

## 「最後の貸し手」に関するバジヨットの見解

野 田 弘 英

### (一)

2008年のリーマンショックを契機とする金融危機に際してFRBをはじめ各国中央銀行は市中に積極的に貸し出しを行い、金融危機の世界恐慌への展開を抑制した。この危機の抑制において中央銀行の貸し出し行動はいわゆるバジヨット・ルールに則っていたといわれている。このルールについては一度バジヨットの『ロンバード街』(Walter Bagehot, Lombard Street: A Description of the Money Market, 1873. W バジヨット著、久保恵美子訳『ロンバード街 金融市場の解説』, 日経 BP 社, 2011 年)にまで立ち返って考えてみる必要がある。そこでは次のように述べられている。

「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ねばならない。…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、過度に憶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。」「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である。…貸付の目的は不安の抑制であるため、不安を生じさせるようなことはすべきではない」(邦訳 216-7)。

みられるようにここではイングランド銀行は恐慌期に「他の同種の銀行がすべきこと」と同じ義務を果たすべきだと指摘されている。1844年ピール条例以来の同行の発行部と銀行部への分割を前提としつつも、ここではあえて発行部にはふれず、銀行部の従うべき原則に説き及んでいるのである。

### (二)

その理由についてバジヨットは次のように述べる。

この書が執筆された1870-73年には「ピール条例は、イングランドの金融市場を動かす原

「最後の貸し手」に関するバジョットの見解

動力だと広く考えられ」(10) ているが、しかしこの条例は「金融市場においては重要性の低い問題にすぎない」(11)。「1844 年以降、ロンバード街は大きく変貌」(11)、とりわけ「銀行への資金の集中は…イングランドの金融市場が飛びぬけて豊かになり、他国の金融市場のはるか先を行く存在になったことの主因である」(14)。

銀行への資金の集中による金融市場の発展は国内外の事業の発展を促進しただけではない。「第一に、イングランドの商業は、本質的に借入資本を基盤とするようになった。第二に、イングランドの銀行制度が高度化したからこそ、現在のような形の商業や、現在の取引件数を実現させることが可能になった。しかし、この銀行制度には、その力と同じくらいの脆さもあり、この危険性はいくら強調しても足りないほどである。…ロンバード街にある…資金のうち、銀行などの主体が、短期通知、または要求払いで保有している資金の比率は、従来に比べてはるかにおおきくなっている。…こうした資金の大部分が実際に請求されれば、イングランドの銀行制度だけでなく、産業制度も、深刻な危機に瀕することになるだろう。そうした銀行等の預金の一部にも、普通とは異なる、きわめて独特の性質がみられる。…「ヨーロッパの銀行」としてのイングランドの役割は、従来にも増して大きくなった。…恐慌時にはこうした外貨が請求される可能性がある。…現在のイングランドほど銀行預金に対する現金準備の比率が低い国は、今も昔も存在しない」(24-6)。

このようにバジョットは 1844 年以後のロンバード街の変貌の主因として銀行への資金の集中に注目し、ことに「ヨーロッパの銀行」として国際金融市場の中心地に発展しつつあるロンバード街に着目する。国内外からの資金を集中する銀行の巨大な預金業務の膨張とそれに対する現金準備の少なさに彼は注意を促しているのである。

### (三)

これらの点についてさらに彼は次のように細かに述べている。

ピール条例によれば、イングランド銀行発行部による銀行券発行については政府証券を裏付けとする発行額の上限が 1500 万ポンドであり、それ以上の発行額には地金の裏付けが必要とされる。この『厳格な一線』のもとで「おおまかにいえば、ロンドン内外の銀行で、日常取引に必要な額に加えて、多額の硬貨や法定貨幣を保有しているところは、イングランド銀行を除けば皆無である」(36-7)。

「ロンドンの銀行はすべて、そのおもな準備を、イングランド銀行銀行部の預金として保有している。…手形仲買業者はその資金の大半を貸し付け、残りの資金をイングランド銀行か、ロンドン市内の銀行に預ける」(39)。「あらゆる地方銀行は、その準備をロンドンに預けている。こうした銀行は地元での日常業務に必要な最小限の現金しか保有していない。…スコットランドやアイルランドの銀行の慣習もほぼ同じである」(42)。

さらに「いまや諸外国にとっての手形交換所であるロンドンは、諸外国に対して新たな責任を負っている。…ロンドンにある外国の多額の預金は、いまや世界の商業にとって不可欠になっている。…1866 年の恐慌後、特にピール条例の適用中止後には…多額の外国資金がロンドンから引き出された。このため、ロンドンでの外国人の現金預金が増えるにしたがって、好機が増大するいっぽう、イングランドに対する「取りつけ」という惨事も増えると、合理的に推測できる。そして、万一取りつけが起きれば、それに対処するための地金はイングランド銀行から供給されることになる」(45-6)。

「結果的に、われわれの信用制度全体の安全性は、イングランド銀行に左右されることになる。…ところが、イングランド銀行の理事らは…その多くはこの責務をほとんど認めておらず、完全に否定する者までいる」(46-7)。

「一方では、同銀行の理事に対して多額の準備の保有を求める、都市的な良識…が働いている。…ところが他方では、…絶えず作用する圧力が、理事らをまさに逆の方向に進ませ、準備の減少を志向させている。その圧力とは、株主に十分な配当を渡したい…という願望である。他の条件が同じならば…遊休資金が少ないほど配当は増大する」(48-9)。「たいていの銀行では、株主の準備削減の願望を抑制する、健全な恐怖心が生じる。その銀行の信用が失墜することを、株主は恐れるからだ。しかし…イングランド銀行に関しては誰も不安を抱いていない。…しかし、1844 年以降、同銀行銀行部は三回援助を受けており、それがなければ破綻していたはずである」(50)。「同銀行の経営陣は、準備の保有に対して自発的に特別な関心をもつこと、…特段の才覚があることが、とくに必要だと考えられる」(52)。

「銀行支払い準備」に対する一般的な水準を超える追加的請求には、異例に多くなった対外債務を返済するためのものと、国内の突然の不安や恐慌に対処するためのものがある。前者の対外流出に対する有効な手段は「金利の引き上げ」である。金利の上昇によって資金はロンバード街に流入し、また商取引の抑制によって物価が下落し、輸入減・輸出増による金の流入が生じる(56-7)。一方、国内の信用不安から生じた準備流出に対する最善の方法は「資金を自由に貸し付けること」である。信用不安を打ち消すには、資金を持っていることを見せるしかない(59)。

これら対外流出と対内流出はたいてい同時に発生する。対外流出によってイングランド銀行の準備が底をつき、準備の払底と、その結果としての手形割引率の上昇によって市場に危機感が広まることが多い。したがってその対処法としては金利高騰をもたらす金融引き締め策と、多額の資金を即座に貸し付ける金融緩和策がともに必要になる。まず必要な幅だけ金利を引き上げて、対外流出に歯止めをかけ、この高金利のもとで自由に貸し付けねばならない。「高金利で多額の資金を貸し付けること」が最善の対処法である(66-7)。

イングランド銀行は、一国の最終的な支払い準備の保有者として金融不安の時期には自由に貸し付けなければならない。だが同銀行は、恐慌期における多額の貸付をためらいつつ与

「最後の貸し手」に関するバジョットの見解

えている。そうした消極的な姿勢では恐慌に歯止めをかけることはできない。1847年、1866年には同銀行が貸付に消極的だという見方が生じたため、一時期恐慌は際限なく悪化した。ところが同銀行の理事は1847年、1857年（および1866年）に銀行部の準備がほとんど失われたときにも、銀行部は証券の売却と手形割引の拒否によって自己強化できると主張した。しかし厳しい恐慌下では同銀行は証券を売却することはできないであろう。同銀行以外には証券を買い入れる主体はないからである。（74-6）

明確に理解されなければならないことは、最終的な銀行支払い準備の保有者としての義務を同銀行が認識し、それにもとづいて行動すること、「つまり、銀行業の明らかな原則に従い、外国からの請求があった際には準備を十分に補充し、国内の恐慌時には、準備を自由に、また迅速に貸し付けること」である（82）。

ピール条例制定後の三度の恐慌においてイングランド銀行が常に膨大な額の資金を貸し付けたのは事実である。だがどんな種類の担保に対して貸付をするかが明らかにされていない。恐慌の鎮静化にもっとも有効な方法は平常時に優良な「銀行融資の担保」となるものはすべて受け入れることである。同銀行では「恐慌期には、通常受け入れない種類の担保に対して融資すべきでない」との考えが支配しているように思われる。たとえば鉄道債のような優良な証券でさえ同銀行がそれを担保に貸し付ける慣行はみられない。しかし大多数の銀行が平常時にそうした優良な担保に対して融資を与えているのであるから、恐慌期における唯一の貸し手である同銀行は、そうした担保に対して貸付を与え、恐慌下の異常な状況を、平常時の一般的状況にもどさなければならない。恐慌緩和の最善策は、イングランド銀行による適切な額の準備の保持や、この準備の効率的な活用を大衆に信頼させることである（223-6）。

とりわけ注意を要するのは外国の政府・個人の資金が銀行の預金としてロンバード街に集中し、突然の大量資金流出をもたらす原因になってきたことである。「イングランド銀行は…国の最終的な現金準備を保有している。国が支払わねばならない現金は、すべてこの準備から支出されるため、イングランド銀行がそれを支払わねばならない。また、同銀行は「銀行の銀行」としてもこれを支払う義務を負う。こうした立場にある銀行として、同銀行は最終的な現金準備を保有するからだ」（337）。

#### （四）

このように「ヨーロッパの銀行」であると同時に「銀行の銀行」でもあるイングランド銀行は予測が難しい準備の変動にさらされるようになった。この事実を重視してバジョットは同銀行が保持すべき準備について「政策において革命に近いことが必然的に導き出される」（340）と次のように述べている。

イングランド銀行が負債のどれほどの割合を準備として保有すべきかについて、明確な、

または一定の基準を定めることはできない。「一定割合を定めておけば充分だ」との考えはすてるべきだ。今や同銀行に対して発生しうる資金需要の額はきわめて多様であり、同銀行の勘定の数字からはほとんど読み取れないため、単純な推算値は目安にならない。また準備を守るための金利引き上げに関して、市場金利に従って同銀行の割引率を決めるという原則は危険である。同銀行の現金準備に対する突然の需要が頻繁に発生するようになっているため、この原則に固執すれば、恐慌を多発させるであろう (340-2)。

イングランド銀行の勘定の公表はどんな予防策よりも金融市場を安定化させる。どの時期にも公表時点での準備額がそれを下回ると不安拡散の危険性が生じる最低限の準備水準がある。準備はこの「不安限度」以下に減少してはならない。というだけではなく、さらに実際の準備をつねに最低の不安限度以上に維持して、現在の不安だけでなく、将来の不安も緩和できるようにしなければならない。さもないと、不安限度の上昇に対処する割引率の引き上げが資金流入をもたらすまでの間に金流出・準備減少が不安限度以下へ準備を低減させて、社会不安を高進させることになる (343-6)。

バジョットの推定値ではイングランド銀行の銀行部の準備の「不安限度」は 1000 万ポンドである。だが「こうした事例において最終判断を求められるのは、必然的に、この事実に精通し、それを注意深く観察している人々」である (348)。またもしも「イングランド銀行を適切に誘導するために、そうした推定値を正しく算出することが必要ならば、それを正しく算出できる管理組織をつくらねばならない」(349)。

## (五)

「イングランド銀行の管理体制」(第 8 章)を説く際にバジョットは「同銀行の業務を適切に遂行するには、きわめて強い影響力をもつ…常設機関をおくことが不可欠である」(249)と述べ、「常任の役職につくのは、訓練された銀行家でなければならない」(250)と指摘している。商人が大半を占める同銀行の理事は「銀行業務に関してつねに楽観的すぎ」るから、理事会に導入すべきは「賢明な懸念」である。「訓練された銀行家はみな、自分の取引上の習慣や、生活の雰囲気からこれを学んでいる」(251)というのである。

ピール条例制定後の三度の恐慌において恐慌の最終段階では条例適用の中止によって同銀行の銀行部の破綻は回避された。そのことが同銀行の経営に関して理事や人々の楽観をもたらしている。だが「ヨーロッパの銀行」としてイングランドが発展し、国の内外の資金がロンドンの銀行に集中し、また「銀行の銀行」としてイングランド銀行が展開するにつれて、同銀行の準備は突然頻繁に脅かされるようになる。このような危険な事態に対して同銀行は慎重かつ周到に対応しなければならない。

たとえば準備の不安限度が 1000 万ポンドとすれば、突然の資金引き出しに備えて 1150 万

「最後の貸し手」に関するバジョットの見解

ポンドが現実的な準備の最低限であり、さらに金利引き上げが資金誘引効果を発揮するまでの間の資金流出を顧慮すれば、外国の資金需要によって準備が1400～1500万ポンドを下回り始めたら、同銀行は直ちに金利を引き上げるべきだとバジョットは警告する（349-50）。

## （六）

1825年の恐慌以来イギリスは周期的な商業恐慌（過剰生産恐慌）を経験しつつ国際的な景気循環の同調傾向を主導する国として成長してきた。国際交易と国際金融の中心地としてロンドンが確立するにつれて、イングランド銀行の金準備の動向とこれに対応する金利の変動は国際的な景気循環の動向に重要な影響を与え、他面またその金準備の動向はポンドの国際通貨としての威信を裏付ける役割をも担わされるようになる。

同銀行がこうしたグローバルな影響力をもつに至ったことをバジョットは事実上の前提として、その経営に対する理事の過度な楽観に警鐘を鳴らし、手厚い準備の保有による恐慌への備えと恐慌時における迅速で大胆な貸し出しを同銀行に求めるのである。

周期的恐慌を生みつつ世界市場を創出していく資本主義経済を着目していた彼にとって過剰資本の整理をもたらす恐慌の発生それ自体は与えられた事実上の前提である。優勝劣敗の市場競争による不良企業の整理を妨げる政府の介入について、彼の評価は否定的である。

たとえば、彼の見解では、金融市場への政府の介入について「銀行の経営が不健全であれば、今後ともその状態が続くことはたしかであり、政府がそのような銀行を維持・支援すれば、いっそう経営の不健全化が進むだろう。もっとも重要な原則は、現在経営が不健全な銀行に対する援助は、将来の健全な銀行の成立を必ず妨げるということである」（120）。

また、政府とイングランド銀行の密接な関係についても彼は批判的である。

「優れた銀行制度のもとでは…大規模な銀行破綻はおそらく起きないだろう。多くの銀行が、自分の信用は適切な準備の保有にかかっていると考え、実際にそれを保有するだろう。…準備を保有する銀行は、恐慌の初期段階にも自由に、また寛大に対応できる」（122）。これに対してイギリスの単一準備制度には「明らかに重大な欠陥」がある。「第一に、この制度は国の力を借りて作られたものであるため、自然な制度よりも国の支援を必要とする可能性が高い。第二に、…金融市場の予備的現金が他のどの制度よりも少なくなり、金融市場がより脆弱になる。…第三に、単一準備制は、…ひとつの理事会の手に必然的に委ねられることになる。…最後に、単一準備を持つ銀行の理事会は、他の理事会と同様に、その株主から高配当の実現…の圧力を受けるが、いっばうで公益を守るためには、大きな準備の保有が必ず必要になる」（124-5）。

さらに、彼によれば、1797～1819年の兌換停止や恐慌時のピール条例の適用中止などによって「イングランド銀行が窮地に陥れば、政府が必ず支援する」と人々が考えるようにな

ったことは「考え方の墮落」である (126-7)。

「ロンドンですら、きわめて深刻な恐慌が発生すれば、イングランド銀行銀行部の信用はすぐに失墜する。同銀行部にさほどの権威はない。これは 1844 年に創設されたばかりであり、創設以降三回も支払い停止に陥っている。」恐慌は繰り返し襲ってくる。そのたびに支払い停止が繰り返されるならば、「世間の人々は、歴史は繰り返すと考えるだろうし、お金が手に入ったとしても、その払い戻しができなくなるかもしれない機関にそれを預けはしないだろう。…イングランド銀行は大衆を支援しており、また…政府は同銀行を支援していると考えられている。しかし、かつて不安を緩和していた政策が放棄されてしまうと、不安は長期化・深刻化し、ついにはイングランド銀行銀行部自体もその影響を受けるだろう」(215)。

## (七)

バジョットが目指すのは支払い不能の連鎖による大量破産をもたらす金融市場の恐慌現象である。恐慌期には金融機関が不安にかられて金融市場の取引が収縮し、その結果大衆の不安が高まり、預金取り付けの拡大を招く。このパニックが高進して「信用制度全体の安全性」を脅かす金融危機に対しては、恐慌期における唯一の貸し手—最後の貸し手—である「銀行の銀行」(中央銀行) が大胆に貸し付けなければならない。

イングランド銀行の銀行部が破綻を免れる最良の手段は平常時に優良とみなされるあらゆる担保に対する貸付である。「この政策でもイングランド銀行を救済できないかもしれないが、この策で無理ならば、何を実行しても救済できないであろう」(218)。

このようなバジョットの所説の背後にはいわゆる金本位制の自動調節作用が想定されているといえよう。国際的な景気循環の同調傾向の創出に重要な役割をもつ国際間の金移動の働きに対して、それをさまたげるような政府の人為的政策的介入は排除されなければならない。そのためには「銀行の銀行」もまた政府の干渉から独立して金融引き締めと金融緩和を一連の政策として実行しつつ恐慌に対処しなければならないというのである。

ピール条例は、貨幣数量説に基づき、金本位制の自動調節機構を実現するべく金準備による厳重な発券規制を敷いたものである。しかしながら 19 世紀後半になると預金銀行業の発展と「銀行の銀行」としてのイングランド銀行の展開によって預金貨幣の流通が次第に拡大し、厳格な発券規制によっても預金貨幣を用いる銀行の信用供与を統制することが困難になってくる。

ことに好況末期の過剰信用による過剰取引の推進はその反動としての恐慌の様相を激しいものとする。したがって景気が加熱し、イングランド銀行保有の支払い準備が減少し始めれば、素早くこれに対応して金融を引き締めて金利を引き上げ、海外への資本逃避を防止し、

「最後の貸し手」に関するバジョットの見解

準備の補強につとめなければならない。

もっとも一般の銀行—とくに巨大な株式銀行—が放漫な経営をすれば、たとえ中央銀行の慎重な経営が実現したとしても効果を発揮できないであろう。

「わが国の大規模な株式銀行は…その運営の詳細をきわめて慎重に秘匿」(282)している。「しかし、現在では、大銀行の破綻はすべての銀行の信用を著しく損なう」(283)。「わが国の銀行制度の現在の構造のもとでは、大銀行の管理体制はわれわれ全員にとって非常に重要な問題なのである」(284)。

## (八)

みられるようにすでに早くバジョットは Too Big to Fail (大きすぎて潰せない) という現代ビッグビジネスが生み出す難問の発生に対する警告を発しているといえる。ことに銀行業は貨幣の出納保管などの貨幣取扱業務を貸し付け業務と一体化して営むため、その破綻が及ぼす影響は全経済界におよぶ。彼はイングランド銀行も一般の銀行もその重大な責務を自覚せず、不透明で放漫な経営を行っていると批判するのである。

もっとも彼が重視するのは銀行の管理体制の改善による好況末の過剰信用供与の抑制であり、また恐慌時における最後の貸し手の迅速かつ大胆な貸付による流動性不足の解消である。それ以上に恐慌時に最後の貸し手が支払い能力の乏しい銀行の資本損失を補充してその破綻を救うべきだとは、述べていない。優勝劣敗の競争戦による不良企業の淘汰は銀行業においても実現されるべきと彼は考える。19世紀中葉、自由競争期のイギリスが生んだ見解である。

『ロンバード街』刊行後、バジョットの主張が一定の成果をもたらす出来事が生じる。1890年の金融危機に対してイングランド銀行はベアリング商会の破綻を防いで、欧州全体をまきこむような世界金融危機の発生を未然に防止した。

このとき同銀行はまず金準備を手厚く補充して銀行取りつけに備え、またみずから商会の保有資産の処理を引き受け、その損失分担のために他の銀行を巻き込むシンジケート・ローンを組成する。同時に同銀行は政府と協力して商会を分割し、一方の赤字事業が生んだ不良資産を同銀行のもとに移して漸次処分し、他方、黒字の事業は資本を増強してその継続をはかった。こうして事実上資本損失の補充を含む点ではバジョットの原則をはみ出す内容を含んでいたとはいえ、おおよそバジョットの指摘にそった敏速で大胆な行動によってイングランド銀行は最後の貸し手の責務を果たしたのである。

しかしながら独占・寡占が支配する20世紀になると金融システム全体を危機に陥れるような銀行・金融機関の行動がいわば足並みをそろえて現れるようになる。

ケインズは『貨幣論』(「ケインズ全集」日本語版 第5巻 貨幣論 I 東洋経済新報社

昭和 54 年)において銀行による能動的な預金創造を取り上げ、現金が全く用いられない国の封鎖的な銀行組織のもとでは「それらの銀行が歩調を揃えて進むかぎり、銀行が安全に創造しうる銀行貨幣の額には、何らの限界もないことは明らかである」と指摘し、「銀行組織内の個々の構成分子の側では、このような他との同調的な運動に向かう傾向が、ある程度までは常に存在しているのであり」、「その上、不換紙幣が流通している国の場合や…「封鎖」体系の成立する条件が満たされている場合には…他との同調的な運動による不安定性への傾向は、実際問題として極めて重要な特徴である」と述べている(23-5)。

独占・寡占の銀行制度のもとでは同一歩調の預金創造活動への歯止めは弱まり、不換通貨制度によってその歯止めはますます弱められる。また今日、銀行とともに非銀行金融機関も増大し、金融システムの不安定性を増幅させている。この状況下で金融危機が生じると多くの金融機関が破綻に直面し、「大きすぎて潰せない」金融機関の救済措置が講じられざるをえなくなる。それは中央銀行のみで対処しうる事態ではなく、政府の支援が不可欠である。

「経営が不健全な銀行の支援はするべきではない」というバジョットの「重要な原則」は現代では修正されざるをえないのである。

19 世紀のイギリスが生んだバジョットの所説—バジョット・ルール—をそのまま現代に適用することはできない。しかしそのルールには再考に値する部分も多い。

たとえば今日、懲罰的な高金利で貸し付けるというルールは適用されていない。かつては金準備擁護のための金利引き上げがそのまま懲罰的金利を意味したのであるが、現代経済は金準備擁護の高金利から解放された流動性供給に支えられて、その存続が可能となっているといえる。とはいえ安易な流動性供給がさまざまな弊害をもたらしていることも事実であって、懲罰的金利のルールは現代的視点から再考されてよいもののひとつであろう。