

議題

基調講演「2012年の中央銀行の課題—LLR再考—」

開催日時

2012年02月06日<13時10分~13時40分>

出席者

両宮正佳（日本銀行 理事）

基調講演

・本日は「金融市場パネル」の第20回記念コンファレンスに際してお話しする機会をいただき光栄に思う。本パネルの初回会合は2009年3月に開催され、新しい環境の下での金融市場や金融政策をめぐる論点について充実した議論を重ねてきたことに心から敬意を表したい。当時は、各国の中央銀行が「非伝統的」金融政策を導入し、その評価を巡って議論が開始された時期であった。同時に、いわゆるサブプライム危機が全面的な金融危機に繋がったことで、2000年代の金融の行き過ぎの意味合いが次第に明らかになるとともに、それまで当然視されていた様々な金融政策や金融規制のパラダイムが見直され始める重要な時期の入り口であったように思う。

・私は、金融政策を含むマクロ経済政策の運営思想とその理論的な裏づけについて、ほぼ20年周期で変遷しているのではないかとみている。まず、1950年から70年の20年間は、いわばアメリカン・ケインジアン時代の時代であった。財政政策と金融政策のポリシーミックスをうまく運営すると景気循環をなくすことができると考えられた時代であり、この20年の入り口を象徴するできごとが、1948年のサミュエルソン教授による『Economics』の出版であった。しかし、その後の激しいスタグフレーションの時代を経て、1970年から1990年まではマネタリズムと合理的期待の時代となった。この時代の到来を宣言したのが1968年のフリードマン教授の全米経済学会における講演であり、彼はその中で長期的なフィリップス・カーブは垂直であることを指摘した。また、ルーカス教授が合理的期待の下での経済政策に関する論文を公表したのも1972年であった。さらにその後、マネー重視の政策が期待された成果を挙げない中で、時代はニュー・ケインジアン理論に裏打ちされたインフレーション・ターゲティングの時代に移った。世界で初めてインフレーション・ターゲティングを採用したのはニュージーランド準備銀行であるが、それは1990年のことであったので、まさに1970年からの20年が終わって新しい時代を告げたことになる。

・現在は1990年から数えてほぼ20年を経過したところにあり、金融政策運営をめぐる思想や理論が再び大きな転換点を迎えている。このような時期に「金融市場パネル」が開催されていることも、何か歴史上の必然の一つのようにも思われる。

・こうした転換期になると人は「にわか歴史家」になる傾向があるが、

最近も、過去の金融危機の歴史に学ぼうとする新たな研究が行われており、過去の名著が復刊され、後ほど触れるウォルター・バジヨット氏の『Lombard Street』の新訳が出されるといった動きが見られる。ただし、こうした研究を目にするにつれ、歴史に学ぶことの難しさも逆に痛感する。あるドイツ哲学者の言葉を借りれば、「人類が歴史から学ぶ最大の教訓とは、人類は歴史から学ばないということである」。我々は、歴史的な視野もしっかり入れながら新しい時代のパラダイムの確立に向けて議論を行っていきたい。

・私の講演のテーマは「2012年の中央銀行の課題」であるが、変遷しつつある中央銀行の役割を後に続くセッションで議論する際の手がかりとして、「最後の貸し手」(LLR)という概念に着目してお話したい。なぜなら、「中央銀行のLLR機能」が議論の遡上に上る機会がこのところ増えているように見えるからである。その背景としては幾つかの要因が挙げられるが、第一に、金融市場あるいは金融システムに内在する不安定性が改めて確認されたこと、第二に、金融システムの安定と実体経済や物価の安定とが密接な連関を持っていることが確認されたことがあり、言ってみれば、こうした当然の事実が改めて確認されたということだと思う。

・LLR機能について欧州ソブリン危機に関する議論をみると、ECBによる国債買入れをめぐる論争が挙げられる(スライド1)。ECBは一昨年より国債買入れを始めたが、その目的は、あくまで債券市場の機能不全を改善し金融政策の波及経路を回復することにあつた。これに対しては、ECBは政府に対するLLRを積極的に行うべきとして、論者によっては無制限の国債買入れを行うべきとの主張も聞かれた。こうした主張に対する反論の論拠——ここではドラギECB総裁の言葉を引用する——は、政府に対するLLRはECBの権能ではないというものであつて、具体的には、ECBの根拠法制であるリスボン条約(昔のマーストリヒト条約)は国債の直接引受けを禁じている。ちなみに、リスボン条約が明示的に禁じているのは直接引受けであつて、流通市場からの買入れは認められているが、積極的な買入れを続けていけば、結局は財政赤字のマネタイゼーションという点で引受けと同じになるという論拠であると思う。実際、ECBが一昨年に国債買入れを始めた時点で既に、条約違反であるという批判さえ聞かれた。

・LLR機能に関する議論の二つ目の例が、リーマン・ショック後の中央銀行の対応である。具体的には、米国のいわゆる「信用緩和」

や日本銀行による CP や社債の買入れ、企業金融支援オペ、あるいはドル資金供給オペなどである。当時、これらのオペレーションを指す「信用緩和」は「量的緩和」とどう違うかということが議論されたし、「金融市場パネル」も最初の数回の会合で「非伝統的」金融政策を議論する中でこの点を取り上げている。今から振り返ると、これらのオペレーションは、LLR という概念を確立したバジョット氏のルールに驚くほど近いものがある。具体的には、第一に、システムリスクを抑えようとしたこと、第二に、幾つかのケースでは明確に市場金利より高めのペナルティレートを設定したこと、第三に、幾つかのケースでは金額無制限という従来にない枠組みが採用されたこと、などの点である。

・LLR 機能に関する議論の三つ目の例は、中央銀行が LLR として流動性を供給する相手は誰かという点である。日本銀行は以前から証券会社と取引関係を有しているが、FRB は伝統的に banks (預金取扱金融機関) を流動性供給の対象としてきた。しかし、リーマン・ショック後には、Primary Dealer Credit Facility (PDCF) という形で証券会社にも流動性供給を行う道を開いた。最近では、集中決済機関 (CCP) に対しても流動性供給を行うべきではないかといった議論も行われている。こうした傾向は、金融仲介あるいはマーケットの仕組みが複雑化する中で、システムリスクを起し得る主体とメカニズムがより多様化、複雑化してきた事実を反映している。

・LLR の概念を最初に打ち立てたとされるバジョット氏——当時の『Economist』の編集長——が『Lombard Street』という著作で述べた基本原則は、いわゆる「バジョット・ルール」として長らく LLR の基本原則となった (スライド 2)。これらを簡単にまとめると、①「solvent but illiquid」な銀行 (ソルベントではあるが、流動性が足りなくなった銀行) をサポートすべき、②無制限に貸すべき、③ペナルティレートを課すべき、④健全な担保を取るべき、ということである。実は、バジョット自身は『Lombard Street』でこの 4 項目を具体的に挙げているわけではなく、もう少し記述的な言い方をしている。例えば、「solvent but illiquid」という表現も実際には書かれておらず、4 原則は後世の人々がバジョット氏の理論を体系化したものだと思う。皆様がお読みになる論文等で「バジョットの述べた 4 原則が」といった表現があった場合、それは著者がバジョット氏の原典に当たっていない証拠なので気をつけた方が良くもかもしれない。

・バジョット氏の業績のひとつは、銀行あるいは銀行組織が健全ではあるが流動性の不足を来した場合にはリスクを伝播させる可能性があるという、システムリスクを発見したことであろう。しかし、近年われわれが経験したのは、健全でも取り付けが連鎖するというシステムリスクを内在している組織は、必ずしも銀行だけではないという事実である (スライド 3)。つまり、証券会社やノンバンクやシャドーバンクといった広範な主体、さらに言えば、様々な参加者が集まるマーケットというシステム自身にもこうしたリスクが含まれるということである。マーケットが内包するこうしたリスクの由来やメカニズム自身は、後ほどのセッションでの議論の対象になると

思うので、ここでは詳しく触れない。おそらくは、市場流動性と資金流動性の相乗的収縮や市場流動性の共変性こそが、預金金融機関の決済ネットワークあるいは預金の同質性と同様な意味でキーとなるメカニズムなのだと思う。われわれが 1997 年に経験したショックや 2008 年のリーマン・ショック、あるいは一昨年以降に欧州国債市場で経験した事態も、危機のこうした連鎖のメカニズムであったように思う。

・これまで述べたことを踏まえて LLR という概念を拡張したい (スライド 4)。流動性供給の対象としては銀行、企業、そして政府がある。また、対象の属性として、「solvent but illiquid」であるのか、「insolvent」であるのかということがある。資金の返済を前提とするものは「バンキングパラダイム」と呼ばれる一方、何らかの損失補填を想定するものは「保険パラダイム」と呼ばれることもある。これらのマトリクスを前提とすると、バジョット・ルールが対象とする領域は、相手が銀行かつ「solvent but illiquid」であると整理できる。一方、日本銀行の CP や社債の買入れは、流通市場からなされたとは言えアウトライトの買入れであったので信用供与の対象は企業となるが、企業に対する直接の資金供与を意図したものではない。むしろ、極端に流動性が低下した CP 市場や社債市場の機能回復が目的であり、ある程度の成功を収めたと言って良いと思われる。このように、当時のこうしたオペレーションはマーケットへの last resort というべきものであり、最近ではこれを称して「market maker of last resort (MMLR)」という概念が使われ始めている。本日の会合に寄せられたアレン教授のコメントにもこの語が使われているし、「金融市場パネル」は 2010 年 7 月という国内では早い段階からこの語を使っている。

・この MMLR について、二つの論点を挙げておきたい。第一に、バジョット・ルールと比べると、リーマン・ショック後の「信用緩和」の場合は、マーケットの機能を是正しようとするが故に多種多様な民間の信用リスクのある資産を買うことになるので、損失発生の可能性が高くなる。そうした損失の処理をどう考えるか、あるいは「信用緩和」の行き過ぎによるモラルハザードを防ぐ工夫をどうするかといった点は、MMLR を設計する際の大きな問題である。日本銀行も CP や社債の買入れを始めた際には基本的な考え方を示したが、残念ながら、MMLR に関しては、バジョット・ルールに相当する明確な指針は世の中で確立していないように思われる。

・第二に、中央銀行の政策領域をいわゆる「マクロ金融政策」と「金融システム政策」あるいは「プルーデンス政策」という二分法で見た場合、LLR の機能は通常は「プルーデンス政策」に分類されるのに対し、MMLR は——システムリスク対応という意味では「プルーデンス政策」であるが——米国でも日本でも「マクロ金融政策」として位置づけられた (スライド 5)。実際、日本銀行も、LLR は金融政策決定会合でなく政策委員会の通常会合で決定するが、CP や社債の買入れは金融政策決定会合で決めた訳である。このように、MMLR という概念は「マクロ金融政策」の領域と「プルーデンス政策」の領域との重なる部分を占めている。より正確に言えば、「マク

口金融政策」と「プルーデンス政策」という二分法自身が、この新しい環境の中で再考を求められているということではないかと思う。

・さて、銀行債務や企業債務を対象とするオペレーションの段階では、LLR であれ MMLR であれ、概念的には中央銀行と政府の分業が想定される。すなわち、流動性の一時的な供与は中央銀行の役割、「insolvent」な金融機関への資金援助——言い換えれば資本注入——は政府の役割、ということである。実際にはソルベンシーと流動性の識別は非常に難しいが、少なくとも概念上はそうした区別が可能である。しかし、流動性供給の対象として政府という主体が登場すると、この分業は成立しなくなる(スライド6)。仮に政府が「insolvent」であるとか、そうした疑念を持たれた場合には、政府による資金拠出が問題の解決につながらないからである。

・このような観点に立つと、欧州危機への対策を巡る議論は論者によって相当異なる意味合いを持つことがわかる。まず、ECB は lender of last resort になることを決して拒んでいる訳ではなく、むしろ、国債市場というマザーマーケットには、MMLR として役割を果たそうとしているし、一昨年以降の証券買入れプログラム(SMP)もそれを狙いとしている、と解釈することもできよう。しかし、損失補填を伴う領域に対する「ホワイトナイト」はおらず、結局は、各国政府の財政再建努力を粘り強く促さざるを得ないのであって、市場が待ってくれるかどうかという競争になる。こうした中で、市場が待ちきれずに金融システムが崩壊するリスクが高まるのであれば、中央銀行は「保険パラダイム」の領域まで面倒を見るべきだというのが極端な LLR 論であろう。つまり、この主張は lender や market maker でなく、中央銀行に従来とは違う役割を求めている。しかし、国債買入れを積極化することが本当に問題の解決につながるかどうかという重要な問題が残る。財政再建の取り組みをむしろ遅らせるリスクやインフレ懸念の台頭などが国債市場の安定維持にかえて悪影響を与える可能性も高く、危うい選択肢と言わざるを得ない。

・これらの点を踏まえて、LLR 論から見た政府債務の取扱いの難しさを纏めておきたい。第一に、これまで述べたように、「流動性は中央銀行、ソルベンシーは政府」という分業が成立しない。第二に、LLR に本質的に内在するソルベンシーと流動性の識別という課題も、政府を対象とする場合にはより顕著になる。なぜなら、企業や銀行であれば、ある種の経済計算の下でソルベンシーを推測することができるが、政府の場合には国民の政治的な意図という難しい要素が関係してくるからである。

・最近の理論的研究によれば、やや極端な仮定の下ではあるが、ある種の財政政策の下では物価の安定と金融システムの安定が両立しないことが次第に明らかにされている。すなわち、政府が財政規律を重視しない場合——「Non-Ricardian fiscal policy」を採用した下で——、中央銀行が金融システムの安定を優先しようとするれば、結局は、LLR とか通貨の増発といった理由を問わず国債購入を続けざるを得ず、中央銀行のバランスシートが膨張する。通常、

こういう時期には貨幣の流通速度が落ちているので、直ちにインフレマネーの供給とはならないが、将来の物価には大きな不確実性をもたらすし、いったんインフレ期待が形成されれば、実際にマネーが膨張する前にインフレが起きる可能性もある。いわゆる Fiscal Theory of Price Level (FTPL) が妥当する世界になる訳である。一方、同様の仮定の下で、中央銀行が物価安定を優先しようとするれば、政府のデフォルトリスクが高まり、市場取付け (market run) あるいは銀行のバランスシートの毀損を通じて金融システムの不安定がもたらされるリスクが大きくなる。このように二律背反的な世界が出現する可能性があるということである。

・LLR の概念を鍵にして近年の中央銀行による政策の変遷を論じてきたが、要約すれば、システムリスクをもたらす得る要素が銀行システムからマーケットへ、そして政府債務へと拡大するにつれ、LLR の対象が広がりを見せている(スライド7)。その際の一つの考え方が MMLR であり、伝統的な「マクロ金融政策」と「プルーデンス政策」とが重複する領域にあるが、ソルベンシーの識別という課題やモラルハザードの問題、民主的政治決定過程との関係といった詰めるべき問題が残っている。さらに、財政の持続可能性が問題となるケースでは、物価安定と金融システム安定のトレードオフという非常に困難な問題に直面する。

・より広い意味で「2012 年の中央銀行の課題」に関する論点は多々存在する。日本では、やはり、デフレからの脱却を確実にするためにどのような金融政策手段があり得るのかが、引き続き大きなチャレンジである。また、その前提となる「非伝統的」金融政策の評価についても、まだ十分確立した訳ではない。世界的には、2000年代半ばに蓄積された金融の行き過ぎを解消するプロセスが続いており、その間に金融システムの安定をどのように維持するのも重要な課題である。そのうえで、本日強調しておきたいのは、今や主要先進国は、「マクロ金融政策」と「プルーデンス政策」のこうした課題に対して、政府債務の持続性に関する懸念の増大という条件の下で取り組まなければならないようになったという点である。累増する国債残高が金融システムに組み込まれている中で、物価の安定と金融システムの安定の両立を図るためにどのような対応が可能で必要であるのか、という点がしばらくの間は先進国の中央銀行にとって最も大きなチャレンジの一つとなるのではないかと、いうことを最後に述べて、私からのお話を終えたい。

ご清聴、ありがとうございました。
