

# 1 バブルの生成・崩壊の経験に照らした 金融政策の枠組み

—FED VIEW と BIS VIEW を踏まえて

翁邦雄

## 要 旨

資産価格の大幅な変動（およびその結果として発生する金融的不均衡）のもとでの金融政策のあり方については、中央銀行サークルのなかで、大まかにいえば、米国・連邦準備制度（以下、FED）的な考え方と国際決済銀行（以下、BIS）のエコノミストたちの考え方が際立った対照を示しており、両者は日本の経験についても違った点に着目し、異なった教訓に力点を置いた解釈を示してきた。

これまで、米国を中心とする経済学界主流派が支持してきたのは、FED VIEW であり、BIS VIEW は異端的に受けとられることが多かった。しかし、2007 年央以降に顕在化したサブプライム・ローン問題の発生とその後の米国金融市場情勢の展開は、FED VIEW に新たな視点での検討を加える必要性を示唆している。本稿では、FED VIEW、BIS VIEW を解説し、サブプライム・ローン問題発生以降の米国金融市場の金融政策の推移を踏まえ、金融市場における資産価格の大きな変動のもとでの金融政策の枠組みについての政策思想の展開について整理する。

---

本稿の作成にあたっては、内閣府・経済社会総合研究所「バブルの発生・崩壊からデフレ克服までの日本経済とマクロ経済政策に関する研究会」・金融政策、物価分科会の出席者各位から有益なコメントを頂いた。また、日本経済研究財団から研究助成を受けた。なお、ありうべき誤りは筆者個人に属する。

## 1 はじめに

資産価格の大幅な変動（およびその結果としての金融的不均衡）のもとでの金融政策のあり方やグローバリゼーションの影響については、中央銀行サークルのなかで、大まかにいえば、米国の中央銀行である連邦準備制度（以下、FED）首脳的な考え方と欧州、とくに国際決済銀行（以下、BIS）のエコノミストたちの考え方があり、両者は日本の経験についても違った点に着目し、異なった教訓に力点を置いた解釈を示してきた。

後者のグローバリゼーションの影響については別稿の検討対象としているため<sup>1)</sup>、本稿では、このうち前者の問題に焦点を当て、最近のサブプライム・ローン問題の経験を踏まえたうえで、金融市場における資産価格の大きな変動のもとでの金融政策の枠組みについての政策思想の展開とその現状について整理する。

本稿の構成は以下のとおりである。まず第2節で、FED VIEW と BIS VIEW の概略について説明する。第3節では、サブプライム・ローン発生前後のFEDの金融政策運営の特色についてFED VIEW に照らして検討する。第4節は、現時点でFED VIEW にどのような再検討が起きつつあるか、2008年9月のジャクソンホール・コンファランスでの議論を軸に検討する。第5節はFED VIEW の見直しとBIS VIEW がどう関連しうるか、BIS VIEW の展開に照らして短く展望している。

また、補論として、デフレ・リスクへの保険を意識した金融政策運営の枠組みについて日本がデフレ・リスクに直面した時期のデータを用いたカウンターファクチュアル・シミュレーションを行った論文の骨子を簡単に紹介する。後述のように90年代の日本の経験についてのFEDのスタッフのカウ

---

1) 本書第2章。

ンターファクチュアル・シミュレーションの結果がFED VIEWの根拠の1つとしてしばしば引用されてきた。しかし、このシミュレーションには重大な欠陥があり、結果が一人歩きしたことは、FED VIEWをミスリードした可能性が高いと筆者は考える。この点はFED VIEWを検討するうえで重要なポイントと考え、この研究プロジェクトと関連づけた検討を行ったが、本稿は、政策思想の展開を探ることを企図しているので、読みやすさの観点から、特定の論点に深入りした計量分析に本文で立ち入ることは避け、シミュレーションの紹介は補論にまわした。

なお、本稿は、政策思想の展開をさぐるうえで、論文・スピーチやウォール・ストリート・ジャーナルなど経済誌、影響力のある有力ブログなどアカデミック・ジャーナルに限らない多様な媒体を用いている。引用対象の選択によるバイアスは当然存在しうる。これらの点を念頭に置いて、中央銀行サークル・国際金融界への考え方に影響が大きく、議論の内容が公開される場であるジャクソンホール・コンファレンスの議論<sup>2)</sup>の紹介に比較的大きな紙幅を割いている。もとより、無数に枝分かれしているさまざまな展開をバランスよく拾いつくすことは困難である。しかしながら、多少の偏りは残っても大きな流れを確認しておくことは意味がある、と考え、本稿のようなやや異例のスタイルを採用した。

## 2 FED VIEW と BIS VIEW

よく知られているように、1970年代末に登場したボルカー議長は、深刻なリセッションという代償を辞さない強い姿勢でインフレを終息させ、物価の守護神としてのFEDへの信認を築いた。87年にボルカーを引き継いだグリーンズパン議長は、この遺産を生かし物価の安定に大きな成功を収めてきた。近年のFED VIEW、BIS VIEWともにインフレ抑制についての中央銀行の信認が確立されたことが議論の出発点になる。

---

2) たとえば、McCulley[2008]は、「ジャクソン・ホールはとてども特別な場所だ。そしてカンザス連銀が毎年開催するジャクソン・ホール・シンポジウムはとてども特別な集まりだ」とこのコンファレンスが中央銀行サークルのなかで別格のコンファレンスであることを強調している。

## 2.1 FED VIEW<sup>3)</sup>

FED 首脳の見解によれば、物価安定のカギを握るのは将来のインフレ動向についての予想である。FED が安定的な低インフレを維持するであろう、という信託が引き続き保たれれば、それがアンカー（錨）となってインフレ率を安定圏内につなぎ止めることができる。したがって、物価安定を維持するには、ボルカー時代以降に形成された FED の政策運営への信頼を破壊しないことがなにより重要になる。これがこれまでの FED の政策思想の基本である。

上述のような FED VIEW の政策枠組みでは、資産価格が大幅な上昇を示したとしても、金融政策がそれ自体に働きかけることはない。この点について、コーン現副議長が理事当時の 2006 年の講演<sup>4)</sup>で示した整理では、中央銀行が資産価格の変動に金融政策で働きかけることが許されるのは、①中央銀行が、資産価格上昇がバブルか否かを早期に識別できる、②引き締めが資産価格上昇を抑えるうえで有効と確信できる、③バブル崩壊が非対称的に大きな打撃をもたらすと確信できる、という 3 条件が満たされる場合のみである、とする。しかし、この条件は現実にはまず満たされないとコーンは指摘し、したがって、資産価格上昇への対応を念頭に置いた政策は、採るべきでない、とする。

また、資産価格上昇を金融政策で阻止しなくてもよい理由として、バブルが崩壊し経済がデフレ・リスクに直面すれば、そこで思い切って金融緩和すれば経済はソフトランディング可能、ということも FOMC（連邦公開市場委員会、日本銀行の金融政策決定会合に当たる）メンバーによってしばしば主張されている。

その根拠として、90 年代の日本の経験について分析した Ahearne *et al.* [2002] のシミュレーション分析の結論、「91 年の第 1 四半期から、95 年の第 2 四半期の間に、日本銀行が金利を 250 ベイシス・ポイント余分に下げているならばデフレにならなかった。しかし、95 年第 2 四半期以降の利下げではデフレは回避できなかった。後知恵で見ると、日本銀行が、この時期に大胆な金融緩和を実施することでデフレは回避できた」、がしばしば引用されてき

3) この節の記述は、翁[2007]を本稿の関心事項に沿って加筆・修正したものである。

4) Kohn[2006]参照。

た。補論でやや詳しく説明するように、翁邦雄、木村武、原尚子[2008]は、Ahearne *et al.*[2002]のシミュレーションの妥当性を検討し、不確実性が高いなかで大幅な金利引き下げを恒久的に行う、という「保険政策」がいくつかの点で深刻な欠陥を抱え実現困難であることを指摘し、相対的に実現可能性が高い代替的アプローチを提示している。しかし、Ahearne *et al.*[2002]のシミュレーション結果は一人歩きした。さらに、グリーンSPAN時代に、ITバブルの崩壊により米国経済がデフレ・リスクに直面した局面で、金利引き下げでデフレを防ぐことに成功したことも予防的金融政策への過信を生んだように見える。後述のようにITバブルは、金融システム問題と絡まない「良性のバブル」であるが、この点は軽視されていた。このため、「資産価格は物価情勢への影響に照らして判断する。仮にバブルが発生しても、それが崩壊してから対応すればよい（“clean up the mess strategy”）」という政策的枠組みにFEDは一段と自信を深め、多くのマクロ経済学者もこれを支持してきた、といえよう。

## 2.2 BIS VIEW

いわゆるBIS VIEWは、Borio and White[2003]、White[2006]などBISの幹部エコノミストのリサーチに典型的に見られる。FED VIEWがFEDだけでなく学界にも広汎な広がりをもってきたのに対し、いわゆるBIS VIEWは、中央銀行関係者にはかなり広汎に知られているものの、学界への浸透度は高くない。このため、もっともその主張が明確に現れているWhite[2006]に沿ってBIS VIEWの主要な論点をやや詳しく列挙しておく。

- ・ 現在、各国中央銀行が採用している標準的な政策枠組みは、1-2年程度先までのインフレ率の水準を低位安定させることである。近年では、いくつかの国々で生じたデフレの経験を踏まえ、インフレのみでなくデフレも発生させないように、物価の安定を精力的に追求すべきだということが、共通した見解となっている。
- ・ しかし、こうした1-2年程度先までの物価安定のみを追求した政策枠組みは、マクロ経済の安定を達成するのに十分ではない。実際、歴史的に見ても、30年代の米国の大恐慌や、90年代の日本、90年代後半のアジア通

貨危機など、事前にインフレ圧力を生じさせずに、経済が危機に陥った例は多数存在する。これらの事例は、物価安定追求だけでは、持続的な経済成長を達成するのに十分でないことを示唆している。

- ・ 現在の標準的な枠組みがもつ最大の問題点は、デフレを回避するための積極的かつ持続的な金融緩和が、実体経済のブームとともに、債務残高、資産価格などの金融面の不均衡をもたらし、これらの不均衡の累積が、ブームの破裂後に深刻な不況・デフレをもたらす可能性があるということである。実際、過去 10-20 年間に各国で生じてきた経済・金融の危機は、このような特徴を共通してもってきた。
- ・ デフレを回避することに対する近年の関心は強過ぎるかもしれない。歴史的に見れば、深刻な不況をともなった「醜い (ugly)」デフレが発生したのは 30 年代の大恐慌のときだけであった。第 1 次世界大戦前まで遡ってみても、景気後退をともなう「悪い (bad)」デフレはいく度か生じたに過ぎず、多くの場合において、デフレは、正の供給ショックに起因した、産出量の増大をともなう「良性の (benign)」ものであった。
- ・ 近年における経済の自由化、グローバル化によって、グローバル経済の構造は、第 1 次世界大戦以前に類似してきているため、正の供給ショックは持続的となる可能性がある。極端な場合、このことは、醜いデフレおよび悪いデフレの発生を懸念するデフレ回避論者が「インフレ目標値を引き上げてデフレに陥る確率を低めるべき」と提案するのとは対照的に、インフレ目標水準をむしろ引き下げべきであることを示唆している。
- ・ 現在の標準的な枠組みのもとでは、デフレにより生じるコストと、デフレ回避で生じるコストとの釣り合いが保たれていない。とくに近年の経済・金融構造の変化を踏まえると、デフレ回避のための金融緩和が、金融面の不均衡をもたらし、それが最終的に不況やデフレを生じさせることも勘案する必要がある。このため、政策の枠組みは、景気の上昇局面と下降局面とで、これまでよりも対称的な政策対応を行うように修正される必要がある。また、政策担当者がインフレ率の目標値の設定に際して念頭に置く時間的視野は、現在の 1-2 年程度よりはるかに長いものであるべきである。

BIS VIEW では、日本の経験は、資産価格バブル生成期においてインフレ率が低かったこと、そうしたなかで金融緩和の継続により金融的不均衡が累積したことに着目する。このことから、デフレ・リスクを恐れる非対称な金融緩和は長期的な金融危機のリスクを高めるとし、金融政策もそれを念頭に置いた政策運営を行うべき、とする。

### 2.3 直接対決——2003年ジャクソンホール・コンファランスでの議論

このように、資産価格の変動と金融政策の関連について、FED VIEW は、資産価格の上昇期には金融政策は中立的（資産価格上昇は静観）、崩壊期には思い切った対応という処方箋を書くのに対し、BIS VIEW は、資産価格の上昇期における金融的不均衡および金融システム問題の重要性を強調し、この時期に金融的不均衡を緩和するような引き締めの金融政策運営（資産価格に対する“leaning against the wind”型の金利政策）を示唆する点で、著しい対照をなしており、日本の経験についても FED VIEW が主にバブル崩壊期から教訓を読み取ろうとするのに対し、BIS VIEW は主にバブル生成期から教訓を読み取ろうとする点で、大きく異なっている。

FED VIEW と BIS VIEW が激突したのは、2003年のジャクソンホール・コンファランスである。このコンファランスは景勝地であるジャクソンホールでカンザス連銀が夏の終わりに主催するコンファランスであるが、伝統的にFRB議長や各国中央銀行総裁を含む各国中央銀行首脳が多数出席し、有力学者や中央銀行エコノミストの提出論文をもとに、そのときどきの中央銀行界での関心事を議論することから、中央銀行関係者は、別格のコンファランスとして、そこでの議論に非常に高い関心を寄せている。

2003年のコンファランスでは、BISの主力エコノミストであるボリオとホワイトが BIS VIEW に沿って書かれた Borio and White[2003]を報告し、①金融的不均衡を早期に示す指標の検討、②金融的不均衡が物価安定時の良好な経済環境によって育まれること、③金融的不均衡に対して“leaning against the wind”型の金利政策で対応することは意味がありうることを主張した。

この論文に対する指定討論者はバーナンキとの著名な共同研究が多く、バーナンキの盟友として FED VIEW を共有しているニューヨーク大学の

ガートラーである。ガートラーは、ボリオとホワイトの3つの主張を全否定し（①ボリオとホワイトの提唱する早期警戒指標の予測力は安定性が期待できない、②金融的不均衡は物価安定下の良好な経済環境の帰結ではなく不十分な規制・監督の所産であり、適切な予防的政策は、規制政策であって金融政策ではない、③金融政策によって金融的不均衡に働きかけても定量的に十分な効果は見込まれないし、もし、効果をもたらす場合には経済に大きなダメージを与える）、金融政策が物価安定へ特化する必要性を強調した。

一般討論では、ムッサ、ヘイル、ダガーなどどちらかといえばマーケットに近い参加者はボリオ・ホワイトの議論に理解を示したが、FED 首脳および FED に近い主流派の経済学者はボリオ・ホワイトの主張を全面的に否定する姿勢を示した。

たとえば、ミシュキン（コロンビア大、のち2006年9月-2008年8月の間FRB理事）はガートラーに賛同して適切な予防的政策は、規制政策であって金融政策ではなくボリオ・ホワイトの主張は誤った方向を指し示していると批判した。バーナンキFRB理事（当時）、グリーンズパン議長なども一般討論でガートラーに近い考え方を示した。

とくに、グリーンズパン議長は、94年の300bpの利上げが株式ブームを抑止できなかった経験に言及し、小さな金利引き上げでは資産価格バブルは止められない、むしろ、1000bp利上げすれば、資産価格バブルは崩壊するだろうが、その場合には、経済も崩壊する、と述べて、金融的不均衡に対する“leaning against the wind”型の金融政策運営の有効性を否定した。

このセッションの議論を振り返ると、FED VIEW が FED および米国経済学界主流派の見解として確立しており、BIS VIEW は、一部の実務家ないし実務経験のあるエコノミストには共感と呼んだものの、全体としては異端的な見解として、拒絶反応を受けた印象が強い。

### 3 サブプライム問題の発生と FED VIEW の関連

上述のような FED VIEW を座標軸とする FED の政策は、サブプライム・ローン問題発生前後にどのように展開したのだろうか。住宅価格下落が始まった時点以降の展開をいくつかの時期に分けて検証する。

### 3.1 サブプライム・ローン問題の発生までの FED の見解(1)

——2005 年後半から 2007 年初まで

2005 年後半から 2006 年初にかけて米国の住宅価格は、ピークアウトが確認され下落し始めた。これに対する懸念は米国内で急速に高まっていったが、上記のようにインフレ懸念を政策判断の軸とする FED は住宅価格問題の影響は限定的との楽観的な見方を示し続けた。たとえば、リッチモンド連銀のラッカー総裁は 2006 年 4 月の講演 (Lacker[2006]) で「住宅価格の急落は、バブルの崩壊などではなく、金利に対する家計の合理的反応の現われであり、それゆえ、経済に大きな負荷をもたらすことはない」と述べている。

2006 年 8 月、クルーグマンは NY タイムズのコラムで住宅価格バブルの崩壊で経済全体が大きな打撃を受ける可能性に言及している<sup>5)</sup>。その際、クルーグマンは、「しかし、FED は引き続き、楽観的だ。先週の講演でグラス連銀のフィッシャー総裁はリセッションにおののくアナリスト達を『心配屋の古いぼれ口バ (イーヨー)』と一笑に付してしまった。…私をイーヨーと呼ぶがいい」と FED の楽観を懸念している。

こうした見方に対し、たとえば、2007 年 1 月末、ミシュキン理事は「資産価格バブルの崩壊が金融システムの不安定性をもたらすことはほとんどない。しかし、住宅価格バブルの崩壊が金融システムの不安定性をもたらすことは、もっと考えにくい。90 年代に日本を含む多くの国で見られた金融システム不安は住宅価格でなく商業地価格の崩壊が不良債権問題をもたらしたことによる。多くの人は日本の経験を読み違えている。問題はバブルの崩壊ではなくその後の政策対応である」と懸念を全面的に否定している<sup>6)</sup>。

つまり、住宅価格バブル崩壊後、1 年-1 年半経過した時点での FED の判断は、住宅価格の急落は家計の合理的反応であり、金融システム不安やリセッションをもたらすリスクは小さい、というものであったと考えることができる。

---

5) Krugman[2006].

6) Mishkin[2007a].

### 3.2 インフレーション・ターゲティングと資産価格

#### ——ミシュキンのリクスバンク批判

なお、2007年1月の講演でミシュキン理事は、インフレーション・ターゲティングを採用しているリクスバンク（スウェーデンの中央銀行）が2006年2月23日の金融政策変更などに当たって住宅価格動向への懸念に触れていることを取り上げ、これを強く批判している。批判の論点は、金融政策の目標があいまいになり混乱をまねくことであり、中央銀行は、金融政策の焦点を絞ることによって独立性についての大衆の支持を得ているのであるから、資産価格にまで視野をひろげることにより、中央銀行に対する大衆の支持を弱める可能性がある点にも言及している。

これに対し、リクスバンクのインゲベス総裁は、2007年のジャクソンホール・コンファランスで、この批判に言及し、テキストブック的な flexible inflation targeting の説明に固執できるためには、経済のリンケージについて利用可能な分析ツールへの信頼が必要だが、現状は、そうではない。とくに手薄なのは、クレジット市場と住宅価格の的確な分析ツールである、と指摘し、そうしたものが、利用可能になるまでは、ジャッジメンタルな判断に頼る必要があるし、住宅価格の急落のような確率が低いが甚大な影響をもたらすイベントについては、現存するモデルでは、予測困難だが、最悪の事態を回避する方策について、事前的に政策委員会で回避策を検討する必要があると考える、と反論している<sup>7)</sup>。

### 3.3 サブプライム・ローン問題の発生までのFEDの見解(2)

#### ——2007年夏から秋にかけて

#### サブプライム・ローン問題勃発まで

2007年6月22日、大手証券ベアー・スターンズ傘下のヘッジファンドのサブプライムに関連した運用の失敗が明らかになり、この時点で問題は住宅市場および住宅金融市場を超えて金融市場全体に顕在化しつつあった。

しかし、7月11日、プロクサー・フィラデルフィア連銀総裁は、「住宅価格に特別の関心を払うのは適当でないし、実体経済への影響に照らしてみ

7) Ingves[2007].

も 2007 年から 2008 年にかけての経済見通しを大きく変える問題ではない」というそれまでの判断を踏襲し<sup>8)</sup>、サンフランシスコ連銀のイエレン総裁も、12 日の講演でほぼ同様の見解を示している<sup>9)</sup>。

8 月 7 日の FOMC では、メンバーの上記のような判断の延長線上で、不確実性の高まりを認めながらも、委員会の結論として、なお、インフレ・リスクを最大の懸念材料としてあげた。この時期までの FED の対応を、FED VIEW に沿って考えると、住宅価格下落のもたらすリスクは小さい、との判断にそって政策運営を行っているように見える。

しかし、FOMC の 2 日後の 8 月 9 日、サブプライム・ローンなどを原資産とする金融商品を大量に購入していた欧州の金融機関の信用不安から、金融市場における信用梗塞が顕現化する。ECB（欧州中央銀行）は約 15 兆円の資金を供給、FED、日銀もこれに追随して流動性供給を行った。資本市場も不安定化し、米国発の金融不安は世界的な信用収縮の様相を呈し始める。

8 月 17 日にたって、FED は、金融市場への懸念とダウンサイド・リスクの急激な高まりを認め、これに対応する用意がある旨のステートメントを公表したが、具体的には、公定歩合の 50 ベイシス・ポイント引き下げ等の流動性対策に限定し、FF レートの変更という金融政策上の対応は見送った。

### ミシュキン理事の 2007 年ジャクソンホール・コンファランス提出論文

8 月 31 日、ジャクソンホールで行われたカンザス連銀コンファランスでは、ミシュキン理事が「住宅建設と金融政策の波及メカニズム」という論文を発表している<sup>10)</sup>。1 月の講演では、「住宅価格バブルの崩壊が金融システムの不安定性をもたらすはずがないと信じるべき強い理由がある」と強調していたミシュキン理事だが、この論文では、「過去の歴史的経験に照らせば住宅市場と金融市場は金融システムの不安定性をもたらすことはなかったが、今回の米国の事例は違う」とし、「雇用と物価安定に悪影響がもたらされる恐れがある以上、金融政策でこれに対応するのは適切である」とした。

---

8) Plosser[2007].

9) Yellen[2007].

10) Mishkin[2007b].

そのうえで、経済が「住宅価格下落ショック」に見舞われた場合の代替的なシミュレーション結果を示し、テイラー・ルールのように、物価や GDP ギャップに実際の影響が出てからではなく、住宅価格下落の時点で直ちに金利を大きく引き下げる、という前倒しの対応が軟着陸のカギであることを力説した。

その意味で住宅価格問題をようやく「バブルが崩壊し経済がデフレ・リスクに直面すれば、そこで思い切って金融緩和すれば経済はソフトランディング可能」、という FED VIEW における予防的金融政策のロジックにつなげて整理し始めたといえる。注目された9月18日のFOMCでは、50 ベイシス・ポイントという市場の中心的予想（25 ベイシスポイント）を上回る金利引き下げが選択されている。

### 3.4 リスク管理型の金融政策とサブプライム・ローン問題

#### ——テイラー教授のコメントなど

しかし、ここにいたる FED の政策対応をミシュキン理事の論文に照らしながら解釈すると、いくつかの問題点がある。

#### 政策発動のタイミング

そもその問題点は、住宅価格の下落は2005年後半から2006年初にかけて顕現化していた点にある。さらに、サブプライム・ローン問題で金融市場にパニックが起きた後の8月17日のFOMCでも慎重に利下げを見送っており、軟着陸のカギとされている「テイラー・ルールのように物価や GDP ギャップに実際の影響が出てからではなく、住宅価格下落の時点で直ちに金利を大きく引き下げる」、という前倒しの対応には必ずしもなっていない。

#### 住宅価格と金利政策の関係——テイラー教授の批判

次の論点は、2007年ジャクソンホール・コンファランスでテイラー教授が指摘した金利と住宅価格の関係である。上記のミシュキン論文のシミュレーションでは、住宅価格が「ショック」として金融政策と関係なく下落することが想定されている。

しかし、テイラー教授は、まず、FEDが80年代から90年代にかけて、

インフレ率と GDP ギャップに政策金利を安定的に反応させるテイラー・ルールに沿った政策運営で成功を取めたことを確認する。そのうえで、FED が 2002 年から 2006 年にかけてテイラー・ルールを逸脱して大幅に金利を下げ、それを維持する姿勢を保ったことが住宅価格を押し上げたとする<sup>11)</sup>。

テイラー教授は、シミュレーション結果に基づき、この異例に踏み込んだ金利政策が、低金利持続期待を生み出し、テイラー・ルールに従っていれば起きえなかった住宅価格の行き過ぎと急落を招いたとする。つまり、IT バブルの崩壊にともなうデフレ・リスクへの高まりに対応し、FED が大胆な金利引き下げを長期的に行ったことで、今度は住宅価格問題を引き起こし、その処理のために、インフレ・リスクのあるなかでまた大胆な利下げを迫られている、ということになる<sup>12)</sup>。

むろん、この指摘は、IT バブル期以降の時期の FED の金融政策が誤りであったことを直ちに意味しているわけではない。経済がデフレ・リスクに直面していると判断した中央銀行がテイラー・ルールを逸脱して金利を引き下げるのは十分正当化する余地がある政策だからである。ただ、テイラー教授はフロアからの質問に対し、中央銀行にバブルを作らせないことはバブルへの対応と同じくらい重要、と述べて暗にこの時期の FED の政策を批判してリジョインダーでの発言を結んでいる。

### 期待インフレ率と金融政策の関係

このテイラー教授の指摘は、ミシュキン理事の処方箋の内包するもう 1 つの大きな政策リスクにもつながる。上記のように、グリーンズパン時代の IT バブル崩壊への対応としての思い切った金融緩和はデフレ・リスク払拭のためであり、FED の物価安定志向への信頼を損なうものではなかった。しかし、9 月 18 日に大幅に金利を引き下げる際の FOMC のステートメントは、「FOMC は、インフレ・リスクはなにがしか残っていると判断しており、

---

11) Taylor[2007].

12) この点は、これまでもさまざまな形で指摘されている。たとえば、クルーグマン教授は先に引用したコメントに付け加えて、「2001 年のリセッションが一部で懸念されたような深さにならなかったのは、FED が住宅ブームを作り出せたからだ。今度は、FED はいったいどうするつもりなのか」と問うている。

インフレ動向については引き続き注意深くモニターしていく」と述べている。

インフレ懸念が残るなかで、ベンチマークを超えて思い切った金融緩和に踏み切る、という政策姿勢は、予想インフレ率を押し上げていくリスクを孕む。ミシュキン理事も2007年3月の講演では、その点を強調している<sup>13)</sup>。

実際、UCサンディエゴのハミルトン教授は、通常の5年国債とインフレ連動債の差から計算した予想インフレ率が9月18日のFFレートの引き下げの瞬間に、その10%に当たる5ペイシス・ポイント分、劇的に跳ね上がったことを指摘して話題を呼んだ。

### 3.5 2007年中のFEDの対応

#### ——予測期間の延長とマナデートと整合的なインフレ率

この間、FEDに対する米国世論の信頼も微妙に揺らいだように見える。金利上昇下の住宅価格低下でマイノリティなどを主体とするサブプライム・ローンの借り手が自家を失いつつあることが大きな社会問題となり、それが信用収縮に変容してグローバルに広がり短期金融市場で顕現化するまで、楽観論とインフレ懸念を主張し続けて後手に回ったFEDへの風当たりは議会を中心に強いものがあつた。それは、金融市場が小康を得ても、FEDはさらなる金利引き下げを辞さない姿勢で金融市場と実体経済を安定化させるべき、という強いプレッシャーとして作用したように見える。

こうした状況の下で、この時期、FEDが直面したジレンマは以下のようなものになる。サブプライム問題で後手に回った以上、市場安定には思い切った金融緩和姿勢維持が必要だ。しかし、その結果、インフレ抑制姿勢への信認が崩壊すれば、市場は不安定化し実体経済への悪影響をもたらす。

これに対してFOMCメンバーはどのように考え、どういう対応をとったのだろうか。10月5日、コーン副議長は、「経済のパフォーマンスはFEDの金融市場の混乱に対する反応が拙速・過大である方が、出遅れ・過小であるより良好だろう。金融緩和が不十分だったり、後手に回ったりすると、実体経済を弱め、貸し手の態度を慎重化させ、事態を不可逆的な方向にさらに悪化させるリスクがある。インフレに関する最近の情報は好ましいものであり、

13) Mishkin[2007c].

インフレ期待はとりあえず落ち着いているように見える。そうであるかぎり、もし、FF レートを必要以上に下げていることが判明すれば、物価安定が損われる前に、それを相殺する時間的ゆとりはあると信じている」と述べている。

また、イエレン・サンフランシスコ連銀総裁は10月9日、「インフレ圧力はこのところ顕著に改善している。PCE で見たコア・インフレはこれからの2-3年はじりじり下がると予想している。こうした見解の前提は、インフレ期待の安定が保たれることである」、としている。

ほかにも同様の見方が散見され、この時期のFOMCメンバーは、物価安定に関するFEDへの信認が当面は揺らがないことを見込み、それを前提に、金融危機から抜け出すことを想定していたと見られる。しかし、インフレ期待の安定を前提にした政策は、インフレ懸念がさらに高まり、前提が揺らげば、大きく制約される。したがって、FEDは、インフレ期待を安定化させる方途を模索せざるをえない。そのためには、金融緩和が行き過ぎた低金利継続期待、ひいてはインフレ期待につながらないようにするための新たな枠組みが必要であり、その模索が始まった。

FED VIEWの延長線上にあるもっとも素直な答えはインフレ目標の採用になる。実際、9月18日の政策変更の際の期待インフレ率のジャンプについて論じている上述のUCサンディエゴのハミルトン教授のブログは、Gürkaynak *et al.* [2006]の分析——信認されてるインフレ目標政策を実施しているスウェーデンと米国を比べると、ニュースに対するインフレ期待の反応は米国の方がはるかに大きい——を下敷きにしており、その延長線上では、インフレ期待を安定化させるにはインフレ目標政策の導入が有用、という議論が当然に考えられる。

とはいえ、雇用最大化と物価安定の双方を目標として与えられているFEDがインフレ目標をストレートに打ち出すのは難しい。雇用については、なぜ数値目標がないのか、バランスを欠いているのではないか、という批判が当然予想されるためである。そうした批判は、あながち的外れともいえない。FEDの副議長経験者であるブラインダーでさえ、Blinder [2004]のなかで、インフレ目標政策についてその理論的な説得力を肯定したうえで、「政策が機能する現実の世界においては、数字が重要な意味をもつ。もし、FEDの使命がインフレ率を1-2%に引き下げることのみであったら、FED

は90年代にあれば高い経済成長を実現できただろうか」との疑問を投げかけ、インフレ目標の採用に否定的な姿勢を示している。

そうした議論を踏まえ、たとえば、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁は、2007年9月26日のブルンバークとのインタビューで、厳密なインフレ目標というより明文化された「コミットメント」をもつことの重要性について言及している。

そして、2007年11月14日にFEDがアナウンスした新たな政策枠組みは、これまで2年であった経済見通しを3年に延ばすことであった。そして、3年目のインフレ率をマנדート・コンシステントなインフレ率と呼び事実上の長期的目標とする姿勢を示した。つまり、長期の見通しについての数値を出すことにより、短期的な混乱を乗り切った先に目指しているインフレ率を市場に伝えようとしたといえる<sup>14)</sup>。

### 3.6 2008年入り後の展開

2008年に入ってからは、米国の景気減速の影響が徐々に広がるにつれ、サブプライム住宅ローンのみならず、企業向けローンや消費者ローン、商業用不動産ローンなど、証券化商品のさまざまな裏づけ資産の劣化が見られるようになり、これが証券化商品の価格下落圧力を高めることを通じていったんは、収まりかけた金融システム不安が再燃していった<sup>15)</sup>。

米国の金融機関はバランスシートの膨張と劣化から、自己資本の低下圧力にさらされ、リスク評価、与信スタンスをより厳格化していき、これが景気を下押しするかたちで、金融部門と実体経済部門が相互にストレスをかけ合う悪循環が進行し、経済の先行きについての不確実性が高まった。これが、投資家のリスクテイク意欲のいっそうの減退をまねき、3月中旬までには、それまで相対的に安全で流動性が高いと考えられてきた地方債や政府系金融機関（GSE）債も、売却圧力の高まりと市場流動性の低下に見舞われ、それらを担保とするレポ市場の機能も低下するなど、金融機関が資金流動性の制約に直面するようになった。そして、市場流動性と資金流動性が相乗的に収

---

14) Mishkin[2007d]参照。

15) 2008年入り後の米国金融市場の状況の詳細については、日本銀行金融市場局[2008]が詳しい。本稿の記述もこれによっている。

縮するなかで、米大手証券会社のベアー・スターンズの経営が行き詰まる事態にまで発展した。

FED はまずベアー・スターンズ救済にのりだし、FED を含む主要中央銀行は、3月中旬から5月初にかけて、流動性供給強化策を相次いで打ち出し、また、米欧の主要金融機関の多くが資本増強を行った。

これら諸施策の実施により、金融システム不安や米国経済に対する過度な悲観論は、5月中旬までにいったんは修正されていった。しかし、5月中旬以降、景気低迷と住宅価格下落の持続ともなう不良債権の増加懸念などを背景に、金融機関の業績懸念が再燃し、株価が急落、さらには、市場インフラとして機能してきた金融保証専業会社（いわゆるモノライン）ファニーメイ・フレディーマックなどのGES（政府支援企業）の財務悪化懸念も再燃した。そうした市場の不安定な状況に追い討ちをかけたのが、原油や穀物などコモディティ価格の上昇持続を背景としたインフレ懸念の急速な台頭であり、金融関連のみならず、幅広い業種で収益環境の悪化が明確となり、株安が進行した。

このため、FED も金融政策運営上、インフレ懸念を無視できなくなり、緊急会合の開催も含む急テンポの金利引き下げのあと、2008年の4月30日の引き下げ（FF レートの誘導目標を25 ベイシス・ポイント下げ、2.0%にする）で、とりあえず金利引き下げを打ち止めとし、その後のFOMCでは金利の誘導目標を変更せず、アップサイド・リスクとダウンサイド・リスクの双方を注視する、という姿勢に転じている<sup>16)</sup>。

## 4 FED VIEW の再検討

### ——2008年ジャクソンホール・コンファランス

本稿執筆時点（2008年9月）で、米国の金融市場は激震が続いている。GSE への公的資本注入決定、リーマン・ブラザーズの破綻とAIGの危機への波及、AIGの公的管理、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの銀行持ち株会社化による投資銀行業態の消滅、米国財務省の金融安定

---

16) 8月5日のFOMCのステートメント参照。

策の議会への提示（今後2年間にわたり米国で積極的に活動する金融機関の住宅ローン債権、商業不動産ローン債権、住宅ローン担保証券（MBS）などを7,000億ドルの公的資金で買い取る。また、財務長官は、連邦準備制度理事会（FRB）議長と協議のうえ、「金融安定に必要と思われる資産」も買い取れる権限を有する。財源確保のため、国債発行枠を7,000億ドル増の11兆3,150億ドルに引き上げるという原案）、議会との交渉による修正、そして予想外の否決と株価の暴落、といった激震が続いており、今回の金融危機およびこの間の金融政策運営についての総合的な評価が下せる段階では、とうていない。

ただ、これまでの政策形成の基礎であったFED VIEWに対しては、すでにさまざまな視点からの再検討が始まりつつあるように見える。このことは、2007年に引き続き金融システムと金融政策の接点が論点になった2008年のジャクソンホール・コンファランス<sup>17)</sup>での提出論文と議論の沸騰ぶりが、それをよく示しているように見える。

筆者は、現時点で、この間の金融政策運営について、FEDに対して同情的な見解が学界・中央銀行サークルの多数派であると考え。しかし、サブプライム・ローン問題発生以降のFEDの金融政策運営をジャクソンホール・コンファランスで正面から取り上げたのは、BOEの前政策委員であるバイター教授が執筆したBuiter[2008]であり、このなかでバイターはサブプライム・ローン以降のFEDの金融政策をマクロ経済の安定ならびに金融システム両面からECB、BOE（イングランド銀行）との横並びで見て最悪、と酷評し、バブル崩壊後の思い切った金利引き下げの必要性を説くFEDの予防的金融政策の議論を説得力のないもの、と一蹴した。このため、指定討論者であるブラインダーの反論も<sup>18)</sup> 怒りを隠さない皮肉で峻烈なものになり、FED関係者を含む多くの参加者がバイターに反論して、大きな話題になった。

バイター論文は140ページを超える長大な論文で論点も拡散しているが、ブラインダーは、バイターの批判の骨子はサブプライム・ローン問題発生後

17) 2008年コンファランスのテーマは、「変化する金融システムの安定性維持（Maintaining Stability in a Changing Financial System）」であった。

18) Blinder[2008b].

の大幅な金利引き下げについての FED の理論的基礎は脆弱で、金融機関の要請に引きずられて寛大すぎる金融緩和を行い、モラル・ハザードをもたらしている、というものだ、ととらえている。そのうえで、ブラインダーは、論文に対するコメントを、堤防に小さな穴を発見したオランダの少年の寓話になぞらえ、「ぼうやは、堤を作った建設会社の責任を追求してモラル・ハザードを起こさないことが大事だと考えて、あえてそれを放置した結果、堤防が決壊してみんな流されてしまいました」というお話と「ぼうやは、自分のやりたかったことをあきらめて堤の小さな穴に指を突っ込み続け、洪水を防いで人々を救いました」という結末のどちらがよいか、FED は後者を行っている、と強く擁護し、バイターの議論を全面的に否定している。ただ、このやり取りは、議論を建設的に深める方向には作用しなかったように思われる。

日本の経験に照らしてきわめて興味深いのは、もうひとりの指定討論者である山口泰・前日本銀行副総裁のコメントである<sup>19)</sup>。このコメントは、全体としてはサブプライム・ローン問題発生後の FED の政策に同情的な内容になっているが、バイター論文への個別論点のコメントに代えて、バブル崩壊後に思い切った金利引き下げを行う (“clean up the mess after a bubble bursts”), という FED のリスク管理アプローチに対し、いくつかの観点から根源的な疑問を投げかけているからである。

第1の論点は、クリーンアップ・オペレーションをキックオフするタイミングである。前述のようにミシュキン、コーンなど FED 首脳を含む多くの論者は、90年代前半の日本の経験について、資産価格バブル崩壊後の日本銀行の金利引き下げの遅れが、問題を深刻化させたと認識し、FED は、日本の経験を反面教師にして早期利下げを志向しているはずであった。しかし、東京市場の株価のピークが1989年末（不動産価格のピークははっきりしないが、これよりはかなり遅い）、日本銀行の金利引き下げが1991年7月であり、ラグは1年半であったのに対し、FED の金利引き下げは米国の住宅価格のピークの2年後の2007年7月であり、資産価格崩壊からのラグは約2年で、むしろタイミング的には非常に似通っていることを指摘している。そ

---

19) Yamaguchi[2008].

のうえで、いつバブルが崩壊したか認識するのは難しいし、実際問題、景気拡大が続き金融システム問題が顕現化していない段階では中央銀行は利下げできない、とって金融システム不安が顕現化してからではリスク管理的な利下げとしては手遅れではないか、と問うている。

ちなみに、ジャクソンホール・コンファランスとほぼ同時期、*Economist* の2008年8月21日号はバブル崩壊後の日米経済について比較記事を掲載している。これによれば、多くの人々が、米国は日本の二の舞にならない、と考えているが、日米の違いは誇大にとらえられているとし、不動産価格バブルの大きさは、一般に考えられているほど日本の方が大きかったわけではないこと、また、日本の政策当局は米国の当局より反応が遅かった、というのは一般的な誤解であり、これに反して、日本銀行は、不動産価格が低下し始めてまもない1991年7月には公定歩合引き下げを開始、1993年末には6%から1.75%まで引き下げているのに対し、FEDの場合、住宅価格が下落を始めてから、2年後にFFレートの引き下げを開始、約2年後の下げ幅は5.25%から2%の引き下げにとどまっていることを指摘している。

山口コメントの第2の論点は、バブル崩壊期に特有の不確実性の高まりにある。住宅価格がどこまで下がるかわからず、金融機関の損失はどこまで拡大するかわからない。そのことは、中央銀行が断固たる（“decisive”な）行動をとることを困難にする。日本の経験について振り返っても、資産価格がピークアウトして2-3年経過した時点での不確実性は大きかった（資産価格インフレ再燃への警戒感はきわめて強かった）。この点に鑑みれば、そうした時点で、断固たる恒久的な金融緩和に踏み切るべきである、という予防的金融政策の議論は非現実的ではないか。不確実性の由来するところは、金融システム毀損の影響であり、それは、金融政策のトランスマッションも弱める。日本の場合、公的資金投入によりしかるべき額の資本が注入されることによって初めて金融システムの安定が回復したのであり、日本の経験からの教訓は金融システムへの早期かつ大規模な資本注入であるはず、というものである。

さらに第3の論点としてITバブル崩壊後の“clean up the mess strategy”の有効性が誇大に一般化されていたのではないか、という点を指摘している。ITバブルは信用膨張をともなっておらず、その崩壊で巨額の不良資産が積

み上がったわけでもない。金融システムの安定性を検討する場合には、ITバブルのような扱いやすいタイプのバブルでなく、信用膨張をとまなうバブルを念頭に置くべきだ、とする。

これに関連して、ジャクソンホール・コンファランスの2カ月前に発表されたBlinder[2008a]は、サブプライム・ローン問題の経験に照らし、バブルには2つのタイプがあることを認め、もし、バブルが銀行信用に基礎を置いたものでなければ、事後処理型の対応が引き続き有力であるが、もし、バブルが銀行信用に基礎を置いたものであれば、中央銀行ができること、なすべきことは格段に増える、としている<sup>20)</sup>。

山口コメントにはもう1つ大きな論点があるが、その前に2008年のジャクソンホール・コンファランスに提出されたもう1つの論文(Adrian and Shin[2008])に触れておく必要があるだろう。Adrian and Shin[2008]の論点は多岐にわたるが、FED VIEWとの関連での論点の1つに、資産価格に対する“leaning against the wind”タイプの金融政策をFEDが否定する理由への疑問があるからである。

先に引用した2003年のジャクソンホール・コンファランスにおけるグリーンズパン議長(当時)の発言(小さな金利の引き上げには株価は反応しないし、バブルを崩壊させるほど大きな金利引き上げでは实体经济に打撃を与えてしまう)に典型的に見られるようにFED VIEWで念頭に置かれているのは株式市場である。Adrian and Shin[2008]は、たしかに株式市場には、この議論はあてはまるが、金融システムの安定性と金融政策という文脈で重要なのは、株式市場ではなく、信用市場、とりわけ住宅用および商業用不動産に裏づけられた信用市場である、とする。そのうえで、これらの市場が金利に対して感応的であることに注意を喚起し、金融政策による短期金利の誘導は金融仲介機関のレバレッジのコストに大きな影響を与えることを通じて金融仲介機関のバランスシートに大きな影響を与えることを説明する。そし

---

20) ただし、ブラインダーはバブルを崩壊させるための利上げは行うべきではない、と論じている。また、金融システムの状況悪化に金融政策で対応することに批判的なBuiter[2008]も、中央銀行は金利政策と切り離して、(政府の全面的な財務面のサポートを前提に)最後の貸し手(Lender of Last Resort)ないし最後のマーケット・メーカー(Market Maker of Last Resort)として市場介入することにより、金融システムの安定性を維持すればよい、という論陣を張っている。したがって、“leaning against the wind”型の金融政策運営には否定的である点では2人の論者の見解は一致している。

て、FEDの金利政策は、これまで金融危機時を除いて、金融仲介機関のバランスシートの変動を増幅するプロシクリカルな要因として働いていることを指摘し、ありうべきレバレッジの巻き戻しの可能性を考慮に入れた金融政策運営、という観点から、バブル拡張期の金融政策は、“leaning against the wind”であることが有用である可能性を示唆するとともに、自己資本規制のあり方についての再考の必要性を示唆している。この最後の指摘には、指定討論者のリプスキー（IMF）も同意している<sup>21)</sup>。こうして、論点はブルーデンス政策に関連してくる。

## 5 結びに代えて——検討結果と中央銀行の新たな試み

金融的不均衡が経済を揺るがすこと、FEDがこれまで強調してきた“clean up the mess strategy”があらゆるタイプのバブル崩壊に必ずしも有効ではないことが確認されたことから、改めて、金融システム不安定化の事後処理だけでなく事前的回避の必要性への認識が強まっている。

むろん、そのことは、“leaning against the wind”の金融政策が大きな共感を呼んでいることを直ちに意味しない。実際、2008年ジャクソンホール・コンファランスにおけるバーナンキ議長の基調演説<sup>22)</sup>はシステムミック・リスク削減への課題を論じたものであり、景気後退期には、個々の金融機関の健全性確保の観点から、保守的な与信態度を要請する監督政策に代えて、システム全体の観点から景気後退期に過度に保守的な与信態度をとることが景況をさらに悪化させることを考慮にいれたり、景気拡大期に個々の金融機関にとって許容範囲のリスクテイクの集中が多数の金融機関で同時に起きることの危険性を考慮に入れるマクロ・ブルーデンス政策の必要性に言及している。そして、今回の経験を踏まえて、システム全体の観点到に立ち、自己資本規制や引当金の繰り入れその他のルールを見直す必要性を論じている。

他方、BISのエコノミストは上述のようにサブプライム・ローン問題発生

21) Lipsky[2008].

22) Bernanke[2008]. ちなみに、2008年のジャクソンホール・コンファランスでは自己資本比率規制のプロシクリカリティの問題への解決策の提言を含むKashyap, Rajan and Stein[2008]が報告され関心を集めた。

以前から、FED VIEW 的なインフレ予防型の金融政策運営の大枠のなかで、金融的不均衡の累積を金融政策・プルーデンス政策の組み合わせでどう防止していくかに関心を寄せてきた。たとえば、Borio[2006]は、金融的不均衡に立ち向かううえでの金融政策とプルーデンス政策の接点を探っている。金融自由化、インフレ抑止についての信託を獲得した金融政策とグローバリゼーションの組み合わせが経済の動学的特性を変化させ、それゆえ政策当局が直面している構造的なリスクも、インフレから景気循環より長いタイムスパンで形成される金融的不均衡への巻き戻しによるネガティブ・ショックにシフトしている、とする。その政策的インプリケーションは、長期的視野に立ち景気拡張期により大きな注意を払い、拡張期と収縮期に対称的に対応する金融政策とプルーデンス政策の協調である、としている。

ただし、Borio[2006]は、その展望を楽観しているわけではない。公的当局（税務当局、銀行監督当局、会計基準設定主体）の判断基準は、おのこの当局に与えられたマנדートによって、しばしば非常に異なったものになる（たとえば、税務当局は税收の確保が、監督当局にとっては個別金融機関の健全性確保が優先課題になる）からである。

このことは、マクロ・プルーデンスの観点にプライオリティを置いた制度設計でコンセンサスを作ることは容易でないことを意味しており、ボリオは貸倒引当金の制度設計の事例に即してこの点を具体的に解説している。すなわち、通常、貸倒引当金を積むにはその必要性を明確に挙証する必要がある結果、積み立ては遅れがちでリスクの累積過程でなく顕現過程で行われるので、景気増幅的になる。スペインでは、2000年に信用膨張過程での引き当てにフロアを設定し、信用収縮過程でそれをクッションに使うことのできる一般貸倒引当金制度を導入し、実際にもそれはうまくワークしているとされている。しかし、このスペインの経験は銀行監督当局であるスペイン銀行が会計基準の設定主体であることで可能になっている面があり、一般には、他の当局とのコンフリクトを乗り越えるのは容易ではなく、現にさまざまな摩擦が生じていることを具体例をあげて指摘している。

ただ、マクロプルーデンス政策の重要性という観点からは、FED VIEW と BIS VIEW は関心の共有にむけて歩み寄りつつあるようにも見える。

すると問題は、マクロプルーデンスに力点を置くかたちで規制政策が再構

築されていくなかで、金融政策については FED VIEW が維持されるべきなのか、それとも BIS VIEW のように金融政策は資産価格の行き過ぎに対し“leaning against the wind”で対応し金融的不均衡の是正に活用されるべきなのか、という点になる。

山口コメント最後の論点は、この点にかかわる。そこでは、日本のバブル期以前の経験を回顧し、現在よりはるかに規制的な環境のもとでも、金利政策と切り離れた規制政策は市場に大きなゆがみをもたらしたこと、日本銀行が行った窓口指導も金利政策をともなって初めて実効性をもったことが指摘されている。そして、バブルの拡張期に金融政策は、“leaning against the wind”で対応しない、というのは多数派意見だろうが、クレジット・サイクルに対してよりバランスのとれたシンメトリックな対応は検討の価値がある、とする。

以上見てきたように、金融政策と（マクロ）プルーデンス政策の組み合わせのあり方は、今後展開されるであろう金融危機の再発防止の議論の主要なポイントになることが予想される。その際、80年代後半以降の日本の経験と今回の米国の金融危機の経験の共通点・相違点が改めて再検討されると思われる。しかし、米国の金融危機は現在、なお予断許さないかたちで進行しており、その帰趨は議論の枠組みに大きく影響を与えることになる。

## 追記

FED VIEW については、FED 内でも、本稿執筆後も、さまざまな再検討が行われている。本稿校正時点（2009年7月）までで資産価格の金融政策上の位置づけについて論じた、とくに注目される議論の例として、Kohn[2008]とYellen[2009]をあげておく。

Kohn[2008]は金融危機前の議論（Kohn[2006]）をリーマンブラザーズ破綻後の時点で再検討したものである。コーンは、最大の誤算としてバブル崩壊の破壊力の過小評価をあげ、今回の資産価格バブル崩壊のダメージが過去の経験をはるかに上回る厳しいものとなった以上、バブルの膨張に抵抗する政策の潜在的な利得が当初想定していたよりもはるかに大きかった可能性がある、とする。しかし、そのうえでコーンは、そうした利得を実現できるかどうかは、他の2つの条件——①適時にバブルを識別できるか、②中央銀行

が資産価格の構成要素としての投機的バブルの部分に影響を及ぼせるか、——に依存しており、それらはいずれも困難、とする点で2年前の立場を崩していない<sup>23)</sup>。これに対し、Yellen[2009]は、バブルを抑制することにはリスクをとまなうが、政策当局者は、しばしば不完全な知識のもとに行動せざるをえないものであり、今回の経験に照らすと、ある種のバブルを放置することは悲惨な結果を招く。自分は、資産価格バブルに対してつねに lean against な政策をとることを擁護するものではないが、最近の苦痛にみちた経験は、そうした政策の妥当性——とくに、信用ブームが資産価格を押し上げていている場合に——を強めていると考える、と述べ、これまでより BIS VIEW に理解を示す立場をとっている。

## 補論 デフレ・リスクへの保険を意識した金融政策運営<sup>24)</sup>と日本の経験

### 1 Ahearne *et al.* [2002]のシミュレーション

Ahearne *et al.* [2002]の論旨は多岐にわたるが、本稿の関心対象である、90年代前半における日本の金融政策についてカウンター・ファクチュアル・シミュレーションにより分析した部分の論点は以下の諸点に要約できる。

- ① 90年代における日本経済の長期的なデフレ的停滞は、日本銀行にとっても FEDのスタッフを含む外部観察者にとっても90年代前半には予見可能でなかった。
- ② 90年代前半の日本銀行の対応は、そのときどきの経済予測に照らせば妥当なものであった。
- ③ しかし、経済予測がデフレ方向に外れた場合、ゼロ金利制約に直面するリスクを勘案すると、日本銀行は、保険として、もっと大胆な金融緩和に踏み込むべきであった。
- ④ FRB/Globalモデルを用いたシミュレーションによれば、1991年の第1四半期から、1995年の第2四半期の間、恒常的に金利を250bp余分に

23) 以上の議論では本論でも述べた資産価格バブルの定義が問題になる。Kohn[2008]を含め伝統的なFED VIEWにおけるバブルの考え方を解説したものとして、翁[2009]をあげておく。

24) 以下、この節の記述は翁邦雄、木村武、原尚子[2008]による。

下げているならば、デフレにはならなかった。しかし、95年第2四半期以降の利下げではデフレは回避できなかった。

- ⑤ この時期に企業のバランスシート悪化などにより、金融緩和策の効果が低下していた可能性はある、しかし、それが早期の金融緩和を無意味にすることはなかったであろう。
- ⑥ むろん、こうした政策を採った場合、インフレ的なショックが経済に加わればインフレに直面する。その場合は、金融引き締めによりインフレを抑えこむことは可能である。

このほか、Ahearne *et al.* [2002]は、早期のより大幅な財政政策も望ましかったであろうとの結果を示し、金融・財政政策がいずれもより大胆に景気刺激に踏み込むことが望ましかった、と総括している。

## 2 Ahearne *et al.* [2002]のシミュレーションの妥当性の検証

### ——翁ほか[2008]の分析

このシミュレーションは標準的なニューケインジアン・モデルの思想で構築されたFRB/Globalモデルに依拠しており、たとえば、ファイナンシャル・アクセラレーター効果など資産価格バブルの崩壊が金融システム不安定化を経由して経済にもたらす影響は、トランスミッションに明示的には含まれていない。したがって、バブル崩壊以降の日本の経験を特色づける10年にわたる2桁の資産価格デフレと金融システム不安定化問題の影響は、「それがどの程度なのかはわからないが、早期の金融緩和を無意味にすることはなかったであろう」という感覚的判断（our sense is …と表現されている）のみを論拠として切り捨てられている点には、留意しておく必要がある。今回の米国の経験は、金融危機が金融政策効果をいかに減殺するかについて、改めてさまざまな知見を提供するだろうし、FEDのエコノミストの見解もそれにより変化する可能性は十分あろう。

しかし、翁邦雄、木村武、原尚子[2008]では、金融システム問題が捨象されているという大きな欠陥に留意したうえで、あえてニューケインジアン・モデルのロジックの枠内でAhearne *et al.* [2002]のシミュレーションによる処方箋の妥当性を検討している。以下ではその概要について説明する。

Ahearne *et al.* [2002]のシミュレーションは、基本的に1990年代前半のいくつかの時点から、テイラー・ルールの定数項を2.5%恒常的に下方に引き下げる（もし計算値がマイナスになったらその場合はゼロに置き換える）、というものであり、大まかにいえばテイラー・ルールを2.5%下方にシフトさせる試みであるが、この定数項は、（均衡名目利子率 $-\alpha \times$ 目標インフレ率）に相当するから、定数項の変更は、目標インフレ率の引き上げ（パラメーター $\alpha$ がかかるので、2%程度）か、自然利子率の2.5%の低下に相当する。

### 2.1 解釈1——目標インフレ率の引き上げ

デフレに対応した金融政策の観点からの目標インフレ率の引き上げは、90年代末に提起されたクルーグマンの提案「日本銀行は4%のインフレ率を15年間続けることにコミットせよ」を想起させる<sup>25)</sup>。しかし、Fujiwara *et al.* [2006]の分析で示されているように、仮に、デフレ・リスクへの対応として、恒久的に高いインフレ率を中央銀行が維持すると、結果として経済厚生は低下する。したがって、中央銀行がこうした政策を維持するというアナウンスメントが信認されるとは考え難く、インフレ目標の引き上げ、という解釈は成立しないと思われる<sup>26)</sup>。

### 2.2 解釈2——自然利子率の恒久的な低下への確信

代替的な理解としては、1990年代の早い段階から、中央銀行が、自然利子率が恒久的に2.5%下がったと推定し、政策反応関数を下方シフトさせるとアナウンスし、市場参加者の多くがこれを信認して予想を形成することになる。

この場合、中央銀行は自然利子率の恒久的な大きな低下がもたらされるような、不可逆的な経済構造の変化を確信し、これに対応して恒久的に政策金利を切り下げることがアナウンスし、フォワードルッキングな経済主体はこれを信認して期待形成することになる。しかし、こうした前提が満たされて

25) Krugman[1998]参照。

26) Ahearne *et al.* [2002]も、「予想外にインフレ率が上がれば、時間はかかるだろうが、テイラー・ルールに沿った引き締めによってもとのベースラインに戻る」、としているので原著者も目標インフレ率の恒常的引き上げは想定していないようである。

いたとは2つの意味で考え難い。

第1に、日本の経験に即して考えれば、Ahearne *et al.* [2002]も指摘するように日本経済の長期的なデフレ的停滞は、政府・日本銀行のみならずFEDやIMFを含む外部観察者にとっても90年代前半には予見されておらず、デフレ的なショックが恒久的なものか一時的なものか見定めるのは一般にきわめて困難である。

第2に、金利の引き下げが金融緩和効果をもつには、民間部門は、一方で自らの自然利子率の認識は変化させないまま、他方で、中央銀行の自然利子率に対する認識の下方修正を容認し、信認することになる。しかし、このようなかたちで自然利子率に対する中央銀行の認識と民間の認識とのズレが恒久的に維持されると仮定することは、非現実的である。

こう考えると、Ahearne *et al.* [2002]のシミュレーションの前提である経済に何が起きているかまだわからないが、とりあえず、デフレへ保険をかける必要性を感じているという状況において、中央銀行が可能な範囲を大きく超える認識力とコミットメント、そして民間経済主体と中央銀行の恒久的な見解の相違の容認を想定している点で実践可能な保険戦略とは考え難い。

### 2.3 代替的処方箋(1)——一定期間のテイラー・ルールからの離脱

そこで、翁邦雄、木村武、原尚子[2008]では、デフレ・リスクに保険をかけるというAhearne *et al.* [2002]の論旨に即して中央銀行が行動する場合、より現実的な代替案を2つ検討している。

第1は、テイラー・ルールを一定期間離脱することにコミットし、その期間経過後はテイラー・ルールに復帰する、というものであり、デフレ・リスクのあとインフレ的ショックに見舞われた円高ショック期とデフレ・リスクが時を追うごとに深化した90年代初のバブル崩壊期についてのいくつかのカウンター・ファクチュアル・シミュレーション結果を比較している。結論を要約すると

- ① 当初のデフレ的ショックのあと、さらにデフレ的なショックが経済に変わってくる場合（たとえば、90年代初）テイラー・ルールから離脱して低金利にコミットする期間を十分に長くとるの必要があり、そうでないとデフレは回避できない、

- ② しかし、当初のデフレ的ショックのあと、インフレ的ショックが経済に加わってくる場合（たとえば円高ショック期からバブル期）、テイラー・ルールから離脱して低金利にコミットする期間が長いと、経済が著しく不安定化する可能性がある。

ということになる。図表 A は円高不況期のデフレ・リスクに 4 年間のコミットメントを行った場合のカウンター・ファクチュアル・シミュレーションの例である。

このように期間を限定してテイラー・ルールからの離脱にコミットする保険政策は、Ahearne *et al.* [2002] の恒久的な政策反応関数のシフトよりは現実的かもしれないが<sup>27</sup>、有効性、現実性ともにハードルはなお高いといわざるをえない。

#### 2.4 代替的処方箋(2)——非線形ルールの採用

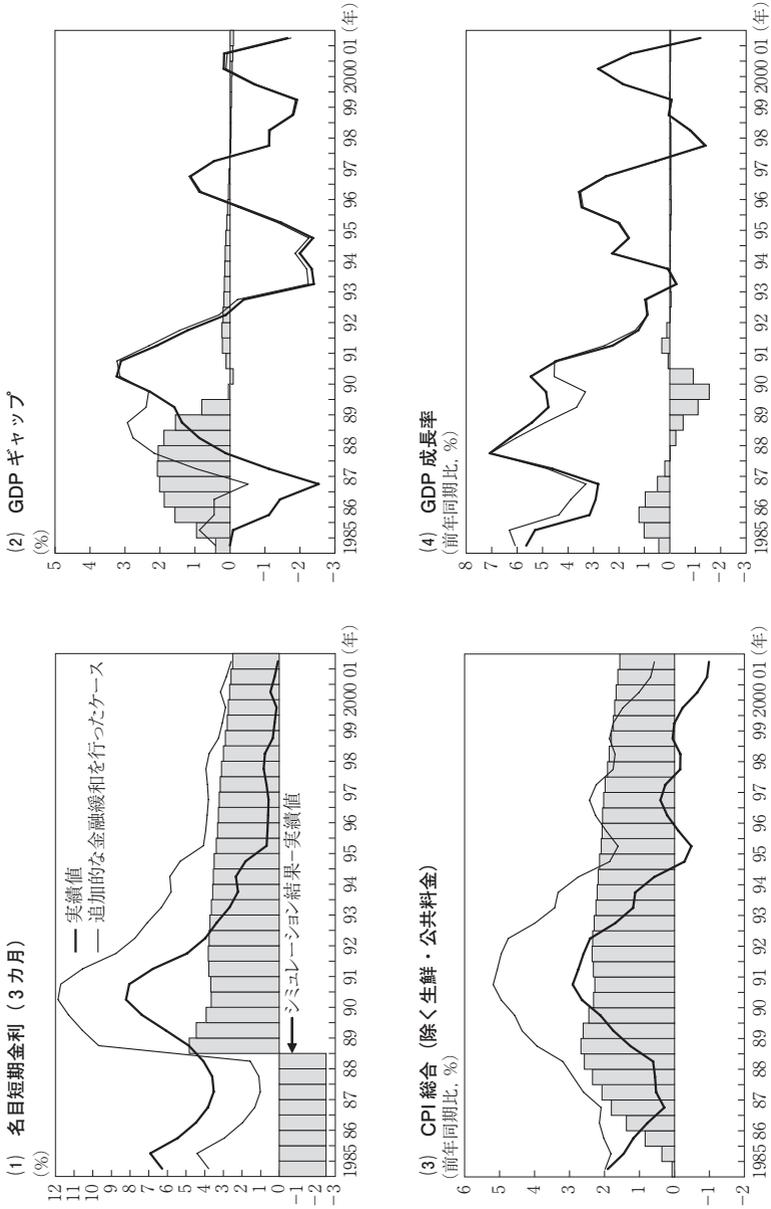
第 2 は、テイラー・ルールを非線形に変更し、デフレ・リスクの高まりに対して、強く反応する非線形の対応に切り替える、というものである（翁邦雄、木村武、原尚子[2008]）。2 つのルールを試行しているが、紙幅の関係で、このうちの 1 つのルールのみを説明する。このルールでは、定数項の引き下げ幅と期間がデフレギャップによって内生的に決定されることを想定する<sup>27</sup>。具体的には、以下のようなものである。

$$\begin{aligned}
 i_t &= \text{Max}[0, \phi_t^{NL}(r^* + \pi^*) + x_t \\
 \phi_t^{NL} &= \frac{\exp(\phi_1 x_{t-1} + \phi_2 \Delta x_{t-1} + \phi_3)}{1 + \exp(\phi_1 x_{t-1} + \phi_2 \Delta x_{t-1} + \phi_3)} \\
 x_t &= 1.6(\pi_t - \pi^*) + 0.4(y_t - y_t^*) \\
 \phi_1, \phi_3 &> 0
 \end{aligned}$$

ここで、ウェイト  $\phi_t^{NL}$  は、足もとの経済状況  $x_t$ （インフレ率の目標インフレ率からの乖離と GDP ギャップの加重和であり、テイラー・ルール型の

27) 翁、木村、原[2008]ではルール 2 として、デフレギャップが発生した場合、定数項を上下させるのではなく、ターゲット変数に対する政策金利の感応度を増幅する（インフレ率の目標インフレ率からの乖離と GDP ギャップに対しより強く反応させる）ことを民間経済主体の期待に織り込むことによって、時間軸効果を発揮するという政策ルールも検討しているが、結果はルール 1 とさほど変わらない。

図表 A 円高不況期の金利引き下げ（1985-88年の4年間2.5%引き下げ）



出所) 翁, 木村, 原[2008].

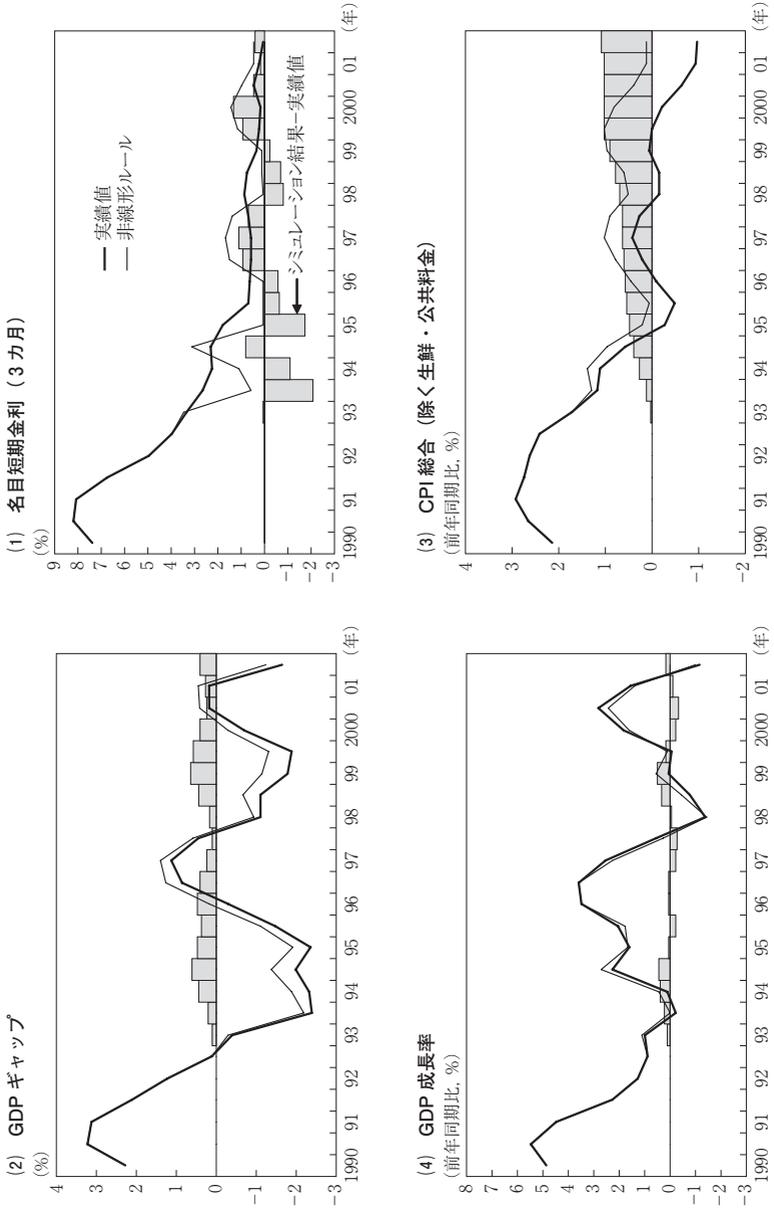
政策反応関数における定数項以外の部分に対応する)に依存する可変パラメータである。このウェイトを前提にすると、インフレギャップ ( $x_t > 0$ ) が存在するときは、テイラー・ルールに基づいて金利を決定するが、デフレギャップ ( $x_t < 0$ ) が大きくなるほど、政策ルールの定数項 ( $r^* + \pi^*$ ) を引き下げることで、金利を低めに誘導する。また、 $\psi_2 > 0$  は、デフレに対する保険としての金利引き下げを重視するケース、 $\psi_2 < 0$  は、ゼロ金利からの脱出の際の低め誘導を重視するケースである。翁邦雄、木村武、原尚子[2008]の主眼はデフレに対する保険としての金利政策であるから、このパラメータは正の数値を選んでいる。さらに、想定する目標インフレ率は政策委員会メンバーの物価安定の考え方にに基づき、1%としている。これは、主要国のなかでは低めであり、しばしばデフレへの保険として提言される高めの目標インフレ率設定には依拠させないためである。

2つの非線形ルールによるシミュレーション結果では、金利を非線形に引き下げ始めるのは、1993年後半からになる。また、成長率やGDPギャップはほとんど変わらず、金融政策が日本経済の長期停滞の姿を大きく変えられるわけではないが、少なくとも2001年まではデフレはかろうじて回避できる、という結果が得られる。また、金利の引き下げ開始時期は遅く、期間を通じた平均的な金利は実績値を大きく下回っているわけではない。さらに、前節の時限的な金利引き下げのシミュレーションで見られたテイラー・ルール復帰時の金利の急上昇などの金利乱高下は回避されている。そうしたより現実的な想定にもかかわらず、デフレ・リスクの緩和という観点からは、Ahearne *et al.*[2002]のシミュレーション同様、それなりの政策効果がでている点は注目に値する(図表B)。

これは金利引き下げというアクションそれ自体というより、Adam and Billi[2006,2007]などが指摘している「ゼロ金利制約に陥る前に通常より大幅に金利を引き下げるはず、というアグレッシブな政策への期待が経済主体の行動に織り込まれることで、前倒しの時間軸効果が発揮され、経済主体がゼロ金利制約を意識することによるデフレ的な悪影響を緩和する」、というルートが強力に作用しているものと考えられる。

むしろ、シミュレーション結果から得られる成長率やGDPギャップの動向から見ても、日本経済の長期停滞の姿がこうした金融政策によって大きく

図表 B 非線形ルール1のシミュレーション



出所) 翁, 木村, 原[2008].

変えたとはいえないし、さらに、金融システムの機能不全による経済の不安定化という日本の苦い経験の中核をなし、現在、米国を揺るがしているトランスミッションが明示的には取り込まれていないという大きな欠陥を抱えている点で、こうすればマクロ政策として満点、といえるものではない。

しかしながら、このシミュレーションは、現在のマクロ経済学の主流であるニューケインジアンフレームワークに依拠して予防的金融政策の枠組みを考える場合、中央銀行にとっての「デフレファイターとしてのコミュニケーション戦略」の際立った重要性を示唆していることは確かであろう。具体的には、そのメッセージは、バブル崩壊後、デフレの保険として必要なのは、不確実性がきわめて高い段階でインフレ・リスクを強調しながら、大幅に金利を引き下げたり、信認が得られないような高めの目標インフレ率を掲げたりするのではなく、将来、ある程度デフレ・リスクの顕在が見通せた段階では、通常の政策ルールを逸脱して思い切って金利の引き下げを行う（ただし、デフレ・リスクが遠のいた時点では遅滞なく通常の政策ルールに復帰する）、という中央銀行の行動方針についてあらかじめ市場参加者の信頼を得ておく、ということである。逆にいえば、政策金利経路自体がきわめて低い政策をとっていたとしても、こうした点への疑心暗鬼を招く金融政策はデフレ抑止効果が弱いことになる。

## 参考文献

- 翁邦雄[2007], 「信用収縮に直面したFOMCのジレンマ」『エコノミスト』11月12日増刊号。
- 翁邦雄[2009], 「金融政策と資産価格——clean up the mess と leaning against the wind」『証券アナリストジャーナル』47(5), pp. 16-27.
- 翁邦雄, 木村武, 原尚子[2008], 「「デフレへの保険」を考慮した金融政策の枠組み——日本銀行JEMのシミュレーション分析を用いた検討」『日本銀行ワーキングペーパー』08-J-6, 2008年2月。
- 日本銀行金融市場局[2008], 『金融市場レポート』2008年7月。
- Adam, Klaus. and Roberto Billi [2006], “Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates,” *Journal of Money Credit and Banking*, 38(7), pp. 1877-1906.
- Adam, Klaus. and Roberto Billi [2007], “Discretionary monetary policy and the zero lower bound on nominal interest rates,” *Journal of Monetary Economics*, 54(3), pp. 728-752.

- Adrian, Tobias and Hyun Song Shin [2008], "Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy," in a symposium Maintaining Stability in a Changing Financial System sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 21-23.
- Ahearne, Alan G., Joseph E. Gagnon, Jane Haltmaier, and Steven B. Kamin [2002], "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s," Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers, 2002-729.
- Bernanke, Ben [2008], "Reducing Systemic Risk," in a symposium Maintaining Stability in a Changing Financial System sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 21-23.
- Blinder, Alan [2004], *The Quiet Revolution*, Yale University Press (ブラインダー／鈴木英明訳 [2008], 『中央銀行の静かなる革命』 日本経済新聞出版社).
- Blinder, Alan [2008a], "Two Bubbles, Two Paths," *New York Times*, June 15.
- Blinder, Alan [2008b], "Discussion of Willem Buiter's Central banks and financial crises," in a symposium Maintaining Stability in a Changing Financial System sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 21-23.
- Borio, Claudio [2006], "Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century," BIS Working Papers, No. 216 September.
- Borio, Claudio and Ilhyock Shim [2007], "What can (macro-) prudential policy do to support monetary policy?" BIS Working Papers, No. 242, December.
- Borio, Claudio and R. William White [2003], "Wither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes," in a symposium Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 28-30.
- Buiter, Willem H. [2008], "Central banks and financial crises," in a symposium Maintaining Stability in a Changing Financial System sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 21-23.
- Economist* [2008], "Economics focus: Lessons from a "lost decade," Aug 21<sup>st</sup>,
- Fujiwara, Ipeei, Naoko Hara, and Kentaro Yoshimura [2006], "Effectiveness of state-contingent monetary policy under a liquidity trap," *Journal of Japanese and International Economics*, 20(3), pp. 364-379.
- Gürkaynak, Refet S., Andrew T. Levin, and Eric T. Swanson [2006], "Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the U.S. U.K. and Sweden, mimeo, October 21.
- Ingves, Stefan [2007], "Housing and Monetary Policy: a view from an Inflation Targeting Central Bank," Presented at Kansas City FED conference, September.
- Kashyap, Anil, Raghuram Rajan, and Jeremy Stein [2008], "Rethinking Capital Regulation," in a symposium Maintaining Stability in a Changing Financial System sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 21-23.
- Kohn, Donald L. [2006], "Monetary policy and asset prices." Speech at Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice, a European Central Bank Colloquium held in honor of

- Otmar Issing, Frankfurt, Germany, March 16.
- Kohn, Donald L. [2008], "Monetary policy and asset prices revisited," Speech at the Cato Institute's 26th Annual Monetary Policy Conference, Washington, D.C. November 19.
- Krugman, Paul [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.
- Krugman, Paul [2006], "Housing Gets Ugly," NY Times, August 25.
- Lacker, Jeffrey M. [2006], "The Economic Outlook," Speech at Economic Roundtable of the Ohio Valley Parkersburg, West Virginia, April 4.
- Lipsky, John [2008], "Remarks on Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy," in a symposium Maintaining Stability in a Changing Financial System sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 21-23.
- McCulley, Paul [2008], "Global Central Bank Focus," [http://www.pimco.com/LeftNav/Bios/Paul + McCulley.htm](http://www.pimco.com/LeftNav/Bios/Paul+McCulley.htm), September.
- Mishkin, Frederic S. [2007a], "The Role of House Prices in Formulating Monetary Policy," Speech at the Forecasters Club of New York, New York, January 17.
- Mishkin, Frederic S. [2007b], "Housing and Monetary Transmission Mechanism," NBER Working Paper, 13518, October.
- Mishkin, Frederic S. [2007c], "Inflation Dynamics," Speech at the Annual Macro Conference, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, California March 23.
- Mishkin, Frederic S. [2007d], "The Federal Reserve's Enhanced Communication Strategy and the Science of Monetary Policy," Speech To the Undergraduate Economics Association, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts, November 29.
- Plosser, Charles I [2007], "House Prices and Monetary Policy," Speech at European Economics and Financial Centre Distinguished Speakers Series, July 11.
- Taylor, John [2007], "Housing and Monetary Policy," Paper Presented at Kansas City FED conference, September.
- White, R. William [2006], "Is Price Stability Enough?" BIS Working Papers, No. 205.
- Yamaguchi, Yutaka [2008], "Commentary: Central banks and financial crises," in a symposium Maintaining Stability in a Changing Financial System sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 21-23.
- Yellen, Janet L. [2007], "The U. S. Economy and Monetary Policy," Speech at a Community Leaders Luncheon, Anchorage, Alaska, July 12.
- Yellen, Janet L. [2009], Panel discussion for the Federal Reserve Board/*Journal of Money, Credit, and Banking* (JMCB) conference on "Financial Markets and Monetary Policy," Washington D.C. June 5.