

一ノ瀬篤・角南英郎著

『激動期の日本銀行金融政策

：1971-89年』

(大学教育出版, 1999年10月)

中 尾 茂 夫

はじめに

日本銀行は日本の金融・通貨政策を司る重要な機関である。71年から89年までの期間は、ニクソン・ショックに始まり、オイルショックに襲われ、そして80年代に入ると債権大国化に伴うジャパンマネーの国際金融市場席卷、さらには80年代後半には沸騰するバブルの喧騒が社会を覆った。つまり、日本経済史上、稀に見るほどにマネーの乱舞する時代だったのである。そして、日銀はその過熱するマネーを司る立場にいた。

70年代は、1ドル=360円という固定相場制が崩壊し、米ドルの下落が続く、インフレーションにもかかわらず不況色の強いスタグフレーションが濃厚だった。そして70年代末には二度目のオイルショックが世界を襲い、80年代も「第二の70年代」を予想させたが、実際は相当に異なる展開を示した。プラザ合意やルーブル合意といった米ドル防衛のための国際政策協調が繰り返され、アメリカは債務国へと転落し、日本は世界最大の債権大国に浮上、バブルに酔った。

こう振り返っただけでも、この時代の日本社

会にとって、金融問題はきわめて重要であったことがわかる。そして、その最前線に立つ日本銀行の手腕に負うべき問題が次々と浮上し、その金融行政の成否が問われてきた。なぜニクソン・ショック時点における東京外国為替市場を開き続けたのか、なぜバブル期に引き締め政策ならず金融緩和政策に拘泥したのか。こういった諸点は、きわめて重要な課題であるにもかかわらず、当の通貨当局からもアカデミズムからも本格的な研究といえるものはなく、通り一遍の常識的理解で蓋をしてきたように思われる。

しかしながら、失敗のカタログの結末で、「あのときは仕方がなかった」式の総括が繰り返されれば、われわれは失敗から何も学ぶことはできない。今日のバブル崩壊の総括でも、「悪かったのはバブルであり（トップに責任はない）」とする抗弁が経営者や官庁トップの口から何度も繰り返されてきた。そういった不可抗力の超自然現象として社会問題を認識するのではなく、アカデミズムに在る者も、あるいはジャーナリズムに在る者も、多少なりとも現場を知る者の責任として、真摯な検証が必要であろう。そうでなければ、われわれは何度失敗してもその負の遺産を克服することができないということになってしまう。

本書は、そういった負の遺産を前向きに克服する材料として、日本銀行の金融政策はいかに評価されるべきか、あるいは批判されるべきかについて、一石を投じた好著と言えよう。

I. 本書の内容

1. 80年代のバブル以前まで

(第1章～第4章)

まず第1章では、70年代初頭におけるインフレーションの展開について、著者は、「外為特会の払い超、金融緩和による銀行貸出の膨張を主因」(本書、20頁。以下の頁数はすべて本書から)として、『日銀百年史』のいう「金融緩和→銀行貸出増大→マネー・サプライ膨張→過剰流動性→物価高騰」という因果関係を説明する。ただし、金融緩和策と銀行貸出の因果関係の強さを、日銀の説明は「薄めている」(21頁)と指摘するのを忘れない。

ついで、オイルショックに揺れた73年から75年にかけての猛烈なインフレーションを著者はどうみるのか。卸売り物価でも消費者物価でも、73年第Ⅱ期に2桁の上昇率を記録して以降、両物価指数の伸びがいずれも1桁台に落ちるのは75年第Ⅳ期に入ってしまった。この物価指数の高騰のため、日銀は9%という高率の公定歩合を75年4月まで続けなければならなかった。著者は、貿易収支の赤字が拡大したことによって、総合収支もまた赤字となり、それによって外貨準備が著しく減少したため、それまでの「外資流入排除」というスタンスに立っていた日銀の姿勢が180度転換し「外資流入促進」に変わったとみる。その証拠として、著者は、総合収支が赤字化したにもかかわらず、外貨準備が74年に減少しなかったのは、為銀の短期負債が急増

したからだとしている。

したがって、著者は、『日銀百年史』が専ら物価高騰を抑制する意図で以って公定歩合を引き上げたとする説明には、「疑問が残る」(33頁)という。なぜならば、著者によれば、この外貨流入策への転換は、外資流出によって外貨危機に陥ることを懸念した通貨当局の政策的対応であり、それが9%にも及ぶ高率の公定歩合維持だったからである。

ここから引き出される著者の卓見は、このような引き締め策が、勤労者世帯の貯蓄減少に見られるような富の不平等分配を拡大する方向へ機能したのではないかとする点である。

つまり、72年末には勤労者世帯の1世帯当たり173万円あった貯蓄が、2年後の74年末にはインフレ率を差し引いた実質ベースでは139万円にまで減少し、ここに、著者は、「暴力的な富の再分配をもたらした」ことを根拠に、当時の「政策失敗」を断定する(37頁)。

第2章では、70年代後半に日銀が「マネー・サプライ重視」策を採ったという通説は、誤解だったという主張が述べられる。つまり、当時の日銀の金融政策をマネー・サプライ管理によって主導されたと認識する岩田規久男氏や鈴木淑夫氏の説に、著者は反論する。日銀による金融調整策としてマネー・サプライは、「金融面の状況を示す指標」(67頁)として参考にされたことはあっても、それがターゲットに据えられたことはなく、したがって、金融政策の波及経路は、それ以前と同様に、マネー・サプライではなく金利だったと喝破する。

このマネー・サプライ重視説への批判は第3章でも散見される。つまり、79年のオイルショックからの脱却に際して、実体経済のパフォーマンスの回復は、マネー・サプライを中間目標

として政策運営を行った結果ではなく、むしろ、「物価安定を最優先とした早めの引締め政策の展開」(84頁)が遂行されたからだと認識される。しかも、この時期における金融政策の重要な特徴として著者が重視するのは、公定歩合操作に為替相場が大きな影響力を有するようになったことである。それは、内外資本移動と外国為替取引が活発化して、国内市場と海外市場の一体化が進んだからである。

第4章は80年代前半の金融政策が対象となる。この時期は、いわゆるレーガノミクスと称されるアメリカのレーガン政権の下で、アメリカの高金利政策によって、円安・ドル高が進んだ時期である。ここでも、前章に引き続き、金融政策の最終目標が物価動向や景気事情にあることは言うまでもないが、それらに影響を及ぼす要因として、為替相場という項目の浮上は否めない。著者は、為替相場安定如何への懸念こそが公定歩合変更の「最大要因」(106頁)だったことを強調する。

2. バブルをどう見るか (第5章以降)

そういった伏線を踏まえて、本書の中心をなすバブル期の金融政策の検証に移る(第5章)。著者は、バブル生成に関する従来の支配的見解の多くが無視してきた海外短資とバブル形成の因果関係を重視するという「海外短資主犯説」を主張する。80年代に数々の金融自由化策が採られたが、そのなかで著者が重視するのは、80年12月の邦銀短期インパクト・ローンの解禁と、84年6月の円転換規制撤廃である(124頁)。これらの政策が、内外の資本取引を加速する役割を果たしたことは言うまでもない。

この政策展開の背景に、著者は、製造業の相対的低下と、第三次産業所得の増加、その結果

としての世界的規模における金融資産累積の共通項を見る。そこでは、それまでの高度成長が不可能になりつつあった状況の中で、キャピタル・ゲイン等の金融差益の獲得戦は激しくなるという時代認識が示される。そういった金融差益を求める資本取引が増殖するなかで、為銀は海外から短資を取り入れて、利益を得ようと積極的に動いた。ここに、80年代後半のバブル発生の要因を求めるのである。

なぜそういった見解が重要なのかと言えば、為銀の短資取入れが、まるで輸入業者や海外投資家に外貨を売るために受け身的に対応する立場だったという認識が少なくないからである。換言すれば、金融勘定項目を受動的な調整項目と見なすことは重大な誤りで、為銀の積極的、能動的な海外短資取入れを重視するのである。

為銀の取入れ短資は、国際収支上は長期資本輸出をファイナンスした原資として認識される。しかしながら、そういったメカニズムからは取り入れた短資が円資金として用いられ、国内金融市場に影響を及ぼしたメカニズムが遮断されてしまう、と著者は言う。事実、円転換規制が撤廃された84年以降の15カ月間に、それまでの15カ月間の4.6倍に及ぶ巨大な短期資金取入れを為銀は行っている。そのような制度的要因の変更(円転規制の撤廃)後、為銀が積極的に海外短資を取り入れた理由はいったい何だったのだろうか。

その背景を統計的に論証する著者によれば、まず円転換規制撤廃後における15カ月間は、為銀の海外短資取入れ額183億ドルのうち、116億ドルを海外証券投資に回している(63%)。それ以外で重要な経路は、為銀が取り入れた米ドルをインパクト・ローンとして企業に貸し付け、企業から当該ドルを買い取った銀行は、これを

生保等の対外投資家に売る。しかも、為銀によって企業にインパクト・ローンとして貸し付けられた当該米ドルは、円転されて、特金・ファントラという形態で信託銀行に預託され、今度はそれが証券市場に投じられたと論述する。事実、銀行の証券保有残高は、84年以降急上昇するが、89年まで一貫して、その伸び率は銀行貸出残高の伸び率を越えている。ピークだった86年には銀行の有価証券保有高は対前年比で25.5%も伸び、次いで伸び率の大きかった89年には22.6%を示している。同年に、銀行の貸出額は11.8%、10.7%という伸び率だったのであり、明らかに有価証券保有の伸びを下回っている。

この展開は、株式保有の持ち手別内訳からも推測され、著者によれば、株式増加の相当部分が、金融機関保有の増加によることを明らかにしている。80年代半ばは、大企業レベルではエクイティ・ファイナンスへの依存傾向が強まって、いわゆる「銀行離れ」が喧伝された時代だったが、それに対して、銀行側の対応は短資取入れによって猛烈な株式買いに出たと論証されるのである。したがって、結論は、『「為銀短資取入れ増加→TF（特金・ファントラのこと……評者）への預託増加→全国銀行株数買越し→株価高騰」という因果の流れが、かなり明瞭に読みとれる』（137頁）と認識される。

しかも、80年代後半には、この短資取入れが基となったインパクト・ローン貸付が急増した。たとえば、86年だけでも7,537億ドルは86年の平均為替相場（1ドル＝168円）では、約127兆円に相当する。これが88年の1兆7,225億ドルまで上昇したのである。銀行からインパクト・ローンを借り入れた企業は通常、すぐに当該ドルを円に転換して、資産運用に用いた。著者によれ

ば、大半が返済時点の為替リスクを避けるために先物での買い予約を結んだと言うが、一方では、円高が予想された80年代後半のような相場事情では、先物予約しないまま、ヘッジなしでドルを借り入れることによって、返済時点における為替差益も入手される可能性が高かったというが、その割合は不明だとする。ただし、そのインパクト・ローンの借入者の業種別内訳は、不動産、建設、雑金融業者が多く、エクイティ・ファイナンスの困難な中小業者は、株価や地価の高騰を前に、海外から資金を借りてでも、資産を買い込み、キャピタル・ゲインを得ようとした、と総括される（144頁）。

しかも、このようなマネーフローの様相は、日米間で日本からのアメリカへの資本移動（米国債や株式の買い越し）が進んでいたにもかかわらず、なぜ資本輸出（日本→アメリカ）が随伴するドル買い圧力の結果としてのドル高ではなく、円高・ドル安が続いたのかという「パラドックス」に解答を与えることになる。つまり、巨額のインパクト・ローンによるドル売りがそれであり、それが地価や株価高騰を狙った資産投機の生んだ所産であることを考慮すれば、海外短資の取入れが資産バブルからキャピタル・ゲインの獲得を狙った収益行為こそが、このような「パラドックス」的な為替相場を引き起こしたと認識するに至る。

ところが、89年に入って、状況が変わる。アメリカを始め欧米の短期金利が上昇し、海外からの短資取入れは従来より不利になった。しかも、株価の上昇傾向に陰りが見え始めていた。円相場も、高騰の一途を辿った推移から、やや割安気味に変わり始めた。80年に解禁されて以降増加の一途を辿ってきた日本のインパクト・ローンの実行額は、89年になって初めて、前年

比で減少した。

では、最後に、このようなバブルに煽られた当時の日銀の金融政策はいかに総括されるべきだろうか。それが第6章の課題である。ここでは、前章までの統計的論証スタイルとは打って変わって、金融当局トップの言動をフォローしながらその政策姿勢を俎上に載せる。概して言えば、アメリカ財務省やFRBの思惑（米国債への日本の投資引揚げを懸念）を受容した大蔵省が日銀に金利引下げの圧力をかけ、しかもそれを国内の景気下支えという大義名分の下に合理化することによって、「利下げ反対」だった日銀国内派の声を圧殺していく過程が説明される。こういった外堀が埋められるなかで、国内派を体現する三重野日銀副総裁（当時）が当時の澄田総裁に語ったという「やむを得ません。利下げの理由は景気悪化で行きましょう」（167頁）という言葉が、86年11月の0.5%という公定歩合引き下げを象徴する背景として語られる。

こうして、「日銀の立場に立てば、……（80年代後半の断続的利下げに…評者）断固反対の姿勢をつらぬくことが、長期的な国民全体の利益にかなったであろう。ここで、アメリカ、宮沢蔵相の圧力に屈したことが、バブルの膨張を倍加し、崩壊の後遺症の深刻度を倍加したことは、なんとしても否定できない」（180頁）と結ばれる。

Ⅱ．本書への評価

1980年代後半におけるバブル醸成の説明を、銀行の「海外短資取入れ」という要因を導入することによって、従来の支配的見解だった投機心理や低金利説といった国内的説明、あるいは、何となく日本の論調を主導した「アメリカ圧力

説」に対して、日本の金融機関、とりわけ邦銀の積極的な「海外短資取入れ」という要因に着目することによって、新たな認識を引き出したことが、本書の何よりの成果である。しかも、その要因は、投機誘引や超低金利ともつながり、ドルを守るためのアメリカの対日圧力を受けた大蔵省の日銀圧力ともつながるという論理構造を示している。

その論理によって、資本流出が続くにもかかわらず、なぜ円高・ドル安になったのかというパラドックスに説得的な説明原理を与えることに成功している。このパラドックスについては、評者も説明を試みたことがある（拙著『ジャパンマネーの内幕』岩波書店、1991年）。それをバブルとの関連で説明した本書との相違があるとはいえ、為銀の「海外短資取入れ」に主因を求めている点で、拙論と一致する。

それは、バブルの背景を説明するこれまでの支配的見解がほとんど無視してきた側面であり、再検討されるべきポイントである。バブルの醸成が、銀行や金融機関の、あるいは借り手の、さらには金融監督者のそれぞれに責任があることは当然だが、バブルに踊った者と、バブルを積極的に醸成した者、あるいはそれらを対処すべき立場に立っていた者とは、当然その責任の質が異なって然るべきである。その意味で、本書では、「海外短資取入れ」（膨大なインパクト・ローンの盛況）に走った金融機関が円転することによって資産投機に走った行動こそがもっとも論難されるべき対象となる。しかもそれは、金融機関のみならず、不動産や建設業、リース業者、果ては個人に至るまで、多くの企業や人びとを巻き込んだ。

もちろん、こう言うと、「みんなが悪かった」という論法に陥りやすいように見えるが、そう

ではない。問題の根幹は、円転規制撤廃がもたらした海外短資の巨大な流入がインパクト・ローンの盛況となって帰結し、それがバブルに火を点けたという論理であり、それを見逃した金融行政の「失敗」こそが大きいということにある。にもかかわらず、こういった海外からの短資取入れがバブル醸成に果たした役割についてはほとんど看過されてここまでできていることを考えれば、本書研究の貢献はきわめて大きいと言わねばなるまい。この論証こそが、本書最大の貢献だと思われる。

しかも、そういったバブル期における日本の金融政策の枠組みが、日米の通貨当局の政治力学のなかで構築されているという認識には、十分に頷けるものがある。米財務省やFRBの圧力下にある大蔵省の日銀国内派への圧力という状況を踏まえて、日米金利差維持の政治力学を説明することは、的を射ているように思われる。こういった叙述は、本書も度々引用しているように、塩田潮氏や船橋洋一氏といったジャーナリスト諸氏の得意とするところだったが、こうしてアカデミズムに在る著者のように金融論に精通した専門家も、手法としては、呻吟する日銀の姿勢を描くという意味合いで、成功していると言ってよいだろう。

ただし、欲を言えば、ここでは、大蔵省はアメリカ寄りの姿勢を採る論者ばかりのような印象を受ける。しかしながら、逆の国内派はどうだったのか、あるいは日銀国内派に対する日銀国際派はどうだったのか、といった諸点の分析が行われていない。同様に、米財務省とFRBとの対日観はいかに一致したのか、あるいは、株式市場や米国債へのジャパンマネーの流入維持と、為替相場優先という時期に相違が見られるが、そういったアメリカの対日圧力を受容する

日本側の伝達機構そのものが、歴史的にはいつ頃から形成され、どのように推移したのかが問われなければならない。そういった政治力学の形成メカニズムは、政治学の領域だと言えなくもないが、現状の世界経済を語るとき、政治と切り離れた経済は無理であろう。

さらにもう一点を付加すれば、1970年代初頭における金融行政失敗の判定基準を、著者は富の不平等分配に見出すという興味深い論点を示したが、ならば、1980年代後半におけるバブルを煽ってしまった金融行政を総括する際にも、同様の手法を示してほしかった。おそらく、当時のバブルが資産価格の高騰に帰結したという推移からいって、実質所得ベースを、インフレ率を勘案して再計算するという手法(37頁)が困難だったことも手伝っているだろうが、興味深い論点であるだけに、挑戦する価値はある。

ところで、著者が「マネー・サプライ重視説」に一貫して批判的コメントを繰り返し投げている点で、評者には、なぜマネー・サプライを重視するという認識批判にここまで繰り返し拘泥するのかが理解できなかった。日本では、マネー・サプライよりも金利重視だったという主張は、まさに日本の金融市場が公定歩合中心で、アメリカにおける債券市場における売買操作によってマネー・サプライを調整するというメカニズム(つまりは資本市場)が発達していないという金融構造問題であるように思われるのだが、マネー・サプライ重視を採れない日本の金融行政を説明する著者の意図がどこにあるのか、評者には説得的ではないように感じられた。

しかし、総じて、本書は、きわめてレベルの高い学術書であり、これまで看過されがちだった「海外短資取入れ」説によって、バブルの要因を解明した質の高い好著である。しかも、統

計データによって逐次、主張を裏付け、しかも、それを当時の国際政治力学のなかで検証するという作業をへることによって、あるいは当時の通貨当局者の発言を引用しながら、バブル期に関与した金融行政当局の生の声を伝えてくれる。そうすることによって、バブルを創り出した要因について、その複合的なダイナミズムを刺激的に説明してみせた本書の学術上の意義はきわめて大きい。

なお、本書は共著にありがちな論旨の不統一をみごとに克服している。一ノ瀬、角南両氏の徹底した議論と入念な打ち合わせとを想像させ

るものである。共同研究のみごとな成果だと言える。その徹底した共同研究ゆえの豊穡な成果に対して、心から敬意を表したい。さらに、付録として巻末に付けられている年表も、対象の20年間における時代の推移（金融行政、主要な政治・経済事項、そして代表的歌謡曲）を読者に興味深く教えてくれる。本書で展開された手法の延長線上で、90年代という日本経済の「失われた10年」の分析が行われることを鶴首して待ちたい。

（大阪市立大学経済研究所 教授）