

ノミ・プリンス氏セミナー

重大なリスク：

世界の中央銀行の政策、民間銀行のポートフォリオ、そしてマーケットに潜む危機

【講演要旨】

日時 : 2016年11月14日(月) 10:00~12:00
会場 : キャノングローバル戦略研究所 会議室

ノミ・プリンス氏：民間銀行、中央銀行、そして政府がまさに一体となって、世界レベルで、そして地域、国レベルでリスクを作り出しています。こうしたプレイヤーがどのように相互作用しているのか、私の分析をお話したいと思います。

アーティザナル・マネー（訳注 中央銀行が低金利でばらまくお金のこと）の時代—不安定な環境における中央銀行の権力の増大

米国で起こった金融危機の原因はさまざまですが、まずは銀行および規制制度の欠陥が挙げられます。この金融危機は、中央銀行やマーケットの動きだけでなくビジネスのやり方にも、現在でも影響を与えています。国々やマーケットは再編されてきましたが、それは私が「アーティザナル・マネーの時代」と称するそんな時代が始まりつつあることを示しています。アーティザナル・マネーの時代において、中央銀行は、それぞれの国において、異なる目的に応じた様々な形態の通貨を作り、その一方で世界経済を守るべくお互いに協力しています。これは以前には無かったことです。

金融危機以前においては、中央銀行の行動は自主判断によるものでした。それは、自分の国のため、経済のため、金利のため、そして、限度は有るものの、他国と比較した際の自国通貨のためです。ところが、金融危機が始まると、米国の地位を守ろうとする連邦準備制度理事会がとった対策への反応もあって、各国の中央銀行はそれまでにない行動を取り始めました。

もともと非常措置として始まった政策が現在も継続されているのは、これがきっかけです。こうした政策を終わらせるのは厄介な問題です。米国新大統領がいかにしてそうした政策を終わらせるのか、あるいは果たして終わらせるのかどうか、また日本銀行や他の中央銀行が今後どのような動きに出るのか未だ不透明です。こうした政策がはじまって8年たった現在も続いているという事実が指し示しているのは、銀行制度が未だに不安定であるということです。

仮に安定しているのであれば、金利0%を8年の間続ける必要はありません。金融危機以来、米国の六大銀行（JP モルガン・チェース、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、ウェルズ・ファーゴ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー）は、アーティザナル・マネーの時代から多大な利益を享受してきました。低金利によって、流動性を確保し、十分に機能しながら利益の出ていないポジションの保持も継続できています。助成金を受けたり、連邦準備制度理事会や政府の支援策が継続していることで、六大銀行のこうした行動はさらに強化されています。

もし今連邦準備制度理事会の政策が変われば、世界中に大きな影響をもたらすでしょう。たとえば、金利が上がる恐れがあれば、たいいてい銀行やマーケットは憂慮します。昨年12月の25ベーシスポイントの利上げは、あっという間に世界の市場を打ちのめしました。追

加利上げが 2016 年の大半を過ぎてもなかったのは、こういった理由です。連邦準備制度理事会は、米国経済の成果だけでなくグローバル金融システムそのものを引き続き注視しています。

金融システムは、未だ不安定なままです。銀行とマーケットが依然として中央銀行の緩和政策を頼りにしているのは、米国、欧州、日本、中国と程度の差こそあれいずれも同じ状況です。そのため、現状では、一つの銀行がきっかけで大規模な金融危機を引き起こされる可能性はありますが、それは根本的に銀行が変わっていないからです。先の金融危機の中心にいた銀行が変わっていないのです。

トランプ政権とその米国銀行制度への影響

先月米国で選挙があり、2017 年 1 月 20 日に新大統領が就任します。すでにトランプ氏は閣僚の選考を始めています。選挙運動中トランプ氏は反体制をかかげ、現在のエリート、既成勢力、政治家、大企業、金融業界とは一線を画すことで当選を果たしました。

しかし、当選後、閣僚として名前の上がる顔ぶれの多くは、既成勢力からの人材です。この影響は、外交、貿易政策の変化という点でより顕著に見られるでしょう。しかし、銀行制度に関しては状況が大きく変わることはありません。

選挙運動や討論会の場で、トランプ氏は自分と自らの政党である共和党はグラス・スティーガル法を復活させると発言しました。この法律は大恐慌後の 1933 年に成立したものです。当時、米国は孤立主義と規制緩和の時代であり、現在の状況と似ているかもしれません。同法は、銀行業務を分離し、預金と貸出を行う銀行が投機的あるいはそれに関連した商品またはデリバティブを扱うことを禁じました。

現在、共和党は綱領にグラス・スティーガル法の復活を掲げていて、議会も共和党が過半数を占めますが、恐らく議会で成立することはないと思われます。ただ、実際どうなるかはわかりません。反対にトランプ氏は銀行制度の他の部分では規制緩和への意欲も見せています。

金融業界に影響を与える世界的な変化

先の金融危機がもたらしたもう一つの影響は、世界中で広がる不安と国家主義です。英国が投票で EU 離脱 (Brexit) の道を選んだのは、それが形となって表れたものです。多大な予測不可能が生じ、英ポンドは急落しました。とは言え、欧州の他の国々にとっては、ビジネスや貿易パートナー再編の機会を数多くつくりました。

もう一つの変化といえば、10 月に中国人民元が IMF の特別引出権 (Special Drawing Rights : SDR) の構成通貨として追加されたことがあげられます。実際、人民元は米ドル、

ユーロについて三番目に高い構成比となっています。これは注目に値します。中国人民銀行の後押しの結果でもあり、政治的声明でもありました。

金融危機以降、アジアへの大きなシフトが起きました。まだシフトは途上ですが、世界の金融秩序は西から東に移行しつつあります。銀行、金融業界での安定を確保するために、連邦準備制度理事会がコーディネーターとしてグローバルレベルの方針策定に努めている中、今まで以上に国家間レベルでの提携が米国を含まない形で進行しています。その一例が新開発銀行（BRICS Bank または New Development Bank : NDB）です。BRICS が自前の開発銀行を持つことで融資を IMF や世界銀行に頼らずに済ませようという考えは、シフトが起こっていることを示しています。このような通貨、貿易、資本の流れに関連した副次的な仕組みは米国の参加を必要としませんが、米国主導の仕組みに反対するものでもありません。金融危機が無かったとしても、こうした取り決めがいずれ起こっていた可能性はあります。ただ危機がある時には、事態は流動的になって変化が加速するのです。

米国選挙結果が金融業界に意味すること

米国でジャーナリストとして活動をする私は、この選挙を追いかけてきました。トランプ氏の勝因は、数ある中、とりわけ反既成勢力、反新自由主義といった反動のようなものが大きかったと見ています。しかし、トランプ氏の勝利は人々の経済的不安というものにも大きく関連していたのです。

人々とは、つまり小さな町や地方に住んでいる投票者のことです。彼らは自分たちの生活が良くなることにいらだちを覚え、変化を求めています。トランプ氏は変化を体現するものとして彼らの目の前に現れました。ところが、閣僚を既成勢力やウォールストリートの面々で埋め尽くそうとしています。彼がやろうとしていることは、選挙期間中に言ってきたこととは違ったものになるでしょう。

トランプ氏は NAFTA の廃止または一部再交渉について多くの時間をかけて語り、それが有権者の支持を得ました。NAFTA が米国の雇用を奪ったという見方は世論調査でも支持を得ていたのですが、それは共和党支持者だけでなく無党派層やたまたま民主党支持者からも賛同を得ていたのです。彼らはみな将来への経済的不安を抱えた人々だったのです。

トランプ氏は TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）の廃止を主張しました。オバマ大統領は、任期が終わる今、この件に関して基本的に干渉しない立場をとると表明しました。トランプ氏が実際にどういう動きに出るのか、より孤立主義を強めるのか、あるいは、分割統治法とでもいうべき方法で、より小さな貿易協定に分けて解決していく方針をとるのか、今のところ分かりません。

トランプ氏は、米国外に雇用を輸出するような米国あるいは多国籍企業に課税することに

もなりかねない考えを打ち出しています。下院議長ポール・ライアン氏はすでに反対の立場をとっており、意見が衝突しています。実際にどうなるのかは、今のところ分かりません。

トランプ氏はグラス・スティーガル法の復活を唱えてきましたが、同時に2010年に成立したドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法によって銀行制度に課せられた規制の一部を緩和することにも言及してきました。この理由は、同法が大きな銀行だけでなく、地方の小規模な銀行まで追加的な規制の対象にしていたことです。トランプ氏は、米国の地方出身者で小規模な銀行グループになじみのある有権者から多くの票を集めました。もしトランプ氏が小規模な銀行への規制緩和に取り組んでも、大規模な銀行は規制に対して多大な影響力を持っていますから、規制緩和はいずれすべての銀行に適用範囲を広げるでしょう。それは将来問題を引き起こす可能性を秘めています。

トランプ氏は外交政策と貿易について多くを語ってきましたが、まずはメキシコ、NAFTA関連の貿易に注力するのではないかと私は考えます。TPPの別バージョンのようなものが起こることは十分ありえますが、恐らくそれは包括的なものではないでしょうし、でなければ、名前を変えただけ、あるいはちょっとだけルールを変更したようなものかもしれません。

中央銀行の政策によって引き起こされる市場のひずみ

民間銀行と中央銀行は今や強大な権力を握っています。0%という低金利、国債買入計画、量的・質的金融緩和。私はアーティザナル・マネーと呼ぶのですが、これらすべてが市場を支え、また市場にひずみを起こしています。

過去8年間、金利上昇や量的緩和の縮小が囁かれれば、必ず市場は下落してきました。景気刺激策が実施されるといつも市場は上昇してきました。こうした結果、残ったのは人為的に高められた株価といまだ変わらない銀行制度です。

先の金融危機の後にもっと変化が起きていても良かったのですが、実際には起きませんでした。ドッド＝フランク法はメガバンクを小さくしたり、よりシンプルなものにすることもありませんでしたし、経営者も追放しませんでした。

金融危機後の政策が残したものは、低金利資金だけであり、銀行はそれを使って好き勝手にやっています。預金を受けても利子は払いません。より潤沢な資金があるから、以前よりも多くの顧客がいます。クレジットカード、学生ローン、そして小規模ビジネス向けの融資など、その他のローンには、調達した低金利には見合わない高い利率を適用しています。使い道が小規模ビジネスやインフラ、長期間持続できるプロジェクトや雇用への支援といったようなものに限定されることもなく、銀行はお金や援助を制約なしに受けてきま

した。

中央銀行が規制する立場にないという声もあるでしょうが、一方で、ゼロ金利政策や、これほどまでの援助は歴史に例を見ないことから、そろそろ中央銀行が規制に乗り出してもいいのではないのでしょうか。

対価として何も求めなければ、何も手に入れられません。欧米では金融危機以降、犯罪、捜査、罰金、数千億ドルレベルの示談が途切れることなく続いています。民間銀行は、中央銀行に迅速な対応や責任を持ったサービスを求められずに済んでいるどころか、全く反対の動きに出ています。

私は次の著作 *Artisans of Money* (訳注 『マネー製造職人』) の準備として 2008 年以降の主要中央銀行の発言の全記録を当たり、その発言がどういった結果をもたらしたかを調べています。景気後退期多くの場合、中央銀行は適宜自国の市場を支援する政策を押し進めるのに協力しあったのですが、それは自国の経済に限ったものと言うわけではありませんでした。こうしたことがグローバルスケールで起きるようになったのは 2008 年以降のことです。

すでに金利が 0%あるいはマイナスになっている中、何か起きたとき中央銀行にできることは限られています。さらに金利 0%あるいはマイナスの状況で、経済を刺激し銀行制度を盤石にするために何が必要なのかは不明です。初めてのことなので、何が必要なのか分かりません。これらの政策は放っておけば魔法のように効き目が出て来るようなものではありません。

銀行は世界中の低金利で借りられるお金に病みつきになっています。そのお金で短期に結果の出る事業に出資し、資金がなくなればすぐに姿を消します。資本の流れはそもそもグローバル志向であり、また中央銀行間の協力を考えると、どんな国であれ、他国の動向とは無関係に自国に効果をもたらす政策を維持するのは困難です。しかし、これが米国連邦準備制度理事会の出す世界的な要請とバランスを取りながら、各国中央銀行が目指してきたことなのです。

一方、IMF はアーティザナル・マネーの時代に影響力を増大させ、そして政治的な地位を高めてきました。通貨に関して、以前より積極的に関わるようになり警告を発するようになりました。世界銀行の持つ影響力は IMF に移行しました。比較すると、世界銀行がなくなってしまうかと思えるほどに、IMF は関わりを強めています。IMF は通貨再配分、中国に関する調整、金に関する協議といったことについて責任団体と言えそうです。

問題を抱えた銀行と米国における更なる規制の見通し

米国では JP モルガン・チェース、ドイツ銀行、それに額は低いですがウェルズ・ファーゴが罰金を課せられてきました。いずれも大規模な不正を犯し、罰金処分となったのです。この三行のうち、JP モルガン・チェースの持つ政治的影響力は非常に大きいです。

先日ドイツ銀行のニュースが報道されましたが、それは米司法省が住宅ローンを担保にした金融商品の不正な販売に関わったとして、ドイツ銀行に 145 億ドルの罰金を課そうとしたからです。トランプ氏が当選する前であれば、和解でその額が減る可能性は十分にあっただろうと思います。ですが、トランプ氏が権力を持つことになり、米国が孤立主義を強める時代に突入する中、新司法長官が外資系銀行に制裁を加える可能性はより強くなっています。しかし、トランプ氏はドイツ銀行とも繋がりががあるため、どちらに転んでもおかしくないでしょう。

一般的に言って、米国の最大規模の銀行は、金融危機以前と比べて 37%大きくなっています。こうした銀行は問題を修復できなかつたにとどまらず、業績を伸ばしたのです。罰金ではその問題の解決は難しいでしょう。

中央銀行は流動性を作り出していますが、実体経済までにその効果は届いていません。今年出たバンク・オブ・アメリカのレポートによれば、世界の GDP の半分ほどに値する、株価上昇総額のほぼ全ては中央銀行の政策に起因しています。中央銀行がこうした政策をやめれば急落を招き得るでしょう。したがって、政策は続いています。

銀行制度の問題は解決していません。中央銀行の政策で見えにくくなっているだけです。多くの人は何らかの経済データと株式市場が上向いているのを、安定性の指標として見ていると思います。ですが実のところ、中央銀行が刺激策を止めてしまえば、すべて崩壊してしまうのです。

加えて、JP モルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、HSBC、クレディ・スイスといったトップ 10 の銀行の多くは、そのデリバティブのポートフォリオ構成、支払ってきた罰金、不正の疑いでいまだ捜査が続けられているという点から見れば、以前より大きなリスクをはらんでいると考えられます。問題は何一つ解決せずに目の前にあるのです。トップ 8 の銀行のうち 7 つの銀行は、連邦準備制度理事会と、規制事項への対応を評価する米連邦預金保険公社によるストレステストのいずれかで不合格となりました。(五行はどちらのテストも、残りの二行はどちらか一つのテストに不合格)

結論—強力な中央銀行の時代

今日、市場は中央銀行の動きによって上がったり下がったりします。政治が今後いかに影響を与えていくかは未知数ですが、一般的にどちらの党が権力を握っても中央銀行は影響を受けません。トランプ氏が銀行を規制するかは分かりませんが、おそらく規制を緩和す

る可能性の方が高いと見ます。

中央銀行は、引き続き強い影響力を保持すると予想します。将来、連邦準備制度理事会が金利を大幅に上げるとは思えません。上げるとしても 25 ベーシスポイントのみでしょうが、今一度市場の暴落を引き起こすでしょう。こうした事態になれば、中央銀行は来年の間は二度と金利を上げないでしょう。

先の金融危機以降、銀行制度に大した改善は見られません。中央銀行は民間の銀行に低利で貸し付けてきましたが、そのお金は実体経済まで回っていません。金融システムにさらなるショックが与えられれば中央銀行も動かざるをえませんが、経済が安定している限り、重い腰を上げないでしょう。中央銀行は、経済が力を取り戻すのに十分な時間を稼ぐため、借金の支払いを後回しにする手助けをしてきました。理論上は合理的な策です。しかし、その策は未だ結果を出していません。世界は中央銀行に頼り切りという不確かな状態から抜け出せずにいるのです。