

貨幣面におけるバブルと不況

吉 野 正 和

目 次

1. はじめに
2. バブルと平成不況
3. 貨幣の増減
4. マネーサプライ論争
5. 歴史は繰り返す
6. マネーサプライのコントロール
7. 先行性
8. 日銀の責任
9. 澄田^{すみ た せい}智日銀総裁
10. 外 圧
11. 予めの警告
12. むすびにかえて

1. はじめに

1980年代後半と1990年代の初めに、日本経済は、バブルになり、1991年4月、5月頃から、バブルがはじけて、平成不況になった。現在（1996年9月）においても、日本経済は平成不況から、完全に、抜け出しておらず、未だに、どこかに、不況感が漂っている。この論文では、貨幣面に重点を置いて、バブルと平成不況の原因を研究する。また、平成不況を契機として、学者と中央銀行家の論争、いわゆる、マネーサプライ論争が展開されたが、この論争についても言及する。

2. バブルと平成不況

表1は1980年度から1994年度までの M_2+CD の前年比と国内総生産の実質前年比と消費者物価指数の前年比である。1980年から1986年までの M_2+CD の前年比の伸び率は、7、8、9%台の1ケタ台の伸び率であった。1987年から1990年までの M_2+CD の前年比の伸び率は、10%を超える2ケタ台の伸び率になっている。この1987年から1990年までの国内総生産の実質前年比も、4、5、6%台で増加している。平均株価は、1989年12月29日に、38,915円の最高値となっている。この1987年から1990年がバブル期といえよう。しかし、消費者物価指数は、それほど、急激に、上昇しなかった。1987年に、 M_2+CD の前年比は11.2%で上昇しているが、タイム・ラグが2年であるとしたら、1989年からの消費者物価指数は、2.9%、3.3%、2.8%と、それほど、激しいインフレ率ではなかった。

表1

年 度	M_2+CD 前 年 比	国内総生産 実質前年比	消 費 者 物 価 指 数 前 年 比
80	8.4	2.6	7.6
81	9.7	3.0	4.0
82	8.4	3.1	2.6
83	7.5	2.5	1.9
84	7.8	4.1	2.2
85	8.7	4.1	1.9
86	8.6	3.1	0.0
87	11.2	4.8	0.5
88	10.8	6.0	0.8
89	10.3	4.4	2.9
90	10.2	5.6	3.3
91	2.6	3.1	2.8
92	0.1	0.4	1.6
93	1.5	0.2	1.2
94	2.5	0.5	0.4

[出所]『経済要覧』14ページ、23ページ、28ページの合成。

インフレ率は、それほど、激しくはなかったが、1987年から1990年の期間は、好景気であり、株価が、異常に、上昇したので、バブルの時期といえよう。1991年から1994年の M_2+CD の前年比は、それぞれ、2.6%、0.1%、1.5%、2.5%となっている。また、この期間の国内総生産の実質前年比も、それぞれ、3.1%、0.4%、0.2%、0.5%と低迷している。この1991年から1994年の期間は平成不況であるといえよう。バブルと平成不況は M_2+CD の前年比の伸び率とかなりの相関関係があるといえよう。

3. 貨幣の増減

バブルと平成不況は、貨幣の増減と、かなりの相関関係があるが、それでは、なにが、貨幣の増減を決定するのか。貨幣の増減に、最も、大きな影響力があるのは、中央銀行であり、日本の場合、日本銀行である。それでは、なぜ、1987年に、 M_2+CD の前年比の伸び率が11.2%という高い伸び率になったのであろうか。表2をみてみよう。

昭和62年は、西暦にすると、1987年になる。1987年2月23日から、平成元年（1989年）5月30日まで、公定歩合は2.5%であった。1989年5月31日に、公定歩合は、2.5%から、3.25%に、引き上げられた。2年3カ月にわたって、公定歩合は2.5%という低い水準であった。この低い公定歩合が M_2+CD の増加とバブル発生の原因であるといえよう。バブル退治のために、平成元年5月31日、2.5%→3.25%へと、公定歩合の1回目の引き上げをして、平成2年8月30日、6%へと、5回目の公定歩合の引き上げをした。やがて、貨幣は、1991

表2 公定歩合の推移

年 月 日	公定歩合
昭61. 1. 30	4.50
3. 10	4.00
4. 21	3.50
11. 1	3.00
62. 2. 23	2.50
平 1. 5. 31	3.25
10. 11	3.75
12. 25	4.25
2. 3. 20	5.25
8. 30	6.00
3. 7. 1	5.50
11. 14	5.00
12. 30	4.50
4. 4. 1	3.75
7. 27	3.25
5. 2. 4	2.50
9. 21	1.75
7. 4. 14	1.00
9. 8	0.50

【出所】『経済要覧』179ページ。

年度に、急速に、減少し始めた。この5回の公定歩合の引き上げは、効果があり過ぎたのであろう。自動車でいえば、ブレーキの踏み過ぎであった。平成3年7月1日、公定歩合を6%から5.5%に引き下げ、以後、平成7年9月8日、9回目の公定歩合の引き下げで、0.5%まで、公定歩合が引き下げられたが、 M_2+CD の伸び率は、現在（1996年8月）、3%台で低迷している。もちろん、日銀の金融政策は公定歩合だけではない。ここまでの話は公定歩合だけであった。日銀の金融政策は、公定歩合の変更の他に、オペレーションと準備率の操作がある。オペレーションの操作の問題で、マネーサプライ論争が生じたといえよう。このマネーサプライ論争は、次に、述べる。

4. マネーサプライ論争

前述したが、平成不況を契機として、1992年に、学者と中央銀行家で、マネーサプライ論争が引き起こされた。学者というのは、上智大学経済学部の岩田規久男教授であり、中央銀行家というのは、日本銀行調査統計局企画調査課長の翁邦雄氏である。したがって、このマネーサプライ論争は、岩田・翁論争ともいわれている。岩田教授は以下のように述べている。「日銀はベースマネーをコントロールできないという『日銀理論』を直ちに放棄して、ベースマネーを手形や国債の買いオペなどによって積極的に増やすべきである」（岩田 [4] 128ページ）。日銀は、買いオペによって、マネーサプライを増加すべきである、と岩田教授は主張している。標準的な金融論の教科書では、マネタリーベース・アプローチがある。マネーサプライ (M) は貨幣乗数 (m) とハイパワードマネー (H) の積となる。ハイパワードマネーはベースマネーとか、マネタリーベースともいわれている。ハイパワードマネーは現金と準備の合計である。マネタリーベース・アプローチでは以下の式となる。

$$M = m \cdot H$$

岩田教授によると、貨幣乗数の m は11.6で安定しているのである。したがって、ベースマネーを増やせば、11.6倍のマネーサプライの増加になる。日銀は、買いオペによって、マネーサプライを増やしているのではなくて、むしろ、売りオペによって、マネーサプライを減らしている、と岩田教授は主張している。

岩田教授の主張に対して、日銀の翁氏は反論している。要約すると、以下のようなになる。ハイパワードマネーを増加すると、金利が下落するので、日銀は、ハイパワードマネーを、能動的に、変動できない。つまり、日銀は、ハイパワードマネーの変動は、能動的ではなくて、受動的なのである。また、日銀は、政策目標として、マネーサプライではなくて、金利政策を重視している、と翁氏は主張している¹⁾。したがって、日銀はハイパワードマネーをコントロールできないし、マネーサプライもコントロールできない、ということになる。この岩田・翁論争は結論が出ないまま、平行線になっている。この論争については、後ほど、コメントをするつもりである。

5. 歴史は繰り返す

1992年に、岩田・翁論争が生じたのであるが、最終的に、岩田教授は、日銀がマネーサプライをコントロールできる、と考えているのに対して、翁氏は、日銀がマネーサプライをコントロールできない、と考えている。学者と中央銀行家の間の論争は1992年が初めてではない。明治大学の黒田晁生教授は、岩田・翁論争以前に、ふたつの論争があったことを指摘している。黒田教授 [11] を要約してみよう。昭和30～40年代において、東京大学の館龍一郎教授と日本銀行の吉野俊彦理事をはじめとした日本銀行エコノミストとの間で、1回目のマネーサプライ論争があった。2回目の論争は、1973-1974

注1) 詳しくは以下の文献をみていただきたい。翁 [14], [15]。

年の大インフレーションの原因をめぐって、東京大学の小宮隆太郎教授と日本銀行の外山茂理事との間で、マネーサプライ論争があった、というのが黒田教授の要約である²⁾。岩田・翁論争は、まさに、「歴史は繰り返す」といえるマネーサプライ論争である。また、岩田・翁論争は、マネーサプライのコントロールの可能か不可能をめぐる論争である。つまり、貨幣は内生なのか、外生なのか、の論争である。この論争は、英国の19世紀前半の通貨主義と銀行主義の論争の繰り返しであるともいえよう。また、岩田・翁論争は、通貨主義と銀行主義の論争の後に続いた、ケインジアン——マネタリスト論争の繰り返しであるともいえよう。貨幣の内生・外生の問題は、ケインジアン——マネタリストの大きな問題点でもあった。やはり、「歴史は繰り返す」といえよう。

6. マネーサプライのコントロール

日銀がマネーサプライをコントロールできるのか、できないのか。岩田・翁論争の決定的な問題点である。日銀の翁氏は、買いオペによって、超過準備を作ろうとすると、金利がゼロ近くになってしまうので、買いオペによる超過準備を作るとは不可能ではないが、無理である、と考えている³⁾。また、八木慶和氏は以下のように述べている。「ハイパワード・マネーを余分に供給したらどうか。そのときは余分のかねは、直ちに日銀の窓口に戻流してくる。現金に利子につかない。だから市中銀行はむだな現金を手もとにお

2) このふたつのマネーサプライ論争について、詳しくは、黒田 [11] の外に、八木 [21] をみていただきたい。

3) 翁氏は以下のように述べている。

「オペで無理に超過準備を作ろうとすることの帰結は、短期金利が単に大きく低下することにとどまらずゼロにまで落ちることであり、短期金利をゼロにしてしまえば貸し出しの採算性は高まるから、確かに『オペによって通貨を増やすことは無理であっても不可能ではない』。しかし、通常の金融市場では短期金利がゼロという状況は許容し難いから、オペによって量的ルートからマネーサプライを増加させることができる、という理解はわが国の金融システムに即した正しいものであるとは思われない」(翁 [15] 144ページ)。

かない。ハイパワード・マネーを余分に押しつけることもできない。

それゆえ日銀は、日々の取引においては、市中金融機関が必要として申し出た金額を、そのまま供給するのである。日銀がハイパワード・マネーの供給をコントロールできないというのは、こういう意味である」(八木 [12] 131ページ)。翁氏は、ハイパワードマネーを余分に供給すると、金利がゼロ近くになる恐れがあるので、ハイパワードマネーの余分な供給は無理である、と考えている。また、八木氏は余分なハイパワードマネーの供給はできない、と考えている。翁氏と八木氏の両氏は余分なハイパワードマネーの供給はできないという点で共通である。

しかし、そうであろうか。まず、翁氏の金利がゼロ近くまでになるのであるが、この問題は実証の問題である。翁氏は実例として、イタリア⁴⁾の例を出しているが、たったひとつのサンプルでは、あまりにも、説得力がないのではないか。確かに、買いオペをすれば、金利が下がるが、ゼロ近くまで下がるかどうかは、その国の経済状況によっても違うであろう。また、一時的に、ゼロ近くまで下がったとしても、ハイパワードマネーの増加がマネーサプライの増加となり、物価の上昇となり、フィッシャー効果で、金利の上昇を生むことも考えられるが、翁氏はこの点は、全く、考えていないようである。次に、八木氏の「ハイパワードマネーの供給を余分に押しつけることもできない」であるが、日銀はハイパワードマネーの供給をする能力は、常に、ある。銀行の貸し渋りや企業の借り渋りがあるので、資金の需要がないと考えているのであろうが、ハイパワードマネーの供給が少ないと、資金の需要が少なくなるのは当然であろう。翁氏と八木氏の両氏は、マネーサプライの増減を決定しているのは銀行であり、日銀ではない、と考えているのであろう。

成田淳司氏は以下のように述べている。「いまのところ、銀行の信用創造機能は、バブルの崩壊前も崩壊後もまったく変わっていないといっておかろう。最近、貨幣供給が増えないことについて、需要側の借り渋りか、あるいは

4) 詳しくは、翁 [14] 109ページをみていただきたい。

は、金融機関の貸し渋りが議論されることがあるが、そもそも日本銀行が信用創造の基礎となる基礎貨幣を供給していないことを見落としてはならない」(成田 [13] 23ページ以下)。成田氏が主張しているように、マネーサプライの低下は、借り渋りや貸し渋りではなく、日銀のハイパワードマネーの供給の低下であろう。マネーサプライの増減を決定するのは、銀行ではなくて、日銀であるといえよう。また、郵政省の原田泰氏と経済企画庁の白石氏と東京大学の吉川洋教授も成田氏と同じ考え方をしている⁵⁾。

マネーサプライの減少について、買いオペではなくて、売りオペをしてい

5) 原田・白石 [3] は以下のように述べている。

「日銀的金融理論として、マネーサプライは日銀が作るものではなくて、銀行が作るものであるという固い信念がある。……

しかし、それは誤りであって、日銀がコントロールできるハイパワードマネーが、マネーサプライ全体を動かすのである。このようなマネーサプライ供給の基本式は

$$\text{マネーサプライ (M}_2\text{+CD)} = \text{信用乗数} \times \text{ハイパワードマネー}$$

と表される。……

この式は、マネーサプライが政策によって低下しているのか、それともマネーを求める人々の行動によって低下しているのかを判断してくれる。もしマネーサプライが政策によって低下しているのであれば、ハイパワードマネーの減少がマネーサプライの減少を説明するであろう。一方、マネーサプライの減少が人々の行動(企業の借り渋りまたは銀行の貸し渋り)によるものであれば、信用乗数の低下となって現れるであろう。……

信用乗数が上昇しているにもかかわらず、マネーサプライが低下しているのであるから、マネーサプライの低下はハイパワードマネーの縮小、すなわち、金融政策の変化によるものであることが示唆される。

これはまた、86年から90年にかけてのマネーサプライの急増が何によって生じたかも明らかにする。信用乗数が大きく低下しているのだから、マネーサプライの増加はハイパワードマネーの増加によるものである。すなわち、86年から90年にかけてのマネーサプライの増加も、90年以降のマネーサプライの減少も、ともに金融政策によって引き起こされたものである」(原田・白石 [3] 70ページ以下)。

また、吉川洋教授も以下のように述べている。

「当然のごとくマネーサプライをめぐる大論争が起こり『銀行の貸し渋り』説が浮上した。しかし『貸し渋り』説の根拠は薄弱である。……

このように『貸し渋り』は経済全体でみる限りメジャーな現象とはいえない」(吉川 [23] 27ページ)。

る、と岩田教授は指摘している。岩田教授は以下のように述べている。「しかし、資金運用部が日銀から国債を購入する場合には、ベースマネーの減少が起きる。この場合には、民間部門は預金を郵貯に変えて、資金運用部を通じて日銀から国債を購入したことになり、日銀は国債の売りオペを実施したことになるのである」(岩田 [4] 126ページ以下)。売りオペをして、ハイワードマネーの低下をさせることはできても、買いオペをすることはできないという日銀の考え方は奇妙であるといえよう。

7. 先行性

マネーサプライと所得の関係が、どんなに、相関関係があっても、それは因果関係を示していない。現在のマネーサプライ論争においては、それほど、現れていないが、それでも、この問題は貨幣の内生・外生の問題と同じ意味をもつ。日銀がマネーサプライを受動的にしているのか、あるいは、能動的にしているのか、と同じ問題になる。つまり、日銀は、経済の状況に応じて、受動的に貨幣を供給しているのか、あるいは、日銀が貨幣をコントロールして、経済が変動するのか、という問題である。貨幣と所得に強い相関関係があるのは、多くの経済学者が認めている。しかし、どちらが、主として、先行性があるのか。三和総合研究所の嶋中雄二氏は、所得に対して、貨幣が、6～9カ月、先行していると述べている。嶋中氏は以下のように述べている。「マネーサプライの伸びのピークと景気の山との平均タイム・ラグは6～9カ月であり、ちょうど平成景気の終焉とよく符合している」(嶋中 [17] 49ページ)。やはり、貨幣と所得には、因果関係があり、所得よりも、貨幣の方が先行性があるであろう^{6), 7)}。

6) 嶋中氏の外にも、新保氏は以下のように述べている。

「マネーサプライ増加率と名目成長率の間には、前者が変動すると2四半期遅れて後者が連動する、というかなり安定的な関係がある」(新保 [18] 54ページ)。

7) ケインジアン-マネタリスト論争において、ケインジアンであるはずのジェー
(次頁脚注へ続く)

8. 日銀の責任

前述したが、 M_2+CD の前年比の伸び率は、1987年から、1990年まで、それぞれ、11.2%、10.8%、10.3%、10.2%となっている。そして、1991年から、1994年まで、それぞれ、2.6%、0.1%、1.5%、2.5%となっている。このように、急激に、マネーサプライを増加して、バブルを引き起こし、急激に、マネーサプライを減少させて、平成不況を生じさせたのは、日銀の責任である。和光大学の山田久先生も以下のように述べている。「現在の日本のマネーサプライ増加率はあまりにも低すぎるし、もっと重要なことは、あまりにも振幅の大きい通貨政策を採っているということである。通貨の伸び率を乱高下されることは、百害あって一利無しである。適切な通貨の伸び率を維持することが望まれる」(山田 [12] 21ページ)。この山田先生の論文の中に、元日銀エコノミストの鈴木淑夫氏の引用があるが、鈴木氏も以下のように述べている。「このようなマネーサプライ伸び率の急増と急減は、マネーサプライ重視が始まった1975年以降、絶えて久しくなかったことだ。それが起こったために、石油危機や円高のような海外からのショックがないにもかかわらず、景気後退が起こったともいえる。……13%のマネーサプライ増加率や2%のマネーサプライ増加率は許容限度を越えた変動である。それが経済の不安定化の原因にならないはずはない。その程度の判断は常識であろう(鈴木 [20] 189ページ)。また、八木氏も以下のように述べている。「こうして日銀は史上最低の2.5%の公定歩合を、1987年2月から1989年5月まで、2

ムズ・トービンでさえも、貨幣の外生性を認めている。トービンは以下のように述べている。

「本書においてフリードマンとシュヴァルツは、貨幣は重要であるという命題のための証拠を見事に説得力のある仕方提示している。彼らは、貨幣的な出来事を単なる二次的現象、あるいは所得、雇用、および物価さえをも完全に決定する非貨幣的要因に対する余論として追加されるあと書き程度のものと見なす新ケインズ派を——もしそのような論者が存在するならば——敗走させた」(トービン、加藤訳 [6] 84ページ)。

年3カ月の長期にわたって継続する。ブラックマンデーから数えても、1年7カ月という長さである。余りにも長い。ここにバブルの原因がある。この間米国は2回、西独は4回、それぞれ公定歩合を引き上げている。なぜ日本だけが拱手傍観、バブルの跳梁するにまかせたのか。政府・日銀の責任は重いといえよう」(八木 [21] 125ページ)。岩田教授も以下のように述べている。「日銀のもうひとつの誤りは、マネーサプライをあまりにも低水準のままに放置してきたことだ。これは実質金利を高める要因にもなっている。私は以前からマネーサプライをもっと増やすような政策をとるべきだと言いつけてきたが、日銀は、『マネーサプライは貨幣需要で決まるのだから、日銀はそれに合わせるしかない。コントロールできない』と反論したり、のちには『マネーサプライと実体経済は全然、関係がない』と言いつけたりした」(岩田 [5] 41ページ)。創価大学の小林孝次先生も以下のように述べている。「プラザ合意以降のマネーサプライの激しい変動、すなわちバブル期の2ヶ台のマネーサプライの伸び率、特に80年代終わりから90年代にかけての12～3%の増加率、そしてその後のマイナスの増加率は異例のことではなく、やはり異常なことであると思われる」(小林 [10] 106ページ)。

以上のように、マネーサプライの増減に対して、日銀の責任が大きいと考えられる⁸⁾が、日銀エコノミストは反対の見解を示している。たとえば、まず、翁氏である。翁氏は以下のように述べている。「この指標によると、郵貯シフトの影響を受けている M_2+CD においてもおおむねトレンド線の近

8) その外にも、一橋大学の中谷巖教授は以下のように述べている。

「結局、根本のところにあるのは、短期にハイパワード・マネーがコントロールされうるかどうかといった技術的な細かい議論ではなく、その時々⁹⁾の経済情勢に対してマネーサプライの水準が正しいものであるかどうかという判断であると思われます。たとえば、平成不況が厳しさを増している¹⁰⁾と伝えられた1992年秋の段階でマネーサプライの伸びがマイナスとなりました。このようなマネーサプライの推移には問題がないのでしょうか。もし、政策当局がこのようなマネーサプライの急激な低下が好ましくないと判断するのであれば、公定歩合をもっと早くから引き下げるなどの手段を積極的に講じつつ、ハイパワード・マネーの供給、さらには、マネーサプライを増やすためのあらゆる努力をすべきでした」(中谷 [12] 527ページ)。

傍にあり、フローの実体経済に比べてマネーが非常に不足しているという状態にはなっていない。……マネーサプライの減少は主に企業のバランスシート調整の動きを反映しているとみられ、これまでのところ金融機関の貸出態度の慎重化によって、企業活動が大きく制約されるという状況（いわゆるクレジット・クラッシュ）にはなかったとみられる」（翁 [16] 5ページ以下）。翁氏は、1993年2月においても、マネーサプライが少ないと考えていないし、マネーサプライは経済活動の反映と考えているようである⁹⁾。

もうひとりの日銀エコノミストを引用してみよう。日銀エコノミストの賀来景英氏¹⁰⁾は以下のように述べている。「最近のマネーの伸びの低さは確かに『異例』ではあるが、『異常』とはいえない」（賀来 [8]）。賀来氏は、マネーサプライの伸び率の減少は異例だが、異常ではない、と主張している。しかし、この誤った認識が平成不況を、一層、深刻にしたともいえよう。もう一度、創価大学の小林先生を引用してみよう。小林先生は以下のように述べている。「現在の不況下での縮小したGNPに対する貨幣需要量を基準にして、マネーサプライが不足していないとするのは誤りである。なにはともあれ現実の深刻な不況を前にして、経済の血液ともいべきマネーサプライの不足、あるいはマイナス成長のマネーサプライは放置すべきではない」（小林 [10] 107ページ）。やはり、日銀エコノミストの誤った見解が平成不況を生んだといえよう。日銀の責任は大きいといえよう。

9) また、別のところで、翁氏は以下のようにも述べている。

「最近のマネーサプライの伸び率の低下には、80年代後半の資産価格上昇等を受けたマネーサプライの高い伸びの反動といった要素も強く、前年対比での伸びが低いからといってストックでの水準自体が過小であるとは思えない。……

結局、日銀は情勢の推移を総合的に判断して適時適切な金利政策を行っていくことが望ましいと筆者には思われる」（翁 [14] 110ページ以下）。

10) 日銀エコノミストの賀来氏の引用は、前述の小林 [10] 106ページにも述べられている。

9. 澄田^{すみたまし}智日銀総裁

日銀の責任について述べたが、一番のトップの澄田^{すみたまし}智日銀総裁について述べよう。澄田日銀総裁は、公定歩合を、2.5%に、1987年2月から、1989年5月まで、2年3カ月間、固定していた日銀総裁であった。この公定歩合の2.5%の2年3カ月間が問題であった。なぜ、2年3カ月間もの間、超低金利政策をとったのか。1987年10月19日に、ニューヨークの株価が暴落したブラックマンデーがあった。このブラックマンデーが、2.5%の公定歩合を、長く引き延ばしてしまった。澄田総裁は以下のように述べている。「その後の金融政策がブラックマンデーによってある程度の影響を受けたことは認めざるをえない」（澄田 [19] 1993年10月28日）。「後から振り返ればブラックマンデーの株価の下落は、景気にそれほど悪影響を及ぼさなかった。……

それに何と言っても物価が落ち着いていた。……金融を引き締めるのは適当でないと判断した。

そこに落とし穴があった、と言え言えるのかも知れない。……バブルに対する警戒が薄かったかもしれない。……

……しかし日銀総裁たるもの、少しでもおかしい兆候があれば敏感に感じ取って将来を予想すべきであり、資産価格が上がることを意味をもっと早くとらえて手を打つべきだった、と思っている」（澄田 [19] 1993年10月29日）。澄田日銀総裁も、2年3カ月に及ぶ、2.5%の公定歩合の据え置きは、失敗だった、と思っているようである。

10. 外 圧

「国際協調」という名の「外圧」がある。八木氏の論文を要約してみよう。1985年9月に「プラザ合意」があり、日本は、金利の引き下げと財政支出拡大を要求された。1986年1月30日に、公定歩合は、5%から、4.5%へと、

0.5%引き下げられた。次に、日銀は、1986年3月10日に、公定歩合を、4.5%から、4%へと引き下げている。この公定歩合の引き下げは、アメリカからの日銀への圧力であった。1986年2月24日、アメリカの連邦準備制度理事会のボルカー議長が日銀の国際金融担当の緒方理事に電話をした。この3月の利下げは、日本、西独、アメリカ3カ国の協調利下げとなった。次に、日銀は、1986年4月21日に、公定歩合を、4%から、3.5%へと引き下げた。この引き下げも、裏があった。4月8日、ワシントンで開催された先進10カ国(G10)会議に出席した竹下蔵相と澄田日銀総裁が米国のベーカー財務長官とボルカー議長に説得されたためである。次に、1986年11月1日、公定歩合が、3.5%から、3%へと引き下げられた。これも、アメリカの圧力である。1986年9月、宮沢蔵相と澄田日銀総裁は、ワシントン開催のG5、G7、IMF総会に出席した。このとき、ベーカー長官が、澄田総裁を説得した。次に、1987年2月23日、公定歩合は、3%から、2.5%へと引き下げられた。これも、アメリカの圧力であった。宮沢蔵相は、第5次引き下げを土産にアメリカに行ったのである。次に、1989年4月、澄田総裁はG7のために、ワシントンに行った。ここでも、ボルカー議長は、再利下げを要求した。しかし、澄田総裁は断った。以上が、八木氏[21]の論文の要約である。このように、日本の公定歩合の引き下げは、「国際協調」という名の下での、米国からの圧力であった、といえよう。

マネタリストのフリードマンは、日本のバブルの要因を、1987年2月の「ルーブル合意」であるとしている。日銀がドルを買い、それがマネーサプライの増加となり、株と土地に流れていった、とフリードマンは考えている¹¹⁾。また、バブル期に、日本が、高率のインフレにならなかったのは、円

11) フリードマンは以下のように述べている。

「すべては1987年のルーブル合意に起因する。日本とドイツ、とくに日本は、この合意に縛られ、自らの犠牲においてドルを買い支えた。日本では日銀がドルを買ったのです。ドルと引き替えに日本の通貨当局は円を対価として支払ったわけだから、その分日本の通貨供給量が急速に増大することになった。周知のように、それが株式、土地市場に流れた……」(フリードマン・西山 [1] 42ページ)。

高によって、回避されたのであろう、とフリードマンは考えている。日本の一連のバブルと平成不況に関して、フリードマンは以下のように述べている。「わたしの考えでは、アメリカがルーブル合意を推し進めたのは誤りであり、日本がこの合意に賛成したのも誤りだった」（フリードマン [2] 4 ページ）。つまり、フリードマンは、アメリカの「ルーブル合意」を推し進めた誤りと日本の「ルーブル合意」を受け入れた誤りを指摘している。まさに、外圧によって、日本は、バブルと平成不況を被ってしまったともいえよう。

11. 予めの警告

創価大学の加藤寛孝教授は、1989年において、日本のマネーサプライが2ケタ台になっているのに注目し、警告をしていたようである。加藤教授は以下のように述べている。「物価水準の安定化のための根本的条件は、貨幣量の増加率を抑制することである。フリードマンのX%ルールをわが国において実施する場合のX%の値としては（貨幣需要関数のいっそうの研究によって貨幣に対する資産需要が推定された結果修正が必要とされなにかぎり）年率6～7%程度が妥当なところであろう。ただし、現在（1989年5月）の年率10%台からの引き下げは、1年間に1ポイントの下げ程度のゆっくりしたテンポで漸進的に行うべきである」（加藤 [7] 76ページ）。マネーサプライの増加率は6～7%が適当であると考えているのに対して、1987年から、2ケタ台になっていたのに、インフレを防ぐために、マネーサプライの増加率を、1年間に、1%程度、下げるべきである、と加藤教授は主張している。マネーサプライの増加率を、急激に、引き下げると、不況になってしまうので、ゆっくりとした、年1%程度の引き下げの、漸進的な方法を提案していたのである。残念ながら、日銀は、急激なブレーキを踏んで、マネーサプライを、急激に、減少させてしまった。1989年において、加藤教授はマネーサプライの増加率から考えて、バブルの予測をし、未然に防ごうとしていたようである。

12. むすびにかえて

前述したが、日本は、1980年代後半と1990年代の初めに、バブルになり、1991年4月、5月頃から、バブルがはじけて、平成不況になった。マネーサプライの増加率をみると、バブルと平成不況の原因が、容易に、理解できる。ただ、そのマネーサプライに関して、日銀がマネーサプライをコントロールできるのか、できないのか、という古くて新しい論争が生じた。この論争は、マネーサプライが、内生なのか、外生なのか、という論争でもある。今回の日本のバブルと平成不況を契機として、マネーサプライ論争が生じたのは、まさに、「歴史は繰り返す」といえよう。日銀エコノミストと学者の論争でもあり、ケインジアン-マネタリストの論争でもあり、19世紀前半の英国の通貨主義と銀行主義の論争の繰り返しといえよう。日銀が貨幣重視をやめてしまったために、バブルと平成不況とマネーサプライ論争が生じたのである。今後、日銀は、マネーサプライを重視して、5%から、7%程度のX%ルールを実行していくべきであろう。

参 考 文 献

- [1] ミルトン・フリードマン・西山千明「世界同時不況の真犯人」『諸君ノ』1993年4月号。
- [2] ミルトン・フリードマン『貨幣の悪戯』三田出版会、1993年7月。
- [3] 原田泰・白石賢「岩田教授の金融理論はやはり正しい」『週刊 東洋経済』第5118号、1993年1月16日号。
- [4] 岩田規久男「景気後退・株価暴落の原因『日銀理論』を放棄せよ」『週刊 東洋経済』第5095号、1992年9月12日号。
- [5] 岩田規久男「超低金利時代 公定歩合“ゼロ%”の根拠」『エコノミスト』第73巻第30号、1995年7月11日号。
- [6] 加藤寛孝「幻想のケインズ主義（下）——1930年代のアメリカの実態」『経済セミナー』第341号、1983年6月。
- [7] 加藤寛孝「日本における貨幣、名目所得、および物価水準の短期的変動、1960～1987年」『創価経済論集』第19巻第2号、1989年9月。
- [8] 賀来景英「マネーサプライ論争（上）——供給量、不足とは言えず」『日本経済新聞経済教室』1992年12月23日。

- [9] 経済企画庁調査局編『経済要覧』平成8年版(1996)、平成8年5月10日発行。
- [10] 小林孝次「最近のマネーサプライの異常な変動について——ハイパワードマネーとマネーサプライの因果関係テスト——」『創価経済論集』第23巻第3号、1993年12月。
- [11] 黒田晁生「日本銀行の金融調節とハイパワード・マネー」『金融経済研究』第10号、1996年1月。
- [12] 中谷巖『入門マクロ経済学 第3版』(日本評論社)1993年4月。
- [13] 成田淳司「供給量の低下は日銀の失敗」『エコノミスト』第70巻第50号、1992年11月24日号。
- [14] 翁邦雄「『日銀理論』は間違っていない」『週刊 東洋経済』第5101号、1992年10月10日号。
- [15] 翁邦雄「政策論議を混乱させる実務への誤解」『週刊 東洋経済』第5116号、1992年12月26日号。
- [16] 翁邦雄「伝統的マネタリズム思想は崩壊」『日本経済研究センター会報』第676号、1993年3月15日発行。
- [17] 嶋中雄二「底入れは92年7～9月だが、鈍い回復力」『週刊 東洋経済』第5049号、1992年2月7日号。
- [18] 新保生二「平成デフレの鍵を握るマネーサプライ」『エコノミスト』第73巻第44号、1995年10月16日号。
- [19] 澄田智「私の履歴書」『日本経済新聞』1993年10月28日、10月29日。
- [20] 鈴木淑夫『日本経済の再生』(東洋経済新報社)1992年6月。
- [21] 八木慶和「バブル経済における日本銀行の責任」千葉商科大学『国府台経済研究』第6巻、1994年6月。
- [22] 山田久「通貨供給量伸び率の急低下」『世界経済』第47巻第9号、1992年9月。
- [23] 吉川洋「平成の景気循環とバブルの関係を糺す」『エコノミスト』第71巻第32号、1993年7月27日号。