

<論 説>

国際化・自由化の下における金融政策運営について

浅 岡 正 雄

目 次

はしがき

1, 国際化と金融政策運営について (国内均衡と国際均衡との矛盾)

- (1) 変動相場制度と為替政策
- (2) 為替相場安定と国際政策協調の限界
- (3) 覇権国・経済大国の役割
- (4) 経済主導国金融政策難航の主要因
- (5) 運営改善の展望

2, 金融自由化と金融政策運営について

- (1) 金融自由化と金融政策の有効性
- (2) 金融政策の目標と成績評価について
- (3) 金融政策の運営
 - a) ルールか裁量か
 - b) 量か金利か, 裁量・総合判断と説明責任
 - c) ルール・量指標の役割
 - d) 中間目標の金利操作
- (4) 実績の検討
 - a) バブル対策としての金融引締
 - b) 引締め緩和過程の操作について
 - c) 消費税引き上げ等のタイミングについて
 - d) デフレスパイラル突入前の対応

(5) 政策の制約

3, 長期不況対策の考え方

結びに代えて

(注)

付 (図・表)

は し が き

近年の日本経済停滞状況の下で、バブル破裂後の不況の原因として、また、景気浮揚対策への出動の遅れ等について、金融政策の運営に対して幾つかの注文・提言が行われてきた。この様な金融政策への不満は、一つには、戦後の高度成長期において、金融政策の緩和が景気浮揚に、また金融引締めが景気過熱の抑制に十分な効果を発揮し、これまでの日本経済の長期的発展の中で、金融政策の果たしてきた役割が大きかったこと、またそれ故にこそ、その後においても、金融政策への期待が大きいことから来たものであろう。とは言え、バブルの発生と崩壊のこの時期には、政策失敗の要因がかなり大きかったという可能性もあり得る。また、高度成長期の卒業以降、金融政策の有効性については変化が生じ、期待が過大であったという部分も有り得よう。

これらの点については、近年の日本では、金融の国際化、規制緩和、或は経済のストック化等、金融政策運営の場となる金融市場の環境変化も著しく、こうした環境変化との関係についても、解明の必要が有ろう。そこで本稿では、近年の金融政策運営について、環境変化、有効性、政策の適否等を考察・検討し、今後の政策運営を考える道筋について、若干の整理を行ってみることとした。

なお、この整理については、対象とした期間が経済構造変革の時期と重なっており、評価に際しては、通常のマクロ経済政策と構造問題とを分けて考えるとの立場で試論を展開した。今回の不況は、構造不況の色彩をかなり強く持っており、このような場合に、金融政策はどう対応し、その評価はどのようなものが望ましいのか、実務的な問題として検討した。つまり、金融政策としては周辺部分とも言える構造問題につき、規制緩和で対処せよと言うだけでは現実性が乏しくなると考え、これについては、構造問題に対する自浄作用の仕組みを考えるという方向で試論を述べることにしている⁽¹⁾。

1. 国際化と金融政策の運営について（国内均衡と国際均衡との矛盾）

（1）変動相場制度と為替政策

高度成長期以後の金融政策運営において、それ以前との大きな違いを挙げるとすれば、外国為替相場の変動相場制への移行という環境条件の変化が先ず挙げられよう。とは言え、固定相場制の高度成長期末期（1969年・昭和44年頃）においても、国際収支の黒字幅が大きくなり、国内景気が過熱し金融引締めを実施したくても、引締めが国際収支の黒字不均衡を一段と大きくするので、引締め実行が躊躇されるという状況が既に生じ始めていた（円切上げと調整インフレとの選択が話題になった⁽²⁾）。つまり、変動相場制移行以前においても、或程度の環境変化・経済の構造変化が既に起きており、金融政策への制約が現れ始めていたのである。そうして、変動相場制移行の後においては、経済白書（1973年・昭和48年版）において、「対立する政策目標の同時達成には、政策手段の多様化が必要（56頁）」であり、「対外均衡は為替政策のより弾力的な運営に委ねられる面が大きくなり、裁量的経済政策と自動安定化装置の両者（金融政策・財政政策：筆者注）が国内均衡確保に役立てられることになる。（61頁）」との主張、ないし、期待が述べられることになる。つまり、変動相場制を積極的に採用することにより、国内の経済政策にフリーハンドを確保しようとの考えが表明されたのである。もっとも、事実関係からいえば、変動相場制への移行は、むしろ、外国為替市場に対する圧倒的な投機筋の動きに抗しかねたという実務面からの要請に押し切られて実現したものであった。また、ここでは移行の経緯如何に拘らず、変動相場制採用により、金融政策にどのような問題が起きたのかを、とりあえず見ておくこととしたい。

変動相場制移行後の経済の不均衡是正問題の推移を見ると、日本は勿論のこと、各国ともこれに全面的に成功した事例は見当たらない。むしろ、2重苦、3重苦の政策運営を強いられる国が多かった。この中では、日本は比較的ましな方で、石油危機克服の時期には相対的に優等生とさえ見られた時期もあったのである。しかしながらその日本ですら、変動相場制移行後の金融政策

は、高度成長期に比べれば、苦勞多く・不本意なものとなっている。これには、石油危機といった外部的特殊要因が影響した面もあった。しかし、この間の経済政策、特に金融政策の成果を不満足なものにした最大の要因が、為替相場的大幅変動にあったと言ってもよいと思われる。

前記の国際収支調整を為替政策（為替レートの変動）に委せ、金融政策と財政政策を国内政策に割り当て、その自由度を高めようとの期待は、数年後には打ち砕かれている（経済白書・1978年・昭和53年版「変動相場制の国際収支調整能力の限界」に言及、43頁）。そしてこの頃から、金融政策への負担過重が目立つようになり、その影響で金融政策が満足な成果を納めることが出来なくなっている。

すなわち、為替の変動相場制については、経常収支の不均衡是正機能を備えていると考えられていた。しかし、変動相場制移行後の日本について見ると、為替レートの変動は、日本の国際取引における為替リスクを大きくする。このために、経済界からはリスク回避のための自由な国際資本取引が必要だとの要請が強くなり、資本取引に関する為替管理の自由化が進められることとなる。もっともこの経緯については、その遠い背景として、貿易自由化はGATTにより、資本取引の自由化はOECD規約により、日本がその義務を負っていることを自由化の根拠とみることも出来る。しかしながら、これはあくまでも建前上の話であり、日本がその自由化の進展度合を、自国の利益を考慮して相当程度意識的に操作し、欧米諸国に比し行政指導の形で為替管理の網を遅くまで残していたことも否定できない。為替管理の原則自由化（改正外為法施行）は、1980年12月に行われたが、実質的な資本取引の自由化は、先物為替の実需原則廃止（4月）と円転換規制の廃止（6月）という行政指導の規制撤廃で、1984年に行われたのである。

そうして、こうした資本取引自由化の下においては、経常取引を大幅に上回る資本取引の為替需給の影響を受け、為替相場は経常収支均衡に見合う相場水準からは、大幅に乖離した水準で、相当の長期間持続し得ることになる。つまり、現在の為替の大幅変動を伴う国際通貨制度は、言わば不可避免的な、経済的

必然性の連鎖の結果として存在するに至ったということになる。

かくして、国際的な資本移動は、各国の金利差に影響される部分がかなり大きいから、金融政策は、為替レートを動かす手段としても強力であることが認識され、金融政策には、第1の目標としての物価安定の外に、第2に為替レートを適正水準に動かすようにとの期待もかなりかかってくることになるし、さらに言えば、第3に動き出すまでに時間のかかる財政政策を補完して不完全雇用の緩和にも資する様にとの期待までもがさらに加わって、金融政策に対しては著しく過重な役割への期待・要請が、課せられているのが現在の姿なのである。2兎・3兎を追うものは1兎をも得ずと言われるように、相互に矛盾しかねない複数の目標を一時に与えられては、政策運営はうまくいく筈がない。高度成長期以後の金融政策には、その失敗と見られるものも含まれてはいるが、その運営の環境が、著しく困難なものになったこと、また、これに対する期待が大き過ぎるために、期待はずれが政策失敗と誤ってマスコミで報道される面が少なからずあったように思われる。

(2) 為替相場安定と国際政策協調の限界

石油危機以降、サミットの場合や、G7の場合において、政策協調がしばしば話題となった。日独機関車論（1978年5月）⁽³⁾や、プラザ合意（1985年9月）による為替の協調介入がその例である。経済の不均衡是正に、政策協調が望まれる面のあることはその通りであるが、国際協調が実現しにくいのも、また真実であろう。何故ならこれまで望ましいものとされてきた、①国際貿易の自由化・為替取引の自由化、②為替相場の固定、さらには、③各国の独自の金融財政政策は、3者が同時に成立することはあり得ないからである。即ち、独自の経済政策は、各国間の経済構造にギャップをもたらすし、このギャップを埋めるには、為替レートの変動か、あるいはギャップを表面化させないための外国為替規制のどちらかが必要になるからである。3者間には背反する要因が存在する。

高度成長の最後の局面で、わが国の産業構造は輸出依存型の傾向が一段と強

まり、これが経常収支の黒字を定着させた。そして、これは国際経済摩擦の激化と為替円高化の趨勢をもたらすこととなった。国際収支の黒字不均衡の是正に、円高も相当程度の効果はあるが、Jカーブ効果で効果が出るまでに時間がかかるし、あるいは、急激な円高は国内に不況をもたらし、不況が輸入を減少させ、不均衡是正を足踏みさせる効果もあるので、プラザ合意後の国際収支不均衡是正は円滑には進まなかった。また、為替の安定を求めて国際協調を呼びかけても、各国はそれぞれ国内に固有の問題を抱え、結局現状放任・呼掛け無視（ビナインネグレクト）の対応を受ける場合が少なくなかった。そうだとすると、輸出依存型の経済構造を是正し、内需の拡大や内需依存の体制作りを伴わないことには不均衡は解消せず経済も安定しない。1986年4月に作成された前川レポートは、この間の事情を踏まえて、産業構造の転換と内需拡大とを提唱したものであるが、この提言内容は国内では殆ど実現をみななかった。その後、1995年の1ドル=80円の超円高を経験した後からみると、後講釈にはなるが、提言の方向である内需拡大は自己努力で実現できるものであり、不確実性を伴う外国依存ではないという点で、理論的にも実務的にも、正しい方向の指摘であったと言えよう。内需拡大については後でもう一度触れることにしたい。

(3) 覇権国・経済大国の役割

経済国際化の面における変化で、これは何時頃の時期が境界かは明確ではないが、日本が、経済学的に言って、小国から大国に変化したことも条件変化の1つとなっている。高度成長期の日本の国際的立場は、小国の立場、受身で政策を決められるし、また、それで十分、ないし格別支障の無い状態であった。これが日本の国内政策・金融政策にとって、フリーハンドを保証すると言う意味で、金融政策の運営を相対的に容易にしていたと見てもよいであろう。

しかし、高度成長期を過ぎ、1970年代以降においては、国際経済摩擦が激化し、世界経済における機関車論などの理由から、海外からは何かと国内の経済政策について、ひいては、金融政策についても注文が付くようになってい

る。それまでの日本は、国内の不況が、輸出主導で景気回復につながるが多かったから、海外から注文が付く、特にわが国の輸出との関連で海外から注文が付くということは、それだけ政策運営の自由度を低下させ、制約の発生を意味する。

この辺は、覇権国のあり方とも関係が無いわけではない。覇権国の経済力が圧倒的に強く、覇権国が多少の自己犠牲を忍んで入超を容認すれば、世界経済は長期の高成長を享受できることは、戦後の GATT・IMF 体制の下での、世界経済の高度成長と、米ドルの流出傾向の実績を見ればこの点は確認できよう。そして、これは米国自体にも拡大均衡の余得をもたらしたとも言えるものである。

また、この点を裏側から表現したものであるが、キンドルバーガーは 1929 年の世界大恐慌について次のように述べる。すなわち、「国際経済通貨システムは指導性を必要とする。指導国は、……そのシステムのために過大な負担を引き受け、特に困難な事態に際しては余剰商品の受け入れと国際投資の続行と手形の割引とによってそのシステムを支える。イギリスは 1913 年までの一世紀の間このような役割を演じたし、アメリカは第二次大戦後から、大まかに言って金利平衡税が実施された 1963 年頃までこのような役割を演じた。……世界不況が長期化した理由の一部、およびそれが深刻なものとなった事情の大部分は、イギリスが国際通貨システムの保証人としての役割を続行する能力をなくしたこと、そしてアメリカが 1936 年までその役割を引き受けようとしなかったことにあった、⁽⁴⁾」と述べ、覇権国の自己犠牲の必要性を認めている。

1970 年代以降（日本の高度成長終幕後）では、この経済力が圧倒的に強いという 1 つの覇権国は、もはや存在しない。強いて言えば、①米国、②ドイツを中心とする欧州連合、および、③日本という 3 ブロックの中心的な経済大国が、多分覇権国の役割を分担して果たさなければならぬのであろう。現在の環境条件は 1929 年の大恐慌を再現しかねない類似の状況にあるとみられる⁽⁵⁾。このような条件下での世界経済の運営はどうであったかを概観してみよう。

(米国)

第2次石油ショック以後、米国はレーガン政権時代に、軍備拡大の財政支出増加と大幅な減税とを行った。米国の威信を高め、減税で景気を良くするという面で、まさに、大衆迎合的性格のものであった。これにより、米国の国際収支は赤字となったが、世界経済は成長率を高め、景気は良くなり、一時的には世界の経済運営はうまく回っていたと言い得る。しかし、経済力に圧倒的強さの無い米国では、これが長続きしないことは言うまでもない。日本経済はレーガノミックスの恩恵を十分に浴したが、米国はその間に双子の赤字という不均衡の拡大に悩まされ、日本との経済摩擦を激化させ、自国経済でも産業の空洞化を招くこととなる。国際的地位においても、世界最大の債権国から、最大の債務国へと、転落してしまう。レーガンの経済政策の下では、米国の金融政策は物価の上昇を抑制するため、引締め気味の政策運営を余儀なくされた。これは金利高からドル相場を割高に維持する結果となり、産業の空洞化を招き、これを促進し、長期的観点からは、政策の失敗と言えるものとなった。特に、その履歴効果まで含めて考えれば、その功罪の罪に当たる部分が大きかったと言えよう。もちろん、米国連銀としてはインフレを容認する訳にはいかないから、連銀の引締め政策の選択はやむを得ないものであり、この政策失敗の責は、専ら不適当なポリシーミックスの採用を不可避にさせた、レーガンの経済政策にあった訳である。そして、国際化した最近の経済の下では、大国の国内経済政策においてポリシーミックスの重要性が特に高まっている点にも留意しておく必要がある。

なお、レーガンの政策については、これが結果として冷戦の終結をもたらした、これがもたらした平和の配当として、米国の財政収支赤字を減少させるという効果を後に生んでいる。しかし、これは政治過程を経由した結果の話であって、経済政策の因果関係の解明という側面からは、別扱いすべき事項と考えている。

(ドイツ)

次にドイツのブンデスバンクの金融政策について見てみよう。東西ドイツの統一に際し、コール政権は東西マルクの等価交換という、統一の早期実現を容易にする、大衆受けのする政策選択を行った。これは当然のことながら、ドイツの財政負担を大きくし、経済のインフレ化を促進する。ブンデスバンクとしては金融政策の引締め気味の運営を余儀なくされた。当時の世界経済は停滞色を強めていたから、ドイツ以外の先進国は金融を緩めつつあり、海外からは、ドイツも協調して、金融緩和の方向に沿うことへの期待が高まっていた。

すなわち、1992年7月のサミットでは、利下げ環境整備のコミュニケが出された。この前後では、米国は1991年11月、12月、公定歩合を5→4.5→3.5%と引き下げてきたが、サミット直前には3.5→3%へと更に引き下げた。このような中で、ドイツは、公定歩合を上げ続け、1991年8月、12月、6.5→7.5→8%と上げ、ミュンヘンサミットの直後92年7月には8→8.75%へと更に引き上げた。物価安定を第1の目標とする中央銀行としての立場からは、正しい選択の筈であった。しかし、ドイツの金利上昇は、マルク高、ひいてはEMSの対ドル相場の上昇をもたらし、また、為替投機を活発化させ、1992年9月の欧州通貨不安を招来し、EMS為替メカニズムからの英国・イタリアの脱落をもたらした。ドイツは、直後の9月、また翌93年2月から7月にかけて4回、計5回にわたり公定歩合を8.75→6.75%へと引き下げた。しかしながら、これらは遅きに失したようで、93年8月再度の通貨動揺からEMSの変動幅15%への拡大をもたらし、欧州統合による欧州経済の活性化という経済発展のグランドデザインにひび割れを生じさせた。

なお、1999年1月には欧州通貨統合が発足し、92・93年の欧州通貨動揺は、致命的な悪影響を最後まで残すことはなかった。これについては、東西統一でドイツの経済力が強くなり過ぎることを他の欧州諸国が恐れ、財政についての経済の収れん条件を決定し（財政の枠はドイツ軍備強化の制約となる）、結果的に通貨統合が促進されたという見方もなされている⁽⁶⁾。つまり、政治力学が、通貨動揺の悪影響をカバーしたもので、この点は経済政策の因果関係評

価においては別扱いの要因と思われる。

総じて言えば、西ドイツの戦後の経済運営は、日本と同様に優等生であった。特に、ブンデスバンクの物価安定への努力が高く評価され、経常収支の黒字が累積した場合には、弾力的に為替レートの切上げを実施し、国際経済と国内経済とを調和させるという面では、日本のマクロ経済運営よりは、為替レートを弾力的に扱ったという面だけ、経済合理性に沿ったものとして評価出来るものであった⁽⁷⁾。

しかし、上記に見るように、ドイツ経済の国際的ウエイトが大きくなってくると、ブンデスバンクの金融政策は自国の立場ばかりでなく、他国への影響を考慮に入れなければならなくなる。まして、欧州統一通貨が実現し、欧州中央銀行の立場について言えば、各国政府とは独立とは言え、円滑なマクロ政策の実現が望ましいとすれば、金融政策は以前よりも遥かに困難な立場に立たされることになると思われる。

(日本)

日本の場合はどうであろうか。プラザ合意以降の日本の金融政策にも、国内政策・国際政策間にジレンマがあった。1986年から1987年の間の金融政策は、円高不況に対処すると共に、為替レートのモダレートな円高傾向維持を指向して、公定歩合の一連の引き下げが慎重に実施された。この間為替レートはかなり急速に円高となった（1985年前半の1ドル=250円台は1987年12月には122円へ）。公定歩合も累次の引き下げで、1987年2月には2.5%へと低下した。これにつき、国際面を考慮して金利を下げ過ぎたのがバブル発生の原因との指摘もあるが、金利水準の考え方については次項（「金融自由化と金融政策運営について」参照）で取り上げる。そうして、その後の景気回復過程で、そろそろ金融緩和の修正があっても良いとの気配が窺われ、短期金融市場金利の上昇も見られた頃の1987年10月に、ブラックマンデーと呼ばれるニューヨーク株式市場の暴落が起こった。これについては、これがドル暴落に発展しては困るとの国際的配慮から、日本の金融政策の引締め方向への転換が一時見送られ

ることとなる。これはそれなりに納得できるものであろう。しかし、日本の2.5%の超低金利が修正されるのは、翌々年89年5月になってからである。この転換が遅すぎたという批判は成り立つように思われる。ブラックマンデーはその後影響が広がる様子はなく、88年7月以降西独が、また、米国自身も88年8月に公定歩合を引き上げた。日本がこの動きに追随するのになんらの支障は無いように思われる。この頃は、日本の景気は良くなりつつあった。また、円高不況を克服した後だけに、この好景気を満喫したいとの気分が一般に広がっていた。そして後記のように、国際協調を理由に金融緩和持続の主張も併存した。このような時に、公定歩合を引き上げることは不人気なことを敢えて行うことになる。日本の場合は、大衆に迎合して、やるべきことをやらなかった点に問題があろう。それが後にバブルという大きな問題点を発生させたと言うべきであろう。バブル潰しも後手に回り、国際収支の黒字不均衡是正にも対策を見いだせないまま、バブル破裂後は内需不足の円高不況を再度招来している。すなわち、1995年5月の1ドル80円の超円高は、バブル破裂による不況を深刻化させる要因となった。また、この引締め転換の遅れについては、大衆迎合的政策態度と、経済大国としての自覚不足、すなわち、国際的摩擦が何時かは国内に反作用・悪影響をもたらすことへの配慮不足、つまり内需拡大の必要性という構造的側面を軽視したこととが、結局問題を悪化させたものの指摘が出来よう。

もっとも、国際収支の不均衡は、米国の財政赤字に問題の根源があり、日本が悪いのではないとの反論があり得る。これは概ね正しい指摘と言うべきではあろうが、だから日本は何も努力をしないというのでは、大国日本の立場という問題の本質がまだ判っていないことになる。大国になると不均衡から生じる悪影響を結局は自分が受けることになってしまう。不均衡の主因が米国にあっても、日本経済のために、前川レポートに沿って、内需主導型に産業構造を変えるべきであった。また、この点は、市場メカニズムに沿って産業構造が変わるように規制緩和を実施するべきであったという言い方も出来る。ところが、バブルで国際収支の黒字が頭打ちになったことに気を緩め、前川レポートの実

現は事実上おろそかになり、輸出主導型の産業構造の温存、むしろ強化が行われる結果となっている。例えば、既に生産能力が内需を大幅に上回っている自動車産業が、バブル膨張期に九州や周防灘地区に、新工場を集中して建設している⁽⁸⁾。このようなリーディング産業の長期的配慮を欠いた横並びの行動は、その波及効果を伴って、バブル破裂後の不況を深刻にしていることは言うまでもない。問題点の主因が外国にあっても、大国になったことを正しく受け止め、また、国際面への配慮を欠いてはマクロ経済政策が成り立たなくなっている現実に眼を向けることが肝要なのである。いずれにしても、金融政策の実施は、日本の集团的企業行動もあって、きわめて難しいものとなっている。

(4) 経済主導国金融政策難航の主要因

1980～90年代においての、経済大国である米国、ドイツ、日本、の金融政策の概要は上記に見た通りであり、金融政策の運営において困難が多くなり、望ましい経済政策、調和のとれた経済政策が実現しにくくなっている様に窺われる。その理由につき考えてみると、

第1に、国内向けの政策と国際的調和を図ろうとする政策との間にはしばしばジレンマを生じることである。また、国内では、大衆迎合的政策がとられ易いこともある。しかも、国際間で経済関係が緊密化しており、国内向けの大衆迎合策を国際的関係を軽視して採用すると、これが国際経済面での摩擦・衝突を発生させ、これが結局は世界経済の中の大国においては、その国内経済にフィードバックして悪影響をもたらす傾向も見受けられる。

前記の例に沿って言えば、①米国では、レーガンの減税と財政支出の拡大という大衆迎合的リフレーションが、政策失敗の根源に存在している。これは結果としてドル高を招き、産業の空洞化という、米国経済の弱点を作ることとなっている。

②次に、ドイツについても、統一において東西ドイツマルクの等価交換という、大衆迎合的政策が、問題の元凶と見られる。このためブンデスバンクは、国内のインフレ傾向に対して、諸外国の金利低下傾向にもかかわらず、公定歩

合の引き上げを実施した。これが為替の投機を招来し、英国とイタリアの EMS からの脱落、さらにはその1年後に、為替変動幅の15%への拡大という、かなりの混乱を余儀なくされることになる。

③日本の金融政策についても、円高不況対応の金融緩和政策、バブル潰しの金融引締め政策、平成不況に対する金融緩和政策、の何れにも幾つかの批判が寄せられている。これらの金融政策について、大衆迎合的要因があったとか、あるいは、世評を気にして冷静な判断を曇らせていたとの指摘が、可能なように思われる。

第2に、これは前の第1と多少重複する面があるが、国際通貨制度が安定していない点も、金融政策難航の一因である。すなわち、現在の変動レート制については、極端なオーバーシュートは、上方でも下方でも共に好ましくないというところまでは分かっている。しかしそれ以上については、変動レートは実物ショックに強く固定レートは金融ショックに強いということで、その優劣には決め手を欠く。均衡為替レートの算定についても同様である。つまり、改善の方向性さえ定かでなく、従って、政策の評価も、結果論で後から良否を述べることは出来るとしても、事前には目標とそのための手段とを的確に指示することが難しい状態である。金融政策は、資本取引を通じて為替レートを動かす影響力はあるものの、資本取引は本質的に不安定な性質があり、金融政策は為替レートの調整手段として、どの程度の実用性があるかについても疑問があろう。そうだとすれば、為替レートの好ましくない動きにつき、金融政策の責任を問うことには限界がありそうである。

さらに、上述のような金融政策実施についての困難性と共に、これに対する評価についても、難しさが増しているようである。例えば、後から見れば問題とされたバブル経済も、初期の段階ではその経常収支黒字幅削減の効果を好ましいとする受取方があった。しかし、国際収支黒字不均衡の削減が十分に進まないままにバブルが崩壊し、不況の中で95年5月に、再び1ドル80円の超円高を招来することになる。つまり、事後的に精査すれば、金融緩和は結果的には不成功であった。円高不況への対応に、金融緩和政策を主導的に使うこと

は、マンデル・フレミング・モデルに沿って考えれば、筋違いとされるものであり、日本の円高不況の繰り返しの実績は、理論に基づいた実証研究の必要性を示唆するものであろう。

現在、経済戦略会議や、産業競争力会議に主導されて経済政策が展開されているが、これが主として金融緩和と競争力強化に依存するものであるとすれば、これらは過去の経験を見放しているのではないかと、気になるところである。経済大国のポリシーミックスについては、事前・事後において十分な検討がなされ、不用意な過ちの繰り返しを避けなければならない。

(5) 運営改善の展望

国際化のもとで、経済大国の仲間入りをした日本の金融政策について、その運営改善の余地を具体例に沿って考えてみよう。改善の望まれる事項としては、①為替変動の一層の安定化を図る余地はなかったか、②同じように繰り返される円高不況につき対策工夫の余地はないか、③バブル膨張過程での引締めが遅れにつき改善余地はなかったか、④バブル破裂後の不況からの早期回復への施策は十分であったか、の4点が上げられよう。ただし、④については、国際面からも国内面からも同時的に望まれているので、この点は便宜次項でまとめて取り上げることにしている。

第①の為替相場安定の問題は、各国相互間で相場安定の協調努力を行うこと、各国が海外との調和を考えて産業構造の転換を進めることが望まれるところである。しかしながら、目下のところ各国が独自の経済政策をとっている状態では、為替相場は市場任せとする以外には方法がなく、打つ手無しというのが実態に近い。そして、第①と共に、第②の点については、日本としては、キンドルバーガーが大恐慌に関して述べた覇権国の役割につき、経済大国にとし、て応分の国際協力をすべきであろうし、そうすることが日本自身のためになるという環境に置かれていると思われる。キンドルバーガーの指摘は、a) 余剰商品の引受、b) 海外投資、c) 手形割引（緊急時の流動性供給）での負担引受が望ましいの3点であるが、a) は日本に当てはめれば、黒字不均衡を過大に

しないこと、前川レポートを実行することに相当するだろう。b) の海外投資については、円高でわが国製造業の海外工場進出がみられた点は一步前進と評価できる。しかし、一方では、このところ邦銀が国内の不良資産処理に追われて、アジアからは引き揚げの動きに出ているようである⁽⁹⁾。これは余りにも近視眼的ではないのか。邦銀の力量不足でやむを得ない面はあるのだろうが、金融機関は、調査充実、審査力向上により、長期的には海外での積極投資活動の能力を持つことが望ましい。金融当局もこのような方向を奨励し、金融政策自体も間接的ながらこの点への眼配りを常時保有すべきであろう。c) の手形割引負担引受では、アジア通貨基金構想（宮沢構想）がこれに該当し、望ましい動きである。これらは本来の金融政策からはやや離れるが、こうした方向での対処が、円レート的大幅乱高下や円高不況の繰り返しを解決するための王道であることは言うまでもないであろう。

第③の、バブル退治への出動の遅れについて考えると、イ、これは国内面より国際面を優先して遅れ（緩め過ぎ）たのか、ロ、大衆迎合的に引締めを遅らせたための過ちなのか、ハ、円高不況対策として見た場合に、過度の金融緩和への依存というポリシーミックスが問題ではなかったのか、という3つの検討の切口が必要と思われる。イ、とハ、について言えば、前記(3)で述べたように、海外では西独・米国の利上げがあり、国際面での配慮は不必要になっていたはずである。しかし実体は、好況を望む一般的な雰囲気と共に、ポリシーミックス上では当然とされる財政出動が遅れている状況の中で、政府筋からは引締めに転じないことが、わが国の国際的責務との議論が出され、結果として手遅れが生じている⁽¹⁰⁾。政策立案過程が不透明なために評価が難しいが、政策立案機能の弱さが、施策の実施を遅らせたということであろう。

以上3つのそれぞれにつき改善が必要だとすれば、どの様にしてそれが可能になるかも見て置くべきであろう。しかし、今の時点で最終的な答えを出すのは難しすぎるし、金融政策と離れるものがある点にも問題があろう。そこでとりあえず、金融政策に関する、第③の引締め政策の遅れの問題点から考えてみよう。金融政策の運営改善については、その後に施行された新日銀法で、金融

政策決定会合の議事録要旨および議事録が公表されることになっている。このことによって、個別の政策の狙いとその予定した効果、および、事後的にはそうした政策から発現した効果を逐一説明記録したものが利用可能になってこよう。そうとすれば、その中から正解が自然に見えてくることが期待できそうである。これは、中央銀行が説明責任を果たすということであるが、これは同時に、正しい政策のPRにも、金融政策への信頼を高めるためにも役立つものと思われる。過去の第1次と第2次の石油ショックへの対応では、第2次の際には政策PRの結果である学習効果が国民の間に浸透し、金融政策の効力が強まったことが認められている。中央銀行の説明責任の履行は、その学習効果についても長期的には期待して良いであろう。また、政策の試行錯誤の中で、説明責任を果たすように努力すれば、当然自浄作用が働いて、合理的な政策選択へと近づくことが期待される。当面の政策運営の改善については、説明責任の十分な履行が第1のポイントであろう。そしてこれについては、外部からの働きかけで、よりよい説明を引き出し、政策改善に資するという道も期待して良かろう。また、これらをやや拡張して活用すれば、為替レート関連の第①・第②の対策についても、間接的に合理的政策選択を促進できるのではないかとさえ期待が膨らむように思われるが、如何であろうか。

この他、第③の運営改善の道として、適当な指標を選び、対策の遅れを無くするよう、ルール化した警報装置を研究することも課題になるだろう。この点については、後記2.(4)のa)とc)において、もう少し掘り下げて述べることにしている。

2. 金融自由化と金融政策運営について

金融政策運営のジレンマとして、上記では国際・国内両面間の調整問題を主として述べたが、ここでは国内面についての問題点を取り上げ、金融自由化後の金融政策について検討することにしよう。バブル経済は、金融自由化の進展に歩調を合わせたかのように膨張し、崩壊して行った。また、今回の不況は、戦後では最も長期にわたる大不況になっている。この原因は何であろうか。金

融自由化に関係があるのであろうか。この様な事態に対して、金融政策面から改善を図る余地、あるいは反省の余地はなかったのであろうか。このような問題意識の下で、以下幾つかの検討を行ってみよう。

(1) 金融自由化と金融政策の有効性

金融自由化が、金融政策の有効性にどのような影響を及ぼすかについては、そのトランсмисシオンメカニズムに基づく解説が、日本銀行金融研究所「我が国の金融制度」旧版の第2部・第6章・第4節に記載されている⁽¹⁾。その結論を要約すれば、①金利が弾力的に動けば金融政策の有効性は落ちない、②政策実施から効果発現までのタイムラグは幾分長くなる可能性がある、というものである。この書は、1986年8月に発行されており、この結論については、その後の経済動向が実証しているとも言えよう。円高不況は金融緩和によって景気は上昇に向い、これのバブル化については、その主因は別の所にあったとみられるが、金融緩和の行き過ぎも一半の責任を免れないものであろう。バブル潰しの金融引締めについて言えば、これも当初は、経済の減速に対しても、またバブル化した株価・地価の動きに対しても、直ちに効果が現れるということではなかった。しかし、やがて引締め政策の強化もあって、いずれに対してもその効果を発揮するようになり、上記の結論を跡付けている。

むしろその後において、経済の減速傾向が止まらないことが問題化しているわけだが、この点は超低金利の場合に関しては、既に流動性の罫として、ケインズ理論の発表当時から金融政策の限界として指摘済みのことである。このような場合には、マネーサプライを増やすべしという、クルーグマン等の最近の意見もあり、これも一面の真理ではあろうが、その実施に当たっては具体策・副作用・モラルハザードを招く恐れ等につき問題点も考えられ、政策メニューの中で、それが果して先順位で必要になるかという問題がありそうである。これはデフレスパイラルの回避を図る最後の手段と思われるが、これに関しては、後で言及している。

ところで、わが国は間接金融優位の歴史を持ち、市場メカニズムの働きがま

だ円滑とは言えない状況にあるが、過去において流動性の罫がどのような形で現れたかを見ておくことも無駄ではないように思われる。

日本の場合、金融緩和が進行し、過剰流動性が発生した場合はどうであったか。わが国の銀行は、純粹の商業銀行ではなく、兼営銀行としての経営がなされている。過剰流動性が発生すれば、銀行間において資金運用面での競争が起こることとなる。この場合、銀行はかなり主導的に活動し、融資量を伸ばしていたのである。これは、提案融資と呼ばれることがあるので、この用語を以下では便宜使用する。ニクソンショック（1971年）前後の過剰流動性の発生時には、銀行はボーリング場の開設を提案融資により促進させていたと思われる。

この場合、後から振り返れば、多くのボーリング場建設という過剰投資が生まれたことは否定出来ない。その後、かなりのボーリング場がスーパーの店舗に、あるいは倉庫にと改装されることとなった。しかし、ボーリング場建設の全てが、過剰設備ではなかった。新しい娯楽の分野を開拓し、一部は国民消費の幅を広げる役割を果たした面のあることも否定出来ない。これは始めは新しいニーズを開拓していたが、そのうちに集中的に実施され、過剰投資に性格を変えていった。提案融資は行き過ぎれば問題であるが、実務的にはその全てが問題であるとは必ずしも言えない。

バブル期の提案融資には、銀行が土地売買の案件を探し、これを不動産業者に紹介、融資をつけて土地転がしをもたらすと同時に、一部はノンバンク経由で同じ業者に融資し、これを協力預金として積ませて、不動産売買の利益の一部を、協力預金とノンバンク経由融資との利鞘として、銀行が土地売買斡旋の報酬を、事実上取得する、というものが多かったと言われている⁽¹²⁾。

これは、銀行が不動産業務を事実上行ったという意味で、銀行法第12条の他業務禁止規定の脱法行為とも見られるので、全面的に望ましくないと言わなければならない。これは収益重視の行き過ぎた銀行経営方針がもたらした歪と言えるものである。しかしながら、それでもわが国市街地の土地の高度利用が遅れている状況からすると、これについても未利用地活用を促進したというメリットを指摘する余地が有るように思われる。バブル期の提案融資には、地価上昇

に伴った相続税対策としてのビル建設もあった。これも行き過ぎれば問題であるが、我が国の狭い国土や、通勤時間の長さからすると、市街地の高度利用には望ましい面がある筈であろう。

わが国の場合構造改革が必要なこと、構造改革は規制緩和を通して実現すべきことは、大原則と言えるものだが、市場メカニズムが十分定着していない現状からすると、理想を述べても実益は期待できそうにない。そうとすれば実際問題として、提案融資はわが国の特色として、長期化した不況からの脱出を図る上では利用可能性のある一手段と言えるのではないか。なお、これについては後でもう一度取り上げることにする。

以上、結論的には、金融自由化によって、金融政策の有効性に問題が生じるという懸念はあまり無いと言っても良いが、効果発現のタイムラグは多少長くなった可能性があるので、その運営に当たっては、先見性を高めるような細心の注意が一段と必要になったと考えれば良からう。

(2) 金融政策の目標と成績評価について

金融政策の目標（理念）の第1を、物価の安定に置くことについては、ほとんど異論はないと言って良い。ただ、信用秩序の維持、政府の経済政策（経済成長、雇用の安定、国際収支の安定等）との整合性という新日銀法上の曖昧な規定に含まれることになる諸目標について、どの様に考えたら良いのか、この様な曖昧性を残して、政策評価が有効かつ稔りあるかたちで行われ得るのかという疑問が生じることとなろう。ただ、金融政策の影響力の大きさからすると、その問題点を承知の上で、これに多数の目標を期待することには、実務上の次善の策として、やむを得ないものとも考えられる。この場合には、政策運営とその試行錯誤の中で、複数目標の問題点の解決法を探るということであろう。

高度成長期の需要超過型の経済から、安定成長型経済に移行し、また、開発途上国の安値の工業製品の出回りもあり、このところ先進国では世界的にインフレ圧力が減退している。こうしたことも影響しているのか、このところ金融

政策に物価安定以外の目標についても、政策発動の要請が多くなっているように窺われる。国際化の関連で、2 兎を追うことの難しさについては既に述べたが、目標とか、政策評価の関係で、この点はどのように考えるべきなのであるか？

外国の中央銀行の例では、物価の目標が、多少の許容範囲のある形で政府から与えられ、その目標実現のための手段の行使については中央銀行は完全にその裁量権を任されているという、もっぱら「手段についての独立性」を持つ中央銀行がある。英国、ニュージーランド、イスラエルがこの方式をとっている。この場合は、政策の評価が、統計数値の実績をもとに合格または不合格となり、結果は明確で分かりやすい。不合格ならば、中央銀行総裁の更迭へと結び付くことになる。

一方、目標とする物価の決め方が、その裁量権の中に入るかたちの中央銀行もある。米国、ドイツ（欧州中央銀行も同様とみられる）はその例であり、前述の例との対比からは、「目標独立の中央銀行」と呼ばれている。この区別は、中央銀行の独立性について研究する場合には重要な区別となるが、その政策を評価する場合にも、当然関係が出てくる問題である。

さて、日本の場合は、新日銀法においても従来同様で、政府が物価安定目標を指示する方式ではない。従って、目標独立性を与えられていることになるが、上述した新日銀法規定の曖昧さや、マスコミに代表される世論では、物価の安定さえ達成していれば、とりあえずはそれで合格という評価ではなさそうである。むしろ注文が沢山つく傾向にあり、そうなると目標間にジレンマが生ずる場合や、特にその政策効果・影響が、異なる面に時間差をおいて現れる場合には、政策評価はきわめて難しいものとなる。そうして、適切な評価が行われないと、経験や歴史から学んで自浄作用を持つという、進歩のための重要な機能が期待できなくなる恐れがある。

今回の日銀法改正で、政策決定会合の議事録要旨、及び、議事録が、時間の遅れはあるものの原則として公開されることになった。これは、政策手段とその狙いとが明らかにされることにより、狙いの適否、手段の適否をそれぞれ対

比して評価できる材料が提供されるものと期待される。政策委員会の議論は活発と言われており、発表される議事録要旨は、要約のため霧のかかったような所はあるが、幅広い議論が行われていることを窺わせる内容である。このような決定過程の説明は、政策当局のアカウンタビリティに含まれるものであろう。そうして、このような方式はこれまでの日本の政策決定メカニズムである、依らしむべし、知らしむべからずの風潮や、また、日本銀行も、かつてのイングランド銀行の「実行すれども説明せず」の伝統の影響を受け、総合判断という事実上の結論のみの提示で説明を済ませてきたことと対比すると、画期的な変化とみられる。このような詳細公表方式が定着すれば、必ずや政策自身についても政策運営についても、その信頼性向上に役立つものと思われる。複数目標のジレンマへの対処についても、目標毎の説明がある程度つくことになれば、世論からの理解と支持が格段に得易くなると思われる。また、政策が誤った場合の原因追求が可能となり、同じ過ちの繰り返しを避ける方策が見つけ易くなるものと期待される。さらに進んで、ポリシーミックスをどの様に実現しようとしているのかという意図の説明責任を、果たすような議事録要旨、議事録の公開がなされるようになれば、これは当然事後的であり時間がかかることにはなるが、それでも次第に試行錯誤を経て、好結果が得られるようになると期待される。

(3) 金融政策の運営

a) ルールか裁量か

金融政策については、伝統的な裁量による運営に対してマネタリストから「裁量は景気変動の波をかえって増幅することになりかねないから、マネーサプライの安定的伸びの実現というルールに従った運営をすべきである」との提唱がなされた。ルール・裁量のどちらが良いかという論争も行われ、金融政策の運営目標（中間的目標）として、マネーサプライが重視され、1970年代には、その目標値の設定・公表が、幾つかの国で試みられた。わが国でもマネーサプライに関心が持たれ、政策運営の目標としての役割は与えられなかった

が、これに代わり、参考となる指標としてその予測値が発表されるようになった。

b) 量か金利か、裁量・総合判断と説明責任

わが国の金融政策の運営は、短期金融市場の望ましい金利水準を想定し、その実現の手段としては、手形等売買操作・日銀貸出を用いて市中への現金（ハイパワードマネー）供給量を調節する方法をとっている。すなわち、現金供給量の調節で、市中銀行の準備預金積み立ての進捗状況を制御することを通じて、短期金融市場の資金の逼迫度合を変化させ、金利を誘導する。つまり、金融政策の運営目標は短期金融市場の金利に置かれている。

それならば、この方法に代わり、現金供給量をルールに沿って供給してはどうかとの疑問も出されたが、これが実際にはうまく行かないのである。これについては、日米両国事情につき理論的実証的に分析した神崎隆（1988）⁽¹³⁾の研究を以下筆者なりに要約引用させて頂く。金融政策の運営目標を量的指標に固定しようとする、短期市場では極めて大幅な金利変動が不可避となり、好結果は得られない。金融政策には、積極的政策意図を持った動きのほかに、与件（流通現金需要・財政資金対民間収支等）の変動に対して受動的に対応、これらを平準化する部分も必要である。季節変動等に対する受動的対応は、季節変動等の予測についての誤差が含まれるので、完全中立化が理想的とはいえ、これは無理であるから、実際には受動的対応は控え目に行い、市場の需給実勢を或程度はありのまま反映させる部分を残した方がよい。以上が神崎論文の要旨であるが、この含意まで述べれば、金利の乱高下を避けながら、政策意図を金利の操作で行おうとすると、経験と勘に、すなわち裁量に頼らざるを得ない部分が出来てしまうということであろう。

ところで、従来の裁量による金融政策は、総合判断という用語で説明され、これに含まれる恣意性がマネタリストの批判を生む要因であったと思われる。新日銀法で、政策決定会合の議事録要旨・議事録が公開されることになると、既に述べたように、この過程で自浄作用が働くかたちで、マネタリストの批判の根源をなす恣意性が減り、政策運営の改善が図られるものと期待できよう。

c) ルール・量指標の役割

金融政策は金利を手がかりに裁量を加えて実施するとなると、量の指標は不要になるのであろうか。

わが国が金融政策運営においてマネーサプライを重視するようになった経緯として、第一次石油危機の際に、過剰流動性インフレを起こしたことへの反省もその一因となっている。円切上げに至る過程では既述のように政府内に調整インフレ論もあり、この頃の政策運営・裁量がその影響を受けなかったとは必ずしも言えない。マネーサプライ重視政策の背景には、量的指標をルールに沿うように活用すれば、狂乱物価を軽減できたのではないかという反省も込められていたのである。

バブルの発生については、物価の安定ばかりでなく、資産価格とくに地価の安定も政策目標にすべきではないかという問題提起がある。ただし、どの程度政策目標に取り入れるべきかについて、まだ定説はないようである。ところで、今回のバブル発生時には、銀行貸出／GNP 比率の数値には、異常な動きが観察される（付(図)－1、1998年・平成10年度経済白書より。参考：付(図)－2、流通速度トレンド分析、同書）。そうとすれば、この量的指標を利用すれば、バブル潰しの手掛かりが早めに得られたのではないだろうか。量的指標の重視、ルール尊重の対応をしていれば、資産インフレを小幅にとどめ得たのではないかと思われる。

要するに、金融自由化で、金融政策の効果発現までのタイムラグが長くなったのであるから、それに対応するためには先見性を強めた政策運営が必要となる。金利は伸縮的に動くためにやや使いづらい点を考慮すると、量的指標を中心にルールを重視し、または、これを加味して裁量を働かせる政策運営を工夫しても良いように思われる。つまり、量的指標には、オーバーシュートを防ぐための警告灯として使えるものがあるのではないかとの問題提起である。また、ルール尊重とは言っても、その適用には必ず多少の裁量が入るであろうが、この点は、事前検討、試行錯誤、事後評価、それらの説明責任と自浄作用の活用で、改善を図っていくという行き方が期待されよう。

d) 中間目標の金利操作

ここでは、短期金利の操作は、もっと弾力的に動かすべきではないかという問題提起をしてみたい。中間目標とは言うものの、目標という意味よりは、遊びのあるハンドルのような操作を想定することになる。

金融自由化後の金融政策については、市場調節ばかりでなく、公定歩合操作についても金利をかなり弾力的に動かすことが望ましいのではないか。その実績はどうだったのだろうか。

付(図)－3は、金融政策の正常化がなされた1955年・昭和30年8月以降の公定歩合の推移を描いている。これを見ると公定歩合は、総じて、引き上げの時期は一方的に引き上げが続き、一方、引き下げの時期は一方的に引き下げが続くという傾向が見てとれる。その例外となる動きが2回あり、1回は1959年・昭和34年12月の引き上げ、もう1回は1967年・昭和42年9月、68年・昭和43年1月の引き上げである。この2回の中間的金融調整のあった期間は、岩戸景気、いざなぎ景気と言われた時期の中間に当たり、景気上昇期間がとくに長続きした時期であることも、何か示唆的である。

また、日本の公定歩合操作を、一方向だけに考えがちであったことを示す事項をもう一つ見ておこう。日本銀行は、金融引締め政策、あるいは、金融引締め期間を、最初の公定歩合引き上げから最初の公定歩合引き下げ迄という定義をよく使っていた。付(図)－4はこの例を示す。これは、一時的に「低く下げた(または、高く上げた)」公定歩合を正常値に戻すという操作は存在しないとの考え方を示しているように思われる¹⁴⁾。

さらに公定歩合操作については、打ち止めかどうかとも良く議論される。これはマスコミの俗論かも知れないし、事実中立的金融調節という言葉があるから、金融調節は引締め、もしくは、緩和、のふた通りだけではないとも言える。しかし、中立的金融調節という言葉は、短期金融市場調節の説明の際には良く使われるが、一方、公定歩合操作の説明の際には、殆ど使われていないように思われる。マスコミは黒か白かをはっきり区別して、分かり易さを追求するためか、公定歩合については既往最低の金利水準とか、打ち止めという言葉

を常用し、金利水準と金融政策の姿勢（スタンス）とを、固定的に結び付ける傾向がみられる。そしてマスコミがこのような言い立てた結果、これに政策が引きずられたことが無いとはいいきれない。

このような傾向に対して、金融自由化後の公定歩合操作については、より弾力的な操作の方が望ましいように思われる。既に見ているように、引締め（公定歩合操作）につき、予防的引締めや、中間的引締めが、景気上昇を長持ちさせた例が存在する。そうとすれば、バブル潰しの引締め開始が遅れたことについて、88年8月頃には下げ過ぎている公定歩合を中立の立場に戻すという引き上げ、つまり引締めの開始ではない下げ過ぎの訂正で、バブルの膨張を抑制するという弾力性があった筈である。一方、金融緩和過程についても、稼働率が落ち過ぎないように、しかし、インフレや、金融緩和が資産価格上昇のような副作用を持たない程度に、弾力的な調節を試みても良いのかもしれない。金融自由化の下においては、効果発現のラグが大きいだけに、このような要請が有り得るのではないかと考えられる。

この他、金利については実質金利について考える必要がある。物価も時にはかなり弾力的に上下するから、これを打ち消すように一般金利や公定歩合を動かすとすれば、この点からも弾力的な動きが望まれる場合が有り得よう。

なお、海外との金利差を、国内の金利操作面にどの程度反映させるかも今後の研究課題であろう。これは介入政策とも関連するし、88年8月に金利引き上げをしなかった失敗から、どの様な教訓を得るかの検討整理とも関連する。為替変動幅を過大にする要因の解明に努めながら、変動レート下の金融面の経験不足を穴埋めするように、事前検討、試行錯誤、事後評価を繰り返すことにより、よりよい対応を手探りすることが望まれよう。

以上の点を考慮に入れば、金融調節の度合と、金利水準との関係を、固定的に捉えることには、疑問があることになろう。景気予測には、水準・変動方向のどちらを重視するかが問題となる場合がままあるが、金融自由化後は以前とは異なって、短期金利の操作については、景気変動の方向性を重視し、その方向に先回りしてカウンターアタックを加え、方向の動きに減速傾向が出れば

金利を元へ戻すというような、肌理細かい操作が場合により必要になるとみられる。この場合、金利水準と引締め具合とは1対1で対応はしないし、金融自由化のもとでは、先見性発揮のためには、金利操作にこの位の自由度があっても良い。市場を利用して実体経済を小さなラグで目標とする軌道に収斂させるには、短期市場金利を大胆に動かす必要があるし、その場合には、短期と共に、多少は中長期金利の一時的変動が伴ってもやむを得ないとみるべきであろう。

(4) 実績の検討

金融自由化後の金融政策を評価するとなると、物価は期間を通して概ね安定していたから、大きな問題はなかったと言うこともできる。ただ、改善の余地が全く無いとも言いきれない。以下は結果論であり、その後中央銀行の独立性強化があったことでもあり、言わずもがなと言われそうではあるが、国際収支黒字不均衡のもとでの円高不況の場合のように、同じ失敗を繰り返すようではつまらないから、多少の役には立つことを期待して、個別事情の後講釈をしておこう。

a) バブル対策としての金融引締め

1989年5月31日の公定歩合引き上げで開始された金融引締めについては、国際化の項で既に述べたところであるが、遅きに失したと言えそうである。金融市場調節では、87年秋には金利の高め誘導が始められ、その後87年10月19日にニューヨーク株式市場の暴落（ブラックマンデー）があつて、引締め実施が一時見送られ、公定歩合引き上げはなんと1年半以上も遅れたのである。この間、西独は88年7月に、また、米国自身でさえ88年8月に公定歩合を引き上げている。わが国もこれらに追随して公定歩合を引き上げても良かった筈である。このころは、土地も株もかなり値上がりを示していた。しかもこれらについては、土地の値上がりでは、前記2(1)の銀行による銀行法12条の脱法行為、また、株の値上がりでは、特金・ファントラの利回り保証まがいの営業活動（後に、損失補填に発展）等の問題行為を伴っていた。こうした問題行為

の発生を金融緩和の放置が助長していたのである。従って、前にも述べたように貸出対 GNP 比率の指標に注意をすれば、また、その指標の異常だけでは証拠不十分ということで有れば、その背後にある銀行・証券の問題行為まで追求するという徹底した慎重さがあれば、バブルの危険信号を捉えることが出来たのではないかと思われる⁽¹⁵⁾。今後は、絶対にバブルを再発させてはならないとの気概のもとで、中央銀行は予防の仕組みを研究して欲しいものである。

b) 引締め緩和過程の操作について

平成 5 年 2 月、平成 5 年 9 月、平成 7 年 4 月の公定歩合引き下げは、遅きに失したと言えるのではないか。この時期では、公定歩合が過去最低水準の近傍にあったから、その金利水準を気にすると動きにくい要素があったと思われる。景気については、稼働率指数や、企業の業況判断と共に、景気の動きの方向性を見れば、金利水準にこだわらず、景気の方角転換を誘うように引き下げのスピードを緩めない方が良かったと言えるのではないか。但し景気が下げ止まったら、下げ過ぎの金利は反転修正の必要が出ることは言うまでもない。中央銀行の独立性が十分でない状態では、引き上げの必要が出た場合の遅れが気になって、引き下げに躊躇が出ることも一理あるところではあるが、今や中央銀行は政策実施の独立性を与えられているのであるから、今後は先見性と説明責任とを伴って、新しい事態に対処するための果敢な政策実施を期待したい。経験を積みながらよりよい運営法を捜すという意味でも、先見性発揮を指向した弾力的運営・試行錯誤の実行が期待される。

c) 消費税の引き上げ等のタイミングについて

表題の件は金融政策から外れるものであるが、金融政策を景気調整策として発動する場合のタイミングにつき考慮する材料として、つまり、本件は他山の石となり得るので、取り上げることにした。

平成 7 年度に実施された、消費税引き上げ等の財政再建策は、回復の始まりかけた景気の腰折れをもたらし、後から見れば政策の失敗の典型例と言えるものであった。政策の目標とする財政赤字の削減は実現せず、景気悪化の副作用をもたらすだけのこととなった。

この経験については、言わずもがなではあるが、第①に、これは1929年の大恐慌に際して、財政収支均衡を重視したアメリカのフーバー大統領と同じ失敗を繰り返したとの認識が必要である。そうして、これは2つの内容からなる。すなわち、a) 不況下の税率引き上げが景気を悪化させるようでは財政再建には役立たないこと、および、b) 経済大国としては、国際的な配慮が必要であり、近隣窮乏化的発想では事態は良くなること、の2点である。

また、第②に、今回の経験から、政策発動のタイミングについて学ぶべき所を探ることが出来よう。オーバーシュート防止の警報装置工夫と同列の研究材料としてこれは十分に利用すべきであろう。バブル潰しの引締めの遅れ、消費税の早すぎた引き上げは、何れにも、景気の水準、すなわち、インフレギャップ、デフレギャップについての認識不足があったのではないか。これを示唆するものとして、付(図)-5・6に、業況判断(短観)と製造業設備稼働率の動きを示した。また、政策発動の岐路の時点で、両指標数値の比較を、付(表)-7に示した。

d) デフレスパイラル突入前の対応

現在、市場金利零対策、日銀の国債引受は見送りとの対応がとられているが、流動性の罫に捕まり、動きがとりにくい状態にあることから見て、これは現状ではやむを得ない措置と思われる。デフレスパイラルへの突入が避け難くなった段階では、望ましいことではないが、副作用を覚悟の上で、また、条件をつけること等にも工夫が必要ではあろうが、マネーサプライ増加方策(日銀の国債引受、買い切りオペ増額等の選択肢あり)を取り上げざるを得ないと考えられる。金融政策としては、デフレよりインフレの方に有効性が高く、マネーサプライ増加の結果行き過ぎが起こっても、その修正は相対的に容易であろう。つまり、一時的にインフレを作り、これを得意の引締めで修正するという非常手段もあり得よう。デフレもインフレも抑止しなければならない対象であるとすれば、有効性が低くても、拱手傍観という訳には行かない場合があり得ると思われる。

以上を要約すれば、金融自由化以後の金融政策の運営については、とにかく物価が安定していたことからすれば、大きな問題はなかったという言い方もできる。

しかし、バブルの発生・放置については、金融機関の行動に問題があり、金融機関指導に手拔かりがあったこと、および、バブル潰しに手遅れがあったことの指摘は免れないだろう。ただ、地価上昇のバブルについては、1962年・昭和37年に笠信太郎氏がその著「花見酒の経済」⁽¹⁶⁾において問題点を指摘しながらも、以来約25年以上も右肩上がりの実績を続けてきたという抗し難い雰囲気を実務面には存在した。自由競争市場では勝てば官軍ということ⁽¹⁷⁾もあり、地価上昇見通しが実現してきただけに、この見通しの背後にあった誤謬につき、その是正をタイミングよく予見することはきわめて困難なことであった。だからこそ、金融機関には伝統的に保守主義の原則とか、土地担保評価には0.64掛けを標準とする等の、金融規律が存在する。マクロ政策においても、先見性発揮が難しいとすれば、保守主義の考えに習って裁量政策に伴う危険を防止するために、ルール化出来るものは何かないかと工夫することが、金融政策の運営に当たり望まれることであろう。

結局、金融政策については、バブル膨張を許した失敗の点を除けば、その他では、多少の出動の遅れ、弾力性の不足が指摘される程度である。しかも、この後者2点については、たとえ指摘の点が改善されたとしても、現在の長期不況からの回復につき、画期的な効果が出るとは到底考えられない。政策を評価する場合には、成果とそのコスト、あるいは、目標とその達成度合を、正當に比較衡量しておかないと、今後役に立つ教訓は引き出せないであろう。

(5) 政策の制約

金融政策の評価検討をするについては、期待された効果を発揮し得なかった要因が、外部の条件として存在した点も指摘しないと不公平となるし、今後の改善を図るためにもその必要性があろう。

第1は、新日銀法施行前は、政府からの制約があったことである。国会開催

中は原則として公定歩合の変更が困難であったり（例外1回）⁽¹⁸⁾、金利引き下げにおいては、郵便貯金の同調が得られず、実施が遅延する等の制約があった⁽¹⁹⁾。この点は新日銀法による改善が期待されよう。説明責任を果たし、政策に対する信頼性を高め、これによって中央銀行の独立性を確固たるものにすることが望まれる。

第2は、ポリシーミックス・日銀の目的規定の曖昧さに関するものである。副次的な目的については、主目的と矛盾が起きないか、出すぎてモラルハザードを起こすことはないか等、今後の研究課題が残っているとみられる。

第3に今回の場合には、市中銀行の資産内容が悪化したために、金融緩和の効果が予想外に小さかったことがある。これについては、情報公開の進展により、対応に手遅れが出ないようにすることが、今後の課題であろう。

第4に、公的金融のウエイトが大きくなり、市場を相手とする金融政策は、その効果が阻害されていることである。公的部門の肥大化の欠点は、政策効果の阻害ばかりではあるまい。NTTは民営化されたとはいえ、周辺に規制を残し、これが日本の米国対比情報化の遅れに関係したことは否定できないのではないか。同様に、日本金融界の金融技術の遅れは、金融界の努力不足も影響しているが、規制を受け、公的金融との悪い競争条件のもとにあるというハンディキャップからの影響があるだろう。経済戦略会議が、公的金融の民営化を指摘したのは、正当かつ当然と言うべきである。

以上4点については留意が必要であろう。

3. 長期不況対策の考え方

当面の不況脱出につき、不況が長期化しているだけに、また、デフレスパイラルの影もちらついているだけに、金融政策にも、景気回復への施策を要望する声が出ることについては、理解できないわけではない。しかしながら、今回の不況は、その根本原因が円高不況にあり、これに派生したバブルとその崩壊による資産デフレが不況の度合いを著しく増幅したものである。バブルによる増幅は付加的なものであり、前者の円高不況は、世界経済・日本経済の構造変

化の中で不可避免的に発生したものである。構造的要因には構造対策を、バブル要因にはそれに合う対策をそれぞれとらなければ、今回の不況は全治しない。従って、円高不況対策として、前川報告（1986年4月）が産業構造転換と内需拡大の必要性を指摘したのは、的を射たものと言うべきである。ところが、この時実際には報告の実施、すなわち肝心の構造改善が進まないままに⁽²⁰⁾、金融緩和、技術開発、競争力強化、自動車を典型とする大型設備投資等が、バブルの進行と共に実行された点は、国際化の項で既に述べた通りである。その結果、しばらく後の1995年春には、1ドル80円の超円高を招来し、結局は元の本阿弥と言ってよい実績が出ている。以上の経験から学ぶところがあれば、今回の不況の実態把握も、脱出方法の解明も出来ない筈であろう⁽²¹⁾。円高不況からの脱出には構造対策が必要である。今回、資産価格の再上昇や、調整インフレを対策として提案する声もあるが、これはプラザ合意の円高不況に対し、金融緩和とバブル発生とで対応した誤りを再度繰り返すだけのことになるだろう。また、バブルとその崩壊による影響は確かに大きかったが、これへの対処は公的資金の投入と検査による情報公開で、収拾の道はついたと見られよう。そうとすれば、当面の課題は構造要因への対処であるとの認識が必要である。従って、金融政策の話からは、中心がやや外れることにはなるが、ポリシーミックスの中における金融政策の立場を明確にするための必要な作業として、以下その説明を続けることにしたい。

わが国の持続的経済成長は、高度成長期の例から分かるように、三種の神器とか、3C等の大衆消費の拡大を伴って実現してきた。今回の不況が特に長いのは、何よりもGDP中でウエイトの高い消費需要が伸び悩み、不況の深化とともに、異例の減少さえしていたことの影響が大きい（付(図)－8参照）。従って、この原因を除去せずに事態の改善を図ることは、そもそも無理と考えるべきである。

今回の金融緩和、経済戦略会議の報告の行方、産業競争力会議の帰結はどうであろうか。産業競争力の強化自体は決して悪いことではない。しかしながら、構造改革に手をつけずにこれにのみ頼るとなると、いわば合成の誤謬を招

き、円高不況の再来が懸念されることになる。また、外国からみると、近隣窮乏化政策の指向と見えるのではないか。

経済戦略会議の報告中では、構造改革として、また、経済不況・消費不振との関係が深いという意味で、年金改革への提案、すなわち、年金の2階建て部分を30年かけて民営化せよとの提案が特に重要とみられる。しかし、この提案は、厚生省および同省所管年金審議会の前回（1994年）答申の考え方とは真っ向から対立するものである。本年（1999年）は5年毎の年金制度見直しの年に当たり、つまり見直しのチャンスなのであるが、それにもかかわらず、本年の年金審議会はこの重要問題を先送りする公算が高いと、マスコミでは報道されている。戦略会議のメンバー竹中平蔵委員は、日経新聞1999年3月22日「一刀両断」欄で、報告をアリバイに使っては困ると述べているが²²⁾、本件についてはこの懸念通りの進行になっているように見える。また、これに続く産業競争力会議で対応を考えるという発想は、前回バブル時の結果的な対応様式に類似し、円高不況再招来の轍を踏む方向であることが気になるところである。

代案無しでは批判としての説得力に乏しいので、金融からは外れる面もあるが、不況脱出にとり主要点につき説明を続けると、今回の不況は、輸出拡大の道をふさがれ、一方最終需要としてウエイトの高い消費需要が減退し、この間稼働率が低く設備投資にも期待できないところに原因があり、つまりは、対症療法では効果がなく、その原因を取り除かなければ解決困難であろう。

従って、第1には、消費需要低迷の原因とみられる年金制度や高齢化社会に対する消費者の不安除去が第1の課題となる。ところで、1994年の年金改正は、一方では将来の社会保険料の引き上げを30年先まで決めておきながら、その内容が後から明かされてみると、世代間に著しい不公平をもたらす内容のようである。すなわち、年金のほか医療教育など国から国民が得る受益額と、そのために負担する税や社会保険料を世代別に試算すると、若い世代では自己の負担総額よりも、自己の受益総額が生涯で35～50百万円も少なくなるという不合理な設計であることが判明している²³⁾。これでは年金制度への不信任感

や、不合理が招く年金破綻への不安感が出ない方がおかしいと言えそうである。事実、国民の73%は老後の生活に不安を抱いている⁽²⁴⁾。また、国民は90年代には貯蓄を増加し、特に20代の若年層と高齢者が貯蓄を大幅に増やしている。増加の理由は、若年層の1位は年金不安であり、高年層の1位は介護不安である⁽²⁵⁾。また、老後を心配する理由では、貯蓄不足と、年金保険不足のウエイトが大きい⁽²⁶⁾が、ここ数年では、年金保険不足のウエイト増加が目立つという調査もある⁽²⁶⁾。この年金不安の原因を作っている少子化も、将来の高負担に対する若年層、特に女性の自衛措置との見方もできる。

このように見てくると、不況脱出には、この不合理を無くすこと、給付を超える高負担や、負担の後続世代への先送りを無くすこと等を、今後の方針として早急に約束することが、重要なポイントになるのではないか。それ故、経済戦略会議の年金2階建て部分の民営化提言は、その意味では適切な方針であった訳だが、これが先送りとなれば、若年層の不安を消すことは容易ではないことになろう。なお、念のためであるが、ここでは基礎年金部分は公的福祉制度として引続き充実が図られることを期待している。公的に行うことが、非効率・理論上不適当な年金2階建て部分⁽²⁷⁾についての改善が、漸進的には必要であることを述べているのである。

しかも、2年後には会社決算での年金債務時価評価が導入される予定にあり、年金2階建て部分の一部をなす付加部分・厚生年金基金あるいは適格年金の部分⁽²⁸⁾については、積み立て不足からやめたいとする会社がかかり出ることも予想されよう。また、これをやめさせなければ、企業の財務内容が傷んで、その面で経済成長の足が引っ張られることとなろう。

要するに現行の年金制度は高金利・高運用利回りを前提にしており、ある程度の高成長がなければ維持できない設計となっている。大きな政府を維持しては不安感から不況の脱出が難しいし、それで成長率が鈍れば、この制度の前途には見通しが立たない。一方、大きな政府を放棄すれば、成長率は大きな政府の場合より多分高目になり、その分年金給付の負担力が強まり、結果としては民間分も含め内容のよい年金の実現が可能になるというのが、経済の論理

である。

このような経済の論理を活かすことで、2階建て部分の民営化は十分な時間をかければ財政破綻を招かずに、また、過渡期の負担増を目立たせないかたちで実現できるとの試算もある²⁹⁾。経済戦略会議の提案も30年の移行期間を設けているので、この点は折込済みと思われる。大不況が国民の不安に原因があるとすれば、不信を招いた大型不合理な公的年金の2階建て部分の解消・民営化という方針転換を早期に鮮明にし、国民の不安を無くしていくことが不況克服に必要な前提となろう。

もちろん、この説明だけでは、国民の不安解消には十分ではあるまい。高齢化社会の不安解消には、発想の転換を図り³⁰⁾、高齢化社会の価値をお金の多寡で図ることを止め、代わりに健康や生き甲斐に求める切り替えが必要である。お金より健康が大切なことには異論はあるまい。そうして、このような発想の転換で成功している地方自治体が幾つか目立つようになっている。寝た切りゼロを目指し、保健活動に努力する点がこれらの共通の特徴である。町村では幾つも例があるが、大きい自治体では、長野県の例がある。長野県では全都道府県中トップクラスの長寿県であるが、病院病床利用率44位の低位、平均在院日数も47位と短い³¹⁾。寝た切り老人が少ないからである。高齢者が健康で長生きという理想状態に近いと言えるのではないか。この場合、長野県の一人当り老人医療費は全国平均に比し、27%も少ないということになる³²⁾。

前述した高齢者の心配の種である介護については、ボケ・骨折による寝た切りは、治癒は不可能であるが、保健・予防・悪化防止は相当程度可能と言われている³³⁾。また、諸外国の年金額はわが国よりかなり低いが、それでいて高齢者の生活はわが国のそれよりも安定している事例があるようである。「大卒初任給を上回るような年金（わが国厚生年金はこれに該当）を支給しているのは国際的に異例」との指摘もある³⁴⁾。要は高齢者の生活様式を改善し、年金不安に対しては意欲のある高齢者に軽労働の雇用保証を行うといった補助策を伴えば、高齢者一人一人にとって健康で自立しながらの長寿という幸せな社会が実現する可能性があることである。そして、長野県のような実例があれば「論よ

り証拠」で分かりやすく、努力次第でこうした社会が実現できるとなれば、老後の不安はかなり解消するのではないだろうか。

ところで、年金設計は広くみれば金融問題であるし、国民の生活設計や貯蓄とも関係するという意味で、中央銀行あるいは貯蓄広報中央委員会は、上記の経済の論理や、手本になるような外国高齢者の生活設計につき、国民を啓蒙する努力があっても良いところであろう。戦争直後のインフレ時代には、救国貯蓄運動というものが存在したが、これに習えば、生活設計についての道徳的説得という手段が採用されても良さそうである。また、現在わが国には貯蓄が多く、一方高齢者ができるだけ自立しながら長寿を全うするような社会システムが欠けている。有り余る貯蓄をこのようなシステム作りに投資するような、金融仲介のルートを作る工夫があっても良いのではないだろうか。以上が、内需不振に対する具体策の第1である。

第2として、内需不振については、もう買いたいものが無いからという理由付けがよくなされる。しかし、これには見落としがあるのではないか。衣食住のうち、前2者については充足済みとの見方が出来るが、住については充足度はまだ低いとみられる。遠い・狭い・高いというのが日本の住宅事情であり、しかも住居の平均耐用年数は、日本26年、米国44年、英国75年という調査結果が出ている。住宅の耐用年数を30年から倍の60年に延ばすと、これには住宅の作り方も使い方も変える必要があるのであるが、一年当りの住居費用は4割節減可能との試算が出され、このような商品（ロングライフ住宅）の提供が現れ始めたとも報じられている⁽³⁵⁾。幸い地価もかなり低くなってきており、このような割安・割得な商品が提供されれば、需要は当然生まれよう。しかも、耐用年数が長いことは、資産価値が長く残るということであり、これを賃貸を含めて利用すれば、老後の生活費をここから捻出することも可能となろう。つまり資産価値の残存は老後の安心の裏付けともなって、または、賃貸料が年金の役割を一部代替することによって、不安による消費減退に歯止めをかける効果さえ期待できる。しかも、住宅面積が広がると、これは消費を桁違いに大きくさせるという、西武百貨店坂本春生副社長の見方もある⁽³⁶⁾。この住宅

については、金融面の工夫如何で、すなわち、現状の規制のもとにおいても、例えば、提案融資を濫用して、流動性の罣対策として働かせる余地がありそうである。この方向での政策誘導を考えても良いのではないか。

以上の2点が内需拡大に向けての代案の例である。この他、高齢化社会に向けての社会資本の形成とか、デジタル社会に向けての技術革新投資、あるいは雇用不安への対処施策、さらには消費者ニーズを開拓するサービス産業の振興、等が望ましいこと、また、そのためには規制緩和が必要であることも、世上言われているとおりである。上記の住宅充実への施策にも、住宅賃貸の促進や中古住宅の流通促進に関しては、一部規制緩和に依存する部分がある。かくして、全体的には規制緩和が望ましいことは確かであるが、これの弱点は、これをただ総花的に望ましいと言うだけでは、これまで同様に問題先送りとなり、その前進が一向に実現しないという実績が続くことである。別途の工夫が必要であることを強調しておきたい。

さらに、内需拡大に限界があるとすれば、海外、特に、発展途上国への資本還流で、円高緩和の道を探ることが望ましい。この点は前川レポートでは、直接投資の促進として述べられており⁽³⁷⁾、製造業の工場進出については相当程度進展がみられる。しかしながら、東南ア進出の邦銀については、現地で活躍する邦人ビジネスマンから、活動の不十分さ、多国籍銀行業務の基礎からのやり直しの必要性の指摘があるようである⁽³⁸⁾。そうとすれば、政策的にこの面での金融機関指導濫用が行われても良いのではないか。ところが、現実には銀行の不良資産整理の動きで、邦銀は東南アで融資シェアを減らしているとのことであり、この点は国際化の項で述べたところである。前記、大不況についてのキンドルバーガーの分析からすれば、経済大国となった日本の主導的金融機関としては、国際金融活動が出来る能力を備えることが立場上必要になろうし、そのためには、そもそもの海外事情の調査充実という基礎から、始めなければならないというのが、日本の金融機関の実力なのであろう。

耐用年数の長い住宅商品にしろ、海外投資にしろ、望ましいのは、これらが経済的合理性を持つものであるから、本来は市場メカニズムで人為を加えずと

も自然に実現することであろう。しかしながら、情報の流通の悪さ・規制の存在・制度の不備などから、現実には日本では市場メカニズムがなかなか働こうとしない。そうであれば、金融に質の要素（資金用途による割当制）が入ることは好ましくはないが、実際には次善の策として、市場の失敗を補完する手段を考えるべきではないか。金融緩和だけを単に進めるということでは、金融政策にしわ寄せすれば良いという、ポリシーミックス上のモラルハザードを生み、円高不況が繰り返されることになりかねない。この際、単なる金融緩和だけでは、解決に近付けないという、経済に内在する論理を認識し、これを超克するまではあらゆる手段を試みるという態度が必要とみられる。大恐慌の際にルーズベルト大統領は、必ずしも経済学的に正しい政策を認識し実行した訳ではないが、とにかく課題解決のためにはあらゆる試みをしようという積極性を持っていたようである⁽³⁹⁾。

こうした中での金融政策の立場を比喩的に述べてみよう。現在の日本経済は、身体の一部には悪いところもあるが、全体を平均すれば悲観するような状態ではなかろう。経常収支黒字不均衡の状態では、産業競争力の劣位が直ちに問題化するはずはない。昭和恐慌時（1931～32年・昭和6～7年）の日本や、大恐慌時の米国よりは恵まれた状態にある。ただ、一国の経済としてみると、頭脳の部分が休眠状態という点が問題とみられる。これを政策形成システムの力量低下・不備とする見方もある⁽⁴⁰⁾。何れにしても、既往の経験からの学習効果が無く、失敗に対する反省も乏しく、同じ失敗を繰り返す点が問題なのである。この全体的な動きの中で、金融政策としては、平成不況の中で「大恐慌下の米国の金融当局のようなマネーサプライの急激な収縮は行わなかった」という点では、消極的ながら過去の経験から学ぶところがあったということであろう。

ポリシーミックスや国際協調という言葉はあるものの、現在の日本は「経済大国丸」という船舶として、過去の惰性のまま漂流を続けている。要するに適正なポリシーミックスはこうだという説明責任を果たす主体が存在しない。乗客も、周囲の船も、この船の行方を心配しているが、船の指揮を司る部分は、

事実上は実態把握さえ不十分のまま、当面の糊塗に終始して、先行きについて具体的内容を語ろうとしないのが現状であろう。

結びに代えて

今日の長期不況の原因を具体的にみてみると、一つにはプラザ合意に始まる円高不況の対応を誤り、バブルの発生と崩壊、また、円高不況の再来をもたらしたこと、二つには、バブルの中で生まれた銀行の不良資産についての情報不足からその対応が遅れ、その足かせが予想以上に大きかったこと、三つには、1995年度に、財政収支の均衡を優先して景気の底割れを起こしたこと、の3点が大きい。いずれも政策として、合理性を欠いた結果と言えるもので、その補完を金融政策がやむなく行っては見たものの、余り良い結果は生まれていないのが実状と言えよう。金融政策は本来リフレーションには不向きと言われ、この点からもこれまでの不況対策は、合理的なポリシーミックスではなかったと言うべきである。

この辺を理論的、実証的に整理しておかないと、今回の不況の解決は容易には出来ないし、金融政策の評価も適正には行い得ないと考える。そこで、以下、試論の域を出ないが、現在のわが国経済の構造問題を、まとめておこう。

全体として言えば、わが国経済はまだ高度成長期の輸出主導型構造を残しており、過剰生産・高貯蓄率・経常収支の慢性的大幅黒字の傾向を持つ。この是正のためには、第1に、国際的に経済大国となったわが国としては、合成の誤謬による円高を起さぬように、内需中心の経済成長を指向し、また、付随的には経済大国にふさわしい海外投資能力の向上についても、一層の努力が望まれよう。

第2の問題は、公的部門の赤字体質であり、これについては、一般財政の経常赤字構造、投資（含む財政投融资計画）については一部に利払いさえ出来ない赤字構造、これによる公的部門内での不良債権の累増⁴⁴⁾、年金についても後の世代に過大負担を予定する赤字構造、等々の内容が断片的ながら指摘されて

いる。これらの点は資料不足で全体像が見えにくいだが、慶応大加藤秀樹教授による「日本国バランスシート」の試算（債務超過 900 兆円）が行われており⁴²⁾、その実体把握と是正が今後の主要課題であろう。同教授は、公会計制度を複式簿記の会計制度に改めるよう主張している。この財政の赤字体質も、もし、経済の高度成長が続いていれば、財政はビルトインスタビライザーとして機能していただろうし、また、年金の賦課方式は、後続世代にさ程の負担を感じさせずに、高福祉を早期に実現する方法として成り立つものであった。つまりは、現在の赤字体質は高度成長期の構造から来ており、あるいは、高度成長期に根を持つ要因から来たものであり⁴³⁾、何れにしても、今や構造改革が必要とされる対象なのである。なお、ここで言う構造改革は、内容が対症療法で、フーバー大統領と同じ失敗を犯した橋本内閣の行財政改革とは、全く異質のものになる筈であることは言うまでもない。

第3には、消費者は上記公的部門の赤字傾向や租税公課引き上げの動きを受け、あるいはその将来の引き上げを予感し、先行きの公的負担増に備えて貯蓄に励み、消費を抑制していることである。この状態では、金融緩和の手段では、流動性の罠に捕まり、また、低金利は公的部門に安易な借金依存というモラルハザードを起こす恐れさえ有ろう。

これらに対し、第1の問題点の解決法とは、主として第2・第3の問題点解決を通じて実現すべきものである。

また、第3の問題点については、上記ではロングライフ住宅を手がかりにした需要開発の話を当面の課題として紹介したが、これについても長期的には、第2の問題点解決に依存し、安心を裏付けにした消費水準の向上につながる事が望ましいことになる。

かくて、情報不足ながら、第2の問題点の重大性が注目されよう。この問題点解決法には、財投計画を含めた公的部門の情報公開により、自浄作用を働かせるというのが手順としては先ず必要であろう。また、情報公開がなければ、正しい解決法が見えてこないということでもある。なお、民間の不良債権への対応も、検査による実体把握・情報公開により、解決の道がつけられたことを

想起すべきである。病気の重要な原因と見られる点の解明なしに、治療の正しい処方箋を書けと言っても、無理であることは自明であろう。そうして、情報不足で断定は難しいが、現在の財政赤字は公共投資と称して、償還はもちろんのこと利払いさえ出来ないような対象に膨大な支出を行ったことによるものであろう。元利償還の可能なものであれば、財源を国債に依存することに余り神経質になる必要はないはずである。

このように考えてくると、要するに今回の長期不況は、ポリシーミックスの誤りであり、高度成長期の財政構造を維持放置し、改革を怠った不作為の財政政策の誤りが根源になって発生した。また、金融政策は、財政との組合せで金融緩和を余儀なくされ、異常事態発生にも拘らず、これを放置するという不作為の誤りを犯し、バブルを助長することで失敗したというのが平成不況の大筋とみることが出来る。

こうした因果を蔵しながら、これまでの円高不況の対応は、対症療法が中心であったために失敗の繰り返しとなったのである。この一連の動きについては政府の対応が絡むために、金融政策についての評価をすることには難しさがあった。そこで、上記では後講釈が多いとの難点を承知の上で、あえて金融政策に関する問題点を広めに洗いなおし、整理を試みたわけである。

結論的には、バブル破裂後では、不況から脱出し、持続的成長への見通しをつけるには、単なる金融緩和政策だけでは無理である。金融政策決定会合の議論も、結局はこのような点にまで及ばざるを得ないのでは無からうか⁽⁴⁴⁾。市場メカニズムには不備があり、諸規制のためもあり、解決の道のりは狭く、遠い。敢えて金融面での対応を実務的に探せば、指導懲漣・道徳的説得という質の面の誘導だけしか、有望な手段が残されていないようである。それでも、規制緩和の総花的指摘では問題の先送りになり易いところを、これは、学習効果とか、「論より証拠」とか、の工夫により、優先順位をつけて規制緩和の突破口を開くというくらいの利用法にはなり得よう。

この他では、ポリシーミックスの観点からすれば、政府に注文をつけるのが筋ということになり、また、中央銀行はそうにせよとのエコノミスト（香

西泰日経研究所理事長)の主張がマスコミには出ている⁽⁴⁹⁾。しかしながら、実際上は面子がからむだけに抵抗感があろうし、その効果があるとも思われな
い。むしろ、第3者の学界や調査機関がこれを繰り返し言うのであれば、多少
は世論の注意を喚起する効果があると思われ、今回の整理はこうした効果も一
部では期待している。また、時間はかかるだろうが、啓蒙や学習効果による影
響の広がりも期待することとしたい。

なお、純粹の金融政策自体に関して言えば、バブルの対策として、その発
生・成長の段階で何等かの警報装置が働くような、ルールを内包した仕組み作
りが実務上は大切であろう。この様な金融固有の問題について、より掘り下げ
た検討を今後の課題にしたいと考えている。

注

- (1) 本稿は、神戸大学地主敏樹教授、日本福祉大学東忠尚教授から有益なコメントを
頂戴した。ただし、本稿で示されている意見、および、ありうべき誤りは、筆者に
帰属するものである。
- (2) 1971年5月頃の高橋亀吉氏、下村治氏の円切上げ反対論は調整インフレを暗示し
ており、1972年8月には、中曽根康弘通産大臣は円再切上げよりむしろ調整インフ
レを選ぶとの発言をしている。出所：日本銀行百年史第六巻306,401頁。
- (3) 第4回サミット(1978年5月：於ボン)で米国が主張した意見。
- (4) C. P. Kindleberger, "THE WORLD IN DEPRESSION 1929-1939", 1973; C. P.
キンドルバーガー「大不況下の世界1929-1939」1982年石崎・木村訳、9頁。
- (5) キンドルバーガーは1970年代でも国際経済に指導性が望ましかったことを述べ
ている。前掲訳書280-282頁。
- (6) 出所：笹木伴子(経済企画庁調整局調整課課長補佐)「欧州経済通貨統合の見通
し」『学士会会報』1997-IV No. 817, 20頁。
- (7) ドイツの為替介入権は、政府もブンデスバンクも保有している。これとドイツの
為替切上げへの弾力的対応と、関係の有無が検討対象となり得よう。
- (8) 出所：「夢工場は自動車産業を救えるか」週刊東洋経済1992年8月1日号。
- (9) 出所：日本経済新聞、99年4月25日、反射鏡「邦銀退潮、担い手不在(円の国
際化の)」。当記事は『IFR アジア』の統計を引用。
- (10) 出所：緒方四十郎「円と日銀」1996年、29-30頁。
- (11) 日本銀行金融研究所「わが国の金融制度」昭和61年版、第2部第6章第4節1,
(2)478-479頁。

- (12) 出所：「かけ声は本業回帰、それでも『土地』に生きるしかない」日経ビジネス 1990 年 11 月 19 日。
- (13) 神崎隆「短期市場金利の決定メカニズムについて——日米金融調節方式の比較研究」、『金融研究』第 7 巻第 2 号，1988 年 8 月。
- (14) なお，この金融引締め期の定義は，近年には変更したようである。付(図)－4 のなお書きを参照。
- (15) ミクロの動きに注意するという点では，欧州中央銀行はキャリートレードの動きに配慮しつつ金融政策の運営に当たっているようである。
- 出所：日本経済新聞 1999 年 10 月 5 日（夕刊）「ニュース複眼。」
- (16) 笠信太郎「“花見酒”の経済」1962 年。
- (17) 勝てば官軍の表現は，宮崎義一「複合不況」1992 年（178 頁）では株式取引の説明に使われているが，土地取引についてもほぼ同様に，実業界では広く蔓延し抗し難い影響力を発揮する考え方である。
- (18) 出所：日本銀行百年史第六巻，509, 512 頁。中川幸次「体験的金融政策論」1981 年，143－148 頁。
- (19) 出所：日本銀行百年史第六巻 360, 383 頁。
- (20) 構造改善については，海外面では大幅な円高によって海外への工場進出が行われ，この面では進展がみられた。しかしながら，国内面についてみると，企業行動は輸出に結び付く設備拡大が盛行し，従来の様式から変わったとは言えないと思われる。
- (21) ここでの主張は，バブルとその崩壊を軽く見て良いという意味ではない。構造問題とは区別すべしとの主張である。なお，バブルとその崩壊およびそれらの原因は，重要な研究対象ではあるが，主因がミクロの証券会社と銀行の行動にあり，既に宮崎義一前掲書による分析が存在する。地価の問題については，本稿でも 2, (1) で一部を説明した。
- (22) 出所：日本経済新聞，99 年 3 月 22 日，一刀両断「首相官邸に報道官設置を」竹中平蔵。
- (23) 出所：日本経済新聞，96 年 6 月 14 日，「年金の誤算」。日本経済新聞，99 年 7 月 16 日，「2020 年からの警鐘」。共に富士総合研究所の試算を引用。
- (24) 出所：日本経済新聞，99 年 2 月 24 日，「『老後に不安』73%」，国民生活選好度調査・98 年度。
- (25) 出所：中川忍「90 年代入り後も日本の家計貯蓄率はなぜ高いのか？」，『日本銀行調査月報』1999 年 4 月。
- (26) 出所：「貯蓄と消費に関する世論調査（平成 10 年）」。
- (27) 出所：館龍一郎「日本の経済」1991 年，95－96 頁。

- (28) 日本の年金制度は複雑で極めて判り難い。例えば、村上清「年金の知識」1995年、の「まえがき」や、Ⅱ3「八つの公的年金」の項参照。また、「厚生年金白書」では、適格年金が大蔵省所管ということから外されており、また、詳しい説明は厚生年金しかなされておらず、全貌が判らない。石弘光「高齢化と社会福祉」「公的年金の現状と課題」『書斎の窓』1996 No. 455-456 有斐閣、が各種年金の加入者数、保険料、支給実績の年平均額、年金の成熟度、等のデータを記載し、全体像が比較的分かりやすいように思われた。
- (29) 出所：日本経済新聞、97年11月20日、経済教室「民営化、段階的に実施を」小塩隆士立命館大学助教授。
- (30) 水野肇「医療・保険・福祉改革のヒント」1997年93頁には、北風と太陽の寓話を例にひき、発想の転換の必要性を述べている。
- (31) 長野県の平均在院日数は30.7日（'95年：全国平均45.5日）である。これに対し、スウェーデンでは、1950年代に平均入院日数が14.8日であったものが、その後の改善努力で、6.6日になったと言われている。出所：日本経済新聞1997年9月14日「長野県が最低——高齢者医療費」、および、前掲書ii頁。
- (32) 出所：水野肇前掲書167～168頁、および、注(31)の日本経済新聞記事。
- (33) 出所：前田信雄（理博）「日本の介護・世界の介護」『学士会会報』1999-Ⅱ No. 823, 103頁。
- (34) 出所：日本経済新聞1996年6月14日、年金の誤算「高齢者は弱者か」一橋大高山憲之教授の指摘の引用あり。
- (35) 出所：日本経済新聞、98年12月23日、「住宅市場再生への新潮流」。日本経済新聞、99年1月1日、「将来見据えたロングライフ住宅」。
- (36) 出所：日本経済新聞、99年3月22日、月曜経済観測「不安解消へ将来像描け」坂本春生西武百貨店副社長。
- (37) 国際協調のための経済構造調整研究会「前川レポート（報告書）」昭和61年4月、二、2.(2)直接投資の促進。
- (38) 出所：日本経済新聞、1995年10月21日「市場の話題・多国籍銀行になれない邦銀？劣る競争力，“外”に目を」。
- (39) 出所：キンドルバーガー前掲訳書、6頁「……ローズベルトはしばしば自らの無知を認めたが、空論家でないという長所、もっと積極的にいえば、有効な何かが見つかるまでは次から次へといろいろなことを執拗に試みるという長所を持っていた。」
- (40) 力量低下＝日本経済新聞、98年12月13日、「政治家任せにはできぬ」、コロンビア大G・カーチス教授は、本旨は官僚バッシングを懸念した記事の中で、「大事なものは、官僚の力が落ちているという事実を踏まえて、……、政策形成に役立つ組

織・機能をいかに構築するか、ということなのです」と述べている。不備＝日本のシンクタンクの手薄さの指摘，日本経済新聞，98年12月6日，「官僚は『手続き』の専門家」，ブルッキングス研究所，M・アマコスト所長。日本経済新聞，98年8月17日，時論「米国型シンクタンクを」角家哲雄東芝アメリカ副社長。

- (41) 岩田一政・深尾光洋編「財政投融资の経済分析」1998年，住宅公庫112-115頁，財政投融资対象機関の赤字と繰越欠損133-136頁，道路公団166-168頁，国有林野特別会計168-172頁，政府金融機関の不良債権，含む「むつ小川原開発」「苫小牧東部開発」255頁，赤字ファイナンスと赤字隠し256-257頁，累積債務の解消：国鉄清算事業団，国有林野特別会計274-276頁，等。

桜井よしこ「日本の危機」1998年，第2章年金を食い潰す官僚の無責任，第3章国民の知らない地方自治体「大借金」の惨状。

- (42) 加藤秀樹「初試算日本国のバランスシート」，『文芸春秋』平成11年5月号。
 (43) 財政・租税構造の歪は，高度成長期に発生した税の自然増収を，課税最低限の引き上げ中心で減税した結果生まれている。
 (44) 99年5月18日開催（7月1日公表）の金融政策決定会合議事要旨「IV. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要」の中に以下の文言がある。

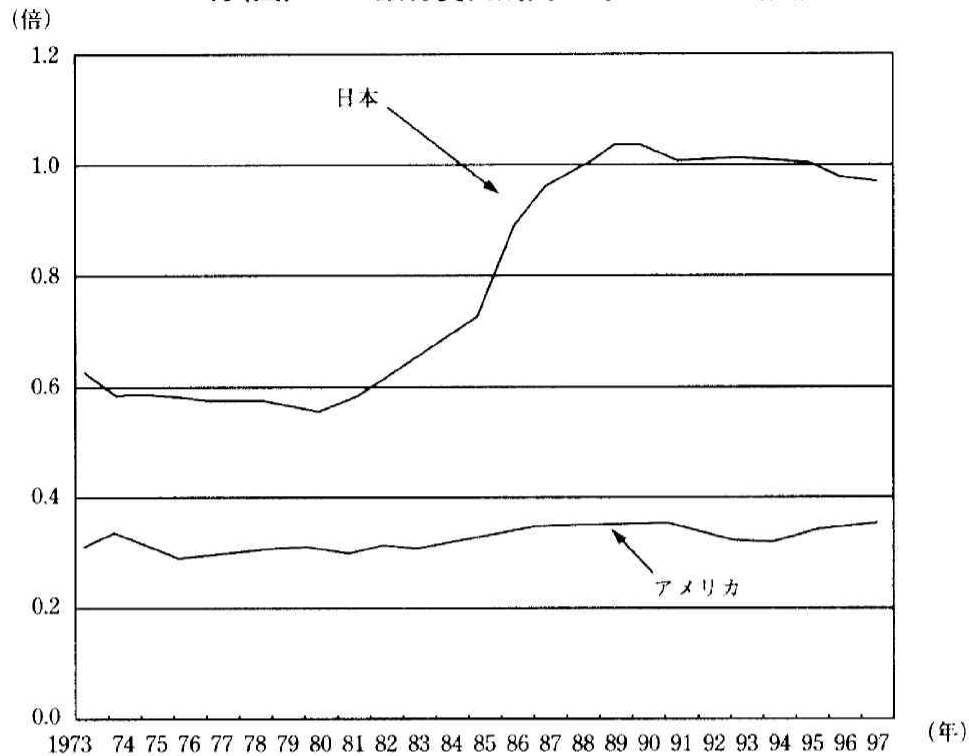
「別の委員からも，……これからの日本経済に必要な処方箋は，企業経営および財政支出面の構造改革を進めて行くことであるとの見方が述べられた。」

「もうひとりの委員からも，……将来に対する家計の不安を和らげるよう年金・雇用制度等の改善を図ること，といった……改善策が挙げられた。」……「一連の議論を総括するかたちで，ある委員から，現在の金融政策運営において重要なポイントは，(1)できることはすべて行っていること，(2)それをデフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで続けるつもりであること，(3)財政規律を失わせて将来に禍根を残すような政策をとるつもりはないこと，(4)構造改革の進展が期待されること，といった諸点であり，そのことをきちんと対外的に説明して行くことが必要との見解が述べられた。」（アンダーラインは筆者）

要は，国民に対する説明をどのように行い，構造改革を促進するための，更なる工夫をどの様に行うかが重要と言えよう。

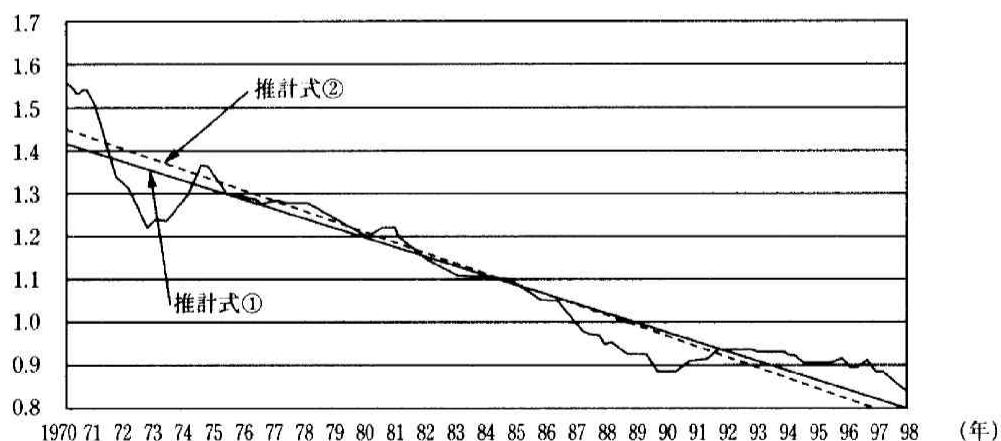
- (45) 出所：日本経済新聞，1999年3月5日，「未踏のゼロ金利（上）」。

付(図)—1 銀行貸出残高の対 GDP 比の推移



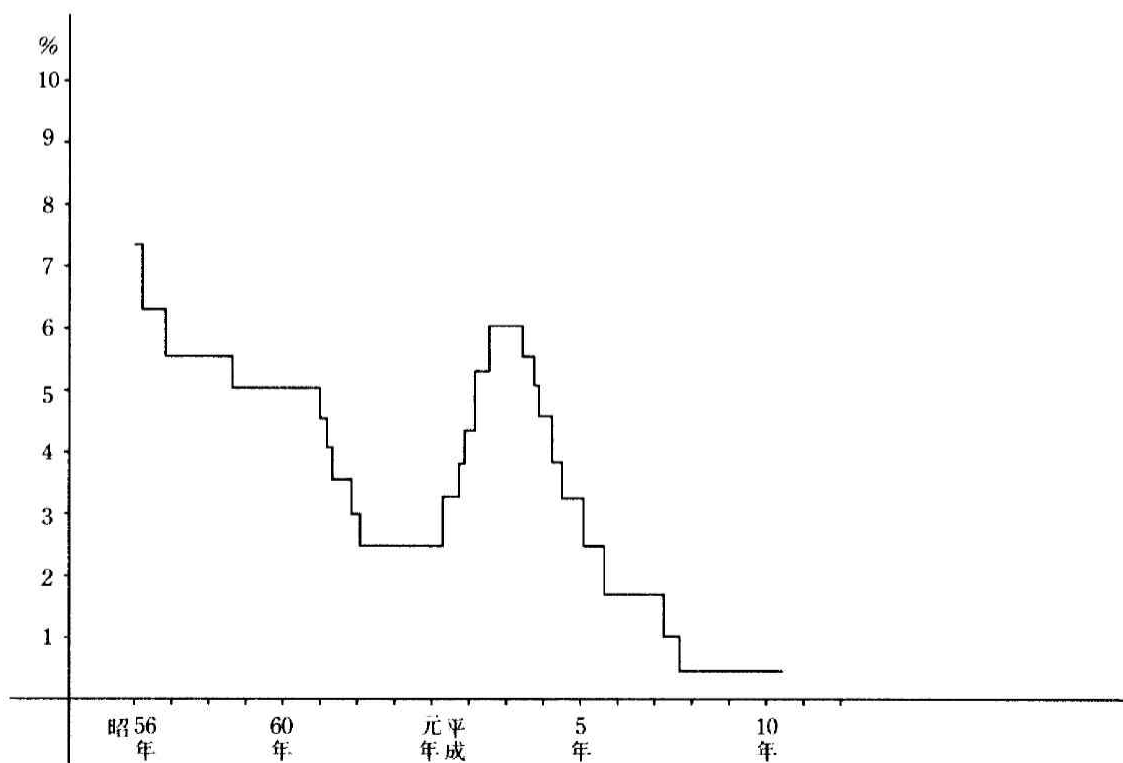
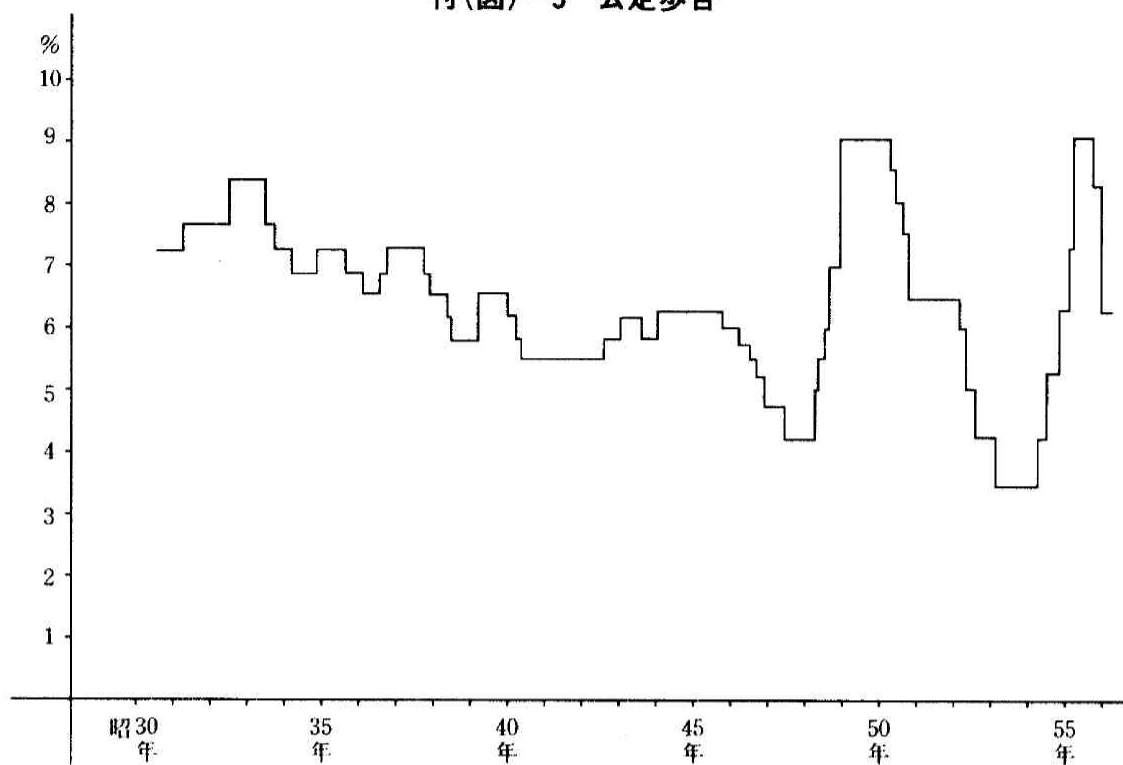
- (備考) 1. 日本銀行「経済統計月報」、データストリームにより作成。
 2. 日本の銀行貸出残高は、国内銀行勘定の貸出金残高（各年12月末残）を利用。
 アメリカの貸出金残高は、Loans and leases in bank credit（各年12月末残）を利用。
 3. GDPは暦年の名目値を利用。
 (出所) 平成10年度経済白書362頁。

付(図)—2 銀行貸出残高の対 GDP 比の推移

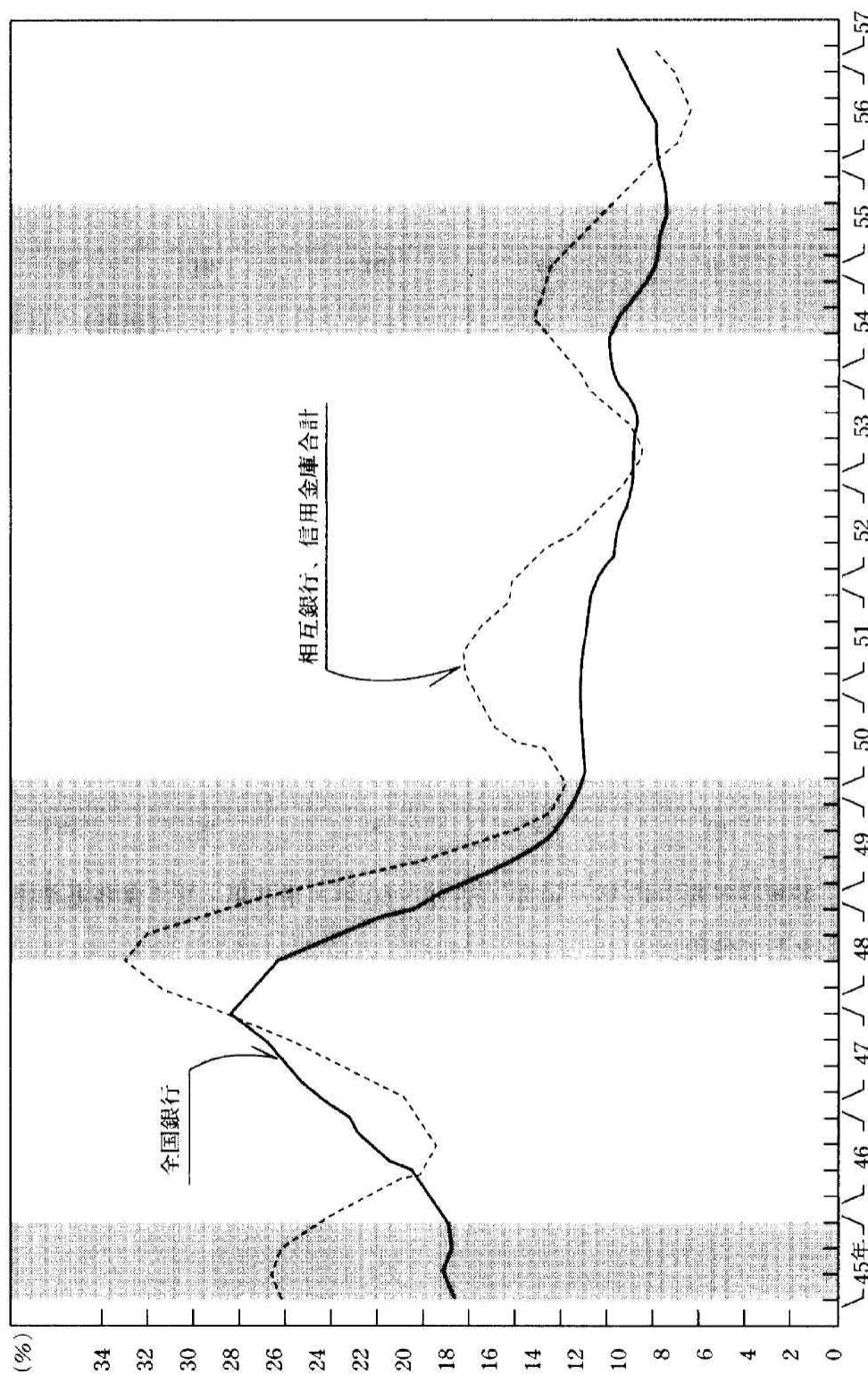


- (備考) 1. 日本銀行「経済統計月報」により作成。
 2. $\text{流通速度} = \text{名目GDP} / \text{M2} + \text{CD}$
 3. 推計式①：推計期間は70年第1四半期～97年第4四半期とした。
 4. 推計式②：推計期間はオイルショック以降バブルまでを安定期とみなし75年第1四半期～85年第4四半期とした。
 (出所) 平成10年度経済白書269頁。

付(図)-3 公定歩合



付(図)―4 金融機関の貸出動向 (残高前年比)



(注) 1. 国内店名義外貨建貸付を含む。

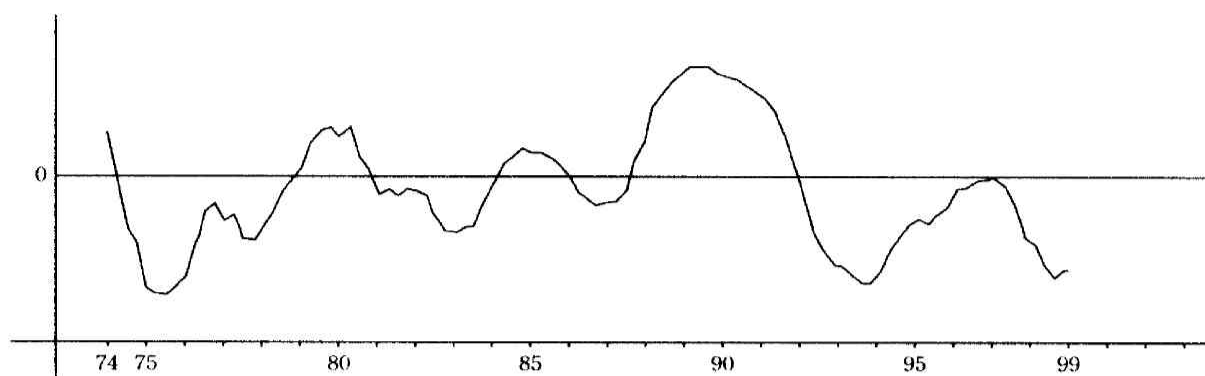
金融機関貸出を除く。

2. シャード一部分は引締め期。

日本銀行調査局「調査月報」昭和57年5月

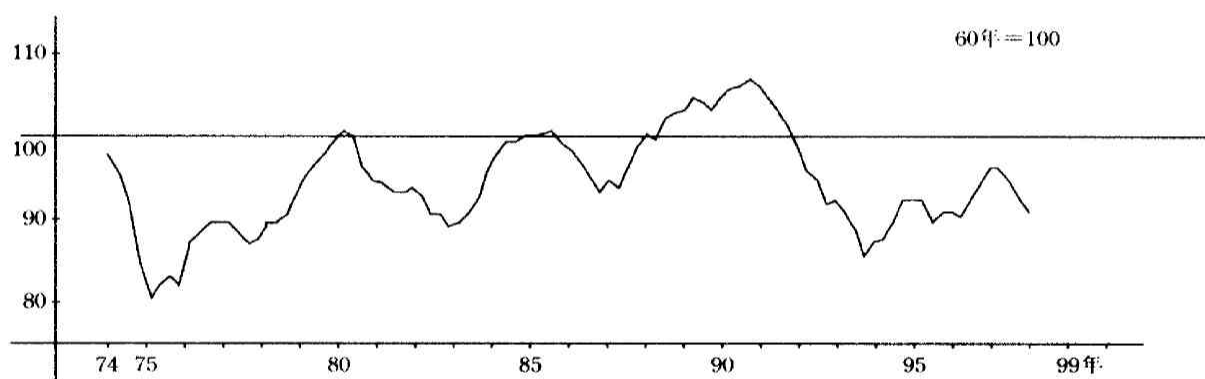
(出所) なお、近年の月報では「シャードーは公定歩合引き上げ期を示す。」等の表現が使われている。

付(図)－5 短観・主要企業・全産業・業況判断：「良い—悪い」



(出所)：日本銀行

付(図)－6 製造業稼働率指数



(出所)：鉱工業統計年報：45年・50年・55年・60年・平2年・平7年各基準指数を
リンクして使用。

付(図)ー7 政策検討の節目における業況判断・稼働率

		1979年4月		80年2月		87年10月		88年8月		
四半期										
前期	当期	1/四	2/四	794/四	1/四	3/四	4/四	2/四	3/四	
業況判断 「良い－悪い」		4	16	23	19	－8	6	33	39	
稼働率 1985年＝100		95.1	96.7	100.5	99.8	95.6	98.6	99.5	101.8	
公定歩合(%) (方向、何回目)		3.5	4.25	6.25	7.25	2.5	〃	2.5	〃	
		(上げ・1回目)		(上げ・4回目)		(上げ・見送り)		(上げ・見送り)		
備 考				国会開催中の上げ				上げ必要時		

		89年5月		93年2月		93年9月		95年4月	
		1/四	2/四	924/四	1/四	2/四	3/四	1/四	2/四
		50	53	－36	－42	－44	－47	24	－21
		102.8	104.1	91.3	92.1	90.4	88.5	91.8	91.8
		2.5	3.25	3.25	2.5	2.5	1.75	1.75	5月 1.0
		(上げ・1回目)		(下げ・6回目)		(下げ・7回目)		(下げ・8回目)	
		遅過ぎ		遅れ気味		遅れ気味		消費税引上げ	

出所：業況判断＝主要企業短期経済観測、全産業（日本銀行）

稼働率＝鉱工業統計年報・製造工業（通商産業省）

5年毎の基準指数をリンク、1985年＝100の指数とした。

付(図)ー8 実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度

