

### 試論「バジヨットの原則」再考:現代金融危機と日本銀行

TSURUMI, Masayoshi / 齋見, 誠良

---

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

77

(号 / Number)

3

(開始ページ / Start Page)

149

(終了ページ / End Page)

172

(発行年 / Year)

2010-03-15

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00006002>

# 試論「バジョットの原則」再考 —現代金融危機と日本銀行

霧見 誠 良

## [1] はじめに

本稿の目的は、独立性を確立した日本銀行の金融政策を「最後の貸し手」機能を巡る「バジョットの原則」に照らして再考するところにある<sup>1)</sup>。

日本銀行は1998年、日銀法改正によって中央銀行として金融政策の独立性を確立した。1882年に日本銀行が創設されて以来100年に及ぶ祈願が達成された。二十一世紀最初の金融政策は、独立日本銀行に担われることとなった。しかし新生日本銀行の第一歩は大嵐のなかでの出帆であった。以来10年、新生日本銀行は金融危機対策に追われ、手探りの試行を重ねざるを得なかった。この10年、前半は日本発の金融危機対策、後半はアメリカ発の世界金融危機対策に追われた。日本の危機が1980年代不動産と株式を巡るバブルに発し、またアメリカ発の危機がサブプライムローンの証券化に発し、両者は危機の様態が異なる。しかし両者ともに資産バブルとその崩壊から生じている点で共通する。21世紀われわれは、資産バブルとその崩壊の問題に直面し、対処を迫られている。新生日本銀行は、こうした新しい危機に対し手探りで、これまでの「伝統的な」金融政策の枠を超えて、さまざまな新たな方策を試みてきた。本稿の狙いは、これらを中央銀行の

---

1) 本稿は、2009年6月大連理工大学財務研究所が主催した国際コンファレンスでの招待報告を下敷きに書き改めたものである (Tsurumi (2009))。

「最後の貸し手」の観点から評価するところにある。

金融危機対策としては、伝統的には中央銀行による「最後の貸し手」機能が動員されてきた。金融パニックを防止すること、そこに「最後の貸し手」中央銀行の役割があった。「最後の貸し手」としてどのように行動すべきか。中央銀行の行動基準として、長い間「バジョットの原則」が珍重されてきた。それはW.バジョットが著した『ロンバード街』（1873年）によって定式化されたが、以来ほぼ140年のあいだ、金融政策を担当するものにとってバイブルであり続けた。さて、ここでひとつ問いが浮かぶ。現代の金融危機にとって、「バジョットの原則」はなお有効であろうか。金融が発展するなかで、「バジョットの原則」は変容を迫られているのではないか。21世紀初頭日本銀行が行った試行を素材に「バジョットの原則」を再考したい。それをとおして現代金融の新しい動きに光をあてる<sup>2)</sup>。本稿は、とりあえず問題点を指摘するにとどまり、過渡的な試論にすぎない。前半で独立日本銀行のここ10年にわたる金融危機政策を概観し、後半で「バジョットの原則」を巡る議論を紹介し、現代における「最後の貸し手」の問題点を洗い出す。

## [2] 21世紀初頭日本銀行の金融政策

1990年代日本経済は「失われた10年」の苦境に沈んだ。その源は、1980年代半の資産バブルとその崩壊にあった。10年におよぶ不動産、株式価格の下落は、金融セクターに多額の不良資産をもたらし、1997、8年には金融危機を惹き起した<sup>3)</sup>。こうした金融パニックの波濤のなかで、独立日本

---

2) 日銀副総裁山口泰は1999年すでにフランス銀行での講演で『ゼロ金利』と言い、バジョットの古典的なルールを越えた積極的な『最後の貸し手』機能と言い、1990年代の日本銀行は中央銀行の政策に関する伝統的な観念からすれば、オーソドックスではなかったかもしれない」と問題を提起している（山口（1999b））。本稿はこの言明に触発されたものである。本稿では、ゼロ金利制約下の金利政策を「最期の貸し手」政策ととらえている。

3) 1990年代の不況については、小林、加藤（2001）が有益である。

銀行は生まれた。金融パニック再発とデフレーションを恐れ、重圧のなかで新生日本銀行は手探りで試行をつづけ、未踏の領域に足を踏み入れた<sup>4)</sup>。ゼロ金利政策と量的緩和政策である<sup>5)</sup>。

### (1) ゼロ金利政策

日本銀行は1991年から95年にかけて公定歩合を6回切り下げた（6%から0.5%へ）。その効むなく、1998年には金融危機が勃発した。パニックを防止するためには日本銀行は通常の公定歩合の引き下げを超えた方策を採らざるを得なかった。1999年2月ゼロ金利政策を断行した。日銀は金利政策目標のオーバーナイト無担保コール金利をゼロに誘導することに踏み切った。またこの政策をデフレが解消するまで続けることを公に表明した。しかし日銀は長期間ゼロ金利を続けることに躊躇し、1年半後の2000年8月に市場の期待を押し切って解除に踏み切った<sup>6)</sup>。名目金利はゼロ以下にはならないから、ゼロ金利制約下では日本銀行の金利政策は半身不随に陥ることを恐れてである。しかし財務省など大方から解除は早すぎたという批判を浴びた。デフレ離脱の期待は萎んでしまった。2000年夏のゼロ金利政策の解除が逆効果に終わった後、日銀はデフレ解消のために、より強力な政策を打ち出さざるを得なかった。それが量的緩和政策である。

### (2) 量的緩和政策

日銀は2001年早々に公定歩合を2回切り下げ0.25%とした。5月には量的緩和政策に踏み切り、2006年3月までほぼ5年間続けた。内容は以下のとおりである。

- 1) 日銀は政策目標をこれまでの無担保オーバーナイトコール金利からマネタリーベースに変更する。

---

4) 山口（2002b）は「未踏の領域における中央銀行」と題する講演を行っている。

5) 以下、日銀の施策の概要については福井（2003b）、須田（2003）をみよ。

6) ゼロ金利解除を巡る議論と日本銀行の評価については、植田（2000）をみよ。

2) マネタリーベースの中核をなす日銀当座預金残高の目標を4億円から5億円へ増加する。

量的緩和政策は、日銀当座預金残高を増加させ、マネタリーベースを増やすことでデフレ状態から抜け出すことを狙ったものであった。デフレ回避のうえでゼロ金利政策がさしたる効果を発揮しなかったとすれば、日本銀行にとって残された手は量の拡大しかなかった。量的緩和の間、オーバーナイトコール金利はゼロ近くまで下げ続けた。日銀としてはゼロを超えていれば僅かであれ金利政策の余地がある。日銀の金融政策の自由度という点から見れば、この違いは大きい。しかし金利引き下げの余地がほとんどないという点で、量的緩和政策（Quantitative Easing Policy）も広義のゼロ金利政策といえよう。量的緩和の効果を挙げるためには、目標を上げるしかなかった。日銀当座預金残高は2001年の4兆円から2004年初には実に35兆円へと膨張した。日銀は量的緩和を終えたあと2006年3月再度ゼロ金利政策を再開したが、6月には早くも解除、1999年以来続いた広義のゼロ金利政策は幕を閉めた。

マネタリーベースの増大にどのような効果が期待されていたのであろうか。金利の期間構造を介し利回り曲線を平坦化することであった。量的緩和により、短期金利のみならず長期金利もゼロ近くまで引き下げ、デフレを回避する。日銀は、短期金利から長期金利への波及に着眼して、この量的緩和政策を「時間軸政策」（Policy Duration Effect）と呼ぶ。

さて、どのようにして短期金利が長期金利へ波及するのであろうか、幾つかのルートが想定される。

- 1) 金利に関する期待の変化である。金利期間構造を巡る期待理論によれば、短期金利が長期的に継続されるという期待によって、長期金利は低下し、利回り曲線は平坦化する。
- 2) 銀行が抱える膨大な過剰準備の一部が溢れ、貸出、投資に向かう。
- 3) 日銀が長期国債を買い入れることによって、銀行のバランスシートを組み替える。これまで日銀の公開市場操作は短期の国債あるいは手形

に限られ、長期国債は長いこと使われてこなかった。銀行保有の短期国債を長期国債と交換に買い入れることも行われた。長期国債の買い入れ操作によって長期金利は低下、利回り曲線はフラット化すると期待された。

デフレーションとゼロ金利のもとで日本銀行は、伝統的な短期金利を政策目標とする金融政策が行き詰まり、やむをえず量的政策を採用せざるをえなかった。日銀は数量政策を採用しながら、必ずしも数量説に伏したわけではなかった。〈貨幣数量→物価〉の直接径路に一抹の疑心を抱きながら、依然〈貨幣数量→金利→実物経済〉からなる間接径路を保持しつづけた。この点で中央銀行日銀にとっての新しさは、政策目標をこれまでの短期金利から長期金利へ広げた点にあった<sup>7)</sup>。

### (3) その他「非伝統的」な政策手段

量的緩和政策を実行するにあたって、日本銀行はそのほか幾つか新しい試みを導入した。日銀は貨幣供給量を拡大するために、民間から買い取る金融資産の枠を「伝統」から広げる必要があった。極論すれば、量的拡大をはかるためには、その裏となる金融資産はいかなるタイプでもよい。

第一に、銀行保有株式の買い入れ。2002年9月に2年間、最大2兆円の買い取り（その後3兆円に拡大）を開始した。株価下落により、銀行が保有する株式に評価損が生まれ、銀行の自己資本が毀損する恐れがあった。BISのリスクベースの自己資本比率に銀行保有株を組み込んだことが、株価下落局面において負の循環を引き起こしたのである。日銀による株式買い取り操作は、銀行バランスシート上の自己資本にかかる重圧を取り除く効果があった。株価下落の銀行バランスシートへのマイナスの影響を避けるために、2001年には銀行保有株に法的上限が課せられ、株価に強い下落圧力が強まった。こうしたなかでの日本銀行の株式買い取りは、量的緩和

7) 長い眼でみれば、短期金利と長期金利をまたぐ政策は、すでに1950年代アメリカ連邦準備銀行によるツイストオペレーションなど先例がある（井田（1978）をみよ）。

政策の一環として流動性を供給しながら、株価の低落と銀行の自己資本悪化を和らげる効果を果たした。

第二に、証券化商品の買い入れ。2004年1月、日銀はABS (asset backed securities), ABCP (asset backed commercial papers) の買い取りを開始した。この操作も量的緩和政策の一環として実施され、流動性の供給の一助をなしたが、他方では証券化商品の市場を育成することに狙いが置かれた。

中央銀行家は、これら一群の金融政策をまとめて「非伝統的」金融政策と評価した。ここでいう「伝統的」な金融政策とは、いわば「公開市場売買操作によって準備預金を動かし短期政策金利に影響を及ぼす」ことをさす。中央銀行による金融政策は90年代、精練された方法として定着するに至った。たしかに21世紀初頭、日銀がとった金融政策は、現代の中央銀行家たちがいう「伝統的」金融政策の範囲を超えている。しかしこうした短期的な見方では、現在起きている事態をとらえきれない。これまでの長期の金融政策史の観点から振り返るならば、日銀の金融政策は単に近年の「伝統」を外れるにとどまらず、これまでの中央銀行の経験を超える「未踏」の領域に足を踏み込みつつあったのである<sup>8)</sup>。

ここ10年の日銀の金融政策を、長期の金融政策史の観点から位置づけてみると、いくつかのグループに分けることができる。第一は、現代中央銀行家が抱く「伝統的」な短期金利政策である。第二は、量的政策である。第三は、資本の供給あるいは金融市場の保持・育成など、流動性政策をこえる観点である。「短期金利政策」の点からみれば量的政策は「非伝統的」であろう。また日銀による株式やABS (資産担保証券) の買い入れは、第二の量的緩和政策の一環として行われたが、知らず知らずのうちに第三の「未踏」の領域に足を踏み入れていたのである。

---

8) 山口 (2002b) あるいは武藤 (2003) には、政策担当者の未踏の領域に足を踏み入れる際の「畏れ」をうかがうことができる。

ここでいう「非伝統的」とはunconventionalの訳である。白川 (2009b) はじめ一般には「非伝統的」と称しているが、白塚 (2009) は「非正統的」と呼んでいる。いずれにせよ本稿のねらいは、以下にみるように、「非伝統的」あるいは「未踏」の意義を問うところにある。

量的緩和政策が効果を発揮したか否か、その評価についてはなお固まっていない。長期金利は2002年初から2003年初にかけて1.9%から0.5%まで低下し、利回り曲線の平坦化が見られた。しかしデフレからの回復、景気回復の点については政策の効果は少なく、2006年までの回復までなお時間を要した<sup>9)</sup>。これらの点はさらなる検証が必要であるが、とりあえず次の点を示唆される。第一に〈貨幣数量→物価〉の径路は働かなかった。第二に〈貨幣数量→金利→実物経済〉の径路のうち、前半の連関〈貨幣数量→金利〉は「時間軸政策」として行われそれなりの効果があったが、後半の連関〈金利→実物経済〉についてははっきりしない。

#### (4) 「流動性の罍」と信用の「目詰まり」

非伝統的な金融政策の試行にもかかわらず、日本経済はなかなかデフレーションから離脱できなかった。物価水準がゼロを上回ったのに、日銀がゼロ金利政策を採用して実に7年を要した。これほどマネタリーベースを膨張したにもかかわらず、長らく物価は反応しなかった。なぜか？ひとつの答えが「流動性の罍」であった。1930年代Keynesが主張して、長らく放置されてきたのを、Krugmanが日本の金融危機分析から再度光をあて、蘇らせた<sup>10)</sup>。流動性選好説では、金利がゼロに近づくと、マネーはほぼ無限に市場に吸収されてしまい、金融政策は効を失う。日本の金融政策の無力さは「流動性の罍」によって説明され、議論を呼んだ。ケインズの「流動性の罍」は現金と長期国債の2財ポートフォリオからなる。量的緩和政策のもと日銀は長期国債買オペを2001年4千億円から2002年には1兆2千億円へと拡大し、長期国債金利の更なる低下を図った。この試みは、利回り曲線の平坦化に効果を発揮したが、デフレからの離脱には目立った成果はなかった。市中の一部にはさらなる量的緩和、マネタリーベースの増大

9) 量的緩和政策に対する評価については、鶴飼 (2006)、植田 (2005) 宮尾 (2007) ならびに Baba (2005) が有益である。

10) Krugman (1998 a) をみよ。



を求める声が上がった<sup>11)</sup>。日銀は量的緩和政策を推し進めながら、その無力さがどこから来るのか、「流動性の罨」をこえて、さらに追求せざるをえなかった。

クルーグマンは、「流動性の罨」が起こる状況を実質利子率が自然利子率を上回る点に求め、期待の変化を惹き起こすような大胆な政策をとるよう求めた (Krugman (1998a,b))。近年金融政策論において自然利子率が注目され理論的に大いに進展を見たが、実際の金融政策手段としてはなお改善の余地がある<sup>12)</sup>。これに対し日銀当局は、貨幣政策の無力さの背後に銀行が抱える不良資産問題を見た。銀行が抱える膨大な不良資産が銀行の貸出能力を奪い、その結果銀行信用機能が麻痺している。そのために日銀が膨大なベースマネーを溢れるばかりに供給しても、貸出には回らない。この現象を日銀は「目詰まり」と評した<sup>13)</sup>。信用の目詰まりである。10年を超える資産価格の長期的な低落によって、銀行貸出に延滞、回収不能が続発し、銀行信用機能に「目詰まり」が生じ、半身麻痺状態に陥ったのである。7年に及ぶゼロ金利政策の試行のなかから日銀が行き着いたのは、信用の「目詰まり」という新しい概念であった。これまでの金融論において、これに近いマクロの変数概念として信用乗数がある<sup>14)</sup>。しかし信用乗数には銀行信用の動向のほか消費者の貨幣保有行動も反映しており、今のところわれわれはそれ以上に信用の「目詰まり」を表す的確なマクロ変数をもっ

11) 流動性の罨を巡る日銀の対応については植田 (2001) を参照。日銀は量的緩和政策を実施するにあたってKrugmanの見解にそって量的拡大とコミットメントを行った。日本の論者の主張については小宮ほか (2002) が興味深い。

12) 自然利子率についてはWoodford (2003) をみよ。実証研究としては小田、村永 (2003) ならびにAmato (2005) を参照。

13) 福井 (2003a) は、中央銀行の実務感覚から「目詰まり」と表現した。クルーグマンはかつて銀行が抱える不良債権問題を軽視し、それを“Clogged Pipe Theory”として批判した (Krugman (1998))。

14) 飯田,原田,浜田 (2003) が信用乗数の変化を数量的に検証している。

15) 白川 (2008) は流動性概念を資金流動性と市場流動性に分けて重視している。福井の「目詰まり」は白川の「資金流動性」に相当すると思われる。この流動性の問題は1920年代金解禁論争において「通貨と資金」の問題として議論されている (鷗見 (1983))。

ていない<sup>15)</sup>。

信用の「目詰まり」は、銀行貸出径路における資金循環の円滑さにかかわる概念である。それはバランスシートの資産サイドの銀行貸出にかかわる問題で、負債サイドの貨幣政策と関連するが、それに単純に還元できない。貨幣政策はいかに巨万を投じて、銀行の不良債権を処理することなしには、効力はない。そして不良債権処理を進めるためには、銀行の自己資本の毀損は免れず、資本制約に触れざるを得ない。銀行の不良債権処理の問題は、単に流動性の問題ではなく、銀行信用創造機能、さらに間接的にではあるが資本にかかわる問題であった。日銀は量的緩和政策のもと、流動性の範囲を超えて、資本の問題に手を触れざるを得なかったのである。これらの点を、「バジャットの原則」を手がかりにして検討しよう。

### [3] 「バジャットの原則」と日本銀行

#### (1) 「バジャットの原則」を巡って

中央銀行は金融危機に際しどのように行動すべきであろうか？これまでほとんどの中央銀行家は危機の最後の貸し手として「バジャットの原則」と評された伝統的なルールを信奉してきた。そのルールは、W. Bagehot『ロンバード街』（1873年）において定式化され、「最後の貸し手」の金科玉条として賞賛されてきた。その内容は以下のとおりである。

- 1) 中央銀行はパニックを防ぐために流動性を自由に供給すべきである。
- 2) 対象は支払可能な銀行で、支払不能銀行には与えない。
- 3) 担保として優良な証券をとる。
- 4) 平時の市場金利よりも高い罰則金利で貸し出す。

バジャットの原則は「パニックを防止する」ことに目的をおき、その核心は、1) の寛大な流動性の供給にある。2) 3) 4) の三つのルールは、救済に随伴するモラルハザードを防ぐための追加条件である。これら一組の

ルールは、金融パニック予防とモラルハザード防止の間に、非常によくバランスがとられている。このルールが一世紀を超えて長い間信奉されてきたのは、そのためであろう。しかしながら世界の金融システムは19世紀半ば以来大きく変化してきた。こうした変化に、このルールはどのように対応してきたであろうか。

Rockoffは「バジョットの原則」に潜むジレンマを指摘している<sup>16)</sup>。バジョットは『ロンバード街』のなかで、金本位制を維持するために中央銀行の金準備を維持することの重要性を強調している。恐慌のさなかイングラント銀行は、金本位制を維持するために公定歩合を引き上げ、ますますパニックに油を注ぐこととなった。こうしたジレンマは、1930年代金本位制の離脱によってはじめて解消されるに至った。ケインズがいう管理通貨制への移行によって、中央銀行は金準備の懸念なく、市場の需要に十分こたえ流動性を自由に供給することができるようになった。ここではじめて、流動性の自由供給という第一のルールが文字どおり可能となったのである。

金融史家のBordoは、中央銀行の「最後の貸し手」機能を巡って、歴史的な観点から幾つかの異なった見方を整理している<sup>17)</sup>。以下の4つである。

- 1) 最後の貸し手はパニックを和らげるために必要な量の資金を供給すべきである（古典的見解）。
- 2) 流動性危機を防ぐために公開市場操作だけを使う（Goodfriend and King）。
- 3) 最後の貸し手は流動性不足の支払不能銀行も援助すべきである（Goodhart）。
- 4) 最後の貸し手としていかなる政府機関も必要でない（自由銀行主義的見解）。

以上、Bordoの議論は「最後の貸し手」論争を巡る20世紀末の到達点を整理したレビューである。19世紀以来の「最後の貸し手」の形成、公開市

---

16) Rockoff (1986) をみよ。

17) Bordo (1990) による。

場操作の開発、預金保険公社、Too Big To Failなどを踏まえ、「最後の貸し手」を巡る歴史的展開をうまくまとめている。21世紀初頭日銀が行った金融政策を評価するために、このBordoの整理を手がかりに「最後の貸し手」を巡る歴史地図を展望しておこう。

Smith (1936) ら自由銀行主義者たちは、政府の失敗の観点から中央銀行の「最後の貸し手」機能を否定した。これに対し古典的な見方をとる論者たちは、中央銀行に「最後の貸し手」の役割を認めてきた。古典の見解の現代における代表はFriedmanであろう。彼は、1930年恐慌下連邦準備銀行が市場の求める十分なベースマネーを供給しなかったことが恐慌を悪化させたと批判した<sup>18)</sup>。この穴を埋めるべく、1930年代アメリカでは連邦準備銀行とは別に連邦預金保険公社が設立された。消費者群集の預金取り付け (run) を防止することで、金融パニックを予防することが目的であった。しかし古典主義者と自由銀行主義者はともに、預金保険公社を銀行経営者にモラルハザードを惹き起す「余分な」機関として否定的であった。部分準備発行を嫌うフリードマンは19世紀ニューヨークにおける預金と現金の交換停止措置を評価したが、これを逆手にとってSolow (1982) は、預金保険公社を預金と現金の交換性を断ち切る効果的な方法として評価した<sup>19)</sup>。ここにパニックを防止するための中央銀行の「最後の貸し手」機能は、中央銀行と預金保険公社の二つに分化したのである。

Bagehot (1873) は「原則」を記述する際に、流動性 (Liquidity) ではなく前貸 (Advance) という言葉を使っている。それは当時イングランド銀行による流動性の供給が貸出ルートをとおして行われたからである。20世紀に入って中央銀行が手形割引に替えて公開市場操作を多用するのをうけて、ケインズがはじめてより一般的な「流動性」概念を導入した。Goodfriend & Kingらは、貨幣＝流動性供給の方法として割引窓口でなく公

---

18) Friedman (1960, 1963) を参照。

19) Solow (1992) をみよ。

20) Goodfriend & King (1988) による。

開市場操作によって行うことを主張した<sup>20)</sup>。割引貸出方式では、マクロ貨幣政策に個別銀行の利害が絡む。中央銀行は純粋にマクロ貨幣政策を追求すべきで、そのためには公開市場操作方式が望ましい。そして中央銀行が一般流動性を供給するだけであれば、個別銀行に対する検査監督と倒産処理は監督庁あるいは預金保険公社に委ねるのが望ましい。かれらは「最後の貸し手」を貨幣供給コントロールの点から評価し、「バジョットの原則」のうち1)のルール、流動性の供給に特化することを期待した。

これに対しGoodhartは、中央銀行の現場感覚を踏まえて、割引ルートの意義を論じた<sup>21)</sup>。銀行が倒産することによって長期顧客関係が失われることの社会的損失、ならびに危機のもと銀行が支払可能か支払不能かを見極めるのは難しいと批判し、バジョットが掲げた「原則」のうち割引窓口に関わる2)以下のルールに疑問を投げかけた。こうしたあいまいな状況では、危機下での貨幣需要の原因をマクロ要因とマイクロ要因に峻別するのは難しい。また支払可能か否かを識別するのが困難であれば、流動性の供給と資本の供給の区別も難しいと主張した。それは、「バジョットの原則」のコアをなす1)のルール、「流動性」の供給を揺るがす深刻な問いであった。

Goodfriend & Kingの主張は平時に受け入れられやすく、危機の時代にはGoodhartの主張が現実味を帯びてくる。20世紀半以降、バジョットが定式化した中央銀行「最後の貸し手」の機能の一部は、預金保険公社さらには金融監督庁など別の組織に委ねられていった。組織としての中央銀行に期待された機能は、1)流動性の供給であった。しかし危機が頻発すると「最後の貸し手」として割引窓口の補完的機能が再評価され、バジョットの原則のうち2)3)4)のルール(支払可能、担保、高金利)の妥当性が再び問われるに至った。近年では巨大ゆえにつぶせないToo Big To Fail問題が、この問題をさらに複雑にしている。

---

21) Goodhart (1985, 1999) による。

## (2) 日銀金融政策と「バジヨットの原則」

以上の「バジヨットの原則」をめぐる議論をベースに、ここ10年の日銀の金融政策を評価しよう。

第一に、パニックを和らげるために最後の貸し手は必要な資金を供給すべきという古典的な主張を巡っては、日銀の金融政策はほぼ満足すべきものであったろう。むしろ日銀は量的緩和政策において、市場が求める需要をはるかに超えて「過剰」に流動性を供給した。ゼロ金利下でマネタリーベースを底なし同然に供給したことは、古典派の想定をはるかに超える実験であった。この流動性の過剰供給策も、パニックの再発を防いだという点では有効に働いたと評価できるが、デフレーションからの離脱という点では芳しい効果は見られなかった。

日銀は半信半疑で貨幣「実験」を敢行したが、数量説的な見方は現実によって支持されなかったといえよう<sup>22)</sup>。貨幣数量をふやせばデフレは解消するという数量説的な連関は確認できなかった。また数量説的な方策からもうひとつ問題点が浮上するに至った。中央銀行のバランスシート問題である<sup>23)</sup>。数量説的な見方では貨幣供給の拡張に主眼があり、供給されたベースマネーの裏側にくる資産の内容は必ずしも問題にならない。株式であろうと外国債であろうと貨幣数量が拡大すればよい。しかしリスク資産の価格は変動する。購入した金融資産の価格が低下すれば、中央銀行のバランスシートは悪化する。金融政策を行ううえで、バランスシートの負債サイドにとどまらず、資産サイドにも目を向ける必要があることが認識されるに至った。

第二に、公開市場操作か日銀割引貸出か、流動性供給方式について。日

---

22) 植田 (2005) をみよ。ベースマネーをふやせばマネーサプライは増大すると直線的に考える論者は、インフレターゲット支持者を含め、思いのほか多い (活発な論争が行われた小宮ほか (2002) を参照)。

23) 植田 (2003) がこの問題を論じている。

銀は1990年代日常の金融政策手段としてすでに日銀貸出方式を止め、債券手形オペレーションに一本化していた。しかし2001年ロンバード型の補完貸付制度を開始した。金融市場の安定化のためには、マクロ的な流動性の供給方式だけではなく、個々の銀行に対するモニタリングを踏まえた有担保の貸出方式で補完される必要があった。「バジヨットの原則」が想定する割引ルートの意味が再び認められ、2) 支払可能と3) 有担保がルールとして継承された。4) については公定歩合が、6営業日をこえる場合には罰則金利が適用された。

第三に、日銀は流動性を供給する理由のひとつとして、市場の機能回復、支援さらに発展をあげた。いかなるとき流動性を供給すべきかに関して、バジヨットは健全な銀行が需要するとき、またGreenfield & Kingはマクロベースで市場全体が需要するときと主張した。日銀はこれら「伝統」を超えて、危機のなかで市場の円滑化、発展のためにABSやCPなど個々の市場に流動性を供給した。これはバジヨットが想定したものから大いに離れている。一步進んで、麻痺した市場の機能を回復することもバジヨットが想定した「市場が求める流動性」のうちに含まれると、拡張解釈も可能である。この拡張解釈はマネタリーな見方であろうとクレジット的な見方であろうと可能である。しかし「市場」として何を含むかで、両者は分かれるであろう。短期金融市場に限定すべきであろうか、信用市場を含むべきか、あるいは株式を含めた金融市場全域を想定すべきであろうか。日銀はABS、CPと並んで株式を購入した。マネタリーな見方からすれば株式まで拡張することに差し障りはないのかもしれない。しかし瓦解する株式市場の機能回復のために中央銀行は直接株式市場に流動性を供給すべきであろうか。クレジット的な見方からすれば、CP、ABS、社債、株式など適用範囲を巡って、緻密な議論が必要であろう。

第四に、量的緩和政策は単に流動性をふんだんに供給しただけでなく、間接的にはあれ資本をも供給した。この点も新しい論点である。モラルハザードを防止するためにバジヨットは、原則の2)、3)、4)のルール

によって、救済が流動性の域を超えることを強く制限した。「伝統的」な金融政策においても、流動性の供給を堅持してきた。日銀は金融システムの安定のために、流動性供給の域を超え資本供給の領域にまで踏み込まざるをえなかったが、そこには二つの段階が認められる。ひとつは、事後的、受動的な資本の供給で、もうひとつは事前的、積極的な資本の供給である。ひとつめの事後的な資本供給とは、支払可能と予想して救済したにもかかわらず倒産に至り、中央銀行が事後的に毀損資本を負担せざるを得なくなったケースである。この点についてはFreixasが詳しく論じている<sup>24)</sup>。現代においては、預金保険公社（＝政府）との分業、線引きが問題となる。中央銀行が個別に流動性を供給する機能を補完的ではあれ保持するのであれば、この問題は避けて通れない。巨大すぎて倒産できないToo Big To Failの状況では、その影響は大きい。

さらに問題なのは、二つめの事前的な資本の供給である。危機対策として市場から株式やCPなどリスク資産を買い入れるケースである。そこでは時価変動による市場リスクと企業倒産などの信用リスクを抱え込む恐れがある。中央銀行がこうしたリスク資産を事前的に保有することは、伝統的な流動性供給の域をこえ、資本を供給することにつながる。あたかも「バジレットの原則」そのものが否定されたかに見える。金融システムを守るために日銀は、「バジレットの原則」の想定範囲を超える策を断行せざるをえなかった。そこでは「最後の貸し手」の目的は「パニックの防止」から「金融システムの安定」へと事実上拡張されている。バジレットの時代にはパニックは預金取り付けによって起きたが、現代では銀行、証券、保険、派生金融商品など複雑に絡んだところに発生する。このことを考慮すると「パニックの防止」と「金融システムの安定」とのあいだの違いはさほど大きくないかもしれない。であれば「バジレットの原則」は、「金融システムの安定のために流動性を無制限に供給する」と現代的な表現に置き換える

---

24) Freixas et. al (2000) をみよ。



こともできよう。この原則であれば、流動性を超えて資本を供給することも許容されるであろう。しかしCPなど短期金融資産と社債、株式など長期のリスク資産を同列に論じてよいであろうか、躊躇を禁じえない。そのためには現代金融パニックの態様、(短期) 金融市場の態様についての、きめ細かな分析が求められている。

第五に、公的介入における政府と日銀の分業の線引きについて。日本の銀行が抱える膨大な不良資産は21世紀に入って漸く、政府主導によって処理された。

1998年10兆円をこす公的資金がのべ53行に注入され、2000年から2001年にかけて、金融庁の創設、預金保険法の改正により、政府による倒産処理体制が整った。小泉内閣のもと竹中金融相の「金融再生プログラム」によって不良債権処理が押し進められ、2005年には主要行の不良資産は半減した。

多くの国では、パニック防止のために「最後の貸し手」中央銀行と並んで預金保険機構が機能している。しかし日本ではパニック防止のために、1996年預金を国が全面的に保護する緊急策を打ち出した。その後2002年から2005年にかけて預金保護の範囲が段階的に狭められ、預金保険機能の復活が図られた。

金融危機が流動性の問題にとどまるならば、中央銀行と政府・預金保険公社の分業はさほど問題はない。中央銀行は市場全体の流動性の供給にあたり、預金保険公社は資本不足に陥った個別銀行の処理にあたる。しかし現代のように危機処理が流動性にとどまらず資本にかかわり、両者の線引きがあいまいになるなかでは、公的介入における分業問題は簡単ではない。危機対策において政府にしても預金保険公社にしてもすばやく動けない。パニック防止のためには中央銀行は事態を見極める前に先手をうって動かざるをえない。資本問題を解決するためには、中央銀行、預金保険公社のほかに新たに資本保険機構のような、資本増強のための機関が必要かもしれない。

#### [4] おわりに

2006年夏にゼロ金利政策が解除され、漸くデフレからの離脱軌道に入った。それもつかの間、2年余りで世界金融危機に巻き込まれ、金融緩和政策に回帰した。これまで日銀が行った政策は以下のとおりである。

- 1) 公定歩合が0.75%から0.3%へ、無担保オーバーナイトコール金利の誘導目標は0.5%前後から0.1%前後へ速やかに引き下げられた。
- 2) 長期国債買入れを中心に、流動性を寛大に供給した。
- 3) 初めてドルによる流動性の供給が導入された。
- 4) 企業金融支援のために特別オペが開始され、またCPあるいは社債の買入れが行われ、企業債務あるいは資産担保証券の適格担保条件が緩和された。
- 5) 金融システム安定のために、金融機関保有株式の買入れを再開した（上限1兆円）。

さきの量的緩和政策と同様の施策が速やかに実行された。危機対策として2000年代前半の経験が生かされた。こうした日本銀行が積み重ねた経験は、日本にとどまらず現在2008年世界金融危機のなかで、各国の金融政策の導きの糸として生かされている。その過程で日銀は新たな理論的な進展をみせた。日銀は十分な流動性を供給すると同時に、「企業金融円滑化」あるいは「金融システムの安定」の名のもとに、より積極的にリスク資産を取得した<sup>25)</sup>。2000年代前半の初回の時には、日銀はこれらの政策を一括して量的緩和政策（Quantitative Easing Policy）と呼んでいた。今回は量的緩和政策と一括せず、信用緩和政策（Credit Easing Policy）を加え、それらの組み合わせとして位置づけている<sup>26)</sup>。上記の4項目のうち1)が伝統

---

25) 日本銀行（2009）をみよ。

26) 白川（2009b），（2009c）ならびに白塚（2009）による。量的緩和、信用緩和と、株式買取の三つに分類している。株式買取について理論的にどのように位置づけるか定かではない。またこれらの政策がおのおのどれほど効果をもったか、さらなる検討が必要である。

的な金利政策、2) が量的緩和政策にあたり、3) 4) が信用緩和政策に相当する。この位置づけの変化のうちに、日銀における「非伝統的」金融政策を巡る認識の深まりを見ることができる。それは日銀における数量的なアプローチに対する距離を示している。

こうした「最後の貸し手」を巡る日銀における認識の深化は、アメリカ連邦準備理事会FRBの危機対策の位置づけによるところが大きい。アメリカはリーマンブラザースの破綻以降、日銀がすでにとったのと同様の危機対策を大規模かつ速やかに断行した。そのさいFRB議長のBernankeはそれらの政策を量的緩和政策と呼ばず、信用緩和政策(Credit Easing Policy)と呼んだ<sup>27)</sup>。それはバーナンキが理論的よりどころとするCredit Viewを反映するものであった<sup>28)</sup>。これによって、中央銀行によるCP、ABSなどリスク資産の買取りが理論的なバックボーンを与えられるに至った。バランスシート上、流動性の供給の裏側にある資産に漸く光があたるようになった。こうしたバーナンキのCredit Viewアプローチをうけて、日銀はかつて量的緩和政策においてはあいまいであった「非伝統的」金融政策を多角的に位置づけることができるようになった。Monetary Viewを堅持する人々はイングランド銀行をはじめ、バーナンキがCredit Easing Policyとぶ政策体系を依然Quantitative Easing Policyと位置づけている<sup>29)</sup>。

それではなぜ現代の「最後の貸し手」は、バジョットのよう流動性の供給にとどまることができないのであろうか。それは現代の金融構造に由来するものと思われる。

現代金融の担い手はローカルな銀行ではなく、世界市場を舞台に活動する巨大な金融コングロマリットである。彼らがたとえ支払不能状態に陥ったとしても、かつてのように簡単に市場から退出を迫ることができない。

---

27) Bernanke (2009 a) (2009 b) による。

28) Beranke & Gertler (1995) を参照。

29) 日本銀行による2009年度国際コンファランス「金融政策の実践と金融システム」の議論は現代における「最後の貸し手」機能を考える上で興味深い(日本銀行金融研究所(2009))。

システムの破綻を防止するためには、流動性を供給するだけでは足りない。各行が足並みそろえて資本の毀損が生じないように、マクロ的に資本強化策を打ち出し、一時的にでも毀損した資本を補充する必要がある。そのための制度的な条件ははまだ整備されていない。既存の預金保険機構とならぶ資本のための保険機構、あるいは景気順応的な自己資本比率などのアイデアは、そのための試みであろう。日銀は、中央銀行の責務を、銀行システムにとどまらず、ノンバンクを含む金融市場の安定性に求め、「最後の貸し手」の再考を求めている<sup>30)</sup>。21世紀の中央銀行は、複雑に発展した金融市場のなかで、中央銀行としての存在根拠を厳しく問われている。いまなお「銀行の銀行」たるべきか、「金融の銀行」たるべきではないか。流動性にとどまらず、資本も供給すべきか。危機のなかで金融安定のために政府とどのように分業すべきであろうか。「バジヨットの原則」は窮地に立たされている。それは百年をこえる荒波にたえた貴重な経験知である。われわれにもとめられているのは、現代金融にそって「原則」を読みなおし組みかえることであろう。生きのびるとすれば「流動性を無制限に供給する」の一事であろう。そのための論理体系を構築すること、ここに中央銀行の存立がかかっている。

---

30) 山口 (1999b) をみよ。

〈Reference: English〉

- Amato, Jeffery (2005) "The Role of the Natural Rate of Interest in Monetary Policy," *BIS working Papers* No.171.
- Baba, Naohiko et. al. (2005) "Japan's Deflation, Problems in the Financial System, and Monetary Policy," *BOJ Monetary and Economic Studies*, February.
- Bagehot, Walter (1873) *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: H. S. King, 宇野弘蔵訳『ロンバード街—ロンドンの金融市場』1941年, 岩波文庫
- Bank for International Settlements (2009) "An Assessment of Financial Sector Rescue Programmes," *BIS Papers* No. 48.
- Benford, James et al.(2009) "Quantitative Easing," *The Bank of England Quarterly Bulletin* Q2.
- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler (1995) "Inside the Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No.4.
- \_\_\_\_\_ (2009a) "The Crisis and the Policy Response," Speech at London School of Economics, London, January 13.
- \_\_\_\_\_ (2009b) "Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet," Speech at the National Press Club, February 18.
- Besley, Tim (2009) "Open Remarks: Panel on the Macro-Economy and Quantitative Easing," at London School of Economics, July 2.
- Bordo, Michael D. (1990) "The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience," *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, January/February.
- Capie, Forrest H. and Geoffrey E. Wood eds. (2007) *The Lender of Last Resort*, Routledge, New York.
- Friedman, Milton (1960) *A Program for Monetary Stability*, New York: Fordham University Press.
- Friedman, M. and A.J. Schwartz (1963) *A Monetary History of the United States*, Princeton: Princeton University Press.
- Freixas, Xavier et. al. (2000) "Lender of Last Resort: What Have We Learned Since Bagehot?" *Journal of Financial Services Research*, Vol.18, No.1.
- Goodfriend, Marvin and Robert King (1988) "Financial Deregulation, Monetary

- Policy, and Central Banking,” *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, May/June.
- Goodhart, C.A.E. (1985) *The Evolution of Central Banks*, London: London school of Economics and Political Science.
- \_\_\_\_\_ (1987) “Why Do Banks Need a Central Bank?” *Oxford Economic Papers*, No.39.
- \_\_\_\_\_ (1999) “Myths about the Lender of Last Resort,” *International Finance*, Vol.2, No.3.
- \_\_\_\_\_ and Gerhard Illing eds., (2002) *Financial Crises, Contagion, and the Last Resort: A Reader*, Oxford University Press.
- Hirsch, Fred (1977) “The Bagehot Problem,” *The Manchester School Journal*, No.45.
- Humphrey, Thomas M. and Robert E. Keleher(1984) “The Lender of Last Resort: A Historical Perspective,” *Cato Journal*, Vol.4 No.1.
- Kashap, Anil K., Raghuram G. Rajan and Jeremy C. Stein (2008), “Rethinking Capital Regulation,” in Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on “Maintaining Stability in a Changing Financial System” .
- Krugman P.R. et. al. (1998a) It’s Baaack:Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activities*, 1998-2.
- \_\_\_\_\_ (1998b) “Japan:Even Worse than You Think,” Krugman’s HomePage.
- \_\_\_\_\_ (1999) “Thinking About the Liquidity Trap,” Krugman’s HomePage.
- Repullo, Rafael (2005) “Liquidity, Risk Taking, and the Lender of Last Resort,” *International Journal of Central Banking*, September.
- Rockoff, Hugh (1986) “Walter Bagehot and the theory of central banking,” F. Capie and G. E. Wood (eds.), *Financial Crises and the World Banking System*, London: MacMillan.
- Smith, Vera (1936), *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*, reprinted, 1990, Liberty Press.
- Solow, Robert M. (1992) “On the Lender of Last Resort,” C. P. Kindleberger and J.P. Laffarge (eds.) *Financial Crisis: Theory and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Tsurumi, Masayoshi(2009) “Financial Crisis and the Bank of Japan—rethinking the Bagehot Rule,” *The First Conference on Financial Risk and Corporate Financial Management*, School of management, Dalian University of Technology, June.

- Ugai, Hiroshi (2007) "Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses," *BOJ Monetary and Economic Studies*, March.
- Woodford, Michael (2003) *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.

#### 〈参考文献〉

- 秋山秀樹，磯部直昭，岩淵正明（2006）「量的緩和解除と今後の金融政策」『政府系金融機関と量的緩解除の影響』（日本経済研究センター）4月
- 飯田泰之，原田泰，浜田宏一（2003）「信用乗数の変化は如何に説明できるか」*ESRI Discussion Paper Series*（内閣府経済社会総合研究所）No.36
- 井田啓二（1978）『国債管理の経済学』新評論
- 岩田一政（2005）「25年後の金融政策と銀行行動」日本金融学会，日本銀行副総裁講演，6月6日
- 植田和男（2000）「ゼロ金利近傍における金融政策の波及メカニズムー1998年～2000年の日本の経験から」スウェーデン大使館コンファランス，日本銀行審議委員講演，9月22日
- 植田和男（2001）「流動性の罫と金融政策」日本金融学会，日本銀行審議委員講演，9月29日
- 植田和男（2003）「自己資本と中央銀行」日本金融学会秋季大会記念講演，10月25日
- 植田和男（2005）『ゼロ金利との闘いー日銀の金融政策を総括する』日本経済新聞社
- 鵜飼博史（2006）「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」『金融研究』（日本銀行金融研究所）第25巻第3号
- 小田信之，村永淳（2003）「自然利子率について：理論整理と計測」日本銀行ワーキングペーパーNo. 03-J-5
- 春日久志，大塚茂晃（2005）「銀行破綻と金融セーフティネットの役割ー最後の貸し手と預金保険」『経済学論究』（関西学院大学）第58巻第4号
- 小林慶一郎，加藤創汰（2001）『日本経済の罫』日本経済新聞社
- 小宮隆太郎，他編（2002）『金融政策論議の争点ー日銀批判とその反論』日本経済新聞社
- 白川方明（2008）『現代の金融政策ー理論と実際』日本経済新聞社
- 白川方明（2009a）「金融危機の予防に向けて」ロンドン証券取引所，日本銀行総裁講演，5月13日

- 白川方明 (2009b) 「非伝統的な金融政策—中央銀行の挑戦と学習」中国人民銀行・国際決済銀行共催コンファランス講演 (邦訳) 8月8日
- 白川方明 (2009c) 「金融政策の実践と金融システム: 思考様式を巡る変遷」2009年国際コンファランス開会挨拶, 『金融研究』(日本銀行金融研究所) 10月
- 白塚重典 (2009) 「わが国の量的緩和政策の経験: 中央銀行バランスシートの規模と構成を巡る再検証」日本銀行 *IMES Discussion Paper Series* No. 2009-J-22
- 須田美矢子 (2002) 「『量的緩和』政策の暫定的評価と今後の論点」名古屋大学経済学部特別講義, 11月11日
- 須田美矢子 (2003) 「デフレと金融政策」東北大学における審議委員特別講義, 6月4日
- 高村多聞, 渡辺努 「流動性の罫と最適金融政策—展望」『経済研究』(一橋大学経済研究所) 第57巻第4号
- 霧見誠良 (1983) 「兩大戦間期の日本銀行」加藤俊彦『日本金融論の史的研究』東京大学出版会
- 日本銀行 (2009) 「今次金融危機局面において日本銀行が講じてきた政策」6月12日
- 日本銀行金融研究所 (2009) 「金融政策の実践と金融システム」2009年度国際コンファランス『金融研究』10月号
- 福井俊彦 (2003a) 「(日本銀行) 総裁記者会見要旨」日本銀行, 4月10日
- 福井俊彦 (2003b) 「金融政策運営の課題」日本金融学会, 日本銀行総裁講演, 6月1日
- 宮尾龍蔵 (2007) 「量的緩和政策と時間軸効果」『国民経済雑誌』(神戸大学) 第195巻第2号
- 武藤敏郎 (2003) 「『非伝統的』金融調整から得られた発見」金融調整に関する懇談会, 日本銀行副総裁スピーチ, 7月25日
- 山口泰 (1999 a) 「資産価格と金融政策—日本の経験」カンサスシティ連邦準備銀行シンポジウム, 日本銀行副総裁講演, 8月27日
- 山口泰 (1999 b) 「金融政策と構造政策」フランス銀行コンファランス, 日本銀行副総裁講演, 10月8, 9日
- 山口泰 (2002a) 「システミック・リスク・コンファランス発足後の6年間」第3回中央銀行共催リサーチ・コンファランス, 日本銀行副総裁講演, 3月11日
- 山口泰 (2002b) 「未踏の領域における中央銀行」外国特派員協会, 日本銀行副総裁講演, 7月3日



## Reconsidering the Bagehot Rule: Financial Crisis and the Bank of Japan

Masayoshi TSURUMI

### 《Abstract》

This paper examines the independent BOJ's Lender of Last Resort policy during the first decade of the 21st century. During the decade, the Japanese economy suffered two consecutive financial crises caused both by asset bubble bursts. The case in the first half of the decade stemmed from the collapse of Japan's assets bubble in the middle of the 1980s, while the case in the latter half of the decade stemmed from the US subprime loan crisis in 2008.

In this paper, we present an overview of the BOJ's LLR policy during the decade. In the second half, we assess these policies in view of the Bagehot Rule and other variations. In the final part, we discuss the question of whether the LLR should provide liquidity or capital.