

「金融」と「中央銀行」の存在意義

The Raison D'être of 'Finance' and 'Central Banks'

春井久志*

After the “IT bubble” burst in the U.S. its GDP recorded negative growth rates for three quarters in a row in 2000. The U.S. government carried out a tax cut and the Fed continued to reduce the F-F rate until it reached 1 % in May 2004. These economic and monetary policies are blamed for causing a money glut, leading to the global imbalances between 2002 and 2006. Then the U.S. “housing bubble bust” in 2007 and the “Lehman shock” happened, which caused the global financial and economic crises involving both the rich countries and the emerging countries all over the world. Central banks in the rich world decidedly set out to prevent a 1930s-like world depression by injecting liquidity abundantly in the financial markets and buying the government bonds with the newly-created central bank money. Ironically, the rescue operations have increased fears about the credibility of the bonds. This paper analyses the significance of finance in general and the raison d'être of central banks in particular. Lastly, we suggest to design a Financial Conditions Index and let the central banks to watch the index regularly and implement the macro-prudential policy in order to prevent asset price bubble busts in the future.

Hisashi Harui

JEL : E52, E58, F34, G21, G28

キーワード：一部銀行準備制度、グローバル・インバランス、住宅バブル、中央銀行、最後の貸し手

Keywords : Fractional reserve banking, Global imbalances, Housing bubble, Central banks, Lender of last resort

* Hisashi Harui (Ph.D.) is Professor of Monetary Economics, School of Economics, Kwansei Gakuin University, Nishinomiya, Japan.
E-mail: haruchan@kwansei.ac.jp.

I はじめに

2011 年 8 月 16 日、ドイツのメルケル首相とフランスのサルコジ大統領は緊急に会談を行なった。この会談は、米国の国債の格下げとイタリアおよびスペインの債務不安から世界同時株安が進行する中で開催された。ギリシャなどの債務危機国に金融支援を行なう目的で設立された欧州金融安定基金 (European Financial Stability Facility: EFSF) の規模を 4400 億ユーロ (約 48 兆円) から大幅に増額する、としたポルトガル出身のバローゾ欧州委員会委員長の提案も両国はその必要性を認めなかった。

しかし同会談では、「ユーロ圏」の統合の強化や深化を視野に入れた新提案をまとめた。欧州連合 (EU) の首脳会議を母体にした「経済政府」や財政赤字の削減策を加盟各国の法律で決めることなど、財政統合を前進させる内容の提案を含む半面で、構想だけが先行して、どの程度実効性が期待できるかについては不透明感が拭えない結果となった。同会談の主要な合意事項としては、①「経済政府」の設立：「ユーロ圏首脳会談」を定例化し、EU 大統領をその議長に据えることを想定する。しかしその役割や権限については不明に留まる；②憲法に財政規律を明記する：2012 年末までに財政赤字や債務残高をめぐる法整備を行なう。しかし「ユーロ圏」加盟国間の調整が必要とされる；③金融取引税、いわゆる「トービン税」の導入：投機的取引の規制を狙いとするが、過去に浮上したことがあるが、頓挫した経緯がある；④法人税の一体化：ドイツとフランスが 2013 年から課税対象や税率の統一をめざす。また、今回の会談で積み残された事項としては、①ユーロ共同債の導入：国債利回りの上昇に悩むイタリアが要請したが、利回りの低いドイツやフランスなどの諸国が負担増を嫌い、慎重な態度を崩していない。②EFSF の増額：現在は 4400 億ユーロ。財政危機国の増大を見越して、規模を拡大することを促す意見もある。③EU やユーロ圏の「財務省」の創設：各国の財政政策を監視することを狙いとしているが、その具体像は未だ不明。

以上の首脳会談の内容と課題は、いずれも欧州統合の深化をにらんだ改革であるが、現時点では「ユーロ圏」内の加盟国への提案に留まっており、その実現性は不透明である。2000 年代半ばに、財政規律の徹底を義務付ける「安定・

成長協定」に二大国のドイツとフランスが違反し、その罰則規定の適用を緩和させた両国がその反対方向への改革を先導できるのか、あるいは欧州経済の景気に不透明感が増す中で財政規律強化の実績を示せるのか、などの懸念材料が残されている。

このように経済と金融のグローバル化が大きく進展した今日の世界では、先進国相互間のリスクが政策的な対応を困難にするほど増大してきた。その意味で、米国の「サブプライム問題」から発生した金融危機は、瞬間に世界的な経済・金融危機に発展し、漸く小康状態に到達したかに見えた 2009 年後半以降、ギリシャのソブリン・リスクをきっかけにヨーロッパで政府債務への不信感の増大から「ユーロ圏」の財政危機へと再び危機が激化してしまった。

このようなグローバル危機の中で、中央銀行が果たす役割やその有効性についての関心が学界と実務界の両方できわめて高まっているのが現状である。以下では、「金融」と「中央銀行」の存在意義について考察する。

II 経済と金融のグローバル化と「バブル」

1. 不動産バブルと「グローバル・インバランス」

2000 年に「IT バブル」が崩壊し、情報・通信技術関連企業が株式を多く上場する米国の NASDAQ¹⁾市場は大暴落した。その影響を受けて、米国の GDP が 2001 年 4 - 6 月期から 3 四半期連続でマイナス成長となり、失業率も増加の一途をたどり、財政赤字の拡大を伴いつつ米国経済は停滞していった。米国政府は経済対策として大規模な所得減税を実施し、米国の中央銀行である連邦準備制度理事会（以下、FRB）は 2000 年末から政策金利である FF レートを引き下げ続けた。

その中で 2001 年 9 月に「同時多発テロ」が発生した。被害にあったニューヨークのワールドトレードセンター・ビルには米国内外の多くの金融機関が入居していた。ビル崩壊のために金融業務の遂行に支障をきたす恐れがあると判断したニューヨーク証券取引所（NYSE）は、太平洋戦争以来の市場閉鎖を余

1) 米国の全米証券業協会が開発した株式店頭市場の気配値のコンピューターの情報システム。

儀なくされた。

FRB は同年当初からすでに 7 回の利下げを実施していたが、同事件後に緊急利下げを行い、12 月までにさらに 4 回の利下げを実施して本格的な金融緩和政策を断行した。この結果、FRB の政策金利の誘導目標は年初の 6.5% から年末には 1.75% まで引き下げられた。これは、その当時としては、米国金融市場でもっとも低い政策金利となった。そして、最終的には、2004 年 5 月まで、1% という超低金利水準まで政策金利が引き下げられた。当初こそ、この超低金利政策は正当視されていたものの、その後不動産や住宅、債券などの資産価格のバブルが明らかになるにつれて、IT バブル崩壊後の行きすぎた低金利政策が資産バブルの温床となったとの批判が生じた。

他方、BRICs²⁾を中心とした発展途上国の経済発展を背景に、エネルギーや食料などの資源需要の高まりにより、原油価格の上昇も加速した。そのため、産油国は莫大な利益を上げ、その利益はヨーロッパや米国のヘッジファンドなどの金融部門へと流れ、その結果として世界的な「金余り現象」が発生した。また新興の発展途上諸国の外貨準備高も増加し、その資金が米国における資産運用に向かい、世界の資金の多くが米国に流入するようになった。米国内に集中的に流入した過剰な流動資金が米国不動産市場にも流れて「サブプライムローン³⁾」に代表される「住宅バブル」を引き起こす土壌を形成した。

従来から「双子の赤字」と呼ばれる財政赤字と経常収支赤字を抱える米国経済にとって、対イラク戦争の遂行は戦費を増大させ、財政赤字をいっそう増大させた。これと同時に、米国では FRB が 2004 年 6 月の公開市場委員会 (FOMC) で政策金利を引き上げた。また米国で住宅価格の伸びが停滞し始めた 2006 年ころからサブプライムローンの借り手の破綻が話題になり始めた。

これに先立つ 2004-2006 年にかけて米国では住宅ブームが生じ、低い金利

2) ブラジル (Brazil)、ロシア (Russia)、インド (India)、および中国 (China) の新興経済国の略称。

3) このローンは最初の 3 年は低金利の固定型の金利返済で、残金は 4 年目以降変額型金利となるローン契約のものが中心であった。借り換え期の 4 年目以降に金利が急激に上昇する設計となっており、当初から金利上場リスクは指摘されていたが、住宅価格の上昇局面ではその警鐘は活かされなかった。

水準の時期に低金利の２段階変額金利型の不動産担保ローンが大量に組成された。

2. 住宅価格の低下とサブプライム・ローン問題

住宅ブームの３年目に当たる２００６年まで住宅価格は上昇を続けたが、同年に入りその伸びが急速に鈍化した。この影響は、信用力が低い所得階層のための住宅ローンである「サブプライムローン」に特に顕著に現れた。この種のローンの契約者の一部は住宅価格の持続的上昇を見込んだ返済計画を立てていたために、住宅価格の低下の影響を受け、利払い延滞率が急激に上昇し始めた。ローン債務者の利払い延滞が顕著となると、サブプライムローンの直接の貸し手である住宅金融専門会社に対する金融機関の融資態度が慎重化し、住宅金融専門会社の中には資金繰りが悪化し、経営破綻する例が出始めた。この種のローンは貸し倒れリスクを分散させるために、分割・証券化され、債務保証証券（CDO）やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）などのデリバティブ商品を通して世界中の金融機関の数多くの金融商品に組み入れられていたために、その金融商品自体に対する信用リスクが連鎖的に広がることになった。

２００８年春に、この影響を受けた大手証券会社のベア・スターンズの経営危機が明らかとなると、金融危機は世界中に波及し始め、同年９月の米国政府支援機関（GSE）のフレディマックとファニーメイ２社の実質的な破綻と、米国大手投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻により、ついに世界中で信用収縮が起り、１９３０年代の世界的大不況以来の世界金融危機が顕在化した⁴⁾。

これを受けて、２００８年１０月に米国政府は７０００億ドル（約７０兆円）の公的資金を投入する金融経済安定化法案を成立させ、世界的大不況の再来を防止することができた。しかしそれでも世界金融危機は継続した。この危機を背景にして、基軸通貨米ドルの信認が揺るぎ、米国に一極集中していた経済覇権にも

4) Meltzer (2010) は、もしこれら２社が採用した政策や政府の住宅政策・住宅ローン政策の破壊的な政策変更が実施されなかったならば、今回の金融危機は発生しなかったであろう、と述べている。

少なからず悪影響を及ぼした。「リーマン・ショック」の直後にはドル資金を貸し出す民間の金融機関が消滅して、国際決済通貨米ドルの供給が枯渇した。同年 9 月 18 日には日米欧の主要な中央銀行 6 行が「通貨スワップ協定」を結び、大量の米ドルを供給し始めた。この破綻を契機として、主要中央銀行は大幅な金利引下げを断行する形で、危機に対応しようとした。しかし銀行間預金市場 (interbank money markets) では「カウンターパーティ・リスク」が強く意識されるようになり、タム物を中心に市場流動性が極端に収縮したためである。銀行間市場における金融逼迫の高まりは金融機関相互のみならず、企業や家計などの非金融部門の資金調達環境の悪化につながり、経済全体のリスク回避的傾向が強化された。このために、さまざまな経済主体が参加する金融市場全体の機能が全般的に低下した。こうした中、先行きの経済見通しや金融資産評価に関する不確実性が一段と高まり、金融と実体経済の間の「負の相乗効果」が急激に強まった。

これは、先に見た IT バブル崩壊からの米国経済の回復に伴う「グレート・モダレーション」と呼ばれる 2002-2006 年までに見られた世界的な信用拡張期に累積した「世界的な金融の不均衡 (global imbalances)」が巻き返される過程で発生したと考えられる。つまり、米欧の金融機関が大きな流動性リスクを抱えながらも国際資金取引の仲介業務などを拡大させてきたこと、およびそうしたグローバル化した金融取引の拡大が実体経済の拡大に比べて「行き過ぎていたこと」などがその背景にある。

このような負の相乗効果による悪影響は、ひとり先進国のみならず、これまで比較的堅調に推移してきた新興国・地域にも波及していった。グレート・モダレーションの期間中に、先進国と途上国との間の国際資金取引の拡大を伴いつつ世界的な信用拡張が進行していったために、その資金取引の流れがひとつ逆回転を始めると、その悪影響は世界各国に瞬間に、かつ拡大傾向を伴いながら伝播・波及する結果となった。

多くの先進国経済では、先に見た負の相乗効果による景気の下ぶれリスクや景気の二番底リスクに直面している。このようなリスクに対して、現在のマクロ経済政策の枠組みや金融システムが十分な調整作用を発揮する可能性を有し

ているのか否かについても不透明感が残っていることが、先行きの経済見通しから不確実性を払拭しきれない原因の一つになっていると考えられている。実質的な「ゼロ金利」の下で、この先行きのマクロ経済動向に関する不確実性を抑制し、景気回復へとつなげてゆくためには、一段の財政政策の必要性が指摘されているが、すでに多大の公的債務を抱えている主要国政府に更なる財政負担を負わせることが逆に政府財政への将来不安や「国債増発の中立性命題」のゆえに、新たな不確実性を引き起こす事態も懸念される。世界金融危機・経済危機に対する緊急避難的な政策対応、非伝統的な金融政策の実施からの「出口戦略」の策定・執行の問題は、累積した公的債務の削減計画を含む財政再建問題とともに、極めて難しい政策運営を主要国政府・金融当局に迫っている。

3. グローバル金融・経済危機の背景

1970年代以降の世界的な金融の自由化・国際化の潮流のもとで、金融・経済の両面で種々の「規制緩和」が実施された。世界経済は貿易取引の自由化と国際資本取引の規制緩和・自由化により、先進国経済と途上国経済との密接な取引関係のネットワークが広範に取り結ばれた。他方、金融業務のグローバル化も進展し、クロスボーダーの金融業務の急速な拡大による銀行のリスクのコントロール（銀行経営の健全化）や相互に激しく競合する各国金融機関の競争上の条件の平準化を目指して、金融機関の自己資本を充実させる規制として、1988年にバーゼル銀行監督委員会は「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化」、いわゆる「バーゼル合意（Basel Accord）」を公表した。

しかし、金融市場はこれをうまくかいくぐった。1991年米国会議は、銀行がその資本をすべて失ってしまう前に、銀行を閉鎖する権限を規制当局に付与する連邦預金保険改善法を可決したにも関わらず、危機が発生した。規制当局はこの権限を行使しなかった。これは稀有なことかといえば、そうではない。Meltzer（2010）によれば、「規制は静態的だが、市場は動態的だからである」。米国会議は、過去の失敗を想起すべきであった。1930年代の世界的大不況の際に、同議会は民間銀行から融資を受けることができない中小規模の企業で、民間金融機関から融資を受けられない企業に対して直接貸し付ける権限を

セクション 13(3) は連邦準備銀行に与えた。今回の危機に際して、この条項が世界最大の保険会社グループの AIG に対する貸付に利用された。これはどのように拡大解釈しても、合理的に説明することはできない貸付である。その結果、経営破綻に瀕した企業に対する大規模貸付の根拠法に変質させた。すなわち「大きすぎて潰せない」問題への変質であり、セクション 13(3)⁵⁾の法の精神の明らかな濫用である。同議会は、規制を受ける金融機関に対して規制を回避するのではなく、規制を遵守するようなインセンティブ（誘因）を与えるように規制のあり方を選択するべきであった。すなわち、金融機関の経営者とその株主に損失を負担するような誘因を与えるべきであった、と批判している。銀行経営者にその資産規模と資産構成を選択させ、資産の増加比率よりも多くの資本を保有させるべきである。なぜなら、「誘因は完璧ではないが、規制よりも優れているからである」。

日本では、いわゆる「パーゼル合意」に基づく自己資本比率規制の適用において移行措置の適用を受けたために、本格的に同比率が適用されたのは「バブル経済」が崩壊した後の 1992 年であった。欧米の銀行と比較して、日本の銀行は取引関係のある企業の株式を持ち合う慣行があり、銀行の自己資本に占める保有株式の割合が大きい。バブル崩壊後の保有株式の価格暴落による含み損を抱えたために、日本の銀行にとって、同比率の達成には厳しいものがあつた。

このような銀行の自己資本比率規制とバブル経済の崩壊や「失われた十年」と揶揄されるその後の日本経済の長期低迷との関係についてはいまだに定説がないが、この規制が日本経済の景気回復に好影響を与えたとはけつて言えない。むしろ景気循環の波を増幅する作用（「景気循環増幅作用」）、いわゆる「プロシクリカリティ」を発生させ、景気循環を不必要に増幅するとの批判が指摘

5) 連邦準備法のセクション 13(3) [Section 13. Powers of Federal Reserve Banks; 3. Discounts for Individuals, Partners and Corporations] は、サブプライム問題により 2008 年 3 月に経営破綻に瀕した投資銀行、ベア・スターンズへの緊急融資が 1930 年の世界大不況以来、約半世紀ぶりに実行されたが、「リーマン・ショック」直後の同年 9 月にも、世界最大手保険グループの AIG 社 (American International Group, Inc.) へ総額 850 億ドルの融資が再度決定され、LIBOR+8.5 パーセント・ポイントの金利で実行されることになった。The Wall Street Journal のウェブ版 (2008 年 9 月 16 日付け) を参照。

されている。すなわち、好景気の際には銀行資本の評価額が増加して、自己資本比率を増大させるために、銀行は融資を積極化させる。その結果、企業や家計の投資が刺激され、景気循環の波を大きくする。他方、不景気の場合には、その逆の効果が働き、銀行の自己資本の市場評価額が減少し、企業や家計の投資需要を抑制する。この結果、不景気の状態はいつそう悪化することになる。

その後、この「第一次バーゼル合意 (Basel Accord I)」に基づく自己資本比率規制の内容を見直し、金融機関のリスクをより適切に反映させることを意図して、2004年に「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化：改訂された枠組み」、いわゆる「第二次バーゼル合意 (Basel Accord II)」が公表された。これはリスクアセットの評価において、これまでの信用リスクと市場リスクに加えて、オペレーショナル・リスクを加味したものである。しかしながら、この第二次バーゼル合意においても、プロシクリカリティの問題は、依然として未解決のままにとどまっている。

他方、自己資本比率規制がより厳密になり、銀行の自己資本の評価が厳格化されるのに応じて、株主資本利益率 (ROE) を高めることを目的に、銀行経営者や株主は自己資本比率規制を回避する行動、すなわち「外部負債」を積み増して (highly leveraged) オフバランス取引を拡大するようになった (春井, 2009 参照)。具体的には、CDO や CDS などの信用デリバティブ商品への投資拡大であった。これが、低所得者向けの住宅取得を容易にする米国政府の住宅政策とあいまって、サブプライムローンの供給が急拡大した。このような米国政府による金融の規制緩和と住宅政策とが 2002-2006 年の米国の「不動産バブル」を拡大させたと考えられている。

2009 年後半以降、グローバル金融危機の影響から景気後退に陥った主要国および新興経済国・地域による景気刺激のための財政・金融政策の効果が発現し始め、主要国の株価が急速に回復傾向を示すようになった。このような世界経済の好転を受けて、金融危機の直撃を受けた欧米諸国やその間接的な世界的需要縮小の悪影響を受けた諸国および国際通貨基金 (International Monetary Fund: IMF) や国際決済銀行 (Bank for International Settlements: BIS) などの国際機関、および G7 や G20 などの国際協議機構において、それぞれ将

来の金融システム危機の再発を防止するための金融システム改革提案が検討され、同時に経営破綻した場合には金融システムを大きく動揺させ、その安定のためには公的資金という納税者負担を余儀なくさせる大規模金融機関、いわゆる「大きくて潰せない (Too big to fail: TBTF)」金融機関に対する規制提案などが真剣に検討されている。しかし一方では、各国・各地域の金融システムの制度上および法制上の相違点を個々に勘案することが必要とされるが、他方では、将来の各国の国益を大きく左右することになるためにそれぞれの国の政治的な要素が複雑に関係するので、今後の世界の金融システム改革案が国際的な協調による合意を得て、その結果どのような具体的な制度設計になるのか、あるいは各国の国益の利害対立のために合意が得られない状況が続くのか、現時点ではまったく予断を許さない状況にある。

以下の諸節では、支払・決済システムという「公共財」を提供しつつ、資金の本源的な供給者である貯蓄者（黒字主体=貸し手）とその最終的な需要者（赤字主体=借り手）とを繋いで資金の効率的な配分に寄与する銀行と一部準備銀行制度という「本質的に不安定な」ビジネスモデルに基づいて金融業務を提供する「銀行」が時として陥る経営破綻と金融危機を未然に防止し、管理し、処理を行う金融当局、特に「最後の貸し手」機能を発揮する中央銀行の社会的な存在意義について考察する。また、預金保険制度などの金融システムの信用秩序を維持するための制度設計としての「セーフティーネット」その他の事前のおよび事後的な金融規制の制度についても後段で検討する。

III 金融（商業銀行）と中央銀行の社会的存在意義

III-1 金融（商業銀行）の役割

(1) 貯蓄・投資と経済成長：貨幣所得循環

人間の基本的な経済活動は、一般に「生産」と「消費」である、と言われる。この経済活動のもっとも基本的なモデルは、ダニエル・デフォー著『ロビンソ

ン漂流記』(1719年)として知られている⁶⁾。無人島に漂着した船乗りのロビンソンは、独力で生活を築いて行くしかない。これは自らが消費する財・サービス、つまり生産物を自ら生産する「自給自足経済」である。この経済モデルの場合、「迂回生産」によって生活に必要なものや道具を自ら作りだして生産性を向上させる以外に、無人島という厳しい環境の下で自らの経済活動水準を高め、豊かな生活を享受することはできない⁷⁾。

ところが、この無人島には時折、近隣の島の住民が上陸して捕虜の処刑や食人が行われていた。ロビンソンはそのような捕虜の一人を助け出し、フライデーと名づけて、自分の従僕にする。彼は、この島でフライデーと28年間生活し、やっと帰国することができた。以上が、同著の第1部の概要である。

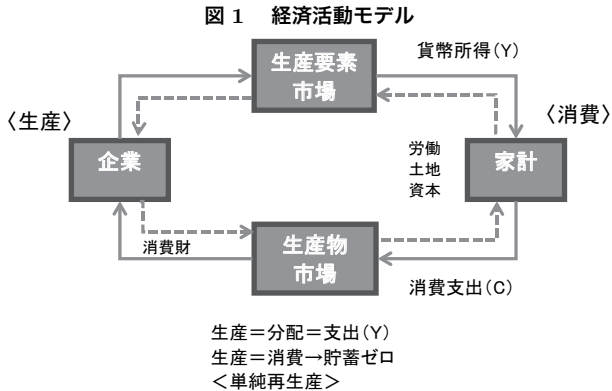
この小説の第1部では、ロビンソンは無人島で自給自足の生活を過ごしたが、彼の乗船していた船が嵐で難破する前には、土着の人々が住んでいる島に立ち寄り、物々交換により航海に必要な水などの食品等を手に入れていた。すなわち、彼は「物々交換経済」も経験していたことになる。

しかし今日われわれが行っている経済活動は、交換経済の一形態である貨幣を媒介にした交換経済、「貨幣経済」である。これをモデル化して表示したものが図1である。このモデルでは、経済主体は生産に専念する「企業」と消費に専念する「家計」との二つの部門から構成される。家計は労働、土地、資本

6) 正式には、ダニエル・デフォー(1660-1731年)が著した『ロビンソン・クルーソーの生涯と奇しくも驚くべき冒険』(*The Life and Strange Surprising Adventures of Robinson Crusoe*)、1719年。本書はジョナサン・スウィフト(1667-1745年)の代表作『ガリファ旅行記』(1726年)の執筆にも影響を与えたといわれている。ちなみに、日本でもオランダ語訳書から斎藤庵により幕末に翻訳され、1872(明治5)年に『魯敏遜全伝』として刊行されている。

7) マックス・ヴェーバーはその著書『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』の中でロビンソン物語を取り上げ、この主人公の中に合理主義的なプロテスタントの倫理観を読み取っている。その他、カール・マルクス(1818-83年)が『資本論』(1867年)の中でロビンソンを引き合いに出して論じ、「スタンプ貨幣」で有名なシルビオ・ゲゼル(1862-1930年)も『自然的経済秩序』(1900年)の中でロビンソンに言及している。またJ・M・ケインズ(1883-1946年)は『雇用・利子および貨幣の一般理論』(1936年)の中でゲゼルの思想について考察し、「将来の人々はマルクスの精神よりもゲゼルの精神からより多くのものを学ぶであろうと私は信ずる」と評価している。

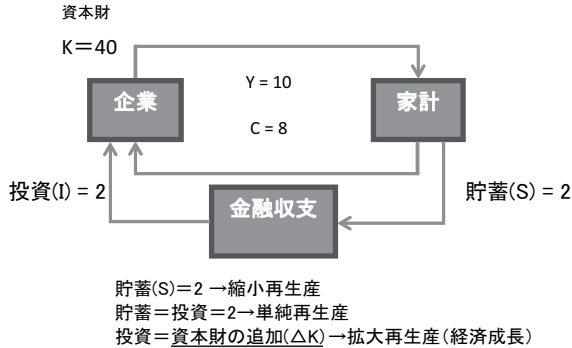
などの生産要素を企業に提供し、その報酬として賃金・俸給、地代、利子・利潤などの「貨幣所得」を企業から受け取る。この両部門の間に生産要素市場が形成され、そこで上記の生産要素価格が決定される。



他方、企業は家計から購入した生産要素を利用して生産物（消費財）を生産し、家計に販売する。家計はこの生産物を受け取った貨幣所得と交換に企業から購入する。これを消費支出と呼ぶ。この両部門間に生産物市場が形成され、そこで生産物の価格が決定される。このようにして、企業は、先に家計に生産要素の報酬として家計に支払った貨幣を、生産期間の終了後、生産物の売り上げ代金として回収する。このようにして、生産活動の一つの期間（生産期間）が終結する。これを「単純再生産」と呼ぶ。

図 1 から明らかなように、生産要素や生産物など実物の流れが、逆時計回りに生じ、その反対方向に貨幣所得と消費支出の貨幣の流れが生じる。この単純な経済モデルでは、生産＝分配＝支出の「三面等価の法則」が成立している。その結果、このモデルでは、生産＝消費であり、貯蓄は行われない。貯蓄が行われないために、新たな投資（＝資本財の追加）は行われず、無人島のロビンソンが行ったような「迂回生産」さえも行われず、次期の生産活動期間においてもこの経済の生産能力は一定に保たれるため、同じ規模の生産が行われる。したがって、この経済が経済成長を実現する余地は生じない。

図 2 貨幣所得の循環図



次に図 2 では、図 1 から貨幣の流れのみを取り出して、経済活動を描いている。これを「貨幣所得の循環図」と呼ぶ。この図 2 では、当初から、生産には資本財ストックが必要とされず、企業は家計に分配する貨幣を保有していると仮定する。分配された所得 ($Y=10$) が消費 ($C=8$) と貯蓄 ($S=2$) とに分けられる。しかしこのモデルでは、貨幣所得はすべて消費されず、その一部が貯蓄されるので、産出された生産物 ($Y=10$) は消費支出された分だけ購入され、企業の売り上げとなるが、貯蓄に対応する、残りの生産物の一部は売れ残り、企業はその分だけ損失を被ることになる。今期の生産活動で損失を被った企業は、来期には生産額を縮小させることが合理的となる。家計に分配される貨幣所得の一定割合（たとえば、その 8 割）が消費され、残りが貯蓄され続けると仮定すれば、この経済は徐々にその生産規模を縮小していくことになる。貯蓄分だけの貨幣所得がこの貨幣所得の循環から漏れ出して行き、企業へと還流しないからである。これを「縮小再生産」と呼ぶ。

次に、図 3 に示したように、この経済の企業は生産や経営の能力を有しているが、当初から貨幣や資本ストックを保有していないと仮定しよう。次に、家計は財産としての貨幣を保有しているが、その貨幣を使って生産活動を行う能力も経営ノウハウも保有していないと仮定する。この場合、財産としての家計の貨幣は死蔵されることになる。企業も生産に必要な貨幣を保有していないの

図 3 経済人の 4 類型

	Aさん	Bさん	Cさん	Dさん
財産	○	×	○	×
経営能力	×	○	○	×

Bill Gates; Warren Buffett; 松下 幸之助
 融資 (Finance): 流動性・期間のミスマッチ (危険資産)
 銀行 (Banking): 資産変換 (危険資産→安全資産=銀行預金)
 銀行の利潤: 貸出金利—預金金利

で、その生産能力や経営ノウハウを活かすことができない。

しかしながら、資金を保有していない企業と資金を保有している家計とを結びつけ、家計の余剰資金を資金不足の企業に結びつける、いわゆる金融機能・業務を果たす金融部門（たとえば、銀行）がもう一つの経済主体として存在すれば、家計の資金は効率よく運用され、企業は生産活動を遂行することができる。企業は金融部門を経由した家計の資金で投資 ($I=2$) を行い、生産物はこの投資財・資本財の需要が貨幣所得の循環の外側から注入される投資需要によって、消費需要と投資需要とからなる有効需要によって、すべての生産物が購入され、売れ残りは生じない。その結果、この経済では生産物が生み出され、企業と家計の双方がこのような「富の創造」の恩恵を享受することができ、この経済の生活水準の向上、厚生が増進が実現する（春井, 1990 参照）。

同時に、この投資は生産物に対する新しい需要の追加としての機能だけでなく、次の生産期間において、資本財ストックへの新しい追加となり、生産能力が増大することになる。このように投資は、需要の追加と資本財ストックへの追加 ($I=1$ $K=2$) という 2 つの役割を果たす。これを「投資の二面性」と呼ぶ。

さらに、この経済には当初から資本財ストック ($K=40$) が備えられていると仮定すれば、第 1 期目には 40 単位の資本財ストックから 10 単位の所得が生み出されるので、この経済の「資本係数」は 4 である ($40/10=4$)。また、第 1 期目に、2 単位の投資がなされたので、資本財ストックはその分だけ追加さ

れ、第2期目には資本財ストックは42単位へと増強される。資本係数が一定であると仮定すれば、第2期目の生産物=所得は10.5単位となる⁸⁾。5%の経済成長率の実現である。

(2) 貨幣形態の進化とペイメント・システム（公共財）

J・R・ヒックスは彼の論文集『貨幣理論』の第9章〈貨幣理論と金融史—展望の試み—〉の中で、以下のように述べている。「貨幣理論は大抵の経済理論に比べて抽象度が低い。現実との関連性は、他の経済理論では時としてかけているが、貨幣理論では避ける事ができないものである。貨幣理論はある意味では金融史の部類に属するが、同じような意味で経済理論が経済史に属するとはいえない」として、金融問題の分析における金融史研究の重要性を強調している。それだけでなく、彼は「貨幣理論が金融史に属するということには2つの意味があり、この2つの意味を峻別する必要がある」という。その第1の意味として、「貨幣に関する著作の大部分は持論的（topical）である」と指摘する。具体的には、J・M・ケインズの『貨幣論』や『一般理論』がそれぞれ1925年のイギリス金本位制度への復帰や1930年代の世界的大不況と深く関連していたこと、また古くはD・リカードウの貨幣に関する諸著作とナポレオン戦争中のインフレーションおよびその戦後の貨幣的再建との関連などに言及している。ヒックスは、このような貨幣理論の時論性が、それと金融史との関連を条件づけている、という。

第2に、ヒックスは、「リカードウ以前からケインズ以後にわたるすべても時代を通じて、貨幣それ自体が進化を遂げてきている」として、金融理論の分析対象である貨幣自体が、時とともに変化するために、金融理論が金融史と密接に関連せざるを得ないことに言及している。金貨や銀貨、銅貨などの金属貨幣から銀行券や銀行預金などの信用貨幣への進展は説明を必要としないほど明白である。他方、この貨幣形態の「無体化」に比べて、はるかに重要な意味を持ちながらも、それを認識し評価することが容易でない事柄がある。それは、

8) この経済では、生産物の増加に応じて、同率で貨幣が創出されると仮定され、したがって物価水準は不変に留まる。インフレーションやデフレーションは生じないと仮定する。

信用貨幣が狭義の貨幣概念を超える広がりをもつ全信用体系の一部分にすぎない、ということである。貨幣形態の進化は、単に預金を受け入れる銀行だけでなく、その他の金融仲介機関をも含めた金融制度それ自体の発展の中で生じており、政府の金融活動における根本的変化をも伴ってきた。このことが、金融理論が金融史と密接に関連せざるを得ないことの第 2 の意味である。

現実の経済や制度が変わるにつれて、金融理論の抽象化もそれと並んで進展しなければならなかった。しかしそこには、いわゆる時間の遅れ、タイムラグが存在した。彼は、「この時間の遅れが生じたのは単なる怠惰や惰眠のためではなく、克服するべき一つの障碍があったからである」として、信用制度発展の二面性——効率性と不安定性の双方の増大——という問題に言及している⁹⁾。

金融理論と金融史との密接な関連性という論点に関して、もう一つ注目すべき事実がある。すなわち、貨幣経済学 (monetary economics) がこれまで常に金融史を広範囲に活用してきた、という事実である。その事実は R・カンティーンやそれ以前にまで遡る¹⁰⁾。金融史がこれまで広く活用されてきた理由は、歴史が経済学者に「実験室の実験」にもっとも近いものを提供してきたからである。たとえば、新しい金鉱の発見とハイパーインフレーションといった特異な貨幣的攪乱、金銀複本位制度といった特異な貨幣本位制度、および銀行業務に対する法的規制の撤廃・緩和や金融革新といった特別な制度上の変更などは、理論を検証するための〈生きた教材〉を貨幣経済学者たちに提供してきた。

一方の理論家が歴史を実験の場として活用してきたのに対して、他方の政策立案者は自らが提唱する政策を弁護するために歴史的記録をながらく引用してきた。1918-19 年のカンリフ委員会による旧平価での金本位制度への復帰勧告は、その典型であろう¹¹⁾。実際、この政策勧告は 1925 年のイギリス金本位法の制定に基づく金地金本位制度の再建によって結実した。

9) Hicks (1967) 第 9 章。

10) Bordo (1983) 参照。

11) Committee on Currency and Foreign Exchange after the War (1918) 参照。

吉田（2002）によれば、「近代的銀行業の起源としては二つの源流があった。一つは北部イタリアやハンザ都市における振替銀行であり、他はイギリスのゴールドスミス（金匠）による銀行券の発行である。前者はまさにペイメントサービスであり、後者は人々に支払手段を供給することであった。¹²⁾」

イギリスにおける 1884 年ピール銀行法が銀行券の新規発行を独占することを決めたことにより、民間の発券銀行は徐々にその発券業務を縮小していった。しかし一方で、銀行券に代わる銀行預金を創出し、これに決済機能を付与した小切手制度を発達させていった。民間銀行は発券銀行から預金銀行へと発展していった。これに伴って銀行券や金属貨幣などの現金の授受による決済方法（「資金決済」）から、小切手の授受による銀行預金口座間の資金移動（振込や振替）を指図することによる預金決済、さらには小切手・手形の手形交換所を利用した差金決済へと決済機能は徐々に進歩し、効率化していった。19 世紀後半以降のイギリスでは、民間銀行はイングランド銀行にイングランド銀行券を預託してその銀行準備（bankers' balances）とし、日常の銀行業務の必要に応じて、この銀行準備を銀行部からイングランド銀行券で引き出し、発行部でそのイングランド銀行券を金貨に兌換して引き出し、自らの銀行顧客の要求に応じて金貨を払い戻すようになった。

つまり、発券銀行は支払い手段である銀行券（銀行の債務）を貸し付けたのに対して、預金銀行は自らの債務である預金口座に記帳することで貸付を行なう。借り手は現金や小切手、手形などの形でこの預金を引き出していく。振込や振替の場合、預金は直ちに支払い先の預金に移るが、その他の手段の場合も結局はどこかの銀行に預金として還流していく。つまり、貸付によって創出された預金は取引を媒介として、基本的には消滅することなく、銀行システムの中にとどまり、マネーサプライの増加となっていく。このようにして、預金と貸出とは当初同時に創出されるが、創出された預金はペイメントの手段として使用され、持ち手を替える。

また現在、わが国では、銀行やコンビニ等の ATM による口座決済を電子

12) 吉田（2002）、5-8 ページ。

的に行なう全銀システムや日銀ネットなどを利用した高度な決済システムが構築されている。

次に、わが国における決済システムについて、日本銀行の説明を見ておこう¹³⁾。

今日の経済においては、財・サービスの取引に加え、資金の貸し借り、株式、債券の発行や売買といった金融取引が拡大しており、これらの取引に伴って、日々行なわれる膨大な件数・金額の資金決済や証券決済を円滑に行なうことは、人びとの経済生活にとって極めて重要である。日本銀行は、銀行券や日銀当預〔当座預金〕という決済手段を自ら提供し…、わが国の決済システムにおいて中心的な役割を果たしており、決済システムが円滑かつ安定的に運行するよう、その機能を保つことは日本銀行の目的の一つとなっている（「日本銀行法」第 1 条）。

このように、決済システムはわが国の経済社会における一種の「公共財」としても機能しているといえる。

(3) 商業銀行のバランスシート

図 4 商業銀行のバランスシート

資産		負債	
支払準備	10	銀行預金	100
貸出	45	(借入金)	
有価証券	45	(自己資本)	
合計	100	合計	100

銀行のバランスシートを簡単に示した図 4 から明らかなように、資産側には

13) 日本銀行金融研究所 (2004)、64-66 ページ?。

商業銀行が保有する支払準備と貸出（貸付と割引）、有価証券が計上されている。このうち支払準備はいわゆる銀行の手元現金（中央銀行券と補助貨幣）および中央銀行預金からなる。この手元現金は銀行顧客による現金の引き出し要求に応じるためのものであり、中央銀行預金は異なる銀行の顧客相互の取引の決済を各銀行が中央銀行にあるそれぞれの預金勘定の振替えによって清算するために保有している。民間銀行相互間の支払・決済システムの帳尻をそれぞれの銀行が持つ中央銀行預金で決済することにより、効率的な支払決済システムという社会的インフラストラクチャーの一つが形成される。これは一種の「公共財」を商業銀行が提供していると考えることができる。また、商業銀行は預金の受け入れなどで獲得した資金の一部を支払準備として流動性の高い資産として保有する一方、その残りの資金を貸出や有価証券投資など流動性は低いが収益性の高い金融資産で運用して、利子などの所得収入を上げる。

他方、バランスシートの負債側には、顧客から受け入れた預金が計上される。この預金は「要求払い預金」であり、いつでも現金での引き出しや振込みの対象となる「安全資産」である。実際には、預金以外にも、他の金融機関から資金供与を受けた「借入金」が計上されることもあるが、単純化のために捨象する。さらに、銀行の自己資本も負債側に計上されることもあるが、これも単純化のために捨象する。

その結果、商業銀行のバランスシートの資産額は、支払準備（10）と貸出（45）、有価証券（45）の合計、100単位となる。他方、負債側も、預金（100）と同額になり、資産と負債は総額100単位で均衡（バランス）している。

ここで注目すべきことは、流動性の高い預金のうちごく一部（以上の例では、10単位のみ）が支払準備として保有され、預金の大半は流動性の低い、しかも信用リスクや市場リスクを伴う長期の「危険資産」で運用されている。これが、いわゆる「一部準備銀行制度」である。この制度により、銀行は信用リスクや市場リスクなどを管理して、危険資産を安全資産へと転換する「資産変換」を実現している。この資産変換こそが銀行の存在意義である「金融業務」であり、資金余剰部門（主として家計部門）の資金を資金不足部門（主として企業・政府部門）へと融通することにより、生産性の向上、ひいては経済成長

に寄与している。

銀行が一部準備銀行制度の下で資産の満期や流動性のミスマッチを管理しつつ、社会的に有意義な金融業務を遂行することができるのは、その銀行業務についていくつかの条件が満たされる良好な環境の成立が仮定されているからである。預金は、預け入れられた元金と利息の支払いが全額保証された安全資産であり、いつでも引き出しができ、しかも預金者は「先着順で払い戻し」を受けることができる。一部準備制度でも銀行業務が円滑に運営できるのは、預金者が日々預金を引き出すのみならず、日々資金を預け入れる預金者もいるからである。いわゆる「大数の法則」が銀行業務には作用する。また、たとえ銀行が預金の一部しか支払準備を保有していないとしても、預金の引き出しの可能性について、預金者が銀行を信頼している限り、利息を生む預金から不必要な資金の引き出しを行う動機が生じないからである。ここに預金者と銀行との間に「協調関係」が発生する。

しかしながら、ひとたび何らかの事情により、銀行に対する預金者の信頼が動揺する事態が発生すると、預金者は「我先に」銀行へ殺到し、他の預金者より先に自らの預金を引き出し、より安全性の高い現金資産を要求して銀行を取り巻く「群集行動」に出る。すなわち、パニック状態が発生する。これがいわゆる「銀行取付け (bank run)」である。銀行取付けが発生するのは、預金者と銀行との間の協調関係が破綻した結果であり、「協調の失敗 (coordination failure)」と呼ばれる。このような銀行取付けが個別の銀行にとどまらず、その他の銀行にも波及すると支払・決済システム全体が機能不全に陥る「システムック・リスク (systemic risk)」に発展する恐れが生じる¹⁴⁾。

このような事態を未然に防ぐことを想定して考案されたのが、金融システム

14) 今次のグローバル金融危機は、米国のサブプライム問題に関連した証券化商品の需要が突然消滅し、証券化商品の市場が機能不全に陥ったことを契機に発生した。このような複雑な金融デリバティブ商品は、通常、銀行のバランスシートから切り離された商品として組成されるために、金融機関のバランスシート上には計上されない。いわゆる、オフバランスシート上の金融商品である。

のセーフティーネット¹⁵⁾の一つである中央銀行による「最後の貸し手 (lender of last resort: LLR)」機能である。次に、中央銀行のバランスシートを検討しよう。

III-2 中央銀行の役割

(1) 中央銀行のバランスシート

図 5 中央銀行のバランスシート

資産	負債
金・外貨	発行銀行券
貸出	預金(商銀・政府)
有価証券	自己資本
合計	合計

図 5 から明らかなように、中央銀行のバランスシートの資産側には、金と外貨準備、主として民間金融機関への貸出および有価証券が計上される。他方、その負債側には、法貨としての発券銀行券、預金（これには民間金融機関の中央銀行預金と政府預金とからなる）および自己資本が計上される。このうち、預金は中央銀行と公開市場操作などを通じた取引関係のある民間金融機関（商業銀行や証券会社＝投資銀行など）がその支払準備の一部や中央銀行の運営する支払・決済システム上の取支尻の清算のための流動性の一部として保有する資金である。個々の金融機関が通常のマネーマーケット（銀行間預金市場）で資金を円滑に調達できない事態（流動性不足）に陥った場合には、中央銀行が機動的に当該金融機関に流動性を供給する。これが上述の中央銀行による「最後の貸し手」機能であり、金融システムのセーフティーネットの一つである。

15) 「最後の貸し手」機能は個々の金融機関の流動性不足が、その他の金融機関にも波及して金融システム全体の動揺、すなわち信用不安や動揺を引き起こさないための一種の安全装置である。ペイメント・システムの中核としての商業銀行に対する「日中流動性 (day-light overdraft)」もこの機能に含まれる。なお、個々の金融機関の預金者の銀行に対する信頼性を確保し、銀行取り付けを未然に防止するメカニズムとしては、預金保険制度や政府による公的資金による金融機関へ資本注入や金融機関の資産に対する政府保証などがある。

通常の商業銀行への貸出は有担保の取引であるが、緊急に流動性を供給しなければシステミック・リスクの発生に繋がる恐れがある場合には、中央銀行は特別に無担保で流動性を供給することがある¹⁶⁾。

一方で、商業銀行が一部準備銀行制度に基づいて資産変換を行い、資金過不足を効率良く調整・均等化することにより経済活動の効率化を促進するという重要な役割を果たす点で、社会的存在意義を発揮している。しかし、他方で、このような商業銀行の資産変換機能に依拠した金融システム、いわば銀行による間接金融優位の金融システムは、その構造上、本質的な不安定性を内包しているという脆弱性を有している。この銀行中心の金融システムの脆弱性を補完し、金融システムの全体としての安定を維持するセーフティーネットとしての「最後の貸し手」機能を果たす中央銀行に、その社会的存在意義が認められる。

この意味で、「銀行は特別か？」という問いに対する回答としては、「金融は、本質的に脆弱であるが、必須」(Buiter, 2009)の存在である、というべきであろう。しかしこのセーフティーネットが必然的に伴う、商業銀行のステークホルダーが引き起こす「モラルハザード」をいかに適切に制御(コントロール)するのか、という別の難しい問題が存在することに留意するべきであろう。

このように、中央銀行は中央銀行券を独占的に発行する機能(発券業務)のほか、公開市場操作などを通じて民間の商業銀行に流動性を供給する「銀行の銀行」としての機能(金融業務)、政府の国庫を管理する「政府の銀行」としての機能(国庫業務)およびこれらの諸機能を通して、経済の安定化(物価安定/完全雇用または持続的経済成長)を図ることを目的とした金融政策を運営する機能(政策業務)を果たしている。これ以外にも、民間の金融機関の取引の収支尻を清算するためのペイメント・システムを運営している¹⁷⁾。しかも、中央銀行はこれらの諸機能を銀行業務の一環として果たしている点は重要な意味がある¹⁸⁾。

16) 日本銀行の場合、通常の融資と区別して、これを「特別融資」とよぶ。

17) 日本銀行の場合、これを「日銀ネット」と呼んでいる。日本銀行金融研究所編(2004年)参照。

18) 吉田(2002)参照。

(2) 銀行取付けと最後の貸し手機能：「協調の失敗」

Bordo (1990) によれば、「最後の貸し手」の概念は4つの異なった学説に分類される。これらの学説のうち多くの論者は、銀行パニックを回避するために最後の貸し手機能による流動性支援を擁護するが、他方で自由銀行主義者たちは、そのような流動性供給が金融システムを安定化させるどころか、むしろ不安定的な影響を及ぼすとして中央銀行の支援に反対する。一方、流動性支援に賛成する論者たちも、その支援がマネーマーケット自体、すなわち銀行システム全体に与えられるべきか、あるいは個別銀行にも与えられるべきかについて、意見の一致が見られていない。

Goodhart (1987) は商業銀行が「一部準備銀行制度」の下で運営される限り、最後の貸し手機能を果たす中央銀行の存在意義は否定されないと主張する。前述のとおり、銀行は預金を受け入れると同時に、貸付を行なう。預金者は、何の前触れも泣く、要求払い預金を現金で引き出す。これに対して、銀行の債権である貸付は流動性の低い資産である。通常、銀行はその預金債務に対して100%以下の準備しか保有していないので、すべての預金者がいっせいに現金を引き出すと、それに応じることができない。銀行は常に、集中的な預金の払い戻し、すなわち「銀行取付け」による流動性不足の危険にさらされることになる。言い換えれば、中央銀行の最後の貸し手機能は、このような危機に直面した銀行に流動性を機動的に供給する役割を意味する。

最も重要な論点は、この銀行危機の際に、一部準備銀行制度に内在する「不安定性」に中央銀行がどのように対処するべきか、という点である。最初に流動性不足に陥った銀行が支払い不能で倒産した際に、もし中央銀行による流動性供給という救済策が迅速講じられなければ、その他の多くの銀行の倒産を引き起こす危険、すなわち連鎖倒産による銀行システム崩壊の危険が生じる。そこで、ある論者は、銀行システム全体に崩壊を引き起こしかねない個別銀行を経営破綻から救済することが、最後の貸し手としての役割であり、その存在意義である、と主張する。しかし、このことから、中央銀行はすべての破綻銀行を救済するべきであるとの結論を導くことは、論理の短絡であり、正しい推論であるとはいえない。「ドミノ効果」的な銀行の連鎖倒産が金融システム全

体を混乱させる恐れのある銀行破綻のみを防止するべきである。そうでなければ、銀行経営者の側に「モラルハザード」が発生するからである。

本稿では、Litan (1987) が提案する「ナロウ・バンク (narrow banks)」のような安定化スキームについては言及しない。ナロウ・バンクは預金債務に対して安全で流動性の高い金融資産のみを保有する、事実上の「100%準備制度」に他ならないからである。また、発券を独占する中央銀行の存在そのものを否定する White (1984) などの自由銀行主義 (free banking) についても、推論の対象から除外する。

(3) 中央銀行の独立性とアカウントビリティ

2007-2009 年の世界経済を揺るがした金融・経済危機を踏まえて、バブルの膨張と急激な崩壊を防止する金融システムの再設計への取り組みが世界各国および国際通貨基金 (IMF)、G20 会議、欧州連合 (EU) などの国際的な機関で同時進行している。その焦点の一つが中央銀行の社会的役割である。従来、物価安定の下における経済の安定成長を使命してきた中央銀行は今後も発生が完全には防止することが難しいバブルとどのように向き合うべきであろうか。米連邦準備制度理事会の元副議長のアラン・ブラインダー氏にインタビューした日本経済新聞社の記事は以下のように報道している。

質問：「資産バブルを抑制できなかった FRB の責任を問う声が多いですね。」

回答：「資産価格がバブルなのか、適度な上昇なのかは判断が難しい。FRB だけでなく世界の中央銀行は資産バブルを政策課題にすることをためらってきた。だか、今回の危機を踏まえ方向転換を迫られている。」

「バブルは事前に特定し対処できる問題ではないとしてきたバーナンキ FRB 議長も『最適な政策について学ぶ必要がある』と考えを改めた。私もバーナンキ議長と同じだ。議会で法案作成が進んでいる米金融制度改革も資産バブルが過度に膨張し経済全体に悪影響が出ないようにするのが狙いだ。」

ここでいう「バブルを事前に特定」することは、バブルに対処するための

必要条件である。今次の世界金融危機に」至る準備段階で、世界の金融市場においてレバレッジと流動性のミスマッチの膨大な積み上がりが観察された。このため、金融システムはマクロ経済環境や金融市場環境のマイナス方向への変化に脆弱となり、今次の世界金融危機を発生させる種を蒔いた。金融規制・監督が現在直面している最大の課題の一つは、金融システム全体のリスク、すなわち「システミック・リスク」に対する健全化規制の政策を再構築することである。これがマクロ的信用秩序維持政策もしくはマクロ・プルーデンス政策（macro-prudential policy）と呼ばれているものである。

マクロ・プルーデンス政策は現在の金融規制・監督制度における欠落した構成要素である。過去 20-30 年間に於いて、マクロ経済政策と個々の金融機関の健全性規制政策、いわゆるマイクロ・プルーデンス政策（micro-prudential policy）との間には余りにも大きなギャップが存在してきた。もしマクロ・プルーデンス政策が金融システムの強靱性を増大させることに成功していたならば、そして経済に対する、特に金融システムに対する信用供給の熱狂的な過剰を緩和していたならば、今次の世界金融危機はこれほど莫大なコストを伴って生じることが避けられたかもしれない。

信用供給の熱狂的な過剰を防止するためには、信用の膨張をリアルタイムで把握することは困難であるとしても、あまり大きなタイムラグを伴わずに、「タイムリーに把握する」方法や手段がないわけではない。たとえば、金融情勢を計量的に表示する複合指数としての「金融情勢指数（Financial Conditions Index: FCI）」もしくは「金融健全性指標（Financial Soundness Index: FSI）」などを作成し、その動向を丹念に点検し、これらの指標に大きな変化（過剰もしくは行き過ぎ）が見られた場合には、警告を発する枠組みの設計が考えられる。¹⁹⁾

上記のような指数や指標が作成され、公表されるようになると、信用供給の過剰が客観的に観察される。この観察結果を受けて、金融システム安定化を図るためのマクロ・プルーデンス政策が関係する「金融システム安定化委員

19) 代表的な先行研究としては、Goodhart and Hofmann (2003), Beaton, Lalonde and Luu (2009) やわが国では松岡・安達 (2009) などがある。

会」などの規制当局で検討され、適切な抑制策を事前に発動することが可能となる。システミック・リスクには 2 つの主要な原因がある。1 つは企業や家計と同様、金融機関にも信用循環の上昇局面では、自らを過大なリスクに晒させる「集団行動的な傾向」が強く見られ、反対にその下降局面では過大にリスクを回避するようになる傾向が強く見られることである。2 つは、個々の金融機関が自らの採る行動が金融ネットワーク全体のリスクにもたらす「スピルオーバー効果（外部不経済）」を十分に考慮に入れることをしない点である。いわば、自らがとるリスクについては認識し、適切な対応措置をとるとしても、金融システム全体のリスクが余りにも過大となる危険についてはほとんど考慮することができないからである。その意味で、金融システム全体で一種の「合成の誤謬」が発生する可能性がある。

このような「合成の誤謬」に適切に対応して、システミック・リスクの発生を事前に観察することを可能にするものが、上述の金融情勢指数である。この点は、別の論考で詳細に検討する。

質問：「中央銀行はどう変わるべきでしょうか。」

回答：「FRB の場合、一般の物品 [財]・サービスの価格を指標とする物価の安定と雇用の確保を政策目標としてきた。今回の改革を機に連邦準備法を改正し、金融安定化を物価・雇用と並ぶ政策目標として明記するのが望ましい。そのうえで FRB 内に金融安定局を設け、バブルの監視体制を整えるべきだ。」

以上のように、ブラインダー氏は、大胆にも連邦準備法を改正して、金融安定化を物価と雇用に並ぶ、3 つ目の政策目標として明記し、その上で FRB 内に「金融安定局」を設け、信用バブルの監視体制を整備することを提案していることは興味深い。米国上院の銀行委員会は財務長官をシステミック・リスク協議会の責任者に据える法案を検討している。しかし Meltzer (2010) によ

ると、1970年代にファースト・ペンシルヴェニア銀行²⁰⁾を救済するという誤った政策による救済が始まって以来、すべてではないがそのほとんどの銀行救済を認可したのはまさにこの財務長官であった。そのような法案は金融改革にはまったく繋がらない。それは「鶏小屋に凶暴な狼を放つようなものである」、と手厳しい。彼は、「真の金融改革は、規制当局ではなく、銀行経営者に自らのバランスシート上のリスクを監視させ、万一リスク管理を間違っって損失が生じた場合には、その経営者に損失を引き受けさせるような制度を作る必要がある。大手銀行の経営者とその株主がリスクに対して慎重な判断を下し、その結果生じた損失を彼ら自らに引き受けさせることを強制する事態が生じるようにならなければ、健全なる銀行システムがこの社会に形成されることはないであろう」、と断言する。

これと同時に、自己資本比率規制など現状のマイクロ・プルーデンス政策に加えて、金融機関、特に銀行の資本と流動性に課税する体制を通じて信用循環の過大な膨張を抑制することが実際に可能かどうかは十分なる検討に値する課題である。

IV 結びにかえて

英国の経済誌 *The Economist* (July 30th, 2011) の社説²¹⁾は、米国と欧州 (EU) の政治指導者たちが財政赤字や「ユーロ危機」の收拾などにおいて痛みを伴う決断を先送りし続けており、「日本化 (Turning Japanese)」していると厳しい評価を示した。現在、欧米で進行中の経済・金融危機は、約 20 年前にバブル経済崩壊後の長期に渡るデフレ状態での経済停滞の再現である、として日本には有難くないアナロジーを用いて、日本の政治家は言うまでもなく、現在の欧米の政治家の指導力の不足に警告を与えている。

2011年7月に、ギリシャやアイルランド、ポルトガルなど「ユーロ圏」の周

20) ファースト・ペンシルヴェニア銀行は、連邦預金保険公社のオープン・バンク・アシスタンス (Open Market Assistance: OMA) を受けた主要な銀行の 1 つで、1980 年に最終的に清算された。以下の URL を参照。www.fdic.gov/bank/historical/managing/history2-02.pdf

21) “Debt and politics in America and Europe”, *The Economist*, July 30th, 2011, p.7.

辺国のみならず、第 3 と第 4 の大国であるイタリアとスペインの長期国債の金利が「危機的水準」と呼ばれる 6%を超えた。また、大手格付け機関の 1 つによって、米国の国債の格付けが最高格付けである AAA（トリプル A）から初めて一段階引き下げられた。これを受けて、世界中の株式市場が暴落し、その内のいくつかの市場では、2008 年の「リーマン・ショック」以来の一日における最大の下落幅を記録した。特に銀行株の下落が最も激しくなり、金融システムの緊張感が再び高まったことを印象付けた。これに対して、主要な中央銀行は、この緊急事態に対して新たな対応策を採るために出動を余儀なくされた。

欧州中央銀行（ECB）はスペインとイタリアの国債の購入を拡大することにより両国を支援することを表明した。他方、米国の連邦準備理事会は、「時間軸効果」を狙ってほぼゼロに近い政策金利を 2013 年中ごろまで維持し、さらに米国経済の支援のために更なる金融緩和策（量的緩和策の第 3 弾、いわゆる「QE3」）の採用をほのめかせた。

米国をはじめその他の先進国が景気後退に陥るリスクは再び高まりを見せている。大西洋を挟む両サイドの経済に関する問題の根源は、過剰な債務と経済危機に対処すべき政治家の意思の欠如である。「ユーロ圏」では、周辺の小国で発生した債務問題「ソブリン・リスク」が大国スペインやイタリア、さらにはフランスにまで拡大した。いつものように、7月の緊急サミットによって危機は一時的に小康状態を保っているが、政治家が十分な危機対応を施さないうえ、銀行システムをリスクに晒していることが明らかとなると、再び危機状態は高まった。他方、米国でも国債発行上限の引上げを巡る政治的駆け引きで「債務不履行」のリスクは回避されたものの、その決着は 2 つの欠陥を内包していた。すなわち、米国経済が景気刺激策を必要としているときに、短期的な緊縮財政を決めたこと、および増税や社会保障費の削減などの中期的な赤字を削減する政策を決めることができなかった。

中央銀行はこのような危機対策としてどのような政策を打ち出すことができるのか。ヨーロッパでは ECB の介入がスペインやイタリアの国債の金利を 5%台に引き下げる効果があった。また、連邦準備理事会も「QE3」を検討する必要に迫られる。これらの中央銀行の追加策はその効果に限界がある上、新

興国への更なる資本流入を引き起こし、その経済運営をいっそう困難にすることが懸念される。しかも、中央銀行による積極的な危機対策は「モラルハザード」を伴うという問題を抱えている。政府は財政問題に真剣に取り組むことをせず、自らが解決できない難問を他者に押し付けることになる。これは政策当局による責任放棄を意味し、問題解決の機会をみすみすなくしてしまう危険を伴っているからである。他方、ヨーロッパの政治指導者と中央銀行は、周辺国の「ユーロ圏」からの離脱か、さもなければ、これまで以上に緊密な「財政統合」か、というきわめて難しい選択を迫られることになる。「ユーロ圏」の救済には、現在「ユーロ圏」諸国が受け入れる用意がある金額よりもはるかに大きな金額の救済基金（欧州金融安定化基金）を必要としている。経済学的にはもっと効果のある対策は、「ユーロ圏」諸国による欧州共同債の発行である。しかしこの後者の解決策は、危機解決の最終的な姿を説得的に明示するようなコミットメント無しには、「ユーロ圏」諸国の政治家による密室における合意では到底、ヨーロッパの選挙民の同意を確保することはできない。

結論として言えることは、日本を含めて、大西洋の両側の政治指導者たちのために、中央銀行は若干の時間を稼ぐことは確実にできる。しかし、その時間をうまく利用して、実効性のある解決策を見出す努力をするかどうかは、長期的なビジョンに基づいた政治家の決意にすべてが依存していると言えよう。

参考文献

- 日本銀行金融研究所編（2004）『新しい日本銀行 その機能と業務（増補版）』有斐閣。
日本銀行金融研究所編（2011）『日本銀行の機能と業務』東洋経済新報社。
春井久志（1996）「中央銀行の独立性：イギリス—金融政策の信頼性確保を目指して—」『月刊金融ジャーナル』、1996年7月号。
春井久志（1997a）「中央銀行の機能をめぐる諸問題—中央銀行論（Central Banking Theory）を目指して—」『金融経済研究』、第11・12号、3月。
春井久志（1997b）「イングランド銀行の独立性」『金融経済研究』、第13・14号、11月。
春井久志・八木功治訳（1990）『富の創造』（ブライアン・グリフィス著）すぐ書房。

- 春井久志 (1998) 「中央銀行機能の生成・発展」『経済学論究』、第 51 巻、第 1 号、1 月。
- 春井久志 (2004) 「欧州中央銀行制度の最後の貸し手機能」、田中素香・春井久志・藤田誠一編『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』有斐閣、第 4 章。
- 春井久志 (2009) 「中央銀行と金融システム安定性 ——グローバル化の下でのイギリスを中心に——」『経済学論究』、第 63 巻、第 3 号、12 月。
- 春井久志 (2010) 「世界金融危機とイングランド銀行の量的緩和政策」『証券経済研究』、第 72 号、12 月。
- 春井久志・岩壺健太郎 (2011) 「金融政策とフィナンシャル・コンディショニング・インデックス—マクロ・ブルーデンス政策のための量的指標—」『国民経済雑誌』、第 203 巻、第 1 号、1 月。
- 平井正穂訳 (1967/2004) 『ロビンソン・クルーソー』(上・下)、岩波文庫。
- 松岡幹裕・安達誠司 (2009) 「金融情勢指数 (FCI) と景気循環」、ドイツ証券『Japan Economics Weekly』、6 月 26 日。
- 翁 邦雄 (2011) 『ポスト・マネタリズムの金融政策』東洋経済新報社。
- 吉田 暁 (2000) 「あいまいな存在としての中央銀行」『武蔵大学論集』、第 47 巻、第 3・4 号。
- 吉田 暁 (2002) 『決済システムと銀行・中央銀行』日本経済評論社。
- Bagehot, Walter (1873) *Lombard Street*. London: Kagan, Paul & Co, 1873 [14th edition London: John Murray, 1927]. 久保恵美子訳『ロンバード街』日経 BP 社、2011 年。
- Beaton, K., R. Lalonde and C. Luu (2009) “A Financial Conditions Index for the United States,” Bank of Canada Discussion Paper, 200-11, August.
- Bordo, M. D. (1983) “Some Aspects of the Monetary Economics of Richard Cantillon,” *Journal of Monetary Economics*, 12.
- Bordo, M.D. (1990) “The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*.
- Buiter, Willem (2009) “The Future of Finance”, *The Economist*, January 22nd.
- Capie, F., C. Goodhart, S. Fischer and N. Schnadt (1994) *The Future of Central Banking, The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge U.P.
- Capie, F. (2009). “Some scattered thoughts from history on evolution and design in central banking”, in Mayers, D. and G. Wood eds. (2009) *Designing Central Banks*, Routledge.
- Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War (1918), *First Interim Report*, Cd. 9182, H.S.M.O.

- (1919), *Final Report*, Cmd, 464, H.S.M.O.
- “Debt and politics in America and Europe: Turning Japanese”, *The Economist*, July 30th, 2011.
- “Fed Invokes ‘Unusual and Exigent’ Clause-Again”, *The Wall Street Journal*, September 16, 2008. www.fdic.gov/bank/historical/managing/history2-02.pdf
- Goodhart, C. (1988) *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.
- Goodhart, C. (1993) “Conference Proceedings: Presentation”. In Capie et al. (1994).
- Goodhart, C. and B. Hoffmann (2003) “FCIs and Economic Activity: Some International Evidence”, LSE/Financial Markets Group Special Papers: SP151, June.
- Hicks, John (1967) *Critical Essays in Monetary Economics*, Oxford University Press. 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』オックスフォード大学出版会、1969年。
- Litan, R.E. (1987) *What Should Banks Do?*, The Brookings Institution.
- Meltzer, Allan (2010) ‘Testimony at the U.S. House of Representatives, Financial Service Committee’, March 17, 2010.
- Reinhart, C.M. and K. Rogoff (2009) *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Sayers, R.S., (1967) *Modern Banking*, 7th edition, Oxford at the Clarendon Press.
- Thornton, H. (1802) *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, edited by F. A. von Hayek (1939), London: George Allen & Unwin. 渡辺佐平・杉本俊朗訳『紙券信用論』実業之日本社、1948年。
- White, L. (1984) *Free Banking in Britain*, Cambridge University Press.