

New ESRI Working Paper Series No.9

バブル及びデフレについて
— 基本的概念と歴史的事実を中心に —

by

妹尾芳彦・塩屋公一・嶋原啓倫

March 2009



内閣府経済社会総合研究所
Economic and Social Research Institute
Cabinet Office
Tokyo, Japan

新ESRIワーキング・ペーパー・シリーズは、内閣府経済社会総合研究所の研究者および外部研究者によってとりまとめられた研究試論です。学界、研究機関等の関係する方々から幅広くコメントを頂き、今後の研究に役立てることを意図して発表しております。

論文は、すべて研究者個人の責任で執筆されており、内閣府経済社会総合研究所の見解を示すものではありません。

なお、研究試論という性格上今後の修正が予定されるものであり、当研究所及び著者からの事前の許可なく論文を引用・転載することを禁止いたします。

(連絡先) 総務部総務課 03-3581-0919 (直通)

バブル及びデフレについて

－基本的概念と歴史的事実を中心に－*

妹尾芳彦 塩屋公一 嶋原啓倫†

はじめに

1980年以降、日本経済が経験した事象あるいは問題のなかで最も重大な影響をわが国に及ぼしてきたものを包括的に取り上げれば、それはバブル及びデフレである。この二つの事象は、連結した形で表現される必要がある。1980年以降において、バブルを経験したと考えられる国は日本以外にも存在した。たとえば、イギリスやスウェーデン、フィンランドなどでは資産価格が大きく高騰した（深尾（2002））。しかし、バブル崩壊の後の経済停滞の過程でデフレという経験をしてきたのは日本だけである。

ただ、このバブル、デフレという用語自体、その意味するところに関しては議論がある。そして、これらは1980年以前にも発生していたと考えられている。

そこで、それらの基本概念を整理するとともに歴史をさかのぼり、主なバブル及びデフレの経験を整理する。あわせて、当時、どのような政策対応がなされたのか、それに関連してどのような議論が戦わされていたのかについても、改めて整理する。

第1章 バブルとはなにか

1. 基本的概念

バブルという用語は、かなり一般的な意味で使われている（野口（1992））。

バブルという用語は、わが国では、1980年代後半以降の資産価格の高騰を指して用いられてきたが、曖昧であり、どのような面を指しているのか判然としない場合が多い（柳川（2002））。

たとえば、常軌を逸した価格の動きとか過度の金融緩和がもたらす現象といった使い方がなされるが、これは正確な使い方ではない。バブルは、曖昧な概念ではなく、少なくとも形式的には、明確な定義があるが、それが計測できるかは別問題である（野口、前掲）。バブルという用語は、もともと経済学から転用されたものと考えられるが、経済学で定義されているバブルとは異なる意味で語られているものも少なくない（柳川、前掲）。

経済学にいうところのバブルとは、「ファンダメンタルズ」あるいは「ファンダメンタル価格」という概念と対で用いられており、「ファンダメンタルズから乖離して資産価格が上

* 本稿の作成にあたっては、内閣府経済社会総合研究所の岩田一政所長をはじめ研究所スタッフの方々から貴重なコメントをいただいた。ここに記して御礼申し上げます。

† 内閣府経済社会総合研究所：妹尾芳彦（内閣府経済社会総合研究所総括政策研究官）、塩屋公一（内閣府経済社会総合研究所研究官）、嶋原啓倫（内閣府経済社会総合研究所行政実務研修員）

昇または下落していく現象」を指す。そこで一般に使われているバブルと経済学上のバブルを区別するために、後者を「経済学上のバブル」あるいは「狭義のバブル」と呼ぶことも可能である（柳川、前掲）。

資産価格がファンダメンタルズから乖離する可能性については、理論的にさまざまなものが考えられている（以下、年次経済報告 1991 年度）。いかにも「バブル」という名にふさわしい急上昇と急落を示すものばかりではなく、資産価格が定常的に上方または下方に偏ってしまう可能性も指摘されている。また、投資家が誤った情報や事実誤認に基づいて行動する場合だけでなく、投資家が合理的であり、正しい情報に基づいて行動している場合もありうることを示されている。資産価格がファンダメンタルズから乖離しており、いつか急落する危険が当然あることを投資家が承知している場合を考えてみる。もし、その危険に対するリスクプレミアムを十分にカバーするほどに資産価格の急上昇が続くと期待するならば、その資産に対する投資を続けることは合理的である。また、数多くの投資家がそうすることによって実際に資産価格が期待通りに上がり続けるという可能性がある。経済理論的には、ここに挙げられた例のうち最後の自己実現的な資産価格上昇期待によるもののみをバブル（狭義）と呼ぶことが多いが、ファンダメンタルズからの乖離が狭義のバブルであるかを厳密に実証することは難しく、上述したような多様な場合を含め、ファンダメンタルズからの乖離全般が「バブル」と呼ばれる場合もある。

2. 経済学上のバブル

経済学上のバブルにも類型があるとされている。

株式や土地など資産についての価格決定メカニズムは、本来はかなり複雑な構造をしているが、あえて単純化すれば次のとおりである（以下、柳川、前掲）。まず、ある資産を転売することはせず、ずっと持ち続けるとした場合に、その資産がどのくらいの価値を持つかを考える。この場合、価値の源泉はその資産から将来生み出される収益、株式であれば配当、土地なら地代や賃貸料の合計である。これらの収益がどのくらい高いかによって、現在の価値、つまり現在支払ってもよいと考える価格が決まる。ただし、将来の収益を現在の価値に引き直して考える際には、ある程度割り引いて計算する必要がある。他の投資機会があることから、100 万円の元利合計を将来得るのに、現在 100 万円を投資する必要はないからである。その際の割引の基準になるのは通常は銀行預金等の安全資産の名目利子率である。よって、将来収益を名目利子率で割り引いた割引現在価値の合計がこの資産の価格として妥当ということになる。これが「ファンダメンタルズ」あるいは「ファンダメンタル価格」と呼ばれるものである。

以上において、将来の収益がどのくらいのものかは、かなり不確実で主観的なものである。したがって、ファンダメンタルズも実は極めて主観的なものであり、その時々を得られる情報によって変化するものである。この点は、重要なポイントとなる（付注 1: 野口（1992）の説明に負う）。

次に、転売の可能性を導入する。

現実には、多くの投資家がこの転売の可能性を重視して資産を購入している場合が多い。転売の可能性を考慮に入れても、通常は価格の決定はほとんど変更を受けず、市場価格はファンダメンタルズに等しくなる。なぜならば、ファンダメンタルズよりも高い価格で購入するということは、将来その資産から生み出される収益よりも高い支払いをすることを意味するからである。よって、誰もファンダメンタルズ以上ではその資産を購入したいと思わないはずであるし、逆にファンダメンタルズよりも市場価格が低い場合には、だれもその資産を売却しようとしなないはずである。経済学上のバブルとは、このケースが成り立たない場合に発生する。

こうした単純な説明では、ファンダメンタルズよりも高い価格では資産を購入する投資家はいないと考えてきた。この点は、購入する人がさらにその資産を転売しないとすれば自然な帰結といえる。なぜならば、その資産から得られる収益よりも高い価格を支払うことになるため、ネットでは利益がマイナスになってしまうからである。しかし、この投資家がさらに別の投資家に転売する可能性を考えると、異なった状況が成立するかもしれない。たとえファンダメンタルズよりも高い価格で購入したとしても、さらに高い価格で次の投資家に転売することが可能であるならば、投資家はプラスの純利益を得ることができる。したがって、購入した資産をより高い価格で売却することが可能である。あるいは、それが可能だと予想するならば、資産価格がファンダメンタルズより高くなることはありうる。この価格とファンダメンタルズとの乖離が、「経済学上のバブル」あるいは「狭義のバブル」である。

自分が予想しているファンダメンタルズよりも高い価格で買い入れるのは、それをさらに高い価格で他の投資家に転売できると予想するからである。よって、この予想が実現していく限り、ファンダメンタルズからの乖離は拡大し、価格は上昇し続けていくことになる。

たとえば、1980年代後半には、崖の上にあって不動産としてはほとんど利用価値がなさそうな土地でも値上がりしていく現象が見られたが、そのような土地を高価格で購入した意図は、より高い価格で転売することができるという期待があったからである。利用価値が高いはずがないということは、ファンダメンタルズも高くないことを意味しているが、その土地がより高い価格で転売できらるうとの期待だけで値上がりしていく状況は、まさに「経済学上のバブル」であったといえる。

以上述べてきたような「経済学上のバブル」は、以下の3類型に分けることができる。

- (1)合理的バブル
- (2)情報の非対称性によるバブル
- (3)非合理的期待によるバブル

合理的バブルとは、狭義のバブルのうち、ファンダメンタルズを離れて市場価格が上昇していくだろうという予想が根拠のある合理的なものである場合をいう。ファンダメンタ

ルズよりも高い価格で資産を売却しようとするとき、相手がその価格で買おうとするのは、その価格よりも高い価格で他の人に売ることができるという予想を持っているからである。こうした転売のプロセスが無限に続くうとの予想が存するときのみ、人々は合理性を失わずにバブルの存在を予想できる。どこかで転売のプロセスが途切れることが明らかな場合は、ファンダメンタルズより高く売れると予想することは合理的とはいえないので、合理的バブルは存在しない。また、人々の予想が変化して誰もファンダメンタルズより高い価格では買入れないと考えるようになった時点で、価格は暴落し、ファンダメンタルズに戻る。これが、合理的バブルがクラッシュして価格が大きく下落する主要因である。

情報の非対称性の存在で、投資に歪みが発生し、資産価格がファンダメンタルズから大きく乖離する可能性がある。たとえば、投資家は自己資金で投資を行う場合もあるが、資金提供者からの資金を委託運用している場合や勤めている会社の業務の一環として投資を行っている場合も多い。このような場合は、投資のリターンは投資家の利益に等しくない。また、投資家（資金運用者）と資金提供者との間には情報の非対称性がある場合が多い。このような状況では、資金運用者はたとえ今の価格よりもファンダメンタルズはもっと低い、つまりネットのリターンはマイナスであると予想していたとしても、他の運用者がその資産を積極的に購入している場合は、同じ行動をとってしまうという事態が生ずる。なぜならば、他の運用者と同じ行動をとった結果、損を出したとしても評価は下がらないと考えるからである。このため、投資に歪みが発生し、その結果、資産価格がファンダメンタルズから大きく乖離する。

非合理的期待によるバブルとは、非合理的な形で予想が形成され、その予想に基づいて資産価格が上昇することである。たとえば、現在の価格や過去の価格を観察して、それらが高いと、将来の価格がより高まるという予想を形成する可能性があるということである。その場合、なんらかの一時的なショックで価格が上昇すると、それが将来の値上がり期待を生み出して、ますます資産価格が上昇していき、「バブル」と呼ばれるような価格の動きとなる可能性がある。一般的には、今期の価格が高いからといって、来期がさらに高くなると予想する合理的な根拠はないと考えるのが普通である。

以上のように、いわゆる「バブル」と呼ばれている価格変動は、「経済学上のバブル」と「ファンダメンタルズの変化」に分けることができる。将来の利用価値が高まると予想することで高い価格がつくのがファンダメンタルズの変化であり、崖の上の土地のように利用価値が高まるはずがないと予想されるのに、高く転売できるという予想だけで、価格が上昇するのがバブルである。ただ、両者は客観的に区別することが難しい場合がありうる。とくに、ファンダメンタルズの変化については、人々がどのような予想を持っていたのか後から推測するのが困難であるため、バブルだったのではないかと誤解される場合も生じる。

なお、合理的バブル以外にも資産価格のファンダメンタルズからの乖離を考えることができるという見解は通常採られているところであり、たとえば、投資家の情報が不完全な

場合、資産間の超過利潤を追求している合理的な投資家以外に合理的でない投資家が混在する場合などにも乖離が生ずることがあるとしている（小川・北坂（1998））。この場合、こうした乖離は「ファッズ」（気まぐれな流行）と呼ばれる。

3. バブルの態様

以下では、バブルといわれる現象がどのような形で現れてくるのかについて、わが国の経験を素材に説明する。まず、マクロ経済の環境とあわせて資産価格の動向を示した後で、どの程度バブルが存在したかに関する実証分析の結果をいくつか紹介することにした。上述したとおり、バブルの計測には、さまざまな困難が伴う。

(1) 地価の動向

まず、年次経済報告（1991年度）によって、80年代に入ってから地価の動きを振り返る。

地価の上昇は、83年頃に東京都心の商業地に始まり、プラザ合意以降の金融緩和の下で、区部の住宅地地価の上昇率が高まるとともに、86年、87年と東京圏の商業地、東京周辺の住宅地へと波及していった。88年に入ると、まず都心部で沈静化し、区部の住宅地、東京周辺の住宅地も沈静化し、一部の商業地、住宅地では小幅ながら下落した。他方、87年には、大阪、名古屋の大都市圏で、さらに、89年には、地方圏で著しく上昇した。このような動きが続く中で、一度は沈静化の動きを見せた東京周辺の住宅地地価の上昇率は再び高まった。90年には、一部の地方中枢・中核都市では、根強い地価上昇が見られたものの、大阪圏などでは、ピークを越え、秋以降、東京都や大阪圏では小幅ながら総じて下落するようになった（第1-1図）。

(2) 株価の動向

株価については、80年代には、世界的な金融緩和基調と世界経済の長期拡大傾向の下で、株式市場は世界的な活況を呈した（91年度年次経済報告、以下同じ）。87年10月のブラックマンデーでは暴落したが、その後は、89年まで上昇傾向が続いた。ただし、主要国の市場のなかには、暴落前の水準を回復しない市場もあった。わが国においては、株価は景気の回復に先駆けて86年から上昇をはじめ、ブラック・マンデーでの暴落はあったものの、88年4月には主要国のなかではいち早く暴落前の高値を回復し、89年末までほぼ一貫して上昇を続けた。東証株価指数でみると、この間の上昇率は年率30%近くに達し、主要国の株式市場のなかで最も高い上昇率となっている。89年中には主要国の金利は上昇し始め、株価の水準も一時調整局面がみられたなかで、わが国では、89年末までほぼ一貫して上昇を続けたが、90年初にいわゆる「トリプル安」といわれる状況のなかで大幅な下落となった。株価は、4月になってようやく落ち着きを取り戻し、5月にやや回復した後、年央まで小康を保った。しかし、8月の湾岸危機の発生から再び大幅に下落し始め、湾岸情勢の緊迫化とそれに伴う原油価格の急騰のなかで、10月初まで大幅に下落した。東証株価指数でみると、10月初にはピークからの下落率が50%程度に達したが、これを底として回復に転じ、

91年3月にピークの約70%まで値戻した。89年から90年にかけては、主要国の株式市場でおしなべて下落がみられたが、その中でも日本の下落率は特に大きかった。この結果、85年初の水準を基準にとれば、数年にわたって相対的に高い水準で推移してきた日本の株価は米英とほぼ同水準まで低下した（第1-2図）。

(3)ファンダメンタルズの変化

資産価格は、まずファンダメンタルズの変化によって変化する。そこで、資産価格決定に関係すると考えられるファンダメンタルな要因を整理する（以下、前掲、野口（1992））。

第1に、金融緩和の状態であったことが挙げられる。

公定歩合の推移をみると、83年10月以来5%であったものが、86年1月から数次にわたって引き下げられ、87年2月には2.5%と既往最低の水準となった。これは、85年9月のプラザ合意以降の急激な円高に対処するため、国内金融を緩和する必要があったためである。また、アメリカからも公定歩合引き下げの要求があった。じつは、公定歩合は、それ以前から引き下げられてきていた。80年8月から引き下げられ、83年10月には、第5次引き下げで5.0%になった。

87年中頃になると、景気回復が明らかになってきたため、日本銀行は市場金利の高め誘導を開始した。9月には、アメリカが公定歩合を引き上げたので、日本銀行も追随するかと思われたが、10月に「ブラック・マンデー」が起こったので引き上げは見送られた。そして、89年5月まで、史上最低水準の公定歩合は据え置かれることとなった。長期金利をみると、85年度に6.56%であったものが、88年度には5.04%にまで低下した。

第2に、株価を上昇させる要因としての企業収益が大きく増加した。大蔵省「法人企業統計」でみると、全産業の経常利益は、87年度に31.7%の増益となったあと、88年度にも29.6%の増益となった。この結果、89年度の経常利益は85年度の1.87倍となった。

第3に、地価に関しても、情報化や金融の国際化などによって、「東京への一極集中現象」が発生した。金融機関などの東京集中も相次いだ。また、東京圏への人口の転入超過数は80年代になってからかなり増加した。これによって、東京の土地の実体的な価値はかなり増加したものと考えられる。

このことを、ビル賃貸料の推移から確認してみると、80年代の中頃まで、賃貸料とGDPはほぼ平行に動いていた。ところが、東京では、80年代後半にこの傾向に変化が生じた。すなわち、それまで年6%程度の上昇率であったものが、86年に10%を超え、87年には27.6%となり、それ以降も二ケタ台の上昇が続いた。これは、国際金融業務や情報関連などの新しい経済活動が東京へ集中したことによって、東京の土地の実体的な価値が上昇したことを示している。この意味で、80年代後半に東京の経済的地位に関する構造変化があったことは否定できない。以上に加え、成長期待の高まりもあったと考えられる。仮にこれが、十分な根拠に基づくものならば、それに基づく株価や地価の上昇はバブルとはいえない。しかし、実際は、値上がりが値上がり期待を高め、資産価格を引き上げたという面を否定できない。つまり、資産価格上昇のかなりな部分はバブルであったと評価される。

このようなファンダメンタルズの認識のもとに、野口（1992）は、配当、土地の利用収益が GDP の一定率であると仮定し、資産価格に利子率を乗じ（資産価格決定式）、それを GDP で除した比率を e と置いたうえで、その傾向的な変化との比較から、89年~90年頃には株価も地価もその半分程度はバブルであったとしている。

土地・株について、同様の推計を行ったものとしては、年次経済報告（91年度）がある。そこでは、（イ）理論地価と現実地価、（ロ）住宅地地価及び商業地地価の地域間格差と地域間ファンダメンタルズ格差のふたつの観点からの分析により、88~89年の地価高騰にバブルの要因が含まれていたとしている。また、株価については、PER（株価収益率=株価/一株あたりの収益）に長期金利をかけた金利修正 PER を計算し、その動向から、80年代後半の株式市場の活況は、ファンダメンタルズから乖離して上昇した面はあるが、そうした時期を除けばファンダメンタルズの改善を反映していたと考えられる、としている。なお、株のバブルについては、自己実現的な上昇期待が果たした役割が大きかった、としており、合理的バブルの存在を示唆している。

西村（1990）も、全国市街地価格指数の分析によって、ファンダメンタルズ・モデルは85年頃までは有効であるが、80年代後半になると、現実の地価との乖離が大きくなる、とした。

株価に関する植田（1989）の分析をみると、株式の持ち合いを勘案すれば、80年代初めまでは、PER の動きは利子率と成長率でよく説明できるが、83年以降の上昇は説明できない、としている。また、企業の保有する資産価値でみると、上場企業に関しては、80年代後半に、株はその資産価値の過大評価の可能性があると、としている。

吉川は、「平成バブルの研究」（2002）のなかで、80年代後半のバブル時の地価上昇が大都市（とりわけ東京）の商業地を中心とした「ばらつき型」であったことから、低金利よりはむしろ「実体的なファクター」が主因であったとしている。

一方、バブルの存在に懐疑的な見解もある。

たとえば、国土利用白書（88年度）は、東京圏を中心とした地価上昇の要因として、（イ）東京への機能集中による商業地の需給逼迫、（ロ）居住用財産の買い替え需要を通じる住宅地への波及、（ハ）金融緩和、の三つをあげている。要するに、ファンダメンタルズの要因で地価が上昇したということである。

原田（1988）は、85年以降の東京の地価上昇は、主に東京の経済力の高まりという経済的、合理的要因によって生じたものであり、バブルを考慮する必要はない、としている。地方との所得格差を基に均衡価格を計算すると、80、85年とも東京の現実の地価は均衡価格より低く、85年以降の高騰はそれを修正する形で生じた、としている。

宮尾（1989）は、日本の資産価格が高いのが問題なのではなく、資産から生じる毎期の収益が低すぎるのが問題であり、バブルで膨張しているようには見えない、としている。

経済学者の集まりである「政策構想フォーラム」（1990）は、その報告書で、東京のビル用地の地価は、オフィス経営で十分な収益が得られる程度の水準であると分析した後、日

本の地価が投機的バブルで大きく膨らんでおり、何らかのきっかけで大きく反落するとの見方はあたらぬ、としている。そして、地価バブル説をとると、かえって、問題の真の原因を見誤り、生活を豊かにするための政策の採用を妨げる、としている。

株価についても、若杉他（1988）によれば、その高騰は、企業が保有する土地や株式の評価を考慮すると説明可能である、としている。これは、含み資産の議論であり、言い換えると、資産価格高騰の基本的部分は地価上昇にあるということになる。

深尾は、「平成バブルの研究」（2002）のなかで、当時の株価の上昇は、企業の保有する土地の時価を考慮すればほぼ説明可能としている。その意味で、株価バブルは土地バブルの反映であったとしている。

以上、バブルの存在自体にも賛否両論がある。バブルが存在したとして、それが合理的バブルなのか否かを特定することは困難であるというのが、通説であるといえよう。

4.世界のバブル（歴史的記述）

過去の歴史を振り返ると、さまざまな「バブル」あるいは「バブル的状况」が存在している。主な資産価格高騰について、その発生から崩壊までの経緯を整理することによって、バブルのメカニズムがどう働くかに関する示唆を得るのが本節の課題である。なお、本節は、特に断らない限り、キンドルバーガー「狂熱、恐慌、崩壊 —金融恐慌の歴史」（2004）の説明による。

(1)バブルの様相

キンドルバーガーによれば、バブルという現象についての一般的な説明は次の通りである。

まず、バブルとその行き過ぎの反動としての危機、崩壊、あるいは恐慌などの激しい変動は、必ず起こるというわけではないが、少なくとも歴史的には普通に見られる現象である。そして、中央銀行などの「最後の貸手」の役割は曖昧さと矛盾に満ちている。

景気が上昇する過程で、ある出来事が経済の見通しを変えてしまう。人々は、新しい利潤機会をとらえ、不合理というに近いやりかたで行き過ぎが行なわれ、熱狂を引き起こす。ひとたび上昇が熱狂の様相を帯びると金融制度は一種の攪乱状態に陥り、その過程で膨張する動きをやがて逆転させる激しい無謀な動きが生じ、恐慌に似た現象になっていくようである。熱狂的局面では、資産家と借金の能力のある人々はカネをモノに換えたり、実物資産や非流動的な金融資産を購入するために借金したりする。恐慌の局面では、逆の動きが生じる。つまり、実物資産や金融資産をカネに換えたり、借金を返したりする。商品、住宅、建物、土地、株式、債券など、要するに熱狂の対象となったすべての価格の崩壊が生じる。

(2)バブルの経済モデル

キンドルバーガーは、歴史上観察されたバブルを比較的よく解釈できるモデルとして、ハイマン・ミンスキーのモデル（Hyman.P.Minsky,1975）を示している。

まず、マクロ経済に対する何らかの外生的なショックである「異変」が生じる。投資と生産が活発となる（通貨の供給総量を増大させる銀行信用の膨張によってブームが促進される）。投機を行なおうとする強い動機が存在し、それが物財もしくは金融資産に対する有効需要に変わる。需要の増加が物財を生産する能力あるいは現存する金融資産の供給力を上回る。物価は上昇し、新たな利潤機会を発生させ、さらに多くの企業や投資家を引き寄せる。新規投資は所得の増加をもたらす、正の発散的なフィードバックが展開する。この段階で「陶醉状態」に到達する。値上がりを見込んだ投機、過大な利益の期待が生じる。企業あるいは家計は、他の人々が投機的な売買によって儲けているのを見て、自分たちもそうしようとする。このようなことに夢中になる企業や家計の数が増えて、普段はそのような投機から遠ざかっている人々まで巻き込まれるようになると、利潤獲得のための投機は、正常かつ合理的な行動からかけ離れ、「熱狂」とか「バブル」と呼ばれる状況となる。

投機ブームが続くと、利子率、通貨の流通速度、物価が上昇し続ける。これらの指標が最高値に達しても、投機への新規参加者と手仕舞う関係者とがバランスしている間は、どちらへ進むか決着はつかない。やがて物価上昇が止まる。金詰りが生じる。投機に手を出している多くの人々が流動性を求めて狂奔し、固定資産の換金が盛んとなり、物財や証券の価格に破滅的な結果をもたらす。金詰りが続くと、徐々にあれ突然であれ、投機家たちは、市場価格がそれ以上は上昇し得ないことを知る。そのときが、手仕舞いの時期である。物価は下落し、倒産は増える。急激な反動が生じる。商品、証券の価格の反落が生じると、銀行はそのような資産を担保とする貸し出しを停止する。これが、恐慌をもたらす。恐慌は、つぎの3つの事態のうちのひとつ、もしくはそれ以上が起こるまで広がり続ける。(イ) 物価が大きく下落し、人々が再びそれほど流動性のない資産を購入しようとする。(ロ) 値下がり下限を設けたり、取引所を閉鎖したり、さもなければ、取引を停止する。(ハ) 最後の貸手が、現金に対する需要に十分見合うだけの通貨が調達できるようになると市場を説得することに成功することである。

アーサー・ピグーは、その著「Industrial Fluctuations(1926)」において、将来、成長率が高まることを事前に期待し、投資を行ったが、それが実現しなかった場合、その後、資本ストック調整から不況が起こる、というピグー・サイクルの考え方を提唱した。これは、バブルの後遺症に関する仮説としてボードリイとポルティエによって2004年に定義された。

クリスティアーノ・藤原(2006)は、80年代以降の日本経済の分析を行う中で、とくに90年代の経済停滞の要因として、このピグー・サイクルに基づくストック調整を指摘している。

(3)主な歴史上のバブル（付注2を参照）

エドワード・チャンセラー(2000)は、バブルを投機熱という言葉で表しながら、その歴史を遡っている。チャンセラーによれば、投機の歴史は知られている限りでは、紀元前2世紀、共和政時代のローマまで遡ることができる。当時、ローマの金融制度は、かなりの

部分で現代の資本主義と同様の性格を持つまでに発達していた。ペトロニウムが、共和制末期のローマについて「食欲な高利と賭けの二重の渦巻きになって、庶民は破滅した。」と書いているが、チャンセラーによれば、これが投機熱をはじめて描いたものである可能性がある。ケアリーとスカラードは、「ローマの歴史」(1975)のなかで、「突然起こったこの金融投機は、18世紀初頭にイギリスを襲った投機熱(南海バブル)に似ている」と述べている。

中世ヨーロッパでは、宗教の影響から、金融投機という行為自体に制約がかかった。物をその価値より高く売って、安く買うのは不公正であり、不法だとする聖トマス・アクィナスの教えが底流にあった。

ただ、中世後半になるとイタリアの都市国家では、市場性のある国債に対する投機が発生している。

16世紀半ば以降になると、市場の投機に関する詳しい資料が残っている。金融市場では信用状態という概念が発達し、債券価格は、債務不履行などの将来の動きを予想して変動するようになった。1550年代半ばに、フランスのアントウェルペンとリヨンで突然、国王向け融資を対象とする投機が盛んになった。1557年、アンリ2世が債務の返済を中断すると、投機熱は一気に冷え込んだ。

(イ) チューリップ熱

野口(1992)によれば、歴史に記された最初の大規模なバブル事件が通常の資産ではなく、チューリップという植物を対象にしたものであったのは、極めて興味深い。なぜ、チューリップなのかという疑問に対して、栽培が難しいからという見解があるが、説得的ではない。なお、当時のオランダには、すでに証券取引所があったし、投機の対象としてより適切と思われる明の磁器、トルコの絨毯、絵画なども活発に取引されていた。また、国土が狭いので、土地が投機対象になっても決して不思議ではない。さらに、チャンセラーによれば、17世紀になると、東インド会社の株式でも先物取引が始まった。投資家は購入した株式の時価の80%を限度に融資を受けることができた(後のマージン・ローン)。株式オプションも取引された。これらは、現在のデリバティブの一種であり、株式などの資産を基礎とし、そこから派生した価値を取引する金融契約である。野口(1992)によれば、チューリップについては、16世紀の半ばにトルコからもたらされたが、1593年にフランスの植物研究家クルシウスがライデン大学で美しい花を栽培して以来、オランダでは、その変種作りが流行になっていた。まれな品種の球根は価格が異常に上昇し、そのため球根が投機の対象となった。

チューリップ熱がとくに高まるのは、1636年9月以降であるが、このとき球根は翌年の春に開花させるために植えられていたので、実際に吟味することはできなかった。異国趣味の希少な品種の価格が高騰したのは遺伝学的に品種改良が難しいというファンダメンタルズに基づくものであり、価格が高騰したのは、栽培に成功し再生産できるようになった自然の流れだという見解があるが、珍しい形や色をしたチューリップは6月に繁殖用球根

が掘り起こされていたので、前年の春以降見られなかった。つまり、1636年11、12月と1637年1月の活発な取引は、見本なしに行われていたことになる。投機の頂点は37年2月である。

チューリップ熱は孤立した現象ではなかった。オランダ経済は、1630年代に入り、めざましく回復していた。アムステルダム証券取引所で売買されるオランダ東インド株式会社の株価は、1630年から39年の間に2倍になったが、上昇分の大半は36年初以降のものである。株価は、36年3月の229から39年8月には412になり、40年にはさらに20%上昇し、500になった。30年代初めに下落していた住宅価格は、30年代半ばに急騰するとともに、灌漑計画や西インド会社、運河への投資も急増した。チューリップ熱の背景は経済全般のブームである。熱狂後の経済低迷は観測されていない。当時は、金融制度が発達し始めたばかりの段階で、銀行の貸し出しが行われていなかったため、通貨膨張の余地もなかったことがその背景として考えられる。

チャンセラーによれば、チューリップ熱崩壊後、オランダ政府は、小冊子、説教、版画を使って倫理の確立を訴える必要があると痛感した（サイモン・シャマー「金持ちの当惑—黄金時代のオランダの文化に関する一解釈」（1987））。チャンセラーによれば、チューリップ熱の動きも後の数々の株式バブルの動きに似ている。珍しい球根の価格暴騰が原因となったわけであるが、株式市場のブームも通常、ある業種の株価の急騰が引き金になってきた。その他の共通点として、噂がブームを煽ったこと、裏づけの無い信用と先物取引の利用によって、槓率効果（レバレッジ）の高い取引が急速に拡大したこと、投資家の間で衍示的消費が盛んになったこと、価格が急騰した後、突然パニックになったこと、政府が当初は静観の構えをとり、手遅れになってから介入したことなどが挙げられる。

なお、チューリップ熱事件の100年後に、再びオランダで、こんどはヒアシンスに対する投機が発生した（以下、野口（1992）による）。1720年頃から、価格の顕著な上昇が始まった。100年前の事件はまだオランダ人の記憶に新しかったので、さまざまな警告文書が出された。それにもかかわらず、投機熱は高まっていった。実際には、球根を見ることも所有することもせず、単なる書類上の契約として、そして単に転売益を得るだけの目的で、取引が行われた。こうしたメカニズムはチューリップ熱とまったく同じであった。そして、1739年に価格が暴落し、1734年の価格の10分の1から20分の1になった。後から振り返れば、誠に馬鹿げた投機が再発してしまう。このことは、現代にいたるまで続いている。ここにこそ、バブルの本質がある。

（ロ）南海バブルとミシシッピ・バブル

1717年から1720年にかけて生じた南海バブルとミシシッピ・バブルは、いろいろな点で関連を持っていた。なお、チャンセラーによれば、バブルという比喻が用いられるようになったのは、南海バブル事件からである。イギリス人がパリでミシシッピ会社の株を買っているときに、ヨーロッパ大陸の人たちはロンドンで南海会社の株を買っていた。その後、19年末までにミシシッピ会社の株価はピークを迎えた。また、20年4月末までにアム

ステルダムの証券取引所横丁は、南海会社の株を売ろうとして、まるで常軌を逸した人たちが一瞬のうちに病院から逃げ出してそこに集まってきたかのような状況になった。オランダの諸銀行は、貸し出しを回収し、追加信用を拒否し、担保として保有していた株を売り払うなど帆を降ろしてたたんでしまった。通貨膨張の源となったのは、イギリスではスワード・ブレード銀行、フランスではジョン・ロー銀行である。

なお、1720年の恐慌を最初の国際的な恐慌と呼ぶ論者（ヨハン・エッカーマン）がいる。

南海バブルの悲劇から学ぶべき教訓をたったひとつ選ぶとすれば、それは、投機の落とし穴に落ちないように、政府が国民を守ることは出来なかったという点である、とチャンセラーは言っている。

また、チャンセラーによれば、米国の経済学者ラリー・ニールは、「バブルはいつの時代にも人間が愚かなことから発生するというよりも、いくつもの革新に対応した調整が金融市場にとって容易ではないという事実によるものである。」と論じている。さらに、ニールは、「南海バブルを非合理的な熱狂や大掛かりな詐欺であったと決め付けるわけにはいかない。これらが一因になったのは事実だとしても、バブルの原動力になったのは、政府の戦時の債務を簡単に取引できる低利回りの長期証券に変換する過程の技術的な問題であった。」と述べている。しかし、チャンセラーは、南海バブルを合理的バブルと呼べるかについては、否定的である。南海会社の株価の長期的傾向は、上記の公債利回りで一義的に決定されていたので（というのは、当時はまだ貿易業務は行われていなかった）、ファンダメンタルズは容易に分かったはずと彼は言っている。理性的な行動であったわけではない、と彼は言っている。また、合理的バブルだとする人は、その理論が成立するためには、十分な数の売り手と買い手が市場に存在しなければならず、パニックになると買い手が消えてしまうことを見逃しているのではないかと論じている。

（ハ）アメリカ大恐慌前のバブル

恐慌に先行する投機対象は、1925年までは土地、28-29年は株式。通貨膨張の源は、株式の信用買い。投機の頂点は29年9月、危機の始まりは10月。

ミルトン・フリードマンとアンナ・シュワルツは、大恐慌は連邦準備制度当局の通貨政策の誤りによると主張している。不況の開始時が問題になるときはいつも、通貨供給量を増加させねばならなかったのに、28年から29年にかけては通貨供給量は増加しなかったこと、あるいは29年8月から30年10月までに2.6%減少したことが強調されている。29年10月の株式市場における株価の大暴落は、生産減少の程度とはほとんど無関係であり、不況はアメリカの国内政策の結果であって国際資本移動、為替相場あるいは海外におけるデフレとの関係はごくわずかであるとしている。

ピーター・テミン（「Did Monetary Forces Cause the Great Depression?」1976年）はフリードマンとシュワルツに異議をとなえる。彼は、支出の減少が通貨供給量の減少から生じたのか、あるいはその逆であるのかを問い、計量分析を行った。その準備作業も含めて見れば、実質で見た通貨残高は29年から31年にかけて増加している。29年8月から31

年8月までに通貨供給量は実際には5%増加していた。テミンは、ニューヨークにおける株価の暴落から31年9月におけるイギリスの金本位制度離脱までの間の不況を引き起こした原因は通貨にあるとする証拠はまったくない、としている。このことは暗に、消費あるいは投資の自発的な変化が原因であったことを示している。

マネタリストとケインジアン論争は、信用の不安定性と銀行制度の脆弱性、あるいは物価の下落によって焦げ付いた貸付けを通じて信用制度が麻痺したときの生産と物価への影響に関しての議論らしい議論はほとんど行っていない。これらすべては、29年の不況の初期の段階で起こったことを説明するのに有用である。

1932年2月、グラス・スティーガル法によって、公開市場操作を通じた通貨・信用の膨張が可能となったが、あまりにも手遅れであった。銀行の倒産は、物価下落、破産、銀行の倒産という正のフィードバック過程のなかで増加し続けた。アメリカの土地・株式ブームとそのあとの大恐慌は、ヨーロッパでの生産拡大、国際的な信用供与の利用可能性、為替相場の動向、金本位制との関係など国際的な関係のなかで生じたものであり、国内的な原因にのみ依拠していたのではない。

(二) 日本のバブル

日本では金融の規則が徐々に緩和され、日本人が海外で巨額の投資を行い、海外勢が日本で投資を行っていた。1982年に、1ドル=260円であった為替相場は、1ドル=80円にまで上昇した後、やや値を下げ、1ドル=100円となった。さらに、1980年代半ばには、世界的に景気を刺激するため、G7の諸国と足並みを揃える形で、日本銀行は金利を引き下げた。

日本経済は、1950年代末から60年代を通じて拡大基調であった。輸出は多少の変動はあっても増加基調をたどり、投資や貯蓄率は高水準で、技術導入、発明、技術革新はめざましいものがあつた。49年5月に176円20銭でスタートした日経225種平均株価は、70年代初めには早くも5,000円台に達し、84年には1万円台にのった。86年ごろからバブルが始まり、89年末には39,000円近くになった。この間の不動産市場の動きを見ると、1955年を100とした6大都市圏の住宅価格指数は70年代半には4100、80年前後には5800に達し、その後89年にはピークの20600にまで上昇した。土地バブルを称して、東京の地価総額がカリフォルニア州を上回るとか、日本の地価総額はアメリカの4倍とか言われた。

株式ブームが不動産ブームの原資になったのか、その逆なのか明確でない。バブルを発生させる異変を起こしたのが銀行の規制緩和なのか、日本銀行が他の中央銀行と協調しておこなった金利引下げなのか明確でない。確かに言えることは、消費者物価や卸売物価にはバブルが反映されていなかったということである。消費者物価指数は、83年を100とすると89年には103.9とわずかな上昇にとどまり、卸売物価指数は、同じ期間に100から93.6に下落していた。

銀行は、規制緩和の流れという追い風を受けて、株式や土地への投資資金を提供した。銀行の大口預金者に対する金利の自由化はとくに重要な規制緩和である。また、日本銀行は早い段階から公定歩合を引き下げ始めた。しかし、87年半にはアメリカが、88年には西

ドイツが金利引上げに転じ、日本銀行も 89 年 5 月に引上げに踏み切った。これをきっかけに、株価は 90 年 1 月に大幅に下落した。日経平均株価が下落してから地価は横ばいとなり、その後下げ始めたが、取引が干上がっていたため、下落ペースはゆっくりで、そのかわり一度の下落幅が大きかった。

当時は、金融自由化が世界的にも進んでいたが、日本は比較的まだ政府の規制が強かった。そうした状況下でもバブルが発生したというのは、銘記すべき事実である、とチャンセラーは述べている。

生じた現象を取りあげながら、過去のバブルと比較して、チャンセラーは以下のように整理している。美術品市場とゴルフ会員権市場の過熱は、1630 年代のチューリップ熱を想起させる。日本企業が発行したワラント債と転換社債には株式に転換する権利が付随しており、1720 年代の年金型国債の南海会社株への転換に似ている。奇跡の癌治療薬、鶏の胆汁から抽出したエイズ治療薬などの流行のテーマに基づく投機には、南海会社時代の最も馬鹿げた泡沫会社を想起させるものがある。株式含み益を自己資本に算入することを銀行に認め、信用の創造を株価に結びつけたのは、1720 年にジョン・ローのミシシッピー・システムを崩壊に導いた間違いを繰り返すものであった。日本企業が海外で進めた派手な買収は、米国が英国を抜いて世界の工業国になったところ、1901 年のブームの時期に米国が進めた海外資産の買収によく似ている。そして、バブル崩壊後、金融業界の不祥事、資産デフレ、銀行危機、不況の長期化は、大恐慌の米国でも見られたものである。

チャンセラーによれば、その最も重要な教訓は、市場リスクを政府が負ってくれるから安心だと投資家が信じるようになったとき、いかに危険であるかということである。株価下落を政府が許容するはずはなく、銀行も証券会社も大きすぎて潰せないと信じられていた。

(ホ) IT バブル

篠崎 (2003) は、米国のいわゆる IT バブルについて整理している。

1998 年以降、企業と家計の両部門で見られた貯蓄投資バランスの急速な悪化が、過度の楽観に基づく投資や消費の結果と見られるとして、株式市場に内外からリスクや不確実性を全く認識しない資金が流入したと指摘している。こうして、内外から株式市場に流入した資金は、ネット関連株の高騰を生み出し、株高は収益基盤が脆弱な新興ハイテク企業の資金調達を容易にして、投資をさらに促進し、同時に、資産効果を通じて家計の消費支出をも拡大 (貯蓄を減少) させていった。そして、内需の盛り上がりさらなる期待へと結びつき、過剰需要の連鎖を生んでいったとみられる。

乗用車や集積回路などのように、限られたスペースに最大の能力と機能を盛り込むことが追求される統合度の高い製品では、製造プロセスで多数の部品の形状や品質について綿密な擦り合わせが欠かせない。これに対して、デスクトップ型のコンピュータに代表される IT 関連の最終製品は、部品間の統合が標準化されており、モジュール構造の専門部品を共通のインターフェースで容易に組み合わせる製造することが可能である。それゆえ、安

定した長期の継続取引というよりは、ときどきの需給に応じたスポット的な市場取引が盛んになり、そのことがグローバルに広がったサプライ・チェーンの構築を可能にした。

その反面、楽観的な需要見通しに基づく品不足の思惑が広がると、部品確保のための多重発注を招きやすい。市場取引につきもののオーバー・シューティング問題である。日本企業との関連では、とくに鍵となる重要部品の供給について、高度な大型設備を緻密な生産計画に基づいて稼働させる関係で、ラインの組み換えなどに時間を要し、リードタイムが長くなるため、ブームの渦中では上積みされた見込み発注が集中して寄せられたとみられる。半導体や液晶関連では、そうした需要見通し情報に基づき、能力増強投資が大幅に増加した。日本政策投資銀行の設備投資調査によると、半導体や液晶関係を含む電子部品の2000年度の設備投資は、前年度比60.5%の増加となり、全産業の投資の伸び4.1%に対して3.3%の寄与度と、実に増加の8割を占める勢いを示した（第1-3表）。

このような過剰需要の傾向は、利用面の投資が盛んであった米国でも強く見られた。

ITを利用したネット・ビジネスに対する楽観的展望は、技術的可能性の広がり相乗して爆発的な通信需要の増大を見込ませることになり、1996年通信法改正で競争が激化した通信業界に光ファイバー網の敷設という大型投資を促した。クリントン=ゴア陣営が情報スーパー・ハイウェイ構想を掲げて大統領選を勝ち抜いた1992年に、前年比18%増と顕著に増加した後、数年間はおおむね450億ドル前後の投資規模で推移していた。その後、通信法が改正された1996年に前年比11%増、翌97年には21%増と二桁の伸びが続き、投資水準は550億ドルから650億ドル程度に切り上がった。この勢いは98年以降も衰えることなく続き、投資規模はさらに一段と拡大して800億ドルを超え、2000年には900億ドル弱にまで膨らんだ。

しかし、通信業界でみられた大型投資の累積は、遠い将来はともかく当面の現実的な需要に対しては過剰な供給力であることが次第に明らかとなり、料金的大幅下落と投資負担による収益の悪化に直面するや否や、その規模は急速に絞り込まれた。この急変は、大型投資の継続を見込んだ通信機械メーカーのビジネスを直撃することになる。通信機械メーカーは在庫の山を抱えて事業縮小を余儀なくされ、入居目処のない安易な不動産開発は用途変更や中断に追い込まれたのである。こうして、ネット・ビジネスに限らず幅広い分野に設備投資の調整局面が訪れた。

三菱UFJ R&Cの調査によると、ナスダック総合指数は2000年3月にピークをつけた後下落に転じ、9月以降急落した。これに連動する形で各国のIT関連株価も下落した。この結果、IT投資ブームも終焉し、IT需要も急減したことからIT生産は2000年秋以降減少に転じた（第1-4図）。米国のITバブル崩壊を契機に世界の株式市場は下落局面に入り、IT不況は、金融・貿易を通じて急速に世界全体に波及した。

ただし、米国の不況は軽微なものにとどまった。

その理由として、ハイテク株以外の資産価格、とりわけ地価が上昇したため、資産効果から家計消費が減少しなかったことが考えられる。また、マクロ経済政策もうまくいった。

IT バブル崩壊直後のタイミングで、大規模減税と急速な金融緩和を実行したからである。

米国のマクロ経済政策について、三菱 UFJ RC の調査では、Ahearne et.al (2002) の研究を引用して、米国が日本の経験からつぎのような教訓を学び取っていたとしている。

第 1 に、デフレの発生を事前に予測することは難しい。

第 2 に、バブル崩壊後の日本の短期利子率と推定されたテイラー・ルールによる比較分析から、日本銀行は短期利子率をより迅速かつ大幅に引き下げるべきであった。

第 3 に、デフレを回避するために、積極的なマクロ経済政策を講じた場合、経済が過熱する恐れはあるが、経済が過熱するコストはデフレのコストと比べれば小さい。

第 4 に、デフレを回避するためには、より積極的な財政政策も必要である。

パーキンス&パーキンス (2000) は、その著書「インターネット・バブル」において、IT バブルの可能性を述べるとともに独自の試算を行っている。

原著は 1999 年に書かれており、内容もバブルに警鐘を鳴らすものとなっている。すなわち、株式市場に見られるインターネット・ブームの顕著な特徴の一つは、現在インターネット銘柄を保有している投資家のうち、圧倒的多数が個人投資家だということである。アジアや欧州からの国際的な資金がハイテク中心の NASDAQ を含む米国の株式市場に恒常的に流入している。もうひとつの要因は、連邦準備制度が米国内で流通するマネーサプライを増やしている点である。マネーサプライは年率 11% で増加している。こうした過剰な資金のかなりな部分は株式市場に流れ込み、投機的な投資を加速させている。爆発的に膨らんだマネーサプライは、米国市場とハイテク産業にあたかも津波のように押し寄せているのである。株価が記録的な高水準にあるだけに、金利引上げやミューチュアルファンドからの資金の流入の逆転という事態が起きれば、あっという間に株式市場のパフォーマンスは悪化する可能性がある。

また、筆者たちは、インターネット・バブルの実態を解明するため、現実の市場での株式時価総額と筆者たちが想定する本来の評価額のギャップを試算し、インターネット企業全体の価値のうち、比率にして 32-58% が過剰な期待によるバブルの部分であるとしている。

(へ) 住宅バブル

さらに、最近、世界経済のリスク要因として注目され、その影響が危惧されているサブプライム問題について、とくにその直接の原因と考えられる住宅バブルの動向を整理する。

この問題に関しては、内閣府「世界経済の潮流」(2007)によれば、以下の通りである。米国では、1980 年代初めに、貸出金利の上限規制の撤廃や変動金利の解禁といった金融セクターの規制緩和等が進む中、信用力が低いと判断される層(サブプライム層)を対象とした住宅ローンが登場した。サブプライム住宅ローンが本格的に広がり始めたのは 90 年代後半に入ってからで、とくに 04 年以降その貸出が大幅に増加した。

米国の新築・中古合計の住宅販売件数の推移をみると、2000 年からピークを迎えた 05 年までの間に年平均で 5.2% 増加し(累計で 35.8% 増)、この間の年平均販売件数は 637 万件と歴史的な高水準を記録した。ちなみに、80 年代の年平均伸び率が 0.7% 減、年平均販売

件数が 355 万件、90 年代は同じく 4.3%増、433 万件となっており、2000 年代の住宅販売は伸び・水準とも過去の局面を大幅に上回った（第 1-5 図）。それに伴い、住宅建設も大きく加速し、中古住宅販売の増加によって住宅の回転率も高まった。

こうした住宅販売・建設ブームは、住宅価格の急速な上昇をもたらした。2000 年 1-3 月期から 06 年 10-12 月期まで、実質化した OFHEO（Office of Federal Housing Enterprise Oversight の Housing Price Index）の住宅価格指数は 51.2%、ケース・シラー住宅価格指数では 91.0%上昇し、80 年代、90 年代の上昇を大きくしのぐ伸びとなった（第 1-6 図）。

この住宅ブームを生み出した要因には、IT バブル崩壊後の低金利政策や住宅資産に対する過剰な期待がリスクの伴う住宅取得の背景として存在したと考えられる。また、証券化を通じて住宅ローンにかかる資金調達を資本市場に依存する「市場型住宅ローン」の台頭等、住宅ローン市場の変化も背景のひとつとして挙げられる。さらに、住宅ローンの増加とともに消費者ローン残高の急激な増加も見られた。

いま、米国の住宅価格について、バブル的要因がどの程度あったかを住宅価格関数から推計してみる。推計式は、ケース・シラー住宅価格指数を被説明変数として 2 ケース推計した。説明変数は、卸売物価指数、消費者物価指数のうち家賃と米国債（10 年債）利回りの比率が第 1 ケースで、個人所得、実質米国債（10 年債）利回りが第 2 ケースである。推計結果をみると、住宅価格の実績値と推計値の乖離幅は両ケースとも、2004 年第 1 四半期から徐々に拡大している。近年における乖離幅をバブルに相当するものと考え、その最大値は第 1 ケースで 2006 年第 1 四半期の 15.4%、第 2 ケースで 2006 年第 3 四半期の 28.4%であり、平均をとれば 21.9%となる（第 1-7 図、第 1-8 図）。なお、このような回帰分析によらなくとも、バブルの存在を想像させる図表を示すことは可能である。第 1-9 図は、住宅価格指数と名目 GDP ならびに名目賃金の推移を示したものであるが、やはり、2006 年あたりで、乖離幅が大きくなっている。

さて、05 年半ば以降、利上げの影響等から住宅ローン金利が徐々に上昇し始め、また、住宅価格も所得等と比べてかなり高水準となったことなどから、人々の住宅の購買意欲も後退し始め、住宅販売件数は 05 年 7-9 月期にピークをつけ下落に転じた。

サブプライム問題を発端として生じた金融資本市場の変動に対し、FRB や欧州中央銀行をはじめ各国中央銀行は、短期金融市場における流動性不足を解消するため、緊急的に大量の資金供給を実施した。米国では、06 年半ばまで利上げ局面が続いていたが、FRB は 06 年 8 月の FOMC において政策金利の誘導目標水準を据え置く決定を行い、以後、据え置きが続いた。しかし、07 年 7 月下旬からサブプライム問題への懸念等による金融資本市場の変動がみられたことから、8 月 17 日に「成長の下振れリスクが目に見える形で高まった」として、FRB は、それまで政策金利より 1.0%ポイント高い水準に保たれていた公定歩合を 0.5%ポイント引き下げ 5.75%にするなどの政策変更を行った。さらに、9 月には政策金利の誘導目標水準を 0.5%ポイント引き下げ 4.75%とすることを決定した。次いで 10 月にも政策金利の誘導目標水準を 0.25%ポイント引き下げて 4.50%ポイントとすることを決

定した（第 1-10 図）。その後も、引き下げて、2008 年 9 月 16 日時点では 2.0%となっている。

米国時間 9 月 14 日、大手証券会社リーマン・ブラザーズが破綻し、米国で金融危機が発生した。その経過及び対応策の概要などは、（付注 3）を参照。

5. バブルへの対応

本節では、バブルへの対応について、議論を整理する。

(1) 最後の貸手

キンドルバーガーは、政府や中央銀行といった最後の貸手の役割を明確にすべきであるとしている（前掲、キンドルバーガー（2004））。バブルが生じたとき、政府や中央銀行などは干渉せず、成り行きに委ねるべきなのか、あるいは、救援のために登場し、民間市場が自力では作り出せない安定という公共財を供給する最後の貸手が演ずべき有益な役割が存在するのか。最後の貸手のサービスが、政府もしくは中央銀行のような公的機関によって国内的には提供されとしても、統一政府が存在しない国際体制に対してはいかなる機関が安定を保証することができるのか。

過去のバブル及びその崩壊に関するキンドルバーガーの見解は以下の通りである。

最後の貸手は、金融危機のあとの不況の期間を短縮する。その証拠は、主に 1720 年、1873 年、1882 年（フランス）、1921 年、1929 年の場合に見られる（付注 2）。ただし、いずれの場合も最後の貸手は効果的には登場していない。そして、それらの危機のあとに生じた不景気は、他の場合よりも長引き、根深いものであった。1870 年代と 1930 年代の不景気はともに大不況として知られる。1870 年代における中央ヨーロッパ、アメリカ、イギリスの不況の拡大は、物価下落の激しさと最後の貸手の不在に結び付けて考えるべきである。1920 年と 1921 年の不況で最後の貸手が現れなかったのは、景気後退が慎重に処理されたからである。すなわち、イギリスは、金本位制度に戻るための措置を講じていたし、アメリカの連邦準備制度は、インフレーションを阻止するための方策を講じていた。イギリスでは、物価下落と生産減少の影響が他の先進工業国に急速に広まったが、景気後退の程度を最後の貸手の不在と関連付けるのは難しい。1930 年代の不況が有能な最後の貸手の不在（アメリカでは 1929 年、世界的には 1931 年に）のために一層悪化したのは間違いない。

最後の貸手がいれば金融危機はすべて回避できるという主張もある。イギリスでは 1866 年以降、アメリカでは 1929 年以降金融危機の頻度が低下している。イギリスにおいては、必要とあらば銀行法が停止され、結果、良好な担保を提供できる債務者は、イングランド銀行から資金を調達できることが周知され、それによって恐慌が防止されるようになったという（イギリスの内閣に助言をしていた経済情報委員会の 1932 年の見解）。

最近では、最後の貸手の有用性を裏付ける事例がふたつあり、疑問視させる事例がひとつある。ふたつはアメリカの事例である。1987 年 10 月のブラック・マンデーの際に、ニューヨーク連銀が短期金融市場に流動性を十分に供給した。また、ヘッジ・ファンド LTCM

の破綻の際には、金融危機が懸念されたが、危機が解消されると資産価格は急速に回復し、経済も成長軌道に戻った。最後の貸手が機能しない例は、1990年代を通じての日本の苦境である。救済策をとりまとめるのが遅く、支援先も多岐にわたった。

日本のバブルとその後の苦境への対応についてのキンドルバーガーの見解は以下のものである。バブルの誘引となった86年以降の金利の引き下げは、他のG7加盟国の圧力によって促されたものであり、国内の一般物価水準が落ち着いていたという事実によって正当化された。ほとんどすべての中央銀行にとって最大の目標は物価の安定であるが、その際使用する指標が消費者物価指数か卸売物価指数かGDPデフレーターかは重要ではないとされている。しかし、株式・土地バブルの崩壊は銀行の支払い能力を左右しかねないため、中央銀行は資産価格も注視すべきであるという説には根拠がある。

(2)バブルと金融政策

ここでは、柳川（2002）の「理論的整理」のなかで言及されているバブルと金融政策の関係について紹介する。

金融緩和を行ったことが原因でバブル発生への期待が生まれる可能性はあるが、経済学的バブル（合理的バブル、非合理的期待によるバブルなど）はファンダメンタルズとは完全に独立して動くものであるから、金融緩和とバブルの期待との間に直接の因果関係はない。ただし、合理的バブルが存在するためには、将来にわたってそのバブルが買い支えられるという予想が成り立つ必要があり、そのためには名目利子率よりも経済成長率のほうが高いことが必要である。よって、金融政策が名目利子率と経済成長率に影響を与えることが出来るのなら、金融政策はバブルの存在条件に大きな影響を与えることになる。つまり、間接的な影響はありうる。バブルの発生に対する期待が高まっていなくて、たとえ存在条件を満たしていたとしてもバブルは発生しない。金融政策は、バブル発生に必要な条件に関係していると考えられる。なお、翁・白川・白塚（2000）も、金融政策はバブル発生十分条件ではないが、必要条件ではあったという議論を展開している。

予期しない金融引き締めがバブルを崩壊させる引き金になりうることはその通りである。予期しない金融引き締めにより、名目金利が上昇し、期待経済成長率が低下したとすると、バブルの存続条件が満たされなくなる可能性が生じ、その時点でバブルは崩壊し、資産価格は一挙にファンダメンタルズに戻ることになる。もちろん、金融引き締めによって金利上昇や経済成長率の低下が生じて、バブルの存在条件を満たさず範囲内であれば、金融政策の影響は受けない。この議論に関する問題として、金融政策が名目利子率や経済成長率に影響を与えることができるのか、という反論がありうる。たとえ、影響を与えることができるとしても、バブル存在条件を左右するほどのインパクトかどうかという問題もある。存在条件を満たさなくするためには、長期にわたる影響であるか投資家がそのように信じる必要があり、金融政策でそれをなしうるか意見の分かれるところである。金融政策と期待ファンダメンタルズは関連性が高い。期待ファンダメンタルズと名目金利の関係が存在するからである。しかし、金融政策と持続的な価格上昇の関係は明確でない。

(3)日本のバブルへの対応と教訓

1986年-87年の金融緩和は、利下げの頻度と幅の点で行き過ぎていたのではないかとの批判がある（伊藤他（2002））。とくに、86年11月1日と87年2月23日の利下げについての批判である。金融緩和については、背景として指摘されることが多い（例えば、前掲、キンドルバーガー、2004）が、緩和が行き過ぎていたという批判の根拠を伊藤他（2002）は、次のように説明している。

上記2回の利下げを行き過ぎだと批判するにしても、それを日本銀行のみの責任にするわけにはいかない。消費者物価は極めて安定していたので、一般物価の安定を第一目標とする日本銀行の過去の行動とも整合的であった。さらに、80年代後半の金融自由化の進展によって、中央銀行の政策スタンスをマネーサプライの増加率から評価することは、いかなる状況においても困難となっていた。なぜなら、マネーサプライに新たな商品が含まれるようになり、その増加率の評価は難しくなっていたからである。一段の円高阻止という政策上の要請と財政再建下であったという事情から、86-88年の金融政策は、完全に日本銀行のコントロール下にあったとは言えない。このように、金融緩和については、日本銀行の技術的ないし政策的ミスというよりも、政府のより広範な経済政策の失敗であったと言える。

ただ、投機的なバブルを抑制するために、引き締めはもう少し早く発動するべきであったかもしれない。資産インフレとその望ましくない帰結について、日本銀行はもっと関心を払うべきであった。ドイツ、アメリカが公定歩合を引き上げてから、日本では景気回復が鮮明になっていた状況下で、多くのエコノミストが88年のどこかでの利上げを主張していた（第1-11図）。

野口（1992）は、個別の対応策も含めて以下のように評価している。

まず、1987年の国土利用計画法改正による地価監視制度の導入は、緊急避難的措置の色彩が濃く、指導価格の設定が恣意的であったり、地価高騰を経済的な現象と認識していなかったりして、根本的な解決には遠いものであった。

89年に入ると、為替レートは円安傾向を示すようになり、金融引き締めの制約が除去された。景気の過熱も危惧されたため、金融政策は5月から引き締めへ転じた。90年の株価の下落はこの引き締めによって生じた。

90年には、不動産に総量規制が導入された。総量規制とは金融機関の不動産向け融資残高を一定水準以下に抑える規制のことで、具体的には四半期ごとの不動産向け融資残高を総貸出残高の伸び率以下に抑えることとされた。対象は全国銀行、信用金庫、信用組合、生損保などであった。総量規制は、地価高騰を支えている土地取引資金をコントロールしようとする極めて強力な政策であり、その導入により、土地取引と地価には大きな変化が生じた。この規制は、地価下落のきっかけになったものと評価される。

土地税制も見直されたが、いずれも実効性という点からは疑問がある。

香西他（2000）は、バブル期の金融政策に関して以下のような議論を展開している。

1980年代後半のバブルは、金融緩和のもとで発生し、拡大した。この金融緩和は、ただちには景気の過熱や物価の上昇をもたらさなかった。物価上昇気配が濃厚になると、日本銀行は金融引き締めへ転じたが、バブルはすでに広範に進行していた。資産価格と価格の変動がかなりの期間・幅で乖離するとすれば、当面の物価動向にだけ注目して金融政策を運営するのではバブル防止には手遅れになる可能性がある。金融政策は物価安定を中心に運営されるべきであるが、バブルの再発を防止するためには次のことに留意すべきである。

(イ) 80年代後半に顕著であったような為替レートへの過度の配慮を避けること

(ロ) 資産価格の動向を見守り、その物価や経済基調との関係を注意深く分析し、物価安定の観点からみて予防的に行動すること

金融緩和は、通常物価を上昇させる。しかし、なんらかの理由で（円高、生産性向上などで）物価が上昇せず、資産価格がこれと乖離して上昇する場合もある。これに将来への強気期待が加わると、資産価格の上昇は急激になり、バブルに至ることもありうる。1980年代の日本経済はその可能性を極端な形で露呈したものと評価できる。金融政策は伝統的に物価安定に割り当てられており、金融引き締めには政治的反対が強い。物価が安定しているときには、引き締めのきっかけがつかみにくい。物価安定と資産価格高騰抑制という2つの独立した政策目標を同時に達成しようとするならば、「ティンバーゲンの定理」により、政策当局は2つの政策手段を持たなければならない。政策手段を増やすには、金融政策以外の手段に依存することや広義の金融政策の範囲で選択的統制を発動することが考えられる。1980年代後半の資産価格高騰に対しては、前者の例としては、地価税の導入、後者の例として、大蔵省による土地融資総量規制が実施された。しかし、これらの政策も発動が遅れたり、効果が十分でなかったり、または、好ましくない副作用を伴った面があった。

金融政策の目標は広く捉えたほうがよい。資産価格、とくにバブルの可能性にこれまでに以上に配慮するのが現実的である。当時の実情を顧みると、金融政策の決定に当たって、物価安定が優先されるのは当然として、資産価格はせいぜい間接的に言及される程度であり、むしろ為替安定への国際協調が重要な比重を占めていた。為替安定、国際協調は当時にあつては金融政策の最優先課題に近かったという印象がある。当時の金融政策について、国際協調を優先してバブルの膨張を放任したとの批判がある。ただ、国内均衡に専念しにくい状況であったのは事実である。もちろん今後は、国際協調についても、国内均衡の確保を前提として考える必要がある。

具体的なバブルの懸念があるときには、金融政策としては、先行きを展望しつつ予防的に引き締め気味の政策を採り、金融緩和永続の期待を形成させないように努めるべきである。

マクロ政策としての金融政策のみならず、事前的措置としてのプルーデンス政策を検討すべきである。プルーデンス政策とは、信用秩序の維持のために金融機関の破綻防止や金融システムの健全性や安定性を維持するための各種政策措置の総称である。

翁他（2000）は、バブル経済の発生メカニズムについては、さまざまな議論や分析が行

われてきたが、コンセンサスが形成されるにはほど遠い状況であり、急激な資産価格上昇のもとでの金融政策運営のあり方についても、論者の見方は分かれる、として、以下の通りの議論を展開している。

日銀と若干のエコノミストは、インフレ懸念や金融緩和の行き過ぎとみられる現象に対して、比較的早い段階から懸念を表明していた。しかし、物価指数でみる限り物価は落ち着いており、インフレ懸念論者は、自らが表明した「インフレ懸念」と「物価の安定」という現実とのギャップに苦しんでいた。さらに、資産価格の上昇についても、それがどのような意味で問題を引き起こすのか、共通の理解は存在しなかった。

日銀は、1985年9月のプラザ合意後の円高不況に対応するため、1986年1月から1987年2月までの間、公定歩合を計5回、2.5%引き下げた。この間の金融政策運営の特色として、次の3点があげられる。

(イ) プラザ合意に示された国際的な政策協調の枠組みに強く影響された。

(ロ) 円高による景気後退、国内産業の空洞化等の懸念から円高阻止がいわば「国論」となるような雰囲気の中、金融政策の運営上、為替相場の安定確保、とりわけ円高抑制に大きなウェイトがかけられた。

(ハ) 「内需の拡大を通じて経常黒字を縮小する」という当時支配的であった経済政策運営の理念の影響を金融政策も受けた。

バブルの発生という観点から問題になるのは、バブル期の後半、すなわち1988年後半以降の景気判断である。バブル期の後半には、景気拡大が明確化し、日銀は景気拡大が「巡航速度」を上回っているとの表現で、景気拡大に対して繰り返し警戒感を表明していた。そのひとつの論拠は、需給の逼迫傾向である。また、設備投資の高い伸びについても先行きの供給能力過剰から景気が後退するリスクも意識していた。しかし、そうした見方は十分説得力のある議論とは受け取られなかった。理由として、景気拡大にもかかわらず、物価安定が続いたことと、日本経済の生産性や潜在成長率が上昇したという認識の広がりも大きかったと考えられる。金融引締めへの転換を正当化する最もオーソドックスな論拠は、インフレ圧力の存在であるが、現実の物価が極めて安定していたことは金利引上げの必要性に対する認識を弱めた。

バブルは、絶対に防ぎうるというものではないかもしれないが、最もオーソドックスな対応は著しい期待の強気化が時として生じることを認識し、そのうえで社会全体としてこれを自制するメカニズムを組み込むことであるように思われる。期待の強気化を定量化することは難しいが、ひとつの目安としては、株式のイールド・スプレッドの変化がある。それは、長期金利から株式の益利回り(予想企業収益/株価)を差し引いたものと定義される。これは、「期待成長率－リスク・プレミアム」に一致し、「リスク・プレミアム調整後の期待成長率」という意味であり、期待の強気化の尺度となる。

中央銀行にとってバブルの経験から得られる最大の教訓は、経済が抱えるリスクを極力潜在的段階で把握する「先行きを展望した (forward-looking) 金融政策」の重要性である。

村松・奥野（2002）は、バブルの発生に関して、次のように述べている。

バブル発生の原因は、全体整合性を欠いた政策・制度変更にあった。政府部内に総合調整機能を持った政策企画・立案機関が存在しないままに、個々の政策や制度変更がその生み出す副作用の検討や対処の準備をすることなく実行されてきたことによるものである。例えば、その不用意さが大きな民間貯蓄の黒字を膨大な経常収支黒字として実現させてしまったが、その結果、日米経済摩擦は悪化した。それがさらに外圧となって、金融引締めを遅らせた。結果としてバブルが発生したが、その認識も遅かった。そのひとつの理由としては、フローの財・サービスの価格は安定しており、株価は実体経済を反映していると認識されてしまったことがあげられる。また、十分な準備・調査研究が行われずに様々な規制緩和策が行われ、内需拡大の中心が非効率的な公共事業やリゾート開発に置かれた。政治も政策に整合性を与えることに関しては、マイナスの影響があった。しかし、政策の結果を調査した上で実施すれば、バブルは避けることもできたはずである。

さらに村松・奥野は、財政政策が財政再建に固執するあまり、金融政策に過度の負担がかかった、としている。80年代半ばに求められた内需拡大については、財政政策に応分の役割を割り当てていれば、資産価格の急騰はあれほど激しいものにならなかったはずである。1980年代半ばには、バブルだと言いはじめる人がいたが、大半の人はバブルを認知しなかった。いつから認識が可能であったかは未だ決着が付いていない問題であるが、84年にすでにバブルの認知が可能であったとする見解（杉田「日本のバブルとマスメディア」（平成バブルの研究（上）2002）もある。金融行政については、金融自由化の流れのなかで銀行と証券の垣根を存続したことは問題であった。規制緩和で優良企業が資金調達をエクイティ・ファイナンスなど直接調達に求めた結果、金融機関の貸出先が土地開発、非効率な企業などに変化し、相対的に劣悪化した。金融機関では、有担原則は維持していたとはいえ、融資審査基準の緩和によって土地への投機を容易にした。あるいは、有担原則だけで融資が行われる傾向が生じ、右肩上がりの株価と地価を前提として、また、大幅な金融緩和によるカネ余りを受けて、担保の掛け目を無視した貸付が行われた。政府当局は、こうした民間の動きを見ながら何の手も打たなかった。

上述したいくつかの論点に関して、チャンセラーは、次のように述べている。

（イ）中央銀行が、インフレの動向を注視する際に、消費者物価とともに資産価格にも注意を払うべきとする経済学者が少なくない。しかし、例えば、株価の上昇が業績見通しの向上だけによるものなのか、それとも投機の圧力によるものなのかを明確に説明できない。その答は、時間が経過して、過去を振り返ってみたときにしか分からないのではないか。

（ロ）中央銀行が投機を抑えようとするときに使える主な手段は、政策金利の引上げであるが、投機家が巨額の値上がり益を確保できると予想しているかぎり、金利上昇にひるむことはないであろう。金利引上げの効果が景気後退に及ぶと経済全体が打撃をこうむることになる。

(ハ) 中央銀行にのこされた手段は、投機を止めるよう投機家に警告することしかないであろう。1920年代に「道義的説得」と呼ばれた手法である。このような警告は繰り返し出されてきたが、投機家が真剣に警告を受け止めた例はない。

(ニ) 大恐慌の時代、米国の指導者は、投機を抑えるには投機家による負債（レバレッジ）の利用を制限するのが最善の手段だと判断した経緯がある。実際、連邦法によって、マージン・ローンの上限が担保株式の50%までに制限された。近年のデリバティブは、事実上無制限にレバレッジを高められるように見えるが、そこに制限を加えることができれば、金融市場のシステミック・リスクを軽減できるかもしれない。デリバティブの情報開示を進める必要がある。

アラン・グリーンズパン(2007)は、ITバブル時のFRBトップとしての経験を概要以下のように述べている。

何の価格が重要なのかについて、どこに線を引くべきなのか。いま生産されている財やサービスの価格は、インフレの基本的な指標であり、確かに重要である。しかし、将来の価格はどうか。それ以上に重要な点を挙げるなら、将来の財やサービスに対する請求権の価格、つまり株式や不動産などの収益性資産の価格はどうか。これらの価格は経済の安定に不可欠と考えるのか。低インフレが続いていることは明らかに、将来に関する不確実性が低下していることを意味し、それによるリスク・プレミアムの低下は、株式などの収益性資産の価格上昇を意味する。この反比例の関係は、株価収益率とインフレ率の過去の関係に示されている。

しかし、根拠なき熱狂によって資産価格が過度に上昇し、その結果、過去10年の日本のように、長期にわたる予想外の景気後退を招きかねない状況になったとき、どうすればそれがわかるのか。そして、金融政策の策定にあたって、その点に関する評価をどのように考慮していくべきなのか。

金融資産バブルの破裂が実体経済の安定、つまり生産、雇用、物価の安定を脅かす恐れがないのであれば、中央銀行家が懸念する必要はない。例えば、1987年の急激な株価下落は、経済にほとんど悪影響を与えていない。しかし、資産市場と実体経済の関係の複雑さを過小評価すべきではないし、それについて自己満足に陥ってはならない。

バブルにならないように努力するのはFRBの任務のひとつである。FRBは、何よりも、インフレ率を、リスク・プレミアムを、資本コストを低い水準に維持するようにする必要がある。長期的な均衡を考えるならば、市場価値は高いほうがいい。FRBが抑えようとするのは、いずれはじけるバブルである。

株式市場はバブルになっているのか。なっているとすればどうすべきなのか。株式市場が短期間に30-40%下落するのであれば、下落前にバブルであったと考えることはできる。しかし、短期間にそれだけ下落するという確信がなければ、バブルだと判断することはできない。そのような予想に確信を持つことは極めて困難なことである。確かにバブルだと判断したとしても、FRBが空気を抜くことができるか疑問である。過去に試みて失敗してい

るからである。FRB が利上げしても、景気と企業利益が悪化して株価が下がる結果にならない限り、株式投資のリスクは下がり続けるように思える。大幅な利上げなら、話は違ってくるが、経済に大打撃を与えてしまう。段階的な利上げでは、逆効果になるであろう。そこで、FRB としては、財とサービスの価格を安定させるという中心的な目標の追求に徹することとした。そして、暴落が起こったときに、経済を守る任務に徹することとした。

第2章 デフレとはなにか

1. 基本的概念

平成 11 年 6 月に公表された「ゼロインフレ下の物価問題検討委員会報告書」（経済企画庁物価局）によれば、デフレという言葉は、論者によって意味合いが必ずしも一致しておらず、一般的には、つぎのような意味に用いられてきた。

- (イ) 一般的に不況、景気後退をさす場合
- (ロ) 物価の下落を伴った景気の低迷を指す場合
- (ハ) 景気の状態にかかわらず物価の下落を指す場合
- (ニ) 物価の下落のうち需給緩和による部分のみを指す場合

このような整理をしたあとで、一般的にはデフレという言葉が景気との関連で議論されることが多く、当時、市場の需給と物価下落との関係に注目していたことから、(ロ) を採用している。

平成 13 年 3 月 16 日の月例経済報告は、「緩やかなデフレ」について明記している。すなわち、デフレについては、これまで日本では、論者によってさまざまな定義が用いられてきたが、「持続的な物価下落」をデフレと定義すると、現在、日本経済は緩やかなデフレにあるとした。また、その会議資料のなかで、「緩やかなデフレ」についての説明がなされている。

また、ほぼ同時期に公表された岡本（2001 年 3 月）は、デフレの定義を再整理している。

ここでもまず、政府は、これまで「デフレ」を「(単に物価が下落することを指すのではなくて、) 物価の下落を伴った景気の低迷を指す場合」と定義してきた、としている。そして、「デフレ」の定義の見直しについて、

- (イ) 「良い物価下落」VS 「悪い物価下落」の議論の問題点
- (ロ) インフレ議論との非対称性、すなわち、インフレについては、ダイヤモンド・プルとコスト・プッシュをともに勘案するのに、ダイヤモンド・プッシュとコスト・プルの複合として生じている物価下落を、生産性の向上による総供給曲線の右方シフトの結果生じた「良い物価下落」ですませているのかという議論。
- (ハ) 国際的な共通認識としてのデフレ

という論点から、(a)国際的基準に合わせる、(b)現下の状況下では物価が下がること自体に問題がある等の観点を重視し、従前の定義を改め、「物価の持続的な下落を指す場合」を今後採用することとする旨明記している。そのうえで、平成 11-13 年時点で 2 年以上持続

して下落していることから、「現在、日本経済は緩やかなデフレにある。」と判断できる、としている。ここで、国際的基準とは、IMFの「少なくとも2年間継続的に物価が下落する状態」という定義を念頭に置いている。

さらに、「デフレ問題についての論点整理」（内閣府、財務省、経済産業省、日本銀行の実務担当者からなる「デフレ問題スタディ・グループ」の検討結果）が平成14年2月12日の経済財政諮問会議に報告されたが、そのなかで、デフレを「一般物価が持続的に下落する状態」と定義すると、わが国は90年代半ば以降、緩やかなデフレが続いている、としている。

岩田（2001）は、デフレについて以下の通り述べている。

これまで、経済学の教科書にはほとんど記述が見られなかった。グレゴリー・マンキューの「経済学Ⅱ・マクロ編」には、「19世紀、物価が下落するデフレーションという現象が長期間にわたって生じた、という記述が見られるが、これによれば、デフレーションとは、ある期間にわたって物価が下落する現象ということになる。また、「日本銀行調査月報」（2000年10月号）の「わが国の物価動向」という論文の注に、「デフレとは物価の全般かつ持続的な下落を指す」という記述がある、としている（注）。旧経済企画庁の定義、内閣府関係の定義についても言及したうえで、結論的には、IMFの定義を採用している。

（注）ただし、本文には、「91年以降は、物価は上昇率を低下させたり、あるいは軟化しており、中には需要面の後退を反映したデフレ的な局面も見出すことができる」との文章がある。この部分だけであれば、上記経済企画庁物価局の報告にみられたような実物面の後退を伴うのがデフレというようにも読める。

原田（2004）は、デフレの定義として、単に物価が下落することではなく、物価下落を伴う不況とするべきという説もあるが、英語のDeflationには、物価が下落するという意味しかなく、元来英語の言葉であるのに、新たな意味を付け加えるのは混乱の元であるから、物価の継続的のほうの方が適切である、としている。そのほうが、デフレでどうなるかを考える場合の出発点としても適切であるという。不況を伴うというなら、それで説明は終わってしまうからである。

以上のように、デフレの定義としては、IMF定義を採用することが定着していると言える。

2. デフレの要因

なぜデフレになるのかについて、整理することとする。

年次経済報告（平成13年度）は、日本経済がなぜデフレになっているのかについて、当時の過去2年間を念頭に置いて、分析し、主に3つの要因を指摘できるとしている。

（イ）安い輸入品の増大などの供給面の構造要因

中国等からの安い輸入品の流入、ITを中心とした技術革新、流通合理化等の物価を引き下げる構造的な要因がこれまで以上に強まっている。

安値輸入品の影響を具体的に見ると、繊維製品やテレビ・VTRといった耐久消費財では、99年以降、輸入品が大幅に増加しており、なかでも中国からの輸入比率が上昇している。中国をはじめとするアジア諸国の供給力増大による現地生産品の輸入増加が、製品価格を押し下げている。

(ロ) 景気の弱さからくる需要要因

99年春から景気は回復したが、回復力は弱かった。2001年に入ってから景気は再び弱まり、年央以降景気悪化の状況がさらに強まっている。こうした景気の弱さから、需要が低迷し、物価を押し下げる力が働いている。GDPギャップは拡大傾向にある。このように、バブル崩壊後の長期間にわたって、需要が弱い状況が続き、物価上昇率が趨勢的に低下傾向を辿るなかで、人々のデフレ期待も徐々に拡大している。

(ハ) 金融要因

長期的には、インフレやデフレは、マネー・サプライの動きによって決まることは知られており、マネー・サプライが十分供給されれば、デフレは回避しうる。日本銀行ではこれまでになかった大幅な金融緩和策を講じているにもかかわらず、十分な銀行貸出、マネー・サプライの増加につながっていない。これは、物価を下げる構造要因と需要要因の力が強い中で、企業の過剰債務やそれと密接に関係する不良債権問題を背景に、企業の資金調達意欲が高まらない上、銀行の仲介機能が低下していることによるものである。

前に引用した「デフレ問題についての論点整理」(平成14年1月)は、デフレの要因を、政策を考えるうえで重要な特徴として整理している。

(イ) 需給ギャップの拡大による物価の下落

(ロ) 供給サイドの要因が集中したことによる物価の下落

(ハ) マネーサプライと物価の関係が不安定化しているという金融的な要因

需給ギャップという観点からみると、90年代のディスインフレからデフレへの傾向は、バブル崩壊後の長期的な景気低迷が基調的に需給ギャップを継続・拡大させたことを反映しており、これがデフレの最大の要因と考えられる。そして、この長期的な景気低迷の背景には、資産価格の下落や不良債権・過剰債務問題、それらによる金融仲介システムの機能不全や産業構造調整の遅れ、がある。また、これらが財政金融政策の制約や障害となると同時に、将来不安やデフレ期待といった心理的な影響とも相まって、さらなる個人消費や設備投資の低迷をもたらしてきた可能性がある。

つぎに、最近の一般物価の下落には、供給サイドの要因が集中的に発生した影響が現れている面もあると考えられる。すなわち、技術革新、規制緩和、流通合理化などを通じた低生産性部門に対する効率化への圧力やアジア諸国の急激な工業化による供給能力の増大が内外価格差の縮小や相対価格の変化として集中的に表れるとともに、そのプロセスが需要低迷と相まって、一般物価に対する下落圧力として働いている可能性がある。

また、デフレの要因に貨幣的な動向が関係しているのではないかという点については、デフレは貨幣的な現象であるという認識に基づき、ベースマネーの供給は貨幣供給量の増

加を通じて物価の上昇に結びつくという見解がある一方、貨幣供給量と一般物価水準との相関は数年単位の期間においては妥当せず、金融政策の一般物価に対する効果は、まず、流動性の供給を通じて実体経済に影響し、その後、ラグをともなつて認められるものである、との見解もあった。さらに、不良債権・過剰債務問題が金融政策の効果発現を制約しているのではないかという点については、マネタリーベースの供給が増加する一方で信用乗数が低下してマネーサプライが伸びず、銀行貸出も減少が続いており、不良債権・過剰債務問題などが金融仲介システムの機能低下を長引かせているおそれがある。

前出岩田（2001）は、デフレの要因に関連して以下のように論じている。

総需要の持続的減少によるデフレと総供給の持続的増加によるデフレの違いは、前者が国内総生産の減少をともなうデフレであるのに対して後者は国内総生産の増加をともなうデフレであるということである。国内総生産の増加をともなうデフレは、「良い物価下落」と言われることがある。90年代後半以降のデフレは「良いデフレ」とは言えない。実質経済成長率は低く、失業率は上昇した。一方、実際に生じた供給側の変化は、産業全体の生産性の上昇ではない。安い輸入品が大量に輸入されていることと一部の産業で技術革新等により生産性が上昇していることである。これは、産業間の製品の相対価格を変化させる要因であるが、総供給曲線を持続的に右へシフトさせる要因ではない。

総需要や総供給の変化は必ずしもそれほど継続はしない。それに対して、貨幣供給量は長期にわたって変化し続け、物価に長期的な影響を与える可能性がある。5-10年間という長い期間をとれば、貨幣供給量と物価の関係は安定している。より短い期間でみればどうか問題なのである。

前出原田（2004）は、なぜ、デフレが続いているのかについて、以下のように述べている。

短期的にはともかくも、需給が調整される長期にわたって、需給ギャップがデフレの要因であるとは考えられない。安い輸入品も、輸入品がGDPに占めるシェア（10%）を考えれば、その影響は小さいはずである。また、安い輸入品が利用できるということは、それ以外のものに支出を拡大できるということであり、全体としての需要はむしろ拡大するかもしれない。

IT等の技術革新や流通合理化等の供給面の構造改革によって供給能力が増強されれば、物価には下落圧力がかかる。しかし、2-3%のインフレ率を経験してきた経済がマイナス1%のデフレになるためには、供給能力の増加率がこれまでにくらべて3-4%高めにならなければならない。これほどの供給能力の加速があったとは考えにくい。米国ですら、供給能力の加速は1%程度にとどまる。そもそも、日本の成長率は90年代に低下しているのであり、供給能力の増強でデフレになったはずはない。

期待インフレ率の低下はデフレの要因であるが、なぜ、そうなったか。これまで、物価が下落していたからであるというのは確かにその通りである。なぜ、物価が下落していたのかといえば、金融政策が引き締められ、マネーサプライの伸びが不十分であったからで

ある。財政支出が足りないからデフレになるかといえば、財政支出を増やすことで民間支出を抑制することにつながる。財政支出増加がそのままデフレ克服につながるとはいえない。

資産価格の下落と銀行機能の低下がデフレの要因か。資産価格が下落するからデフレになっているのではなく、デフレだから資産価格が下落する。90年代以降、貸出は減少しているのに、マネーサプライは低いながらも伸びている。銀行機能を重視する必要はない。マネーサプライを増加させるのに、銀行を通じる必要はない。国債、地方債の買い切りオペを日銀が行えば、必ずマネーサプライは増える。

マネーサプライをデフレの要因とすることは容易である。貨幣数量理論によれば、少なくとも長期的には、物価はマネーサプライで決まる。物価=貨幣の流通速度×貨幣量 / 財・サービスの供給量（実質 GDP）という関係を変化率に直せば、

物価上昇率=貨幣の流通速度の変化率 + 貨幣量の変化率 - 財・サービスの供給量の変化率

1980年以降のデータでみると、90年代になって物価が下落しているのは、マネーサプライの伸び率が低下しているからであることがわかる。

よって、デフレは金融政策によって生まれていることは明らかである（以上、原田（2004））。

黒田（2005）は、デフレは内外の要因が複雑に重なって生じたとしている。ただし、GDPギャップ、技術革新、規制緩和、中国製品輸入などは原因とは言えず、財政拡張と金融引締めというポリシー・ミックスが円高をもたらしたデフレを誘発する効果に注目している。金融政策も要因の一つであったが、一貫して最大要因ということは難しい。積極的に「デフレはいつでもどこでも金融的な現象」とは言い切れない。

なお、伊藤・カーギル・ハッチソン（2002）によれば、財政出動に関して、クルーグマンは、リカード命題に従い、財政出動を政策手段に挙げていないが、ポーゼン（1998）は、大蔵省が90年代にとった実際の財政刺激策は公表された額をはるかに下回っており、十分に大規模な財政刺激策がとられていれば、停滞とデフレを食い止めることができたはずだとしている。この点をGDP統計から確認したところ、名目公的資本形成は1992年以降累次にわたる経済対策にもかかわらず、前年度比マイナスの場合がほとんどであった（第2-1図）。

3. デフレの影響

前出年次経済報告（平成13年度版）は、デフレが日本経済に与える影響を以下のようにまとめている。

貨幣の流通量を中央銀行が管理する現在の「管理通貨制度」が導入される以前の戦前の各国経済では、デフレはそれほど珍しいことではなかった。デフレはしばしば不況下で起こったが、デフレ下でもプラスの経済成長率を達成した時期もあった。とくに、19世紀後半の英国と米国ではともに、30年あまりの長期にわたって、年2%程度の緩やかなデフレ

が続いたが、その間当時としてはかなりの経済成長を持続した（英国の場合、1873-96年の平均で小売物価下落率1.7%、成長率1.9%、米国の場合、1864-97年の年平均で消費者物価下落率1.9%、成長率5.6%）。

19世紀後半の英国と米国の経験は、年2-3%程度の緩やかなインフレが経済にはほとんど悪影響をあたえないのと同様に、緩やかなデフレも経済にそれほど大きな悪影響を与えない場合があることを示している。しかし、現在の日本経済の置かれた状況にあっては、程度が緩やかであっても、デフレは経済に悪い影響を与えていると考えられる。それは、長期に経済が停滞する中で、銀行は多額の不良債権、企業は過剰債務を抱えており、しかも短長期の名目金利がゼロに近づいているという日本経済の現状では、デフレは以下で説明するルートを通じて、経済を下押ししているからである。したがって、出来るだけ早くこのデフレ状況から脱却することが重要である。デフレは、主に次の2つのルートで、経済に悪い影響を与えられられる。

(イ) 企業、とくに過剰債務を抱えた企業にとって、デフレは実質債務負担を増加させるので、新規の設備投資を抑制する要因になる。

(ロ) 物価が下落する一方、名目金利や名目賃金がそれほど下がらない場合（名目金利はゼロ以下にはならない）、実質金利や実質賃金が上昇するため、企業にとって収益を圧迫し投資を抑制する要因になる。

前出の「デフレ問題についての論点整理」は、デフレの問題点について、以下の通り整理している。

(イ) 名目金利はゼロ以下には下がらないから、名目金利がゼロに近づいた状態でデフレが発生すると、名目金利から期待インフレ率を差し引いた実質金利が上昇し、総需要に対して抑制的な効果をもたらす。

(ロ) 名目値での債権・債務契約のもとでは、実質債務価値が増加し、それに伴い、住宅ローンを借りている世帯や企業の債務負担が高まる。

(ハ) 名目賃金の下方硬直性は、企業収益の追加的な下押し圧力として作用するとともに、賃金調整の困難を通じて、産出量の減少や雇用水準の低下をもたらす。

また、こうした問題が顕在化すれば、

(ニ) 金利や賃金による調整が働きづらく、また、景気低迷やデフレ期待は消費や投資を先送りさせることから、資金や労働力が成長部門に円滑に移動せず、その結果、産業の構造調整が進みにくい。

(ホ) 景気の低迷が一般物価のみならず、株価や地価などの下落圧力として働く一方、資産価格の下落は逆資産効果やバランス・シートの調整圧力の上昇を通じて総需要を減退させ、一般物価の下落をもたらすといった問題も生じる。

デフレから生じる、こうした総需要の抑制、実質債務の増大、産業構造の調整の遅れや資産価格の下落は、不良債権問題の解決を遅らせており、他方、不良債権の処理の遅れなどの問題は、金融仲介システムの機能低下を長引かせ、景気低迷を長期化させている。

岩田は、『まずデフレをとめよ』（2003）のなかでデフレ脱却の必要性について以下の通り整理している。

（イ）デフレでは産業構造の調整は進まない。

デフレが続く限り、土地・労働・資本などの資源が成長産業に移動することは困難で、必要な産業構造調整も進まない。高すぎる予想実質金利やバランスシートの悪化のために、生産を縮小し、設備投資を抑制する。構造改革論者の主張とは逆に、生産性の低下や産業構造調整の遅れは、デフレの結果であって原因ではない。

（ロ）不良債権問題は解決しない。

デフレのために売上高が伸びず、借金が返済できなくなっているケースが多くなっている。デフレのために優良債権が不良債権に転落していく。

（ハ）財政危機が深刻化

デフレで名目所得も名目消費も伸びないから税金も増えない。歳出を削減すれば、それ自体がデフレを加速し、ますます税収が減少するという悪循環に陥る。

（ニ）銀行危機から脱却できない

不良債権によって銀行経営は悪化するが、その悪化を貸出金利の引上げによって止めることはできない。金利引上げが難しければ、貸出を抑制して、安全な国債の保有を増やすことによって利益をあげるしかない。

（ホ）生保の経営危機につながる

企業収益が安定的に伸びることは期待できないから、株価は低迷し、たまに上がることはあっても、傾向としては低下する可能性が高い。また、名目金利も非常に低い水準に張り付いたままで上昇しない。そのため、生保はいつまでたっても、十分な運用成果をあげられず逆鞘を解消できない。

（ヘ）年金制度も破綻の危機に

公的年金制度も生保と同じメカニズムで破綻の道を進む。年金支給額を物価の低下に合わせて減らそうとしているが、多少デフレにスライドして減らしたところで追いつかない。さらに、株価は上がらないから、保有する株式の保有損は拡大するばかりである。

4. デフレの歴史と教訓

歴史的に見て重要とされているデフレの経験等について整理する。

まず、平成13年度年次経済報告がわが国の状況を中心に概略を次のようにまとめている。平成13年12月の時点で、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は、99年秋以降前年割れしており、2年程度マイナスであることから、緩やかなデフレの状態にある。一方、GDPデフレーターで見た場合は、90年代半ば以降緩やかなデフレの状態にある。このような状態は、日本経済にとって戦後初めての経験であり、きた、戦後の他の先進国においても例がない。

ただし、戦前まで遡れば、デフレの期間、程度ともに、わが国の現状を上回るようなデ

フレがわが国を含め主要国においても度々見られた。

デフレの代表的な例としては、米国の大恐慌があげられる。米国では、**1929年10月**の「暗黒の木曜日」に株価が大暴落した。これをきっかけに、**29年から32年**にかけて工業生産は約半分に減少、実質 GDP は約 **3割**減少し、失業率も約 **3%**からピーク時（**33年**）には約 **25%**まで上昇した。この間、物価についても、**29~32年**の累計で、卸売物価は約 **32%**、消費者物価は約 **20%**の下落となった。この大恐慌で、米国のみならず主要各国が成長率の落ち込みと物価の下落を経験した。

また、わが国では、明治以降の戦前期において、物価下落を度々経験している。とくに、**1920~31年**にかけて、消費者物価が約 **36%**下落し、日本経済は期間、幅ともにもっとも大きいデフレを経験した。**21~31年**の経済成長率は、年平均で **1.8%**にとどまった。この期間の前後の経済成長率は、**4%**前後（**10~20年平均 3.5%**、**31~40年平均 4.6%**）であったので、この間の景気低迷が目立つ。このように、戦前の恐慌時のデフレは、現在のわが国のデフレと比べ、大幅なものであった。

林敏彦（「経済教室」（**2003.3.28**、日本経済新聞））は、米国の大恐慌とわが国のデフレを比較している。

大恐慌時の米国と **90年**以降のわが国の実質 GDP と GDP デフレーターの前年比の推移を見ると、米国の変動が大きく、わが国の変動は小幅にとどまっている。さらに、米国では、経済成長率の上下と物価上昇率の上下がほぼ同じタイミングで生じているのに対して、両者の動きが逆行している。これより、わが国のデフレが、総需要側の要因ではなく、総供給側の要因に因っていることがわかる。なぜなら、総供給側に変化がないとき、総需要側に生ずる変動は物価と実質 GDP の同方向への変化をもたらす、総需要が安定しているときの総供給側の変動は、物価と実質 GDP に逆方向の変化をもたらすからである。

（株）日本総合研究所は、「英国大不況と世界デフレについて」という報告書（**2003.6**）において、**19世紀後半**に発生した英国のデフレについてまとめている。

英国は、**1873年**から**1896年**まで、「英国大不況」と呼ばれる長期の不況を経験した。この期間内には短期の景気循環は存在したが、期間を通してみれば、景気は低迷し、物価は下落傾向で推移した（**第 2-2 図**）。**23年**間の平均経済成長率は、**2%**弱、卸売物価は年平均 **2.3%**下落した。大不況前の **60年代**半ばからデフレの兆候が見られ、**70年**の普仏戦争の影響で物価はしばらく上昇するが、**73年**以降はデフレ傾向が次第に強まった。なお、世界的にデフレが進行していた。米国やドイツの卸売物価も英国とほぼ同様のペースで下落していた。この当時の英国の状況は、近年の日本経済と似ている。当時の英国も、新興国のキャッチアップで産業の空洞化が進展していた。すなわち、米国、アルゼンチン、豪州などから安価な穀物が大量に流入するようになり、農業が急速に衰退した。また、米国やドイツなどの新興工業国のキャッチアップも目覚しく、それらの国への輸出比率が高かった羊毛製品や鉄鋼製品分野を中心に産業基盤が侵食された。

大不況の原因については、慢性的な過剰生産能力が原因とする実物経済面重視説と金需

給の逼迫に伴う貨幣量の不足が原因とする貨幣面重視説が対立している。前者に従えば、大不況の結果、デフレが発生したことになるが、後者に従えば、貨幣不足がデフレを発生させ、デフレが大不況を惹起したことになる。これらの説に加え、経済のグローバル化に伴う安価な製品の流入がデフレを招いたとするグローバル化説も存在する。

竹森（2002）は、このデフレの要因として、金本位制が確立していた当時において、生産技術の進歩や国際分業の拡大に伴う実質生産の増加に金の増加が追いつかなかったことを挙げている。実質生産と比較してマネー・サプライが過少になったために、デフレが発生したというわけである。

富田（1997）は、英国大不況の原因を鉄鋼業など主要産業の国際競争力が低下したことに求め、労働市場が非弾力的であったことが個人消費が安定的に推移し経済が縮小均衡に陥らなかった理由であるとしている。

前出原田（2004）は、1870年代初めから90年代半にかけて欧米諸国が経験したデフレは、それが生じた要因も脱却できた要因もマネタリーな要因である。金の生産の増大とともに、金本位制のもとでハイパワード・マネーも増大した。金の生産増大は、金鉱の発見によるものであり、金鉱の発見は外生的なものであるから、マネーの増大も外生的に生じたものである。銀本位制であった日本とインドは、この時期、デフレを経験していない。

米国の大恐慌も、マネーサプライの減少によって起こり、その増加によって脱出できた。竹森（2006）は19世紀デフレの日米比較を行っている。

そのなかで、当時の日本がデフレを免れたのは、銀本位制であったため、銀安の傾向による正貨準備の増加が効いたとしている。他方で、米国は、デフレを逃れるための銀本位制の政治的な模索が1890年代初頭において行われたために「通貨信用の喪失」を招いて、1890年代初頭に深刻な不況とデフレを招来した。「資本逃避」から「金準備の減少」という連鎖が「クレジット・チャネル」を通じて実体経済と金融セクターにマイナスの効果を及ぼした。また、1897年以降の米国経済の回復においても「クレジット・チャネル」が重要な働きをした。

前出岩田（2001）は、わが国の昭和恐慌と米国の大恐慌をやや詳細に再整理している。

まず、1920~31年の12年間は、20年、24年、及び25年の3ヵ年を除いては、消費者物価が前年比でマイナスとなり、総じて言えば、長期のデフレが続いた。20年から31年にかけて、貨幣供給量（M1）の前年比平均は、マイナス0.43%、消費者物価の前年比平均は、マイナス3.2%であった。貨幣供給量が長期的に減少する傾向のなかで、消費者物価が低下傾向であった。26~31年は、貨幣供給量が年平均2.6%で減少し、その減少速度は、20年代前半の6倍に達した。それにともなって、消費者物価も年平均5.6%下がり、20年代後半のデフレは前半よりもいっそう厳しいものとなった。第一次世界大戦が18年の末に終わると、19年はまだブームの余韻が残っていたが、20年に入って経常収支は赤字に転落し、以後長期にわたって赤字が続く。それは、欧米の輸出力が回復して、アジアやアフリカ市場での競争が激化したため、日本の輸出が伸び悩んだからである。20年3月に株価と各種商品の

価格が暴落すると、日本経済は恐慌状態に陥り、戦争ブームは終結した。大戦中に新興産業に対する融資を拡大した中小銀行は、このブームの終了により、企業の収益悪化や倒産などで融資が焦げ付いて苦境に陥った。政府は、相次ぐ中小銀行の破綻に対して、日本銀行の特別融資によって対応した。しかし、この特融はほとんど効果がなく、むしろ、「日銀特融は、不良銀行を救済して、財界の整理を遅らせるだけだ」という批判が高まった。

30年1月11日をもって、17年以来続いた金の輸出禁止を解除し、旧平価でもって金本位制に復帰した。これは、円高になることを意味しており、経常収支の赤字は一層拡大した。それで、円安となったため、金の輸出が増加した。なぜならば、輸入業者は、円を金に交換し、それで輸入代金を払ったほうが得になるからである。日銀が保有する金が減少したため、金と兌換されてきた円の供給量を減らした。このようにして、30年と31年の貨幣供給量はともにほぼ前年比8%の大幅な減少となった。

井上蔵相は、金輸出解禁と同時に国際収支の悪化を止めようとして、財政支出を大幅に削減するという超緊縮財政政策を強行した。貨幣供給量と需要の大幅な減少により、消費者物価の下落率は、30年が10%、31年が11.5%となった。また、実質経済成長率も30年が1%、31年が0.4%と落ち込んでしまい、のちに昭和恐慌と呼ばれる急激な不況となった。

31年12月に、高橋是清蔵相となり、直ちに金の輸出を禁止した。これにより、日本は再び、金本位制を離脱し、変動相場制に移行した。また、32年には、農・漁村救済のために、財政支出を前年の14億9000万円から19億5000万円へ30%も増加した。この財政支出の増加分はすべて、日銀引き受けの国債発行によってまかなわれた。これは、財政政策であるとともに、日銀から貨幣が供給されるという意味で、金融政策でもあった。

貨幣供給量は32年から増加に転じ、デフレも止まり、実質経済成長率も31年の0.43%から32年には4.42%、33年には10%にまで上昇した。特筆すべきは、高橋財政のもとで日本経済が順調に回復したのに対して、日本以外の国はまだ不況にあえいでいたということである。

一方、米国の大不況を顧みると、不況のさなかに、フーバー大統領と連邦準備制度理事会がデフレ圧力をかけて普通の不況を大不況にしてしまった。実質国民総生産は、29年をピークに減少に転じ、33年を底に増加に転じるが、29年の水準に戻るのは10年後の39年であった。この大不況の原因を、フリードマンとシュワルツは貨幣供給量の減少に求めている。30年の貨幣供給量の減少に伴って、ゼロインフレからデフレに転換し、それにつれて実質GNPも減少している。32年には、貨幣供給(M1)の減少率は、12%(M2は、16%減少)にも達した。それにとまって、消費者物価も10%下落した。実質国民総生産は、15%減少した。そのため失業者が街にあふれ、その年の失業率は24%であった。

当時の大統領フーバーは、政府は民間経済の機能を阻害してはいけないと考えていた。この「自由放任主義」といわれる考え方から30年代初の財政政策と金融政策とともに緊縮的に運営された。英国がすでに金本位制を離脱したあとでも、米国は金本位制を維持するために公定歩合を引き上げてドルの価値を守ろうとした。これは、生産を抑制することに

なった。「労働、ストック、農民、不動産を整理せよ」との掛け声のもとに、整理縮小政策が採られた。これらは好況時に積み上がった余計なものという考えであった。このような構造改革主義的な政策と緊縮的マクロ経済政策が不況のなかでさらなるデフレ圧力となって、米国の大恐慌となっていった。

米国の実質経済成長率がプラスとなるのは、34年からであり、その後の回復は急速であった。この回復のきっかけは、33年3月に大統領に就任したフランクリン・ルーズベルトが金本位制を離脱して変動相場制を採用し、連邦準備制度理事会が貨幣供給量を増加させる金融緩和策に転じたという政策レジームの転換にあった（付注4 参考図表）（以上、岩田（2001））。

C.ベリィ・L.ヨーンング（2000）は、物価水準目標の先駆けとしてスウェーデンを挙げ、当時の状況を記している。1928年1月~31年9月にかけて、国際的なデフレが大戦中の金本位制のメカニズムを通じて、スウェーデンに波及した形で、急速に卸売物価が下落した。28年平均から31年7月までに、25.6%下落した。

前出テミン（1976）は、独立支出の減少が破局に拍車をかけたとしているが、その支出とは投資、なかんずく住宅投資であると述べている。2008年秋以降の米国発の金融危機においても、危機の表面化以前から住宅投資が減少しており、この点は共通している（第2-3図、第2-4図）。

ここで、関連して、米国の大恐慌から得られる教訓について論じたいいくつかの文献からそれらの大意を要約しておく。

猪木（2002）は、米国大恐慌から何を学ぶかとして、以下のように述べている。

第1に、政府が先導して「期待」を反転させるような政策を採らない限り、市場による自力回復を望むことは相当難しい。ただし、小出しで支出されたものには「期待」を変える力はない。

第2に、米国の経済史家J.ヒューズがヴィクセルの理論を援用して、実質市場利子率が投資の将来見込収益率より高い限り、物価は低下し、不況は続くといっているのは興味深く、実質利子率が高いときは、金融の量的緩和は大いに歓迎されるべきである。

第3に、デフレ下の緊縮政策は理解に苦しむ。国債の枠を設定するという教科書的な「正論」が大恐慌時やわが国の近年のデフレ下で主張されるのは理解できない。平時と有事で論理は違ってしかるべきである。（以上、猪木（2002））

菊池（1998）は、銀行実務の経験を踏まえて、以下の通り述べている。大恐慌を加速させ、深刻化させたのは、3回にわたる大銀行恐慌であり、その原因は銀行の株式関連業務への傾倒であり、不動産担保融資の累増である。これより考えれば、以下の点が重要である。

第1に、銀行の連鎖的破綻を絶対に回避する必要がある。銀行が破綻しても、金融機能はそのまま継続させる。

第2に、デフレ・スパイラルが続く大恐慌の真ん中で不良債権を処理するには、自己資

本の減資による直接償却と減資分の資本注入がベストの方法である。大恐慌下では、不良債権は減価していくので、ますます回収が難しくなる。したがって、外科手術で銀行のバランス・シートから切除しなければならない。たとえ引当金を積んでも、不況下では担保不動産が減価するので、さらなる引き当てが必要になる。

第 3 に、金融緩和策を継続する必要がある。量的に大幅な緩和政策を採る必要がある。米国は、33 年に金本位制を離脱し、管理通貨制度の時代に入っていたにもかかわらず、引締め政策を採り、その結果 37-38 年の不況を招いた。

第 4 に、民間銀行に投入する資金は、原則として、銀行が新たに発行する普通株、または議決権のある優先株を公的資金で引き受ける方法がベストである。まず、自己資本で償却（減資、株主責任の明確化）を前提として、資本注入するのがよい。減資の時点で経営責任を明確化すべきである。

第 5 に、銀行資本から株式関連分を除去すべきである。銀行恐慌が不況を深刻化させたのは、株価の下落が銀行本来の機能を減退させ、麻痺させてしまう銀行システムそのものにあった。銀行は絶対に株式を保有すべきではない（以上、菊池（1998））。

内藤（2002）は、米国の大恐慌について、一般物価のデフレも激しかったが、激しい資産デフレなくしては、空前絶後という事態は生まれるはずもなかった、としている。企業や個人が投資した資産は担保に入り、それがさらに負債を膨らませ経済を極限にまで拡大させた後でのデフレの到来であったからである。資産デフレは、バランス・シートを直撃し、金融機関や企業の財務内容を急激に悪化させた。倒産は激増した。企業はバランス・シートを改善するために債務の返済に血眼となり、当面の投資は先送りした。また、資産売却は促進された。こうして、過剰債務の状態が消え去るまでデフレ圧力は継続した。この経験に鑑みれば、今日の政策はデフレ、なかんずく資産デフレにさらに一層の注意を払いながら立案され、運営されねばならない。インフレ・ターゲット論の検討とともに、その目標となる物価指数の内容や性質、また、同時に参考とされるべき資産価格の指数のあり方などについて検討する必要がある（以上、内藤（2002））。

鈴木（2003）は、米国大恐慌とデフレの教訓として、以下の点を論じている。

米国は、金融政策のみならず、金本位制からの離脱、ニューディール政策と呼ばれる大規模なリフレ策による期待の創出を受けた需要の拡大などにより、大恐慌から脱出した。金融政策のみに頼らず、それ以外の政策手段にも目を向けることが必要である。

問題の根本的な解決は、デフレの解消にあるのではなく、新産業の創出などによる経済の活性化ではないか。米国も、景気の本格的な回復は、軍需産業の台頭を待たねばならなかったという説もある。

ニューディール政策によって多くの対策を一度に打ち出すという政府の真摯な対応が、人々の期待に働きかけ、これが米国経済の回復を促した公算は大きい。米国の経験は、政府がリーダーシップを発揮して問題に立ち向かうことの重要性を示唆している（以上、鈴木（2003））。

ピーター・テミン（1994）は、大恐慌の教訓に関して、以下のように述べている。

まず、大恐慌の根本的な原因は、もはや情勢に合わなくなっていた金本位制に頑迷に固執したことである。金本位制は、第一次世界大戦を経た時点で時代遅れとなっていたし、大戦後も国際的対立が続いていた。対戦前の国際金融体制を続けたコストは、1920年代の終わりごろになって現れ始めた。金本位制は、デフレ・バイアスともいうべき性格を持っていた。この古びた体制を堅持するとの政策が大恐慌を引き起こした。1930年ごろ、金融当局と財政当局が行った選択は、1920年代後半まであったような金本位制の維持が繁栄の第一条件だとする世界観に依拠してなされたのである。すなわち、個人と国家間における金の自由なフローを前提とし、各国通貨の為替の固定化を堅持するとの体制であり、国際収支赤字国の調整メカニズムは、通貨価値の下落ではなく、むしろデフレによるものであった。つまり、為替レートが下落するのではなく、物価が下落した。当時、国際協力の種類として可能であったのは、正統的な金本位制理論に基づくものであった。国際協力には慎重であるべきであるというのが第1の教訓である。

第2の教訓は、現実の経済主体が経済学者のように考えるという仮定を置くモデルは疑ってかからねばならないということである。合理的期待は、期待のモデル化という初期段階では有効だが、仮定が強すぎる。人々が現実をさまざまに解釈するとき、どのようなモデルを使ったかを知らねばならない。

第3の教訓は、知的根拠を失った政策に止まり続けるリーダーには疑いを抱かねばならないということである。危機が高まることによって、ある経済政策が効力を失った後も、それに固執することがいかに危険であることを認識しなければならない（以上、テミン（1994））。

5.日本のデフレへの対応

前出「平成13年度版年次経済報告」は、デフレと政策対応について、次のように整理している。

デフレ経済から脱却していくには、基本的には、日本経済が長期低迷から脱して、成長経済に転換しなければならない。そのために政府としては、規制緩和等による民間活力の発揮、不良債権問題の解決、財政改革等といった構造改革を推進し、産業の構造調整（低生産性部門から高生産性部門へのシフト）を図らなければならない。そして、企業や家計の将来への不確実性を引き下げることなどによって、持続的な需要創出を図り、需給ギャップ及びデフレ期待を解消する必要がある。

99年以降、日本銀行はゼロ金利政策の発動（99.2）、ゼロ金利政策の解除（00.8）、金融緩和策（日銀当座預金残高を金融市場調節の新たな操作目標とし増額、新しい金融市場調節方式は消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続、当座預金残高を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、月4000億円ペースで行っている長期国債の買い入れを増額）などの政策を発動。01年8月14日に

は、当座預金残高の増額、長期国債買い入れの増額を決め、さらに9月18日には当座預金残高の増額、公定歩合の引下げを決定。

これらの金融政策の効果に関しては、両論があり、さらなる量的緩和、物価安定数値目標には積極的な立場と消極的な立場があるとしている。そして、金融政策は現在の経済を全快させる万能薬ではありえないが、現在の景気は非常に弱く、さらに構造改革の推進で短期的には景気下押し圧力が強まることを考慮に入れると、日本銀行はデフレ圧力を和らげるためのさらなる施策を積極的に検討する段階にあると考えられるとしている。

前出浜田(2002)は、金融政策によって、国民に使用可能な貨幣のアベイラビリティを増やすことと、国民の貨幣保蔵の傾向を防止することが必要であるとしている。

そのために、広義のマネー・サプライ(M2+CD)を操作目標にすること、財務省による為替介入の日本銀行による不胎化を猶予すること、長期国債の買い切りオペを大幅に増額すること、2年後に年率2-3%のインフレ目標を達成すると宣言すること等を提唱している。

黒田(2005)は、バブル崩壊後初の力強い景気回復が続いている間にデフレ脱却と不良債権処理を達成すべきであったのに、日本銀行も政府も決定的な誤りを犯してしまった。日銀は、96年9月の金融緩和の後はむしろ引締めに走り、98年4月に政府から独立して以降は、独立性を発揮することに汲々としてデフレ歓迎の姿勢すら示していた。その結果、デフレはますます深刻化していった。また、政府も中央省庁改革や財政構造改革に注力して、不良債権問題に本格的に取り組むタイミングを逸してしまい、97年の金融危機と98年の再度の金融危機に直面することになった、としている。

98年8月の選挙によって政治状況が激変し、財政政策、対外経済政策、金融行政の三面で政策が転換されたことは不可避であった。もっと早く政策転換が行われていたら、財政コストはもっと少なくて済んだ。日銀が別の方向を向いていたことから日銀法改正もタイミングが悪かった。ただ、99年2月の「ゼロ金利政策」の決定は遅きに失したとはいえ、正しい選択であった。問題は、その選択をその後日銀が賢明に活用したかどうかである。

日銀は「よいデフレ論」を唱え、深刻化するデフレに十分な対応をしていなかったところ、不況とデフレが悪化して、政府与党からの批判が高まり、結果的に「ゼロ金利政策」の採用に追い込まれてしまった。したがって、日銀は「ゼロ金利政策」の効果に初めから懐疑的であった。「ゼロ金利政策」が潜在的に持つ重要な意義を理解していなかった。すでにクルーグマンが早くから述べていたように、デフレと不況のもとでは、名目金利を下げても実質金利が十分下がらないので、伝統的な金融政策は効果が減殺される。とくに、日本のように実質金利がマイナスにならないとすれば均衡しないような経済では、名目金利をゼロにしても足りない。日銀は物価上昇率が相当のプラスになるまで徹底した金融緩和を推し進めることを宣言し、インフレ期待をプラスにすることによって実質金利をマイナスにするしかない。日銀は、金利がゼロになったのだから、これ以上の緩和はないとしてゼロ金利のもとでも可能な量的緩和の拡大を行わなかった。これらが誤りであることは、2002年以降の量的緩和がかなりの効果を持ったことから明らかである。

2000年8月、日銀は「ゼロ金利政策」を解除してしまう。このとき、政府は新日銀法に則って正式に政策変更決定の延期を要請したが、日銀はこれを否決した。これは完全な誤りであった。物価下落が続き、デフレからの脱却も展望できていない時点で金融を引き締めるのは無謀というしかない。2001年の経済は減速し、マイナス成長に陥ってしまった。そこで、2月13日に公定歩合を0.5%から0.35%に引き下げ、3月1日にはふたたび0.25%に引き下げて事実上「ゼロ金利政策」を復活させたのち、3月19日に金融政策の操作目標をコールレートから日銀当座預金残高にするという「量的緩和政策」に転換した。この「量的緩和政策」は、短期金利がゼロのときでも、日銀当座預金残高を操作することにより金融緩和の程度を変えることができる。しかし、日銀はそうした可能性を積極的に追求しなかった。すなわち、当時の自然体とされた4兆円から5兆円に増額したものの、その水準を半年間維持した後で8月になって6兆円とした。その間、景気は後退し、デフレも深刻化していった。また、株価も下落の一途を辿った。

2001年12月になって、ようやく日銀は歳末対策という名目で当座預金残高目標を10~15兆円に引き上げた。そして、2002年10月30日にはこれを15~20兆円に引き上げた。このような「量的緩和政策」の効果について、日銀は依然として懐疑的であった。景気は2002年春ごろから持ち直しており、それに「量的緩和政策」がなにがしかの貢献をしたのは確かである。一方、時期尚早の円高が始まっていた。これに対する当局のドル買い・円売り介入は2003年5月から2004年3月までの間の総額で32兆円という巨額に達した。その期間の日銀の当座預金残高の増加額は15兆円程度であり、介入額の半分は不胎化されなかった。そもそも不胎化介入は、将来の金融政策の変化を予想させる限りにおいてしか効果を持たないという見解が多かったが、その後、それなりの効果を持つとする見解も出てきた。非不胎化介入はそれに金融政策を加えたものに等しいので効果はより大きくなる。そのうえ、ゼロ金利や量的緩和といった状態では、伝統的な金融政策が機能する余地が限られているので、為替介入を活用して金融緩和を進めることは理に適っている。

他の手段を用いて金融緩和をさらに進めることは可能であった。例えば、全部の非不胎化を行うこと。資産担保証券や株式をもっと大胆に購入すること。長期国債の買い切りオペを大幅に増加すること。物価安定目標を採用すること（以上、黒田（2005））。

伊藤他（2002）は、インフレ・ターゲティングの導入を説いている。確かに、デフレ下で導入された経験はあまりないが、前出のスウェーデンの経験は参考になる。すなわち、インフレ・ターゲティングが不況と物価下落という局面において、インフレ期待を安定化させる重要な制度的枠組みとなりうることを示唆している。もし、日本が目標レンジ1~3%のインフレ・ターゲティングを導入していれば、実際に行われた以上に積極的な金融緩和策を実施していたと考えられる。政策のスタンスが変わっていたはずである。日本の財政法は、日銀が大蔵省から新発国債を直接引き受けることは禁止しているが、流通市場で取引されている発行後1年以上経過した長期国債を購入することは認められている。中央銀行は原則として長期国債のキャピタル・ロスが発生するリスクを負うべきではないという

反論がある。しかし、日銀は長期国債を満期まで保有することができること、そして、運用益はいずれにせよ、国庫に納入しなければならないことを考えると、キャピタル・ロスのリスクは小さいと思われる。例えば、米連邦準備制度は 60 年代初に、後に「オペレーション・ツイスト」と呼ばれることになる政策、すなわち、イールド・カーブに影響を与えることを意図した政策のために長期国債を大量に引き受けた。

インフレ・ターゲティングの導入に関しては、岩田（小宮編「金融政策論議の争点」2002）も人々の期待形成に絶えず働きかけることが重要であるとして賛成している。日銀の強いコミットメントがあれば高い確率でインフレ予想の形成を可能にし、そのときのみ、量的緩和も有効である。

バーナンキ（「リフレと金融政策」（2004））は、インフレ目標よりも物価水準目標のほうが短期的なインフレ予想を引き上げるのには有効であるとしている。物価水準目標のほうが一層の努力を必要とするからであり、これが国民にとって予想しやすいからである。

日銀は、減税その他の財政刺激と明示的な連携をとって、国債の買い入れを一段と増やすことを検討すべきであるとしている。減税は、リカードの「等価定理」が働く余地のないように実施されなければならない。すなわち、減税は通貨創造によってファイナンスされるのであり、マネーの増加は恒久的と判断されるようにすることである。

バーナンキは、三木谷・ポーゼン(2001)のなかで、1999 年にガートラーとともに行った計量分析を参照しながら、「現在、日本が窮地に陥っている原因の大半は、過去 15 年間にわたるきわめてお粗末な金融政策にあるというよく知られた見解が正しいと思っている。」としている。その計量分析は、もし、1985 年以降の日本の金融政策が為替レートや資産価格に惑わされずに総需要とインフレの安定化に焦点を絞っていたならば、結果ははるかによかったはずであると主張するものである。

スベンソン(2005)は、デフレ及び流動性の罨から脱却するための最善策は、「確実な方法(the Foolproof Way)」を用いることであるとしている。すなわち、物価水準目標の堅持、円の切り下げ、物価水準目標達成までの為替のペッグとゼロ金利である。

このスベンソンの主張に対して、岩田(2005)は、名目金利がゼロ下限の状況において、為替レート目標によって物価水準目標を達成することは困難かもしれないと述べている。物価水準目標と現実の物価のギャップをうめるには、かなり高いインフレ率が必要となるが、これは、長期金利の急上昇を招き、金融市場が不安定化する恐れがある。また、財政収支の改善の努力に悪影響が出る。量的緩和によって、長期金利の低下が見られている。さらに、これまでの日本銀行の物価に関する目標(注:議事概要による)は低すぎるという見解については、最終的な結果を示して、それが実際にできるのかという信認の問題が常にあるとしている。望ましい物価上昇率を示す場合にも、量的緩和政策のもとではゼロあるいは若干のプラス、それから最終目標というステップ・バイ・ステップのアプローチであるべきであるとしている。

竹森(2006)は、1996 年 7 月 2 日の FOMC 会合におけるグリーンズパン FRB 議長とイエ

レン理事の「物価の安定」についての定義を巡る議論を紹介している。グリーンズパンが「物価の安定は、物価の変化についての予想が、ビジネスや家計の行動に影響を与えないような状況のときに存在する。」と述べたところ、イエレン理事は、「その考えに具体的な数字をいれてほしい。」と食い下がった。グリーンズパンは、「その数字はおそらくゼロだ。ただし、インフレ率が正確に測られるという条件の下にである。」と答えた。メイヤー理事によれば、グリーンズパンが具体的な「インフレ目標」を挙げたのを聞いたのは、この時だけであった。そして、イエレン理事が、「自分は、インフレ率測定の不正確さを前提とすれば、2%のインフレ率をより望ましいものとする。」と述べた。最後に、グリーンズパンが、「われわれは、物価の安定とは、2%のインフレ率を指すという解釈で合意した。」と締めくくった。

吉川（小宮編「金融政策論議の争点」2002）は、マネーサプライとデフレの関係について以下のように論じている。

ゼロ金利のもとでスタンダードな金融政策の正常なトランスミッション・メカニズムが失われている中では、量的緩和によってマネー・サプライを増やしても、なぜそれがデフレを止めるのに有効であるかはっきりしない。現在の日本で金融政策について唯一のリーズナブルなトランスミッション・メカニズムは為替レートの減価である。

日銀は、伝統的な金融政策の枠を超えて大胆な金融政策を実行すべきとの意見がある。例えば、「ヘリコプター・マネー」や株・土地など従来マーケット・オペレーションの対象とならなかった資産の購入である。しかし、そういう手段は金融政策ではなく財政政策であるとの意見もある。「ヘリコプター・マネー」で分かりやすいのは、赤字国債の発行で減税を行い、その国債を日銀が購入することである。これは、財政政策と金融政策の組み合わせである。株・土地の購入を財政政策と決め付けるのは正しくない。金利が下限にあるのだから、実物資産あるいはそれを証券化したものをオペの対象にするというのは、金融政策として、ある意味では自然である。ただ、やりかたによっては、金融政策といえなくなる場合もある。

19世紀末の英国を中心とする大不況を顧みると、1886~96年のデフレについて、マネー・サプライ以外の要因を探す必要があるとケインズも言っている。貨幣数量方程式 $MV=PQ$ のロジックに依拠したモデルが使われるが、単純な貨幣数量の世界が成り立つことはない。

物価は基本的に需給ギャップで決まる。これは戦前の日本経済についても当てはまる。マネー・サプライが経済にどのようにして影響を与えるかはケインズが明らかにしたとおりだが、ゼロ金利のもとでそのトランスミッション・メカニズムは断たれた。

結局、金融政策にできることは、(イ) 為替レートの減価を生み出し、デフレ緩和に直接貢献することである。これは、輸出の増加にもつながる。(ロ) 土地・株をオペの対象に加える。以上のふたつである。量的緩和やインフレ・ターゲットが直接的にデフレ退治の切り札となるように考えることは誤りである（以上、吉川（2002））。

白川（小宮編「金融政策論議の争点」2002）は、「金融政策を巡る建設的な論争のために」

と題して、以下の通り論じている。

金融政策の効果を分析するとき、マネー・サプライを外生変数として扱うことは、「流動性制約」が金融機関の信用創造活動の主たる制約要因となっている場合には、当然、許容される単純化である。しかし、**2001**年現在の日本経済に「流動性制約」が主たる制約要因となっているとは考えられない。名目短期金利がゼロということは、流動性が極めて潤沢であって、流動性の限界的な価値がゼロであることを理論的には意味している。量的緩和は流動性不安を鎮め、それによって日本経済の底割れを防ぐという点では効果があったが、これまでのところ、経済活動を刺激する効果は観察されなかったという事実は、理論的な帰結と整合的である。金融緩和は、期待の変化をもたらすことによって効果を発揮するという議論がなされるが、期待は漠然と生まれるものではない。その金融政策が経済主体のインセンティブにどのように働きかけて、経済主体の最大化行動がどのように変化するかを分析しないで、期待が変化するというのは、不十分な議論である。

インフレもデフレも貨幣的現象であるという考えには賛成でも反対でもない。長期的にみて貨幣的現象というなら、その通りである。ドイツの第一次大戦後のハイパー・インフレ、米国の大恐慌にはマネー・サプライの増減が付随していた。金融政策の主たる目標を物価の安定とすることを「インフレもデフレも貨幣的現象」というなら、これまた反対する理由はない。しかし、現実の内外のデフレの歴史は、われわれが漠然と感じている以上に複雑であり、多様であるように見える。短期的な物価の変動要因も複雑である。例えば、**2001**年以降、実質GDPの成長率はマイナスとなり、需給ギャップは拡大したとみられるにもかかわらず、消費者物価の下落幅はほとんど変わらなかった。また、他の主要国・地域に比べ鉱工業生産の変動は最も大きかったにもかかわらず、消費者物価の変動は最も小さかった。

わが国で、インフレ・ターゲティングの議論がなされるとき、二つの議論が同時になされて混乱させている。第一の議論は、透明性向上、アカウンタビリティ向上のためのインフレ・ターゲティングである。第二の議論は、インフレ率を引き上げるためのインフレ・ターゲティングである。日銀は、第一の議論については検討課題だとしているが、有効なトランスミッション・メカニズムを欠いたままで、達成時期を特定する形で実施しても、これが中央銀行のアカウンタビリティ向上につながるとは考えられない（以上、白川（**2002**））。

おわりに

以上の整理を踏まえて、特に留意する必要があると考えられることを記したい。

バブルの発生を抑えるため、一般物価水準のみならず、資産価格の動向にも注意を払うべきであるとする「予防的」な見解は、実効を伴う政策を実施するという意味では容易なことではない。サブプライム問題の背景にも、低水準の実質金利が指摘されることがあるが、これも「予防的」な政策を実施することの難しさを示唆している。また、期待の著しい上方への振れは生じうるものという認識を持って、社会全体としてこれを自制するメカニズムを組み込むべきであるとの見解があるが、その自制メカニズムの具体的な姿を議論していく必要がある。「道徳的説得」が有効でないとなれば、それは何であるか。

2008年9月以降の米国の金融危機を見ると、最後の貸し手が注意深く監視していても金融危機が回避できるとは限らない。デリバティブ取引が拡大した後、バブルが崩壊し、金融機関の損失が雪だるま的に累積したが、FRBや連邦政府は金融危機を事前に阻止できなかった。しかし、バブルに対する予防的な政策として、事前的なブルーデンス政策、例えば、金融商品の情報開示とレバレッジの利用制限なども提唱されている。また、資産価格の緻密な把握の他にも、例えば、期待の強気化の指標として、株式のイールド・スプレッドの動向に着目し、バブルの発生を監視する方法も述べられている。現在、米国発のバブル崩壊の悪影響が世界に拡大していることに鑑み、バブル防止に重点を置いた政策の議論が進むことを期待したい。

デフレの歴史を顧みると、慢性的な過剰生産が原因であるとする実物経済重視説と貨幣量の不足が原因とする貨幣重視説が対立している。

デフレ対策については、金融政策の効果に関する見解が分かれている。金融緩和(インフレ・ターゲティングを導入すべきとの見解もある)でインフレ期待をプラスにすることによってデフレ脱却は可能であるとする見解がある。一方、ゼロ金利の状態を前提するならば、スタンダードな金融政策の正常なトランスミッション・メカニズムが失われており、こうした状況のもとで金融政策に出来ることは、為替レートの減価を生み出しデフレ緩和に直接貢献することであって、金融緩和やインフレ・ターゲティングが直接的なデフレ対策として切り札であると考えるのは間違いであるとの見解もある。また、インフレ・ターゲティングについては、それを中央銀行が対外的に公表しないまでも、暗黙のうちに、「物価の安定」の定義に関して共通の認識を持つという方針も存しているとの指摘がある。

今回の米国発の金融危機の影響で世界同時不況の恐れも指摘される中、財政金融政策にも期待がかかっている。今後の各国の動向を注視する必要がある。