

危機管理モデルの功罪¹⁾

—流動性供給と金融政策の限界—

酒 井 良 清

1. はじめに

現代の政策は「市場との対話」という言葉で表現されるように、中央銀行と市場参加者とのゲーム理論的構造から成り立っている。さらに政策当局と民間金融機関との間に情報の非対称性が存在するばかりでなく、最近では金融工学の発展に伴い、債権をあらたな金融商品に証券化する技術が開発されている。技術進歩は一方において資金配分を効率化させるが、副作用として新たな非対称情報構造をも作り上げるため、それがバブルの発生と崩壊に伴う新たな金融危機発生の温床にもなっている。本稿では、アメリカの金融市場に焦点を合わせ、現代の金融政策の運営の特徴と危機管理モデルを洗い出すとともに、今後起こると予想される金融・経済現象と金融政策の枠組みとの関係について一つの予測 (conjecture) を提示している。

本稿では、まず第2節において、これまでの金融市場の歴史的発展を考察する手段として金融システムというコンセプトを紹介する。それをういて第3節ではアメリカの金融市場を概観する。第4節において、直近の金融危機であるサブプライムローン問題を歴史的経緯の中で位置づける。サブプライムローン問題は決して単独に発生した金融危機ではなく、これまでの金融市場および金融政策の進展の過程から必然的に発生していることを明らかにする。そのために90年代に急速な発展を見た契約理論に則ったモラルハザードの定義を用いて、サブプライムローン問題を再考する。金融工学という新しい技術が非対称情報を深刻化させ、これまでの金融取引の想定外の現象を生み出していることを明らかにする。第5節では、金融危機に対処するための危機管理モデルを解説する。特に現在の危機管理モデルと従来の最後の貸し手機能との考え方の違いを解説する。第6節では、ブラックマンデー以降、FRBが採用してきた金融政策の運営を検討する。それを受けて第7節では、危機管理モデルが必然的に次のバブルの遠因となっているという現代の金融政策の限界を明らかにする。

2. 金融システムとその評価

最初に、本稿において採用するいくつかのコンセプトおよび分析視点について紹介する。本稿の議論で用いるコンセプトはまず金融システムであり、その評価基準は効率性と安定性である。次いでそれらを用いてアメリカの金融システムの変遷を概観しておくことにしよう。

【金融システムの考え方】

1) 本稿は2007年12月25日、三菱総合研究所(経営コンサルティング本部, 産業戦略グループ)において講演した内容に基づき、加筆・修正したものである。講演を企画した吉田功一研究員およびコメントを頂いた参加者の皆様に感謝いたします。

金融取引を円滑に進めるためのルール・規制を、私たちは金融制度と総称している。つまり金融制度とは、金融取引に関わる法律・規制・慣行から構成される枠組みをいう。こうした枠組みは、コンピュータ処理・通信技術の発達あるいは金融工学という新たな技術が金融取引に導入されると容易に陳腐化してしまう。新たな技術を取り入れるのは常に利潤動機に基づく民間企業であり、制度設計を司る当局は、技術導入の結果として問題が発生して初めて制度改革あるいは規制に乗り出すからである。その一方で金融制度が非効率的な金融取引を市場に強要する事態になったとき、民間金融機関は新しい技術を金融取引に取り入れることによって合法的に規制回避的行動をとる。

したがって金融市場を分析するとき、金融制度のみならず、その枠組みの中で活動する預金者、金融機関さらには政策当局の行動・様態も含めて金融市場を考察することにしよう。そうした分析対象を金融システムと呼ぶことにする。特に1980年代以降、金融システムという理論を作り上げる道具立てとして、契約理論（情報の経済学）が脚光を浴びている。金融取引には、貸出取引に例を取るまでもなく、非対称情報のもとで行われる相対取引という側面があるからである²⁾。

金融システムというコンセプトがなぜ有効なのだろうか。金融制度という視点から金融市場を眺めると、一つの制度を作り上げている様々なルールの変更が、そこで金融取引を行っている経済主体に、どのような影響を及ぼすかといった分析はできる。ところが制度分析を政策当局が人為的に金融市場に課す枠組みと定義すると、市場が利潤動機に基づいて合法的に採用する新たな金融技術の導入という視点は抜け落ちてしまう。したがって金融制度の分析からは、いくつかのルールの変更が市場に影響を及ぼすという考察は可能であるのに対して、金融システムの視点を採用すると、市場の変貌はどのような制度の変更によるかといった逆の視点も可能になる。また一つの金融システムから次の金融システムへと移行する因果関係も明らかにすることができる。本稿では、この後に取り上げる経済事象を金融システムの視点から考察することにする。

【効率性と安定性】

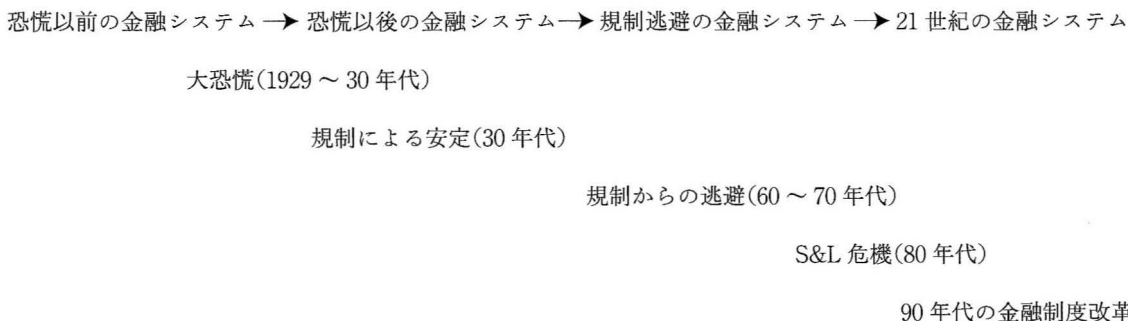
このように定義した金融システムをどのような基準から評価すればよいのだろうか。金融政策は政策運営と制度設計という2つの側面をもつ。金融政策の運営とは、たとえば中央銀行による金融調節を意味し、これに対して制度設計とは、資本が毀損した金融機関にどのように公的資金を注入するか、破綻した金融機関をどのように整理するか、あるいは預金保険の仕組みといった制度の構築を意味する。いわば制度設計は、預金者・金融機関・資金の借り手が金融取引をスムーズに行うための枠組みであり、その一方で中央銀行の主たる政策手段である金融調節とは、そうした枠組みのもとで行われる金融取引を人為的にコントロールすることをいう。本来、自由放任（レッセフェール）を旨とする市場経済において、金融市場のみがこうした中央集権的仕組みをもっているのは、金融市場自体に株価暴落、為替の乱高下、銀行取付けといった脆弱性が存在しているからである。

こうした前提の下に、金融システムの設計を考えると、基準となるのは常に効率性と安定性である。ここで効率性とは、ある金融システムのもとで金融取引がいかにスムーズに行われるかという視点である。効率性に劣った金融システムを採用している国から、よりコストのかからない効率的な金融システムの国へと資金は容易に移動してしまう。これに対して金融システムが抱える不安定性とは、そのシステムのもとで株価の暴落、為替レートの乱高下といった金融取引固有の脆弱性が露見することを意味する。よって金融システムの安定性は、そうした問題の発生を防止する措置がいかに十分に組み込まれているかに依存する³⁾。ところが以下でアメリカの金融システムを概観すると分るように、効率性と安定性とは常に

2) 酒井・前多(2004)では、こうした発想のもとに金融取引・金融市場を考察した。

3) ここでいう安定性とは経済理論で言う安定性(stability)よりも広い概念で、頑健性・健全性(robustness)という要素をも含んでいる。

図1 アメリカの金融システムの変遷



トレードオフの関係にある。

ちなみに経済政策のもうひとつの一環をなす財政政策を考えてみると、効率性と安定性の他に価値判断が付け加わる。財政政策が取り扱う問題は、常に富の再配分と直結してくるからである。課税体系、予算配分、財政赤字、年金構造の分析は、突き詰めると誰から富を徴収して誰に移転するか問題となり、当事者の利害関係や既得権との摩擦が避けられない。これに対して金融政策が扱う問題は、政策金利の変更にせよペイオフの解禁にせよ、財政の問題ほど利害関係が鮮明化しない。よって相対的な問題であるが、財政政策と比較すると金融政策は制度設計が容易であるという特徴がある。その一方で金融システムは、取引の枠組みが現状に合わなくなったとき、市場から急激な力で再設計を求められる。こうした視点からアメリカの金融システムを効率性と安定性から概観してみよう。

3. アメリカの金融システムの変遷

これまでに定義した金融システムおよび効率性と安定性という視点からアメリカの金融市場の発展を鳥瞰してみると、ひとつのパターンが浮かび上がってくる。ある金融システムの下で一定期間繁栄を続けた経済が新しい金融技術の導入によって効率性を高めるものの、安定性に支障をきたしてバブルが発生し、それが崩壊して金融危機に至り、新たな金融システムが再構築されるというパターンである。

図1では、アメリカの金融システムの変遷を19世紀末から現代に至るまで時系列的に列挙している。特に「大恐慌以前の金融システム」、「大恐慌以後の金融システム」、「規制逃避の金融システム」、「21世紀の金融システム」という4つの金融システムに大別して、アメリカの金融市場の発展を考察する⁴⁾。

大恐慌以前の金融システムとは、フリーバンキングによる比較的自由的な発達をした時期である。大恐慌とは効率性に走り安定性を欠いた結果である。大恐慌以後の規制による安定とは、グラス＝スティーガル法(1933年、銀行・証券の分離)、レギュレーションQ(1933年、預金金利規制)により、効率性の犠牲の上に安定性を重視した金融システムを構築したことをいう⁵⁾。規制からの逃避とは、コンピュータ処理・通信技術の発達により、金融機関が合法的に規制から逃避して行った状況をいう。1970年代のディスインターメディアーション(金融仲介離れ)や1980年代の金利規制の撤廃がこれにあたる。アメリカの金融システムは、技術進歩の結果、規制による安定性から効率性重視に変貌していった。図1ではこれを規制逃避の金融システムと名づけている。この効率性重視の金融システムは1980年代後半に、S&L(貯蓄貸付組合)によるバブルを引き起こし、その崩壊から金融システムの再設計を迫られる。すでに言及し

4) アメリカの金融システムの変遷については酒井・鹿野(2006)、第9章「アメリカ、カナダの金融システム」を参照されたい。より詳しくは藪下(1987)、Friedman and Schwartz(1963)を参照。

5) マックファーデン法(1927年、国法銀行の州際規制)は大恐慌の勃発(1929年)以前に導入されている。同法は、国法銀行を弱小銀行の地位にとどめることとなり、むしろ大恐慌時の金融システムの脆弱性を高めた。

たように安定性と効率性はトレードオフの関係にあるため、効率的な金融システムには安定性の問題が発生する。

1990年代の金融システム改革は、初めて安定性と効率性とのバランスに配慮して設計されたものといえる。改革の主たるものは、連邦預金保険公社改善法（預金保険制度の見直し、1991）、リーグル＝ニール州際銀行業務効率化法（マックファーデン法の廃止、1994）、グラム＝リーチ＝ブライリー法（グラス＝スティーガル法の廃止 [業際規制撤廃]、1999）の施行であった。例えば、1991年の預金保険制度の改革では、金融機関それぞれの業務範囲の自由度が自らの自己資本比率に応じて決まってくるというリスク反映型の預金保険を採用している。こうした速やかな金融システムの改革が1990年代のアメリカの繁栄をもたらしたといえる。

つまり大恐慌以前の金融システムは効率性重視、大恐慌以後の金融システムは規制重視、規制逃避の金融システムは効率性重視という経緯をたどって、21世紀の金融システムにいたってようやく安定性と効率性のバランスに配慮した金融システムを設計するに至ったといえる。アメリカの金融産業は当局の産業育成の土壌から成長したというよりも、むしろ新たな技術を採用することによって従来の金融システムが陳腐化し、効率性と安定性のバランスが崩れ、バブルに代表される問題が発生し、バブルが崩壊して金融危機に至り、その対策として新たな金融システムを再設計していくという変遷をたどっていることが見て取れる。そして現代の金融システムを理解するためには、次に述べるもう一つの新たに発生した政策面からの「危機管理システム」という要素を考慮しなければならない。

4. サブプライムローンとモラルハザード

これまで説明してきた歴史的経緯を念頭に、直近の金融危機であるサブプライムローン問題を理論的な立場から分析してみよう。サブプライムローンとはアメリカの低所得者向けの住宅ローンであり、それが2007年に不良債権化していることが顕現化して、アメリカ国内外の金融機関の経営を圧迫している現象をサブプライムローン問題という。本来、そうした住宅ローンが貸し手と借り手との金融取引の枠内に収まっているならば、そこに情報の非対称性が介在していても緩和策を組み込むことは可能である。ところが貸借に伴って発生したいくつかの債権を組み合わせ（組成）して、新たに作り上げられる証券化商品を転売することで厄介な状況が発生する。この仕組みを説明するために、まず契約理論（情報の経済学）に基づいたモラルハザードの定義を紹介し、つぎにそれをサブプライムローン問題に当てはめて考えてみる。

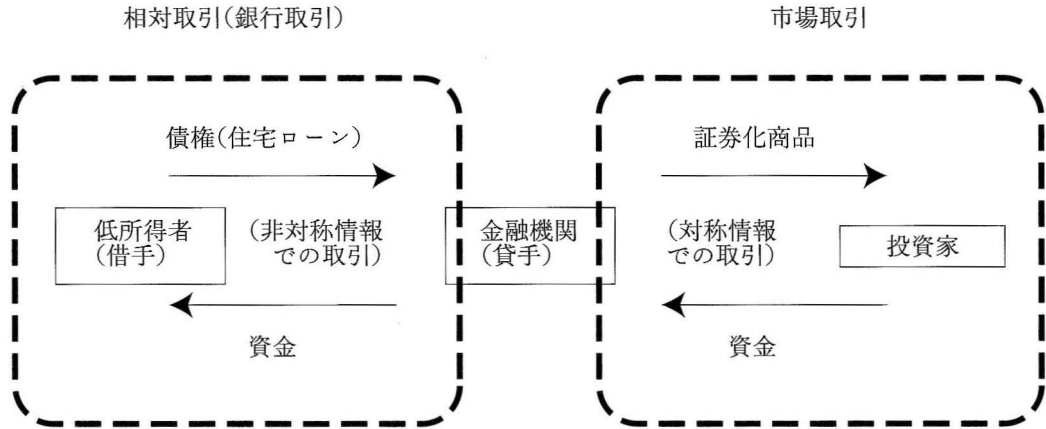
【モラルハザードの定義】

モラルハザードというと、例えば「倫理の欠如」と邦訳され、語感からすると、銀行家あるいは企業家が倫理・道徳律に背いた経済活動を行うことを意味しているという印象を与えてしまう。ところが経済理論でいうモラルハザード（moral hazard）とは、金融取引で考えてみると「契約が成立した後、貸し手が借り手の行動を観察できないことを利用して、借り手が自分に有利な行動をする」と定義され、なんら倫理・道徳について説明する件はない。裏返して言うなら、もし倫理・道徳からモラルハザードを定義しようとする、まず倫理・道徳とは何かという問題に遭遇し、解決がつかなくなってしまうからである。つまりモラルハザードという現象（行為）が発生する環境を示すことで、この問題を回避することができる⁶⁾。

情報の経済学あるいは契約理論の問題の立て方は次のようなものである。情報の非対称性のもとの取

6) この考え方は、契約理論で取り扱う「情報」においても同様である。貸し手と借り手で非対称情報構造を作り上げるときの道具立ては、リスク中立あるいは回避的な効用関数を仮定したり、生産技術のタイプであったりするが、情報それ自体の内容を定義することはない。

図2 サブプライムローンの情報構造



引は、情報を共有している（対称情報である）ときの取引と比較して、モラルハザードや逆選択に代表される非効率が発生する。その際、どのような仕組みを取引（契約）に組み込めば、こうした非効率を緩和できるかという設定である⁷⁾。

この考え方を金融取引に当てはめて考えてみよう。金融取引は市場取引と相対取引に大別される。市場取引とは、株式・債券に代表される規格化された金融商品を不特定多数の取引者が売買する市場であり、相対取引とは銀行貸出のように、特定の相手と行う金融取引である。市場取引では、取引者同士で取引に関する情報を共有していること（対称情報）を前提としている。市場取引において、当事者しか知りえない情報のもとに市場取引を行えば、インサイダー取引として罰せられる。これに対して相対取引では、ある情報について片方しか知らないという非対称情報が前提となる。したがって銀行は、融資契約を行う際、融資先の情報を獲得することを迫られる。

融資契約が成立した後、貸し手である金融機関が借り手の行動を把握できないとき情報の非対称性が発生し、借り手は情報優位であることをよいことに、自己の利益を増大させようとしてモラルハザードを引き起こす。そこで、こうした非効率性を緩和するために、貸し手が費用を払って借り手の行動を監視するモニタリングといった手段が導入される⁸⁾。

【サブプライムローン問題】

このモラルハザードの構造をサブプライムローン問題に当てはめて考えてみよう。サブプライムローンは低所得者に対する住宅ローンから取引が発券するが、貸し手である金融機関が債権を証券化して転売するところが単なる非対称情報の下での取引と異なっている（図2を参照）。

取引が、先ほど説明した相対取引の構造に収まっている限りにおいて、モラルハザードは貸し手と借り手との間の情報の非対称性の問題であり、通常の契約理論の範疇で処理することができる。例えば、借り手が融資契約成立後、リスクテイキングな消費活動を行うなら、そうした行為を金融機関が監視（モニタリング）する手段を導入することでモラルハザードを防止できる。

ところが図2に描かれているように、サブプライムローンの問題では、貸し手（金融機関）が手持ちの債権（住宅ローン）を証券化して投資家に転売する取引が付け加わる。したがって貸し手と借り手との直接的な取引で発生した情報の非対称性を緩和する仕組みを検討するという契約理論の範疇の枠外に、証券化商品の取引は飛び出してしまふ。この時点で最終的な資金の貸し手は投資家であり、借り手である低所

7) 契約理論に関する基本的な文献には、例えば伊藤（2003）がある。

8) 契約理論を金融取引に応用して分析する試みとして酒井・前多（2003）を参照されたい。

得者の行動を知る術は完全に失われてしまう。言い換えれば、対称情報が前提である市場取引であるにもかかわらず、借り手と最終的貸し手である投資家との間に、非対称情報の構造が必然的に組み込まれてしまっている。つまり相対取引で想定するモニタリング機能といった非対称情報の緩和手段の導入が、相対取引から市場取引に変貌してしまうため難しくなってしまふ。

こうした証券化商品の組成が可能になったのは、1990年代に急速な進展を見た金融工学の貢献に基づく。金融工学の発展自体は金融取引の効率化を促進する効果があった。債権の証券化によって、例えば地理的に離れていて、これまで融資できなかった海外の金融機関からの資金の活用が可能になる。したがって図2に描かれている非対称情報の深刻化は、効率化の代償として発生する副作用とも言うべきものである。逆に言うなら、金融工学の発展がなければ、こうした問題は生まれなかった。つまり技術進歩の結果、資金の効率的な配分が可能となり、そこから新たな収益を生み出そうとするインセンティブの副産物として、情報の非対称性の深刻化が発生しているのである。

5. 現代のLLRの意義

このような金融危機に対して、現代の金融政策はどのような対処手段をもっているのだろうか。実は、1980年代後半以降、世界の金融市場は、金融危機とバブルの発生というパターンを繰り返している。そしてこうした金融危機の対策として、マーケットに大量の流動性を供給することで凌ぐという危機管理手法が確立している。この仕組みを理解する準備として、まずLLRについて説明しておきたい。

【最後の貸し手機能とは】

LLR (Lender of Last Resort) とは「最後の貸し手機能」と称され、信用秩序の維持のために中央銀行に与えられている機能である。もともと脆弱な構造をもっている金融市場では、金融危機を防止するためにいくつかの措置が組み込まれており、それらはブルーデンス政策 (prudential policy) と称される。ブルーデンス政策は、事前的措置と事後的措置 (セイフティーネット) からなり、LLRは、預金保険と共に事後的措置の一環を占めている⁹⁾。

このLLRは、これまで日銀特融と称されるように、流動性不足に陥った個別銀行に対して中央銀行が資金を供給することによって銀行取付けを防ぐことを意味していた。個別銀行の破綻が他の金融機関の破綻へと波及するシステム・リスクを引き起こし、ついには金融市場全体の機能停止に至る信用秩序の動揺を防止するためである¹⁰⁾。

【危機管理モデル】

アメリカでは1991年の連邦預金保険公社改善法 (FDICIA) の制定と共に、個別銀行の救済という措置は原則として破棄され、2008年の金融危機が発生するまで金融システム全体のリスクを封じ込める政策運営・制度設計が採用されてきた¹¹⁾。それとともにLLRの役割・目的も変貌した。転機となった事例は、1987年10月19日に発生したブラックマンデーにおけるFRBの対処である。1929年10月24日の暗黒の木曜日においてFRBは流動性の吸収を行い、それが1930年代のアメリカのデフレを招いた反省から、ブラックマンデーの際、FRBはマーケットに対して大量の流動性の供給を行った。つまり個別の金融機関の救済ではなく、市場全体に潤沢な流動性を供給することによって金融システムの破綻を防止したのである。グリーンズパンは、彼の回顧録『波乱の時代』において、“たぶんそこまで力強くはないだろうとは思いますが、ゲティスバーグの演説のように簡潔だと思う。「FRBは、アメリカの中央銀行としての責任の一環として、流動性の供給源としての役割を果たし、経済・金融システムを支える用意があることを本日、

9) ブルーデンス政策については酒井・榊原・鹿野 (2004) を参照。

10) わが国において最後の貸し手機能は、1998年に改正施行された日本銀行法第38条 (信用秩序維持に資するための業務) で保証されている。その具体的運用については1999年に特融等4原則が公表され、LLRの適用基準が厳格化された。

11) 参考文献としてライタン＝ロウチ (1998) を参照されたい。

確認した」という声明である。だが、市場が機能している間は、資金を投入して民間銀行を支えることを望まなかった”と記述している（グリーンズパン（2007）、p 157）¹²⁾。

そこで個別金融機関の救済を目的とした古典的な LLR を狭義の LLR と呼び、現在の市場に対する大量の流動性供給を広義の LLR と呼ぶことにしよう。ここで広義の LLR とは、公開市場操作を介して短期金融市場に大量の資金を供給すると定義する。広義の LLR からは、公開市場操作を採用することで、①供給した資金を吸収することが容易である、②資金を取り入れるか否かの判断を金融機関の自主性に委ねることができるというメリットを享受できる。つまりこの手法は、金融危機に際し政策当局が個別金融機関を救済することや、株式市場に介入することを巧みに回避しているといえる¹³⁾。ブラックマンデーにおいて FRB は、大量の流動性供給によって、速やかに金融危機を脱することに成功し、その後の危機管理モデルの雛形となった。ブラックマンデー（1987）以降に発生した金融危機にはメキシコ通貨危機（1994年）、LTCM の破綻（1998）、IT バブル崩壊（2000～2001）があるが、いずれも広義の LLR で対処するという危機管理モデルが採用されている。しかし、ここで注目したいのは、大量の流動性を市場に供給する広義の LLR は金融危機に対処する有力な手段となる一方、大量の流動性供給は必然的に次のバブルの遠因となることである。

6. アメリカの金融政策運営

現在の金融政策の運営として、ここから何が浮かんでくるであろうか¹⁴⁾。われわれは中央銀行が強力な権限を保有していると想定しているが、人為的に介入できるのは短期金融市場と外国為替市場の2つしかない¹⁵⁾。そして市場との対話という政策運営手段によって、短期金融市場の金利に働きかけることで、その効果を長期金利にまで及ぼそうと腐心している。つまり金利と償還までの期間（残存年数）の関係をプロットしたイールドカーブの形状に間接的ながら影響を及ぼそうと試みる¹⁶⁾。さらに金融危機に及んでは、前章で説明した危機管理システムで対処している。

【警告するが、介入せず】

それではこれ以上に、FRB が金融市場に踏み込むことがあったのだろうか。1987年から2006年まで FRB 議長であったグリーンズパンの金融政策の運営を鳥瞰してみよう。グリーンズパンは、1987年10月に発生したブラックマンデーに対処する際、金融危機に際しては広義の LLR を採用するというアイデアを実践し、短期間に金融危機を収束させることに成功した。その後、90年代のアメリカの繁栄期では日本の失われた10年（ten lost years）を教訓として、バブルに際して、政策運営のメニューから直接的介入を意図的に排除してきた。この間、FRB の政策スタンスは、バブルに対して「警告するが、介入せず」というものであった。

そうした警告の代表的な事例には、1996年12月5日のアメリカン・エンタープライズ研究所の年次総会における基調講演で、当時のバブルを根拠なき熱狂（irrational exuberance）と称したことがある。グリーンズパンの発言は次のようなものである。

12) 原文は Greenspan (2007), p108 で、以下のとおりである。It was as short and concise as the Gettysburg Address, I thought, although possibly not as stirring: “The Federal Reserve, consistent with its responsibilities as the nation’s central bank, affirmed today its readiness to serve as a source of liquidity to support the economic and financial system.” But as long as the markets continued to function, we had no wish to prop up companies with cash.

13) 金融危機に際して目標金利（日銀であれば無担保コールレート、FRB であればフェデラルファンドレート）を急激に下げるとは、資金を供給するためのオペレーションを採用することであるから流動性の供給を意味する。

14) FRB の機能については、The Federal Reserve System: Purposes and Functions を参照。

15) 特に、中央銀行が保有している伝統的な政策手段には、金利政策、準備率操作、公開市場操作があるが、現代においては公開市場操作が政策の主たる手段の位置を占めている。

16) 中央銀行が、政策として直接コントロールしているのは短期金利である。これに対して長期金利は、主に企業が事業拡大あるいは成長するために借り入れるときの金利であり、予想に依存しているため、直接コントロールできない。ここで予想とは、期待インフレ率、期待潜在成長率、リスクプレミアム等をいう。

“根拠なき熱狂によって資産価格が過度に上昇し、その結果、過去十年の日本のように、長期にわたる予想外の景気収縮を招きかねない状況になったとき、どうすればそれが分るのだろうか（『波乱の時代』（2007）p 257）。¹⁷⁾”

この件から、グリーンスパンが当時日本に発生していた不良債権問題を観察・研究し、バブル対策として総量規制、地価税の導入といった実体経済に直接介入する手法を採用すれば長期不況を引き起こしてしまうという事実を熟知していたことをうかがい知ることができる。経済に直接介入すれば、日本の失われた10年がアメリカ経済においても発生してしまうことを危惧したのである。

ここから得られる結論は次のようなものである。株式・不動産に代表される資産の価格が急騰してバブルが発生したとしても、当局にとって最善の政策手段は、市場そのものに直接介入することではなく、せいぜい警告を発することで資産インフレ期待の芽を摘むことであり、これ以上の対策は今のところ存在しない。つまり私たちが手にしている危機管理モデルは、あくまでも金融危機が発生した後の事後的措置であり、バブルに対処するための事前的な対策は存在していないのである。

さらに政策当局による警告自体に効果があるのか、あるいは意味がないという見解すら表明されている。1995年から1999年まで財務長官の任にあったルービンは回顧録において、“財務省長官が株式評論家のように、そのときどきの自らの見解に従ってことごとくに危険度を警告すべきだという考えは、まったく見当違いである”（ルービン [2005], p 258）と述べている。この見解はグリーンスパン自身も賛同している¹⁸⁾。

【バーナンキの金融政策】

2006年2月1日からFRB議長職は、グリーンスパンからバーナンキに引き継がれた。現在のFRBの政策運営は2007年11月に公表されている。バーナンキは持論であるインフレーション・ターゲット（inflation target）導入の検討をしてきたが、物価の安定（price stability）のみならず、FRBのもう一つの使命である最大雇用（maximum employment）との整合性と抵触するため採用を見送り、次善の策として新たな金融政策運営を2007年10月のFOMC議事要旨で公表した¹⁹⁾。「ルールか裁量か」という物指しで計ってみると、この政策運営は金融政策の機動性、柔軟性を配慮したといえる²⁰⁾。

この時点で一新された経済見通し（Economic Projections）の内容は以下のようなものである。

- ① これまで年2回公表してきた経済見通しを年4回に増やす。
- ② 経済見通しで公表する数値の項目を変更する。
- ③ 経済見通しの対象期間を2年から3年に延長する。

経済見通しの年間公表回数を4回に増やすという①は、2007年10月の議事要旨から始まることとなった。②については、これまで公表してきた名目GDP成長率を取りやめ実質GDP成長率のみとした。物価については、価格指数（price index）という表現からインフレーション（inflation）と表記を変え、エネルギー・食品を除いたコアのCPEインフレ率のみならず、新たにCPEインフレ率も公表することにし

17) 原文は以下のとおりである。“But how do we know when irrational exuberance has unduly inflated asset values, which then become subject to unexpected and prolonged contractions as they have in Japan over the last decade?” Greenspan (2007), p175.

18) グリーンスパンは、1997年からの株式ブームにおいて、バブルのリスクに対応する手段として警告が効果的でないことを実感したと述べている（『波乱の時代』（2007）, pp259-260）。ちなみにルービンは「警告は無意味」といった理由を、グリーンスパンは以下のように解説している。“第1に、市場が買われすぎか売られすぎになっていることを確実に判断する方法はない。第2に、市場の力に勝つことはできない。だから、論じて何も得られない。第3に、何を語っても裏目にでて、信頼性を失う結果になる可能性が高い。他人とくらべてとくに優れた人ではないとおもわれるだけになる”（『波乱の時代』（2007）, p 254）。

19) アメリカの金融政策目標の特徴は、1978年に制定されたハンフリー＝ホーキンス法（Full Employment and Balanced Growth Act: 完全雇用および均衡成長法）により、雇用の最大化が目標に掲げられていることである。同法自体は2000年に失効しているが、完全雇用がFRBの目的であることは現在も前提となっている。

20) FRBのHP > Monetary Policy > More information > Minutes of Federal Open Market Committee, October 30-31, 2007 から検索できる。

ている。また③において経済見通しの対象期間を延長したことは、インフレーション・ターゲットに多少なりとも近づけたともみなせる。こうした変更から、インフレーション・ターゲットを採用しないにせよ、以前の運営よりもルールに基づく金融政策に近づけようとする意図をFRBは持っているというのが市場認識であった。

7. 危機管理モデルの欠陥

危機管理モデルは、ブラックマンデー以後の金融危機に対してそれなりの効果を示してきたといえよう。しかし説明してきた歴史的経緯には、これ以上の具体的に有効な金融政策手段を生み出すヒントは含まれていない。判明したことは、金融危機において大量の流動性供給（広義のLLR）を行えば、一時的に金融危機は緩和されるものの、結果として新たなバブルを生み出す遠因を作ってしまうということである²¹⁾。

【バブル対策】

放置されている問題は、経済の先行き予測に基づいた政策運営（フォワードルッキング）の見地から、インフレ懸念を理由とした流動性の早期吸収である。金融危機を脱した後のバブルの後始末を、中央銀行は物価の安定（インフレ期待発生の阻止）という使命のもとに行っている。その際、金融政策の効果が実際に現れるには1,2年のタイムラグを伴うという経験則から、フォワードルッキングに基づく政策判断が求められるという趣旨の発言が繰り返されている。インフレ期待に対する懸念という表現の裏側には、危機管理の結果として必然的に発生した過剰流動性の後始末を速やかに実施するという意図も含まれている。

それではバブルの後始末としての流動性の吸収は速やかに行われるのだろうか。ところが、こうした予防的な政策採用は政府との摩擦を伴う。つまりバブルの温床を完全に払拭できるまでの政策運営は難しい。当然のことながら資金の吸収は金融調節（オペレーション）で行われ、そのための条件として利上げが求められる。景気回復期に中央銀行と政府との間に摩擦が起きるのは、まさにこのためである。したがって景気回復時において、中央銀行が予防的に金融引き締め政策を採用することはきわめて難しい。

もう1つの問題は、石油ショックからインフレが発生した1970年代の状況と比較するとき、近年のマクロ経済現象の特徴は極めて安定的な物価水準を示していることである。したがってインフレターゲットを採用しているとき、特定のモノの価格の暴騰となるバブルを、一般物価の変動に焦点を合わせた政策運営では看過してしまう可能性がある。前章で言及したバーナンキの金融政策運営は、インフレターゲットに近いものとなっている分、金融危機のリスクを事前に察知するという意識からは遠いものとなっている。バーナンキの金融政策の運営は物価水準および失業率に配慮しているものの、バブルに対する特別の指標は含まれていない。サブプライムローン問題を原因とするリーマンショックが発生する（2008年9月15日）まで、グリーンズパンおよびバーナンキを議長とするFRBは資産インフレに責任を持たないというスタンスを堅持してきた。

【制度設計の限界】

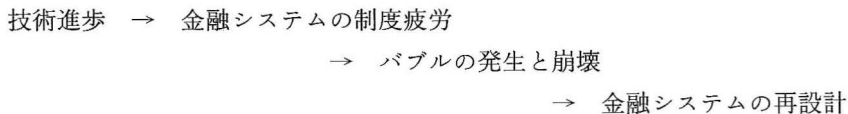
金融政策の運営によってバブル発生に対して十分に対処できないとするなら、金融政策のもう一つの手段である金融制度の設計によって補完できるであろうか。ところがこれにも限界がある。

現代において新しい技術が組み込まれるのは常に民間からであり、制度設計を司る規制当局ではない。利潤動機というインセンティブは民間にしかないからである。したがって新しい金融取引において情報優位に立つのは常に民間であり、規制当局は情報劣位の立場におかれる。つまり技術進歩によって、新たな金融取引が採用されれば、必然的に政策当局とマーケットとの間に情報の非対称性が発生する。そうした

21) 大量の流動性を市場に供給することは、これまでの経済学の常識によればインフレーションを引き起こすというものであった。しかし近年、流動性供給はインフレではなく、特定のモノの価格の暴騰（バブル）を引き起こしている。

情報の非対称性からモラルハザードが発生し、それが新たなバブルとなり、その崩壊が顕現化して、初めて規制当局が対処手段を腐心する²²⁾。図3は技術進歩から金融システムの再設計に至るまでのパターンを描いている。こうした現状を観察すると、金融システム再設計は、新技術が金融取引に導入されることを前提に行われるのではなく、常に問題の発生した後の後追いという傾向をもつことが分る。つまり制度設計は、現実が発生した問題に対処するために再設計されるため、政策運営のように、フォーワードルッキング的な要素を組み込むことが難しい。

図3. 金融システムの再設計



(注) 金融取引に新たな技術が組み込まれれば、必然的に現行の金融システムが制度疲労を起こし、合法的な金融取引の結果としてバブルが発生する。

8. まとめ

金融システムというコンセプトを用いてアメリカの金融市場を鳥瞰してみると、アメリカ経済の現状を理解しやすくなる。ある制度のもとで確立した金融システムに、新たな金融技術が持ち込まれると、制度疲労が引き起こされる。このとき金融技術は効率性の向上をもたらす一方で、制度が課している規制を合法的に逃れる手段ともなりうる。結果としてバブルが生まれ、その崩壊から金融危機が発生する。そのため新たな金融制度が設計されるが、さらなる金融技術の導入で、また制度疲労が引き起こされる。ここで金融技術とはコンピュータ処理・通信技術であったり、金融工学であったりする。特にサブプライムローン問題は、証券化商品によって非対称情報が深刻化したことが原因であるといえる。

また本稿では現在の金融政策を解説すると共に、その特徴およびメリット・デメリットを洗い出すことで、政策運営の限界を論じてみた。現代において金融危機の対処手段として、われわれが手にしているのは危機管理システム（広義の LLR）である。この危機管理システムは金融危機を一時的に回避しても、新たなバブルの温床となってしまう。ところが政策運営の視点からも制度設計の視点からも、フォーワードルッキング的なバブル予防措置を組み込むことは難しい。政策運営においてはバブル発生を認識することが難しいこと、政府との摩擦が存在することといった問題がある。その一方で制度設計においては、金融技術についての情報優位に立つのは利潤動機に基づく民間金融機関であり、政策当局は常にその後追いとなるため、情報劣位の主体が制度設計することには無理がある²³⁾。しかし、たとえそうであるとしても、当面のところ危機管理モデルで対処していくしかないであろう。

ここから導出される予測は、現在採用されている危機管理システムとバブルは表裏一体であり、サブプライムローン問題が解決したとしても、本稿で解説した経緯を経て新たなバブルが発生し、その崩壊と共に新たな金融危機に直面するというものである。危機管理モデルが事後的な措置であるとするれば、求められるのはバブル発生の予防措置であろう。

第6節で解説したように、バブルの発生を政策当局が知覚することは難しく、ましてバブルを沈静化させることはさらに難しい問題であるという当局者の認識がある。これはFRBのこれまでの認識に基づ

22) 情報の経済学の見地から当局が提示する規制を契約とみなすなら、民間金融機関の行動を当局が観察できないとするモラルハザード、民間金融機関それぞれが保有している技術・知識を当局が把握できないとすると逆選択が発生する。

23) これを契約理論の枠組みに当てはめて考えてみると、契約の設計者であるプリンシパルが政府であり、提供を受けるエージェントが民間金融機関となる。このとき、情報優位にあるのは民間金融機関である。

くものであり、本稿で述べたようにバーナンキの政策運営はこれに沿ったものである。しかし本稿の議論は、インフレーション・ターゲットに基づく政策運営のみでは、バブルの予防という視点が看過されてしまうという問題を示唆している²⁴⁾。その一方で日本銀行、欧州中央銀行は2つの柱のアプローチ (two-pillar approach) を採用している。第1の柱を物価安定に当て、第2の柱をバブル対策に当てるという仕組みを確立することは今後の課題である。

参考文献

- [1] 伊藤秀史 [2003] 『契約の経済理論』 有斐閣。
- [2] 酒井良清, 榊原健一, 鹿野嘉昭 [2004] 『金融政策 (改訂版)』 有斐閣。
- [3] 酒井良清, 鹿野嘉昭 [2006] 『金融システム (第3版)』 有斐閣。
- [4] 酒井良清, 前多康男 [2003] 『新しい金融理論』 有斐閣。
- [5] 酒井良清, 前多康男 [2004] 『金融システムの経済学』 東洋経済新報社。
- [6] 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。
- [7] B. バーンナキ [2004] 『リフレと金融政策』 日本経済新聞社。
- [8] 藪下史郎 [1987] 『アメリカの金融市場と構造』 東洋経済新報社。
- [9] ライタン=ロウチ [1998] 『21世紀の金融業』 東洋経済新報社。
- [10] R. ルービン [2005] 『ルービン回顧録』 日本経済新聞社。
- [11] Friedman, M. and A. J. Schwartz. 1963. A Monetary History of the United States, 1867-1960, Princeton University Press.
Greenspan, Alan. 2007. The Age of Turbulence. The Penguin Press (邦訳: A. グリーンスパン [2007] 『波乱の時代』 日本経済新聞社)。
- [12] Maeda, Y. and Y. Sakai. 2008. Microeconomic Foundation of LLR from the Viewpoint of Payments. Japanese Economic Review Vol. 59, Issue 2, 178-193.

24) こうした問題意識の下に Maeda and Sakai (2008) を参照されたい。