

金融当局の政策的対応の「失敗」と経済のバブル化 および大型金融危機の招来

- 総括と展望 -

漆崎健治*

要 旨 1997,98年の大規模な金融危機はなぜ生じたのか、その具体的プロセスを分析し、あわせてバブル形成期の1980年代後半の日本銀行の政策運営について検証する。これまで公表された多くの論評において、その期の日銀の政策的対応は国際均衡を国内均衡に優先させたという意味で、戦後最大級の政策上の失敗であったと批判されているが、ここでの結論は、金融政策の戦術面では失敗は認められるが、その戦略面では真の意味での失敗は容易に見いだしえないということである。最後に、今後も日銀の政策に失敗が生ずる可能性が強いわけであるが、それを防ぐ手だては何か、これについて1つの提言を示した。

キーワード 日本銀行の政策的対応, バブルの爛熟, 大型金融危機, 国際政策協調, 国内均衡と国際均衡 (ドル・レートの安定)

1. まえがき

この小論では、1990年代後半、とくに97,98年の大規模な金融危機を、市場の失敗と政府（当局）の失敗という複合的要因によって生じたものと把握する。そして1980年代後半に生じたバブルの後遺症としての巨額不良債権問題と、それに起因するところの金融システムの深刻な動揺や不況の長期持続・深刻化とのかかわりで、マクロ政策の責任を問うとすれば、それはバブルの崩壊ではなくバブルの形成、とりわけバブルの爛熟（第二波）に関してであるとの見方をとる（ただし、バブル崩壊後、当局及び市中銀行が膨大な不良債権処理の先送りを繰り返していなければ、深刻な金融システムの動揺はかなりの程度回避しえたであろう）。なぜなら、いったん生成したバブルは、古今東西において遅かれ早かれ、また政策の巧拙を問わず必ず崩壊するものであり、また、バブルの萌芽（第一波）は単なる資産インフレの域を出るものでなく、その崩壊に伴う実害はさしたるもの

とは考えられないからである。その意味で、1987年10月のブラック・マンデー後約2年2ヶ月間にわたってバブルの第二波をひき起こした1987年末、及び1988年の金融当局の政策的対応には大きな問題がある。1990年代に刊行されたり公表された多くの文献・論評の中で比較的多くの論者は、当時の金融当局の政策対応はおそらく戦後最大級の「失敗」（政府の「失敗」）であると批判している。このような論評は、本当に的を射ているのであろうか。正しいとすればどの角度からみて正しいのか。一部正確でない点があるとすれば、それはいかなる面からみてそうなのか。

他方において、政策的対応がらみのバブルの爛熟と崩壊の経験やそこから体得された教訓が、今後のわが国の金融政策の運営に十分生かされることが大いに期待されることである。不良債権累増を一因とする実質上戦後最長の今回の不況にも景気回復への明るさがほのかに見え、同時に1997年及び98年の大型金融危機も一応の終息をみたく

* 岩手県立大学総合政策学部 〒020-0193 岩手県滝沢村滝沢字巣子

に見える。すさまじいばかりの惨禍として示された今回の大規模な金融危機という名のバブルの後遺症を知覚している今日、その惨禍のよってきたる大本を探り、現時点で、当時の日本銀行の政策的対応に関して、諸文献における論評を含めて総括と検証を行い、更に再発防止に向けて展望を試みることは、それなりに意味のあることと思う。

それに先立ち、予備的考察として、2つの論点について触れておこう。第1点は、政策対応上の失敗の意味に関するものであり、第2点は、金融政策における戦略と戦術の中身とその相違点にかかわるものである。

2. 予備的考察 ～諸論評を整理するためのフレームワーク～

(1) 政策の失敗の2つの意味 (局面)

ことばの真の意味での失敗とは、無理なく主体的に実行可能な選択肢のうち、現時点ではもちろん、その時点 (当時) においても客観的にみて妥当性をもたない方策、換言すれば、その意図に反するような成果をもたらすような手段を選択し実施することである。これに対してもう1つの意味の失敗 (カギカッコ付きの失敗) は、当時の状況下では妥当性をもった、あるいは止むを得ない選択だったが、現時点で振り返ってみれば結果的にみて妥当でなかった、と判定できる類の失敗である。これはいわば後講釈としての失敗ということもできよう。この意味での失敗には、本来ならばその時点で最善と思われる選択をすべきであったが、それを阻む種々の制約 (制度上・慣行上の制約や彼我の力関係による制約等) によって事実上それが実行不能もしくは著しく困難であることにより、いわば次善の方策をとらざるをえなかったケースも含まれよう。

政策の失敗という場合、この両者の意味での失敗が区別されることなく論じられることが文献上しばしばみられる。後講釈としての失敗は、ことばの正しい意味での失敗とは言えず、この事をもって政策当局を批判するとすれば、それは公平さ

ないしバランス感覚をやや欠く態度といわなければならない。この小論ではこの点に特に留意しながら、1980年代後半における日本銀行の政策運営について、それに関する諸論評を含めて検証していくこととしたい。

(2) 金融政策における戦略と戦術

日本銀行の金融政策をよりよく把握したり論評したりする際に、そのフレームワークとしていわゆる3段階アプローチを用いることが便利である。このアプローチにおいて、金融政策の運営は、操作変数、中間目標、最終目標の設定の3つの段階に区分される。操作変数とは、中央銀行としての日本銀行が貸出政策・公開市場操作・準備率操作等の政策手段を用いて直接的に操作できる金融変数のことであり、コール・手形売買レート等のインターバンク市場金利、ハイパワード・マネー及び銀行準備などがこれにあたる。また最終目標とは、中央銀行が最終的に目標とする経済変数のことであり、通常、物価の安定、完全雇用の達成 (景気の安定) 及び国際収支の均衡ないし外国為替レートの安定化等があげられる。なお、日本銀行はその広義の最終目標ないし基本的な使命として、「通貨価値の安定」と「金融システムの安定 (信用秩序の維持)」の2つをあげている。そして、中間目標とは、操作変数と最終目標との間に介在し、最終目標と安定的な関係があると同時に、操作変数によってコントロールすることが可能な変数として位置づけられる。中央銀行はまず最終目標値の実現に向けて中間目標値をコントロールし、ついでこの中間目標の動きをみながら政策効果の浸透を判断し、必要に応じて当初の操作変数の水準を修正するのである。中間目標としては、マネーサプライ、市中銀行貸出増加額及び銀行貸出金利や債券利回り等の長期金利などがあげられる。

このような3段階アプローチにおいて、最終目標から中間目標までの範囲を金融政策の戦略、中間目標から操作変数までの範囲を金融政策の戦術と呼ぶことができる。すなわち、金融政策の戦略

と戦術を規定するものは、中央銀行が、最終目標・中間目標及び操作変数として具体的にそれぞれのどのような経済変数を選択するかということである。ここで戦後期、とくに1980年代前半までのわが国において日銀のとった戦略及び戦術について概観してみよう。

まず、戦略についてみるならば、高度経済成長期を通じてブレトン・ウッズ（IMF）体制下において、日銀の金融政策の最終目標は、事実上、国際収支（経常収支）の改善であった。その改善のためにとられた金融引締政策は、一般物価水準の引下げにも役立った。その意味では幸運にも、対外均衡と同時に国内均衡も達成された。金融政策の戦略としては、国際収支ないし外貨準備という外的制約条件があったので、この期の日銀は最終目標の選択について迷うことは全くなかった。

1971年（ニクソン・ショック）から1973～74年（第一次オイル・ショック及び狂乱インフレ）までは、そのような外的制約条件が戦後はじめてなくなった時期にあたるが、そのため、このとき日銀の戦略が最初の混乱に陥った。すなわち、アメリカでは経常収支赤字幅の拡大、日本及び旧西ドイツでは経常収支黒字幅の拡大が進行すると同時に、円やマルクに対する投機的買い圧力が強まるなかで、日銀は（1ドル＝360円というIMF平価の維持のために）国内インフレを甘受するのか、あるいは（国内均衡を優先させて）円の切上げを容認するのかという戦略上の苦しい選択を強いられたわけである。結局、狂乱物価という高価な代償を払って日銀の戦略は、国内一般物価の安定を優先させる方向に転換された。したがって、その後の約10年間（1975～84年）の日銀の戦略は金融政策の最終目標として国内一般物価の安定をかかげ、それを達成するために中間目標としてのマネーサプライの伸びを安定的に維持するという形でなされ、とくに1980年代の前半において見事な成果をあげたのである。

しかしながら、ここで留意すべき点は、当時の日銀のマネーサプライ重視政策は、金融政策の戦

略における対外均衡の位置づけについて必ずしも強固な信念と不退転の決意に裏付けられたものではなかったということである。それゆえ、その後の1980年代後半とくに87～89年に、日本経済が再び対外均衡面で困難な課題（具体的には為替レートの安定化のための「国際的政策協調」の必要性）に直面した際に、そのようなマネーサプライ重視政策の脆弱性が表面化せざるをえなかったのである。換言すると、後に詳しくみるように、日銀の戦略は、国際的政策協調路線に沿わざるをえないという形で再び国際均衡重視へと戦略転換を迫られ、結果として次第に国内均衡との間で軋轢・矛盾を生み出すという苦境に陥ったのである。

日銀のとった金融政策の戦略がこのように大きな振幅を示してきたのに対し、日銀の戦術は戦後一貫してほとんど変化してきていない。より具体的には、日銀はインターバンク市場金利としてのコール・手形売買金利を操作変数として採用し、（準備預金の積みの進捗率の調整による）そのコントロールを通して、中間目標ひいては最終目標の達成を図るというのが、一貫した戦術であるとみることができよう。¹⁾

3. 1987～1988年における日銀の政策運営に対する評価と検証

～戦略上の「失敗」はあったのか～

(1) プラザ合意から1987年2月までのわが国経済・金融の状況

わが国経済は、1985年秋のプラザ合意後約1年間における急激な円高・ドル安に伴って86年にいわゆる円高不況に見舞われた。それに対する内需拡大策として、（円高のデフレ効果を重視した）金融緩和政策としての公定歩合引下げが86年1月、3月、4月及び10月と立て続けに実施された。このような金融緩和及び市中銀行の貸出拡張に伴い、地価及び株価の本格的な上昇が始まった。しかしこの期の資産価格上昇の大部分は当時のわが国経済のファンダメンタルズによって説明可能であった。そのファンダメンタルズとしては

①企業収益が当初から増加基調にあったこと（将

来の配当支払に関する増加期待)

- ②経済の国際化・情報化の進展を反映した東京都心部を中心とするオフィス需要の高まり（ビル賃貸料や地代の上昇）
- ③当時としては戦後最低水準近くまで公定歩合・その他の市場金利が低下していたこと等があげられる。

このように資産価格がファンダメンタルズを反映して上昇することは、それ自体理にかなったことである。しかし問題なのは、そうした状況がある程度続くと個々の経済主体の資産価格の上昇予想が強まり、彼らはその価格上昇を前提とした行動（とくに財テク指向の企業による資産の投機的購入）をとることになると同時に、そのような行動を支える条件を金融面から阻止するどころか、民間金融機関のみならず中央銀行も保証してしまったことである。このように市場の失敗と当局の政策対応上の「失敗」という複合的要因によって、資産価格の大幅で持続的な上昇としてのバブルと日本経済の行き過ぎた拡大、いわゆるバブル経済が招き寄せられたのである。²⁾

先に触れたように1980年代後半に生じたバブルはこれを二波に分けて論ずることができる。第一波（バブルの萌芽ないし発生）は1986～1987年秋のブラック・マンデー前後まで、そして第二波（バブルの爛熟）は1987年末～1990年初めまでである。そのうち、第一波での地価上昇の影響は東京都をはじめ関東地方を中心としたものに留まっていた。不動産にしても、特に高騰したのは首都圏だけだったのである。ところが第二波はそれを全国に押し広げた。そしてこれがその後に根深い問題を残すことになった。³⁾換言すれば1997年及び98年の大規模な金融危機は、この第二波がなければまず生じなかったはずである。そこでブラック・マンデー前後に的をしぼって、わが国の金融当局のとった政策的対応に「失敗」がなかったか、改めて検証することとしたい。まず、手はじめに、1987年2月の第5次公定歩合引下げの妥当性について論じることとする。

(2) 1987年2月（第5次公定歩合引下げ）～6月
当時としては史上最低の2.5%をもたらしたこの第5次公定歩合引下げについては、次のような評価が一般的なものと考えられる。第1点は、「この利下げの時点では、景気は谷から既に1四半期経過し、上昇局面に入っていたので、国内景気を支援する観点からは追加的な利下げが果たして必要であったかどうかは疑わしい。」という評価である。⁴⁾第2点は、「この金利引下げ政策は、国内経済の動向に対応するというよりも、いわゆるルーブル合意に沿ってドル相場のさらなる下落の防止に資するという観点からとられたが、金融政策は本来、為替相場を直接に政策目標とすべきではない。」との指摘である。「なぜなら、金融政策において操作可能なのは金利の動向であり、そうしたひとつの手段によって物価と為替相場の2つの政策目標を同時に追求しようとしても、それは経済政策の基本原則からいって不可能であるからである。」⁵⁾

第1点の評価、すなわち1987年2月の時点では景気は回復の軌道に乗っていたので、景気刺激・内需拡大のための利下げは必要でなかったという批判は、後講釈的意味合いが強いと云わなければならない。なぜなら、その時点では政策当局者を含め国民ないし公衆の大部分はまだ景気回復に確信を抱けないうからである。確かに、後から振り返れば、円高不況は86年12月に既に底をついており、87年には景気回復が始まっていた。しかしそれは87年の夏頃までは肌で感じられることはなかった。⁶⁾その意味で、内需拡大の必要性（持続）はこの時点でなお残存していたのであり、財政不出動の基本方針のもとでの一段の利下げに不整合性はなかったといわなければならない。

次に第2点の批判についてである。一層の円高・ドル安を阻止するというルーブル合意を受けて、わが国がG7の一国として利下げという形で国際協調路線を歩むことは、上記のごとく国内向け政策とも矛盾せず、金融政策の戦略上失敗だったとは言えないと考えられる。確かに、為替相場の安定と国内物価の安定を同時に政策目標とする

場合、ティンバーゲン・マンデルの政策割当原理（命題）の言うように、為替政策としての介入が金融政策と独立し、同時に為替レートに対して相対的に有効な政策手段である場合には、金融政策を物価に割当て、介入を為替レートに割当てることによって、2つの最終目標を追求・達成できることになる。しかしながら、このようなティンバーゲン・マンデル命題に依拠する公式的な考え方の実践的価値は、かなり限られたものといわざるをえない。為替政策の場合、介入、特に金融政策を伴わない不胎化された介入は、国内の金利や通貨量を変化させないために、外国為替市場に与える影響は小さく、効果的でないとされており、それ故、このような政策運営は現実的でないことになる。結局、現実的な処方箋として考えられる方策は、当面する政策目標の間に優先順位を設け、その時のマクロ経済の状況から考えて最も重要であると判断される最終目標に対して、最も適切かつ有効な政策手段を割り当て、他の最終目標をある程度犠牲にするという方法であろう。⁷⁾ 87年2月の時点では、最も重要であるとされたのは疑いなく為替レートの安定であり、そのための適切かつ有効な政策手段は金融政策（金利政策）であったと解釈しうる。いうまでもなく利下げは、市場における為替レートの値動きに決定的に影響する金利誘発的国際資本移動を刺激するという意味で有効性が高い。もし当時のわが国経済が、1971～72年のように景気や消費者物価に加熱傾向や上昇傾向があったのなら、このように金融政策を為替相場の安定に割り当てることは、岡崎氏の主張するように、国内均衡を犠牲にするという点で不適切で問題の多い戦略ないし政策的対応であったという公式論も説得力をもちうるが、当時、景気の加熱もインフレも、ほとんど生じていなかったのである。⁸⁾

(3) 1987年6月～1987年12月

この時期、例えば87年6月、日銀は幹部会議において、景気は回復基調を明確化したという情勢判断を行なった上で、2.5%という「超」低金利

をいつまでも続けているのは景気を短命に終わらせる危険があるとして、年央頃から秋にかけていわゆる「市場金利の高め誘導」を開始した。⁹⁾ すなわち、この時期には、超低金利政策持続の国内経済的理由は明らかに全くなくなったわけである。その結果、長期市場金利（長期国債利回り）は、87年5月の3.9%から9月末の6.7%へ上昇し、その結果、アメリカとの長期金利差は約5%から約3%まで縮小し、西ドイツでは5.4%から6.6%へ上昇した。また、87年9月には日銀幹部会議（情勢判断会議）で確かな景気回復が確認され、同年末までに公定歩合を0.5%引き上げることが合意された。

ところが、日欧の金利同時的急上昇及び金利先高感から起こるべきことが起こったというべきか、1987年10月19日ニューヨーク市場で、株価暴落・債券相場の崩落・ドル相場の急落という形でマーケット・クラッシュ（いわゆる「ブラック・マンデー」）が起こった。その翌日、日欧ついで米国の中央銀行は、金融調節の手段を総動員して十分な資金を市場に供給することによって市場金利を大幅に下げると同時に、為替市場においてドル買支えの市場介入を大規模に実施した。このようなG7諸国の中央銀行による協調的政策対応の成果として「世界恐慌の恐怖」は24時間余りで消えたのである。

しかしながら、ここで留意すべきことは、第1に、政策当局にとって如何ともしがたいブラック・マンデーの発生によってわが国の市場金利の高め誘導が放棄され、そのことが後から振り返ってみれば、バブル経済の本番、すなわち巡航速度（中期的な潜在成長率）を上回る経済拡張（バブル経済の招来）の幕開けを意味したことである。¹⁰⁾ 第2に、この時期、日銀は的確な情勢判断の下に政策当局としてやるべきことを行い、また行うことを予定していたということである。そして、ブラック・マンデーがもし発生していなかったなら、その予定に沿って、87年の年末近くに公定歩合の引上げを伴う本格的かつ予防的な金融引締めがなされていたはずであり、その結果としておそらくバブルの爛熟とユーフォリア経済とし

てのバブル経済の招来は未然に防止されるか、または仮に防止されずとも軽度のものに留まるなど、現実とはかなり違った様相を呈したものと考えられる。それ故、1997及び98年の大規模な金融危機を経験することはまずなかつたであろう。多くの文献において、不必要に長引いた超金融緩和政策がバブルの一層の浸透とユーフォリア経済の招来をもたらしたとの日銀批判がなされているが、少なくとも1987年の12月までの期間に限定して捉えるかぎり、超金融緩和政策の持続は日銀の意図したものではなく、ブラック・マンデーによってそのような政策対応を強いられたものと解釈せざるをえない。

また、この時期は、日銀当局はマネーサプライの伸びの行きすぎと、地価・株価などの資産価格の上昇（バブルの萌芽）に警戒感を抱きはじめていた時期でもあった。例えば、当時の日銀副総裁としての三重野氏は1987年10月に至るまで幾度となく「乾いた薪の上に座っているような」という比喩を使って予防的な利上げの必要性をくり返していた。しかしながら、そのように注意を喚起していたにもかかわらず、実際に採った政策的対応は、超金融緩和政策の持続、円高・ドル安防止のためのドル買介入など、すべてハイパワード・マネーやマネーサプライを増加させる効果を持つものであった（乾いた薪の警告を発しながら、結果として1つも政策に反映させることができなかつた）。¹¹⁾ しかし、繰り返しになるが、少なくとも1987年12月までの期間については、それを理由に日銀の戦略（政策的対応）に失敗があったとみなすことは適切な評価とは言い難い。¹²⁾

(4) 1987年12月～88年12月

ドルに対する不安心理が急速に台頭するなかでブラック・マンデー後の1987年12月末にワシントンで開催されたG7では、危機的状況にあるドルを救済するため、ドルの一段の下落を阻止することで合意するほかなかつた。そしてこのG7合意を受けて、わが国が実に積極的に対米協調政策を採用し続けたことこそ、それまでのバブルの序曲

としての第1波をバブルの本番としての第2波にまで膨張させた決定的要因であったのである。¹³⁾ 後から振り返ってみると、世界的信用不安に伴う心理的デフレ効果は意外と小さく、この協調利下げに伴う景気刺激及び資産価格の一段の上昇の方がはるかに大きかったのである。事実1988年の日、独、米のうち、とりわけわが国の経済成長は実力以上のスピードで加速した。すなわち、日本の実質経済成長率は87年の4.3%から6.2%へ、西ドイツは同じく1.5%から3.7%へ、さらに米国は3.1%から3.9%へ高まった。換言すると、1987年12月から1988年12月までの期間は、超低金利持続の弊害が明らかになった時期である。¹⁴⁾

結論から先に言うと、三重野副総裁（当時）をはじめ日銀首脳は、国内均衡（資産価格を含めた国内経済の安定化）を意図して公定歩合引上げの機会を窺っていたが、以下に述べる3つの要因（①～③）によって、そのチャンスを逸し続け、1988年というこの極めて重要な時期に、結果として国内均衡より対外均衡（為替相場の安定化）を優先させるという苦境に陥ったのである。

①利上げによるドル暴落の恐怖

ブラック・マンデーの時に130円台に突入したドル相場は、ニューヨーク株式及び債券相場が落ち着きを取り戻した後も下げ続け、1ドル122円丁度、1.582マルクで越年した。翌1988年に入ってから、5月まではドル相場は軟弱で120円台の前半にいた（1987年12月のG7合意後の参考相場圏では、円相場の上限はそれ以前の140円程度から約120円へシフトしたと推定される）。日本側特に大蔵省サイドからみて1ドル120円もの水準への円高は、明らかにオーバーシュートと受けとめられており、それ以上に円高・ドル安を進行させないこと、そしてブラック・マンデー後の不安定化したアメリカ経済を支えることが、当時とすれば、わが国ができる最善の国際貢献とみなされた。このように、日独とも予防的な公定歩合引上げに踏み切るのに障害となるのは、自国通貨の対

ドル相場だけだったが、88年の6月～9月になると、ドルは円に対してもドイツ・マルクにたいしても一時回復し、対円で130円台前半、対マルク1.8マルク台に戻った。西ドイツの中央銀行、ブンデスバンクはその機会を逃さなかった。88年7月、8月に0.5%ずつ公定歩合を引上げて、普通の低金利としての3.5%とし、2.5%の超低金利から脱出したのである。しかしこの間、日銀は予防的な公定歩合引きげに踏み切れず、ひとり残り残される形になった。日銀は1988年を通じて、公定歩合を超低金利の2.5%に据え置いたままだった。わが国が公定歩合の引上げに踏み切ったのは、西ドイツが既に4回も公定歩合を引上げた後の1989年5月である。何故このような事態が生じたのであろうか。第1の理由は、対米経済及び防衛依存度、対自国通貨ドル相場の影響力及び中央銀行の独立性に関する日独間の相違である。

西ドイツはこのように、1987年12月のG7合意以後1988年7月という比較的早い段階でアメリカ主導の国際協調路線から一歩引いたスタンスをみせるようになっており、基本的には国内経済中心の金融政策に戻っている。これに対してわが国は、この段階になってもなお、実に積極的に国際協調路線を維持しており、当時、こうした状況を指して、G7体制から日米G2体制へ移行したとする観測や、『ロンドン・エコノミスト』誌による日本賞賛論すらみられたほどである。このように、わが国の超低金利是正がこの間遅れた理由は2つある。¹⁵⁾

第1の理由は、西ドイツとは異なり、わが国はアメリカと経済面での相互依存関係、防衛面での依存関係が密接であり、また、自国通貨建比率の低さのゆえに、円の対ドル・レートが国内経済にもたらす影響が極めて大きいということである。この事を考えると、わが国の政策当局がこのような段階においても対米協調路線を歩むという選択はやむをえなかったのかもしれない。さらにわが国では、国際協調の枠組みにおける国内の政策調整のイニシアティブが、当時事実上、大蔵省によって握られていたという事情が加わる。そのた

め、わが国の金融政策はこのように、否応無しに国際協調路線に組み込まれざるをえないという側面があったのである。¹⁶⁾わが国の利上げ不断行（未発動）のこの第1の理由が、この小論のメイン・テーマにとって極めて重要な1年間（1987年12月～88年12月）において、事後的にみて、公定歩合引上げの唯一のチャンスであった88年6月から9月までの間に、ブンデスバンクが断行し日銀が断行しなかったことの1つの説明材料となる。

利上げ不断行の第2の理由は、当時日銀国内派役員の一人であった鈴木氏の強調する、当時のドルの対円相場の動きである。この理由は、日銀がとりわけ1988年の秋以降も何故公定歩合の引上げに踏み切れなかったかを説得的に説明づける。上記のように、ドルは1988年6月から円及びマルクに対して回復し、130円台及び1.8マルク台に戻り、すかさず7月、8月に西ドイツは0.5%ずつ利上げをしたが、その後10月からドルは再び軟化した。それでも1.7マルク台に下がっただけで、翌1989年に入ると再び1.8マルク台を回復した。それ故、ブンデスバンクは同年1月、4月に0.5%ずつ公定歩合を引上げ、ついに景気に中立的な4.5%の水準に戻した。「しかし円相場の動きは、

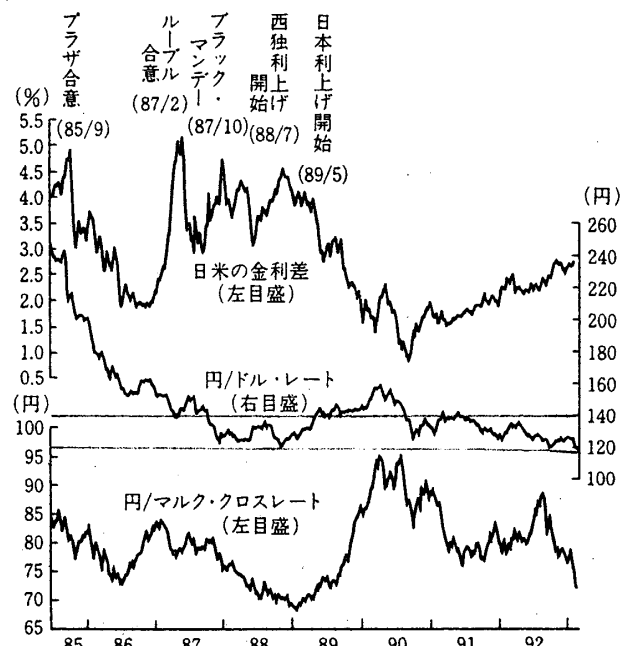


図1 日米金利差と円相場

引用：鈴木淑夫『日本の金融政策』岩波書店、P87

ドイツ・マルクとは違っていた。1988年の秋(11月)、ドイツの利上げの後にドルが再度弱含んだ時、対円ではそれまで最低のドル安となり120円を切りそうになった。(図1) 120円を切るのは時間の問題だという人が増えてきた。・・・、つまりドル相場は1988年末にも、円に対しては弱く今にも崩れそうだったのである。そのような時に日銀が公定歩合を引上げれば、ドル暴落の引き金となり、「ブラック・マンデー」の再来となりかねない、と当時の政策当局は考えたのである。¹⁷⁾ 今から振り返れば、このように西ドイツが利上げをしてもドル相場は崩れないが、日本が利上げをすればドルは崩れるという見方は、杞憂に過ぎず、日銀は利上げによるドル暴落の亡霊に脅えていたのではないとも把握することができる。しかし、当時世界経済を覆っていた大きな不確実性の下で、金融政策の当局者、特に日銀の国内派役員達が自分たちの力だけではコントロールしえない巨大な国際金融市場の影に脅えたことは、当時としては止むを得なかった面が多分にあっただろうと考えられる。

②目くらしとしての一般物価の低位安定(利上げの緊迫度の相対的沈下)

マネーサプライの過大な伸びが持続した結果として、資産インフレとバブル経済を招来させた1980年代後半の金融政策のケースと類似した先行例として1971~73年のケースがよく取り上げられるが、重要な相違点が少なくとも2つある。1つ

表1 資産価格と物価の動向(72-73年と86-89年の対比)

	1972-73年	1986-89年
株 価 上 昇 率	37	32
地 価 上 昇 率	32	23
消費者物価上昇率	18	1
名目賃金上昇率	19	3
国内卸売物価上昇率	17	-1
輸入物価上昇率	13	-8
製造業実勢稼働率	87	80

(注) 1. 製造業実勢稼働率は水準、その他はいずれも年平均上昇率。

2. 株価は日経平均、地価は全国・全用途。

(出所) 「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」大蔵省財政金融研究所「ファイナンシャル・レビュー」第30号、1993年11月。

(引用) 鈴木淑夫、岡部光明『日本の金融』P.270

は、前者のケースでは消費者及び卸売物価が2ケタ台の上昇率を示したが、後者のケースでは、消費者物価上昇率は主として当時の円高・ドル安に伴う輸入物価の低下により、1%程度という低位で安定していたという点である。(表1を参照) もう1つは、資産インフレの後遺症としての(その後の資産価格の下落によるところの)金融機関の不良債権の累増と、それに伴う金融システム不安・危機の発生が前者のケースではなかったという点である。

上記のごとく、いま問題にしているこの1987年12月からの約1年間は、超金融緩和政策持続の弊害が資産価格上昇の加速及び巡航速度を超える経済拡大という点で明らかになった時期であるが、このように金融政策の最終目標で、最も優先順位の高い物価の安定が、依然達成し続けられているために、日銀は、いわばそれに眩惑された形となり、1987年から持続しているマネーサプライの2ケタ台の高い伸びの故に株価や地価に火が付いているにもかかわらず、そのような資産価格の持続的で大幅な上昇が、金融政策の対応(それを鎮静化させる方向での十分な引締政策の発動)を要する緊急の問題であるという確信と決意を持ってないでいた。すなわち、日銀は資産価格の急騰を懸念しつつも、一般物価の安定と国際政策協調の必要性という2つの強い説得材料を背景に、その最終目標ないし戦略を国際均衡(ドル相場の安定)重視から国内均衡(資産バブル及び経済のバブル化の阻止)重視へ転換することに、躊躇いと迷いをみせていたのである。¹⁸⁾ その基本的な理由として挙げられるのは、第1に、当時金融政策の戦略ないし目標について、資産価格の上昇に金融政策を発動すべしという国民的コンセンサスがなかったこと、第2に、それを一部の理由として、公定歩合引上げとマネーサプライの減速化の(バブルの爛熟及びバブル経済化の阻止という)メリットより、そのような本格的な金融引締め(ドル暴落の引き金の恐れという)直接的デメリットの方が大きいという、当時としてはそれなりに現実的な判断が日銀にあったということであろう。¹⁹⁾

日銀がこのように判断した背後には、経済のバブル化（いきすぎた拡大）といっても、消費者物価は上昇率1%程度での安定、マイナスの卸売物価上昇率に加えて、当時最新の統計数字としての1987年の実質経済成長率は上記のごとく4.3%（1988年の数字、すなわち6.2%はその後明らかになった）であり、予防的な引締めが必要は感じられたにせよ、急いで対応せねばならない程の景気過熱はまだ生じていなかったという事情があり、更にバブルのもたらす害悪、すなわち、今日私どもが体験し白日のもとに曝されたすさまじいばかりの、バブル崩壊のもたらす国民経済的コスト（大規模な金融危機をもたらすほどの破壊力）について、当時、政府・エコノミスト及び大多数の公衆の間に全くといっていい程、その認識がなかったという事情があげられる。²⁰⁾この時、仮に、政策当局としての日銀がひとり、バブル爛熟がもたらすであろう国民経済的コスト・惨禍に思いを致し、例えば1987年7月、8月の段階で、ドイツ・ブンデスバンクの利上げに間髪を入れずに公定歩合を上げると同時に、2ケタ台のマネーサプライの伸びに有効なストップをかけていれば、その10年、11年後の大規模かつ深刻な金融危機や、戦後実質上最長・最悪の今回の景気後退はまず回避されたであろう。²¹⁾²²⁾そう考えると、利上げが1989年5月まで先送りされたことは真に残念に思う。しかし、西ドイツが利上げを断行し、日本がそれをできなかったということで、当時の日銀の金融政策上の戦略に、真の意味での失敗があったとするのは、やはり酷であり、公正な態度とはいえないだろう。何故なら、日銀を逡巡させていた上記の諸事情以外にも、果敢な利上げの実施を事実上日銀に許さない状況があったからである。それは、日銀の独立性の弱さと、それ故により強く効いた政治的・行政的な圧力、社会的風潮や奢りからの風圧等の存在であった。

③政治的・行政上の圧力および社会的風潮からの圧迫と日銀の独立性の弱さ
金融緩和の弊害が明らかになりはじめていたこ

の時期に、日銀が金融引締めに転じるのを実質上大きく妨げていた3つ目の理由は、大蔵省サイドの圧力を主体とする政治的・行政的及び社会的圧力を押し返すだけの力を、日銀はその独立性の弱さのために持っていなかったことである。大蔵省サイドは、アメリカへの配慮や、実施を翌1989年に控えて懸案となっていた消費税導入の環境悪化（利上げによる景気へのブレーキ）への懸念から、公定歩合の引上げを見送るように日銀に圧力をかけていた。80年代中ば、双子の赤字と双子の高値（高金利及びドル高）に悩んでいたアメリカは、本来とるべき国内需要抑制策によらずに、日欧への外圧による問題解決（国内均衡の優先）を求め、それが日米経済摩擦問題と相乗する形で、わが国に対する内需拡大要求となって現われていたわけである。またこの内需拡大要求は1987年2月及び12月のG5での、ドル相場の一層の下落阻止という合意に沿う国際政策協調路線と整合性を持つものであった。大蔵省や自民党筋としては、わが国と経済の相互依存性が極めて高いアメリカに対立するような、対米支援策及び国際政策協調とは逆行する政策を、1980年代のこの時期に於いて事実上とりにくいという事情があった。²³⁾さらに、このアメリカの内需拡大要求は、財政重視から民生活重視へという1980年代の新保守主義の世界的潮流や、財政再建を最優先させようとする大蔵省の要請と相俟って、金融緩和政策へ過度に依存する選択をわが国に強いることになったのである。²⁴⁾財政再建のため拡大的財政政策抜きでアメリカの要請に応えようとする大蔵省の意図は、このようにして、日銀に対して超低金利持続の要求という形で、その自主的な政策発動を強力に束縛することとなった。この大蔵サイド及び与党有力政治家は、1942年施行の旧日銀法で内閣や大蔵大臣の持つ、総裁以下の日銀役員解任権や指揮権をちらつかせる形でその意図の実現を達成しようとしたのである。²⁵⁾

さらに当時の社会的風潮に目を向けると、人々はわが国の強い経済力を謳歌していた。エコノミストや市場関係者の間では、“永久低金利国”、“世

界の金利アンカー役”とか“世界最大の債権国(資産超過国)”等とさかんにいわれていた。国際政策協調路線を遵守し、世界最大の持続的経常収支黒字国(資産超過国)である日本では、かつての最大の資産超過国であるイギリスやアメリカがそうであったように、半永久的に低金利が続き、景気上昇も続くであろうという神話が広がり始めていた。もし日本で金利が上がれば、世界最大の日本の経常収支黒字が海外に還流せず、ドル暴落で世界の金融市場は大混乱を起こすからであるという。そういう社会的風潮や奢りの中で、利上げの必要性を説いた日銀に対し、「国際感覚に欠ける」とか「資産価値の上昇に関して金融引締政策を発動するのはおかしい」という非難の声や議論が、政府ばかりでなく民間にも非常に多かった。²⁶⁾

このように種々な形で存在していた政治的・行政的・社会的な圧力を、日銀は残念ながら跳ね返し、中央銀行としての最大の責務を全うすることができなかつた。しかしながら、1988年中の金融引締政策未発動をもって、日銀の戦略上の失敗として批判することは、おそらくできないだろう。何故なら、中央銀行の主体性という手足を陰に陽に強力に縛っておいて、事を行えといっても、それは無理というものであろうからである。²⁷⁾

①対円ドル相場的大幅下落阻止を目指したアメリカ主導の国際政策協調の呪縛の下で、②国内一般物価の低位安定に眩惑される形で、本格的金融引締への転換について確信と決意を容易に持ちえず、同時に、③仮に公定歩合引上げを断行しようにも、政治的・行政的圧力及び社会的風潮からの圧迫を跳ね返すだけの力(中央銀行の独立性)も、実質上ほとんど持ちえなっていたのが1988年当時の日銀の姿であった。これらの複合的な3つの要因によって、日銀は本格的な金融引締政策発動のチャンスを逸し続けたのである。しかし、この1988年という金融政策の舵取りのうえで決定的に重要な時期においても、金融政策の戦略上日銀に真の意味での失敗があったとみなすことは困難であろう。

これまで公表・刊行された比較的多くの文献において、この期の日銀は上げるべき公定歩合を上げずに、対外均衡を優先させて国内均衡を犠牲にし、その結果経済のバブル化を招来させたという意味で、おそらく戦後最大級の失敗をおかしたと論じられている。²⁸⁾しかしながら、そこで言われている失敗は、殆どすべて真の意味での失敗ではなく、後講釈としての失敗(上記①、②を理由とする不作為)か、そうでなければ、政策当局としては行うべきであるが実質上行いえなかつたことに対する責め(③を原因とする不作為)である。

4. 1987～89年におけるマネーサプライの伸び率の異常高と日銀の戦術(政策運営)面での失敗

(1) 1987～89年における過剰なマネーサプライとその論理的構造

①1987～89年のマネーサプライの伸び率の異常高

図2の下図に示されるごとく、1987年から90年前半の約3年間にわたって10%をかなり上回る率で、マネーサプライが増え続けたことは、それがバブルの形成・爛熟と景気の過熱をもたらし、そしてその後、その反動としてバブルの崩壊と深刻かつ長期の不況を引き起こしたという点で、その影響・害悪ははかりしれないものがある。それだけに、その原因や貨幣供給の加速持続の論理的構造の解明を行うことの必要性は一段と強まっているといわなければならない。

貨幣は、主として民間非銀行部門のファイナンス需要(銀行からの資金借入需要)を満たすという形、したがって広義の銀行貸出しという形で供給される。図2の上図からも明らかなように、マネーサプライ増の最大の要因となっているのは、民間向け信用の増加であり、その大部分は市中銀行部門の広義貸出増(ΔL)である。1980年代を通じてこの銀行貸出増の貨幣供給増に占める割合は90%前後にも達している。

②過剰なマネーサプライの論理的構造～市場の失敗(市中銀行の安易な貸出拡張)と日銀の戦術(政策運営)上の失敗(操作変数としてのコー

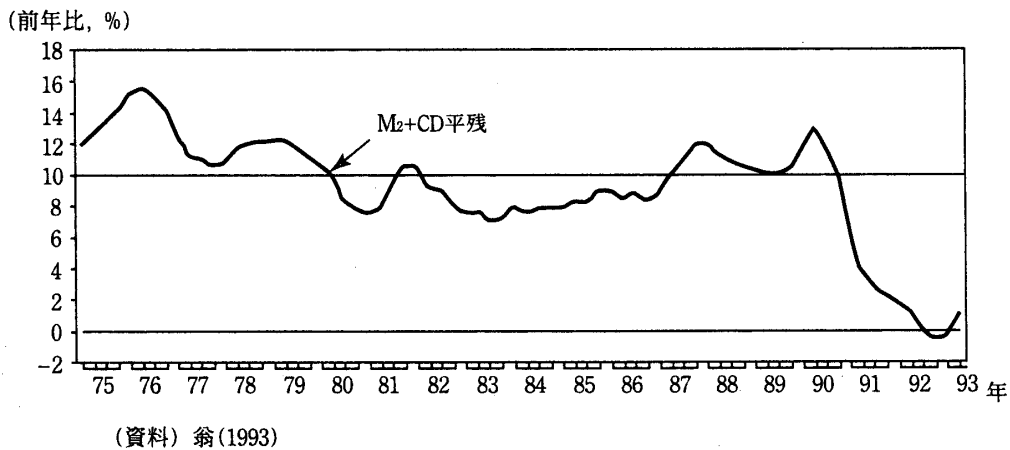
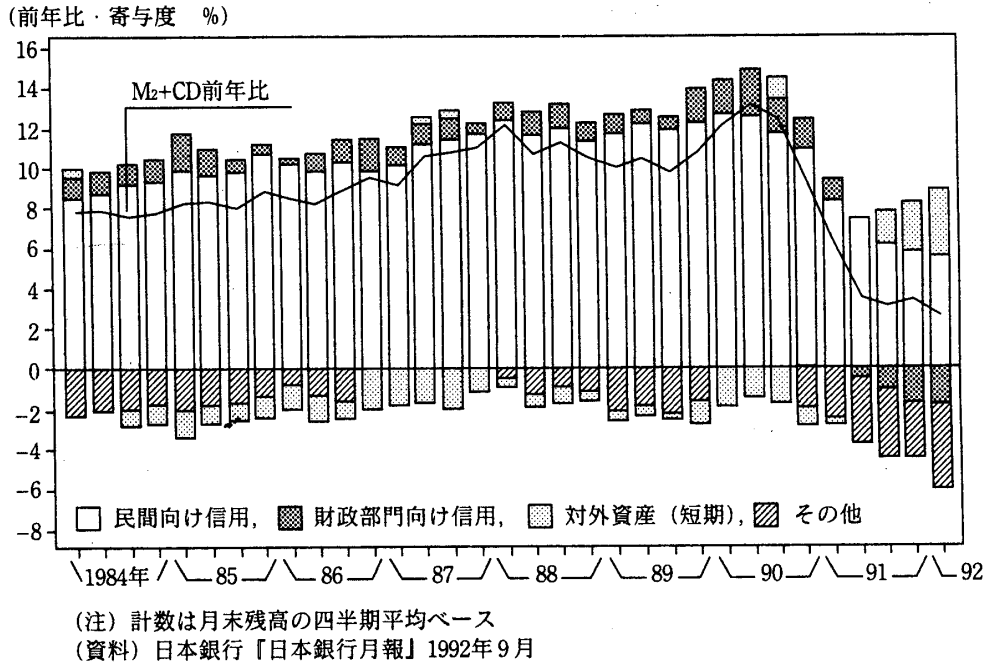


図2 「信用面の対応」によるM₂+CD前年比の要因分解およびマネーサプライの伸び率

ル・手形レート i_c)

このようなマネーサプライの1987~89年の急加速は、簡単な資産モデル(資産市場の均衡モデル)を用いて、その論理的構造の大筋を解明することができる。

(a) 資産市場の均衡モデル

まず銀行貸出市場であるが、市中銀行部門の貸出供給 (L^s) は、よく知られているように、貸出利率 i_L の増加関数、貸出しの機会費用ないし限界費用であるところの i_c の減少関数(したがって $(i_L - i_c)$ の増加関数)である。それと同時に、それは市中銀行の貸出意欲と貸出能力としてのア

ベラビリティの増加関数であり、また貸出しに伴う銀行の主観的危険コストの減少関数であるとみなすことができる。

一方、企業等の赤字支出主体の銀行からの借入需要 (L^D) は、当然のことながら i_L の減少関数であると同時に、実物投資の予想利潤率(投資の限界効率) (ρ) の増加関数でもある。この意味するところは、 ρ の上昇が企業の投資需要の増大をもたらし、その増大の一部が借入需要の拡大につながるということである。

つぎに準備市場(コール・手形売買市場)についてであるが、 R_0 は当初の所与の準備額(外生

変数)である。市中銀行部門の準備に対する需要 (R^D)は、法定準備率制度下で常識的に預金額 (D) および政策変数としての法定準備率 (r) のそれぞれ増加関数であると同時に3ヵ月程度という短期を考えると、 i_c の減少関数であると想定することができよう。 R^D が i_c の減少関数であるゆえんは、超過準備の保有がゼロの場合であっても、銀行貸出しの限界費用ないし機会費用としての i_c の低下が、銀行の利潤最大化行動をとおして貸出額の増大、したがって派生的預金の増加をもたらし、それに伴って銀行部門の所要準備(準備の需要)が増えるところに求められる。ただし学界や日銀の理論家が述べているごとく、積みの最終日といった超短期においては準備需要曲線は垂直な直線 (R^D は完全に利子非弾力的)となる。かくして、短期的に準備需要曲線は右下がりの勾配をもつ。

(b) 1987~89年における平均12%前後のマネーサプライ伸び率の諸要因

この時期におけるマネーサプライの伸び率の異常高をもたらした諸要因は、 L^D 曲線を右方シフトさせるところの資金需要側の4つの要因と、 L^S 曲線を右方(下方)にシフトさせるところの資金供給側の3つの要因とに分けられる。

前者の要因としては、具体的に次の4つのものがある。

- イ、非金融民間部門の投資資金需要の増大
- ロ、資産効果に伴う貨幣需要増~その結果としての資金借入需要の増加
- ハ、金利体系の部分的な歪みに伴う企業の両建取引の拡大

ニ、逆郵貯シフト

後者の要因としては、具体的に、

- ホ、コール・手形レートの相対的低下
- ヘ、アベイラビリティの増大
 - i, 業容拡大意欲の著しい高まり
 - ii, 地価・株価の急騰に伴う(借手所有の)担保価値の上昇
 - iii, 順イールドに伴う貸出採算の好転
- ト、主観的危険コストの低下

があげられる。

(c) 市中銀行貸出額の急増とマネーサプライの急加速~日銀の戦術(政策運営)としてのコール・手形レート・コントロール方式

上記のごとく、金融政策運営の3段階アプローチにおける操作変数として、ハイパワード・マネー(H)と i_c があげられるわけであるが、これに対応して日銀の戦術(金融調節方式)としては、①日銀信用を中・長期的に能動的に調節し、ハイパワード・マネーの需給をコントロールすることをおして、 i_c に影響を及ぼすところのハイパワード・マネー・コントロール方式と、②日銀がコール・手形レートを直接的に(非市場的メカニズム)ある特定水準にコントロールし、その結果として決まってくるハイパワード・マネーの需要に対して、日銀信用の調節を超短期的に受動的な形で実施するところの i_c コントロール方式、の2つが考えられる。すなわち、ハイパワード・マネー・コントロール方式では、日銀信用によるハイパワード・マネーの供給量は完全に日銀の裁量下にあつて政策的に決定され、日銀は日銀信用をとおしてハイパワード・マネーの需給均衡をコントロールする方式である(i_c の内生的決定)のに対して、 i_c コントロール方式では、日銀が i_c を政策的に特定水準にコントロールするため、ハイパワード・マネーの需給均衡は日銀信用の受動的変化によって達成される(日銀信用によるハイパワード・マネー供給の内生的決定)。前記のごとく、日銀は戦後一貫してHコントロール方式ではなく i_c コントロール方式を採用している。

1987~90年に貨幣供給が急増し、それが約3年間持続した要因は、前項で述べたごとく7つあるが、ここでは特に二重のアコモデーション(いうまでもなくその背後に企業等の借り急ぎがある)がそのポイントであることを指摘しておきたい。すなわち、図3に見られるように、市中銀行の安易でやや無責任ともいえそうな不動産担保信用膨張を主体とする貸出拡張(L^S 曲線の大幅右方シフト(①))を、日銀が追認してハイパワード・マ

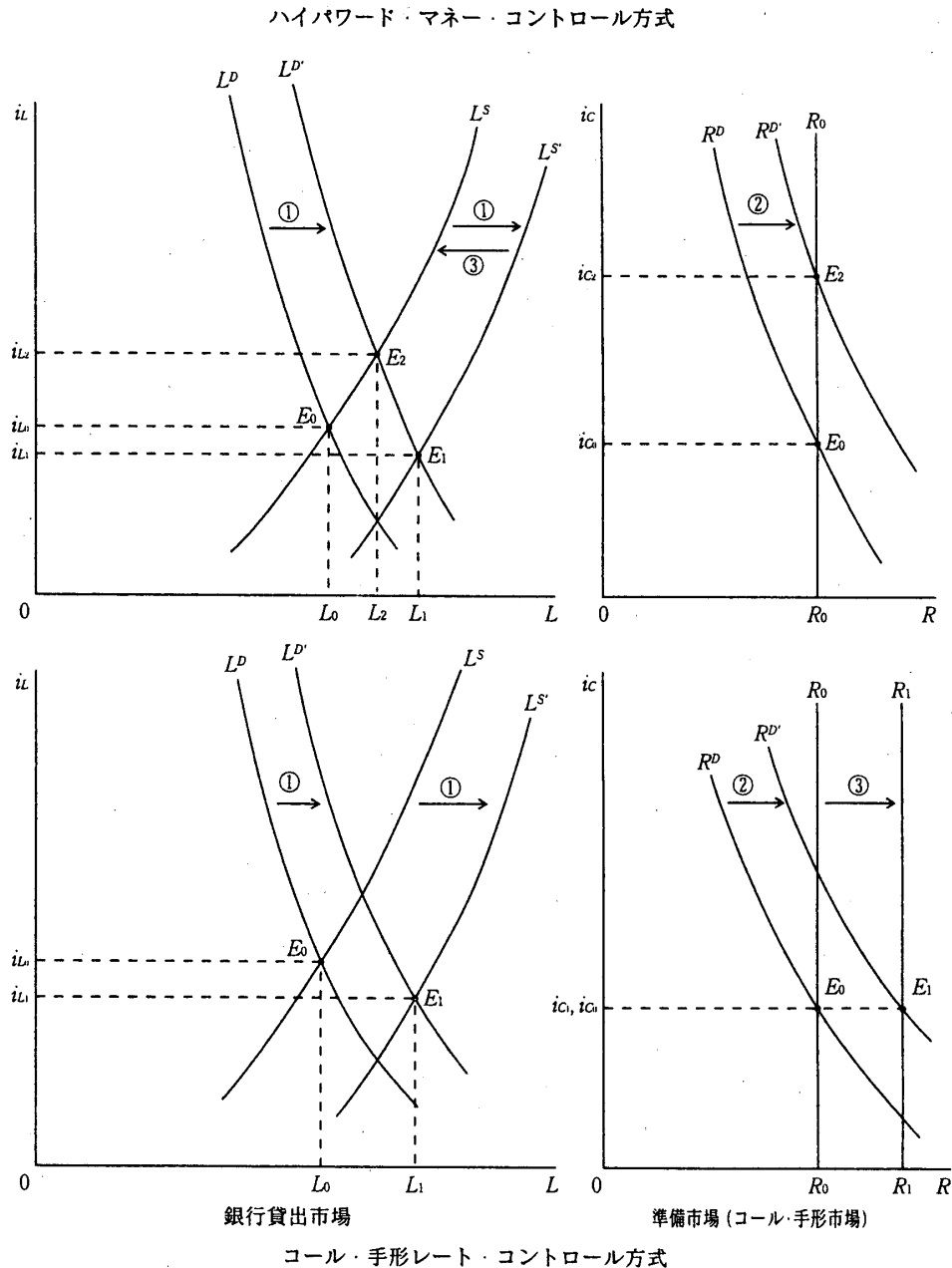


図 3

引用：漆崎（1996）

ネーないし準備の同調的供給（ R^S 曲線の R_0 から R_1 への右方シフト③）を行ったことが、貸出の大幅増（ E_1 での L_1 ）、したがって2ケタのマネーサプライの伸びがこの期間続いた主たる理由である。

この時期に、 L^D 曲線の勾配がほぼ垂直になるなど、企業等の資金需要の利子弾力性が極端に低かったとは到底考えられず、したがって日銀が i_c コントロール方式（同図下図）ではなく、仮にHコントロール方式（同図上図）に比重を移した

政策運営を行っていたならば、あるいは同じ事であるが、 i_c の水準を通貨当局として許容しうるぎりぎりの高水準（たとえば図の i_{c2} の周辺の水準）にまで引き上げそこに維持したならば、上記のような貨幣供給増加率の持続的な高水準とそれに伴うバブルの爛熟と景気の過熱は未然に防止しえたはずである。なぜなら、同図上図での新均衡点は、 i_c の急上昇による L^S 曲線の大幅左方シフト③によりこの場合 E_2 （したがって貸出しは L_2 ）となり、同図下図での新均衡点 E_1 （した

がって L_1)よりも当初の均衡点E。(したがって L_0)にかなり近いからである。それゆえ、貨幣供給の伸びも i_c コントロール方式の場合に比べ、はるかにおだやかなものになったであろう。²⁹⁾

(2) 日銀の戦術面での失敗～コメント～

前項で簡単な資産モデルを用いて、1987～89年のマネーサプライ急加速の論理的構造の大筋を明らかにしたわけであるが、2ケタ台のマネーサプライの伸び率の基本的要因は、市中銀行の貸出しの急拡張(貸し進み)と、それを追認した日銀の政策運営ないし戦術(i_c コントロール方式)であるということであった。

このような日銀の戦術(i_c コントロール方式の採用)は、結果としてマネーサプライの異常に高い伸びを容認することにつながり、管理通貨制度下の中央銀行の職責・最大の責務としてのマネーサプライのコントロールを部分的に放棄することにつながった。1972～73年において日銀は同様の失敗を犯したわけであるが、その経験からの教訓が全く生かされなかったことは遺憾なことであった。とにかく、この2回にわたるマネーサプライの過剰供給という政策上の失敗の基本的要因は、二重のアコモデーション(市中銀行レベルおよび中央銀行レベルでの同調的ないし追認的資金供給、換言すれば、市中銀行の安易な貸出拡張を日銀信用によりアコモデートしてしまうこと)である。それは日銀が、操作変数としてハイパワード・マネーでなく、コール・手形レートを採用したことの当然の帰結であり、いわば起こるべくして起こったことである。その意味で、日銀が戦後一貫して採用しているこの金融調節方式は、超短期的視点にのみ立脚した、いわば近視眼的な政策運営であり、日銀の基本的使命である「物価の安定」及び「金融秩序の維持」という観点からも、欠点の多い方式であることは明らかである。³⁰⁾別の見方をすれば、日銀流の i_c コントロール方式下では、「短期金融市場の安定性」が最優先となり、結果的に i_c 引上げのタイミング・幅において「余りにも遅く、また余りにも小幅な」という弊害をもたらすという点でも、この方式は問題

の多い戦術だといえよう。

それでは1987～88年において、何故1972～73年の苦い経験からの教訓が生かされなかったのだろうか。その主たる理由は前述のごとく、1972～73年と全く異なり1988年には一般物価が、主として円高・ドル安及び原油安によって低位安定的だったことである。しかし、ここで留意すべき点は、両期間において共通してマネーサプライの2ケタの伸びをもたらした要因は市中銀行貸出しの急拡張であるが、その中身は両期間において全く異なるということである。すなわち1980年代後半においては、民間銀行の融資内容に関しては、国民経済的な資金配分上、広義の市場の失敗という要素があったのに対し、1970年代前半においてはそのような失敗は殆ど見られなかったという点である。表2及び図4に示されるように、1980年代後半において全国銀行(都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、長期信用銀行及び信託銀行)の、企業への融資の増加額(約91兆円)の、実に3分の2が不動産業、建設業及び(住専等の)ノンバンクへの融資という不動産(すなわち土地)がらみのものであった。³¹⁾

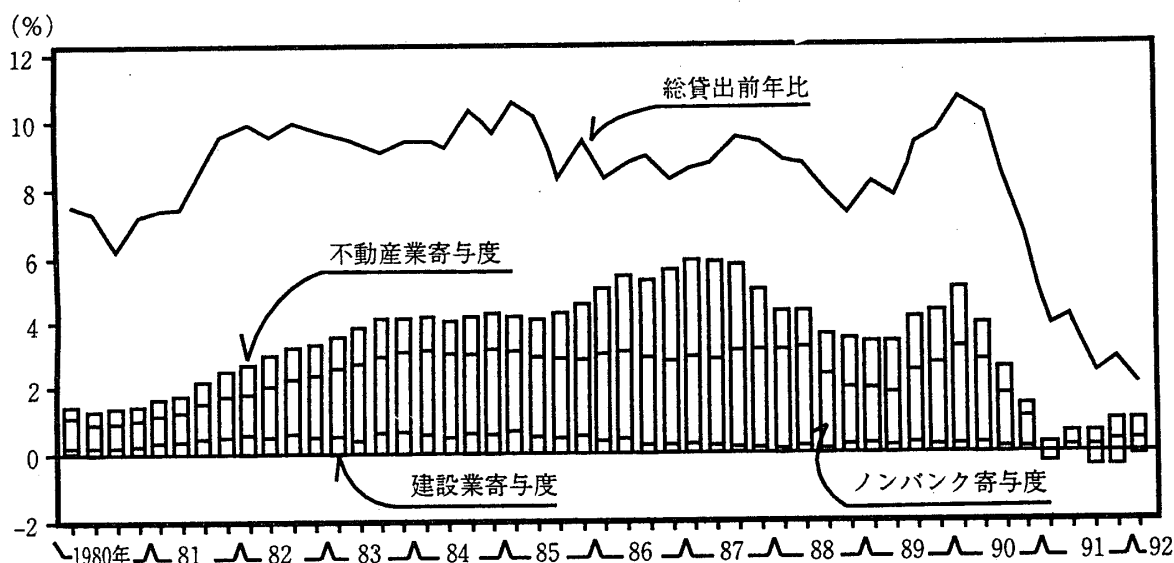
しかもその際の銀行貸出の実態は、安易な土地担保融資が大部分を占めていた。そのことがバブルの形成を煽り、今回の長期的な複合不況の重要な一因となった。安易な土地担保信用膨張というのは、地価が下がることはないという土地神話の下で、資金の借手がその資金をどのような投資機会に使用するかに関係なく、借手が土地を所有し

表2

	全国銀行貸出残高	うち3業種への貸出残高
1984年末	198.79兆円	52.05兆円
1989年末	290.10	112.62
5年間の増加額	91.31	60.57(66.3%)
1971年末	45.99	5.42
1973年末	64.64	9.97
2年間の増加額	18.65	4.55(24.4%)

(資料) 日本銀行『経済統計年報』昭和50年及び平成5年
(一部引用) 漆崎 (1995)

図4 3業種向け貸出の推移（全銀）



(注) 1. ノンバンク＝金融・保険業＋物品賃貸業
 2. 計数には当座貸越は含まれない。
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」日本銀行（1992）

ていれば、あるいはその資金を土地に投資するのであれば、その担保価値の約9割まで貸そうとする融資態度とそれに伴う与信活動の活発化の事をいう。銀行の本来の社会的機能である（借手の返済能力等に関する）情報生産機能ないし貸出査定機能を疑いたくなるような、このような市中銀行の無責任ともいえる貸出しのとめどもない拡張が生じたのである。

日銀は、当時この全国銀行融資の極めて不健全といえるこの2つの実態をその立場上、当然知っていたわけであり、さらに1988年には、そのバブルが第一波から第二波に入りかけていることも肌で感じていた筈である。中央銀行だけは、上述した当時の社会的風潮や奢りに流されることなく想像力を十分働かせて、このような事態が更に続くと、その先に何が生ずるかを冷静に予測すべき立場にあるとの自覚を持つべきであったといえる。³²⁾

言うまでもなく、土地等の不動産や株式等の資産価格の大きな変動は、民間金融機関の信用リスクと市場リスクを深刻化させ、これを通じてその経営破綻をもたらす可能性が強い。すなわち、資産価格の過大な騰貴はその大幅な下落を伴うことが多いので、貸出担保価値の急減や保有資産価格

の急落によって金融機関の財務内容を急速に悪化させる（不良債権を累増させる）ことになる。すなわち、爛熟したバブルが崩壊した際、バブルの後遺症、国民経済的コストの大きさや凄まじさを予測し、当時日銀が置かれていた状況や制約の下でそれを未然に防止する手立てがあり得るのかを考えるべきだったといえよう。換言すれば、政治的・行政的及び社会的圧力や中央銀行としての独立性の弱さから金融政策の戦略を実施に移したくても移せない状況下において、例えば、日銀生え抜きの役員たちが、金融政策の戦術上いかに有効に対処すべきなのか、また対処しうるのかを真剣に考慮すべきだった。私はそのような手立てないし対処の方法は、あったと思う。それは、過剰な貨幣供給の抑制効果の点で、たかだか0.75%程度の公定歩合引上げを凌駕しうるような政策運営、すなわち、緊急避難的な措置として勇気を持ってコール・手形レートをコール・手形売買市場の実勢に委ねてしまうことである。市場の論理を理由に、コール・手形レートの高騰を放置する（例えば図3の*i_{cs}*の水準に）態度に出ることは、当時、容易に実現可能であったとは考えられないが、中央銀行としてその方向への努力をはらわなかった

ことは、日銀の戦術面での失敗だったといわざるを得ない。³³⁾なぜなら、そのような不作為は、種々の圧力の存在で金融政策上実施できない公定歩合の引上げ、(したがって結果として達成できない日銀の基本的使命としての「金融秩序の維持」)を、金融政策の戦術面で取戻す(カバーする)チャンスを逸したことになるからである。

5. 今後の展望～1つの提言～

日銀は上記のごとく、1972～73年における政策運営上の失敗の経験から、狂乱物価という高価な代償を払って、国内一般物価の安定を優先させる方向にその戦略を転換し、マネーサプライ重視の政策運営に徹し、1980年代前半において見事な成果をあげた。それ故、日銀は今回(1987～89年)の失敗の経験から、今後、一般物価の安定のみでなく資産価格の安定についても十分目配りをした政策運営を行っていくものと期待される。しかしながら、1980年代前半のマネーサプライ重視の金融政策は、金融政策の戦略における対外均衡の位置付けについて必ずしも強固な信念・決意に裏付けられたものではなかったため、1987～89年にわが国経済が(1973年に引き続いて)再び対外均衡面で困難な課題(為替レート安定化)に直面した際に、そのようなマネーサプライ重視政策の脆弱性が表面化したのである。

1980年代後半以降今日に至るまで、日銀は、金融政策運営上のマネーサプライの位置付けにおいて、マネーサプライを「総合判断」の1つの材料とすることにより、實際上、マネーサプライを棚上げにしている。しかし、マネーサプライの大幅な変動(異常に高い伸び)が实体经济活動に対して必ず悪影響を及ぼすというのが、1972～73年の大インフレーションや1987～89年の資産インフレーションの教える経験的事実である。すなわち、中間目標としてのマネーサプライに様々な問題があるのは事実であるが、マネーサプライは依然重要であり金融政策の戦術上、これを決して軽視してはならないのである。³⁴⁾

そこで、これまでの分析を踏まえて、マネーサ

プライの伸びの異常高が持続するのを抑止することに向けて、1つの提言を示したい。なぜなら、戦後一貫してとり続けてきた i_c コントロール方式という政策運営(金融政策の戦術)を、日銀は2度の同根の失敗(1972～73年及び1987～89年)にもかかわらず、今日もなおとり続けているからであり、それ故、近い将来において戦後3度目の同じ類の失敗を繰り返す確率が非常に高いからである。さらに、貨幣の持続的な過剰供給は、必ず經常産出物もしくは資産の価格インフレをもたらし、それゆえ、日銀の最終目標が通貨価値の安定と信用秩序の維持である以上、このような持続的な過剰供給は許されるものではないからである。

金融政策に対して、上記のように、外圧対応バイアスまたはインフレ・バイアスを持った政治的・行政的圧力がかかりやすいわけであるが、一昨年改正日銀法が施行されたとはいえ、なお残存するであろうそのような圧力を跳ね返すためにも、マネーサプライの伸び率を安定的に保つということを、今後日銀が遵守すべき政策運営上のルールとして確立していくことが望まれる。このようなルール設定のメリットは、政治的・行政的圧力からの独立性を、マネーサプライの伸び率という客観的指標を通じて確保しうる点にある。と同時に、金融システムや金融・資本市場における市場メカニズムをよりよく機能させようという点も考えられよう。³⁵⁾このような政策運営を有効に実施していくためには、従来日銀が採用してきた i_c コントロール方式からHコントロール方式に、少なくとも非常時には切り替える必要がある。換言すればマネーサプライの伸び率の異常高が、例えば1年前後持続する場合には、日銀は市場の論理を前面に出して、 i_c をコール・手形売買市場での需給の実勢に委ねる(コール・手形レートの著しい高騰を放置する)という態度に出るのである。金融政策ないし金融行政は、金融自由化・ビッグバンが進展している今日、市場メカニズム・市場の論理を十分働かせるという点で、財政政策とは正反対のスタンスを持つことがますます望まれているのである。

6. おわりに

この小論では、1997年及び98年の金融システムの深刻な動揺はなぜ生じたのか、その具体的プロセスを資産バブルの形成期・爛熟期にまで遡って分析し、あわせて1980年代後半の日本銀行の政策運営について、既発表の諸論評を含めて検証した。結局のところ、大型金融危機をもたらしたバブルの爛熟は、大企業の銀行離れと全国銀行の安易な土地担保信用膨張、国内民間貯蓄超過と円高及びノン・インフレの経済体質、土地神話と永久低金利の神話、財テク指向の経営者層、アメリカ（外圧）に弱く日銀に強い（財政再建・民活志向の）大蔵省サイドと与党有力政治家達、マネーサプライ重視の政策運営の脆弱性、国際政策協調路線の遵守（呪縛）、及び日銀の近視眼的な政策運営と想像力・勇気の不足といった多重複合的要因により、起こるべくして起こったという印象が強い。当時のわが国における時代の潮流、うねりに抗しきれない形でそれは生じたのであり、わが国の殆どすべての民間経済主体及び政策主体がその生起に関与していたという意味で、多かれ少なかれ責任があったという感が強い。

これまで公表された多くの論評において、1980年代後半の、特に87年秋のブラック・マンデー後の日銀の政策的対応は、国際均衡（為替レートの安定化）を国内均衡に優先させたという意味で、戦後最大級の失敗であったと批判されているが、ここでの結論は、金融政策の戦術面での失敗は認められるが、その戦略面では真の意味での失敗は容易に見いだし得ないということであった。最後に、1972～73年及び1987～89年の日銀の政策運営上の失敗に引き続いて、3度目の失敗が、日銀がコール・手形レート・コントロール方式を採用し続けているかぎり、生ずる可能性が非常に強いわけであるが、それを防ぐ手立てとして、日銀はマネーサプライの伸び率を安定的に保つことを遵守すべきルールとして扱い、そのために少なくとも非常時には、実質上ハイパワード・マネー・コントロール方式を採用すべきであるとの提言を改めて示した。

注

- 1) 黒田(1997)第1章参照
- 2) 鈴木・岡崎(1996)第9章参照
- 3) 大倉(1996)P.20～22参照
- 4) 岡崎 [鈴木・岡崎(1996)] P.271～272参照。内容的にはほぼ同様のことを佐藤(1998)は次のように述べている。「この国の経済状況を振り返れば、87年2月の第五次利下げについてはかなり大きい疑問が指摘される。まず、その前年に澄田総裁自身が何度も指摘していたように、マネーサプライがかなりの高水準に推移していたことだった。そして景気の谷は、86年11月にすでに訪れていた。・・・そしてこの金融政策の失敗が、ユーフォリアの発現とその後の大規模な金融危機を招く第1の原因となった。(P.336～337参照)
- 5) 岡崎 [鈴木・岡崎(1996)] P.269～272参照
- 6) 岩田(1993)P.208参照
- 7) 池尾・岩佐・黒田・古川(1987)第6章参照
- 8) それ故、小塩・岸本(1996)の批判、「日銀はこの時期、国内の景気過熱・インフレ懸念よりも、国際協調路線を重視した」という批判は当たらない。なお、岡崎(1996)の批判は、1987年2月の利下げに対してというより、ルーブル合意後2年余にわたる金融(緩和)政策に対して向けられている。小塩・岸本(1996)P.113～114参照
- 9) これは、日銀が日常の金融市場の調節を通じて市場金利の上昇を許容ないし促進することを意味している。
- 10) 鈴木(1993)、II章参照
- 11) 佐藤(1998)第6章参照
- 12) 日銀が仮に1987年10月下旬または11月に国内景気の短命化阻止のため、同年9月の幹部会議での合意に沿って、公定歩合引上げを実施しようとした場合、国際的に容認されたであろうか。その可能性は、信用不安に伴う世界的同時不況を回避するため、当時本格的な協調利下げがG7諸国で始まったこと、及び、ブラック・マンデー直後の国際政策協調の勝利に伴う高揚感を考慮に入れると、ゼロであったといえよう。
- 13) 高尾(1994)第3章、中尾 [数阪(1998)第1章] 参照
- 14) 高尾(1994)第3章、鈴木(1993)第II章及び植田(1992)参照
- 15) 高尾(1994)第3章参照
- 16) 小塩・岸本(1996)P.115参照
なお西ドイツでは、ワイマール期の超インフレの経験からインフレ抑制への国民的なコンセンサスが存在し、わが国の場合と異なり、中央銀行の独立性も高い。すなわち、「通貨価値の安定」を第一義として中央銀

- 行（ブンデスバンク）が行動し、政治的・行政的圧力を跳ね返すような仕組みとなっている。
- 17) 鈴木(1993)P.96～98。ただし、鈴木がなぜ日本だけが超低金利の是正が遅れたか、その理由として、このドルの対円相場の動きをあげるに当たって、その遅れを1988年秋以降に限定せず、88年7月及び8月にも遡らせている（88年7月及び8月にブンデスバンクは公定歩合を引上げ、日銀はそれができなかった理由としてもあげている）のは、説明にややきめ細かさを欠くように思われる。
- 18) この時期の日銀の迷いを、佐藤（1998）は、次のように描写している。「1988年、日銀は、対円ドル相場に配慮する一方で、資産価格の急騰を心配し、三重野の総裁昇格問題に神経を使うという複雑な迷路の中にいた。」また、当時の理事の回想も記述されている。「迷っている時というのは、日銀は動けないんだ。平穩無事な時に事を起こして変なふうになったら困る。これを恐れる風潮が日銀にはあるんだ。金利をニュートラルに持っていきたいがどうしようと迷っている時に、大蔵省にそんな話をしたら、とんでもない、何言ってるんだという話があるから。」 P.346参照
- 19) 翁(1993)第7章参照
- 20) 『経済白書 平成5年版』では、この間の事情の一端を次のように述べている。「資産価格の高騰に対して即座に政策対応が取られなかった背景としては、当時の株価・地価がバブルであるという国民的コンセンサスがなく、さらに、住宅問題、資産分配問題、資産配分の歪みなど、バブルの国民経済的コストの大きさを十分認識できなかった点が重要と考えられる。」 P.201参照
- 21) なお、1987、88年に白日の下に曝されたバブルの後遺症・惨禍の内容を当時の日銀が予想し得ていたかどうかはともかく、1986年以降日銀は複数回、必ず崩壊するバブルの後遺症について警告を発していた。1つは、上記のごとく、当時の三重野副総裁は、1986年以降高い伸び率の貨幣供給を乾いた薪にたとえ、それが資産価格の急騰をとおしてわが国経済へ及ぼす悪影響を心配し、予防的な利上げの必要性を繰り返していた。ただし1987年10月のブラック・マンデー後、彼とその周囲（鈴木氏をはじめとする国内派の役員達）は乾いた薪のことを言わなくなった。（あるいはその事は、噂や囁きのごとく総裁昇格問題とかかわりがあったのかもしれない。） 斎藤[小林(1998)第4章] P.138参照及び佐藤(1998)第6章参照。2つ目は、岩田(1993)が指摘しているように、日銀はその『調査月報』1988年2月号で、マネーサプライの高い伸びに伴う資産価格の急上昇（バブルの形成）はその崩壊をとおして、民間金融機関の資産内容・財務状況の悪化につながるなど金融・資本市場の不安定性を高め、さらには、金融機関の経営不安をもたらすだろうと警告している。
- 22) その衝に当たる中央銀行としての日銀は、当時爛熟したバブルの崩壊がもたらすであろう国民経済的コストの真の大きさ、凄まじさや惨禍を予想しえていたのであろうか。仮に予想しえなかった、知らなかったとしても、その事をもって免責の理由にすることはできないと思う。とりわけ、日銀の基本的使命（広義の最終目標）が「通貨価値の安定」と「金融システムの安定」であり、この後者の安定が爛熟したバブルの崩壊に伴って著しく損なわれる道筋にあることを考えに入れると、この事は一層強く言えよう。この点については第4節で論及する。
- 23) 数阪(1998)P.44～48参照。
わが国経済の対米依存性ないし相互依存度の強さは、特に次の点で顕著である。すなわち、わが国は昭和50年以降、体質化していた国内民間貯蓄超過の結果としての毎年の大幅な経常収支黒字を背景とした潤沢な対外投資資金のはけ口をアメリカに求めなければならず、また、持続的経常収支大幅赤字国のアメリカはその日本資金の導入を必要としていた。
- 24) 中尾 [数阪(1998)第1章] 参照
本来、財政政策で対処すべきことを金融政策に任せすぎたことにも事態を悪化させた1つの原因であるという論評が、この時期のわが国のとったマクロ経済政策に対してしばしばなされているが、これまで幾度か述べてきたように、政策課題には内需拡大だけでなくドルの一層の下落阻止も含まれていたこと、また、中曽根民活といわれた社会的雰囲気の下で、事後的にみて正しい政策を選択できたかといえば、必ずしもそうとは言いきれない面がある。1980年代後半のこの時期、わが国の政策担当者達は国際政策協調の呪縛下に呻吟しつつあり、残念ながらマクロ経済政策の舵取りをわが国経済の事情だけの判断で決め得る状況にはなかった。大蔵省サイドや与党筋の間に、わが国は外圧対応を国際協調と呼ぶことでアメリカを補完する役割をこの時期にも担い続けることが、結局は国益につながるという判断があったものと思われる。
- 25) 佐藤(1998)第6章及び植田(1992)参照
例えば、日銀に公定歩合の引上げを見送るように圧力をかけていた大蔵省幹部や自民党筋は、乾いた薪、の比喩を使って予防的な利上げの必要性を繰り返していた当時の三重野副総裁に対して不快感を抱き、「日銀総裁に向いていない」と発言したり、圧力をかけた

- りし、それが間接的な形で日銀の役員室に届いていたといわれている。このように、大蔵省幹部や有力な与野政治家は自分の気に入らない金融政策に手を付けられ、総裁を含む日銀役員をいつでも解任できるという潜在意識を持っていたのである。
- 26) 鈴木(1993)Ⅱ章、佐藤(1998)第6章、翁(1993)P.166参照
- 27) ここで1988年中の利上げ実施の見送りをもって、金融政策の戦略上の失敗として批判することはできない、と断定的にいえないのは、もしあの時、日銀内では絶対の権限を持つとされる日銀のトップに、ここは何が何でも日銀の専管事項として公定歩合を0.5%ないし0.75%引上げるべきとの強固な信念と不退転の決意を持ち、かつ我が身を顧みず、いわば職を賭けてでもこれを断行するという迫力のある人物を得ていれば、バブルの爛熟はまず未然にくい止められた筈だからである。しかし、現実にはそのような確信を持つことは上記のごとく当時容易ではなく、また仮にそのような確信を持ちえていたとしても、職を投げ打ってでもやるというしたたかな闘争心を持たないからといって、当人を責めるわけにはいかないだろう。
- 28) たとえば大倉(1996)P.20~22、小塩・岸本(1996)P.113~114、斎藤[小林(1998)第4章]及び佐藤(1998)第6章参照
- 29) 漆崎(1996)P.69~83参照
- 30) 漆崎(1994)P.104参照
- 31) 1980年代の後半においては、①いわゆる大企業の自己資本充実に伴うところの銀行離れ(投資資金など必要資金の銀行借入による調達必要性の低下、したがって現実の銀行借入依存度の低下)、②上述の大蔵省による財政再建路線に沿う形での国債の新規発行額の減少傾向に伴い、全国銀行とくに都銀、長期信用銀行及び信託銀行は資金貸出先・投資先(運用対象)の新規開拓に必死になっていたが、そのような時に不動産がらみの資金借入需要の急増は、これらの銀行にとっていわば千天の慈雨ともいべきものであった。野口(1995)P.136~137参照
- 32) 前記(注21)のごとく、日銀はその『調査月報』1988年2月号において、当時のマネーサプライの高い伸びが資産価格の高騰及び急落をとおして民間金融機関の財務状況を悪化させ金融・資本市場の不安定性を高める、と警告はしている。しかし、それは懸念ないし警鐘の域を出るものでなく、バブル後遺症としての金融危機の凄まじさを予告するものとはいえないだろう。
- 33) 信用秩序維持の役割を担う日銀としては、コール・手形レート等の短期市場金利の乱高下を生じさせるお

それのあるような形で、ハイパワード・マネー供給のコントロールは行うべきでないという立場に立ち、このようなi_cの高騰放置は事実上実施不能だったというだろう。しかし、同じ(短期金融市場の安定性という意味での)信用秩序の維持・(日銀の基本的使命としての)金融秩序の維持といっても、短期市場金利の乱高下を抑えることと、1997及び98年の金融システムの深刻な動揺を未然に防止することと比較して、どちらが日銀にとって重要であるかは余りにも明らかである。

34) 黒田(1997)第3章参照

35) 翁(1993)P.168及び鈴木淑夫(1997)P.96参照

参考文献

- 1) 池尾和人・岩佐代市・黒田晁生・古川顕『金融新版』有斐閣
- 2) 岩田規久男『金融政策の経済学—「日銀理論」の検証—』日本経済新聞社1993
- 3) 植田和男「マネーサプライの正しい見方」『週刊東洋経済』1992、12、12号
- 4) 漆崎健治「郵貯シフトとマネーサプライの変動—1990年前後における貨幣供給増加率の乱高下と日本銀行の政策運営」『商学論集』(福島大学)64-4、1996年3月
- 5) 〃「ハイパワード・マネー供給の制御可能性と貨幣供給の内生性」『同上』62-3、1994年3月
- 6) 〃「公的金融拡大のマクロ経済効果」生活経済学会編『生活経済学研究』第11巻1995
- 7) 大倉泰治『金融破綻』PHP研究所1996
- 8) 岡崎光明・鈴木淑夫『実践ゼミナール日本の金融』東洋経済新報社1996
- 9) 翁邦雄『金融政策—中央銀行の視点と選択』東洋経済新報社1993
- 10) 数阪孝志編『日本型金融システムの危機』東京大学出版会1998、第1章中尾茂夫
- 11) 黒田晁生『金融政策への指針』東洋経済新報社1997
- 12) 経済企画庁『経済白書 平成5年版』1995
- 13) 小塩隆士・岸本達士『日銀ウォッチング』日本経済新聞社1996
- 14) 小林和子編『繁栄と破綻—金融機関のバブルのコスト』日本経済評論社1998
- 第4章斎藤美彦
- 15) 佐藤章『ドキュメント金融破綻』岩波書店1998
- 16) 鈴木淑夫『日本の金融政策』岩波書店1993
- 17) 〃『ビッグバンのジレンマ』東洋経済新報社1997

- 18) 高尾義一『平成金融不況～国際金融危機の中間報告』
中央公論社1994
- 19) 日本銀行調査統計局「最近のマネーサプライの動向
について」『調査月報』1988年2月号
- 20) 野口悠紀雄『バブルの経済学』日本経済新聞社1992
(2000年10月3日受理)

The policy response "failure" of the financial authorities, the bubbling of Japan's economy and causes of the large- scale financial crisis

— a summary, analysis and future prospects —

Kenji Urushizaki

Abstract This essay analyzes why the large-scale financial crisis of 1997 and 1998 occurred and examines the policy management of the Bank of Japan in the late 1980s, when Japan's "bubble" economy was generated.

In a lot of the criticism which has been made public, the response of the Bank of Japan at that time was criticized as being the worst policy failure in the period since World War II in that it gave greater priority to international affairs than to domestic ones. However, the conclusion reached in this paper is that although failures in monetary policy tactics are recognized, failure in strategy is not especially evident.

Finally, a suggestion is made as to how further policy failures by the Bank of Japan, which are strongly expected in the future, can be avoided.

Key words Policy response by the Bank of Japan

Over-maturing of Japan's "bubble" economy

A large-scale financial crisis

International policy cooperation

Domestic equilibrium and international equilibrium (stability of the dollar)