

本邦のバブル対応—対米比較と教訓—*1

氷見野 良三*2

要 約

80年代後半の資産価格バブルに対する日本の対応は、Fed View と BIS View の双方から代表的な反面教師として取り上げられ、米当局は日本の失敗は繰り返さない旨を表明してきた。しかし、不動産価格ピーク前後の日米の金融政策は、①引締めと緩和の幅とタイミングでも、②テイラー・ルールからの乖離でも、③生産・資産価格・為替インパルスに対する反応でも、極めて類似している。また、日米のプルーデンス政策は、早期に定性的措置を開始し、バブル末期に定量的措置（関連与信の総量に基準を設ける措置）に移行した点において共通していた。

キーワード：バブル、金融政策、プルーデンス政策、Fed View、BIS View

JEL classification：N25, E52, G01, G28

I. 本稿の目的

バブル崩壊後に日本経済が深刻な状態に陥ったのは、バブルの拡大と崩壊への政策対応に問題があったためである、とする批判がしばしばなされてきた。

批判の第1点は、政策のタイミングに関するものであり、

- ・バブル抑制策の開始のタイミングが遅かった(例：Bernanke and Gertler (1999), 翁・白川・白塚 (2001))
- ・バブルの崩壊を認識して緩和政策に転ずる

タイミングが遅かった(例：Hamada, Kashyap and Weinstein (2011))

とされることが多い。

批判の第2点は、政策の強弱に関するものであり、

- ・バブル抑制策が強すぎた(例：岡田・浜田 (2009))
- ・バブル崩壊後のショック緩和策が弱すぎた(例：Ahearne et al. (2002))

とされることが多い。

*1 本稿の一部は、明治大学と中国社会科学院が共催した国際シンポジウム「日中金融自由化改革：そのリスクとチャンス」(2014年11月、東京)で発表されたものである。シンポジウムで頂いたコメントに感謝する。また、関根敏隆氏(日本銀行)、坪内浩氏(金融庁)、内田善彦氏(金融庁)との議論から裨益したが、筆者の力不足から御助言を反映できなかった部分がある。本稿は個人的な見解であり、金融庁の立場を示すものではない。また、事実関係の記述は全て公表情報に基づいている。

*2 金融庁総務企画局審議官

批判の第3点は、政策の手段に関するものであり、バブル抑制のために

- ・不動産関連融資に対する量的規制を用いるべきではなかった(例:村松・奥野(2002)),あるいは逆に,
- ・金融政策を用いるべきではなかった(例: Federal Reserve Bank of Kansas City (2003), p. 226 のバーナンキ発言)

とされることが多い。

本稿の主な目的は、以上のような批判の当否を検討し、仮に批判に当たっている面があったとすれば、そこから得られる教訓は何かを検討することにある。

なお、本稿は資産価格の急騰が始まってからバブル崩壊が明らかになるまでの時期(1986～1992年頃)を対象とし、資産価格変動への対応を目的とした政策に焦点を絞っている。貿易

立国路線の行き詰まりに対応した内需拡大路線への転換(1986年頃)は、バブル発生の原因の一つとなったと考えられるし、不良債権処理や銀行危機対応(1992年以降)はバブルの崩壊の影響を左右したと考えられるが、これらについては、別途考察することにした。

以下、Ⅱ節では、バブル対応に関する米大恐慌以来の論争史を概観し、日本の経験を位置付けるために既存の議論の枠組みを整理する。Ⅲ節では、我が国における資産価格と政策対応のクロノロジーを概観する。Ⅳ節では金融政策、Ⅴ節ではプルーデンス政策の内容・タイミング・影響・背景・決定過程について見た後、米国の2000年代との比較を試みる。Ⅵ節では租税政策、土地政策、財政政策について見る。Ⅶ節は日本の対応の評価、Ⅷ節は日米の経験の教訓と思われるものの要約である。

Ⅱ. 「後始末論」と「事前抑制論」

バブル(持続不可能な資産価格の上昇を伴う、持続不可能な金融上の不均衡の拡大)とその巻き戻しにどう対応したらよいかについては、日本の例、更には大恐慌や世界金融危機の事例などを念頭に、様々な議論が行われてきた。本節では、日本の経験について評価するための枠組みを得るために、これまでの議論の整理を試みる。

バブルへの政策対応としては、バブル形成期における事前対応と、バブル崩壊期における事後対応の二つを区別することができる。また、政策手段としては、金融政策とプルーデンス政策とが中心に議論されてきた。事前対応と事後対応、金融政策とプルーデンス政策のそれぞれにどれだけの比重を置くかによって、これまでの議論を二つの類型に大別できる。

以下では、White(2009)にならって、二つを「後始末論(“Clean-up-afterwards” view)」と「事前抑制論(“Lean-against-the-wind” view)」

と呼ぶこととする。ちなみに翁(2009)や白川(2008)などは、後始末論の主唱者が米連銀であったことから、これをFed Viewと呼び、事前抑制論の主唱者が国際決済銀行(BIS)のエコノミストであったことから、これをBIS Viewと呼んでいる。

後始末論にもさまざまなニュアンスやバリエーションがあるが、単純化していえば、「事前対応より事後対応を重視し、金融政策による事後対応を強力に行えばバブル崩壊の影響には対処できるし、仮に事前対応を行うとしても、金融政策ではなくプルーデンス政策で行うべき、とする考え方」ということができよう。

事前抑制論にも変遷があるが、これも単純化していえば、「事前対応を重視し、事前対応には金融政策とプルーデンス政策の両方を動員すべきとする一方、過度の事後対応の弊害を強調する考え方」ということができよう。

表1 後始末論と事前抑制論

後始末論	崩壊前のバブル抑制	崩壊後のショック緩和	事前抑制論	崩壊前のバブル抑制	崩壊後のショック緩和
金融政策	有害	有効	金融政策	必要	過度は有害
ブルーデンス政策	可	—	ブルーデンス政策	必要	—

これを図示すれば表1のようになる。

「後始末論」対「事前抑制論」という枠組みの整理は、1990年代や2000年代の日本や米国の事例を念頭に今世紀になってから行われたものであるが、類似の議論は米大恐慌前に既に米連銀内で戦わされており、フリードマンやガルブレイスははじめさまざまな論者によって取り上げられてきた。

以下では、1929年の米大恐慌、日本の90年代危機、米国の2000年代危機の3事例がどのように議論されてきたかを概観する。

II-1. 「暗黒の木曜日」前の米国

1920年代末の株式投機の拡大にどう対応すべきかについては、ワシントンの連邦準備制度理事会とニューヨーク連邦準備銀行の間に激しい路線対立があった（Friedman and Schwartz (1963), pp. 254-266）。

ワシントンの理事会の考え方は、バブル抑制の手段として、金利引上げなどの金融政策ではなく、行政指導（当時の用語では「直接的圧力」）などのブルーデンス政策上の手段を選ぶ点において、現代の「後始末論」に似ていた。投機的用途の資金は期待収益率が高いので、これを抑制できるほどに金利を引き上げれば、一般的な事業活動が壊滅しかねない。他方、銀行への行政指導によれば、生産的用途の資金への影響を回避しつつ、投機的用途の資金だけを抑制できる、と考えた。

他方、ニューヨーク連銀は、金融政策をバブル抑制に割り当てる点において、現代の「事前抑制論」に似ていた。資金の投機的用途と生産的用途を区別して前者だけを抑制することは不可能であり、対応を行うとすれば金融政策を用

いるしかない、と考えていた。他方、ブルーデンス政策上の手段の利用については、行政指導を銀行がどう受け止めるか次第では「極めて致命的な結果になりかねない」と恐れ、消極的であった。

ワシントンは、投機目的の信用供与の拡大に警告する声明を公表し、ニューヨークが銀行への行政指導をためらっていることを批判した。他方、ニューヨークは、1929年2月以降、10回に亘って公定歩合の引き上げをワシントンに申請したが、ワシントンは申請を毎回却下した。申請は1929年8月ようやく認められたが、同日、生産的用途の資金需要に因應するため、手形買い入れの割引率が引き下げられたので、効果は減殺された。

Friedman and Schwartz (1963) は、連銀は効果がないと分かっているながらアリバイ作りのために行政指導を行った、とする（p. 266）。また、金融政策については、「バブルは潰せないが、景気拡大も促進できない、中途半端なものだった」と評価している（pp. 265-266, p. 298）。しかし、中途半端が良くなかったとして、金融政策をもっと引き締めるべきだったのか、もっと緩めておくべきだったのかについては、必ずしも旗幟を鮮明にしていない。

Galbraith (1954/1997) は、もっと引き締めるべきであったと考えた上で、必要な引き締めがなされなかった理由を次のように解説する。

「風船を破裂させるのは簡単だが、針を刺して徐々に空気を抜くのはむずかしい。」そのため、「現実的な選択肢としては、ただちに何らかの措置を講じて人工的にバブルを崩壊させるか、あとでもっと重大な事態になるまで放置するか、どちらかしかない。いずれにせよ、崩壊す

れば誰かが非難されるのは避けられないが、人工的にやった場合には、責任者が誰かはっきりしてしまう。」(p. 52)

他方、Bernanke (2002) は、引き締め過ぎであったと考える。インフレの気配すらなかったのだから、行政指導だけにとどめて置けば良かったのだが、ウォール街の投機を気にしたために、結局は利上げをしてしまった。その結果、「経済は大恐慌の金融理論が教える通りの結果になってしまった」という。

等しく大恐慌の経験に学びながら、ガルブレイスは「事前抑制論」的な教訓を引き出し、バーナンキは「後始末論」的な教訓を引き出した。

II-2. 日本の「失敗」

1990年代の日本の「失敗」も、大恐慌同様、二つの正反対の仕方では解釈されてきた。例えば、2003年に開かれたジャクソン・ホール会議では、事前抑制論のBorio and White (2004)を祖上に「事前抑制論」と「後始末論」双方の論客が直接対決を行い、双方が日本の「失敗」を自らの見解の正しさを示す好例 (poster child) であるとした (Federal Reserve Bank of Kansas City (2003), p. 226)。

「事前予防論」を支持する立場から、ムーサ元IMFチーフエコノミストは、「金融政策は資産価格の歪んだ高騰に真剣に注意を払わなければならない場合がある。このことを一番良く示しているのは、1980年代末の日本だと思う。…消費者物価上昇率は極めて低位で安定していたのに対し、資産価格、不動産価格は爆発的に上昇し、与信も巨大な伸びを示していた。この価格バブルが崩壊すれば、深刻なマクロ経済問題が起こるような状態だった」と論じた。

他方、バーナンキは、「後始末論」の立場からこれに反論した。「マイケル・ムーサが、事前抑制論の適切性を示す好例として日本を挙げたのには驚いた。話は逆だ。まずなによりも、日本は、銀行システムに対する規制・監督が極めて弱いままに金融自由化を進めたためにバブルを引き起こしたのだ。…金融政策の影響が

あった場面といえ、1989年に意図的にバブルを弾けさせようとした時だけだ。事前抑制論が主張するような形で金利を急激に引き上げたのだ。バブルを弾けさせるのには成功したが、資産価格が崩壊して14年間も不況が続いてしまった。」

Bernanke and Gertler (1999) は、「日銀がテイラー・ルール (物価と景気だけを参照して金融政策を行うルール。後述) に従って1988年に400bpの金融引き締めを行ってれば、バブルは防げた」というシミュレーション結果を示した。「テイラー・ルールに従えば400bpの引上げが必要だった」との主張は、翁・白塚 (2002) が指摘するように、消費税導入が物価に与えた影響を調整しなかったために生じた誤りだったと考えられるが、「資産価格を考慮しない運営でバブル対応としても十分である」という見解の論拠として、大きな影響を持った。

また、米連銀のエコノミストAhearne et al. (2002) は、日銀が1991年第1四半期から1995年第1四半期までのどこかの時点で、短期金利を更に250bp引き下げていれば、デフレは回避できていたはずだ、とするシミュレーション結果を示した。これも、事後的な緩和さえしっかり行えば、バブルの崩壊はこわくない、とする「後始末論」の有力な論拠の一つとされた。

II-3. 2000年代世界金融危機

世界金融危機の経験は、事前予防論・後始末論双方にニュアンスの変化をもたらしたが、論争に決着をもたらすには至っていない。

世界金融危機に至る時期の主導的な政策思想であった「後始末論」の側は、事後の金融緩和だけでは危機を回避できなかったことから、危機直後には、若干ニュアンスのある表現を取るようになった。しかし、危機から時間が経つにつれ、概ね元の考え方に戻りつつあるように思われる。既にMishkin (2011) は、「金融政策論の大半は無傷だ」と結論づけていたが、更に、Yellen (2014) は、「金融の安定性を高めるための手段としては、金融政策には重大な限界が

ある。…金利を調節して金融上の安定性を高めようとするれば、インフレや雇用の面での変動を拡大してしまうだろう。私は、規制監督上のマクロ・ブルーデンシャルなアプローチが一義的な役割を担うべきだと信じている」と、1929年当時の連邦準備制度理事会とよく似た主張に戻っている。

他方、事前予防論者は、危機管理の局面で金融政策による事後対応が重要になることは認めつつ、危機からの回復局面で金融政策による事後対応に依存することの危険性を強調する (Borio (2014), pp. 12-15)。すなわち、危機管

理の局面においては、アグレッシブな金融政策によって信認の維持を図り、システムの崩壊を回避しなければならないが、他方、バランスシート不況からの回復までを金融政策によって図ろうとすると、効果が乏しい一方、バランスシート調整を遅らせるなどの大きな副作用が生じかねない、とする。

以上の通り、論争は100年近くにも亘って続いているが、現状でも決着を見ていない。以下では、こうした議論の枠組みも踏まえた上で、日本の経験をどう捉えるべきかを考える。

Ⅲ. 資産価格変動と政策対応のクロノロジー

本節では、我が国におけるバブル崩壊前後の資産価格と政策の動きを概観する。

Ⅲ-1. 日米のバブル崩壊パターンの相違

1990年代の日本と、2000年代の米国とは、各種の資産価格や景気がピークをうち、崩壊・後退に転じる順序が異なっていた。

日本の場合、株価ピークが地価ピークに先行した。株価ピーク(1989年12月)から9か月遅れて大都市圏の地価ピーク(1990年9月)となり、そこから5か月遅れて景気の山(1991年2月)となった。金融危機が生じて対民間非金融部門与信が減少に転ずるのは7年後であった。

他方、米国の場合、不動産価格ピークが株価ピークに先行した。住宅価格指数は2006年4月にピークを打った¹⁾が、株価がピークを打ったのは18か月後の2007年10月であり、景気の山はそこから2か月遅れて同年12月だった。対民間非金融部門与信がピークアウトしたの

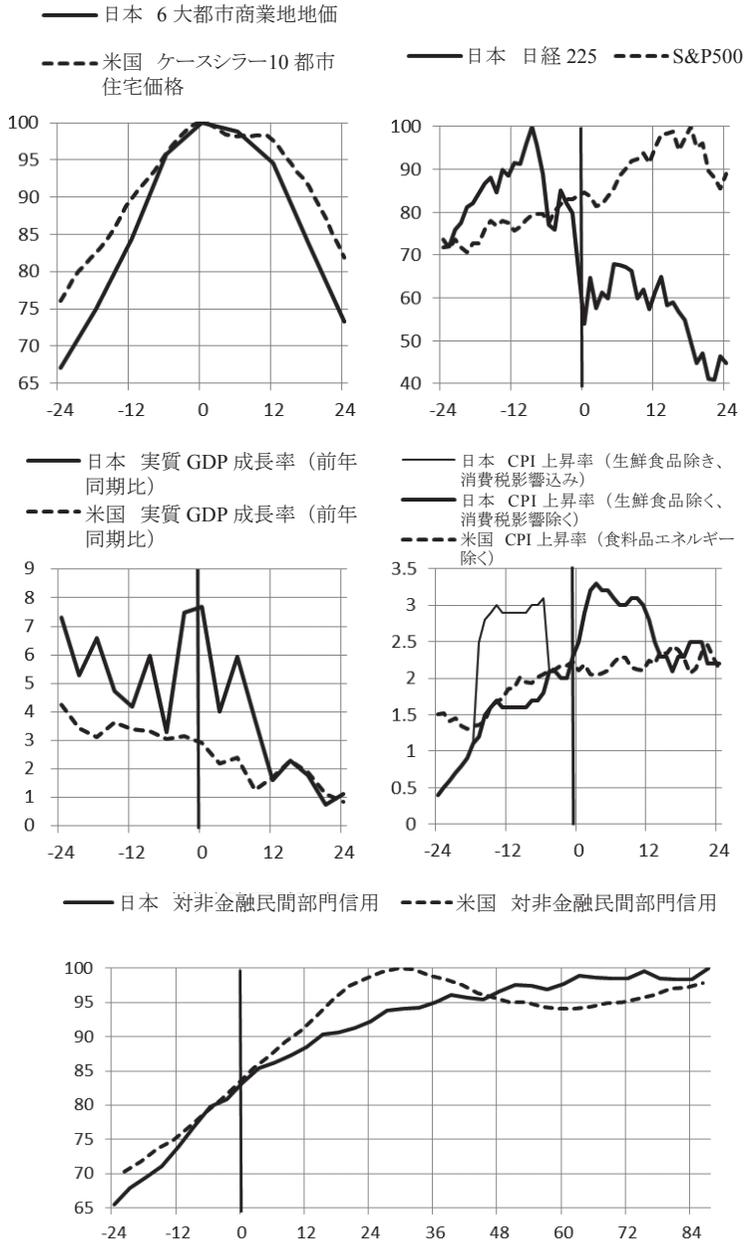
は、リーマンショックの2008年9月であった。

従って、株価と不動産価格のいずれを基準に取るかによって、政策が資産価格変動にどの程度適時に対応したかの評価結果も異なってくる。経済や金融システムへのインパクトのより大きな不動産価格のピークを基準時点とすると、図1に見る通り、株価ピークは日本では基準時点に先行し、米国では大きく遅れる形となっている。GDP成長率は日米ともに基準時点ごろから減速が始まっている。物価上昇率については、米国では基準時点前後ともに2%程度で安定していたのに対し、日本では基準時点前には2%を下回っていたのが、基準時点後に約3%へと上昇した。日米とも、対民間非金融部門与信は、基準時点から大きく遅れて、金融危機の発生と共にピークアウトしているが、日本の方が金融危機発生までの期間は遙かに長かった。

資産価格バブルへの対応を考えるにあたって

1) ケース・シラー10都市住宅価格指数(季節調整後)、20都市住宅価格指数(季節調整後)、ファースト・アメリカン・コアロジック社住宅価格指数のピークはいずれも2006年4月、ケース・シラー10都市住宅価格指数(季節調整前)は同6月、20都市住宅価格指数(季節調整前)は同7月であった。いずれを基準にしても、地価ピークが株価ピークや景気の山に大きく先行していたことに変わりはない。

図1 日米のバブル崩壊パターンの相違



(注) 横軸は基準月(日本は1990年9月, 米国は2006年4月)からの月数。成長率と物価上昇率は前年同期比。不動産価格, 株価, 信用はピーク時水準を100とした指数。四半期データは期末月で表示(日本式に統一)

(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」, S&P/Case-Shiller Home Price Indices, Bank for International Settlements, "Long series on credit to private non-financial sectors" ほか。

は、単一のバブル崩壊時点を境に事前と事後が区分されることを想定しがちであるが、実際の政策対応に当たっては、相当な間隔をおいて出現する複数のピークに対応していかなければならない。また、バブル崩壊の事例毎に、主要な指標の展開の順序が異なりうる点に留意すべきである。

Ⅲ－２．政策対応の動向

では、上記のような資産価格の変動に対し、日本の政策当局はどのように対応したのであるうか。

資産価格変動や景気変動の主なエポックと各種政策対応のタイミングを整理すると表2のようになる。この時期の経済政策の主要テーマは、当初は円高対応であり、次いで、地価高騰のもたらす社会的不公正に対する対応であった。景気後退が始まってからは景気対策が中心となった。しかし、テーマは重複しながら移行していったので、逆方向の課題に同時に対応することが必要となる局面もしばしば生じた。

1986年から1987年前半までは、円高対策が主、地価対策が従となった。当時の経済政策の力点は、貿易摩擦の回避と円高・円高不況への対策であり、公定歩合の引き下げと追加的な財政支出が繰り返された。しかし、株価や東京都区部地価の急騰は既に1986年に始まっており、地価高騰は社会問題化したので、円高対策と併行して、早くも1986年には不動産投機抑制のためのブルーデンス政策上の施策が始まっている。

1987年後半から1988年までは、新規の円高・

景気対策は打ち出されず、地価対策として土地政策、租税政策、ブルーデンス政策の面で様々な措置が採られたが、円高再燃の懸念から、金融政策は本格的なバブル抑制には踏み込めなかった。

1989年には円高の修正が始まったこと、また、地価高騰が全国的に広がりより大きな政治問題と化したことから、金融政策とブルーデンス政策によるバブル抑制が本格化した。バブルの開始とバブル抑制政策の本格化の間には3年程度のラグがあったことになる。

1990年には、株価は急落を始めたが、地価は高騰を続けた。当局は、株価崩壊ショックの緩和と地価高騰の抑止という、相反する課題に直面することになったが、地価高騰が大きな社会・政治問題となっていたこと、景気が引き続き強かったことから、株価ショック対応よりは地価抑制に軸足が置かれた。

政策の軸足が地価抑制からバブル崩壊対策に転換したのは、1991年7月の公定歩合引き下げを嚆矢とする。これは、株価急落開始から1年半後、地価のピークから1年弱後、景気の山から半年弱後であった。その後、公定歩合の引き下げと追加的な財政支出が繰り返された。

以上のとおり、バブルの拡大と崩壊の過程においては、金融政策、ブルーデンス政策、租税政策、土地政策、財政政策が総動員された。以下では、これらのそれぞれが、どのように判断され、なぜその時期に実施されたのかについて見てみることにしたい。

Ⅳ．金融政策

Ⅳ－１．日本の経験

日本銀行は、バブルが拡大する中、公定歩合を2年3か月間、戦後最低の2.5%に据え置いた。しかし、円高の修正が始まったことを受け、

1989年5月末、10月、12月と、半年余りの間に3回の公定歩合の引き上げを行った。株価は翌90年1月から暴落を開始したが、日銀は3月と8月の引き上げにより公定歩合を6%とし

表2 資産価格変動と政策対応

時期		資産価格等の変動	政策対応		
年	四半期		景気刺激策	バブル抑制策	バブル崩壊への対応
1986	2		公定歩合（3.5%） 総合経済対策	大蔵省通達	
	3		総合経済対策（3.6兆円）		
	4	景気の谷	公定歩合（3%）	大蔵省通達	
1987	1		公定歩合（2.5%）		
	2		緊急経済対策（6兆円）	日本銀行、窓口指導を強化	
	3	東京区部地価1回目のピーク		全銀協等通達、大蔵省特別ヒアリング 地価監視区域制度の創設 土地の売却に伴うキャピタルゲインに関する超短期重課制度の導入	
	4			緊急土地対策要綱 大蔵省通達	
1988	1			居住用財産買替特例原則廃止	
	2			総合土地対策要綱	
	3				
	4			法人の土地取得にかかる負債利子の損金算入制限	
1989	1				
	2			公定歩合（3.25%）	
	3				
	4	株価ピーク		公定歩合（3.75%、4.25%）、 大蔵省通達、土地基本法	
1990	1			公定歩合（5.25%） 総量規制	
	2				
	3	六大都市ピーク、 東京区部2回目のピーク		公定歩合（6%）	
	4				大蔵省株価対策
1991	1	景気の山		総合土地政策推進要綱	
	2			地価税法案成立	日本銀行、窓口指導を撤廃
	3	六大都市以外ピーク			公定歩合（5.5%）
	4				公定歩合（5%、4.5%） 総量規制解除
1992	1	東京区部急落			緊急経済対策
	2				公定歩合（3.75%）
	3				公定歩合（3.25%） 総合経済対策（10.7兆円）

た。1年3か月に計5回、3.5ポイントの引き上げは、日銀のバブル潰しへの強い決意を示すものと受け止められた。

日本銀行は、株価が急落を続ける中、6%の公定歩合を1年弱続けた。1991年7月、公定歩合の引き下げに転じ、93年2月までの1年7か月に計6回、3.5ポイントの引き下げを行い、公定歩合をバブル抑制開始前の水準である2.5%にまで戻した。

以上のような政策運営については、①もっと早く引き締められなかったのか、②引き締めが強すぎたのではないかと、③もっと早く緩和に転じるべきだったのではないかと、④もっと大胆に緩和できなかったのか、といった指摘がなされることがある。そのそれぞれについて、当時の事情は以下のようなものであったと考えられる。

① 89年5月末よりもっと早く引き締めを開始できなかったのか。

澄田元総裁は、後に当時を振り返って「引き締めれば円高が進む。(…)政治も産業界も円高阻止一色だった。利上げは難しかった」(日本経済新聞社編(2000/2001), 109頁)と回想しており、最大の障害は引き締めが円高を進めてしまいかねないことへの懸念だったと思われる。逆に言えば、1989年に入って円安が進行し始め、特に5月中旬に円が急落したことが、同月末の利上げを可能にしたものと思われる。

Fisher(2014)は、イスラエル中銀が2008年に降住宅価格の急騰に直面したが、輸出セクターへの影響を懸念して金融政策を用いることができなかったことを紹介している。金融政策運営上のジレンマとしては、物価と景気や、一般物価と資産価格の間で方向が異なる場合がよく論じられるが、為替と資産価格の間でのジレンマも実際にはしばしば生じていると考えられる。

② バブル抑制をあれほど急ピッチにしなれば、バブル崩壊の傷跡は浅かったのではないかと。

株価暴落直前の89年12月に就任した三重野日銀総裁は、就任時の会見で「地価高騰や株高など資産格差の拡大に不満の声が上がっている」と述べ、資産インフレを批判する世論への配慮を示した。この時期、日本の世論の要求の焦点は、円高対策から地価対策へと急激に転じていた。竹中(2005)は、東京の問題だった地価問題が日本全体の問題に転じ、地価問題の政治的な重要性が急に高くなったのだとしている。三重野総裁は、大蔵大臣から利上げの予定を「白紙に戻す」よう求められたが、ほぼ予定通りに利上げを貫いた。日銀幹部は大手銀行幹部に対して、「バブルつぶしを終えるまでは引き締めを続ける」と言い切ったという(日本経済新聞社編(2000/2001), 115頁)。

The Wall Street Journal(1993)は三重野総裁在任中のインタビューの様態をこう伝えている。「1980年代末に有頂天になって景気拡大したせいで、『額に汗して働く勤労道徳が衰え、日本社会の安定と健全が損なわれた。』バブルは『道徳の衰退』を加速し、『富の配分の不公平』を促進した。」

三重野総裁が政府に抗して日銀の独立性を守りバブルと戦う姿は、バブルのもたらす配分的不公正に怒る当時の世論から広く支持を受けた。

③ もっと早く緩和に転じるべきだったのではないかと。

地価のピークは6大都市では90年9月であったが、全国の市街地全体では91年9月であった。1985年末から1990年末までの民間保有地のキャピタルゲインは6大都市の所在する6都道府県で859兆円であったのに対し他の41都道府県合計で401兆円であった²⁾。土地取引の頻度も考えれば、経済的には6大都市指標の動きの方が影響が大きかったと考えられるが、政治的には全国指標がより重要であったと考え

2) 国民経済計算平成21年確報「土地の資産額の都道府県別内訳(民有地)」をもとに計算。

られる。91年7月の引き下げ開始は、政治指標としての地価が金融政策の主要目標となっていたとすれば必ずしも遅くなかったこととなろう。

株価ピーク⇒主要都市地価ピーク⇒消費者物価上昇率ピーク⇒景気の山⇒全国地価ピーク、というシーケンスの中で、全国地価という運行指標を重視した運営を行った結果、先行指標のピーク時点よりも政策転換が大きく遅れてしまった、と見ることができよう。

これは、世論には沿うものであったが、政府の意向には沿わない対応であった。すなわち、世論についていえば、1991年秋の時点でも、主要紙の社説は、「地価バブルも完全に潰そう」（朝日）、「居座り許せぬバブル地価」（毎日）、「地価対策の手綱を緩めるな」（読売）、「地価は落ち着いても楽観はできない」（日経）、「なにゆえあわてる金融緩和」（東京）と主張しており（西村（1999），74頁），世論の焦点は依然地価にあった。他方、物価上昇率のピークを過ぎ、景気の山が近づいていた90年12月には既に、経済企画庁長官が日銀の高金利政策を批判していた。地価問題は重要な政治問題であったが、政府は金融政策が経済全体に与える影響の方を懸念していた。

④ 緩和に転じた後、もっと徹底して緩和を進めていたら、バブル崩壊の傷を小さくできていたのではないか。

92年2月、与党自民党の金丸副総裁が「日銀総裁の首を切っても」あと50bpの引き下げを行うべき旨発言した。日銀は1か月余り後に75bpの引き下げを実施した。金丸発言の時点で、日銀自身、独自の判断で既に引き下げを準備していたが、独立性についての信認を損なわないために実施を遅らせたのだ、との見方がある（上川（2002））。しかし、いずれにせよ、Ahearne et al.（2002）が10年後に主張したような250bpの追加引き下げは、当時誰も主張していなかった。

金融政策は、世論の焦点が円高、地価、景気と移るのに概ね沿って展開される形となった。

このため、三重野総裁は、通常であれば不人気なはずの「パーティーのさなかにパンチボールを下げる」政策を採りながら、「平成の鬼平」として喝采を受けた。しかし、地価バブル崩壊の影響が明らかになった後には、日本経済を危機に陥れたとして批判されるようになった。

Ⅳ-2. 米国との比較

Ⅳ-2-1. 引締めと緩和の幅とタイミング

金融システムの安定性との関係では不動産価格が最も重要と考えられることから、日米の不動産価格のピーク時点をそれぞれ時点ゼロとして、不動産価格と金融政策の推移を比較すると、図2のようになる。

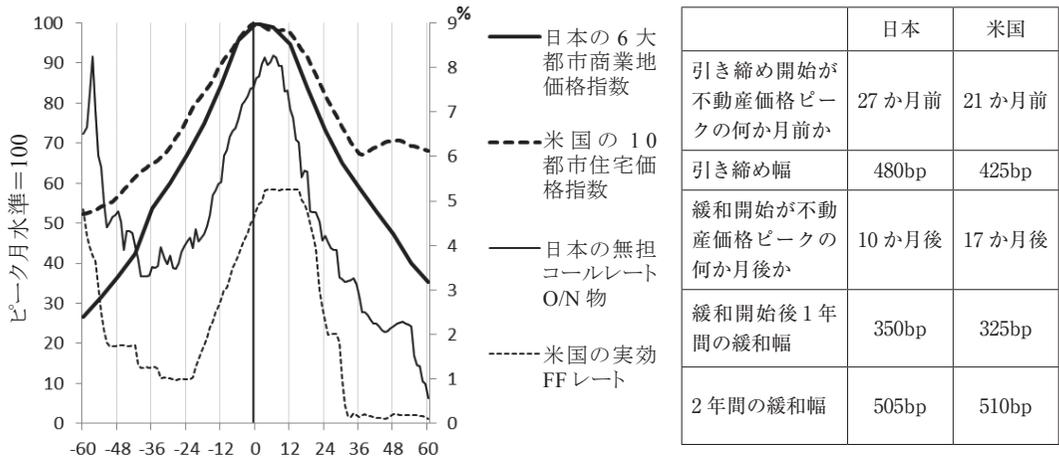
米連銀幹部は、日本の経験を詳しく研究し、日銀の失敗を繰り返さない旨発言していたが、実際には日米の政策金利は不動産バブルとの関係ではかなり類似した経過をたどった。引き締めの開始は米国が不動産価格ピークの21か月前、日本が27か月前、引き締め幅は米国が425bp、日本が480bp、緩和の開始が米国が不動産価格ピークの17か月後、日本が10か月後、緩和開始から1年間の緩和幅は米国が325bp、日本が350bp、2年間では米国が510bp、日本が505bpであった。日本の方が若干開始や転換が早く、ほぼ同じくらい果敢であったといえる。ただし、株価と不動産価格のピーク時点が日米で逆になっているため、Hamada, Kashyap and Weinstein（2011）のように株価ピークを基準にとれば、日銀の対応は米連銀の対応よりもはるかに遅かったことになる。

Ⅳ-2-2. テイラー・ルールからの乖離

では、こうした政策運営は、物価や景気からみて自然な経路であったのか、それとも、資産価格を理由に引き締めや緩和が加速された姿であったのか。物価と景気のみに着目して金融政策を行う標準的な政策ルール（テイラー・ルール）が示唆する水準と、現実の水準を比較するとどうなるであろうか。

Taylor（1993）は、変動相場制下の金融政策

図2 日米の不動産価格と金融政策の推移



ピーク月(日本1990年9月、米国2006年4月)を0とした場合の月数

(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」, S&P/Case-Shiller 10-City Composite Home Price Index (seasonally adjusted)

のあり方について、「物価上昇率のインフレーターターゲットとの乖離」と「GDPギャップ」とを同一のウエイトで扱うことを提言し、1987年から1992年までの5年間の米国のフェデラル・ファンド・レートの水準は(1)式によってよく説明できる、とした。

$$i = (\pi + 2) + 0.5y + 0.5(\pi - 2) \quad (1)$$

i は政策金利の水準、 π は過去4四半期の物価上昇率、 y はGDPギャップであり、いずれもパーセントで示した水準である。最初の項($\pi + 2$)に含まれる「2」は均衡実質金利水準として用いられており、項全体では均衡名目金利水準を示す。最後の項($\pi - 2$)の「2」は、インフレーターターゲットの水準であり、項全体ではインフレギャップを示す。従って、(1)式は、「政策金利は、均衡名目金利($\pi + 2$)をベースに、GDPギャップ y とインフレギャップ($\pi - 2$)のそれぞれに0.5ずつの比重を与えて調整すべき」、あるいは、「論文公表前5年間の政策は、それで説明できる」との考え方を示すことになる。

図3は、(1)式をバブル崩壊前後の日米にあてはめた場合に算出された政策金利の水準

と、実際の政策金利の水準を比較したものである。(1)式は過去の米国の政策を念頭に提唱されたものであり、それを満たすことが80年代90年代の日本にとって適切であったとは限らないが、本稿の目的は同じ尺度によって日米の対応を比較することであるので、(1)式をそのまま日米双方にあてはめた³⁾。利用した指標等については補論1を参照されたい。

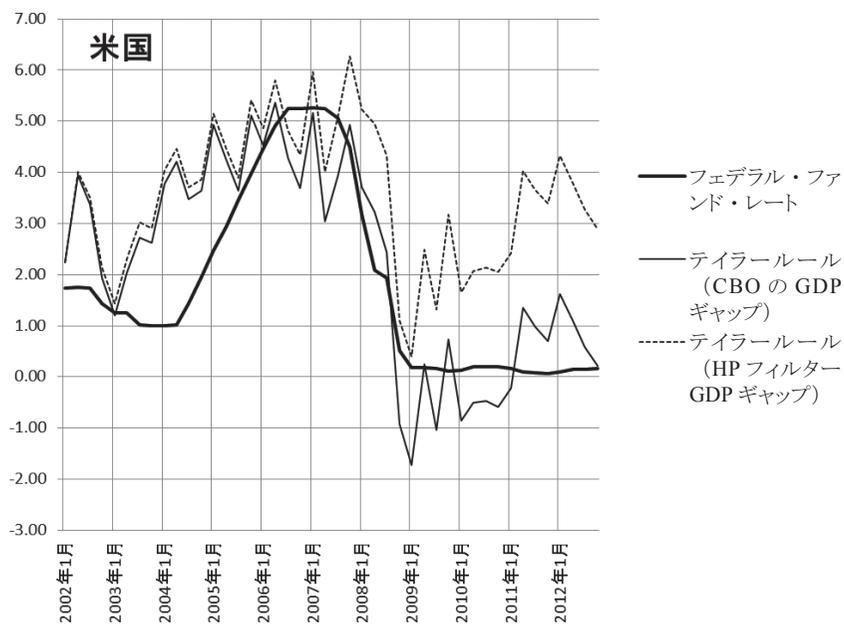
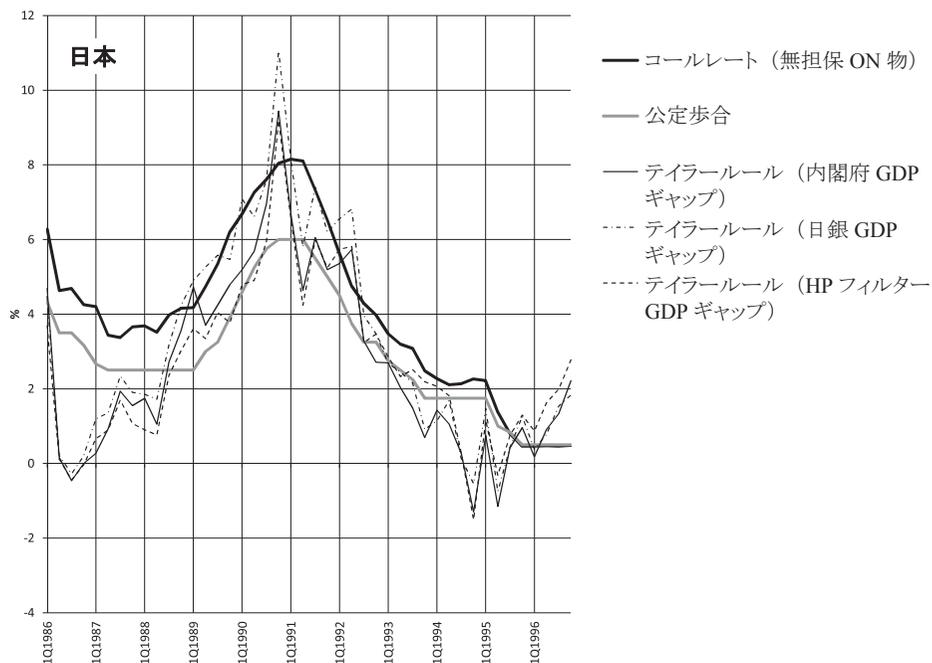
図3では、日米両国とも、実績値がテイラー・ルールに沿っていた時期と乖離していた時期とが観察される。

・テイラー・ルールに沿っていた時期

日本の場合は1988年半ばから1995までの7年余り、米国の場合は2006年から2010年までの5年間は、テイラー・ルールに概ね忠実な運営がなされていたように見える。日本についてはバブル拡大の後半から、米国についてはバブル拡大の最終局面から、両国においてバブルが崩壊して金利がゼロ近傍に低下するまでの間にあたる⁴⁾。緩和政策への転換のタイミングも、日米ともに概ねテイラー・ルールに沿っている。

3) ただし、インフレ率として、テイラーの用いた前年同期比ではなく前期比年率を用いている。補論1参照。

図3 テイラー・ルールの日米へのあてはめ



(注) 補論1参照

・テイラー・ルールから乖離していた時期

バブル拡大期には日米ともテイラー・ルールから乖離していたが、乖離の方向は逆であった。すなわち、日本については、1986年の「円高不況」に対する金融緩和は、テイラー・ルールが示唆する緩和（一旦ゼロ金利にまで引き下げ⁵⁾）に比べれば著しく不十分であり、テイラー・ルールが示唆するよりも政策金利が高い状態が1988年初めまで続いた。他方、米国においては、テイラー・ルールに従えば2003年に始まるべき引き締めが1年遅れ、2005年まで遅れが解消せず、テイラー・ルールが示唆するよりも政策金利が低い状態が続いた⁶⁾。

日本の場合、テイラー・ルールからのもっとも大きな乖離は、1986年の緩和度合いが不足していたことであった。円高不況対策の金融緩和の行き過ぎがバブルを招いた、とする通念とは逆方向だが、「ルール合意よりもっと前に、ブラザ合意時に行き過ぎた円高で景気後退に陥った時に思い切って下げておくべきだったのでしょね」とする黒田（2011）とは一致している。テイラー・ルールに従うことが常に適切とは限らないが、この場合には、テイラー・ルールが示唆するように早めの対応によって円高と不況の過度の進行を抑制できていれば、円高に対する強い社会的な拒絶感も緩和でき、早めに引き締めを転じることも可能になっていたのではないかと考えられる。

米国の場合は、テイラー・ルールからのもっとも大きな乖離は、2003年に始まるべき引き締めが1年遅れ、2005年まで遅れが解消しなかったことであった。「後始末論」は資

産価格を理由とした引き締めを行わないための論拠を用意していたが、実際には、資産価格を考慮しなくても行わなければならない引き締めが行われていなかった可能性がある。

金融引き締めの遅れが住宅価格バブルの主因となったか否かについては、肯定する見解（Taylor（2007）、Jarocinski and Smets（2008））と否定する見解（Kuttner（2012）、Glaeser, et al.（2010）、Del Negro and Otrok（2007））とが併存する。しかし、18か国における44の不動産価格ピーク事例を調べたAhearne et al.（2002）は、名目金利の低下とともに住宅価格が上がり始め、金利引上げから6～8四半期後にピークアウトする、という典型的なパターンを見出している。図2に見る通り、米国の今回の現象も、この論文（今回のピークアウトよりも前に公表された）が見出した典型的なパターンと合致している。後述のベクトル自己回帰モデルによる分析（図4-3）でも、住宅価格は政策金利に有意に反応している。住宅ローンによってファイナンスされた住宅価格上昇が金利水準と無縁であったとは考え難く、2003年から2005年まで続いた引き締めの遅れは、住宅価格の変動幅を拡大したと考えられる。

Ⅳ-2-3. 物価・生産・資産価格・為替インパルスに対する反応

ここで疑問となるのは、日本の金融政策については、円高や地価に対する対応が主要テーマとなっていたように観察されるのに、政策金利の動きが物価とGDPギャップの動向で概ね説明できるのはなぜか、という点である。日銀は、為替や地価に反応したが、為替や地価が物価や

4) 植田（2014）は両国の実質均衡金利、日本のインフレーション・ターゲット、米国のGDPギャップに対する反応率について異なる前提を置いているが、概ね同様の結果となっている。

5) Bernanke and Gertler（1999, Figure 6.10）も、1986～87年にはゼロ近傍までコールレートを引き下げるべきであったとの結果を得ている。この試算は、1989年7月以前の日銀の反応関数と推定されるものに基づく試算であり、テイラー・ルールよりは物価に強く反応し、GDPギャップに弱く反応する形となっている。

6) 植田（2014）の試算でも同様の結果となっている。Taylor（2007）は2003年ではなく2002年から引き締めが始められるべきであったとするが、乖離が2005年まで残ったとする点では同様の結果となっている。

景気の先行指標だったので、結果としてテイラー・ルールに概ね沿った結果になったのであろうか。それとも、物価や景気に着目して政策を運営した結果このような動きとなったのであろうか。

また逆に、米連銀の「後始末論」の立場に立っても、将来の物価や雇用に影響が及ぶと予想される範囲では、資産価格も金融政策運営上考慮されるべきと考えられる。米国の政策金利の動きが概ねテイラー・ルールに沿ったものであったとして、米連銀はどの程度資産価格を考慮してその結果を得たのであろうか。

これら点について検討するため、日米それぞれについて、物価、鉱工業生産、不動産価格、政策金利、為替レート、株価の6指標についてのベクトル自己回帰（VAR）モデルを推計し、各指標のショックに対する政策金利の反応（図4-1）、不動産価格ショックに対する物価と生産の反応（図4-2）、及び政策金利ショックに対する不動産価格の反応（図4-3）を試算した。左側に日本の、右側に米国の結果を示している。用いた指標等については補論2を参照されたい。

物価ショックに対する政策金利の反応が日米で逆になっている点を除いては、概ね日米で類似の結果となっている。

図4-1左側について見ると、日本では、政策金利は地価ショックには2標準偏差信頼区間（ $\pm 2SE$ ）で有意に正に、為替ショック（円高方向）には $\pm 1SE$ で有意に負に、生産ショックには $\pm 1SE$ で有意に正に、株価ショックに対しては有意ではないが正に反応している。他方、物価ショックに対しては、本来正に反応することが想定されるところ、 $\pm 2SE$ に有意に負に反応している。

これは、金融政策のテーマが「円高対策⇒地価バブル対策⇒不況対策」と変遷したように見える、とのIV-1の観察と整合的と考えられる。また、為替や株価に対しては半年後にはほぼフルに反応しているのに対し、地価に対しては1

年余り後となっており、地価の認識とそれへの反応にかなりのラグがあったのではないかと考えられる。

図4-1右側に見る通り、米国の金融政策の反応も日本のものと大きくは変わらない。米国では、政策金利は $\pm 3SE$ で有意に地価ショックには正に、為替ショックには負に、生産ショックには正に反応しており、株価にも $\pm 2SE$ で有意に正に反応している。ただし、日本と異なり、物価ショックに対しても $\pm 2SE$ で有意に正に反応している。

物価に対する反応は日本よりも明確だが、米国でも金融政策は物価や生産だけではなく、住宅価格・為替・株価にも反応していたと考えられる。実際、Greenspan（2007）は、2004年の引き締めは「住宅ブームが有難くない気泡を生み出しつつあったので、住宅ローン金利を住宅ブームを散らせる水準まで引き上げようと（378頁）」なされたと認めている。また、1997年3月の引き締めにあたって「FOMCのステートメントが資産価格や株式については一言も触れなかった」のは「株式市場を抑制するためという理由を言えば政治的な大火災を惹き起こす」（178-179頁）からであったし、また2001年の一連の金利引下げは「ドットコムバブル崩壊や株価全般の下落の影響を緩和するため（228頁）になされた、としている。為替レートショックに対する反応はより正面から認められており、連銀理事会のウェブサイトは「ドル相場の動きは金融政策の重要な考慮要素である。ドル相場の動きは米国の物価や景気に影響を与え、金融政策の波及チャネルの一つとなっている」⁷⁾とする。

また、株価や物価には数か月後にフルに反応しているのに対し、不動産価格・生産・為替にフルに反応するまでには1年前後を要していた姿となっている。

次に、図4-2についてみると、日米共に、物価は不動産価格ショックに対し2年程度後

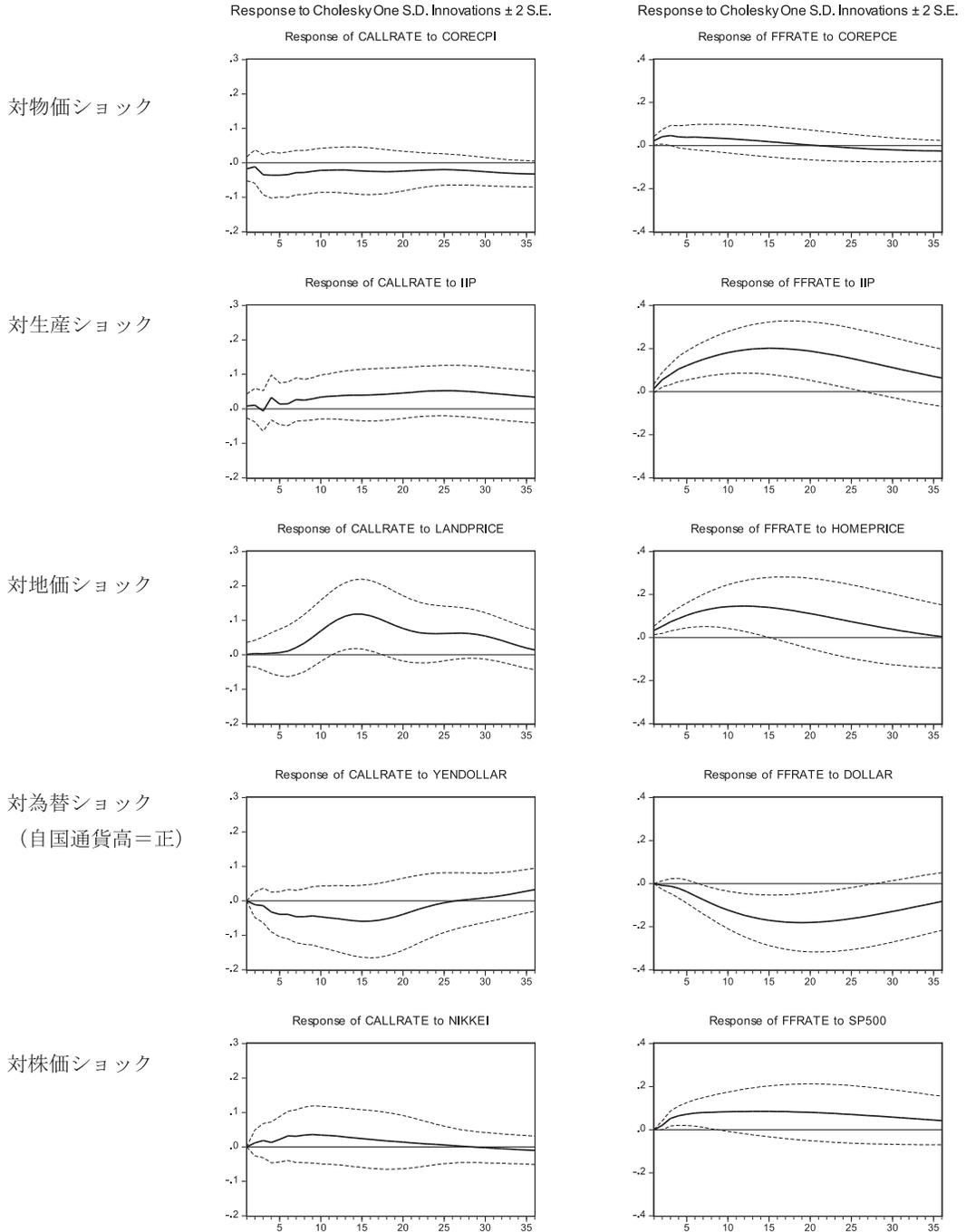
7) http://www.federalreserve.gov/faqs/economy_12763.htm（2015年5月にアクセス）

図4 金融政策と不動産価格

日本 (1986年3月～1997年9月)

米国 (1987年1月～2008年8月)

図4-1 政策金利の反応



日本（1986年3月～1997年9月）

米国（1987年1月～2008年8月）

図4-2 不動産価格ショックに対する反応

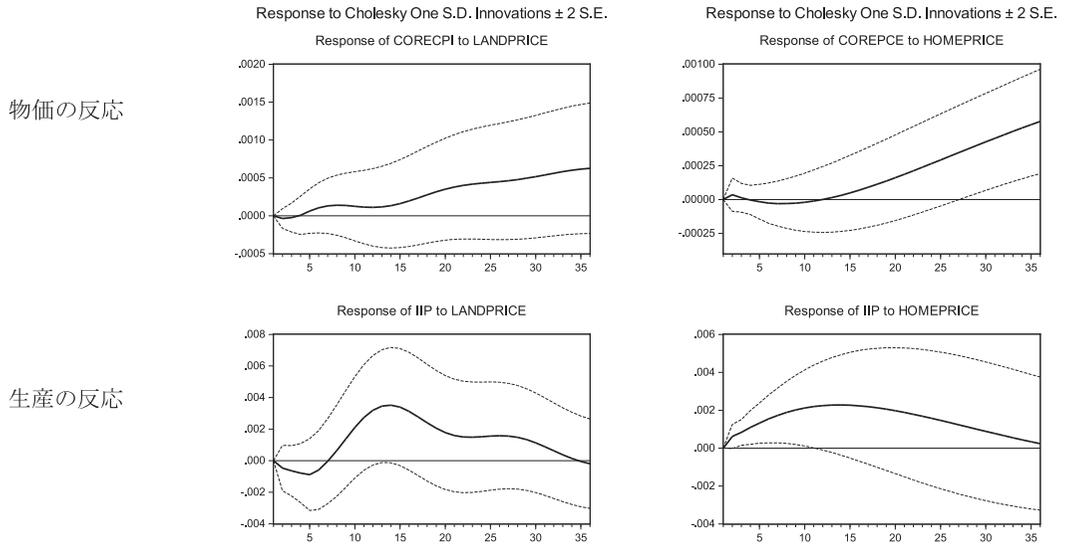
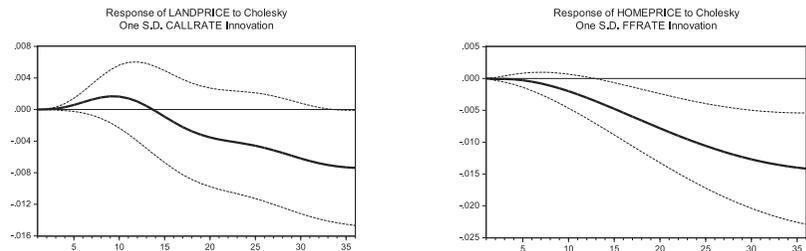


図4-3 不動産価格の政策金利に対する反応



(注1) 1標準偏差ショックに対する反応。実線は中位推計、破線は2標準偏差信頼区間。
 (注2) 補論2参照。

に、生産は1年余り後に反応している。

更に、図4-3についてみると、日米共に、不動産価格は政策金利ショックに対し2年以上のラグをもって反応している。

以上からすれば、「本稿で対象とする時期の日本の金融政策は、1年余りのラグをもって地価に反応していたが、生産や物価も地価に1～2年程度のラグをもって反応していたので、結果として政策金利は概ねテイラー・ルールに沿った動きになっていた」と解釈することができるのではないかと考えられる。これは、物価や生産に適時の対応をしている外観を呈するが、地

価の動きから政策金利の動きまで1年余り、政策金利の動きが地価の動きに影響を与えるまで2年余りのラグがあるので、こうした反応関数の下では、資産価格バブル崩壊後に金融政策の地価引き下げ効果が本格化し、崩壊に追い打ちをかけることになりかねないと考えられる。

米国の金融政策は、日本に比べ、生産や物価により直接的に反応しているが、住宅価格にも反応していた。金融政策が住宅価格に反応するまでには1年余りのラグがあったが、生産や物価も住宅価格に1～2年のラグをもって反応していたので、結果として政策金利は概ねテイ

ラー・ルールに沿った動きになっていた、と解釈することができるのではないかと考えられる。米国についても、地価の動きから政策金利の動きまで1年余り、政策金利の動きが地価の動きに影響を与えるまで2年余りのラグがあるので、こうした反応関数の下では、資産価格バブル崩壊後に金融政策の住宅価格引き下げ効果が本格化することになりかねないと考えられる。

IV-3. 日米の金融政策と後始末論, 事前抑制論

以上のような日米の経験は、「後始末論」対「事前抑制論」の議論に対してどのような含意を有するであろうか。

第一に、「後始末論」対「事前抑制論」の議論では、政策運営の評価にあたって、実態から離れて思い込みのレッテル張りがなされている可能性がある。日銀のバブル拡大期の金融政策はバブル抑制のための過剰な引き締めとして後始末論者の批判を受けてきたが、実際にはテイラー・ルールを示唆する程度の引き締め過ぎなかった。逆に、米連銀幹部は、日銀の引き締めを批判し、金融政策による事前対応を否定していたが、米連銀による引き締めは、日銀のそれにも匹敵する急激なものであった。米連銀は事後緩和の重要性も主張していたが、事後緩和の時期、幅、テイラー・ルールへの追加アクションの有無、のいずれの観点から見ても、日銀の事後対応と極めて類似していた。

第二に、「後始末論」も「事前抑制論」も、「物価や景気の状態から導かれる金融政策のスタンスを、資産価格や信用膨張の動向を勘案して修正すべきか否か」という点に焦点を当てている。しかし、認知ラグがある中で実際の政策運営においては、「資産価格」「物価と景気」「政策変更」の相互関係は複雑なズレを伴う可能性がある。すなわち、

- ・日銀はバブル抑制を目的に、米連銀はおそらく物価や景気の先行指標として、それぞれ不動産価格を政策運営に織り込んだのではないかと思われるが、
- ・その結果、概ねテイラー・ルールに沿った、

物価や景気の観点からはタイムリーな運営を行うことができた。

- ・しかし、不動産価格の上昇は、資産効果による消費増や、担保価値上昇に伴う借入・投資増を通じて、景気を拡大させる。また、家賃の上昇等を通じて、物価にも影響する。しかし、こうした効果の波及にはラグがあるので、物価や景気は不動産価格より遅れて動く。また、政策が不動産価格に影響するまでにも大きなラグがある。このため、結果としてこうした「タイムリー」な政策運営が、バブルの拡大を促進したり、バブルの崩壊に追い打ちをかけたことにより、不動産価格の変動を拡大する方向に働いた可能性がある。

Orphanides (2003) は、物価や景気について同時点で得られる情報は真の値と大きく乖離しているため、実際に得られる情報に積極的に反応する金融政策が却って経済を不安定化する可能性を指摘した。実際には、政策当局は、資産価格や為替レートや商品価格や各種ヒアリングの結果を参照して足許の物価と景気の統計値を補正しながら政策運営を行うと考えられるが、仮にそれが成功しても、物価・景気と資産価格のラグにより、システムを不安定化させる可能性が残るのではないかと考えられる。

V. プルーデンス政策

V-1. 日本の経験

当時の銀行監督当局であった大蔵省は、1986年から1989年までの間、土地関連の融資に関し、定性的な指導と報告徴求・ヒアリングを繰り返し、指導の内容を次第に強くしていった(表3)。通常はここまで強くない指導でも一定の効果が見られる場合が多く、例えば、2006年12月に金融庁が監督方針に地価や不動産ファンド投資の現状についての認識を付記し、担当局長や課長が雑誌等への寄稿を行ったことは、発生しつつあったプチバブルを抑制する方向に働いたと見られている。他方、80年代後半に講じられた一連の措置は、個別の融資条件についての報告徴求やヒアリングにまで踏み込んでいたにもかかわらず、不動産関連融資の急増に歯止めをかけるには至らなかった。

しかし、1990年3月の通達、いわゆる「総量規制通達」は、銀行の不動産関連融資をピークアウトさせた。

通達は、以下の2つの方針を示す、1ページだけの短い文書であった。

- 1) 当面、不動産業向け貸出については、その増勢を総貸出の増勢以下に抑制することを目途として各金融機関においてその調整を図る。
- 2) 当面、不動産業及び建設業、ノンバンクの3業種に対する融資の実行状況を報告させる。

銀行局は、金融自由化を進める中で統制経済的な手法に戻ることに抵抗感が強く、1989年半ば以降、総理や国土庁長官から定量的な指導を求める圧力が強まっても抵抗を続けていた。しかし、1990年3月公表の地価公示で地価高騰が東京から名古屋・大阪にも広まっていることが明らかになり、立腹した総理から蔵相に対応が指示され、銀行局も総量規制実施に舵を切った、という(軽部(2015))。

通達から半年後の同年9月には6大都市圏で地価がピークをうった。翌1991年9月には、6大都市を除く市街地もピークをうった。大蔵省

表3 土地関連融資に関する指導等

1986年4月	銀行局長通達	・投機的な土地取引の助長との批判を招かぬよう要請 ・不動産業及び建設業向けの土地関連融資の実行状況の報告徴求を開始
12月	同上	・短期転売資金の融資を厳に慎むよう要請
1987年7月	特別ヒアリング	・地価高騰の著しい地域で融資実績の大きな金融機関を対象に、個別の融資条件にまで踏み込んだヒアリングを開始
同	金融諸団体申し合わせ	・土地関連の融資姿勢の厳正化について確認
10月	銀行局長通達	・投機的な土地取引等に係る融資の排除に万全を期すよう要請 ・傘下ノンバンクにも同様の趣旨の徹底を図るよう要請
同	金融諸団体自主ルール	・投機的な土地取引に係る融資の排除
1989年10月	銀行局長通達	・特別ヒアリングを拡充 ・ノンバンク向け融資についても報告を徴求 ・金融検査をも趣旨の徹底のために活用
1990年3月	同上	・いわゆる「総量規制」

(資料) 大蔵省銀行局(1989)92~94頁及び同(1991)93頁

銀行局は、国土庁に追加の地価動向調査の実施を依頼し、横ばいないし微減の状況を確認した上で、1991年12月に総量規制を解除した。日銀による公定歩合の引き下げ開始から5か月遅れての解除であった。

1980年代後半の諸通達が地価バブルを抑制できなかったのに対し、1990年の通達は大きな効果を有した。その理由としては、投機的であるか否かを問わず全ての土地関連融資を対象とし、しかも、定量的に遵守状況が確認できる内容であった点を挙げるができるだろう。他方、1990年当時銀行局調査課長だった中井省は、「やっぱりこれはタイミングの問題があって、銀行もちょっとやり過ぎて、貸し込み過ぎたと思っているタイミングにぴったり合ったということで、これは危ないということで逃げ出したということではないでしょうか」（中井（2011）、265頁）としている。

図5は、1990年の総量規制の前後の時期における、製造業（細線）と不動産業（太線）の資金繰り（実線）と金融機関の貸出態度（破線）の状況を、日銀短観への回答DIの水準により示したものである。製造業の資金繰り（細実線）には、総量規制は殆ど影響していないようにみ

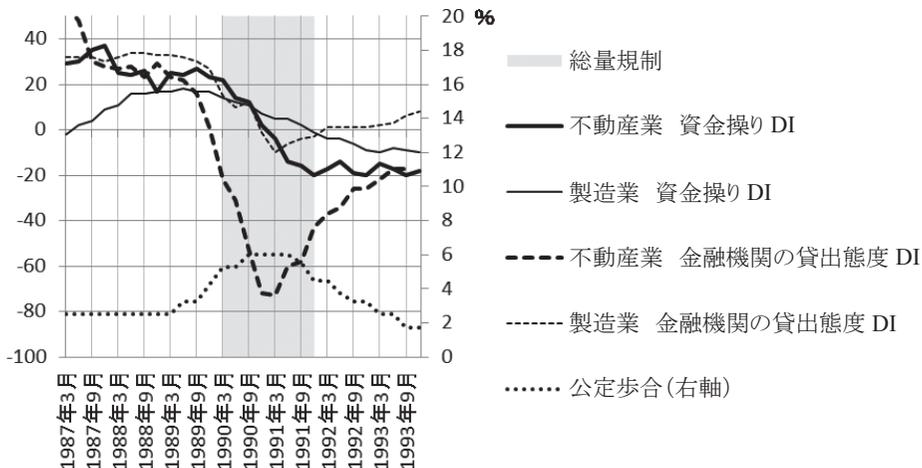
えるが、不動産業の資金繰り（太実線）は総量規制導入とともに悪化を始め、総量規制の解除とともに悪化が終わっており、極めて大きな影響が読み取れる。他方、製造業から見ても、不動産業から見ても、金融機関の貸出態度の推移（破線）は、むしろ公定歩合の推移により密接にリンクしているように見える。特に、不動産業から見ての金融機関の融資姿勢の厳格化は、総量規制導入の半年前からすでに始まっていたことが注目される。他方、厳格化の度合いは、不動産業の方が製造業よりもはるかに激しかった。

以上からすれば、金融政策の引き締め、銀行の貸し込み過ぎ感などが地合いとしてあったところに、総量規制が導入され、相乗効果で大きな影響が生じた、ということではなかろうか。

ガルブレイスの言う通り、「風船を破裂させるのは簡単だが、針を刺して徐々に空気を抜くのはむずかしい」ので、事前の抑制策は、殆ど利かないか、強烈に利くかのいずれかに振れやすい。また、複数の政策手段が同時に発動される場合、相乗効果によって、それぞれの手段について意図された以上の強度となる可能性がある点にも留意が必要と考えられる。

総量規制は事前に予想されていた以上の効果

図5 総量規制・公定歩合と不動産業の資金繰り・金融機関の貸出態度



(注) 資金繰りは「楽である」－「苦しい」、貸出態度は「緩い」－「厳しい」。ともに、全規模、実績。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測」

を持ったが、これを早期に解除することは困難だった。解除直前の1991年秋の時点ですら、主要紙社説がこぞってバブル抑制を力説していたことについては既に述べた。当時銀行局の担当審議官であった西村吉正は、「上司から、『(…)規制を少し解除しようか』との相談があった。(…)私は(…)『これでは世論の袋叩きに遭って政治のプロセスを通らないでしょう。土地政策当局も緩和には反対しています』と説得にかかった。それでも上司は、何か工夫はできないものかと残念そうだった」（西村（1999）73～74頁）としている。

総量規制が導入された際には世論の支持があり、その解除には世論の批判があった。しかし、地価バブルが崩壊し、経済に大きな影響が出てからは、世論は総量規制に対する批判に転じた。実際には総量規制の実施を求める世論と政治に最も強く抵抗していたのが当時の銀行局長だったのだが、1995年、高名な文芸評論家谷沢永一は銀行局長を名指しした上で、「これほど巨大な損失を与えた犯人は、鋸引きにして串刺しにして車裂きにして磔にして火炙りにして釜茹でにしてもなおあきたらぬであろう」と書いた（谷沢（1995）、154頁）。2007年に公開された映画「バブルへGO!」では、タイムマシンで1990年に戻った主人公が、大蔵省の局長と戦って総量規制発出を防ぎ、日本を救う、という物語が人気を博した。

他方、「バブル抑制は、影響が経済全体に及ぶ金融政策よりも、バブルの生じている資産に焦点を絞ることができるプルーデンス政策によって行すべき」とする「後始末論」の立場からすれば、バブル抑制に総量規制を用いたことは適切であったとの結論になるのではないかと考えられるが、この点についてはどう考えたらよいであろうか。

日本の金融政策やプルーデンス政策が地価バブルに与えた影響については、Sonoda and

Sudo（2015）が、1970年から2000年までのデータを、FAVAR（Factor-Augmented VAR）の手法で分析している。金融政策とプルーデンス政策のマクロ経済及び資産価格に対する影響を比較している数少ない実証分析の一つであり、重要な貢献と思われる。

この分析によれば、総量規制ショックの商業用地価引き下げ幅はデフレーター引き下げ幅よりも大きい、金融政策ショックの商業用地価引き下げ幅はデフレーター引き下げ幅より小さい、という結果になっており、総量規制なしでバブルを抑制することは困難だったのではないかと印象を与える。他方、総量規制も金融政策もGDPやその構成要素に広範な影響を及ぼす、との結果になっており、総量規制の方が金融政策より効果の焦点を絞ることができる、との後始末論の前提にも疑問を呈する形となっている。

バブルを拡大させ続けるのが適当であったとする文芸評論家や人気映画の立場が適当とは思われず、総量規制なしでバブルを抑制することは困難だったとすれば、総量規制の適用はやむを得なかったのではないかと考えられる。他方、プルーデンス政策を利用したからといって、経済全体に対するショックを限定できるわけではないとすれば、総量規制の適用にはやはり注意が必要だったとも考えられる。

従って、どのようにすれば良かったのかは単純ではないが、以下のような可能性が考えられる。

第一に、発動と解除のタイミングを早めることが考えられる。大蔵省は1973年1月に「総量規制」に類似した内容⁸⁾の土地取得関連融資抑制通達を発出し、同年12月まで継続した（大蔵省銀行局（1973）p.9-11）。

この通達により、不動産業向け融資の前期比伸び率は、1972年第4四半期の15.5%から、73年第2四半期の4.7%へと減少した。また、六大都市市街地価格指数の前期比伸び率も、72年度下期の15.4%から、74年度下期の-7.8%

8) 「土地取得関連融資の増勢を、総貸出の増勢以下に抑制すること」を各金融機関に目標として課し、土地取得の多い業種への融資について、四半期ごとの融資計画と実績報告書の提出を求める

へと低下した。70年の量的規制は、90年の総量規制同様、強い効果を持ったと考えられる。しかし、名目値での地価は75年度上期以降横ばいに転じ、持続的な下落に転じることはなかったし、金融システムに大きな影響を与えるにも至らなかった。

ショックが限定された理由としては、1973年末からの第一次石油危機によりハイパー・インフレーションが発生したため、名目値の地価が下支えされた面も大きいと考えられる。しかし、1972年に始まった地価高騰に対して1年以内の73年1月に規制を導入したため規制導入前の地価上昇幅小さかったこと（総量規制の場合は86年に始まった地価高騰に対して4年後の90年に導入）、また、1年間で撤廃されたこと（総量規制は2年間継続）も寄与しているのではないかと考えられる。

第2は、単なる定性的指導よりは明確で、総量規制よりはマイルドな、他のプルーデンス政策上の手段を用いることが考えられる。Kim (2014)は韓国の住宅価格の高騰に対し2004年以降に採られたプルーデンス政策（住宅ローンの与信対住宅価格比率規制（LTV規制）及び与信対所得比率規制（DTI規制）強化）の効果についてパネルVARの方法により分析し、与信の伸びや住宅価格の抑制に効果があったと結論付けている。他方、Fisher (2014)は、イスラエルで生じた住宅価格高騰に対し、金融政策を用いずにもっぱらプルーデンス政策上の手段（LTV規制、自己資本比率規制、住宅ローンに占める変動金利部分の比率を全体の3分の1に制限する規制）を用いて対応したが、高騰を抑制するには至らなかった、としている。韓国ではプルーデンス政策が金融政策と併用されたが、イスラエルではプルーデンス政策単独での適用だったこともこの違いに影響しているのかもしれない。プルーデンス政策のカリブレーションと資産価格に対する効果・マクロ経済に対する影響については、分析の蓄積が望まれる。

V-2. 米国との比較

米国も日本同様バブルの早い段階から定性的な手段を発動し、何年間にもわたって新しい定性的措置を追加し続けた後に、バブル末期（日本の場合は株価バブル崩壊後、米国の場合は住宅バブル崩壊後）になって定量的な手段（関係の与信総量に基準を設ける規制）に踏み込んだ。

米当局（連銀理事会（FRB）、通貨監督官事務所（OCC）、連邦預金保険公社（FDIC））は1999年以降一連の不動産融資関連の通達を出した（表4）。その大半は定性的な内容のものであったが、2006年12月の指針「商業不動産融資への集中と健全なリスク管理実務」は、融資総量に関する定量的な基準を伴うものであった。米国で「特定の数量的な基準を持った指針が実施されるのは未曾有のことであった」とされる（Bassett and March 2014）。

この指針は、2006年1月に草案がパブリック・コメントに付され、住宅価格がピークアウトした後の同年12月に最終化された。

同指針は、以下の2要件のいずれかに該当する銀行について、信用リスク管理の高度化を求め、監督上の追加的な分析の対象とすることを定めていた。

- (1) 「建設・土地開発向け融資」の総量が自己資本額を上回る銀行
- (2) 「商業用不動産向け融資」の総量が自己資本の3倍を上回り、しかも過去36か月に当該融資が5割以上増加している銀行。

これは全商業銀行の31%が該当する基準であり、該当銀行による融資が商業用不動産関連融資全体の約40%を占めていたとされる（Friend et. al. 2013）。指針は当該基準を上限値とは位置付けてはいなかったが、多くの銀行は検査の現場での対応を恐れた（Bassett and March 2014）。効果は大きく、建設・土地開発関連融資はパブリック・コメント開始前には年率30%前後で増加していたが、最終指針公表後には年率10%程度の増加となり、その一年後には減少に転じた（同）。最終指針から半年

表4 米当局の不動産融資関連通達

1999年3月	サブプライム・ローンに関する指針
10月	LTV比率の高い住宅ローンに関する指針
12月	資産証券化に関する指針
2001年1月	サブプライム・ローンに関する拡大指針
2003年2月	住宅ローンに関する勧告
10月	独立した鑑定評価機能に関する指針
2004年3月	不公正ないし欺罔的な実務に関する指針
2005年2月	第三者の絡む住宅ローン詐欺の発見・究明・予防に関する指針
3月	鑑定評価に関するFAQ及びステートメント
5月	ホーム・エクイティ・ローンの信用リスク管理に関する指針
同	住宅ローンの組成販売コミットメントについての会計処理と報告についての勧告
9月	宅地造成融資に関するFAQ
2006年10月	非伝統的な住宅ローンのリスクに関する指針
同	ホーム・エクイティ・ローン指針の追補
12月	商業不動産融資への集中と健全なリスク管理実務に関する指針
2007年6月	サブプライム・ローンに関するステートメント

（資料） Cole 2007

程度の後には商業用不動産価格がピークアウトした⁹⁾。ちなみに日本でも総量規制導入から半年後に6大都市の地価がピークアウトしている。

当時を振り返り、連銀のスタッフは、「この指針の実施時期は、景気後退の初期とぶつかってしまった。この指針によって不動産向け融資への集中が抑えられた結果、その後の不動産クラッシュから受ける衝撃を軽減できた銀行もあったかもしれない。しかし、指針は、(…)景気後退を悪化させるという意図せざる影響をも有した可能性がある」としている(同)。このコメントは、日本の総量規制を想起させる。金融政策のみならず、ブルーデンシヤル政策の面においても、日米当局の対応には類似する面があったように思われる。

なお、米国バブルの本丸であった住宅ローンのうち、サブプライム・ローンについては、

2007年6月に連邦5当局（OCC, FRB, FDIC, OTS, NCUA）が合同のステートメントを出している。住宅価格のピークから1年余りを経て、当時既にサブプライム・ローンの延滞は急上昇していた。しかし、本ステートメントは、サブプライム・ローンの借り手の返済能力の審査に当たっては当初の割引金利ではなく割引終了後の金利を用い、元本を期限までに全額返済する前提に立たなければならない、といういわば当然の内容（2006年10月の指針で既に確認されていた内容）を述べるにとどまった。

それでも、本ステートメントに関するパブリック・コメント開始後、NUCAを除く連邦4当局と各州銀行局（ステートメントに同調する予定であった）の代表は議会に呼び出され、サブプライム・ローンを借りにくくしたりしないよう留意する旨こぞって証言した。住宅ローン

9) 商業用不動産価格のピークは、Green Street Commercial Property Price Indexによれば2007年8月、Moody's/RCA US Indicesによれば2007年第3四半期ないし第4四半期。

への対応は商業用不動産融資への対応よりも遙かに政治的な困難が大きかったことが窺われる。

VI. 租税政策, 土地政策, 財政政策

金融面以外では、租税政策と土地政策が地価上昇への対応のために動員された。財政政策はバブル崩壊後の不況対策として動員された。

租税政策としては、1987年9月の税制改正以降、土地のキャピタルゲインや土地保有に対する課税を強化する一連の措置が講じられた。一部の政策については、タイミングが遅れ、バブルの崩壊に追い打ちをかける方向に働いたと考えられる。例えば、地価税は、既に全国的に地価の下落が始まっていた1992年1月から地価の0.2%、翌93年からは0.3%の税率で施行され、地価下落の進行するなか、1997年まで適用された。1993年度には固定資産税の評価率が大幅に引き上げられた。

土地政策面では、1987年6月、国土利用計画法が改正され、地価の監視区域制度が導入された。これにより、地方自治体には、監視区域の指定、著しく適正を欠く取引に対する中止・変更勧告、勧告に従わない者の公表などの権限が与えられたが、個別取引の適否の判定は現実には困難であり、実際には余り活用されなかった。

その後、6大都市の地価がピークを既に過ぎていた1991年1月になって、「土地神話の打破」が土地政策の目標として掲げられ、これが地価の下落開始から急落の過程において維持され、土地供給を拡大するための新規施策が繰り返された。例えば、全国的に地価下落が進行していた1992年には、農地の宅地転用促進措置や、定期借地権制度の導入などが行われている。土地政策の基本理念が「土地神話の打破」から「土地の流動化の促進等」に転換されたのは、既に6大都市の地価がピークの4分の1にまで落ちていた1997年になってからであった。

財政政策は、主にバブル崩壊後の景気後退を緩和するために発動された。1992年3月、政府は、総合経済対策を公表し、92年度予算に計上された公共事業を前倒し執行する旨を示した。同年8月には、総事業規模10.7兆円に上る大規模な総合経済対策を公表した。以後、頻繁に総合経済対策が公表され、財政政策による景気刺激が繰り返された。

VII. 日本の政策対応の評価

以上に鑑み、日本の経験をどう評価すべきであろうか。

冒頭提起した、政策のタイミング、強度、手段の選択、の3点のうち、強度と手段の選択については、明確に問題があったとまでは言えないように思われる。他方、タイミングについては、バブルの影響の極小化の観点から後知恵で評価

すれば、幾つかの遅れがあったと考えられる。

具体的には、景気の回復と地価の急上昇が始まっていた1987年に金融緩和と大規模な財政出動を行ったこと、地価抑制策の本格的な開始が1989年まで遅れたこと、株価の急落が始まり六大都市の地価がピークアウトした1990年に総量規制を導入し公定歩合を6%にまで引き

上げたこと、総量規制の解除や公定歩合の引き下げが1991年後半にまでずれこんだことなどが挙げられる。

日本の政策対応は、結果としてみれば、世論の焦点が円高、地価、景気と移るのに概ね沿って展開される形となり、バブルの拡大と崩壊の影響の極小化の観点から考えると、全体に1～2年程度の遅れがあったように考えられる。

こうした遅れの原因としては、他の政策課題との関係、認知ラグ、政策手段固有の目的の特性、の3つが考えられる。

第一に、他の優先的な政策課題との関係があったと考えられる。

抑制策の開始が遅れたのは、円高不況対策が政府全体の最優先課題であり、抑制策がそれと矛盾すると考えられたことが大きな原因であったと考えられる。また、抑制策からの転換が遅れたのは、地価高騰対策が政府全体の最優先課題であり、抑制策の転換はそれと矛盾すると考えられたことが大きな原因であったと考えられる。他方、バブルの影響が深刻になる事は当時は予想されていなかったため、影響の極小化は優先的な政策課題とは考えられていなかった。

後始末論と事前抑制論の論争は、バブルが拡大し始めてからの対応に焦点を当てがちであるが、それに先立つ景気の底の前後の時点などにおける対応（例えば、1986年時点でのより徹底した金融緩和）により、信用循環の全局面を通じて振幅を抑制し、政策の自由度を損うような極端な問題の発生をできるだけ早めに回避しておくことが重要と考えられる。

第二に、認知ラグの存在についても留意が必要である。VAR分析の結果などからすると、政策当局は物価や生産の動向以上に資産価格に注意を払っていたように思われるが、資産価格の変動と、統計指標の公表と、政策の反応の間には大きなラグがあり、更に政策の効果が出るまでにもラグがあるため、バブルの崩壊に追い打ちをかけるような結果になった。効果のラグは短縮できないが、認知と反応のラグについては短縮が望ましい。

当時の日本の地価指標は、頻度が少なく、公表までの時間も長いものしかなかったため、地価のピーク打ち後、その後の下落傾向によって、ピークが実際にピークであったと確認できるまでには大きなラグが生じざるを得なかった。日本不動産研究所の「市街地価格指数」（年2回、2か月後公表）では、六大都市市街地価格指数（商業地）がピークを打ってから、微減開始が認知できたのは8か月後、明確に下落開始が認知できたのは1年2か月後であった。国土庁の地価公示価格（年1回、2か月後公表）及び地価動向調査（地価公示調査の半年後）を用いるのであれば、認知は更に4～6か月遅れることになったと考えられる。

他方、2000年代の米国では、認知ラグは遥かに短かった。ケース・シラー住宅価格指数も、連邦住宅金融庁住宅価格指数も、月次で2か月後に公表されており、ファースト・アメリカン・コアロジック社の住宅価格指数は、月次で5週間後に公表されていた。タイムリーな政策決定を行う上で、90年前後における日本当局は、2000年代の米当局はよりもはるかに不利な立場にあった。

現在では日本においても「リクルート住宅指数」（月次、1か月後公表）、「東証住宅価格指数」（月次、2か月後公表）、「不動産価格指数（住宅）」（月次、4か月後公表）、「地価LOOKレポート」（四半期毎に公表）など、不動産価格の動向をより適時に把握するための指標の整備が進んでいる。

認知ラグの存在は、景気の山と谷についても存在する。事後には1991年2月が景気の山であったと判定されているが、政府の月例経済報告の景気判断が、「拡大傾向にある」から「緩やかに減速しながらも、引き続き拡大している」に修正されたのは同年9月（7か月後）、「調整過程にある」になったのは92年1月（11か月後）であった。GDP統計の1次速報、2次速報、確報3者の間には前期比年率でしばしば数パーセント・ポイントに及ぶ乖離があり、期末から確報までの間には9～18か月のラグがある。

各種統計の頻度・速報性・正確性を向上させて認知ラグの縮小を図ることは、タイムリーな政策運営を可能にするための重要なインフラと考えられる。

第三に、地価バブル崩壊後も地価税や土地政策上の措置が長く継続されたことについては、これらの政策手段固有の目的が影響したと考えられる。

金融システムの安定の見地からは、地価の「変化」が重要であるが、土地保有課税の見地からは、担税力を示す地価の「水準」が重要になる。このため、「土地は下落し始めたが、水準は依然高く、保有者には高い担税力がある」といった状態でも課税強化が行われやすい。同様の問題は、国民が合理的な価格で不動産を利用できることを目的とする土地政策との間でも生じる。

VIII. 結論

「後始末論」と「事前抑制論」の長い論争は政策枠組みの妥当性に焦点を置いてきたが、各当局が表明している政策枠組みと実際の政策選択は必ずしも一致していない。米連銀は日銀の対応を厳しく批判していたが、不動産価格ピーク前後各3年間の政策金利の動きは、日米ではほぼバラレルだった。バブル抑制を行ったとされる日銀はテイラー・ルールを越えた事前引き締めを行っておらず、事後対応を重視する米連銀も同ルールを越えた事後緩和を行っていない。ブルーデンス政策の面では、日米当局とも、早い時期から定性的な措置を繰り返した上で、他の資産価格の崩壊が既に始まっていたバブルの最終局面において定量的な措置を導入し、バブルのピークアウトを確実にすると共に、結果として崩壊を加速する形になった。

実際の金融政策運営においては、意図と行動と効果との間に複雑なズレがあったのではないかと考えられる。日銀と米連銀は、バブル抑制や、物価や景気の先行指標への対応として、いずれも不動産価格を政策運営に織り込み、その結果、共に概ねテイラー・ルールに沿った、物価や景気の観点からはタイムリーな運営を行うことになったが、物価や景気は不動産価格より遅れて動き、政策が不動産価格に影響するまでも大きなラグがあるため、「タイムリー」な政策運営がバブルの崩壊に追い打ちをかけ、不

動産価格の変動を拡大する方向に働いたのではないかと考えられる。

また、金融政策とブルーデンス政策の両方を動員した日本のデータに徴すると、資産高騰に焦点を絞ったブルーデンス政策も、金融政策と同様に経済全体に広範な影響を与えた可能性があると考えられる。事前抑制にブルーデンス政策を割り当てる方が、金融政策を用いる場合よりも経済全体へのインパクトを小さくできる、との「後始末論」の主張には疑問があり、どの針を用いて刺そうと、風船をはじければ広範な影響が及ぶ可能性があることを念頭に置いておくべきであろう。

以上からすれば、政策枠組みの考え方や政策手段の組み合わせ方を変えるだけでは、次のバブルにより適切に対応できるとは限らないのではないかと考えられる。

日米の経験では、資産価格の変動を基準に考えると、政策変更のタイミングに一定の遅れがあったと考えられる。遅れを縮小するためには、以下のような点に留意すべきではないかと考えられる。

- ・バブル崩壊のタイミングは資産の種類毎に異なり、しかも、バブルのエピソード毎にその順序が異なる。どの指標を先行指標と考えてよいかについて、予断を持つことはできない。適時の政策判断のためには、統

計がより高い頻度で、速報性をもって公表されることが望ましいと考えられる。

- ・バブルの影響の極小化に向けた選択が、その時点で国民的な優先順位の高い政策課題と矛盾することも多い。政策の自由度が乏しくなってしまうからの対応は困難であり、自由度を確保できるよう、予め信用循環全体を通じて振幅の抑制に努めることが重要と考えられる。
- ・バブルを巡る政策判断は、世論や政治の強い圧力の下でなされる。日本の経験では、圧力は必ずしも緩和方向ばかりではなく、

引き締め方向に働く場合もあった。専門家の方が正しかった場合もあれば、世論や政治の方が正しかった場合もあったと考えられる。従って、政策当局には、単に世論や政治に従うかどうか、といった視点にとどまらない、世論や政治との建設的なエンゲージメントのための技術が必要となる。建設的なエンゲージメントを可能にするためには、バブルとその崩壊のメカニズム、影響、政策手段の得失について、あらかじめ幅広い国民的な共通理解が形成されていることが望ましい。

参 考 文 献

- 植田和男（2014）「経済教室，検証フォワードガイダンス上」，日本経済新聞朝刊4月28日
- 大蔵省銀行局（1973）『第22回銀行局金融年報 昭和48年版』金融財政事情研究会
- （1989）『第37回銀行局金融年報 昭和63年版』金融財政事情研究会
- （1991）『第39回銀行局金融年報 平成2年版』金融財政事情研究会
- 岡田靖・浜田宏一（2009）「バブル・デフレ期の日本の金融政策」，吉川洋『デフレ経済と金融政策 バブル／デフレ期の日本経済と経済政策2』内閣府経済社会総合研究所
- 翁邦雄（2009）「バブルの生成・崩壊の経験に照らした金融政策の枠組み」，吉川洋（2009）『デフレ経済と金融政策 バブル／デフレ期の日本経済と経済政策2』内閣府経済社会総合研究所
- 翁邦雄・白川方明・白塚重典（2001）「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」，香西泰・白川方明・翁邦雄編『バブルと金融政策 日本の経験と教訓』日本経済新聞社
- 翁邦雄・白塚重典（2002）「資産価格バブル，物価の安定と金融政策：日本の経験」『金融研究』第21巻第1号，pp.71-115
- 上川龍之進（2002）「バブル経済と日本銀行の独立性」，村松岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究 上 形成編』東洋経済新報社
- 軽部謙介（2015）『検証 バブル失政』岩波書店
- 黒田東彦（2011）「第2部オーラルヒストリー⑩ 黒田東彦氏」，松島茂・竹中治堅編『日本経済の記録3 時代証言集（オーラル・ヒストリー）』内閣府経済社会総合研究所
- 白川方明（2008）『現代の金融政策』日本経済新聞社
- 竹中治堅（2005）「地価バブルへの対応はなぜ遅れたか」，村松岐夫編著『平成バブル先送りの研究』RIETI，東洋経済
- 谷沢永一（1995）『人間通』，新潮社
- 中井省（2011）「第2部オーラルヒストリー② 中井省氏」，松島茂・竹中治堅編『日本経済の記録3 時代証言集（オーラル・ヒストリー）』内閣府経済社会総合研究所
- 西村吉正（1999）『金融行政の敗因』文春新書
- 日本経済新聞社編（2000/2001）『検証バブル 犯意なき過ち』日経ビジネス人文庫
- 村松岐夫・奥野正寛（2002）「教訓の模索と14の提言」，村松岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究 下 崩壊編』東洋経済新報社
- Ahearne, A., J. Gagnon, J. Haltmaier and S.

- Kamin (2002) "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s", *International Finance Discussion Papers*, Number 729, Board of Governors of the Federal Reserve System
- Basset, W. and B. Marsh (2014), "Assessing Targeted Macroprudential Financial Regulation: The Case of the 2006 Commercial Real Estate Guidance for Banks", *Finance and Economics Discussion Series*, 2014-49, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board
- Bernanke, B. (2002), "On Milton Friedman's Ninetieth Birthday", Remarks at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, Illinois, Board of Governors of Federal Reserve System
- Bernanke, B. and M. Gertler (1999), "Monetary Policy and Asset Price Volatility", in Federal Reserve Bank of Kansas City, *New Challenges for Monetary Policy*
- Borio, C. (2014) "Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?", *BIS Working Papers*, No. 440, Bank for International Settlements
- Borio, C. and W. White (2004), "Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes", *BIS Working Papers No 147*, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements
- Christiano, L., M. Eichenbaum and L. Evans (1999), "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?" in J. Taylor and M. Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics 3A*, Elsevier Science B.V., pp. 65-148
- Cole, R. (2007), "Testimony, Subprime mortgage market, Before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs", Board of Governors of the Federal Reserve System
- Del Negro, M. and C. Otrok (2007), "99 Luftballons: Monetary policy and the house price boom across U.S. states", *Journal of Monetary Economics*, 54 (7). pp. 1962-1985
- Federal Reserve Bank of Kansas City (2003), *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*
- Fisher, S. (2014), "Macroprudential Policy in Action", in G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer and J. Stiglitz eds., *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, The MIT Press
- Friedman, M. and A. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, NBER and Princeton University Press
- Friend, K., H. Glenos and J. Nichols (2013), "An Analysis of the Impact of the Commercial Real Estate Concentration Guidance"
- Galbraith, J. (1954/1997), *The Great Crash 1929*, Penguin books
- Glaeser, E., J. Gottlieb and J. Gyouriko (2010), "Can cheap credit explain the housing boom?" *NBER working paper series* 16230, National Bureau of Economic Research
- Greenspan, A. (2007), *The Age of Turbulence, Adventures in a New World*, The Penguin Press
- Hamada, K., A. Kashyap and D. Weinstein (2011), "Introduction", in K. Hamada, A. Kashyap and D. Weinstein, eds., *Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation*, The MIT Press
- Jarocinski, M. and F. Smets (2008), "House Prices and the Stance of Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90, pp. 339-365
- Judd, J. and G. Rudebusch (1998), "Taylor's Rule and the Fed: 1970-1997", *FRBSF Economic Review*, Number 3

- Kim, C. (2014), "Korea's Experiences with Macroprudential Policy", in G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer and J. Stiglitz eds., *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, The MIT Press
- Kuttner, K. (2014), "Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun", in D. Evanoff, C. Holthausen, G. Kaufman and M. Kremer (ed), *The Role of Central Banks in Financial Stability: Has It Changed?*, World Scientific, pp. 159-186
- Mishkin, F. (2011) "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", in *Approaches to Monetary Policy Revisited - Lessons from the Crisis*, European Central Bank, pp. 67-118
- Orphanides, A. (2003), "The quest for prosperity without inflation", *Journal of Monetary Economics*, Volume 50, Issue 3, pp. 633-663
- Sims, C., J. Stock and M. Watson (1990), "Inference in linear time series models with some unit roots", *Econometrica*, 58(1), pp. 113-144
- Sonoda, K., and N. Sudo (2015), "Macroprudential policy, monetary policy, and economic slowdown during the 1990s in Japan", *mimeo*
- Taylor, J. (1993), "Discretion versus policy rules in practice." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39. pp. 195-214
- _____ (1999), "A historical analysis of monetary policy rules", in J. Taylor (ed), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, pp. 319-341
- _____ (2007), "Housing and Monetary Policy." *SIEPR Discussion Paper* No. 07-03. Stanford Institute for Economic Policy Research
- Wall Street Journal (1993), "Yen Master: Japan's Central Banker Begins to Win Praise For Saving Its 'Soul'", June 15
- White, W. (2009), "Should Monetary Policy 'Lean or Clean'?", *Working Paper* No. 34, Globalization and Monetary Policy Institute, Federal Reserve Bank of Dallas
- Yellen, J. (2014) "Monetary Policy and Financial Stability", Speech at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System

補論 1：「テイラー・ルールの日米へのあてはめ」
(本文図 3) に利用した指標等について
(政策金利実績値)

日本の政策金利(実績値)としては、1998年以降、日本銀行の誘導目標金利とされている無担保オーバーナイト物コールレート(太実線)と、98年以前は金融調節の姿勢を示す中心的な指標とみられていた公定歩合(灰色太実線)を示した。米国についてはフェデラル・ファンド・レートの実績値(太実線)を用いた。

(テイラー・ルールの構成要素)

物価上昇率(π)としては、それぞれの中央銀行がコア・インフレ率として注目している指標に従うこととした。日本については消費者物価指数(生鮮食料品を除く)を用いたが、総務省は現在まで連続する季節調整済み指数を2000年以降の分についてしか公表していないため、1980年から2014年第1四半期までの原系列データをX13センサス法により季節調整して前期比年率をとった。消費税の影響については調整した。米国については季節調整済みの個人消費支出デフレーター(食料品・エネルギー支出を除く)の前期比年率を用いた。

なお、政策ルールの動学的特性については、Bernanke and Gertler (1999) のように、inflation-expectation targeting rule (中央銀行は1年先のインフレ率を予見して政策を運営する)を提唱する論者がある一方、逆に、Judd and Rudebusch (1998) のように、inertial interest-rate dynamics (中央銀行は環境の変化に即時に完全に反応するのではなく、順次部分的に反応する)を提唱する論者もある。前者は将来を、後者は過去を、政策判断の基準とする。以下では、将来を見通し難い前例のない環境変化に対し、中央銀行がどれだけ適時に対応できたかを検証することが目的であるため、Taylor (1993) 同様、contemporaneous response (中央銀行はその時点の環境に即時に完全に反応する)を基準に実績との比較を行った。

ただし、比較に当たって、物価上昇率として、

Taylor (1993) の用いた「前年同期比」ではなく、「前期比年率」を用いた。前年同期比の動きは前期比年率の動きに遅行するため、政策判断の適時性を判断するためには、後者の方がより厳しい基準となると考えたためである。適用結果からすると、実績値は、前期比を用いた contemporaneous response で概ね説明できるように思われる。

GDPギャップ(y)は、「現実のGDP水準」と「潜在GDP水準」の差の対潜在GDP比であるが、「潜在GDP」の水準について様々な試算の方法があり、方法によって結論が異なる。Taylor (1993) は、2.2%を潜在成長率と仮定し、それをもとに潜在GDPを試算しているが、図3ではテイラーよりも長期間の比較を行っているため、単一の潜在成長率を仮定することが適切とは思われない。

そこで、1980年第1四半期から2014年第1四半期までの34年間の各四半期の季節調整済実質GDPの水準について、スムージング計数1600のHPフィルターを適用してトレンド水準とする方法を日米両方に適用した(細破線)。季節調整済実質GDPとしては、日本については内閣府が公表しているもの(2014年第1四半期の二次速報及び簡易遡及値)を、米国については経済諮問局BEAの公表値を用いた。

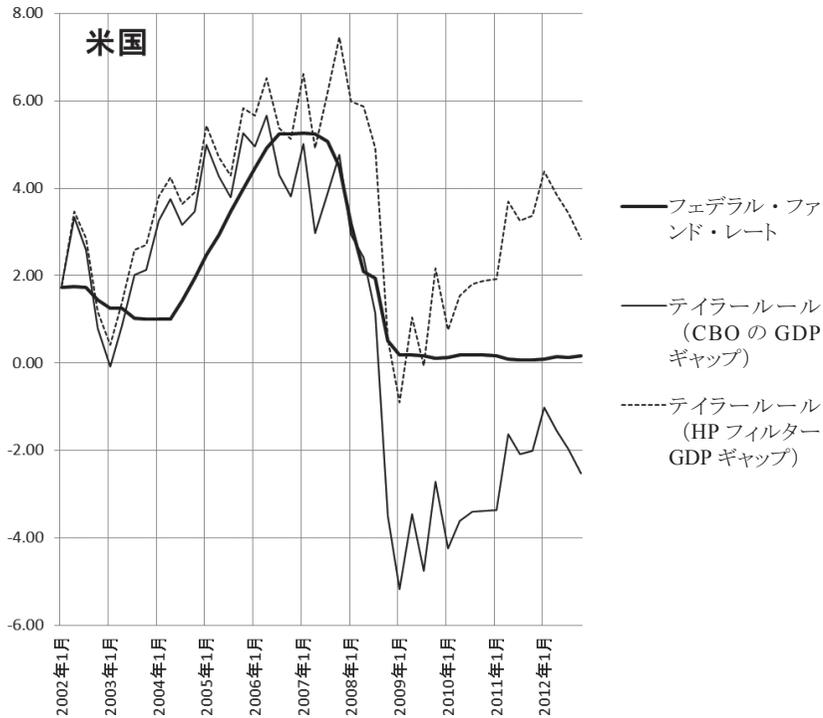
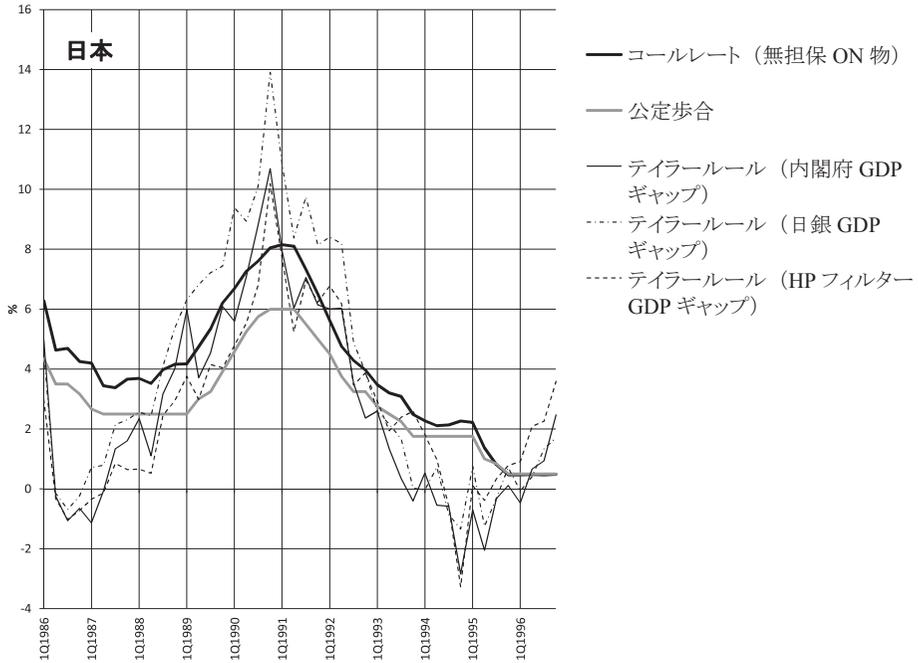
併せて、日本については内閣府(細実線)及び日本銀行(細一点線)のGDPギャップ試算、米国については議会予算局CBOの試算(細実線)も併せて利用した。

米国の2009年以降の時期については、CBOの試算とHPフィルターを用いた試算に大きな乖離が生じたが、それ以外については試算方法による違いはそれほど大きくなかった。

なお、Taylor (1999) はGDPギャップに対する反応係数を(1)式の0.5から倍の1とすることを提言している。この式を適用した場合には以下のような姿となった。日米ともに実績値との乖離が大きくなっている。日本についてはより激しい緩和と引き締めを求めている。米国については引き締めの遅れは2003年前半で

はなく後半から始まったことになっている。いずれにせよ、ゼロ金利に到達するまでの時期についての本文の結論はTaylor（1999）に従った場合も大きく変わらない。

Taylor (1999) を適用した場合



補論2：本文図4（不動産価格と金融政策）に 用いた VAR モデルについて

IV-2では、VARモデルを用いて、日米の金融政策がどのようなショックに反応していたかの検討を行った。以下では、利用した指標やモデルの設定、分析の頑健性等について補足する。

日本

標本期間は、地価バブルが顕在化し始めた1986年3月から、システミックな金融危機が発生する前月の1997年10月までとした。

非金融変数として、生鮮食料品を除く消費者物価指数、鉱工業生産指数、6大都市市街地商業地価格指数の3つを用いた。政策変数として翌日物無担保コールレートを用いた。金融変数としては、円の対ドルレートと日経225株価指数を用いた。変数は、Ⅲ節における日本の展開の叙述で主な役割を果たしたものを選んでいる。

日本の地価指数は半期でしか得られないため、cubic spline法により補間した。鉱工業生産指数は指標算出者による季節調整後のものを用いた。消費者物価指数は、消費税影響修正後の系列をX13センサス法により季節調整した。他の指標は季節調整を行っていない。

水準指標は対数値を用いた。各変数は単位根を持つと考えられるが、Sims, Stock and Watson (1990)の考え方に従い、階差ではなく水準を用いた。Christiano, Eichenbaum and Evans (1999)にならい、コレスキー分解に際しての変数の順序を上記の順序（非金融変数⇒政策変数⇒金融変数）で行った。

AIC基準に従い、ラグ次数は4とした。

結果は、コールレートの代わりに公定歩合を用いても、円ドルレートの代わりに実質実効為替レートを用いても、概ね変わらなかった。コレスキー分解に際しての変数の順序を変えても（地価を最初にする、政策金利を最初にする、為替を最初にする）概ね変わらなかった。

標本期間の始期を早める（為替取引が原則自由とされた1980年12月からの時期を標本に追加する）と、政策金利の地価ショックに対する

反応が小さく、為替ショックに対する反応が大きくなった。終期を遅くする（量的緩和政策が採用される2001年3月までの時期を標本に追加）と、逆に地価ショックに対する反応が大きくなり、為替ショックに対する反応が有意でなくなった。

以上の分析は、租税政策、土地政策、財政政策、為替介入、総量規制、窓口規制の影響を考慮していない。地価については、半期データを補間により用いており、十分な標本数を確保できていない。1985年に開始され1994年に完了した金利自由化によってモデルの構造は変化したと考えられるが、標本期間中一定のパラメータを仮定している。従って、結果が十分な頑健性を有しない可能性に留意する必要がある。

米国

標本期間としては、1987年1月（不動産価格指標が入手可能になる月）を始期とし、2008年8月（リーマンショックの前月）を終期とした。2008年12月（政策金利がゼロ制約に到達した月）を終期とすることも考えられるが、リーマンショックの影響を除外することが適当と考えたため、4か月早い終期とした。

非金融変数として、食料品とエネルギーを除くPCE価格指数、鉱工業生産指数、ケース・シラー10都市住宅価格指数の3つを用いた。政策変数としてはフェデラル・ファンド・レートを用いた。金融変数としては、貿易加重実質為替レート、S&P500株価指数を用いた。物価指数、鉱工業生産指数、住宅価格指数は指標算出者による季節調整後のものを用いた。水準指標は対数値を用い、階差ではなく水準を用いた。Christiano, Eichenbaum and Evans (1999)にならい、コレスキー分解を上記の順序（非金融変数⇒政策変数⇒金融変数）で行った。

AIC基準に従い、ラグ次数は3とした。

日本同様ラグ次数を4としても結果は概ね変わらなかった。コレスキー分解に際しての変数の順序を変えても（住宅価格を最初にする、政策金利を最初にする、為替を最初にする）概ね変わらなかった。