

書評

**The Political Economy of Japanese Monetary Policy**

**「日本の金融政策の政治経済学」**

by

Thomas F. Cargill, Michael M. Hutchison, and Takatoshi Ito

トーマス・F・カーギル、マイケル・ハッチソン、伊藤隆敏

The MIT Press, 1997, ii+pp.236.

本書はわが国の金融政策について、制度的、歴史的、経済的、政治的側面から多面的に論じたものである。これまで、金融政策の特定の側面について論じた研究書は英語でも出ているし、金融制度の解説書として評判の高い『わが国の金融制度』（日本銀行金融研究所）も、英訳されている。しかし、わが国の金融政策をこれほど多面的に論じた英語文献は本書を除いてあまり見あたらない。とりわけ、本書は 1990 年代のバブル崩壊後の金融政策に多くのページを割いており、その意味でも極めて意義深いものがある。

本書の最大の特徴である多面性は、三人の異なった才能を持ったエコノミストが、それぞれの特徴を出しやすい共同研究という形態をもって、初めて生み出されたものであるといえよう。また、それぞれの研究者は時期を相前後して日本銀行金融研究所に客員研究員として滞在し、日本銀行の金融政策について、直接間接に、その意義や意図を確かめる機会に恵まれていたことも、他に類を見ない内容になっている理由の一つにであるといえる。

以下では、本書の内容を要約しながら、重要な貢献と思われる点、あるいは逆に疑問が残る点について指摘しておきたい。まず第 1 章で本書の内容の概略を紹介した後、第 2 章では 1950 年代までの日本の金融史、中央銀行史を標準的な解釈に基づいて解説している。ここでは何か新しい歴史的資料にあたったというより、英語圏の読者に、とりあえず日本銀行の歴史に関する基本的情報を伝えることを意図している。

第 3 章では金融政策の諸局面を 5 期間に分けて検討している。すなわち、1945-50 年にかけての戦後復興とドッジプラン、財閥解体の中で銀行中心の間接金融が発達してきた時期、1950-71 年の固定為替レート下での高度成長期、1971-75 年の為替管理に関するニクソン・ショック、日本列島改造論を掲げて政権についた田中角栄の金融緩和政策と、その後の第一次石油ショックによってもたらされた高インフレ期、1975-85 年にはマネーサプライを重視するようになった。ただし、この時期、日本銀行

がマネタリスト的な政策を本当にとっていたかどうかという点については著者たちは疑問を呈している。1985-96 年には資産バブルの発生と崩壊があった時期である。この間の金融緩和と引き締め、金融自由化の流れの中で、資産バブルがいかに発生したかを、通貨需要関数を推計することで立証しようとしている。著者達は金融自由化によって 1985 年を境に通貨需要関数がシフトしたという統計的証拠は見出せず、シフトが起こったすれば金融政策の方であると論じている。

第 4 章では為替レート、国際政策協調、円の国際化など国際金融の問題について論じている。為替レートに関しては、円高に振れた4つの時期と円安に振れた2つの時期のエピソードにまとめてある。その上で、為替介入の効果や不胎化介入政策に関する実証結果が示されている。それによると、為替介入は円安の時により活発に行われることが示されている。また、それらの介入が不胎化されたかどうかという点については確定的な実証結果は得られていない。国際政策協調については、1978 年のボン・サミットでのマクロ経済政策協調、1985 年のニューヨークにおけるプラザ合意によるドル安化に対する協調が金融政策に及ぼした影響について検討している。著者たちは日本政府の積極的為替介入政策が外貨準備を急速に増加させ、プラザ合意以後は不胎化介入が難しくなり、拡張的金融政策につながったことを論証している。円の国際化に関しては、円が実際の貿易で支払通貨としてどの程度用いられているかを検証している。それによると、円建ての支払い比率は増加してきているが、他の先進国の自国通貨建て支払い比率と比べるとはるかに低く、また国際通貨市場での円取引も、東京外国為替市場以外では、取引量がはるかに少なくなる。また各国の外貨準備として円を保有することも、1990 年で世界全体では 9.1%、アジア諸国では 17.1% に止まっている。このように、円の国際化あるいはアジアにおける円圏の形成は遅々として進行していないというのが現状であるとしている。

1980 年代後半のバブルの発生とその崩壊に日本銀行がいかに関与したかというのが第 5 章のテーマである。バブルの発生初期には確かに経済のファンダメンタルズを反映した側面もあったが、金融自由化の大きな流れの中で、ノンバンク、住専などが住宅関係融資を増加し、また非金融企業は直接金融を通じた資金調達比率を増やしていった。その結果としてメインバンクの相対的地位が低下し、それに代わるモニタリングシステム、ガバナンスシステムは構築されることはないままであった。大蔵省の銀行に対する監督不行き届きも大きかった反面、護送船団方式による銀行保護と預金保険機構による預金者保護が銀行と預金者の両方にモラル・ハザードを生じさせ、銀行はリスクの高い貸出しに走り、預金者や株主がそれにストップをかけることもなかった。このようにして資産バブルは見る見る膨らんでいたのである。1990 年に株価は暴落し、9ヶ月間で株価は 50 パーセントも下落した。地価は 1991 年から下落を始め、1995 年にはピーク時の半額にまで下がった。これらのバブル崩壊は、日本銀行が 1989 年 5 月に 2.5 パーセントから 3.25 パーセントにまで公定歩合を引き上げにかけ、1990 年 8

月の6パーセントに達するまで引き締めを続け、また大蔵省は銀行の住宅関連貸出規制や相続税の引き上げ等の改革を行ったという政策的な側面と、投機的投資に対する自律的調整過程という側面の両面を反映している。バブル崩壊は実体経済にも負の影響を与え、1990年代を通して日本はこれまでにない長期の不況を経験した。

これらのバブルの発生と崩壊に対する日本銀行の政策ミスとして、(1)1986-87年の超低金利による金融緩和の行き過ぎ、(2)1989年5月からの金融引き締めの遅れ、(3)1993-4年の金融緩和の不十分さなどが指摘されている。

(1)に対する事情として、1985年9月のプラザ合意以後の為替協調政策に縛られていたということがある。当時、消費者物価は1%以下と非常に安定しており、資産価格インフレをコントロールする必要があるという政策認識は少なかった。さらに、金融自由化の進展によりマネーサプライ統計の範疇外の金融商品へのシフトが起こり、マネーサプライが金融政策の指標として有効でなくなったという点も指摘されている。これらを総合すると1986-1988年の金融政策は日本銀行の政策ミスというより、政府全般の経済政策のミスであると指摘している。

(2)の1989年5月から1991年半ばまで続いた金融引き締めが、遅きに失したのではないかという指摘に対して、著者たちは、1988年ごろまではプラザ合意、ルーブル合意などの国際協調政策の下で、金融緩和が堅持されており、また消費者物価も安定していたので、批判者のいうように1988年に金融引き締めを発動するマクロ経済の状況にはなかったとしている。しかも、1980年代後半に進行した金融自由化の流れのなかで、通貨供給量を金融政策スタンスと解釈することに難しくなってきた点も指摘している。

(3)については、1992年以後顕著になってきた不況に対して金融政策の緩和が遅れたのではないか、あるいは不十分であるなどの批判があった。1994年以来、拡張的財政政策が連続してとられ、金融も1995年9月には公定歩合0.5%と史上最低の水準にまで引き下げられた。それでもなかなか景気が回復しないのは、銀行の不良債権問題や企業の過剰設備に対する調節、アジア経済危機などの要因が重なっているからであって、実際に日本銀行が行った金融緩和を超えるような政策を行ったとして、何らかの副作用なしに不況から回復したがどうかは疑問であるとしている。

第6章は資産デフレを不良債権、住専問題、無力な銀行規制という観点から分析している。住専問題の規模、大蔵省の対応、住宅金融債権管理機構の設立、整理回収銀行の設立、吸収合併、預金保険機構の拡充、公的資金の注入、自己資本規制、預金者保護の名の下での金融機関保護とその結果生じたモラル・ハザードの問題が手際よく解説されている。しかし、本書が発行された1997年秋以後発生した一連の金融連鎖倒産の規模、衝撃の大きさを考えると、住専問題は大きな金融危機の序の口であったことがわかる。

第7章で著者たちは、イェール大学のノードハウス教授の1975年論文を嚆矢とする

政治的景気循環モデルが日本に当てはまるかどうかを検討している。これまでの実証結果および政治学研究者の間での合意は、選挙を軸とする政治的動機によってわが国の景気循環が引き起こされているという証拠はないということであったが、著者たちはこれらの定説に果敢にチャレンジした。具体的には、四半期の実質値データを使い、モデル設定を適切に行うことによって、選挙と景気あるいは選挙とマクロ経済変数の間にはシステムマッチングな関係があることを示している。

しかしながら、著者達の見解が全ての点で一致している訳ではない。例えば、伊藤隆敏氏は選挙のタイミングを景気に応じて決めていくとする日和見仮説と景気循環を政治的に操作しているとする政策操作仮説を区別して検定した結果、わが国の場合、日和見仮説の方が当てはまるとしている。他方、Cargill、Hutchison 両氏は日和見仮説、政策操作仮説を同時推計し、両者とも統計的に否定できないとの結果を得ている。また、Cargill、Hutchison 両氏はインターバンク金利を通じた金融政策が選挙の前に低下するという傾向が見出されることをもって、景気循環の操作仮説の証拠としている。現実的に考えると、選挙前にインターバンク金利が変化したからといって、それが、金融政策操作の結果であると結びつけるのはあまりに性急である。むしろ短期金融市場の参加者の政治的判断が折り込まれた結果と見るのが自然ではないだろうか。

選挙行動との関連で言えば、著者たちは、猪口孝、西澤由隆、河野勝などの政治的景気循環を直接扱った研究結果を検討しているに過ぎず、投票行動、選挙分析という計量政治学で最も活発な研究分野での蓄積を十分に消化しているとは言い難い。例えば、荒木俊夫『投票行動の政治学』（北海道大学図書刊行会）、白鳥令『選挙と投票行動の理論』（東海大学出版会）、小林良彰『選挙制度』（丸善ライブラリー）、中野実『現代日本の政策過程』（東京大学出版会）、三宅一郎『投票行動』（東京大学出版会）などの著作では、わが国の選挙制度および投票行動のパターンに関する様々な論考が紹介されているが、それら政治学研究との比較で、選挙行動における経済的要因の重要性を確認する必要がある。因みに、経済学者の著作としては井堀利宏、土居丈朗『日本政治の経済分析』（木鐸社）が、本書の出版以後に出版されているが、その中では伊藤隆敏氏の日和見仮説が支持されるという結果が得られている。もっとも、その結果は推計式を伊藤隆敏氏のものを踏襲して得られたものであり、伊藤隆敏氏の推計結果の追認にはなるが、Cargill、Hutchison 両氏の結果との違いを総合的に判断したものにはなっていない。

確かに、この分野では著者たちの研究は先駆的なものであり、経済変動と政治の間には密接な関係があるという点に関しては疑いの余地がなさそうである。とはいえ、より広範に政治学の蓄積を踏まえた政治経済学的選挙行動の分析も必要であるし、また逆に、経済学者の提示している純粋に経済学的な景気循環モデルに対して、政治経済学的モデルがより包括的であるかどうかを encompassing test などを用いて検証することも重要であると思われる。

景気回復のために金融緩和、財政出動を行うことが結果的にインフレに結びつくというインフレ・バイアスをいかに解消するかという問題に対して、経済学界では(1)政策ルールに基づく運営、(2)政治的に独立した保守的中央銀行、(3)政府あるいは中央銀行の信認の確立、などがその処方箋として挙げられている。翻って、わが国のインフレは1980年代に入ってから安定しているが、それは、いかなるメカニズムあるいは制度、政策によってもたらされたものであるかということを検討するのが第8章の主題である。

これまで日本銀行をとりまく制度的枠組みは、大蔵省に従属的で、中央銀行の独立性は世界的に見ても低かった。それにもかかわらず、これまた世界的に見て低いインフレ率を維持してこられたのは、1955年から1993年にかけて自由民主党の一党支配という政治的安定性が維持され、その中で官僚が長期的視野に立った政策運営を行ってきたからである。しかしながら、大蔵省には、長期国債の日銀直接買入を禁止した財政法の縛りがかかっていたという面もあるが、その政策目標は、反インフレよりもはるかに広範なものであり、時として日本銀行の政策と背反することもあった。とりわけ、1985年9月のプラザ合意による、超低金利政策は資産バブルを生じさせたという意味で失策であった。

1993年以来、自民党の一党支配体制が崩壊し、政権交代や複数政党の連立を余儀なくされてきた。これは逆に、中央銀行の政策に対して政治的圧力がかかってくることを意味し、またバブル崩壊後の金融不祥事で大蔵省、日本銀行の信認が失墜したことも事実である。そんな中、1998年4月に施行された新日本銀行法のもとで、日本銀行は政府および国民に対して、政策決定プロセスを明らかにし、金融政策に、これまで以上の責任をもたされることになった。

ちなみに、日本銀行法改正と前後して、中央銀行の独立性を巡って、多くの書籍が出版されている。例えば、藤木裕『金融市場と中央銀行』(東洋経済新報社)、三木谷良一、石垣健一『中央銀行の独立性』(東洋経済新報社)、山脇岳志『日本銀行の真実』(ダイヤモンド社)、中北徹『日本銀行・市場化時代の選択』(PHP新書)などがある。本書では、新日銀法施行以後については触れられていないが、中央銀行の独立性を巡る議論については、不十分な扱いしか与えておらず、その点では不満が残る。

第9章での全体の取りまとめを含めて、本書を総覧すると、本書は金融政策を巡る議論についてかなり多面的にアプローチしており、これまで議論になってきた主要な問題についてはなんらかの統計的、経済学的判断を与えている。細部について、とりわけ統計的手法については改善の余地が残っていると思われるが、わが国の多くの金融の専門家が本格的な実証研究をせず、図表のみの印象論に偏りがちであることを鑑みれば、本書で与えられた政治経済学的エピソード、統計的事実、数値計算結果は極めて貴重なものであるといえよう。そして、本書での研究が呼び水となり、さらに多くの実証研究が蓄積されることを期待したい。

本書で扱ったような時々刻々と変化するトピックを絶妙のタイミングで出版するには

それなりの先見の明とダイナミックな研究活動が不可欠である。実際、本書の出版は1997年であるが、それ以来、わが国を取り巻く金融情勢は激変したと言っても過言ではない。すなわち、1997年7月にはタイ政府がバーツ切り下げを実施したことを皮切りに金融危機が発生し、その後、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピンなどに波及し、いわゆるアジア金融危機に発展していった。また、わが国でも1997年11月以後、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券などの大手金融機関が連鎖的に倒産・崩壊した。さらに、先に述べたように、1998年4月には日本銀行法が施行され、1998年6月には大蔵省から独立した金融監督庁が設立された。日本経済の中長期の発展を資金面から支えてきた日本長期信用銀行と日本債券信用銀行が相次いで破綻し、その処理を巡って刑事事件にまで発展してきている。

このように、わが国の経済・金融界はまさに疾風怒濤の時代にあり、本書で扱われた問題は、この大変革期のプロローグに過ぎなかったことが明らかになっている。今、われわれが知りたいことは、住専以来の破綻処理の方法に関する政治経済学のあり方、日銀特融の回収方法、平成不況下で、ゼロ金利近傍での日々の短期金融市場操作法、決済システムの安定的運営方法、金融システムリスクへの対策などである。これらの問題に対して、著者たちはどのような判断を下すのであろうか。実際、著者たちは新たに最近の金融情勢を踏まえた本書の続編として *Financial Policy and Central Banking in Japan* (The MIT Press) を2000年に出版している。尚、本書と続書はセットとして東洋経済新報社から邦訳が出版される予定である。

北村行伸  
(一橋大学経済研究所)