

2024年10月刊行予定

# 『苦悶する中央銀行』

「はじめに」 試し読み

10月刊行予定の『苦悶する中央銀行』は、2013年～2016年迄インド準備銀行総裁を務めたラグラム・ラジャン氏による中央銀行論で、その機能を過大に評価する機運が高まりつつあることに警鐘を鳴らします。氏は、IMF、国際通貨基金のチーフエコノミストだった2005年、3年後の2008年に発生することとなる世界金融危機を予見したことで知られ、その発言や研究が常に注目される経済学者の一人です。今回は冒頭部分をいち早くお届け致します。ご注文の際の参考資料としてぜひご覧ください。

## 【編集担当者からのおすすめポイント】

世界の中央銀行が押し進めてきた金融政策は果たして正しかったのか？ ラジャンはその問いに否を投げかけた。インフレに苦しむ世界の経済状況や、10年続いた日銀の量的緩和の是非を論じるためにも必読の書である。

(永田)

## はじめに 金融政策とその意図せざる結果

私がこの序文を書いている最中にも、米国では二行の中堅銀行が破綻し、すべての預金者が暗に政府に保護され、FRBは適格な証券を額面金額で担保として受け入れることに同意した。そしてある大手銀行が政府保証を受けてヨーロッパで強制的に合併された。現在、混乱の真ただ中であることはさておき、本書の主題は、金融における冒険主義は、期待どおりの万能薬になることはめったになく、しばしば意図せざる影響を及ぼすということである。したがって、中央銀行当局者には、保守的で平凡な通常業務に戻るよう、あらゆる経済問題に対する答えを自分たちが持っていると思ひ込まないよう願うばかりだ。この主張には、カール・ブルナー氏も賛同してくれらるゝことだろう。

本書の第一章は、私がインド準備銀行総裁に就任する数カ月前の二〇一三年六月に国際決済銀行（BIS）総会で行ったアンドリュウ・クロケット記念講演での演説に少々手を加えたものである。

二〇一三年五月、バーナンキFRB議長は量的緩和策を段階的に縮小<sup>デバ</sup>すると発表した。この発表により、新興市場からの急速な資本逃避が引き起こされた。インドもこの「テーパータントラム」（縮小にともなう市場の痼癩）を被った国のひとつで、私は財務省に在籍しており対応の調整を補佐していた。アンドリユー・クロケット記念講演では、世界金融危機後に非伝統的金融政策が採用された諸事情を概説した。私は、根本的な問題は循環<sup>ワ</sup>景気変動<sup>カ</sup>というよりも構造的なものであり、金融政策による解決策の範疇を超えているのではないか、すなわちラリー・サマーズが後に「長期停滞」と称した状態の一種ではないかと懸念していた。しかしながら、中央銀行当局者はこぞって突破口をこじ開けようとした。その結果、世界中の新興市場で国境を越えて有害な波及効果<sup>スビルオーバイ</sup>が発生した。

第二章は、二〇一八年に国際通貨基金（IMF）で行ったマンデル・フレミングの講演を改編したもので、金融政策の波及効果<sup>スビルオーバイ</sup>がどのようにしてレバレッジ、にわか景気、そして最終的に資本流入国における破綻を引き起こす可能性があるかを説明するモデルを概説する。これは主にコーポレート・ファイナンスのモデルであり、資本フローと為替レートの変動の役割を踏まえて再解釈したものである。

中核国の金融政策が、周縁諸国に選択の余地もなければ利益にもならない形で影響を及ぼすことが多々あることを知らしめたうえで、第三章では、中核国の金融政策を制約するためにどのようなルールが必要か——そして、これらのルールの合意を形成するにはどのような研究と議論が必要とされるか、そろそろ考えはじめる時期ではないかと提案する。本章は、世界中の組織を通じて長年の付き

合いであるIMFのプラチ・ミシュラ氏との共著論文を編集したものである。国際的な摩擦が増大しているこの時期に、国際的なルールを提案するのは無謀に思われるかもしれない。しかし、他国の思惑に疑惑が渦巻いている今こそ、新たな金融ゲームのルールを議論しはじめるのにふさわしい時期ともいえよう——結局のところ、第二次世界大戦後の世界秩序に組み込まれたルールも、国家間の不信感、世界大戦によって生じた不信感、そして各国を席卷した戦前の近隣窮乏化政策に基づく経済戦略を払拭するのに必要不可欠だったのだから。もちろん今では大戦直後の米国のように強大な力を持って対立する勢力をまとめられる覇権国は存在しないが、何とかしなくてはなるまい。

第四章は、二〇二二年にケイトー研究所の年次金融会議で行った講演に少々手を加えたものである。十年近くの時を経て、最初の章で扱った問題に立ち返る。我ながらあくまでも頑なに、正論を貫こうとしているのかのようだ。いずれにせよ、金融政策は、一般的なアクションと同様に、節度を保ちながら、政策の意図せざる影響に慎重に向き合いながら運営されるのが最善であるというのが、私の一貫した信念である。

本書の締めくくりでは、最近の動向に基づいた最新情報を扱い、これまで焦点を当ててきた中央銀行の使命<sup>マニフェスト</sup>についての主張を再考する。すなわち、金融安定性に目を光らせながら高インフレと闘うということである。