

## バブル期の金融政策とその教訓

鹿児島国際大学 衣川 恵

### < 報告要旨 >

1980年代後半における日本の大型バブルの原因の1つとして、金融政策の失敗を指摘できる。本報告では、バブル期の金融政策とその教訓について検討する。

(1) プラザ会議からルール会議まで。85年9月のプラザ会議を契機に急激な円高が進んだ。そのため、86年は景気後退となり、日銀は、86年に公定歩合を4度引き下げた。他方で、株価は急騰し、地価も東京都を中心に高騰した。しかし、この時期の金融緩和は、急激な円高、景気後退、プラザ会議の影響等を考慮すれば、やむをえない面があった。

(2) ルール会議からブラック・マンデーまで。87年2月のルール会議直後、日銀は公定歩合を過去最低の2.5%まで引き下げた。この時の金融緩和も、やむをえない面があった。しかし、その後の金融政策には、問題があった。日銀は、87年度以降、内需主導の景気回復過程に入ったと判断した。また、株価の暴騰はきわめて異常であった。地価は大阪圏でも上昇が目立ち始めた。87年夏頃には、公定歩合を引き上げるべきであった。

(3) ブラック・マンデーから90年5月の金融引き締めまで。87年10月にブラック・マンデーが発生し、東京株式市場も暴落し、株安の世界的連鎖が生じた。ブラック・マンデー直後は、さすがに金融引き締めは無理であった。しかし、東京株式市場の回復は速く、88年4月7日には、日経平均がブラック・マンデー前の高値を超え、急騰を続けた。地価の暴騰は、88年には大阪圏にも波及し、狂乱状態になった。経企庁は、5月の月例報告で、個人消費、民間設備投資が順調で、景気が引き続き拡大局面にあると判断した。

西ドイツの中央銀行が6月末に公定歩合を引き上げた。8月には、英米独仏等が公定歩合を引き上げた。この頃には、日銀は、甘く見ても、公定歩合を引き上げるべきであった。

(4) 公定歩合を引き上げなかった理由。澄田日銀総裁は、当時、物価が安定しており、金融引き締めを実施しないと声明していた。しかし、当時は、急激な円高のために、輸入物価の下落が顕著であり、消費者物価上昇率はきわめて低く、物価は安定していた。日銀は、金融政策の目標を第一義的に「物価の安定」に置いており、物価が安定していることを理由に、公定歩合を引き上げなかった。

だが、物価が安定していても、大型バブルが国民経済に及ぼす影響は、ハイパー・インフレーションにも比肩しうる害悪がある。バブル期のような失敗をしないためには、金融政策の目標について、考え方を改めるべきである。ところが、金融政策の目標を「物価の安定」に置く姿勢は、今日も変わらない。日銀は株価や外国為替相場等に対しても物価を基準に対応できると説明している（『物価の安定』についての考え方」2000年11月）。

(5) 新日銀法とバブルの教訓。新日銀法第1条は、日銀の目的として、通貨の発行、通貨及び金融の調節、信用秩序の維持を定めている。しかし、第2条で、「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、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もって、その理念とする」と定め、金融政策を「物価の安定」に限定している。しかし、この規定は、日本のバブルの教訓を生かしていない。金融政策は、「物価の安定」に限定されるべきものではなく、経済成長、外国為替相場、バブルの状況等に対しても、運用されるべきである。

日銀は、現実には、建前とは別に「物価の安定」以外にも、不況や急激な為替変動等に対して金融政策を運用しているが、バブル期における金融引き締め的大幅な遅れは、日銀が「物価の安定」にこだわり続けたことに大きな原因がある。新日銀法の第2条を改正して、政府から独立した日銀が、法的にも、経済成長、外国為替相場、資産価格等の状況に対しても、機動的に金融政策を運用できるようにすべきである。

#### < 討論者からのコメント >

埼玉大学経済学部 相沢幸悦

バブル期には資産価格が高騰したが、一般物価（実物価格）は安定していたので、日本銀行がバブル経済の抑制に有効な対処を行わなかったのは事実である。

日銀法改正時の議論の中心は、金融政策の唯一の目標を物価の安定（正確には通貨価値の擁護）とするかどうかにあった。なぜなら、インフレの高進によって、庶民の預貯金が減価し、管理通貨制下での通貨への信任が損なわれるからである。資産インフレではそうならない。管理通貨制下では、通貨供給量は金準備とリンクしていないので、中央銀行は「流通必要金量」に対応するマネー供給に努めねばならない。ここに、現代における中央銀行の最大の使命がある。

一般物価の安定を金融政策の唯一の目標（正確には使命）とするのは、これを追求する時、インフレに目をつぶっても雇用拡大や景気回復に重点をおく政府・政治家の干渉を受けられる可能性が高いからである。したがって、中央銀行法における目標規定の次の条項で、この唯一の目標を実現するために中央銀行の独立性がうたわれるのである。ただし、討論者は、中央銀行の目的（使命）規定は物価の安定ではなく、通貨価値の擁護でなければならないと考える。なぜなら、中央銀行が責任を持たなければならないのは、物価の高騰一般ではなく、マネー要因による物価の高騰でなければならないからである。それゆえ、中央銀行の大きな役割である「最後の貸し手機能」や景気調整機能は、目的規定ではなく日本銀行の通常業務の条項で規定されているのである。

討論者は、新日本銀行法において、物価の安定という規定には、実物価格だけでなく、資産価格の安定も入っているということになったと記憶している。以下、質問をしたい。

日本のバブル形成が物価の安定に重点をおきすぎた結果であるとすれば、なぜアメリカの金融政策に生かされなかったのか。報告者は、アメリカの中央銀行の金融政策が物価の安定に限定したものでなかったと言うが、なぜ 1990 年代末に引き締めを行ってネットバブルを阻止しなかったのか。

中央銀行の使命は、物価の安定ではなく、通貨価値の擁護でなければならないと考えるがどうか。

ドイツは物価の安定を損なわないかぎり政府の経済政策に協力する義務を負うという規定があるが、日本はそうになっていないと報告者は言うが、日銀も物価が安定を損なわないかぎり政府の経済政策に協力している。とくにデフレ克服にインフレ・ターゲット以外のあらゆる金融政策を動員していると思うが、いかがか。

#### < 討論者のコメントに対する回答 >

本報告では、FRB の金融政策の歴史にふれて、常に「物価の安定」が目標とされたわけではないことを指摘したが、最近のアメリカの状況は対象としていないので、ここでは割愛したい。しかし、FRB は資産価格の動きにはかなり慎重に対応していると思う。

報告者は、「物価の安定」も「通貨価値の安定」も、同じく中央銀行の金融政策の重要な目標だが、これらに限定されるべきではないと考える。なぜなら、金融政策の究極の目標は、国民経済の健全な発展と考えるからである。この点で、報告者は、「通貨価値の擁護」が中央銀行の唯一の使命と考える討論者と異なる。なお、討論者は「新日本銀行法において、物価の安定という規定には、実物価格だけでなく、資産価格の安定も入っているということになったと記憶している」と言うが、新日銀法にそのような規定は見当たらない。

ドイツ連邦銀行法の第 12 条では、「ドイツ連邦銀行は、その任務を妨げない限りで、連邦政府の一般的経済政策を支援する義務を有する。・・・」と明確に規定している。ところが、新日銀法は、第 4 条で、「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」定めており、この第 4 条は、ドイツ連銀のように「その任務を妨げない限りで」という限定がなく、日銀と政府との関係を曖昧にしており、日銀の独立性を弱めている。報告者は、このことを指摘したのである。なお、日銀の金融政策には、平成不況期に限らず、しばしば建前と現実の政策に乖離がある。また、バブル期の終わりの頃には、日銀は政府の干渉も受けた。これらを想起する時、日銀法を明確に整備しておくことは重要である。

