

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

バブル期の金融政策とその反省

こうさい ゆたか いたう おさむ ありあかりつこ
香西 泰・伊藤 修・有岡律子

Discussion Paper No. 2000-J-27

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

バブル期の金融政策とその反省

こうさい ゆたか いたう おさむ ありおかりつこ
香西 泰*・伊藤 修**・有岡律子***

要 旨

1980年代後半のバブルは、金融緩和の下で発生し、拡大した。この金融緩和は、直ちには景気の過熱や物価の上昇をもたらさなかった。物価上昇気配が濃厚になると、日本銀行は金融引締めへ転じたが、バブルの発生、拡大はすでに広範に進行していた。このように資産価格と物価の変動がかなりの期間・幅で乖離するとすれば、当面の物価動向にだけ注目して金融政策を運営するのではバブル防止には手遅れになる可能性がある。

金融政策は物価安定を中心に実施されるべきであるが、その場合バブルの再発を防ぐには、80年代後半に顕著であったような為替レートへの過度の配慮を避けること、資産価格の動向を見守り、その物価や経済基調との関係を注意深く分析し、物価安定の観点から見て予防的に行動すること、が必要であろう。またバブルが信用秩序の動揺を通じて90年代の日本経済に大きな影響を及ぼした経験を踏まえ、「信用秩序の維持」の課題を事後措置に限定せず、資本市場や金融機関の経営の動向に応じたプルーデンス政策を検討すべきである。さらに経済実態についての情報や意見を公開し、世論や金融政策以外の政策にも影響を及ぼす可能性を探求することが望ましい。

キーワード： 金融政策、バブル、資産価格、物価の安定、信用秩序の維持、プルーデンス政策、政策割り当て

* 東洋英和女学院大学社会科学部教授・日本経済研究センター会長

** 埼玉大学経済学部教授

*** 東京大学大学院経済学研究科

1. はじめに

1980年代後半の日本経済では、資産価格が大幅に上昇した。本稿はこの期間における日本銀行の金融政策を検討し、反省することを課題としている¹。

この検討と反省を動機づけているのは、日本経済に対する次のような見方である。すなわち1980年代後半の資産価格上昇は、経済のファンダメンタルズから見て持続不可能なバブルであって、1990年代には反動的に下落した。その過程で、企業はバランスシート調整を余儀なくされ、少なくない数の銀行その他金融機関が破綻し、金融システムは動揺した。このことが、1990年代における日本経済に深刻な影響を与えた。直言すれば、1980年代の資産価格バブルこそ、1990年代の日本経済停滞の一原因である。もしこの見方が正しいのであれば、1980年代後半における資産価格高騰を金融政策はなぜ予防できなかったのかが、問われることになる。

しかしこの見方には、いくつかの異論がありうる。中央銀行は物価安定に努力すべきであって、地価や株価といった個別価格にかかわるべきではないとの考えもある²。また、中央銀行の金融政策には限界があって、民間の期待がバブルにまでふくれあがった場合、これを阻止することは困難であるとの主張もある。さらに1990年代の日本経済の停滞は、80年代後半の資産価格上昇の結果というよりは、(1)日本経済の長期的・構造的な調整の過程で生じたことなのかもしれない³。あるいは(2)90年代の企業・金融機関の行動や財政金融等の政策運営がまずかったために、深刻化したのかもしれない。さらに90年代の政策の失敗として何を挙げるかについても、論者によってニュアンスが異っている。(2a)資産価格を下落させたこと自体が不必要だったと主張する意見もあれば、(2b)資産価格下落はやむを得ないにしてもそれが急激または大幅すぎたとする意見、さらに(2c)資産価格下落に対する対応(金融機関の整理への無準備、公的資金投入の躊躇など)が不適切だったとの意見(吉富)もある。ちなみに(2a)の意見では、80年代の資産価格の上昇あるいはその到達した水準が持続不可能であったとする見解は否定されることになる。

¹ その点で本稿は翁・白川・白塚(2000)と共通の狙いを持っている。ただし、翁他が日銀内部のエコノミストの見解であるのに対して、本稿は、日本銀行金融研究所の委託により、日銀外部のエコノミストとしての執筆者個人の所見をまとめたものである。

² 日本銀行金融研究所ワークショップにおける林文夫の発言その他を参照(『金融研究』2000年6月号)。

³ バブルの影響を無視するということではないが、90年代の日本経済停滞の原因として構造改革の遅れを強調ないし指摘するものとして野口(1999)池尾(2000)賀来(2000)等。またIto(1998)は成長理論における「トランジション・ダイナミクスの原理」を援用して、日本の成長率低下を解釈しようとしている。

以下では、80年代後半には地価、株価だけでなく、絵画、ゴルフ会員権など多くの資産に同時に価格高騰が生じており、個別市場の問題であるにとどまらず、期待の状態の変化を示す等の点で、マクロ現象であり、それだけに金融政策当局にとって無視できないものであり、その注目をひいて当然の現象であったとみならず。また、バブルは原理的には金融引き締めによって発展を阻止できると考える。この観点に立てば、バブルを発達させたことについて、金融当局には少なくとも不作為の責任がある。これを免れるには、バブルを避けようとするれば、それ以上に大きな経済的損害が生じる危険があったことを示さなければならない。ただし、強気期待の蔓延する中では、引き締めへの政治的抵抗は強く、経済的摩擦も大きい。当時の情勢において引き締めが遅れたことについて情状を酌量する余地は残されている。今後においては、こうした情状を不必要にするような環境づくりの方途が模索されなければならない。

さらに、本稿では90年代の日本経済停滞を直接の検討対象とはしない。ただ、80年代後半の資産価格上昇がその後の日本経済に大きな調整課題を残したこと、したがって可能な限り回避されるべきであったとの前提にたつて、80年代後半の中央銀行の金融政策を検討する。

その場合、(1)や(2c)の主張を全面的に否定する必要はない。構造的要因が作用し、あるいは資産価格デフレへの対応が適切でなかったことが不況を深刻化させていたとしよう。それでも、90年代の日本経済運営が、80年代後半の資産価格上昇によってより困難になったことを認めれば、本稿の検討の前提としては十分である。この点では(2b)の意見についても同様であろう。ただし資産価格下落の最適速度を何処に設定するか等の問題がある。これら各要因の不況への寄与の相対評価も、ここでは行わない。

また(2a)の意見については、これを直接検証することはせず、当時の株価・地価が理論値を大きく超えていたとのいくつかの研究⁴に主として依存して、80年代の資産価格上昇がバブルであり、反動を伴う性格のものであったとの前提を採用することにしよう。

ここで本稿の構成を説明しよう。1980年代後半のバブル期は、金融緩和の長期化、それにもかかわらず安定を続ける物価、強気化する期待、そして資産価格の高騰によって特徴づけられる(表1)。次節では金融緩和と資産価格上昇の、第3節では物価と資産価格の関連についてみる。その上で第4節では物価安定下の資産価格上昇に対して、物価安定を旨とする金融政策はどう立ち向かうべきで

⁴ 植田(1989)野口(1992)、大蔵省(1993)、翁・白川・白塚(2000)等参照。なお、バブルや金融不安は近年において世界的な現象でもある。しかし、本稿では日本のバブルを独自のものとして検討するに止めた。

あったか検討し、第5節では信用秩序維持政策によってバブルを防止、緩和することはなぜできなかったかを省みる⁵。

第6節はバブル期の金融政策について、反省点や教訓をわれわれなりにまとめた。

この他、われわれの議論の過程での作業結果を、補論としてまとめた。補論Ⅰは伊藤修による作業で、当時の新聞・雑誌を組織的に再読して、資産価格高騰を世論がどのように受け止めたかをたどり、その金融政策との関連を検討した。補論Ⅱは有岡律子による金融政策反応関数の推計である。通常の変数(物価、景気、為替レート、株価)と金融政策の関連を見るほか、政治要因(選挙、プラザ合意)や指導者(日銀総裁、大蔵大臣)による影響も検討した。

2. 金融緩和と資産価格変動

資産価格高騰と金融機関の関与

80年代後半のバブル期の特徴は、資産価格の上昇に加えて、金融緩和の長期化、それにもかかわらず安定を続ける物価、そして著しく強化化する期待、の3点に求められる。まず金融緩和から考えよう。

金融緩和を3つの次元に分けてみよう。一つはマクロ的レベルで、マネーサプライを中心に考える。二つめはミクロ的レベルで、金融機関の不動産融資等を経路とするバブルへの関与を取り上げる。三つめは、制度的構造的レベルで、金融機関の中でも特に銀行(預金創造機関)の役割に注目する。

80年代後半の金融活動は活発で、マネーサプライは85年度から90年度にかけて年率10.0%で増加した(表2)。この伸び率は80年代前半より高い。もっとも60年代、70年代に比べれば低いが、GDPとの対比をとるとマーシャルのkは80年代後半で従来の趨勢からみて一段高となっている。80年代後半に名目GDPは5.9%成長して、しかもマーシャルのkが趨勢以上の増加を見せた。このような「金余り」が資産価格高騰の背景となったことは想像に難くない。岩田(1993)は日本のマネーサプライが「1980年代前半の7~8%の安定成長」から「一転して80年代後半には13%に跳ね上がった」ことを指摘し、それが日本銀行の同調的金融政策に支えられたとして、「この時期の金融政策そ

⁵ 物価安定と信用秩序の維持は中央銀行の主要な政策目的とされてきた。現行の日銀法では物価安定は第2条に、信用秩序維持については第1条第2項に規定されている。80年代後半の旧日銀法では物価安定についての言及はないが、物価安定と信用秩序維持が中央銀行の使命であることは広く認識されていた。

のものが、資産価格の高騰を作り出した」と述べている⁶。

次にミクロレベルに移ると、金融機関は一般に貸出を増やすことだけでなく、土地担保融資や不動産取引に関連した融資（不動産、建設、ノンバンクの3業種への貸出）を特に伸ばし、資産市場への関与を深めていった。吉富（1998）は、銀行貸出一般はむしろ安定した伸びを示していたとし、それよりも不動産関連融資の伸びが特に高かったことを、バブルとの関連で強調している。

いずれの指摘も直観的には十分頷けるが、ここでは金融緩和あるいは不動産関連融資増加の資産価格との関連を立ちってみる一つの試みとして、地価、株価とマネーサプライ、不動産関連融資にグレンジャーの因果性テストをかけた結果を見ておこう。なお、地価については、六大都市市街地価格指数を採用した。この調査は3月末、9月末調査なので、これを第1、第3四半期の計数とし、第2、第4四半期は前後の四半期の対数の単純平均をとった。表3では1978年第2四半期から99年第3四半期について4期ラグをとって上記指標間の因果性の有無を見ている。地価、株価の列とマネーサプライ、不動産関連融資の行の交点を見ると、後者が前者の「原因」（グレンジャーの意味で）であったとは有意には言えない。逆にマネーサプライの列と地価、株価の行の交点を見ると、後者は前者の「原因」として有意であり、不動産関連融資の列については地価が「原因」として有意であることが分かる。なおこの関係は計算をバブル期に限定した場合にも（サンプル数が少なくなるので信頼性に乏しいが）変わらない（表4）。逆に推計時期を68年第2四半期にまで遡っても地価、株価とマネーサプライについて因果関係は検出できない（表5、不動産関連融資の計数は利用できなかった）。このことは資産価格の騰貴が独立性の強い動きであったことを示唆するといえよう。

しかしグレンジャーの因果性の定義はテクニカルすぎる。またラグは4期で十分かなど計測にも問題はある。さらに資産価格は期待の影響を強く受けるが、期待形成と現実の経済環境の関係は、関係があることは確実であると思われるが、定式化は容易でないことから、資産価格の独立性が強く表れていると考えられる。上の結果だけで、金融緩和、あるいは不動産関連融資が資産価格バブルを支える条件でなかったとまでは主張できない。実際、岩田（前掲）は「資産価格騰貴」

⁶ 岩田(1993)pp.196、202-3。同書では同調的金融政策の内容としてハイパワードマネーの供給を指摘し、これに関連してハイパワードマネーのコントロールについての「日銀理論」を批判しているが、ここではこの点にまでは立ち入らない。またマネーサプライ重視政策の是非についてもここではしばらくおく。しかし金融政策がより慎重なスタンスを維持しておれば、バブルの発生・発展は回避ないしは緩和できたという点には同意する。この点は注15も参照。なお岩田は特に89年第4四半期から90年にかけてマネーサプライが再度急増したことに注目している。この点については鈴木（1993）も参照。

を「作り出した」のは「同調的」金融政策であったとしており、狭い意味での因果関係にはこだわっていないとも言える。また不動産関連融資については、この時期には金融の国際化、自由化が進み、また資本市場が活況を呈する中で、従来の顧客であった大企業が銀行離れし、銀行側では新しい貸出先を求めて資産関連融資に向かったと見られる（表2）。それは防衛的な対応として始まったのかも知れない。しかし活発な不動産関連融資がバブルの発達を支える条件であったことは間違いないように見える。そして積極的であれ防衛的であれ、それらの融資は、バブル破裂による金融システムの傷跡を深くすることになった。

金融機関がどの程度積極的に不動産関連融資に傾斜していったかを不動産業等3業種貸出関数の推計を通じて検討してみよう。1986年第3四半期から99年第4四半期について不動産業等3業種貸出を国債金利・預金金利、貸出金利・預金金利、地価（対数）、タイムトレンドに回帰させ、その上で地価のパラメーターが屈折した時期があったかどうか、各期に地価係数ダミーを入れて推計した結果が表6である。これによると当初は不動産関連融資の伸びの地価の上昇に対する弾性値はむしろ控えめであったが、88年半ば以降にはそれが強まっている。ただし、t値は年によって1をこえることがある程度であり、有意とは認めがたい。いずれにしても、不動産関連融資は地価上昇に先行したといえなくても、バブルの進展にともなって地価上昇に追随したと言うべきであろう⁷。

このように金融機関は資産価格高騰の過程に巻き込まれていったが、バブルの発生・拡大とその破裂後の影響の両面について、銀行（預金創造機関）とその他の金融仲介機関特に投資信託の役割の異同について考えておきたい。日本では資金循環に占める銀行の比重が大きい、米国では各種のファンドの占める比重が大きい。このことはバブルの発生・拡大と、その破裂後の経済被害に差をもたらすかどうか。米国の株価動向とも関連して関心が寄せられる。

銀行が他の金融仲介機関が持たない「信用創造機能」を有しているとした場合、銀行がバブルの起きている資産市場関連融資に乗り出すと、他の金融機関が関与するよりも、その資金動員力をもってバブルを一層盛んにすることができる。あるいは銀行が審査力の蓄積等について高い信用、レピュテーションを得ている場合、銀行の資産市場関連融資への参加は、より大勢の人々のバブルへの参加を誘発する。

他方、バブルが破裂した場合、ファンドに資金を寄託した者の持ち分はその資産の価格低下に応じて減少する。これに応じて投資家は直ちに消費を抑制し、貯蓄を高めようとするかも知れない。資本損失の穴埋めに別の資産を整理しようと

⁷ 以上の因果性テストは日本経済研究センター鈴木玲子主任研究員、萩野武彦研究員、また不動産業等3業種貸出関数の推計は同じく萩野武彦研究員の作業による。

して、その資産価格下落を誘発するかも知れない。ファンドが軒並み連鎖的に破綻することもある。こうして経済収縮が引き起こされる。これに対して銀行の場合、資産が減少しても預金がすぐに切り下げられる訳ではない。その点では銀行が健在である限りは影響はそこでくい止められるように見える。しかし銀行自身は自己資本の減少によって貸出削減に迫られる。さらに進めば預金の払い戻しさえ疑われるようになると、それまで預金への信頼が高かったために、金融システム全体に不安と不信が拡大し、経済は大きな混乱に見舞われるかも知れない。

もっとも銀行には最後の貸し手としての中央銀行が存在し、さらに公的資金の投入による資本充実措置等が採られる。これに対してファンドには原則としてそうしたセーフティネットは存在しない。反面、投資家が銀行から借金して投資信託を買い、銀行自身がノンバンクに投資しているなど、金融チャネル間の資金交流は複雑だから、銀行と非銀行を二分して対比するのも単純に過ぎよう。

それにしても、金融構造の相違がバブルの発生・発達やその破裂後の被害の影響にどのような差をもたらしたであろうかは、検討に値する。こうした検討もふまえて、自由化されグローバル化された世界にふさわしい日本の金融システムを設計し、構築していくことは、金融界に課された重要な課題である。

3 . 物価変動と資産価格変動

金融緩和、物価上昇とバブル

金融緩和あるいはマネーサプライの増加は、通常理解では、金利を低下させ、産出量の増大と物価の上昇をもたらす。すなわちマネーサプライの増加は、まず総需要曲線を右上方にシフトさせる。そして、総供給曲線（右上がりとして想定される）との交点もこれに伴って右上方に移行（産出量は増大、物価は上昇）する。これに対して80年代後半のバブル期の特徴は金融が緩和しても物価の上昇は見られず、資産価格が急騰したことだった。このことはどういう条件の下で可能になったのか。

ケインズは、不完全雇用のもとでは、総需要が増加しても物価は上昇しないと考えた。これは不完全雇用の範囲では総供給曲線が水平になっていると見なしたことになる。他方、伝統的な貨幣数量説では、マネーサプライの増加は物価上昇をもたらす。これは完全雇用下で総供給曲線が垂直な場合として理解される（この場合には名目金利は上昇する）。これらに対しての例外は、「流動性の罫」の場合であろう。このケースでは、マネーサプライの増加にかかわらず、金利は低下しない。

総需要曲線が右上方にシフトしても、同時に総供給曲線も右下方にシフトすれ

ば、産出量は増加するが、物価は上昇しないかもしれない。

行き過ぎた金融緩和は普通はインフレをもたらす。必ずしもバブルをもたらさない。金融緩和によってもインフレが起きない場合、金利の低下に反応して資産価格は上昇する。しかしバブルとは、金利その他のファンダメンタルズでは説明できない資産価格の上昇を意味する。そこには、上記の要因以外に、期待の状態の変化（強気化）が働いている。

以上の図式を前提として、80年代後半に生じたことをどう理解し、金融政策の責任を何処に求めるべきか、検討しよう。

物価安定下の資産価格高騰

1980年代後半には、金利が低下、産出量が増大（完全雇用への接近ないし達成）する一方、物価が安定する中で、資産価格が高騰した。

この期間の物価動向についてみると、85年以降88年まで、卸売物価は低下し続けた。消費者物価は85年2.0%上昇の後、86年から88年にかけて毎年1%未満の上昇にとどまった。89年4月には消費税（税率3%）が導入され、同年の消費者物価は2.3%、卸売物価は1.9%上昇した。ただし、同年5月には、公定歩合は引き上げられた。こうしてみると金融緩和期には物価は落ちついており、物価上昇が現実化すれば金融政策は（程度はともかく）それほどの遅れなく引き締めに向いたといえる。そして金融が緩和し物価が安定している間に、地価や株価の激しい上昇が進んだのである（表1）。

物価安定下に資産価格上昇が進むことは、他にも例がある。近年の米国では物価が概して落ちついている一方で株式価格が大幅に上昇した。連邦準備制度は金利政策を経済実態やインフレ懸念を基準にして操作する一方、株価についてはグリーンSPAN議長の警告発言で行き過ぎにブレーキを掛けようとしている。しかし口先介入という政策手段が何処まで有効か、まだ判定できない。なお1920年代後半の米国の株式バブルも、物価が概して落ちつく中で発展した。

もちろん、物価と資産価格の乖離はいつも生じる訳ではない。列島改造ブームと石油危機（1973年）に際しては、地価上昇と物価上昇はそれほどの乖離なしに生じた。そして物価上昇に伴う金融引き締めは、資産価格インフレーションのそれ以上の進行を阻止した。

バブルが十分発展するには、途中で金融引き締めが起きないことが条件になる。ところが中央銀行は通常、物価安定を目標としている。物価が上昇し始めれば引き締めに向かう中央銀行が存在する限り、物価安定の中でなければ金融の緩和は継続されず、したがって資産価格も長くは上昇し得ないとも考えられる。大規模

な資産価格バブルの発展は、物価安定を前提するとさえ言えよう⁸。

資産価格と物価の関係

ここで資産価格と物価の関係について、統計的にみておこう。1967年第1四半期から99年第3四半期までの株価、地価と消費者物価、卸売物価の上昇率同士の相関係数をとってみると、株価については負になる。地価については正の相関をしているが、いずれの係数も低く、殆どゼロに近い⁹(表7)。なお1999年版世界経済白書によると、諸外国でも資産価格と物価の相関はマイナスである(経済企画庁、1999)。

ただし、物価と資産価格の乖離とされる現象は、タイムラグである可能性があるろう。日本についての上昇率の時差相関をとると、4四半期先行で株価はプラス0.2程度、地価は0.3位の相関を消費者物価、卸売物価との間で示している(表7)。このことからすれば、資産価格を物価変動の先行指標と考えることもできよう。この場合、「先行きを展望した金融政策」の実施で、両者の安定を確保できるかもしれない。

しかしタイムラグの長さや規則性が問題である。時差相関係数はそれほど高くない。タイムラグが長ければ、金融政策がこれよりどれだけ先の展望が可能かが問題になる。たとえば、金融政策が先行き1年は展望可能とし、タイムラグが3年とすれば、2年間は資産価格の上昇を許すことになる。ちなみに翁・白川・白塚(2000)では、80年代後半の資産価格上昇期には、インフレ懸念が現実化するには2~3年のタイムラグを要したとも見られるとしている。

先にはマネーサプライや不動産関連融資が資産価格上昇の「原因」といえるかどうかについてグレンジャーの因果性テストの結果を見たが、今度は物価と資産価格の間にグレンジャーの因果性が存在するかどうかについての検討結果を見ておこう。これによると物価は地価、株価の変動の「原因」とは有意にはみない。他方で、地価、株価を物価変動の「原因」とみることも有意にはできない。これらの関係は時期をバブル期に限定しても(そうすることでサンプル数が減り、計算結果への信頼が低下するが)変わらない(表3、表4)。

もっとも、1967年第1四半期から99年第3四半期までのデータを利用した場合には、株価、地価の変動はグレンジャーの意味で消費者物価、卸売物価の変動の「原因」と判定される(表5)。これはこの推計期間に資産価格と物価がともに上昇した石油危機の時期が含まれるためであろう。しかし時期によって結

⁸ 物価と資産価格が乖離しうることが、インフレ目標の議論においても注目されるべきであろう。インフレ目標に達するまで金融を緩和し続ければ、金融政策がバブルの発生と拡大を見逃す危険がある。

⁹ 表7は鈴木玲子主任研究員の計算による。

果が異なることは規則性を疑わせる。

物価と資産価格とが乖離する条件

以上、物価と資産価格が乖離する場合があることを見てきたが、それはどういう条件によって生じるか。物価と資産価格の乖離の条件を、物価安定と資産価格高騰の両面から考えてみよう。

金融緩和の中で物価が安定する場合としては、先に述べたように、需給ギャップがあって、総供給曲線が水平に近い場合、および総需要曲線のシフトと同時に総供給曲線が右シフトする場合が考えられる。

1980年代後半でも初めは円高不況で需給ギャップに若干の余裕があった。製造業稼働率指数は86、87年には低く、このことが当時の物価安定に寄与したと見られる。もっとも同指数は88年以降高まるが、物価はなお落ちついていた(表8)。完全雇用近づいても、インフレ圧力はそれほど顕在化しなかった。これを説明するのは、総供給曲線のシフトということになる。

総供給曲線のシフトをもたらす要因としては、資本の蓄積、生産性の上昇、円高による輸入価格の低下、輸入機会の拡大などが考えられる。1980年代後半の日本経済では、就業者1人当たりGDPは年率3.2%で成長した。この生産性上昇率は80年代前半(2.0%)を上回っている。これは70年代後半の3.5%には及ばないが、労働時間の短縮を考慮すると(70年代後半は年率0.1%で増加、80年代後半は0.3%で減少、毎月勤労統計)、これにほぼ匹敵している。

また円レートは85年平均の239円から90年には145円となっており、途中年次はもっと円高(88年には128円)になっていた。輸入物価は85年の195.2から90年の136.9にまで下落している。円の上昇は卸売物価の下落、消費者物価のきわめて緩やかな上昇に比べて際だっている。

輸入数量指数は85~89年に年率9.5%で増加しており、輸入機会の拡大ぶりを表している。これは輸入自由化、日本からの対外直接投資の増加にも支えられた近隣アジア諸国の工業化進展によって製品輸入の可能性が増えた結果を示している。製品輸入の輸入全体に占める比率は、85年の31.5%から90年には49.8%にまで上昇した。このような総供給曲線の右シフトが産出量の増大、完全雇用への接近の中で物価を安定させる要因となったとみられる。

次に資産価格側の事情を見よう。物価が上昇せず、金利が上昇しなかったことは、資産価格の水準を高くするように作用する。これに加えて生産性の上昇、投入価格の低下は、物価安定のもとでも資本分配率を引き上げる方向に働く。この

ことは収益の改善を通じて、資産価格を高める要因となろう¹⁰。

しかし当時の資産価格の高騰ぶりは、こうしたファンダメンタルズだけで説明しにくいものであった。地価や株価の理論値の上回り方がそれを示している（注4の文献参照）。これを説明するには、期待の変化を持ち込む以外に方法はないであろう。そして期待が思い込みに支えられて膨張し、それがボラティルに変化するものである以上、物価と資産価格の乖離が生じるのは不思議なことではない。ただそれは金融政策に重い課題を背負わせるものである。

4．物価安定・資産価格上昇と金融政策

期待要因の作用

バブルを引き起こすには、金融緩和(その前提としての物価安定)だけでは十分でない。期待の強化が必要である。しかしバブルを引き起こすような資産価格高騰への期待の形成やその消滅の過程はまだ十分に解明されていない。80年代後半の経験と矛盾しない範囲で、とりあえずの仮説的な見方を提示することを試みよう。

資産価格の変動から見て、期待の変化と他の経済変数との関係は、短期と長期で大きく異なるように見える。日々の資産価格の変動は一見ランダムで、他の経済変数の影響を受けていないようであるが、長期的には経済環境に関連しているとみられる。長期期待は現実の経済成果の積み重ねから生み出されるが、土地神話、低金利神話の例を見ても理解されるように、それは基準枠、レジーム、レピュテーション等に構造化されて、はじめて確立される。そして構造化される限りでは短期の変動とは直結しなくなる。しかも構造化やその解体の過程は複雑で定式化が難しい。資産価格の短期の変化はランダムであるが、長期期待の変化も予測しがたく、資産価格全体としての変動をさらにランダムに見せていると思われる。

資産価格の変動が他の経済変数の変化から独立していることを示すために、先に物価との関係部分をみたグレンジャー因果性テストの結果をもう一度見てみよう。表3をタテに見ていくと、他の変数からの影響を受けていないものに為替レートと地価がある（他方、為替レートや地価はかなりの数の他の変数の変動の「原因」となっている）。株価は、地価との相互影響を別として、為替レートや長期金利に影響されているが、どちらかといえば他の変数からの影響を受けるこ

¹⁰ 大恐慌に関連して Rothbard(1963)は1920年代の米国では物価は落ちついていたが、生産性の向上でコストは低下し、利潤インフレが生じたとし、これが資産価格を押し上げたとしている。物価と収益の関係については、翁(1995)を参照。

とが少ない範疇に属する。因みにこの傾向は、バブル期だけを対象に因果性テストを行った場合（表4）、さらに顕著になる。また他の影響を受けない変数に上記の他コールレート、卸売物価が加わる。このように見ると、為替レートや地価、株価は独立性が高く、外生変数としての性格を持っていることになる。このことは、為替レートが対外要因の、そして資産価格が将来への期待要因の影響を、強く受けることの表れであろう。

しかし既に述べたように、期待の形成（構造化）過程を明らかにすることが難しく、従ってその予測や操作が困難なことが、資産価格を独立的にみせているのであろう。そうだとすれば、中長期的観点から経済環境を整えることで、期待が安定する可能性はあろう¹¹。

なお、いうまでもないことであるが、バブルに際して関係者全員が強気期待を共有している必要はない。なかには弱気予想を抱きながら、この取引が終わるまでにバブルが崩壊することはないと予想して、取引に参加している投機家もいる。彼らもバブルを拡大させる。そしてバブルの被害を受けることもある。

バブル予防政策の位置

金融緩和は通常物価を上昇させる。しかし何らかの理由（円高、生産性向上など）で物価が上昇せず、資産価格がこれと乖離して上昇する場合もある。これに将来への強気期待が加わると、資産価格の上昇は急激になり、バブルに至ることもあり得る。1980年代後半の日本経済はその可能性を極端な形で露呈した。こうした場合、金融政策はいかにこれに対応すべきであったか。

金融政策は伝統的に物価安定に割り当てられている。金融引き締めにはいつも政治的反対が強いが、物価が安定しているときにはなおさら引き締めのきっかけをつかみにくい。そうした中で、物価安定と資産価格高騰抑制という二つの独立した政策目標を同時に達成しようとするれば、「ティンバーゲンの定理」により、政策当局は二つの政策手段を持たなければならない。仮に政策手段を増やすことができないのであれば、目標を減らさなければならない。それには二つの目標を適当にウェイト付けして一つに統合するとか、あるいは目標の一つを制約条件に変えるなどの調整が必要になる。

政策手段を増やすには、金融政策以外の手段に依存することや、広義の金融政

¹¹ このような考え方は複雑系の理論に基づく Ormerod(1998)の主張にも通じるものである。同書の題名はアンデス山脈の片側で蝶々が飛べば反対側では雪崩が起きる（小さい原因が大きな結果を引き起こし、大きな原因が小さな結果しか引き起こさない）という話しに由来する。著者は原因が複雑に入り組んだ状況でのマクロ経済予測は困難で政策は中長期的な環境整備に力点を置くべきだと主張している。マクロ経済全体についてはともかく、資産市場についてはそのような考えがより成り立ちやすいかも知れない。

策の範囲で選択的統制 selective control を発動することが考えられる。1980年代後半の資産価格高騰に対しては、前者の例としては、地価税の導入(石、1991)、後者の例として大蔵省による土地融資総量規制(1990年3月)¹²が実施された。しかしこれらの政策も発動が遅れたり、効果が十分でなかったり、または好ましくない副作用を伴った面があった。

その一方、資産価格の大幅な変動は金融資本市場ひいては経済全体の不安定化を招来する恐れがある(日本銀行、1988)。また金融政策がバブルに同調しなければ、摩擦は伴うがバブルのそれ以上の発展は抑制される。他の政策手段が十分効果を発揮せず、バブルが金融資本市場の不安定化をもたらす危険が大きいとすれば、中央銀行としても自主的な対応を準備しなければならない。

金融政策の目的の構造

金融政策の目標を調整するには、資産価格を一定のウェイトで物価目標に含めることも考えられる¹³が、そこまで突き詰めなくても、金融政策の目標を広くとらえ、資産価格(とくにそのバブルの可能性)にこれまで以上に配慮を払うのが現実的であろう。日本銀行法第2条は「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」ことを理念としている。足下の物価安定を確保することは必要であるが、「健全な発展」という以上、視野は長期的であり、多面的であってよい。

資産価格の変動を物価変動の先行指標とみなしてよければ、長期的な物価安定を図るため資産価格の動向にも配慮することが必要になる。実際には、前述したように資産価格と物価の動きが乖離することもある。しかし、列島改造、第1次石油危機に際してのように、資産価格上昇に続いて物価上昇が起きた例もあるから、警戒材料とはなりえよう。さらにいえば、バブルが破裂すればその後に経済停滞、ひいてはデフレの時期が来る可能性がある。バブル回避は長期的な物価安定目標に沿うものと位置づけられる。

先行関係がそれほど明白でないとしても、資産価格の高騰抑止は、金融政策にとって物価安定に次ぐレベルの副次的目標と解することもできる。前掲の条文によると、金融政策の最終目標は「経済の健全な発展」である。物価安定はそのた

¹² 大蔵省(1993)は土地融資総量規制についてその効果を認めつつ、「好ましくはないがやむをえない措置」として位置づけている。翁・白川・白塚(2000)はより懐疑的な見方を示している。われわれの判断としては、ある程度の効果があり、緊急措置としてやむをえなかったと考える。ただし住宅専門金融会社が規制の網からまれ、バブルの持続と住専や関連不動産等の資産悪化に拍車をかけた。これは規制にありがちな恣意的行政の失敗の例である。

¹³ 資産価格を物価と統合して政策目標を新しく構成しようというアイデアに渋谷(1991)がある。その評価について白塚(1996)を参照。

め的手段であり、必要条件とみなせよう。物価安定は特に明示的にメンションされており、金融政策の目標において第1優先順位を占めるが、物価安定がある幅の中で守られている限り、健全な発展のために第2優先順位以下の目標を追求してよいであろう¹⁴。

資産価格高騰抑制に配慮する場合は、それをしなかった場合よりも、金融は引き締め気味に運営されよう。そのことによって物価水準や経済活動も当然影響を受ける。しかしそれも程度問題であって、直ちに物価や経済が不安定（この場合はデフレ、不況）に陥るとは限らない¹⁵。そこには、資産価格の高騰がある程度抑止され、一方で物価上昇率や経済成長率が若干低まる程度の金融引き締めの可能性（ソフトランディングの可能性）も存在していたと考えられる。少なくとも、その可能性は探求される価値があったであろう。

物価に代わる政策目標の検討

物価の先行きに関連する指標として、または物価安定に次ぐ政策目標のなかで、資産価格はどのような地位を持っていたか。1986年1月以降5回の公定歩合引き下げに際しての日本銀行政策委員会議長談には、資産価格への直接の言及はない。ただ86年10月、87年2月の引き上げの際には、「マネーサプライ動向等金融緩和に伴う諸般の動き」について「引き続き十分注意して見守っていく方針」であることが述べられている。資産価格はこの「諸般の動き」に含まれるといえよう¹⁶。

なお時期はややずれるが日本銀行（1988）は、マネーサプライの異常な増加は、物価安定を脅かすだけでなく、金融資本市場を不安定にするとして、バブルとその破綻後の状況を正確に記述・予測している。マネーサプライと資産価格の動向を関連づける考え方が存在していたことをうかがわせる。なお同論文については、岩田（1993）も言及している（pp.213-215）。

それに代わって毎回出てくるのは「為替相場の安定」であり、これについて「内

¹⁴ 深尾は金融政策において物価安定は辞書的順位 lexicographical order で最も優先するが、バブル抑止等もこれに次ぐ優先度を与えられてよいとしている（日本銀行、2000）。厳密にいえば、辞書的順位のもとでは、第1順位目標と第2順位目標以下が矛盾する政策を要求するとき、第2順位の目標を顧慮する余地はない。しかし、実際問題としては第1順位の目標（物価安定）がある幅をもって追求されるべきものであるとすれば、その幅内では第2順位以下の政策目標を考慮する余地があることになる。

¹⁵ 岩田（1993）は、日本銀行が資産価格上昇に対し、非同調的金融政策をとっておれば「实体经济にデフレ効果をもたらし、内需拡大型の経済成長を阻害したであろうか」p.202と問い、「そのようには考えない」と答えている。翁・白川・白塚（2000）は早期引き締めがインフレ圧力を制圧して期待をいっそう強化させる可能性に言及しているが、一般的に早期引き締めがバブル崩壊の確率を高め、崩壊後の悪影響を少なくすると推測している。

¹⁶ 公定歩合引き下げに際しての議長談は翁・白川・白塚（2000）表1の抜粋を参照。

需の拡大」「対外不均衡の是正」「持続的な経済成長」である。特に87年2月の談では為替安定のための「主要国の緊密な協調」への期待が表明されており、国際協調への配慮が金融政策に織り込まれていたことを示している。

なお公定歩合引き上げに際しての政策委員会議長談をみると、89年5月（最初の引き上げ）にあたっては「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」であり、これを通じて「対外不均衡の是正と世界経済の健全な発展に寄与する」ことを期待している。そこには金利引き上げが国際協調を損なうことを恐れる気持ちがうかがわれ、それだけ対外的配慮が重視されていたことが分かる。それ以後の引き上げにおいても物価の安定（後になると「物価に対する予防措置」「物価上昇圧力の顕在化未然防止」と次第に切迫した表現になるが）と内需中心の成長が政策目標としてつねに言及されている。90年3月、8月の引き上げでは、これに加えて「市場の安定」「金融市場の安定」が加わった。また公定歩合変更の判断材料として、物価の他、為替相場、海外金利、国内景気、マネーサプライ、労働需給、市場金利が参照されている¹⁷。

為替レート安定と国際協調

以上から、金融政策の決定に当たって、物価安定が優先されるのは当然として、資産価格は精々間接的に言及される程度であり、むしろ為替安定への国際協調が重要な比重を占めていたことが示唆される。このことは因果性テストにおいてコールレートに為替相場が「原因」として影響力を持っていること、さらに補論IIで見る政策反応関数の計数の推計結果ともおおむね整合している。物価が落ちついていたからではあろうが、為替安定、国際協調は当時にとってはむしろ金融政策の最優先課題に近かったとの印象を禁じえない。そしてこのことから当時の金融政策について国際協調を優先してバブルの膨張を放任したとの批判が生じている。他方、当事者の側からは、国際協調を優先せざるを得なかったとの弁明が行われている。

為替安定が重視されたのは、日本では産業界においても世論においても、変動相場に理解が少なく、円高や為替変動、国際通貨システム動揺に対する恐怖が強いことを背景としている。変動相場の意義が理解されれば、金融政策への負担はそれだけ軽減される。なお80年代後半においては日本のみならず主要国が為替安定のための国際協調を唱え、黒字国日本に対して協力を要請する雰囲気が強かった。国内均衡に専念しにくい状況であったことは事実であろう。

国際協調についてはその有効性に疑問を呈し、限界を指摘する意見が多く聞か

¹⁷ 公定歩合引き上げについての議長談は、翁・白川・白塚（2000）表8に抜粋されている。

れる（小宮、1988、第6章など）。国際協調よりも各国が国内均衡に責任を持つことが先だとの意見には賛成できる。しかし国際協調を一切無視してよいとまでは言えない。87年の株価下落に際しては米独の対立が市場を混乱させるきっかけとなった。その後の各国の金利引下げ協調行動は行き過ぎであったかもしれないが、協調がなされずに株価下落が景気後退をひきおこす可能性も絶無とはいえない。日本の行動が波乱の原因にならないと決めてかかることもできない。バブルを当面放置することの将来リスクと、国際協調を破ることの目前のリスクを正確に評価することは難しい。避けるべきは思い込みや近視眼的判断でいずれか一方のリスクを過大評価し、他方のリスクを軽視することである¹⁸。望ましいのは、バブルの危険について正確な認識を持つこと、これを国際的にも承認させるよう努力することであった。そのような認識と努力のもとで、国際的に大きな波乱を起こさないで金融の緩和度を縮小する余地はなかったとはいえない。

80年代後半といわず90年代を通じて、日本の経常収支は黒字で、平均的に見て金利水準は国際的にも歴史的にも低かったのだから、長期低金利予想を単純に間違っていたとはいえない。害があったのは、国際的要請には服従しなければならないという姿勢と、低金利がいかなる情勢でも維持されるという判断である。国際的要請といえども日本側に反対意見を表明し、説得する機会が与えられている。

なお、低金利神話が定着したのは、財政当局が中央銀行を無視して低金利を国際的に公約したかのような状況が伝えられ、中央銀行の自主的判断の余地が乏しいとの印象が強められたことも一因となっている。

このことはゼロ金利政策についても示唆を与える。日本経済において低金利が続けられるべきであることと、その金利をゼロに固定することでは、期待への影響が異なるのではないか。

重要な先行きを展望した金融政策

以上の検討から言えることは、第1に、資産価格バブルの恐ろしさについて十分な認識を持つことの重要さであり、第2に、物価安定にあっても（あればこそ）バブルへの警戒が必要だと言うことである。さらに第3に、国際協調についても国内均衡確保を前提としなければならず、また第4に、具体的にバブルの懸念があるときには、金融政策としては先行きを展望しつつ予防的に引き締め気味の政策を採り、金融緩和永続の期待を形成させないように努めるべきであろう。

¹⁸ 思い込みの例として「低金利神話」に触れておこう。80年代後半には、経常収支黒字が続く中で、金利が低下した。その実績に加え、日本の低金利が国際的要請によるもので拒否できないとの見方が広まり、低金利が永続するかのような予想が強固になって、バブル誘発の一因になった（これについては翁・白川・白塚、2000）。

5. 信用秩序維持政策の課題

金融機関特に銀行がバブルに関与したことは、バブル破裂後に銀行の破綻など信用秩序をおびやかす事態を招いた。このことが1997、98年の景気後退を特に深刻にした。信用秩序の動揺は、このように経済不安定をもたらしたが、経済社会のインフラの脆弱性が明らかになった点で、その影響は国民生活、国民心理にまで及ぶ深みを見せた。

信用秩序の維持は日本銀行の職務とされている。もちろんそれは、日本銀行の専管事項ではない。金融機関破綻の処理は金融（監督）庁の任務とされている。また金融制度の設計は大蔵省（財務省）に委ねられている。日本銀行は「資金決済の円滑な確保」（日銀法第2条、第39条）や特別融資等（第38条）によって信用秩序の維持に資することが期待されている。

しかし日本銀行法のこれらの規定は、信用秩序を既存のものしてとらえ、とにかく円滑に事を運び、何か問題が発生したときには資金を投入して事態を個別に收拾することを主眼に書かれているように見える。この新日本銀行法が制定される以前の信用秩序維持についての考え方は、日銀の内外を問わず、これと同じく保守的、事後的であったといえよう。銀行は潰さない。危ない銀行は日銀がとりあえず救済融資し、後は適当に他行と合併させるのが、当然とみられた。信用秩序維持の仕事の大半が、護送船団方式の行政によって事実上担われた結果である¹⁹。しかし、金融自由化の進展に対応して、信用秩序維持政策はより予防的事前的なものに変化していかなければならなかったのではないか。

80年代後半のバブルは、従来の個別銀行毎に事後的に対処するという信用秩序維持の方式では不十分であることを明らかにした。バブルが破裂したとき、預金保険機構には銀行破綻に備える資金的準備はほとんどなされていないに等しい状態であった。こうしたことは再現されてはならない。事前的で個別的であると同時に包括的なリスク管理と、事後的な破綻処理のシステムの両方が必要とされるに至ったのである。

信用秩序維持政策は、事後的措置と考えられていたため、バブルの発生・発達を予測し、あるいは防止するのに、役立っていない。その充実は今後の課題といえよう。

考査情報の利用

現行日本銀行法は、一般貸出（第38条）、特別貸出（第38条）、および資金決済円滑化（第39条）のため、またその準備のために、金融機関と考査契約

¹⁹ 戦前の1920年代においては、信用秩序の維持は日本銀行にとってより重要な政策課題であったと思われる。

を締結できると定めている（第44条）。旧日銀法ではこのような法的規定はなかったが、取引上の慣行として審査が実施されていた。この審査は、金融機関のバブルとの関与、それに伴う危険の増加を示していなかったか。その情報は金融政策担当者に伝達され、その意思決定に影響を及ぼし、それがバブルの膨張に歯止めを掛ける力となることはなかったのか。

これについては詳細な検証が必要であるが、印象としては、そのような期待は満たされなかったようである。その理由としては、バブル中は資産価格が値上がりし、担保物件の評価も高くなるため、不良債権が実際に減少しがちで、貸出自粛を求めにくいという事情がある²⁰。また、審査は個別銀行の個別案件のチェックにもっぱらかかわっており、政策担当者が経済のマクロ的動向に主として注目しているのと、関心領域が異なっていた。個別金融機関で問題が発生した時には、対策が固まるまでその情報は厳重に秘匿された。個別の審査役の踏み込んだ批判などの例は少なくないが、審査範囲をノンバンクに拡大しようとして金融機関側からの反対に会うなど、実効の上がらない面もあった。

しかし株高土地高の現状で担保が取れているかどうかという観点からでなく、金利や価格が変化したときのリスクという観点で見れば、事情は異なっていたはずである。日本銀行審査局では87年12月に「リスク管理チェックリスト」を作成し関係者に配布した。これは問題案件発見・処理という従来の審査でなく、金融機関の抱くリスクを日銀として全面的に把握するとともに、各金融機関にも自らのリスク全体を自主的に評価し、対応策を採るように促そうとする試みであった。このような作業は、それが実れば信用秩序の現状について平常から貴重な情報を送ることを可能にする。それを通じて物価（経済）安定政策と信用秩序維持政策の統合的運用への見通しが開かれる。そうした前進はあったが、それが80年代後半のバブルの診断と処方箋に用いられるところまでは行かなかったようである。

中央銀行と銀行ディシプリン

中央銀行は金融機関と日常業務を通じて接触している。その機会を通じて銀行の行動を観察し、必要に応じて影響を与えることは、信用秩序維持に当たる中央銀行の任務だといってよい。中央銀行は伝統的に民間銀行によるシステムの乱用を防ぐ知恵と手法を開発してきた。ケインズは連邦準備制度のそうした工夫の一つとして eligibility と acceptability の概念の区別が発達したことを例としてあげている(Keynes,1930)。こうした知恵は統制経済と護送船団方式の保護行政の中に忘

²⁰ 舟山（1990）第2図「日銀審査における要注意与信比率」参照。この舟山論文は資産価格高騰に依存した金融機関経営の危うさに対する審査担当者の懸念を表白している。

れられていたが、それを思い起こし、新たな発展を図ることも、信用秩序の維持に貢献し、ひいてはバブルを多少なりとも起きにくくするであろう。

金融の国際化、資本市場、自由化、さらに情報化は、バブルの発生可能性をこれまで以上に高めているかもしれない。だからといって自由化や国際化に背を向けることは生産的ではない。リスクを抑えるため規制に逆戻りするのではなく、リスクとの共存を図る必要がある。そのためには「信用秩序の維持」を、既成秩序を墨守し、個別破綻を救済するという姿勢でなく、リスクを知りつつディシプリンを守って活力ある自由な金融資本市場を創造していかなければならない。80年代の失敗(不存在)の後で、プルーデンシャル・ポリシーは新しい出発の時期を迎えている²¹。

6. むすび

以上でバブル期の金融政策について一応の検討を終わるが、要約に代えて、本年1月25日の日本銀行におけるワークショップ「低インフレ下での金融政策の役割」第1セッション「資産価格変動と金融政策：1980年代後半のわが国の経験とその教訓」での問題提起(「金融研究」2000年6月号)に沿う形でわれわれの考察結果を再構成し、参考に供したい。

「金融政策の運営如何でバブルは防げたか」の問いに対しては、肯定的に答えたい。金融政策がバブルの必要条件である以上、それが当然であろう。十分条件でないからといって、十分条件が存在するときに必要条件を満たしたことの責任は免れない。バブル破綻後の被害を考えれば特にそうである。90年代の経済停滞は構造的な要因もあり、すべてバブルの責任ではないが、バブルによる逆噴射がなければ少しは被害が少なくなかったはずである。

「金融政策はどのような意味でバブルをもたらす一因となったか」といえば、

²¹ 翁他(2000)は1980年代後半のバブルが90年代のデフレを招いた点で、物価安定の目標に背馳するものであったと指摘し、「かなり長い期間における持続的物価安定」を目標として重視すべきであると主張している。政策当局者の心がまえとしては正しくそうあるべきであろう。ただし、(1)長い期間についての物価予測に説得力をもたせることは必ずしも容易でない、(2)物価下落の前にバブルが生じ信用秩序のリスクが高まっていた、(3)物価下落は信用秩序が実際に動揺した結果大幅となった等の事情を考慮すれば、先行きの物価下落予想だけでなく、信用秩序に迫る危険を強調することがバブル予防策の説得力を高める上で有益である場合も考えられよう。通常の金融政策が物価安定に割り当てられる場合、物価安定のなかでバブルが生じ易いとすれば、バブルの拡大阻止には信用秩序維持政策(その内容はさらにつめなければならぬが)を割り当てるポリシー・ミックスも検討されてしかるべきである。

バブルの必要条件である金融緩和をもたらした上、十分条件に属する低金利の永續期待を誘発したことが大きかったと考える。ドイツ、米国の利上げに追随できなかったことがその結果を招いた。ただ必要条件の供給という点ではそれ以前にすでに積み上げられていたし、期待もそれ以前にも強まっていた。88年夏以降はバブルが激化した(実態との乖離が一段と激しくなった)といえるが、その時期以前にはバブルはなかったというべきかは少しく疑問に思う。

「早期の金融引き締めはバブルの規模を抑制できたか」。バブルは一時的なショックを乗り越えると強くなる傾向は確かにある。大正7年の第1次大戦の終了でいったん株式市場は動揺したが、それを乗り越えると大正9年まで急坂を駆け上がる勢いがついた。これは87年のブラックマンデーを無事と見極めると市場心理が一気に89年末まで燃え上がったのに似ている。しかしいずれの場合もショックが起きた後に金融緩和が行われ、それが騰貴に火をつけた。米国の場合も金融引き締め打ち止め感が出るのが問題で、あくまで推測だが、当局が持久的に早期に引き締め気味の政策スタンスを取りつづければ抑制は可能なのではないかと思う。逆に予防的引き締め以外に金融政策でバブルに対抗する知恵はないように思う。

「インフレ懸念は妥当であったか」。妥当でなかったとはいえないが、物価と資産価格の乖離がある期間続きうることを考えると、物価にこだわることは政策当局を狼少年の地位に置き、かえって信頼を失わせ、緩和圧力を高めるのではないか。物価は辞書的に第1順位だが、それが落ち着いているとしても、資本金融市場の不安定(将来のデフレ懸念)が懸念されるというほうが正直のように思う。

「日銀はなぜ早期引き締めができなかったか」。バブルについての認識が浅かったとの判断に賛成する。世論もそうだし、エコノミストも例外はあるがそうであった。執筆者のうち年長の香西についても、認識の浅さを猛省せざるを得ない。ただ正しい認識にどうすれば到達できるかについての確かな方法はない。歴史的知識や道徳観から正確な認識を持った人は少なくないが、歴史には事例や教訓が多すぎる一方、どの教訓を現在に当てはめるかのノウハウが乏しい。方向違いの道徳的憤激もありうる。政策当局としては、少数意見が尊重され、情報が多くの人に公開される制度・慣行を作ることが大切であると思う。日本銀行は銀行融資の実態について、一般よりは正しい情報をもっていたのではないか。もっている情報に別の解釈を下す人もいるはずだから、情報を何はともあれ生のままで公開していくことが必要である。

政治圧力や外圧も大きな問題であった。しかしバブルの怖さをもっと直裁に認識できておれば、対応も違っていたはずだと思う。

この他、マネーサプライ重視政策の効用を説く意見も少なくない。その一方では金融革新の中で通貨需要関数が不安定化しているのも事実らしく思える。さし

あたりマネーサプライ重視政策に直ちに帰らなくとも、軽視政策、無視政策はとらず、管理限界を決めて監視していく方途を探るべきであろう。

そこで政策への教訓としては、(1)バブルの怖さを知った上で予防的引き締め政策を準備しておくこと、(2)信用秩序の維持政策を事後的個別的でなく前向きで総合的に用意し、マクロ政策と連携させること、(3)思い込みに対抗するためにも機動的に政策を発動すること、(4)持っている情報を一方的押し付け的でなく対話促進の意味で提供すること、などではないか。さらに(5)金融システムの改善についての研究を怠らないことを希望したい。その際、銀行の預金が貨幣である以上、銀行は危険資産から遠ざかるべきで、この点でナローバンク論、コアバンク論の問題意識を共有して問題の検討に当たるべきではないかとの感想を抱く。

〔補論〕 バブル期の「世論」の分析（伊藤 修）

（１）はじめに（作業の説明）

ここで行おうとするのは、バブル期の金融政策の前提となっていた「現状認識」の分析、中でも当時の「世論」の再点検である。まず、この作業の位置づけと内容を簡単に説明しておこう。

本論でふれたように、1980年代後半の日本で経験したような大型のバブル経済は、深刻な害悪をもたらす。それは、ミクロ面では相対価格の歪みによる資源配分の歪みおよび分配の不平等問題、マクロ面では特に崩壊・反動局面で金融システムの弱化を含むマクロ的不安定を結果することである。

そこで次のように考える。損失はきわめて甚大であるから、これを回避あるいは軽減するために必要であり可能な対策を発動しなければならない。主なものとして、財政政策とりわけ税制整備（非中立性の是正）、事後的対応の態勢の準備（特に金融機関破綻処理の体制整備）があげられる。また問題となる巨大バブル現象は、経験上、相当に長い周期で発生するいわば歴史的な非常事態であるため、不動産融資規制のような、平常時にはオーソドックスとはいえず望ましくもない手段も緊急措置としての実施を辞すべきでない。金融政策もバブルの亢進の阻止にできるだけ早い段階で出動すべきであり、マクロ金融引き締めが必要なことは間違いない（予防的金融政策）。たとえば、強気の期待の修正をめざした公定歩合引き上げを含むマクロ金融引き締めがない場合に、不動産融資規制のような政策は、実施したとしても効果があるであろうか。おそらくユーフォリアは継続し、資金総量も引き続き潤沢なことから、何らかの規制回避経路を通じて政策を無効とする圧力がきわめて強いものとなるであろう。

しかしながら、対策の発動には基本的な困難さが伴っている。害悪の発生と対処の必要性が、歴史的経験からはある程度の確率で推定できるとしても、それが確実に明らかになるのは事後的にであって、進行途上で確証を与えることはきわめて困難だという点である。

ほぼ常に、ブーム状況を正当化する議論（「新段階」説、「構造変化」説）が登場するし、影響力をもつ。バブルの歴史的経験にもとづく警鐘に対しては、「今度（だけ）は違う」という主張が力をもつのであり、また大勢がそうした認識をもつようになったときはすでに相当に危険である。この経験則は今回の日本のケースにも当てはまる。こうした認識はまた、ブームからの反落はあったとしても破滅的な大反落はないという楽観的な見通しを生むことにもつながる¹。

¹ たとえば『経済白書』は、コンピュータ利用等によって在庫管理技術が大幅に向上しているので在庫循環を契機とする反動の危険は縮小している、との主張を繰り返した。

すなわち金融当局は、大勢が熱狂している市場に向かって、その現状認識と将来期待が誤っていることを主張し説得しなくてはならず、巨大な流れに逆らわなければならないのである。独立性をもつ中央銀行であるとはいえ、あるいはむしろ政府機関ではないからこそ、そうした「逆行」は、歴史的な発展の機会を潰すことになるかもしれないこと責任を考えれば、躊躇されがちとなろう。しかも本論でみた通り、その本来の所管対象とされている一般物価は安定しているケースも例外ではない。さらに、以上は仮に中央銀行が事態を正しく認識している場合の話であって、実際にはその保証はない（認識が不完全である場合、それは市場と同一のものではない可能性もある）。

以上のような点を、バブル予防的金融政策が実施されることに対する制約と捉え、今回の日本のケースについて点検した上で、教訓としようのものがあつかを考察してみたい。まず（２）では、この時期の金融政策に関連する事項の略年表をつくり、事実経過を確認しておく。次に、主として 1987～1991 年前後の世論をフォローする作業を試みる。可能な作業量には限度があるので、（３）で新聞から『日本経済新聞』と『朝日新聞』を、（４）では経済雑誌から『週刊東洋経済』と『週刊エコノミスト』を取り上げ、主な論調をピックアップする²。いうまでもないが、この作業が世論に関わると考えられるすべての議論を正確に網羅抽出するものでないこと、したがってまた個々の論者の評定（賞賛や非難）が目的ではない（その材料ともならない）ことは断っておきたい³。また（５）では日本銀行の認識を追跡してみる。最後に（６）で簡単なまとめを行う。

（２）金融政策に関わる事実経過

表 A-1は、日本銀行金融研究所『日本金融年表』から作成した、バブル期の金

² この作業にあたって埼玉大学経済学部学生、井戸順治、影山紘美、川口章、斉藤由美子、須黒澄人、野町あゆみ、堀江香純、森川真悟の諸君の協力を得た。

³ 新聞・雑誌のほかに、資産価格についての 1980 年代に刊行された主な単行書として、土地に関して滑川雅士(編著)[1988]、野口悠紀雄[1989]、小峰隆夫(編著)[1989]、宮尾尊弘[1989]などがある。これらは共通して、非中立的（保有・抱え込み促進的）な税制や取引抑制効果をもつ規制が土地需要を過大に、市場供給を過小にし、土地が資産としてのみ扱われて有効利用されていない点を問題の焦点としている。野口[1989]はさらに地価は「バブル」により二倍水準に高騰していると述べている。また株式に関しては植田和男[1989]（論文）が株価水準が高すぎる可能性を指摘したが、一般にはむしろ若杉・紺谷・丸・米沢他[1988]の方が注目されたといえよう。これは、トービンの q に似た「 q レシオ」の概念を用いながら、保有土地資産を含む企業価値を考慮すれば高株価も説明可能としたものであるが、現状の株価水準を正当化する説明として受け取られた（なお本来のトービンの q は、株式市場の企業評価（株価）は限りなく正しくなるとした上で投資のインセンティブを説明しようとするもので、性格は別のものである）。のち 1990 年以降になってから、バブルの概念をふまえて資産価格を包括的に扱った西村清彦・三輪芳朗(編)[1990]、野口悠紀雄[1992]などが刊行された。

融政策に関わる事項の略年表である。

同表によれば、1985年9月のG5・プラザ合意に続き、10月には経済対策閣僚会議で「内需拡大」が決定され、以後これが経済政策の主要な基調となる。

1986年に入り、1月(第1次)、3月(第2次)、4月(第3次)、11月(第4次)、さらに1987年2月(第5次)と相次いで公定歩合引き下げが行われ、第5次利下げで公定歩合は2.5%となって、これが1989年5月の利上げまで2年3か月続く。利下げの理由として、第1次から第3次まで内需拡大があげられ、それは主に対外不均衡是正(事実上、対米貿易黒字縮小)を目的としていた。第2次・第3次では為替の激変回避(円相場の安定)、すなわち急激に進む円高に一定のブレーキをかけるという狙いが加わった。また第4次・第5次では景気の停滞感、円高のデフレ効果への対処が強調される。この間、第2次・第3次利下げがアメリカの利下げの直後、第4次が2度の米利下げの後、第5次がルーブル合意の直後になされており、内外(日米)金利差を一定に保とうとする動きとなっている。

この時期、1990年6月の日米構造協議最終報告で一段落するまで、「不均衡是正」をテーマとする交渉が続けられており、1986年4月の「前川リポート」(経済構造調整研究会報告)、1988年5月の経済運営5カ年計画などにより、内需拡大策でこれに応える日本側の姿勢も打ち出されていた。これに、為替レートの安定のために内外金利差(日本の低金利)を維持するという要素が加わり、さらに関連して、世界的な資本供給国である日本は低金利でなければならない(であるはずだ)という論理(アンカー論)が加わった。これらが「内需拡大」「国際協調」ファクターとして強力に作用していたのである。しかも、内需拡大は国際協調策であるばかりでなく、ストック大国の段階に達した日本経済を国民生活の真の豊かさが享受できる構造に高めるため、国内的にも必要であるという理解が付随した。

また、1987年10月に世界的な株価の暴落(ブラック・マンデー)がおり、以後しばらく国際協調としての利上げ回避が要請された。

すでに地価・株価の上昇、マネーサプライの増加は目立ってきており、日本銀行には早くからインフレ警戒感があったが、上記のような要素のために、引き締め動くことはできなかった。日銀および政府が対策実施に移るのは、1989年5月の公定歩合引き上げ、1990年3月の土地関連融資の総量規制、そして1991年5月の地価税法公布というタイミングであった。そしてこれらの施策にも即効性はなく、1990年にマネーサプライ増加のもう一段の山が発現したし、実態経済面を含めた強気のブーム感は1992年まで残存したといえよう。

このようにみえてくると、現実的に考えて、できるだけ早期の引き締めに着手することができたとすれば、その有力な候補は1988年、特にその夏前後であった

と考えられる。この時期、ブラック・マンデー以後の株価下落にほぼ一段落が見通され、アメリカが3月のFFレート高め誘導開始に続き8月に公定歩合（中央銀行貸出金利）を引き上げ、西ドイツ（当時）も7・8月に連続で公定歩合引き上げを実施しているからである。またこれは、資産価格上昇を抑えたであろう金利を事後的に推定した Bernanke=Gertler[1999]において、1988年に（大幅な）金利引き上げが必要であったとの結果が出ていることとも合致する。

そこで以下では、この1988年に注意を払いながら、金融政策の制約としての「現状認識」ないし「世論」を点検してみよう。

（3）新聞の論調

1987年

『朝日新聞』（以下『朝日』と略記）では、金融政策に関わる記事は散発的な報道が主であり、分析や主張といえるようなものはほとんどないといっていよい。他の一般紙も同様とみてよからう。

『日本経済新聞』（以下『日経』）は、年前半が円高不況、後半が回復過程から拡大局面へという認識であり、主張としては内需拡大の必要性が基調となっている。

このほか、地価高騰がしばしば取り上げられ、投機や不動産融資との関わりに言及されることもあった（たとえば1月14日、3月5日、3月21日、7月2日、7月18日、10月1日等）が、分析や主張には至っていない。

またマネーサプライの増加が注目されており、インフレ懸念につき賛否両論が取り上げられている。否定論ではたとえば斎藤肇「マネーサプライの増加／インフレ懸念小さい」（6月10日「経済教室」）は、マネーサプライ増加は主に金融資産取引増加による貨幣需要増加を反映したもので、物価との関係は低下しているのみならず、金利自由商品の増加により財市場への資金移動＝インフレ等懸念は小さいと論じている。

1988年

『朝日』については前年と同様、論調といえるものはない。

『日経』の主論調は引き続き「不均衡是正のための内需拡大」である。また1月3日の各界アンケート記事でも最大の共通課題とされたのは内需拡大・不均衡是正であった。そのため金利上昇は回避せよというのが論調となっていると受け取られる。関連して、日本での問題はインフレではなく「高物価」であり、金融引き締めでなく規制緩和が正当との見解（8月11日）がみられる。

一方、バブルに対する懸念はまったくみられないといえる。地価高騰問題は取り上げられている（たとえば4月に「検証・土地無策」連載）が、1987年から

1988年にかけて地価がいったん鎮静化したとの認識も強く（たとえば2月29日「ピーク過ぎた地価高騰／投機鎮静で値下がり続く」）、継続的な地価高騰の波とは捉えられていない観がある。地価は東京商業地、住宅地、他の大都市部、の順にタイムラグを置いて上昇した（東京はこののち横這い）ために、こうした認識が生じたと思われる。また、土地は単独の問題という捉え方が目立ち、株式その他と一体の「資産価格高騰」という意識はほとんどみられない。金融との関連づけの意識はさらに薄い。

1989年

この年の『朝日』は全体として消費税と選挙（参院選および翌年初総選挙）に関心が集中している。経済問題では地価高騰に主たる関心があり、「土地無策」への批判がしばしば取り上げられた。金融政策については、円高・原油安・労働コスト安定などの物価安定要因の反転からインフレ警戒感を強める日銀の見解は報じられているが、独自の主張を行っている記事は少ない。2月26日の社説では、アメリカの公定歩合引き上げを受けて、「追随利上げの必要はない」「当面低金利政策を極力維持」と論じている。5月19日の社説の主張「利上げに時機を失するな」「公定歩合を引き上げてもおかしくない」は例外的である。5月末の公定歩合引き上げに際しても「理にかなっている」（5月31日社説）との評価であるが、扱いはきわめて小さい。

『日経』に現れる経済見通しは引き続き強気である。一方、日銀の利上げの意向が頻繁に報道されるようになる。上記のように円安、原油価格上昇、労働市場逼迫が観察されるようになったことから金融引き締め論も登場するが、主流は引き締め反対論である。また『日経』自身の論調も、国際的役割の観点から引き締め反対であったと受け取られる。たとえば1月21日、2月2日にそうした主張がなされ、米公定歩合引き上げを受けた2月26日の紙面は、牽引役を果たしている日本の引き締め実施は世界経済の不安を高め、利上げ競争の危険もあるとの論調（いわゆる日本＝資本供給国＝アンカー論）で組まれている。

実際には5月以降、年内3次にわたり公定歩合引き上げが実施されるが、これに対する論評等レスポンスは驚くほど少ない。このことから、強気の期待に与えた影響もほとんどなかったと考えられる。

また日経平均3万円を前年12月に超えていた株価について、外部匿名執筆者による「大機小機」欄に「株下落の危険性の高まり」（3月14日）、「株高は異常／バブル崩壊の危険」（4月8日）といった記事が現れる。また植田和男「日本の株価はなぜ高いか」（「やさしい経済学」5月27日～6月2日）が、株価水準は高すぎる可能性があるとの分析（植田[1989]と同趣旨）を示した。しかし一般の先高観に変化がなかった結果からみて、これらの警鐘は影響を及ぼさな

かったと考えられる。

1990年

実体経済の見通しは引き続き強気の期待が支配している。株価についても、年初の企業トップに対するアンケートで多くが年末日経平均4万円超えを予想した⁴。

『朝日』では高地価問題が盛んに取り上げられる。『日経』も1月1日号から特集「土地を考える」を連載するなど地価高騰に集中的関心を向けている。その際、8月の特集「土地と税制」にみられるように税制の側面が中心問題とされる。株価については下落を懸念する記事がみられるようになる。

(4) 経済雑誌の論調

1987年

経済専門雑誌は、新聞とは異なり、かなり早い時期から明確な分析と主張をもつ記事を掲載している。

たとえば『週刊東洋経済』（以下『東洋経済』）は、すでに1986年10月25日号で「大恐慌再來說の検証」を特集し、この時点までの日米の株価上昇の軌跡が大恐慌前のアメリカのそれに酷似していることを示している。

87年11月26日号（臨時増刊）では「地価高騰の原因はプラザ合意以降のかつてないほどの大規模な金融緩和」と指摘し、地価の半分はバブルであり投機的不動産融資抑制・金融引き締めが必要とする野口悠紀雄「バブルで膨らんだ地価」を掲載している。

『週刊エコノミスト』（以下『エコノミスト』）には次のような記事がある。資金の流れは実物資産から株・土地に向かっており、借入によっているのは危険な側面であるとする無署名記事（5月19日号）。「財テクによる熱狂的なマネーゲームが始まっており、危険である。金融恐慌までには距離があるが対策はとらなければならない」と述べる無署名記事（7月28日号）。8月11日号では吉野俊彦が、株・土地を含めるとすでにかかなりのインフレであると主張している。このほか8月4日号、9月1日号（特集・地価暴騰を止める）、10月27日号、11月10日号などで地価高騰を取り上げており、議論の中心は税制問題である。また9月29日号では逸見義行が、財テク資金・土地資金に偏奇した金融機関のモラルを欠く資金配分が経済の健全性を失わせていると指摘している。

⁴ 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[1993]、17ページ。

1988年

『東洋経済』では、5月20日号（臨時増刊）の嶋中雄二「世界同時不況のシミュレーション」が貿易収支の悪化やインフレ懸念・金利上昇による1988年後半からの景気下降を予測している。また12月16日号（臨時増刊）にも、循環論の観点からの田原昭四「89年の日米同時不況は不可避」と、マネーサプライの山は過ぎたことおよび企業業績が土地含み益依存である点を根拠とする松本音彦「株価は89年春に大天井つけて暴落する」が掲載された。しかしこれらは、循環論からの予測にはさほどの注目が集まらなかったこと、必ず反対論が併載され、多数説は圧倒的に強気であったことから、さほどの影響力をもちえなかったと思われる。

『エコノミスト』でも、土地・株式のバブル懸念や景気下降懸念を表明する記事が掲載され始める。たとえば1月26日号無署名記事は「狂乱地価のババは誰がつかむのか」「地価半減もありうる」と述べる。2月22日号では松本和男と田原昭四が1989年の日米同時景気下降・株価低落を予想し、ラビ・バトラ＝佐藤隆三が「投機による巨大な『あぶく』（バブルの訳語であろう）の発生」を指摘した上で「90年恐慌」を警告している。3月22日号で長谷川徳之輔も「東京の地価はバブルである」と規定する。8月15日号（無署名記事）も地価上昇に「バブル的要素あり」とした。また12月6日号の並木信義「景気変動論議に新たな視点を」は、87・88年は「投機景気」であって90年代初頭は成長が下降すると展望している。ただし大勢は実体経済の好調を重視して強気な見通しを続けており、危険性の指摘は少数説・異説の位置にあると受け取られる。

1989年

『東洋経済』の論調は強気を続ける。年末時点（12月15日臨時増刊）においても、収録された経営者・エコノミストの翌90年経済に関する見通しをみると、田原昭四らごく少数を除き、大勢は（少なくとも90年内については）強気である。「株価は10万円になってもおかしくない」との発言さえみられる。

『エコノミスト』には資産価格に関する警戒論がより多くみられ、両論併記的な編集が目立つようになる。警戒論を取り出してみると、1月3・10日号で伊藤正は、地価と株価は相互促進的に高まっており、一気に崩れることがないと言い切れないと述べている。3月14日号の証券業関係者座談会では、「土地と株が日本の信用構造の基盤であり、これが壊れるときは日本が壊れるから、まずありえないという安心感もある」「日本が公定歩合を上げるとクラッシュは日本からということになるかもしれない」などの発言がある。また5月の公定歩合引き上げについては、「消費税がらみでの大蔵省の抵抗を押し切った」「わずかな物価懸念よりカネの氾濫の弊害を重視したもの」（6月13日号・無署名記事）な

どの論評がある。10月3日号の黒田晃生「日本の高株価はバブル（泡沫）だ!？」は、「カネ余り現象」（金利低下・マネーサプライ増加）、土地・株式の価格上昇、貸出等の増加が一種の循環現象を生じさせたのであり、利上げ（株価）と税制改革（地価）がどう作用するかが今後のポイントになると論じた。10月31日号で上田信行も「水ぶくれの地価と株価は修正必至」「ストック・インフレは中期的に是正される」と述べる。ただし、実体経済については引き続き楽観論が圧倒的に主流を構成していた。

1990年

『東洋経済』の論調は、記事・論者によって楽観論・悲観論に大きく分散し、特に実体経済・土地・株式が相互に独立的に捉えられている点が目立つ。

まず株価については下落が事実として認められ、バブル破裂との解釈も例外でなくなる。たとえば2月3日号は株式が「静かなる暴落」を始め、「買えば何でも上がる時代は終わった」と記し、3月10日号では「三度の公定歩合引き上げを甘くみた株式市場」「株暴落を導いた高金利の恐怖」を論じた。また4月7日号は超低金利が「ストックインフレ」を生み、「株価も最後はバブル（泡）となり暴落につながった」と述べる。ただし他方で6月9日号（「株安・円安は底を打った 株価は今年末にも高値更新」）、9月29日号（「金利低下で株も回復へ」）などの反騰説もある。

これに対して地価はまだ高止まりだったこともあり、株価（下落）と連動するか否か、連動させるべきか否かが論議となっている。2月10日号は不動産融資規制は「地価上昇抑制には不毛な魔女狩り」「土地無策の責任転嫁」と批判するのに対し、4月21日号は「断末魔の土地投機 もう1つのバブル・地価」を論じた。また9月1日号で高橋亘（日銀調査統計局）「安易な土地担保融資の危険性」が「安易な融資は金融システムの不安定性を生み出しかねない。英国や米国の先例がある」と主張したのに対し、9月29日号には「地価急落の可能性は小さい」は「『地価上昇期待による上昇分はバブルであり、やがてこれはなくなる』という考え方は、ありえない」との主張が載せられた。

実体経済については引き続き楽観論が強い。3月31日号特集は「それでも景気は崩れない」であり、6月23日号は論文「日独経済が世界を牽引する」「高金利も響かぬ日本の好況」を掲載した。

関連して、これまでの政策運営についても議論は錯綜している。吉富勝は「株価下落は投機熱を冷やすいい動き」「株価が今後もズルズル下げ続けることはない。……実体経済の状況はきわめていい。……88年以降、アメリカ、西ドイツ、日本等はインフレが加速する前に公定歩合を引き上げるという事前的金融政策をとり、経済をソフトランディングさせることに成功してきた。そういう意味で

第三次までの公定歩合引き上げを私は強く支持してきた」（3月10日号）と述べる。これに対し同じ号で加藤雅は「強すぎる引き締めは副作用を呼ぶ」「金融緩和が土地値上がりの最大の犯人であるという意見にも反対である」として、必要な土地対策は短期には取引規制、長期には税制であると主張する。また宮崎勇は「日銀がインフレが来そうだと繰り返して言うと、企業も個人もインフレに備えた行動をとり始める。そのことが実はインフレを起こしていく。日銀は黙って行動すればいい」（3月31日号）と批判している。なお、政策論議を総括する形で翌91年5月18日号「誌上論争」は、資産価格＝バブル説に立つ野口悠紀雄「金融引き締めは継続せよ」と反対論に立つ宮尾尊弘「金融締め付けは解除せよ」を載せた。

『エコノミスト』は、もはや政治問題ともなっていた土地問題を、主に不平等問題として中心的に取り上げている。資産価格と金融政策に関しては、バブルを生んだとして金融引き締めの遅れを批判する一方、いまや急激な崩壊を避けるため緩和に転ずる必要があるとの論調が強調されている。たとえば2月20日号「景気に変調の兆しがある中、さらなる利上げは景気の腰を折る」、3月13日号「金利上昇、株価急落など1929年に似ている。日銀はこれ以上過剰に金利を引き上げない方がよい」、9月25日号「株価暴落の長期化で金融不安も」「金融機関の経営の根幹を揺るがす。……日経平均2万を割ると含みがなくなる。バブル云々よりも経営の根っこを支えている分がなくなりつつあることを当局は認識すべき」、12月11日号「バブル崩壊は日銀の金融引締が遅れたため」、12月25日号「金融緩和なければ株暴落の危機」、などである。

なお、最後にもう1つの代表的経済誌である『ダイヤモンド』の論調を簡単にまとめておくと、同誌は一貫してブーム状況に対し肯定的・積極的であって、1990年後半に比較的明瞭に警戒的論調に変わっているといえる。

（5）日本銀行の認識

次に日本銀行の認識はどうであったかを調べよう。ただし日本銀行内部での認識や議論がどのようなであったかは、資料が揃わず、明らかにできない。そこで、同行の組織としての公式表明として、『日本銀行調査月報』（現『日本銀行月報』）と『金融研究』（金融研究所）を対象に調査した。

まず1986年11月27日の日本記者クラブ講演において澄田総裁は次のように述べている。「地価上昇については、金融緩和がひとつの要因であることは決して否定出来ず、私どもとしても注目していかなければならないと考えているが...土地対策全体の面で手が打たれなければなるまい」（翁[1993]128ページ）。これによって、金融緩和と資産価格（少なくとも地価）上昇の関連を認めていたことがわかる。しかし、明確ではないが、地価動向のみを対象にして金融政策を

発動し難いこと、地価対策として他の政策も必要であることを主張したと受け取ることができる。

『日本銀行調査月報』における当該問題への言及には次のものがある。

最も早いものは 1987 年 4 月号で、(マネーサプライの増加は)「株式、不動産等既存資産投資の盛行による取引需要の増大を反映した面が強い」、「緩和が行き過ぎた場合には……各経済主体の資産内容の健全性が損なわれることを通じて、経済自体の健全性が阻害される可能性」があり、「そうした事態を避けるためには、マネーサプライをはじめ流動性全般の推移について、今後一層注意していく必要があり、金融機関サイドでも、以前にも増して節度のある融資態度を堅持することが求められる」と述べている。

続いて同年 5 月号では、「マネーの急増と流通速度低下が生じている原因……の中では、企業の既存資産取引が活発化した(いわゆる「財テク」指向の高まり)ことの影響が大きいものと思われる」、「こうした投機的な期待がつぶれた場合には、かなりのデフレ・ショックが生じる惧れがある」として、次のように提起する。「不動産向けやこうした金融資産投資に関連しているとみられる貸出が大幅に増加しており、……こうしたハイリスク資産の増大は、金融機関経営の健全性確保という点で問題をはらむものであり、リスク管理について十全の配慮がなされることが望まれる」。「経済主体のキャピタル・ゲイン指向の高まりとそれに支えられた既存資産価格の上昇が、経済の健全性・安全性を損なうことはないか、といった点にも配慮を怠れない」。

1988 年 2 月号でも、「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」、「マネーサプライの伸びの高まりが、金融緩和の副作用ともいえるべき多くの問題をはらむものであることも十分認識しておく必要がある」、「資産価格が低下するようなことがあれば、金融機関の資産内容悪化につながることも考えられる」と述べられている。

このように、金融緩和のもとでの資産価格(主に地価)上昇と投機的行動の盛行、その危険性は認識されており、また指摘されてもいる。しかしそれは、文書(情勢判断資料等)全体の中では、マネーサプライの伸びの解釈の部分できわめてマイナーな取り扱いをされているにすぎない。圧倒的に警戒対象の中心は物価動向にある。しかも、上記のような指摘はその後、同趣旨の簡単な言及が残るだけとなり、ますますウェイトを落としていくのである⁵。

⁵ のち 1990 年 4 月号は論文「わが国における近年の地価上昇の背景と影響について」を掲載し、地価の反動急落は金融システムの動揺にもつながりかねないこと、したがって通貨価値安定、信用秩序保持・育成という日本銀行の責務と無関係ではないことを述べ、リスク管理の重要性を強調している。

なお、こののち『金融研究』1990年5月号(第9巻第1号)は、1989年11月に行われた研究会(テーマ「資産価格の変動と日本経済」)の様態を報告している。このテーマの研究会を開催したこと自体が強い関心の現われといえよう(ただし時期は遅い)。

それによれば、資産価格上昇については、ファンダメンタルズ要因に加え、「投機的バブル」要因の存在も考えなければならない点で、参加した経済学者の一致をみた。

また資産価格上昇と金融政策の関連についての議論の大勢は以下のものであったとされる。(1)金融政策の最終目標はあくまで一般物価水準の安定であり、地価(等資産価格)を「それと同列に考えるのは不適當」である。それは、「資産価格を一般物価の安定と同様の意味で厳密に安定化しようとする」と、金融政策が逆に振回されてしまうなどの理由による(ただし日本銀行関係者の1人から、地価急騰は資源配分上および分配上の問題が大きいので、「少なくとも現在のわが国については、地価の安定を金融政策の目標の1つとして位置づけることが不可欠との意見」が出された)。(2)資産価格上昇がインフレ心理を煽り物価上昇をもたらす可能性があるという意味では、資産価格の動向は「マクロ金融政策運営の上でも十分勘案すべき参考指標のひとつ」であると認められる。(3)地価対策としては、税制面の対応が主たるべきである、不動産融資規制等については否定的である(ループホールにより効果が疑問等)、仮に地価対策に金融政策を発動するならば、金利を大幅に動かさざるをえない。

ちなみに、これに関連して翁[1993]は、資産価格に対して金融政策を発動することへの反対論を次のように列挙して紹介している(163ページ)。「そもそも金融政策による金利の変更は資金の貸し手と借り手の所得分配を変えざるを得ないものであり、所得分配への影響を問題にするのはおかしい、資産価格のような変動の激しいものに金融政策を割り当てることは妥当でない、政策目標として一般物価の安定に金融政策を割り当てた場合、資産価格に割り当てることはできない、中央銀行が地価にまでコミットする姿勢を見せることは、本来税制も含めた構造体策で対応すべき地価問題まで中央銀行の責任とされ、中央銀行が経済政策失敗のスケープゴートにされ易くなる可能性があるなど、中央銀行にとって大きなリスクを伴う」。これに対して翁自身は「日本銀行の目標が通貨価値の安定と信用秩序の維持である以上、地価の乱高下は両者の観点からみて看過できないものであったと思われる」(164ページ)と述べている。われわれもこの見地に賛成であり、上記の反対論は論理的に誤りではないがやや一般論の次元にとどまりすぎていると思われる。

(6) まとめ

できるだけ予断なしに臨んだ以上の作業の結果をまとめると、次のようにいえよう。

一般新聞は世論形成的と呼べるような論調を示していない。経済専門紙である『日経』でさえ取り扱いは散発的であった(しかも基調は国際協調優先・内需拡大・金融緩和支持)。経済雑誌はさすがにより高い頻度で問題として取り上げ、しかも分析・主張をもった論稿を掲載しているが、両論併記の中においてであり、主流は圧倒的に強気論であった。すなわちブームを何らかの意味で警戒する論調は打ち出されてはいない。専門誌上で警戒論と楽観論がほぼ二分するようになるのが、ようやく1990年になってのことである(实体经济については楽観が継続)。

バブル期にその危険性を指摘する者は皆無であったという、しばしば聞かれる言葉は、正確ではない。そのような指摘は存在した。しかし、それらは「世論」に対して影響をほとんど与えなかった⁶。

検討作業から明らかになった点で特に重要なのは、「資産価格高騰」という認識自体がほとんどみられなかったという事実である。主要な資産である土地と株式が、まったく別個に考えられた。それらの価格水準や取引の内容に警鐘を鳴らす論者でさえ、この傾向を免れていなかったといえる。

株式については、事実上もっぱら「専門家」の領域の問題として扱われた。土地は住生活など実物的経済活動に直接に関係することから、(社会)問題としてより大きく取り上げられた。同様に政策論も盛んであったが、もっぱらミクロの観点で 保有コスト増加・中立性回復のための税制改正を軸に 論ずるのが主流であった(野口悠紀雄・長谷川徳之輔の2氏が例外的に土地バブルを指摘し、(金融を含む)対策の必要性を早くから主張していた)。それ自体は経済学的にオーソドックスな議論であるが、結果的には「資産」「資産価格」「資産価格高騰」「資産投機」「バブル」という観念をクローズアップすることにつながらなかった。

すなわち結果的にそこには、きわめて長い認知ラグ、あるいは認知の欠落が生じていたのである。

これに対して、もっぱらインフレ懸念、一般物価上昇の危険で金融引き締め発動に向けた論陣を張った日銀の主張は、まず、まったく効果をもたなかった。ま

⁶ 「世論」とは何であるか、また各メディアはどれだけの強さで、どのような経路でそれに影響するかは、そもそも問題である。ここでは、人々の会話のレベルに通常に現れるまでに観念として普及したものが「世論」だとすれば、それには現代においてはテレビなどのメディアで繰り返し取り上げられ述べられる必要があり、新聞はそこからやや距離があるし、雑誌はさらに距離があると考えざるをえない。それに照らすと、新聞の発信はまったく散発的であり、雑誌も世論形成力はひじょうに弱かった。

た日銀自体のバブルの危険に対する認識も不十分であった。

ここから、次のようにいうことができるであろう。国際協調・内需拡大の観点に立つ金融緩和（金融引き締め反対）論にどう対応すべきだったかという以前に、「資産」「資産価格」「資産価格高騰」「資産投機」「バブル」そしてその崩壊の危険性という観点・認識を、樹立することが第1に必要であった。まず日銀自体がこの観点到留意し、事態を認知すること、ついで外部の説得のためにまず可能性として提示し、さらにできるだけその検証に努めるということが必要であったし、今後同様の事態に直面した場合にも必要であると思われる。

具体的には、諸資産（そのうち土地と株式が重要である）の価格動向、マクロ的な（国民経済計算上の）キャピタルゲインの発生規模、およびできる限り理論価格＝ファンダメンタルズ価格との乖離を測定し、監視し、結果を公表することが必要である（マネーサプライの動きは重要な基礎的指標である）。これらに関連する金融機関行動とバランスシートに関する情報も重要であるから、あわせて同様の観点で扱う。こうした態勢を確立しておくべきである。

この観点からは、中央銀行が担当するのは物価あるいは通貨価値（のみ）であると過度に限定的に解釈するのは不都合である。物価安定は最優先の課題であるが、日本銀行法の「通貨及び金融の調節」「信用秩序の維持」に大規模バブルの回避も含まれると解すべきである。この場合、もちろん資産価格あるいは相対価格の厳密な固定を目標にすべきというのではなく、少なくとも大規模で影響が大きいと見込まれるバブルの予防・抑制を含めたマクロ金融安定に責任をもつべきとする必要がある。政策の分担（割り当て）上、マクロ金融安定に最も（ケースによっては唯一）関わり、関心を有するのが中央銀行であり、したがって責務も帰属すべきだからである。

「中央銀行は行動すれども発言せず」の観念は、この責務のためには適切ではない。（明らかに有害な反応が予想される場合を除き）行動の前に、行動を可能にするために、判断の根拠を極力効果的に主張し説得しなければならない。その際、アメリカでFRB議長の議会証言が重要性をもつように、国会の場の活用が重要になると思われる。そこは、経済政策の総合的な方向性を（「水面下の調整」に委ねるのでなく）オープンに議論し、また国民に情報を伝える場としてふさわしい。

〔補論〕 金融政策の決定要因（有岡 律子）

（１）はじめに

本節の目的は日本銀行が政策金利である短期金利をどのようなマクロ経済の変化に対応して金融政策を通じて誘導しているのか、そして政治的要因が短期金利に影響するのか否かといったことについて分析し、バブル期の金融政策の決定過程について示唆をうることにある。

旧日銀法のもとで金融政策はきわめて政治的圧力が強いもとで行なわれることがしばしば指摘されている。具体的には、80年代後半においてプラザ合意後政策協調に伴う圧力が存在したこと、総選挙前の政治家からの圧力が存在したこと、さらに消費税導入以前に大蔵省からの圧力が存在したことなどが挙げられ、このもとで日本銀行は自由な金融政策がとれなかったことが問題とされる。このような懸念に鑑み、金融政策の決定において政治的要因がどの程度影響を与えるのかを検証することを試みる。

ところで、日本銀行の政策目標として三重野元総裁は日本銀行は通貨価値の安定と金融システムの安定をその基本としていると述べている(三重野康[1995])。通貨価値の安定とは一義的に物価水準の安定が考えられ、さらに為替レートの安定も含まれていると考えられる。ただし、為替レートの安定に関しては黒田[1997]に示されているように、『為替レートは市場の需給により変動するのが当然というのが日銀の公式見解』となっている。しかしながら、1985年のプラザ合意以降、公定歩合変更の際しての政策委員会議長談の内容からみても、為替レートの安定も重要な政策目標であったと考えられる。

そこで、本節は様々な政治経済的要因の変化に対してその政策目標をも考慮に入れつつ、金融政策の政治経済分析のシンプルな実証分析を試みる。

本研究の基礎は Caporale and Grier[1998]である。彼らはアメリカの実質フェデラル・ファンド金利（以下FFレートとする）の決定に大統領やFRB議長、政党の交代等が影響を及ぼすか否かを明らかにするべく、政治的要因のみの推計式及びマクロ指標も組み込んだ推計式で回帰分析を行なっている。本節でも同様に回帰分析を行なっているが、以下の違いが存在する。わが国においては1993年まで政党間による政権の交代がないこと、首相の選出方法も米国大統領のような直接選挙とは異なること等から、政治的要因として選挙ダミー、プラザ合意ダミーを取り入れ、また指導者ダミーとして日銀総裁の出身、大蔵大臣の特性を取り上げている。また、マクロ指標に関してもアメリカとの違いを鑑み、説明変数同士の多重共線性、サンプル数等の問題より、為替、インフレ、景気、株価にのみ着目している。

本節の類似研究としては松浦：竹沢[2000]がある。同研究は公定歩合の引き上

げのケース、引き下げのケース、現状維持の3 ケースにおいてその変更要因について実証分析を行ない、1976 年から 1998 年の長期間においては日本銀行がインフレと景気動向に反応していることを示し、85 年 9 月以降の期間に限定したときは景気、為替、株価に配意している可能性を明らかにしている。日本銀行の政策目標を明らかにする点は、本研究と同じであるが、本研究ではさらに指導者要因、政治的要因を含めて考えている。

(2) 実証分析

Caporale and Grier(1998)において用いられている FF レートに対応する日本銀行の政策金利として有担保コールレートを考える。¹ 日本銀行が重視するマクロ経済指標として、為替、インフレ、景気、株価を取り上げ、これら変数の四半期データをもとに推計を行なう。為替は邦貨建為替レート²の前年同期比の増減率及び前期比の増減率の平均を用いた。インフレは GNP デフレーター³の前年同期比の増減率で代理させ、景気は GNP⁴の前年同期比の増減率を用いた。株価は TOPIX⁵の前期比増減率を用いた。日銀は前期までの情報をもとにコールレートを決定するものと考えることから、各変数の 1 期ラグを説明変数とした。

さらに、指導者要因、政治的要因として、日本銀行総裁ダミー、大蔵大臣ダミー、選挙ダミー、プラザ合意ダミーを考える。まず日本銀行総裁ダミーであるが、Caporale and Grier(1998)においても歴代の FRB 議長のダミー変数が個別に入れられている。しかし、本節においては個別の日本銀行総裁ダミーではなくその出身によってダミー変数の特徴を与えている。計測期間における日本銀行総裁は 5 人であり、大蔵省出身者と日銀プロパー出身者で区別している。具体的には大蔵省出身の日銀総裁の時期は 1、プロパー出身の日銀総裁の時期は 0 とした。つぎに大蔵大臣ダミーであるが、党人派を代表する竹下登氏が大蔵大臣である時期は 1、そうでない時期は 0 とした。日本銀行総裁、大蔵大臣ともにその出身により政策の好みがあるかもしれないことを想定している。選挙ダミーは、選挙への影響を考え政府及び与党が金利引上げには消極的であり、引き下げには柔軟ではないかと想定し、選挙前に特にその傾向が強くと考え、導入した。具体的には総選挙の実施された四半期及びその直前の四半期を 1 とし、それ以外を 0 とした。最後にプラザ合意ダミーであるが、政策協調圧力の影響をみるため、特にプラザ

¹ 現在の政策金利としては無担保コールレートが考えられるが、そのデータが 85 年以前には存在しないので有担保コールレートをを用いる。有担保コールレートと無担保コールレートには高い相関関係が存在しており、無担保コールレートの代理変数として用いる。

² 外国為替相場(東京)直物、中心値、平均、東洋経済調べによった。

³ 平均値、経企庁「国民経済計算年報」によった。

⁴ 経企庁「国民経済計算年報」によった。

⁵ 平均値、東京証券取引所「証券統計年報」によった。

合意を取り上げたものである。1985年の第4四半期及び1986年の第1四半期を1とし、それ以外を0とした。

$$INTCR_t = b_0 + b_1 EXRH_{t-1} + b_2 PD_{t-1} + b_3 GNPD_{t-1} + b_4 STOCD_{t-1} \\ + b_5 DMOF_t + b_6 DTAKE_t + b_7 ELED + b_8 PLAZAD$$

$INTCR_t$: 有担保コールレートの変化、 $EXRH_{t-1}$: 為替レートの増減率（加重平均）

PD_{t-1} : GNPデフレータの増減率、 $GNPD_{t-1}$: GNPの増減率

$STOCD_{t-1}$: TOPIXの増減率、 $DMOF_t$: 総裁ダミー、 $DTAKE_t$: 竹下氏ダミー

$ELED$: 選挙ダミー、 $PLAZAD$: プラザ合意ダミー

上式において予想される符号条件は以下の通りである。円高傾向が続いた場合、日本銀行は短期金利を低めに誘導することが予想されるため、 $b_1 > 0$ となることが期待される。インフレの進行に対しては短期金利を引き上げることが予測され、 $b_2 > 0$ が期待される。景気が拡大するときも金利の引き上げが予測される。このため、 $b_3 > 0$ と考える。株価の低下に対しては負の資産効果に伴う景気減退を恐れ金利引下げを行なうことが予測されることから株価の増減率について $b_4 > 0$ が期待される。また、日銀総裁ダミーについては大蔵省出身者が金融緩和促進的、日銀出身者が金融引締促進的な傾向がある場合、 $b_5 < 0$ が成り立つことになる。⁶ 大蔵大臣ダミーについてはその係数に関する予測は様々な解釈が成り立つので不明とする。総選挙前は選挙への影響を重視する政府及び与党が金利引き下げを好む傾向にあることを予想し、 $b_7 < 0$ と考える。最後にプラザ合意ダミーであるが、プラザ合意で提唱されたドル高是正を実現するため金利を引き上げることが予想され、 $b_8 > 0$ と考える。

計測期間は第1次オイルショックの影響が薄れたと思われる76年第1四半期から有担保コールレートがほとんど変化しなくなる直前の95年第4四半期までとする。

政治要因のみを考えたときの結果は表A-2の通りであり、マクロ経済指標も入れた推計式の結果は表A-3の通りである。政治的要因のみによる推計式の決定係数はいずれも低く、マクロ経済指標のみによる推計式で決定係数は改善、さらにマクロ経済指標及び政治的な要因両方を含める推計式において決定係数は改善する。これは、当然のことであるがマクロ経済指標を判断の中心とするものの、

⁶ 80年代において大蔵省は財政支出の拡大に対して消極的であったため、日銀に対して金融緩和を求める傾向があったと想定される。

政治的な要因の影響も受けつつ金融政策が決定されることを示している。

符号条件であるが、マクロ経済の4指標については期待通り正である。政治的要因については、日銀総裁ダミーが負、プラザダミーは正と期待通りの符合となっているが、選挙ダミーの符号は予想と逆の正となっており、竹下ダミーの符号も正となっている。

続いてt値を基に、各係数の有意性を検討する。竹下ダミーを除いて符号条件が予想されるので片側検定、竹下ダミーについては両側検定を行なう。まずマクロ指標であるが、為替レート及びインフレについてはいずれも1%の水準で有意である。景気についても(6)から(9)で1%の水準、(5)は5%の水準で有意となっている。株価は(5)でみるように有意ではない。ここには示されていないが、(6)から(9)に株価を導入した推計式においてもいずれも有意な結果は得ることができなかった。

為替レートの変化に関して有意であることは、日本銀行による金融政策の政策目標として為替の安定が存在していることを示している。インフレに関して有意であることは日本銀行が最大の政策目標に対してフレキシブルに対応していることが伺われる。景気に対しても有意であることは、インフレと同様フレキシブルに対応していることを示している。株価の増減率に関しては有意ではなく、株価を導入しない推計式に比べて導入した推計式の決定係数は低下している。「資産価格は一応ウォッチングはしていたものの、資産価格を政策目標とはしていなかった」という態度を示唆するものであろう。

続いて指導者要因であるが、総裁ダミーが有意であることは、大蔵省出身の日銀総裁は金融緩和促進的であることを示している。竹下氏ダミーに関しては次のような解釈が成り立つ。竹下登氏は大蔵大臣在任中、一般的には大蔵省の意向にそって行動するといわれているが、結果によれば必ずしもそうではなく、大蔵大臣在任中、金融緩和をチェックする方向で機能していた。ただし、竹下氏が大蔵大臣在職期間中はレーガン政権下で高金利政策が実施されており、その影響もあったともしれない。選挙ダミーについては(7)を除いて10%の水準で有意である。ただし符号は予想とは異なって正となっており、「選挙前に政治家から金利引下げ圧力がかかったため金利を上げにくかった」という解釈は有意な結果として支持されないことになる。最後にプラザダミーであるが、(8)(9)においては1%の水準で有意となっている。政策協調に伴う圧力が金融政策に影響を及ぼす可能性を示している。

(3) 結論

本節の実証分析より、日本銀行の金融政策はその政策目標として物価水準の安定を重視していることが改めて確認された。さらに、マクロ経済指標として景気

及び為替レートを重視していることが示されている。そして、本節の重要な貢献として、金融政策の決定に際して“政治的圧力”の影響を排除できず、日本銀行の独立性が保障されていなかった事を示している。

現在、新日本銀行法において日本銀行の独立性が高められたといわれている。“政治的圧力”を排除し、日本銀行がその政策目標に対し、果敢に金融政策を実施することが可能となるなら、バブルを放任する結果となった金融緩和の偏向は今後多少なりとも改善される可能性があるだろう。

参考文献

(本論)

- 池尾和人(2000)「産業構造の地道な努力こそが必要」、吉川洋・通商産業研究所編集委員会編『マクロ経済政策の課題と争点』、東洋経済新報社
- 石弘光(1991)『土地税制改革～いま、なぜ地価税か』、東洋経済新報社
- 岩田規久男(1993)『金融政策の経済学』、日本経済新聞社
- 植田和男(1989)「わが国の株価水準について」、『日本経済研究』18号、日本経済研究センター
- 大蔵省・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(1993)「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」、『フィナンシャル・レビュー』第30号、大蔵省財政金融研究所
- 翁邦雄(1995)「金融政策目標と中央銀行」、『金融研究』第14巻第3号、日本銀行金融研究所
- 翁邦雄、白川方明、白塚重典(2000)「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」、『Discussion Paper』No.02000-J-11、日本銀行金融研究所
- 小田信之、清水季子(1999)「プルーデンス政策の将来像に関する一考察：銀行システムの効率性・安定性の両立へ向けて」、『金融研究』第18巻第3号、日本銀行金融研究所
- 賀来景英(2000)「さらなる金融緩和は可能か」、吉川洋・通商産業研究所編集委員会編『マクロ経済政策の課題と争点』、東洋経済新報社
- 小宮隆太郎(1988)『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
- 渋谷浩(1991)「動学的均衡価格指数の理論と応用 - 資産価格とインフレーション」、『金融研究』第10巻第4号、日本銀行金融研究所
- 白塚重典(1996)「資産価格の変動と物価指数」、『金融研究』第15巻第5号、日本銀行金融研究所
- 鈴木淑夫(1993)『日本の金融改革』、岩波新書
- 日本銀行(1998)「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
- 日本銀行(2000)「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)」、『金融研究』第19巻第2号、日本銀行金融研究所
- 野口悠紀雄(1989)『土地の経済学』、日本経済新聞社
- 野口悠紀雄(1999)『日本経済再生の戦略』、中央公論社

舟山正克 (1990) 「株と土地に依存した経営のリスク自覚が求められる」、『金融財政事情』1990年4月号、金融財政事情研究会

吉富勝 (1998) 『日本経済の真実』、東洋経済新報社

Alchian, Armen A., and Benjamin Klein, “On a Correct Measure of Inflation”, *Journal of Money, Credit, and Banking* 5(1), 1973, pp.173-191

ITO, Yukiko (1998) ”Japan’s Economic Stagnation in the 1990s ; An Explanation by the Principle of Transition Dynamics”, *JCER, Discussion Paper*, No.55

Keynes J.M (1930) ”A Treatise on Money”, *The Collected Writings of J.M. Keynes Vol (1970)*, MacMillan

Ormerod, Paul (1998) *Butterfly Economics*, Faber and Faber

Rothbard, Murray N.(1963) ”America’s great Depression”, Van Nostland

(補論 I)

岩田規久男[1993]、『金融政策の経済学』日本経済新聞社。

植田和男[1989]、「わが国の株価水準について」『日本経済研究』(日本経済研究センター) No.18。

翁邦雄[1993]、『金融政策』東洋経済新報社。

経済企画庁[1999]、『世界経済白書』1999年版、大蔵省印刷局。

小峰隆夫(編著)[1989]、『株価・地価変動と日本経済 資産インフレの経済学』東洋経済新報社。

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[1993]、「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」『ファイナンシャル・レビュー』(大蔵省財政金融研究所) No.30、11月。

滑川雅士(編著)[1988]、『地価・土地問題の経済学 需要・供給・対策』東洋経済新報社。

西村清彦・三輪芳朗(編)[1990]、『日本の株価・地価 価格形成のメカニズム』東京大学出版会。

野口悠紀雄[1989]、『土地の経済学』日本経済新聞社。

野口悠紀雄[1992]、『バブルの経済学』日本経済新聞社。

原田泰・井上裕行[1991]、『土地・住宅の経済学 土地神話のトリック』日本評論社。

宮尾尊弘[1989]、『ストック経済の時代 豊かさ獲得への処方箋』日本経済新聞社。

若杉敬明・紺谷典子・丸淳子・米沢康博他[1988]、『日本の株価水準研究グループ報告書』日本証券経済研究所。

Bernanke, Ben, and Mark Gertler, "Monetary Policy and Asset Price Volatility",
Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, 4th Quarter, 1999.

(補論 II)

浅子和美・加納悟「日本の財政金融政策の政策目標と制御可能性：1968-1986」
フィナンシャル・レビュー vol.9、43-81

黒田晃生 『金融改革への指針』 東洋経済新報社 1997年

松浦克己・竹澤康子「日銀の公定歩合変更政策について」

松浦克己、吉野直行、米澤康博編著『変革期の金融資本市場』 第11章
日本評論社 2000年

三重野康 『日本経済と中央銀行』 東洋経済新報社 1995年

Alan, Blinder. *Central Banking in Theory and Practice* The MIT Press 1998

Cargill, Thomas F., Hutchuson, Micael. and Takatoshi Ito *The Political Economy of
Japanese Monetary Policy* The MIT Press 1997

Caporale, Tony, and Grier, Kevin. "A Political Model of Monetary Policy with
Application to The Real Fed Funds Rate" *The Journal of Law and Economics*
October 1998 :409-428

Clarida, Richard, Jordi Gali, and Mark Gertler. "Monetary Policy Rules and
Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory" *The Quarterly Journal of
Economics* February 2000: 147-180

表1 資産価格、物価の上昇率

(単位：%)

暦年	6大都市地価	株価	卸売物価	消費者物価	実質GDP	金利(公定歩合)
1975-79	5.3	11.7	3.2	7.4	4.4	5.6
1980-84	6.5	11.0	3.1	3.9	3.1	6.1
1985-89	24.4	26.4	-1.5	1.1	4.5	3.4
85	14.3	18.8	-0.8	2.0	4.4	5.0
86	25.8	30.5	-4.7	0.7	2.9	3.7
87	28.0	41.4	-3.2	0.1	4.2	2.6
88	24.4	16.5	-0.5	0.7	6.2	2.5
89	30.0	26.0	1.9	2.3	4.8	3.1

資料： 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「経済統計月報」、東京証券取引所「東証統計月報」、日本不動産研究所「全国市街地価指数」

備考： 1. 金利（公定歩合）は水準、他は上昇率（年率）。
2. 地価は10月末のデータを使用した。

表2 金融関係指標

暦年	M2+CD	マ-シ ャルのk	国債利回り	コールレート	全国銀行貸出 (残高)	3業種貸出 (残高)	エクイティ・ファイナンス	
							国内+海外	国内
1975-79	12.6	7.9	7.5	6.7	8.9	12.8	13.6	8.3
1980-84	8.5	8.7	8.0	7.6	9.6	16.0	10.4	3.9
1985-89	9.7	10.0	5.4	4.7	9.1	16.1	39.3	40.6
85	6.6	9.2	6.6	6.5	9.9	16.7	27.4	11.5
86	4.7	9.6	5.5	4.8	8.8	22.5	21.8	28.7
87	4.3	10.1	4.9	3.5	9.9	17.6	72.2	109.8
88	6.9	10.5	5.0	3.6	7.4	11.1	22.0	34.3
89	7.0	10.8	5.0	4.9	9.6	13.1	61.1	36.0

資料：日本銀行「経済統計月報」、東京証券取引所「証券統計年報」

- 備考：1. 銀行貸出、3業種貸出は77年から。
 2. 貸出は年末残高のデータを用いて作成した
 3. M2+CD、全国銀行貸出、同3業種貸出、エクイティ・ファイナンスは増加率、他は水準。
 4. エクイティ・ファイナンスは株式、ワラント債、転換社債、普通社債の合計。

表3 グレンジャーテスト(1978：2-1999：3、4期ラグ、F値)

	GDP90	CPI	WPI	M2CD	M1	N255	LAND6	CALL	BOND	FREX	LOAN	
先行変数	GDP90		2.274	2.336	1.259	1.421	0.824	0.417	1.516	1.385	0.345	0.165
	CPI	0.418		2.844	1.740	8.553	0.778	0.242	1.126	0.492	0.511	0.779
	WPI	0.223	10.620			6.542	0.264	0.415	4.347	1.666	0.356	0.814
	M2CD	3.106	2.892	1.363		0.740	0.824	1.199	2.702	0.84378	0.969	1.135
	M1	0.342	2.156	3.082	0.536		1.002	0.798	0.872	0.356	1.477	0.297
	N255	1.130	0.258	0.875	4.314	0.347		2.915	0.407	0.621	1.241	1.829
	LAND6	1.637	0.919	1.037	5.710	0.534	7.934		1.845	4.425	0.229	2.260
	CALL	0.840	4.520	0.074	2.116	5.187	1.450	0.846		2.490	0.409	2.187
	BOND	0.446	2.140	0.839	3.335	3.441	2.118	1.047	0.498		0.625	0.943
	FREX	0.986	2.952	2.011	2.367	3.356	2.255	1.411	2.275	3.759		0.724
	LOAN	3.761	0.816	0.610	4.983	0.886	1.858	1.597	2.440	1.050	0.142	



99%
95%
90%

変数： GDP90：実質 GDP
CPI：消費者物価指数
WPI：卸売物価指数
M2CD：M2 + CD
M1：M1
N255：日経平均株価（225種）

LAND6：6大都市市街地価指数
CALL：コールレート（担保翌日物）
BOND：利付け金融債（5年）
FREX：為替レート
LOAN：3業種向貸出

出所： 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「経済統計月報」、東京証券取引所「東証統計月報」、日本不動産研究所「全国市街地価指数」

- 備考： 1. 3業種向け貸出は建設業、金融・保険業、不動産業の合計。当座貸越の断層は92年第2四半期の比率で接続。
2. 地価指数の第2四半期と第4四半期は対数の平均。
3. 実質GDP、3業種向け貸出は季節調整をかけた。

表4 グレンジャーテスト(1978：2-1999：3、4期ラグ、F値)

	GDP90	CPI	WPI	M2CD	M1	N255	LAND6	CALL	BOND	FREX	LOAN
GDP90		1.374	0.621	0.578	0.679	1.222	0.432	0.829	1.489	0.305	2.460
CPI	5.459		1.313	2.086	2.964	0.865	0.752	1.997	1.547	0.645	1.220
WPI	2.455	4.029		0.285	3.489	0.604	0.693	1.038	1.115	0.637	1.559
M2CD	4.795	2.909	0.801		0.681	1.486	0.946	0.318	0.773	0.704	0.924
M1	0.538	1.287	1.882	1.280		0.803	0.605	1.494	0.333	3.051	1.110
N255	1.916	0.857	0.856	6.623	0.394		1.690	0.249	1.069	1.880	2.171
LAND6	5.980	0.583	1.315	6.784	0.293	3.892		0.209	3.711	0.276	3.711
CALL	1.537	1.955	0.764	1.072	0.502	1.277	1.164		2.197	0.237	1.046
BOND	0.612	2.682	0.800	2.925	0.334	3.328	1.131	1.090		0.541	2.096
FREX	0.260	2.640	1.257	2.464	3.033	2.045	0.906	1.556	1.685		0.550
LOAN	4.901	0.545	1.007	5.116	0.399	2.434	1.151	1.226	0.580	0.625	



99%
95%
90%

変数： GDP90：実質 GDP
CPI：消費者物価指数
WPI：卸売物価指数
M2CD：M2 + CD
M1：M1
N255：日経平均株価（225種）

LAND6：6大都市市街地価指数
CALL：コールレート（担保翌日物）
BOND：利付け金融債（5年）
FREX：為替レート
LOAN：3業種向貸出

出所： 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「経済統計月報」、東京証券取引所「東証統計月報」、日本不動産研究所「全国市街地価指数」

- 備考： 1. 3業種向け貸出は建設業、金融・保険業、不動産業の合計。当座貸越の断層は92年第2四半期の比率で接続。
2. 地価指数の第2四半期と第4四半期は対数の平均。
3. 実質GDP、3業種向け貸出は季節調整をかけた。

表5 グレンジャーテスト(1978：2-1999：3、4期ラグ、F値)

	GDP90	CPI	WPI	M2CD	M1	N255	LAND6	CALL	BOND	FREX	
先行変数	GDP90		3.491	4.518	1.276	1.541	0.369	2.841	2.580	1.425	0.747
	CPI	0.237		4.976	2.760	2.634	1.151	4.204	2.551	1.424	0.462
	WPI	1.491	25.677		3.763	2.480	1.398	7.456	3.722	2.329	0.905
	M2CD	2.501	6.923	4.089		2.412	1.434	1.962	5.583	1.209	0.624
	M1	0.217	6.227	4.556	0.914		1.545	0.969	3.392	0.814	0.634
	N255	3.313	2.906	3.635	3.584	1.307		1.368	1.937	0.715	1.799
	LAND6	2.646	3.532	2.565	4.408	1.728	14.151		4.473	4.774	0.346
	CALL	1.107	3.268	0.883	4.537	4.163	1.669	1.756		3.681	0.127
	BOND	0.265	0.775	0.398	3.022	2.557	2.707	0.550	0.402		0.652
	FREX	0.724	1.727	1.118	2.279	1.587	2.715	2.160	1.493	4.160	



99%
95%
90%

変数： GDP90：実質 GDP
CPI：消費者物価指数
WPI：卸売物価指数
M2CD：M2 + CD
M1：M1

N255：日経平均株価（225種）
LAND6：6大都市市街地価指数
CALL：コールレート（担保翌日物）
BOND：利付け金融債（5年）
FREX：為替レート

出所： 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「経済統計月報」、東京証券取引所「東証統計月報」、日本不動産研究所「全国市街地価指数」

- 備考： 1. 3業種向け貸出は建設業、金融・保険業、不動産業の合計。当座貸越の断層は92年第2四半期の比率で接続。
2. 地価指数の第2四半期と第4四半期は対数の平均。
3. 実質GDP、3業種向け貸出は季節調整をかけた。

表6 3業種向け貸出

	定数項			国債金利預金金利			貸出金利預金金利			地価			タイムトレンド			地価ダミー		
	係数	値	p値	係数	値	p値	係数	値	p値	係数	値	p値	係数	値	p値	係数	値	p値
87:1	0.027	6.283	[.000]	-0.006	-1.123	[.261]	0.010	2.198	[.028]	0.205	4.285	[.000]	-0.001	-5.882	[.000]	-0.219	-1.675	[.094]
87:2	0.026	6.039	[.000]	-0.004	-0.782	[.434]	0.008	1.621	[.105]	0.403	3.229	[.001]	-0.001	-4.990	[.000]	-0.145	-1.517	[.129]
87:3	0.026	6.483	[.000]	-0.005	-0.838	[.402]	0.008	1.706	[.088]	0.319	3.579	[.000]	-0.001	-5.355	[.000]	-0.153	-1.714	[.086]
87:4	0.026	6.482	[.000]	-0.004	-0.803	[.422]	0.007	1.603	[.109]	0.321	3.893	[.000]	-0.001	-5.249	[.000]	-0.143	-1.531	[.126]
88:1	0.026	6.377	[.000]	-0.004	-0.750	[.453]	0.007	1.514	[.130]	0.312	3.693	[.000]	-0.001	-5.033	[.000]	-0.125	-1.210	[.226]
88:2	0.026	6.124	[.000]	-0.004	-0.762	[.446]	0.008	1.499	[.134]	0.295	3.291	[.001]	-0.001	-4.758	[.000]	-0.094	-0.874	[.382]
88:3	0.026	5.911	[.000]	-0.005	-0.884	[.377]	0.008	1.650	[.099]	0.270	2.994	[.003]	-0.001	-4.706	[.000]	-0.016	-0.139	[.890]
88:4	0.027	5.775	[.000]	-0.006	-1.071	[.284]	0.010	1.924	[.054]	0.215	2.331	[.020]	-0.001	-4.814	[.000]	0.081	0.644	[.520]
88:5	0.028	5.774	[.000]	-0.007	-1.219	[.223]	0.012	2.203	[.028]	0.154	1.622	[.105]	-0.001	-5.001	[.000]	0.120	0.905	[.365]
89:1	0.029	5.866	[.000]	-0.008	-1.295	[.195]	0.013	2.334	[.020]	0.134	1.443	[.149]	-0.001	-5.178	[.000]	0.206	1.430	[.153]
89:2	0.031	6.094	[.000]	-0.008	-1.381	[.167]	0.014	2.543	[.011]	0.092	1.010	[.312]	-0.001	-5.503	[.000]	0.260	1.348	[.178]
89:3	0.033	5.617	[.000]	-0.008	-1.366	[.172]	0.014	2.508	[.012]	0.074	0.703	[.482]	-0.001	-5.256	[.000]	0.192	0.766	[.444]
89:4	0.032	4.497	[.000]	-0.008	-1.237	[.216]	0.013	2.136	[.033]	0.117	0.961	[.337]	-0.001	-4.627	[.000]	-0.176	-0.605	[.545]
90:1	0.023	2.812	[.005]	-0.005	-0.787	[.431]	0.009	1.434	[.152]	0.284	2.101	[.036]	-0.001	-3.434	[.001]	-0.301	-0.953	[.341]
90:2	0.019	2.112	[.035]	-0.004	-0.660	[.509]	0.008	1.376	[.169]	0.341	2.309	[.021]	-0.001	-3.130	[.002]	-0.305	-1.020	[.308]
90:3	0.019	2.299	[.022]	-0.004	-0.608	[.543]	0.007	1.262	[.207]	0.341	2.455	[.014]	-0.001	-3.159	[.002]	-0.362	-1.285	[.199]
90:4	0.018	2.397	[.017]	-0.003	-0.462	[.644]	0.006	1.054	[.292]	0.363	2.817	[.005]	-0.001	-3.139	[.002]	-0.427	-1.904	[.057]
91:1	0.018	2.928	[.003]	-0.002	-0.295	[.768]	0.004	0.801	[.423]	0.379	3.722	[.000]	-0.001	-3.354	[.001]	-0.307	-1.384	[.166]
91:2	0.021	3.731	[.000]	-0.003	-0.558	[.577]	0.006	1.044	[.296]	0.323	3.396	[.001]	-0.001	-3.810	[.000]	-0.250	-1.149	[.251]
91:3	0.023	4.268	[.000]	-0.006	-1.099	[.272]	0.008	1.492	[.136]	0.289	3.396	[.001]	-0.001	-4.145	[.000]	-0.343	-1.600	[.110]
91:4	0.023	4.518	[.000]	-0.008	-1.333	[.182]	0.008	1.507	[.132]	0.296	3.976	[.000]	-0.001	-4.365	[.000]	-0.266	-1.290	[.197]
92:1	0.024	5.245	[.000]	-0.008	-1.400	[.161]	0.009	1.830	[.067]	0.262	4.021	[.000]	-0.001	-5.108	[.000]	-0.257	-1.167	[.243]
92:2	0.025	5.349	[.000]	-0.010	-1.494	[.135]	0.010	2.066	[.039]	0.251	4.044	[.000]	-0.001	-5.413	[.000]	-0.137	-0.568	[.570]
92:3	0.026	5.766	[.000]	-0.009	-1.270	[.204]	0.011	2.215	[.027]	0.224	3.885	[.000]	-0.001	-5.778	[.000]	-0.124	-0.576	[.565]
92:4	0.026	5.933	[.000]	-0.009	-1.334	[.182]	0.011	2.317	[.021]	0.219	4.146	[.000]	-0.001	-5.697	[.000]			

備考： 1. 推定式は $\log_3 \text{業種貸出} = \text{定数} + (\text{国債金利} - \text{預金金利}) + (\text{貸出金利} - \text{預金金利}) + (\quad + \quad) \log \text{地価指数} + \quad \cdot \text{タイムトレンド}$
は切れ目となる年ダミー

2. 3業種向け貸出と、地価については対数階差をとった。
3. 推計は誤差項に1階の自己相関を仮定した操作変数法を用いた。
4. データは86年第1期から99年第3期の四半期データを使用した。

表7 資産価格と物価の上昇率間の時差相関

	卸売物価	消費者物価
地価(同期)	0.052	0.037
" (1期前)	0.120	0.090
" (2期前)	0.214	0.165
" (3期前)	0.283	0.240
" (4期前)	0.344	0.310
株価(同期)	-0.047	-0.074
" (1期前)	-0.007	-0.017
" (2期前)	0.073	0.049
" (3期前)	0.103	0.026
" (4期前)	0.272	0.191

出所： 日本銀行「経済統計月報」、東京証券取引所「東証統計月報」、
日本不動産研究所「全国市街地価指数」

備考： 推計期間は1967年第1四半期から1999年第3四半期。

表8 物価動向と関係指標

(単位：%)

暦年	卸売物価	消費者物価	就業者1人当たり GDP上昇率	製造業稼働率指 数	為替レ ート	輸入数量指 数上昇率	売上高経常利 益率
1975-79	3.2	7.4	3.48	102.1	258.3	3.0	2.25
1980-84	3.1	3.9	2.02	106.4	234.3	1.2	2.45
1985-89	-1.5	1.1	3.22	108.9	163.6	9.5	3.02
85	-0.8	2.0	3.61	110.0	238.5	4.7	2.54
86	-4.7	0.7	2.11	105.0	168.5	7.3	2.49
87	-3.2	0.1	3.10	105.0	144.6	12.0	2.96
88	-0.5	0.7	4.50	111.1	128.2	15.9	3.40

出所： 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「経済統計月報」、
東京証券取引所「東証統計月報」、日本不動産研究所「全国市街地価指数」

備考： 1. 金利（公定歩合）は水準、他は上昇率（年率）。
2. 地価は10月末のデータを使用した。

表 A-1 バブル期金融政策年表

1985年	
9.25	G5 / プラザ合意
10.15	経済対策閣僚会議、内需拡大対策（住宅建設・都市開発促進等）決定。
1986年	
1.30	公定歩合下げ：5.0 → 4.5% [内需拡大促進、対外不均衡是正]
3.7	米、公定歩合下げ：7.5 → 7.0%
3.10	公定歩合下げ：4.5 → 4.0% [為替激変回避、内需拡大、対外不均衡是正]
4.2	澄田日銀総裁、記者会見「株価・地価の上昇を注意深く見守る」
4.16	大蔵省、金融機関の土地関連融資について通達
4.21	米、公定歩合下げ：7.0 → 6.5%
4.21	公定歩合下げ：4.0 → 3.5% [円相場の安定、内需拡大、対外不均衡是正]
7.11	米、公定歩合下げ：6.5 → 6.0%
8.21	米、公定歩合下げ：6.0 → 5.5%
11.1	公定歩合下げ：3.5 → 3.0% [景気の停滞感の強まり]
12.19	大蔵省、土地関連融資を慎重に扱うよう各金融団体に通達
1987年	
2.22	ルーブル合意
2.23	公定歩合下げ：3.0 → 2.5% [円高のデフレ効果、為替の安定]
5.29	緊急経済対策
9.4	米、公定歩合上げ：5.5 → 6.0%
10.19	大蔵省、土地関連融資の厳正化について通達
10.19	ブラックマンデー（NY株式暴落）
11.11	土地対策閣僚会議発足 [多極分散型国土、住宅地供給対策]
12.4	西独、公定歩合下げ：3.0 → 2.5%
12.23	G7、共同声明 [これ以上のドル下落を望まない]
1988年	
1.13	日米首脳会談 [インフレなき持続的成長と貿易不均衡是正]
4.13	G7、共同声明 [為替安定のため緊密に協調]
5.27	経済運営5カ年計画、閣議決定 [国際協調、内需拡大]
6.19	サミット [政策協調の維持強化]
6.28	総合土地対策要綱、閣議決定
7.1	西独、公定歩合上げ：2.5 → 3.0%
7.11	BIS、自己資本比率規制を決定
8.9	米、公定歩合上げ：6.0 → 6.5%
8.26	西独、公定歩合上げ：3.0 → 3.5%
11.1	新金融調節方式導入
12.7	株価3万円台乗せ
1989年	
2.24	西独、公定歩合上げ：3.5 → 4.0%
2.24	米、公定歩合上げ：6.5 → 7.0%
4.1	消費税導入
5.31	公定歩合上げ：2.5 → 3.25%
9.4	日米構造協議開始
10.11	公定歩合上げ：3.25 → 3.75%
12.22	土地基本法施行
12.25	公定歩合上げ：3.75 → 4.25%
12.29	株価最高値、38915円
1990年	
3.20	公定歩合上げ：4.25 → 5.25%
3.27	大蔵省、土地関連融資の総量規制を示達
6.28	日米構造協議最終報告
8.30	公定歩合上げ：5.25 → 6.0%
10.1	株価2万円割れ
12.19	米、公定歩合下げ：7.0 → 6.5%
1991年	
1.25	総合土地政策推進要綱、閣議決定
5.2	地価税法公布（施行1992.1.1）
7.1	公定歩合下げ：6.0 → 5.5%
10.16	預金準備率引き下げ
10.22	経企庁、8月に「いざなぎ景気」に並んだと宣言
10.28	東邦相銀・伊予銀合併につき預金保険機構出動（贈与）を決定

表 A-2 (計測期間 1976:1 - 1995:4)

	(1)	(2)	(3)	(4)
定数項 (b_0)	0.058*** (15.94)	0.057*** (15.48)	0.059*** (15.98)	0.058*** (15.56)
総裁ダミー (b_5)	- 0.013*** (- 2.79)	- 0.013*** (- 2.85)	- 0.014*** (- 2.93)	- 0.014*** (- 3.03)
大蔵大臣 (竹下) ダミー (b_6)	0.014** (2.41)	0.012** (2.02)	0.013** (2.24)	0.011* (1.80)
選挙ダミー (b_7)	-	0.008* (1.34)	-	0.009* (1.47)
プラザダミー (b_8)	-	-	0.016 (1.02)	0.018 (1.19)
修正済み決定係数	0.151	0.159	0.151	0.164

*** : 1%水準で有意、** : 5%水準で有意、* : 10%水準で有意

() 内は t 値

表 A-3 (計測期間 1976:1 - 1995:4)

	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
定数項	0.039*** (8.94)	0.035*** (9.50)	0.034*** (9.26)	0.036*** (9.97)	0.035*** (9.77)
為替レート (b_1)	0.131*** (5.48)	0.066*** (3.09)	0.063*** (2.96)	0.072*** (2.96)	0.069*** (2.96)
インフレ (b_2)	0.456*** (5.57)	0.486*** (7.32)	0.477*** (7.16)	0.497*** (7.70)	0.486*** (7.16)
景気 (b_3)	0.211** (1.98)	0.463*** (4.69)	0.474*** (4.81)	0.442*** (4.61)	0.454*** (4.77)
株価 (b_4)	0.000 (0.01)				
総裁ダミー (b_5)	-	- 0.019*** (- 5.48)	- 0.020*** (- 5.60)	- 0.020*** (- 5.84)	- 0.021*** (- 6.02)
大蔵大臣 (竹下) ダミー (b_6)	-	0.011*** (2.95)	0.010** (2.58)	0.010** (2.65)	0.008** (2.21)
選挙ダミー (b_7)	-	-	0.005 (1.26)		0.006* (1.54)
プラザダミー (b_8)	-	-		0.022*** (2.42)	0.024*** (2.57)
修正済み決定係数	0.499	0.677	0.679	0.697	0.702

*** : 1%水準で有意、** : 5%水準で有意、* : 10%水準で有意

()内はt値