

ベン・バーナンキ『危機と決断—前 FRB 議長 ベン・バーナンキ回顧録—』を読む

建 部 正 義

ベン・バーナンキの『危機と決断—前 FRB 議長ベン・バーナンキ回顧録—』（小此木潔訳、角川書店、2015年）が出版された。

筆者は、拙稿「バーナンキは変節したのか—『連邦準備制度と金融危機』を読む—」（『東京経済学会誌—経済学—』第277号、2013年2月、に所収、後に、拙著『21世紀型世界経済危機と金融政策』新日本出版社、2013年、に収録）のなかで、バーナンキの『連邦準備制度と金融危機—バーナンキ FRB 理事会議長による大学生向け講義録—』（小谷野俊夫訳、一灯舎、2012年）を参照しつつ、以下のように結論づけた。

はたして、バーナンキは、FRB 議長に就任し、その経験を積むことによって、マネタリストの見地から変節するにいたったのであろうか。まさに、そのとおりである。筆者は、理論的にはともかくとして、実践的には疑いもなくかれは変節したと考えている。

本稿の課題は、以上の結論を、バーナンキの新著『危機と決断』を読み解きつつ、再確認することにあつたが、その課題を完全に果たすことができた。

要するに、バーナンキは、FRB 議長に就任し、金融危機に対処するなかで、理論的にはともかく、実践的には、否、理論的にさえ、疑いもなくマネタリストの立場から伝統的なセントラル・バンカーの立場に変節するにいたったというわけである。

はじめに

ベン・バーナンキの『危機と決断—前 FRB 議長ベン・バーナンキ回顧録—』（小此木潔訳、角川書店、2015年）が出版された。これで、ティモシー・F・ガイトナーの『ガイトナー回顧録』（伏見威蕃訳、日本経済新聞出版社、2015年）の出版とあわせて、2008年の米国および世界金融危機の勃発に際しての金融政策の舵取りのうえでの責任者であった、前米連邦準備制度理事会議長ならびに前ニューヨーク連邦準備銀行総裁による、当時の状況と対処策についての証言が出揃ったことになる。

筆者は、「バーナンキは変節したのか—『連邦準備制度と金融危機』を読む—」（『東京経済学会誌—経済学—』第277号、2013年2月、に所収後に、『21世紀型世界経済危機と金融政策』新日本出版社、2013年、に収録）のなかで、バーナンキの『連邦準備制度と金融危機

『バーナンキ FRB 理事会議長による大学生向け講義録—』（小谷野俊夫訳，一灯舎，2012年）を参照しつつ，以下のように結論づけた。

要するに，FRBによる，証券会社（プライマリー・ディーラー）への貸出も，商業・ペーパーの借り手とマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドへの支援も，資産担保証券市場にたいする流動性プログラムの創出も，すべて，流動性の供給をつうじて金融パニックを鎮静化するための措置であり，その手段として，連邦準備の最後の貸し機能が発動された（そして，その根拠は，連邦準備法第13条第3項の発動に求められる）が，中央銀行のこの最後の貸し機能は150年も前から存在するものであり，今回違っていたのは，たんなる伝統的な銀行の存在という環境下ではなく，市場には他に多くの種類の金融機関が存在するという違った環境下で適用された点にすぎないというわけである。いいかえれば，これらの措置は，ときに非伝統的政策と呼ばれたが，それらといえども，伝統的な中央銀行の最後の貸し機能の枠内のそれであったということになる。

みられるように，ケーススタディ1（マネー・マーケット・ファンドおよび商業・ペーパー市場をめぐる混乱）についても，ケーススタディ2（ベアー・スターンズおよびAIGをめぐる混乱）についても，その最後の言葉は，「バジョットの原則」，「最後の貸し手の理論」とそれにもとづく流動性の供給であった。なお，リーマン・ブラザーズの破綻とAIGの救済とを隔てる分水嶺となったのは，FRBにたいする安全で優良な担保の提供の有無という問題である。前者はそれをなしえなかったのにたいして，後者はなしえたというわけである。

ここには，大規模資産購入（LSAP）——バーナンキが，マネタリスト的政策というニュアンスをとまなう量的緩和政策（QE）という用語に代えて，大規模資産購入（LSAP）という用語を推奨している点に留意されたい——は，伝統的な金融政策の一環（ゼロ金利制約下で，長期「金利」を下げるための工夫）以外の何ものでもありえないことが，疑問の余地なく明言されている。つまり，それは，国債の大量購入をつうじて，国債価格の上昇，したがって，国債の流通利回りの下落を導こうとする意図に発する措置であったというわけである。

周知のように，バーナンキは，隠れもなきマネタリストである。

ところで、中央銀行の最後の貸し手機能は、バーナンキ自身も認めているように、19世紀後半にイギリスの経済学者であるバジヨットによって唱えられたものであり、その意味で、シカゴ学派的なマネタリズムとは共通の起源を有するものではない。それどころか、この原理は、マネタリズム的な見地にたった通貨学派の考え方に由来するものではなく、それと対立的な立場にあった銀行学派の考え方に由来するものである。

それでは、はたして、バーナンキは、FRB理事会議長に就任し、その経験を積むことによって、マネタリストの見地から変節するにいたったのであろうか。まさに、そのとおりである。筆者は、理論的にはともかくとして、実践的には疑いもなくかれは変節したと考えている。

本稿の課題は、以上の結論を、バーナンキの名著『危機と決断』を読み解くなかで、再確認することに求められる。

1. 金融危機・経済恐慌にたいするバーナンキの診断

行論の都合上、2007年から2009年にかけてのFRBによるアメリカの金融危機・経済恐慌にたいする最後の貸し手機能の発動の実態を考察するまえに、バーナンキ自身は金融危機・経済恐慌そのものをどのように診断していたかという問題の整理から始めることにしよう。

『危機と決断』の第18章「危機は金融から経済へ」のなかで、バーナンキは、まず、アメリカの銀行恐慌の歴史、ならびに、日本と北欧諸国、アジアと中南米の金融危機にかんする研究の経過を、以下のように回顧する。とりわけ、「韻を踏む」という言葉に留意されたい。

通貨経済と金融史の学徒である私にとって2007年から2009年の危機を理解するには、それが19世紀と20世紀初頭に起きていた典型的な金融恐慌の直系だったと解釈することがいちばん性にあう。

米国の銀行恐慌をみると、初期にかけて発生した事例は詳細では大きく異なっているものの、主な恐慌は共通の特徴をたどる傾向があった。信用拡大や過熱融資といった借り入れブームが先行するケースが多く、貸し手と借り手はともに金融ショックに脆弱な体質になっていた。

複数の金融機関の取り付けがすぐ伝染してしまうのが金融恐慌の特徴だ。なかでも、おそらく最も危険な連鎖の流れは、資産の投げ売りだ。深刻な恐慌は金融機関の非流動性と債務超過の双方を伴うので、それを食い止めて終結させるにはFRBによる短期的な融資と政府による資本注入が必要になる。

深刻な金融恐慌が起きると、かなりの打撃と被害が経済に幅広く波及することは避けられない。

こうした基本的な流れは、米国では1929年の大恐慌によって一連の改革が実施されるまで何回も繰り返されてきた。改革のなかで特筆すべきなのが預金保険制度の導入だった。その後、米国の金融システムは比較的穏やかな時期が長く続いたが、日本や北欧諸国、アジアと中南米の新興経済では大きな金融危機が発生した。エコノミストたちはアジアと中南米で1980年代と90年代に起きた危機を徹底的に研究したが、こうした国々で起きたことは米国と特段の関連があるとは判断しなかった。新興経済諸国の金融システムは未発達なうえ、経済規模が小さいので貿易と国際投資に依存しており、国際的な資金移動の激変などの外的ショックに一段と脆弱だった。私を含めたエコノミストたちは北欧諸国と日本の経験も研究したが、制度や経済、政治の違いが各国を特殊な事例にしているとの結論に達した。歴史は同じようには繰り返さないが韻を踏む、との言葉を遣ったといわれるマーク・トウェインに私たちは耳を傾けるべきだった。こうした最近の危機は、金融や経済の状況や背景が根本的に異なる環境で起きていたが、過去の金融恐慌と韻を踏んでいたのだった。

さて、ここから、いよいよ核心に入る。そして、そこでのキーワードは、ホールセール・ファンディングということになる。

2007年から2009年の金融恐慌は、以前の危機と似て与信拡大や過熱融資といった借入れブームの後に発生した。一連の活況や過熱は、信用度が低い人たちに貸し出された住宅ローンに集中したが、商業不動産などほかの分野でも顕在化していた。

金融恐慌を決定づける最大の特徴は金融機関に対する取り付けが広がることだ。1934年に導入された連邦預金保険は銀行取り付けの可能性を取り除いたとされる。しかし、この考えは資金調達市場の変化を考慮していなかった。危機の何年も前から、とくにレポ取引やコマーシャル・ペーパーといったホールセール・ファンディングが進化を遂げていた。

ホールセール・ファンディングの成長は、手持ち資金の運営方法を改善させようとする企業や機関投資家の動きが拍車をかけていた。一般的に言って、手元にある余分な資金は商業銀行に預けることができる。しかし、預金保険には限界がある。これよりはるかに多額の現金を保有している人たちにとって、預金保険ではわずかな保護しか与えられなかったのが、銀行預金に代わるものを企業や年金基金、マネー・マーケット・ファンド、保険会社、証券ディーラーたちが探していた。その結果、コマーシャル・ペーパ

一とレポ取引は、ともに保険がかかっていない銀行預金と比べて安全で便利という見方が大勢になっていた。

ホールセール・ファンディングへの関心は、資金を必要としている金融機関や企業など借り手側でも高まっていた。商業銀行は、ホールセール・ファンディングが通常の預金を安く、柔軟に補える（しかも規制がさほど厳しくない）ことに気がついた。銀行システムの裏側で金融機能を支える「影の銀行システム」の中心を担う投資銀行や証券会社、ストラクチャード・インベストメント・ビークルなどのノンバンク金融機関は、預金保険が適用される預金を受け入れられなかったため、ホールセール・ファンディングに大幅に依存することになった。そこで調達した資金を使って、より長期で流動性の乏しい資産を購入した。金融システムがホールセール・ファンディングに依存する資金調達の規模は膨れあがり、危機が起きる直前には保険が適用されている預金の総残高を超えていた。

資産を担保にしたコマーシャル・ペーパー（ABCP）やレポ取引などを含めたホールセール・ファンディングは直接か間接的に裏付け担保に支えられていたので、金融企業と規制当局は取り付けを招くリスクは少ないと判断していた。米国債は信用リスクがなく、流動性に満ちた底の深い市場で取引されているので理想的な担保になる。ここで重要なのは、ホールセール・ファンディングが米国債やほかの高品質の担保の供給よりも急速に膨らんでいったことだ。この結果、安全で流動性のある資産の市場では品不足が発生していた。

ウォール街の大手金融機関はそこに利益のチャンスを見た。需要に応えるため、金融工学のエンジニアを雇い、リスクが高く流動性が少ない資産を仕立て直して安全そうに見える資産として大量に供給した。信用度が異なるさまざまな貸出債権や証券を組み合わせ、それを品質の低い部分と高い部分に分離して個別の商品として売り出した。品質が高い部分はトリプル A の格付けがついた。格付け機関は格付けにあたって、こうした証券を発行する会社からお金を支払われ、証券の設計についても頻繁に発行会社と相談していた。こうしたストラクチャード・クレジット商品は、利回りは一段と高いけれども格付けが高い証券を手に入れたい多くの金融機関を含む世界中の投資家にとって、新たな担保と魅力的に見える資産になった。

ストラクチャード・クレジット商品は当初、安全な資産を求める大きな需要に応じていたようだったが、決定的な欠陥があった。こうした商品は、さまざまな性格を持つ何百や何千もの融資や証券に支えられていたので、投資家が得る収入にも実に複雑な要因が作用していた。購入を検討している一部の投資家は商品について一層の情報開示や透明性が確保されることを強く求めたが、ほとんどの投資家は安易な道を選んで格付けに

頼った。サブプライムローンを組み込んだトリプル A 格付けの商品が不良化し始めたとき、こうした投資家は有事の際に頼みの綱となる自分なりの分析や判断基準を持っていなかった。こうして醜い金融恐慌の連鎖反応が顕在化することになる。

一番激しかった取り付けは、資産担保コマーシャル・ペーパー市場で起きた。レポ市場での取り付けは、貸出を完全に拒むという格好を常に取るとは限らない。レポ取引の貸し手は、より多くの担保を要求したり、特定の証券を担保に受けることを断ったり、貸出期間を短くしてわずか一晩しか貸そうとしなかったりという対応をとった。

レポは担保の市場価値をもとに貸出金額を決めるので、資産価値の下落は調達できる資金額をただちに減少させた。

取り付けによって特に厳しい打撃を受けたのは、商業銀行のストラクチャード・インベストメント・ビークルのように、複雑に組成された証券を保有するために設立されていた投資目的の事業会社だった。ほとんどが親会社に支援を要請する事態に追い込まれた。最終的には、こうした簿外投資目的会社の損失は、ほぼ全額が支援企業によって吸収された。

きわめて深刻になった資金繰り難は各社に資産の投げ売りを強いた。もはや誰も欲しなくなったストラクチャード・クレジット商品が特に投げ売りの対象になった。

こうした資産の価格が暴落したため、金融機関は帳簿に記載して保有したままだった類似資産の評価を引き下げざるを得ない状況に追い込まれた。恐慌が進行するにつれ、非流動性は債務超過に転じていった。資本に最も余裕のない企業や最大のリスクを取っていた会社は破綻したか、債務超過寸前の崖っぷちに追い込まれ、市場の恐怖感に拍車をかけることになった。

金融システムの密接な結びつきも将棋倒しのような連鎖の波及効果を高めた。

一連の金融混乱は米国の一般社会にも容赦なく打撃を与えた。

端的に言うと、金融危機の激化と景気の悪化に緊密な呼応性があるという点は、危機の最中に起きていた金融恐慌の激しさが今回の大不況を深刻にした一番重要な原因だったという強い根拠になっている。大恐慌時の世界的な事例は私も研究したが、さまざまな論文で紹介されている各国の事例も、厳しい金融危機後に深刻で長期化した経済の落ち込みが続くのが典型であることを示している。

以上である。みられるように、自身による大恐慌の研究成果に触れつつ、「危機の最中に起きていた金融恐慌の激しさが今回の大不況を深刻にした一番重要な原因だった」と論定する点を除くならば、上記の診断のなかには、マネタリスト的な見地を見出すことはできない。しかし、マネタリストではなくとも、同じ論定を導き出すことは容易である。じっさ

い、筆者を含めて、多くの経済学者が、「今回の大不況は金融恐慌主導型だった」との結論を下しているというのが現実にはほかならない。それよりも、ここでは、バーナンキが、ホールセール・ファンディングの登場とそこでの新たな取り付け形態の発生という問題を取りわけ強調している点が注目されるべきであろう。というのは、以下で考察するように、FRBによる最後の貸し手機能の発動は、じつは、この側面をめぐって展開されることになるからである。

2. 割引窓口借り入れの不名誉感の払拭

第7章「最初の微振動、最初の対応」のなかで、バーナンキは、2007年初頭の時点で、サブプライムローン市場が昔風の金融恐慌の引き金になりかねない旨の予測に失敗したことを、率直に認める。

2007年3月、上下両院合同委員会において、私は委員たちに暫定的な結論を示した。「現時点で……サブプライム市場の問題が実体経済と金融市場に与える影響は封じ込められそうである」。

サブプライムは、住宅ローンのわずか13%だった。サブプライムローンが異常に高い確率で債務不履行になったとしても、私たちの計算では、その結果起きる金融損失は世界の株式市場で株価の一日の下落分よりもはるかに少なかったのだ。

さらに、米国内の銀行は住宅市場からのいかなる悪影響もやり過ごす準備ができていたと思われていた。連邦準備保険公社（FDIC）は2006年の終わりに、経済のほとんどの分野は強靱なので、住宅部門の「顕著な弱さ」が商業銀行に与える影響は相殺できている、と報告していた。「銀行の資本レベルは歴史的にも高く、ローンのパフォーマンスは歴史的なレベルをわずかに下回る落ち込みにすぎない。過去二年半で、連邦預金保険公社が保証したにもかかわらず破産した金融機関はたった一行だった」。

2007年初頭の見晴らしの利く地点から眺めて、比較的規模の小さいサブプライムローン市場と一見健康そうな銀行システムに基づく好調な経済から考えれば、サブプライム問題は、影響を受けそうなコミュニティと住宅産業一般には主要な問題となるものの、経済に大きな打撃となりそうではない、と私や連銀のメンバーは結論づけた。

しかし私たちは、サブプライムローン市場が、新たな見慣れない装いだったとはいえ、昔風の金融恐慌の引き金になりかねないことを予測するのに失敗したのだった。

ところが、危機はBNPパリバからやってきた。

2007年8月に、フランス最大の銀行BNPパリバは、投資家が米国のサブプライムローン証券を担保にした三つの投資ファンドから金を引き出せなくした。BNPパリバが言うには、それらの証券は市場で「流動性を完全に失って」いるので、ファンドの価値を決めることが出来なかった、と。

世界中の市場でのパニック売りの波が続いた。投資家たちは、次のようなことを理解し始めていた。誰が実際にサブプライム関連の証券を持っていたのか自分たちには正確にはわかっていなかったこと、サブプライムを保障するローンについての信頼できる情報はほとんど持っていなかったこと、どの金融機関が次に換金に応じなくなるのか予想がつかなかったことなどだ。

ここから、FRBとバーナンキによる、「100年に一度の津波」への対処をめぐる金融政策上の模索が開始されることになる。

まず、既存の政策手段の拡充が図られる。

ウォルター・バジヨットの言う「最後の貸し手理論」は、恐慌のさなかで中央銀行は、必要なだけ貸すためにしっかりと立ち、そのことにより金融機関と市場を落ち着かせると述べている。2007年8月9日の遅く、バジヨットのアドバイスと私の指示通り、ニューヨーク連銀は240億ドルのキャッシュを金融システムに注入した。

割引窓口を通しての貸出は、私たちが直面している特定の問題——短期の資金調達ますます難しくなっている——に焦点を当てたもっとも適切なルールだった。だが、私たちは二つの問題にぶつかった。

最初の問題は、FRBからの借り入れは不名誉だということだった。バジヨットが助言してくれたように、私たちは日常的に、割引窓口の「罰則」利率を適用していた。当時の利率、すなわち公定歩合は6.25%で、銀行がオーバーナイトの借り入れのために支払うFF（フェデラル・ファンド）金利の目標利率より1%高かった。通常なら、罰則利率があるので商業銀行はFRBを頼るよりもまず市中マーケットから資金を調達しようとする。しかし、この方策には副作用があり、FRBからの借り入れが知られたら弱っているとみなされる（そしてますます民間資金の調達が難しくなる）のではないかと銀行が不安に思うってしまうのだ。もし銀行が、自分たちの財務的健全性に悪評が立つことを恐れて借り入れをしないのであれば、最後の手段としての貸し手など意味がない。

不名誉問題を乗り越えるため、私たちは、2007年8月に、罰則金利を半分にして割引窓口を魅力的にすることを決めた。銀行がFOMC（連邦公開市場委員会）のFF金利

目標より1%ではなく0.5%上乗せした金利で借り入れできるようにしたのだ。私たちは、いくつかの主要銀行に割引窓口で借りてくれるよう説得しようとした。そうすれば借り入れは弱さを意味しないと示唆できる。クレジットを一晩という期限から延長するために、私たちは割引窓口を通すローンは30日までのそれを提供し、必要に応じて更新するほど寛大であることも示した。

既存の政策手段の拡充はさらに続く。第9章「終わりの始まり」には、次のような説明が見出される。

私たちは割引窓口での与信の入札を実行に移した。今の公定歩合で金利を固定するやり方よりも、潜在的な借り手が資金調達のために入札によって金利を設定するほうが、FRBから借り入れる不名誉感を減らすことができる。借り手は懲罰金利ではなく、市場金利を払っていると主張できる。その過程で、危機に関連して作られた多くの頭文字で呼ばれることになる最初の制度、ターム物入札制度（TAF）を作った（タームとはローンの期限がオーバーナイトよりも長いことを指している）。私たちは、2007年12月に二つの200億ドルの銀行窓口与信の入札を大体一ヵ月満期で行った。私たちは、2008年1月に額を定めない入札を二回行い、その後、継続するかどうか検討するとした。

みられるように、ここまでの措置は、割引窓口をつうじたFRBによる商業銀行への流動性の供給方法の改善策にすぎないものであった。それを中央銀行による最後の貸し手機能の一環として位置づけることもおそらく可能であろう。しかし、この措置は、商業銀行にたいする旧来の取り付けに対応できるものであったとしても、「影の銀行システム」や「ホールセール・ファンディング」の進展にともなう「違う形の取り付け」に対応できるものではなかった。前節における紹介と若干重複することになるが、バーナンキは、この点について、第7章のなかで、以下のように整理する。

今日、預金者たちはお金を引き出そうと商業銀行の窓口に並ぶことはない。預金保険法が導入された1934年以降、連邦政府が、銀行が倒産してもある上限まで損失から預金を守ってきたからだ。しかし、取り付け騒ぎは過去の歴史となったわけではない。2007年8月に学んだように、違う形で今でも起きるのだ。

今に至る数十年間に、経済学者のポール・マカリーが影の銀行システムと名付けた多様なノンバンクの金融会社や金融市場が、フォーマルな銀行制度と併存して発達してきた。影の銀行システムには、住宅金融専門会社、消費者金融会社のようなノンバンクの

融資元などがあり、投資銀行のように証券市場で運用を行う会社も含まれる。これらの会社は、政府保証預金ではなく、短期の資金調達に頼ってきた。商業銀行もまた、自分たちの保険付き預金を保険なしの資金調達によって補うようになっており、それにはいわゆる銀行間取引市場における短期の銀行間融資も含まれる。

この短期の、保険なしの資金調達——典型的なのは機関投資家によって提供されるマネー・マーケット・ファンドや年金基金——は、主に大口顧客を対象にしたホールセール・ファンディングと呼ばれ、リテール・ファンディングとして知られる個人の銀行預金と区別される。だが、銀行預金保険以前の時代におけるリテール・ファンディングのように、ホールセール・ファンディングには取り付けの可能性がある。危機の最中に問題となった多くの複雑な証券は、直接的または間接的にホールセール・ファンディングで資金調達され、それらはほとんどコマーシャル・ペーパー（CP）カリパーチェス・アグリーメント（買い戻し条件付き売買）の形をとっていた。

3. 連邦準備法第13条第3項の発動

「影の銀行システム」や「ホールセール・ファンディング」の進展にともなう「違う形の取り付け」に対応するためには、商業銀行にしか適用されない既存の割引窓口の利便性の改善という措置だけでは不十分である。そこで登場するのが、連邦準備法第13条第3項の発動、すなわち、いわば非常手段の活用という政策にほかならない。バーナンキは、プロローグ「まだ後戻りできる」、ならびに、第10章「ベアー・スターンズ、アジア市場が開く前に」のなかで、その内容を、以下のように解説する。

通常、FRBは商業銀行および貯蓄機関にのみ融資を行うことになっている。大恐慌時代に発動された連邦準備法第13条3項には、「異例かつ切迫した状況において」は、すべての個人、組合、企業に融資を行うことができると書いてある。

議会在13条3項を連邦準備法に追加したのは1932年だった。1930年代初めに何千もの銀行がつぶれて信用供与が蒸発したことがきっかけだ。この条項によって連銀は基本的にどんな民間の借り手にも融資できる力を手にした。少なくともFRBの5人の理事が、信用市場に広がっている異常な緊急事態を認定する必要がある。さらに実際に貸出を担当することになる地区連銀は、連銀以外に与信してくれる所がないという証拠を取得する必要がある。重要なことに、13条3項融資は通常の窓口貸出と同様に担保が求められる。借り手が差し出す担保がしっかりしていて、それに連銀が満足し、完済が適度に見込まれることが必要だ。この条項はFRBの介入内容にも制限を課していた。13条

3項を発動したからといって、私たちは金融機関の株式を買い取って資本を注入したり、金融機関の資産を損失から保証することはできなかった。

なお、留意されるべきは、バーナンキが、連邦準備法第13条第3項の発動を、FRBによる「最後の貸し手機能」の現代的な適用にすぎないと判断していることである。第18章「危機は金融から経済へ」のなかで、バーナンキは、次のように指摘する。

FRBの緊急融資はさまざまな斬新な手法を導入した。しかし、私たちがやったことは本質的に連邦準備制度を創設した議会が目指したものであり、英国のジャーナリストで金融経済に精通していたウォルター・バジヨットが一世紀半も前に指摘していたことでもあり、危機と対峙した中央銀行が必ずやってきたことでもあった。金融機関が資金繰り難に陥ったときに中央銀行は担保と引き換えに資金を貸し出し、投げ売り価格で資産を処分させようとする圧力を減らす。バジヨットは資産担保証券やレポ取引という単語さえ耳にしたこともないだろうが、私たちが負の連鎖を食い止めようとして実践してきた基本原則はわかってもらえると思う。

ちなみに、連邦準備法第13条第3項の最初の発動例は、2008年3月のタム物証券貸出制度(TSLF)の創設であった。これは、プライマリー・ディーラー（政府公認ディーラー）——このなかには、投資銀行大手五社であるゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ、リーマン・ブラザーズ、ベアー・スターンズが含まれる——に米国債を貸し出すプログラムのことである。以下は、第10章のなかの記述である。

さらに重要なのは、プライマリー・ディーラーに対してFRBが貸し出す米国債の規模を大幅に増やすことだった。FRBは1969年以来、証券トレーダーたちが必要としている種類の米国債を可能な限り供給できるようにするため、償還期限や発行日が異なる米国債の交換に応じる形で少量ながら米国債を貸し出していた。今回打ち出した対策は大きな意味を持っていた。FRBが資産として保有している米国債を各社に貸し付ける条件を広げ、ファニーとフレディが保証した住宅ローン担保証券だけでなく、投資銀行やほかの民間金融会社が組成したプライベート・レーベルの住宅ローン担保証券も担保として受け入れるようにしたのだ。

今回の新制度は証券ディーラーやほかの市場参加者たちにレポ市場が受け入れる担保のなかで最も重宝されている米国債を大量に供給することになる。この制度で米国債を手に入れた市場参加者たちはレポ取引で必要な資金を調達できる。ただ、プライバー

ト・レーベルの住宅ローン証券を担保にプライマリー・ディーラーに米国債の貸出を開始するという新制度をスタートさせるには、いよいよ連邦準備法13条3項を発動させる必要があった。

連邦準備法第13条第3項の発動の第2弾は、同じく2008年3月のプライマリー・ディーラー向け融資制度（PDFC）の創設であった。これも、第10章のなかの記述である。

理事会は、新たに重要な融資制度であるプライマリー・ディーラー向け融資制度（PDFC）の創設を承認した。これによってプライマリー・ディーラーも商業銀行と同じように連銀から借りることができる。タム物証券貸出制度よりもはるかに幅広い担保を引き受け、貸し出せるのが特徴だ。

私たちは、プライマリー・ディーラーが破綻して混乱を招くリスクを減らすために今回の融資制度を創った。各社がこの制度を使えば、金融資産の売買に応じることができる「値決め」が可能になるはずだった。金融市場は流動性が増すことによって機能を増し、不安定な影響を与える価格変動を減らすことになる。資金の流れに重要なレポ取引への効果も狙っていた。プライマリー・ディーラーはレポ市場で借り手と貸し手の双方を担う。実質的に借り手を支えることができる新たな資金調達源をつくることで、市場の信頼性を高めて資金供給の役割を果たすように促すことも期待していた。

連邦準備法第13条第3項の発動の第3弾は、2008年9月のマネー・マーケット・ファンドにたいする支援プログラム（AMLF）の創設であった。第13章「AIG『それで私は怒っている』」および第14章「議会へ」のなかで、バーナンキは、次のように指摘する。

マネー・マーケット・ファンドは、短期米国債や格付けの高いコマーシャル・ペーパーなど、一般的にはとても安全で換金しやすい資産を対象にした投資信託だ。銀行口座をまねて小切手を使えるようにしたり、投資家は損失をこうむらないという合理的な推測をもとに基準価値を1ドルに固定したりしていた。多くの個人投資家は間口がもっと広い証券口座と連動させて多少の現金をマネー・マーケット・ファンドに入れていた。企業や自治体、年金基金などはマネー・マーケット・ファンドを一時的に現金を入れておく便利な場所とみていた。

私たちはマネー・マーケット・ファンドについて長いこと議論した。規模が最大級でいちばん有名ないくつかのマネー・マーケット・ファンドでさえも、かなりの資金流出

があることを伝えていた。取り付けは経済に深刻な打撃を与える可能性があった。市場パニックに拍車をかけるだけではなく、大企業の多くはマネー・マーケット・ファンドが買ってくれるコマーシャル・ペーパーに資金繰りを頼っていたからだ。コマーシャル・ペーパー市場から締め出されたり、そうなることを不安に思ったりした企業は、取引銀行からの借入枠を使って資金繰りに走った。すでに手持ち資金が少なくなっていた商業銀行に新たな圧力がかかることになり、銀行はさらに顧客への貸出を渋るようになった。金融混乱は経済の非金融部門にはっきりした影響を与え、生産と雇用を脅かしていた。

この出血をなんとか止める必要があった。投資家たちはマネー・マーケット・ファンドからお金を引き出していたので、FRBとニューヨーク連銀、ボストン連銀は、その穴埋めになる資金をファンドに拠出する新たな制度を検討していた。ただ、それは技術的にも法律的にも複雑だった。連銀にはファンドから直接に証券を買うことを制限する法的な制限が課せられていた。そのため、連銀はじかにファンドに貸し出すことをせず、代わりに銀行に好条件をつけて資金を貸すことにした。カギを握っているのは流動性が少ない資産担保コマーシャル・ペーパーだった。ファンドが持っていた資産のうちかなりの割合を占めていた。連銀の貸出条件として、それをつかって商業銀行がファンドから資産担保コマーシャル・ペーパーを買うことにすれば、私たちは法律に違反しないでファンドの資金繰りを支えられる。

財務長官のポールソンは財務省の為替安定基金（ESF）を活用してマネー・マーケット・ファンドを保証することを提案した（マネー・マーケット・ファンドはさまざまな外国資産を保有しており、欧州の銀行にとって主要なドルの調達源となっていた）。

2008年9月19日には午前7時半に理事会が開かれた。私はすでに財務省が為替安定基金を使ってマネー・マーケット・ファンドを保証するつもりであることを説明していた。しかし、私たちは、取り付けを食い止めるためには、コマーシャル・ペーパーをマネー・マーケット・ファンドから買い取るように促す私たちのプログラムも役に立つと思っていた。理事会はそれを承認した。これによってマネー・マーケット・ファンドは下落相場でコマーシャル・ペーパーやほかの資産を売却しなくても、この資金を使って顧客からの資金引き出しに応えることができるようになる。ここでも私たちは間接的とはいえ、金融恐慌を物ともせず資金を貸し出す中央銀行の本来の役割を發揮していたのであった。

連邦準備法第13条第3項の発動の第4弾は、2008年10月のコマーシャル・ペーパー資金供

給制度（CPFF）の創設であった。これは、第16章「寒風」のなかの記述である。

FRBはコマーシャル・ペーパー市場を支える新たなプログラムづくりでも多忙を極めた。

商業銀行への窓口貸出は役立ちそうになかった。銀行は可能な限り融資を控えていた。私たちはもっと直接的な方法によってコマーシャル・ペーパー市場を支える必要があった。緊急時の13条3項を発動してコマーシャル・ペーパーの借り換えができない企業にFRBが直接に貸し出すこともできたが、あまりにもやり過ぎに見えた。私たちの狙いはコマーシャル・ペーパー市場の回復であって、FRB融資による置き換えではなかった。

FRBとニューヨーク連銀の職員たちはそれぞれ打ち合わせを重ね、枠にとらわれない自由な発想をしたところ、双方から似た解決策が浮上してきた。理事会がコマーシャル・ペーパー資金供給制度（CPFF）という新たな法人格の組織をつくり、13条3項を発動して連銀が提供する資金でコマーシャル・ペーパーを購入できるようにするというものだ。

しかし、すぐに私たちは予想しなかった問題にぶつかった。FRBによる融資は、貸出部隊である地区連銀（CPFFの場合はニューヨーク連銀）が担保に満足する必要があった。コマーシャル・ペーパーの発行企業は法的に返済を義務づけられているが、長き慣行によって売買可能な証券などのはっきりした担保がコマーシャル・ペーパーを裏付けていることはめったにない。

私たちは連銀からの融資が十分に担保づけられる方法を懸命になって急いで探した。長時間の会議や電話の結果、やっと実現可能な打開策を探しあてた。まず、資金供給制度が買い取るコマーシャル・ペーパーは最優良格付けに限定することを規定した（これによって残念ながら重要企業のいくつかが対象外になった）。次に、資金供給制度にコマーシャル・ペーパーを売りたい企業に対して前払い手数料と相応に高い金利を要求した。状況が正常化したらすぐに通常の市場に戻ってもらうためだ。手数料は損失が出たときに備えて積み立てておいた。最後に、私たちが抱えることになるリスクを制限するため、一社が資金供給制度に売却できるコマーシャル・ペーパーの上限を設けた。こうした条件によってFRBとニューヨーク連銀は資金供給制度への融資が十分に担保づけられていると認定できた。

連邦準備法第13条第3項の発動の第5弾は、2008年11月のターム物資産担保証券融資制度（TALF）の創設であった。第17章「政権移行期」のなかで、バーナンキは、次のように指

摘する。

政府による不良資産救済プログラムやFRBによるコマーシャル・ペーパー資金供給制度などの手段と政策を相次いで実施しても、金融システムはリーマン・ショックの影響から立ち直れずに混乱していた。投資家たちの恐怖の的は一年前はサブプライムローンだったが、いまはクレジットカードローンや自動車ローンなどを含むほとんどすべての民間向け貸出に広がり、この分野への資金供給から身をひいていた。

これに対応するため、財務省と新たな対策を講じることになった。私たちは13条3項をふたたび発動し、11月にターム物資産担保証券融資制度（TALF）を発表した。この制度は、資産担保証券を購入する投資家に最長5年間の融資をする。対象となる資産担保証券は、さまざまなローンを担保にしたトリプルA格の証券。具体的にはクレジットカードローンや奨学金、自動車ローン、商業不動産ローン、連邦小企業庁が保証したローンを担保にしたものだ。融資には訴求権がついていなかった。借り手は融資を完済せずに、購入した資産担保証券をFRBに差し出すことができる。

私たちは自衛策を講じた。投資家たちには自分が支払った証券代金の一部しか借りられないようにしたのだ。そうすることで、万一損失が出た場合はまず彼らが損をかぶる（身銭を切らせる）ようにした。さらに、財務省が不良資産救済プログラムから200億ドルを資本として拠出し、連銀の融資枠2000億ドルを支えてくれることになった。もっとも、ターム物資産担保証券融資制度で融資した証券のツケがFRBに回ってくることは一度もなかった。この計画は損失を一切出さず、納税者に利益を還元したのだ。

以上であるが、ここでは、ターム物証券貸出制度（TSLF）の創設にせよ、プライマリー・ディーラー向け融資制度（PDFC）の創設にせよ、マネー・マーケット・ファンドにたいする支援プログラム（AMLF）の創設にせよ、コマーシャル・ペーパー資金供給制度（CPFF）の創設にせよ、ターム物資産担保証券融資制度（TALF）の創設にせよ、いずれも連邦準備法第13条第3項の発動にもとづくものである点がとりわけ留意されるべきであろう。その意味で、これらの措置は、中央銀行の最後の貸し手機能の適用であるとは呼んでも、マネタリスト的な政策手段の適用であるとはけっしてみなすことはできない。つまり、金融市場の構造変化ならびに伝統的な形態での取り付けに代わる新たなその発現にともなう、古くから知られた「バジョットの名言」——恐慌鎮静化のためには「中央銀行は非常に高い金利で、あらゆる優良な担保に対し、すべての希望に応じられる規模で貸し付けるべし」——の近代的な装いのもとでの再登場以外の何ものでもありえなかったというわけである。

本節を閉じるにあたり、第18章「危機は金融から経済へ」のなかの、以下のパラグラフも紹介しておきたい。

バジョットはたぶん、中央銀行が自国の国境を越えた地域でも最後の貸し手としての任務を担うことになる可能性は考慮していなかったと思う。しかし、ドルが世界的な役割を果たしている状況では、外国の混乱が米国市場に跳ね返ってくる可能性がある。そのため、私たちは外国の中央銀行一四行と結んだ通貨スワップ枠を使い、欧州やアジア、中南米にあるドル建て資金調達市場を支えた。これが世界的な負の連鎖を封じ込めるのに決定的に重要な役割を担った。

今日では、中央銀行の最後の貸し手機能の射程は、こうした国際的な領域にまで及ぶにいたっているのである。

4. ベアー・スターンズと AIG のケース

同じく連邦準備法第13条第3項の発動であったとしても、ベアー・スターンズと AIG のケースは別途に検討されるべきであろう。というのは、これらのケースにおいては、FRB は、個別の金融機関にたいして、しかも商業銀行以外の金融機関にたいして、直接的かつ巨額の融資を行うことを余儀なくされたからである。他方で、リーマン・ブラザーズのケースにおいては、連邦準備法第13条第3項はついに発動されることはなかった。この相違はいかなる理由にもとづくものであろうか。こうした問題の解明が本節の課題となる。

まず、ベアー・スターンズのケースについて。第10章「ベアー・スターンズ アジア市場が開く前に」によれば、ベアー・スターンズの救済の経過は、以下のとおりである。

最大のリスクは、2兆8000億ドルにのぼる三者間レポ市場にあった（規模がきわめて大きくて不透明な二者間の市場では、投資銀行とほかの金融会社が直接レポを取引するが、三者間レポ市場ではレポの貸し手と借り手の間に決済銀行が入る。ベアーはもっぱら三者間市場で必要な資金を借りていた）。ベアーが借入延長を拒否されると、決済銀行の JP モルガンは、その穴埋めをするために自らベアーに貸し出し、何百億ドルもの株主資金を危険にさらすか、ベアーに資金を貸していた債権者に代わってベアーが差し出していた担保の売却を始めるという厳しい選択をしなければならなくなる。担保を投げ売りするという決断をすると証券の価格はさらに落ち込み、新たな損失や評価損に波及してしまう。もっと悪いことに、損失への懸念や、貸した資金が戻って来ない状態が長引くことへの心配が広がれば、ほかの市場参加者たちも相手構わず貸出をやめる可能

性があった。そうなるべア以外の四大投資銀行もきわめて脆弱になり、ベアの破綻が四行の取り付けに連鎖する可能性があった。わたしが最も恐れていたのは、同社の破綻によってレポ市場全体が瓦解し、破滅的な結果が金融市場だけでなく、信用凍結と資産価格の暴落を通して経済全体に及ぶことであった。

財務長官のガイトナーは、連邦準備法第13条第3項を発動せずにベアの営業を継続させる方法を提案した。緊急事態宣言を伴う条項発動の必要がない、という解釈はニューヨーク連銀の法律顧問トム・バクスターのものだった。JPモルガンはレポ市場でベアと貸し手を仲介する決済銀行なので、日常的に同社の大量の証券を保有している。バクスターの案によると、連銀がJPモルガンに窓口貸出をする。モルガンは預金を受け入れる商業銀行なので連銀窓口から資金を借りることができる。モルガンは、この資金をそのままベアに又貸しする。連銀の貸出は償還請求権がないので、もしベアへの貸出が焦げ付いてもモルガンには影響が及ぶことはなく、資金を貸し出した連銀がベアの証券を抱え込む。基本的にはベアに資金を貸さなくなったレポ市場の貸し手の代役を連銀が担う狙いだ。この案に対しては、FRBの法律顧問スコット・アルバレスが異なる法律解釈をした。連銀の窓口貸出は実質的にはベアに恩恵を与えることを目的としているので、私たちは13条3項を発動させる必要があるという。

2008年3月14日午前9時45分に理事会が開かれた。理事会はニューヨーク連銀がJPモルガンに融資し、それによってモルガンによるベア・スターンズへの資金供給が可能となるという融資目的を承認した。13条3項を発動したのでベアに直接に貸し出すこともできたが、ニューヨーク連銀がバクスター案にもとづいて徹夜で仕上げた書類は間接的な融資になっていた。

この間に、JPモルガンがベア・スターンズを買収するという方向での話し合いに進展がみられた。

JPモルガンの会長兼CEOのダイモンとFRBは買収を成功させるため、遡及義務のない融資を最大300億ドル実施することに合意した。抵当はベアの資産で、ほとんどが格付け会社によって投資適格と判断された住宅ローン関連証券だった。抵当資産の内容はニューヨーク連銀が依頼した資産管理会社ブラックロックが調べることになっていた。調べ終えた同社は、資産をFRBが何年か保有すれば貸したお金は戻ってくることが合理的に見込めることを指摘した。この判断を受けて、実際の貸出を行うニューヨーク連銀総裁のガイトナーが「担保に満足しうる」ということを確認できたからだ。

私たちはFRBにとって有利な交渉をまとめた。融資額の300億ドルに相当するペアー・スターンズの資産はニューヨーク連銀が設立した有限会社に保管されることになる。この手続きを踏むことによって、連邦準備法13条3項の規定に従って担保を取って融資し、ペアーへの支援を実現させることが可能になる。有限会社の名称は、マンハッタン南部のローアー・マンハッタンにある要塞のようなニューヨーク連銀の建物の脇を通る道の名前を借りてメイデン・レーン有限会社とした。FRBは同社に290億ドル、JPモルガンは10億ドル貸し出す。損失が出た場合は最初の10億ドルまでJPモルガンが負担する。

みられるように、ここでも連邦準備法第13条第3項が発動されていること、FRBが供給することになった資金はあくまでも流動性資金であって資本性資金でなかったこと、ニューヨーク連銀が設立した有限会社に資金を提供というこの方式が後のコマーシャル・ペーパー資金供給制度（CPFF）の創設にあたってのモデルになったこと、こうした点を確認することができるであろう。

つぎに、AIGのケースについて。第13章「AIG『それで私は怒っている』」によれば、AIGの救済の経過は、以下のとおりである。

米国の金融安定を脅かしていたAIGの最大の危難は、日常的な保険業務ではなかった。驚異はデリバティブといわれる金融派生商品のビジネスに大々的に参入していたことだった。グリーンバーグCEOは1987年に持ち株会社の子会社AIGフィナンシャル・プロダクツを立ち上げていた。この会社はさまざまな金融商品をあつかっていたが、1990年代の後半には保険に別の名前をつけて売るのが中心的な業務になっていた。顧客は、さまざまな種類の民間債務（この場合はほとんどが住宅ローンや不動産関連の債務）を組み合わせた債務担保証券（CDO）で大きな損失を被った時に備えて保証を求めていた欧米の銀行や金融機関だった。AIGは顧客からいわば保険料として規則的な収入を得る一方で、一定額を上回った損失を出した顧客にはそれを償う契約をしていた。この保険はクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）と呼ばれるデリバティブを使って顧客に提供された。

2008年9月16日、ワシントンのFOMCで私たちが金融政策を話し合っていたころ、ニューヨーク連銀ではガイドナーと彼のチームがAIGに現金を貸し出す条件を特急で起草していた。融資額は850億ドルに増えていたが、迫り来る破綻を回避するのに必要な規模だった。リーマンとはちがって、AIGには連銀融資に必要な担保や法的条件が「確実に満たされる」資産があるように見えた。担保となる国内外にある複数の保険子

会社や金融サービス企業には十分な価値があると見たのである。AIGの融資に踏み切れば、私たちは一線を越えることになる。AIGが保険会社だからということだけではない。連銀が危機の間に実施したほかの融資とは異なり、連銀が引き受けることにした担保は貸出債権や証券ではなく、AIGのビジネスの営業価値だった。いつも私たちが引き受ける担保とくらべて査定や処分は難しい。しかし、これに代わる対策はなかった。AIGが市場で売買できる手持ち証券は、担保としてはとうてい不十分だった。

もっとも肝心な問題点は、850億ドルの貸出枠がAIGを救うかどうかだった。私たちにとって究極の大惨事は、そんな巨額の融資をしてもAIGが崩壊してしまうことだった。誰も確証がなかったが、FRB内外の調査にもとづき、AIGは足元の資金繰りを満たす現金に不足していたものの全体として存立可能だろうと私たちは考えた。AIGフィナンシャル・プロダクツは巨大な保険会社の上に座っているヘッジファンドのようなものだった。同社がAIGの資金流出と消耗の大きな原因となっていた。この会社が単体の企業だったら生き残りの望みはまったくなかった。しかし、私たちが知るかぎり、AIGが傘下に持っていた保険子会社やほかのビジネスはおおむね健全だった。こうした企業価値は融資を確定するのに必要な担保となる可能性があった。

融資にとって代わるものはなかった。FRBではメンバー全員が賛成し、連邦準備法13条3項を発動させる筋道をつけた。

ちなみに、第17章「政権移行期」のなかには、次のような記述が見出される。

AIGの安定が将来損なわれるリスクを抑えておくため、FRBは2008年10月に13条3項をふたたび発動し、ニューヨーク連銀が二つの事業体を設立して資金を出すことを許可した。法人名称はメイデン・レーン2とメイデン・レーン3。ニューヨーク連銀はメイデン・レーン2に225億ドルを貸し出し、この事業体はAIGに巨額の損失をもたらしたプライベート・レーベル住宅ローン担保証券を買い取る。メイデン・レーン3はニューヨーク連銀から融資を受けた300億ドルを使い、AIGのフィナンシャル・プロダクツ部門が保証した債務担保証券(CDO)をAIGの取引相手から買い取る。私たちは債務担保証券を買い取ることで、9月にAIGを危機の崖っぷちに追い込んだ保険証券を実質的に手じまいすることができた。

みられるように、ここでも連邦準備法第13条第3項が発動されたこと——「バジョットの概念を飛び越える」ものであったにせよ——、FRBが供給することになった資金はAIGの「足元の資金繰りを満たす現金」であったという意味において流動性資金にはかならなかつ

たこと、担保の有無が最後の決め手になったこと、こうした点を確認することができるであろう。なお、AIGは、その後、政府の不良債権救済プログラム（TARP）を介して、同社の優先株と引き換えに政府から資本注入を受けることになる。つまり、米国においては、民間への資金供給にあたり、流動性資金の供給はFRB、資本性資金の供給は財務省というかたちで、両者のあいだに厳格な役割分担が明確化されているというわけである。

最後に、リーマン・ブラザーズのケースについて。第12章「リーマン、決壊す」によれば、リーマン・ブラザーズの破綻の経過は、以下のとおりである。

2008年9月13日の土曜日の遅くには、投げ売りや流動性のない市場がその資産価値を人為的に低い水準にまで引き下げている可能性を考慮しても、リーマンが深刻な債務超過であることが明らかになった。リーマンの債務超過は、連銀の融資だけで救済することを不可能にした。連邦準備法13条3項といえども、私たちに十分な担保がある金融機関に融資するよう求めていたのである。連銀には、資本注入する権限はないのだ。また（ほとんど同じことであるが）完済されることが合理的に確実でないような融資をすることはできないのだ。

みられるように、ここでもキーワードは、十分な担保と資本注入の権限の如何に帰着する。

そして、第13章においては、以上のすべての経過を受けるかたちで、問題の焦点が、次のように総括される。

いわゆる「リーマンの週末」は、最終的には「リーマンとAIGの一週間」になるのだが、すでに一年続いていた異常なほど厳しかった危機を、この週末が米国の歴史で最悪の金融恐慌へと変貌させた。リーマンは破綻し、AIGは救われた。その違いが、いまなお繰り返される問いに結びつく。はたして政府は意識的にリーマンが破綻する決断を下したのか。だとすると、なぜAIGを救ったのか。リーマンがどうにか救済されていたら、その後の危機のかなりの部分は回避できたのであろうか？

リーマンはベアー・スターンズやAIGと同様に救えたし、リーマンを突き放したのは政策上の大きな過ちだった、と論じる人は多い。しかし、連銀と財務省はリーマンの破綻を選択したわけではない。ほかの救済策に使われた方法がリーマンの場合には利用できなかったのが救えなかったのだ。リーマンはベアー・スターンズとは違って、買取ってくれる投資家がいなかった。リーマンの負債を保証し、最終的な存立可能性を請け負ってくれる安定した会社もなかった。AIGは連銀からの大量融資を裏付けるのに十

分な担保をもっていたが、リーマンは経営を安定させる計画もなく、崩壊を避けるのに必要な融資を支える担保も十分にもっていなかった。

リーマンを救済しても、そのあとに起きた複数の破綻や危機の激化、景気後退、議会からの何千億ドル規模の公的資金拠出は避けられなかったということで歴史家の意見がやがて一致するなら、あの週末に同社の破綻を食い止めることができたかどうかという問いかけはおそらく意味のないものになるだろう。それでも、リーマンの破綻は防ぐことができたとか、破綻は結果的には政策の選択によるものだったとかいう見方が世間の常識になることを、私は望んでいない。真実ではないからだ。私たちはリーマンの破綻はきわめて異常な混乱を起こすだろうと信じていた。それを防ぐため、考えられることはすべてやった。同じ理屈で、私たちはAIGを救済した。AIGはリーマンと違って、私たちの手元にあった間に合わせの道具で十分だった。

要するに、ベアー・スターンズおよびAIGの救済、リーマン・ブラザーズの破綻という生死を分けた分水嶺は、買取してくれる金融機関の存在の有無、ならびに、FRBの特別融資にあたっての十分な担保の存在の有無に見出されるというわけである。

5. 大規模資産買い取り (LSAP) 政策の目的

いよいよ最後に問題となるのが、大規模資産買い取り (LSAP) 政策である。この政策は一般に「量的緩和」政策と呼ばれている。ここから、しばしば、この政策こそがマネタリスト的なそれ以外の何ものでもない旨の断定もなされてきた。しかし、そのように推測するならば、この場合にも、肩すかしをくらうことになるであろう。肝要なのは、バーナンキの発言に素直に耳を傾けることである。

2009年9月に、ウォール街の金融混乱がメイン・ストリートの人たちをも脅かすことがはっきりしたので、FRBはFF金利の誘導目標を引き下げ始める。一連の利下げは、誘導目標としてのFF金利がゼロ近くまで低下し、それ以上は引き下げられない水準に達するまで続けられた。ここからは未踏の領域である。

第19章「量的緩和——正攻法の終わり」のなかで、バーナンキは、以下のような整理を試みる。

議長になる前、私は短期金利がゼロになったあとの金融政策について話したことがあった。金利がゼロになったら金融政策の打つ手はなくなるという、かなり広く認められていた意見に答えていたときのことである。私はそのとき逆の意見を述べたのだ。いまこそ私の考えを実践すべきときだった。正攻法を終わらせるときが来たのだ。

数千億ドルもの国債を買い取ったのは、私たちがとるであろう手段の中ではおそらくもっとも重要なものであり、間違いなくもっとも物議を醸すものでもあった。私たちはこれを大規模資産買い取り (LSAP) と呼んでいたが、金融界は量的緩和 (QE) と呼ぶことにこだわった。2008年12月のファニーメイ (連邦住宅抵当公庫) およびフレディマック (連邦住宅金融抵当公庫) の負債買い取りと、2009年1月の住宅ローン担保証券買い取りが、私たちが最初にしたことだった。

私たちのゴールは三十年物の住宅ローンや社債の金利のような、長めの金利を引き下げることであった。それができれば、支出——たとえば住宅や企業の資本投資など——を刺激することができるはずだった。なかでも私たちが6,000億ドルもの住宅ローン関連証券を計画的に買い取ったのは、多くの投資家が尻込みしているときにその需要を増すためだった。私たちは住宅ローン関連証券の需要を増やすことで、住宅ローン関連証券の利回りを押し下げ、それによって今度は個々の住宅ローン関連証券の借り手が払う金利を減らそうと目論んでいた。

同様に、私たちが一〇年満期物のように長めの国債を買うと、その国債の利回りが下がる傾向にあった。もちろん民間人が、あらゆる借り手の中でもっとも安全な米国の財務省と同じ金利で借りられるわけではないが、米国債の利回りが下がれば、一般的にはほかの長めの金利にも波及するものなのだ。社債のことを考えてみよう。国債が提供する利回りが下がれば、投資家は普通社債についても低い利回りを受け入れる。私たちが最終的なゴールとしたのは、信用コストの大幅な削減を促進することだった。

みられるように、大規模資産買い取り (LSAP) 政策の目的は、操作目標としてのFF金利が事実上ゼロの水準に張り付き、金融政策がいわゆる「ゼロ金利制約」に直面するなかで、長期債の購入をつうじて、長期金利の低下を促そうとする点にあったことが理解されるであろう。その意味では、「正攻法の終わり」といいながら、マネタリズム的政策に転換したわけではなく、この政策はあくまでも金利政策の枠内にとどまるものであること、それが非伝統的政策と呼ばれるのは、従来の伝統的な短期金利の操作に代えて新規に長期金利の操作がターゲットになっているという理由によるものであること、こうした側面が的確に把握されなければならない。

このことは、バーナンキによる以下の発言からも、疑問の余地なく読み取ることができる。

成功はしなかったのだが、私はメディアや市場に「量的緩和」ではなく、「信用緩和」という用語を使ってもらおうとした。量的緩和は、2000年代前半の日本で行われた

（失敗した）プログラムを指す用語であり、私たちの国債買い取りとは多くの点で異なっていたからだ。日本の量的緩和プログラムはマネーサプライを増やすことを目的としたものであったのに対し、FRBは長めの金利を低下させる手段のひとつとして長めの国債や住宅ローン担保証券を買い取ることに焦点を当てたものだった。

ここでの文脈では、「マネーサプライを増やすことを目的とした」政策がマネタリスト的政策を含意することは、多言を要すまい。

結びに代えて

以上の考察をつうじて、読者は、筆者が前稿「バーナンキは変節したのか—『連邦準備制度と金融危機』を読む—」において導き出した結論は、バーナンキの名著『危機と決断』を読み解くなかでも再確認できることを、十分に理解されたことであろう。じっさい、議会が連邦準備法に第13条第3項を追加した1932年の時点では、マネタリズムの一般化にあたっての里程標をなすことになった、ミルトン・フリードマンとアンナ・J・シュワルツの共著にかかる『合衆国貨幣史 1867-1960』もいまだ出版されておらず、マネタリズムという考え方が学会でも中央銀行家のあいだでもなお影の薄い存在であった。ここでは、そこでの結論を繰り返すことは避け、『危機と決断』を読み解くなかで気づいたそれ以外のいくつかの論点について、簡潔に言及するにとどめたい。

第1は、中央銀行と政府のあいだの資金供給上の役割分担という問題である。新著の第10章「ベアー・スターンズ アジア市場が開く前に」では、「13条3項を発動したからといって、私たちは金融機関の株式を買い取って資本を注入したり、金融機関の資産を損失から保証したりすることは出来なかった」、と明記されている。じっさい、金融危機への対応のなかで、FRBは、金融機関の株式を買い取ることも、金融機関の資産を保証することも行わなかった。不良債権救済プログラム（TARP）というかたちで優先株と引き換えに金融機関に資本を注入したのも、為替安定基金（ESF）を活用してマネー・マーケット・ファンドの資産を保証した——これはFRBによる AMLF とは異なる——のも政府であった。つまり、米国では、流動性資金の供給はFRBの責任、資本金の供給は政府の責任というように、両者のあいだの役割分担が法的に明確化されているというわけである。同時に、こうした措置によって、FRBの金融政策の政府からの独立性が確保されることにもつながるであろう。

第2は、連邦準備法第13条第3項の発動にあたっては、担保が求められるという問題である。同じく第10章では、「13条3項融資は通常の連銀窓口貸出と同様に担保が求められる」、と明記されている。これは「バジョットの名言」の内容とも一致する。そして、すでに触れ

たように、連邦準備法第13条第3条の発動に際して、FRBはくどいほど担保の有無にこだわっていた。ちなみに、ベアー・スターンズとAIGが救済され、リーマン・ブラザーズが破綻する分水嶺となったのは、ほかならぬ担保の有無という差異であった。

第3は、バーナンキ自身が、ヘリコプター・ベンというあだ名を嫌い、理論的な修正を試みようとしているという問題である。

よく知られているように、バーナンキは、2002年11月の講演「デフレーアメリカで『それ』が起きないようにするために—」のなかで、次のように言及した。

アメリカ政府は印刷機を持っており、ほとんどコストなしで米ドルを好きなだけ製造することができます。米ドルの流通量を増加させることで、あるいはそうするぞと確かな筋から脅かしをかけるだけで、アメリカ政府は財とサービスで表現したドルの価値を減少させること、つまりそれらの財とサービスのドル価格を引き上げることができるのです。結論をいいますと、紙幣制度のもとでは、政府は意を決しさえすれば常により大きな支出を創造することができます、それゆえインフレを起こすことができるのです。

この考え方がフリードマンの「ヘリコプター・マネー」の論理と酷似していることから、以後、バーナンキにはヘリコプター・ベンというあだ名が奉られることになった。

ところが、第21章「QE 2 偽りの夜明け」のなかでは、この内容が、以下のように修正されるにいたる。

私たちの政策が著しいインフレにつながるリスクは事実上ゼロだった。このような考えはFRBが大量に刷った紙幣で国債への支払いをしているという認識によるものだったが、ときどき言われる（残念ながら私自身も一、二度説明を単純化しすぎてそう言ってしまったことがある）こととは逆に、私たちの政策に金銭の印刷は—文字通り現金の印刷という意味でも、比喩的に金銭の別の形である小切手などの印刷という意味でも—関係していなかった。流通している通貨の量は、人々がどれだけ現金を持ちたいと思うかで決まるものであり（たとえば、クリスマスの買い物の時期には需要が高まる）、FRBの国債買い取りの影響は受けない。FRBは、紙幣を印刷するのではなく、銀行システムに準備預金を作ることで支払いをしているのだ。私たちが経験していたような景気の悪さでは準備預金はしまい込まれたままなので、一般的な意味での「お金」にはならないのである。

最後の一文—現実には、商業銀行は、信用創造をつうじて企業や家計に貸し出すのであ

って、準備預金を貸出に充てるわけではない——を除くならば、この記述は完全に正しい。だからといって、マネタリスト的な意味において正しいのではなく、中央銀行家の昔からの経験則に合致しているという意味において正しいのである。

第4は、バーナンキが2008年秋の段階でケインズ型の財政出動の必要性を唱えていたという問題である。第18章「危機は金融から経済へ」のなかに、次のような指摘が見出される。

ケインズが1930年代に最初に提案したように、経済が停滞しているときはある程度の期間に限り、財政支出が民間支出の代替を担うことができる。経済はいまだに自由落下状態が続いており、短期金利はすでにゼロに近い水準に低下している。こうした状況では確かに財政支援が必要となる。政府支出の増加や、個人支出を促す減税のどちらかあるいは両方が求められる。そのような見方を私は2008年秋に指摘していた。

第5は、バーナンキが「金融政策は万能薬ではない」ということを明確に認識していたという問題である。

第23章「出口騒動」のなかでは、以下のように論定される。

健全な金融政策は健全な経済を支援することはできるが、健全な経済を生み出すことはできない。長期的に見ると、経済が将来の世代の生活水準を上げることができるかどうかは、経済的に価値のある技術や、幅広い教育によって得られる大局観を身につける機会を人々が持てるかどうかによるのだ。これほど重要なものはほかにはない。

また、エピローグ「これまでとこれから」のなかでは、以下のように論定される。

FRBは景気回復中に全体的な雇用の拡大を支援することはできるが、教育の質や技術革新のペース、その他、新たに生まれる雇用が高賃金のよい仕事になるかどうかを決める要因をどうにかできる権限はない。私がしばしば金融政策は万能薬ではないと言ったのもそれが理由だ。

以上を要するに、バーナンキは、FRB議長に就任し、金融危機に対処するなかで、理論的にはともかく、実践的には、否、それどころか、理論的にさえ、疑いもなくマネタリストの立場から伝統的なセントラル・バンカーの立場に変節するにいたったというわけである。