

書 評

伊豆久著

『金融危機と中央銀行』

(九州大学出版会, 2016年4月)

斉 藤 美 彦

I. はじめに

「中央銀行とは何か？」この問いに答えることは、それほど簡単なことではなく、近年はさらに難しくなっている印象がある。かつてマルクスはそれを「半官半民の奇妙な混合物」と称したが、それは国の経済政策のうちの最重要のもののひとつである「金融政策」の遂行主体でありながら、政府そのものではない。また、「金融政策」の遂行も銀行業務の遂行、すなわち市場取引を通じて行われるわけであり、そこに権力的な強制の要素は少ないといえる。これは、国の経済政策のうちのもうひとつの重要なものである「財政政策」と比べるならば、そこにおいては租税の徴収は、まさしく権力的強制であることと比較すれば明らかであろう。

中央銀行とは、マクロ金融政策の遂行を銀行業務を通じて行う主体ととりあえずは定義するとして、その範囲はであるとか、行動原理はとかといった問いに答えることはやはり難しい。とくに本書の書名にもある「金融危機」時において、どのような行動をとるべきであり、政府等の主体との役割分担はどうあるべきかといったことについては、それほど明確な基準がある

わけではないように思われる。

1997年に改正された日本銀行法においては、第1条でその目的について「銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うこと」および「銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資すること」と規定されている。そして第2条において、目的に関する理念として「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」が規定されているのである。

ここから見えてくる中央銀行像は、種々の調節手段を用いることにより物価を安定させ、それにより経済の持続的発展に貢献するというものであろう。しかしながら、それは通常時（平時）についてのものであるという見解もあるであろう。危機時において中央銀行はどのように行動すべきなのであろうか。これについては、いわゆるバジョット・ルールが有名である。すなわち危機時においては中央銀行は、「支払能力 (solvency) に問題がなく流動性 (liquidity) 危機に陥っている銀行に対して、担保を取り通常より高金利で無制限に流動性を供給すべき」というものであり、これが「最後の貸し手」としての行動原理であると一般的にはされてき

た。

しかしながら、ある銀行が危機に陥ったとして、その時点において問題が「支払能力」であるか「流動性」であるかを、その時点で峻別することは難しい。また、「支払能力」に問題のない銀行ばかりであれば、金融システム危機には陥らないかすぐに解決する。問題は「支払能力」に問題のある銀行を救済しなかった場合、金融システム危機につながることはないのか、その場合の中央銀行の責任はどうなるのかということである。もちろん金融危機の解決のためには、政府等の主体が登場するわけであるが、その場合も、一般的には中央銀行は流動性支援、自己資本が毀損されている場合に行われる資本性資金の注入は政府等の任務であるとされている。しかしこの原則が常に遵守されているかについてはよくわからない。

その他にも、危機の解釈を拡張し、あるマーケットが全体として流動性困難に陥っている際、マクロ的な不均衡が累積している場合、商業銀行以外の金融機関が危機に陥った場合、成長力に陰りが見える社会において政府の取り組みがどうみても不十分と思われる場合等に中央銀行はどのように行動したか、すべきかといった問題について本書は検討している。

Ⅱ．本書の構成と概要

以下では、本書の構成と概要について紹介することとしたいが、まず構成は以下の通りである。

はしがき

第1章 中央銀行のバランスシートと通貨供給

第2章 リーマン・ショックとFRB

第3章 欧州危機とユーロシステム

第4章 金融機関の破綻処理と日本銀行

第5章 ベイルアウトとベイルイン

第6章 「異次元緩和」の論理

「はしがき」についての紹介は省略するが、「金融危機」の定義として「金融機関の連鎖的な破綻の恐れがある状況」（i 頁）としており、これへの中央銀行の対応が本書のテーマであるとしている。その観点から、本書ではアメリカ、ユーロ圏および日本の中央銀行の危機対応を比較検討しているわけであるが、「第1章 中央銀行のバランスシートと通貨供給」ではその比較検討の前段階として、「通常時」におけるFRB、ユーロシステム（ECB）および日銀のバランスシートの特徴が分析されている。中央銀行の金融政策は市場取引を通じて行われるわけであり、中央銀行も当然のことながら「銀行」であるわけであるから、その取引の結果はバランスシート上に表れてくることになる。

その分析からわかることは、GDP 対比でみるならば、通常時において日銀の規模が大きいことである。もしバランスシートの規模が金融の緩和度を決めるのであれば、日銀は危機以前において量的緩和を終了した時期においても、相当な緩和を行っていたことになるであろう。なお、米国においては、歴史的に大銀行がコルレス・バンキング・システムにおいて「銀行の銀行」の役割を果たしてきており、そこにおいて信用不安は決済システム全体へと波及する恐れがあると本書は指摘している。

さらに、米国の場合、プライマリー・ディーラー（基本的に証券会社）のみがFRBのオペの取引先となっており、通常時にはオペでマクロ的に必要とされる資金量が供給される。したがって商業銀行がFRBから借入れを行うとい

うことは、マクロ的に十分な資金が供給されているという状況下において、個別銀行が何らかの事情で市場からの資金調達が可能となっていないということを意味する。これがいわゆるスティグマ問題であり、「FRBの「窓口貸出」は、それがまさに必要とされる金融不安が広がった時にこそ機能しないという状況にあった」(26頁)ことが強調されている。

「第2章 リーマン・ショックとFRB」は、前章で強調されていた「米国の金融調節方法の“特殊性”」が、FRBの金融危機への対応にどのように影響したかという観点を持ちつつ検討されている。FRBのバランスシートが、リーマン・ショック以前においては、資金供給の一方で国債が減額されることにより大きな変化がなかったが、以後においては種々の資金供給により急膨張したことが示されている。そしてその際にはスティグマ問題を解決すべく入札方式の資金供給(TAF)等が行われたことと、負債側において超過準備供給のために準備預金への付利が行われたことが指摘されている。

また、ベア・スターンズ危機、リーマン・ショック、AIGの救済、MMF危機への対応が、それぞれ検討され、ここにおいて従来の原理・原則が維持されたのか、それとも変更されたのかという点を考慮しつつ分析されている。まず確認されなければならないのは、FRBは「商業銀行の銀行」であり、「貯蓄金融機関の銀行」でも「投資銀行の銀行」でも「保険会社の銀行」でもなく、この原則は維持されてきていたという点である。しかしながら今次危機において問題となったのは、投資銀行や保険会社であった。FRBは危機収拾において、この原則については放棄し(法的根拠は有していたが)、投資銀行や保険会社への資金供給を

行った。本書においては言及されていないが、ゴールドマン・サックスとモーガン・スタンレーが銀行持株会社になったのは、持株会社傘下の貯蓄金融機関(勤労者銀行)を商業銀行(州法銀行)に転換したことによるのであり、それによりFRBは資金供給が可能となったのである。これからわかるとおり原則が完全に放棄されたわけではないのではあるが、危機が深刻で、その影響が大きな金融機関に対しては、FRBもその原則を放棄せざるをえなかったのである。

また、本来的に価格変動商品であるはずの投資信託であるMMFにおいては、その預金類似の性格から、元本割れが取り付け騒ぎ的なものへと発展していった。FRBはここにおいても、投資信託は本来的に価格変動商品であると突き放さずに、市場を守るためにCP市場への資金供給を行った。ここでも原則は放棄されたわけではあるが、非預金取扱金融機関への「最後の貸し手」機能の発揮においては、債務超過先(支払能力に問題あり)排除の原則は維持されたということが本章において強調されてる点である。

「第3章 欧州危機とユーロシステム」は、ユーロシステムが金融危機にどう対処したかが検討されている。それは基本的には、長期貸出(LTRO)、FRBとのスワップによる外貨貸出により行われた。ユーロシステムにおいては、従前は成長通貨の供給手段としての証券の買い切りオペを行ってこなかった。しかし2009年にカバードボンド、2010年に国債、2014年にABSと国債(再度)の買入れを決定した。ここで重要なのは国債の買入れであろう。ユーロシステムにおいては、国債の購入は政府への貸付の変形であるとして、否定的であったからで

ある。そのことが2010年5月の証券市場プログラム (SMP) においても、その目的は金融政策の波及メカニズムの正常化とされた理由であった。しかもこの SMP の規模は、日銀や FRB の量的緩和政策と比べても規模が小さく、しかも SMP で供給された資金は、資金吸収オペで不胎化された。ここにユーロシステムにおける基本思想が表れているといっていよいであろう。

本章においては、続いて各国中央銀行の危機時のバランスシートについて詳細に分析されている。ユーロ加盟各国の中央銀行のバランスシートは危機時には大きく膨張したが、ユーロシステム全体のバランスシートは各国中央銀行ほどには増大していない。これは各国中央銀行間の債権・債務が、連結ベースであるユーロシステムのバランスシートには表れないためであるが、ここにはユーロシステム内部における不均衡の増大があり、欧州危機の特徴および単一通貨ユーロの問題点が表れている点であるというのが本書の見解である。

ユーロ圏内における決済システムは TARGET 2 と呼ばれるものであるが、国をまたぐ送金により民間銀行間だけでなく各国中央銀行間に債権・債務関係が発生することになる。通常時であれば、民間銀行は不足する資金を市場で調達するため TARGET 2 残高はそれほど大きくなることはないのであるが、危機時には例えばギリシャからドイツへの資金逃避があり、これに対応してギリシャ中銀の大量の資金供給があれば、ギリシャ中銀における TARGET 2 債務残高が増加する一方で、ドイツ連銀における TARGET 2 債権残高が増加することになる。この不均衡には、大きな問題がないようにも思われるが、本書は債権国における金融調節能力の低下と債務国におけるモラル

ハザード高まりこそが大きな問題であるとしている。ユーロシステムにおいてはバランスシートの規模の拡大は FRB や日銀よりも小さいものの、内的な不均衡は大きな問題を含むものであることを本書は強調しているのである。

「第4章 金融機関の破綻処理と日本銀行」は、1990年代の日銀の資金供給についての検討である。前2章と検討時期が異なるのは、2000年代後半以降においては日本の金融システムが金融機関の破綻を伴うような深刻な危機には陥らなかったからである。1980年代後半のバブルの形成、そして1990年代におけるその崩壊は日本の金融システムを大きく動揺させ、日本銀行もまた通常時とは異なる行動を余儀なくされた。本章におけるその分析は、詳細なファクト・ファイディングに基づくものであり、大変に参考となるものであった。

まず、日銀特融 (日銀法第38条に基づく) について、その実際の発動事例を詳細に検討した上で、債務超過先への貸付があり、実際に損失が発生していること等から「日銀の「最後の貸し手」機能の第一の特徴は、FRB やユーロシステムでは考えられない柔軟性の高さ」(127頁) であると結論付けている。さらに特融の返済と預金保険機構向けの貸付の関係等が考察された後に、資本金性資金の供給である日銀出資が検討されている。ここで明らかにされていることは、「日銀出資は、民間出資が当局のイニシアティブであることを銀行業界に説明する役割を果たした」(147頁) ことであると分析している。そしてここにおいても日銀は損失を被っているのである。

以上の他にも通常の日銀貸出も収益支援目的で活用された例があること等から、全体としての「日銀の「最後の貸し手」機能の最大の特徴

は、その柔軟性、融通無碍ともいえる自由度の高さにある」(155頁)としている。これは旧法体制下における日銀の独立性の低さ、金融機関の不倒神話が存在したことによる金融機関の破綻処理制度の未成熟を日銀による自由度の高い資金供給が満たしていたということであろう。その意味で、新法の成立による日銀の独立性の強化および金融機関の破綻処理制度の整備は、中央銀行による資金供給の原則の明確化を要請するはずであるが、今後においてどうなるのであろうか。

日本の場合、中央銀行とは「銀行の銀行」であるという原則がさしたる議論もなしに崩れていった印象があるし、「政府の銀行」とは政府のための出納機関という意味であり、「政府のための資金供給を行う銀行」ではなく、実質的に政府への貸付は行ってはいけないという原則も守られてはいないように思われる。さらにいえば、より広く金融システムにおける原則も例えば「バンキングとコマースの分離」といった原則も、それについての議論もないままに崩されてきている。こういった日本の金融システム全体への批判的な見地も本章から受け取れる視点であろう。

「第5章 バイルアウトとバイルイン」は前3章とは異なり金融危機と中央銀行というテーマではなく、危機収束後の金融行政・政策をめぐる論点についてのものである。経営危機に陥った金融機関にどのように対処するかは、古くから論じられている問題である。この問題は、「市場規律にすべて任せるべき」との見解と「金融機関は全て救済すべき」という見解が共に否定される以上、その中間が探られねばならない。一応のコンセンサスが得られているのは、「少額預金者は保護すべき」との見解と

「金融システムの全般的な危機へは対処が必要」との見解であろうか。そして従前は、経営者と株主が責任をとるのであれば、金融機関の救済(特に大規模の場合)は金融システム全体への影響を考えるのであればやむを得ないといったものであろう。しかしながら巨額の納税者負担や経営者の巨額報酬といった事態は、バイルアウトへの疑問を生じさせることとなっていった。

そこで発想されたのが、少額預金者以外の債権者にも負担を担わせるバイルインであるが、本書では欧米における「法的バイルイン」と「契約バイルイン」について説明し、日本においてはバイルインに消極的であるのはなぜかという問いを発している。本書が指摘する欧米との相違の理由は、公的資金注入に対する世論の相違、金融機関経営者の報酬の違い、モラルハザードの現実性、その認識の違い等である。バイルインは本格的に発動された場合に、金融市場にどのような混乱をもたらすかは現時点ではよくわからない点が多い。現時点における欧米と日本の相違は、今後の金融危機時において違いが表れるかどうかは注目されるであろう。

「第6章 「異次元緩和」の論理」は、第5章が中央銀行の金融調節等とは直接的な関係のないテーマについてのものであったのに対し、金融政策そのものがテーマとされている。しかしながら検討されている国および時期は、日本における2013年4月以降であり、危機対応というよりは「デフレ脱却」を目指した政策についての検討である。まず検討されているのが、従前においてはインフレーション・ターゲティングに否定的であった日銀が、如何にして政府等の外部からの圧力・批判を受け、最終的に「2%という水準での物価の安定という、現在の日本ではおよそ非現実的な目標を掲げ」(208頁)ざ

るを得なくなったかという経緯である。

「異次元緩和」（表題においても本文においてもこの言葉がカッコで括られていることは、緩和効果およびトランスマッション・メカニズムについての著者の見解を表しているものであろう）については、その達成時期を明示しているという点にその特徴があるが、そのことはそれが達成できなかった際のレピュテーション・リスクが大きくなることを意味していたはずである。大規模資産購入（LSAP）の継続時期ではなく、インフレ目標の達成時期を示したのには、強い意思表示が人々の期待の変化をもたらすことが意図されていた。しかしながらそこにはマネタリズムのような間違っただけでも明確な因果関係は示されてはいない。ある日銀OBの「固体や液体はよくわかるが、気体（期待？）となるとよくわからない」という発言が思い出されるが、そこには「期待」というよりは「気合」としかいいようのないイデオロギーが現出している。

本書は、目標未達成となって以降の選択肢として、①量的緩和拡大、②質的緩和の量的拡大、③テーパリングを示し、③の可能性が高いとしていた。実際は、2016年1月のマイナス金利付き量的・質的緩和、9月の総括検証を踏まえての長短金利操作付き量的・質的緩和と進んできたわけである。後者については実質的にテーパリングの開始とみなすことも可能であろうが、不均衡は累積しつつあるとあってよいであろう。

Ⅲ. 中央銀行・金融政策の原理と危機対応

以上、本書の概要を紹介したわけであるが、

本書が追求しているテーマは、金融危機に陥った際には、各中央銀行は実際にどのように行動するのか。その際に、何らかの原理原則はあるのか。原則が変更される場合の説明は十分か等である。このようなことを明らかにするためのファクト・ファインディングは十分なものであり、そこから導き出される結論も妥当なものである。一読した際には、主張に抑制が効きすぎているという印象を持ったが、よく読むと必ずしもそうとはいえない。日本の中央銀行の危機対応における原理原則の弱さ、リフレ派への厳しい批判的な立場等は明確に示されているからである。

そこであえて本書に注文を付けるとするならば、第5章、第6章が、本書が追求しているテーマとは若干異なるのではといった構成上の問題の指摘であるとか、金融危機を起こすに至った金融政策の問題点についての分析が弱いのでは等のないものねだり的なものとなってしまう。ここではむしろ本書のメインとなる記述ではないが、評者が若干の違和感を覚えた記述を紹介し、そこから中央銀行とは何か、その危機対応はどうあるべきか等について考え、本書評を終えることとしたい。

評者が違和感を覚えたのは、以下の記述である。

「銀行は、要求払い債務を顧客に提供する一方で長期の融資債権を保有する機関であるため、本来的に「期間のミスマッチ」を抱えている。だからこそ、銀行間での過不足資金の融通（銀行間市場）や「最後の貸し手」としての中央銀行を必要とするのである。そして中央銀行は、「政府の銀行」であることから、不換紙幣であるにもかかわらず強制通用力をもつ銀行券の発行という特権を認められており、その限り

では金額無制限の貸し手となりうる。」(50頁)

ここでは「最後の貸し手」機能の根拠を、市中銀行の資産・負債の期間ミスマッチとしている。これは一般的な考え方かもしれないが、評者は疑問である。銀行券の発行超や財政資金の対民間収支の揚超といったマクロ的な資金不足要因には、市中銀行は対応不可能であるからこそ、中央銀行による流動性の供給が不可欠となる。この通常時における機能の延長線上に危機時における流動性の供給もまた位置づけられるのであり、資本性資金の供給については行わないという原則もまたここから発生するのではなかろうか。

また、銀行券発行については、今日でもスコットランド、北アイルランド、香港では民間銀行による発券が認められているわけであり、それと「政府の銀行」であることを結びつけるのは無理があるのではないだろうか。なお、中央銀行の「政府の銀行」機能については、日本銀行金融研究所編の『新しい日本銀行（増補版）』（有斐閣、2004年）に以下のような注がある。

（国の事務取扱業務に関する：評者注）「機能を指して、日本銀行が「政府の銀行」と呼ばれることもある。しかし、中央銀行が行う国（政府）との取引やそれに伴う業務は、金融機関が個人や企業を相手として行う取引や業務と異なっており、・・・日本銀行による政府に対する信用の供与（貸出や国債の引受）はきわめて限定された例外を除いて法律上禁止されている。また、国庫金に関する業務を中央銀行が行うかどうか、国によって異なる。このため、中央銀行の機能として、「政府の銀行」という整理は、必ずしも一般的ではない。」(22頁、注18)

こうした記述は、同じ日本銀行金融研究所編の2011年に出版された『日本銀行の機能と業務』（有斐閣）には見られないのであるが、それはともかくとして、評者はこの記述は妥当なものと考えている。その意味からも、銀行券発行と「政府の銀行」機能を結びつけることには違和感を覚えるのである。

中央銀行は、市場に近いか政府に近いかといえ、本来は当然に市場に近いものと評者は考える。この立場からの極論は、中央銀行とは民間に近いのであるから、その政府からの独立性は当然ということとなるし、バジヨット・ルールはバジヨット自身の主張とは離れて、特殊な民間銀行としての行動規範として解釈することも可能であろう。それが近年は、それが中央銀行の機能としても「必ずしも一般的ではない」政府の出納係という意味での「政府の銀行」ではなく、「政府のための銀行」、「政府に資金供給を行うための銀行」としての「政府の銀行」に実質的に転化しているように思われる。これは金融化といわれるような事態が進行した後に金融危機に襲われ、それへの対応として中央銀行が非伝統的・非標準的といわれる金融政策を採用せざるを得なくなったことの裏側ともみなすことが可能である。それはまた、資本主義が長期停滞・低潜在成長という段階に至った証拠であるかもしれない。

このような状況下においてかつて重要とみなされていた、中央銀行の独立性であるとか、金融政策と財政政策の峻別といった理念はあまり重視されなくなっている。この問題についての検討はまた別個の課題となってくるのであろう。

（大阪経済大学経済学部教授・
当研究所客員研究員）