

『金融研究』（第19巻第4号）所収論文の紹介

日本銀行金融研究所では、その研究成果を広く外部に公表することを狙いとして、『金融研究』^(注1)を発行している。以下は、第19巻第4号（平成12年12月発行）所収論文^(注2)の要約を紹介したものである。

第9回国際コンファランス

—「低インフレ下での金融政策の役割：

デフレ・ショックと政策対応」—

金融研究所は、2000年7月3、4日の両日、「低インフレ下での金融政策の役割：デフレ・ショックと政策対応」とのテーマで第9回国際コンファランスを開催した。

今回のコンファランスは、インフレ率が低い状況のもとで、典型的にはわが国においてみられたような資産価格バブルの崩壊などのデフレ・ショックが生じた際に、金融政策の果たし得る役割と政策運営の課題について議論することを目的としたものであった。特に、低インフレ下においては、名目金利がゼロに近づくと、金利引下げを通じた通常の金融緩和政策に限界がある点などを念頭におく必要がある。今回のコンファランスでは、現実の政策運営への含意を意識し、1930年代の米国大恐慌期等の歴史的経験や1990年代の日本の経験への理解を深めつつ、理論的、実証的な分析のほか、中央銀行エコノミストや政策担当者の実務的な観点も織り交ぜて議論を行うことが企図された。

こうした問題意識に基づき、コンファランスでは、速水総裁の開会挨拶、メルツァー、テイラー両金融研究所海外顧問の基調講演の後、以下の4つのセッションに分けて討議が行われるとともに、最後に、コンファランス全体を総括するパネル・ディスカッションが行われた。

第1セッション「資産価格変動とデフレの下における金融政策に関する概観」では、1990年代におけるわが国の資産価格バブル崩壊後の経済動向と政策対応について検討するとともに、1930年代における米国のデフレ等の歴史的経験について比較分析を行った。第2セッション「波及メカニズムと構造的な硬直性」では、金融政策の効果に影響を与える構造的要因のうち、金融システムの安定性と雇用調整に焦点を当て、その金融政策の波及経路や効果に与える影響が議論された。続く第3セッション「期待形成と金融政策」では、金融政策運営における期待形成の役割のほか、1997～98年に生じた金融市場危機前後における価格形成メカニズムの変化とその金融政策運営上の含意について検討が加えられた。第4セッション「低インフレ・低金利

(注1) 『金融研究』所収論文の内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。なお、『金融研究』第19巻第4号（定価1,050円）は、ときわ総合サービス（株）（本『日本銀行調査月報』刊行物一覧を参照）より販売。

(注2) 所収論文は、日本銀行金融研究所ホームページ（<http://www.imes.boj.or.jp/>）「発表論文等」コーナーにも掲載されています。

の金融政策運営上の含意」では、日本の経験を基に、名目金利の非負制約を考慮した開放体系下での金融政策、ゼロ金利下での金融調節手段とその波及経路、政策運営の枠組みについて議論が展開された。最後に、中央銀行関係者3名および当研究所海外顧問2名からなる総括パネル・セッションを行い、低インフレ下での金融政策の役割に関し、その理論上、実践上の課題について議論が行われた。

日本におけるバブル崩壊後の調整に対する政策対応——中間報告——

白塚重典／田口博雄／森 成城

本稿は、バブル崩壊後の調整に対する金融政策・プルーデンス政策面での対応に関する中間報告である。バブル崩壊後の調整過程においては、期待成長率の急激な下方修正、企業等におけるバランス・シート調整や銀行の不良債権問題を背景とする金融仲介機能低下等がバブル崩壊のショックを増幅し、調整期間を長期化させた。金融政策について、マーシャルの k 、テイラー・ルール、株式イールド・スプレッド、実質短期金利の4つの基準を用いると、緩和方向への転換は総じて速やかであったものの、当初の緩和の大きさは、通常のス톡・サイクルに見合ったものであり、後知恵でみれば、バブル崩壊の影響を十分予見したものではなかったとの評価も可能である。もっとも、仮に、より早めにドラスティックな金融緩和が行われたとしても、金融仲介システムの機能低下を勘案すると、抜本的な不良債権問題の処理を行わないまま、金融緩和策だけで対応することには限界があったことは否定し難い。プルーデンス政策面では、システム・リスクを回避し得た一方、破綻処理法制や包括的なセーフティ・ネッ

ト整備の遅れから処理に長い時間を要し、不良債権問題はマクロ経済に対する強い足かせとなった。こうした1990年代の経験を踏まえると、日本銀行がマクロ的ショックの影響とその波及メカニズムについての認識を迅速かつ確に行い、その調整コストをできる限り小さくしていくことが重要である。また、日本銀行が構造的な問題へ積極的に働きかけ、その政策手段の有効性を高めていく必要性も強調される。

金利非負制約下における追加的金融緩和策：日本の経験を踏まえた論点整理

翁 邦雄／小田信之

本稿は、日本における約1年半のゼロ金利政策の経験を踏まえ、ゼロ金利下での金融政策を巡る各種の問題を検討する。まずゼロ金利政策導入前後の金融市場動向を振り返った後、名目金利ゼロ下での金融政策の波及メカニズムを整理し、仮に追加的な金融緩和を行う必要がある場合にどのような政策の選択肢があり得るかを考察する。具体的には、効果が比較的限られているもののフィージビリティが高くコストないしリスクが小さい方法として、政策アナウンスの具体化を挙げる。一方、中・長期国債の買切りオペ増額や一時的な「固定」為替相場制度の導入については、大掛かりに実施すれば比較的大きな効果が得られるものの、効果に不確実性が大きいうえ、コストないしリスクも大きい可能性があることを指摘する。

さらに、ゼロ金利下でのインフレーション・ターゲティング導入の是非についても考察する。インフレーション・ターゲティングを金融政策運営の枠組みの1つと位置づけたときに、総合判断に基づく伝統的な政策運営との区分けが必

ずしも容易ではないことを整理したうえ、日本での最近の論調等を踏まえると、ゼロ金利下で本来のインフレーション・ターゲティングのメリットを享受する環境が整わないままでは、金融政策遂行の柔軟性が阻害される可能性が無視できないことを議論する。

バブル期の金融政策とその反省

香西 泰／伊藤 修／有岡律子

1980年代後半のバブルは、金融緩和のもとで発生し、拡大した。この金融緩和は、ただちには景気の過熱や物価の上昇をもたらさなかった。物価上昇気配が濃厚になると、日本銀行は金融引締めに転じたが、バブルの発生、拡大はすでに広範に進行していた。このように資産価格と物価の変動がかなりの期間・幅で乖離するとすれば、当面の物価動向にだけ注目して金融政策を運営するのではバブル防止には手遅れになる可能性がある。

金融政策は物価安定を中心に実施されるべきであるが、その場合、バブルの再発を防ぐには、80年代後半に顕著であったような為替レートへの過度の配慮を避けること、資産価格の動向を見守り、その物価や経済基調との関係を注意深く分析し、物価安定の観点からみて予防的に行動すること、が必要であろう。またバブルが信用秩序の動揺を通じて90年代の日本経済に大きな影響を及ぼした経験を踏まえ、「信用秩序の維持」の課題を事後措置に限定せず、資本市場や金融機関の経営の動向に応じたプルーデンス政策を検討すべきである。さらに経済実態についての情報や意見を公開し、世論や金融政策以外の政策にも影響を及ぼす可能性を探求することが望ましい。

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／白川方明／白塚重典

日本経済は1980年代後半以降、バブル経済の発生・拡大、崩壊という形で、極めて大きな変動を経験した。バブル経済は、①資産価格の急激な上昇、②経済活動の過熱、③マネー・信用の膨張の3つによって特徴づけられる。本稿は、こうしたバブル経済の発生メカニズムについて検討するとともに、将来のバブル経済の再発防止に向けて、中央銀行としてこの経験から引き出すべき教訓を整理しようとするものである。具体的には、まずバブル経済の発生・拡大、崩壊の過程を、資産価格・実体経済の大きな変動の背後にあったと考えられる期待の強気化とその崩壊を分析の中心に据え、当時の金融政策の運営との関係を意識しつつ検討する。そのうえで、物価の持続的な安定と金融システムの安定を実現するための金融政策運営の枠組みを議論する。

「バブル期の金融政策」座談会の模様

日本銀行金融研究所では、1980年代後半の資産価格バブルを巡る分析的な総括を試みる研究プロジェクトを立ち上げ、行内・行外の執筆者によって、当時の政策運営を検証した論文2本をまとめた（翁邦雄・白川方明・白塚重典「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」および香西泰・伊藤修・有岡律子「バブル期の金融政策とその反省」、いずれも本号所収）。

この研究プロジェクトは、バブル崩壊からすでに10年近くが経過しており、日本銀行としてバブル期の政策運営に関する何らかの「分析的

総括」が求められている、との問題意識から開始された。すなわち、1990年代の日本経済は、大きな苦境に陥ったが、その1つの大きな要因として、バブルの発生と崩壊があったことは否定し難い。こうした観点から、日本銀行が低インフレ下の金融政策運営の経験について語る時、バブルの問題を避けてとおることはできない、と考えられる。

しかしながら、バブルの発生メカニズム、金融政策の果たした役割や果たすべき役割について、中央銀行、学界の間でも共通の理解が現在なお存在していない。その一方で、バブル崩壊後の調整がまだ終わっていない現段階では、どのような内容の分析を公表しても、日本銀行の「自己弁護」と受け取られるおそれが高いほか、それを避けようとする、今度は過度の「反省」

になり、バブルを正しく理解したことにならないおそれが生じる、との懸念も存在した。

こうした観点から、日本銀行スタッフ自らが分析的な総括を試みると同時に、高い見識を有する日本銀行外のエコノミストに論文作成を委託し、総合的に日本銀行の政策を検証することとした。

これら2つの論文が完成し、プロジェクトを終了するに当たって、その研究成果を今後の政策運営につなげるとの観点から、論文執筆の中で意識した論点を振り返りつつ、2つの論文の分析結果、政策含意の共通点・相違点、あるいは論文中で十分に書き尽くすことができなかつた点、等について、執筆者が一堂に会して議論するために、座談会を開催することとした。