

Perry Mehring, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, 2011

佐 賀 卓 雄

1

アメリカの今回の金融システム危機の過程で、FRBは機能不全状態に陥った金融市場および破綻の危機に瀕した大手金融機関を救済するために大量の資金供給を行い資産・負債両面で残高を大きく膨らませた。この行動は中央銀行の伝統的な金融政策から大きくかけ離れたものであったため、FRBは「最後の貸手」(the lender of last resort)から「唯一の貸手」, 「最後の質屋」(pawnbroker of last resort)になったと揶揄されたのである。

ところで、これまで中央銀行のあるべき金融政策と考えられてきたものは1873年に公刊されたウォルター・バジヨット (Walter Bagehot) の『ロンバード街—金融市場の解説—』(*Lombard Street: A Description of the Money Market*)^注において定式化された考えで、イングランド銀行(中央銀行)は恐慌の時には、優良な担保に基づき積極的に流動性を供給すべきである、ただしその貸付けは罰則的な高い金利で行われるべきである、というものである。これはその後「バジヨット・ルール」と呼ばれる

ようになり、中央銀行の「最後の貸手」機能を定式化したものと評価されてきた。

注. 同書の翻訳は1941年に宇野弘蔵訳で岩波書店から出版されているが、訳語が戦前の旧かな、旧漢字で読みづらい。2011年に現代語訳(久保恵美子訳)が日経BP社から出版され、随分読みやすくなった。

したがって、FRBの非伝統的な金融政策に対して激しい賛否両論が巻き起こったのは当然であり、2010年7月21日に成立をみたドッド=フランク法をめぐる議論の過程でも、FRBの権限を強化する政府の提案に対しては反対が相次いだ。危機対応としては止むをえないという立場が強いものの、金融市場が落ち着きを取り戻した比較的早い時期から「出口戦略」が議論され始めているのはできるだけ早期に正常状態への回帰が望ましいという理解があるからであろう。

しかし他方では、長期的な視点から金融市場の構造変化を踏まえて中央銀行の金融政策のあり方を歴史的かつ理論的に検討する必要があるであろう。本書『新ロンバード街—連邦準備銀行はいかにして最後の拠り所となるディーラーになったか—』は、このような問題意識に立って、イ

ギリスで発展した真正手形理論 (the real bill doctrine) (または「商業貸付理論」(the commercial loan theory) ともいう) からアメリカ独自の理論展開である転嫁流動性理論 (shiftability theory) を経て、その理論的延長上に FRB の「最後の拠り所となるディーラー」としての役割を評価している。これはかなりユニークな見方であり、金融システム危機に直面した中央銀行の金融政策に対してその理論的根拠を探る野心的試みである。

本書の目次は以下の通りである。

序論

第1章 新旧ロンバード街

第2章 起源と現在のシステム

第3章 マネジメントの時代

第4章 スワップの技能

第5章 デイラーは何をするのか？

第6章 危機から学ぶ

結論

なお、著者のベリー・メーリングはコロンビア大学バーナード・カレッジの教授で、著書に *The Money Interest and the Public Interest: American Monetary Thought, 1920-1970*, 1997, および *Fischer Black and the Money Market*, 2005がある。

2

序論では、FRB が今回の危機の初期の段階では、保有する財務省証券を売却し調達した資金を割引窓口を広げて貸し出すという伝統的な「最後の貸手」として行動したが、リーマン・ブラザーズと AIG の破綻以降は、国内外の金融市場が機能不全状態に陥ったため、ホールセール金融市場の多くを自己のバランスシート

に取り込み、数週間のうちにその残高は2倍以上に膨らんだ (p.3, Figure 1を参照)。これは FRB が「最後の拠り所となるディーラー」としての役割を果たし始めたこととみることができる。と著者はいう。

本書では、そのルーツを商業銀行の資本形成に果たす重要性を指摘し、産業の資金ニーズに応えるために旧式のイギリス流の「自己流動的な」短期商業貸付ではなく、長期の証券保有の「転嫁流動性」に依拠すべきことを主張したハロルド・モルトン (Harold Moulton) に求めている。その上で、今回の危機からの教訓として、現代の「貨幣の視点」(modern money view)^注はバジョットのよう中央銀行の役割を「最後の貸手」機能に求めるのではなく、「最後の拠り所としてのディーラー」機能に求めるべきであると主張する。

注. 本書では、他に「経済学の視点」(economics view)、「金融の視点」(finance view) という立場を類型化している。やや分かりにくいのが、簡単に要約すると、「貨幣の視点」とは短期金融市場の日々の活動に注目する見方で、「経済学の視点」とは過去の実物投資から生み出されるキャッシュフローに注目する見方、そして「金融の視点」とは資本資産の現在価格に注目する見方である。この類型化により、第二次世界大戦後の金融政策当事者は後者の二つの立場に囚われているため、銀行間の決済システムにおける規律と柔軟性を維持するという FRB の使命をともすれば見失いがちであったという批判的評価の根拠になっている (pp.2-6)。

第1章では、ハイマン・ミンスキー (Hyman Minsky) の「金融不安定仮説」(Financial Instability Hypothesis) やラルフ・ホートレイ (Ralph Hawtrey) の「信用の内在的不安定性」の理論を紹介し、彼らが中央銀行の主要な任務が信用が点火するバブルとそれらに不可避に続く崩壊を防ぐことにあるとみていたことを指摘する。中央銀行の役割は金利を操作

することにより民間銀行が代替的な信用チャンネル(民間の信用が崩壊している時には、中央銀行による公的な信用)を利用するように仕向け、規律と柔軟性に影響を与えることである。だから、ホートレイは中央銀行の金融政策を「科学」(science)や「工学」(engineering)ではなく「技術」(art)だといったのである(p.14-5)。

バジョットによる中央銀行の政策の原理は「高い金利で自由に貸し出す」ということである。彼の時代、イギリスの銀行は為替手形として知られる短期の商業信用手段に基づいて信用を供与していた。為替手形は通常は3ヶ月以内の期限で発行され、期限がくると貸手はそれを回収できた。この自己流動性によって、銀行が商取引の裏付けをもつ為替手形を割引く形で信用を供与している限り、銀行の健全性は維持されると考えられた。この理論は真正手形理論として知られている。

このことを前提に、何らかの事情で銀行が資金繰りに窮した時に、中央銀行であるイングランド銀行はパニックを未然に防ぐために、必要とされている信用を供与すべきである、ただし、規律を保つために罰則的に高い金利を徴収すべきであるとバジョットは主張した。

いうまでもなく現代はバジョットの世界とは異なる。もはや国際通貨制度は金本位制ではなくなっているし、国際通貨の地位もポンドからドルにとって代わられた。しかし、最も重要なことは短期金融市場の資金調達手段が為替手形ではなくレポ取引(repurchase agreement)に変わっていることである。レポ取引は商取引のための資金調達手段ではなく、保有する金融資産の資金調達手段である。財務省証券のレポ市場が短期金融市場とFRBのインターフェイ

スとして特別な役割を果たしている。ここに新しいロンバード街がどのように機能するかが示されている。バジョットの時代の中央銀行は金融システムを管理するために割引率を操作したが、FRBは銀行間の資金貸借市場であるフェデラル・ファンド(FF)市場におけるオーバーナイト貸出の価格に注意を向ける。FRBはFF市場で直接、貸借を行うのではなく、財務省証券のレポ取引を使って資金の供給を調整する。バジョットの時代とは対照的に、もはやFRBの割引窓口は使われなくなっている。個別の銀行が資金が必要な時には、ホールセール短期金融市場で他の銀行から調達する。そして、銀行システム全体として資金が必要な時には、保有する証券を売却して必要な資金を調達する。いずれのチャンネルも究極的にはFRBがレポ市場に介入することによって支えられる。

しかし、危機の際にはこのシステムは破綻する。資産価値の評価が問題になるにつれ、担保に供される証券のヘアカットが引き上げられ、民間信用市場では担保は時価評価され、レバレッジを低下させる圧力が強まる。民間の深刻な流動性の縮小に対して、FRBは貸し出しするカウンターパーティを広げ、また受け入れる担保の範囲を広げる。したがって、FRBの対応は少なくとも部分的にはバジョットの原理の現代的な適用といえることができる。

現代の制度的な枠組みに関連して、バジョットは中央銀行が最後の拠り所となる短期金融市場のディーラーとして行動するべきであると論じていたと理解することができる。言い換えれば、バジョットの原理は中央銀行が短期金融市場におけるビッド・アスク・スプレッドを広げ注文の流れを吸収するためにバランスシートを活用することを提言していたと理解できるので

ある。

第2章は、アメリカにおける第二次世界大戦に至るまでの中央銀行の歴史と金融政策についての思想の変遷である。ここで重要なことは、伝統的な金融理論である「商業貸付理論」あるいは「真正手形理論」がアメリカにおいてどのように変容しFRBの金融政策を正当化する役割を果たしたかである。

アメリカにおいては、第一合衆国銀行（1791-1811年）および第二合衆国銀行（1816-36年）が中央銀行としての機能を果たしていたが、いずれも20年間の営業免許の更新が認可されずに、恒常的な形で中央銀行である連邦準備制度（FRB）が創設されたのは1913年のことであった。この時期までの支配的な銀行理論は「商業貸付理論」あるいは「真正手形理論」で、銀行経営の資産が「自己流動的な」短期の商業貸付に限定されている限りその健全性は維持されるというものであった。したがって、システム全体の安定性を管理するための中央組織（中央銀行）は必要がないと考えられたのである（p.31）。

しかし、精緻な手形割引市場が形成され短期金融市場として機能していたイギリスとは異なり、アメリカではそもそも為替手形が短期金融の主要なツールではなかったため、銀行の資産構造もCPや長期の融資からなっていた。このため、銀行の流動性も商業貸付の自己流動性ではなく、投資ポートフォリオの流動的な市場での転嫁流動性（shiftability）に依拠することになったのである（p.34）。

FRBが設立された時には、創設に携わった人々の心の中には商業貸付理論が根強く残っており、転嫁流動性を通常の自己流動的な商業貸付に制限する傾向が強かった。この限界が露呈

されるのは1929年10月の株式市場のクラッシュに続く銀行危機においてである。そして、第一次世界大戦の戦時ファイナンスにおいて、FRBは財務省証券の流動性を維持するために積極的な市場介入を行うようになる。この理論的根拠となったのはホートレイの影響を受けたニューヨーク連銀のベンジャミン・ストロング（Benjamin Strong）総裁の考え方であり、「ストロング・ルール」として知られている（pp.38-9）。これは割引率を市場金利より少し高めに設定し、割引額をコントロールするために財務省証券の市場操作を行うことであった。したがって、ストロング・ルールの思想は裁量的な市場操作を行うことによって商業貸付理論が自動的とみなしていた望ましい結果を達成することであった。

しかし、その後、銀行破綻にともなう預金保護は銀行資産の規制によってではなく預金保険制度の創設によって達成されるようになる。そして、1935年の銀行法を制定したFRB議長のマリナー・エクレス（Marriner S.Eccles）はFRBに商業貸付だけではなくいかなる「健全な」資産も割り引く権限を与えた。これによって、流動性と支払能力（solvency）の区別がなくなると評されたのである（p.44）。

振り返ってみれば、1935年の銀行法は転嫁流動性理論の最終的な勝利と商業貸付理論の拒否を示すものであった。

第3章は戦後の金融政策に関連する金融理論の変遷の分析である。転嫁流動性理論の勝利はFRBが短期の自己流動的な証券に限らず「健全な」資産を担保に最後の貸手として行動することを可能にした。1937年4月には連邦公開市場委員会（FOMC）からの通知において、FRBは一步踏み込んで「秩序ある短期金融市

場の諸条件」を維持するために自らコミットし始めた。1935年には、窮地に陥った民間ディーラーはFRBが割引窓口を開けることを期待して、彼らが転嫁流動性が供給すると想定されていたが、37年にはFRBが自ら転嫁流動性を供給する責任を引き受けることになった。FRBは証券ディーラーとして行動することになったのである。このことはFRBが資本資産価格全体を考慮するという政策の前線に躍り出ることを意味しており、大変重要な一歩であった(p.48)。

FRBのこれらの政策を支える役割を果たしたのは、利率の期間構造に関する期待理論(the expectations hypothesis of the term structure, EH)と流動性プレミアム仮説(liquidity premium hypothesis)である(pp.49-50)。戦後、これらの理論が精緻化されるとともに、FRBの金融政策をめぐって様々な理論が登場する。マーチン(William McChesney Martin)の「ビルズ・オンリー」理論(pp.53-4)、ミルトン・フリードマンの新貨幣数量説(pp.57-8)、ガーリー(John G. Gurley)・ショー(Edward S. Shaw)の「金融仲介理論」(pp.59-60)、マーコビッツ(Harry Markowitz)のポートフォリオ理論とトービン(James Tobin)の貨幣の一般均衡理論(pp.62-4)、ミンスキー(Hyman Minsky)の金融不安定仮説(pp.66-9)などの概要が紹介されている。

第4章は、金融工学の発展が金融市場に与えた影響について論じている。フィッシャー・ブラック(Fischer Black)の1970年の先駆的な論文は、社債が元本、金利リスク、そしてデフォルト・リスクの3つの部分に分けうることを初めて指摘した。この後の理論および実務の

発展により、1980年代には金利スワップ、90年代にはクレジット・スワップが開発され、各リスクの価格評価が行われることによって、金融市場の効率性が高まった(p.79)。

さらに、ウィリアム・シャープ(William Sharpe)の資本資産価格理論(CAPM)はすべての人がマーコビッツのポートフォリオ理論が想定するような行動を採った場合に資本資産の価格がどのように決まるかを明らかにした。CAPMによれば、各資本資産の価格は資産に固有のリスクだけではなく市場全体と個別資産の収益率との相関によっても影響を受けることを示した。

このように、金融市場のリスクについての理論的分析が深化するにつれ、金融政策も精緻化していくのである。

第5章は、ディーラーの機能についてである。ここで重要なのは、資本調達流動性(funding liquidity)と市場流動性(market liquidity)の概念である(pp.98-101)。この概念はブルンナー・メイヤー(Markus k. Brunnermeier)とペダーセン(Lasse Pedersen)によるものであり、システミック・リスクの分析のための概念として提起された^注。

注. Brunnermeier and Pedersen [2009], "Market Liquidity and Funding Liquidity", *Review of Financial Studies* 22 (6). なお、この議論はブルンナー・メイヤーが執筆者と思われる "Nature of Systemic Risk", in Geneva Reports on the World Economy 11 [2009], *The Fundamental Principles of Financial Regulation* に、より簡潔な形で掲載されている。

レポ市場の発展とともに、それは民間ディーラーにとっての主要な資金調達源泉になり、銀行の供与する信用は民間の最後の貸手としての

役割を果たす。市場流動性はホールセール金融市場でのディーラーの貸借の能力に依存するが、現代では、FRBはレポ市場での日々の操作によって直接にこのディーラー・システムを支え、間接的に銀行システムに対する最後の貸手機能を果たしているのである。

真に深刻な危機の際には、市場流動性は民間ディーラーの資金調達流動性の問題ではなく、FRBにとっての転嫁流動性の問題である。現代の諸条件の下では、市場流動性の支持はFRBが最後の拠り所となるディーラーとして行動することを要求する(pp.106-07)。

第6章は、金融危機からの教訓についてである。今回の金融危機が、古典的な銀行の取り付けや不良債権問題ではなく、レポ市場、ABCP市場、あるいはモーゲッジ担保証券市場の機能麻痺という発現形態をとったことは象徴的である。これらの市場はいわゆるシャドー・バンクの資金調達市場であるから、この章での分析もその機能の分析が中心になる。

2007年8月に始まり08年9月に急激に深刻化した今回の金融危機は、1970年頃から築きあげてきた、通貨スワップ、金利スワップ、CDSに代表される華麗な現代金融の新世界にとってのストレス・テストであった。この世界は大恐慌時代の改革から引き継いできた、厳格で高度に規制された金融システムから転換したものであった。そこでは資本市場ベースの信用システムが伝統的な銀行システムよりもより重要な信用源泉になっている。

したがって、バジョットの流動性概念は我々にとっては適切なものではなくなっている。随分以前から、アメリカではバジョットの短期商業負債の「自己流動的な」性格よりも流動的な市場における「転嫁流動性」を強調するように

なっていたが、中央銀行をバジョットの「最後の貸手」とする見方から「最後の拠り所となるディーラー」というより適切な現代的概念への転換は果たされていなかった。危機の最も重要な貢献はこの概念上の飛躍を要請していることにある(pp.113-15)。

シャドー・バンクは短期金融市場における資本調達流動性が市場流動性に転換される大きな統合されたシステムの一部にすぎない。重要なことは、シャドー・バンキング・システムが直接に政府によって支払不能リスクも流動性リスクも抑止されていないことである。シャドー・バンキングは規制もなければ保護もないのが特徴である(p.116)。したがって、シャドー・バンクという概念は新しい市場ベースの信用システムが伝統的な銀行ベースのシステムの観点からどのようにみえるかを示すものである。今回の金融危機は1970年以来築いてきた市場ベースの信用システム全体の危機であり、FRBによる市場流動性の供給は伝統的な最後の貸手機能の拡張に他ならない(p.121)。

結論では、現代の市場ベースの信用システムは短期金融市場における資本調達流動性を資本市場における市場流動性に結び付けているディーラー市場に決定的に依存していることを改めて強調している。それでは、FRBの平時における「最後の拠り所としてのディーラー」という新しい役割の意味はいかなるものであろうか。FRBは資金調達市場に介入しなければならないが、これには議論の余地はあるが、バジョットの直接の拡張ということができる。しかし、FRBは全体としてのシステムを支持する役割も考慮しなければならない。これはバジョットの直接の拡張ではなく、財務省証券だけではなく民間証券の中でも特にモーゲッジ担

保証券の市場流動性に関わるものである。危機の決定的な教訓は、資金調達流動性の供給が市場流動性にはつながるほど十分ではないのだから、どんなに困難でもFRBはドアの外から資金を供給する必要があるということである(pp.136-37)。

もっとも、最後の拠り所となる信用保証と最後のディーラーには重要な違いがあり、後者は転嫁流動性を保証するのであって、富の損失を補償するのではない(p.139)。

3

本書の最大の特徴は、FRBの今回の危機への対策として採られた「非伝統的な」政策を中央銀行の金融政策についての金融理論史に根拠を求めて正当化することにあるといえよう。バジョットの中央銀行の機能についての理論に始まり、アメリカでの転嫁流動性の理論の展開にその系譜を求めている。非常に挑戦的試みであるとともに、やや難解で説明不足の部分はあるものの、金融理論の解釈としても興味深い指摘がある。

転嫁流動性は銀行が保有する金融資産の流動性を問題にするから、理論の焦点は当然、資本市場の流動性や資産の価格形成に移行する。ここで、資金調達流動性と市場流動性という二つの流動性が重要な概念として登場する。文中しばしば市場流動性(転嫁流動性)という表記がある(例えば、p.99)ように、両者は同じものである。したがって、著者によれば、市場流動性の維持をFRBの政策課題とすることは転嫁流動性理論の現代バージョンということになる。バジョットの時代とは異なり、中央銀行は資本市場への積極的な介入によって市場流動性

を供給し、金融システム全体の資金調達流動性を維持する役割を果たさなければならないという訳である。

本書の主張に対しては、二つの大きな疑問点が提起されよう。一つは、転嫁流動性理論に始まるアメリカでの金融理論の発展をバジョットの理論の拡張とみなすことが妥当かどうかである。もちろん、バジョットの理論が当時のイギリスの金融構造、特に精緻に発展した手形割引市場を背景にしており、アメリカの金融構造がそれとは大きく異なっていたことはいうまでもないが、それを考慮した上で転嫁流動性理論がいかなる意味でバジェット理論の拡張といえるのかという問題である。残念ながら、本書の説明は十分説得的とはいえない。

二つ目は、近年のFRBの「非伝統的な」金融政策の正当化についてである。真正手形理論は短期の優良な手形を割り引いて貸し付けるのが中央銀行の(そして、民間銀行の経営の健全性の観点からも)正常な金融政策とした。転嫁流動性理論は市場流動性のある金融資産を担保に貸し付けることを容認した。これに対して、FRBの「非伝統的な」金融政策は、資本市場に介入し積極的に流動性を供給することに踏み込んでいる。したがって、これは転嫁流動性をFRB自ら創出することを意味する。もちろん、現実のFRBの政策は買い入れる証券は一定水準以上の格付けという条件が設けられてはいるものの、その裁量枠を限りなく大きくする危険性を孕んでいる。それは強いては通貨(ドル)の信認の問題につながっていくことになろう。これがバジョットが構想した中央銀行の望ましい姿とは到底思えないのである。

(当研究所理事・主任研究員)