

【研究ノート】

バブル期における金融政策

渡 辺 健 一

1. 問題の所在

管理通貨制下の金融政策（あるいは通貨政策）の基本目標は、通貨価値の安定を保持しながら日々変動する通貨需要を充足させることにある。変動する通貨需要に応じた通貨供給という点で管理通貨制度は金・銀本位制といった貴金属貨幣制度とは異なる。このための操作目標が公定歩合や政策金利等であり、そのための直接的手段が公開市場操作（オペレーション）や中央銀行貸付（さらには預金準備制度）であることは金本位制下のそれとさして変わりはないといえよう¹。管理通貨制下での通貨供給はこの金利のもとで発生する通貨需要に受動的に応じることになる。この際対象となる物価水準は卸売物価（ないし企業物価）か消費者物価かという点も問題となる。今日多くの主要国では消費者物価が目標とされているが、物価水準変動の主因は通常、経済の需給関係であり、これをより端的に示すのはむしろ卸売物価である。消費者物価は賃金のウエイトが大きく、この賃金は需給関係のみならず生産性水準にも大きく依存するからである。

問題を困難にするのは、通貨政策に依存する当該経済の需給関係のみならず、1970年代の石油危機において典型的に示されたように、輸入物価の変動という比較的国内需給関係とは独立な要因にも物価変動は依存することである。この要因に対し通貨政策で対応するのは定義的に不適切・困難であるからである。資本移動を伴う変動相場制がこの問題を若干緩和すると期待されるが、実際にはあまり効果がなかったことは石油危機が示す通りである。その有効性の問題をさしあたり無視すれば所得政策等が考慮されるべきであろうか。

今ひとつの大きな問題は物価安定の対象に資産価格を含めるべきか否かであろう。いわゆる資産効果はさして大きくない、あるいはそれが無視し得る多くの状況では、政策目標に含める必要はないであろう。しかし今ひとつの側面であるバブル形成のように多くの経済主体を巻き込み、通常の景気にすら影響を及ぼすおそれがある時は真正面から対応する必要がある

¹ 金本位制下にあつては、特に基軸通貨国であつた英国の目標は、必要とされる金準備量の維持であつたといふ。したがつて公定歩合政策の直接的操作対象は有効需要を左右する国内信用の増減というよりは短期資本移動であつた。しかし既に19世紀第4半世紀頃には金銀などの商品貨幣のウエイトが低下して信用貨幣が60%を超えるようになる。これに並行して銀行券発行は全額正貨発行準備制から保証準備発行制度へと変化し、管理通貨制への漸進的進展がある（渡辺（2007））。

ろう。バブル形成やその崩壊の主たる一因は通貨政策にあるからである²。

本論文ではバブル形成阻止のために金融政策は、卸売物価や消費者物価の変動に示されるような経済の状況（GDP等のフロー変数により代表される）に可能な限り影響を及ぼさないように、独立的手段が採られるべきであることを論じる。むろんその成否はともかくこのような手段は1990年の日本の総量規制にみられるように、実際の経済では既に実施されてもいるが。

2. いくつかのケース

<米国の大不況時>

連銀は株式市場の加熱状況のみを、公定歩合を1925年の3.44%から、以後3.83, 3.79, 4.54と引上げ、1929年にはピークとなる5.21%にする。常識通り、貨幣量ではなく、金利の引き上げが景気反転を加速した一因である。しかし株式市場の崩壊や景気の落ち込みのため1930年には3.00%へ急降下させる（8回の継続的引き下げにより30年9月には1.5%とするが、31年10月の英国の金本位制離脱等により再度一時的に3.5%へ引き上げられる）。公定歩合は31年以降2.12, 2.83, 2.50%と傾向的に低下し38年から47年までは1%水準を維持する³。1929年の名目GNP成長率は約6%とやや高いが、卸売物価は既に26年以降むしろ下落傾向であり29年には1.8%の下落となる。したがって上述の公定歩合引き上げは景気過熱に伴うインフレ・通貨価値下落防止のためではなく、株式市場過熱の沈静化が目的であったと理解される。むろんこの公定歩合引き上げは、その意図の有無はともかく、財・サービスの需要を減少させ、すでに住宅はむろん自動車等で潜在的に進行していた過剰生産要因も加わり、実物経済の悪化をもたらすことになる。

逆に景気や物価という点ではその必要はないために金融引き締めがなされず、しかもそれが景気拡大という実体経済への効果というよりは株や土地の投機をおおることもある。このような事態は1980年代後半バブル形成時代の日本や、2000年代のサブプライム・ローンに代表される米国のバブル形成の時に見られたといえよう⁴。このような場合、日本のバブル頂点

² 今ひとつの原因は、特にバブル形成の初期における、実体経済を基礎とする需給要因であり、これがなければ一般にバブルは形成されない。

³ 1933年までの4年間に卸売物価指数は約30%（CPIでは約25%）、製造業賃金指数は20%下落する。つまり価格の（下方）硬直性がこの大不況の原因するのは明らかに誤りである。常識通り、景気の悪化が物価・賃金の下落をもたらしたのであり、だからこそニューディール下のNIRAの主目的はこのデフレ・スパイラルの停止であった。さらに、このような著しい不況下では将来収益の好転が予想され得ず、投資がなされないため資金需要が、したがって通貨需要が減少する。加えて、通常このような過程に伴う借金返済、すなわちバランスシート修復が緊急の課題となるため、通貨需要はさらに減少し（借金返済が増加する）、しばしば「流動性の罠」といった誤った表現がなされる、金融政策無功領域に陥ることになる。

⁴ 政策的には当面の景気拡大への囚われすぎといえようか。このような場合時折いわれるのは、「物価が安定していたから金融引き締めは必要ではないと思った」という弁明である。むろんこれは単なる言い訳で、千載一遇のチャンス、思いっきり稼ぎたいとする金融関係者の圧力に屈したに過ぎないのかもしれないが。

での不動産投資に対する総量規制のように、通常のフローの景気である実物経済に対するものと資産投機に対するものとを差別した融資方法を探る必要があり、またそれ以外の適切な方法は無いのではないか。変動相場制下ではさらに為替レートへの配慮も必要になり、単一の金利の上げ・下げでは物価、景気、為替レート、投機に関する4つの目標に同時に整合的な対処ができないのは当然である。

< 2000年代の欧州の住宅バブル >

2007年から顕在化する世界金融危機で多くの人を驚かせたのは米国に劣らず欧州各国でも住宅バブルの形成なども行われていたことであろう。この辺の事情はクー（2008）によれば次のようになる。1990年代後半のICTバブルは米国のみならず欧州諸国をも巻き込む世界的事件であった。ドイツのノイマルクト（独のナスダック）も2000年に崩壊しピークから96%の下落を見る。このためこのバブルに乗った多くの企業はバランスシート修復モードへと移行する。このため2000年に対GDP比で企業8.7%、家計2.6%の有効需要収縮となる。本来は独の財政政策による不況対策がなされるべきであったが「安定成長協定」により赤字の対GDP比3%越えが禁止されていたために金融政策に依拠せねばならなくなった。ECBによるユーロ圏の政策金利は2001年の5%弱から2002年以降引下げられ、2004年には2%の水準になっていた（戦後 Bundesbank が設定した最低水準）。言うまでもなくこの金利はユーロ圏全体に及ぶ。この金利低下が既に5%程度の住宅価格の上昇があったアイルランド、フランス、スペイン等で住宅バブル形成を促すことになる。

ドイツ自身では90年代の東西統一フィーバーなどでバブル形成が先行していたためこの低金利には反応せず、企業のリストラ・賃金カットにより輸出競争力が増大して2001年には最大の貿易黒字国になる。ドイツの実質GDP成長率は2000年の3.2%をピークとして01年1.2%、02年0.0%、03年0.2%、04年1.1%、05年0.8%と低迷し、2006年によりやく回復し始める（約2.9%）。この間2002年に対GDP比財政赤字が3.5%となり、2003年1月EU財務相理事会で4ヵ月後を期限に過剰財政赤字是正への勧告がなされる。しかしドイツのこれまでの改善努力が評価され制裁措置の発動には至らなかった。

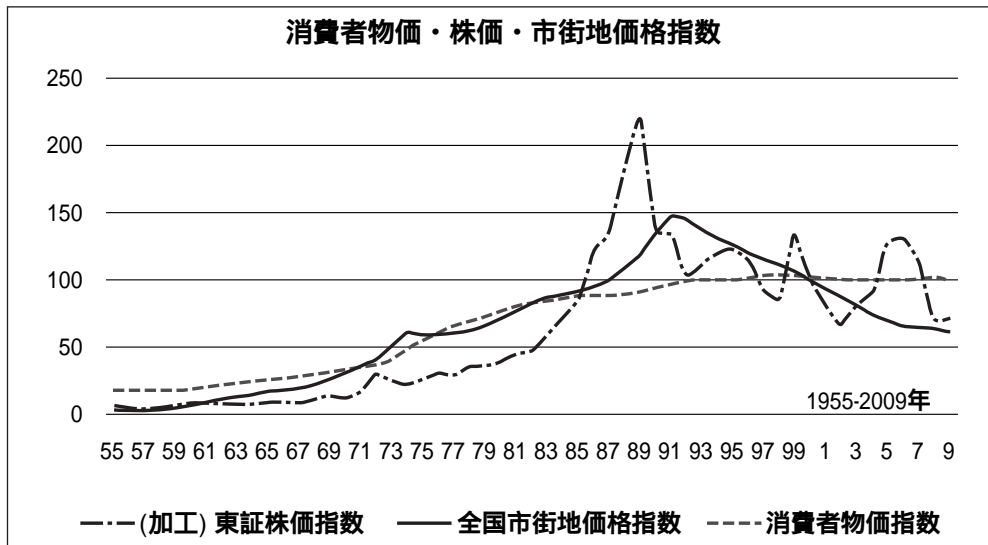
以上の経過が意味するものは次のようになる。「安定成長協定」による財政赤字規制は、国債残高のそれをも含め、インフレ対策が主要目標である。しかし日本の例に明らかなように財政赤字は有効需要総額が供給能力を超えない限り直ちにインフレを導くものではない。ユーロ金利がユーロ圏全体に、ひいてはその他世界の金融状況にも影響することを思えば、ドイツの景気対策は原則通りまず財政政策によるべきであったろう（金融政策は物価安定が主目標）。景気対策はその必要性に応じ当然ながらその規模は変化し、例えば10年単位での規制が必要であるにしても一時的にこれを逸脱するのはやむを得ないと思われる。ちなみに世

界金融危機に対する大規模景気対策によりドイツでさえ2009年にはその対GDP比財政赤字は3.3%、対GDP比一般政府債務残高は73.2%とEUの安定成長協定の条件(3%と60%)を逸脱する状況となっている。したがって特に現状程度の経済統合度では、マーストリヒト条約、リスボン条約の関連条文は修正されるべきものであろう。

3. 日本の1980年代後半のバブル形成について

バブルのコントロールが必要であるにしても、何時バブルになっているのかは一般に知り得ないとする見解もある。この見解は経済学の主流派ではしばしば主張されるが(と思われる)、最近の行動経済学ではそのような理解ではない。例えば小幡(2008)によればバブル渦中にある当事者は現在がバブルであることは十分承知して売買を行っているのであり、いつ売り抜けるか絶えず戦戦恐恐としているという(むしろバブルであることは分るにしてもそれがいつ破裂するかが全く不明であるからであるが)。多少とも実際の経済の経験を反省すればこれはむしろ常識であると言えよう。

図表1には戦後日本の消費者物価指数、全国市街地価格指数、東証株価指数を掲げてある。



資料： 内閣府『2010年 経済財政白書』末尾の長期経済統計より。

- 注：1. (加工) 東証株価指数は1964年1月4日の株価を100とした時の各期末値を、2000年 = 100の指数に変更したもの。
2. 消費者物価指数は総務省データ；69年以前は「持家の帰属家賃を除く総合」であり、2005年基準の総合指数とは接続しない。2005年 = 100
3. 全国市街地価格指数は各年3月末値，2000年 = 100

図表1

周知のように戦後日本の地価は3回のバブルを経験している。第1回目は1960年前後の高度成長開始期における工場用地地価上昇が先導するが、1964年の東京オリンピックに向けた都心開発、東海道新幹線と名神高速道路建設時期であり、また高度成長に伴う人口の都市集中、核家族化による住宅・土地需要が続く。第2回目は1970年前後、都市化による住宅地地価上昇に先導される。71年8月以降の円切り上げによる「円高不況」回避のための金融緩和に加え、当時の田中首相が「日本列島改造論」を打ち出したことによる。候補地として指定された地方都市・工業用地・高速道路用地などが買い漁られた。特徴は住宅地地価上昇の先導、土地投機が大都市に留まらず全国的規模となったことであるが、バブル崩壊により戦後最初の地価下落が生じ、以後数年地価上昇率は金利水準に近い変動となる。第3回目は1980年代後半のいわゆるバブル期であるが、商業地、特に東京都心の商業地の地価上昇が先導する。80年代の金融自由化・国際化とME技術革新による情報・通信ネットワーク化が一時沈静していた東京圏への経済・人口の集中傾向を再度活発化させる。企業本社・事業所の東京集中が促され、またジャパン・マネー運用を目的とする外資系銀行・証券会社の東京進出が進展し、インテリジェントオフィスビルが高値で買い上げられる。87年の「第4次全国総合開発計画」では東京を世界都市と位置付け、東京を中心とする交流ネットワーク構想が掲げられる。国土庁が東京のオフィスビル不足予想を公表し、政府は東京臨海部で大規模開発プロジェクトを打ち上げ、既成市街地の再開発事業の推進がなされ、優良プロジェクトの優遇措置すら採られた。さらに87年には「総合保養地整備法（リゾート法）」による民間活力利用のための税制特別措置、資金援助、規制緩和措置が採られる。このように見てくると図表1に示される91年の地価のピークの発生は当然のようにも思えよう。第3回目も金融緩和の先行、円高阻止・「円高不況対策の必要」という点では第2回目と同様であり、地価高騰は実体的需要の発生から始まり、金融緩和を背景とするという共通要因を有している。

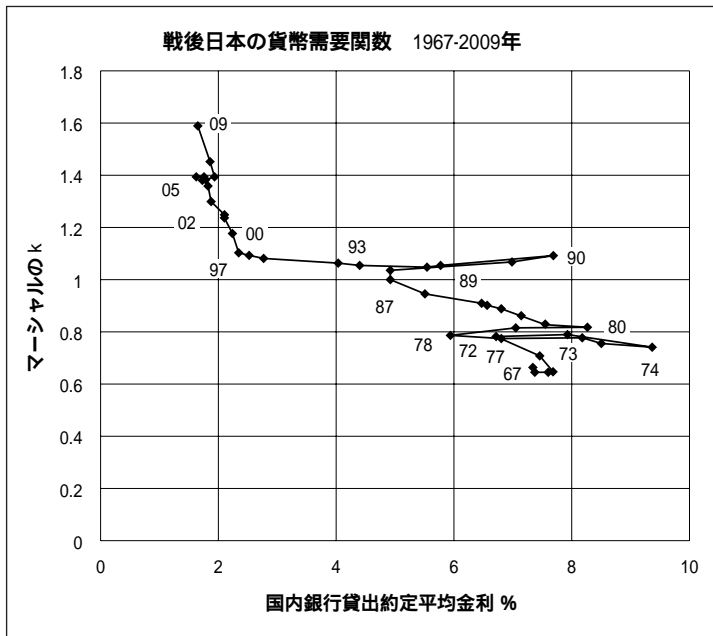
上記のような事情は図表1では第1回目の地価上昇は不明であるが、第2、第3回目のそれは明瞭に観察される。全国市街地ではなく6大都市のそれを採用するとより鮮明となり第1回のそれも明らかとなるが（渡辺（2003）、259ページ）、さらに住宅地、工業用地、商業地の地価を見ることにより地価上昇開始期やその終末時期もより鮮明にみてとれる。しかしそれは結果論とする見解もあり得よう。だが地価上昇の加速動向などを見れば事前的にも、たとえ当事者でなくとも、バブル形成は十分に推測出来よう。図表1に明らかのように、地価変動にほぼ2年先行する株価の変動についてもほぼ同様に事前的推測が可能であろう。

4. 日本の通貨供給量にみられるバブルの発生・崩壊

バブルの発生は、取引に伴う決済を必要とする以上、大規模なそれは若干異常な金融緩和として観察される、すなわち通貨供給量にも明瞭に現れるはずである。したがってその観察

によりバブル発生を知り得ることになるはずである。

通貨は貨幣の定義により銀行の株式購入等をも含む広義の信用供与として供給される⁵。具体的には金融機構、特に中央銀行により政策金利が決定されると、この実現のために貸付やオペレーション等がなされるため、金利は長期のそれをも含め基本的には政策的に決定されるといえよう⁶。このような金利と予想される利潤率の基で貨幣需要量が決まり、銀行はこれに受動的に依拠することになる（言うまでもなくこのようにして決まる貨幣ないし通貨供給量を増減する必要があれば一般には金利の低下・上昇という操作がなされる）。ともあれ一旦信用供与がなされると通常、それは被供与者の預金として口座に振り込まれ（預金通貨の増加）、支払い決済を通じ取引相手の預金や現金、準通貨などに姿を変えるものの、銀行への返済や銀行による債券の売却等がなされない限り、貨幣量の増減はなく、その形態・所有者が変わるのみである。



資料：内閣府『2010年 経済財政白書』末尾の長期経済統計より。

注) マネースtock： 1979以前マネーサプライ統計のM2，1980-2002はM2+CD，
2003以降年はマネースtock統計におけるM2；国内銀行約定平均金利はス
tock分総合の期末値

図表2

⁵ 銀行による国債の購入や外貨の購入等も含まれる。

⁶ 教科書的にいえば金利の期間構造により長短金利は結びついている。むしろ長短金利の逆転等が一時的には観察されることもあるのでこのような理解は理論的単純化を含むが。

現実の統計では利子率 r と貨幣量 M の増減はどのような関係として理解できるのであろうか。名目GDP (PY) を、先に述べた利潤率と貨幣需要量の規模を一括した代理変数として用いるなら、貨幣需要量 M は教科書で示されるように $M = L(r, PY)$ となる。これをさらに単純化して利子率の減少関数となるマーシャルの $k(r)$ を用いて、 $M = k(r) PY$ (カレッキ型貨幣需要関数) とする。図表2には縦軸にこのマーシャルの $k = M/PY$ 、横軸に国内銀行貸出約定平均金利を採って戦後日本の貨幣需要関数を統計データのまま示している。

図表2の注に示したように内閣府の統計では貨幣の定義に連続性を欠いている。このようにする理由は不明だが、当該期間の譲渡性預金 CD は総貨幣量 $M2+CD$ の1-2%のオーダーであるためここでの目的に対し支障にはならない。また国内銀行貸出約定平均金利は長・短貸出利子率及び当座貸越金利の加重平均であるが、理論的に妥当とされる長期金利を用いたグラフとさしたる差はない⁷。

概ね右下がりとなるのは貨幣需要関数の想定通りであるが、73-76年、78-80年、89-92年の三つの時期について異常が見られる。周知のように地価や株価の変動そのものはGDPに計測されることはないため、バブル期のそれがGDPを変数とする貨幣需要関数からかい離するのは当然である。第1と第3の時期はこの事情を反映している。つまり土地や株取引に伴う決済に必要な貨幣需要があるため同一利子率であってもより大きな貨幣需要が生じる、つまり一時的な上方シフトが生じることになる。バブルが崩壊すればこのような決済資金は不必要となるので貨幣需要はもとの関数関係に戻ることになる。

これに対し第2の時期の異常はバブルが形成されていた訳でもなく異なる原因によるはずである。図表2から明らかなように、80年以後貨幣需要関数は60-70年代から永久的に上方シフトして元に戻らなかったと解釈される。周知のように第2次石油危機が発生したため1979年から80年にかけて金融引き締めがなされ、また1982年3月以降円安防止のために短期金利の高め誘導がなされる(経済摩擦を背景に)。このような利子率の上昇は貨幣需要を減少させるはずである。他方、1980年以降為替管理の自由化が本格化し、いわゆる金融の自由化・国際化が進展する。これに伴い内外で金利志向が高まり、特に日本では現金や預金通貨の需要がかなり急激に落ち込む一方、この落ち込みを十分に相殺する高利回りの準通貨(定期預金)やM3の定義に含まれる貸付信託等が増加する。このため対GDP比 $M2+CD$ (および $M3+CD$)は80年には局所的ピークとなるほどの上昇をとげ、81年にかけて若干減少を見るが、以後も上昇トレンドがみられる(1984年年次経済報告書、第4章3節4項 金融の自由化・国際化とマネーサプライの概念、第4-22図)。この『年次経済報告書』の示唆するところに従えば⁸、上記の1980年代以降の貨幣需要関数の上方シフトはこの自由化・国際化に伴う金利志向の上昇という制

⁷ 長期プライムレートを用いたグラフとほぼ同一となる(渡辺(2007)参照)。

⁸ 1984年年次経済報告書ではマーシャルの k を利子率の関数としてとらえていない。

度的変化によるものと解せられる。

ともあれ金融統計を観察することによってもバブル形成は十分に推測し得るものといえよう。特に銀行の融資担当部門というミクロではこうした動向を十分に把握し得るものといえよう。

5. 独立した政策手段の必要性

バブルに対して何がなされるべきなのか。その形成・膨張を阻止すべきとする点に対してすら完全に合意がある訳ではない。2004年にグリーンズパンはハイテク・バブルについて次のように論じたという、「バブルだと推定されるものを抑えるために劇的な行動を採っても、その結果はほぼ予想がつかない。そこでわれわれは・・・『バブルが破裂した時の被害を緩和し、次の景気拡大への移行を容易にする』政策に焦点を当てる方法を選択する」。同様にバーナンキも中央銀行が資産価格の上昇に介入するのは「不確実性」のために不可能だとしている⁹。ルービニ達によれば、過去20年以上にわたるFRBの動きを見守ってきた投資家は今では十分な根拠を持って次のように結論付けているという。投機のバブルが生まれ膨らんでいく段階には中央銀行がそれを止める行動を全く採らず、それどころか「ニュー・エコノミー」や住宅所有の利点を称賛してバブルを奨励しさえするが、バブルが破裂したときの打撃を抑えるためにはあらゆる行動を採る（以上ルービニ+ミーム（2010, 324-5ページ））。

前節までにバブル状態にあることは取引当事者のみならずエコノミストの多くも認識できることを示してきた¹⁰。結論的には実物経済にもしばしば意図せざる影響を及ぼすマクロの通貨政策ではなく、バブル部門へ、またそのみに効果があると考えられる、例えば1990年の日本の「総量規制」のような、質的・差別的金融政策が採られるべきであろう。

これは1990年3月に大蔵省の金融機関に対する行政指導であるが、銀行局長による「土地関連融資の抑制について」という通達によりなされ、特に不動産融資の伸び率を総貸出の伸び率以下に抑えることを指す。この政策の問題点は図表1から推測されるように1988年ぐらいには実施されるべきものであった、つまり遅すぎた。しかし問題はこれに留まらず、周知のように住宅金融専門会社による不動産向け融資を対象とせず、また農協系金融機関は対象外とされたためここから資金が流入したことである。

いうまでもなく不動産向け融資の規制といった特定産業部門への差別、一般に産業政策と

⁹ ルービニ達（2010）は次のように反論している。金融政策の決定に当たっては不確実性は常について回る。不確実性があるからといって中央銀行はインフレ率をその目標以下に抑えようとする政策を採らない理由にはしていない。

¹⁰ 2003年ごろにはFRBスタッフの一部は住宅市場がバブル状態にあることを認識していたが、グリーンズパン議長は「住宅バブル」という言葉を使うなどという箝口令を敷いていたという。百年に一度の危機ならばこれも些細なことであるが。グリーンズパンの計画ではICTバブル崩壊後の企業によるバランスシート修復不況を財政出動と適度な住宅バブルにより乗り切ろうとしていたと、クーは推測している（クー（2008, 37ページ））。

いわれるものは主流派経済学ではすこぶる評判が悪い。しかしこれは妥当な理論や実証的事実に基づく見解ではない。このようなイデオロギーは早急に修正される必要がある¹¹。

6. 結語

不況下の物価抑制の必要というように景気対策と物価政策とが矛盾するような状況では景気は財政政策、物価は金融政策という政策割り当てが原則となろう。物価政策、すなわち通貨価値の安定という場合、目標は経常的生産に関わる卸売物価や消費者物価の安定となるが、土地や株式等の資産価格の変動、特にバブルの発生・崩壊の防止も金融政策の対象となろう。一般に金融緩和なくしてバブルの発生はないからである。ここでも、例えば経常的生産に関わる物価は安定的に推移しているが、一部の資産価格にバブル形成の兆候があるというように、両者に対する政策が矛盾する場合がある。このような時は当該資産の売買に関わる融資を制限する等、両者を区別・差別した金融政策を採る必要がある。

(成蹊大学 名誉教授)

参考文献

- 小幡 績 (2008) 『すべての経済はバブルに通じる』 光文社新書
 クー, リチャード (2008) 『日本経済を襲う 二つの波』 徳間書店
 経済企画庁 (1984) 『昭和59年 年次経済報告書』
 チャン, ハジヨン著, 田村源二訳 (2010) 『世界経済を破綻させる23の嘘』 徳間書店
 ルービニ, N. + ミーム, S. 著, 山岡洋一・北川知子訳 (2010) 『大いなる不安定 金融危機は偶然ではない, 必然である』 ダイヤモンド社
 渡辺健一 (2003) 『日本経済とその長期波動 21世紀の新体制へ』 多賀出版
 (2007) 「流動性選好説再訪」, 成蹊大学経済学部論集 第38巻 第1号, 10月

¹¹ 関連する代表的イデオロギーは自由貿易論といえよう。しかしこれほど歴史の事実とかい離する見解も珍しい。経験曲線やイノベーションによる経済成長・発展という経済の動態的側面への考慮の欠落した「理論」への固執のためと解される。この点についてはチャン (2010) の「第7の嘘 途上国は自由市場・自由貿易によって富み栄える」も参考になろう。