

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)の様相

1. ワークショップの概要

日本銀行金融研究所では、2000年1月25日、「低インフレ下での金融政策の役割」と題するワークショップを開催した。本ワークショップは、本年7月に行われる金融研究所主催の国際コンファレンスの準備の一環であり、これに向けた2本の未定稿と、今回のワークショップのために作成された論文1本をもとに議論を行った¹。討議の内容は、1980年代後半から現在に至るまでの金融政策の対応を点検し、今後の政策運営の教訓とは何か、また、今後の金融政策運営の制約条件となる可能性がある政府債務の累増と財政規律の問題について、歴史的・理論的観点から議論を行ったとき、何が言えるのか、というものである。ワークショップの概要は以下のプログラムのとおり(参加者 ラウンドテーブル着席者 リストは別紙参照)。

プログラム

- ・ 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」
報告者：白川方明(金融市場局審議役)
討論者：吉富 勝(アジア開発銀行研究所長)、北坂真一(神戸大学助教授)
- ・ 第2セッション「90年代における日本経済の景気低迷：その背景と政策対応」
報告者：森 成城(金融研究所副調査役)
討論者：吉川 洋(東京大学教授)、小川一夫(大阪大学教授)
- ・ 第3セッション「財政赤字とインフレーション - 財政規律確保のための理論的整理 - 」
報告者：藤木 裕(金融研究所兼金融市場局調査役)
討論者：井堀利宏(東京大学教授)、岩本康志(京都大学助教授)

¹ 各論文は、ワークショップでの議論を踏まえて改訂が行われ、以下のようなかたちで公表。

第1セッション：「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」(翁 邦雄・白川方明・白塚重典、IMES Discussion Paper No.2000-J-11)。第2セッション：「日本におけるバブル崩壊後の調整に対する政策対応：中間報告」(白塚重典・田口博雄・森 成城、IMES Discussion Paper No.2000-J-12)。第3セッション：「財政赤字とインフレーション - 歴史的・理論的整理 - 」(本号所収)。

なお、第1、2セッション報告論文は本年7月開催予定の国際コンファレンスに、それぞれバックグラウンド論文、導入報告論文として提出される予定。

・第4セッション：自由討論

リードオフ・スピーチ：翁 邦雄（金融研究所長）

以下では、セッションごとの論文報告、指定討論者のコメント、リジョインダー、一般討論の概要を紹介する（各参加者の肩書等はワークショップ開催時点のものであり、文中では敬称を省略している）。

2．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」

（1）論文報告 白川（金融市場局審議役）

白川は、1980年代後半以降のバブルの生成・拡大と崩壊の時期を分析的に総括した提出論文「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」の概要を以下のように報告した。

バブルについて、包括的な分析的総括を出したいという願望をかねて抱いていたが、それがなかなかできなかった最大の理由は問題が難しいことに尽きる。これは、単に分析的な意味で難しい（バブルの一般理論は存在しない）というだけではない。第1にバブル崩壊後の調整は完全に終わったとはいえない。さらに、後知恵ではない、リアル・タイムでの教訓をどう引き出すかはきわめて難しい。現在の米国をみると、とりわけその感が深い。バブル期には必ず、「ニュー・エコノミー」を示唆する新しい概念が登場する。米国のグリーンズパンFRB議長は、株価がダウ平均で6,000ドル台まで上昇した1996年12月に、株価がirrational exuberance（根拠なき熱狂）によって上昇していると警告を発した²が、現在の株価はその当時の2倍に近い水準にあり、金利引上げにもかかわらず株価は上昇している。後世の評価が、「十分な金利引上げをしなかったからバブルが起きた」ということになるか、「経済の発展を支えた」ということになるかは現時点ではわからない。

本稿の最終的な目的は今後の金融政策運営の教訓を引き出すことにあるが、単に「マネーサプライの高い伸びに着目すべきだった」、「資産価格の上昇に着目すべきだった」、「為替レートを重視したのが良くなかった」等の反省・教訓を事後的に引き出すだけでは、率直に言って将来に向かってあまり役に立たないように思う。少なくとも、日銀はいずれも当時そうした懸念自体は有していたが、そうした懸念を表明するだけでは政策変更の決定的な説得材料にはならなかった。こう述べたからと言って、われわれの論文は金融政策の責任を否定しているわけではない。長期にわたる金融緩和はバブル発生の必要条件であった。そのことを認

2 1996年12月5日にAmerican Enterprise Institute for Public Policy Researchにおいて行われた講演。

めたうえで、バブル生成期の各時点での政策運営責任と後知恵ではない有用な教訓を引き出せれば、と考えた。

本稿の内容を少し説明したい。本稿では、第2章で、バブルが資産価格の上昇、経済活動の拡大、信用の膨張が同時に起こることを主張し、バブルの大きさは正確には測れないが、日本のバブルはおそらく、世界の歴史の中でも未曾有の大きさであったとの推測を示している。

第3章では、バブルの発生・拡大・崩壊のメカニズムを扱い、金融緩和、税制、金融機関行動、規律づけのメカニズム、日本全体としての自信などさまざまな要因が相互に影響し合っ期待の強化が生じたことを強調している。要因間の因果関係は輻輳しており、しばしば双方向的である。例えば、マネーサプライと地価の関係を見ると、初期は前者から後者の動きがあったとしても、担保価値の増加を通じる金融機関の与信姿勢の積極化を考えれば、後者から前者の因果関係も、ある段階からは無視できなくなる。また、金融機関の収益率低下、大企業の銀行離れ、漸進的自由化などの多様な要因とともに、金融機関を規律づけるメカニズムの弱さも、金融機関行動の積極化に影響があったと考えている。

第4章(金融政策とバブルの関係)、第5章(金融引締めはなぜ遅れたか)を通じて、著者たちが抱いていた問題意識は以下に説明するようなものである。

問題意識1：金融政策の運営いかんでバブルは防げたか

バブルは日本だけでなく、各国でほぼ同時に起きている。このことは何らかの共通の要因の存在を示唆している。また、金融緩和についてみると、現在はゼロ金利政策が採られているが、バブルが起こる気配はない。これらの点に鑑みると、金融政策は必要条件であっても十分条件ではないように思われる。もちろん、バブルを潰すという点のみに金融政策の目的を絞れば当然に達成できるだろうが、そうした政策が現実の意味があるとは思われない。

問題意識2：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

バブル期の金融政策について振り返ると、1986年夏の「乾いた薪」の議論のように、日本銀行はかなり早い段階から懸念自体は表明していた。また、政策運営においても、ブラックマンデーで頓挫したが1987年夏からは短期市場金利の高目誘導を開始していた。後から振り返ると、1988年の夏以降の金融政策が大きな影響を及ぼしたように思う。この時期に低金利の永続期待が醸成され、投資、金融行動の両面で積極的な動きが起きてしまった。この点から判断すると、マネーサプライの増加率が高すぎたというよりも、低金利が永続的に続くとの期待が形成されたことが問題であったと考えられるのではないか。

問題意識3：早期の金融引締めはバブルの規模を抑制できたか

1989年5月以降も、再三にわたる金利引上げにもかかわらず、バブルは拡大し、

株価は1989年末まで上昇、地価は1990年、景気は1991年初まで拡大した。最近の米国のように、早期の金利引上げがインフレ圧力を軽減すると、さらに期待が強化し、バブルが拡大することも十分考えられる。私自身は、早期の引締めは多少バブルの規模を抑制できたようにも思うが、その点を強く主張する自信はない。いずれにせよ、早期引締めの主たる効果はバブル崩壊の時期を早めることを通じて、バブル崩壊後の悪影響を小さくすることにあるように思うが、どうだろうか。

問題意識4：早期の金融引締めの論拠として「インフレ懸念」は妥当であったか
妥当でなかったとすれば、どのような論拠が考えられるか

バブル期の物価情勢の評価については、年率4%を超える消費者物価上昇から「最終的に物価は上昇した」と判断するか、「物価安定の範囲内」とみるか、バブル崩壊期のデフレ懸念発生に鑑みると、かなり長い期間では持続的な物価安定は損なわれた、とみるかの3とおりの立場があるように思う。自分としては、に共感するが、上記いずれの立場に立つべきだろうか。

問題意識5：日銀はなぜ、早期の金融引締めができなかったのか

この点については、バブルという現象が起こり得ること、バブルの最大の弊害はバブルが崩壊する点にあること、バブルの崩壊が引き起こす経済的問題がきわめて深刻なものであること、の認識が弱く、したがって世の中に対し十分納得のいく説明ができなかったことに原因が求められると思う。そうだとすると、教訓は以下になるのではないか。

予防的金融政策を通じて持続的な物価安定を確保することの重要性。

マクロ的なリスク把握の重要性。絶対的な方法論は存在しないが、需給ギャップ、マネー・信用、資産価格、金融機関行動、リスクの相互作用の点検はとくに重要である。

政策思想への働きかけ。持続的な物価安定を脅かす危険がある政策思想に対し、日本銀行は積極的に発言する必要がある。

(2) 指定討論者 吉富・アジア開発銀行研究所長のコメント³

吉富は、金融政策の教訓という視点からバブル期を振り返った場合に、マネーサプライの増加が資産インフレを招いたのかどうかを検討することが重要であるとの持論を中心に以下のようにコメントした。

マネーサプライと資産インフレの関連を分析する際には、株価上昇と地価上昇の原因を同一視してよいのか、マネーサプライの増大が一般物価の上昇に結びつかなかったのはなぜか、マネーサプライと資産インフレとの量的関係は

³ バブル発生メカニズムとマネーサプライの動向について、吉富は、今回のワークショップでの主張は吉富勝『日本経済の真実 通説を超えて』(東洋経済新報社、1998年)の第2章を踏襲しているとした。

説明可能かについて分析を行うことが肝要である。

まず、第1の論点のうち、株価については、割引率、期待成長率、投資期間等の比較的小さな変動によって、株価収益率(PER)の大幅な変動が生じることを念頭におくと、バブル期に、日本的経営手法への信頼、技術水準に対する自信が広がり、日本経済が永続的に拡大するとの期待が高まった結果、期待成長率の上昇、投資期間の長期化がもたらされ、低金利持続についての期待と相まって、高い株価収益率が維持され、株価が大幅に上昇したと考えることができる。

一方、地価の大幅な上昇については、企業行動をサポートする銀行行動の変化にその原因を求めることができる。業種別貸出動向をみると、ゼネコン、不動産、ノンバンク向けに限れば1984年の段階できわめて高い伸びを示し、特定業種に対する「集中」が生じていた。これは、白川が指摘したバブル期に特徴的な銀行行動の変化を反映したものであり、その原因は、企業の資金ポジションの好転、資本市場の自由化、預金金利自由化に伴う銀行のフランチャイズ・バリューの低下にあると考えることができるだろう。

つぎに、第2の論点について、バブル期のマネーサプライの増大は、金融資産の資産効果による通貨需要の増加により説明できる。すなわち、マネーサプライの増大が資産価格の騰貴を引き起こしたのではなく、むしろ、マネーサプライの増大は、資産価格の上昇による通貨需要の増加によって生じた結果である。実際、標準的な通貨需要関数から推計される通貨需要と比較すると、バブル期にはGDP比率で年率2.8%程度、マネーが超過供給されていたこととなるが、この分は、(標準的な通貨需要関数には反映していない)資産価格上昇による通貨需要の増加に吸収されたために、一般物価の上昇率が加速しなかったと考えることが可能である。

以上の分析をもとに考えると、金融政策がバブルの生成に主導的な役割を果たしたとはいえないし、金融政策が期待形成に働きかける経路は直接的でないため、直接バブルを防ぐことはできないと結論づけることができる。株価バブルのハードランディングが实体经济に悪影響を及ぼす場合には、ケインズの政策の発動によりその影響を軽微にとどめるべきである一方、土地バブルに対しては何らかの不動産融資規制等のミクロ的規制の導入が有効である。また、現在プルーデンス政策を遂行するうえで基本的ツールとなっているVaRに基づく金融機関のリスク管理手法や、自己資本比率規制は、景気変動と同調的(pro-cyclical)な性格を有しているため、こうしたツールに依拠してプルーデンス政策を行う限界にも配慮すべきではないだろうか。

(3) 指定討論者 北坂(神戸大学助教授)のコメント

北坂は、バブル期の経験から、金融政策運営の教訓を引き出すとの率直な問題設定や、予防的金融政策運営の必要性といった結論自体については賛意を示したが、結論に至るまでの論理構成が明確でないとの視点から以下の3点を指摘した。

まず第1に、バブル経済を、資産価格の急激な上昇、経済活動の過熱、マネーサプライや信用の膨張で特徴づけてしまっただけでは、将来同様の経済環境が再現した際に、これを収束に向かわせるように中央銀行が政策を発動しようとしても、国民の支持を得ることは難しい。こうした局面では、必ず、「ニュー・エコノミー」論に類似した議論が登場するため、むしろ、資産価格でみればファンダメンタルズからの乖離、実体経済でみれば潜在成長力を上回る強い需要という概念で、バブル経済を特徴づける方が、政策対応とより直結するのではないだろうか。

第2に、報告論文では、国際的な政策協調、円高阻止、内需拡大による経常黒字の縮小、の3つを「政策思想」と述べているが、政策の背後にある経済思想そのものではなく、政策手段の選択の問題を論じているにすぎないと考えられる。バブル経済の危険性（インフレ懸念）を日本銀行は認識して金利引上げを模索していたが、結果的に受け入れられず、先の3つの政策が優先されたと捉える方が自然ではないだろうか。また、日本銀行が用いてきた「乾いた薪」という用語を用いて「インフレ懸念」を世論に訴える説得力には疑問がある。むしろ、報告論文では否定的であるが、経済モデルから得られる知見⁴をもっと利用すべきである。ただ、残念ながら、日本はこの面で立ち遅れており、研究・調査体制の充実が必要であると補足したい。

第3に、予防的な金融政策の具体的な方法論について言及がないのは問題であろう。報告論文では、資産価格は重要な変数であるが、資産価格を物価指数に含めるべきではないと述べている点を取り上げている。技術的な困難は理解できるが、これを完全に否定してしまうと、予防的な金融政策運営のための貴重なツールを放棄することにつながりかねないのではないか。こうした点も含め、どのようなツールを活用して、予防的な金融政策運営を行うのか、戦略的な研究を進めることが重要である。

(4) 白川のリジョインダー

白川は、まず吉富のコメントに対し、バブルの問題を、資産価格の変動とその原因だけに着目するのでは、経済に対する大きなインパクトを理解することが難しいのではないかと主張した。バブルは、崩壊して初めてその影響の大きさが顕現化するが、その過程には、金融機関の行動・信用の膨張が大きな役割を演じており、こうした側面を総合的に分析しないと全体像を捉えたことにはならず、そのためには、期待の強気化のメカニズム、期待や資産価格の需要に金融政策が与えた影響についても、理解する必要があると強調した。

4 例えば、Bernanke, Ben S., and Mark Gertler, "Monetary Policy and Asset Price Volatility," paper presented at the conference on "New Challenges for Monetary Policy" sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999. 同論文では、わが国のデータを用いてシミュレーションを行い、バブル期の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。これによると、1988年の段階で金利を8%まで急激に引き上げるとバブルは防げ得たこととなっている。

また、北坂の指摘した「政策思想」の性格について、人々の行動を制約する「呪縛」と言い換えることができると考えていると応答した。中央銀行は独立性を付与されていても、国民からある程度の理解を得られないと政策発動は難しく、例えば、円高対策や内需拡大による経常黒字の縮小といった政策課題が「国論」となっている状況では、これに反する政策を実行していくことには、困難が伴うことを指摘した。そして、この対応策として、「呪縛」が形成されないように、早い段階から、日本銀行が世論に働きかけていく必要があることを強調した。

このほか、予防的政策の方法論については、各国中央銀行とも模索を続けているのが実態であるとの現状認識を示した。バブルが、そのたびごとに姿を変えて現れてくるとすると、単一の経済変数をみていれば認識できるというものではなく、今後、どのように対応すべきか、マクロ的、ミクロ的分析の能力をよりいっそう磨く必要があると述べた。

(5) 一般討論

イ．資産価格変動と金融政策運営について

林(東京大学教授)は、バブルの発生メカニズムについて学界ではコンセンサスがみられない現状を考えると、金融政策は、資産価格変動に対応すべきでないと考えられると指摘した。さらに、資産価格変動が社会厚生を悪化させる経路を明らかにしない限り、望ましい対応を論じることできないだろうし、もし仮に、バブルが信用収縮を通じて経済厚生を悪化させるのであれば、吉富が示唆したように、自己資本比率規制などプルーデンス政策で対応すべきとの見解を示した。また、吉川(東京大学教授)は、マクロのデータからバブルの有無を確かめることはきわめて困難であるとの林の説に賛意を示しつつ、プルーデンス政策部門には、土地バブルを示唆する、明らかに異常な部門集中的な銀行貸出に関する情報は入っていたはずであり、そうした情報を利用して、林と同様に本来はプルーデンス政策の範疇で土地バブルを抑え込む政策が指向されるべきであったと述べた。同様に、岩本(京都大学助教授)も、バブルに対する政策手段の順序は、第1にプルーデンス政策や土地取引に対するミクロ的規制、第2に金融政策であり、不完全な制度から生じる「漏れ」を前提としつつも、総量規制等の公的な介入が必要だったのではないかと指摘した。また、バブル防止策として、資産保有税やリスク管理等、バブルが発生しにくいメカニズムをあらかじめデザインし、経済構造のなかに組み込んでおくことが有用ではないかとの見解を示した。これに関連し、吉富は、バブル期におけるマクロでみた銀行貸出の比較的安定した動きのなかでの、特定業種に対する集中的な貸出の増大といった事態を、金融政策運営の立場からどう評価しているのかと質問した。

こうした否定的見解に対し、深尾(慶應義塾大学教授)は、現在のような政策フレームワークでは、資産価格を目標に組み込むことは正しくないが、最優先の目標である物価安定が満たされている場合に限り、他の目標も追求するとの辞書的序列

(lexicographic ordering) に基づく政策フレームワークの範疇で、資産価格を目標の1つとする考え方もあり得るのではないかと指摘した。他方、翁(金融研究所長)は、仮に資産価格を金融政策の目標にするのが本来、適当ではないとしても、資産価格の変動がもたらすマクロ経済へのインパクトの深刻さを考慮すると、より適当な政策手段が発動されない状況のもとでは、次善の策として金融政策の発動を検討せざるを得ないのではないかとの見解を示した。

この間、大野(政策研究大学院大学教授)は、1980年代に世界各国で生じた資産価格の上昇は、タイミングや発生要因が異なっていると思われ、別個に分析されるべきであるとした後、観察されるさまざまな変数の相互関係を表層的に捉えた議論を行うのではなく、背後に構造モデルを意識して、議論なり分析を進めるべきであると述べた。

ロ．資産価格やマネーサプライの金融政策運営上の位置づけ

吉川は、資産価格を金融政策の目標に加えるべきか、マネーサプライの動きについての判断を誤り、対応を怠ったことが失敗だったといえるか、といった具体的な教訓になり得る論点について、報告論文は今一つ歯切れが悪いとの感想を述べた。この点について、大野は、マネーサプライの役割をより重視すべきであったとの見解を表明した。また、渡辺(一橋大学助教授)は、80年代後半の局面の特徴として最も注目すべきは資産価格の上昇自体ではなく、景気の過熱や資産価格の上昇にもかかわらず物価が安定していたことであり、これは米国の現在の状況と類似していると指摘したうえで、ここから得られる教訓として、財・サービス価格に縛られる政策運営は非常に危険であるとの見解を示した。

これらのコメントに対し、翁は、歯切れのよい結論を求めるのは学者として当然であろうが、事前的にはバブルと「ニュー・エコノミー」の判別がきわめて困難である以上、今後の同様の局面に対応した場合、「リアル・タイムで何ができたか」との視点から金融政策にとっての教訓を探る論文の趣旨からすれば、現在の米国のような状態に出会えばやはり判断に迷うはずである。とすれば、必然的にある程度歯切れが悪くならざるを得ないと述べた。

ハ．「政策思想」への働きかけについて

吉川は、プラザ合意以降の円高局面において、日本銀行が円高を悲観的に捉えすぎていたのではないかと印象を持っているとの見解を述べつつ、円高阻止が「国論」となる状況は今後も生じ得るわけであるから、そうした局面で、独立した政策運営は実施し得ないとの立場を採るのではなく、均衡為替レートを探るなどの努力によって、より望ましい政策の実施を目指すべきではないかと指摘し、大野も同様の見解を示した。これに関連し、岩本は、日本銀行は現在も「政策思想」の呪縛から逃れ得ていないのではないかと印象を述べた。

二．予防的な金融政策運営について

深尾は、1987年以降、期待インフレ率の上昇によって、実質金利は横ばいではなくむしろ低下していた可能性が高く、1988年を通じ、公定歩合を2.5%の低水準で固定した金融政策は、経済に対しニュートラルではなく、むしろ緩和のアクセルを踏み続けていた可能性が高いと指摘した。**岩本**は、予防的な金融政策を実施するうえには、世論と政策当局の間での経済モデルを共有することが不可欠であり、とくに、マネーと資産価格の関係については、さらに研究を蓄積する必要があると述べた。これに対し、**翁**は、予防的な金融政策を運営していくに当たって難しい点は、バブルは不変の経済構造を前提にその存在が主張されるのに対し、「ニュー・エコノミー」論は経済構造が大きく変化していることを主張するものである。実際には経済構造が変化しているかどうかは、事前的には容易に把握できない、としたうえで、どちらが起きているかわからないケースでは、多少ブレーキを踏むような政策を採るべきかどうかという点について、議論の余地があるように思う、との見解を示した。

3．第2セッション「90年代における日本経済の景気低迷： その背景と政策対応」

(1) 論文報告 森(金融研究所副調査役)

森は、提出論文「90年代における日本経済の景気低迷：その背景と政策対応」に沿って、1990年代において日本経済が長期にわたって低迷した背景について考察し、金融政策とプルーデンス政策の対応について暫定的な評価を試みた結果を以下のように報告した。

報告論文作成に当たっては、政策判断はリアル・タイムで利用可能な情報によって行われるものであること、また、その評価については、政策成果として何が達成され、そのためにどのようなコストを要したのかを比較考量することが重要であること、を念頭に置いた。しかし、90年代の景気低迷の背景については、その本質的要因について考察する必要があるにもかかわらず、景気低迷を脱しきっていない現時点では、この点について明確な結論を出すことは難しい。その意味であくまでも暫定的な検討に関する報告にとどまることをあらかじめ断っておきたい。

本稿では、景気低迷長期化の構造的要因として、資産価格バブルの崩壊を背景に、企業資産の価値下落や不稼働化、ならびに銀行の不良債権増加などの「負のストック問題」が生じたほか、1990年代に入り、バブル期における期待の強化によって蓄積された過剰な資本ストックにより、資本効率が極度に悪化したこと、少子化・高齢化が進展するなかで、将来の年金受給や介護に対す

る懸念から予備的貯蓄が増加し、ライフサイクル・モデルの予測に反して貯蓄率が高止まったことを挙げている。

そのうえで、本稿では、そのうち「負のストック問題」に焦点を当て、バブル崩壊というマクロ的ショックの影響がどのように波及し、その影響がどのように増幅されたのか、に絞って考察した。すなわち、バブル崩壊の初期においては、バブル期に強気化していた期待が大幅に下方修正され、バブル末期における利上げの効果と相まってストック調整の規模が拡大した。企業は、資産の価値下落、稼働率の低下から純資産価値の減少に直面し、その結果、エイジェンシー・コストが上昇、貸出を受けにくくなるなど外部資金の制約が強まった。さらに、銀行における不良債権が自己資本を毀損し、金融仲介機能を低下させた。とくに、1997年秋以降には、クレジット・クラッシュが発生し、マクロ経済に大きな影響を及ぼしたとする実証研究もみられている。

つぎに、景気低迷の長期化を受けた金融政策の対応の評価について整理する。まず、金融政策で達成し得たことをみると、アコモディティブ (accommodative) な金融政策運営によって、1930年代の米国大恐慌のようなデフレーションの発生やマネーサプライの収縮を防ぐことができたことが指摘できる。この間、金融緩和への転換のタイミングについては、どうであったか。バブル崩壊初期においては、依然として実体経済の過熱感が強かった、同時に、資産格差の増大を背景にした「バブル潰し」を強く求める社会的風潮が強かった、また、推測としては、資産価格変動によるキャピタル・ゲインとロスが相殺されてマクロ経済的なインパクトは中立になるとの「ゼロ・サム」の錯覚が存在し、バランスシート調整の影響を過小評価する見方が支配的であったと思われる。これらの要因は、金融緩和への転換を抑える方向に強く働いていたと思われる。

実際の金融緩和のタイミングについては、経済企画庁の景気基準日付が1991年2月に景気後退局面に転じていること、CPI上昇率が1991年第1四半期にピーク(3.2%)を打っていること、といった点に照らして考えると、1991年7月という金融緩和への転換のタイミングは必ずしも遅くはないと判断できる。他方、金融緩和のテンポと幅については、テイラー・ルール⁵、イールド・スプレッド⁶の2つの手法で事後的な検証を行ってみると、前者で示される景気・物価指標との同時的関係をみる限り、そのテンポは比較的速やかだったとの評価が可能である。しかしながら、後者に示される金融緩和に転換するまでに生じた「強気の期待」崩壊の負のインパクトを勘案すると、後知恵としては、より大きな緩和が望ましかった可能性は否定できない。もっとも、実際の金融政策運営においては、

5 短期金利をインフレ率と需給ギャップ (GDPギャップなど) の各々の目標値からの乖離に応じて調整する政策ルール。

6 株式のイールド・スプレッドとは、長期金利から株式の利益回り (予想企業収益 / 株価) を差し引いたものと定義される。これは、「期待成長率 - リスク・プレミアム」と一致し、「リスク・プレミアム調整後の期待成長率」という意味で、期待の強気化や下方修正の尺度となる。

上記のように金融政策転換を抑止するプレッシャーが強いもとで、リアル・タイムの情報のみから、大幅な金融緩和に踏み切ることが可能であったかとの点については、疑問が残る。

つぎに、プルーデンス政策の対応について述べる。この時期のプルーデンス政策については、不良債権問題が深刻化するなかで、金融機関の経営実態を表面化させないように期間収益の範囲内で徐々に処理され、破綻処理においても、従来型の救済や受け皿をみつけたうえでの処理が行われたことが特徴であり、いわゆる「時間稼ぎ」が行われてきた。こうした時間稼ぎに伴うコストが大きいという批判があるが、他方、銀行破綻処理のインフラが十分整備されていない、日本の金融システムに対する信認が低下している、という危機的状況のなかで、銀行取付が広がって金融システム機能が停止するというシステムミック・リスクを回避できたことは重要であり、両者を比較考量することが必要である。

時間稼ぎからなかなか抜け出せなかった基本的な背景は、問題の規模等に関する情報開示が不足していたために、国民の危機意識が高まらず、抜本的解決のために必要であった公的資金の導入についてのコンセンサスを形成することが難しかったこと、一方で、そうしたコンセンサス形成を促すため、不良債権の実態を明らかにすれば、金融システム不安が生じたり、市場規律の圧力が強まることから、システムミック・リスクを抑止することが困難になる、というジレンマ状況にあったことが指摘できる。

しかしながら、時間稼ぎには、その間に不良債権が増加する直接的なコストが存在しただけでなく、不良債権問題というマクロ経済に対する重石が長期にわたって存在したため、いわば「時間を買う」ための金融・財政政策に大きな負担を強いることとなった。その結果、事後的にみると、不良債権を取り除くために必要な公的資金導入は、大型の金融破綻が発生してから実現し、結局は、大型の金融破綻がクレジット・クランチを引き起こし、マクロ経済に大きな追加コストを強いた。こうした負の影響についても、過小評価されていた可能性は否定できない。ただし、「時間稼ぎ」のコストとベネフィットを比較考量するためには、

早期の不良債権・破綻処理を行った場合に、システムミック・リスクを起こさずに公的資金導入などの必要な枠組みを整備できたか、早期の処理を行った際には、短期的に地価の大幅下落が生じるものと思われるが、金融システムの機能回復を通じて地価の底値形成に寄与し得たのかという点についても検討が必要である。

今後の分析に残された論点は以下のとおりである。まず、バブル崩壊後の金融政策運営については、資産価格バブル崩壊に伴うバランスシート調整等の影響について速やかに認識できていれば、金融緩和のテンポをより迅速なものとしたか、という点は現在のドラフトでは必ずしも明らかにされていない。

また、バブル崩壊後のプルーデンス政策については、今後検討を深めるべき2つの論点が存在する。第1の論点は、財政当局と銀行監督当局が一体化していた

ため、公的資金導入を巡って利益相反が深刻な悪影響をもたらした可能性をどう評価するか（財政当局が財政再建を優先課題としていたため、公的資金導入が先送りされてきたのではないか）という点である。また、第2の論点は、ブルーデンス政策を遂行するうえで、日本銀行および金融監督庁が、金融システム問題についてどのような補完・協力関係を構築していくべきか、についてである。両者の組織運営の目的が異なる以上、各々が独自の見解を持つことは当然あり得るが、両者の間での見解の相違がマーケットや金融システムに及ぼす影響は無視できない。このジレンマをいかに克服して、日本銀行の立場から、世論に働きかけを行っていくかは重要な課題であると考えられる。

最後の論点は、構造的な問題のもとでの金融政策運営についてである。金融緩和策は、構造調整をサポートする効果を持つ一方で、抜本的な問題解決を先送りする副作用を及ぼしてきたと考えられる。日本銀行が、その責務であるデフレ・スパイラルやシステミック・リスクの顕現化を阻止するためには、こうした副作用に目をつぶることも状況によっては必要である。しかしながら、景気の自律的回復を阻害する要因として構造的な問題が重要である場合には、金融緩和が構造調整を代替することはできないことを訴え、抜本的な解決に向けた世論への働きかけを行うことは非常に重要であると考えられる。

（2）指定討論者 吉川（東京大学教授）のコメント

吉川は、1990年代の状況認識としては、概ね同論文に賛意を示したものの、長期にわたる景気低迷の要因については、さまざまな解釈があるとして以下の点を指摘した。

そもそもバブルが発生した原因について考察することが重要である。1984年の段階から、東京のオフィス・スペースの拡充および国内リゾート開発という需要の増加を背景とした「リアル」バブルによる地価高騰が発生していた⁷。すなわち、マクロ経済全体として「リアル」の方向性を間違えていたといえるが、この点に関する言及が本論文でも第1セッションの報告論文でもなされていない。こうした現象の発生自体は、リアル・タイムでもある程度認識できていたはずであり、バブル発生時のブルーデンス政策の対応が有効に機能していなかったとの、反省材料として捉えられるべきではないか。

さらに、日本銀行が（1991年後半から1992年にかけて）マネーサプライを急減させたことを批判する論調に対して、明確な議論をすべきである。また、米国の大恐慌時と今般の日本経済の不況局面との比較を行う際には、わが国では一

7 「リアル」バブルとは、吉川教授の『転換期の日本経済』（岩波書店、1999年）によると、資産価格が独立にバブルを生じたのではなく、バブル期の成長をリードした需要の中身（東京のオフィス・ビルやリゾート開発）がそもそもバブルであり、そうした需要のバブルにより、資産価格上昇が加速されたと主張している。詳しくは同書の第2章参照のこと。

般物価の下落が起らなかったという相違点について、ただちに金融政策の成果と解釈する前に、追加的な分析が必要であると考えられる。すなわち、米国の大恐慌時と1990年代の日本経済とでは、財政政策、名目賃金の伸縮性、雇用形態等、その他の条件が異なっていた可能性があり、政策の評価を行うには、この点についてさらなる分析が必要である。金融緩和が設備投資を回復させなかった点については、今般の局面では、設備投資等の利子弾力性がきわめて小さかったことが、金融政策に大きな制約条件であった可能性がある。「年率4%のインフレ率が必要」との考え方を提唱したクルーグマン教授の分析が、米国の代表的な計量モデルの利子弾力性の値をもとに導出されているが、これが日本において妥当かどうか疑問がある。需要サイドの各項目について、利子弾力性がどの程度であるか、またそれがマクロ・レベルにどの程度影響しているかを定量的に調べる必要性を指摘したい。

(3) 指定討論者 小川(大阪大学教授)のコメント

小川は、1990年代の事実認識については、吉川と同様に、概ね同意したものの、以下の2つの点について、今後追加的に検討すべきではないかと指摘した。

まず、景気低迷の原因に関しては、不良債権と金融仲介機能の低下について、金融機関行動のモデル化、もしくは既存の分析の詳細なサーベイ等、不良債権の銀行行動(資産選択など)への影響と自己資本比率規制の影響について、分析する必要性がある。また、企業のバランスシート調整に関しては、エイジェンシー・コストの上昇と設備投資低迷の関係が考えられるほか、深刻なバランスシート調整が生じた不動産業や中小企業といった就業者数が多いセクターでの雇用不安が、所得リスクを増大させた点も議論されるべきであること、さらに、家計の資産選択が、安全性・流動性資産をより重視した結果、資金の一部が郵便貯金や現金通貨へ流れ、信用乗数の低下を通じてマネーサプライの伸びにも影響を及ぼした点についても、考慮すべきであろう。そして、資本効率の悪化については、この時期の技術進歩もしくは全要素生産性(total factor productivity: TFP)の変動が、マクロ経済にどの程度影響を及ぼしたかについても、わが国の長期的な成長とからめて議論ができると思われる。

つぎに、金融政策とプルーデンス政策との関係については、1993年時点ですでに不良債権問題が発生し、金融機関の資産選択(低リスク資産に対する選好の強まり)に影響を及ぼしていたとの既存の分析を考慮すると、当時の公定歩合変更時の対外説明をみる限り、日本銀行が「物価安定」にウエイトを置きすぎていたとの見方が可能であり、これが不良債権問題をクローズアップするタイミングを遅らせ、リアル・タイムでの状況把握を誤らせた可能性があるのではないかと。また、金融緩和の効果については、利子弾力性以外にも、バランスシートのチャネル、銀行貸出チャネルといったトランスミッション・メカニズムについて理論

的・実証的分析を行うことが必要である。

(4) 論文報告者によるリジョインダー

内田（金融研究所研究第1課長）は、長期にわたる大幅な金融緩和が自律的な景気回復をもたらすに至っていない点については、不良債権問題が解決することで、金融仲介機能が回復した後に、金融緩和の効果がさらに出てくるのではないかと述べた。また、マネーサプライについては、1990年代前半当時では、前年比ベースで大きく低下したが、水準としては高水準にあり、2つの異なるシグナルの評価が難しかった背景に言及したほか、1990年代前半からの不良債権増大に関して、当時、日本銀行としては事態の重要性は十分認識していたが、不良債権がマクロ経済全体にどの程度の影響を及ぼすかという点の理解が十分ではなかったとの考えを述べた。

また、白塚（金融研究所調査役）は、1984年時点から地価に高騰がみられた点を指摘した吉川コメントに対して、第1セッション報告論文でも述べたように、資産価格高騰のみならず、経済活動の過熱、マネーサプライ・信用量の膨張の三拍子そろった時点を、「バブル期」と定義し、これが1987年から観察されると言及したままであり、これは定義の問題であると述べた。

(5) 一般討論

イ．1990年代の日本経済の低迷について

福田（東京大学助教授）は、貸し渋りが発生している状況のもとでの金融政策のあり方については、波及メカニズムの観点から、より掘り下げた議論が必要であると述べた。この点について、渡辺は、ファイナンシャル・アクセラレーター（financial accelerator）⁸の重要性を指摘し、この点について追加的な分析を行ってはどうかと述べた。また鹿野（同志社大学教授）は、1980年代後半における金融機関の行動とその影響を議論するに際しては、借り手のバランスシート調整と不良債権問題とは表裏一体の関係（銀行が債務過多になった企業を支援しているため、不良債権の処理がなかなか進まない）にあるという点について十分議論する必要があると主張した。

また、福田は、バブルの発生と崩壊が、「ゼロ・サム」にならなかった点については、論文で言及したサンク・コスト要因のほか、分配の問題なども影響しており、

8 ファイナンシャル・アクセラレーター（financial accelerator）とは、銀行借入に伴うエイジェンシー・コストが、企業の持つ純資産や担保価値の変動により増減するため、銀行信用など金融的要因が景気変動を増幅するメカニズムのことを指す。すなわち、景気拡大局面においては、一般に資産価格が上昇するため、借入企業の純資産や担保価値が増加、エイジェンシー・コストが低下し、調達可能な信用量が増加する。その結果、設備投資に対する資金制約が緩和する。逆に、景気後退局面では、資産価格下落に伴い信用量が減少するため、設備投資を減少させるという効果を持つ。この点については、Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist, "The Financial Accelerator and the Flight to Quality," *Review of Economics and Statistics*, 78, 1996, pp. 1-15、を参照のこと。

さらに、短期賃借権⁹といった弱者の救済に重点が置かれるわが国の制度をバブルの敗者が悪用したことにより、担保価値がさらに低下している可能性についても指摘した。

伊藤(正)(東京大学教授)は、資産価格については、各国における歴史的経験が示しているように、その動きの背景にあった国際間での資金移動にも注意を払うべきであると論じた。例えば、1984年のコンチネンタル・イリノイ銀行破綻のケースでは、1970年代のオイルマネーの中南米への還流や、北欧やアジアにおける規制緩和による短期資金の大量流入が、結果として金融危機をもたらしたといわれており、こうした観点は、わが国の経験についても、示唆を含んでいるのではないかと指摘した。

ロ．1990年代の金融政策の運営方法とその評価

福田は、テイラー・ルールをこの時期の金融政策の妥当性を検証する際に用いることに疑問を呈した。すなわち、テイラー・ルールは物価とGDPギャップ(潜在成長率からの乖離)の両方を勘案することを前提としており、インフレへの政策対応が適切ではなかったとされている1980年代後半から1990年代の期間に当てはめて妥当性を評価するのではなく、むしろマクロの需給の逼迫状況がインフレへ十分波及しなかったからこそ、テイラー・ルールは同時期には適切ではなかったことを強調すべきではないかと指摘した。さらに、1990年代については、潜在成長率に存在する統計上の誤差が重要である点にも言及した。

これに対しては**白塚**が、政策運営の妥当性を評価するうえで、単一の基準で評価することは難しく、報告論文では、テイラー・ルールだけでなく、イールド・スプレッドの分析も同時に行っている。その意味で、今後も複数の考え方を組み合わせ検討していく必要があると応じた。また、**渡辺**は、1990年代には賃金の下方硬直性のために賃金の低下による調整機能が働かず失業率が顕著に上昇したと述べ、物価や賃金が下落しなかったことをもって金融政策がデフレ回避に成功したと評価するのは適切でないと指摘した。

ハ．構造問題を抱えている場合の金融政策の対応について

井堀(東京大学教授)は、構造的要因の重要性には同意を示したものの、1990年代の低成長が、循環的な要因によるものなのか、もしくは構造的な要因による潜在的な成長率が低下したことによるものなのかについては、しっかりと検討したうえで

9 短期賃借権とは、短期間(土地は5年以内、建物は3年以内)の賃借権のことである。短期賃借権は、通常の賃借権とは異なり、抵当権に遅れて対抗力を備えた場合にも、抵当権を実行しようとする競売の申立者(銀行)に対して権利を主張できる。この制度は、立場が弱い賃借人の権利を保護するために導入されたものである。しかしながら、短期賃借権が付随すると、担保不動産の処分価格は大幅に下落し、不良債権の回収率が悪化することから、銀行は競売を躊躇することとなる。実際、こうした効果を狙って、債務を返済できない借り手企業が、第三者向けに短期賃借権を設定し、不動産の処分を妨害する場合が少なくなく、銀行の不良債権の回収を妨げている。

で議論をすべきと指摘した。一方、**貝塚**(中央大学教授・金融研究所特別顧問)は、構造的要因が重要であることは確かであるが、現実には、循環的要因との区別は困難ではないかと述べた。

二．金融政策と財政政策、ブルーデンス政策との関連性について

井堀は、財政政策と金融政策との間のトレードオフはあるものの、これが実際に問題となったのは1997年以降の話であり、それ以前は、財政再建のために金融政策が制約を受けたというよりはむしろ、公的資金を注入することに対する政治的な抵抗により、実際の投入が遅れたことが問題であると指摘した。一方、**伊藤(正)**は、米国コンチネンタル・イリノイ銀行の国有化、1990年代に北欧バブルやアジア通貨危機においても銀行が中央銀行管理下に置かれた事例等を振り返ると、金融政策当局と銀行監督当局の連携政策が存在してきたわけだが、一方で、欧州を中心に昨今では、金融政策とブルーデンス政策のポリシーミックスを行わない傾向も出てきていると指摘した。そのうえで、マクロのブルーデンス政策と、個別銀行の健全化を図るというミクロのブルーデンス政策に対して、中央銀行がそれぞれどこまで責任を負うべきかを追加的に考えていく必要があると述べた。**貝塚**は、私見であると断りつつ、機能が異なりながら、同一の官庁(大蔵省)に存在した財政・金融監督部局相互の関係は、官僚機構の政治経済学的問題(主計局が金融部局よりも優位な立場にある等)を惹起したのではないかとこの考えを述べた。

このほか、**鹿野**は、「時間稼ぎ」政策については、バブル崩壊が発生した北欧ではなぜ起こらなかったのかについて、わが国の金融破綻処理の枠組みが確立していなかった当時の状況と比較・検討すべきであると発言した。

4．第3セッション「財政赤字とインフレーション 財政規律確保のための理論的整理」

(1) 論文報告 藤木(金融研究所兼金融市場局調査役)

藤木は、提出論文「財政赤字とインフレーション 財政規律確保のための理論的整理」に沿って、財政赤字とインフレーションについての歴史的・理論的側面からのサーベイ、ならびに現在のわが国への応用について報告を行った。

まず、政府債務削減のためにインフレーションは不可避であるかとの論点について、歴史的事例を整理しておく。

第一次大戦以前についてみると、国際金本位制時代の英国・米国の経験によれば、デフレ基調のもとでも長い期間をかければ政府債務の削減が可能である。金本位制の枠組みのもとで、両国とも均衡財政を原則とする小さな政府であっ

たため、戦争のような非常事態が生じない限り財政赤字は生じなかったことが債務削減が可能となった基本的原因である。

第一次世界大戦後の戦間期のオーストリア、ドイツでの経験からは、2つのことがわかる。第1は、政府が財政赤字のファイナンスを中央銀行に求めないことが認識されるとハイパー・インフレーションは終息することである。第2は、財政政策が政府債務の兌換を維持するというレジームにコミットしている限り、中央銀行に購入される資産価値が十分あれば、貨幣の発行量が大幅に拡大してもインフレーションはもはや加速しないこと、である。その意味で、インフレーションは純粋に中央銀行券発行残高の増大に純粋に比例して生じたわけではなく、むしろ、租税によって償還される見込みがない政府負債がどのくらい増加するか、ということがポイントとなる。

第二次大戦以降についてみると、封鎖・統制経済のもとにあったわが国では、ハイパー・インフレーションによる政府債務削減に成功しているが、レーガン政権下の米国、サッチャー政権下の英国、カナダ等財政危機に瀕した先進福祉国家では、インフレーションではなく、民営化や歳出削減を徐々に進めることにより、財政再建を実現している。

こうした歴史的事実から得られる教訓として、高度に発展した資本市場に直面する先進国では、実質債務削減のためにインフレーションを生じさせると、低インフレから高インフレへの政策レジームの転換と金融市場には受け止められ、格付けの低下や長期金利の急上昇を招いたり、最悪の場合は、国債の消化自体が困難になる恐れがある。こうした理由からみて、政府債務削減の方法としてインフレーションは効率的な方法ではない。

つぎに、財政赤字とインフレーションの関係を扱った理論については、現実妥当性という観点から眺めたとき、いまだコンセンサスは存在していない。本稿では、コックレン¹⁰の枠組みを援用して学説の整理を試みている。

その結果として指摘しておきたいのは、インフレーションと政府債務残高の依存関係が重要であるのはもちろんのこと、民間部門のインフレーションや財政節度に対する期待形成の役割が大きい、ということである。また、財政節度に関して、EU各国における財政赤字の発生メカニズムを検討した実証結果をみると、財政ルールは各国の財政赤字の大きさと関係していることがみて取れる。

以上を踏まえ、わが国への教訓としては、以下の3点を挙げておきたい。

高度に発展した資本市場に直面する先進国において、インフレーションは効率的な政府債務削減手法ではない。巨額の財政支出による総需要拡大政策が限界に直面しており、将来の高い経済成長による税収増が見込めない現状では、財政再建の王道は財政構造改革である。

10 Cochrane, John, "Money as Stock: Price Level Determination with No Money Demand," mimeo, 1999.

物価安定維持のため、金融政策・財政政策双方が信認を確保する必要がある。財政政策の信認確保の手段を考える際には、中央銀行の独立性を巡る議論の応用という視点から、財政ルールの利用可能性を検討するのが適切である。その際の課題は、一時的ショックに対応して、ルールからの一時的離脱を容認する免責条項の設定方法である。

景気対策の効果に関する評価をその規模自体のみに求める議論は、財政政策の長期的な帰結を無視したものであり、今後財政政策のコストとベネフィットを慎重に比較検討すべきである。

(2) 指定討論者 井堀（東京大学教授）のコメント

井堀は、藤木が示した結論に基本的に賛同しつつも、以下の論点につき、根拠をより明確にすべきと主張した。

まず「インフレーションによって債務帳消しができるかどうか」という論点に関しては、ハイパー・インフレーションによる債務削減は非現実的としながらも、マイルドなインフレーションによる債務削減の是非については、資源配分の効率性といった判断基準のもとでほかの財源との比較考量はなされているのか、例えば、インフレーションによる実質的な税収増で攪乱的な課税を回避できるというメリットをどう考えるのか、マイルドなインフレーションが必ず期待を不安定化させハイパー・インフレーションをもたらすことに関する実証研究の蓄積が不十分、といった理由から、早急な判断は危険ではないかと考えられる。

これに関連しているが、理論的検討の部分で、名目変数は実物変数に影響を与えないという古典派の二分法が暗黙のうちに前提とされており、こうした見方に従うと、需給ギャップの縮小を企図して実施されている現在の総需要拡大政策の社会厚生に対するインパクトは、そもそも評価不可能ではないだろうか。インフレーションの規範的な議論をするためには、判断材料となる厚生基準を明示し、それに対しインフレーションがどう影響するかを議論すべきである。

また、財政ルールと財政赤字の大きさとの関連性については、わが国の財政赤字発生の要因を振り返ると、1970年代後半については社会保障関係の移転支出の増加、1990年代については連立政権下での財政再建先送り誘因の結果であるとの見方が有力であり、財政ルールの変化では説明することは困難である。

最後に、景気対策としての財政支出の役割を認める限り、財政ルールの免責条項が拡大解釈・運用される可能性がつねに存在する。そこで、適切な免責条項を考える際には、財政赤字のマクロ調整機能の定量的な評価に加え、ルールからの離脱を1年に限る等、時限的な制限を加える、免責条項の適用を延長する場合には、国会の議決で予算成立以上に厳しい条件を課す、といった工夫が必要であろう。

(3) 指定討論者 岩本(京都大学助教授)のコメント

岩本は、最初に、報告論文の問題設定について言及し、本来異なる理論的背景を持つと考えられる「日本銀行が国債引受により、財政赤字をファイナンスすべきか」という論点と「予期されないインフレーションによって政府債務の削減を図るべきか」という論点が、錯綜して議論されていると指摘し、さらに、以下のようなコメントを行った。

前者については、統合政府(政府と中央銀行を統合した政府部門)の動学的な予算制約式¹¹は、「政府債務の弁済に最終的な責任を持つのは誰か」との観点からみると、

財政当局が責任を持つ、すなわち中央銀行は貨幣の成長率を独立に決定し、財政当局は受動的に基礎的財政余剰¹²を調整して政府債務を弁済するケース¹³(以下「マネタリスト理論」と呼ぶ)

中央銀行が責任を持つ、すなわち財政当局は独立に基礎的財政余剰を決定し、中央銀行は貨幣の成長率を受動的に調整して政府債務を弁済するケース¹⁴(以下「インフレーションの財政理論」と呼ぶ)

中央銀行と財政当局はそれぞれ独立に政策変数を決定し、予算制約が事後的に成り立つよう物価水準が調整されるケース¹⁵(以下「物価水準の財政理論」と呼ぶ)の3とおりに整理することが可能である。ここで、の「インフレーションの財政理論」に従い財政赤字を貨幣の成長率でファイナンスすると、2ないし3桁のインフレーションを甘受する必要¹⁶があり、実用性はない。つぎに、予算制約式で示される恒等関係を物価水準の決定式と解釈する、の「物価水準の財政理論」

11 統合政府の予算制約式は長期均衡において以下ようになる。

$$B = \frac{s + \mu}{r} \frac{M}{P} = \frac{\text{(基礎的財政余剰)} + \text{(シニョレッジ)}}{r}$$

ただし、 M は貨幣残高、 B は名目政府債務残高、 P は物価水準、 μ は貨幣成長率、 s は基礎的財政余剰(注12参照)、 r は実質金利である。

12 大蔵省やOECD等が公表している通常の財政収支から公債の利払いを除いたもので、いわゆる「プライマリー・バランス」のことである。

13 「マネタリスト理論(monetarist theory of inflation)」に従う場合、財政当局が受動的に財政収支を調整することから、インフレ率は長期的には貨幣の成長率によって、つまり中央銀行によって決定される。すなわち、インフレーションは貨幣的な現象となる。

14 「インフレーションの財政理論(fiscal theory of inflation)」に従う場合、中央銀行は貨幣の成長率を、基礎的財政余剰がファイナンスされるように受動的に調節する。そのため、インフレ率は財政当局が決定する基礎的な財政余剰によって決定される。すなわち、インフレーションは財政的な現象となる。

15 「物価水準の財政理論(fiscal theory of price level)」に従う場合、統合政府の財政収支(基礎的財政余剰+シニョレッジ)の割引現在価値と名目政府債務の比率が物価水準となる。

16 最近15年間の日本の基礎的財政余剰とシニョレッジ(マネタリー・ベースの増加量)を比較すると、前者は対GDP比で数%ポイントの変動を示す一方、後者の変動は1桁小さい数値にとどまっている。このように、インフレ率の低い先進国では、基礎的財政余剰の変動をシニョレッジの増減でカバーするのは現実的な対応策となり得ないと、岩本は考えている。

は、バイター¹⁷が指摘しているように、政府は負債の現在価値制約を考慮せずに政策変数を決定できると考えている。これは、経済主体が価格を所与として、目的関数を最適化するよう選択を行うという経済学の基本原理を無視した議論であり、現実的な妥当性は低い。したがって、の「マネタリスト理論」のみが実用に耐え得る。

「マネタリスト理論」を実行するためには、中央銀行は、単に国債の引受を拒否すればよく、さらに進んで、中央銀行が政府債務の返済責任の所在に自らを含めて考えること自体が、物価安定の達成という中央銀行本来の目的からみた場合、きわめて弊害が大きい。たとえ財政当局が政府債務の弁済に最終的に責任を持っていたとしても、赤字財政への傾斜の帰結として、公債残高対GDP比率が合理的と考えられる水準よりも過大となり、長期均衡の維持が不可能になる場合も考えられ得るわけであり、「マネタリスト理論」で求められる財政規律は、その広い概念のごく一部を指しているのにすぎないのではないか。また、報告論文で検討されている財政規律の概念は、実は、政府が債務弁済に責任を持つとの条件のもとで、より効率的な財政運営を目指す意味で用いられていることから、「政府債務の弁済に責任を持つのは誰か」という問題と財政ルールの問題は分離して議論すべきである。

最後に、「インフレーションによって政府債務の削減が可能であるか」との後者の論点については、合理的期待形成仮説のもとでの「マネタリスト理論」に従えば、予期されない金融政策変更が実行されれば物価水準はジャンプするが、こうして生じたインフレーションと、政府債務削減のために意図的に起こされた予期されたインフレーションとは別のもので、予期されないインフレーションは確かに実質債務削減効果を持つ一方、「マネタリスト理論」のもとでは、予期されないインフレーションは財政当局の関与なしで生じるため、予期せぬインフレーションの政府債務削減効果と、政府債務削減を意図した（予期された）インフレーションの効果とを分離して議論していくことが望ましい。

政府債務削減を意図したインフレーション政策は、いわば徳政令と同じであり、政府の債務履行能力への信認低下を招くため、とるべきではない。一方、中央銀行が、自らの目標を達成するために発動する金融政策により、金利水準が変動し、政府債務の実質価値が変化することは、日常的に生じており、こうした政策変更は躊躇する必要はない。ただし、中央銀行が政府債務の実質価値を削減しようという意図がないことを市場が信認するかどうかは微妙な問題ではないだろうか。

(4) 藤木のリジョインダー

藤木は、井堀が述べた1970年代以降の日本における財政赤字発生の変因に同意したうえで、報告は歴史的事実の変因分析というよりは将来の政策提言を企図したも

17 Buiter, Wilem, "The Fallacy of the Fiscal Theory of the Price Level," *NBER Working Paper*, No. 7302, August 1999.

のである点を強調した。また、インフレーションのコストの評価基準に関する指摘については、定常状態の議論に焦点を絞っていると認めたとうえで、インフレーションのコストとして資本課税のロスを強調するフェルドシュタインらのアプローチ¹⁸や、名目金利をゼロ、インフレ率をマイナスにすることが望ましいとする伝統的なフリードマン・ルールによるアプローチ¹⁹、そして名目賃金の下方硬直性を前提に、緩やかなインフレーションの便益を指摘したアカロフらのアプローチ²⁰等、理論的な枠組み自体、学界では全くコンセンサスが得られていないことを紹介した。そのうえで、報告の意図は、あくまで調整インフレ論で考えられているようなインフレーションの影響を巡る評価が、きわめて楽観的であることを示すところにあるとした。

つぎに、**岩本**の理論的考察に関する指摘に対して、「物価水準の財政理論」を支持するか否かという点については、学界でも見解の一致をみておらず、現状ではその妥当性を判断するのは時期尚早、との立場をとった。また、ハイパー・インフレーションと予期せぬインフレーションが錯綜している、という点については、国債引受によるハイパー・インフレーションの防止という意味で重要だとされている「インフレーションの財政理論」は、予期せぬインフレーションを引き起こすことについての教訓としても有益である、という論旨が明瞭になるように書きぶりを改めたい、と述べた。

(5) 一般討論

北村(一橋大学助教授)は、中南米やイスラエル等の経験からみて、ハイパー・インフレーションが進行すると、政治的圧力が高まって債務がインデックス化され、政府債務削減は進まない事例があることを紹介し、財政規律を維持するためには、事前に負債の実質化にコミットしておくメリットが大きいのではないかと指摘した。

伊藤(修)(埼玉大学教授)は、終戦直後のわが国でのハイパー・インフレーションによって政府債務削減に成功した事例においては、政府部門のみならず民間部門においても、一時的に債権債務関係の凍結を行うという制度変更が重要な役割を果

18 税制が物価にインデックスされていないために、インフレ率の上昇は投資や貯蓄に対する実質税率を上昇させ、資源配分を歪めるというマイナス効果が生じる。詳しくは、Feldstein, Martin, "The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability," in C. Romer and D. Romer Eds., *Reducing Inflation*, University of Chicago Press, 1997、を参照のこと。

19 貨幣保有による歪みを最小化するには、貨幣保有の収益率とほかの資産の収益率を等しくすることが必要であるとする考え方。貨幣保有の収益率はゼロであるから、名目利率を同様にゼロに、インフレ率をマイナスとするのが最適となる(実質金利は所与と考えている)。

20 詳しくは、Akerlof, George A., William T. Dickens, and George L. Perry, "The Macroeconomics of Low Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, Vol.1, 1996, pp. 1-76、を参照のこと。

たした²¹との見方を示したうえで、こうした制度的要因を無視して議論することは調整インフレ論の重大な副作用を見落とすことにつながりかねないと主張した。

林は、財政当局と中央銀行の統合政府が国民の経済厚生を最大化すべく、基礎的財政余剰とシニョレッジをコントロールする世界に議論を単純化したうえで、**藤木**が指摘したレジーム・シフトの問題を、統合政府が設定するルールに対する信認の問題に置き換えることで、理論的によりクリアーに整理できるのではないかとの見解を示した。統合政府にとって、時間的非整合（time-inconsistent）な政策とは、国債をすべて自ら引き受けることによって、ハイパー・インフレーションを発生させてしまうことであり、時間的整合（time-consistent）な政策とは、（実現可能性は低かるうが）何らかのルールにコミットすることであるとしたうえで、学問的な関心は、何らかのルールにコミットすることが仮に可能であった場合、その範疇でどういった政策オプションを採用すべきかにあるとした。そのうえで、**井堀**の論点とも関連し、コミットメントが可能であれば、インフレ税は一括税（lump-sum tax）であるから、予期せざる1度限りのインフレーションによって財政赤字をファイナンスすることは、資源配分の効率性を考えただけでもそれなりの妥当性を持つし、**岩本**も指摘したとおり、合理的期待形成を前提とした「マネタリスト理論」によれば、理論的には「手品」ではなく、実際にこうした果実を得ることができると主張した。さらに**藤木**が、こうした政策を採用した場合、高いインフレへのレジーム・シフトを招く可能性があることについて、それは統合政府が事前にルールにコミットできないという前提に基づいたうえでの議論という解釈で正しいのかとの問いかけを行った。

これに対して、**藤木**は、以前、時間的非整合性のモデルに財政当局が存在するケースで、中央銀行の独立性をいかに考えるかといった研究に取り組み、インフレーション・ターゲティングにおける目標値を政府債務残高に依存させる契約が社会的見地からは望ましいとの結論を得たこと²²を紹介し、こうしたモデルとの関連から、統合政府のコミットメントの問題も検討してみたい、とした²³。

池尾（慶応義塾大学教授）は、物価水準の財政理論について、政府の予算制約式は必ず満たされるべきであるという立場に立てば、最終的には物価が調整されねば

21 伊藤修『日本型金融の歴史的構造』、東京大学出版会、1995年、によると経緯は以下のとおり。1946年8月に、日本政府は、企業に対する戦時政府補償（第二次世界大戦中の工場疎開の補償、企業整備の補償、政府発注や補助金の未払い分、発注契約解除の賠償等）を事実上不払いとした。これにより発生する大量の不良債権の処理を進めるため、同時に、全金融機関と補償打ちりの影響を受ける非金融企業の資産・負債を「新勘定」と「旧勘定」の2つに区分して、後者の支払いを凍結した。折からのハイパー・インフレーションにより、旧勘定の資産・負債の実質価値は凍結期間中に大幅に減価したため、最終的には、政府部門は大幅な利得を得ることとなった（反対に個人部門は大幅な損失を被った）。

22 この点について詳しくは、内田浩史・小佐野 広・藤木 裕「中央銀行への最適契約」、小佐野 広・本多佑三編『現代の金融と政策』、日本評論社、2000年、を参照のこと。

23 ワークショップの議論を受けた第3セッション報告論文の改訂稿では、統合政府の最適課税問題を新たに検討することにより、「統合政府が事前にルールにコミットできないためであるか」との前段の**林**の問いかけに対して肯定的な回答を示している。

ならないと認めたとうえで、中央銀行が政府債務の弁済に責任を持つとする物価水準の財政理論の枠組みのなかで、財政規律とは何を意味するのかという疑問を示した。またこれに関連して予算制約のソフト化 (soft budgeting)²⁴という考えを提示し、現在の政府が果たして債務を将来的に弁済する前提で現在行動しているかどうか、という点に疑問を提示した。

大野はハイパー・インフレーションと調整インフレを一緒に論じることに疑問を提示した。そしてインフレのレベルによって議論は分けて考えるべきで、報告論文は歴史的・仮想的論文で現実の有用性に乏しいのではないかと批判した。これに対して、**藤木**は、3~4%といったインフレーションのコストとベネフィットに関して経済学では現状、コンセンサスを得た構造的なモデルが存在せず充実した議論が困難との見解を示した。

このほか、**深尾**は、現在の政府の財政規律を論じるうえでは、歴史的な経験則に照らしても国内債のデフォルトの可能性も排除すべきではないと指摘した。

5. 第4セッション 自由討論

(1) リードオフ・スピーチ 翁 (金融研究所長)

翁は、第1セッションから第3セッションまでの議論を踏まえて、以下の3つの論点を提起した。

論点1：1990年代の日本経済の低迷はバブルの崩壊が原因か

最初の2つのセッションを通じて解決されていない大きな論点は、1990年代の日本経済変調の原因である。つまり、それが、バブルの生成と崩壊によってもたらされたと考えるのか、それとも、情報技術革新やグローバルな競争環境の変化、デモグラフィックな変化など、大きな環境・構造変化への企業・家計の適応の遅れなどの問題があり、バブルの生成と崩壊はそれを一時的に覆い隠し、日本経済の問題を増幅しただけなのか、という疑問である。

その疑問は、金融政策運営の考え方にも大きな影響を与える。単に、バブルの生成と崩壊が日本経済の低迷の原因だとすれば、これに金融政策がどう対応すべきか、ということのみが問題になる。しかし、これに社会環境・構造問題が重なっているとすれば、それにどう対応するか、というのも大きな論点になるからである。

24 予算制約がソフト化 (soft budgeting) するとは、公営企業が事前に設定された予算制約を超過して赤字を出したとしても、それに対するペナルティが小さいため、当該企業が予算制約を守るように十分動機づけられていない状態を指す。

論点2：構造問題を抱えている場合の政策対応はいかにあるべきか

1980年代後半以降の政策運営の体験からは、構造的な貯蓄・投資の不均衡に伴う経常黒字や、銀行の自己資本毀損に伴う金融システムの不安定化など、本来、別途の政策対応の必要性が事後的にみると明らかである問題に対して、日本銀行が対処することが期待されていたことがわかる。

日本銀行の政策対応は、構造的問題に対する抜本的対応が採られないなかで、それなりの機能を果たした。しかし、いくつかの分野において、結果的には「日本銀行の金融政策やブルーデンス政策は構造政策を代替できない」という現実をわれわれに突きつけた。

例えば、バブル期には、「内需拡大による経常黒字縮小」という政策思想が、金融政策の自由度を制約し、資産価格の急激な上昇への対応を遅くした可能性が否定できない。しかし、趨勢的な貯蓄・投資の不均衡を、金融政策による内需拡大で是正するという当時の思想は誤りであったと言わざるを得ない。

あとから振り返ってみると、アコモディティブな金融政策は、一定の政策効果を挙げることはできたとはいえ、「時間稼ぎ」という側面を持つが故に、その結果として、構造問題に対する根本的な解決策を遅らせるという副作用を伴った、という側面すらある。同様の問題はブルーデンス政策にも当てはまる。こうしたことを考えると、政策運営に当たって、短期的には「与件」となるが長期的には正しい解決を遅らせかねない問題にどのように対処するか、というのは重要な論点だと思う。

論点3：財政政策と金融政策の関係をどう考えるか

日本経済の将来展望をみると、短期的には「与件」となるが長期的には政策運営を歪める可能性を秘めている社会環境・構造問題の1つの具体例は、急激に増加している財政赤字である。第3セッションの報告論文はこの問題を扱っており、第1、第2セッションの教訓を将来にどう生かすか、の1つの具体例ともいえるように思う。

財政政策のマクロ経済政策としての限界はつとに指摘されている。このことは、金融政策により大きな負荷がかかることを意味している。しかし、金融政策しかない、ということと金融政策ですべてできる、ということは全く別なことである。日本銀行が持続的な物価安定を達成しているもとの、景気がかなり大きな振幅を示す、という場合、金融政策はよりアクティブに景気平準化を目指すべき、ということになるだろうか。結局、将来のインフレ率や経済のマクロ的なリスクを認識する、というオーソドックスな政策判断のスタイルで試行錯誤していくべき、ということに尽きるのか。

さらに、財政再建というプロセスではどのような金融政策運営が妥当か。シンプルなケインジアン的発想でいけば、財政再建をサポートするより大幅な金融緩和、という議論になりそうだが、報告論文の指摘は、そういった大きなレジームの変更が将来のレジーム変更を予見させ、それに伴う不確実性を織り込ん

で期待インフレ率や金利が形成されることを考えると、ケインジアン的な議論は楽観的にすぎるだろう、ということを示しているように思われる。

このような論点提起を受け、以下のように自由討論が行われた。

(2) 1990年代の日本経済の低迷とバブル崩壊について

稲葉(企画室参事)は、バブルの生成・崩壊のメカニズムやその性質、とりわけ金融システムに与える影響とそのメカニズム、さらにはバブル崩壊後の物価の不安定性について、中央銀行として知見が相当程度不足していたとの認識を示すとともに、問題の解明を先送りすることのリスクを指摘した。

また、**早川**(調査統計局参事)は、いわゆるバブルの崩壊によるクレジット・クランチャやバランスシート問題が1990年代、とくに1997年秋以降の景気低迷に影響を与えていたことは認めながらも、これのみで1990年代を通じた長期にわたる景気低迷のすべてを説明することは不可能であると論じた。この点につき、需給ギャップや全要素生産性(TFP)の計測例を引き、何らかの大きな変化が供給面で生じている可能性を示唆した。

一方、**北村**は、1990年代の長期にわたる景気低迷を金融システムの安定性との関連性から眺めた場合、ペイオフや国有化、合併といった金融機関の破綻処理に際してとられる各種手段について、経済厚生観点からみた場合の評価がなされていないことが、結果として金融システムの再構築を遅らせたとの認識を示した。

(3) 構造問題を抱えている場合の金融政策の対応・守備範囲について

稲葉は、第2セッションで論じられた「時間稼ぎ」は、ブルードレンス政策のみならず、金融政策一般に適合する問題であるとしたうえで、構造問題が片づかない状態で金融政策を積極的に発動させたとしても、結局その構造問題を深化させてしまうだけであるとの懸念を示した。

一方、**渡辺**は、金融政策の守備範囲について次のようにコメントした。すなわち、通常の経済環境では金融政策は实体经济に対して大きな影響を及ぼすことはできず、せいぜいのところ1年間程度の流動性効果しか期待できない。しかし、インフレ・ゼロ、金利ゼロの世界では金融政策の守備範囲はもっと広がる可能性がある。例えば、クルーグマンが指摘した²⁵ように、名目金利をゼロまで下げてもなお実質金利が自然利子率を上回ってしまうような場合には、期待インフレ率を引き上げることで実質金利を下げ、貯蓄超過を解消させることが中央銀行に求められる。また、

25 クルーグマンの議論については、Krugman, Paul, "Thinking about the Liquidity Trap," paper presented at the NBER, CEPR and TCER conference, "Monetary Policy in a Low Inflation Environment," December 1999、などを参照のこと。

名目賃金の下方硬直性やメニュー・コストの存在が原因になって失業率が增大している場合にはインフレ率を引き上げることで失業率を減らすことが中央銀行に求められる。

上述のクルーグマンのフレームワークに関して、吉川は、そもそもクルーグマンのモデルは、貨幣需要や設備投資の利子弾力性が十分に高いという前提で組み立てられていることに加え、同モデルは2期間モデルであり、第1期にデフレが生じていても、第2期には、キャッシュ・イン・アドバンス制約 (cash-in-advance constraint)²⁶が制約条件となって、中央銀行は必ずインフレを起こすことができるというきわめて単純化したものにすぎず、これをそのまま政策判断に使うのは乱暴ではないかとの見解を示した。

また、吉富は、経済が事実上の流動性の罠 (liquidity trap) の状態にあるのにもかかわらず、IS曲線をシフトさせることが困難で、景気浮揚のためにはマネタリー・ベースの増減に依存するしか手段がないような現在の状況を鑑みるに、現段階でマネタリー・ベースを増やした場合に、どのようなチャネルで实体经济に影響を及ぼすかについて、理論的・実証的な検討を加えておく必要があると論じた。この点について、渡辺は、ゼロ金利のもとではマネーと債券が完全代替になるので、一時的にベースマネーを増加させるという意味での量的緩和は無効であるとの理論的な分析結果を紹介したうえで、足許の金融政策が金利も量も手詰まりになっている状況のもとで、それでも中央銀行が有効な政策を行わなければならないとすれば、将来の金融政策に関する人々の予想を変えるという予想チャネル以外にないと指摘し、政策コミットメントの重要性を強調した。しかし同時に、中央銀行が将来時点でコミットメントどおりに政策を実行しないかもしれないという時間的不整合性の問題が存在することを考慮すると、このコミットメントが信認されるかどうかは不確実性が残るとも付言した。

さらに、大野も、ゼロ金利政策のもとで信用乗数が著しく不安定化している可能性を示唆し、金融政策のトランスミッション・メカニズムとして現在考えられ得るあらゆるチャネルを実証的にチェックしたうえで、政策判断の材料にすることの必要性を論じた。

(4) 財政政策と金融政策の関連性について

稲葉は、財政政策と金融政策との関連性を考える際に、広い意味での政策思想をいかに共有していくのかという立場が重要であると論じた。これに関連して、現状のゼロ金利政策のもとで、もし、財政政策の規律が緩み、国債発行が急増した場合、将来新しい不良資産の問題が生じる土壌になってしまうのではないかという懸念を

26 経済主体が財を購入する際には、その期の初めに必要額の貨幣をあらかじめ保有していなければならないとする制約条件のこと。言い換えれば、「貨幣で財を買うこと、財で貨幣を手に入れることはできても、財で財を買うことができない」という制約である。貨幣をマクロの均衡モデルに明示的に取り込むための仮定として頻繁に用いられる。

表明した。

深尾は、財政当局と中央銀行との間の関係については、純粹に理論モデル上、あるいは、地方自治体レベルでは、財政当局のデフォルトの可能性を考えることが可能であるものの、一国レベルでデフォルトを行った場合には、巨額の資本流出を通じて、財政破綻と中央銀行の発行する銀行券に対する信用の失墜が同時に起こり得ると論じた。さらに、昨今のゼロ金利政策について、より残存時間が長い国債ないしはより信用リスクの高い金融資産を中央銀行が買い入れることにより、期待インフレ率を上昇(デフレ期待を払拭)させ、財政政策が景気浮揚に結びつくための環境づくりを行えば、現行のゼロ金利政策もより大きな効果を持つであろうとの持論を展開した。

この点について、**早川**は、**深尾**の提案する政策オプションは、期待インフレ率は緩やかにしか変化しないことを前提としているが、理論的には、人々に財政・金融政策がレジーム・シフトしたと認識されると、期待インフレ率は急激に上昇する(均衡がジャンプする)と考えるのが整合的であるので、この政策オプションは、政策当局にとってはリスクが高いものであると、反論した。

ここで、**林**は、財政当局と中央銀行の統合政府の枠組みに関して、純粹に理論的な立場からみた場合には、政府が将来期間にわたる政府支出の流列を決定し、中央銀行はそれを所与として、経済厚生を最大化すべくマネタリー・ベースを決定すれば問題設定上違和感は生じない。このような理論的フレームワークのもとで分析を行った場合には、現時点ではマネタリー・ベースを大幅に増やすことが経済厚生の上昇につながるとの見解を示した。

これを受けて、**岩本**は、政府の予算制約式を含めたかたちで中央銀行の行動を考えるべきであり、理論的なフレームワークづくりには、例えば、政府がはたして経済厚生を最大化すべく、合理的に(財政規律を保ちつつ)意思決定できるか否かという前提の置き方いかんで分析結果は大きく変動する可能性があるとして述べた。また、**稲葉**は、理論的分析を行う場合に、財政当局と中央銀行を一体化した経済主体として捉えるアプローチをとるのは、非現実的であり、非現実的前提のもとで有用な結論を得ることはできないのではないかとの問題意識を示した。**貝塚**も、財政当局が規律的、合理的に行動しているのかとの問いに対しては、年金を巡る議論等を考えてみても、5~10年といったタイムスパンを経た後には、当初とは異なったものになりがちである点を指摘した。この点に対しては、**早川**も、そうした財政当局の一貫性のなさが、国民心理を不安定化させ、長期的に貯蓄超過になっている可能性もあると強調した。

これに対して、**福田**は、教科書的に国民の厚生を最大化するという立場をとれば**林**のフレームワークが相応しいが、金融政策は時間的非整合性の問題を起こしやすいことから、中央銀行が政府から独立し、物価安定に大きなウエイトを置いて政策を行うべきとの見解を示した。

また、**北村**は、財政政策と金融政策の関連について、財政当局はリアルな面で経済厚生を高めるような政策にコミットする一方、中央銀行は財政当局のリアルの支

出負担を最小化するべくアコモデート（accommodate）していくような政策協調の可能性を模索する必要があると指摘した。

（5）中央銀行の考査・モニタリング機能の役割について

また、これらの議論に関連して、日本銀行における金融機関の考査やモニタリングの役割について、以下のような議論が行われた。

吉川は、日本銀行による個別金融機関に対する考査やモニタリングは、金融監督庁とその役割が重複しているのではないかと、との疑問を呈した。

これに対し、稲葉は、日本銀行によるモニタリングは、金融機関に対する最終的な流動性供給の判断を下す際に必要なものであり、局面によっては、政府とは独立な政策判断を可能とするために不可欠であるとの見解を示した。さらに、深尾は、金融機関の破綻と日本銀行の関係について、日本銀行の流動性供給は金融機関の破綻を回避する重要な手段の1つであり、現実的には、日本銀行と金融監督庁の役割に明確な一線を画することは困難であるとの見解を述べた。

また、白川は、日本銀行は1990年代前半の早い段階から、不良債権問題がマクロ経済に大きなインパクトを持つのではないかと認識を持ち、それに基づいて金融システム対策についてもさまざまな提案を金融監督当局に行った事実を指摘した。そのうえで、そうした日本銀行の認識や提案は、日本銀行が考査等を通じ個別金融機関の経営状況についての情報を知り得る立場にあったことに加え、金融政策を通じてマクロ経済を安定させることを使命としていることを背景とするものであると説明し、日本銀行の考査やモニタリングが金融監督庁の検査と役割が重複するものではないと論じた。

この点につき、貝塚も、新制度のもとでは、個別金融機関のモニタリングの役割は主として金融監督庁が担うことになろうが、実際には、引き続き中央銀行と協議のうえ、対応していくことになろうと述べた。

(別紙)

参加者 ラウンドテーブル着席者 注

座長	貝塚 啓明	中央大学法学部教授・金融研究所特別顧問
論文発表者	翁 邦雄	金融研究所長
	白川 方明	金融市場局審議役
	白塚 重典	金融研究所調査役
	内田 真人	金融研究所研究第1課長
	森 成城	金融研究所副調査役
	藤木 裕	金融研究所兼金融市場局調査役
指定討論者	吉富 勝	アジア開発銀行研究所長
	北坂 真一	神戸大学大学院国際協力研究科助教授
	吉川 洋	東京大学大学院経済学研究科教授
	小川 一夫	大阪大学社会経済研究所教授
	井堀 利宏	東京大学大学院経済学研究科教授
大学関係者	岩本 康志	京都大学経済研究所助教授
	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
	伊藤 修	埼玉大学経済学部教授
	伊藤 正直	東京大学大学院経済学研究科教授
	大野 健一	政策研究大学院大学教授
	北村 行伸	一橋大学経済研究所助教授
	鹿野 嘉昭	同志社大学経済学部教授
	林 文夫	東京大学大学院経済学研究科教授
	深尾 光洋	慶應義塾大学商学部教授
	福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科助教授
日本銀行関係者	渡辺 努	一橋大学経済研究所助教授
	山口 泰	副総裁
	黒田 巖	理事
	山下 泉	金融市場局長
	三谷 隆博	信用機構室審議役
	田幡 直樹	信用機構室審議役
	平野 英治	国際局長
	稲葉 延雄	企画室参事
	田辺 昌徳	信用機構室参事
	早川 英男	調査統計局参事
	雨宮 正佳	企画室企画第1課長

(注) 肩書は、ワークショップ開催時点のもの。

