

序 デフレ経済と金融政策

吉川洋

「失われた 10 年」の金融政策とデフレーションにつきアカデミックな立場から研究した成果を報告する本書は、歴史の偶然によりまことに時宜を得た、また皮肉なタイミングで刊行されることになった。というのも世界経済は、米国のサブプライム・ローンに象徴される住宅・不動産バブルに続く国際金融危機を端緒として、2008-09 年、戦後最悪の不況に陥ったからである。本稿執筆時点で世界同時不況はいまだ終焉していない。

日本のバブル・デフレを総括することを企図した本プロジェクトは、歴史的にも稀な日本の経験が将来の政策運営に貴重な教訓を与えるはずだ、という問題意識から出発したはずである。もとより本プロジェクトを待たずして各国の政策当局なかんずく米国の政策当局は、日本の経験につきさまざまな角度から分析を行ってきた。しかし日本の経験が与えたはずの教訓は、不幸にして十分に生かされなかった。このことはその後の事態の推移からして今や明らかである。日本の経験からわずか 15 年にして生じた今回の世界不況が金融危機を端緒とする以上、この間金融政策につきいったいどのような議論がなされてきたのか、われわれは考えることから始めなければならない。本書はそのための手がかりとなるはずである。

経済学の「理論」や哲学は、普通考えられているよりも実は大きな影響を現実の社会に与える。「理論」が政策当局、政治家、アジテーターに与える影響は、「既得権益」などよりもはるかに大きい、だから「理論」は危険なものでもあるのだ。こうケインズは『一般理論』の最後書き記した。過去十数年の金融政策をめぐる学界、政策当局の議論をふり返るとき、ケインズが残した言葉のもつ重みを改めて感じざるをえない。

1990 年代初頭バブルが崩壊した後に日本経済が陥った長期停滞、いわゆる「失われた 10 年」(The Lost Decade) は世界中の注目を集めた。日本は

なぜ10年という長きにわたって経済が停滞したのか。米国、ヨーロッパで広く共有された見方は、日本は政策対応を誤ったために経済が停滞した、というものであった¹⁾。財政・金融政策いずれについても“Too Late, Too Little”だったために、バブル崩壊後の経済の悪化を止めることができなかったというのである。しからばバブルが崩壊しても経済を長期に停滞させない「正しい」政策対応とは何か。米国のマクロ経済学者、金融の専門家・政策当局を中心に議論されてきた「正しい」政策対応は本当に正しかったのか。これこそが問題である。

日本経済が「失われた10年」を経験しているとき、米国、英国をはじめ先進諸国は、低いインフレの下で長期にわたる経済成長を謳歌していた。金融政策についてこの時期の政策運営を象徴するものとして「テラー・ルール」がある。テラー・ルールは、政策金利をGDPギャップとインフレ率に安定的に反応させるフィードバック・ルールである。政策反応ルール自体はほとんど常識的なものであり、「合理的期待革命」以前に経済学を学んだ者には、ことさら「テラー・ルール」という名を冠するほど目新しいところはないくらいに素直なものだが、フィードバックの係数をエコノメトリックに計測し、文字どおり金融政策上の「ルール」を提供するところにテラー・ルールの真骨頂があった。テラー・ルールに象徴される政策運営上のイノベーションに基づく安定的な金融政策運営により物価の安定と長期の経済成長が可能になる。これが世界の中央銀行のコンセンサスであった。

ここでマクロ経済学を中心とする学界の動向についても触れておく必要がある。1970年代に始まった「合理的期待革命」を経て、マクロ経済学の世界では新古典派理論が正統となり、主要な大学の大学院ではKydland and Prescott [1982]に始まる「実物的景気循環理論」(Real Business Cycle theory)が学ぶべきコアの理論として教えられるようになった。1995年にノーベル経済学賞を受賞したロバート・ルーカスは次のように書いた。

1) 2008年から09年にかけて起きた金融危機についてのインタビューにおいて、「多くの日本人が、日本の『失われた10年』を引き合いに出しますが」という記者の質問に対して、ソロー[2009]は次のように答えている。

「私は日本の状況について詳しく研究してきたわけではないが、日本の失われた10年は確実・迅速に行動しない代償を払った例だった、と理解している。このような状況の定着を許すと、自信に満ちた貸し手と、信頼に値する借り手を見出すのがますます難しくなる。日本の経験から学ぶべきは、『適切な規模の対策を打ち出し、直ちに実行せよ』ということだ。」

マクロ経済学における最も興味深い最近の発展は、インフレーション、景気循環などマクロの問題を、ミクロ経済理論の一般的な枠組みのなかに再び組み入れる試みだといえるだろう。こうした研究が成功すればマクロ経済学という言葉は死語となり、ミクロという修飾語も不必要になるに違いない。われわれは、スミス、リカード、マーシャル、ワルラスがそうであったように、経済理論という1つの言葉を語ることになるだろう。謙虚に考えてみるならば、いつの時代にも経済理論によって十分に解明できる現象と、そうでない現象が存在する。理論と現実がうまくかみ合わないときには、そうした事実は何か違った理論によって説明できるといいたくなるものだ。ケインズのマクロ経済学は強圧の下とはいえ、こうした誘惑への屈服であったと思う (Lucas[1987], pp. 107-108)。

続けて2003年アメリカ経済学会の会長講演でルーカスは「大不況を回避するという問題はいまや完全に解決された」と宣言した (Lucas[2003])。ルーカスに呼応するかのようにプリンストン大学から連邦準備銀行 (Federal Reserve, 以下, Fed) の理事となっていたベン・バーナンキ (アラン・グリーンズパンの後継者として2006年からFed議長) も講演のなかで「現代のマクロ経済政策は景気循環の問題を解決した」と述べていた (Bernanke[2004])。

安定した物価と成長の時代、米国のマクロ経済学者と政策当局は自信に満ちていた。日本の「失われた10年」は、彼らの政策対応が “Too Late, Too Little” だったからだ。正しい政策対応はわかっている (アメリカの経済学者・当局のコンセンサス・ビュー)。

本書第1章の翁論文は、Fedにより主張され米国のマクロ経済学者によって支持されたFed Viewと、国際決済銀行 (以下, BIS) のエコノミストを中心に主張されたBIS Viewの違いと対立を明快に整理している。Fed Viewは次のように要約できる。第1に、物価安定の鍵を握るのは将来のインフレ動向についての「期待」である。したがってFedが安定的な低インフレを維持するであろうという信頼が継続されれば、それがアンカーとなってインフレ率を低く抑えることができる。資産価格の急騰については、それがバブ

ルであると事前に確認することは難しいし、引き締めによって資産価格を抑えようとしてもその効果ははっきりしない。こういう理由により、バブルにリアル・タイムで対応することに否定的であった。バブルはそれが崩壊した後に十分な金融緩和で対応すればよい（“clean up the mess strategy”）、というのが Fed View であった。

日本の経験からすると、こうした Fed View はずいぶん乱暴な考え方のように思えるのだが、先にも書いたとおり米国の金融当局、マクロ経済学者の大勢は、日本の問題は政策対応がまずかったのだから、可及的速やかに対応すれば“clean up the mess strategy”で十分だと考えていたのである²⁾。

なお、いわゆる IT バブル崩壊後 2000 年から 05 年にかけての米国の金融政策を Fed の公表資料のナラティブと金利の動向により詳細にあとづけた地主論文（第 11 章）は、実際 Fed は政策運営上、株価等資産価格にはインフレや雇用ほど大きなウェイトを置いていなかった、と結論づけている。

Fed View に対して BIS View は、安定的な低インフレという基本的な目標からデフレの回避を目指すあまり金融緩和が続くと、実体経済のブームとともに債務残高の膨張、資産価格の急騰が生み出され、バブルの崩壊とともに深刻な、すなわち金利を下げるだけで簡単には“clean up”できない不況・デフレに陥るリスクがある、ということを強調していた。バブルは崩壊してから対応すればよい問題などではなく、それこそが政策により回避され

2) 1990 年代の日本の経験について分析した Ahearne *et. al.* [2002] は、シミュレーションの結果に基づき次のような結論を導いた。すなわち「91 年第 1 四半期から 95 年第 2 四半期の間に、もし日本銀行がさらに金利を 250 ベーシス・ポイント大胆に下げていたならば、日本経済はデフレに陥らなかった。ただし 95 年第 2 四半期以降では時すでに遅く、デフレは回避できなかった。要するに日本銀行は Too Late, Too Little の対応によって回避可能なデフレを招来してしまったのである」。翁論文は補論で、Fed View の根拠として、しばしば引用されてきた Ahearne *et. al.* [2002] のシミュレーションの問題点を指摘している。それにしても、たった 1 つのシミュレーションが重大な問題を判断する根拠として、これほど大きな影響力をもったこと自体思えば驚くべきことである。

筆者も 1994 年に日本銀行金融研究所の客員研究員としてバブル期の実証研究を行った。そのなかで、バブル崩壊後だけでなくバブル期も含めて金利の上げ下げを 1 年半ほど早め、金利の「山」を全体として「平行移動」したとき景気循環の主役である設備投資にどのような違いが生じるか、シミュレーションを行った。コール・レートの上げ下げを早めに行うことにより長期金利を通して投資の変動が全体にマイルドになる、具体的には成長率は実際より低くなるものの好況が 91 年末まで続く（現実の景気の山は 91 年 2 月）一方で、92-93 年の投資の落ち込みもはるかにマイルドになるという結果を得た（ただし最終的に 94 年時点での水準は実績とあまり変わらない）。われわれの関心は物価ではなく実体経済とりわけ設備投資にあったが、金利政策の限界を示す結果とも解釈できる。詳しくは吉川・小原[1997]を参照していただければ幸いである。

るべき重大な問題だと見なしたのである。

Fed View, BIS View それぞれどのような論者がいかなる主張をし、政策当局の責任者、経済学者が多数参加したジャクソンホール・コンファランスでどのような論戦がなされたのかは、翁論文に詳しい解説がある。今からふり返れば、きわめて真つ当な議論であった BIS View は、Fed、米国経済学界の主流派から「異端的な見解」として拒絶された。なお Fed と BIS の間には、1990 年代から進行した世界的なデイスインフレーションをめぐつても考え方に相違があった。この点は日本の経験とも合わせて翁・村田論文（第 2 章）で論じられている。

日本経済は 1990 年代初頭にバブルが崩壊した後、1997-98 年の金融危機を経て 99 年デフレ（消費者物価指数）に陥った。こうしたなかで政策金利は 99 年 2 月、ついにゼロ金利となった。ゼロ金利はその後 2000 年 8 月に解除されたが、再開され 01 年 3 月に始まった「量的緩和」と合わせて 06 年まで続けられた。政策金利がゼロとなれば、もはやそれ以下に金利を下げることはできない。テーラー・ルールがたとえさらなる利下げを要求しても、それは実行不可能である。ゼロ金利の下で金融政策に何ができるのか。この問題についても米国のマクロ経済学者により活発な議論が展開された。白川論文（第 3 章）は、実際の政策運営に携わった実務家の立場から「ゼロ金利制約」の下でのわが国の金融政策につき詳しく論じている。

吉川論文（第 4 章）では、ゼロ金利下における金融政策に関する理論的分析の嚆矢となりわが国の政策論議にも大きな影響を与えたクルーグマンの議論を詳しく検討している。

クルーグマンの主張は、たとえ名目金利がゼロとなり金利をそれ以上低下させることが不可能になったとしても、中央銀行がマネー・サプライを十分に供給し、インフレ期待を生み出すことに成功すれば実質金利の低下を通して経済は「流動性の罠」から脱却することができる、というものである。そこで展開されたロジックそのものはことさら目新しいものではない。クルーグマン論文のポイントは、消費者の効用最大化に基づく「しっかりとした」モデルにより「インフレ・ターゲットと量的緩和」という政策提言に理論的基礎を与えた、と多くの経済学者、エコノミストが考えたところにある。

こうしたモデルが学界、政策当局に大きな影響を与えた背景としては、すでに述べたとおり、マクロ経済学の世界で1970年代以降、企業や家計の最適化に基礎を置くマクロ理論が主流になった、という事情がある。マクロ経済学のこうした潮流に筆者は批判的だが、この序論はその問題を論ずる場ではない。関心のある読者にはAoki and Yoshikawa[2007]を参照していただくことにして、ここではクルーグマン・モデルでは「不良債権問題」がまったく考慮されていない、という単純な事実を指摘しておくことにしたい。すなわちクルーグマン論文は、名目金利がゼロという意味でたしかに「異常」な経済を対象としているのだが、一方で実質金利さえ下がればすべての問題が解決するという意味では、「正常」な経済を仮定しているのである。しかしバブル崩壊後の日本経済が長期停滞に陥った最大の理由は、1997-98年の金融危機に象徴されるように不良債権問題だったのではないか。すでに説明したとおりBIS Viewが警告していたのも、ひとたびバブルが崩壊すると、経済は単に（実質）金利を下げるだけでは解決できない深刻な不況に陥る、ということだった。クルーグマン・モデルはこうした問題をすべて捨象しているのである。

ちなみに金融政策運営上のイノベーションとして広く用いられてきた「テーラー・ルール」も不良債権問題については何も語るところがない。それは単にGDPギャップとインフレ率に反応して金利を機械的に上げ下げするルールにすぎない。Fed Viewによればバブル崩壊後の問題も基本的に金利の引き下げで対応できるのだから、テーラー・ルール of 適当な修正で十分ということになる。実体経済の問題はGDPギャップに集約されており、くり返し述べているとおりバブル、不良債権に「特別席」は用意されていない。この点については後に再び論じることにしたい。

2000年代には世界的なデスインフレーションを背景に、日本経済の経験をも踏まえてデフレに対する関心が高まった。「デフレは貨幣的現象である」という言葉に象徴されるように、インフレ／デフレはマネー・サプライによって説明される、というのが伝統的な貨幣数量説の考え方である。吉川論文で検討されているクルーグマン・モデルも、基本的に貨幣数量説の論理に立脚している。しかし貨幣数量説のインプリケーションとは裏腹に日本で

は、ゼロ金利政策、量的緩和政策という未曾有の金融緩和政策により貨幣数量が大幅に増加したにもかかわらずデフレが続いた。日本の物価動向を説明する要因として貨幣数量はどのような役割を果たしたのだろうか。宮尾論文（第5章）は「誤差修正モデル」という時系列分析のフレームワークを用いてこの問題を分析している。その結果(1)長期的な均衡関係としては貨幣(M1)と物価の間に安定した関係が成立しているものの、(2)短期的なダイナミックスについては、1998年頃まではマネーが物価変動に対する説明力を有していたが、その役割は2000年代に入り消滅した、という結論が導出されている。

デフレがマクロ経済にとって深刻な問題になるのは、Fisher[1933]が指摘したとおり過大な負債が存在する場合である。竹田・慶田論文（第6章）は、『消費動向調査』の個票データ（1982-2004年）を利用し、負債デフレ論とデフレ心理につき分析している。全期間を通してみると消費者はほぼ正確に物価動向を予測していたが、デフレが深刻化した1998年以降は過大なデフレ期待が形成された。2001年以降、デフレ期待の高まりに歯止めをかけたのは資産価格に対する期待の好転であり、その一因として01年に導入された量的緩和政策が一定の効果をあげた、という結論が導かれている。

金融政策の効果に関する実証分析は、従来実質金利に焦点が当てられてきた。不良債権、金融システムの安定についても言及されてきたが、ゼロ金利、量的緩和政策がこうした問題の解決にどれだけ貢献したのか、それを定量的に分析することはデータの制約等からなされてこなかった。福田論文（第7章）はこの問題に正面から答える分析を行っている。

コール市場における取引は相対であり、個別の取引ごとにコール・レートの水準は異なる。金融市場が安定しているときには、ばらつきは問題にならないが、市場が不安定化したときには、問題を抱える金融機関のリスクを反映して適用されるコール・レートの水準が平均を大きく上回ることになる。福田論文はこの点に注目し、コール・レートの日中最高値と最低値の「スプレッド」について日次データ（1998-2008年）を用いた分析を行っている。市場で顕在化した金融機関のリスクを表すスプレッドはゼロ金利政策によっ

でも縮小したが、とりわけ量的緩和政策はスプレッドを大幅に縮小し、ほぼ完全に解消した。一方、コール市場におけるスプレッドが拡大すると株価が有意に下がる（逆は逆）、という回帰分析の結果も示されている。2つの分析結果を合わせると結局、量的緩和政策はコール・レートのスプレッドを解消し、株価の下落に歯止めをかける、あるいはさらに上昇させることを通じてマクロ経済に貢献した、という結論に導かれる。

福田論文の結論は、VAR (Vector Auto Regression) を用いて量的緩和政策の効果を分析した原田・増島論文（第8章）の結論とも整合的である。すなわち量的緩和政策は生産に対して有意にプラスの影響を与えたという意味で効果があったが、それは銀行貸出しの増加や、いわゆる「時間軸効果」により中・長期金利を下げた（イールド・カーブを平らにした）という教科書的なチャンネルを通してではなく、何よりも株価やマンション価格など資産価格の上昇を通してであった、という分析結果が導かれている。量的緩和政策は、金融セクターにおける流動性不安を払拭し、海外の投資家による日本株に対する需要を高め株価を上昇させた。この株価上昇が生産活動（GDP）にプラスの影響を与えた、というのである。

以上見たようにゼロ金利・量的緩和政策の波及経路としては株価など資産価格が重要な役割を果たした。一方現実の金融政策は、もっぱら通常の財・サービスの価格をターゲットとして運営されてきた。渡辺論文（第9章）は、資産価格と財・サービス価格の関連を調べるため住宅（ストック）の売買価格と家賃（フロー）の連動性を分析している。その結果、日本の家賃には米国と比べ約3倍の粘着性があることが明らかとされた。仮に家賃が米国並みの伸縮性をもっていたならば、消費者物価上昇率はバブル期には実績値より約1%高く、逆にバブル崩壊期には1%ほど低くなっていたはずである。消費者物価のみに注目した政策運営は対応の遅れを生むリスクを抱えていることになる。

政策目標となる消費者物価指数（CPI）は、このほかにも解釈するうえで注意を要する点がある。梅田論文（第10章）はCPIにつき個別品目の変動まで含め詳細な国際比較を行っている。たとえば耐久消費財の価格変動について、5年ごとのウェイト変更という事情に加え、デジタル家電の価格低下

が、米英と比べ日本の CPI にはとりわけ大きな影響を与えていることが明らかにされている。また 1990 年代に入り日本が先進国のなかで唯一デフレを経験したのは、サービス価格が持続的上昇を続けた欧米主要国とは対照的にサービス価格がゼロインフレに陥ったことが主因であり、それはサービス産業における日本と英米の名目賃金上昇率の格差に起因する、ということも明らかにされた。

バブル崩壊後、日本経済はなぜ 10 年という長期にわたり停滞したのか、いうまでもなく、これは簡単な解答を与えることのできない大問題である。岡田・浜田論文（第 12 章）は、1985 年 9 月のプラザ合意以降一貫して続いた「過度の」実質円高こそが日本経済の長期停滞を生み出した、と主張する³⁾。岡田・浜田論文では、為替レートの動きは「デフレーションと同じように貨幣的な現象」であるとしているので、過度の円高が長期間続いたのはこの間の金融緩和が十分でなかったからだ、という主張に結びついている。バブル崩壊後、日本経済はなぜ長期停滞に陥ったのか、これは今後とも長く経済学者・エコノミストにより論じられるべきテーマである。

バブル期・バブル崩壊後の日本の経験は、金融政策に対してどのような教訓をもたらしたのであろうか。最大の教訓は、あまりに当然のことに思われるかもしれないが、「マクロ経済にとり最大の脅威であるバブルはあらゆる努力を払って回避しなければならない」というものだ。一見自明とも思われるこの命題は、しかし Fed およびその背後にある米国のマクロ経済学者によって無視された。

バブルが崩壊し金融システムが動揺すると実質金利や実質為替レートが少々下がってもマクロ経済は容易に立ち直らない。だからこそバブルを回避することが重要なのだ。こうした考え方に立つ BIS View は「異端」とされてきた。しかし経済学の歴史をふり返ると、BIS View と同じ考えをもっていた大経済学者が何人もいたことがわかる。

3) 岡田・浜田論文では、もっぱら 1985 年 9 月を 100 とした指数に基づきその後の円高を問題にしている。プラザ合意以前 1985 年初の 1 ドル＝240 円という為替レートの水準が大幅な円安であった、すなわち 1980 年代前半にはレーガノミックスの下で過大なドル高・円安が生み出されていた、という認識は誤りなのであろうか。この点はその後の円高を解釈するうえで重要な論点である。たとえば Yoshikawa[1990]を参照。

たとえばシュンペーターは、利子率を上げ下げすることにより景気を安定化する金利政策、すなわち現在われわれが理解している金融政策につき、その意義をほとんど認めなかった。不況のときに金利を下げるのは「政治的な儀式 (a piece of political liturgy) にすぎない (Schumpeter[1939], p. 637)」とまでいっている。シュンペーターがもしテラー・ルールを目にしたら一笑に付したに違いない。一方でシュンペーターは資本主義経済の循環につきものの「不況 (recession)」と違い「恐慌 (depression ないし crisis)」は回避されるべきものだ、と考えていた。ところで恐慌はほとんどすべて金融恐慌であり、それは好況期のバブルによって生み出される。したがって企業や家計の投機的な活動、投機をファイナンスする金融機関、好況期における両者の行動を過熱させずバブルを回避することが何より重要だ。シュンペーターはこう考えていた。

シュンペーターだけではない。ミーゼスやハイエク、シュピートホフなどオーストリア、ドイツの経済学者のなかにはこうした考え方の人が多かった。

ハイエクによれば、投資が貯蓄を大きく超過し、一国経済が金融面から過剰投資の状態になり過熱状況を呈すると、その後に景気後退が生ずると見る。ケインズとはまさに正反対。経済学の用語でいえば、これは「貨幣的過剰投資説」の考え方なのである。

2007 年半ば以降に表面化したサブプライムローン危機を契機とする景気後退は、いまや全世界を覆うスケールにまで拡大したが、私からすれば、これはハイエ克的な恐慌以外のなにものでもない。その結果、株価は暴落し、不況は世界的な規模に広がった。その昔、ハイエクに言及したら、「篠原さんは頭が古い」とからかう人がいた。その人たちは今回の貨幣的過剰投資説の再現をどう感じているのだろうか。

もっとも、ケインズ、ハイエクいずれの考え方に立っても、いったん景気後退が始まれば過剰生産、過少消費が一般化し、経済は一路、後退過程をたどる点では同じである。しかし両者の違いはその「発端」にある。

たしかに、戦後、もはや金融恐慌から景気後退が起きるようなことはなくなっただけのように思われる時期があった (高度成長期)。しかし、今のサブプライム恐慌と同様に、10 年ほど前に起きた「アジア金融危機」も

金融恐慌始発型であった。だから、金融恐慌が景気後退の誘因となり、ほぼ10年周期で世界を覆うという図式は、21世紀の今もそう変わってはいないのかもしれない。

ヘッジファンドの一指揮者ジョージ・ソロスはある本の中で、それを抑止する方法はないのではない、政府・中央銀行がしっかりした対処の仕方をとることだと述べている。私はこのひと言を忘れることはできない（篠原[2009]）。

金利政策の意義を認めないシュンペーターの考えは極端であり、文字どおりにとれば正しくない。しかしシュンペーターの主張のポイントは、バブルは金利政策の効果とは定量的に比較にならないほど大きな影響をマクロ経済に与える、というところにあるのである。バブルの問題を脇に置いて金利政策のみに傾注するのは本末転倒だ、というのがシュンペーター、ハイエクたちの考えだった。

バブルの影響を軽視する一方で、バブル崩壊後の金融政策についても、Fed Viewあるいは米国のマクロ経済学者は、一貫してスタンダードなマクロ・モデルの枠内で実質金利あるいは実質為替レートという教科書的な変数に固執した。クルーグマン論文、さらにそれを引き継いだ一連の研究は典型である。本書に収められたいくつかの論文が明らかにしたように、量的緩和政策すなわちハイパワード・マネーの大量供給は、インフレ期待を生み実質金利を低下させることを通してではなく、金融システムの安定回復とそれとともに資産価格の上昇を通してマクロ経済の安定に貢献したのである。2003年春、日経平均が8000円を割り「デフレ・スパイラル」が懸念される最中、5月にりそな銀行への公的資金投入が日本経済回復のきっかけをつくったことは、こうした事実を象徴するものである。

さてバブルを回避する、この点について金融政策運営上、今日コンセンサスは得られているであろうか。Fed Viewを標榜してきたFedはいうまでもなく日本銀行も含めて世界の中央銀行はこの点に明確なコミットメントを示していない。

資産価格を金融政策の目標に加えるべきか否か、という中央銀行の問いかけ自体、いまだに議論が混迷を脱却していないことを象徴している。なぜな

らこうした問題設定は、テラー・ルールにインフレ率、GDPギャップと並んで資産価格を新たな変数として加えるべきか、を問いかけるようなものだからである。そもそも財・サービスの物価に関する通常のインフレ／デフレとは異なり資産価格については、目標とすべき明確な（あるいは自然な）水準は存在しない。問題はあくまでもバブルが存在するか否かなのである。戦後の日本経済をふり返っても株価・地価が最も上昇したのは1960年代初頭の岩戸景気のときだが、この時期の資産価格の上昇をバブルだと見なす人はいない。くり返しになるが資産価格の高騰はバブルへの警報にはなっても、それ自体がバブルではない。それでは警報が出たときにバブルを同定することはできるのであろうか。この序論はこの問題を論ずる場ではないが、筆者は十分に可能だと考えている⁴⁾。バブルを同定し金利を上げることにより対処すること、これこそが中央銀行の大きな仕事なのである⁵⁾。

Fed Viewによれば物価安定の鍵を握るのは将来のインフレ動向についての「期待」である。白川[2008] (p. 52) にも「物価上昇率の決定メカニズムにおいて予想が重要な役割を果たすことについては中央銀行、学界を問わず広範な合意がある」と書かれている。そのとおりなのだが、ルーカスに始まる「合理的期待マクロ経済学」の強い影響下にあるこうした見方は実は正鵠を得たものではない。なるほどルーカス・モデルにおいては、テラー・ルールのような明確なルールを導入することによりインフレ期待は安定することになっている (Lucas[1976])。しかし財・サービスの価格の決定におい

4) 1980年代後半の日本のバブルについては、たとえば植田[1989]、吉川[1989, 2002]を参照。

5) この点に関して白川[2008]の第20章「資産価格上昇と金融政策」は明確でない。すなわち第1に「資産価格の上昇を抑制することに金融政策を割り当てることは適当でない (p. 413)」とされる。本文で述べたとおり問題はたしかに資産価格の水準そのものではなく「バブル」である。そこで「金融的不均衡」という言葉が登場する。中央銀行はこの「金融的不均衡」の動向にも注意を払う必要があるが、「その際の判断は「バブルを潰す」ということではなく、「経済のバランスのとれた持続的拡大」が損なわれるかどうかというマクロの経済判断に還元されるものである (p. 413)」。 「経済のバランスのとれた持続的拡大」に反対する人はいない。したがってそれを判断基準にすることに対して形式的に反論することは難しい。しかしバブルが起きると「経済のバランスのとれた持続的拡大」が不可能になる。だからバブルは「潰す」必要がある、というのがFed Viewに対立する考え方なのである。白川[2008]第12章でもバブルの芽をリアル・タイムで把握し、その拡大を未然に防ぐためのブルーデンス政策の重要性が（正しく）強調されるとともに「金融政策とブルーデンス政策の協力」の必要性 (p. 401)、同じく「適切な監督政策と金融政策は補完的な関係にある」と述べられている (p. 414)。ブルーデンス政策の結果、バブルの芽が確認されたとき、それと「補完的」な金融政策とは要するに利上げにより「バブルを潰す」ことではないのか。バブルと金融政策については香西・白川・翁[2001]も参照。

で現実には「期待」は大きな役割を果たしてはいない。なぜなら期待は決して1つに収斂しないから、それを価格や賃金変更の根拠にすることは不可能だからである。賃金・価格の交渉において役割を演じるのは、すでに客観的な事実となっている過去の実績のみである。

期待はどこで大きな役割を演じるか。通常の財・サービスの価格決定ではなく、資産市場においてである。資産価格は財・サービスの価格とは対照的に、まさに「期待」によって決まる。資産価格における「期待」は、Bernanke[2004]が“The Great Moderation”と自画自賛したようにテラー・ルールで安定化するほど生易しいものではない。ケインズが「美人投票」のたとえ話（『一般理論』12章）で生き生きと描き出したように、容易にバブルに転化する「暴れ馬」である。2000年代の経験は、日本のバブル・バブル崩壊後の経験が、マクロ経済学界と世界の中央銀行に生かされなかったことを明らかにした。

参考文献

- 植田和男[1989],「わが国の株価水準について」『日本経済研究』12巻1号。
 香西泰・白川方明・翁邦夫[2001],『バブルと金融政策——日本の経験と教訓』日本経済新聞社。
 篠原三代平[2009],「私の履歴書①」『日本経済新聞』2009年6月1日付。
 白川方明[2008],『現代の金融政策——理論と実際』日本経済新聞出版社。
 ソロー, ロバート[2009],「インタビュー, 金融危機脱出の処方箋」『週刊東洋経済』2009年4月4日号。
 吉川洋[1989],「資産価格変動のマクロ経済学的分析」『日本経済研究』12巻1号。
 ———[1996],『金融政策と日本経済』日本経済新聞社。
 ———[2002],「土地バブル・その原因と時代背景」, 村松岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究——バブルの発生とその背後構造』上巻形成編, 東洋経済新報社。
 吉川洋・小原英隆[1997],「平成景気・不況と設備投資」『経済学論集』第63巻第3号。
 Ahearne Alan G., J. E. Gagnon, J. Haltmaier, and S. B. Kamin [2002], “Preventing Deflation: Lessons from Japan’s Experience in the 1990’s,” Federal Reserve, International Finance Discussion Paper Series, 2002-729。
 Aoki, M. and H. Yoshikawa [2007], *Reconstructing Macroeconomics: A Perspective from Statistical Physics and Combinatorial Stochastic Processes*. Cambridge University Press, New York。
 Bernanke B. S. [2004], “The Great Moderation,” at the meetings of the Eastern Economic

- Association, Washington, DC, February 20, 2004.
- Fisher, I. [1933], "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, 1(3), pp. 337-357.
- Keynes, J. M. [1936], *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan (ケインズ／塩野谷祐一訳[1995], 『雇用・利子および貨幣の一般理論 (普及版)』東洋経済新報社など).
- Krugman P. [1998], "It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap," *Brookings Papers on Economic Activity*, 29(1998-2), pp. 137-206.
- Kydland, F. and E. Prescott [1982], "Time to Build and Aggregate Fluctuation," *Econometrica*, 50(6), pp. 1345-1370.
- Lucas R. E. Jr [1976], "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1(1), p. 19-46.
- [1987], *Models of Business Cycles*, Oxford: Basil Blackwell (ルーカス／清水啓典訳[1988], 『マクロ経済学のフロンティア——景気循環の諸モデル』東洋経済新報社).
- [2003], "Macroeconomic Priorities" *American Economic Review*, 93(1), pp. 1-14.
- Richards A. and T. Robinson, (eds.), [2003], *Asset Prices and Monetary Policy*, held at Reserve Bank of Australia on 18-19 August 2003.
- Schumpeter J. A. [1939], *Business Cycle*, New York: McGraw-Hill (シュンペーター／吉田昇三監訳, 金融経済研究所訳[1958-64], 『景気循環論——資本主義過程の理論的・歴史的・統計的分析 (全5巻)』有斐閣).
- Yoshikawa H. [1990], "On the Equilibrium Yen-Dollar Rate," *American Economic Review*, 80(3), pp. 576-583.