

<書 評>

# 『金融危機と中央銀行』 (九州大学出版会 2016年4月)

—— 金融危機に対する日米欧の中央銀行の対応を巡る論点 ——

中 野 瑞 彦

## はじめに—『金融危機と中央銀行』の構成

米国発の世界的な金融危機であるリーマン・ショック後すでに9年が経過しつつある。既に危機当事国の米国では政策金利の引き上げなど金融正常化に向けた動きが本格化し、ユーロ圏でも金融緩和の出口を模索しつつある。他方、日本では未だに異次元金融緩和政策で掲げた消費者物価上昇率の目標達成が見込めず、超金融緩和状態が続いている。こうした違いが生じる理由は、金融危機や経済危機が経済活動のグローバル化を背景に世界中の金融資本市場に伝播しやすい一方で、危機からの回復過程は個々の国々の政策対応や個別事情を反映するため、必ずしも同一ではないからである。このような現代の経済金融システムにおいて、金融政策を司る中央銀行の役割はますます難しいものとなっており、その内容を探り評価することは極めて重要な研究である。これに取り組んだのが伊豆久氏の近著『金融危機と中央銀行』であり、この中で著者は、米国、ユーロ圏、日本の各中央銀行がそれぞれの金融危機時に実施した政策対応について分析し、その評価を行っている。

本書は6章から成り立っており、第1章は「中央銀行のバランス・シートと通貨供給」、第2章は「リーマン・ショックとFRB」、第3章は「欧州危機とユーロ・システム」、第4章は「金融機関の破綻処理と日本銀行」、第5章は「バйлアウトとバйлイン」、第6章は「『異次元金融緩和』の論理」

である。各章の内容については後述するが、章の構成を一見してわかるとおり、第2章から第4章にかけては米欧日（章立て順）で各々発生した金融危機時における中央銀行の政策対応を中心に分析している。その上で第5章では金融機関の破綻処理に関する最近の手法を紹介・分析し、その意味を探っている。最終第6章ではアベノミクスにおける日銀の異次元金融緩和の効果について論じている。このように本書は金融危機への中央銀行の政策対応について、それぞれの中央銀行システムが持つ特質を踏まえながら詳細に論じている。

金融危機への中央銀行の政策対応に関する論考については、各国の政策内容を検証したものはこれまでも複数見受けられるが、具体的なオペレーションにまで踏み込み且つ米欧日を並列的に論じたものは殆んどない。中央銀行のオペレーションの内容と限界を問うことは、次なる金融危機への対応のために準備すべき事柄を明確にするという観点において非常に重要である。この点において、本書は他に類を見ない優れた内容となっている。

## 1. 第1章

第1章は日米欧の中央銀行の通貨供給システムについて、各々の特徴を中央銀行のバランス・シートの変化を通じて説明している。日米欧の通貨供給システムは、各国の金融システムの歴史的発展のもとで形成されてきたものであり、それぞれに異なっている。著書は、各国の通貨供給システムの特徴が中央銀行のバランス・シートに反映していることに着目し、通貨調節とそれによって生じるバランス・シートの変化を説明している。

このように本章は各国の中央銀行制度の説明であるが、実はその含意は非常に重要である。結論を先取りすれば、本章で著者が述べていることは、金融危機は「現実」が既存の「制度・枠組み」を越えて暴発した時に顕在化するということである。つまり、「現実」は金融技術の発展や規制緩和になどによって急速に「成長」する場合があるのに対し、「制度・枠組み」はこれまでの現実を踏まえて構築されたものに過ぎない。言い換えれば、金融危機

は、「現実」の成長に既存の金融監督制度が追いつけていない隙間を突いてくるのであり、既存の金融監督制度では新たな金融危機に対処できないのである。その隙間を突いた金融危機は、金融システムに衝撃を与える。中央銀行は金融システムを守るために既存の制度の枠内で対処しようとするが、それはバランス・シートの安定性を大きく損ねることになる。結果的に、中央銀行は「現実」の成長に対処するために、既存の制度の下での本分を超える役割を担わされることになった。

このことは、中央銀行が代表する金融と、政府が管轄する財政の関係に置き換えることができる。つまり本来であれば正常な金融機関や金融市場に資金 (money) を供給する役割の中央銀行が、信用不安に陥った金融機関にも資金を供給することによって、恰も資本=支払い能力 (solvency) を提供する機関になったということである。即ち、金融機関の資本を直撃する金融危機の発生によって、中央銀行は本来の役割を超えた solvency に踏み込まされたのであり、著者はここを問題視している。本章の位置づけは既存制度の仕組みの確認であるが、上記の認識の上に立ってこそ金融危機に即座に対応できなかった金融システムのメカニズムが理解できるのであり、この点において本章は本書の中で非常に重要な位置を占めている。

## 2. 第2章

第2章はリーマン・ショック時の米国FRBの対応を詳細に検討している。FRBはリーマン・ショックによる金融危機に対処するために民間の証券を買い取り、代わりにリスク・フリーの国債を供給した。これは中央銀行による信用リスクの肩代わりに他ならない。FRBが金融機関に対する貸出という手法を採らなかったのは、第1章の説明にあるようにFRBの金融調節の手法は(日本のように)金融機関への貸出ではなかったからである。つまり、米国のFRBの役割はまさに市場の調節という点に純化されており、量的な面ではその規模が小さい。これは一方で、米国の市場機能が民間を中心に発達しているということの意味している。こうした点に鑑みれば、米国あ

るいはFRBが金融危機を防げなかったのは、言わば市場という「現実」が、FRBのコントロール可能な範囲を超えて成長してしまったということにあるのだろう。既存の枠組みでは金融危機を吸収できなかったのである。

リーマン・ショックの原因となったサブプライム・ローン問題については既に多くの分析がなされており、金融危機が世界中に拡散した重要な要因の一つとして証券化が指摘された。米国の証券化は、1980年代に住宅ローンを証券化し流通させたパス・スルー証券の登場によって発達し、その後、金融債権を証券化して市場で流通させる方法が拡大した。金融機関にとっての証券化の目的は、第一にリスクの分散と移転であり、第二にノン・アセット・ビジネスによる収益の確保であった。日本でも1990年代の半ばに米国に追随する形で証券化のための法制度が整備され、その後の証券化普及の礎となった。こうした証券化の拡大は、金融システムの発達とともに、法的整備が推進役となったという点が重要である。つまり、新たな枠組みが整備されたことによって、金融債権を小口化してリスクを投資家に分散・移転したという「現実」が増幅したと捉えることができる。

さて、リーマン・ショックが発生した際に金融と財政の役割はどう変化したのであろうか。それまでにも米政府（財務省）とFRBはそれぞれの役割を果たしてきたが、本章の図表2-12示されているように、AIGの救済に当たって支援者はFRBから財務省へと変化した。これは、AIG危機が資金不足の問題ではなく資本の毀損問題に転化し、もはやFRBの管轄範囲を超えたことを意味している。なお、米国金融市場ではMMFの元本割れが個人投資家の不安を醸成し、金融危機に拍車をかける結果となったが、これはMMFがリスクを伴う投資信託であるという本質から逸れて恰も元本保証の預金のように流通していたことに問題があり、投資家も販売者もそう思い込んでいたことに問題があった。リスクをリスクとして正しく認識しないのであれば、リスクの分散といったところで全く意味をなさない。つまり、MMFはリスクを伴うものであることを知らしめないと、リスク分散という本来の意味が失われてしまうという問題が浮上したのである。

第2章で明らかになったことは、米国の金融システムでは大手銀行が決済を担うなど市場の役割が大きく、証券化商品など市場性商品が増大する中でFRBは文字通りのlast resort に向かって純化する形で発展してきたが、これでは想定外の金融危機に対応できなかったという点である。リーマン・ショックでFRBは質と量の両面での対応を迫られたが、これを即座に果たすことができなかった。つまり、FRBの資金供給システムは、想定外の「現実」に追いついていなかったということであり、この弱点を突かれたがゆえに金融危機が発生したのである。

### 3. 第3章

第3章は欧州中央銀行（以下、ECB）を採り上げ、リーマン・ショックに端を発する欧州債務危機に対してECBがどのように対処したのかを明らかにしている。本章の特徴は、これまであまり明らかではなかったECBとユーロ加盟の各国中央銀行の関係について解明した点にある。そもそもドイツやベルギー・オランダなど経済情勢が安定している国々と、ギリシャやスペインなどマクロ経済の運営がうまくいっていない国々との間での不均衡、即ちユーロ・システム内部における不均衡の拡大は当初から想定されていた。それにもかかわらず単一通貨ユーロのもとでECBが金融政策を遂行するためには、各国中央銀行にユーロ・システム運用上の一定のバッファを認める必要がある。ECBによるこの具体的な調整方法として、著者はECBによる加盟国国債の買い上げ措置と、各国中央銀行に認められたEmergency Liquidity Assistance（以下、ELA）の仕組みを詳細に説明している。

ECBは金融危機対応策として、第一にECBによる国債買いオペを実施した。それまでECBは資金供給のための国債買い上げを拒んできたが、リーマン・ショック時にはユーロ加盟国の国債買上基準を大幅に緩和して銀行保有国債を買い上げ、市中銀行に資金を供給した。これを中央銀行による財政ファイナンスの観点から照らして、どう捉えるべきであろうか。ユーロ圏では中央銀行と財政が一對となっていない中で、中央銀行が信用リスクの異なる

国債を同列に購入する形となった。これを柔軟な対応と捉えるべきか、あるいは金融危機に伴うなし崩し的な措置と捉えるべきかについて、再検証する必要がある。

第二に、ユーロ加盟の各国中央銀行が金融機関に緊急資金を供給するELAがある。これは、ECBが定める金融政策の大枠の中で、執行を担う各国中央銀行が持つ「現場対応」の手段である。具体的に本章で触れているユーロ加盟各国の対応を見ると、各国中央銀行の柔軟な判断がよくわかる。例えばベネルクス3か国にまたがる大手金融機関Fortisが破綻した際は、担保が不適格にもかかわらずELAが実施された。これは、Fortisを潰せば金融市場が大混乱をきたすとの現場のぎりぎりの判断を反映している。また、アイルランドのケースでは、同国国債が格下げされてECB買取り不適格債となったため、アイルランド中央銀行が同国債をELAの担保に振り替えて資金供給した。これはECBという「本店」と、アイルランド中央銀行という「支店」がダブル・スタンダードで機能していることを示している。結局、ELAは金融危機のハード・ランディングを回避し、危機を先送りする役割を果たしたのである。

また、資金のドイツへの集中もやっかいな現象である。その理由は、この現象は「単一通貨のもとでも加盟国政府間に信用リスク格差が存在すること」を市場が強く認識していることを意味するからである。同時に、単一通貨のもとでは資金が為替リスクを背負うことなく容易に移動できるため、こうした現象が起きやすいことを示している。金融危機時のドイツへの資金集中とギリシャ、ポルトガルなどからの資金逃避は、対外純資産残高に裏づけられたドイツの信用力を踏まえればユーロ発足時から想定できたはずであり、この集中を制度的に防げないのはユーロ・システムの欠陥と言わざるを得ない。

本章で明らかになったことは、ECBはユーロ・システム発足時からその制度的弱点を調整すべく、ELAという緊急装置を準備していたことである。しかし、リーマン・ショックによる危機はこの装置を超えて大きく膨らみ、

制度上の弱点を明らかにした。ELAはあくまでも補完措置であって、これを拡大して活用することはユーロ・システムという中央集権的なシステムに反することになる。他方でEUでは銀行同盟が発足し、2014年11月に加盟国の銀行に対する金融監督を一元化した（銀行破綻処理の一元化は2016年1月）。しかし、中央銀行システムにELAという措置がある限り、加盟各国の中央銀行は市中銀行への資金供給による救済という誘惑に駆られることになりかねない。今後、金融監督の一元化が資金供給システムの一元化に繋がるのか、注目に値する点である。

#### 4. 第4章

第4章は1990年代後半の金融危機時に日銀が実施した資金対応について分析している。本章の第一の特徴は、日銀特別融資（以下、「特融」と預金保険機構への貸付が、緊急時の迂回路として機能していたことを明らかにした点である。日本では、破綻銀行に対する資金貸付の枠組みは1998年10月の金融再生法施行まで整備されておらず、預金保険機構は法律上、破綻金融機関への貸出が認められていなかった。破綻銀行が別の銀行に譲渡されるまでの営業資金を資金的に支えたのが、日銀特融であった。具体的には、譲渡決定後に預金保険機構が被譲渡銀行に金銭贈与をし、被譲渡銀行が日銀特融を返済するという手法を採っていたので、日銀が破綻銀行に貸出をしても日銀自身が最終的な信用リスクを負うことはなかった。この点で、日銀の特徴を日銀法第38条に定められた柔軟性であるとする著者の指摘は非常に重要である。つまり、日銀はこの柔軟性を使うことでそれまでの金融危機に対処してきたのである。しかし、「最終的には国が救済する」という暗黙の前提が崩れたのが、1997年11月に破綻した山一証券に対する特融である。山一への特融は返済されずに、日銀の損失となった。この山一への貸倒れは、法的裏づけのない慣習に依存して日銀が踏み込んだことへの咎であった。ただし、本章によればこの損失処理分は日銀の法定準備金の積み増しという形で決着しており、日銀の損失は実質的に補填されたと指摘している。

日銀が財政の代役を果たすという使い勝手の良さはどこから来るのだろうか。本章はこの点を明らかにしていないが、それは法的制度と現実に必要な金融支援との隙間を埋める拡大解釈を可能とする政治的判断から生まれたと考えるのが妥当である。日銀特融が無担保で実施されたという事実は、公的資金投入に対する法的縛りの裏側で、公的な性格を帯びながら制約を受けない資金供給経路が存在していたことを表しているのである。そう考えると1990年代後半の大手行に対する公的資金投入を巡る国民的議論の高まりは、一体どういう意味を持っていたのかという疑問が湧いてくる。こうした日銀による金融危機対応は、どのように位置づけられるのか改めて問い直す必要がある。

更に、公的資金投入に伴う損失負担の問題も指摘しておきたい。既述したように、破綻金融機関への貸付は法的整備によって預金保険機構が実施するようになったが、預金保険機構は貸付の裏づけとなる資金を政府保証付で市場調達している。つまり、この手法も迂回的手法であり国民負担との関係が見えにくい。信用リスクの引き受け手は財政であり、最終的には国民が負担する仕組みである。また、預金保険機構の一般勘定で貸倒損失が発生した場合には、金融機関が後日に納付する保険料で負担することになっている。損失額が大きければ保険料が引上げられるが、それによって金融機関の納める税金が減少すれば、結局のところ負担は納税者に降りかかることになる。これは日銀にも当てはまる。日銀の損失は国庫納付金の減少となり、国庫収入の減少をもたらす。仮に財政支出が一定だとすれば、国庫収入の減少は国債発行を通じて将来的に納税者が負担することになり、この点において国庫納付金の減少は民間における所得税の減少や法人税収の減少と変わらない。つまり、本書は指摘していないが、民間では利益捻出のために当然のごとく求められる合理化努力が、一定の国庫納付金額を維持すべく日銀に求められることはないのだろうか。

本章は、日本の金融機関破綻処理に伴う日銀の対応を精緻に分析している。これにより、そこには最終的な損失負担の問題が常につきまとっている

ことが明らかとなった。日本では 1996 年に住専処理のための公的資金として一般財政資金から 6 千 850 億円が投入されたが、これが公的資金投入に対する国民のアレルギーを惹き起こした。このため、その後の破綻金融機関への資金支援は、法的整備が整うまでの間、日銀という隠れ蓑を使って実施されたのである。これは結果的に公的支援に対する国民の監視を逸らすことになった。しかし、この方法でも最終的には国民負担であることには変わりない。真の問題は、最終的な損失を誰かが負担せねばならないという点であり、それが預金者という債権者なのか、金融業界なのかあるいは一般国民なのかという点である。現在の日本では、金融危機後の様々な局面で公的資金が多用されている。それは経営の悪化した銀行にとどまらず大手の事業会社に対しても実施されており、公的に設立された機関が事業再生を支援するという形を通じて公的信用を付与している。その意味では、金融危機に伴う損失リスクあるいは最終的な損失負担に関する議論は依然として曖昧なままである。

## 5. 第 5 章

第 5 章はこれまでの各国における金融危機と中央銀行の対応を踏まえ、今後の金融危機への対応策を模索し検討している。本章によれば、欧米各国では、リーマン・ショックの経験を踏まえ、金融機関の破綻処理に際して債権者に一定の損失負担を求めることが潮流となっている。バイルアウトは、金融機関が不良債権により債務超過に陥った場合に、公的資金を資本注入することにより自己資本部分を回復させる方法である。バイルアウトはこれまで日本の公的資金投入に際し採用された手法であり、大口預金者やプロの市場参加者も含め全ての債権者の債権が守られる一方で、公的資金の損失は最終的に国民・納税者負担に繋がるリスクを孕んでおり、モラル・ハザードを招きかねない。これに対し、バイルインでは一定の債権者については応分の負担を求めることで（債権額を一部カットすることで）公的資金の投入を回避しつつ、自己資本の回復を目指す方法である。本章では、米・欧における法

的バイルインの例として、米国のドッド=フランク法、EUの銀行再建破綻処理指令をあげ、契約バイルインの例として、バーゼルⅢにおけるバイルイン債を説明している。その上で日本におけるバイルアウトとバイルインに言及し、これまでの破綻処理の経緯や社会環境を踏まえると、法的バイルインも契約バイルインも日本では実現可能性が小さいと述べている。

第1章の部分で既述したとおり、金融危機とは発達（あるいは膨張）した金融の「現実」が制度の隙間を突くことである。従って、政府や中央銀行はこれまでにない対応を迫られ、それを教訓に次の金融危機を防ぐべく新たな防止装置を用意する。日本について言うならば、金融危機対応の中で公的資金投入への国民のアレルギーが高まったにもかかわらず、その後はむしろ日本経済は公的資金依存体質へ転換した。事業会社の救済に関しては、官民出資により産業再生機構、企業再生支援機構、地域活性化支援機構などを設立し、そこが事業再生のための資金を提供する形となった。金融機関に対しては預金保険機構が出し手となり、時限立法方式によって表面的な主旨は変えながら、経営的に困窮した金融機関へ公的資金を投入し続けている。

本書によれば、G20をベースとする金融安定理事会は、2010年10月に大手金融機関の破綻処理の共通化を目指した勧告「主要な特性」を発表した。この中で、破綻処理が充足すべき要件として、①金融システムの混乱回避、②納税者負担の回避、③株主や無担保債権者の損失負担を通じた経済的機能の確保、の3点を挙げている。著者はこの③が法的バイルインの導入だと説明している。金融機関の破綻処理を巡る法的バイルイン方式では、公的資金の負担を回避すべく、特定の債権者の債権（無担保債権など）が再建に必要とされる額までカットされる。その額は事前に定められていない。著者によれば、無担保債権者は自らの債権がカットされることを事前に承知しているので、その分のリスクを上乗せしたリターンを債務者に要求するため、債務者である金融機関には負債による規律が働いて、モラル・ハザードの抑制が期待できるという。しかし、法的バイルインによる処理に伴う損失の負担原則も完璧ではない。米国ドッド・フランク法が定める法的バイルインでは、

ペイルインによる処理で不足する場合には、総資産 500 億ドル以上の金融機関が負担することになっている。金融業界が負担する意味は何であろうか。これは当該金融機関が経営危機を惹き起こしたことに対する金融業界への懲罰的意味合いなのだろうか。システミック・リスクを回避するための分担金という位置づけなのだろうか。或いは、競争相手が市場から退出することによって生じる利得を献上せよということなのであろうか。法的ペイルインによる実質的な破綻処理スキームの裏側には、このような定義が判然としない負担が隠れている。

本章は金融危機への対処として米・欧ではペイルイン型の破綻処理方式が採用されていることを明らかにした。これは金融危機を踏まえた上での一定の先進である。一方で、日本では金融危機以降にあらゆる面で公的資金に依存した救済・処理が行われている。本来であれば市場原理を尊重すべき民間企業や民間銀行がこれを許容しているのは、日本は公的機関の支援という「冠」の効果が大きく、それによって利害関係が調整しやすい社会だからだろう。しかし、それは民間の力不足を露呈するものであり、同時に官と民が同じイコールフットイングになっていないことを意味している。こうなると自由化や規制緩和を唱える民間の主張は、自己責任を伴わない空虚なものに聞こえざるをえない。

## 6. 第 6 章

第 6 章はアベノミクスの中で導入された日銀の異次元金融緩和政策を採り上げ、その是非を論じている。著者の結論から述べれば、黒田日銀が掲げているコア消費者物価（以下、CPI）上昇率 2% の目標達成は、現状の日本経済の構造に照らして実現不可能である、この目標にこだわって極端な金融政策を採用し続けることは日本経済に弊害をもたらす、むしろ 1% という数値に引き下げることが現実的である、としている。

前章までのコンテクストは、「金融機能が逼迫するという意味での金融危機への中央銀行の対応」というものであったが、それとの関連において本章

の位置づけはややわかりにくい。異次元金融緩和政策は、CPI上昇率2%という目標から判断する限り、リーマン・ショック以前より続いている長期デフレ経済からの脱却を目指したものである。その意味では1990年代後半の金融危機の後遺症が長引いている中での金融政策と位置づけることができる。そうであれば、比較対象となるのはオイル・ショック後のスタグフレーション時の中央銀行の金融政策や古くは大恐慌時の金融政策といった、日本経済が構造問題を抱えた時の金融政策である。そう考えると、著者は伝統的な金融政策では対処できなくなった状態を「金融の危機」と捉え、その場合に中央銀行はいかに対応すべきかを論じたかったのかもしれない。

日銀の金融政策に関して確認しておくべきは、日本におけるデフレの定義が小泉内閣の時代にIMFの基準に沿って変更されたことである。それまではデフレか否かは、経済の全体状況を踏まえて判断することになっており、物価のみに注目するものではなかった。ところが2001年2月に内閣府がIMFの定義を踏襲して、CPIが2期連続でマイナスとなった場合にデフレと判定することとなった。このデフレの定義の変更は、その後の日銀の金融政策の運営に大きな重しとなった。日銀は物価上昇率を念頭に金融政策の運営を迫られ、ゼロ金利政策、量的緩和政策に追い込まれていった。この結果、銀行の貸出金利が低下して収益が悪化し、銀行のリスク受容能力が低下して貸出が伸び悩むという悪循環に陥った。日銀が数値に縛られすぎた結果、金融政策がバランスを欠き弊害が露呈したと言わざるを得ない。

著者がCPIの2%目標を引き下げるべきだと主張している背景には、日本の物価動向がバブル崩壊による一時的な需要減退の局面から、高齢化などによる構造的な需要減少を反映する局面に変わっているという含意がある。こうした状況下では、金融政策主導による物価上昇率の引き上げ、それもリフレ派の主張するベースマネーの供給増加によるインフレ期待の引き上げは困難である。それでもリフレ派は、異次元金融緩和政策によって徐々にインフレ期待が上昇していると主張するかもしれないが、いったいどこまでマネーを注ぎ込むのだろうか。また「徐々に」のために注ぎ込んだマネーの量を考え

れば、その費用対効果はあまりにも小さいと言わざるをえない。また、目標実現のための2年程度という期間についても、厳格に2年とするのではなくローリング・ターゲットという概念を導入し、著者が述べているように「毎回の政策決定会合ごとにそこから2年程度先の目標実現を目指すというものであろう」というものであれば、目標達成までの期間は際限なく延長されることになる。

日銀のゼロ金利政策ないしマイナス金利政策によってイールドカーブのフラット化が長期に続けば、短期借入れのコストと長期投資のリターンが見合わない状態も長引くことになる。つまり、金融機関は長期貸出による運用利回りの低下で収益が悪化し、リスク負担能力が落ちていく。異次元金融緩和政策は超長期的にはインフレ期待を上昇させうるのかもしれないが、同時に金融機関から運用能力を失わせることになるだろう。異次元金融緩和政策が金融機関経営に与える副作用は大きい。

金融危機の中で本章をどのように位置づけるかという点は、金融危機の定義をどう捉えるかという問題にかかわってくる。中央銀行が金融政策それも非伝統的手段をもってしてもコントロールできない金融経済情勢を金融危機の範囲の中を含めるのであれば、いやむしろ含めるべきであるが、黒田日銀総裁による異次元金融緩和政策も金融危機に対する中央銀行の対応ということになる。しかし、本章が解明しているとおおり、残念ながら異次元金融緩和政策が限界を示していることははや明らかである。日銀の政策を振り返って見ると、量的・質的金融緩和政策（異次元金融緩和政策）の導入、量的緩和政策の更なる拡大、マイナス金利政策の導入、さらには2016年9月の長短金利操作付き政策への変更など、矢継ぎ早に深堀すればするほど金融政策を司る当局としての信頼性を失いかねない状況となっている。日銀が守るべきは日本の金融経済の全般的な安定であって、自らの目標に拘泥し効果のない金融政策に固執することではない。更に言えば、自らの政策の無効性を潔く認識することも重要な任務であろう。著者はこの点を主張しなかったに違いない。

## 終わりに

本書は各章ごとに各国・地域の中央銀行の金融危機への対応とその問題点を明らかにした。本書で採り上げられた金融危機の発生以前は、米・ユーロ圏・日本のそれぞれで各国・地域の金融システムが機能していたが、そのシステムの範囲を超える経済と金融の現実的な「成長」とそれに伴う金融危機の発生によって、各国・地域での中央銀行を頂点とする金融システムが不全となったことが明らかとなった。国・地域ごとの相違は、金融政策だけでなく金融行政政策にも表れている。例えば、金融機関の救済手法に関するバイルインについて、考え方が米・ユーロ地域と日本では大きく異なっており、これは金融に関するシステム設計が社会的要素に大きく左右されることを意味している。しかし、リーマン・ショックが瞬間に世界全体に伝播したように金融市場がグローバル化している中で、金融行政を含む金融システムが国・地域ごとに異なるままでグローバル・レベルの金融危機に十分に対応できるのだろうか。リーマン・ショック時には、先進各国の中央銀行が協力して同一歩調を取ったが、それはグローバルな協調を重視した対応というよりは、第一義的には各国のシステムを守るための対応であっただろう。その証拠に、金融危機が一段落した後は、各中央銀行は独自に政策を遂行している。

アベノミクスの下での異次元金融緩和政策は、もはや国際協調が不必要な状況になったにもかかわらず、インフレ率2%という米・ユーロ圏と「協調」した目標を掲げ、その実現に苦勞している。しかし、日本の長期のデフレないしディスインフレという現実、日銀の領分を越えたところで生じている。これは、従来の日銀の金融政策では対応できないという政策の枠組の限界を露にするとともに、枠組そのものの変更を迫っているのである。そうであるならば、本書が指摘するように、デフレないしディスインフレを前提とした別の枠組への変更も検討する必要がある。日銀の保有する国債残高が積み上がり金利急騰に伴う減損リスクが拡大する中、日銀に残された時間はあまりない。

最後に、本書に残された課題について述べたい。本書では金融危機が発生する原因については明確には言及していない。これは本書の取り扱う範囲外のことであるが、原因が究明できなければ金融危機への対応は押しなべて後手に回る。個別に発生する金融危機であれば他の先進国と比較対照することで新たな対処方法を見出すこともできるが、グローバルに発生した金融危機では対処方法もグローバルなものにならざるをえない。こうした点において各国中央銀行、とりわけ先進国の中央銀行はどのような連携が可能なのかについて言及してほしかった。例えば、リーマン・ショック時の先進国中央銀行の連携のあり方も新たな研究対象である。つまり、金融危機がグローバル化の傾向を強め、金融市場や外国為替市場に直接的な混乱をもたらすという性格を帯びている以上、金融政策を司る中央銀行がグローバルな連携を図ることが重要である。連携のあり方は金融危機の内容によって異なるが、将来的にグローバルな金融危機が再発した場合に向けてどのような連携が可能なのかを是非とも追求していかなくてはならない。

以上

(なかの・みつひこ／経済学部教授／2017年7月10日受理)