

平成 12 年 9 月 16 日研究会レジュメ（古野報告）

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 翁邦雄他著

日本銀行金融研究所

2. バブル期の日本経済の概観

(1)バブル経済の定義 次の3点いづれに力点を置くかにより多少異なる。

- ・資産価格の上昇 株価のピークは1989 末、地価は90 頃
- ・経済活動の過熱 経企庁判定の景気の底は86/11、ピークは91/2
- ・マネーサプライ・信用の膨張 マネーサプライ前年比伸び率のピークは91/4~5

この3点が同時に生じていたか否かを基本的な判断基準として1987~90年に掛けての4年間を「バブル期」と定義する。

(2)バブル経済の特徴 キャピタルゲインの名目GDP比は1986から89年に掛けて452%と1972~73の193%を遥かに越え、景気拡大の長さは51ヶ月といざなぎ景気に次ぎ、マネーサプライも1987/4~6には10%を越えた。

(3)日本のバブル経済の規模

イ．海外の経験との比較 株価は1983~87 中央頃までは海外と同一歩調だったが88以降大きく異なる、経済成長率も86~90、91~95の変動幅で見るとG7中最大、金融機関の不良債権発生規模で見ても北欧と並び大規模。

ロ．第1次世界大戦後のバブルとの比較 今回は上昇期のキャピタルゲインはほぼ同じだがGDP比はGNP比107%（1930は43%）と大きい。崩壊後の経済の落ち込みでは遥かに小さい。

3. バブルの発生・拡大のメカニズム

(1)期待の強気化 バブル発生のプロセス = 初期要因、増幅要因、経済活動の螺旋的上昇

(2)バブルを齎した要因

- イ．金融機関行動の積極化（初期要因）金融自由化、収益率低下、自己資本規制
- ロ．長期に亘る金融緩和（以下増幅要因）資金調達容易、市場調達容易、担保価値上昇
- ハ．税制・規制要因による地価上昇の加速 土地保有促進、農転期待の価格形成
- ニ．規制付けのメカニズムの弱さ メンバークのチェック弱体化、会計制度・ディスクロージャーの遅れ
- ホ．日本全体としての自信 経済の好調、国際的地位の向上、経営の自信、国際金融センター

4. 金融政策はバブルを齎したか？

(1)バブル期の日本銀行の金融政策運営

イ．金融緩和のプロセス 国際的政策協調の枠組み、円高阻止、内需拡大による経常黒字

縮小

- . 金融引締めへの転換の模索 金融緩和行き過ぎへの懸念は 1986 年頃から表明され、87 年夏の短期市場金利引上げ、節度ある融資態度の要請、等も効果発揮せず。この間、海外主要国は相次ぎ金融引締めへ。短期市場金利は景気拡大から自律的に上昇圧力。
- ハ . 金融引締めのプロセス 1989 末からコールト上昇、90 年から銀行貸出厳格化、91 年逆イールド現象

(2)金融政策とバブル経済発生・拡大との関係

- イ . 金融政策はどのような意味でバブル経済を齎す一因となったか? 1987~89 のインフラット
 フォワードレートはフラット、金融調達容易さの持続を印象づけた。
- . 金融政策の運営如何ではバブル経済の発生は防げたか? 1988 年に 8%迄上げれば可能だったとの試算もある。
- ハ . 早期の金融引締めはバブルの規模を抑制できたか? 低金利永続期待は後退するが幅が小さいと上昇は止まらない。期待が修正されるまでは高金利を実施しても効果無いが、修正時の下方圧力は二重に利き大きくなる。
- ニ . プルテン規制強化でバブルに対応すべきであったか? リスクの所在や性格を把握し説明する事の必要性。

5 . 金融引締めは何故遅れたか?

(1)バブル期の経済・金融情勢の事後的点検

- イ . 景気 円高不況への懸念が財界主流の製造業に殊に強く、景気回復力が過小評価された。逆に後半は中期的な成長持続力につき過大評価が広がった。
- . 物価 後半にはかなり上昇、「おおむね安定」との見方もあるが、バブル崩壊期まで含めると持続的な安定に成功したとは言えない。
- ハ . マネーサプライ、信用量の膨張 マネーサプライ増加は物価にもある程度表れたが、資産価格の上昇に鮮明に出た。
- ニ . 資産価格の上昇 支出への資産効果、資産・所得分配の公正、将来のインフレリスク等の議論がなされたが、最大の問題は金融システムへの悪影響。

(2)政策思想の影響

- イ . 国際的な政策協調。
- . 円高阻止 為替相場をターゲットに運営する事は国内の独立した金融政策の放棄であるにも関わらず「国論」の圧力。欧州各国の引き締め転換にも追従できず。
- ハ . 内需拡大による経常収支縮小 貯蓄超過による経常黒字は内需拡大では圧縮不能の筈。
- ニ . 財政政策との関係 内需拡大は専ら金融政策がになった。

(3)バブルの弊害に関する認識

バブル崩壊の影響は発生・拡大期に比して非対称的に大きいとの認識が欠如。経済活動の

低下のみならず、資本設備価値の減価・供給能力の低下、バランスシート調整を齎す。

6. 日本銀行にとっての教訓

- (1) 先行きを展望した金融政策の重要性 先行きのリスクの展望・持続的な物価安定等
- (2) マクロ的なリスクの把握 需給ギャップ、マネーサプライ、信用量、資産価格、金融機関行動等
- (3) 政策思想への働きかけ
- (4) 制度設計の重要性

古野のコメント

1. バブルの定義として、資産価格の上昇、経済活動の拡大、マネーサプライの伸び 3つの現象が同時に発生することを上げ、バブル期を1987~90年の4年間としている。この判断は常識的で分かり易い判断の一つと思われる。
2. バブルの原因については、金融自由化に起因する金融機関行動の積極化を初期的要因とし、それを増幅させた要因として、(1)長期にわたる金融緩和、(2)土地税制・規制、(3)規律付けメカニズムの弱さ、(4)日本全体の自信、があり、その結果として前述の3現象が相対的に拡大していったとしている。何れもよく挙げられる理由であり、かつ複合要因であることに異論はないが、金融自体は事業主体からの働きかけを受けて初めて起動する受動的なものであり、そのような行動を起こしやすい環境にあったことは事実としても初期要因と特定できるのか？ 増幅要因のうち(1)は首肯できるが、(2)(3)はバブルに対して無力乃至多少促進的であった点は認めるとしても、過去から続いている制度・習慣であり何故従来のは好況期には機能せず今回だけバブルの増幅要因となったのか今一つ説得性に乏しいのではないか。その点では(4)にいま少しポジティブな意味を見出しても良いのではないか。そのあたりが今後の課題となる。
3. 政策要因説について。1986年から景気行き過ぎに対し警鐘を鳴らしつつも89/5まで本格的な手を打てなかったことに対してやむを得なかった理由が述べられているが、結果として1987~89のイールドカーブのフラット化に示されるような低金利の長期化見通しが経済活動を更に促進した点を上げている。反面早めのブレーキについては、有効性を認めつつも、弱めのブレーキの限界もあり、結局期待の転換には強めのブレーキと方向転換に伴う強い摩擦を伴いがちだと明確な結論は出していない。
4. 対策の遅れについては、バブルの弊害、即ち金融の非対称性・貸し渋り、金融機関の混乱等についての認識が甘かったことを率直に認めている。今後の教訓としては、先を見通す政策の必要性という実現性の低い抽象的な議論で締めくくっているが、本来中央銀行の政策にはアウトカム効果と言うものがある筈で、これを効果的に生かす為にも、普段から中央銀行の政策は政府からは独立して決定されるという暗黙の理解の確立が必要である。