

I. 最後の貸手 - the Lender of Last Resort

1. 最後の貸手とは

中央銀行が金融機関に対して果たす役割の一つ。LLR とも。一国が金融危機に見舞われると、その国の銀行にお金を預けている国民は銀行への信用を失くし、手元に現金を置いておきたいと思い、お金を引き出す。預金者全員にこれをされると、本来自己資本で全てを賄っているわけではない銀行としてはお金のやり繰りができなくなる。そうなった時に、他に資金援助ができる機関が存在しない場合、最後の手段として中央銀行が破綻の危機にある銀行に対し資金供給を行う。

世間一般にあまり知られていない最後の貸手という言葉だが、日本銀行でも実際に存在している制度である。日銀法で定められており、ホームページにもそれについて言及したページがある¹。

2. あればいい、というものではない

最後の貸手が金融市場の安定性を保つために必要不可欠なのは否定できないが、「最後の貸手がある」という認識が一般化してしまうと、モラルハザードという問題が発生してしまう。

銀行は預けてもらったお金を、融資を必要としている個人や企業に貸し出し、その利鞘で主な利益を上げている。有り体に言えば「借金」させるのだから、貸したお金が戻ってこないようでは困る。そのために銀行などは個人であれば安定した収入源があるか、企業であれば負債比率が高くないかといったことを融資前に精査している。各銀行独自の視点から、お金を貸しても大丈夫だと判断できる相手にしか貸し出さないのだ。

これは当たり前かもしれないが、この時、最後の貸手がある、あるいは「困ったら中央銀行がいつでも資金援助してくれる」という甘い考えがはびこってしまうと、銀行は次第にこの精査を怠るようになる。一つの銀行が破綻に危機にある場合に二つ返事で融資をしてしまうと、他の銀行も融資をしてもらえるものだと思い込んでしまう。この状況をモラルハザードという。このように注意を怠った貸し出しというのは市場の安定性を損なう原因となるため、避けなければならない。

¹ <https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/pfsys/e03.htm/>

3. どのような状況で融資されるべきか

歴史的には、中央銀行が資金援助の対象を選ぶと政治的背景が混ざりかねない。しかしそれに反して中央銀行が貸手の役割を果たしているというのが現実である。融資前に銀行の提示する担保の健全性だけを評価して貸出先を選ぶとなると、本当に融資を受けたい人、つまり健全な担保すら持てない人には資金が行かず、特に資金繰りを必要としない借手にばかり貸し出すことになってしまう。「誰に」貸し出すべきかの議論については、答えを出すことは非常に難しいといえる。

では、いつ、どれだけの額を貸し出すべきかという問題になる。融資を行うタイミングについては一つの技術であるという。支払能力のない銀行が倒産するのを待つのは得策だが、そうでない銀行まで資金不足になってはいけない。「機が熟す」タイミングを読むことは、従ってノウハウであるともいえるだろう。どれだけ融資するかについてはモラルハザードの問題が上手く活かされている。つまり、求められるだけの額を自由に貸し出すが、その代わり非常に高い金利を設定する。そして有事の際には金利を下げるなど柔軟に対応していくことだ。

4. 国際的な最後の貸手も必要

金融危機が国際的に伝染することからも国際的な最後の貸手は必要だろう。では、誰がその役割を担うのか、あるいは担えるだけの財力、権力を持ち合わせているのか考察する。

第一次大戦以前は世界の金融センターとしてロンドンやパリが代表で、両国中央銀行は最後の貸手としてやはり重要な役割を果たしていた。しかしそこには政治的なしがらみも多く、必要とする援助が行われないこともしばしばであった。

1929年の世界恐慌後、IMFとIBRDが設立され、世界経済の安定が目指されたが、いずれにしても最後の貸手機能が明文化されているわけではなく、責任の所在が分からない挙げ句、慢性的な資金不足に悩まされているという現状がある。

一つの国に絞るなら世界の中心はアメリカ。だが米ドルの強さは個人消費に依存しているもので、今後アメリカが低成長期を迎えるということを鑑みればドルの世界的信用も失われ、世界経済と金融市場のトップという座は揺らぐかもしれない。

従って、今後はアメリカよりも決断力に富み、ドル危機に陥った時に対処できるようなりーダーシップ=最後の貸手が必要とされるだろう。

II. 共通通貨ユーロは失敗だった

ユーロ導入後、金融業界の発展とその国際的統合が同時に進行したが、それは金融・マクロ経済的安定性を損ねる4つの働きをもたらした。

1. 銀行資産の大幅な増大

ユーロ圏内各国の国債をそれぞれの銀行が持ち合ったため、銀行資産が2000年代後半に大幅に増加した。国債保有比率が高まったことは、銀行と政府のどちらか一方の信用リスクが上昇した場合、両者共倒れする *doom loop* の危険性が上昇したことを意味する。

2. 国債利回りの収束

本来、財政が健全な国の国債利回りは低く、財政危機に瀕している国の利回りは高くなければならない。「利子」の本来の意味は、お金を貸すことのリスクであって、ちゃんと返ってきたときのリターンでもある。財政が安定していて将来有望な国の国債は見返りが少なくても需要が高い。つまり、利回りは下がる。逆に財政危機にある国の国債は、お金が満額償還されない危険性がある。その危険性に見合うようなリターンがなければ、誰も買おうとは思わない。つまり、利回りは上がる。

この理屈から言って、財政の危ういギリシャなどの国債利回りはドイツなどと比べて高いはずである。しかしユーロ導入後の欧州中央銀行（ECB）の取り組みなどによって圏内各国の利回りがドイツのレベルにまで下げられることとなった。

ECBは例えば、圏内の銀行がECBから資金供給を受ける際、担保として差し出される（銀行の持っている）国債に対して国債を発行している国がどのようなであろうと一律の割引率を適用していた。本来割引率はその資産の安全性に基づいて決められることが当然であろうが、それがドイツにしるギリシャにしるユーロ圏の全ての国債で同一となると、圏内の国債は等しい安全性を持つとみなされる。ギリシャの国債はいずれ紙切れになるかも知れないのに、ECBから資金を調達する際の担保として差し出す分にはドイツ国債と同じように使える。ギリシャ国債は利回りが高い（=市場金額が額面より安い）という現状がありながら担保としての需要が生まれるので、理論的には利回りを下げることに繋がっている。

3. ドイツ周辺国の借手に有利なポートフォリオ調整

以上の理由から比較的信用力の低いドイツ周辺国の国債に需要がシフトしたことで、周辺各国はユーロ導入以降巨額の経常赤字、対外純資産の減少を記録した。

数字の上での良し悪しについては言及しないが、少なくともこうした状況は周辺国で国債

を発行した国にとっては資金が流入するまたとないチャンスであっただろう。

4. 資産需要の伸びと経常収支の不均衡

経常赤字、つまり資金の対外流出というのは通常、生産性上昇などの資本流入を要因とするものだが、ユーロ圏内の場合、資金の流出を促す資産需要の高さによるものだった。他国に買われる国債といえどその数には限りがあるので、この経常赤字も長く続くものではなかった。

国債利回りの低下、それによる安直な与信利用の増加により、資産への投機も増大する。資産価格は上昇、それを反映してインフレ率が上がったため、実質利回りが下落した結果、与信利用は更に拡大して次なる資産の投機へ…というループが始まった。

このように低利率と与信利用の拡大は借入及び資産価格バブルを引き起こすと共に、周辺国の経常赤字を促進した。そしてそのバブルは、周辺国債にも波及することになり、それらを保有する銀行は一層崩壊の危機に晒された。

III. ユーロ導入諸国の実情

ユーロ導入前から、共通通貨を採用することによって金融上の自治権や大半の財政権を奪われた国々の政府は構造改革を余儀なくされるだろうという予測は立てられていた。しかしこれは必ずしも実現せず、代わりに利回りや為替リスクが低減したことでヨーロッパ周辺国は金融ブームを経験することになった。この事実を、もう少し細かく考える。

1. アイルランド

実質賃金が堅調に伸びていることなどからアイルランドは90年代後半から住宅需要が上昇し、価格が高騰した結果住宅バブルが発生した。

しかし政府はこのバブルを抑制しようとしなかった。何故か。

- ✓ あまりにも景気循環に弾力的過ぎる財政政策を行っていた
- ✓ 法律の変更によって中央銀行の銀行監督業務が責任不在状態に陥った

更に政府が利益団体の圧力に屈し、土地開発者や建設業者、銀行・保険会社など不動産バブルと直接関わる業界に都合のいいような政策を行ってきたことも一因だろう。

2008年になってようやく当局が不動産バブルの解消に向けて動きを見せたが、それもこれといった説明のないまま下された決議であり、アイルランドのこのような政治的不透明さは当面回復の兆しを見せないだろう。

2. ギリシャ

今でこそ崖っぷちに立たされているギリシャだが、それでもユーロ加盟後10年間は輸出の増大やアテネ五輪開催に伴う大胆な金融政策などによって年率2%以上の成長を記録していた。

だが、80年代に積み重ねられた莫大な国家債務は、しばらくの安定成長、2008年の政権交代をもってしても解決しなかった。その理由として挙げられるのは、

- ✓ 脆弱な政府官庁
- ✓ 法律的な形式主義
- ✓ 基本的統計データの欠如
- ✓ 根拠のない政策決定
- ✓ 人材戦略の未発達

デフォルト（債務不履行）を回避する第一の策として、現在EUトップクラスで高い年金

支給額の引き下げがある。しかしその改革案も将来の年金受給者に著しく不利なものであり大規模な抗議活動を受けた結果、撤回せざるを得なくなった。

3. ポルトガル

ポルトガルもまた慢性的な経済の停滞局面に陥った。

- ✓ 多くの生産分野で競争が制限された
- ✓ 基幹産業で大企業が支配的だった
- ✓ 外資系企業に対する参入障壁が存在していた
- ✓ 労働市場が不完全であった

停滞を打開する経済政策が滞った原因は、需要と供給の両面から考えられる。まずそもそも政策に対する需要がなかったことが大きな要因である。経済を活発化させるには市場の自由化や新規企業の参入促進が課題となるが、国に根付く大企業がそれを否定したのだろう。供給の側面でいえば、ポルトガルでは大統領と首相の両方が存在しており、行政権が厳密に分割されていたことが障害となっている。また比例代表選挙のため一党支配が難しく、連立政権を強いられているというのも特徴的だ。

今後はそうした改革を下支えするような幅広い連携、議会制の憲法整理が必要だ。

4. ドイツ

かつてドイツは年成長率 1%弱、失業率も 10%を超えるなどヨーロッパの「病人」とまで揶揄されていた。他国では不動産バブルなども起こったが、この頃のドイツではむしろ住宅価格は下落した。

ユーロ加盟後、国内の金融政策は ECB の支配下となったが、ドイツが希望するような政策は行ってもらえなかった。社会保険制度を見直し財政緊縮化を図る目論見もあったが、失敗に終わった。

それでも経済活性化に向け、労働市場と社会保障制度の抜本的改革は不可欠だと踏んだ当局は 2003 年から大規模な財政健全化に打って出た。これが Hartz I~IV 法である。

参考文献

- C・P・キンドルバーガー, 『熱狂、恐慌、崩壊——金融恐慌の歴史——』, 日本経済新聞出版社, 2008年 (I章)
- Maurice Obstfeld, 『Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis』, EUROPEAN ECONOMY, 2013年 (II章)
- Jesús Fernández-Villaverde, Luis Garicano, and Tano Santos, 『Political Credit Cycles: The Case of the Eurozone』, Journal of Economic Perspectives, 2013年 (III章)