい未来へと続く道を拓くためには、**実体経済を支える金融部門が必要です**。

ですから今晚は、

- 第一に、世界経済の現状
- 第二に、我々を押さえつけている負のサイクルの打破
- 第三に、安定性の回復と成長の確保における金融部門の中核的役割

以上3点についてお話したいと思います。

## 1. 世界経済の現状

では、簡単にですが世界経済の情勢からはじめましょう。残念ながら、それほど良いニュースは聞こえてきていません。世界経済は依然として、**難しい状況の中、立ち直る過程にあります**。ECBをはじめとする欧州の重要なパートナーも含め、大胆な政策措置を採って来たことで、今年はじめには情勢が小休止し銀行危機のさらなる深刻化を防ぐことができました。

そして今、**これまでの進捗が厳しく試されています**。これまでの成果は非常に脆く、政策措置が継続されるかにかかっています。さらに、再び状況が悪化しているという兆候が見えており、一段と懸念されます。昨年末に経験したような緊張を髣髴させます。

最近の情勢がこれを浮き彫りにしています。ギリシャでの選挙を前にした不透明感と厳しいムード。スペインをはじめとする欧州の国々の中には、再び市場圧力が増している国もあります。そして、ここ米国の最新の成長見通しと雇用をめぐる数字は、期待にそぐわないものとなりました。

**世界でリスクが再び拡大基調にある**ということは、間違いありません。

**ユーロ圏危機**が依然として最も差し迫った大きな脅威であり、状況が悪化する可能性もあります。

米国では、現行法のもと、減税措置が期限切れとなり来年には支出の自動削減措置が発動するなど、「**財政の崖**」が目の前に高くそびえています。財政の急ブレーキを急激に踏むことで、回復が頓挫する可能性もあります。

同時に、米国と日本による公的債務の対 GDP 比率を段階的に引き下げる**大胆かつ確実な中期的計画に向けた進捗が芳しくなく**、信託を毀損する恐れもあります。

これらに加え、原油価格の急騰や、一部新興市場国でのこれまでの信用ブームの急後退といった危険性も増してきています。

世界を見回せば、高失業率や不平等の拡大、調整政策の影響の不平等な配分という認識など**山積する社会的緊張**があり、こういったリスクはさらに危険だということになります。

**何故再び緊張が増しているのでしょうか**。政策の方向性と実効性が明確ではなく信頼性に欠けていることが、もっとも大きな要因でしょう。確かに、今日までに大胆な措置は採られてきましたが、その多くは事前対策ではなく事後的なものであり、徹底したのではなく部分的なものでありました。

不透明感が高まる中では、**市場の懸念が政策をリードするのではなく、政策担当者が措置を講じることで市場をリードする必要がある**というのは、歴史を見ても明らかです。今こそこの教訓を元に行動しなければなりません。

## II. 危機のサイクルを打破する

では、**危機状態からの脱出を困難にしている危険なサイクルを打破しなければならぬ**という第2点目についてお話ししましょう。

一つ目は、経済サイクルです。弱い政府、弱い銀行、そして弱い成長が、連続して互いを毀損しあうというフィードバック・ループが存在します。

加えて、私は**政治経済というもう一つのサイクルが存在している**と考えています。これは、何度も繰り返し見た映画のように、危機当初から今まで幾度となく目にして来たサイクルです。

どのようなサイクルか。つまり、緊張が高まり、必要に迫られ政策担当者は措置を講じる。しかし、その措置は危険を弱めるだけのものであり、緊急性がなくなれば、モメンタムが弱まり、政策協議は細分化し、全体像ではなく自らの裏庭での出来事のみ偏ったものとなる。そして再び緊張が高まる—このようなサイクルです。

しかし、このようなサイクルを一つ一つ経験しているうちに、我々を取り巻く情勢は混迷し、より深刻となります。今日、安定性が危機にあります。成長が危機にあります。欧州では、このサイクルが欧州全体のプロジェクトの存在すら脅かしています。

**経済危機に打ち勝つためには、今述べた二つのサイクルを打破しなければなりません。**どちらか一つだけで良いということはありません。

これを実現するためには、成長対緊縮、安定対チャンス、国益対世界全体の利益といった、間違った二極化された政策議論から脱する必要があります。

我々は、**安定と成長に有効な包括的な戦略**について合意する必要があります。そしてその戦略を支える協調的措置が早急に必要です。

**この戦略の主軸は以下のようなものとなるでしょう。**

第一に、**マクロ経済政策**は、回復を支えるとともに危機の根底的要因に対処するものでなければなりません。

- 引き続き金融政策による下支えが極めて重要です。中央銀行、なかでも ECB は、金融情勢の一層の緩和を進め、緊張緩和と流動性制約へ対応するための資金供給に向け、非伝統的ツールを駆使する用意が引き続きなければなりません。
- 公的債務は依然として莫大であり、各国は中期的にこれを引き下げるための確実かつ野心的なロードマップが必要です。多くの場合、調整政策は、一部のユーロ圏の国々のように一層の積極性を求める市場の圧力下になれば、着実かつ段階的に行うべきでしょう。成長が当初予測より低迷するようであれば、各国は発表済みの財政目標ではなく、財政措置を堅持すべきです。すなわち、エコノミストが言うように、自動安定化装置を機能させるべきです。

第二に、**より効果的な危機管理**です。これは主にユーロ圏の喫緊の課題です。しかし、より広くは、国際金融のセーフティネットの強化に向けた連携という側面があります。これに関連し、IMF の資金基盤の 4,300 億ドル強化を歓迎いたします。

第三に、**構造改革にはさらなる確固たる前進が必要**です。例えば、マクロ経済政策からの当面の支援を超えて成長を導くことができる、労働市場・製品市場の改革が挙げられます。

多くの点から、金融部門は以上の 2 点目・3 点目の中核にあると言えます。世界危機は、単なる金融面での現象という性質を越えたところに移ったかもしれませんが、

金融部門での我々の次の一步が、危機のダメージを及ぼすサイクルを打破する上で不可欠となるでしょう。

### III. 安定性と成長を支える金融システムへ

では、安定性と成長のより良い基盤を作るための金融部門の構築という、次の点に移ります。

危機前のブームの背景には、金融部門の繁栄があったことは誰もが知るところです。しかし、それがブームにどれほど影響し、さらにその後の急後退を引き起こしたかについては、十分に理解されていなかったかもしれません。今日、我々はこれまで以上に痛感しています、**金融システムは実体経済のためではなく、実体経済を揺るがす不安定性の源となりうることを。**

主にこれは、金融システムの規模、複雑さ、そしておそらく何よりも、相互の結びつきが増していること反映しています。これらは、どのような誤りでもその影響を拡大する作用があります。

**IMF** がこれまで行った数々の危機的ケースに関する分析により、各国の金融機関トップ5の資産は、危機前にGDPの300%を越えていたことが判明しています。これは驚くべき数字であり、その数字はますます大きくなっています。

**金融システムに対する我々の究極の目標**は何か覚えておられますか。それは、手に負えないものではなく、成長を支えるシステムの構築です。借り手も貸し手も無謀ではなく安全に利用できるシステムです。間違いなく利益は生み出すものの、安定性の犠牲によるものではないシステムです。

危機に突入してから5年が経ちましたが、我々はどの程度目標を達成しているのでしょうか。残念ながら、率直に申し上げなければなりません。**我々はまだ最終目標からは大きく遠く離れています。**そして、日ごとに深刻度が増す中、我々は岐路に立っています。政策担当者は、これから5年・10年のみならず、今後数週間・数ヶ月先も勘案し、この仕事を終わらせるための明確なロードマップを策定してこれに沿って歩みを進めなければなりません。

この点において (a) 危機管理ツールの強化、(b) システム・アーキテクチャの包括的強化といった二つの面での早急な進捗が不可欠です。

## A. 危機管理ツールの強化

現在、金融システムの健全性の回復を重視すべきです。これなくしては、今後も弱い銀行が成長を抑えつけることになるでしょう。

現在の懸念の資源地が欧州の銀行であり、この修復が第一であることは当然でありましょう。しかしこれは、相互に結びついている今日の世界が及ぼすより広い影響を看過して良いという意味ではありません。

米国の銀行は、危機の現段階ではより良い状態にあり、欧州の銀行との結びつきは危機前と比べそれほど顕著でないかも知れません。しかし、今でも連関性はあるのです。同じことが、アジアそしてラテンアメリカの銀行にも言うことができます。ですから、ここ数ヶ月間繰り返し申し上げているように、**欧州の銀行の健全性の回復は我々全てにとり重要なのです。**

ここで、欧州の銀行の修復の中心は欧州である。すなわち、**より統合が進んだ欧州が重要であり、決してその逆ではない。その逆は、欧州大陸にもそして世界にとってもマイナスである、**ということをお伝えしなければなりません。欧州の政策担当者は、今こそ通貨同盟をより強固な基盤にのせるために、更なる措置を講じなければなりません。

このように情勢が不透明ななか、欧州へのダブルダウン（積極的な対応）がプラスになるのかと疑問に思う方もいらっしゃるかもしれません。

その中心となる答えが、**単一の欧州金融市場は、国ベースの法的・制度的枠組みでは機能できない**ということです。金融とソブリンのリスクの間の負のサイクルを打破するには、**国境を越えリスクをより共有する銀行システムが無ければなりません。**

これは何を意味するのでしょうか。短期的に見ると、これには、銀行に対して直接出資する機能をもったユーロ全体レベルの制度を含むべきでしょう。もう少し先を見据えるならば、通貨同盟は、統一された監督機能、共通のバックストップ機能をもった単一の銀行整理機関、そして単一の預金保険基金を含め、真に一体化した金融を構築することで支える必要があります。

**財政統合の深化に向けた動きは、こういった取り組みと共になければなりません。**なかでも、欧州は、なんらかの形で財政リスクの共有を進めるさらなる措置が必要であり、選択肢としては、なんらかの共同債や債務償還基金の設立などが考えられるでしょう。これにより、一国での経済混乱がユーロ圏全体を巻き込む大変な危機に発展する前に、共同的支援が可能になると期待されます。

そして、政府と金融の結びつきという足かせを解くことで、金融機関が与信を行い、そして成長と雇用を生み出すという明るい見通しが期待できるでしょう。

## B. より良い金融システム・アーキテクチャの構築

では、金融部門ロードマップの後半である、どのようにしたらより良い金融システム・アーキテクチャを構築することができるかという点に移りたいと思います。

人生でもそうあるように、バランスを取ることが必要です。金融システムの崖からの落下を防ぐような、規制面でのガードレールが必要なことは言うまでもありません。しかし、同時に、イノベーションや市場が経済を前進させることができるよう、道は十分に広くなければなりません。無論、豪華なスポーツカーが通れるよう、混雑が多少和らぐのも悪いことではないでしょう。

これが業界の多くの人々にとり楽しい話題ではないことは理解しています。実際、規制改革のコストや、結果として我々が最も望まない時に経済へどのように悪影響を及ぼすかといった点を指摘した声も聞かれました。

やはり、ここでもバランスが重要です。賢明な規制は懲罰的である必要がありません。規制改革により成長が3%も落ち込む可能性があることを示す数字もありますが、正式にはその数字はずっと小さいと推定されます。

IMFもこの問題を分析しています。我々の仮の分析によると、成長への影響は、とりわけ、大きな痛みを伴う長引く危機の影響や、新たな危機によるダメージの可能性と比べてれば、比較的小さいと考えられます。数字については色々ご意見もあると思いますが、安定性の利点が危機のコストを上回ることについては、間違いがないでしょう。

では、ここで大きな問題です。リーマン以前と比べ、システムは実際安全となったか？私の答えは、ノー、まだ安全とはなっていないです。

マーク・トウェインの「知らない事が問題になるのではない。問題を起こすのは、知らないのに知っていると言いきっている時だ」という言葉が最もここでは相応しいでしょう。

JPモルガンによる取引の損失をめぐっては多くの疑問が残っています。しかし、これは、これから先に対する警告と受け止めるべきでしょう。まさしく、この引用が指摘するように、我々は「誤った認識のもと」にあるかもしれないという事実を思い出させてくれるものです。システムは以前ほど複雑ではなくなったという認識を、そしてシステムは遥かに安全になったという認識を打ち消すものです。その複雑さ

と透明性の問題が依然存在すること、そしてあまりにも多くのリスクが残っていることを浮き彫りにするものです。

デリバティブ市場を例に見ると、2011年のOTCデリバティブの残高は合計で648兆ドルと、危機前のピークの673兆億ドルと大きく変わりはありません。やはり驚くべき数字です。

すなわち、金融システムが抱えるアジェンダとは、完了した任務ではなく、完了しなければならない任務のケースだと言えるのです。

では、これから何をなさねばならないでしょうか。規制、監督、そして動機付けという3点が重要となってきます。

### より良い規制

規制については、公平に言えば、銀行をめぐるルールの面では大きな進歩を遂げました。

資本の質と量を強化するためのバーゼルIII合意の実施は目前であり、これは大きな進歩です。満期 mismatchではなく流動性により重点を置いた、自己資本比率規制に関する国際的合意も正しい方向への一歩です。

同時に私は、ドッド・フランク法の精神のもとにある大規模な金融機関を対象とした、いわゆる「生前遺言」のための様々なプランに関心をもって見守っています。これは「重要すぎてつぶせない」機関のさざなみ効果と潜在的なコストの重要な防止装置となるかもしれません。

いまこそ、合意した事項を実施に移すとともに、未だ合意に至っていない点については歩みを一段と進めなければなりません。銀行規制の厳格化に伴い、諸活動は金融部門のより薄暗い影に移動しています。ですから、シャドバンキングをより大きくカバーする監視が必要であり、その規制も視野にいれる必要があります。

さらに、デリバティブ市場については、取引を集中決済機関に移行させることで光を当てなければなりません。誰が誰に幾ら負っているのか、詳細な情報を集めることで、規制当局もより良い仕事ができるようになるでしょう。そしてこれこそが、リーマン崩壊以降欠けていた情報であるわけです。

無論、余りにも多くの集中決済機関の設立が進められると、集められた情報の価値を細分化し薄めてしまうという点からこれはリスクだといえます。ですから、世界



ベースで連携してこれを行い、市場のリスク全体を低減するに役立つ頑健な集中決済機関を数件構築するようにしなければなりません。

## 監督の強化

規制の強化は解決策の一部でしかありません。世界最高ともいえるルールをもってしても、正しく適用されなければ大して意味は持ちません。より安全な金融システムには、こういったルールを執行する**能力と高い意志**が不可欠です。

このように考えますと、金融監督当局の役割は極めてユニークだといえるでしょう。助産婦、親、師、警察、判事、そして葬儀人といった全てを一つにしたような監督当局が果たす役割には非常に重い責任が伴います。

効率的に責務を果たすには、**監督当局には適切な法的権限と十分なリソース**が必要です。率直に言えば、我々には、屈強なロビイストに匹敵する有能な人々が必要です。明確な権限をもって、政治・業界の介入から独立して活動できなければなりません。究極的には、自律的で中央銀行のもつ威信を持つようになる必要があるでしょう。

## 民間部門の動機付け

民間部門の説明責任枠組みという適切な動機付けも必要であることは言うまでもありません。

政策担当者、規制・監督当局だけが解決に向けた責任を負うことは不可能であり、また負うべきではありません。往々にして、金融システムの社会的価値は社会的責任も伴うものです。

**金融機関**自らも果たすべき重要な役割があります。これは、質の高い内部ガバナンスシステムの構築を意味します。リスク管理慣行の改善とトップに直接報告する権限を与えられたリスクマネージャーを意味します。インセンティブが、目前の満足ではなく長期的な持続可能性に整合的であるようにするなど、報酬に対するより賢明なアプローチを意味します。ここで、先に述べたような高級なスポーツカーのことを思い出しています！

また、私は、**税制**についても、**金融部門の過度のリスク選好姿勢を抑え歳入に対し適切な貢献が確実にできるよう、さらなる役割を果たすべきだ**と考えています。これまで2年間で、一部の国で銀行に対する課税が導入されるなど、ある程度の前進は見られたものの、金融部門への課税を見ると、IMFがG20に対し報告書を提出してから約2年が経ちますが、課題は山積しています。

規制、監督、民間セクターの動機付けといった3本柱が揃ってこそ、3本の足で支えられた椅子が完成します。これが、頑健かつ安定したものであるためには、3本の足をしっかり固定しなければなりません。

しかし、極めて大きな銀行が一つの椅子に腰掛け、その椅子の足の1本が壊れてしまったとしたら、どうなるでしょうか。

我々に必要なのは、クロスボーダー型の金融機関の破たん処理のための実効的なメカニズムです。これには少なくとも、破綻した際の金融機関の間の協力の取り決めと、異なる国の金融当局の連携のための法律という、2点が必要となります。

これにより、これまで程、破綻が起こった際も混乱は大きくなく伴うコストも大きくはならないと期待できます。例えば、システム上重要な金融機関が、破綻処理をおこなっている間も営業を行えるようにするという面が重要となるでしょう。

この方向での第一歩は既に刻まれました。多くの国々が、金融安定理事会による効果的な破たん処理制度のための基準案に署名しました。しかし、基準として、依然具体的なものではありません。そして本日これまでお話してきましたとおり、我々がやるべきことは、ルールに合意し実際に導入することです。

そしてここで、もう一つのスピードという不可欠な要素を挙げたいと思います。

\*\*\*

端的に言えば、金融部門のロードマップの重要な点とはなんでしょうか。システムの規模、複雑性、そして相互関連性を踏まえるならば、各機関、市場そして国境をまたいだ、一貫性、連携と協調だと言えるでしょう。

一貫性に欠ければギャップが生じます。各管轄の間で情報が共有されなければ、ギャップが生じます。頑健なシステムを構築するには、システムを構築する要素一つ一つが力強いものでなければなりません。

私は本日、皆様に「仕事を最後までやり遂げなければならない」というメッセージを送りたいと思います。

\*\*\*

お話を締めくくるにあたり、この分野でのIMFの役割についても一言お伝えしたいと思います。これまで数年間、IMFは金融部門への取り組みを強化してまいりましたが、その取り組みをより高めて行きたいと考えています。

我々の中核的活動の一部として、国レベルでは金融セクター評価プログラム（FSAP）を通して、また国を超えたレベルでは、国際金融安定性報告書（GFSR）を通して、金融部門の健全性の評価を行っています。また、G20や金融安定理事会などにより広く連携しており、規制と監督をめぐる政策が、我々の最終目標に向かい推し進められるよう支援しています。

## 終わりに

そろそろお話も終わりに近づきました。リスクが上昇しているという状況にあることは紛れもありません。そして、相互に結びついた世界では、我々全員がより広い利益のために行動する責任があります。各自がその責任を担うことで初めて、今日のリスクから抜け出し輝かしい持続的な成長と安定性を手にすることができます。

これは政策面に当てはまることですが、**金融部門も特別の役割と責務を抱えている**のです。

アルベール・カミュの言葉を引用しましょう。「未来への惜しみない投資とは、現在に全てを捧げることにある」

この精神のもと、我々は金融システムが再び不安定性を引き起こすことなく安定と成長の源となるよう、そして、我々全員が共有する、そして世界が何よりも必要としている目標を達成するために、金融システムを変えリバランスするため、今こそ行動しなければならないのです。

ご清聴ありがとうございました。