

「バブル期の金融政策」座談会の模様

日本銀行金融研究所では、1980年代後半の資産価格バブルを巡る分析的な総括を試みる研究プロジェクトを立ち上げ、行内・行外の執筆者によって、当時の政策運営を検証した論文2本をまとめた（翁邦雄・白川方明・白塚重典「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」＜以下、翁・白川・白塚論文＞、および香西泰・伊藤修・有岡律子「バブル期の金融政策とその反省」＜以下、香西・伊藤・有岡論文＞、いずれも本号所収）。

この研究プロジェクトは、バブル崩壊からすでに10年近くが経過しており、日本銀行としてバブル期の政策運営に関する何らかの「分析的総括」が求められている、との問題意識から開始された。すなわち、1990年代の日本経済は、大きな苦境に陥ったが、その1つの大きな要因として、バブルの発生と崩壊があったことは否定し難い。こうした観点から、日本銀行が低インフレ下の金融政策運営の経験について語る時、バブルの問題を避けてとおることはできない、と考えられる。

しかしながら、バブルの発生メカニズム、金融政策の果たした役割や果たすべき役割について、中央銀行、学界の間でも共通の理解が現在なお存在していない。その一方で、バブル崩壊後の調整がまだ終わっていない現段階では、どのような内容の分析を公表しても、日本銀行の「自己弁護」と受け取られるおそれが高いほか、それを避けようとする、今度は過度の「反省」になり、バブルを正しく理解したことにならないおそれが生じる、との懸念も存在した。

こうした観点から、日本銀行スタッフ自らが分析的な総括を試みると同時に、高い見識を有する日本銀行外のエコノミストに論文作成を委託し、総合的に日本銀行の政策を検証することとした。

これら2つの論文が完成し、プロジェクトを終了するに当たって、その研究成果を今後の政策運営につなげるとの観点から、論文執筆の中で意識した論点を振り返りつつ、2つの論文の分析結果、政策含意の共通点・相違点、あるいは論文中で十分に書き尽くすことができなかった点、等について、執筆者が一堂に会して議論するために、座談会を開催することとした。

「バブル期の金融政策」座談会*

日 時：平成12年8月17日（木）午前10時～12時

場 所：日本銀行南分館701会議室

参加者：香西 泰（日本経済研究センター会長）、伊藤 修（埼玉大学教授）
白川方明（日本銀行企画室審議役）、翁 邦雄（同金融研究所長）
白塚重典（同金融研究所調査役）

1. バブル現象の理解の仕方

翁……それでは座談会をはじめたいと思います。まず、最初に、バブル現象の定義ないし理解の仕方について、議論したいと思います。われわれ3人の論文（翁・白川・白塚論文）では、バブル経済を、資産価格の急激な上昇に加え、マネーサプライ・信用量の膨張、实体经济活動の過熱という3つの要素が揃った時期と理解するという考え方を示しています。これに対して、香西・伊藤・有岡論文は、「物価安定はバブルの前提である」という、ある意味で、われわれ中央銀行員にとって非常にショッキングなご示唆を含んでいます。実は、こうした点について、われわれは日々悩んでいると言えるのかもしれません。中央銀行が通常目標にしているのは、一般物価の安定ですが、資産価格バブルが非常に深刻な影響を及ぼし、両者の間にコンフリクトが存在する場合、これをどう扱っていけばよいのか、というのは大きな問題です。今回の論文でも言及されていますが、個人的には、日本経済研究センターの会報に香西先生がお書きになられた「利潤インフレ」の概念が非常に興味深いと考えています¹。最近の世界経済の状況からみても、情報技術革新などによる価格低下が進行するもとの、実は利潤インフレによるバブルが発生しやすい環境になっているのではないかと、という懸念さえ抱いています。

香西……物価安定が崩れ、一般物価と資産価格が同時に上昇していくような状況では、中央銀行の政策対応は比較的容易であるように思います。1973年から1975年にかけての過剰流動性時のように、資産価格の上昇も、景気の過熱も、いずれもはっきりとしているような状況がこれに該当するでしょう。中央銀行にとって、深刻な問題となるのは、物価が安定している状況のもとで、期待が強化し、資産価格が過大に上昇してしまうケースです。1980年代後半の日本、1920年代の米

* 文責、日本銀行金融研究所

¹ 「利潤インフレ」は、物価指標が安定していても、その背後でコストと価格の関係が大きく崩れると、利潤の増減が激しくなり、これが景気の振れを増幅し、持続的な経済成長の基盤を損なう可能性を指摘したものの。詳細は、香西泰、「バブルの発生と金融政策」（『日本経済研究センター会報』、1992年2月1日号）を参照。また、後掲脚注2の翁 [1995] は、その金融政策運営上のインプリケーションについて検討している。

国の株式バブルはこうした事例の典型でしょうし、現在の米国がこうした状況と類似している、ということもできると思います。

金融が緩和している局面は、総需要曲線が右方にシフトしていると考えられます。こうしたケースで物価が安定しているとすれば、総供給曲線も右方にシフトしているはずですが、円高による交易条件の改善は、総供給曲線を右方シフトさせる1つの要因となるでしょう。このほか、総供給曲線をシフトさせるもう1つの重要な要因は、期待インフレ率の動向で、それにはマークアップ率の動向を考慮する必要がありますように思います。確か、この点については、マークアップ率の動向に言及した翁さんの論文があったように記憶しています。

翁……ご指摘の論文²は、実は、先程、ちょっと触れさせて頂いた香西先生の短い論文に触発されたものです。私自身の印象は、ポジティブなサプライショックのもとで表面的な物価安定を保とうとすると、企業のマークアップ率ないし利潤率が過度に高まり、それがかえって景気循環を増幅させる可能性は否定できない、ということです。

白川……バブル現象に関する定型化された事実 (stylized fact) という観点からいくつかご意見をお伺いしたいと思います。17世紀のオランダにおけるチューリップ・バブル以降、歴史上、いくつかのバブルが観察されています。17世紀のオランダのチューリップ・バブルが発生した当時には、今日的な意味での金融政策は存在していなかったと思います。このことは、バブルと金融政策の関係を論じるうえで非常に示唆的です。

もちろん、バブルの発生において、金融政策が果たす役割の重要性を否定するわけではないのですが、17、18世紀に生じたバブルが、(マクロ的な現象であったかどうかは定かではありませんが、)これがマクロ的現象であったとして、なぜ金融政策が存在しなかった時代に、こうしたバブルが生じたのでしょうか。われわれの論文で指摘しているように、バブルという現象は、さまざまな要因が複雑に関連しあって期待が著しく強化することによって生じると考えられます。金利の低下はその必要条件であることは間違いないのですが、かといって、金利低下をバブル発生の主因とする考え方には懐疑的です。

もう1つ興味深い事実は、19世紀から20世紀前半にはバブルの現象は多数発生していたのですが、その後、しばらくの間、あまりみられなくなっていて、最近、10年から15年の間に、再び世界的に多くの国でバブル現象が発生するようになってきていることです。よく考えてみると、19世紀というのは物価が安定した時代ですし、最近も世界的なディスインフレ傾向にあります。こうした点から考えると、バブルの発生と物価の安定とは何か関係があるのではないかと、という疑問が

2 翁 邦雄、「金融政策目標と中央銀行」(『金融研究』、第14巻第3号、1995年)を参照。

湧いてきます。中央銀行にとって、物価安定は金融政策の目標と位置付けられるものですが、物価安定が、楽観主義的な期待を醸成している、といったようなことではないのか、というのは重要な論点です。

伊藤……論文を作成する過程で、私は、バブル期の新聞報道を追っていくという作業を集中的に行ったのですが、当時、金融政策とバブルを結び付けるような論調はほとんどみられませんでした。このことは、逆に言うと、金融政策がバブルの発生のために何か積極的な役割を果たしたというよりも、何もしなかったことで、バブルの発生に「まった」をかけることができなかった、ということなのではないでしょうか。バブルを抑止するには、金融政策が、何か今までとは異なった環境への移行を促す必要がある、ということだと思います。

白川……伊藤先生のおっしゃる「異なった環境」とは何を指しているのでしょうか。

伊藤……具体的には、金利引上げといった金融の引締めということになるのですが、人々が、金融面での環境に何か大きな変化があったと認識する、ということがポイントになると思います。

香西……個別の商品の価格騰貴といった部分的なバブルは、マクロ的なバブルとは明確に区別して議論する必要があると思います。その際、金融政策はマクロ的なバブルという現象を問題にすべきです。なぜなら、マクロ的なバブルは、信用創造過程に大きな影響を与え、金融システムを潜在的に不安定化させると考えられるからです。白川さんのご質問とも関連しますが、確かに、バブルという現象は自己増殖的な性格を持っているように思います。今回論文を作成するに当たって、資産価格と他のマクロ経済・金融変数との統計的な因果関係を検証したのですが、マクロ経済・金融変数から資産価格への因果性は、ほとんど観察されませんでした。統計的な手法の限界には留意する必要がありますが、それでも資産価格は驚くほど独立的あるいは自己増殖的に変動しているな、という印象を受けました。

次に、なぜバブルが発生しやすくなったのかという点については、国際経済環境から影響を受けている面が少なからずあるように思います。例えば、潜在的に過剰な流動性が形成されやすくなっていたり、国際資本移動が活発になっている、といったことを通じて、国際化の流れがバブルを発生させやすい環境を提供しているようにも思えます。1980年代後半についてみると、翁・白川・白塚論文にも示されているように、世界の多くの国で、資産価格の大幅な上昇がみられました。にもかかわらず、日本だけが非常に長い調整局面を迎えた原因としては、諸外国と日本の潜在的な成長力についての基礎的条件が異なっていたことが指摘できるかもしれません。つまり、日本においては、1970年代初までの高度成長の後、潜在成長力は低下していたため、バブルの「逆噴射」的な性格がより強かったのではないのでしょうか。

ちなみに、バブル破裂後については、住專問題の処理等に代表されるように、ミクロ的プルーデンス政策において、金融機関の破綻処理をより迅速に進めるべきであった等、個別的な政策の誤りがあった可能性は否定できませんが、需要補給政策が不十分だったことが1990年代の低迷の主因だったとは個人的には考えていません。

翁……部分的なバブルと、マクロ的なバブルという観点で言えば、チューリップ・マニアのケースは部分的なバブルではなく、マクロ的に影響を与えるバブルだと言ってよいように思います。金融政策がなくてもマクロ的なバブルが発生し得るのではないかと、という白川さんの仮説については、私はチューリップ・マニアについては専門家ではないので推測ですが、私も原理的には当然に発生し得る、と考えています。というのは、バブルの拡張過程でチューリップの価格の騰貴は、例えば担保価値の上昇を通じて金融緩和をもたらしたはずだ、と考えられるからです。中央銀行は存在しなかったわけですが、それでも、金融が大きく緩和したということが、バブルをエスカレートさせるうえで、重要であったということではないでしょうか。こうしたメカニズムに伴う金融緩和は、中央銀行が存在し、一定の金融緩和スタンスを維持している、と考えている状況のもとでも起き得ると考えます。

白川……信用量の膨張、あるいは金融環境の緩和がバブルの背後にはある、という点は重要なポイントだと思います。

翁……こうした環境のもとでは、同じ環境を（金利を同じ水準に）保っていれば、金融がどんどん緩むはずです。

2. 物価の安定と金融政策

翁……次に、少し論点を変えて、中央銀行の目標である物価の安定について議論して頂きたいと思います。2つの論文における物価安定の解釈を比べてみると、近いようで少し違うように思えます。具体的には、金融政策目標としての物価安定を持続的で健全な経済発展のための前提条件として広く考える、という点についてはおおまかなコンセンサスがあると考えてよいように思います。そのうえで、翁・白川・白塚論文では、物価安定の定義として、国民経済の健全な発展の前提条件ないし、その結果として物価安定が持続する状態を念頭においています。もう1つの香西・伊藤・有岡論文はどうかと言いますと、長期的な物価安定にも言及していますが、ほかの政策目標も念頭におくという意味で、レキシコグラフィックな目標の最上位としての物価という位置付けにも共感を示しています。しかし、これら2つは、例えば円高が進行すると同時に物価が低下する中で、資産価格が

急騰するといった現実的局面を考えると、必ずしも同一のものとは言えないように思われます。この点、いかがでしょうか。

香西……1980年代までの50年間ぐらいの間、大規模な資産価格バブルがみられなかったのは歴史的にみてもやや特殊だった、と言ってよいように思います。そうした観点からは、これからは「バブルは繰り返される」ということを前提として、金融政策を運営していく必要があるのかもしれませんが、翁・白川・白塚論文が掲げているような、「持続的な成長をサポートする物価安定」という概念は、金融政策が目指すべき目標の範囲を拡大することにつながってしまうのではないかと、という点がやや気掛かりです。物価安定は、中央銀行の独立性にとっての切り札です。したがって、この概念をあまり広く解釈してしまうと、金融政策の役割分担を必要以上に拡大させてしまう、といったリスクがあるように思います。

したがって、1つの考え方として、長期的物価の安定が達成されていることを条件に、バブルにも対応することを明示的に宣言してしまう、ということも考えられるのではないのでしょうか。ちなみに、翁・白川・白塚論文で言及されているように、政策委員会議長談では為替レートに対する懸念は頻繁にみられています³。辞書的順序というのは、厳密に言えば適当な表現ではないかもしれませんが、考え方としては、物価安定が達成されていれば、ほかの目標にも目配りするという程度の意味です。実態的に考えても、今回のバブルの渦中で、バーナンキ＝ガートラー⁴の分析のように8%という高水準まで一気に引き上げれば多少は違うかもしれませんが、徐々に予防的な引締めを行ったとして、景気に大きな影響がでていたとは思えません。物価の安定が達成されている局面でも、バブルに配慮して政策行動にでることを考えるべきだったのではないのでしょうか。

翁……香西先生のご指摘は、長期的な物価安定を目指す。しかし、看過できない突発的な事態が発生すれば、これに対応することが必要になる。こうした対応を可能にするための仕組みが必要、と考えられているとすれば、その意味では、インフレーション・ターゲティングにおける免責条項に当たるものとして資産価格変動を組み込む、と解釈できるように思いますが、いかがでしょうか。例えば、ニュー

3 当時、日本銀行では、公定歩合変更之际して、これを決定する政策委員会議長である総裁が、政策変更の背景や狙いに関する短い談話を公表していた。プラザ合意後の金融緩和の過程における5回の公定歩合の引下げにおいては、いずれも為替レートの安定について言及されている。具体的な記述は、例えば、翁・白川・白塚論文の表4に掲載されている。

4 バーナンキ＝ガートラー（Bernanke, Ben S., and Mark Gertler, “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” in *New Challenges for Monetary Policy*, Proceedings from the Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 1999, pp.77-128）は、家計・企業の最適化行動を織り込んだ構造モデルに予想物価上昇率と資産価格（株価）を操作目標金利の説明変数とする政策反応関数を組み込んだシミュレーションを行い、バブル期において資産価格上昇のもたらすインフレ圧力を相殺するためには、1988年の段階で金利を当時の4%程度から8%にまで引き上げ、翌年以降もさらに一段の金利上げを行うべきであった、と指摘している。

ジールランドでは、家畜の疫病発生や商品市況等の突発的な変動といったものが、免責条項とされていました。

香西……免責条項といった場合、政策目標間の優先順位を変更することと、目標の達成を一時的に棚上げすること、どちらを意味しているのでしょうか。

翁……目標の達成の一時的な棚上げを意味しています。早魃の時には、その年に限り物価騰貴を容認する。早魃による値上がりは、翌年が通常の気候であれば収まるはずで、その年に限り、目標を棚上げにしても問題はない、という発想でしょう。

香西……私は、必ずしも時間的概念として、ここでの議論を展開しているわけではなくて、物価安定という大枠の中で、バブルといった資産価格の変動に対応することが許されるのではないかという程度の意味です。

白塚……免責条項を発動するためには、その引き金となるショックが明らかであり、そのインパクトがある程度定量的にも把握できる必要があると思います。資産価格バブルは、リアルタイムでは、バブルかどうかを判断できない以上、これを免責条項と位置付けることは難しいのではないのでしょうか。私は、香西先生が指摘されたように、物価安定はバブルの前提となりうる危険性があると考えています。このことは、足許の物価動向にとらわれ過ぎてしまうと、政策運営を誤るリスクがある、ということになります。

翁…今の議論は、物価安定と資産価格への対応を短期的なトレードオフの関係にあるものとするのは適当ではなく、資産価格への対応は、あくまでも持続的な物価安定のために必要な措置として考えていくべきである、ということになるのでしょうか。

白川……バブルの生成について、例えば、アジア開銀研究所の吉富所長は、単に銀行監督政策の失敗であり、金融政策の運営とはほとんど関係がないと指摘されています⁵。中央銀行はその設立根拠法に規定された目標を離れた政策運営はできませんが、日本銀行法は、多くの中央銀行と同様、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」というかたちで、金融政策の第一義的な目標が物価の安定であることを明快に規定しています。この点は、例えば米国連邦準備制度では、Federal Reserve Act に、物価安定のほかにも、雇用の安定、あるいは経済成長と言ってもよいかもしれませんが、さまざまな目標が並列的に盛り込まれていることと相当異なっています。バブルへの対応を考えるうえで、日本銀

5 日本銀行金融研究所「ワークショップ『低インフレ下での金融政策の役割』(2000年1月25日開催)の模様」(『金融研究』第19巻第2号、2000年)。

行が、直接、国民経済の安定といった観点からバブルを未然に抑止する任務があると解釈するのは、やや無理があって、実践的なアプローチとしては、持続的な物価安定を図るという観点がやはり必要なのではないのでしょうか。

伊藤……「持続的な成長に資する物価安定」という概念は、ほかの政府部門との政策手段の行使について議論するうえでは有用な概念かもしれませんが、市場関係者には、少し説明が難しいように思います。今回のゼロ金利解除においても、市場関係者からは日本銀行の説明は難し過ぎるという声を耳にします。彼らは、なぜ名目ゼロ金利は長く続けてはいけないのかとの点の説明と金融緩和の状態は持続するという意志の2つさえ明確にしてくれさえすれば十分である、という意見が多かったように思います。

次に、政策目標間のトレードオフという点については、一般論としてはあり得るかもしれませんが、1980年代後半の経済環境では、香西先生のおっしゃるように、早期の引締めを行って、景気にどれほどの悪影響があったのかは、疑問です。その意味で、それほど深刻なコンフリクトは、現実にはなかったように思います。

白川……バブル期当時、資産価格の上昇のもたらし得る弊害としてインフレ懸念に言及すると、さまざまな反論が聞かれたことが鮮明な印象として残っています。決まって聞かれた反論は、東京が国際的な金融センターとして発展していく中で、オフィス需要の盛り上がりや賃金を反映して地価が上昇しているのがなぜ悪いのか、という類のものでした。これに対し、インフレが顕現化しない状況のもとで、資産価格の上昇が平等性や公平性に与える影響といった論点も提起されましたが、それは金融政策の責務ではないという、これまた非常に強い反論が返ってきました。振り返ってみると、資産価格の下落が金融システムを通じて経済活動の大きな変動をもたらすということが、大きな論点であったわけですが、資産価格上昇の潜在的なリスクをわかりやすく説明することは極めて難しかったように思います。

香西……後知恵という点に関連して申し上げますと、翁・白川・白塚論文は後知恵ではなく、リアルタイムでの政策判断に資する教訓を導く必要があることが強調されています。ただ、個人的には、今回のバブルの経験を後知恵として使うことはそれで構わないと思います。もっとも、大正7年の金融恐慌の経験はすでに人々の記憶のかたにあり、そういつまでも使えるというわけではないのも事実ですが、あと10年ぐらいは、あんな経験を避けるべきだという意味での後知恵として使えるのではないのでしょうか。

中央銀行の独立性との兼ね合いでは、長期的な物価安定を目指すことをあまり強調し過ぎると、プラグマティックな逃げ道が失われてしまうのではないかと懸念しています。長期的な物価安定は、必然的に将来の物価見通しの問題と結び付いてしまうこととなります。そういった観点からみても、「持続的な成長に資する物価安定」は、「精神的」にはそうであるべきだとしても、どうも説得的で

はないように思います。それよりは、資産価格バブルの問題をブルーデンス政策の問題、すなわち金融システム（より広くは金融）の安定性と結び付けるという逃げ道があるのではないのでしょうか。

白川……ブルーデンス政策には、個別金融機関に対するミクロ的なものと、金融システム全体を意識したマクロ的なものがあります。現在、日本銀行には、個別金融機関に対する規制・監督権限は付与されていません。バブルは、個別金融機関に対する規制・監督で対応すべきものであるという議論に立つと、日本銀行は、そうした役割を担う立場にはないということになると思います。

3. 金融システムとバブル

翁……すでに議論は、バブルと金融システムの問題に移っていますが、次に、金融システムの形態とバブルの関係、金融システムの移行期とブルーデンス政策のあり方、資産価格バブルとブルーデンス政策の役割、といった点に、もう少し幅広くご意見をお聞かせ頂ければと思います。

最初の金融システムの形態とバブルの関係については、バブル崩壊の影響の顕現化プロセスが、金融システムの形態によって異なり得ることをどう考えるか、というのは大きな問題だと思います。直接金融中心の米国型の金融システムではバブルの崩壊は家計を直撃します。他方、間接金融部門が大きい日本型の金融システムでは、いったんは銀行の自己資本をバッファーとしてショックが受け止められるが、その間に危機が深刻化し、バッファーの許容量を超えると、ややラグをもって大津波が家計・企業を襲うこととなります。

また、金融システムの移行期とブルーデンス政策のあり方については、今後の金融システムの構築に当たってはショックに対する耐性を検討することが重要という香西・伊藤・有岡論文の指摘は当然としても、既存のシステムからの移行が引き起こす問題にも目をむける必要があるのではないのでしょうか。特に、システム移行期においては、金融監督当局の規制・監督体系のみならず、金融機関行動を律するガバナンス・メカニズム等、金融システム全体の健全性を維持するメカニズムが不適合性をきたす可能性が大きいと考えられます。

資産価格バブルとブルーデンス政策の役割については、香西・伊藤・有岡論文では、ティンバーゲンの定理を念頭において、金融政策が資産価格と物価安定の両方に割り当てられない以上、追加的手段としての選択的統制も緊急措置として必要であり、実際にもある程度の効果があった、という点を強調されている一方、住専問題が起きたことにも言及されています。資産価格バブルに対してはブルーデンス政策を割り当てればよい、というのは1つの正論ですが、金融システムの移行期においてもロバスタなブルーデンス政策の運営のあり方とは、どのように考えていけばよいのでしょうか。特に、選択的統制が、必然的にループホー

ル問題を発生させるとすれば、一時的な効果より、長期的な歪みの方が大きいかもしれない、その場合には、事態をより悪化させると考えられます。住専問題は不運な偶発事象なのか、それとも必然的だったのでしょうか。

香西……預金は固定的な負債という側面が大きいので、小さなショックに対してはバッファとなり得ますが、バブル期においてはそのバッファとしての機能が過大に信仰されていたように思います。ショックが極めて大規模であった結果として、銀行預金のこうした性質が、バブルの後始末を極めて難しくした大きな要因となったということです。もっとも、システムに対する安定性という意味では、投信を中心とした米国型の直接金融システムが安定的とは言いつれぬかもしれませんが。投信中心のシステムであったとしても、バブルの崩壊過程で「投げ売り」的要素が顕在化すれば、資産価格は大きく下落するかもしれません。それにしても、金融システムの形態は、個人的には、決済業務はナロー・バンク、信用仲介業務は直接金融といった組み合わせが望ましいのではないかと、最近では考えています。

金融自由化との関連で言えば、どの措置がどのような影響をもたらしたかというところまで具体的なものではないのですが、1つ1つの細かい措置が非常に重要な役割を果たしたとの印象を強く持ちました。自由化のテンポについて、一挙に推し進めるべきといった議論も根強いですが、本当にそれでよいのか、という疑問も拭い切れません。また、漸進的に進めていく場合においても、業態規制の撤廃と規制金利体系の自由化は、いずれを先にすべきであったのかとの「順序」の問題も、実は重要であったのではないかと感じたりもします。

いずれにせよ、漸進的な環境移行を前提とすれば、選択的規制を採用していくのは、当時としてはやむを得なかったのではないかと考えています。バブルを防止するうえで、マクロ的には何ができたのかと考えてみると、前広に「長期的な物価安定」の重要性を説き続けるほか、期待が固定化しないよう金利を小刻みに動かしたり、バブル問題に警告を繰り返し続けていくということ以外に思い当たらないわけで、やや論理構成が弱くなっています。

白川……システムによって、バブルの生成・拡大・破裂過程は相当異なっていると思いますが、特にバブルの生成過程に限ると、資本市場を中心としたシステムと、銀行を中心としたシステムで、何か違いはあるのでしょうか。

香西……銀行が有している信用創造機能に注目すると、銀行部門がバブルに巻き込まれることが最も危険なのではないか、というのが私の印象です。バブル期の日本は、直接金融に銀行が併存する中間的システムを採っていたが、これによって子会社（銀行にとってのオフ・バランス・シート）を利用して、信用を拡張する状態に陥り、問題をより深刻にしたとの考え方もできるかもしれません。

白塚.....資産価格が上昇していく過程において、「信用の受け手」の担保価値あるいは純資産価値が上昇し、信用へのアクセスが容易になっていくというメカニズムは、こういったシステムのもとでも共通なのではないでしょうか。そうであるとする、金融システム内部での途中のプロセスに違いがあるにしても、生成過程の帰結については、システム間で大きな差はないのではないのでしょうか。

香西.....それは言い換えると「誘導型 (reduced form)」としてみれば、生成過程について、直接市場中心のシステムと、銀行中心のシステムでは、大きな差異はないかもしれないということになるのでしょうか。しかし、マーシャルの k といった尺度でみると、その結論はどうなるのでしょうか。投信中心に運営していくシステムのもとでは、マーシャルの k の上昇は日本ほどには観察されていないように思います。

白塚.....しかし、現在の米国においても、金融機関の貸出節度が甘くなっていることに対し、監督当局から繰返し警告が発せられています。

白川.....M2に対するマーシャルの k が著しく上昇しているかどうかとの関係では、キンドルバーガーは、その著書⁶において、バブル拡大の過程ではマネーと代替的な資産が必ず現れると指摘しています。したがって、M2と等価な資産が現れれば、マーシャルの k といった比率が上昇しなくとも帰結自体はそれほど変わらないかもしれません。

伊藤.....この点に関していうと、直接金融中心のシステムにおいては、銀行貸出のGDP比は上昇しないが、決済手段としてみた場合のM2のGDP比は、活発な資産取引動機を反映し、上昇するかもしれない、と考えられないのでしょうか。システムの相違について、「生成」ではなく「崩壊」過程における差異は極めて明確なのでしょう。

香西.....白川さんの指摘は、流通速度が加速するという解釈になるのでしょうか。その点で言えば、極端なケースとして、機関銀行が大正バブルにおいて果たした役割が参考になるかもしれません。

白川.....国全体がバブル的状况に追い込まれていく中で、監督当局が個別の貸出内容の可否にまで踏み込んでいくことが可能か、また適当かというのは難しい論点だと思います。日本銀行としては、バブルが拡大する中で、マクロ的にどのようなリスクが潜んでいるのかを分析し、これを明らかにしていくということは、非常に重要だと思いますが、果たしてその先は、と考えると容易に結論の出る問題

6 Kindleberger, Charles P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Macmillan, 1978.

ではないように思います。

香西……先程の生成過程におけるシステムの相違の帰結との論点に戻りますが、銀行中心のシステムにおいては、預金の元本保証性から、預金者はバブルの過程に入っても、バブルに染まった銀行と、そうでない銀行を同様に扱っていたように思います。その結果、銀行の選別はほとんど進まなかった。こうした点からわかるように、銀行中心のシステムのもとでは、そもそも銀行間の競争ではこうした情報は明らかにされにくい。これとは反対に、投信（直接金融）中心のシステムでは、投資政策の違いそのものが、「商品性」になっているため、こうした選別が進みやすいように思います。したがって、私は、バブルの生成過程は、白塚さんのおっしゃるような誘導型としても同一にはなり得ない（システム間の相違はありうる）ように思います。日本銀行の考査セクションにおいても、1987年以降、金融機関において個別ではなく統合的なリスク管理が重要との認識が深まり、1990年前後にはこうした考え方が適用されるに至った事実もあります⁷。こうした動きが金融政策決定の場にも十分浸透していたら、状況は異なっていたのではないかと考えたりします。

白川……バブル経済のリスクもそうですが、あるリスク・シナリオがもっともらしい（plausible）ということと、そのリスク・シナリオが発生する可能性がある（likely）ということは別物です。バブル期にいろいろなりリスク・シナリオについて警告を発しても、「可能性があることはわかるが、そうした事態が現実に発生する可能性は小さいのではないかと」という議論には、有効に反論できません。議論がこうした方向に進んでいくと、政策議論とは直結しにくくなり、結果として一蹴されるケースも少なくありません。

香西……何十年かに1度という現象への対応は、極めて困難であることは想像に難くありません。金融システムの移行過程という観点で言えば、英国では南海泡沫事件によって、株式市場の発展が随分と遅れてしまったとされているようです。

7 日本銀行考査局では、1987年12月に「リスク管理チェックリスト」を作成・公表し、実地考査におけるリスク管理状況を調査する際に活用するとともに、個別金融機関が自らのリスク管理体制を点検・整備していくうえでの参考に供している。なお、同チェックリストは、その後、1996年に全面改訂が行われた後、1998年にも改訂が行われている（現行チェックリストは、日本銀行ホームページから入手可能 <<http://www.boj.or.jp/seisaku/98/sei9804.htm>>）。

4. バブルを生み出す社会的要因

翁……それでは、バブルを発生させたより広い要因という論点に移させて頂きたいと思います。翁・白川・白塚論文においては、バブル期の引締めへの移行が遅れた原因の1つとして、さまざまな政策思想に象徴される社会的な環境が金融政策運営上、非常に大きな足枷になったことを指摘しています。香西・伊藤・有岡論文では、翁・白川・白塚論文において政策思想の1つとして取り上げた国際的な政策協調と関係して、避けるべきは思い込みや近視眼的な判断であって、国際協調そのものを無視してよいとは言えないし、国際的な説得努力も必要であるとされています。そのうえで、低金利神話の定着について、財政当局が中央銀行を無視して低金利を国際公約したかのような状況が伝えられたことを一因と指摘しています。おのおの議論の妥当性を評価するうえでは、G7といった場や仕組みは、どのように理解するかが、論点となるのではないのでしょうか。

低金利神話の定着に関しては、為替市場介入が金融政策のシグナルとして誤認されたことも挙げられるでしょう。介入についての中央銀行の関わり方も、もう1つの反省材料たり得るように思われます。また、政策思想の問題との関連で、日本銀行の独立性をどう評価すべきでしょうか。今回のゼロ金利解除を巡る動きをみると、旧法時代に日本銀行が標榜していたデファクトの独立性がいかに基盤の弱いものであったかが改めて痛感されます。このほか、バブルの発生・拡大においてマスコミが果たした役割といった点にもご意見を伺えればと思います。

香西……国際協調のフレームワークは、「論理的に」不必要との評価を下すことはできないと思います。国家間の「囚人のジレンマ」的状況は大いに生じ得るでしょうし、事実、1987年秋のブラック・マンデー当時における各国政府・中央銀行間のつばぜり合いの経験からみても、お互いを説得するとの努力まで、頭から否定されるべきではないように思います。ただ、そうした局面であっても、やはり自国が大事であることを訴えていくのが重要だと思います。日本にとって不幸であったのは、低金利の維持が国際協調であると認識されてしまったことにあります。今後は、ユーロ・エリアの経済的統合を念頭におくと、G7からG3へと枠組みが移行していくのかもしれませんが、そうした枠組みのもとで、議論を行うこと自体が悪いこととは言えない。避けるべきは、相手の言うことをそのまま鵜呑みにすることではないのでしょうか。

伊藤……香西先生は1986～87年頃に、資本供給国が自国本位の政策をとることの危険を指摘されました⁸が、ブラック・マンデー前後の時期については、こうした

⁸ 「特集『大恐慌再來說の検証』」における香西談話（『週刊東洋経済』1986年10月25日号）および香西泰、「危機回避に財政出動を」（日本経済新聞『経済教室』、1987年4月24日付朝刊）。

協調はやはり必要であったように思います。問題は、1988年以降もこうしたフレームワークを意識し、金融緩和を継続する必要があったのか、との点ではないでしょうか。この点、新聞報道を読み返して、世論の反応がどうであったのかをみると、資産価格の上昇と国際協調が結び付けられて議論された形跡は存在しません。この理由は、資産価格の上昇が問題であるとの認識自体が欠落していた点に求められるのではないのでしょうか。新聞報道からみる限り、日本銀行が国際協調を巡って世論と格闘したとの形跡はありません。1980年代後半には、その段階に至る手前の段階で、そもそもバブルという認識自体が共有されていなかった、ということが重要なのではないのでしょうか。

白川……繰返しになりますが、バブル期当時、日本銀行を含めて、日本全体として、バブルの弊害に対する正しい認識が存在しなかったのは否定し難い事実だと思います。そうした状況のもとで、早期の引締めにどの程度の理解が得られたのかは疑問です。

国際協調のフレームワークの話に戻ると、これは、大国が自国の国益を達成するためのメカニズムとして機能している側面が大きいと理解しています。日本では、どういうわけか国際協調が好まれる傾向がありますが、欧州各国はこうした枠組みの中で議論していくことを、あまり好まない傾向にあります。日本における政策協調の議論は、「理想的に政策協調がワークする世界では、政策協調は望ましい」というトートロジーを言っているような印象を持ちます。理念的にはどうであるせよ、少なくとも実態的には、マクロ経済政策の国際協調と呼ばれるフレームワークは、そうした形で利用されてきた面があるように思います。

香西……少し違った観点からみれば、日本銀行幹部は、国際的な圧力を受けることが、現実問題としてあるのではないのでしょうか。したがって、こうした圧力を完全に排除することはできませんし、その意味で必要なのは、こうした外圧にいかに対処するか、といった点を考えていくことであるように思います。さらに、こうした圧力の一部は、確かに好ましくなかったものもありますが、規制緩和を押し進めるといった望ましいものも少なくありません。その意味で、国際協調がすべて悪かったわけではない点も認識する必要があります。

白川……マクロ経済政策の国際協調という考え方については、否定的な見方を述べましたが、ブルーデンス政策については、国際協調という枠組みは極めて重要であると感じています。わが国の場合、協調はア priori に望ましいという観念があるのでしょうか。

香西……国際協調というタームに日本人が共感しやすいのは、日本人が排除されているとの孤立感が大きいように思います。いじめられっ子がいじめっ子に対しておべっかを使うという習性と大差ないのかもしれない。そうは言っても、1987年

の局面でどうだったかと考えると、国際協調にこだわった理由として「円高恐怖症」の影響も大きいのではないのでしょうか。つまり「国際協調」の「協調」は、「協調介入」の「協調」と結び付き、国際協調の枠組みに乗らなければ、協調介入で円高を止めてもらうことができないという考えが浸透したのではないかと思います。

翁……円高については、そもそもなぜ日本社会は為替レートに対してこれほどセンシティブなのでしょう。

香西……1971年以前をみると、ドイツは数度の通貨切上げを行っているのに、日本ではそれが1度も行われていない。そのせいで、1971年のショックの影響が非常に大きなものとなって、未だにそれが記憶されているということもあるのではないかと考えたりもします。ただ、そうした意識は、ここ最近になって、随分と変化してきているのではないのでしょうか。特に、企業経営者の側からみれば、円高に対する備えが浸透したという意味では、相当変化してきているように思います。

白川……為替介入の問題について少し議論してみたいのですが、この点については、もっぱら為替介入の有効性を巡って議論が行われています。有効性という点については、効果があるケースもあるし、ないケースもあると思います。しかし、より本質的なのは、資本移動が自由なもとでは、為替介入は広い意味での金融調節であるという事実ではないのでしょうか。わが国では、そうした理解はあまり浸透していません。このことは、特に金融市場のグローバル化がより一層進む場合には、なおさら重要になっていくように思います。

香西……日本銀行は、為替介入については、大蔵省のエージェントということになっています。バブル期の経験を踏まえると、中央銀行は為替介入について、どのような役割を担うべきなのでしょう。

白川……現在の日本銀行法では、為替介入は大蔵省の権限ということになっています。中央銀行が為替介入を行った方がよいという議論には、2つの考え方があるように思います。その1つは、為替レートの変動は物価を含め経済に大きな影響を与えるので、中央銀行は必要に応じ為替市場介入を行った方がよい、という議論です。そうした考え方は、介入に効果があることを前提としています。もう1つが、先程申し上げたように、為替介入には金融政策上のインプリケーションが生じるので、中央銀行がその任を負うべきであるという考え方です。例えば、中央銀行が、経済の過熱を懸念している時に、金融政策とは異なる方向で為替介入が行われると、金融政策に関し、誤ったシグナルを送ってしまう可能性があります。

翁……為替介入の無効性ないし有効性という点については、どういう形で為替介入に取り組むか、という点も重要です。例えば、本年7月に、金融研究所が開催したコンファランスで、スペンソンが発表した論文⁹では、金融政策を為替レートに割り当てるレジームを考え、こうしたレジームでは為替介入を実施しなくても為替相場を誘導できる、と論じています。言い換えると、現状、為替介入に（少なくとも永続的な）効果が全くないように見えるのは、金融政策のレジームが為替相場のコントロールに割り当てられていないことの当然の帰結であるとも言えます。したがって、為替相場を政策ツールとして利用するというレジームもあり得るわけで、そうであるとすれば、為替介入の権限の問題は、どういった政策ツールの組み合わせを選んでいくことが金融政策運営にとって最適で、それに最も適した制度的枠組みは何か、という点に帰着することになります。もちろん、その問題への回答は非常に難しいのですが。

ところで、バブルを作った社会的環境の中では、マスメディアの役割も議論になると思いますが、この点について少し、ご意見をお聞かせ頂けないでしょうか。

白川……最近、シラーという米国の経済学者が、バブルを分析した著書¹⁰で、「バブルの歴史は、新聞の発展とほぼ時期を同じくしている」との興味深い事実を指摘しています。彼自身、確固とした根拠を持ち合わせているわけではないようですが、これが単なる歴史的偶然の一致とは考えにくいとする彼の説は、興味深いと思います。彼の説が正しいとすると、インターネット時代に入り、情報の伝播の仕組みが大きく変わると、バブルを増幅するメカニズムにも変化が生じるのかもしれませんが。また、FRBの副議長を務めたこともあるブラインダー教授も、最近の著書¹¹で非常に興味深いことを言っています。彼の経験によると、FRBのスタッフは市場の「collective wisdom」である株価や地価の水準が間違っている、とは言いながらないというのです。バブルが現実存在することを念頭におけば、中央銀行が市場の発する情報をどのように解釈するかは難しい問題です。

香西……私も、金融市場には民主主義における「衆愚政治的」側面があるように思います。主流派の経済学に精通すればするほど、あたかもデルフォイの神託に接するかの如く、「市場の声」を聞きとることに精力を傾けたいということかもしれませんが、一般に言われている「市場の声」の中には、当てにならないものも含まれていると思います。例えば、本来、不良債権問題を処理すべきであると「市場の声」を認識すべき局面で、「もっと財政を出動せよ」ということを「市場の声」として語る民間アナリストが確かに存在していたように思います。

9 Lavs E. O. Svensson, "The Zero Bound in an Open Economy: A Fool proof way of Escaping from a Liquidity Trap," IMES Discussion Paper, No. 2000-E-23, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2000.

10 Shiller, Robert J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.

11 Blinder, Alan S., *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998. (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)

対話とは、対立点があるからこそ成立するものです。市場に対して猫なで声で接近していくことは、決して対話とは呼べません。ところで、バブルの局面において、メディアはバブルをあおる役割を果たしたと考えるべきでしょうか、それとも気付くべきことに気付いていなかっただけなのでしょうか。

伊藤……明らかに後者で、「不作為の責任」でしょう。

香西……伊藤先生のおっしゃるとおりなのだと思います。日本銀行もそして私自身もそうであったかもしれないが、メディアもそうであった。

白塚……シラーは先程指摘のあった著書の中で、報道において重要な役割を果たすのは大きなイベントではなく、むしろ小さな報道の積み重ねであること、読者受けすることを選択的に報道する結果、現状を正当化する議論だけが残りやすいこと、人々の関心や考えを方向付けていること、といった指摘をしています。

香西……インターネット時代においては、情報はより範囲を広げた形に展開していくのでしょうか、それとも、選択的な情報を提供するブティック効果が残ると考えるべきなのでしょうか。

白塚……その両面が、同時に拡大していくように思います。

5. 中央銀行への教訓

翁……最後に締め括りとして中央銀行の教訓といった点を整理して頂ければと思います。香西・伊藤・有岡論文では、バブルの怖さを知ったうえで予防的引締め策を準備しておくこと、信用秩序維持政策を事前的・総合的に準備していくこと、思い込みに対抗するために機動的に政策運営を行うこと、対話促進的な情報提供を行っていくこと、金融システム改善のための研究努力を進めること、を結論としています。

これらの結論について、もう少し具体的な論点を敷衍させて頂くと、まず、第1の結論については、バブルについての判断の甘さ・帰結についての認識の不十分さは翁・白川・白塚論文でも同様に結論付けられています。ただ、実践的な問題は、具体的にプリエンティブな政策運営をいかに実践して行くか、ということであり、その系として、バブルのリアルタイムでの判断は可能か、政策運営の枠組みはどうあるべきか、資産価格は政策運営上どう位置付けるか、といった問題に回帰するのではないのでしょうか。

第2の結論については、日本銀行という組織に引き付けて考えると、ブルーデンス情報の金融政策への一層の活用であり、金融システム問題が所与の条件にな

らぬよう情報を提供し、世論を喚起する、ということになるのでしょうか。

第3の結論については、低金利永続期待のような固定的な期待を市場に抱かせない、という点が最大の教訓と考えてよいのでしょうか。また、不確実性に直面した場合の対応として、森で道に迷った時は立ち止まるべきと考えるのか、とにかく真っ直ぐに歩いてみるべきと考えるのか、いずれでしょうか。

第4の結論については、金融政策の説明責任とも関連しますが、世間への説明については、一方的に情報を提供するのではなく、対話を促進することを目標とし、政治的抵抗と経済的摩擦を引き起こすことと政策転換の遅れによるロスのバランスを取るべきだ、という主張と考えられるかもしれません。

この点について、1つの問題は市場との対話のあり方です。市場の期待に沿って結果的に市場価格変動のリスクを小さくして行くタイプの情報発信は、日本銀行が結果的に市場のポジション・トークによって方向感を見失うリスクを高めて行くことにならないでしょうか。あるいは、ブラインダーが議論しているように、近視眼的な市場を満足させる政策運営の危険性をどう考えればよいのでしょうか。

香西.....これといって良い知恵がない、というのが正直なところです。しかし、いくつか指摘できる点もあります。まず、後知恵との点について言えば、繰返しになります。リアルタイムに得られる知見に必ずしもこだわる必要はないのか、と考えています。「ああいうこともあった」という姿勢で、今回のバブルの経験でわかったことを、将来に対する教訓として活かしていくべきです。これは「過去の時点で責任がどうであったのか」との点とは、異なる次元の問題です。

もっとも、リアルタイムという点に限定しても、比較的早い段階から「不動産価格は理論価格より2倍も高い」とする野口悠紀雄先生の指摘¹²や、植田和男氏（現日本銀行審議委員）も、株価は理論価格からみて高過ぎると指摘¹³していました。バブルの識別が極めて難しかったとの点には同意しますが、リアルタイムの判断が全くできなかった、とは言い切れないとも思います。

政府と日本銀行の関係で言えば、バブルとは関係ありませんが、今回のゼロ金利解除において、日本銀行が独立しているからこそ政府との対立構造が鮮明になった、と言えるでしょう。実は対立構造が鮮明になるということは、国民に対する「情報提供」という観点からは、極めて意義深いものだと思います。

今の時点で、バブルを防ぐための最大の努力は、さまざまなリスクが存在することを調査研究活動の不断の努力で明らかにし、そうしたリスクを説明していくということに尽きるのではないのでしょうか。ただ、その際には、柔軟性が大切だ

12 野口悠紀雄、『土地の経済学』、日本経済新聞社、1989年

13 植田和男、「日本株の株価収益率、株価・配当比率について」、『金融研究』、第9巻第1号、1990年

と思いますが、日本の政府の雇用システムは、政府組織への出入りが非常に難しく、少数意見を言いにくい環境を作り出しています。今後こうした点は改善していくべきだと思います。

金融システムの改善との関係では、預金とは本来非常に安全性が高い資産であるべきなので、ナローバンク化を推進するのも、1つの方策ではないかと考えています。採算が合わないとする否定的意見もあるようですが、現に「ヨーカ堂銀行」の設立を目指すような動きがあるわけですから、採算が合うというところには、大いにやらせてみたらよいのではないのでしょうか。

伊藤……私としては、日本銀行は、（狭義の金融政策とは直接関係なくとも）積極的に情報発信を試み、言うべきことは言うべきだとの考え方に共感を覚えます。バブル期に引き付けて考えると、どんな資産でバブルが生じているのかに着目し、そこに土地税制という形で選択的規制が存在することを指摘していく、といったことも必要だったのではないのでしょうか。もちろん、これは金融政策の主たる任務ではないわけですが、バブルについて心配していた主体がほかにいなかった以上、こうした発言をもっとオープンに行うべきだったのではないのでしょうか。

翁……ご指摘の趣旨は、われわれの論文の結論にも非常に近いように思います。ところで、バブルのリアルタイムの判断という点について言えば、香西先生から少し違うご指摘もありましたが、私自身はやはり容易ではないと考えています。それは現状の米国の経験からみてもそうであり、しかもバブルが拡大している間は、それを心地よいと感じる企業・金融機関が圧倒的に多いことを考えれば、それを説得することの困難さはなおさらだと思います。そういった難しい面があることを前提として、望ましい金融政策運営のあり方を考え、資産価格の位置付けを考えていく必要があるのでしょうか。ここで1つ論点を追加して、当時マネーサプライをどう位置付けるべきであったのか、との点は如何お考えでしょうか。

香西……例えば、岩田先生の説¹⁴を今回改めて読み返してみると、説得的な部分が多々あると感じました。もっとも、マネーサプライのいつの時点での伸びを問題視すべきなのかとの論点は、未だに明確になっていないように思います。バブル期のマネーサプライの伸び率には「ふたこぶラクダ」の形状になっていて、これをどう評価するかは、十分、議論されていないように思います。1988年初にきた最初のピークが問題なのか、それとも1989年末以降の2つめのピークが問題なのか、今一つ判然としません。ちなみに、金融政策のアクションと結び付けて考えると、後者の時期には、すでに引締めに入っていました。われわれの論文では、マネーサプライの位置付けに関しては、あえてノータッチにしています。ただ、

14 岩田規久男、『金融政策の経済学』、日本経済新聞社、1993年8月

金利とマネーは裏腹の関係にあることと、当時の通貨需要関数が、金融市場における自由化等さまざまな要因により不安定化していたことを考えれば、「マネーサプライさえ安定させておけばよかった」とする説が100パーセント説得的とは考えられません。むしろ、より問題視すべきは、潜在成長率のパスの判断を間違えていなかったか、との点ではないでしょうか。米国の1970年代がインフレ的になった最大の要因として、潜在成長率を1960年代同様の高い水準と、継続的に誤っていたことが問題だとする研究もあるようです。私はむしろそうした説でバブル期を説明することに共感する気持ちも大きいのです。

伊藤……マネーサプライは中長期的観点から利用することが大切だと考えています。ご指摘のとおり、バブルをリアルタイムで判断していくことは困難だと思います。それゆえに、ファンダメンタルズに比べどの程度乖離しているのか、さまざまな情報変数を駆使して探っていく必要があるということになります。さまざまなリスクに関する指標と並んで、マネーサプライもそうした役割を担う数量的指標と意識して利用していくことが適当ではないでしょうか。

白川……私は、通貨集計量といった観点だけからマネーをみるのではなく、その背後にある質的な側面にも注目すべきであったのではないかと考えています。例えば、バブル期には金融機関が建設・不動産・ノンバンクへの融資を拡大するとともに、不動産担保の貸出を増やしました。こうした金融機関行動は資産間のリスク相関を高めていたわけで、こうしたマクロ的な観点から、金融機関行動をチェックしていく必要があったと思っています。

翁……まずは、集計量であるマネーサプライの動きに着目し、そこに大きな変化が生じた場合には、その変動の背景や影響を詳しく検討していくという姿勢が、現在の日本銀行の標準的な立場だと思います。ところで、先程来、指摘されている潜在水準からの乖離という概念は重要だと思います。例えば、前年比3割近い伸びになったオイルショック時に比べてしまうと、バブル期のマネーサプライの伸びは高々10%前後で遥かに小さい。それ以前何年間かのトレンドと比較してしまえば、「乾いた薪」と表現されたマネーサプライの「超過伸び率」は年率で、大きく見積もっても高々数%のものになってしまいます。この点について少し議論していただけますか。

香西……オイルショック時の年率30%というマネーサプライの伸びは、一見すると非常に高いようにみえますが、実は2桁成長をしていた高度成長期には、それに近い伸びは頻繁に生じていたのです。したがって、問題なのは、潜在水準からの乖離という点なのです。この点、ご指摘のようにリアルタイムでの判断は確かに難しい面もあるでしょうが、後知恵として知ったことについては、今後を考慮するうえでの参考材料としての意味があると思うのです。銀行システムのあり方につ

いては、含み益の問題は時価会計に移行すると消滅するので本質的ではないのかもしれませんが、銀行は本来、株式を持つべきでないとする主張に、早い段階から与しておいた方がよかったのかもしれませんが。繰返しになりますが、預金銀行は、本来低リスクの資産を保有すべきなのです。

白川……物価安定をどう定義するかとの問題に関して言えば、中長期的な物価安定を強調することが重要だと思います。香西先生の指摘にもありましたが、バブルの渦中において、物価も同時に上昇しているのであれば、金融政策運営上の判断はさほど難しくなく、資産価格の変動と物価変動の問題を結び付けることは比較的容易です。しかし、それが期待し難い局面もあるということが、バブルの教訓の1つということになると思います。プルーデンス政策についてのインプリケーションは、マクロ的にみるとどのようなリスクが潜んでいるかを常日頃から分析していくことが重要だと思います。また、マクロ経済に影響を与える制度は最終的には金融政策にも影響してくるので、そうした観点から、日本銀行としても発言していくことが重要なのではないかと考えています。

香西……物価安定を旗印にして、バブルを防げるのかとの点については、私はやはり懐疑的にならざるを得ません。表面的な物価安定が確保されている場合は、議論は常に「先行きどうなるか」との性質を帯びることに配慮しなければなりません。プルーデンス政策についての今後については、金融庁や財務省がどういった方向を目指していくのかにも、依存しているでしょう。情報発信のあり方についても、多少粗いものでもよいから、もう少し積極的に出していくべきではないでしょうか。そうすることによって、対立点も明確になっていくとの効果が期待できるでしょう。最後に、大規模なバブルのように観測期間の中で1回限りの事象を、マクロの時系列データを用いて統計的手法で分析することは極めて難しい、との点を改めて認識させられました。

翁……そろそろ時間になりました。本日はありがとうございました。

