

## 金融システム研究フォーラム 概要

第 28 回 2010.6.18 (金)

-----

今回は、Tobias Adrian and Hyun Song Shin “Financial Intermediaries and Monetary Economics” (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.398, October 2009, revised May 2010, forthcoming in Handbook of Monetary Economics)について、東京大学大学院の成田悠輔氏の報告を受け、討議した。

「金融危機」「金融・資本市場の混乱」には多様な側面がある。研究者・観察者の関心も多様である。今回の「危機」については、とりわけ短期金融市場の混乱・麻痺の発生およびその影響の大きさ・長期化に関心が集まり、その発生原因・波及メカニズム・対応策・再発防止策が話題・検討課題の中心に位置し続けている。それ自体は自然であり、混乱への対応策がさらなる混乱に帰結しがちだという歴史的経験に照らしても健全なことである。

とはいえ、「金融危機」の実物経済、経済全体への短期的、さらに長期的影響の検討に関心が向くのも自然なことである。目先の混乱に関心を集中するにとどまらず、その影響・関連対応策の影響を、経済システム全体の中に位置づけて考察する必要がある。そのために、既存の経済モデル、検討の枠組みに今回のような「金融危機」が発生する可能性・発生メカニズムを組み込む作業、さらに新たな枠組みの構築に関心が向くのも自然なことである。もちろん、そのような作業は容易ではなからう。

そのような作業・試みの1つとして注目したのが今回の論文である。とりわけ今回の「金融危機」の過程で多くの論文を公表して世界中の注目を集めてきた2人の著者が、Handbook of Monetary Economicsに収載されるものとして表題の論文を公表したのである。重大な興味と関心を持ってフォーラムの素材として取り上げた。

検討の焦点は、中央銀行の金融政策の波及過程の中心に位置する「金融機関」の取扱いである。中央銀行の金融政策は「信用乗数」を経由して金融市場の供給に影響を与え、市場の需要曲線との交点で決る金利に与える影響を通じて経済全体に影響を与えるという従来型の理解は、今回のような「金融危機」下で、「金融機関」相互間での資金の流通が麻痺して、中央銀行の「量的緩和政策」が所期の効果を発揮しないという広範な観察事実を前にして、根本的な検討を迫られていると考える研究者が少なくない。この論文の中心は、「信用乗数」に従って「機械的」に行動するのではなく、各種「リスク」に反応しながら行動する「金融機関」を想定して、「金融危機」下で金融機関の行動に顕在化する影響に焦点を合わせて、金融政策の波及過程を見直そうとする試みの一環と位置づけられる。

より大きなシステムの一部に組み込むことを想定すれば、他の部分との整合性などから

様々な制約を受ける。そのためもあって、このような試みが容易ではないことを認識するメンバーの評価は概して好意的であった。とはいえ、これで課題の検討が大きく前進したとする評価までは至らない。興味深く重大な一歩であろう。

Handbook に収載される論文だからと、たとえば、多くの著者達の重要な論文の体系的な survey を期待し、あるいは重大かつ緊急な検討課題に対する見通しのよい解決策のようなものを期待すれば、期待は裏切られるだろう。実質的には、近年著者達が次々と発表してきた一連の論文を継ぎはぎしたものだとの印象が強い。まして、最近の現象に関する「実証研究」とまで位置づけて評価することは適切ではなく、そのようなものとして読むメンバーはいなかった。

偶然ではあるが、翌週の火曜日（22日）に、同じ Handbook に収載予定の Mark Gertler and Nobuhiro Kiyotaki, “Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis”の共著者の1人である Kiyotaki 教授の報告を聞く機会があった。マクロモデルにおける「金融機関」「金融政策」の位置づけの見直しにより直接的な関心をもつこの論文との比較も、検討課題の重大さと困難さをよりクローズアップに貢献するだろう。

このように「金融機関」を見直していけば、「金融機関」とは何か、「金融政策」との関連で重要な「金融機関」は何か、伝統的「金融機関」にこれまで通りの特別な地位を与え関心を集中することが適切か、という視点からの検討にも関心が向かうだろう。

論点が多岐にわたる論文を、メリハリをつけて要領よく報告し、続出する質問や意見に的確に対応して、フォーラムの議論・検討に大きく貢献した成田さんに深謝します。