

# 資産価格バブルと金融政策： 1980年代後半の日本の経験とその教訓

おきなくにお しろかわまさあき しろつかしげのり  
翁 邦雄 / 白川方明 / 白塚重典

## 要 旨

日本経済は1980年代後半以降、バブル経済の発生・拡大、崩壊という形で、極めて大きな変動を経験した。バブル経済は、資産価格の急激な上昇、経済活動の過熱、マネー・信用の膨張の3つによって特徴づけられる。本稿は、こうしたバブル経済の発生メカニズムについて検討するとともに、将来のバブル経済の再発防止に向けて、中央銀行としてこの経験から引き出すべき教訓を整理しようとするものである。具体的には、まずバブル経済の発生・拡大、崩壊の過程を、資産価格・実体経済の大きな変動の背後にあったと考えられる期待の強気化とその崩壊を分析の中心に据え、当時の金融政策の運営との関係を意識しつつ検討する。そのうえで、物価の持続的な安定と金融システムの安定を実現するための金融政策運営の枠組みを議論する。

キーワード：資産価格、バブル、期待の強気化、金融政策、持続的な物価の安定、金融システムの安定、先行きを展望した（forward-looking）金融政策

.....  
本稿は、日本銀行金融研究所の開催したワークショップ「低インフレ下での金融政策の役割」（平成12年1月25日）への提出論文を改定し、同じく日本銀行金融研究所が開催する第9回国際コンファレンス「低インフレ下での金融政策の役割」（平成12年7月3、4日）にバックグラウンド論文として提出されたものである。本稿の作成においては、ワークショップにおける討論者の吉富勝（アジア開発銀行）、北坂真一（神戸大学）の両氏ならびにワークショップ参加者から有益なコメントを頂いた。また、作成に当たっては、前原康宏、北原道夫、代田豊一郎、末松幸子、横堀裕二（いずれも日本銀行）の支援を得た。なお、本稿に示された意見はすべて筆者達個人に属し、日本銀行、金融研究所、ならびに企画室の公式見解を示すものではない。

翁 邦雄 日本銀行金融研究所長（E-mail: kunio.okina@boj.or.jp）  
白川方明 日本銀行企画室審議役（E-mail: masaaki.shirakawa@boj.or.jp）  
白塚重典 日本銀行金融研究所研究第1課調査役  
（E-mail: shigenori.shiratsuka@boj.or.jp）

## 1. はじめに

日本経済は1980年代後半以降、極めて大きな変動を経験した。すなわち、1980年代後半から1990年代初めにかけてのバブル経済の発生・拡大期には、資産価格の急激かつ大幅な上昇、マネーサプライ・信用の膨張、長期にわたる経済活動の拡大を経験した。一方、1990年代初頭以降のバブル崩壊期においては、資産価格の急激な下落、多額の不良資産の発生と金融機関の経営悪化、長期にわたる深刻な景気停滞を経験した。

バブル経済の発生のメカニズムについては、従来より内外の中央銀行、学者、エコノミストの間でさまざまな議論や分析が行われてきたが、コンセンサスが形成されるにはほど遠い状況である<sup>1</sup>。同様に、急激な資産価格上昇のもとでの金融政策運営のあり方についても内外で議論が続いているが、論者の見方は分かれている。実際、わが国における議論を振り返ってみても、金融政策運営に関する評価は金融・経済情勢の変化につれて大きく変化してきた。例えば、資産価格が急激に上昇し、景気拡大も次第に明確化しつつあった1987年後半以降、日本銀行はインフレ懸念や金融緩和の行き過ぎを理由に金融引締めへの転換を模索したが、金融引締めの必要性について十分説得的な議論を展開することはできなかった。逆に、バブル崩壊直後は、金融引締め政策が「バブル潰し」として概して好意的な評価を受けることもあった。しかしその後、景気後退が長期化するにつれ、1980年代後半の長期にわたる金融緩和がバブル経済を招き、その後の深刻な景気後退や不良資産問題をもたらしたとの厳しい批判に晒されてきた。

バブルが発生した当時の状況を思い起こしてみると、前述のとおり日本銀行はインフレ懸念や金融緩和の行き過ぎとみられる現象に対して、比較的早い段階から懸念を表明していた。また、そうした懸念は当時、日本銀行だけでなく若干のエコノミストからも表明されていた。しかし、物価指数でみる限り物価は落ち着いており、インフレ懸念論者は自らが表明していた「インフレ懸念」と「物価の安定」という現実とのギャップに苦しんでいた。さらに、資産価格の上昇についても、それがどのような意味で問題を引き起こすのか、共通の理解は存在していなかった。

本稿はバブル期の金融政策運営について教訓を引出すことを目的としているが、単なる後知恵としての教訓であれば、あまり有用ではない。なぜなら、経済政策は常にその時点で利用可能な情報に基づいて判断を求められ、またその時々の方針的枠組みのもとで決定を求められるからである。こうした問題意識を踏まえて、本稿では、叙述に当たり、当時の金融・経済情勢や社会的状況を再現することにも留意した。ただし、バブル期の経験から引出す教訓は依拠する経済理論や中央

1 日本のバブル期を扱った著作としては、岩田 [1993]、植田 [1992]、大蔵省 [1993]、太田 [1991]、緒方 [1996]、小川・北坂 [1998]、奥村 [1999]、鈴木 [1993]、高尾 [1994]、野口 [1992]、三重野 [2000]、吉富 [1998]、Cargill, Hutchison, and Ito [1997] 等が存在する。

銀行のおかれた社会的状況についての認識の違いによって当然異なってくる。したがって、本稿の叙述に対し、金融政策運営に過大な意味が与えられていると受け取る読者もいるかもしれないし、逆に傍観者のあるいは自己弁護的であると受け取る読者もいるかもしれない。しかし、そのいずれも筆者たちの意図するところではない。本稿の主たる目的は、1980年代後半以降生じた日本の未曾有のバブルの発生原因と金融政策運営上の教訓について、筆者たちの考えを示すことにあるが、それと同時に、そうした結論に至る判断材料や事実、論点を示すことによって、バブルに関する今後の議論をさらに深めることも大きな目的の1つである。

本稿の構成を示すと以下のとおりである。まず、2章ではバブル期の日本経済の動向を概観する。3章ではバブル経済の発生・拡大のメカニズムを検討する。4章では、バブル経済の発生・拡大の過程で金融政策がどのように運営され、長期にわたる金融緩和がバブル経済の発生・拡大に対してどのように影響したかを分析する。5章では、金融引締めがなぜ遅れたかを検討する。そのうえで、6章では、バブル経済の教訓として日本銀行が意識しなければならない課題を議論する。

なお、以上の構成が示すように、本稿の検討の主たる対象はバブルの発生・拡大期の金融政策であり、バブル崩壊期の金融政策については扱っていない。

## 2. バブル期の日本経済の概観

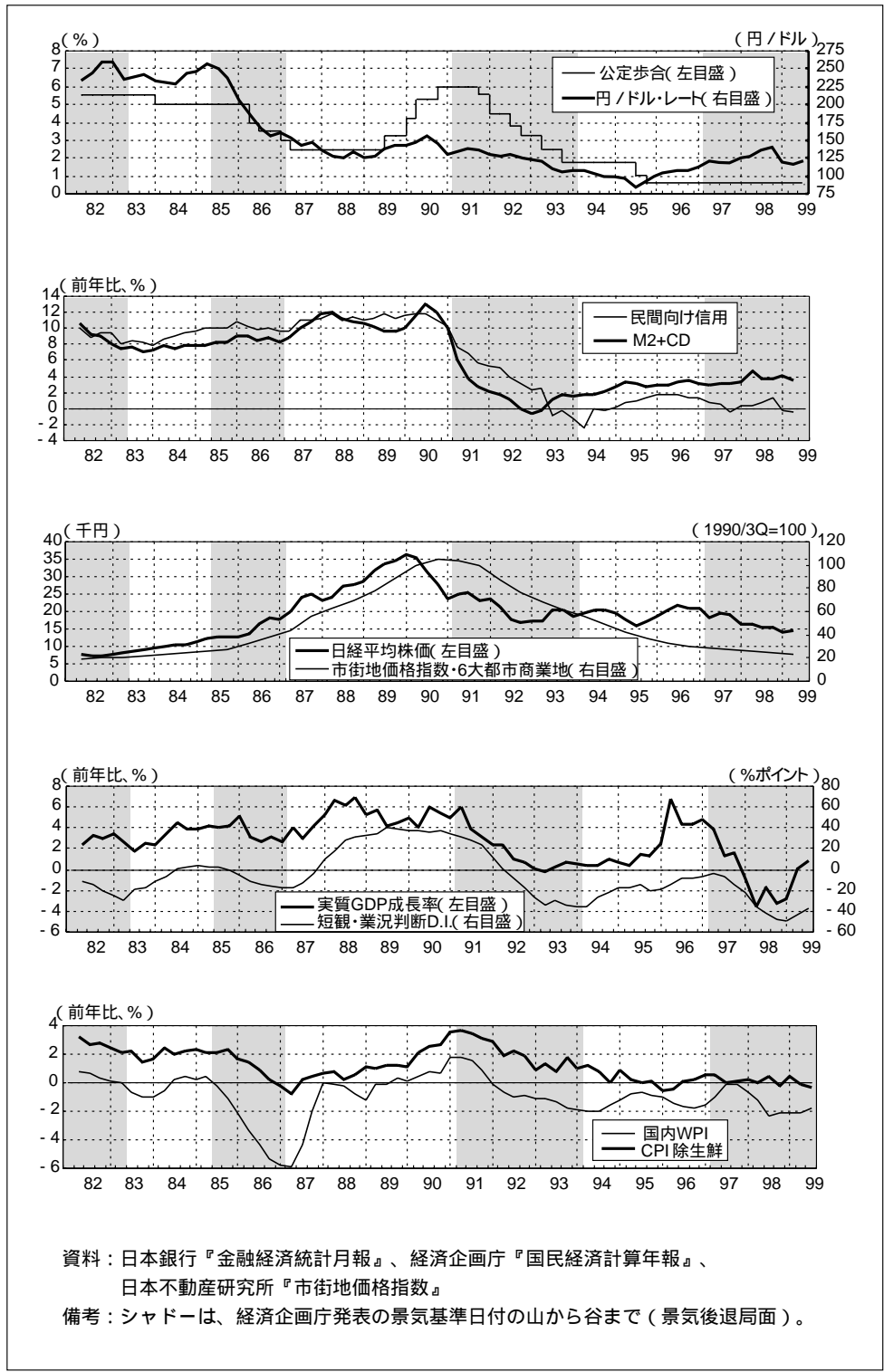
本章では、議論の出発点としてバブル期の日本経済について概観する。以下では、1節で「バブル」を定義し、2節ではバブル経済の特徴を整理する。3節では、今回のバブルの大きさを歴史的・国際的な比較の中で位置づける。

### (1) バブル経済の定義

バブルという用語が意味する内容は論者により異なるが、1980年代後半の日本経済の経験を踏まえると、「バブル経済」は、資産価格の急激な上昇、経済活動の過熱、マネーサプライ・信用の膨張という3つの現象によって特徴づけられる（1980年代以降の時期の金融・経済情勢については図1を参照）。

バブル期の定義は、上述の資産価格の上昇、経済活動の過熱、マネーサプライ・信用の膨張のいずれに力点を置くかによって多少変わってくる。資産価格の上昇は1982年頃から始まり、1985年から1986年にかけて上昇率が高まった。しかし初期においては資産価格の上昇は比較的緩やかであり、また、1985年から1986年は「円高不況」期に重なるため、この時期をバブル期とする見方は少ない。一方、1987年については以下の理由からバブルの始まった時期とする見方は多い。第1に、経済企画庁の判定による景気のボトムは1986年11月であり、1987年は景気の拡大局面であった。第2に、マネーサプライ（M2+CD）や信用量の前年比伸び率は、1986年中は高水準ながら幾分低下しており、伸び率が高まったのは1987年頃からである。こ

図1 バブル期以降の金融・経済情勢



のように、1987年は、景気が回復に転じるとともに、マネーサプライ・信用量の拡大テンポが高まり、資産価格が急激に上昇した時期であるため、バブルの始まりを1987年とする見方は当然あり得よう。ただし、1987年の前半では景気回復が十分に認識されるに至らず、また10月には世界的な株価暴落が生じており、1987年をバブル期とすることには異論があるかもしれない。

バブル経済の崩壊が始まった時期についても見方は分かれる。日経平均株価指数でみた株価のピークは1989年末であり<sup>2</sup>、日本不動産研究所の「市街地価格指数」（6大都市・商業地）でみた地価のピークは1990年頃である。また、マネーサプライの前年比伸び率のピークは1990年4、5月であり、経済企画庁の判定による景気のピークは1991年2月である。

このように、バブルの発生・拡大および崩壊の時期については見方が分かれるが、本稿では地価・株価の上昇、経済活動の拡大、マネーサプライと信用量の伸び率が同時に生じているかどうかを基本的な判断基準として<sup>3</sup>、原則として1987年以降1990年にかけての4年間を「バブル期」と定義し、この期間を主要な分析対象とする。

## （2）バブル経済の特徴

本節では、前述したバブル経済の3つの特徴に即してバブル期の日本経済の状況を具体的に説明する。

### イ．資産価格の大幅な上昇

バブル期の第1の特徴は、地価、株価に代表される資産価格の急激かつ大幅な上昇であった。資産価格の上昇自体は1983年頃から始まっていたが、急激な上昇が始まったのは1986年頃からであった。

資産価格のうち、最初に急激な上昇を示したのは株価であった。日経平均株価は1986年に入ってから上昇テンポを速め、ピークを迎えた1989年12月末には38,915円とプラザ合意の成立した1985年9月（12,598円）比3.1倍の水準にまで上昇した。その後、株価は急速な下落に転じ、1992年8月には14,309円と、ピーク時対比6割強も下落した<sup>4</sup>。

地価は株価に若干遅れて上昇が始まった。地価の上昇は、東京から大阪・名古屋等の主要都市、さらに全国へと広がっていった（図2）。市街地価格指数は、ピーク

2 日経店頭株価指数のピークは1990年7月9日であり、日経平均株価がピークをつけた1989年末以降も6割近く上昇している（1989年末、2,597円 1990年7月9日、4,149円）。

3 バブル期を定義する方法としては、現実の資産価格が何らかの理論モデルに基づく均衡価格から著しく上方に乖離した時期と定義することも考えられるが、そうした均衡価格は前提のおき方いかんで大きく変わってくることから、本稿では採用しなかった。

4 株価はその後一時回復する局面もみられたが、1995年に円高の進行等を背景に14,485円まで下落した。また、1998年10月には12,879円（ピーク比 67%の低下）と最近時点におけるボトムを記録している。

図2 用途別・地域別地価の動向

(1) 商業地



(2) 住宅地

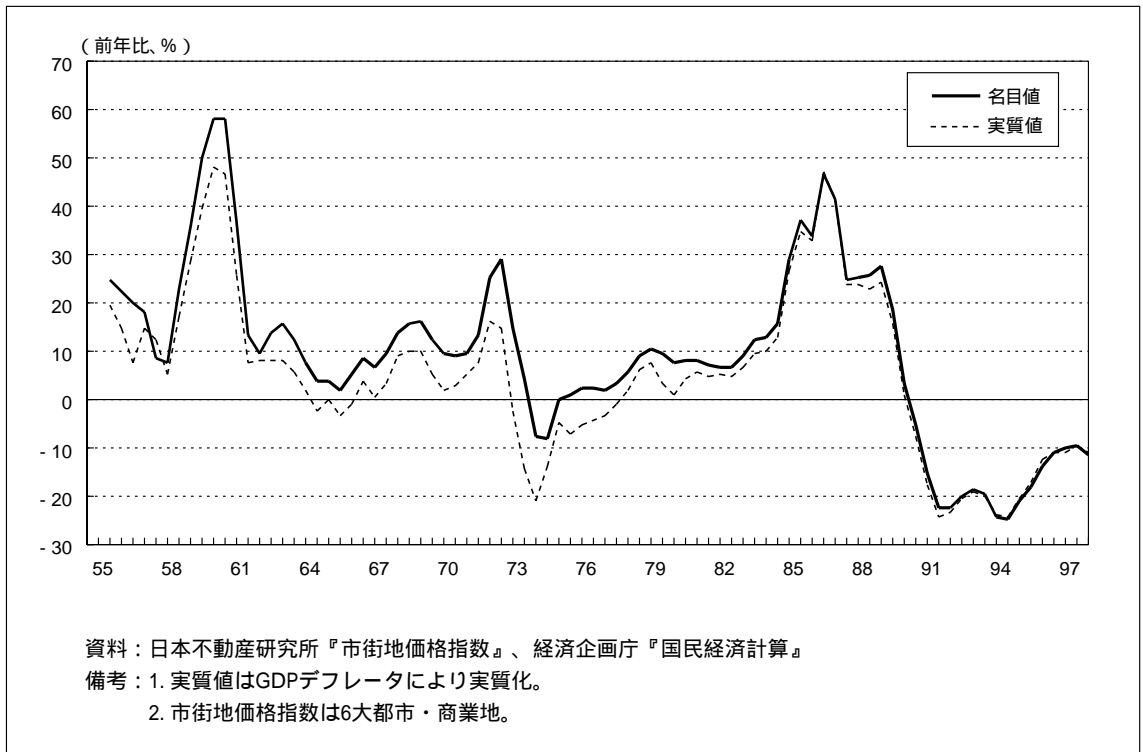


資料：日本不動産研究所『市街地価格指数』

を迎えた1990年9月には、1985年9月と比較すると約4倍の水準にまで上昇した。地価はその後、下落に転じ、1999年現在なお下落が続いている。1999年の水準は1985年9月時点と比較すると、2割弱下回っているほか、1990年9月のピーク対比では約8割もの大幅な下落となっている。

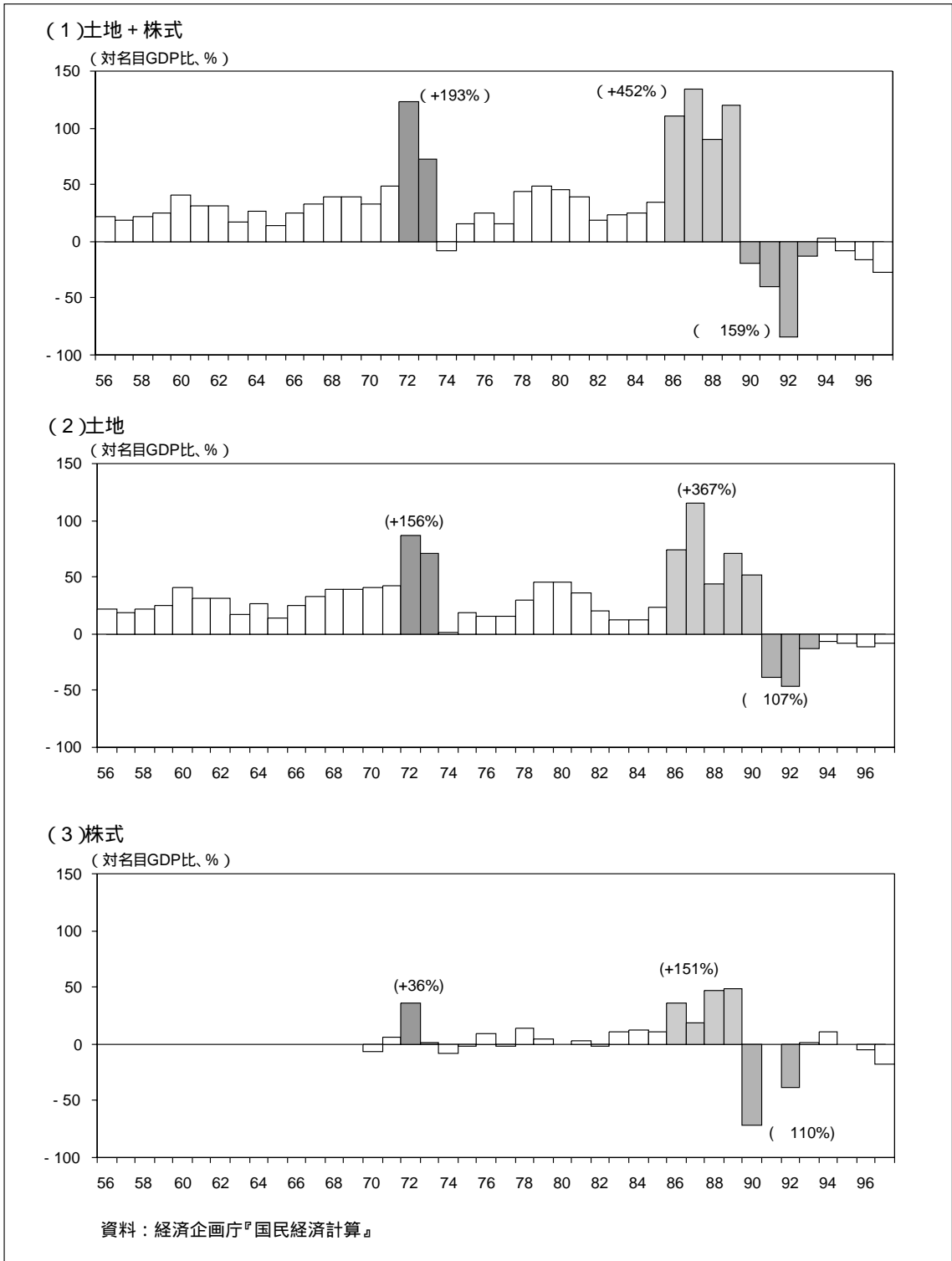
第2次世界大戦後、資産価格の大幅な上昇自体は繰り返し生じているが、今回の上昇は物価上昇を調整した実質上昇率や上昇期間の長さからみて、統計の利用可能な1950年代半以降で最も大きかった（図3）。また、土地と株式を合算したキャピタル・ゲインの名目GDP比は1986年から1989年にかけて452%にも達し、それ以前に同比率が高水準を記録した1972～73年の193%をはるかに上回っている（図4）<sup>5</sup>。

図3 実質地価の推移



5 計算に当たっては各年におけるキャピタル・ゲイン（ロス）の対名目GDP比率を単純に合算している。なお、キャピタル・ロスの対名目GDP比は、1990年から1993年にかけて159%であり、バブル拡大過程のキャピタル・ゲインとバブル崩壊後のキャピタル・ロスを比較すると前者が圧倒的に大きい。これは、わが国の土地利用構造が、一貫して農地・森林等が宅地・商業地へと転用されているためである。平均的な地価水準は、後者が前者の30倍以上であり、宅地・商業地への転用はわが国の平均的な地価水準を押し上げることになる。

図4 キャピタル・ゲイン・ロス





#### ロ．経済活動の過熱

バブル期第2の特色は、経済活動の過熱である。経済企画庁の判定によると、景気は1986年11月にボトムを記録し、1991年2月まで4年3カ月（51カ月）の長期にわたって拡大した後、後退に転じ、1993年10月まで後退を続けた。バブル期の景気拡大の長さは1960年代後半のいざなぎ景気に次ぐ長さであり<sup>6</sup>、実質GDP、鉱工業生産はそれぞれ年平均5.5%、7.2%といずれも高い成長率を示した。こうした景気拡大の牽引役は設備投資であり、その対GDP比率は高度成長期に匹敵する20%近い高水準が続いた（図5）。また家計部門でも大規模な住宅投資、耐久消費財支出のブームが生じた（図6）。

一方、バブル崩壊後の景気後退局面をみると、後退期の長さとしては32カ月（1991年2月～1993年10月）と、第2次石油ショック後の景気後退（1980年2月～1983年2月、36カ月）に次ぐ戦後2番目に長い景気後退を経験した。また、この間の実質GDP成長率は平均すると、年率0.8%にとどまり、鉱工業生産は年率 5.2%のテンポで減少した。

#### ハ．マネーサプライ・信用量の膨張

バブル期以降の日本経済を特色づける第3の特色は、マネーと信用量の膨張であった。マネーサプライの動向をみると、1986年中は伸び率の水準が幾分低下した（ボトム：1986/10～12月期、8.3%）が、その後、マネーサプライの伸び率は次第に高まり、1987年4～6月期には10%を上回った（図7）。バブル期には、銀行借入だけでなく、資本市場からの資金調達も金融自由化の進展や株価上昇等を背景として大幅に増加した（図8）。この結果、企業および家計の資金調達額（銀行借入、普通社債、転換社債、ワラント債、増資の合計）は1988年頃から急速に拡大し、1989年には伸び率が前年比14%近くまで高まった（前出図7）。

### （3）日本のバブル経済の規模

1980年代後半以降、バブル経済は日本だけでなく、他の先進国でも発生した。また、内外の金融・経済の歴史をみると、バブルは繰り返し発生している。今回のわが国におけるバブル経済の大きさのイメージをつかむため、1980年代後半以降の海外主要国のバブルやわが国の第1次世界大戦後のバブルの経験と比較する。

#### イ．海外の経験との比較

1980年代後半以降の海外主要国の経験を振り返ると、株価は1983年頃から上昇しはじめており、1987年央頃までは、日本の株価上昇だけが著しいというわけでは必ずしもなかった（図9）。しかし、1988年以降の展開は大きく異なっており、日本の

6 いざなぎ景気の拡大局面は、1965年10月から1970年7月までの57カ月である。

図5 設備投資の対GDP比率

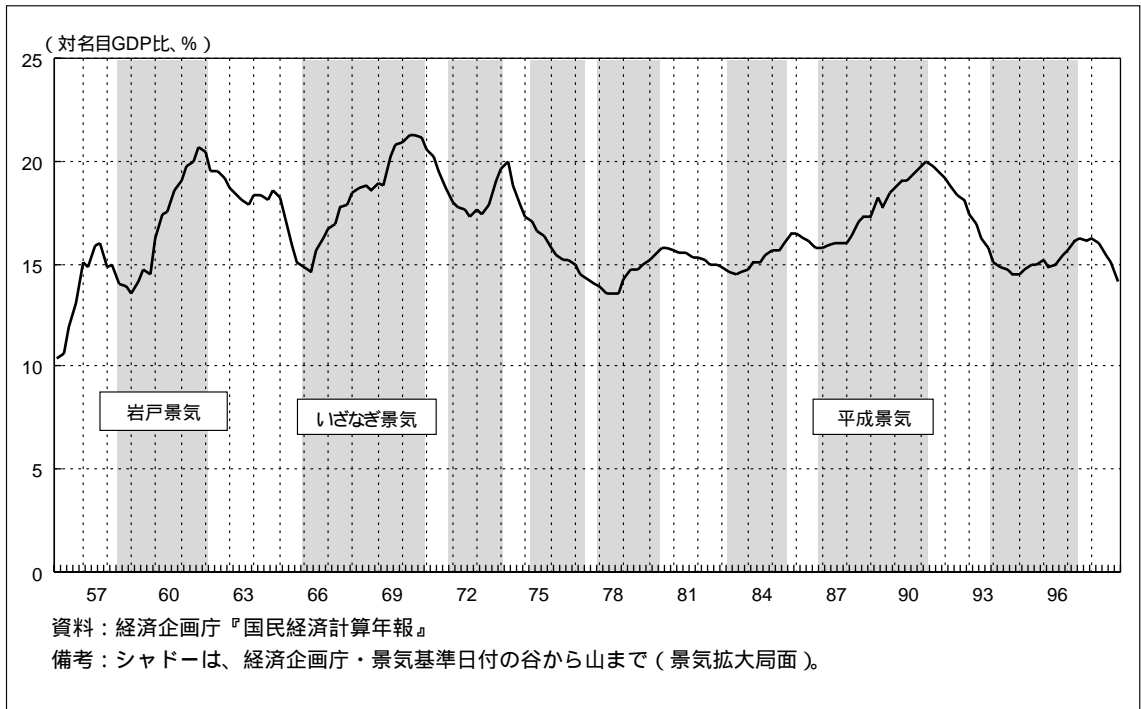


図6 家計の耐久財消費および住宅投資支出

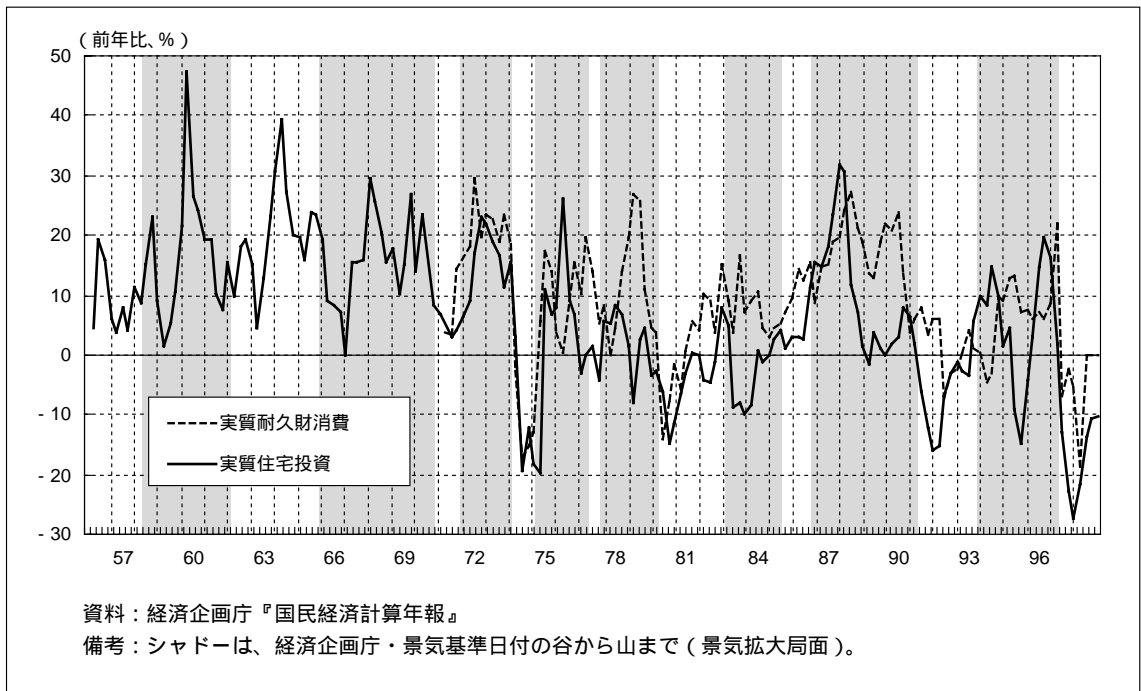


図7 バブル生成期におけるマネー・信用量の推移

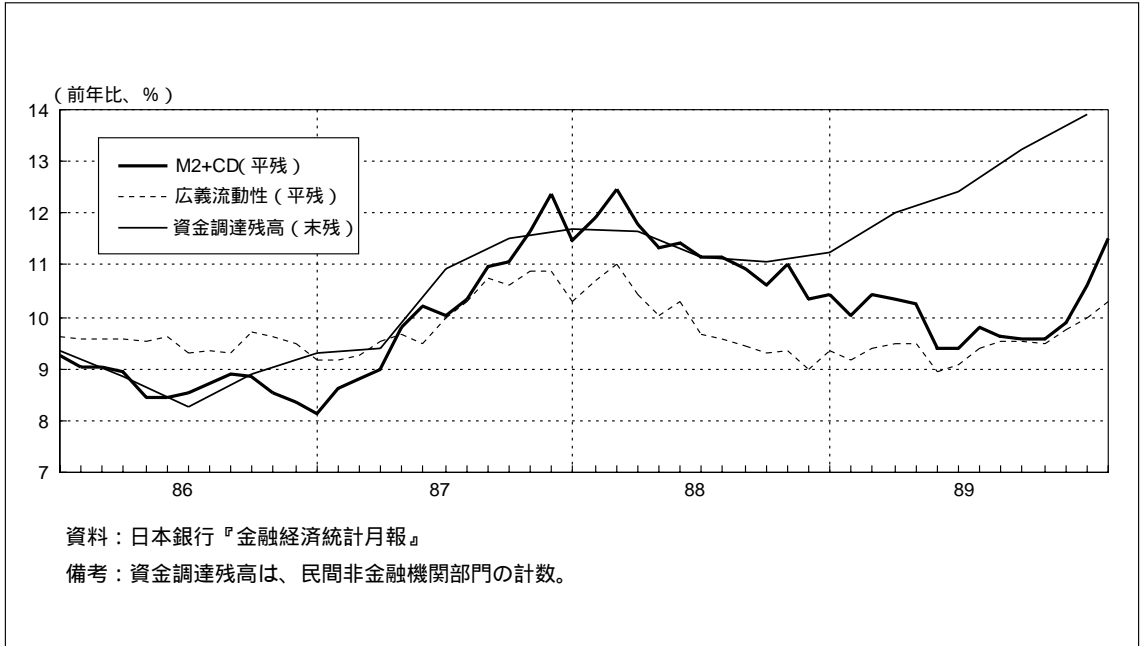


図8 資本市場における資金調達額

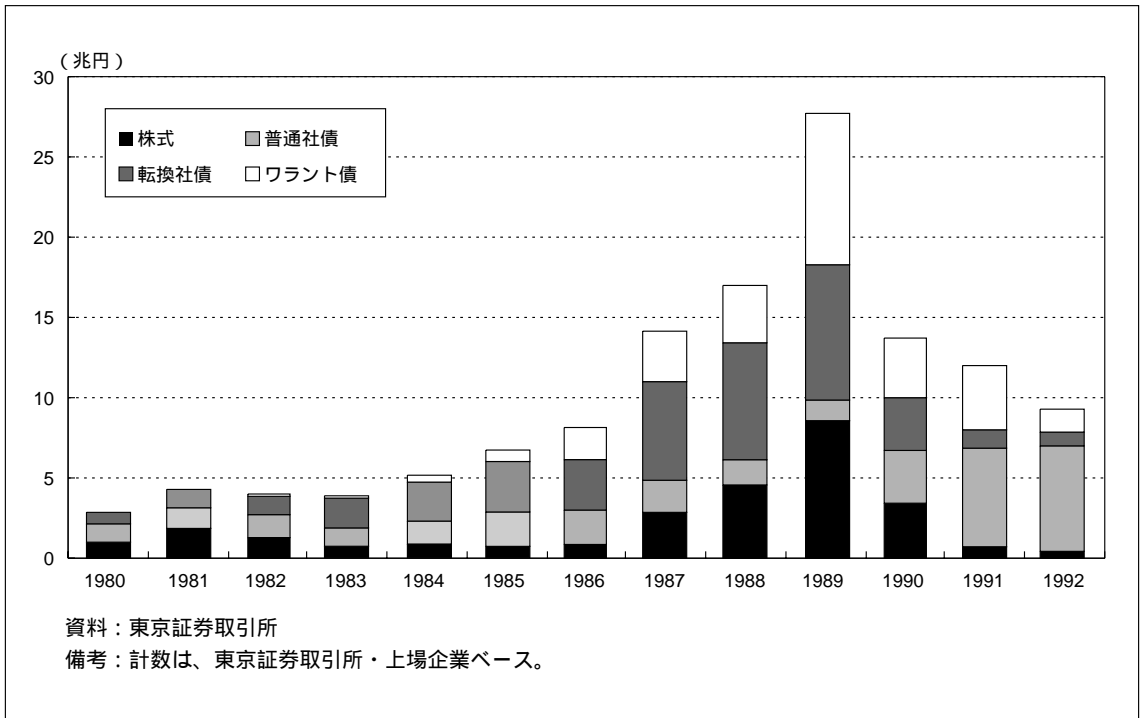
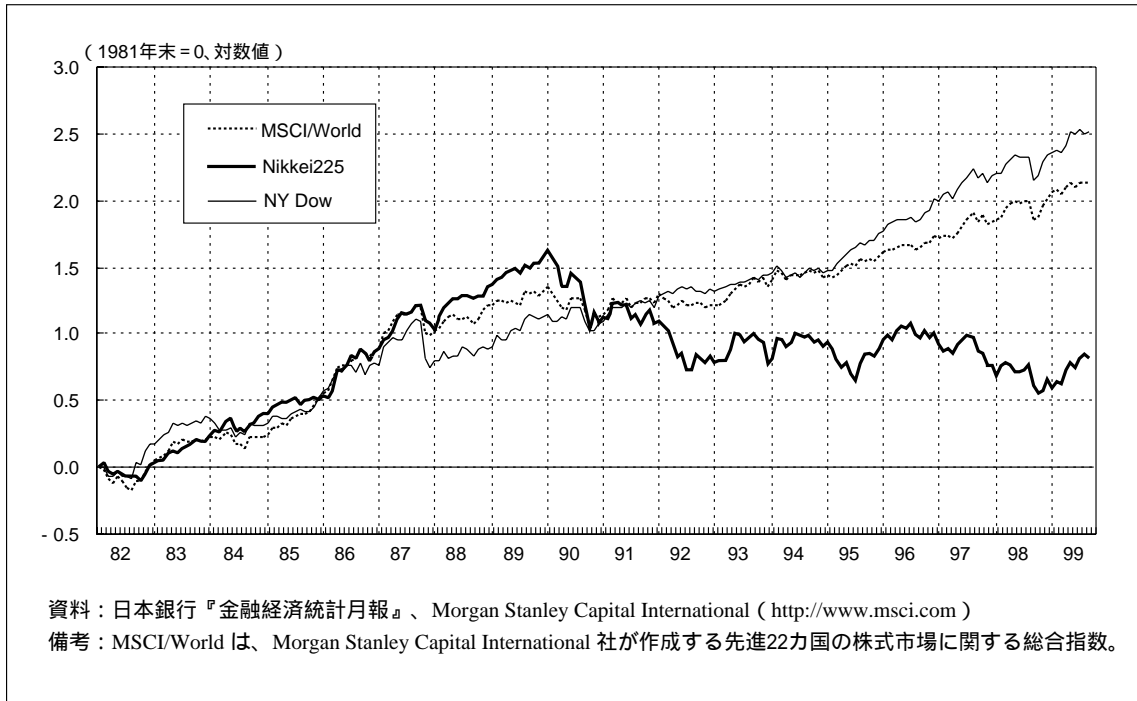


図9 株価の国際的な推移



株価上昇は国際的にも際立っていた。Borio *et al.* [ 1994 ] が計算した資産価格の上昇をみると、日本はスウェーデン、フィンランドと並んで上昇が著しかった(図10)<sup>7</sup>。

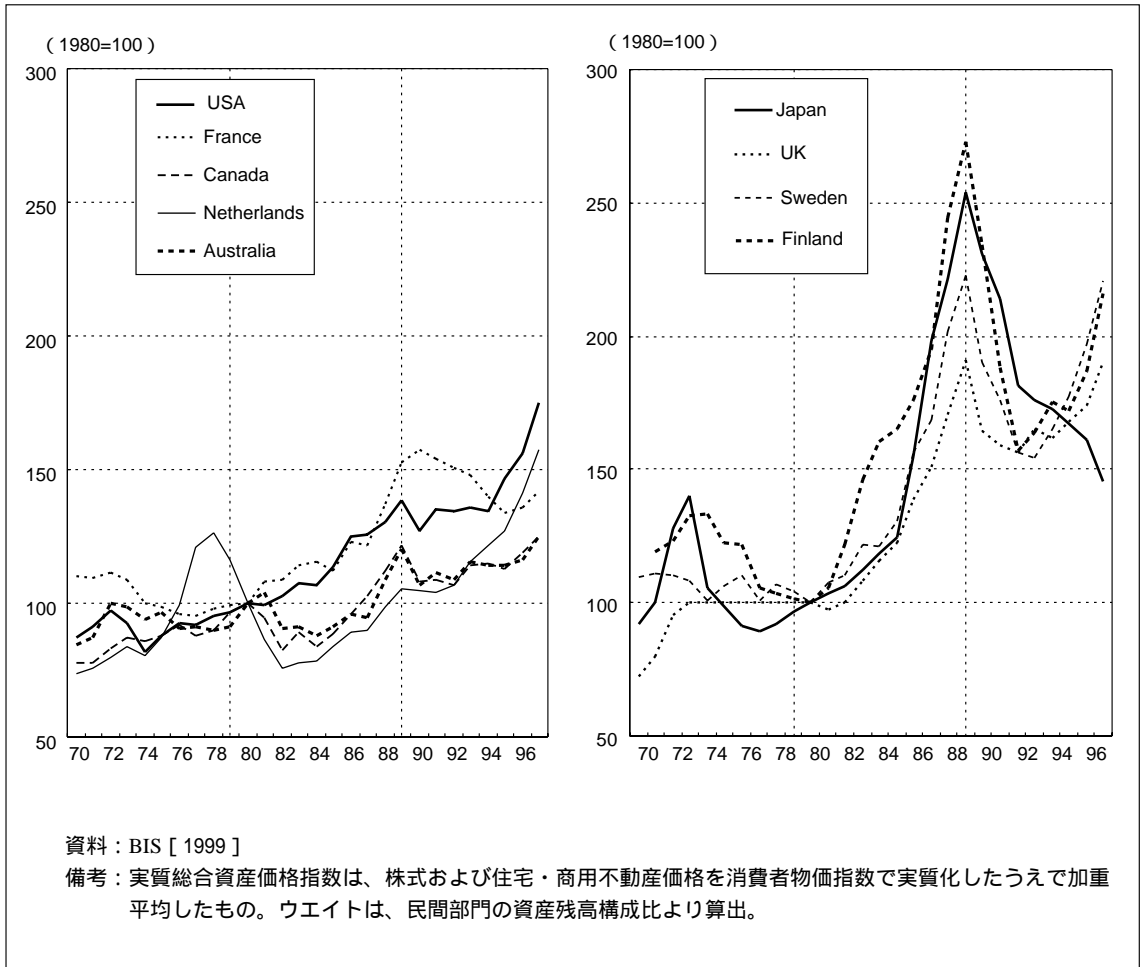
景気については、1980年代後半以降、日本は先進国の中で最も大きな変動を経験した。バブルを経験した時期は国によって多少前後するが、日本のバブル期とバブル崩壊期にほぼ相当する1986～90年および1991～95年の2つの時期についてG7諸国の経済成長率を比較すると、日本の変動幅は最も大きかった。

金融機関の不良債権については、主要国は1980年代後半以降多くの国で不良債権が増加したが、なかでも、日本の金融機関の不良債権は極めて大規模なものとなった。日本の金融機関の不良債権額を主要行ベースで見ると、1998年度末に20.3兆円(名目GDP対比で4.1%)、1992年度以降の累積直接償却額を加算すると44.6兆円(名目GDP対比で9.0%)に達している(図11)<sup>8</sup>。

7 Borio *et al.* [ 1994 ] で推計された実質総合資産価格指数は、BIS [ 1999 ] で1997年までアップデートされている。なお、実質総合資産価格指数は、民間部門の資産残高構成比より算出したウエイトを用い、株式および住宅・商用不動産価格を消費者物価指数で実質化したうえで加重平均している。

8 正確な国際比較は難しいが、例えば、米国における不良債権(FDIC加盟商業銀行ベース)は、1990年から1991年にかけて上昇し、不良債権額は1991年第2四半期に1,170億ドル(名目GDP対比では2.0%)となった。また、不良債権が増加しはじめた1986年第4四半期以降について、各期の不良債権額に直接償却の累積額を加算し、累積的な不良債権の大きさをみると、1992年第3四半期に2,513億ドル(名目GDP対比では4.1%)である。

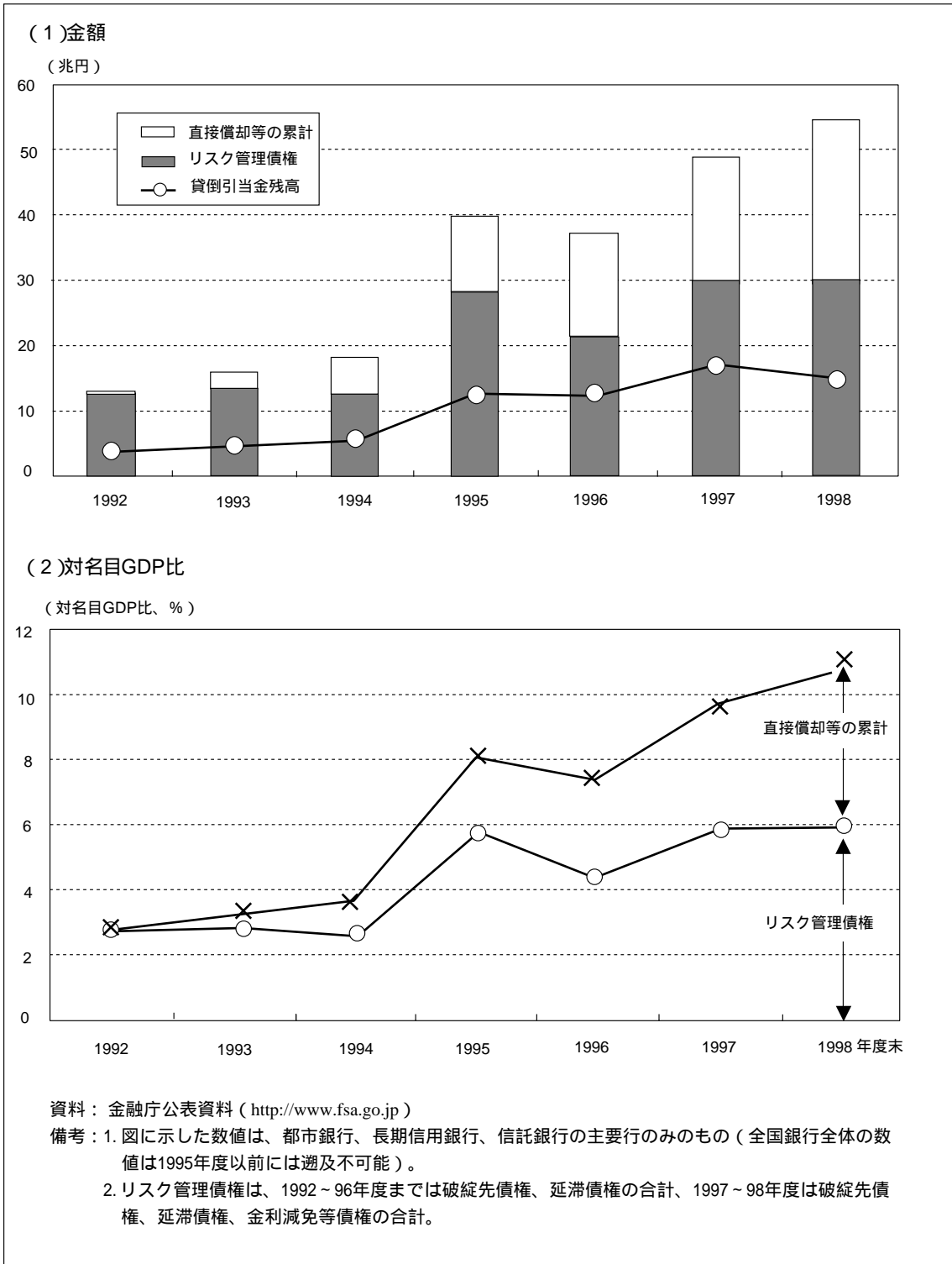
図10 主要国の資産価格の推移：実質総合資産価格指数



もとより正確な比較は困難であるが、公的資金投入の大きさや資産価格変動の大きさを考えあわせると、1980年代後半の日本のバブルは北欧諸国のバブルと並んで非常に大きな規模のものであったと考えられる<sup>9</sup>。

9 スウェーデン、フィンランドでは、銀行部門の不良債権処理のため、それぞれ対名目GDP比で4.7%（1991～1993年）、7.3%（1991、1992年）の公的資金が投入されている（BIS [ 1993 ]）。わが国では、1998年10月に成立した金融再生法関連法により、不良債権問題処理のための60兆円（対名目GDP比12%）の公的資金枠が準備された。なお、公的資金枠については、預金保険法改正案が可決されると、70兆円（対名目GDP14%）まで拡大する。

図11 銀行のリスク管理債権・直接償却の推移



## ロ．第1次世界大戦後のバブルとの比較

わが国では1980年代後半にバブルを経験するまで久しくバブルを経験していなかったが、それ以前の事例としては第1次世界大戦（1914～18年）後のバブルが挙げられる<sup>10</sup>。

まず資産価格の変動率を比較すると、株価は最終的な上昇率や下落率は第1次世界大戦時も今回も大きな違いはないが、バブル崩壊後の下落スピードは第1次世界大戦時のほうが幾分速かった（図12）。地価は、第1次世界大戦時のほうが上昇率は大きかった。一方、キャピタル・ゲイン（ロス）は、土地についてしか推定統計は存在しないが、それによると、第1次世界大戦時のキャピタル・ゲインは1913年から1919年にかけてGNP比335%に達する一方、1924年から1930年のキャピタル・ロスはGNP比43%となっている（表1）。これを今回のバブル期と比較すると、土地のキャピタル・ゲインは367%、キャピタル・ロスは107%となっており、今回のキャピタル・ロスが格段に大きかった。

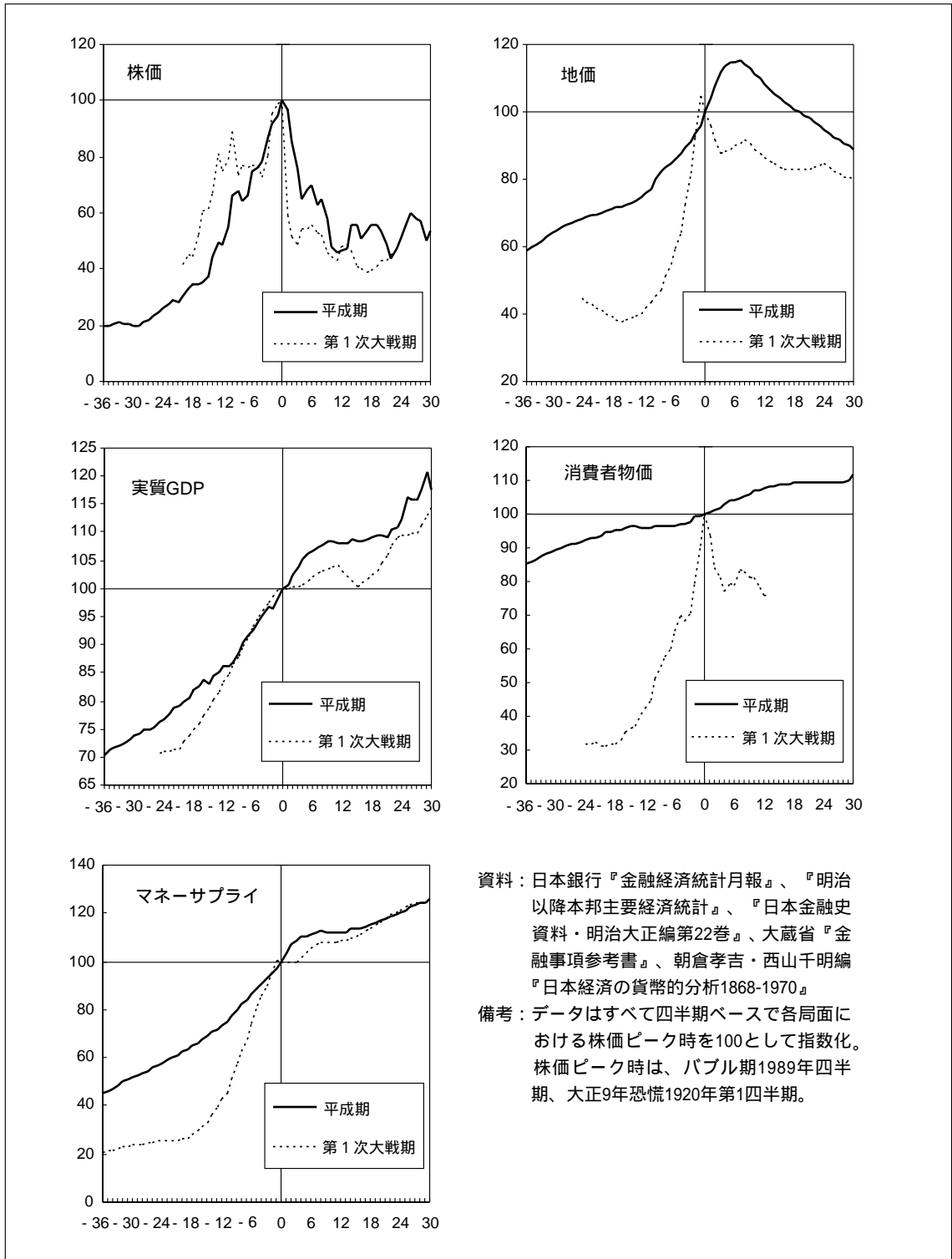
次に、バブル崩壊後の景気・物価の動向をみると、今回のほうが落込みは格段に小さかった。経済企画庁の景気基準日付の景気ボトムは1993年10月であるが、1993年第4四半期の実質GDPは景気のピークである1991年第1四半期をわずかながら上回っている。これに対し、第1次世界大戦後では、株価がピークをつけた後、実質GDPは2年程度増大したが、その後、急激な落込みをみせた。物価は、株価と同じ1920年第1四半期にピークをつけた後、1921年にかけて2割以上も落ち込んだが、今回は、物価水準は下落していない。

以上を要約すれば、第1に、資産バブルの程度という点では1980年代後半以降のバブルのほうが第1次世界大戦時よりも大きかったこと、第2にバブル崩壊後の経済活動の落込みという点では今回のほうがはるかに小さかったこと、が指摘できる<sup>11</sup>。

10 当時のわが国の経済情勢を簡単に振り返ってみると、第1次世界大戦勃発後もしばらく停滞していた景気が、輸出の急増により1915年央から好転しはじめ、貿易収支は大幅黒字に転じた（いわゆる戦争特需）。その後、1918年11月の第1次世界大戦終了後、一時的な不況に陥ったが、1919年3月を底に経済は再びブームを迎え、地価、株価等が急騰した。この間、米国経済の好況、欧州各国の復興需要等の要因に加え、財政・金融拡張政策がとられ、景気拡大が続いた。ところが、1920年に入ると、輸入増加が続く中、物価上昇の累積的な影響から輸出は減少し、貿易収支が赤字化した。この結果、外貨準備が減少しはじめ、マネーサプライも縮小、景気は悪化傾向をたどった。こうした中、1920年3月15日に株価が大暴落し、不況は深刻化していった。

11 金融機関の不良資産額については、第1次世界大戦前後の統計がないため正確に比較することは難しい。ただ、前述のバブル崩壊後のキャピタル・ロスの大きさから判断すると、バブル経済崩壊によって発生した不良資産の規模は、今回のほうがはるかに大きかったと推測される。

図12 バブル生成・崩壊局面における経済指標の推移



資料：日本銀行『金融経済統計月報』、『明治以降本邦主要経済統計』、『日本金融史資料・明治大正編第22巻』、大蔵省『金融事項参考書』、朝倉孝吉・西山千明編『日本経済の貨幣的分析1868-1970』

備考：データはすべて四半期ベースで各局面における株価ピーク時を100として指数化。株価ピーク時は、バブル期1989年四半期、大正9年恐慌1920年第1四半期。



表1 土地のキャピタル・ゲイン・ロス：過去との局面比較

対名目GDP比、%	
時 期	キャピタル・ゲイン・ロス
第一次世界大戦前後	
1913-19	335
1919-24	1
1924-30	43
1930-35	26
列島改造ブーム	
1972-73	165
バブル期	
1986-90	367
1991-93	107

資料：日本銀行『明治以降本邦主要経済統計』、経済企画庁『国民経済計算』

備考：1. キャピタル・ゲイン・ロスは土地に関する計数。

2. 戦前期の国富統計は、1913年と1919年、1924年と1930年の組合せ以外、統計作成方法等が異なるため、直接比較はできない。このため、キャピタル・ゲイン・ロスに関する表中の計数はすべて不連続。

3. 第一次世界大戦前後については対名目GDP比。

### 3. バブルの発生・拡大のメカニズム

本章では、1980年代後半以降におけるわが国バブル経済の発生・拡大のメカニズムについて検討を加える。

#### (1) 期待の強気化

バブル経済の発生・拡大の原因については、以下のような要因が取り上げられることが多い。

金融機関行動の積極化

金融自由化の進展

金融機関のリスク管理の遅れ

自己資本比率規制の導入

長期にわたる金融緩和

地価上昇を加速する税制・規制のバイアス

国民の自信、ユーフォリア（陶醉）

東京への経済機能一極集中、「国際金融センター」化

これらの要因は必ずしも独立ではなく、相互に関連している。その意味では、バブルの発生・拡大を説明する究極的な要因は何であるかが問題となる。確かに、バブル発生・拡大のプロセスを単一の要因で一元的に説明することは魅力的である。

しかし、1980年代後半以降の日本のバブルの経験を振り返ると、そうした一元論ではカバーしきれない多くの要因が存在していたように思われる。

筆者たちの結論は、バブルは単一の要因によって引き起こされたというより、幾つかの初期要因が変化する中で、その影響を増幅する要因が存在し、初期要因の影響が拡大されるという形で進行したというものである。比喩的にいえば、バブルは幾つかの重要な要因が複合的に重なり合うことによって、化学反応のような形で発生した。そうした化学反応のプロセスを一言でいえば「期待の強気化」と表現されるようなプロセスである。

以下では、この「期待の強気化」という概念を中心に据え、これに影響を与えたと考えられる要因を順次取り上げることによって、バブル発生のメカニズムを考察したい(図13の概念図参照)。

最初に、そうした期待の強気化がいつ頃からどの程度進行していったかを振り返ってみる。1980年代後半のわが国経済では、プラザ合意後の急速な円高の進展から「円高不況」が叫ばれ、ある時期まで企業や家計の期待は極めて弱気化していた。しかし、その後、企業、家計、金融機関、政府等、いずれの経済主体をみても、強気の期待が支配するようになった。期待の強気化の度合いを定量化することは難しいが、1つの目安として株式のイールド・スプレッドの変化をみしておく。株式のイールド・スプレッドとは長期金利から株式の益利回り(予想企業収益/株価)を差し引いたものと定義される。また、これは「期待成長率 - リスク・プレミアム」に一致し、「リスク・プレミアム調整後の期待成長率」という意味で「期待の強気化」の尺度となる<sup>12</sup>。

株式のイールド・スプレッドは1987年初には2%を下回る水準にまで縮小したが、1988年頃から上昇に転じ、1990年には6%程度にまで拡大した(図14)。この間における株式のイールド・スプレッドの拡大は、期待経済成長率の上昇、リスク・プレミアムの縮小、あるいはその両方が同時に生じたことを意味する。仮に、リスク・プレミアムを2%とすると<sup>13</sup>、1990年には名目ベースで8%程度の期待成長率が想定されていたことになる。しかし、当時の物価上昇率の低さを考えあわせると、名目潜在成長率が8%近くまで達していたとは到底考えられず、前述の株式イールド・スプレッドの高さは、期待が著しく強気化していた状況を如実に示している。

12 期待成長率の上昇とリスク・プレミアムの低下は、資産価格に対して同一方向の影響を及ぼすため、両者を識別することは必ずしも重要ではない。例えば、株式のイールド・スプレッド上昇がリスク・プレミアム低下を反映していれば、それは将来に対する確信度の強まりを意味しており、企業や家計の経済行動は、期待成長率上昇と同様に積極化する。したがって、資産価格への影響を考えるうえでは、期待成長率にリスク・プレミアムを加味して評価する必要がある。

13 リスク・プレミアムについては、例えば、1984年から93年の名目成長率の平均値(5.3%)と株式のイールド・スプレッドの平均値(3.4%)の差とすると1.9%、名目GDP成長率が下げ止まった1984年の名目GDP成長率(6.9%)と株式のイールド・スプレッド(4.5%)の差とすると2.4%となる。

図13 日本のバブル経済の概念図

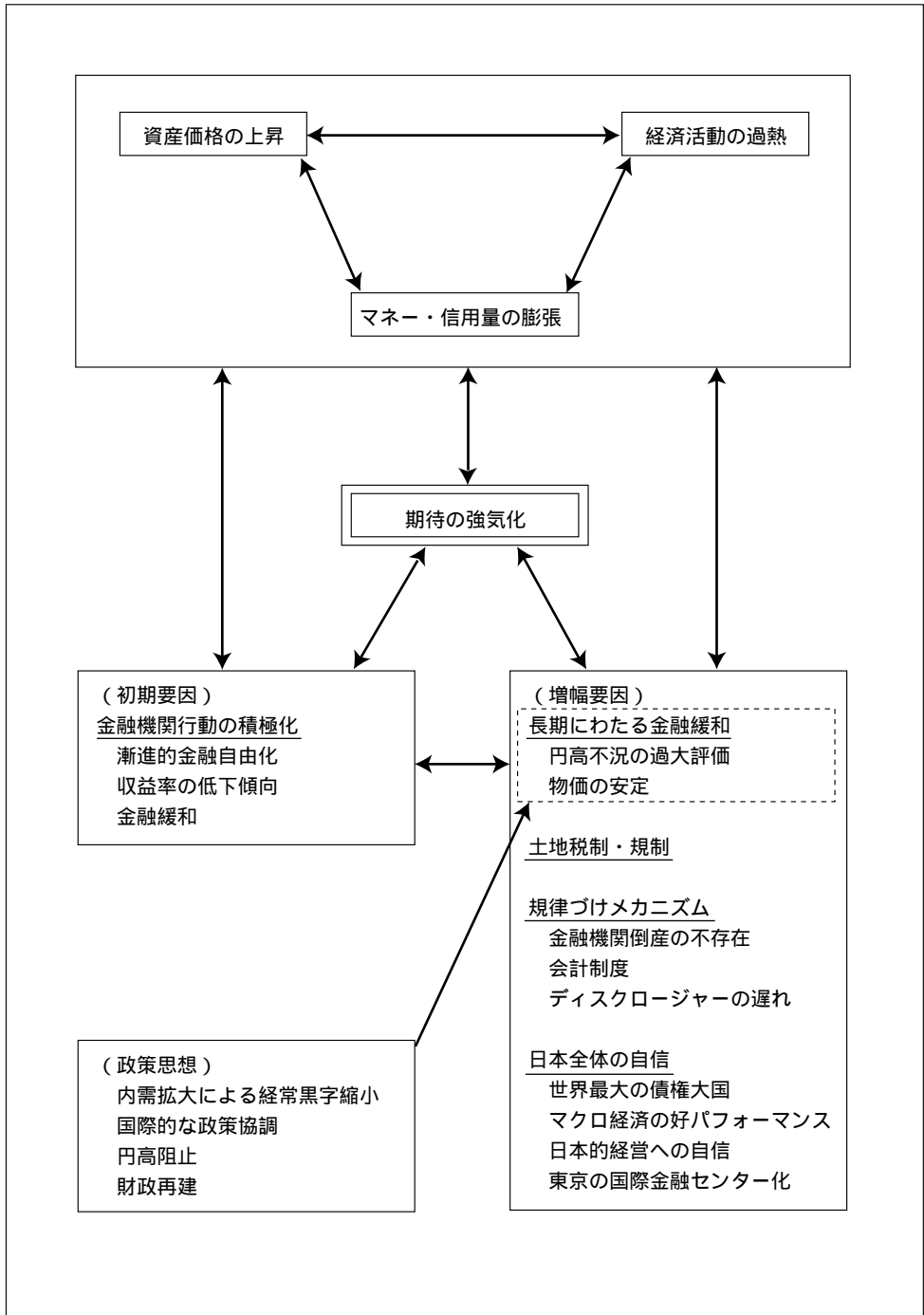


図14 株式のイールド・スプレッドの推移

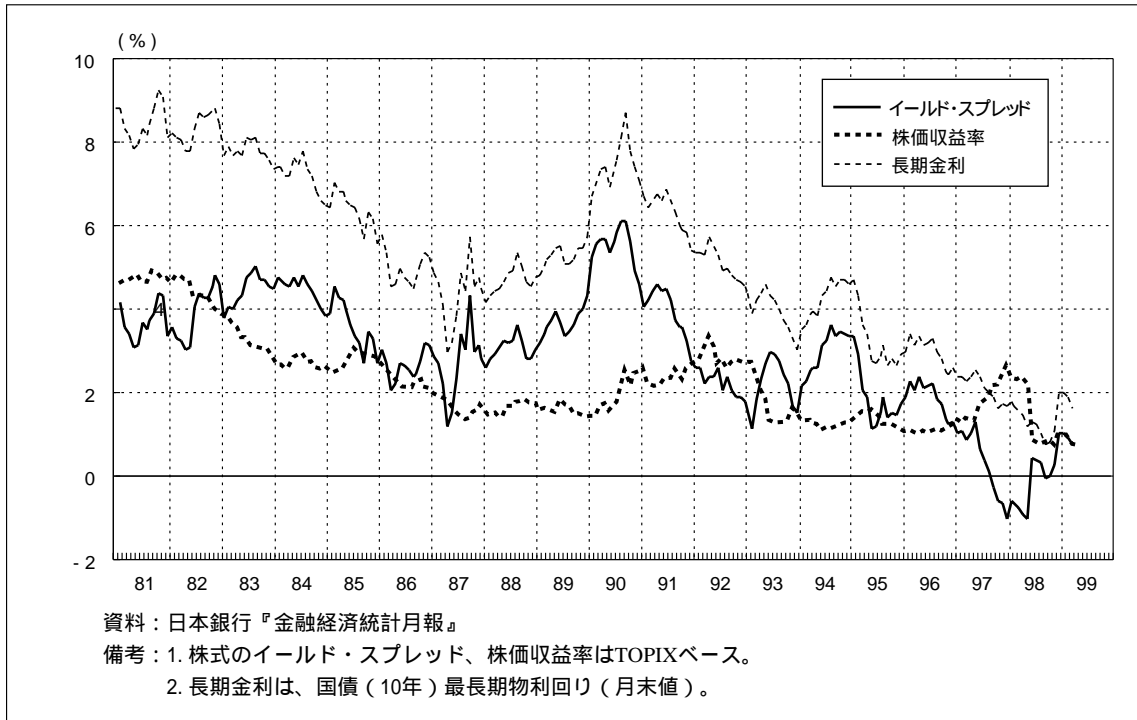
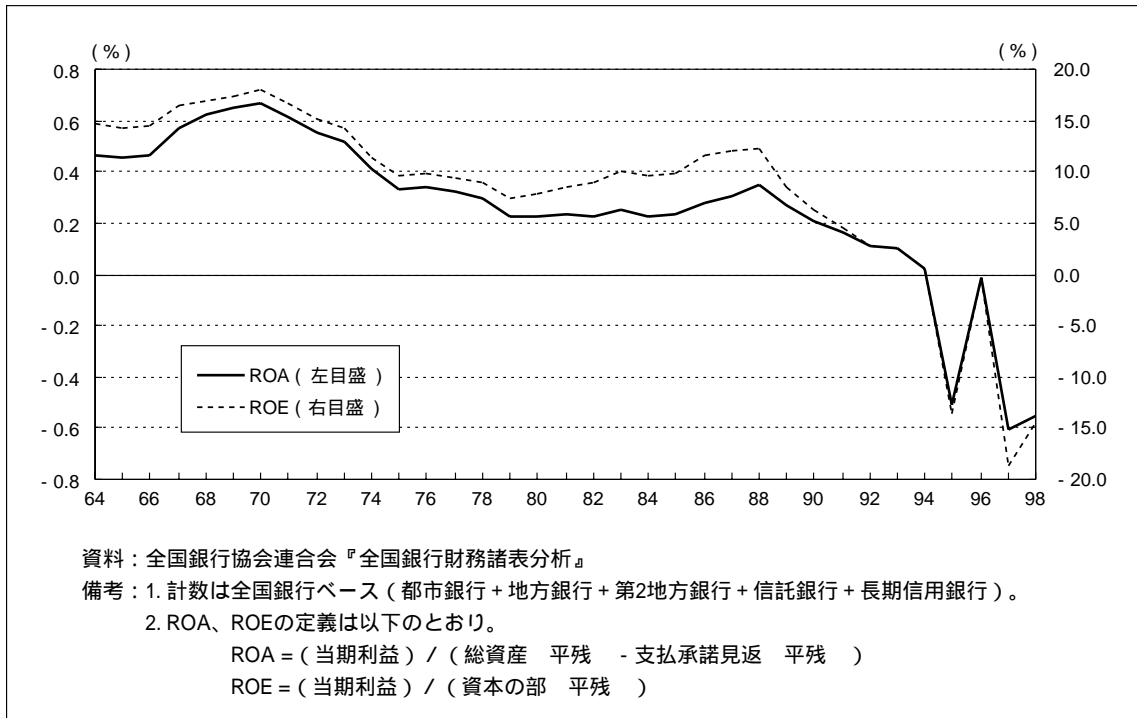


図15 金融機関の収益動向



## (2) バブルをもたらした要因

それでは、バブル経済の発生はどのようなメカニズムによって生じたのであろうか。以下では、上述した強気の期待化に焦点を当てながら、特に重要と考えられる5つの要因 すなわち、金融機関行動の積極化、長期にわたる金融緩和、地価上昇を加速する土地税制・規制のバイアス、規律づけのメカニズムの弱さ、日本全体としての自信の影響 を取り上げ、順に検討する<sup>14</sup>。これら5つの要因はお互いに関連しているが、あえて整理すれば、金融機関行動の積極化は前述のバブル発生の初期要因と位置づけられるものであり、他の4つの要因は初期要因の影響を増幅した要因と位置づけられる。

### イ．金融機関行動の積極化

バブル発生の第1の要因として挙げられるのは、金融機関行動の積極化である。金融機関の行動が著しく積極化したのは1987、88年以降であるが、子細にみると、そうした金融機関行動の積極化は1980年代後半の金融緩和のプロセスで突然生じたものではなく、既に1983年頃から徐々に始まっていた。

#### ( 漸進的な金融自由化と金融機関の収益率の低下傾向 )

こうした金融機関行動の変化の背景としてしばしば指摘されるのは、漸進的な金融自由化の進展とそのもとでの収益率の低下傾向である(図15)<sup>15</sup>。大企業の資金調達には1980年頃から急速に自由化されたが、銀行の証券業務進出は段階的にしか認められず、銀行は「大企業の銀行離れ」に強い危機感を抱いていた。

こうした中、預金の面では金利自由化が漸進的に進められたことから、銀行は規制金利預金の受入れから生じるレントをいわば吐き出す形で、不動産担保の中小企業向け貸出や不動産関連貸出を積極的に行った(図16)<sup>16</sup>。この点に関する1つの傍証として、第2地方銀行協会加盟銀行について破綻した銀行(7行)とその他の銀行の収益率、貸出伸び率、不動産関連貸出比率をみると、破綻した銀行は1980年代前半において既に収益率が低く、1980年代中から後半にかけて不動産関連を中心に貸出を積極的に増加させている事実が確認される(図17)<sup>17</sup>。

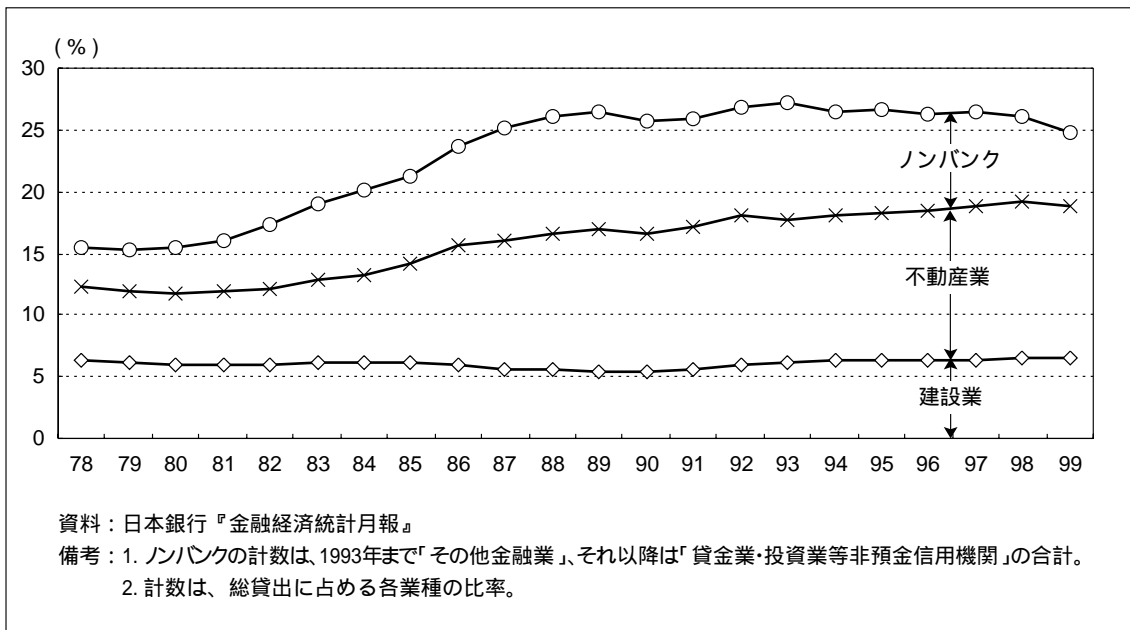
14 強気化した期待が伝播するプロセスでは、マスメディアの果たした役割も大きかった。Shiller [ 2000 ] は「投機的バブルの歴史は概ね新聞の誕生とともに始まった」として、歴史上最初に記録されているバブルである17世紀初めのオランダのチューリップ・バブルと新聞の誕生とが、ほぼ同時期である事実に言及している。

15 既に1980年の外国為替管理法の改正や1984年の円転換規制の撤廃等により内外資金取引は活発化し実質的な金利自由化は徐々に進展していたが、1985年には預金金利の自由化が段階的に開始された。また、金融機関の業務や証券市場における各種の自由化措置も1980年代に入って徐々に始まっていた。

16 Hoshi and Kashyap [ 1999 ] は、1980年代に、銀行予信面で大企業の銀行離れが進む一方、金融資産の中で銀行預金が占めるシェアは高水準が持続したため、銀行は中小企業向けや不動産関連業向けの貸出に新しい貸出機会を見い出そうとしたが、それが結果としては、不良債権の増大につながったと指摘している。

17 このほか、Hoshi [ 2000 ] は、個別金融機関のデータを使った分析により、不良債権の大きさは、不動産関連向け融資と強い相関があること、また、不動産関連向け融資の伸びは、地価上昇に加え、貸出先の資本市場への流出が影響していることを示している。

図16 銀行の不動産関連業種への貸出比率



(自己資本比率規制)

もう1つの要因としてしばしば取り上げられるのは、当時導入が議論されていた金融機関に対する自己資本比率規制である<sup>18</sup>。バブル期当時、主要銀行のBIS規制上の概念による自己資本は1988年9月には35兆円であったが、1989年9月末には46兆円にまで増加した(図18)。自己資本増加の第1のルートは、バブル期の景気拡大に伴う収益の増加である。第2は、株式含み益の増加に伴うTier IIとして計算される自己資本の増加である。第3は、金融機関自身によるエクイティ・ファイナンスの増加である<sup>19</sup>。

日本のバブル期の金融機関行動を巡って特に議論の対象となっているのは、株式含み益の増加に伴うBIS規制上の自己資本増加の影響である。BIS規制上の自己資本増加が、金融機関自らの判断によるリスクへの備えとしての自己資本(economic capital)の積増しに見合ったものであれば、そのもとで生じた積極的な金融機関行動を自己資本比率規制の影響と考えるか、金融機関のリスク認識の結果と考えるかは難しい問題である。自己資本比率規制が、景気変動にどのような影響をもたらすかは、重要な論点であるが、バブル期の日本経済を考えるうえでより本質的な論点は、自己資本比率規制自体の影響というより、上述の漸進的自由化のもとで、金融

18 BIS規制は、1988年に合意が成立し、わが国では1992年度から実施に移された。

19 エクイティ・ファイナンスのうち、劣後債はTier IIに算入される。

図17 第2地方銀行協会加盟銀行の収益・資産動向

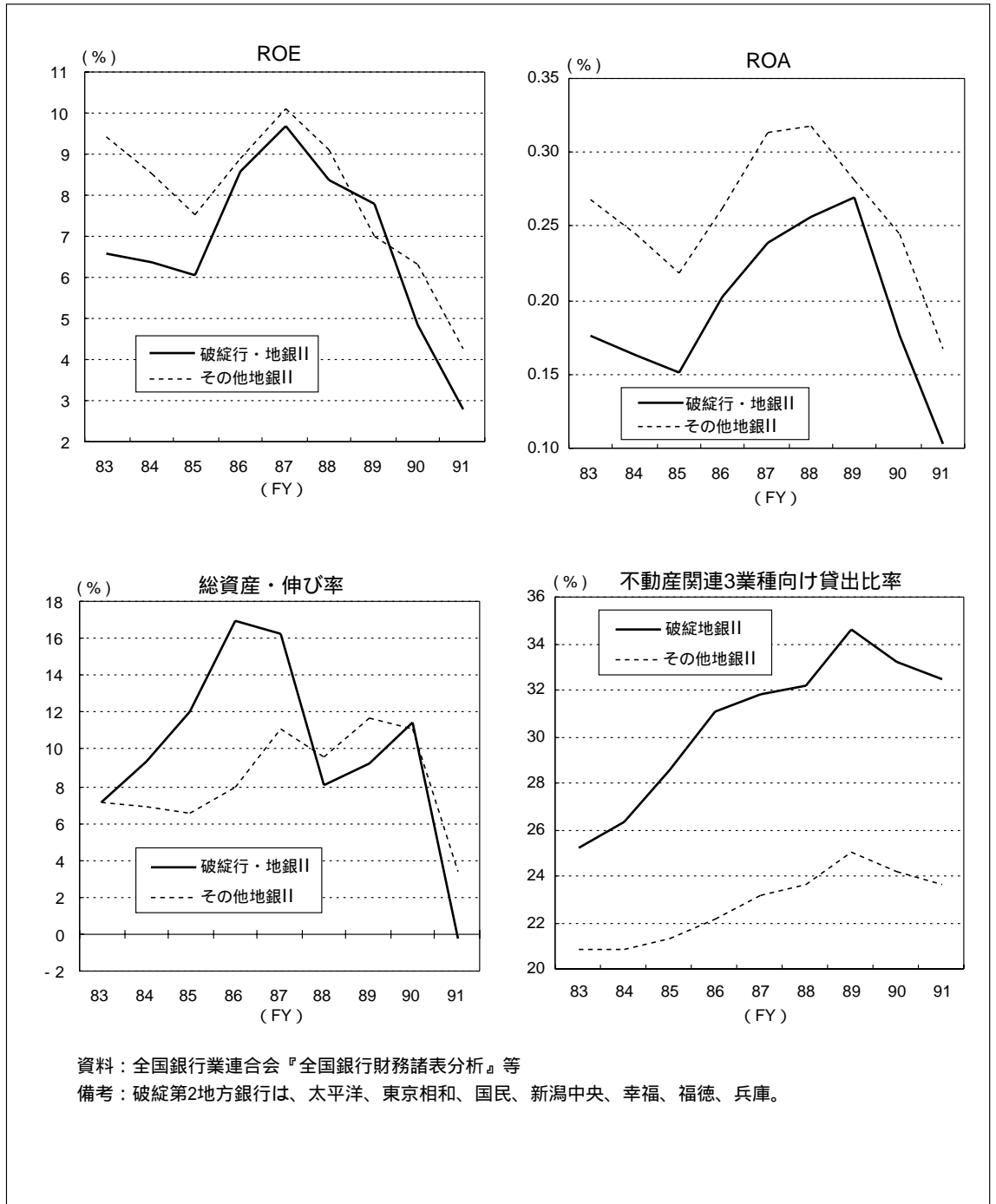
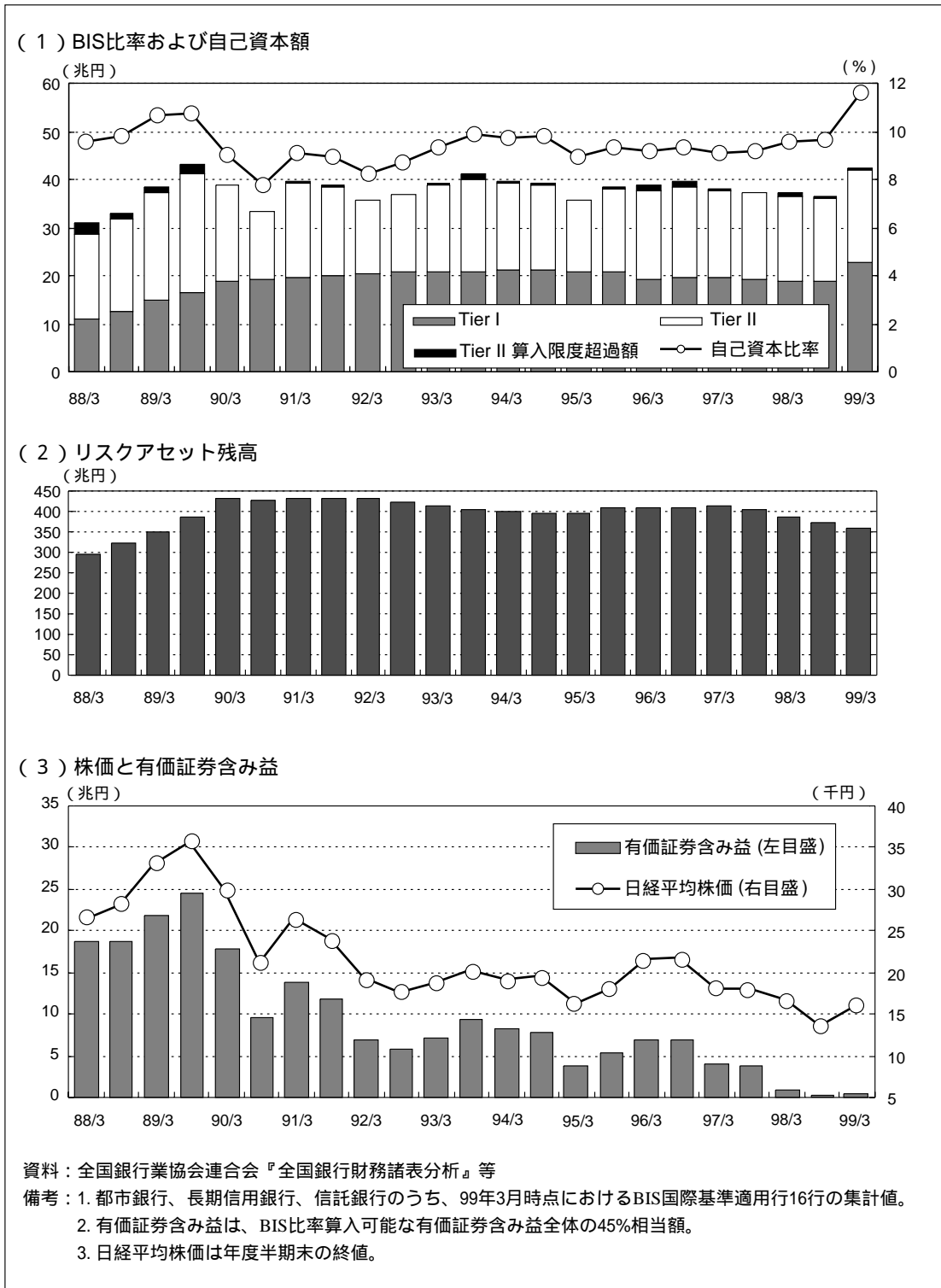


図18 金融機関の自己資本比率





機関がリスクをどのように認識・管理していたかという問題に帰着する面が大きいように思われる。

#### ロ．長期にわたる金融緩和

バブル発生の第2の要因としては、長期にわたる金融緩和が挙げられる。実際、主要国では、わが国を含め、1980年代以降の経験を振り返ると、資産価格上昇と信用量の間にはかなり高い連関性が観察される（図19）。金融緩和が資産価格の急激な上昇をもたらすメカニズムとしては、以下の3つが挙げられる。

第1に、金融緩和は資金調達コストを引下げ、投機家の資金調達を容易にする（岩本ほか [1999]）。大規模な投資活動を行っている投機家は、自己資金を超える投資ポジションを形成しているため、金融資産売買において、その時間的なズレを埋める資金が必要となる。金融緩和は、こうした投資ポジション形成を容易なものとした。第2に、金融緩和も一因となって実現した株価上昇は資本コストを低下させ、時価増資発行、転換社債・ワラント債発行等のエクイティ・ファイナンスを極めて容易にした。第3に、地価や株価の上昇が企業の保有する土地・株式の資産価値を高め、資産の担保価値増加を通じて銀行借入・社債発行による資金調達能力を大きく高めた。

バブル期においては上述のようなメカニズムが作用したが、以下の理由からそうした金融緩和のメカニズムだけでバブルが発生したとは考えられない。第1に、金融緩和が自動的にバブル経済を生むのであれば、なぜ過去の金融緩和はバブルを生まなかったのであろうか。また、1999年2月以降の「ゼロ金利」にもかかわらず、バブルが生じないのはなぜであろうか。第2に、1980年代後半以降、程度の差こそあれ多くの先進国がバブルを経験した事実は、金融緩和以外にも各国にある程度共通するバブル発生要因が存在することを示唆している<sup>20</sup>。これらのことをあわせて考えると、金融緩和はバブル発生の必要条件であったが、十分条件ではなかったことを示しているように思われる<sup>21</sup>。

#### ハ．税制・規制要因による地価上昇の加速

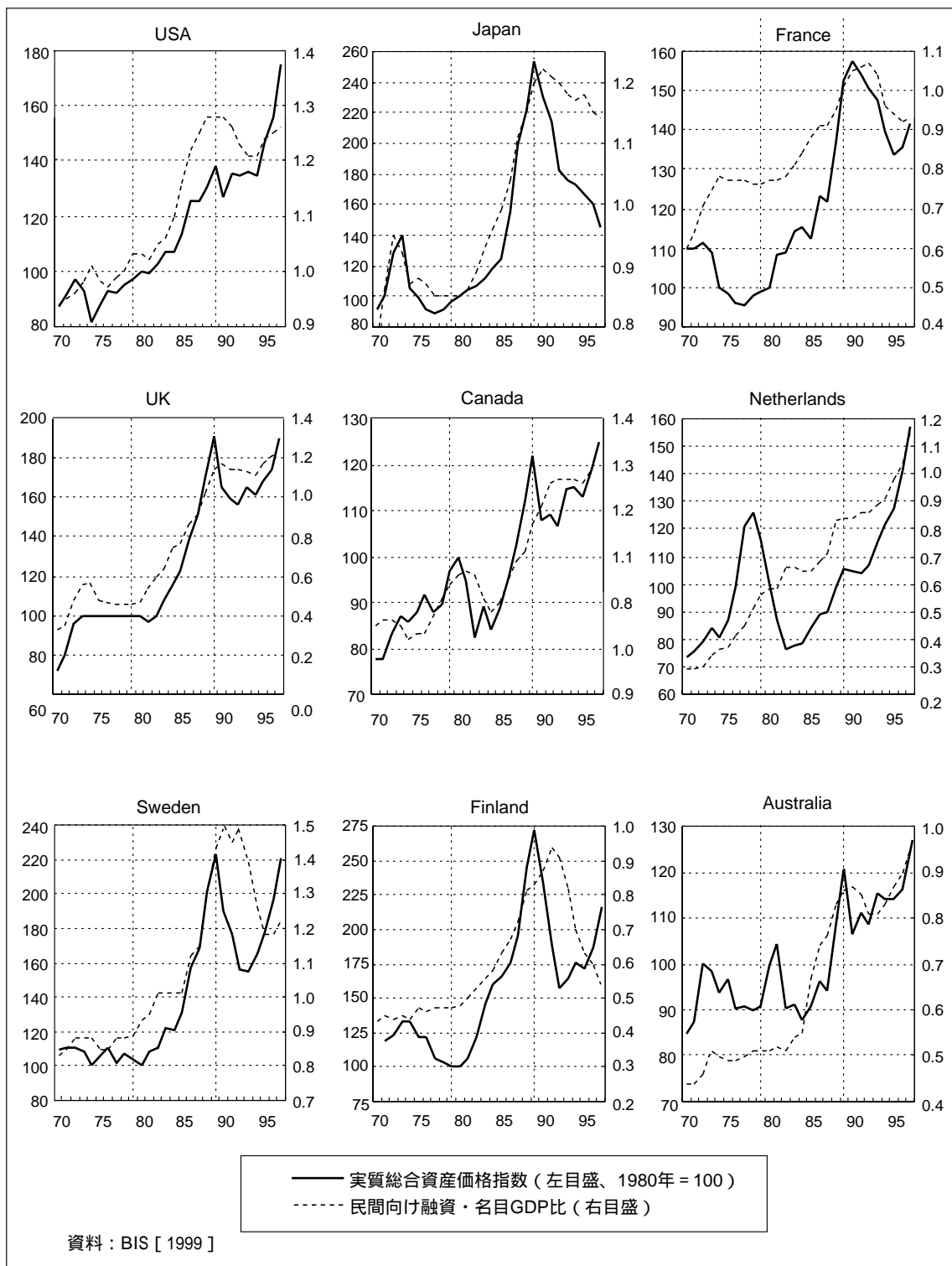
バブル発生の第3の要因としては、税制・規制が地価上昇を加速させるバイアスを有していたことが挙げられる<sup>22</sup>。そうしたバイアスとしては、以下の2点がしばしば指摘される。

20 1980年代以降の海外先進国のバブルに比較的共通する要因としては、金融緩和、規制・監督の見直しが遅れた状況のもとでの金融自由化、税制の歪み等が挙げられる。

21 金融緩和とバブルの関係については、4章でより詳しく検討する。

22 わが国の土地税制・規制が地価形成に与えた影響については、例えば、野口 [1989]、西村 [1995] を参照。なお、海外の場合は、住宅ローンの借入金利の税制上、所得控除の対象となることが主たるルートとして指摘されることが多い（Shigemitsu [1995]）。

図19 実質総合資産価格と信用量



第1は土地税制、すなわち、相対的に土地の保有に軽く売買益に重い税率の影響である。一般に、地価上昇が予想される場合、保有税率が低いことは税負担の面からも土地保有のインセンティブを高め、土地の供給を抑制する効果を有する。また、土地の売却益にかかる税率が高いことは、土地売却のタイミングを可能な限り繰り延べるインセンティブを生むことを通じて、土地の供給をさらに抑制する効果を及ぼす。そうしたメカニズムによる地価上昇は、いわば税制メリットの予想割引現在価値を反映したものであったが、地価上昇予想は、そうした税制メリットを拡大させることを通じて、さらなる地価上昇を生み出した。

第2は、裁量的な土地利用規制の運用の結果、主として地方圏において、将来、農地が宅地転用可能となる期待を織り込んだ価格形成が行われていた可能性である。この場合、上述した税制の効果と同様に、土地売却に対して抑制的な要因として作用する<sup>23</sup>。

上記要因による地価水準の上昇は、土地保有者からみて「制度メリット」と位置づけられるものであるが、地価が上昇する局面ではそうした「制度メリット」がさらに拡大することから、地価上昇が加速した。

## 二．規律づけのメカニズムの弱さ

第4の要因として、バブル期に金融機関、一般企業、個人、政府を含め、多くの経済主体の行動が次第に積極化していく中で、規律づけのメカニズムが十分に働かなかったことが挙げられる。企業の規律づけのメカニズム（コーポレート・ガバナンス）の面では、従来、日本ではメイン・バンクによるチェックが重要な役割を果たしていた。しかし、大企業を中心に資本市場調達が増加する中で、メイン・バンクによるチェック機能は次第に低下していった。また、株式持合いの影響や原価主義の会計原則、ディスクロージャーの遅れ等から、メイン・バンク以外の株主や債権者によるチェック機能も十分には作用しなかった<sup>24</sup>。

金融機関については、当時進行中であった金融自由化という金融環境の変化を考えると、新たなコーポレート・ガバナンスのメカニズムが必要であった。そのためには、金融機関自らがリスク管理の仕組みを作り上げていくことが必要であった。それと同時に、金融機関の規制・監督の枠組み整備が遅れたことも、そうした金融機関のコーポレート・ガバナンスの見直しの遅れにもつながっていったように思われる。

23 土地をいつでも売却できる状態で保有しようとするインセンティブが働くと、土地が低利用の状態で放置されやすい。例えば、Kanoh and Murase [1999] は、土地の他用途転用の可能性という潜在的なオプション価値が地価決定要因として重要であることを示している。

24 会計制度の問題としては、例えば、当時、転換社債・ワラント債は、実際には株式転換権・引受権の対価分だけ割り引かれて発行されていたにもかかわらず、これらの対価分も社債発行価格に含めて会計処理されていたため、株式転換権・引受権の対価分が収益として認識されるかたちとなっていた。

経済主体に対する規律づけのメカニズムの具体的な形態は経済の発展とともに変化していく。ある時期までは規律づけのメカニズムとして合理的であった制度も、経済・金融環境が変化する中で次第に十分には機能しなくなる。例えば、戦後長く金融機関の倒産が発生しなかったこと自体は、ある時期まで金融システムが基本的には健全であったことの反映であった。また、株式持合い慣行も、経営の安定性を高めるため中長期的視点に立った経営を可能とし、日本企業の発展を支える強みであったかもしれない。しかし、それまでの「成功体験」の影響もあって新たな規律づけのメカニズムの形成が遅れたことも、バブル発生の1つの原因を形づくったように思われる。

#### ホ．日本全体としての自信

以上、バブルの発生、拡大を説明する4つの要因を取り上げたが、それらの要因だけでは、バブル拡大の要因を十分に捉えきれていないように思われる。それをあえて表現しようとするれば、「日本全体としての自信」という言葉が当てはまるかもしれない。

こうした自信の生まれた背景を整理すると、第1に日本経済が好パフォーマンスを続けたという事実が挙げられる。前述の株式のイールド・スプレッドの動きにも示されるように、期待が本格的に強化したのは1988年後半以降である。この時期はブラック・マンデーによる株価下落の影響を脱し、株価上昇、物価安定のもとで経済成長率が高まり、そうしたマクロ経済情勢は多くの経済主体に自信をもたらした。

第2の理由としては、国際的にみた日本のプレゼンス拡大が挙げられる。例えば、日本の経常黒字の拡大を背景に对外債権は大幅に増加した。また、日本の金融機関の海外での活動も大幅に拡大し、国際銀行貸出におけるわが国金融機関のシェアはピーク（1989年第1四半期）には41%まで上昇した。日本の企業による海外企業の大規模買収も相次いだ。当時よく用いられた「世界最大の債権大国」という言葉はこの時期の時代の雰囲気をよく表している<sup>25</sup>。

第3の理由としては、企業経営面でも半導体をはじめ製造技術で世界をリードしていたことや、「日本的経営」の成功が米国型経営との対比において優位性を持つものとして評価されていたことが挙げられる。

第4の理由としては、バブル期にしばしば使われた「国際金融センターとしての東京」という言葉に代表されるように、海外の金融機関、企業が当時東京に相次いで進出したことも日本全体としての自信を支える一因となった。また、そうした進出の増加は東京都心部のオフィス需要の増加を通じて地価の上昇をもたらした。この面からもさらに期待の強化をもたらし、このことになった<sup>26</sup>。

25 米国の対外資産・負債のネット・ポジションは1980年代半から後半にかけて債務超過となった（資産価格評価方法の違いにより、時期的には若干前後する）。また、エズラ・ヴォーゲルによる『ジャパン・アズ・ナンバーワン』が出版されたのは英語版・日本語版共に1979年である。

26 国土庁〔1985〕は、東京のオフィス需要について、2000年までに「超高層ビル250棟分必要になる」との予測を発表しており、この予測が当時の地価の期待形成に大きな影響を与えた可能性が指摘されることもある。

## 4. 金融政策はバブルをもたらしたか？

前章では、バブル発生メカニズムを概観し、長期にわたる金融緩和はバブル発生原因のすべてではないが、バブル発生の一因であったことを説明した。本章ではバブル発生と金融政策の関係をより詳しく検討する。

### (1) バブル期の日本銀行の金融政策運営

最初に、1980年代後半から1990年代初めにかけて日本銀行の金融政策がどのように運営されたを振り返ってみる。その際、1980年代後半から1990年代初にかけての金融政策を以下の3つの時期に分けて考えることが有用である。

第1の時期は、1985年9月のプラザ合意以降1987年春頃までの局面である。この時期は、プラザ合意後の急速な円高・ドル安進行による「円高不況」に対応し、金融緩和が推進された。第2の時期は1987年夏以降1989年春にかけての局面である。日本銀行は、時期により濃淡の差はあるが、金融緩和から金融引締めへの転換を模索していたが、結果として金融引締めへの転換をなかなか果たし得ず、当時としては既往最低水準の公定歩合が長期にわたって維持された。第3の時期は、1989年春以降、金融引締めに転じた後の局面である。

#### イ．金融緩和のプロセス

日本銀行は1985年9月のプラザ合意後の急速な円高・ドル安の進行による「円高不況」に対応するため、1986年1月から1987年2月までの間、公定歩合を計5回、2.5%引き下げた（表2）。その結果、公定歩合は1987年2月から1989年5月まで約2年3か月にわたって、当時としての既往最低水準である2.5%という低金利が続いた。この間の金融政策運営の特色としては、お互いに関連しているが、以下の3点が挙

表2 公定歩合引下げの概要

実施日	公定歩合	備 考
1986年1月30日	5.0% 4.5%	
1986年3月10日	4.5% 4.0%	引下げ発表日はFRBおよびブンデスバンクの公定歩合引下げ発表と同一
1986年4月21日	4.0% 3.5%	引下げ実施日はFRBの公定歩合引下げと同一
1986年11月1日	3.5% 3.0%	引下げ日に宮沢蔵相・ベーカー財務長官による為替安定のための共同声明が発表された
1987年2月23日	3.0% 2.5%	引下げ同日、ルーブル合意の共同声明が発表された

げられる。

#### （国際的な政策協調の枠組み）

第1の特色は1985年9月のプラザ合意に示された国際的な政策協調の枠組みに強く影響されたことである。プラザ合意の第1の柱はドル高是正に向けての為替市場への協調介入であり、第2の柱はマクロ経済政策の協調であった。そうした政策協調の枠組みの中で、日本、ドイツ等の黒字国は内需の拡大を、赤字国の米国は財政赤字の縮小に取り組むことがうたわれていた（表3参照）。

1986年1月以降5回にわたるわが国の公定歩合引下げのうち、第1回は日本銀行の単独引下げであったが、第2回以降は、引下げのタイミングが米国の引下げと同一であったり、日米の政府声明ないしG7の共同声明と同一であるなど、国際的な政策協調の枠組みに強く影響された。このため、国民の間には漠然と「金利は国際的な関係を考慮しながら関係国と相談しながら決めていくものである」という観念が広がっていった<sup>27</sup>。

#### （円高阻止）

第2の特色は、円高による景気後退、国内経済の空洞化等の懸念から円高阻止がいわば「国論」となるような雰囲気の中で、金融政策の運営上、為替相場の安定確保、とりわけ円高抑制に大きなウエイトがかけられたことである<sup>28</sup>。

当時のG5（ないしG7）後の発表文には各国の政策意図が記されているが、日本の金融政策についてはプラザ合意時の発表文の中で、「円レートに適切な注意を払いつつ、金融政策を弾力的に運営」という表現で、為替相場との関係が強調されている（前出表3参照）。また、公定歩合引下げ時の政策委員会議長談でも為替相場安定確保が毎回言及されている（表4）。為替相場と強くリンクした公定歩合の引下げという性格は、特に、1986年10月と1987年2月の2回の引下げにおいて顕著であった。この間、プラザ合意後の数年間は米国から為替市場への協調介入実施を取り付けたため、米国政府高官によるドルのトーク・ダウンを止めさせるための「触媒的手段」として使われたことも大きな特色であった<sup>29</sup>。

#### （内需拡大による経常黒字縮小）

第3の特色は、以上2つの特色と関連するが、「内需の拡大を通じて経常黒字を縮小する」という当時支配的であった経済政策運営の理念の影響を金融政策も受けて

27 三重野元日本銀行総裁は、当時の政策協調を巡る理解について、「マスコミはプラザ合意の影をいつまでもしょっていた」として、『『よ〜い、どん』で金利を動かすことが、国際協調だと思込んでいる」と述べている（三重野 [2000]、255頁）。

28 1970年以降の公定歩合変更の際に、為替相場を政策目的として言及したのは1979～1980年の引上げ時（第2次石油ショック）のみである。なお、為替相場が1988年以降円安方向に振れた際に金利が引き上げられたわけではなく、金融政策は為替安定というよりも、円高抑制に配慮して運営されたといえる。

29 プラザ合意後における政策協調が実施段階に移される過程については船橋 [1988] を参照。

表3 プラザ合意・ルーブル合意の声明文（抜粋）

<p><u>プラザ合意（1985年9月22日、ニューヨーク）</u></p> <p>18. 大臣及び総裁は、為替レートが対外インバランスを調整する上で役割を果たすべきであることに合意した。このためには、為替レートは基本的経済条件をこれまで以上にによりよく反映しなければならない。彼らは、合意された政策行動が、ファンダメンタルズを一層改善するよう実施され強化されるべきであり、ファンダメンタルズの現状及び見通しの変化を考慮すると、主要非ドル通貨の対ドル・レートのある程度の一層の秩序ある上昇が望ましいと信じている。彼らは、そうすることが有用であるときには、これを促進するようより密接に協力する用意がある。</p> <p>（中略）</p> <p>特に、日本政府は次の明白な意図を持つ政策を実施する。</p> <p>（1.および2. 略）</p> <p>3. 円レートに適切な注意を払いつつ、金融政策を弾力的に運営。</p> <p><u>ルーブル合意（1987年2月22日、パリ）</u></p> <p>10. 大臣及び総裁は、プラザ合意以来の大幅な為替レートの変化は対外不均衡の縮小に今後一層寄与するであろうとの点に合意し、この声明に要約された政策コミットメントを前提とすれば、今や各通貨は基礎的な経済諸条件に概ね合致した範囲内にあるものとなった点に合意した。各通貨間における為替レートのこれ以上の顕著な変化は、各国における成長及び調整の可能性を損う恐れがある。それゆえに、現状においては、大臣及び総裁は、為替レートを当面の水準の周辺に安定させることを促進するために緊密に協力することに合意した。</p>
--

いたことである<sup>30</sup>。公定歩合引下げ時の政策委員会議長談をみると、第3回まではこの点が明示的に記されている（前出表4参照）。もちろん、内需の拡大を通じる経常黒字縮小が意識されていたといっても、意識の程度は物価安定という中央銀行にとっての基本目標と相反しない範囲内のものであることはいうまでもない。事実、第4回以降の公定歩合引下げに当たってはこの点は言及されていないが、「内需拡大を通じる経常黒字縮小」という政策思想は日本銀行の金融政策運営を大きく拘束した。

30 1986年4月に発表された『国際協調のための経済構造調整研究会』報告書（いわゆる前川レポート）はそうした政策思想を最も端的に表している。なお、日本サイドで経常黒字縮小が強く意識された背景としては、1985年3月に米国上院本会議で「対日報復決議」が採択されたほか、日本製品を標的とした保護主義法案が次々に準備されるなど、米国で貿易赤字が拡大する中で、米国で保護貿易主義的・対日制裁的な動きが強まっていたことも挙げられる。

表4 公定歩合引下げ時の日本銀行政策委員会議長談

実施日	政策委員会議長談（抜粋）
1986年1月29日	今回の措置は、金利の低下を通じて内需の拡大を促し、 <u>対外不均衡の是正に資することが期待されるが</u> 、日本銀行としては、今後の政策運営に当たっては、 <u>引続き為替相場の動向に十分注意を払っていく方針である。</u>
1986年3月7日	（略）以上のような諸情勢に鑑み、日本銀行は、この際、公定歩合を引き下げる <u>ことが適当と判断したものである。</u> 日本銀行としては、本措置が <u>為替相場の急激な変動を回避すると共に、内需の拡大を促し、対外不均衡の是正に資することを期待している。</u>
1986年4月19日	日本銀行としては、今回の措置が円相場のより安定した動きに寄与すると共に、 <u>先般の総合経済対策の諸施策と併せ、内需の拡大とそれを通ずる対外不均衡の是正に一段と資することを期待している。</u>
1986年10月31日	日本銀行としては、今回の措置が今後における持続的な経済成長に資することとを期待しているが、その観点からも <u>為替相場の安定が強く望まれる。</u> 一方、物価は <u>引続き安定基調を維持しているが、マネーサプライの動向等金融緩和に伴なう諸般の動きについては、引続き十分注意して見守っていく方針である。</u>
1987年2月20日	日本銀行としては、今回の措置がこれまでの金融緩和措置と相俟って <u>為替相場の安定に資すると共に、内需の着実な拡大を促すことを期待している。</u> 先般、日米間で <u>為替市場の諸問題について協力を続けていく旨が再確認されたが、為替相場の安定のためには、今後とも主要国の緊密な協調が期待される。</u> マネーサプライの動向等金融緩和に伴なう諸般の動きについては、 <u>引続き十分注意して見守っていく方針である。</u>

備考：下線は筆者が付したもの。

表5 金融引締めへの転換の模索プロセス

時期	関連する動き
1987年8月末	市場金利の高目誘導開始
1987年10月19日	NY株価暴落
1987年10月20日	市場調節スタンスを緩和
1988年1月13日	日米共同声明（レーガン・竹下）
1988年6～9月上旬	市場調節は緩和基調維持から若干の是正へ（CDレートはピーク時にボトム対比0.7%上昇）
1988年11月	新金融調節方式の導入
1989年4月1日	消費税導入
1989年5月30日	公定歩合引上げ（2.5% 3.25%、5月31日実施）



ロ．金融引締めへの転換の模索

景気回復が1987年春頃から次第に明確化し<sup>31</sup>、マネーサプライの高い伸び、資産価格の上昇が顕著となる中で、日本銀行は金融政策運営に当たって次第に警戒的な見方をとるようになっていった。以下では、そのような状況のもとで、日本銀行が金融引締めへの転換を模索した過程を局面に分けて説明する。

（金融緩和の行き過ぎへの懸念）

日本銀行は、マネーサプライや資産価格の動向について既に第3回の公定歩合引下げ直後の1986年夏頃から懸念を表明しており、当時、日本銀行首脳はそうした懸念を「乾いた薪」という言葉で表現していた。特に、マネーサプライの伸びが高まり、資産価格の上昇が目立ちはじめた第4回、第5回の公定歩合引下げ時における政策委員会議長談では、金融緩和の行き過ぎへの強い警戒感が表明されている（前出表4）。

このような状況のもと、日本銀行は1987年2月に公定歩合を当時の既往最低水準である2.5%まで引下げた後、できるだけ早く金利引上げを図りたい、少なくともフリー・ハンドを得ておきたいと考えていた（この時期の金融政策運営の動きについては表5を参照）。しかし、現実には1987年5月の中曽根首相・レーガン大統領の会談後の共同声明において、日本銀行の短期金利オペレーションについて言及がなされ<sup>32</sup>、短期市場金利はさらに引き下げられた（オーバーナイト物無担コールレート・月中平均：4月、3.52% 5月、3.17%）。

（1987年夏の短期市場金利引上げ）

日本銀行が先行きの公定歩合の引上げを展望し、その具体的な第一歩を踏み出したのは、1987年8月末からの短期市場金利の高め誘導であった。その結果、短期市場金利は9月以降徐々に上昇し、米国の株価暴落（ブラック・マンデー）直前の10月19日には、CD新発3カ月物レートは4.920%と、8月末比では0.84%ポイント上昇した。長期金利も景気回復の明確化、マネーサプライの増勢、内外商品市況の反発等から、ボトム時の水準に比べ3%近く上昇した。

しかし、短期市場金利の高め誘導はブラック・マンデーによりいったん中断し、短期市場金利は再び低下した。このような状況のもと、1988年1月に行われたレー

31 日本銀行は、1987年春の情勢判断（5月発表）で、「これまでの累積的円高の輸出数量抑制効果が次第に減衰し、在庫調整や企業の円高への対応が進展している結果、景気は循環的には底固めの段階に入りつつあるようにつながられる」との見方を示している。この間、経済企画庁も、1987年7月の月例経済報告からようやく「景気の足取りは緩やかであるがその動きには底固さが増しつつある」と景気判断をやや前進させている。

32 会談後に公表されたレーガン大統領・中曽根首相の経済問題に関する共同発表では、以下のような表現で金融政策運営についても言及がなされている。

「中曽根総理大臣は、日本の内需を刺激するためとする異例の措置の計画の概要を説明した。かかる措置には、日本銀行により既に開始されている短期金利低下のためのオペレーションも含まれる。」

ガン大統領・竹下首相会談では短期金利の低め維持が言及された<sup>33</sup>。

（「節度ある融資態度」）

日本銀行では、当時、正統的な金融政策手段の補完手段として金融機関貸出に対する「窓口指導」（貸出増加額抑制指導）を枠組みとして残していた。日本銀行は、その実際の運営に当たって、1987年1～3月期までは金融機関の自主計画を全面的に尊重するスタンスで臨んでいたが、1987年4～6月期からは、「節度ある融資態度の堅持」を求めるかたちで緩やかなモラル・スウェージョンに転じ、漸次その度合いを強めていった。しかし、「窓口指導」を強化しても、公定歩合が変更されない状況のもとでは、踏み込んだ貸出抑制指導は行い得ないし、また仮に行ったとしても効果は期待できない。ただその一方で、踏み込んだ貸出抑制指導を行わなければ、金融機関の積極的な貸出姿勢に対し日本銀行が何の懸念も有していないと受け取られる可能性もあった。このような状況のもとで、窓口指導の運営は徐々に抑制色を強めながらも、公定歩合が引き上げられるまでは中途半端な状態が続いた。

（海外主要国の金融引締めへの転換）

ブラック・マンデーの発生直後は世界の金融為替市場は不安定な状況にあり、海外主要国の中央銀行も金利を引き下げ、金融市場に流動性を潤沢に供給するスタンスをとった（この時期の米独の金融政策運営については表6参照）。そのような金融緩和スタンスは1988年春頃まで継続されたが、同年夏頃から米国、西ドイツ等海外主要国では景気回復が明確化する中で、相次いで金利引上げに転じた。また、為替市場もそれまでのドル安基調からドル高基調へと変化し、欧州諸国はドル売り介入を行った<sup>34</sup>。

この間、わが国でも短期市場金利は景気の拡大から自律的な上昇圧力を示し、CD・ユーロ円金利は上昇した。一方、建値制をとる手形金利は当時、市場参加者から政策金利と受け止められていたことから、引上げは弾力的には行われずにおり、その結果、1988年春から秋にかけて手形市場の残高は急激に減少した。日本銀行は1988年11月にいわゆる「新金融調節方式」を採用し、インターバンク金利の完全自由化に踏み切ったが、本措置はインターバンク市場の機能向上に向けた改革という本来の狙いと同時に、このような局面を打開する狙いを込めて実行に移された。

33 このとき公表された経済問題に関するレーガン大統領と竹下首相の共同発表では、わが国の金融政策について以下のように述べられている。

「日本銀行は、経済の持続的成長を達成し、為替相場の安定を図るため、現行の安定した物価状況の下において、現行の政策スタンスを継続するとともに、低下しつつある短期金利が実現されるよう努力を続けることに同意している。」

34 この時期の為替市場介入と金融政策の関係については、5章を参照。

表6 ブラック・マンデー前後における米独の金融政策の運営

時期	米国	ドイツ
1987年9月4日	公定歩合引上げ(5.5% 6.0%)	
9月23日		レボ金利引上げ(3.60% 3.65%)
10月7日		レボ金利引上げ(3.65% 3.75%)
10月14日		レボ金利引上げ(3.75% 3.85%)
10月19日	世界各国の株式市場の急落(いわゆるブラック・マンデー)。各国とも潤沢に資金を供給する市場調節を実施。	
10月央～11月央	フェデラル・ファンド金利を引下げ (10月16日週7.59% 11月13日週6.72%)	
11月5日		ロンバート金利引下げ決定(5.0% 4.5%、11月6日実施)
12月3日		公定歩合引下げ決定(3.0% 2.5%、12月5日実施)
1988年3月以降	市場調節を徐々にきつめの運営に戻す	
6月30日		公定歩合引上げ決定(2.5% 3.0%、7月1日実施)
7月28日		ロンバート金利引上げ決定(4.5% 5.0%、7月29日実施)
8月9日	公定歩合引上げ(6.0% 6.5%)	
8月25日		公定歩合引上げ決定(3.0% 3.5%、8月26日実施)

## ハ．金融引締めプロセス

### (金融引締めへの転換)

日本銀行は1989年に入って公定歩合の引上げに向けて本格的に取り組みはじめたが、そうした金融引締めの必要性について、政府や広く国民一般に十分説得的に示すことはできなかった<sup>35</sup>。この点の背景は次節で詳しく検討するが、最大の意見の相違は先行きのインフレ圧力の評価であった<sup>36</sup>。例えば、1988年夏以降の日本銀行の情勢判断資料をみると、インフレ圧力の高まりに対する懸念が表明され続けているのに対し、経済企画庁の月例経済報告では、1989年入り後も一貫して「消費者物価は安定した動き」との評価に立っている。金融引締めに対する反対論は、このほかにも、金利引上げが安定を取り戻してきた米国株価やドルの暴落をもたらすという議論も少なくなかった<sup>37</sup>。最終的に公定歩合が引き上げられたのは、消費税が導入された翌月の1989年5月であり、2.5%から3.25%へ引き上げられた(表7)。公定歩合の引上げに当たっては、あくまでもインフレの予防であることが強調された(表8)。

35 金融政策スタンスに関する当時の主要紙の社説は以下のとおりである。

1989年2月26日付朝日新聞社説：「世界最大の債権国の日本はぎりぎりまで低金利で頑張り、先進国間の政策協調の修復に努めるべき」

1989年3月26日付日本経済新聞：「金融市場のインフレ懸念と現実の物価情勢には、なおかなりのかい離がある」

36 インフレ圧力の強さを巡って活発な議論が行われなかった理由として、消費税導入を前に、インフレ圧力の存在を冷静に議論することが難しかったという当時の政治・社会情勢も挙げられる。

37 1987年夏のドイツの金利引上げを巡る米独の対立がブラック・マンデーの原因の1つとされることがあるが、金利引上げ反対論の背景としてそうした議論の影響も指摘できる。

表7 公定歩合引上げの概要

実施日	公定歩合	備 考
1989年5月31日	2.5% 3.25%	7～9月期の窓口指導に当たり、「金額、内容両面に亘り、よりデシプリンが効いた運営」を要請
1989年10月11日	3.25% 3.75%	
1989年12月25日	3.75% 4.25%	
1990年3月20日	4.25% 5.25%	3月に大蔵省が金融機関の土地関連融資の総量規制を示達
1990年8月30日	5.25% 6.0%	イラクによるクウェート侵攻(いわゆる湾岸危機の勃発)

表8 公定歩合引上げ時の日本銀行政策委員会議長談

実施日	政策委員会議長談(抜粋)
1989年5月30日	日本銀行としては、今回の措置が、今後とも物価の安定を確保しつつ内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと考えており、また、これを通じてわが国の対外不均衡の是正と世界経済の健全な発展にも寄与するものと期待している。
1989年10月11日	今回の措置は、最近の為替相場、海外金利の動き並びに国内景気、物価、マネーサプライの動向を勘案しつつ、これらを反映して市場金利が上昇している状況の下で、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保するために実施するものである。日本銀行としては、今回の措置が今後とも物価の安定を確保しつつ、内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと期待している。
1989年12月25日	今回の措置は、最近における国内景気、物価、マネーサプライ並びに為替相場、海外金利の動向を勘案しつつ、これらを反映して市場金利が上昇してきた状況の下で、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保するために実施するものである。日本銀行としては、今回の措置が、今後とも物価の安定を確保しつつ、内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと期待している。
1990年3月20日	今回の措置は、最近における国内景気、物価、マネーサプライ並びに為替相場、海外金利の動向を勘案しつつ、これらを反映して市場金利が上昇してきた状況の下で、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保するために実施するものである。日本銀行としては、今回の措置により、現在の情勢の下で、物価に対する予防的措置を万全ならしめたものと考えており、この措置が市場の安定に寄与すると共に、今後とも内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと期待している。
1990年8月30日	今回の措置は、最近における国内景気、労働需給、物価、マネーサプライの動向などを勘案しつつ、これらを反映して市場金利が上昇してきた下で、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保し、インフレ抑止に対する姿勢をより明確にすることが必要との判断に立って、実施するものである。日本銀行としては、今回の措置が、物価上昇圧力の顕在化を未然に抑止すると共に、金融市場の安定にも寄与し、また今後とも内需中心の成長を持続させる条件を整えていくものと期待している。

### （金融引締め強化）

景気は公定歩合引上げ後も拡大を続け、このため、公定歩合は1989年10月と12月の2回にわたって各0.5%引き上げられ、1990年も3月と8月の2回にわたって引き上げられた。1990年の2回の引上げ幅は各1%、0.75%と、比較的大きかった（前出表7）<sup>38</sup>。

このような金利引上げにもかかわらず、その影響がマネーサプライや株価、地価等の資産価格に表れるまでにかなり時間がかかった。すなわち、マネーサプライは金利引上げ後も伸び率を高め、1990年4～6月期には伸び率がバブル期のピークをつけた。その後も、同年10～12月期まではなお2桁の伸びが続いた<sup>39</sup>。一方、株価は1989年末まで上昇を続け、1990年入り後、途中に戻り局面を挟みながら急速に下落し、1990年8月の最後の公定歩合引上げ後ほぼ1カ月経過した時点では、ピーク比5割の水準にまで低下した。地価は株価に遅れて1991年頃から下落しはじめた。この間、景気は拡大を続け、経済企画庁の判定による景気のピークは1991年2月であった。前述したバブル期の3つの特色に照らすと、1990年は景気やマネーサプライがなお拡大を続ける一方、資産価格は少なくとも部分的に下落が始まる時期であった。

1989年5月以降の金融引締めについては、引締めがどのようなテンポで強化され、それがどのようなテンポで経済全体に浸透していったかが論点になる。まず、実質コール・レートをみると、名目コール・レートの上昇に少し遅れて1989年末頃から本格的に上昇している（図20上段）。次に、長短金利格差をみると、引締め期における典型的なパターンである逆イールドは1989年後半に一時観察されたとはいえ、本格的に観察されるのは1991年になってからである（図20中段）。また、金融機関の貸出態度をみると、1989年後半から厳格化の方向に向かっているとはいえ、特に厳格化したのは1990年に入ってからである（図20下段）。

## （2）金融政策とバブル経済発生・拡大との関係

金融政策とバブル経済の発生・拡大との関係についてはさまざまな論点が提起されている。本節では、それらの問題を4つに分けて議論する。

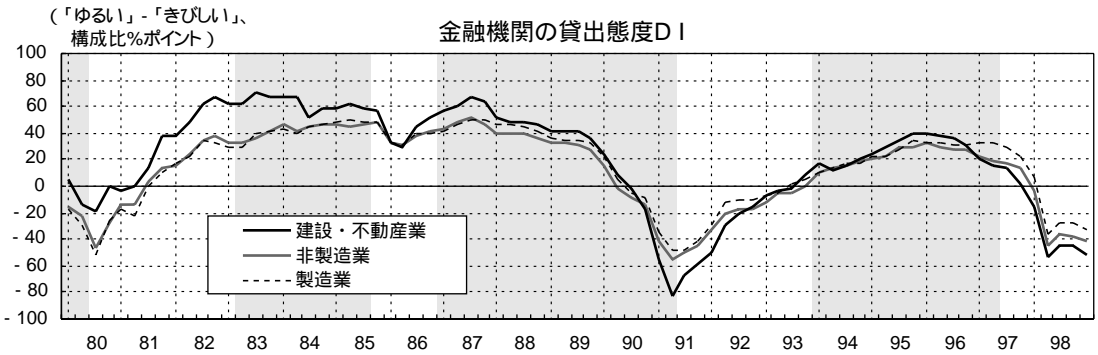
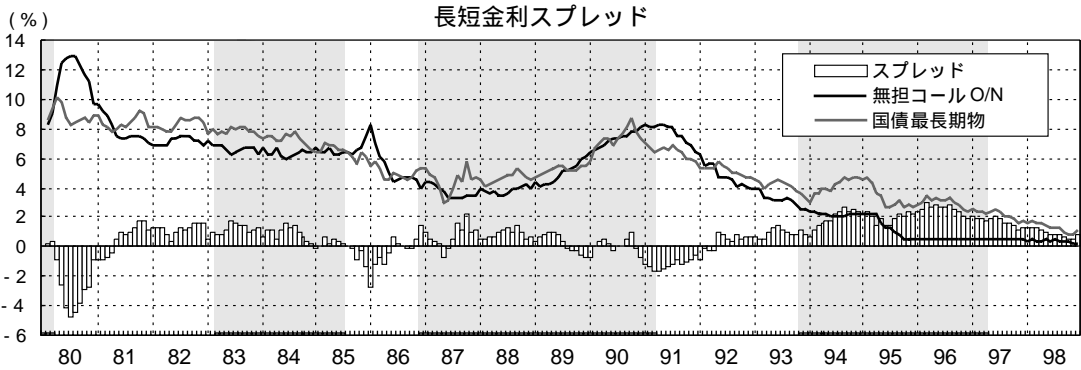
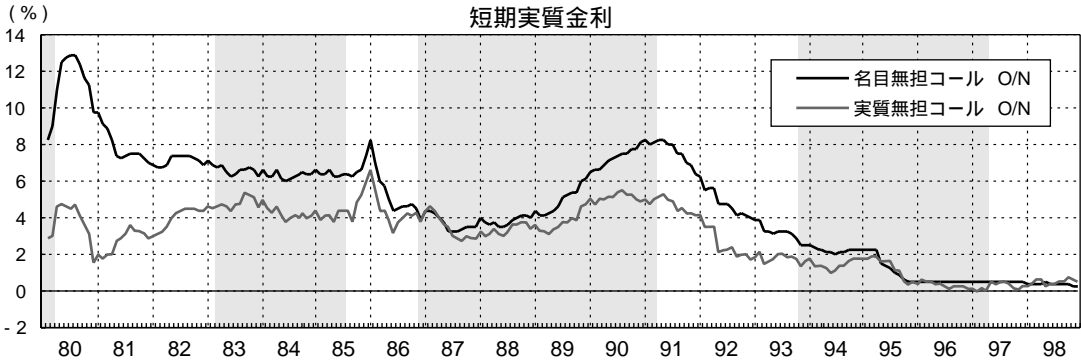
### イ．金融政策はどのような意味でバブル経済をもたらす一因となったか？

第1の問いは、金融政策はどのような意味でバブル経済をもたらす一因となったかというものである。前章では金融緩和が資産価格の上昇をもたらしたメカニズムとして、資金調達コストの低下、エクイティ・ファイナンスの拡大、担保価値の増加を挙げたが、そうしたメカニズム自体は金融が緩和されれば程度の差こそあれ必ず発生する。

38 1990年8月に実施された最後の公定歩合引上げの背景としては、イラクのクウェート進攻による石油価格の上昇等によるインフレ懸念の増大が挙げられている。

39 当時、CP発行代わり金を大口定期預金によって運用して利鞘を抜くという裁定行動が広範化し、民間企業および金融機関の金融資産・負債は両建てで膨らんだ。

図20 短期実質金利、長短金利スプレッド、金融機関の貸出態度



資料：日本銀行『金融経済統計月報』、総務庁『消費者物価指数』

備考：1. シャドローは経済企画庁発表の景気基準日付の谷から山まで（景気拡大局面）。

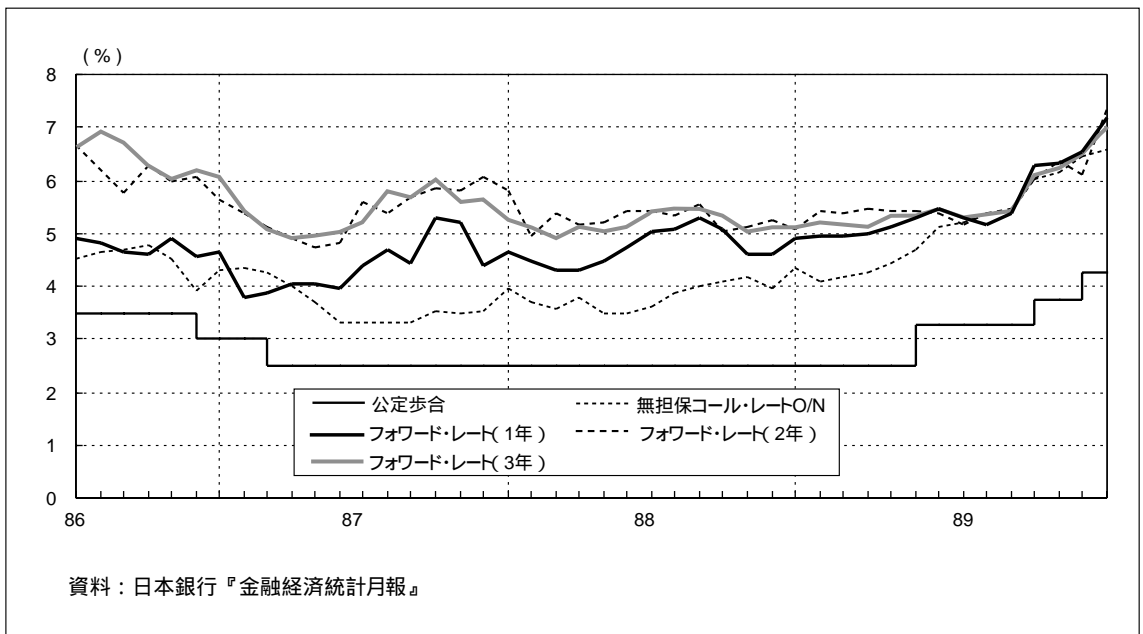
2. 1989年4月、1997年4月の消費税導入、同税率変更の影響については、調査統計局試算値により調整。

1980年代後半以降のわが国のバブル発生と金融政策の関係を考えるうえで最も重要な点は、景気拡大が明確化する中で低金利が持続され、その結果、ある時期から現在の低金利が永続するという「期待」が広がり、そのことが上述の3つのメカニズムによる資産価格上昇効果を強めていったことに求められるように思われる。

1987年から1989年にかけてのインプライド・フォワード・レートの動きをみると（図21）、公定歩合が低位に維持される中でイールドカーブの形状がフラット化していった<sup>40</sup>。これは、景気拡大が明確になっていったにもかかわらず、現在の低金利が今後とも当分続き、そのもとで資金をいくらでも調達できるという期待が広がっていったことを示唆している。

バブルを特色づける地価・株価の上昇、マネーサプライ・信用の膨張、経済活動の過熱が同時に進行し、かつ全体としてその程度が最も激しかったのは1989年であるが、このことは1988年夏以降、現在の低金利が永続するという期待が広がったことと整合的な動きであるように思われる。

図21 インプライド・フォワード・レートの推移



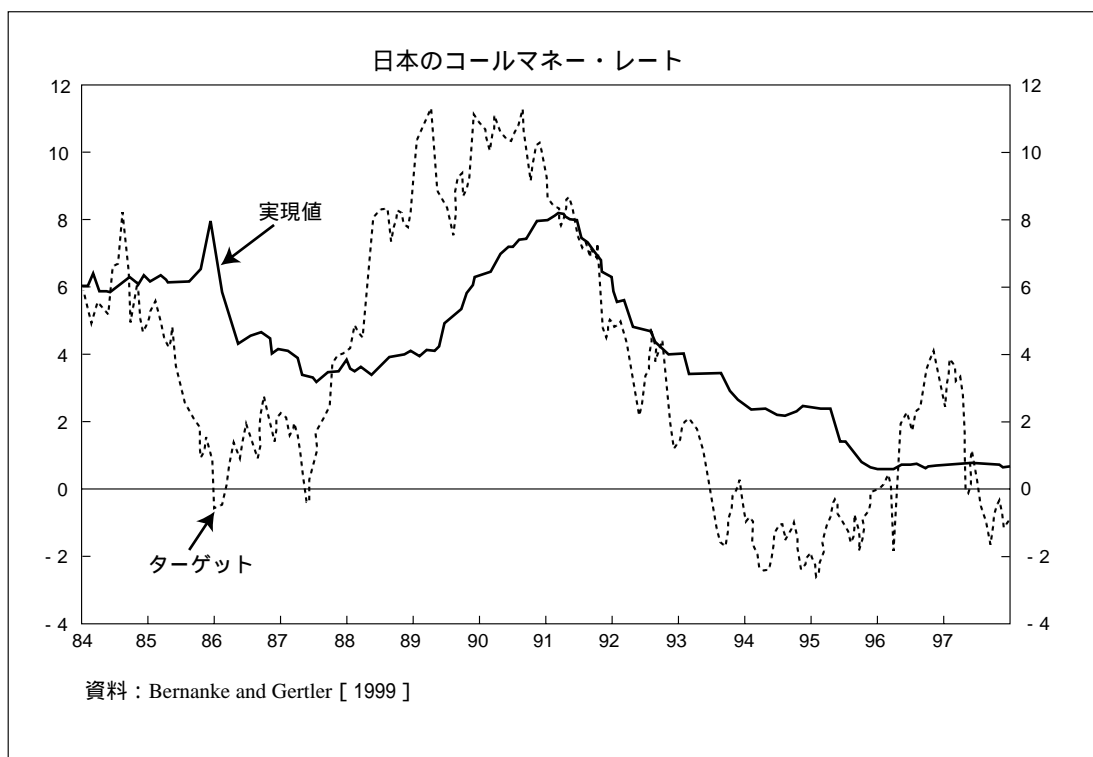
40 インプライド・フォワード・レートとは、満期の異なる市場金利から、両者の満期間における将来金利を推計したものである。例えば、3年先のインプライド・フォワード・レートの動きをみると、1987年6月頃から徐々に上昇し、特に9月以降は日本銀行が市場調節を多少きつめに運営したこともあって、秋には6%を超える水準にまで上昇した。しかし、そうした金利先高感とは同年10月の世界的な株価暴落後は後退し、インプライド・フォワード・レートは5%程度にまで低下した。その後、1988年春以降株式市場は次第に落ち着きを取り戻し、景気も再び拡大が明確化していったが、1989年春にかけてもなお、基本的には5%程度の水準で横ばいを続けた。

ロ．金融政策の運営いかんではバブル経済の発生は防げたか？

第2の問いは、金融政策の影響はバブル発生の一因という程度のものではなく、金融政策の運営いかんではバブル経済の発生は防止できたのではないかというものである。もちろん、金融政策の目的を「資産価格の上昇を完全に抑制する」という一点に絞れば、金利を大きく引き上げればそうした目的は達成できるはずである。その意味では、金融政策によってバブル経済の発生、あるいは少なくとも資産バブルの発生は防止できることになる。

実際、Bernanke and Gertler [ 1999 ] は、わが国のデータを使ってシミュレーションを行い、資産価格の上昇圧力を相殺するターゲット金利を事後的に計算している（図22）。これによると、1988年の時点でターゲット金利を当時の4%程度から8%まで引き上げればバブルは防ぎ得たことになる<sup>41</sup>。また、このような精緻なシミュレーションを用いなくても、同様の思考様式に基づいて、金融政策が十分引締めればバブルは防ぎ得たとする議論は多い。

図22 パーナンキ=ガートラーのシミュレーション



41 Bernanke and Gertler [ 1999 ] のシミュレーションは、1989年、1997年にターゲット金利が一時的に大きく上昇する姿となっている。しかしながら、こうしたターゲット金利への一時的な変動は、1989年4月の消費税導入（税率3%）、1997年の消費税率引上げ（3%→5%）の影響への反応である可能性が考えられる。



しかし、仮にバブルを防止する金利が事前にわかったとしても、当時の低インフレ（1988年の消費者物価上昇率は0.7%）環境のもとで、当時4%の短期金利水準を一挙に8%まで引き上げられたであろうか<sup>42</sup>。前述のとおり、日本銀行はバブル期当時「乾いた薪」論等により金融引締めの一歩の必要性を説明していたが、十分な共感を得ることには成功しなかった。また、仮に日本銀行としてバブルの可能性が高いと判断し得たとしても十分な確信が得られない中で、一挙に8%まで引き上げることが中央銀行として賢明な金融政策運営であるかどうかは明らかでない。このように考えると、金融政策だけでバブルの発生を防ぐことは難しいように思われる。

#### 八．早期の金融引締めはバブルの規模を抑制できたか？

第3の問いは、金融政策はバブルの発生を防止できないとしても、もう少し早期に引締めへ転換していれば、バブルの規模は抑制できたかというものである。この点については、2つの考え方があり得る。

第1の考え方は、早期の金融引締めは、財・サービスの需給ギャップを緩和させ、マネーサプライ・信用の膨張を抑制することによって、バブルの拡大を抑えることができるというものである。第2の考え方は、早期かつ小幅の金利上げがインフレ圧力を早期に摘み取ることに成功すれば、それがさらに期待の強気化をもたらす、バブルの拡大をもたらす可能性があるというものである。実際、ブラック・マンデーによる市場の混乱は市場参加者の期待を鎮静化させる効果があったが、この混乱を乗り切ったことが期待を一層強気化させ、一段のバブル拡大をもたらした可能性は否定できない。

この点に関する筆者たちの推測を述べると以下のとおりである<sup>43</sup>。金利上げが早期に行われれば、そうでない場合に比べ低金利の永続期待は後退し、その分、バブルの自律的崩壊のタイミングを幾分早めることは考えられる。その結果、バブル期の信用膨張を圧縮し、バブル崩壊後の悪影響を小さくすることが期待される。ただし、金利上げが早期に行われても、引上げ幅が小さい場合には、資産価格は上昇を続け、ピークの資産価格水準は早期引上げがない場合と比べてそれほど大きな違いはなかったかもしれない。

実際、バブルの発生・拡大期は期待が著しく強気化していたため、金利が多少上昇してもそうした期待はほとんど変化しなかった。そのような状況のもとで、期待の変化を生み出す金利の上昇幅はかなり大きなものとならざるを得ない。このことは逆にいえば、期待が修正されるまでは高金利であっても引締め効果はあまり発揮されないが、いったん期待の修正が行われた場合の景気への下方圧力は、もともと

42 日本銀行の山口副総裁は、上記のシミュレーション結果に対し、“I don't see how a central bank can increase interest to 8 or 10% when we don't have inflation at all.”と、その現実妥当性に疑問を投げ掛けている（Yamaguchi [1999]）。

43 Kent and Lowe [1997] は、早期の利上げがバブル崩壊の確率を高め、バブル崩壊後の金融システムへの悪影響を小さくすることによって、实体经济やインフレの変動を小さくすることを強調しており、本稿における筆者たちの立場に近い。

の金利上昇の効果に、さらに期待の修正の効果加わることになるため極めて大きくなることを意味している。したがって、結果として観察されるバブル末期の金利引上げは、大幅なものである可能性が高いが、そのことを理由に、大幅な金利引上げによってバブル経済の崩壊が大きくなったと理解することは適当でない。

## 二．プルーデンス規制強化でバブルに対応すべきであったか？

第4の問いはバブルの発生・拡大に対しては、金融機関のプルーデンス規制の強化で対応すべきであったかという問いである。バブルの発生・拡大の原因を、もっぱら金融機関による積極的な不動産関連貸出の拡大に求める見方も存在する<sup>44</sup>。そのような見方に立つと、金融引締めではなく、プルーデンス規制の強化が必要であったという結論になる。

プルーデンス規制の目的をバブルの崩壊一点に絞れば、厳格な数量規制を行うことによって不動産関連貸出を抑制することは可能である。その場合、不動産取得には資金調達が必要であり、地価上昇は抑制される。事実、不動産融資関連融資の総量規制とバブル崩壊のタイミングはほぼ見合っている<sup>45</sup>。しかし、地価上昇がバブルであるかどうかの判断は事後的につき難く、この場合、規制・監督当局が総量規制を実行に移すことは難しい。また、地価上昇期待が強いときに総量規制を行っても、さまざまな迂回ルートからの資金調達が予想され、有効な規制は難しい。そのように考えると、金融機関の規制・監督当局が不動産関連貸出を含め、私企業である金融機関の具体的な貸出方針に直接介入することは極力回避することが望ましいと考えられる。

しかしながら、このことは中央銀行や規制・監督当局が、金融機関への何らかの働きかけを行うことは意味がないことを主張するものではない。6章で詳しく説明するように、バブル期における問題は信用が著しく膨張し、しかもそれが地価という共通のリスク・ファクターに左右される傾向を著しく強めたことであった。中央銀行や監督当局が積極的な貸出に伴うリスクの所在や性格を正確に認識し、それに基づいて金融機関経営者へリスクを説明することは重要な役割である。そうしたリスクの説明と前述の直接規制の境界線は明確ではないかもしれないが、それでも中央銀行や規制・監督当局としては意識すべき区分であるように思われる。

44 吉富 [1998] 参照。

45 1980年代後半、大蔵省・全銀協からしばしば土地関連融資の行き過ぎを警告する通達や事務連絡が発出されたが、1990年3月、大蔵省は以下の2点を骨子とする銀行局長通達および事務連絡を発出した。

当面、不動産業種向け貸出については、公的な宅地開発機関などに対する貸出を除き、その増勢を総貸出の増勢以下に抑制することを目途として各金融機関において調整を図るよう要請する。

当面、不動産業および建設業、ノンバンクの3業種に対する融資の実行状況の報告を徴求する。

## 5. 金融引締めはなぜ遅れたか？

前述のように、日本銀行は1989年5月の公定歩合引上げよりもかなり早い段階から金融引締めへの転換を模索していたが、実際の引締め開始はかなり遅れた。前章ではもう少し早期に金融引締めへの転換が図られていた場合でも、バブルの発生自体は防げないが、バブルの自律的崩壊のタイミングを幾分早め、その結果としてバブル崩壊後の悪影響を小さくした可能性を示唆した。本章では金融引締めへの政策転換が日本銀行の意図した時期より遅れた理由を主として1988年以降の経済の状況に即して検討する。

検討に当たっては、以下の2つのアプローチが必要である。第1のアプローチは、マネーサプライの増加をはじめ、バブル発生の警戒信号ともいえる動きに対し、当時、なぜ十分な注意が払われなかったのかを当時の経済・金融情勢に即して検討するものである。第2のアプローチは、そうした個々の警戒信号の動きを離れて、金融政策運営を巡る当時の支配的な政策思想に焦点を当てて検討するものである。

### (1) バブル期の経済・金融情勢の事後的点検

#### イ．景気

バブル期の景気判断を振り返ってみると、前半と後半で理由は異なるが、ともに金融引締めの必要性に関する認識が不十分であった。

最初にバブルの前半期に当たる1987年から1988年前半にかけての議論を振り返ると、以下の2つの理由から景気回復力が過小評価される傾向にあった。第1に、1985年のプラザ合意以降の円高が急速であり、円高不況、国内経済の空洞化への懸念が強かったことが挙げられる。しかし、実際には、当時、円高の需要押し下げ効果が既に一巡し、相対価格体系の変化を反映した産業構造の変化、交易条件改善に伴う実質所得拡大といった前向きの影響が顕現化しつつあった<sup>46</sup>。第2に、世論形成上、財界を中心に円高によるデフレ効果の影響を受ける製造業が大きなウエイトを占めていたことが挙げられる。実際には、円高は輸入物価低下を通じて、非製造業主導の景気拡大を促すメカニズムを有していたが、そうした非製造業の声はあまり反映されなかった。

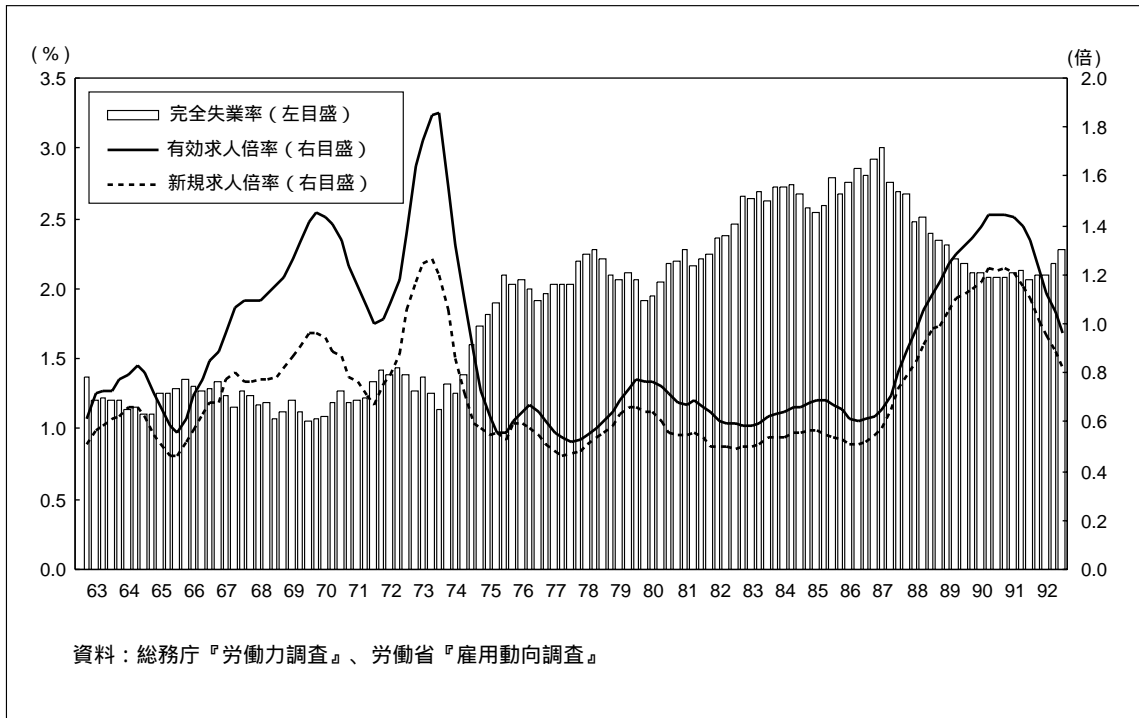
バブルの発生という観点から特に問題になるのは、バブル期の後半、すなわち1988年後半以降の景気判断である。バブル期の後半には、景気拡大が明確化し、日本銀行は景気拡大が「巡航速度」を上回っているとの表現で、景気拡大に対し警戒感を繰り返し表明していた<sup>47</sup>。その1つの論拠は需給の逼迫傾向、特に労働市場の

46 この時期の円高と経済調整に関する分析について、日本銀行[1987]では、「当面のわが国経済は、円高の需要面への効果が次第に減衰に向かう一方、相対価格体系の変化を起点とした円高の産業構造面に対する影響が本格化しつつある段階といえる」と述べている。

47 例えば、日本銀行[1989a]では、1989年1月時点での景気の見通しとして、物価上昇圧力の顕現化から景気が調整局面入りするリスクを指摘している。

需給逼迫の動きであった（図23）。また、設備投資の高い伸びについても先行きの供給能力過剰から景気が後退するリスクも意識されていた。

図23 労働需給の推移



しかし、そうした警戒的な見方は十分説得的な議論とは受け取られなかった。その理由として、直接的には、景気拡大にもかかわらず、物価安定が続いたことを指摘できるが、より根源的な理由として、日本経済の生産性や潜在成長率が上昇したという認識の広がりも大きかったと考えられる。設備投資の高い伸びも、資本係数の趨勢的な上昇によるものと解釈されることが多く<sup>48</sup>、景気拡大テンポが急速であったにもかかわらず、中長期的な成長持続力について過大評価が広がった。

#### □．物価

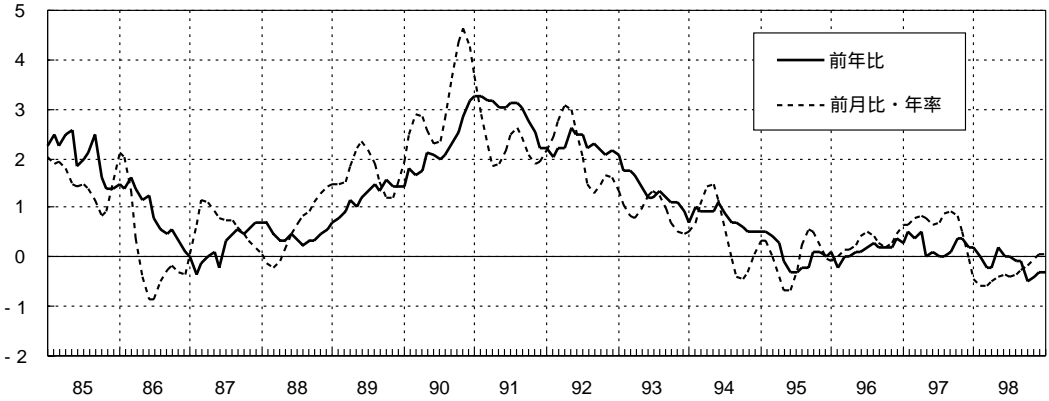
金融引締めへの転換を正当化する最もオーソドックスな論拠は、インフレ圧力の存在であるが、現実の物価が極めて安定していたことは金利引上げの必要性に対する認識を弱めた。例えば、米国、ドイツが相次いで金利引上げに踏み切った1988年

48 資本係数上昇の論拠としては、能力増強投資だけでなく、研究開発活動の活発化、情報関連投資等の新規独立投資、合理化投資など構造的要因に支えられていることが強調されていた（例えば、日本銀行 [1990b] を参照）。

図24 物価上昇率の推移

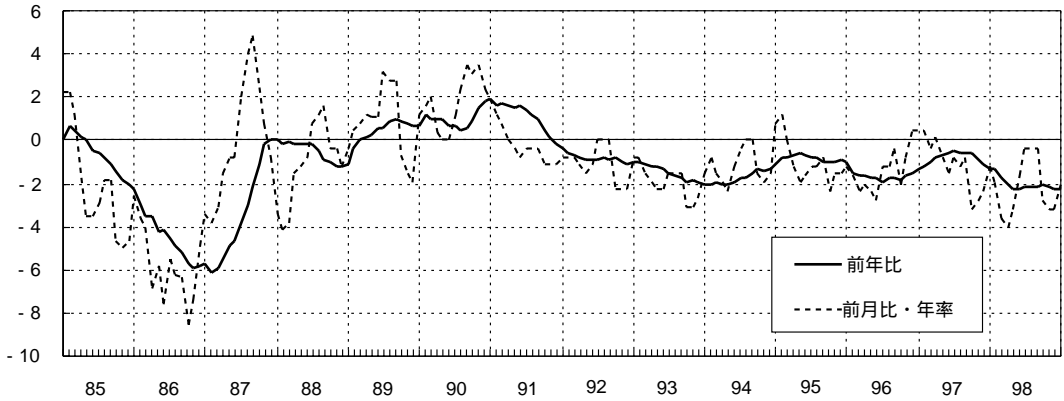
(1) 消費者物価

(%)



(2) 卸売物価

(%)



資料：総務庁『消費者物価指数』、日本銀行『卸売物価指数』

備考：1. 変化率は前年比、前月比ともに、1989年4月の消費税導入、1997年4月の消費税率引上げの影響を調整した計数。  
2. 消費者物価の前月比・年率換算値は、X-12-ARIMAで以下の季節調整オプションを利用して季節調整を実施。

計測期間：1980年1月～1998年12月

ARIMAモデル： $(0\ 1\ 1)(0\ 1\ 1)_{12}$

レベル調整：1989年4月（消費税導入）、1997年4月（消費税率引上げ）

3. 卸売物価は、原系列の前月比・年率換算値の3カ月移動平均。

夏の時点では、わが国の物価は卸売物価で 0.7%（前年比7～9月）、消費者物価で 0.2%（同）と極めて安定していた<sup>49</sup>。

それでは、現時点からみると、日本銀行が当時表明していた「インフレ懸念」の妥当性についてはどのような評価が可能であろうか。

第1の評価は、物価はバブル期末期にかけて最終的にはかなり上昇したという評価である。消費者物価は1987年頃までは安定していたが、上昇率の水準としては低いものの1988年頃から上昇し始め、消費税導入直前の1989年3月時点の前年比上昇率は1.1%となっていた（図24）。消費税を調整したベースでの上昇率をみると、1989年4月以降も上昇率は徐々にではあるが高まり、1990年4月には2%台、同年11月には3%台に達している。さらに、1990年後半には、季節調整済み前月比・年率換算でみて瞬間的に4%を超える上昇を示している<sup>50</sup>。しかも、この3%から4%の物価上昇率は1989年5月の公定歩合引上げ後、累次にわたる金融引締めにもかかわらず示現したものであることに着目すると、日本銀行が表明していたインフレ圧力の懸念は2～3年程度のラグを経て顕在化したと評価することもできる。

第2の評価は、第1の評価とは逆に、インフレ圧力は最終的にも顕在化せず、バブル期の物価は概ね安定を維持したという評価である。確かに、バブル期の最終局面で生じた3%から4%の物価上昇率は現在のインフレ率の水準からみれば高いといえるが、バブル期以前の水準から判断すると際立って高いとはいえず、物価安定は損なわれなかったと評価することも可能かもしれない。

第3の評価は、物価安定を評価する期間をもっと長く捉え、バブル期だけを考えたと物価は安定していたが、バブル崩壊期まで含めると、物価は安定していたとはいえないという評価である。すなわち、日本経済はバブル崩壊期には物価上昇率が低下し、デフレ・スパイラルの危険に直面した（前出図24）。そうしたデフレは1980年代後半に発生したバブル経済の結果として生じたという側面が強い。そのように考えた場合は、バブル期に焦点を当てて物価が安定していたかどうかを判断するというより、物価安定が持続性のあるものかどうかを判断の重要なポイントになる。そうした基準に従う限り、バブル期以降、日本経済は持続的な物価安定に成功したとはいえないと評価することも可能であろう。

上記3つの評価のうち、第1および第2の評価は、許容可能な物価上昇率の水準をどのように考えるかという問題に帰着し、議論は分かれ得る。バブル期の経験はかなり長い期間における持続的な物価安定を重視する第3の評価の重要性を示しているように思われる。

49 需給の逼迫傾向にもかかわらず物価が上昇しない理由として、当時しばしば指摘されたのは円高やNIES諸国からの製品輸入の増加による「輸入の安全弁」効果であった（例えば、日本銀行[1989c, 1990b]）。

50 金融政策運営の判断に当たっては、期待インフレ率がいつ頃から上昇に転じたかも問題となる。Higo[1999]では、期待インフレ率が1988年までは現実のインフレ率とほぼ同時もしくはやや遅行して変動していたが、1989年から1990年にかけて、現実のインフレ率に先行して急ピッチで上昇したとの推計結果が示されている。

## 八．マネーサプライ、信用量の膨張

バブル期当時、早期の金利引上げの必要性を示唆する警戒信号の1つはマネーサプライの高い伸びや信用の大幅な膨張であった。事実、前述のように、日本銀行も、こうしたマネーサプライの高い伸び率や信用の大幅な膨張に対し、比較的早くから懸念は表明していたが、これらは結果として十分に活用されなかった。その最大の理由は、マネーサプライや信用の膨張がどのような意味で問題を生み出すかとの点について、日本銀行を含め共通の理解が存在しなかったことに求められるように思われる。

当時、マネーサプライの高い伸びに対する懸念は、主としてマネーサプライの増加が物価上昇をもたらすことにあった。しかし、現実にはマネーサプライが増加する中で物価は上昇せず、「マネーサプライと物価の統計的關係は不安定化した」という見方が次第に有力となっていった。また、そうした統計的關係の不安定化を補強する論拠として、当時進展しつつあった預金金利自由化の影響が指摘されることも多かった<sup>51</sup>。

マネーサプライ増加の影響は、前述のとおり最終的には物価にもある程度表れたが、それ以上に資産価格の上昇という形でより鮮明に表れた。しかし、後述するように、当時は、資産価格の上昇はもっぱら所得・資産分配の公平という観点から議論されることが多く、金融システムに対する悪影響を通じて、中長期的にみて経済の大きな変動をもたらすとは認識されていなかったため、結果としてマネーサプライの高い伸びも軽視された<sup>52</sup>。

## 二．資産価格の上昇

バブル期において早目の金利引上げを主張する際の論拠として、マネーサプライの増加と並んで挙げられることが多かったのは、資産価格の上昇、特に地価の上昇であった。当時も資産価格の上昇の影響はさまざまな形で議論されていたが、議論の焦点はもっぱら、支出面での資産効果の大きさや資産・所得分配の公正、将来のインフレのリスクという観点に当てられていた<sup>53</sup>。

51 日本銀行 [1988] は、物価とマネーサプライの關係の不安定化を指摘しているが、その背景として、金融自由化の影響のほか、円高の物価安定化効果が指摘されている。なお、米国においても、金融自由化の過程でマネーサプライと物価の關係が希薄化するに伴い、マネーサプライを金融政策運営上の目標とすることが放棄され、マネーサプライの政策判断上の位置づけが大幅に後退している（例えば、Friedman [1997] を参照）。

52 日本銀行 [1988] は、「マネーサプライの高い伸びに示される金融緩和の進展は、内需の拡大や為替相場の安定を図る上で、多面的な効果を発揮してきた」とする一方で、「マネーサプライの増大が、長い目でみた成長率の高まりには結びつかない一方で、物価上昇率のみが高まるというリスク」や「金融緩和が行き過ぎる場合、金融・資本市場の安定性、さらには社会的公平といった観点からも、問題が生じうる」といった「[金融緩和の] 副作用とも言うべき問題についても十分認識しておく必要がある」と指摘している。

53 バブル期当時、支出面での資産効果についてさまざまな計測が行われたが、概して資産効果はそれほど大きくないとの結果が報告されている（例えば、日本銀行 [1990a]）。

それらの論点も重要ではあったが、バブル期の資産価格の急激な上昇の最大の問題は、6章で述べるように、金融システムへの悪影響を通じて、中長期的にみて経済活動の大きな変動をもたらしたことであった。しかしながら、バブル期にはそうした観点からの議論は少なく、資産価格の上昇は、金融政策運営上の「警戒信号」としては十分に活用されなかった<sup>54</sup>。

## (2) 政策思想の影響

早期の金利引上げの必要性について、日本銀行が十分説得的な議論を展開できなかった理由としては、前節で検討した景気や物価の情勢に関する個々の判断の違いも大きかったが、それと同時に、「時代の政策思想」や「政策パラダイム」とでもいうべき要因の影響も大きかった。

### イ．国際的な政策協調

1988年以降の金融引締めへの転換を模索していた時期において最も多く聞かれた反対論は、日本が「世界最大の債権大国」であることや経常収支黒字が多額に上っていることを理由に、「金利引上げが国際的な政策協調体制を崩壊させる」との議論であった<sup>55</sup>。

「国際的な政策協調」は、本来、「各国が自国の経済の安定を確保することによって、世界経済の持続的成長に貢献する」という考え方である<sup>56</sup>。しかし、バブル期には、「国際的な政策協調」は往々にして自国が行うべきマクロ経済政策の調整を

54 この点につき、1990年4月に公表された日本銀行〔1990a〕は以下のように記述している。

「各経済主体の行動をみると、地価は上昇を続ける、ないし下落しないという『土地神話』が暗々裡に想定されているケースが多いように思われる。しかし比較的近年における海外諸国の経験をみても、英国・米国等では、地価の急落が引き金となって金融機関の経営悪化が発生している事例があり、こうした海外の経験に共通する教訓として、地価が短期的に急上昇すれば、その後反転する可能性がある、その場合には個別金融機関の経営不安定化にとどまらず、場合によっては、金融システム全体の動揺にもつながりかねない、不動産関連貸出の焦付きは中小金融機関やノンバンクにおいて発生しやすい、という3点を指摘できるように思われる。こうした内外の地価下落の背景は、マクロ的な金融引締めやミクロ的な産業構造の変化、税制をはじめとする制度面の変化等、それぞれ異なるが、『土地神話』が絶対的なものではないことを示している。」

55 三重野元日本銀行総裁は、当時を振り返り、金融引締めへの転換が遅れた背景の1つとして、「円高にも拘わらず、国際的公約であった貿易黒字の縮小も思うようには進捗しなかった。したがって、金利を上げて国内成長を制約することは、国際公約にそむくことになる」との事情を挙げている（三重野〔2000〕206頁）。

56 実際、他国の経済政策効果は自国に比べて限界的である。例えば、Taylor〔1993〕は大型マクロモデルを使ったテイラー・ルールの推計において、海外の政策波及効果が小さいため、これを無視して政策ルールが推計されている。小宮〔1988〕はマクロ経済政策上の「割当問題」の観点から、「それぞれの国が自国の目標を達成するために自国の政策手段を適切に使うことによって、すべての国のすべての目標の同時達成が最も有効に実現しうる」と主張している。また、Frankel and Rockett〔1988〕は、主要な世界計量モデルを検証し、重要な政策乗数が値のみならず、符号条件も異なることが多いこと、また性格の異なる計量モデルを前提に政策協調行動をとると各国の経済厚生を高めるとは期待できないことを指摘した。



他国に押し付けるためのレトリックとして使われた<sup>57</sup>。米国はプラザ合意でドル高の修正を図った後しばらくすると、多額の財政赤字と経常収支赤字を背景にドル安進行がドル暴落につながることを懸念し、他の先進国の金利引下げを強く求めるようになった<sup>58</sup>。わが国にとって不幸であったのは、米国のドル安懸念と日本の円高不況への懸念とを背景に、国内においても、低金利維持を国際的な政策協調と同一視した議論がしばしば展開されたことであった。

#### ロ・円高阻止

金融政策運営に当たっての為替相場の位置づけについては、以下の2つの考え方がある。第1は、為替相場変動の経済活動への影響を相殺する金融政策運営である。第2は、為替相場水準（あるいはレンジ）についてターゲットを意識し、この達成を直接的な目標とする金融政策の運営方式である。前述の円高による景気後退、国内経済空洞化等の懸念に基づく金利引上げ反対論は前者の観点からの議論であった。この場合は、円高による景気後退や国内経済空洞化の有無や程度に関する判断の違いはあっても、為替相場変動の影響を考慮して金融政策を運営する必要があるという点で、早期金利引上げ論と金利引上げ反対論との間で、本質的な意見の相違があったわけではない。

バブル期当時、日本銀行にとって深刻であったのは、金融政策を為替相場に割り当てる後者の議論が強力に展開されたことであった<sup>59</sup>。資本が国際的に自由に移動し得る状況のもとで、為替相場自体をターゲットに金融政策を運営することは国内の独立した金融政策の放棄を意味するものであり、日本のような規模の大きな経済にとっては可能でもないし、適当でもない。しかし、円高阻止がいわば「国論」となる状況のもとで、金融政策によって為替相場水準をコントロールできるという発想に傾きがちであったことに基本的な問題があった<sup>60</sup>。

57 松下前日本銀行総裁は「他国に同調してマクロ政策運営を行うと、どうしても、国内経済の良好なバランスが 例えば、物価の安定や持続的な成長が犠牲になりがちとなる」と指摘している（松下 [1995]）。また、Feldstein [1988] は、レーガン政権下における経済諮問委員会委員長としての経験を踏まえ、マクロ経済政策の国際協調は、外国政府をスケープ・ゴートとしたり、その国内政策を変更させる海外からの圧力として作用する傾向が強かったといった問題点を指摘している。

58 FRBのボルカー議長（当時）は1986年2月のハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言において、以下のような表現で海外諸国の内需拡大の必要性を強調している（Volcker [1986]、240頁）。

“The success of all our efforts is dependent in substantial part on complementary policies by other countries --- their success in enhancing their growth and stability, in opening markets to others, and in helping to deal with points of strain in the international financial fabric.”

しかし、脚注56で述べられているように、一般に海外の景気拡大で自国の経常収支の改善を図ろうとしても、その効果は限られている。

59 ルーブル合意では「為替レートを当面の水準の周辺（around current levels）に安定させることを促進するために緊密に協力することに合意した」とされたが、そうした為替相場の扱いがその後の金融政策運営において障害の1つとなったことは否定し難い。

60 一般に、独自の金融政策、資本移動の自由、為替レートの安定、の3つのうち2つまでしか併存し得ないことが、開放経済のトリレンマとして知られている。

なお、為替相場と金融政策の関係については、為替介入政策のあり方も論点となる。わが国では為替介入の責任を大蔵省が有しており、日本銀行は代理人として外貨売買を行っているにすぎない<sup>61</sup>。この結果、局面によっては、為替介入が日本銀行の金融政策スタンスと異なる考え方で運営されることもあり得る。例えば、日本銀行が金融引締めを模索している際に、大蔵省の代理人として円高阻止のための外貨買い介入を行うと、金融引締め模索というスタンスが薄められ、日本銀行の金融政策意図が誤認される可能性がある。実際、1988年春以降、ドルが反転上昇しはじめた局面において、欧州各国は自国通貨買い介入・ドル売り介入を行うとともに、金融引締めへと転じていったのに対し、わが国では為替介入は見送られたが、これが金融緩和長期化のシグナルと受け取られた可能性も否定できない(図25)<sup>62</sup>。

#### 八．内需拡大による経常黒字縮小

長期にわたる金融緩和をもたらしたという点では、「内需拡大による経常黒字縮小」という政策思想の影響も非常に大きかった。

経常収支は財・サービスの輸出入の差額であるが、これは一国全体としての貯蓄・投資の差額でもある。一国全体としての貯蓄・投資の差額は、循環的な要因を反映しているだけでなく、趨勢的な貯蓄・投資のバランスを反映している<sup>63</sup>。1980年代におけるわが国経常収支の対名目GDP比率をみると2.1%に達しており、大まかにみて、趨勢的な貯蓄・投資差額はこの程度存在していたと推測される(図26)<sup>64</sup>。

経常黒字が基本的に趨勢的な貯蓄超過に起因している場合は、内需を拡大しても経常黒字の大幅な縮小は達成できないが、当時は内需拡大による経常黒字縮小を求める圧力はなお根強く、循環的要因を超えた黒字の縮小までも求めるものが多かった。そして、こうした政策思想は、早期の利上げに対する有力な反対論として提起された。

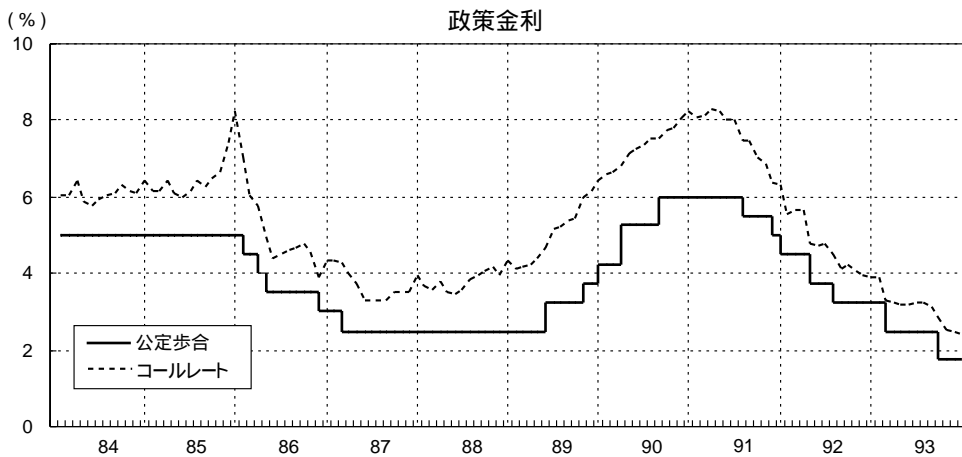
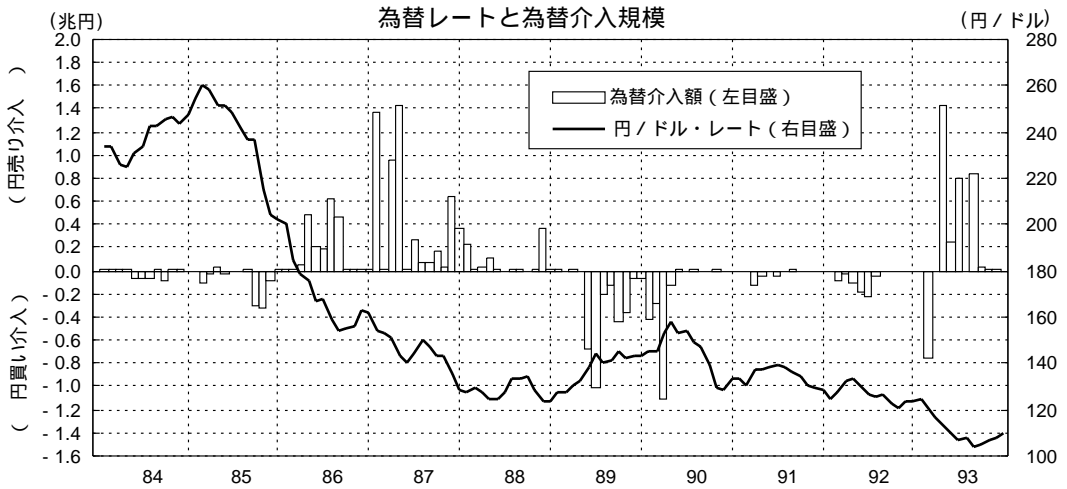
61 欧州中央銀行では、「欧州共同体設立条約(Consolidated Version of the Treaty Establishing the European Community)」で金融政策と為替政策両者の目標が「物価安定」であると規定されており、為替市場介入は物価安定の目標が損なわれない範囲で行われる。また、1980年代の米国の為替市場介入について、ボルカー前FRB議長は、1980年代の米国の為替市場介入について、財務省とFRBが相互に拒否権を持った制度であると述べている(ボルカー・行天[1992])。

62 この時期の為替介入政策と金融政策の関係について、太田[1991]は「ドイツをはじめ欧州通貨すべてが懸命に介入してもドル高を抑止できないでいたのに、日本だけが全く介入しないで様子を見ている姿は、ドイツ連邦銀行をはじめ欧州諸国の中央銀行にはやや奇異に映ったようであった」(118頁)と述べている。

63 例えば、小宮[1994]を参照。

64 趨勢的な経常収支の水準について、植田[1992]、Ueda[1988]は、経常収支関数の推計結果から、1980年代前半にわが国の構造的な経常収支黒字は、対名目GNP比3%程度に達しており、その主因は、米国の財政赤字増加とわが国の財政赤字減少であることを指摘している。

図25 外国為替市場介入政策と金融政策の運営

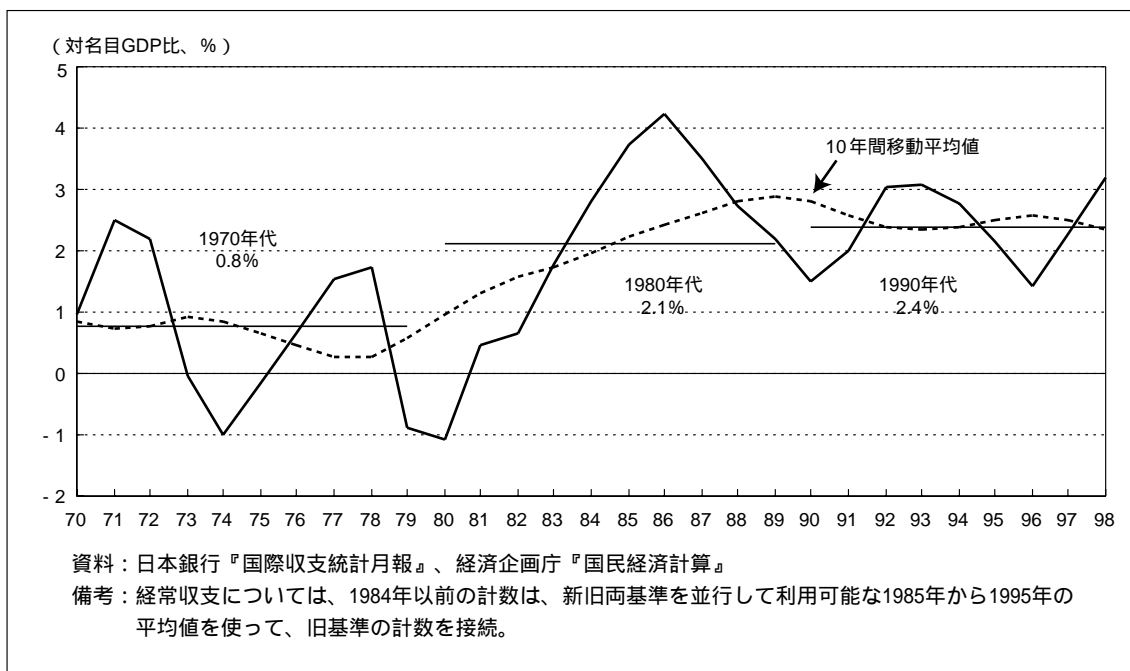


資料：日本銀行『金融経済統計月報』、大蔵省『財政収支統計月報』

備考：1. 介入額は、為券発行超額、対民間財政収支から推計。

2. コールレートは、85/6月までは有担保翌日物、それ以降は無担保O/N物。

図26 経常収支の対名目GDP比



## 二．財政政策との関係

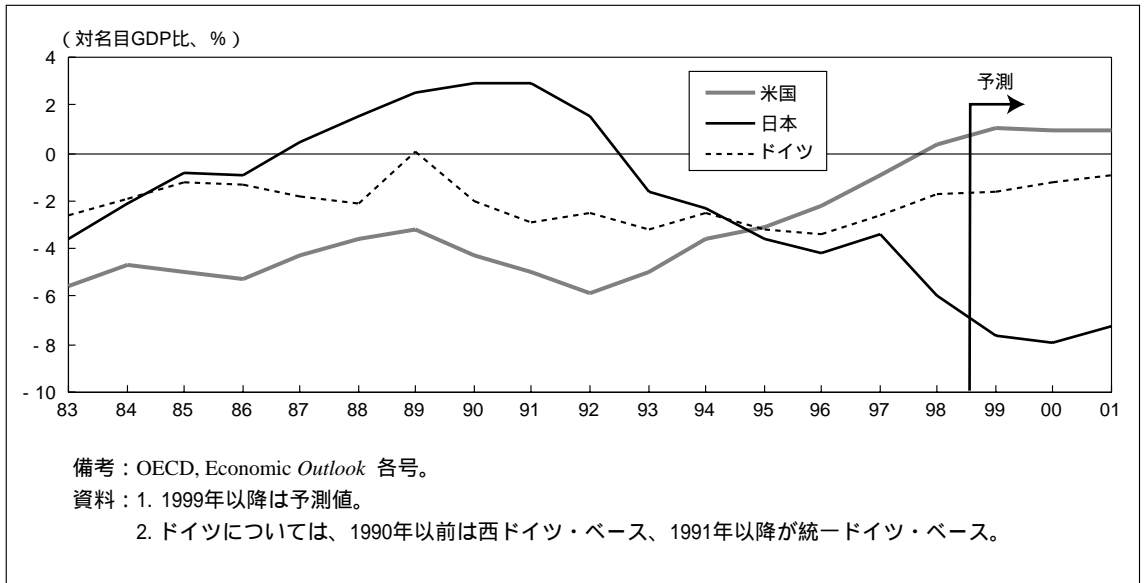
バブル期の金融政策運営を当時支配的であった政策思想との関係で検討する際には、財政政策運営との関係も論点になる。この点に関して最も多い議論は、「財政政策の発動の遅れは金融政策への負担を高め、金融の超緩和をもたらすことを通じてバブルを招いた」という議論である<sup>65</sup>。確かに、政府は財政再建の観点からバブル前半期においては財政政策の発動には慎重であり、マクロ経済政策による内需拡大はもっぱら金融政策が担ったことは事実である（図27）<sup>66</sup>。

仮に、積極的な財政政策がより早い段階でとられていたら、公定歩合は2.5%まで低下しなかったかもしれない。しかし、既に検討したとおり、バブル期の金融政策にとっての本質的な問題は、低金利それ自体ではなく、景気拡大傾向が明確化する中で、低金利が永続するという期待が生み出されたことに求められる。したがって、議論のポイントは、財政政策がより早期に積極化していれば金融引締めへの転換がその分容易になっていたかどうかの評価にかかってくる。もし、その後の金融

65 財政当局が財政再建を重視すること自体は極めて健全なことである。問題となるのは、財政再建が持続可能な手段で達成されているかどうかである。バブル期には、景気拡大、資産価格上昇による税収増加（法人税、所得税、相続税、有価証券取引税等）だけでなく、NTT株式の売却収入、記念金貨の発行等による一時的な収入増加がみられた。しかしながら、バブル崩壊期を含めて考えると収入が増加したわけではなく、財政再建も達成されなかった。なお、日本銀行〔1989b〕は、バブルによる税収の増加額を1986年度から1988年度までの3年間で約7.5兆円（この間の租税・印紙収入の5.4%）に達していると推定している。

66 公的需要の実質GDP成長率への寄与度は、1986年から1989年にかけて0.8%、0.5%、0.5%、0.2%と一貫して低下している。

図27 日米独の財政バランス



引締めへの転換がいずれにせよ難しかったとすれば、「財政政策の積極化のタイミングが早ければバブルは起きなかった」という議論は成立しないことになる。

上記の問いに対する答えは、バブル期当時日本銀行の独立性が実質的にどの程度確保されていたかという点に帰着すると考えられる。旧日本銀行法下でも公定歩合の変更は政策委員会の専決事項であり、その意味で日本銀行は金融政策の独立性を有していた。しかし、一方で日本銀行は財政政策に責任を有する政府（大蔵省）の広範な監督下におかれており、そうした監督が金融政策の独立性に影響する可能性も先験的には否定できない。この点について、旧法下の日本銀行は、「事実上の独立性があった」と主張してきた<sup>67</sup>。1998年4月には新しい日本銀行法が施行され、さまざまな点で日本銀行の独立性とアカウントビリティが強化された<sup>68</sup>。新法施行後の経験は、やはり法的な独立性とアカウントビリティの重みを示しているように思われる。

67 日本銀行金融研究所 [1986] では、当時の日本銀行の独立性に関して、「現行法上、日本銀行はかなり広範な政府の監督下におかれている。それは個別事項に関し細かく規定されているほか、大蔵省は一般的な業務命令権、監督命令権を有しており、また役員解任権を有している。（中略）しかし、政府と日本銀行は常に密接な連絡と協調を維持しているので、上記の命令権が実際に発動されたことはないし、現実にも金融政策運営は、独立した立場から日本銀行の責任において行われている」（445頁）と述べている。

68 例えば、以下のような点で独立性が強化されるとともに、政策決定の透明性が法律的に裏づけられた。第1に政府の広範な業務命令権が廃止され、政府の権限が日本銀行の独立性に配慮した法令・定款違反にかかる適法性監督に限定された。第2に政府による役員の解任事由が、破産、心身の故障、禁固刑などに限定され身分保証が与えられた。第3に業務・経費予算を大蔵大臣が認可しない場合、大蔵大臣は理由を公表しなければならないとされた。第4に詳細な議事要旨を公表する透明性の高い金融政策決定会合での多数決により金融政策の方針が決められることとなった。

### (3) バブルの弊害に関する認識

以上、金融引締めがなぜ遅れたかを検討してきたが、そうした個々の議論を一言で総括するとすれば、バブルが崩壊した場合の影響は、バブルの発生・拡大時の影響に比べて非対称的に大きいとの認識が不足していたということになる<sup>69</sup>。バブルの弊害をバブル崩壊後の「後知恵」で整理すると、最大の弊害は以下の3つのメカニズムを通じて経済の長期停滞をもたらしたことであった。下記のメカニズムのうち、第1のメカニズムはバブルの発生・拡大期と崩壊期で対称的であるが、第2、第3のメカニズムはバブル崩壊期の影響が非対称的に大きいという点が特徴である。

第1のメカニズムは強気の期待の修正に伴う経済活動の低下である。その具体的なルートとしては、資産効果等を通じる支出拡大メカニズムが逆転することやバブル期の過剰投資に伴う古典的なストック調整が挙げられる。

第2のメカニズムは、経済的な意味での資本設備価値の減価、供給能力の低下である。バブル期には先行きの資産価格の上昇やそのもとでの需要パターンを前提として資本支出が著しく増加した。これらの物的資産は、将来とも利用される可能性は乏しく、また他の用途に転用するコストも高いため、その経済的価値は大きく低下した。特に、先進国経済は情報通信技術の発達の成果を活かすかたちで1990年代に入り発展を遂げたことを考えると、この時期にどのような分野で設備投資が行われたかは決定的に重要であった。その意味で、バブル期の誤った価格シグナル (misguided prices) による資源配分への悪影響 (dynamic resource misallocation) も、経済の停滞をもたらすメカニズムとして十分意識する必要がある<sup>70</sup>。

第3の、そして最も重要なメカニズムは、資産価格の下落が借り手・貸し手双方の資産内容を悪化させ、自己資本の減少を通じて信用のオペラビリティを低下させ経済活動を低下させるバランスシート調整である。自己資本は将来のリスク・損失に対する「備え」として機能する。そうした機能は経済が順調に拡大している状況ではあまり意識されないが、いったん経済の拡大見通しに変化すると、自己資本不足の影響が顕現化する。バブルの崩壊後、資産価格が下落し、自己資本が大幅に減少すると、金融機関、企業、個人を問わず倒産の可能性は高まる。このような状況のもとで、自己資本が減少した経済主体はリスク負担に慎重となるし、取引相手の自己資本が減少した場合にも、こうした相手先との取引に慎重となる<sup>71</sup>。

69 IMFの年次報告 (Annual Report) では、1989年、1990年においても、マクロ経済政策の適切な運営によって高成長と物価安定が実現されているとして、先行きに対しても楽観的な見方を示している。

70 上記の第1のメカニズムは主として需要面を通じて実現するのに対し、第2のメカニズムは主として供給面を通じて実現する。

71 Bernanke, Gertler, and Gilchrist [1996] は、資金供給者と資金調達者間で情報の非対称性が存在する場合、資産価格の低下と需要の減少との間で悪循環が生じるとのフィナンシャル・アクセラレータと呼ばれる議論を展開している。なお、バランスシート調整のメカニズムを企業サイドからみると、「金融機関の信用供与態度の慎重化」と映り、金融機関サイドからみると、「企業の設備投資の慎重化」、「資金需要の減退」と映ることになる。

## 6. 日本銀行にとっての教訓

これまで述べてきたように、バブルはさまざまな要因が複合的に作用し、期待が著しく強化する現象である。そうであるとすると、バブルは絶対に防ぎ得るものではないかもしれないが、最もオーソドックスな対応は著しい期待の強化が時として生じることを認識し、そのうえで社会全体としてこれを自制するメカニズムを組み込むことであるように思われる。本章では、バブルを防ぐ自己規律という観点を意識しながら、中央銀行としての教訓を4点に分けて述べることにしたい。

### (1) 先行きを展望した金融政策の重要性

中央銀行にとってバブルの経験から得られる最大の教訓は、経済が抱えるリスクを極力、潜在的段階で把握する「先行きを展望した（forward-looking）金融政策」の重要性である。

バブル期の経験が示すように、バブルは突然発生するものではなく、徐々にエネルギーを蓄積し拡大していく性格のものである。その意味で、金融政策はインフレやバブルの存在が誰の目にも明白となってから対応するのではなく、将来のインフレやバブルのリスクを意識しながら早めに対応することが重要となる。既に述べたように、金融政策だけではバブル経済の発生は防ぎ得ないが、金融政策が先行きのリスクを展望して運営されていれば、経済の変動はもう少し小さくなったと考えられる<sup>72</sup>。

いうまでもなく、バブルが拡大する過程で、バブルであるかどうかの判断は実に難しい。その1つの理由は、経済構造変化の可能性を否定できないことである。仮に、経済構造が変化し生産性が上昇していれば、経済構造が変化していないという前提に基づいて強力な金融引締めを行うと、潜在的な経済成長能力は抑制されてしまうことになる。したがって、中央銀行は2つの異なるリスクに直面する。

この点は、統計学でいう2種類の「統計上の過誤」と同様の問題と考えることもできる。第1種の統計上の過誤（受容すべき仮説を誤って棄却する）は比喩的にいえば、「ニューエコノミー論」が正しいのに誤って引き締め、潜在成長力を殺してしまうケースであり、第2種の統計上の過誤（棄却すべき仮説を誤って受容する）はバブルを「ニューエコノミー」への移行過程と誤認しインフレの進行を許してしまうケースである。中央銀行が2種類の「統計上の過誤」のいずれを犯す確率が大きいのか、事前には正確にわからない以上、金融政策の判断に当たっては、過誤を犯す確率だけでなく、過誤を犯した場合のコストの相対的な評価が問題となる。日本のバブル期の経験に照らすと、中央銀行としては第2種の過誤は第1種の過誤に比べ致命的になるということを認識することが重要といえる。

72 中央銀行が予防的に行動するとみられている場合には、中央銀行による実際の金利引上げの前に、市場が先取りに反応し、実際の金利引上げは市場の動きに追随することも考えられる。

むろん、2つの過誤に伴うコストを比較することは、その結果として、より致命的になるリスクだけを念頭においた政策運営を行うことが適当であるということをおぼしめす意味はない。バブルのリスクのほうが致命的であり得るとしても、バブルであることを前提とし急激に引き締めるのではなく、徐々に引き締めていくという運営スタンスも十分考えられる<sup>73</sup>。しかしながら、その場合にも、第2種の過誤のリスクの大きさを念頭におきながら、第1種の過誤にも配慮しつつ、引締め程度の選ぼうということが実践的なアプローチであるように思われる。

「先行きを展望した金融政策」という場合、金融政策は何を目標として運営するかが大きな論点となる。ここでポイントになるのは、物価安定の究極的な目標である持続的な経済成長の達成を意識し、そのための「環境」維持に力点を置いた金融政策を運営することである。ここで必要な「環境」としては、物価安定と金融システムの安定の両方と考えられる。

まず、物価安定について考えてみると、中央銀行が目標とすべき物価安定とはある一時点での物価安定ではなく、中長期的な経済成長を支えるための持続的な物価安定である。したがって、統計として表れる物価上昇率が落ち着いていても、持続的な物価安定が損なわれるリスクが高まっていると判断される場合には、早期に金利を引き上げ、持続的な物価安定を確保していく必要がある<sup>74</sup>。

他方、金融政策は金融システムの安定に対しても金融機関行動やマクロ経済に働きかけることを通じて影響を与える。ただ、金融システムの安定を実現するためには、マクロ経済の環境と並んで個別金融機関による経営の健全性確保も重要な構成要素であり、この面では規制・監督当局の果たす役割が大きい。その意味で、金融システムの安定は中央銀行として意識すべき重要な政策目標であるが、持続的な「環境」の維持を図るうえで物価安定に対するのと同じ影響力を有するものではない、という限界を認識しておく必要があると考えられる。

## (2) マクロ的なリスクの把握

バブル期の第2の教訓としては、物価安定や金融システムの安定が損なわれるリスクを中長期的な観点から認識する努力が非常に重要であることが挙げられる。この点に関しては機械的なルールは存在しないが、バブル期の経験を踏まえると、経済全体の需給ギャップ、マネーサプライ・信用の状況、資産価格の動向、金融機関行動、リスクの相互作用という5つの観点からの検討は特に重要と考えられる。

73 Brainard [ 1967 ] は、政策の乗数効果について不確実性がある場合、政策当局は保守的 ( conservative ) な政策対応を行うべきであると指摘している。この点に関する議論については、ブラインダー [ 1999 ] での議論を参照。一方、Stock [ 1998 ] は、米国の小型経済モデルを使って、金融政策は構造変化の下でよりアグレッシブな政策ルールをとることが望ましいと主張している。

74 グリーンスパンFRB議長は、金融政策が追求すべき物価安定の定義について、「中央銀行家の眼からは、物価安定を政策運営上定義すると、『経済主体の意思決定に際し、将来の一般物価水準の変動を最早、考慮する必要がない状態』ということになる。」( Greenspan [ 1996 ] ) と述べている。金融政策が目標とすべき物価安定の定義を巡る議論については、白塚 [ 1997 ] も参照。



### イ．需給ギャップ

バブル期において、実体経済面で景気の過熱を相対的に最も端的に表していたのは労働需給や設備稼働率といった需給ギャップに関する指標であった。もちろん、労働需給や設備稼働の逼迫が賃金や物価の上昇につながるまでにはタイムラグが存在するが、短期的には供給増加には限界がある以上、経済全体の需給が逼迫傾向を示すときには十分な注意が必要である。

### ロ．マネーサプライ・信用量

バブル期には、マネーサプライや信用の増加も有用な情報を発していた。1970年代以降の日本経済をみると、マネーサプライが大きく変動した時期は、1970年代前半（円切上げ、第1次石油ショック）と、1980年代後半以降現在に至るまでの2つである。他方、物価や資産価格が大きく変動したのは、第2次石油ショックを除けば、マネーサプライが大きな変動を示した上記2つの時期にほぼ一致している。しかも、これらの時期には実質経済成長率も大きく変動している。

マネーサプライの位置づけについては内外の中央銀行の間でも現在、コンセンサスは得られていない。しかし、バブル期も含めた過去の経験を踏まえると、マネーサプライや信用量が大きな変動を示しているときには、これを経済の変調の可能性を示唆するものとして、金融政策運営上も注意を払っていくことが重要である。

### ハ．資産価格

金融政策が資産価格の水準自体をコントロールすることは可能でもないし、無理にコントロールしようとする、経済の変動を大きくする。しかし、資産価格は金融政策にさまざまなかたちで影響する以上、金融政策運営に当たっても重要な変数の1つである。資産価格が関係する第1の理由は、資産効果に伴う支出の変動である。第2の理由は、資産価格の動きは経済の先行きに対する期待について貴重な情報を含んでいることである。ただし、資産価格を情報変数として活用していくうえでは、資産価格の変動は、民間経済主体の将来に対するインフレ期待だけでなく、バブル的な要素や構造変化といったさまざまな要因に左右されることに留意が必要である<sup>75</sup>。第3の、そして最も重要な理由は、資産価格の変動は、金融システムに対する影響を通じて経済活動に大きな影響を与えることである<sup>76</sup>。

75 Shiratsuka [1999] は、資産価格を物価指数に取り込む可能性を検討しているが、資産価格統計のカバレッジ・精度が低いこと、資産価格変動にはさまざまな要因が存在し、金融経済情勢に大きく左右されること等から、資産価格を含む現実的な物価指標構築は難しいと結論づけている。

76 例えば、デリバティブ価格を含めた金融市場情報の利用可能性についても今後の検討課題として重要と考えられる（例えば、Nakamura and Shiratsuka [1999] を参照）。

Kindleberger [ 1995 ] が指摘するように、資産価格に関しては一定の「調理法」(“cookbook rules of the game”)があるわけではない<sup>77</sup>。しかしながら、上記3つの観点を意識しつつ、資産価格変動の意味を的確に分析し、そこに示されている期待が持続可能なものであるかどうかを検討する努力は重要である。

## 二．金融機関行動

前述のように、バブルの拡大はマネーサプライや信用の膨張を伴っている。しかし、マネーサプライや信用の膨張が持続的な経済成長と整合的であるかどうかは、量的な伸び率だけでは判断できない。信用膨張の性格を評価するためには、信用膨張の内容についても注意を払う必要がある。例えば、調達コスト、担保の有無、種類や掛け目をはじめとする信用調達の条件は重要な要因である。また、マネーサプライという金融機関の債務の増加がどのような資産の増加に対応しているかも重要である。バブル期にはマネーサプライや信用の動向は、量的な観点から議論されることが多かったが、上記のような金融機関の信用創造行動をモニターし、これがマクロ経済にどのように影響していくかを分析することも重要である。

## ホ．リスクの相互作用

現時点からみると、バブル期に金融機関は予想される収益と比較して過大なリスクをとっていた。特に、経済や金融システム全体としてのマクロ的なリスク、特にリスクの集中や相互連関という側面に対する認識が不足していた。

こうした相互連関としては、第1に業種間の相互連関が挙げられる。例えば、バブル期におけるコンピュータ関連企業の高収益は金融機関の多額のオンライン投資による寄与が大きい。そうした金融機関の投資は金融国際化や技術革新の進展を契機としているが、同時に資産価格上昇とも密接に関連していた。したがって、経済全体として、表面的な数字以上に、資産価格変動という共通のリスク・ファクターに影響されやすい構造になっていた。第2に、債権価値と担保価格との相関関係に伴うリスクが挙げられる。バブル期には、不動産や株式担保が多く用いられたが、担保となる資産の価格がファイナンスされる事業の収益性と高い相関関係にある場合には、実質的には無担保に近くなる。

こうしたマクロ的なリスクは、個々の経済主体が認識するリスクの単純合計ではなく、相互の連関が極めて重要な役割を果たす。また、そうしたリスクは金融セクターと非金融機関セクターとの間で相互に影響しあう。そうしたマクロ的なリスクを認識する思考習慣は非常に重要であり、その時々金融・経済情勢に応じて、ど

77 Kindleberger [ 1995 ] は、この点について以下のように述べている。

“When speculation threatens substantial rises in asset prices, with a possible collapse in asset markets later, and harm to the financial system, or if domestic conditions call for one sort of policy, and international goals another, monetary authorities confront a dilemma calling for judgment, not cookbook rules of the game. It is, I believe, realistic.”

のようなリスク・ファクターに注目するかが重要となる。

日本銀行は、金融機関に対する考査、モニタリングや決済システム運営等に関連した金融市場参加者との日常的対話を通じ、マクロ経済や金融システムに関する情報を蓄積しているが、そうした情報をも活用しながら、持続的な経済成長を損なうおそれのあるマクロ的なリスクを把握していくことが求められる。

### (3) 政策思想への働きかけ

バブル期の第3の教訓は「政策思想」へ働きかけることの重要性である。5章ではバブル期の金融政策運営を拘束した政策思想として、国際的な政策協調、円高阻止、内需拡大による経常黒字縮小という3つの政策思想を説明した。また、財政政策運営との関係についても説明した。中央銀行の基本的な使命を損なうおそれのある政策思想はその時々を経済情勢によって変わってくるが、いったんそうした政策思想が広がると、金融政策もその影響から免れ難くなる。中央銀行としては、常日頃から、そうした政策思想に対し、自らの考え方を明確に説明していくことが重要である。

### (4) 制度設計の重要性

バブル期の第4の教訓は制度設計の重要性である。金融政策は金利や流動性の状況を変更することを通じて民間経済主体の行動に影響を与えるものであるが、その影響の仕方は、金融機関の規制・監督をはじめ、税制、規制、会計、法制等の制度のあり方いかんでさまざまに変わり得るものである。

日本のバブル期の経験に即して考えると、金融自由化がもっと早い段階で進められ、金融機関の規制・監督がそれに合わせた形で見直されていれば、金融機関の行動は多少変わっていたかもしれない。また、土地税制が地価上昇を加速するバイアスを有していなければ、地価上昇の程度も変わっていたかもしれない。4章ではバブル期における短期金融市場改革や窓口指導についても触れたが、これらの分野では日本銀行が見直しに早い段階で取り組んでいれば、状況はもう少し改善していたかもしれない。

いずれにせよ、そうした制度設計のありようが持続的な物価安定や金融システムの安定を損なうおそれがある場合には、日本銀行が制度設計に直接関与し得ないものについても、そのマクロ経済的な影響を分析し、これを説明していく必要がある。また、日本銀行自身が主たる責任を有する制度の設計については、経済・金融環境の変化に合わせて自ら積極的に見直しを行っていくことが重要である。

## 参考文献

- 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年
- 岩本康志・大竹文雄・齊藤 誠・二神孝一、『経済政策とマクロ経済学』、日本経済新聞社、1999年
- 植田和男、『国際収支不均衡下の金融政策』、東洋経済新報社、1992年
- エズラ・F・ヴォーゲル、(広中和歌子、木本彰子訳)、『ジャパン・アズ・ナンバーワン』、TBSブリタニカ、1979年 (Ezra F. Vogel, *Japan as Number One*, Harvard University Press, 1979)
- 大蔵省、「資産価格変動のメカニズムとその経済効果：資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会報告書」、『フィナンシャル・レビュー』第30号、大蔵省財政金融研究所、1993年
- 太田 起、『国際金融 現場からの証言：日銀からみた激動の30年』、中公新書、1991年
- 緒方四十郎、『円と日銀：セントラルバンカーの回想』、中公新書、1996年
- 小川一夫・北坂真一、『資産市場と景気変動：現代日本経済の実証分析』、日本経済新聞社、1998年
- 奥村洋彦、『現代日本経済論：「バブル経済」の発生と崩壊』、東洋経済新報社、1999年
- 国土庁、『首都圏改造計画：多核型連合都市圏の構築に向けて』、首都圏整備協会、1985年
- 小宮隆太郎、『現代日本経済：マクロ的展開と国際経済関係』、東京大学出版会、1988年
- 、『貿易黒字・赤字の経済学』、東洋経済新報社、1994年
- 白塚重典、「物価の基調的な変動を捕捉するための指標の構築とその含意」、『金融研究』第16巻第3号、日本銀行金融研究所、1997年、1-32頁
- 鈴木淑夫、『日本の金融政策』、岩波新書、岩波書店、1993年
- 高尾義一、『平成金融不況：国際金融危機の中間報告』、中公新書、1994年
- 西村清彦、『日本の地価の決まり方』、筑摩書房、1995年
- 西村吉正、『金融行政の敗因』、文春新書、文藝春秋、1999年
- 日本銀行金融研究所、『新版わが国の金融制度』、1986年
- 日本銀行調査統計局、「円高下の経済調整について」、『調査月報』2月号、日本銀行調査統計局、1987年、1-29頁
- 、『最近のマネーサプライ動向について』、『調査月報』2月号、日本銀行調査統計局、1988年、1-24頁
- 、『情勢判断資料(平成元年冬) わが国金融経済の分析と展望』、『調査月報』1月号、日本銀行調査統計局、1989年a、1-22頁
- 、『昭和63年度の金融および経済の動向』、『調査月報』5月号、日本銀行調査統計局、1989年b、1-61頁
- 、『わが国における近年の地価上昇の背景と影響について』、『調査月報』4月号、日本銀行調査統計局、1990年a、34-85頁
- 、『平成元年度の金融および経済の動向』、『調査月報』5月号、日本銀行調査統計局、1990年b、1-60頁

- 野口悠紀雄、『土地の経済学』、日本経済新聞社、1989年
- 、『バブルの経済学：日本経済に何が起ったか』、日本経済新聞社、1992年
- 船橋洋一、『通貨烈烈』、朝日新聞社、1988年
- アラン・ブラインダー（河野龍太郎・前田栄治訳）『金融政策の理論と実践』、東洋経済新報社、1999年（Alan S. Blinder, *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998.）
- ポール・ボルカー、行天豊雄（江澤雄一監訳）『富の興亡』、東洋経済新報社、1992年（Paul Volcker, and Toyoo Gyoten, *Changing Fortune*, Times Books, 1992.）
- 松下康雄、「プラザ合意と政策運営上の教訓」、『日本銀行月報』11月号、1995年
- 三重野 康、『利を見て義を思う：三重野康の金融政策講義』、中央公論新社、2000年
- 吉富 勝、『日本経済の真実：通説を超えて』、東洋経済新報社、1998年
- Bank for International Settlements, *63rd Annual Report*, 1993.
- 、*Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, August 1999.
- Bernanke, Ben, and Mark Gertler, “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter, 1999, pp. 17-51.
- 、, and Simon Gilchrist, “The Financial Accelerator and the Flight to Quality,” *Review of Economics and Statistics*, 78 (1), 1996, pp. 1-15.
- Borio, C. E. V., N. Kennedy, and S. D. Prowse, “Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications,” *BIS Economic Papers*, No. 40, 1994.
- Brainard, William, “Uncertainty and the Effectiveness of Policy,” *American Economic Review*, 57 (2), 1967, pp. 411-425.
- Cargill, Thomas F., Michael M. Hutchison, and Takatoshi Ito, *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*, MIT Press, 1997.
- Feldstein, Martin, “Distinguished Lecture on Economics in Government: Thinking About International Economic Coordination,” *Journal of Economic Perspectives*, 2 (2), 1988, pp. 3-13.
- Frankel, Jeffrey A., and Katharine E. Rockett, “International Macroeconomic Policy Coordination When Policymakers Do Not Agree on the True Model,” *American Economic Review*, 78 (3), 1988, pp. 318-340.
- Friedman, Benjamin M., “The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for US Monetary Policy,” Iwao Kuroda, ed., *Towards More Effective Monetary Policy*, London: Macmillan Press, 1997, pp. 137-164.
- Greenspan, Alan, “Opening Remarks,” in *Achieving Price Stability: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1996.
- Higo, Masahiro, “What Can Inflation Expectations and Core Inflation Tell Us about Monetary Policy in Japan?,” IMES Discussion Paper, No. 99-E-22, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1999.
- Hoshi, Takeo, “What Happened to Japanese Banks?,” IMES Discussion Paper, No. 2000-E-7, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2000.

- , and Anil Kashyap, "The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?," NBER Working Paper No. 7250, 1999.
- Kanoh, Satoru, and Hideaki Murase, "On Land Price Formation: Bubble versus Option," *Japanese Economic Review*, 50 (2), 1999, pp. 212-226.
- Kent, Christopher, and Philip Lowe, "Asset-Price Bubbles and Monetary Policy," Research Discussion Paper, No. 9709, Reserve Bank of Australia, 1997.
- Kindleberger, Charles P., "Asset Inflation and Monetary Policy," *BNL Quarterly Review* no. 192, 1995, pp. 17-37.
- Nakamura, Hisashi, and Shigenori Shiratsuka, "Extracting Market Expectations from Option Prices: Case Studies in Japanese Option Markets," *BOJ Monetary and Economic Studies*, 17 (1), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1999, pp. 1-43.
- Shigemi, Yosuke, "Asset Inflation in Selected Countries," *BOJ Monetary and Economic Studies*, 13 (2), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1995, pp. 89-130.
- Shiller, Robert, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.
- Shiratsuka, Shigenori, "Asset Price Fluctuation and Price Indices," IMES Discussion Paper, No. 99-E-21, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1999.
- Stock, James H., "Monetary Policy in a Changing Economy: Indicators, Rules, and the Shift Toward Intangible Output," IMES Discussion Paper, No. 99-E-13, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1998.
- Ueda, Kazuo, "The Japanese Current Account Surplus and Fiscal Policy in Japan and the U. S.," J. Shoven ed., *Government Policy Towards Industry in the United States and Japan*, Cambridge University Press, 1988, pp. 145-172.
- Taylor, John B., *Macroeconomic Policy in a World Economy*, New York: Norton, 1993.
- Volcker, Paul A., "Statements to Congress," *Federal Reserve Bulletin*, Federal Reserve Board, April 1986.
- Yamaguchi, Yutaka, "Asset Price and Monetary Policy: Japan's Experience," remarks presented at the conference on "New Challenges for Monetary Policy," sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999.