

CFA 協会ブログ

No.555

2021 年 12 月 10 日

COVID 期の貨幣：中央銀行に破壊的な状況が形成？

Money in COVID Times: A perfect storm forming for central banks?

[オリヴィエ・ファインズ \(Olivier Fines\)、CFA](#)

新型コロナウイルス感染症による危機は、非伝統的な金融政策が例外というよりはむしろ正常となった世界を描写する経済についてのドキュメンタリー・ドラマの中にあるまさに最新のエピソードです。

市場ベースのファイナンスがファイナンス機能の重要なチャネルとして伝統的な銀行仲介に置き換わった金融市場のエコシステムにおいて、中央銀行はどのようにして事実上の最後の貸し手やマーケット・メーカーになったのでしょうか。

金融政策は正常化できるのでしょうか、あるいは、金融市場の安定の基盤として中央銀行の介入主義というニューノーマルに、我々は慣れなければいけないのでしょうか。

CFA 協会では、2007～2009 年の世界金融危機以降および現在の COVID-19 危機の非伝統的な金融政策への依存に関するホワイトペーパーを公表しました。

[Covid 期の貨幣：COVID-19 危機への中央銀行の対応措置に関する入門書](#)

本ペーパーの序文で、CFA 協会のシステミック・リスク評議会の共同会長であるサイモン・ジョンソン (Simon Johnson) は、世界の政策当局が直面する困難な問題について、以下のように述べています。

我々は、流動性危機、世界の市場への伝播、その他のシステミックなショックに対応するための将来の世界の経済政策をデザインするうえで重要な転換点に居ることに気付いた。

「Covid 期の貨幣」では、市場や経済における中央銀行の役割が、2008 年以降にどう変化してきたかを分析しています。こうした観点では、COVID-19 の状況とは、担保とされるクレジットや金融の資産を含めて、マネー・マーケットに一定水準のストレスが発生する時にはいつでも、中央銀行を最後の貸し手やマーケット・メーカーとして行動する機関にする移行を促進しているに過ぎません。同時に、マネー・マーケットは様々な階層で、資本市場のサプライチェーンとしての伝統的な銀行に置き換わりました。

ここで回答が必要な質問には、以下のようなものがあります。

- 中央銀行が、経済サイクルに沿って金融政策を正常化すべき時期はいつで、どの段階で判断をするべきなのか。
- 金融政策と財政政策は調和させるべきなのか。
- 中央銀行の独立性はどれほど重要なのか。
- 金融刺激策の程度に客観的な上限はあるのか。

近年の金融危機 (2008、2010、2020 年) で明らかになったのは、幅広い経済に対して金融業界が提供する仲介の中心である典型的な満期変換プロセスが変わってきたことです。市場ベースのファイナンスは、資金調達的主要なソースとして台頭してきました。市場ベースのファイナンス (またはノンバンク金融仲介) とは、短期のマネー・マーケットを通じて資本性貸出資金の調達をすることを意味しており、それは市場ベ

ースのクレジット・システムの根幹において満期変換機能を構成しています。このシステムは、シャドープランキンングとも呼ばれてきました。

このシステムがどのように機能しているのかを理解するために、貨幣の概念とその構造を支える本質的な階層を研究しています。

論文「国家の役割と貨幣の階層」(ステファニー・ベル、2001年3月)¹では、貨幣は次のように定義されています。

貨幣とは信用である(インズ、1913年)。それが意味するのは、債務関係、約束、あるいは義務であり、人間間に存在するものであり、機能的な用途から独立して認識されえない。それが表現するのは、社会的関係(フォーリー、1987年; インガム、1996年)であり、複式簿記のルールに則って取り扱われるであろう(ケインズ(1930年)、ミンスキー(1986年)、レイ(1990年))。したがって、貨幣創出は資産と負債の双方に影響する。

ベル氏の論文では、貨幣の階層を通じた財政政策と貨幣創出との直接の関係を示しています。

ピラミッドの頂点に位置する国家貨幣の位置づけが意味するのは、「片側に財政、増税、権威、もう片側に貨幣創出」という親しい関係である(ゴッドハート、1997年、p.1)。この関係が維持されると、反景気循環的な財政政策の利用が可能となる。

貨幣が意味するのは約束、借用書であること、このような約束は誰でも作りえることを、思い起こしなさい。このような約束を貨幣に変える「秘訣」とは、どこかの個人または機関がこれを受け入れるようになることである。それゆえに、「貨幣の階層」とは、複

数の階層のあるピラミッドと考えられうるが、そこでの階層とは、受け入れる程度が様々である約束を意味する(フォーリー、1987年)。頂点にあるのは、最も受け入れられる、あるいは「究極」の約束である。

貨幣の階層を理解することを通じて、市場ベースの金融システムへの移行が、最後のマーケット・メーカーの役割を想定される中央銀行により依存するような危機をいかに生み出してきたかをよく理解できます。中央銀行だけが、担保資産市場を安定化させ、システムを存続させる最も理想的な種類の貨幣を創造する能力があるのです。先のペーパーでは、これが、米国で中央銀行が介入した2020年の春に起きたことだと推測しています。現代の中央銀行の介入主義の発生、性質、影響を明らかにしています。危機時の貨幣の階層を、市場ベースのファイナンスの基本的な世界観と合わせて理解することで、金融市場や全体的な経済における中央銀行についての伝統的な受け止め方を再考することになるかもしれません。中央銀行が金融市場の継続と安定により直接的な責任を引き受けることが求められる複雑なシステムにおいて、緩和的な金融政策である現在の運営が、ニューノーマルになっているに過ぎないのかもしれない。

このような考察が、今日の市場においてほど重要なことはありませんでした。先進国におけるGDP対比の公的債務残高が過去最高水準になっていることで、政府による政策の余地は大幅に低下してきているものの、世界では危機後の経済回復を成功させるための正しい政策スタンスについての議論がいまだになされています。

中央銀行が直面している問題は厳しいものです。壊滅的な事態が起きていますが、金融当局にとっては自身が金融のハリケーンの中にいるように見えます。中央銀行は、どのようにしてまだ脆弱な経済の回復を損なうことなく、金融政策を正常化できるのでしょうか。正常化できないのであれば、現在の大きなインフレのリスクは何でしょうか。ダモクレスの鋭い両刃の剣が

¹“The Role of the State and the Hierarchy of Money,” Cambridge Journal of Economics 25, no. 2 (2001): 149–163, <https://academic.oup.com/cje/article-abstract/25/2/149/1729798>.

頭上に吊るされている時に、我々はどのように市場との効果的なコミュニケーションをすればよいのでしょうか。

政策当局が直面する複雑な課題には、COVID-19 危機の経済的ロックダウンによって生じた供給サイドと需給ギャップとに関係するものもあります。この課題については、CFA 協会の最近の COVID-19 研究で我々も書いていますⁱ。金融政策がどの程度、現在のサプライチェーンへの懸念が見られる経済に対して効果的で計測可能な影響があるのかは明確ではありません。供給サイドと需給ギャップには、財政政策・景気対策との直接的な関係を見出しうるかもしれませんが、それが、雇用、供給、生産にも影響を与えています。

この文脈で言えば、中央銀行による政策の説明が最近はやや曖昧になってきたことは不思議ではありません。連邦準備制度理事会、欧州中央銀行、イングランド銀行であれ、金融当局は、量的緩和縮小の選択肢をほのめかす前にインフレへの構造的な耐性が高まっている可能性を最初に指摘しています。歴史的に根底にある約束事としては、一般的には、金融政策は物価と金融の安定の維持を目指すものであり、そうすることで、金融当局が自国通貨と金融資産の将来価値への信頼を守るために介入をするという穏やかな保証を市場に提供するということです。もしこの均衡が維持されなければ、流動性、円滑性、価格形成の意味において、今では市場ベースのファイナンスにかなり左右されるようになっている資本市場に反動が起きえます。皮肉なことに、こうしてまた、最後の貸し手やマーケット・メーカーとしての役割を果たす中央銀行へのさらに強い依存につながるのです。

COVID-19 危機は、偶然にも、政府が決める財政政策と、中央銀行による金融政策と、究極的には資本市場との間にある伝統的な力関係を再構成するきっかけとなったのかもしれませんが。この再構成による形態はまだはっきりしていませんし、自由な市場経済における当局の新たな役割の程度もまだ十分にはっきり

としているものではありません。

執筆者

オリヴィエ・ファインズ、CFA

(翻訳者：今井義行、CFA)

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2021/12/08/money-in-covid-times-a-perfect-storm-forming-for-central-banks/>

注) 当記事は CFA 協会 (CFA Institute) のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。

ⁱ Section 5.3, “Inflation Is Showing Up: But Will It Last?,” in Covid-19, One Year Later (CFA Institute, June 2021), <https://www.cfainstitute.org/research/survey-reports/covid19-one-year-later-report>.