

# バーナンキは変節したのか

——『連邦準備制度と金融危機』を読む——

建 部 正 義

## 〈目 次〉

1. 問題の限定
2. 中央銀行の任務と政策手段
3. ヴォルカーによる金融引き締め政策への評価
4. 金融危機への対応——最後の貸し手機能
5. 金融危機への対応——量的緩和政策＝金利政策
6. なぜバーナンキは変節したのか
7. 日米の金融政策比較

## 1. 問題の限定

筆者は、『金融ジャーナル』2012年10月号に向けて、ベン・バーナンキ『連邦準備制度と金融危機』(The Federal Reserve and Financial Crisis)<sup>1)</sup>にたいする、以下のような書評を寄稿した。

本書は、バーナンキ FRB 理事会議長が、2012年3月に、ジョージ・ワシントン大学ビジネス・スクールにおいて、学生向けに4回にわたって行った講義内容の翻訳である。

それぞれのタイトルは、「連邦準備制度の起源と任務」、「第二次大戦後の連邦準備」、「金融危機に対する連邦準備の対応」、「金融危機の余波」というものであった。特に第三回・第四回講義では、以下の側面が明らかにされる。

第一に、今回の危機では、パニックを断ち切るために、FRBは巨額の流動性を供給したが、これは、バジョットが『ロンバード街』で言う「最後の貸し手機能の発動」とまさに同じである。ただ、今次の問題の所在は、銀行と預金者ではなく、証券会社とレポ市場、また、マネー・マーケット・ファンドとコマーシャル・ペーパー市場にあった。

第二に、「QE」と呼ばれる量的緩和政策の目的は、FF金利が基本的にゼロとなったなかで、国債等の大量購入によって長期金利を低下させることであった。

第三に、金融政策と財政政策は明確に区別されるべきであり、この間、FRBの行動は財政政策の分野にまで入り込んではいない。

バーナンキは変節したのか

第四に、金融政策は効果的ではあるが、すべての問題を解決することはできず、構造的な問題や財政問題を解決することはできない。

バーナンキは、隠れもなきマネタリストである。しかし、皮肉にも、彼が活用した手段は、最後の貸し手機能ならびに金利の操作というそれこそ伝統的な政策の枠内にとどまるものであった。本書は、この点を確認するうえでも貴重な証言となっている。

以上である。筆者としては、『連邦準備制度と金融危機』を読み進む過程で、上記の論点をより詳細に解説すると同時に、リーマン・ショック以降の金融危機にたいする日本銀行とFRBの政策的対応上の異同についても比較・検討したいという強い誘惑に駆られたが、いかんせん、与えられた600字という字数の範囲内では、そうした課題に答えることはおよそ不可能であった。

こうして、本稿の課題は、この残された課題に答える点にあると位置づけることができるであろう。

## 2. 中央銀行の任務と政策手段

第一回講義「連邦準備制度の起源と任務」においては、中央銀行の二つの任務と二つの政策手段が、以下のように整理される。

ここで非常に重要な問題は、中央銀行は何をしているかです。中央銀行の任務は何でしょうか。その第一はマクロ経済の安定を達成しようと務めることです。それは、一般的に経済の安定的な成長を意味します。経済が大きく振れたり、不況に陥ったりするのを避け、また、インフレーションを低位で安定的に維持する機能です。中央銀行のもう一つの機能は、通常時は金融システムが機能し続けるように努めます。そして非常時には、中央銀行は金融パニック、金融危機を防止しようと務め、その防止に成功しなかったとしても金融パニック、金融危機を和らげようと努めます。

これらの二つの大きな目的を達成するために中央銀行が使用する手段はなんでしょうか。非常に単純な言葉でいえば、基本的には二組の手段があります。

経済安定化に対する主要な手段は、金融政策です。通常時には、連邦準備は、例えば短期金利を引き上げ、あるいは、引き下げることができます。連邦準備はオープン（公開）市場で証券を売買することによってそれを行います。そして、通常時に、もし経済があまりにゆっくりと拡大しているか、インフレーション（物価上昇）があまりにも低くなりすぎたなら、連邦準備は金利を引き下げて経済を刺激することができます。低金利は、支出、例えば住宅の取得、建設、企業による投資、借入を助長する他の広範な金利に影響を与えます。つまり低金利は、より多くの需要、より多くの支出とより多くの投資を引き起こします。そして、それが成長のより強い推進力を生み出します。したがって、経済を刺激するには金利を引き

下げます。そして同様に、経済があまりに加熱し、インフレーションが問題となった場合には、中央銀行の通常的手段は金利を上げることです。アメリカでフェデラル・ファンズ金利と呼ばれているオーバーナイトの金利を引き上げることにより、より高い金利がシステムに浸透し、借入、住宅購入、自動車購入、あるいは資本財投資のコストを引き上げ、それが経済を鈍化させ過熱圧力を縮小させることになります。このように、金融政策は経済が成長とインフレーションの双方において概ね安定を保つようにするために何年もの間利用されてきた基本的な手段なのです。

中央銀行が金融パニックや金融危機に対処するのに用いる主な手段は流動性の供給です。金融安定の懸念に対処するために、中央銀行ができることは金融機関に短期の貸出を行うことです。パニックや危機の期間に金融機関に短期の信用を供与することは、これらの機関が安定化することを促し、金融危機を和らげ、あるいは終息させるのに役立ちます。この活動は古くからあるもので、最後の貸し手機能として知られています。もし金融市場が混乱し、金融機関が資金調達の実行手段を失った場合、その時には、システムに流動性を供給し、それによって金融システムの安定化を促すために中央銀行が最後の貸し手として機能するよう準備しているのです。

以上である。ところで、中央銀行のこの二つの任務は、当然のことながら、連邦準備制度の設立にあたって、念頭に置かれていたことがらである。すなわち、「ついに1913年に多くの努力の後に議会は連邦準備法を可決し、同法に基づいて1914年に連邦準備が開業しました。……連邦準備法は新たに設立された連邦準備銀行に二つのことを行うよう求めました。第一は、最後の貸し手として機能し、銀行界が数年ごとに経験していたパニックを軽減するように努めることです。第二は、金利やマクロ経済の他の変数の激しい振れを避けるべく、金本位制の力を鈍らせるように、金本位制を管理することです」、と。

ちなみに、ここで、中央銀行の最後の貸し手機能とは、ウォルター・パジヨットが『ロンバード街』のなかで指摘した、次のような考え方を指している。「イングランド銀行も、恐慌期には他の同種の銀行がすべきこと、つまり、『大衆に対して、自行の準備から自由に、また積極的に貸し付ける』という義務を果たさなければならない」<sup>2)</sup>、「イングランド銀行も、同じ状況にある他の銀行と同様に、こうした貸付をする場合、可能ならばその貸付の本来の目的を達成できるようにすべきである。その目的とは、恐慌を食い止めることである。……この目的のために二つの原則がある。第一に、これらの貸付は非常に高い金利でのみ実施すべきである。高金利の貸付は、過度に臆病になっている人々に対しては重い罰金として作用するため、貸付を必要としない人々からの融資申し込みの殺到を防ぐことができる。……充分な対価を支払わないまま、無益な用心のために資金を借り入れる者が出ないようにして、〔イングランド〕銀行支払い準備を可能なかぎり保護するのである」<sup>3)</sup>、「第二に、この高金利の貸付は、あらゆる優良な担保にもとづき、また大衆の希望にすべて応じられる規模で実施すべき

バーナンキは変節したのか

である。その理由は明白だ。貸付の目的は不安の抑制にあるため、不安を生じさせるようなことはすべきではない。しかし、優良な担保を提供できる人への貸付を拒否すれば、不安が発生する。不安が蔓延する時期には、この拒否の知らせは金融市場全体にあつという間に広まる。……イングランド銀行が最終的に損失をこうむるような貸付をする必要はまったくない。商業界における悪質な取引の数は、取引全体のごくわずかな割合を占めるにすぎない。恐慌期に、最終的な準備を持つ銀行または諸銀行が、質の悪い手形や証券を拒否しても、恐慌が真に悪化することはない。『不健全』な人々は脆弱な少数派であり、……大多数の保護されるべき人々は『健全』であり、提供可能な担保を持っている。イングランド銀行が、平常時に優良な担保とみなされるもの、つまり一般に担保化され容易に換金可能なものに対して、自由に貸し付けることが知れ渡れば、支払い能力のある商人や銀行の不安は消えるだろう。しかし、本当に優良で、通常なら換金可能な担保が、イングランド銀行に拒否されることがあれば、不安は緩和されず、他の貸付はその目的を達成できなくなり、恐慌はますます悪化する」<sup>4)</sup>。

紹介と引用が長くなったが、これらをつうじて筆者が強調したいことがらは、以下の諸点である。第一に、中央銀行の任務として、「マクロ経済の安定」すなわち「経済の安定的な成長」、ならびに、「金融の安定化」すなわち「金融システムの機能維持」の二つがあげられていること、第二に、経済安定化にたいする主要な手段として「金融政策」が、また、金融パニック時や金融危機時の金融安定化にたいする主要な手段として「流動性の供給」があげられていること、第三に、金融政策の内容として公開市場操作をつうじた「短期金利への働きかけ」が、また、流動性の供給の方法として中央銀行の「最後の貸し手機能」があげられていること、第四に、したがって、金融政策の効果波及経路としては、中央銀行による短期金利の操作→商業銀行の貸出金利の変更→企業・家計の借入の増減→設備投資・個人消費の増減→経済の拡大・縮小ないしインフレーションの促進・抑制というルートが重視され、マネタリストが想定する、中央銀行によるベースマネーないしハイパワードマネーの供給の増減→貨幣乗数ないし信用乗数を介したマネーサプライないしマネーストックの増減→経済の拡大・縮小ないしインフレーションの促進・抑制というルートが排除されていること。つまり、中央銀行の任務（これは両見地・立場に共通である）はともかくとして、政策手段および金融政策の効果波及経路という側面では、マネタリスト的な見地が影をひそめ、中央銀行の歴史的・実践的な経験を基礎にしたきわめてオーソドックスな立場が正面にすえられているというわけである。この問題は、いくら強調したとしてもけっして強調しすぎることはないであろう。というのは、この観点こそは、学生向けの4回にわたる講義のなかで、バーナンキによってアルファとオメガの位置を与えられている当のものにはかならないからである。不思議といえば不思議であり、また、当然といえば当然であるが、そこでは、マネタリストに独自の見地はついに水面上に浮上することはない。

一例をあげよう。バーナンキは、同じ第一回講義において、連邦準備による大恐慌時の金融政策および金融安定化策の失敗について、次のように断じる。

不幸なことに、連邦準備は大恐慌で最初の大きな問題に直面し、金融政策と金融安定の両面で失敗しました。金融政策面では、もっとも肝心な点は、連邦準備は深刻な不況の時期に人々が期待するような金融政策の緩和をしなかったことです。それには、株式市場の投機を止めることを望んでいた、金本位制を維持したいと考えていた、清算主義者理論〔1920年代に累積した、あまりにも速い経済成長、あまりにも多くの信用供与、あまりにも高い株式価格等のすべての過剰を絞り出さなければならないという見解〕がよいと信じていたなど、いろいろな理由がありました。様々な理由で連邦準備は金融緩和をしなかった、少なくとも十分には緩和しなかったのです。そのため、金融政策が提供するかもしれない、落ち込みに対する埋め合わせをすることができなかったのです。そして、われわれが目にしたのは物価の急速な低下でした。生産や雇用の減少の原因については、いろいろ議論はあると思いますが、物価水準が10%下落したのをみれば、金融政策があまりにも引き締め過ぎであったことがわかるでしょう。

連邦準備が金融引き締めを続けた一つの理由は、連邦準備はドルに対する投機的な攻撃を懸念したからです。イギリスが1931年にそのような状況に直面したことを思い出してください。連邦準備は同様な攻撃がドルを金から離脱させるかもしれないと恐れたのです。かくして、金本位制を維持するために連邦準備は金利を引き下げるのではなく引き上げたのです。連邦準備は、金利を高め維持することはアメリカでの投資を魅力的にし、アメリカからお金が流出するのを防止すると説きました。しかし、それは、経済が必要としていたことと比べれば間違っていました。

連邦準備のもう一つの責務はもちろん最後の貸し手となることです。ここでもまた、連邦準備はその任務を理解していませんでした。連邦準備は銀行取り付けに対して不適切な対応をしました。多くの銀行が倒産するというすさまじい衰退をそのままにしておいたのです。その結果、銀行倒産が国全体に広がりました。いくつかのケースでは銀行は実際に破産していました。手を施す余地はほとんどなかったでしょう。しかし部分的には、連邦準備はどうも、信用があまりに多すぎる、銀行が多すぎるという清算主義者の理論に少なくともある程度は同意していたらしいのです。それが原因でしょう。システムを縮小するままにしておこう、それが本当に健全なことだ、というわけです。しかし残念ながら、それは正しい処方箋ではなかったのです。

以上である。見られるように、大恐慌時における連邦準備の金融政策面および金融安定化策面での失敗の原因は、金利を引き下げるのではなく引き上げることによって、過度の金融引き締めに行ったこと、また、最後の貸し手機能を発動するという任務を果たさなかったことに帰せられている（最後の貸し手機能は、バジヨットの提唱以降、イングランド銀行が恒

バーナンキは変節したのか

常に採用するにいたった伝統的な政策であり、マネタリストに固有なそれとはいえない)。逆にいえば、金融政策面において、マネタリスト的なそれが実施されなかったこと、いかえれば、ベースマネーないしハイパワードマネーの銀行への直接的な供給が不十分であったことに帰せられているわけではない。マネタリスト的な金融政策が実施される場合には、政策金利という概念そのものが否定され、ベースマネーないしハイパワードマネーの供給量が操作目標の位置を占め、金利は完全に市場の自由な決定に委ねられることになる。

### 3. ヴォルカーによる金融引き締め政策への評価

第二回講義「第二次世界大戦後の連邦準備」をめぐって、さしあたり、筆者が興味をひかれるのは、ヴォルカー議長の強力な金融引き締め政策にたいして、バーナンキがどのような評価を与えるのかという問題である。

この点にかんして、バーナンキは、以下のような診断をくだす。

1970年代のインフレーションの昂進にたいしては反作用がありました。この時期の主要な人物はポール・ヴォルカー議長です。彼は、経済政策論議において今日にいたるまで影響力を持っている人物です。ヴォルカーがインフレーション問題に対処するには強力な行動が必要だと決断したのは就任後わずか数か月でした。そして79年10月に、彼と連邦準備の政策決定委員会である連邦公開市場委員会は、金融政策の運営方法に強力なブレーキを設けたのです。基本的には、ブレーキは、連邦準備が金利を非常に急激に引き上げることを可能にしました。金利の引き上げは経済を鈍化させて、インフレ圧力を低下させます。ヴォルカーが言っているように「インフレーションの循環を断ち切るには、信頼のできる統制のとれた金融政策を持たなければならない」のです。そして、それがうまくゆきました。このプログラムが開始された後の数年間、インフレーションは非常に急速に低下しました。その意味では、80年代の政策は、インフレーションをコントロール下に置くという目的を達成し、非常に大きな成功でした。しかし、何事もただというわけにはいきません。この政策の影響の一つは金利を急速に引き上げることでした。インフレーションを低下させるために必要であった高金利は、非常に急激な不況を引き起こしました。そして実際のところ、82年の失業率は、最近時の不況の際にわれわれが経験したよりも高くなったのです。このように、ヴォルカーの行動には真に負の側面があったことは確かです。

以上である。見られるように、ここでもまた、ヴォルカー議長が採用した金融政策の本質が、金利の引き上げにあったことが確認されている。

なぜ、この問題が大事なのかといえば、当時、連邦公開市場委員会(FOMC)が、「新金融調節方式」の内容を指して、従来のフェデラルファンド・レートにたいするターゲティング方式からの新たな非借入準備にたいするターゲティング方式への移行であると公表したこと

から、一般に、「新金融調節方式」は、伝統的な金利コントロール方式からのマネタリスト的な量的コントロール方式への移行を合意するものと受けとめられていたからである。

もっとも、ヴォルカー自身は、2004年10月に『日本経済新聞』紙上に掲載された「私の履歴書」のなかで、次のような証言を残すにいたっている。「金融政策の目標を金利からマネーサプライ（貨幣供給量）へと転換する——。〔FOMCの〕緊急会議のテーマである。／それまでFRBは金利を上げ下げすることで、金融政策を実施していた。引き締め時には金利を引き上げるのだが、当時のインフレの加速には追いつけなかった。／そこで、マネーの増加目標を定め、その範囲に資金の供給を絞ることで金融を引き締める。結果として、金利がハネ上がることを容認する。FRB議長就任前から練っていたのは、そんな引き締め策だった。大幅な利上げは通常、政治的反発を招くが、マネーに関心を引きつけることで、少ない抵抗で金利を引き上げるようにしたのである」<sup>5)</sup>、「マネーに焦点を当てる引き締めの波及経路は次のようになる。民間銀行は預金の一定額を預金準備としてFRBに積む義務がある。FRBが資金供給を絞ると、銀行は預金準備に見合う資金を市場で調達する必要に迫られる。／資金調達の間がフェデラルファンド（FF）市場だ。FRBが資金供給を絞るとFF金利は上昇するが、上限の用途は年15.5%とする——。〔1979年〕10月6日のFOMCではそんな目標を立てていた」<sup>6)</sup>、「資金調達コストに利ザヤを乗せて融資する銀行も、FF金利の上昇にともなってプライムレート（最優遇貸出金利）を引き上げた。紆余曲折を経てプライムレートは80年12月には21.5%と、過去最高を記録した。／住宅ローンに適用されるモーゲージ金利も同年秋には18%台に上昇した」<sup>7)</sup>。このうち、「大幅な利上げは通常、政治的反発を招くが、マネーに関心を引きつけることで、少ない抵抗で金利を引き上げられるようにしたのである」という発言が留意されるべきであろう。

このように両者をつきあわせると、バーナンキの診断とヴォルカーの証言とは完全に一致していることが理解されるわけである。

#### 4. 金融危機への対応——最後の貸し手機能

さて、本稿のほんらいの主題が始まるのは、ここからということになる。

第三回講義「金融危機に対する連邦準備の対応」のなかで、バーナンキは、まず、流動性供給面での一般的な対応という側面について、以下のように説明する。

連邦準備は、流動性を供給しパニックを確実に制御するのに重要な役割を果たしました。連邦準備は割引窓口と呼ばれる機能を持っています。連邦準備はそれを日常的に銀行に短期資金を提供するために使います。銀行は連邦準備に担保を預けており、それに基づいて連邦準備が課す公定歩合と呼ばれる金利でオーバーナイトの借入ができるのです。このように、連邦準備が銀行に貸し出すことのできる割引窓口はつねに営業しています。銀行に貸し出す

バーナンキは変節したのか

のに特例的な手続きは必要ありません。連邦準備はいつでも銀行に貸し出します。われわれは、信用が利用可能であることを銀行に再確認させるために若干の修正を施しました。そしてシステムにより多くの流動性を入れるために、通常はオーバーナイトである公定歩合貸出の満期を延長しました。われわれは満期をより長くして、割引窓口貸出について入札方式を取り入れました〔これは、入札型ターム物貸出（TAF）と呼ばれた〕。それは、われわれが競売にかけると一定金額を入札で競わせれば、少なくとも、多額の現金をシステムに確実に入れられるという考えによるものです。

しかし、わが国の金融システムは連邦準備が設立された1913年当時に比べてより一層複雑なものになっています。現在、市場には他に多くの種類の金融機関が存在します。危機は昔の銀行危機と似ていますが、危機はまったく異なった種類の機関、違った制度的環境下で生じていたのです。したがって、連邦準備は割引窓口以上のことをしなければなりませんでした。われわれは他のたくさんのプログラムをつくらなければなりませんでした。特別流動性機能と特別信用機能は、われわれが銀行以外の金融機関にバジヨット・ルールに基づいて貸出できるようにしたものです。バジヨット・ルールは、資金の調達先を失って困窮している機関に対して流動性を供給することがパニックを鎮める最善の方法であるというものでした。ところで、これらの貸出のすべては担保によって保全されていました。われわれは納税者のお金で賭けをしていたのではないのです。そして、現金は銀行だけでなく、より広くシステムに行き渡ったのです。繰り返しますが、この目的は金融システムの安定性を向上させ、そして、信用の流れを再び動かすことにありました。そして、強調しておきますが、中央銀行のこの最後の貸し手機能は何百年も前からあるのです。今回違っていたのは、単に伝統的な銀行の環境下ではなく、違った制度的環境下で行われたことです。

銀行は、もちろん、割引窓口の取り扱い対象となっています。しかし、証券やデリバティブを扱う証券会社のような他の種類の金融機関もまた非常に深刻な問題に直面していました。われわれは、それらの機関に対しても担保を基にして、現金、すなわち、短期の貸出を提供しました〔たとえば、プライマリー・ディーラー向け貸出ファシリティ（PDCF）の導入〕。コマーシャル・ペーパーによる借り手とマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドも支援を受けました。最後に、資産担保証券があります。資産担保証券市場は危機時にはほとんど干上がってしまい、連邦準備は資産担保証券市場が再開するのを助長するため新規の流動性プログラムをいくつか創出しました〔たとえば、ABS保有者にたいしてノンリコースローンを提供するファシリティ（TALF）の創設〕。

さて、銀行に対しては割引窓口を通じて貸し出していましたが、これは正規の割引窓口を通じたまったく通常の貸出でした。その他の種類の貸出にはわれわれは非常時の権限を発動する必要がありました。連邦準備法第13条第3項は、非常時に緊急を要する環境下では、連邦準備は銀行だけでなく他の種類の機関にも貸出できると規定しています。この権限は



1930 年代以降使われたことはありませんでした。しかし、今回の場合は、様々な機関、様々な市場で多くの問題が発生したので、われわれはこの権限を発動し、多様な市場の安定化を助長するために使ったのです。

以上である。要するに、証券会社（プライマリー・ディーラー）への貸出も、コマーシャル・ペーパーによる借り手とマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドへの支援も、資産担保証券市場にたいする流動性プログラムの創出も、すべて、流動性の供給をつうじてパニックを鎮静化するための措置であり、その手段として、連邦準備の最後の貸し手機能が発動された（そして、その根拠は、連邦準備法第 13 条第 3 項に求められる）が、中央銀行のこの最後の貸し手機能は何百年（？）も前から存在するものであり、今回違っていたのは、たんに伝統的な銀行危機下ではなく、新たな制度的環境下で適用された点にすぎないというわけである。いいかえれば、これらの措置は、ときに非伝統的政策と呼ばれたが、それらといえども、伝統的な中央銀行の最後の貸し手機能の枠内でのそれにすぎなかったということになる。

なお、わが国の場合には、アメリカと異なり、日本銀行はかねてから証券会社とも取引関係を保ち、したがって、銀行とならんで証券会社も同行に口座を保有しているので、日本銀行は、特段の手立てを講ずることなく、銀行と同様に証券会社にたいしても、最後の貸し手機能を発動することができる。じっさい、遠くは 1965 年に山一証券および大井証券にたいして、近くは 1997 年に山一証券にたいして、「日銀特融」が発動された事例がある。

つづいて、バーナンキは、より具体的に、ケーススタディの 1 というかたちで、マネー・マーケット・ファンドおよびコマーシャル・ペーパー市場をめぐる問題をとりあげる。

マネー・マーケット・ファンドは、基本的には、投資ファンドであり、人々は持分を買うことができます。マネー・マーケット・ファンドは人々の出資金を短期の流動的な資産に投資します。マネー・マーケット・ファンドは歴史的に 1 持分当たり 1 ドルをほぼ常に維持してきました。ですから、実際のところ、それらは銀行〔勘定〕によく似ており、そして、年金基金のような機関投資家がしばしば利用していました。たとえば、現金が 3000 万ドルある年金基金はおそらくそれを銀行には預けないでしょう。なぜならそのような多額のお金には預金保険がつかないからです。預金保険が対象とする金額には限度があるのです〔当時、預金保護の上限は 10 万ドルであった〕。年金基金は、現金を銀行に預ける以外に、投入された 1 ドルについては 1 ドルと少しの金利を約束するマネー・マーケット・ファンドにも現金を入れるかもしれません。満期が非常に短く安全で流動的な資産に投資することは、機関投資家にとって現金を管理する方法としてかなりよい方法です。マネー・マーケット・ファンドに資金を投じた資本家は自分の資金 1 ドルに対していつでも 1 ドル引き出せることを期待します。このように、彼らはそれを基本的に銀行勘定のようにみなしています。次に、マネー・マーケット・ファンドは何か投資しなければなりません。彼らはコマーシャル・ペー

バーナンキは変節したのか

パーのような短期資産に投資する傾向があります。コマーシャル・ペーパーは一般的に企業によって発行される短期の債務証券です。短期とは通常は90日未満です。非金融法人がキャッシュ・フローを管理するためにコマーシャル・ペーパーを発行します。彼らは給与支払いや在庫を持つためにいくらか短期資金を必要とします。銀行を含む金融法人もまたコマーシャル・ペーパーを発行します。それは、彼らの流動性ポジションを管理したり、また、民間経済部門への貸出に使うためです。マネー・マーケット・ファンドは、製造業のような非金融事業と金融機関の双方の資金調達源であるコマーシャル・ペーパーを購入します。

リーマン・ブラザーズは2000年代にモーゲージ関連証券と商業不動産にも多額の投資をしていました。住宅価格が下落し、また、モーゲージの延滞が増加した時にリーマンの財務状態は悪化し、また、商業不動産で多額の損失を出しつつありました。このように、リーマンは支払不能になりつつありました。すべての投資で損を出しており、非常に大きな圧力を受けていました。そして実際に、リーマンの債権者たちは同社に対する信頼を維持できなくなり、同社から資金を引き揚げ始めました。例えば、投資家はリーマンのコマーシャル・ペーパーの借り換えを拒みました。他のビジネスの相手方は「われわれは御社ともう商売はしません。なぜなら、来週には御社はなくなっているかもしれないからです」と言いました。このように、リーマンはますます損失を出し、独力での資金調達がますます困難になっていきました。そして〔2008年〕9月15日に、同社は破産の登録をしたのです。そして、このことは世界の金融システム全体に影響を及ぼした巨大なショックでした。さて、とりわけ、リーマン・ブラザーズの倒産が持つ多くの含意の一つが、マネー・マーケット・ファンドへのそれでした。他の資産とともにリーマンが発行したコマーシャル・ペーパーを保有している、かなり大きなあるマネー・マーケット・ファンドがありました。そしてリーマンが倒産した時に、そのコマーシャル・ペーパーは無価値か、少なくとも長期間まったく流動性がないかの、いずれかでした。ですから、このマネー・マーケット・ファンドは、突然、もはや出資者に1持分当たり1ドルを支払えなくなってしまったのです。

このファンドの投資家、そして、次に他のマネー・マーケット・ファンドの投資家は、ちょうど典型的な銀行取り付けと同じように、彼らのお金を引き出し始めました。非常に激しいマネー・マーケット・ファンド取り付けがあったのです。

この時、連邦準備と財務省は事態に非常に素早く対応しました。財務省は臨時的保証を提供しました。それは、投資家が今すぐお金を引き出さなくても彼らのお金の返還を保証するというものでした〔MMFにたいする元本保証〕。そして、連邦準備は支援の流動性プログラムをつくりました。そのプログラムにより連邦準備は銀行に資金を貸し出し、銀行は次にその資金でマネー・マーケット・ファンドの資産をいくらか購入しました。そして、それが出資者に支払うためにマネー・マーケット・ファンドが必要としていた流動性を与え、パニックを鎮めるのに役立ったのです。

このように、これは、まったく典型的な銀行取り付けと同様で、典型的な対応がとられました。すなわち、それは取り付けに遭っている機関が投資家に現金を支払うのを助けるためにそれらの機関に流動性を提供し、また、保証を提供することでした。そして、それらによって取り付けはうまく収まったのです。ただ、そうなるまでには紆余曲折があったのです。マネー・マーケット・ファンドもまたコマーシャル・ペーパーを保有していたことを思い出してください。マネー・マーケット・ファンドが取り付けに遭い始めると、今度は、彼らがコマーシャル・ペーパーをできるだけ早く投げ売りしようとしてしました。その結果、コマーシャル・ペーパー市場に衝撃が走ったのです。

これは金融危機がまったく別の方向に広がることもありうることのまさに好事例です。リーマンが倒産し、それが、マネー・マーケット・ファンドが取り付けに遭うのを呼び込み、そしてそれが、コマーシャル・ペーパー市場のショックにつながったのです。このようにすべてのことは、他のすべてに関連しており、システムを安定的に保とうと努めることは本当に大変です。

ここで、また、連邦準備はバジヨットの原則に従って特別プログラムを作りました。基本的には、われわれは支援的な貸し手の立場でした。「これらの会社に貸し出しなさい。これらの会社への資金の貸出を継続するのにもし問題があれば、われわれがあなたを支援します」というものです。そして、それによってコマーシャル・ペーパー市場は信頼を取り戻したのです。

以上である。ちなみに、日本銀行「金融市場レポート」(2009年1月)は、FRBが創設したCP買い取りファシリティについて、次のように解説している。「米国では、リーマン・ブラザーズの破綻を契機に、投資家の相次ぐ解約に直面したMMFがCPへの投資を手控えるようになり、CP市場は著しいストレスに晒された。こうした中、FRBは、2008年9月から10月にかけて、CPを買取る複数のファシリティを創設した。具体的には、①預金取扱金融機関および銀行持株会社がMMFからABCPを買取るための資金をノンリコースローンとして提供するAMLF、②NY連銀設立の特別目的会社がCP発行体から〔プライマリー・ディーラーをつうじて〕CP(ABCPを含む)を買取るための資金をリコースローンとして提供するCPFF、③民間の〔NY連銀設立の(?)〕特別目的会社がMMFからCDおよびCPを買取るための資金をリコースローンとして提供するMMIFFの3つのファシリティである。これらのファシリティは、CP市場の流動性と機能を改善することによって、銀行が企業や家計への信用供与に応じるために必要な資金調達をサポートすることを企図したものである」<sup>8)</sup>。いま、ノンリコースローンとは、債務履行のための責任財産(ここでは、買い入れたCPやABCPのこと)の範囲が限定されていて、債務者の一般財産にまで履行請求権が及ばないローンを意味する。それはともかく、バーナンキのいうマネー・マーケット・ファンド支援のための流動性プログラムとは、①のAMLFのこと、またコマーシャルペーパー市場

バーナンキは変節したのか

支援のための特別プログラムとは、②の CPFF および③の MMIFF のことを指しているの  
であろう。

ケーススタディの1にひきつづいて、バーナンキは、ケーススタディの2として、ベア・  
スターンズとAIGをめぐる問題をとりあげる。ただ、ここでの紹介は、AIGのケースにとど  
めることにしたい。

AIGは複雑な会社で、多数の世界的な保険会社を含む多くの企業によって構成される多国  
籍金融サービス会社でした。また、同社はAIGフィナンシャル・プロダクツと呼ばれる会社  
に資本参加していました。その会社はあらゆる種類の新種のデリバティブとその他の金融活  
動にかかわっていました。そのなかには、モーゲージ担保証券の所有者に対する信用保証  
〔クレジット・デフォルト・スワップ〕の販売も含まれていました。ですから、モーゲージ担  
保証券が悪くなると、AIGは大幅な業績不振であることが明らかとなり、取引の相手方は現  
金を要求し、あるいは、AIGへの資金供給を断り始め、そして、同社は大変な苦境に直面し  
たのです。

われわれの判断では、AIGが倒産すれば、基本的にはそれは破滅であったと思います。同  
社はあまりにも多くの様々な企業と相互に影響し合っていました。同社は、アメリカとヨー  
ロッパの双方の金融システム、グローバル・バンクと相互に非常に深く関連していました。  
もしAIGが倒産したら、もはや危機を制御できないかもしれないとわれわれは非常に心配  
しました。ところで、最後の貸し手理論の観点からは、運がよかったのは、AIGは金融商品  
部門で多額の損失を出していましたが、その損失を支えていたのは世界最大の保険会社でし  
た。ですから、同社はまったく健全な資産をたくさん保有していました。その結果、同社は  
連邦準備に提供することのできる担保をもっていました。その担保があれば、連邦準備は同  
社が営業を続けるために必要な流動性を提供するための貸出ができたのです。

そして、AIGの倒産を防ぐために、われわれはAIGの資産を担保にとって850億ドルを貸  
し付けました〔AIGへの貸出ファシリティの設定〕。これは明らかに、本当に大きな金額で  
す。後に、財務省はAIGがなんとか存続できるようにするために判断力のある支援を与え  
ました〔不良資産買取プログラム(TARP)にもとづく公的資金の注入〕。それは大いに議論  
の余地のあるところでした。われわれは、両者とも正当であったと考えています。貸出は担  
保付であったので最後の貸し手理論にかなったものであると考えました。そして実際のところ、  
担保に対して全額を貸したのではありません。第二に、同社は世界的な金融システムの  
なかの重要な構成員であったことです。やがてAIGは落ち着きを取り戻しました。同社は  
連邦準備に利子つきで返済しました。財務省はまだ同社株の過半数を所有していますが、同  
社は財務省にも返済していますし、今もそれを行っている段階です。

以上である。見られるように、ケーススタディの1についても、ケーススタディの2につ  
いても、その最後の言葉は、「バジヨットの原則」「最後の貸し手理論」とそれにもとづく流

動性の供給であった。なお、リーマン・ブラザーズの破綻とAIGの救済とを隔てる分水嶺となったのは、FRBにたいする健全で優良な担保の提供の有無という問題である。前者はそれをなしえなかったのにたいして、後者はなしえたというわけである。

これを要するに、われわれは、第四回講義の冒頭部分に見出されるバーナンキの以下の文章でもって、本節をしめくることができるであろう。すなわち、「最近時の出来事をみて今われわれが引き出せる論点の一つは、いくつかのその場限りの前例のない一連の行動というよりも、連邦準備の対応は中央銀行の歴史的役割と非常に一致していたということだと私は思います。それは、パニックを鎮めるために最後の貸し手機能を提供することです。この危機では制度的な構造が違っていたということです。問題は銀行と預金者ではなかったのです。それは、証券会社とレポ市場でした。また、マネー・マーケット・ファンドとコマーシャル・ペーパー市場でした。しかし、パニックを断ち切るための短期の流動性を提供するという基本的な考えは、バジヨットが1873年に『ロンバード街』で書いた時に彼が構想したこととまさに同じです」と。

## 5. 金融危機への対応——量的緩和政策＝金利政策

第四回講義「金融危機の余波」のなかでは、いよいよ量的緩和政策（QE）という問題が登場する。はたして、これこそ、真のマネタリストの政策と呼ぶべきものではないのか。じっさい、わが国で、2001年3月から2006年3月までの間、日本銀行によって採用された「量的緩和政策」においては、マネタリスト的なポートフォリオ・リバランス効果にたいする大きな期待が込められていた（この効果は、じっさいには観察されなかった）。しかし、結論を先取りするならば、ここでもまた、われわれは、肩すかしをくらうことになるであろう。

この側面にかんして、バーナンキは、以下のように述べる。

さて、連邦準備が金融政策に用いる通常的手段である短期の金利であるフェデラル・ファンズ金利に戻しましょう。2007年に、サブプライム・モーゲージ市場に象徴されるように、問題が生じ始めたので、連邦準備は金利を引き下げ始めました。そして、2008年12月までにフェデラル・ファンズ金利は0～25ベーシスポイント〔0.25%〕まで引き下げられました。ですから、本質的には、2008年12月までにフェデラル・ファンズ金利は基本的にゼロまで引き下げられたのです。これ以上引き下げられないのは明らかです。

2008年12月時点で通常の金融政策は使い尽くしてしまったのです。それにもかかわらず、経済が追加支援を必要としていることは明らかでした。2009年に入っても経済は依然として急速なペースで縮小していました。われわれは、経済を支える他のなにかを必要としていましたので、通常の金融政策ではないものに目を向けました。そして、われわれが用いた主な手段は、われわれが大規模資産購入（LSAP：The Large-Scale Asset Purchases）と呼ぶも

バーナンキは変節したのか

のでした。それは、新聞その他では量的緩和（QE：Quantitative Easing）として広く知られています。私は、LSAPのほうがよりよい表現だと思います。

では、これはどのように機能するのでしょうか。より長期の金利に影響を及ぼすために、連邦準備は国債とGSEモーゲージ関連証券の大量購入を実施し始めました。ここで明確にしておきたいのは、連邦準備が購入してきたのは、アメリカの政府債務である国債か、ファニーとフレディーの証券のいずれかであり、政府が保証した証券でした。後者については、ファニーとフレディーが国有化された後はアメリカ政府によって償還が保証されました。

われわれは、短期利子率に焦点を当てるのではなく、より長期の利子率に焦点を当ててきました。ですから、これは実のところ、別の名の金融政策なのです。そして経済を刺激するために金利を引き下げるといった基本的な論理は同じです。

大規模資産購入について、もう一つだけコメントしておきましょう。多くの人が金融政策と財政政策を区別していません。財政政策は、連邦政府の支出政策と課税政策です。金融政策は、連邦準備が行う金利の管理に関するものです。二つはまったく別的手段です。そして、特に、連邦準備がLSAP、すなわち、QEプログラムの一環として資産を買う場合を取り上げると、これは政府支出の形態ではありません。それは政府支出として出てきません。われわれがしていたことは、将来のいずれかの時期に市場に売り戻す資産の購入です。したがって、それら証券の購入額は後で受け取ることになるのです。

以上である。見られるように、ここには、大規模資産購入（LSAP）——バーナンキが、マネタリスト的政策というニュアンスをとまなう量的緩和政策（QE）という用語に代えて、大規模資産購入（LSAP）という用語を使用している点に留意されたい——は、伝統的な金融政策の一環（ゼロ金利制約下で、長期金利を下げるための工夫）以外の何ものでもありえないことが、疑問の余地なく明言されている。つまり、それは、国債の大規模購入をつうじて、市場での国債の需給関係に働きかけることにより、国債価格の上昇、したがって、国債の流通利回りの下落を導こうとする意図に発するものであったというわけである。

## 6. なぜバーナンキは変節したのか

周知のように、バーナンキは、隠れもなきマネタリストである。

バーナンキは、2002年11月のナショナル・エコノミスト・クラブでの講演「デフレ——アメリカで『これ』が起きないようにするためには」のなかで、以下のように言及している。すなわち、「不換紙幣システムのもとではデフレは常に反転させることができる、という結論は基本的な経済学の原理から導かれます。ここではちょっとしたたとえ話が役に立つでしょう。今日では金1オンスは300ドル前後で売買されます。そこで仮想の話として、現代の錬金術師が、探求していた最古の問題をついに解決し、実質的にゼロコストで無制限の量の新

しい金を製造する方法を発見したとしましょう。彼の発明が世間に広く知れ渡り、その製造法も科学的に正しいことが証明され、彼は数日中に金の大量生産を開始するという意向を表明します。金の価格に何が起きるでしょうか？ おそらく、安価な金を無制限に供給するので、金の市場価格は暴落するでしょう。事実、金市場がある程度効率的であるならば、発明の発表直後、錬金術師が黄色い金属をわずか1オンス製造・販売するよりも前に、金価格は崩壊するでしょう。／この話が金融政策といったどういう関係にあるのでしょうか？ 金と同じように米ドルもその供給量が嚴重に制限されている限りにおいてのみ価値を持っているのです。しかしアメリカ政府〔ないしFRB〕は印刷機（あるいは現在ではその電子的な相当物）を持っており、ほとんどコストなしで米ドルを好きなだけ製造することができます。米ドルの流通量を増加させることで、あるいはそうするぞと確かな筋から脅しをかけるだけで、アメリカ政府は財とサービスで表現したドルの価値を減少させること、つまりそれらの財とサービスのドル価格を引き上げることができるのです。結論をいいますと、紙幣制度のもとでは、政府は意を決しさえすれば常により大きな支出を創造することができます、それゆえインフレを起こすことができるのです<sup>9)</sup>、と。この見解は、ミルトン・フリードマンのいわゆる「ヘリコプター・マネー論」に内容が酷似していることから、以後、バーナンキに「ヘリコプター・ベン」なる綽名が付けられたことは、よく知られるところである。

そのバーナンキによって、リーマン・ショック以後にFRBによって採用されたすべての危機対応策が、流動性の供給すなわち最後の貸し手機能の発動（証券会社、資産担保証券、マネー・マーケット・ファンド、コマーシャル・ペーパー市場、AIGへのそれを含む）、ならびに、金融政策すなわち金利政策（LSAPないしQEによるそれを含む）という二つのカテゴリーのいずれかに、きれいに腑分けされていることは、上巻の記述のとおりである。ところで、中央銀行の最後の貸し手機能は、バーナンキ自身も認めるとおり、19世紀後半にイギリスの経済学者であるバジヨットによって唱えられたものであり、その意味で、シカゴ学派的なマネタリズムとは共通の起源を有するものではない。それどころか、この原理は、マネタリズム的な見地にたった通貨学派の考え方に由来するものではなく、それと対立的な立場にあった銀行学派に由来するものである。また、フリードマンは、金融政策面では、金利ターゲットを否定して、マネーサプライ・ターゲット（これは、ベースマネーないしマネタリベースのコントロールを介して達成される）を推奨する。それでは、はたして、バーナンキは、FRB理事会議長に就任し、その経験を積むことによって、マネタリスト的見地から変節するにいたったのであろうか。まさに、そのとおりである。筆者は、理論的にはともかくとして、実践的には疑いもなく変節したと考えている。

そうなると、次に問題となるのは、何がバーナンキを変節させたのかというそれである。結論的にいえば、その回答は、理論と現実との整合関係に求められるであろう。ここに、ひとつの手がかりがある。すなわち、白川方明日本銀行総裁は、2011年6月の「バブル、人口

バーナンキは変節したのか

動態，自然災害——日本銀行金融研究所主催 2011 年国際コンファレンスにおける開会挨拶の邦訳——」のなかで，以下のように論定する。「ミルトン・フリードマン教授は、『インフレはいつでもどこでも貨幣的な現象である』と述べました。有名なインフレに関するフリードマン命題です。……デフレに関するフリードマン命題が成立するかどうかは，われわれが命題をどう解釈するかに依存します」，「この命題を『中央銀行は，マネタリー・ベースの拡大により経済をマネーであふれさせることによって，物価を思いのままに押し上げられる』という意味で解釈する場合，命題は，少なくとも日本や米国の最近の経験とは整合的ではありません。1997 年から 2010 年の間，日本のマネタリー・ベースは 90% と大幅に増加した一方，マネー・ストックの増加は 30% でした。2008 年から 2010 年の間の米国の経験でみても，マネタリー・ベースは 140% 増加していますが，マネー・ストックの増加は 10% に止まりました。一方，日本の消費者物価は，マネタリー・ベースの大幅な増加にもかかわらず，2010 年までの 13 年間で 3.7% 下落しています。また，米国のコア CPI インフレ率は，マネタリー・ベースの増加にもかかわらず 1% ポイント以上も低下しています。つまり，マネタリー・ベースが大幅に上昇したからといって，マネー・ストックやインフレ率が，同じように大幅に上昇することはありませんでした」。この指摘からうかがうことができるように，バーナンキのデフレ理論と現実のあいだには，明らかな齟齬がある。

一般に，経済学を含むすべての学問の真理性の基準は，その理論と実践・実験をつうじた現実・事実との照応関係に求められる。バーナンキもまた，事実がもつ雄弁さに抗しきることができず，少なくとも実践面では，中央銀行の歴史的叡知をやむをえず受けいれざるをえなくなったというのがことからの真相なのであろう。

## 7. 日米の金融政策比較

最後に，本稿の内容に関連するかぎりにおいて，リーマン・ショック以降の日米の金融政策の比較を試みることにしたい。

まず第一に注目されるのは，アメリカとは対称的に，この間，日本では，すくなくとも「日銀特融」という意味での中央銀行の最後の貸し手機能がまったく発動されていないことである。日本銀行は，最後の貸し手機能を，自身の判断において，また，政府（内閣総理大臣および財務大臣）の要請を受けて「日銀特融」というかたちで発動することができるが，「日銀特融」が問題となったのは 2002 年 3 月の中部銀行にたいするそれが最後である。

ただ，他方では，日本銀行は，金融システムの安定を名目として，2009 年 2 月には金融機関保有株式の買入措置を再開すると同時に，同年 3 月には金融機関向け劣後特約付貸付の供与措置を新規に導入した。こうした措置は，短期の流動性の供給ではなく，明らかに長期の資本性資金の供給を意味している。これにたいして，アメリカでは，FRB による最後の貸し



手機能をつうじた短期の流動性の供給、政府による不良資産買取プログラム（TARP）をつうじた長期の資本性資金の供給というように、両者および中央銀行と政府の役割はきちんと区分けされている。

第二に、バーナンキは、金融政策とは、結局のところ、金利政策に帰着すると考えるにいたったが、この点では、白川総裁の考え方も同断である。同総裁は、2012年4月10日の記者会見の席上、以下のような発言を残している。「私どもの金融政策は、ベースとして金利に働きかけ、これが経済全体に影響を及ぼしていくと考えています。確かに、非伝統的な金融政策を行っていますが、効果波及のメカニズム自体は非伝統的というわけではなく、伝統的なメカニズムです」。

第三に、FRBは、ゼロ金利制約に直面して、LSAPないしQEというかたちで、長期金利への働きかけを模索することになったが、この点では、日本銀行の場合も基本的に同様である。同行は、2010年10月に「包括的な金融政策」の採用を決定したが、そこでは、ゼロ金利政策の採用と、資産買入等の基金の創設とが企図されると同時に、後者による残存期間1～2年程度の国債の買い入れをつうじた長めの金利の低位誘導が謳われている（2012年4月には、資産買入等の基金の増額、ならびに、買い入れ対象とする国債の残存期間の3年までの延長が決定された）。

第四に、第四回講義のなかで、バーナンキは、「今回のことから導き出すに値する教訓は、金融政策は効果的手段ですが、存在するすべての問題を解決することはできないということだと思います。……金融政策だけでは、経済に影響を及ぼしている主要な構造的問題、財政問題、その他の問題を解決することはできません」と述べているが、この点でも、白川総裁は同じ見地にたっている。同総裁は、2012年4月のForeign Policy Associationにおける講演「社会、経済、中央銀行」のなかで、次のような説明を与えている。「当然のことではあるが、中央銀行が遂行できない政策は、構造政策である。……中央銀行の流動性供給は『時間を買う政策』に過ぎないことも冷静に認識する必要がある」。

このように、リーマン・ショック以降の日米の金融政策の異同の比較を試みるならば、われわれは、両者の相異点よりも共通点の多さに、あらためて気付かされることになる。あるいは、世界の中央銀行の金融政策は、金融危機への対応という未曾有の試行錯誤のなかで、一定の共通点に収斂しつつあるとみなすべきなのかもしれない。

注

- 1) ベン・バーナンキ『連邦準備制度と金融危機』（小谷野俊夫訳）一灯舎、2012年。原文は、<http://www.federalreserve.gov/newsevents/lectures/about.htm> から入手可能である。訳文の利用にあたっては、手直ししたり、パラグラフの区切りを変更した箇所がある。
- 2) ウォルター・バジヨット『ロンバード街』（久保恵美子訳）日経BP社、2011年、216ページ。

バーナンキは変節したのか

- 3) 同上, 216-217 ページ。
- 4) 同, 217-218 ページ。
- 5) 『日本経済新聞』2004年10月20日号。
- 6) 7) 同上, 10月21日号。
- 8) 日本銀行「金融市場レポート」(2009年1月), 72 ページ。
- 9) バーナンキ『リフレと金融政策』(高橋洋一訳)日本経済新聞社, 2004年, 17-18 ページ。