

バブルと日本銀行の独立性

戸 井 佳 奈 子

The Economic Bubble and the Independence of the Bank of Japan

Kanako Tori

は じ め に

2013年1月28日、安倍首相は、所信表明演説において、日本の経済を再生させるために、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略、いわゆる3本の矢を推し進めることを表明した。それに続き、同年、4月4日、黒田東彦新日銀総裁は、質・量ともに異次元の金融緩和を打ち出し、その内容は、①2年程度内に消費者物価上昇率2%のインフレ目標の達成を目指す、そのために、②長期国債などの買入れを大幅に増加させ、③マネタリーベースを2年間で2倍増加させる、というものであった。

こうした金融政策は、非伝統的金融政策といわれ、短期金利の調整により企業の設備投資や家計の住宅投資などの経済活動に直接影響を与える伝統的金融政策とは異なり、市場や経済主体の期待に働きかけることにより経済活動に影響を与えようとするものである。また、あらかじめ政策の継続期間を明示するという時間軸政策をとることにより、政策の信憑性を高めるとともに、それぞれの主体の計画期間に影響を与えようとするものでもある。少なくとも2015年4月あたりまでは、ゼロ金利が継続され、その間、長期国債の購入や社債・ETF（上場投資信託）やJ-REIT（不動産投資信託）の買入れにより日銀当座預金残高が潤沢に供給されるということが市場に認識され、人々の期待が高まることは間違いない。実際のところ、円高や株高の進行に見られるように、人々の期待は高まりつつある。円は、2013年1月4日、88円12銭であったが、同年8月30日には、98円15銭と約10円円高となっている。また、日経平均株価も、2013年1月4日10,604円であったが、同年8月30日には13,388円と約2,800円上昇している。5月には、15,000円台を記録し、その後若干値下がりしたものの総じて上昇傾向にある。また、内閣府が発表した今後の暮らし向きの見通しなどにおける消費者の意識を示した消費者態度指数は、2013年1月には43.1%（前月差は+4.1ポイント）であったが、7月には44.0%となっており、消費者心理も上向いている。今後、この流れに沿って景気が上向き、力強い日本経済の再生に向けて進んでいくことは大変喜ばしいことである。しかしこうした政策によりバブルが発生する可能性も否定できない。バブルとの関係で発生した金融危機は、過去のケースを見てもわかるように金融システム不安、ひいては実体経済に波及し経済システムの混乱を生じさせる可能性のあるものである。にもかかわらず、バブル期のブームは国民や政府にとって心地よいものである。しかも、バブルの確定は容易なことではない。それが、バブル発生・拡大における最大の問題である。では、誰がその動きを止めるのか。その場合、どのような利益相反が生じるのか。その問題をどのように解決すべき

なのか。

そこで本稿では、なぜバブルが発生するのかを今一度整理するとともに、過去に日本で起きたバブルにおいてバブル崩壊が金融危機・経済危機に繋がった事例をもとに、その際、なぜバブルの発生・拡大を日本銀行や政府は止めることができなかったのか、どのような利益相反が生じたのかを振り返ってみたい。その上で、その問題に対しバブル崩壊後にどのような対応がなされたのか。そして、現在、デフレ脱却に向けた金融政策決定過程において、以前、利益相反が生じたアクター間でどのような動きがみられるのか、仮に、バブルが発生した場合、現在の体制でバブルを抑えることができるのか、バブル発生を防ぐための抑止力が働く仕組みになっているのかについて考察してみたい。加えて、バブル発生を防ぐための抑止力が働かない仕組みの場合には、どのような策をとるべきかも考えてみたい。

本論文の構成は、次の通りである。まずⅠ．では、なぜバブルが発生するのかを理論的に整理する。Ⅱ．では、1980年代後半に起きた日本のバブルにおいて、バブル発生・拡大を止めることができなかった理由を、各アクター間の利益相反の視点から整理するとともに、その反省として行われた抑止力対策を見る。Ⅲでは、現在のデフレ脱却に向けた政策決定過程を詳細に考察することで、現在の体制でバブル発生・拡大を防ぐ抑止力が働くのかを見るとともに、バブル発生・拡大を抑えるための策を検討する。Ⅳでは、本論文の簡単なまとめを行う。

Ⅰ．なぜバブルは発生するのか

バブルとは、経済学上、株式や土地などの価格がファンダメンタルズから乖離して価格が上昇していく現象を指す。では、なぜ価格はファンダメンタルズから乖離していくのか。

ハイマン・ミンスキー・モデル (Hyman. P. Minsky [1975]) によれば、何らかの外的ショックによる「異変」が生じることにより、投資と生産が活発になる。そして、需要の増加が生産能力や金融資産の供給能力を上回ることにより資産価格は上昇していく。それは新たな利潤機会を発生させ、所得も増加するという正のフィードバックをもたらし、いわゆる陶酔状態 (euphoria) を生じさせる。景気が過熱する中では、人々はさらに過大な利益を求め、値上がり益を期待する。金融機関もそれを求めて信用を拡大する。また Minsky [1986] は、信用膨張の際には、借入れへの依存度も大きくなり、債務の質は劣化していくという。そして資産価格の上昇ペースが緩やかになり、負債額が所得に対して過大であることに気付いた時、資産は売られ、資産価格は低下し、陶酔は終わるとする。

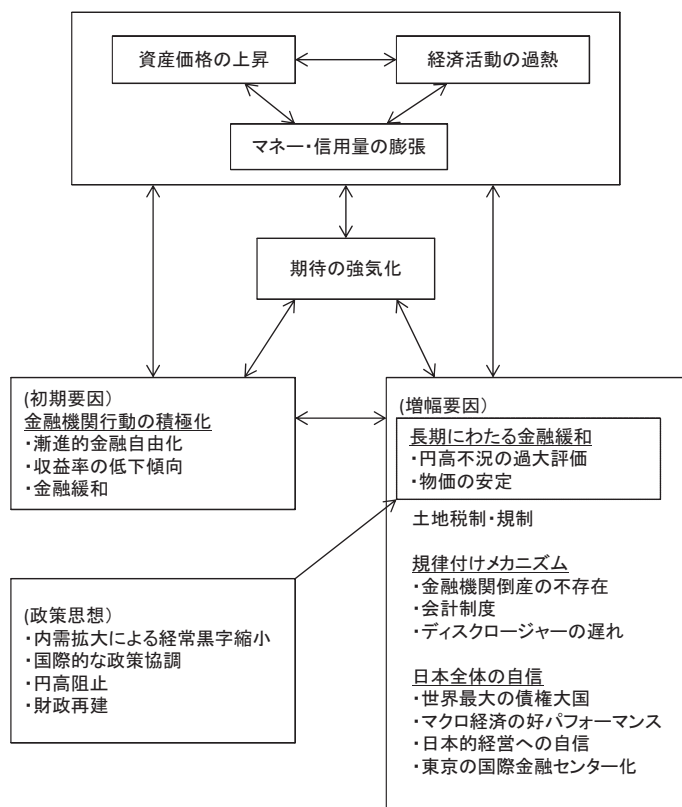
柳川 [2002] は、価格がファンダメンタルズから乖離していくことを経済学上のバブルと言い、それを、合理的バブル、エージェンシーコストによるバブル、非合理期待によるバブルの3つのバブルに分類している。まず、合理的バブルについては、バブルが発生して価格が上昇していくと市場参加者が予想し、他の投資家がより高い価格で転売を受け入れてくれると予想することにより、価格がファンダメンタルズから乖離して値上がりするというものである。そして、市場参加者の予想が変化して、他の投資家がより高い価格で転売を受け入れてくれないと市場参加者が予想するようになると価格は暴落する。次に、エージェンシーコストによるバブルについては、一部の人々が特別な理由 (資金運用者と資金提供が異なり、また、資金運用者の評価が他業者との相対比較による業績評価で行われるような場合) からファンダメンタルズよりも高い価格で購入するケースである。非合理期待によるバブルは、情報の非対称性やエージェンシーコストの存

在により、非合理的、あるいは非合理的に見える形で行われた期待や予想の形成が資産価格を上昇させるバブルである。また、一般に言われるバブルには、こうした経済学上のバブルではなく、ファンダメンタルズの変動によって、事後的にバブルと誤解され、バブルと呼ばれるケースも含まれるとする。

Ⅱ. 過去のバブルにおけるそれぞれのアクターのバブルに対する行動・考え方

Minsky [1986] が陶酔状態と表現するように、バブル期に生じる資産価格の上昇は、国民や政府にとって心地よいものである。そうした中で、その動きを最も注視する役割を果たすのは、物価や金融システムの安定を任務としている日本銀行である。もちろん金融政策のみでバブルの発生を防ぐことは難しい（翁，白川，白塚 [2000]）。しかし、貨幣・経済全体の動きを監視し、金利や資金量の調整を行い得る日本銀行は、バブルの形成・崩壊過程に大きな影響を有し、また、金融システムの安定性の面からもバブルの発生・崩壊に危機感を持つことは間違いない。実際、翁，白川，白塚 [2000]）による以下の図 2-1の日本のバブル経済の概念図が示すように、日本銀行

図 2-1 日本のバブル経済の概念図



資料：翁・白川・白塚「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」

の長期にわたる金融緩和が、1980年代におけるバブルの発生に大きく影響したことは事実である。またバブル崩壊後には、日本銀行は、マクロ・プルーデンス政策のもとでバブルの発生を注視している。なお、金融庁なども、金融機関の健全性や金融システムの安定性確保の点からバブルに対して警戒感があると思われるが、伊藤・黄〔2010〕が述べているように、価格上昇局面において、金融監督機関が警戒的態度をとった例は挙げにくい。そこで本章では、1980年代後半に発生した日本のバブルの金融政策決定過程において、関係するアクターが、どのような行動や考え方を持っていたのかを、バブルに関する研究成果をもとに整理してみたい。バブルに関係するアクターとしては、日本銀行、政治家、他の省庁、金融機関、海外の政府、投資家を考える。

1. 金融緩和政策・金融引き締めにおける日本銀行と他のアクターの行動・考え方¹

1986年1月から1987年2月までの間、公定歩合は、5回、2.5%引き下げられ、当時としては最低の2.5%となった。日本銀行は、それを1989年5月まで継続した。翁・白川・白塚〔2000〕によれば、この間の日本銀行の金融政策運営やその考え方は、1985年9月のプラザ合意での国際的な政策協調の枠組みや内需の拡大を通じた経常黒字の縮小という経済政策運営の影響を受けたとされる。また、円高による景気後退、国内経済の空洞化等の懸念から円高抑制にウエイトがかけられたという。こうした中で、上川〔2002〕によれば、中曽根首相や竹下蔵相は、アメリカからの内需拡大要求に応えるために公定歩合の引き下げを望んでいたとされる。円高の行き過ぎが批判されるようになってからは、円高抑制のための引き下げへの圧力も大蔵省等からなされ、また、アメリカにおいてもドル安の行き過ぎは海外からのアメリカへの資金流入を減少させるものであったことから日本銀行への公定歩合の引き下げを要求したとされる。

1987年2月以降も公定歩合の引き下げ要求は宮沢蔵相や大蔵省から行われたが、日本銀行は拒否している。一方、同年5月、政府は6兆円の補正予算を決定した（上川〔2002〕）。日本銀行が政府からの強い要求があったにもかかわらず、公定歩合の引き下げを拒否した背景には、既に、この頃、日本銀行は異常を感じとり警戒していたためである。翁・白川・白塚〔2000〕によれば、日本銀行は、1986年夏（第3回目の引き下げ直後）からマネーサプライの伸びや資産価格の上昇に懸念し、実際にも、先行きの公定歩合の引き上げを展望し、1987年8月末から短期市場金利の高め誘導を行ったという。しかし、ブラックマンデーにより短期市場金利は低下するとともに、1988年1月のレーガン大統領・竹下首相会談において短期金利の低め維持が言及されたとされる。

1989年5月、日本銀行は、インフレ予防を目的として、公定歩合を0.75%引き上げ3.25%とした。この引き上げに対し、大蔵省は、公定歩合を引き上げれば4月に導入した消費税批判の口実を与えるとともに、またアメリカに対しても内需拡大を放棄したと受け取られることを警戒して反対したとされる（上川〔2002〕）。日本銀行は、その後、公定歩合を、1989年10月と12月に0.5%ずつ、1990年の3月と8月に各1%、0.75%引き上げた。

2. 日本銀行法改正

上記に挙げたアクターの行動・考え方は、主要な部分の一部を取り上げたものであるが、金融緩和政策においても金融引き締め時においても、首相、大蔵省、アメリカなどからの日本銀行に対する圧力が大変大きいものであったことは間違いない。政治家は、選挙で選ばれる。選挙権を有

¹ 以下は、主に翁・白川・白塚〔2000〕、上川〔2002〕を主に参考にしてている。

する資産を有する国民にとっても価格上昇は望ましいものである。このため、政治家も国民も短期的な結果を求める。日本への圧力を加えるアメリカの政治家も同様である。省庁は、それぞれの省の利益を優先する。それゆえ、日本銀行には、他のアクターから様々な圧力がかかるのである。

1998年4月、1980年代後半のバブルの発生の原因の一つとして日本銀行の独立性の低さが取り上げられたこともあり、それまでの日本銀行の政府・大蔵省への従属を規定していた旧日本銀行法が改正された。新日本銀行法では「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」と規定された。これにより、日本銀行の独立性が法制度として明確にされたのである。すなわち、日本銀行が決定権限を有する金融政策の決定がそれ以外の主体によってその判断が覆ることのないよう法改正がされたわけである。

なお、日本銀行は、バブルの生成・崩壊期の金融政策の運営において、こうした政治家や大蔵省等の圧力に屈してなかったという説もある。例えば、上川〔2002〕は、バブル期の公定歩合非変更の政策運営、及び、公定歩合引き上げの政策決定過程の詳細な考察から、日本銀行は物価安定という目標に対し、一貫して自律的な政策運営を行ってきたという。また、地主〔1998〕は、第1次石油危機以降からバブル経済期を通じて、日本銀行は法的独立性が低いが、ドイツ、イギリス、フランス、イタリア、アメリカと比較し、インフレ抑制政策を最も採っていたという。

Ⅲ. 現在の日本銀行の独立性について

日本銀行法改正から15年。では、現在、日本銀行の独立性は、確保されているのであろうか。本章では、まず、日本銀行の意思決定機関である政策委員会における決定権や委員の人事権等について整理する。その上で、日本銀行の独立性が現在確保されているかどうかを、デフレ脱却に向けた金融政策の決定過程、及び、それに伴う日本銀行総裁人事について見ることで考察してみたい。

1. 日本銀行の意思決定機関²

日本銀行の最高意思決定機関である政策委員会は、総裁、副総裁（2人）、審議委員（6人）で構成されており、通貨及び金融の調節に関する方針の決定、その他業務の執行方針の決定、職務執行の監督権限を有する。また、日本銀行の独立性は尊重しながらも政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、政府と連絡を密にし十分な意思疎通を図る（新日銀法第4条）ために、金融政策決定会合には、必要に応じて財務大臣、経済財政政策担当大臣（またはそれぞれの指名するその職員）が出席でき、また、議案提出権、議決の延期を求める権利が与えられている。ただし議決権はない。委員の任命は、内閣任命・国会同意となっており、審議委員は、経済または金融に関して高い識見を有する者その他の学識経験のある者より選任することとなっている。また、日本銀行の資本金は1億円であり、そのうち政府からの出資額は5,500万円を下回ってはならないと日本銀行法により定められている。政府や他の出資者（民間等）には経営参加権は認められていない。さらに出資者への配当も払込出資金額に対して年5%以内に制限されている。なお、現在の日本銀行法には、総裁解任権はない。

² 以下は、日本銀行のHPを参考にしている。

2. 日本銀行の独立性は確保されているか ―日本銀行総裁の交代についての考察

2012年12月16日、衆議員選において安倍首相が率いる自民党が圧勝した。翌日、日本銀行では、2%の物価上昇率目標を迫る安倍首相の主張を受け入れかどうかの議論がなされ、結局、白川日本銀行総裁は物価目標を導入する代わりに日銀法改正を避ける方向で舵を切ったとされる（日本経済新聞2013.2.1）。日本銀行法改正案では、達成すべき時期を明示した物価上昇率目標を、政府と日銀が政策協定で決めることを法制化すること等が検討されていた。また、物価目標の達成ができず説明も不足している場合には、総裁などの政策委員を解任する規定なども検討されていた。こうした中、1月15日、安倍首相は、内閣官房参与の浜田エール大名誉教授、岩田学習院大教授など、日本銀行が将来のインフレにつながるなどの理由で避けてきた金融政策を唱える金融分野の有識者7人と協議し、デフレ脱却に向けて大胆な金融政策が必要との意見で一致した。この協議は、首相がデフレ脱却へ金融政策のレジームチェンジをはかりたいという思いから、自ら非公式な会議を主催したという（日本経済新聞2013.1.16）。これは、4月8日に任期満了を迎える白川総裁の後任人事を巡っての動きでもあった。1月22日、日銀は2%の物価目標を導入した。2月5日、白川総裁は、4月8日の任期満了を待たず、3月19日に副総裁の任期に合わせて辞職することを表明した。これを受けて外国為替市場では円売り・ドル買い行われた。政府にとっては、白川総裁の前倒しの辞職で、新しい体制に速やかに転換し、そのもとで安倍政権との協調姿勢を打ち出すことは望ましいことであった。日本銀行正副総裁人事に関しては、内閣任命・国会同意となっているが、参院第一党の民主党は、与野党調整での主導権狙いから、日本銀行同意人事の基準も曖昧なものとなり、かつて反対の条件とした財務省OBの就任は排除しなかった（日本経済新聞2013.2.6）。なお、白川総裁は、辞職の理由は、「私自身の判断」と政府の圧力などとは否定した（日本経済新聞2013.2.6）。2月7日に行われた衆院予算委員会でも、物価目標2%の実現は成長戦略などが前提との姿勢を変えなかった。これに対し、安倍首相は日銀に対し一段の金融緩和を迫ったとされる。また、野田政権時代に経済財政相を務めた前原氏の物価上昇率1%の目標をその3ヵ月後の安倍政権で物価上昇率2%に変更した理由を、日銀法改正を懸念していることかとの質問に対しても、白川総裁は「そうした事実はない」と否定した（日本経済新聞2013.2.8）。

日本銀行総裁人事については、安倍首相は、2月19日の参院予算委員会で「マーケットに我々の大胆な金融緩和は支持されている。この支持をつなぎ留め、この方針に中心的な役割を担える方をお願いしたい」と述べたとされる（日本経済新聞2013.2.20）。また、アベノミクスは円安誘導が狙いで通貨安競争を招いているとの欧州の一部の国や新興国からの批判を避けるために国際金融マフィアの一員にもなりうる人材を求めていた（日本経済新聞2013.2.25）。2月21日、安倍首相は、異例の財務官同行を命じ、日米首脳会談のため訪米した。安倍首相は、オバマ大統領との首脳会談に先立ち、イエール大学名誉教授の浜田内閣官房参与、中尾財務官と朝食を共にし、その席で、総裁にはアジア開発銀行総裁の黒田氏、副総裁にはリフレ派の学習院大学の岩田教授と日銀の中曽理事を充てる人事を浜田氏に伝え、賛同を得るとともに、中尾財務官にアジア開発銀行総裁選挙候補を正式に要請したという（文藝春秋2013.4）。2月28日、政府は、白川総裁の後任に積極的金融緩和派で以前から日銀の金融政策に批判的であったアジア開発銀行総裁の黒田氏、副総裁にはリフレ派の学習院大学の岩田教授と日銀の中曽理事を充てる人事案を国会に提出した。当初、2月8日、政府が提示した公正取引委員会の委員長に杉本元財務次官の人事に対する民主党の反発から、財務省OBの起用は難しいと思われていたが、財務省出身であるが本主流

派ではない黒田氏を総裁候補として国会に提出した。民主党は、アベノミクスが市場に歓迎される中、政局優先という批判を浴びることを懸念し、認める方向とした（日本経済新聞2013.3.6）。

総裁人事は、かつて日銀出身者と大蔵省（現財務省）の次官経験者が交互に就任するというたすき掛け人事が行われていた。しかし、新日本銀行法が制定された以降はたすき掛け人事はなされておらず、今回の財務省OBの起用は15年ぶりとなる。ただし、財務省が推したのは武藤元次官であったとされる（日本経済新聞2013.2.26）。市場は、黒田日銀の発足により国際の大量購入が行われるとの思惑から長期金利は一段と低下した（日本経済新聞2013.3.1）。

3月19日、白川総裁は退任した。白川総裁は、退任の記者会見で、「中銀が言葉で市場を思い通りに動かすということであれば、危うさを感じる」また、「デフレの根本的原因是潜在成長力の低下」と述べた（日本経済新聞2013.3.20）。3月20日、黒田氏が日本銀行総裁に就いた。3月21日の就任記者会見において、2%の物価上昇率の目標を達成するために、量的、質的両面から大胆な金融緩和を進めると表明（日本経済新聞2013.3.21）。4月4日、日銀は金融政策決定会合で、2年間で前年比2%の物価上昇率を目指すために、量的・質的金融緩和を導入することとし、政策目標を以前の無担保コール翌日物金利からマネタリーベースをし、それを2年で2倍にするとした。国債に加え、ETF（上場投資信託）やJ-REIT（不動産投資信託）といったリスク資産の買い入れの拡大も行うことにした（日本経済新聞2013.4.5）。安倍首相も、同日のTBSのインタビューで「見事に期待に答えてもらった」と述べたとされる（日本経済新聞2013.4.5）。市場は、異次元緩和を受けて、新発10年物国債利回りは、一時0.425%まで低下し、過去最低を記録した。また、株式売買高は過去最高を更新し、一時1万3,000円台まで上昇したが、午後には利回りも上昇、日経平均株価は400円近く低下した（日本経済新聞2013.4.6）。

3. 現在の体制でバブルを抑えることができるのか

デフレ脱却に向け、政府と日銀が力をあわせることは良いことである。しかし、アベノミクスが成功し、景気が上昇すれば、必ず金融引き締めが来る。日本銀行は、それを適切に見極め、金融引き締めの判断を下せるのであろうか。その時、政府からの圧力を跳ね返すことができるのであろうか。日本銀行の独立性が法的に明示されたとしても、政府は、今回、日本銀行法改正を切り札に、金融政策目標やその手段について、日本銀行に圧力を加えてきた。デフレ脱却という旗印のもとに、市場も味方につけている。結果として、金融政策目標や手段において、政治家と同じ考えを有した人を日本銀行総裁・副総裁とすることで、政府と日本銀行の足並みを揃えたわけである。

ところで、なぜ、日本銀行は、足並みが揃わなかったのか。これは、バブルに対する中央銀行の考え方に大きく影響されると思われる。バブルとその被害に対する対処方法についての考え方は、いわゆるFRB viewとBIS viewとの2つに分けられる。伊藤・黄 [2010]、白川 [2008] は、FRB viewとBIS viewを以下のようにまとめている。FRB viewでは、①バブルの発生をリアルタイムで認知すること、バブルの生成を金融政策で抑止することはほとんど不可能であり、資産価格の上昇がバブルであるかどうかは事後的にしかわからない。②金融引き締めを行った場合、そうしない場合と比べて、長期的に見て实体经济にプラスの効果をもたらすか不確定である。③バブル崩壊後に大胆な金融緩和や金融システム防御策等を講じることでうまく対処できるとする（伊藤・黄 [2010]）。他方、BIS viewでは、①資産価格の上昇が経済活動や物価に与える影響を見るだけでなく、長期的には持続可能とは考えにくい金融現象が同時に起きているような金融的不

均衡の蓄積と巻き戻しに注意を払う必要がある。②中央銀行は、資産価格の上昇がバブルかどうかではなく、現在の経済状態が持続可能なものかどうかを、信用の膨張やレバレッジの拡大などの指標で判断していくことが必要である。③金融的不均衡の発生を防ぐためには、金融政策とブルーデンス政策の両方が必要であるとする（白川〔2008〕）。

白川〔2008〕は、この2つの考え方を、「金融政策は資産価格には割り当てられるべきではなく、バブルが崩壊した後に積極的（aggressive）な金融緩和を行うことによって対応すべきである」とする議論と「バブル崩壊後に発生する経済へのマイナスの影響の大きさを考えると、金融政策はバブルの発生を回避することに努めるべきである」とする議論に整理している。すなわち、バブルは事後的に対応すればよいとする考え方と、バブル発生は事前に回避するように努めるべきであるとする考え方と言えよう。

しかし、2008年のリーマンショック以後の世界経済の低迷を見れば、FRB view が言うようにバブル崩壊後に大胆な金融緩和や金融システム防御策その他を講じることであまりうまく対処できるとは言えない。もちろん、金融政策のみでバブルの発生を防ぐことは難しいが、日本銀行がバブル崩壊から生じる金融システム不安や経済危機の顕現化のリスクを抑えることは極めて重要である。一方、政府から見れば、デフレ脱却が最優先課題となる。その場合、FRB view 的な考え方を有する人材を日本銀行の総裁・副総裁を推すことになる。そのように考えれば、デフレ脱却をしながらバブルが生じ崩壊した場合の金融システム・経済への悪影響を防ぐためにいかにバブルの発生・拡大を抑えていくのか、そのバランスをどうとるのが重要である。では、そのためにバブルの発生・拡大を抑えるための体制はどのようなものであればよいのであろうか。

4. バブルの発生・拡大を抑えるために

リーマンショック以後、欧米諸国では実体経済において大きな損失を伴う金融危機のリスクを制限するマクロ・ブルーデンス政策の実施体制が整備されている。日本では、バブルやそれに伴う金融・経済危機を早くに経験したことからマクロ・ブルーデンス政策は、欧米諸国よりも早くに導入され、それは主に日本銀行が担っている。具体的には、金融機関の審査やオフサイト・モニタリング、日々の金融調節等のミクロ情報を活用しながら、金融システムを全体として見た場合のリスク分析・評価を行っている（日本銀行金融研究所〔2011〕）。しかし、リーマンショック以後にマクロのブルーデンス政策を整備した欧米諸国では、日本とは異なり、中央銀行とは別にマクロ・ブルーデンス政策を担う機関が設けられている。例えば、米国では、マクロ・ブルーデンスに責任を有する機関として「金融安定監督評議会（Financial Stability Oversight Council; FSOC）」を財務省の中に設置している。そのメンバーは、財務長官（金融安定監督評議会委員長）、米連邦準備理事会（FRB）議長、通貨監督官、消費者金融保護局長官、証券取引委員会委員長、連邦預金保険公社長官など各規制当局の長10名で構成されている。また、この評議会には、助言などを行うが投票権を持たない5名も参加している³。欧州においては、金融システムのマクロ監督を担当する機関として「欧州システムミックリスク評議会（ESRB: European System of Financial Supervisors）」を設けている。この評議会は、投票権を有する、欧州中央銀行総裁・副総裁、27加盟国の中央銀行総裁、欧州委員会委員、欧州銀行監督庁長官、欧州保険企業年金監督庁長官、欧州証券監督庁長官、等の37名に、投票権を持たない加盟国の国内監督当局代表者等の28名を加

³ <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/about/Pages/default.aspx>

えた計65名で構成されている⁴。

このように日本の場合には、欧米諸国と異なり、金融政策を担う中央銀行がマクロ・ブルーデンス政策を主に担っている形となっている。このため、マクロ・ブルーデンス政策の責任は、日本銀行が主に負っていることになる。当然のことながら、その責任を感じれば感じるほど、金融緩和に慎重になるのは当然である。そうであるならば、日本銀行のその慎重さを責め、日本銀行正副総裁人事により、それを修正しようとするのではなく、欧米諸国のように中央銀行も含め、マクロ・ブルーデンス政策に関連する機関が集まり、マクロ・ブルーデンス政策を担う機関を設けることにより、バブルなどから生じるシステムリスクを監視する責任を複数の機関が負うことも一案であろう。

お わ り に

本論文では、現在、デフレ脱却に向けた金融政策決定過程におけるアクター間の動きを見ることで、仮に、将来、バブルが発生した場合、現在の体制でバブル発生・拡大を防ぐための抑止力が働く仕組みになっているかについて考察した。考察した結果、政府は日本銀行の総裁・副総裁の人事に影響を及ぼすことで、日本銀行の金融政策の決定に影響を与えていた。金融政策目標や手段において、政治家と同じ考えを有した人を日本銀行総裁・副総裁とすることで、政府と日本銀行の足並みを揃えていた。この場合、バブルの発生・拡大に際し、的確に判断が行えるかどうか疑問である。その意味でも、真に、日本銀行の独立性は確保されなければならない。また、現在、日本銀行は、マクロ・ブルーデンス政策の責任を主に負っているが、デフレ脱却とバブル発生・崩壊による金融システム不安や経済危機の回避とのバランスを取りながら、2つの目標を成し遂げていくためには、マクロ・ブルーデンス政策を担う機関は、日本銀行のみならず、欧米諸国のように関係当局が参加する形の組織を設けることが望ましい。

なお、量的・質的金融緩和策を行いデフレ克服を行うならば、それに伴い財政再建や経済成長をしていくことが必要である。財政再建が遅れば、国債価格が急落し、国債利回りが高くなる。期待の拡大に実際の経済成長や財政健全化が伴わなければならない。

参 考 文 献

- 1) 伊藤 修・黄 月華 [2010],「バブル発生の認知と膨張の抑止」伊藤 修 埼玉大学金融研究室編『バブルと金融危機の論点』日本経済評論社。
- 2) 翁 邦雄・白川方明・白塚重典 [2000],「資産価格バブルと金融政策：1980年代後編の日本の経験とその教訓」Discussion Paper No. 2000-J-11, 日本銀行金融研究所。
- 3) 上川龍之進 [2002],「バブル経済と日本銀行の独立性」村松岐夫・奥野正寛編著『平成バブルの研究 形成編 上』東洋経済。
- 4) 地主敏樹 [1998],「中央銀行の独立性と政策行動」三木谷良一・石垣健一編著『中央銀行の独立性』東洋経済新報社。
- 5) 白川方明 [2008],『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社。
- 6) 日本銀行金融研究所 [2011],『日本銀行の機能と業務』有斐閣。
- 7) 柳川範之 [2002],「バブルとは何か」村松岐夫・奥野正寛編著『平成バブルの研究 形成編 上』東洋経済。

⁴ <http://www.esrb.europa.eu/about/orga/board/html/index.en.html>, 及び, JETRO [2011]

- 8) JETRO [2001], 「欧州金融監督制度 (ESFS) の概要」『ユーロトレンド』2011.2
www.jetro.go.jp/iframe/report/07000537/eurotrend_esfs.pdf
- 9) Minsky, H. [1986], “Stabilizing an Unstable Economy”, McGraw Hill Professional.
- 10) Minsky, H. [1975], “John Maynard Keynes”, Columbia University Press.

〔2013. 9. 26 受理〕