

David Wessel, *In Fed We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic*, 2009 ;

藤井清美訳 『バーナンキは正しかったか？』

(朝日新聞出版, 2010年)

佐賀卓雄

1

金融・証券の研究者や金融業界の中には、日本のバブル期に出版、翻訳され評判になった、マイケル・トーマスの『アメリカ経済破壊計画』(上)(下)(講談社文庫, 1988年)という経済サスペンス小説をご存じの方も多いのではないだろうか。

この小説の原題は『ザ・ロープスピナー・コンスピランシー』, つまり「ロープ紡ぎ人の陰謀」という意味であるが、レーニンが「資本家が共産主義者に売ったロープで、資本主義の首を絞める」といった有名な言葉に拠っている。この小説はそれを一捻りして、資本主義が自分で自分の首を絞め、破綻に向かうというプロットになっている。

筋書きは、ケンブリッジのJ.M.ケインズの下で研究に携わっていた、将来を嘱望されていたあるアメリカ人研究者がケンブリッジに滞在していたロシア人研究者に洗脳される。彼はアメリカ帰国後にハーバード・ビジネス・スクールの教授となり、ノーベル経済学賞を受賞するなど研究者としての頂点を極める一方で、その

最も優秀な教え子を説得して、その後、大手銀行のCEOとなった彼に金融イノベーションの推進役を担わせ、アメリカの金融システムを大混乱に陥らせることを画策するというものである。その舞台となっているのが、アメリカの1960年代以降の金融自由化、金融イノベーションの動向であり、金利の自由化、業務規制の撤廃、CD、ジャンク・ボンド、LBOなどの金融商品や新たなファイナンス手段の開発などの金融イノベーションにより、アメリカの金融システムが不安定化してきたことがストーリーに巧妙に埋め込まれている。もっとも、今回の金融システムの混乱の背景にある、証券化、ストラクチャー・ファイナンス、CDSなどのデリバティブの開発を支えた複雑で精緻な金融工学と対比すれば、単純で牧歌的な印象すら与えるのは止むをえないだろう。

この小説の作者のマイケル・トーマスが今回破綻したリーマン・ブラザーズの(同社が公開する以前の)元パートナーというのも奇妙な縁を感じる。作者がロシア人研究者に次のように語らせているのをみると、まるで2007年以降の金融システムの大混乱を予期していたかの様である。

「彼(ケインズ)が言ったことがある。全体主義国家には秘密警察があるかもしれないが資本主義には判断力があるってね。その判断力をなくしたら、資本主義の金融制度は大混乱におちいる。・・・このコンピュータという機械には判断力がないんだよ。だからコンピュータは危険きわまりない存在になるんだ。今から20年後に、発達したコンピュータとそれを使う頭のいい人間が一人手に入れば、私は革命なしで資本主義を崩壊に導いてみせる」

金融イノベーションに関連する事実関係はもちろん、文中に登場するJ.M.ケインズ、レーニン、ジェームズ・トービン、ハイマン・ミンスキー、C.P.キンドルバーガーといった有名な経済学者の主張についての記述も正確である。学生にとっても取っつき易く、金融の専門の勉強に入るには入門書としても役に立つと思ひ、学部専門課程のゼミの副読本として使ったことがあった。

2

最初にこのような話しを紹介したのは、本書を読みながら、アメリカの、特にITバブル前後、あるいはニュー・エコノミーといわれた技術革新の過程で起きた金融イノベーションの特徴が、1960年代以降のそれと極めて似ており、読み進んでいる途中でしばしばこの経済サスペンス小説を思い出したからである。もちろん、小説の世界とは異なり、特定の個人が今回の「100年に一度」といわれるような金融システムの深刻な混乱を画策して意図的に引き起こしたということではないのはいうまでもないが。

本題に入ろう。本書は、2008年3月のバー・スターズ救済を契機に、FRBが準備

率操作、金利政策、公開市場操作という中央銀行の伝統的な金融政策を越えて、融資対象となる金融機関(AIGはいうまでもなく、GMACやGEのような事業会社まで)の拡大、住宅ローン債券の購入など、非伝統的な政策の領分に踏み込まざるをえなくなる過程で、バーナンキ(Ben Bernanke)FRB議長を中心として、ポールソン(Henry M. Paulson, Jr.)財務長官、ガイトナー(Timothy F. Geithner)NY連銀総裁(いずれも当時の役職)などの苦悩と決断を描いたものである。1929年恐慌がそうであるように、2007年から2009年にかけての金融システム危機は、今後、おびただしい数の著書や論文で取り上げられることになるだろうが、本書は間違いなく危機管理の現場に携わった当事者達の立場と決断に至る心理状況などについての優れた分析である。

独立系の5大投資銀行がすべて姿を消すという「100年に一度」どころではない未曾有の金融危機に直面して、あるブログでFRBは担保さえあれば融資するという意味で「最後の貸手」から「最後の質屋」(the pawnbroker of last resort)になったと揶揄されながらも、危機管理に取り組んだ政策担当者、特にバーナンキFRB議長が、「必要なことは何でもする」というスタンスで未知の領域に踏み込んでいく場面は臨場感はもちろん緊迫感がある。

本書で取り上げられている主題の重要性を十分に認識するためには、中央銀行の役割と伝統的な金融政策についての基本的な理解が不可欠である。教科書的にいえば、中央銀行とは「唯一の発券銀行」、「銀行の銀行」そして「政府の銀行」である。こうした役割から、民間の銀行が支払手段の不足という事態に陥った時には、中央銀行は「最後の貸手」(lender of last re-

sort)として流動性を供給する役割を果たす。

中央銀行は国民経済の成長や安定のために、金融政策手段により物価の安定などの目標の達成を目指している。金融政策手段としては、準備率の操作、金利政策、そして公開市場操作が伝統的なものである。

これが中央銀行の役割についての最も簡単な説明であろう。後発の資本主義国はやや事情が異なっているが、最も早く資本主義が発展したイギリスでは、単なる一民間銀行に過ぎなかったイングランド銀行が歴史的かつ自然発生的に次第に上で述べたような性格を獲得し、中央銀行としての役割を果たすようになる。その分岐点は、オーバーレンド・ガーニー商会が破綻した1866年恐慌であり、この過程で事実上の「最後の貸手」の役割を果たしたイングランド銀行の行動に対して賛否両論が闘わされ、中央銀行としての立ち位置が確立するのである。

これを踏まえて、ウォルター・バジェット(Walter Bagehot)が「最後の貸手」としての中央銀行の役割を定式化した『ロンバード街』を公刊する(1873年)。この時期を境に、イングランド銀行は自覚的に中央銀行としての行動を取り始めるようになるとされるのである。同書において定式化された、危機の際の流動性供給という中央銀行が果たすべき役割についての見解は、今日、中央銀行が従うべき「バジェット・ルール」として広く知られている。

3

このようにみえてくると、2008年3月以降のFRBの金融措置が如何に異様なものであるかが理解される。ベアー・スターンズやAIGのような経営破綻した金融機関への融資は「最後

の貸手」としての流動性の供給ではなく、企業再生策であり、中央銀行の伝統的役割を逸脱したものである。まったく、「バジェットが聞いたら心臓発作を起こしそうな措置」(竹森俊平著『中央銀行は闘う』日本経済新聞社、2010年、47ページ)である。

当然、FRBのこのような措置については内外から強い批判が提起され、イングランド銀行も欧州中央銀行(ECB)もこのような介入を非難した。もっとも、周知のように、これらの中央銀行がその後、自国の銀行救済のため、FRBと同じような措置を採らざるをえなくなるのは皮肉である。また、アメリカ国内では、「テラー・ルール」の提唱で知られるスタンフォード大学のジョン・テラーが、バーナンキのやり方は「金融政策(monetary policy)」と「産業政策(industrial policy)」を一緒くたにした「モンダストリアル・ポリシー(mon-industrial policy)」だとした上で、「政府から独立しているはずの政府機関がこのような産業政策に関わることにどんな正当な理由がある」と問題の核心を突く指摘をした(352ページ)。

実際、FRBの権力が拡大し、立法、行政、司法に次ぐ事実上の「第四の政府機関」になることに対して強い警戒感が抱かれた。このような懸念は、今回の金融規制改革をめぐる議論の過程でも、FRBの権限の強化に対して否定的な意見が強かったことに通底するものがある。

すべての発端は2008年3月のベアー・スターンズの救済にある。それまで、FRBは自身が監督している金融機関に対してのみ融資の窓口を開けており、証券会社は連銀信用へのアクセスの手段がなかった。3月10日に、ベアー・スターンズのファンドが発行していた住宅ローン担保証券が格下げされると、市場で同社本体の

流動性に問題があるという噂が流れ始めた。これに対して、FRBは金融機関が保有する不動産ローン担保証券を担保に最大2000億ドル分のアメリカ国債を期間28日で貸し出すターム物証券貸出制度(TSLF, Term Securities Lending Facility)を導入した。これが、その後、FRBの保有資産が急拡大することになる最初の措置であった。

ベアー・スターンズの場合、というよりも投資銀行すべてに当てはまることであったが、預金がないため短期資金の調達を翌日物のレポ取引に大幅に頼っていた。しかし、市場で流動性についての不安の噂が広がると、アメリカ国債を担保にしても借り入れることができなくなった。かくして、FRBはいくつかの選択肢を検討した結果、ベアーの債務をすべて保証できるだけの体力のあるいくつかの買収候補先の中で、最後に残ったJPモルガン・チェースに買収を持ちかけるのである。しかし、JPモルガンはベアーの保有資産を査定した結果、不動産ローン関連証券はほとんど不良化しており、リスクが高すぎて引き受ける訳にはいかないという結論を出し、交渉は暗礁に乗り上げる。

結局、FRBがJPモルガンに対して補助金という形で300億ドル提供することによって一実際には、JPモルガンが引き受けたがらない不動産ローン証券を買い上げるために使われたベアーを買収することが合意された。

JPモルガンは一株2ドル、総額約2億3600万ドルという価格を提示した(後に、株主の反対により一株10ドルに引き上げられことになる)。この金額はサッカー・チームのLAギャラクシーがイギリスのスター・プレイヤーのデビッド・ベッカムの移籍にあたって提示した5年で2億5000万ドルよりも低いものであ

た(236ページ)。

救済の根拠となったのは連邦準備法13条3項で、「異常かつ緊急な状況」であると宣言した場合には、「いかなる個人、パートナーシップ、企業に対しても」融資できることが謳われている。これによれば、FRBは投資銀行(証券会社)のみならず、金融会社、果ては一般の事業会社にも緊急融資できたが、それまでは使われることがなかった条項である。

連銀信用へのアクセスの拡大は、まずは残っているすべての重要な証券会社にプライマリー・ディーラー向け連銀窓口貸出制度(PDCF, Primary Dealer Credit Facility)を通じて融資できるようにした。これはベアー・スターンズのような、連銀信用へのアクセスが認められていなかった金融機関での取付騒ぎが起きることを未然に防ぐことが目的であった。

次に、9月15日のリーマン・ブラザーズ破綻にともない、その短期債を大量に保有していた大手MMF(リザーブ・プライマリー・ファンド)が元本の一口1ドルを割りそうになり、解約が殺到したため、FRBに支援を要請した。これに応じて、FRBはMMFへの融資(といっても、MMFは直接資金を借り入れることはSECの規則で禁止されているため、銀行に融資し、銀行がその資金でCPを買い上げるという方法が採られた)を行うことにした(AMLF, Asset-Backed CP Money Market Fund Liquidity Facility)。

さらに、2008年11月にはFRBは自動車ローン、学生ローン、クレジット・カード・ローン、そして中小企業向けローンなどの資産担保証券を担保にしたターム物資産担保証券貸出(TALF, Term Asset-Backed Securities Loan Facility)制度を創出した。これは銀行融資の

相当部分が証券化によって簿外化されている現状では、金融システム全体の維持のためにそこでの流動性の補強が不可欠と、FRBが判断したためである。この判断はFRBの監督下に置かれていない証券会社、MMF、ヘッジ・ファンド、SPVなど、総称して「影の銀行システム」(shadow banking system)と呼ばれる金融仲介システムを無視できなくなっていることを示している。

TALF の実際の仕組みは、財務省が不良資産プログラム (TARP, Troubled Asset Relief Program) から200億ドル、FRBが1800億ドルをそれぞれ拠出し、最大2000億ドルまで融資できるようにした。これは2009年3月に最初の貸出しを行うに際して、限度額が1兆ドルに引き上げられ、融資対象資産も商業用不動産まで拡大された。

4

ベアー・スターンズの救済はFRBの介入拡大の発端になった出来事であり、以後、GSE (ファニメイ、フレディマック) の救済、MMFの額面割れ、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻、AIGの救済に至るまで、次々に襲う大手金融機関の危機に対して、FRBは迅速かつ前例のない対応を迫られた。これらの危機に対するFRBの対応の詳細については本書に譲るとして、ここでは三つの点について指摘しておきたい。

一つは、FRBの金融機関の危機に対する対応についてである。具体的には、ベアー・スターンズ、AIGを救済する一方で、リーマン・ブラザーズは何故、救済されなかったかである。一部では、ゴールドマン・サックスの前

CEOであったポールソン財務長官が商売仇であったリーマンを見殺しにしたとか、リーマンのリチャード・フェルド (Richard S. Fuld, Jr.) CEOとの不仲が取り沙汰されたのは周知のとおりである。しかし、本書を読むと、リーマンに対する対応をめぐってベアーの救済がトラウマになっていたことが分かる。

「ポールソンは、バーナンキやガイトナーとの電話会議で、リーマン救済のために納税者のカネを—FRBの資金を含めて—使うことを公然と支持するつもりはないと明言していた。『私はミスター救済と呼ばれているんだ。もう救済はできない』と。ポールソンにはFRBを止める法的権限はなかったが、バーナンキも他のFRB幹部も財務長官の反対を無視してまでリーマン救済に資金を投じる気にはなれなかった。」(24ページ)

「ポールソンはそれまでの救済で批判されており、ブッシュ大統領からケタ外れの行動の自由を与えられていたとはいえ、大手金融機関をもう一つ救済するとなるとホワイトハウスからも共和党議員からもとうてい支持は得られそうになかった。・・・バーナンキもまた、FRBの新しい積極的な役割をめぐって強い圧力にさらされていた。ベアー・スターンズの救済でFRBが果たした役割を危険な前例とみなす原理主義者たちに、あらゆる方面から攻撃されていたのである。」(34ページ)

つまり、財務省とFRBのベアー・スターンズの救済措置に対する批判がその後の対応を方向づけたのである。批判を回避する残された選択肢は、公的資金の投入をとまなわない、他の金融機関による救済あるいは買収しかなかった。他方、AIGの救済は一言でいうとリーマンの破綻による影響を過小に評価していたこと

が決定的要因である。つまり、破綻の連鎖がAIGだけではなく、メリルリンチ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスまでも巻き込もうとしており、金融システムは全面的なメルトダウン寸前の状態に追い込まれていた。大手金融機関の救済に対する批判を封じ込めるためには、リーマン破綻にともなう激震というショック療法が必要であったともいえる。

もう一つは、FRBの非伝統的金融措置についてである。その後の展開をみると、イングランド銀行はノーザン・ロックの取付騒ぎ、ヨーロッパ中央銀行(ECB)はギリシャ問題、そして日本銀行は量的緩和の一層の進展のための手段として、いずれも直接融資、社債とCPの買入れという、伝統的金融政策から一歩踏み込んだ金融措置を採っている。いわば中央銀行は経験のない「未知の領域」に入り込むことになったのであり、中央銀行が「唯一の貸手」、「最後の質屋」になったと揶揄されたのである。

FRBに限って言うと、バーナンキ議長は元々、大恐慌についての研究者であり、その原因についてのミルトン・フリードマンの研究結果つまり、当時のFRBが引締政策を採り、不況を一層深刻化させたという実証分析一を支持していたことがFRBの非伝統的金融措置の採用には決定的であった。「ヘリコプター・ペン」の異名どおり、危機対応として積極的な金融緩和政策の採用に前向きであり、既成の思考の枠組みにとらわれることなく「必要なことはなんでもする」という姿勢を採った。

最後に、FRBの権限拡大に対する批判についてである。一般的に言えば、コンセンサスの形成を前提とする民主主義的な意思決定方式は即断性と強い実行力が求められる危機管理には向いていない。今回も、大手金融機関が次々と

経営破綻に追い込まれる状況で、救済のための公的資金の投入のために議会での承認をえるという手続きを踏めば、金融システムは間違いなく崩壊していたであろう。

これに対して、FRBはその通貨発行の権限を行使すれば、そのようなエネルギーと時間を掛けずに、膨大な救済資金を比較的容易かつ機動的に提供することができる。FRBのこの重要な機能は既にベアー救済の時から問題にされていたが、AIGの救済に際して850億ドルもの救済融資が決定された時に、より重大な形で問題になった。この点について、本書はポールソンとバーナンキが議会が納税者のお金を大手金融機関に投入することに対する議会の強い反発を考えれば、議会で何らかの救済スキームの承認を得るのは極めて困難であると判断していたことに理解を示しつつも、以下のように批判的なコメントを述べている。

「後知恵で言うと、バーナンキとポールソンが大統領と議会にもっと早く頼みに行き、必要な権限と資金をもっと早く手にしていたら、アメリカ経済はこれほど落ち込みはしなかっただろう。ベアー・スターズ後には、証券会社など、通常の銀行以外の金融機関を破綻の淵から救うために新しい法律が必要だと、二人とも公然と口にしてた。だが、彼らはそれを喫緊の課題としては打ち出さなかった。」
(287ページ)

実際、議会に対する働きかけはリーマン破綻、AIG救済後のことであった。7000億ドルの資金投入を定めた金融安定化法案が9月29日に下院で否決され、NYダウが778・68ドル(7パーセント)の暴落を記録したが、その数日前の9月25日に、ホワイトハウスで法案につ

いての理解を求める目的で、ブッシュ大統領、オバマ、マケイン両大統領候補、そして共和・民主両党幹部を交えて開催された会合が不調に終わると、ポールソンは共和・民主両党の議員に対して法案の成立について「まるで祈りをささげるかのように片ひざをついて懇願したのである」。「ポールソンの懇願は、グレートパンニックに対するワシントンの最も広く伝えられる場面の一つになった」(301ページ)のである。

このような雰囲気であったから、2009年6月にオバマ大統領が発表したFRBの権限強化を含む金融規制改革案に対しても、大統領に任命された訳でも議会に承認された訳でもないFRBの理事会が、そのような強大な権限を行使できることは、民主主義には馴染まないとして反対の声が強かった。

5

金本位制から管理通貨制に移行してから既に1世紀近くが経過した。これにより、各国は金の保有量に制約されることなく金融政策を実施できるようになった。しかし、固定相場制の下では、外貨準備が金に代わる制約要因になり、必ずしも国内均衡だけを考慮して金融政策を実施するという訳にはいかない。この制約が取り除かれ各国が国内の経済状況だけを考慮して金融政策を決めることができるようになるのは、1973年に変動相場制に移行してからである。

最大限に自由度の高まった金融政策は、それともなう節度を要請する。価値とのつながりを失った単なる紙券が貨幣として使用され、流通するのは、社会の構成員の間でその紙券が一定の価値を持つという共同幻想、相互信任、相

互了解が前提である。例えていえば、製造コストが約22円の1万円札が1万円の価値を持つという社会の構成員の相互了解が絶対的な条件になっているということである。裏返せば、鑄造(通貨の発行)権は大きな利益をもたらすのであり、古来、偽造(贋金)、盗削が繰り返されてきた。通貨の歴史は、これらの行為を防ぎ、信用を維持することに向けられてきたといっ

てよい。この条件が崩れると、紙券はただの紙切れに戻り、貨幣としての機能を果たせなくなる。第一次世界大戦後のドイツ、第二次世界大戦直後のハンガリー、最近のジンバブエや北朝鮮のハイパー・インフレが典型的例であり、社会は大々的な換物運動と物資の退蔵に見舞われ、経済活動は麻痺することになる。

経済の血液である通貨のもつこの本質的な脆弱性は多くの優れた経済学者によって認識されてきた。たとえば、レーニンは「資本主義を墮落させる最良の方法は通貨を破壊することである」と述べたと伝えられている。また、第二次世界大戦時に、ヒットラーが当時の国際通貨であったイギリス・ポンドの偽造をおこなった時、J.M.ケインズはイギリス政府が対抗措置としてドイツ・マルクの偽造を行うという計画に反対した。まさに自分で自分の首を絞めるようなものであることを認識していたからであろう。

本書は、中央銀行の危機対応としては止むをえないにしても、平常時への回帰に道筋をつける「出口戦略」の重要性を改めて考えさせるものであろう。

(当研究所理事・主任研究員)