

トーマス・F・カーギル, マイケル・M・ハッチソン, 伊藤隆敏

『日本の金融政策の政治経済学』

Thomas F. Cargill, Michael M. Hutchison, and Takatoshi Ito, *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*, The MIT Press, 1997, ii+pp. 236.

本書はわが国の金融政策について、制度的、歴史的、経済的、政治的側面から多面的に論じたものである。これまで、金融政策の特定の側面について論じた研究書は英語でも出ているが、わが国の金融政策をこれほど多面的に論じた英語文献は本書を除いてあまり見あたらない。とりわけ、本書は1990年代のバブル崩壊後の金融政策に多くのページを割いており、その意味でも極めて意義深いものがある。

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

以下では、本書の内容を要約しながら、重要な貢献と思われる点、あるいは逆に疑問が残る点について指摘しておきたい。まず第1章で本書の内容の概略を紹介し、第2章で1950年代までの日本の金融史、中央銀行史を標準的な解釈に基づいて解説した後、第3章では金融政策の諸局面を5期間に分けて検討している。すなわち、1945-50年にかけての戦後復興とドッジプラン、財閥解体の中で銀行中心の間接金融が発達してきた時期、1950-71年の固定為

替レート下での高度成長期、1971-75年の為替管理に関するニクソン・ショック、日本列島改造論を掲げて政権について田中角栄の金融緩和政策と、その後の第一次石油ショックによってもたらされた高インフレ期、1975-85年のマネーサプライを重視するようになった時期。ただし、この間、日本銀行がマネタリスト的な政策を本当にとっていたかどうかという点については著者達は疑問であるとしている。1985-96年には資産バブルの発生と崩壊があった時期である。この間の金融緩和と引き締め、金融自由化の流れの中で、資産バブルがいかに発生したかを、通貨需要関数を推計することで立証しようとしている。著者達は金融自由化によって1985年を境に通貨需要関数がシフトしたという統計的証拠は見出せず、シフトが起こったとすれば金融政策の方であると論じている。

第4章では為替レート、国際政策協調、円の国際化など国際金融の問題について論じている。まず、為替介入の効果や不胎化介入政策に関する実証結果によると、為替介入は円安の時により活発に行われることが示されている。しかし、それらの介入が不胎化されたかどうかという点については確定的な結果は得られていない。国際政策協調については、1978年のボン・サミットでのマクロ経済政策協調、1985年のプラザ合意によるドル安化に対する協調が金融政策に及ぼした影響について検討している。著者達は日本政府の積極的为替介入政策が外貨準備を急速に増加させ、プラザ合意以後は不胎化介入が難しくなり、拡張的金融政策につながったことを論証している。円の国際化に関しては、円建ての支払い比率は増加してきているが、他の先進国の自国通貨建て支払い比率と比べるとはるかに低く、また国際通貨市場での円取引も、東京外国為替市場以外では、取引量をはるかに少なくなることが明らかにされている。

1980年代後半のバブルの発生とその崩壊に日本銀行がいかに関与したかというのが第5章のテーマである。具体的には、1986-87年の超低金利政策という金融緩和は行き過ぎではなかったか、あるいは1989年5月から1991年半ばまで続いた金融引き締めが、遅きに失したのではないかという指摘に対して、著者達は、1985年9月のプラザ合意以後は為替協調政策の下で金融緩和が堅持されており、また消費者物価も1%以下と非常に安定していた点、そして資産価格インフレをコントロールする必要がある

という政策認識も低かった点などを指摘している。そして、これらを総合的に判断すると1986-1988年の金融政策は日本銀行の政策ミスというより、政府全般の経済政策のミスであり、1988年に金融引締めを発動するマクロ経済の状況にはなかつたと結論づけている。

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

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

第7章で著者たちは、イェール大学のノードハウス教授の1975年論文を嚆矢とする政治的景気循環モデルが日本に当てはまるかどうかを検討している。これまでの実証結果および政治学研究者の間での合意は、選挙を軸とする政治的動機によってわが国の景気循環が引き起こされているという証拠はないということであったが、著者達は選挙と景気あるいは選挙とマクロ経済変数の間には密接な関係があることを実証的に示している。

しかしながら、著者達の見解が全ての点で一致している訳ではない。例えば、伊藤隆敏氏は選挙のタイミングを景気に応じて決めているとする日和見仮説と景気循環を政治的に操作しているとする政策操作仮説を区別して検定した結果、わが国の場合、日和見仮説の方が当てはまるとしている。他方、Cargill, Hutchison 両氏は日和見仮説、政策操作仮説を同時推計し、両仮説とも統計的に否定できないとの結果を得ている。また、Cargill, Hutchison 両

氏はインターバンク金利を通じた金融政策が選挙の前に低下するという傾向が見出されることをもって、景気循環の操作仮説の証拠としている。しかし、選挙前にインターバンク金利が変化したからといって、それが、金融政策操作の結果であると結びつけるのは性急である。むしろ短期金融市場の参加者の政治的判断が折り込まれた結果と見るのが自然ではないだろうか。

確かに、この分野では著者たちの研究は先駆的なものであり、経済変動と政治の間には密接な関係があるという点に関しては疑いの余地がなさそうである。とはいえ、投票行動、選挙分析という計量政治学で最も活発な研究分野での蓄積をさらに取り込んだ政治経済学的選挙行動の分析が必要であるし、また逆に、経済学者の提示している純粹に経済学的な景気循環モデルに対して、政治経済学的モデルがより包括的であるかどうかを検証することも重要であると思われる。

わが国のインフレは1980年代に入ってから安定しているが、それは、いかなるメカニズムあるいは制度、政策によってもたらされたものであるかということを検討するのが第8章のテーマである。

これまで日本銀行をとりまく制度的枠組みは、大蔵省に従属的なものであり、中央銀行の独立性は世界的に見ても低かつた。それにもかかわらず、これまた世界的に見て低いインフレ率を維持してこられたのは、1955年から1993年にかけて自由民主党の単一支配という政治的安定性が維持され、その中で官僚が長期的視野に立った政策運営を行ってきたからであるというのが著者達の見解である。

1993年以来、自民党の単一支配体制が崩壊し、政権交代や複数政党の連立を余儀なくされてきた。これは、中央銀行の政策に対して政治的圧力がかかってくることを意味し、またバブル崩壊後の金融不祥事で大蔵省、日本銀行の信認が失墜したことも圧力に拍車をかけている。そんな中、1998年4月に施行された新日本銀行法の下で、日本銀行は政府および国民に対して、政策決定プロセスを明らかにし、金融政策に、これまで以上の責任をもたされることになった。本書は新日銀法施行以前に発行されており、新法の評価については望むべくもないが、中央銀行の独立性を巡る議論についてはさらに深く掘り下げてもよかつたのではないだろうか。

第9章での全体の取りまとめを含めて、本書を総覧すると、金融政策を巡る主要な問題についてはな

んらかの統計的、経済学的判断を与えていることがわかる。細部については改善の余地が残っていると思われるが、わが国の多くの金融専門家が本格的な実証研究をないがしろにしがちであることを鑑みれば、本書で与えられた政治経済学的エピソード、統計的事実、数値計算結果は極めて貴重なものであるといえよう。本書での研究が呼び水となり、さらに多くの実証研究が蓄積されることを期待したい。

本書の出版は1997年であるが、それ以来、わが国を取り巻く金融情勢は激変したと言っても過言ではない。本書で扱われた問題は、今となっては、この疾風怒濤の時代のプロローグに過ぎなかったことが明らかである。今、われわれが知りたいことは、金融機関の破綻処理の諸方法、日銀特融の回収方法、ゼロ金利近傍での日々の短期金融市場操作法、決済システムの安定的運営方法、金融システムリスクへの対策などである。これらの問題に対して、著者達はどのような判断を下すのであろうか。実際、著者達は新たに最近の金融情勢を踏まえた本書の続編として *Financial Policy and Central Banking in Japan* (The MIT Press) を2000年に出版している。尚、本書と続書はセットとして東洋経済新報社から邦訳が出版される予定である。

[北村行伸]