

Center on Japanese Economy and Business

PROGRAM ON ALTERNATIVE INVESTMENTS

日本
經濟
經營
研究所

Lessons from the Japanese Bubble for the U.S.

November 19, 2008

Speakers

Takeo Hoshi

Pacific Economic Cooperation Professor of International Economic Relations,
School of International Relations and Pacific Studies, University of California, San Diego

Paul Sheard

Global Chief Economist and Head of Economic Research, Nomura Securities International, Inc.

Michael Woodford

John Bates Clark Professor of Political Economy,
Economics Department, Columbia University

Moderator

David E. Weinstein

Carl S. Shoup Professor of the Japanese Economy, Economics Department, Columbia
University; Associate Director of Research, Center on Japanese Economy and Business,
Columbia Business School

*Cosponsored by Columbia University's Program for Economic Research and
Weatherhead East Asian Institute*

Symposium Summary Report

Jeffrey Lagomarsino, Editor
Senior Research and Editorial Officer
Center on Japanese Economy and Business

邦訳付

Japanese translation inside

Lessons from the Japanese Bubble for the U.S.

November 19, 2008

The Program on Alternative Investments at the Center on Japanese Economy and Business (CJEB) of Columbia Business School and Columbia University's Program for Economic Research and Weatherhead East Asian Institute cosponsored the symposium "Lessons from the Japanese Bubble for the U.S." Amidst a deepening U.S. financial crisis, 260 people attended to hear three specialists on the Japanese economy discuss what can be learned from the Japanese experience to help U.S. policymakers avoid a systemic crisis and the "lost decade" that Japan went through following the bursting of its asset bubble in the early 1990s. The speakers were Takeo Hoshi, Pacific Economic Cooperation Professor of International Economic Relations, University of California, San Diego; Paul Sheard, global chief economist and head of economic research, Nomura Securities International; and Michael Woodford, John Bates Clark Professor of Political Economy, Columbia University. Alicia Ogawa, director of the Program on Alternative Investments, CJEB, commenced the symposium with introductory remarks, and David Weinstein, associate director for research, CJEB, and Carl S. Shoup Professor of the Japanese Economy, Columbia University, served as moderator. This report is a summary of the speakers' presentations.

Professor Hoshi said crisis and change described Japan's financial system in the 1990s, and today those same words describe the U.S. financial system. Each country's financial crisis was preceded by similar run-ups in real estate prices and stock prices. Professor Hoshi pointed out that in Japan stock prices peaked and collapsed just before real estate prices, while in the United States the two happened almost simultaneously. Additionally, each country experienced the unexpected failure of one of their largest financial institutions—Yamaichi Securities in Japan and Lehman Brothers in the United States—which in both cases led to a spike in interbank loan rates.

A popular myth, Professor Hoshi explained, is that the Japanese government did nothing in response to the collapse of the asset price bubble and the financial crisis that followed. In fact, the recent approach of the U.S. government has resembled closely that of the Japanese government. Both countries started with a plan to purchase troubled assets and then shifted the focus to recapitalization. The key difference between the two governments' approaches, however, is the speed with which they first acted, and then adjusted their strategies. In Japan, the asset purchases began in 1993, and it was not until 1998 that the government began to recapitalize banks. The

United States made the shift from asset purchase to recapitalization in only five days. Professor Hoshi said the Japanese government's slow reaction to the crisis is something for which it has been rightly maligned.

Professor Hoshi then went into greater detail describing the Japanese government's recapitalization attempts, in order to identify lessons for the United States. In total, the Japanese government made five separate recapitalization attempts. The Financial Function Stabilization Act, which was a halfhearted first attempt at recapitalization that totaled about 1.8 trillion yen, was passed in 1998. The plan injected the same amount of capital into each bank, with the amount based on what the strongest bank requested, and it guaranteed all bank liabilities. This soon proved insufficient, and in 1999, under the Prompt Recapitalization Act, the government made by far its largest bank recapitalization attempt, injecting about 8.6 trillion yen. By 2006 there had been five recapitalization episodes. It is now clear, Professor Hoshi said, that these recapitalization attempts never were large enough to solve the capital shortage problems of Japanese banks in the long run. He then compared the 9 trillion yen figure with the cumulative losses that Japanese banks suffered from nonperforming loans. By 2005 cumulative losses totaled over 96 trillion yen, about 19 percent of GDP—clearly dwarfing the amount injected. Professor Hoshi said the question for the United States is whether the 250 billion USD that has been earmarked for recapitalization is large enough, given that no one knows the amount of troubled assets that still exist. Japan's experience suggests that small and repeated capital injections are, at best, only temporary fixes. Professor Hoshi added that one aspect in which the U.S. government has fared better than the Japanese government is in convincing financial institutions to accept public funds. In Japan, banks felt that selling the government preferred shares would suggest insolvency, thus stirring up concern among common shareholders. This has not been a problem in the United States.

In conclusion, Professor Hoshi identified two final lessons for U.S. recapitalization policy: the government must conduct due diligence of the financial institutions receiving public funds, and banks that receive public funds should not be forced to lend to small- and medium-sized firms. In Japan, many small but important regional banks were recapitalized, only to eventually fail. Additionally, because the goal of recapitalization is to enable banks to continue to extend credit, the Japanese government opted to require banks to lend to small- and medium-

sized firms. This policy kept credit open to many insolvent “zombie” firms, Professor Hoshi said, a fact that contributed to Japan’s subsequent decade of economic malaise.

Mr. Sheard built on Professor Hoshi’s presentation by clarifying some of the key differences between the Japanese and U.S. crises and described some further lessons. In Japan, the source of the crisis was a bubble in commercial real estate and equity market asset prices. Japan’s problem, therefore, was essentially nonperforming loans affecting the solvency of the commercial banking system. In the United States, the source of the crisis has been a housing market bubble involving subprime loans and mortgage-backed securities with very complex financial structures. Therefore, compared to Japan’s crisis, what is happening in the United States is much more of a market liquidity problem—as it also is in Europe and the United Kingdom. This has led to rising spreads across a range of products and caused serious dysfunction in large segments of the financial system. Mr. Sheard stressed that the reach of the U.S. crisis is much greater than it was in Japan. Whereas Japan’s crisis was very localized, the U.S. crisis has had global consequences, since bad assets were securitized and spread throughout the global financial system. Hence, it is a far more complex problem to address compared to the Japanese crisis, which was concentrated in about twenty financial institutions.

Mr. Sheard agreed with Professor Hoshi’s analysis of the Japanese government’s attempts to purchase bad assets and recapitalize the banks. He also noted that the Japanese government was right to recognize the danger of bank runs in 1995 and announce a blanket guarantee on bank deposits, which quelled the financial instability. These strategies, combined with unconventional monetary policy, constituted a comprehensive Japanese approach from which the United States can learn, Mr. Sheard said. But he added that the Japanese government acted far too slowly and timidly on all accounts. The policy of forbearance in response to the crisis contributed to Japan’s so-called “lost decade”—a mistake that should serve as a key lesson for the United States. For example, Japan did not guarantee bank deposits until 1995, even though by 1991 it was evident that real estate prices were plummeting. Furthermore, it was not until 1998 that the deposit guarantee was funded and an institutional infrastructure was implemented to deal with the troubled assets. The Japanese government’s reluctance to commit public funds and then to use them demonstrated a lack of political leadership, Mr. Sheard said. In a financial crisis, governments must trust the public’s intelligence and make a convincing case that injecting public funds and thereby increasing the budget deficit is the best strategy to minimize losses. Regarding monetary policy, Mr. Sheard argued that the Bank of Japan’s quantitative easing that began in 2001 was far too late and was conducted in a

somewhat self-defeating manner. Furthermore, the combination of timid monetary policy and counterproductive fiscal policy resulted in a macroeconomic strategy that failed to restore aggregate demand, defeat deflation, and return the Japanese economy to growth, he said.

Mr. Sheard next defined some general characteristics of financial crises and the monumental policy challenges they pose. Financial crises require remedial market intervention, which is very difficult to get right and runs contrary to the typical role of policy in a market economy. Additionally, policy makers operate under extreme uncertainty, and any action or inaction will be criticized. The more successful a policy is, the more it appears excessive *ex post*. Mr. Sheard was adamant that moral hazard arguments are dangerous when dealing with a financial crisis because they complicate the objective of the policy maker. This objective, he emphasized, should be to ensure that the economy returns to a high equilibrium path, no matter how valid moral hazard arguments seem at the micro level. Mr. Sheard said Japan’s policy of forbearance allowed the financial crisis to persist, and once the economy became deflationary, self-reinforcing feedbacks kept the economy on a low equilibrium path. He suggested that the United States is experiencing a slight but dangerous parallel with the severe distrust of counterparties and shortage of liquidity, which are causing the dysfunction of the capital market infrastructure. Even if the U.S. government deals effectively with the initial cause of the financial crisis—the housing market—there may be subsequent problems of sufficient magnitude to prevent the economy from getting back on a higher equilibrium path. Mr. Sheard ventured that the U.S. Treasury and Federal Reserve may have recognized this situation, saying this fact could explain their recent dramatic actions.

In closing, Mr. Sheard listed five general principles for dealing with a financial crisis based on the Japanese experience: (1) diagnose and take action early; (2) stem the financial crisis; (3) attack the underlying problem; (4) implement a coordinated and aggressive policy response; and (5) have a longer-term game plan that includes an exit and correction strategy. In his opinion the United States has done well in most of these respects, but it remains to be seen whether it has effectively attacked the underlying problem and will be able to successfully negotiate an exit and correction strategy. Through the Troubled Asset Relief Program (TARP) and other programs to prevent foreclosures, the U.S. government is trying to improve the asset value behind all the securities that are causing distress in the financial system. If the government backs off this strategy, it lessens its ability to address the underlying housing market problem, Mr. Sheard said. With respect to an exit strategy from the recent socialization, he said it must be sought as soon as possible and achieved through mechanisms

such as initial public offerings of government-acquired equity stakes. Finally, after there is adequate recovery from the financial crisis, a broad correction strategy is required to prevent the mistakes that led to the financial crisis and to address the moral hazard issues. Mr. Sheard suggested that this requires a breadth of new regulations, institutional rebuilding, and market learning.

Professor Woodford addressed the specific lessons that Japanese monetary policy in the post-bubble years holds for the United States today. Responding to the economic contraction in the early 1990s, the Bank of Japan (BOJ) began cutting the nominal call rate—roughly equivalent to the nominal federal funds rate in the United States—fairly aggressively, from over 8.0 percent in 1991 to 0.5 percent in the fall of 1995. By March 1999 the call rate was cut to zero, yet the consumer price index (CPI) inflation and GDP growth remained negative. The BOJ's dilemma was that the economy still needed demand stimulus, but the conventional tool of cutting the call rate had been exhausted, and the bank feared that monetary policy had become impotent. Professor Woodford said that the U.S. Federal Reserve was facing essentially the same problem, since—at the time of his presentation—the federal funds rate had been cut to 1 percent, meaning there was very little room left for further loosening, yet there appeared to be insufficient demand stimulus to avoid a serious recession and possibly even deflation.

In Japan's case, after much international pressure, the BOJ in 2001 resorted to an experimental quantitative easing (QE) policy, in which the BOJ's operating target become the current account balances of the banks, not the call rate, which remained at zero. The BOJ committed to continue this policy until deflation ended. By 2006, the BOJ had successively expanded the monetary base by 74 percent, yet nominal GDP had actually fallen slightly from 2001. To a large extent, the additional monetary base had been held as excess reserves by banks and the effect on aggregate demand was minimal, as evidenced by the relative stability of broader monetary aggregate measures like M2 and CDs. Professor Woodford explained this phenomenon by saying that, in theory, the effect of expanding the monetary base during ZIRP (zero interest rate policy) on aggregate demand depends on the extent to which expectations change regarding how long ZIRP will last or what monetary policy will look like after ZIRP. If QE is perceived as a very temporary solution that will be followed by rapid contractionary policy, there is no reason to expect an immediate positive effect on aggregate demand, he argued. In Japan, there was no indication of what would be done with monetary policy after ZIRP. Professor Woodford reasoned that expectations were that the BOJ would pursue very contractionary policy, and indeed, after ZIRP was abandoned in 2006,

the BOJ did exactly that. He said the QE policy in Japan was effective to the extent that it signaled that ZIRP would be maintained until deflation ended, causing longer-term interest rates to fall. One lesson from this for the United States is that signaling the conditions under which very low interest rate policy will be abandoned should be an effective tool on its own.

Professor Woodford went on to discuss in greater detail the importance of signaling the future path of interest rates, and he elucidated some further lessons that can be drawn from Japan's monetary policy. In April 1999, shortly after ZIRP began, the BOJ made its first direct attempt to signal future monetary policy. The BOJ realized that long-term interest rates were not falling, and popular expectation was that ZIRP would be abandoned quickly. Accordingly, BOJ governor Masaru Hayami announced that the bank was committed to ZIRP until deflation was no longer a concern. Professor Woodford noted that some people say this speech further lowered implied forward rates. However, he pointed out that there were also many contradictory signs suggesting the Bank was uncomfortable maintaining ZIRP. In August 2000, at the first indication of economic recovery, the BOJ raised the call rate 25 basis points. According to Professor Woodford, this small rate hike was more significant for the signal it sent about future monetary policy than its economic effect. The signal confirmed that the BOJ was eager to find a reason to raise rates. Term structure data from this time reveals that tightening was anticipated and likely caused the economic recovery to stall later in 2000, Professor Woodford said.

The BOJ's commitment to QE policy in 2001, which effectively signaled that it would maintain ZIRP until the year-on-year increase in CPI was positive, had a more robust positive effect than Governor Hayami's announcement in 1999, and eventually led to sustained mild economic recovery. Nevertheless, said Professor Woodford, there are important lessons for the Federal Reserve to learn with respect to why the QE policy was not more effective in creating aggregate demand. The BOJ signaled they would not raise the call rate from zero as long as deflation persisted, but it did not specify a plan for reflation. The first lesson is that the conditions under which accommodative policy will be terminated must include specific reflation targets to allay fears of continuing inflation. The second lesson pertains to the current expansion of the Federal Reserve's balance sheet. Professor Woodford said that when the BOJ pursued QE, the monetary base expansion was so dramatic that it was self-defeating because no one expected the BOJ to leave that amount of money in circulation. According to Professor Woodford, the Federal Reserve should signal that they are expanding the Central Bank's balance sheet consistent with their calculation of how much money should be in the economy after reflation is successful.

コロンビア大学ビジネス・スクール日本経済経営研究所(CJEB)オルタナティブ投資プログラムは、コロンビア大学経済研究プログラムおよびウェザーヘッド東アジア研究所(WEAI)との共催で、「米国が日本のバブル崩壊から得られる教訓」と題するシンポジウムを開催した。米国の経済危機が深まる中、米国の政策立案者が、1990年代初頭の資産バブル崩壊に続いて日本が被った構造的危機と「失われた10年」を回避するために日本の経験から得られる教訓について、3人の日本経済専門家が議論を展開。約260人の聴衆が出席した。講演者は、星岳雄氏(カリフォルニア大学サンディエゴ校国際関係・環太平洋地域研究大学院教授)、ポール・シェアード氏(ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク グローバルチーフエコノミスト兼経済調査部長)、マイケル・ウッドフォード氏(コロンビア大学経済学部ジョン・ベイツ・クラーク政治経済学教授)の3人である。CJEBオルタナティブ投資プログラムディレクターである小川アリシアの挨拶によってシンポジウムを開会し、CJEB研究副所長およびコロンビア大学経済学部カール・S・シャウプ日本経済学教授であるデイビッド・ワインスタインが司会を務めた。本レポートは講演要約の邦訳である。

星教授は、1990年代における日本の金融制度は危機と変化という言葉で表現され、今日では米国の金融制度をその同じ言葉で表現できると述べた。どちらの国でも金融危機に先立ち、不動産価格と株価において類似した急騰が起こっている。星教授は、日本の株価は不動産価格の直前にピークに達して崩壊しており、一方米国ではこの2つがほぼ同時に起こったと指摘した。加えて、両国ともその国最大の金融機関の1つ(日本の山一證券、米国のリーマン・ブラザーズ)が予期せず破綻するという経験を、どちらのケースも銀行間の貸出金利の急上昇を引き起こした。

よく言われるのが、日本政府は資産価格バブルの崩壊と、それに続く金融危機に対して何もしなかったというものであると、星教授は説明する。実は、最近の米国政府のアプローチは、日本政府が行ったものに酷似している。両国とも、まず問題資産を買い取る計画から始め、それから資本増強に焦点を移行した。しかし、二国政府間のアプローチの主な違いは、初動および戦略を修正する際のスピード感にある。日本では資産の買取りは1993年に始まったが、政府が銀行の資本増強を始めたのは1998年だった。米国は、資産の買取りから資本増強への移行をたった5日間で遂行した。星教授は、日本政府の危機に対する反応の遅さは、まさしく恥ずべきものであったという。

ここで星教授は米国への教訓を明確にするため、日本政府による資本増強の試みについてさらに詳細に述

べた。日本政府は全部で5回となる個別の資本増強を試みた。中途半端な最初の試みとなった金融機能安定化緊急措置法は1998年に成立し、資本増強は総額約1兆8千億円に及んだ。この計画は、最大手の銀行が要求した額を基本としてそれぞれ同額の資本を各銀行に投入することにより、全ての銀行の負債を保証したものである。すぐにこれでは不十分であるということが証明され、1999年には金融早期健全化法の下、圧倒的規模の銀行資本増強を試み、約8兆6千億円を投入した。2006年までに、5回の資本増強が行われている。星教授によると、これらの金融再生の試みは、長期的に見れば日本の銀行の資本不足を解決するためには決して十分ではなかったということが、今となっては明らかである。そして星教授は、9兆円という数字と日本の銀行が不良債権から被った累積損失とを比較した。2005年までに、累積損失は総額で96兆円を超えてGDPの約19%となり、明らかに投入総額が小さく見える。星教授は、米国の問題は、現在も存在する問題資産の額を誰も把握していないということを考慮すると、資本増強に割り当てられた2,500億ドルが十分か否かということであると述べた。日本の経験から、小額の資本投入を繰り返すことは、せいぜい一時的な措置でしかないことが推察できる。星教授は、米国政府が日本政府よりましな点の1つは、金融機関に公的資金の受け入れを納得させたことであると付け加えた。日本では、銀行が政府優先株を売ることは破たんを示唆し、それ故に一般株主の間に不安をかき立てるのではないかと銀行側が危惧した。この点につき、米国ではこれまで問題になっていない。

結論として、星教授は米国の金融再生政策に対する2つの最終的な教訓を明示した。1つは、政府が公的資金を受け取った金融機関のデューデリジェンスを実施するべきであるということ。そしてもう1つは、公的資金を受け取った銀行は、中小企業に対して貸付を行うことを強制されるべきではないということである。日本では、多くの小さいけれども重要な地方銀行が資本増強され、結局のところ倒産するに至った。加えて、資本増強の目標は銀行が信用を保持し続けることを可能にすることにあるので、日本政府は銀行に対し、中小企業への貸付を要求するという選択をした。この政策が、多くの破たんしている「ゾンビ」企業の信用を放置することとなり、そしてこの事実が日本のその後10年間に及ぶ経済停滞の一因になったと、星教授は述べた。

星教授の講演に基づいて、シェアード氏は日米間の危機の中でいくつかの決定的な違いを明確にし、更なる教訓を述べた。日本では、危機の原因は商業用不動産と株式市場の資産価格のバブルであった。それ故に、日本の問題は本質的に、商業銀行システムの破たんに

影響を与えた不良債権にあった。米国の危機の原因は、サブプライムローンや非常に複雑な金融構造を持った不動産担保証券を含む、住宅市場バブルにある。したがって、日本の危機に比べ、今現在米国で起こっている問題とは、ヨーロッパや英国同様に、むしろ市場の流動性の問題なのである。これが広範囲にわたる商品の価格高騰を誘導し、金融制度の大部分で重大な機能不全を引き起こした。シェアード氏は、米国の危機が及ぶ範囲は日本のそれよりもかなり大きいことを強調した。日本の危機が非常に局地的であったことに対し、米国の危機は世界的影響をもたらした。これは、不良債権が証券化され、国際金融システム全体に広まったためである。よって、約20の金融機関に集中していた日本の危機と比べ、米国の危機は解決がはるかに複雑な問題なのである。

シェアード氏は、日本政府による不良債権買取および銀行への資本増強という試みに関する星教授の分析に同意した。彼はまた、1995年における銀行経営の危険性を認識して銀行預金の一律保証を発表し、金融不安を鎮めた日本政府は正しかったという。これらの戦略は、異例の金融政策と併せて包括的な日本のアプローチとなっており、米国はここから学ぶことができるとシェアード氏は述べた。しかし、どう考えても日本政府の動きはあまりにも遅く、及び腰だったと彼は付け加える。危機に対する消極的な政策は、いわゆる日本の「失われた10年」の原因となった。これは、米国が重要な教訓とするべき失敗である。例えば、1991年までに不動産価格の急落は明白だったにもかかわらず、日本は1995年まで銀行預金を保証していなかった。さらに、1998年まで預金保証は資金供給されておらず、制度的基盤によって問題資産が処理されていた。シェアード氏によると、公的資金に責任を持ち、それを使うことを渋る日本政府の態度は、政治的リーダーシップの欠如を露呈した。金融危機下では、政府は公的知性を信じ、公的資金の投入とそれによって増大する財政赤字は、損失を最小限にとどめるための最善の戦略であると、説得力のある主張をしなければならない。金融政策に関しては、2001年に始まった日本銀行の量的緩和はかなり遅すぎるもので、やや自滅気味な形で行われたとシェアード氏は論じた。その上、弱腰な金融政策と逆効果な財政政策の組み合わせによって、総需要を回復してデフレを打倒し、日本経済を成長に戻すはずのマクロ経済政策は失敗したと、シェアード氏はいう。

シェアード氏は次に、金融危機におけるいくつかの一般的特徴と、それらがもたらす重大な政策課題を定義した。金融危機は、正しく行うのが非常に難しく且つ市場経済における政策の典型的役割に反している、救済的な市場介入を必要とする。加えて、政策立案者は極度に不確実な情勢下で働いており、行動を起こしても起こさなくても批判されるであろう。政策が成功すればするほど、後になって政策が過度であったと批判を受ける。シェアード氏は、政策立案者の目的を複雑にしてしま

ため、金融危機に対処している時にモラル・ハザードについて議論することは危険だと強く主張した。どんなにモラル・ハザードの議論がミクロレベルで正当であろうとも、この目的とは経済が高い均衡経路へ戻ることを確実にすべきことであると、彼は強調する。シェアード氏によると、消極的過ぎる日本の政策は金融危機の持続を許し、ひとたび経済がデフレになると、負の連鎖によって経済は低い均衡経路にとどまった。彼は米国が、小規模ではあるが危険な、取引先企業間の深刻な不信と流動資産の不足という日本との類似点を経験していると示唆した。これが、資本市場基盤の機能不全を引き起こしている。たとえ米国政府が金融危機の一次的原因(住宅市場)を効率的に処理したとしても、経済がより高い均衡経路に戻るのを妨げるのに十分な規模の問題がその後生じるかもしれない。シェアード氏は、最近の米国財務省と連邦準備銀行による劇的な動きから、彼らはこの状況を認識している可能性があると考えて述べた。

最後にシェアード氏は、日本の経験に基づいて、金融危機に対処する5つの一般的原則をリストアップした。1つ目は、原因を究明し、早く行動すること。2つ目は、金融危機の進行を食い止めること。3つ目は、根本的な問題に対処すること。4つ目は、よく練られた積極的な対抗政策を実施すること。そして5つ目は、終着点と修正戦略を含む長期的な行動計画を持つこと。彼の意見では、米国はこれらの点の大部分を首尾よく行ってきたが、根本的な問題に効果的に取り組んできているか、また終着点と修正戦略について成功裏に折り合いをつけていけるかどうかは、まだ不明であるという。不良資産救済プログラム(TARP)や差し押さえを防ぐための他のプログラムを通して、米国政府は、金融制度への不信の原因となっている全証券の背後にある資産価値の向上に努めている。もし政府がこの戦略を後退させれば、住宅市場の根本的な問題に取り組んでいくための能力を弱めることになる、とシェアード氏は述べた。最近の国有化からの出口戦略をできるだけ早く模索すべきであり、それは政府が取得した持合株を株式新規公開するような仕組みを通して遂行されなければならない、と彼はいう。金融危機から十分回復した後、金融危機をもたらし失敗を防ぐこととモラル・ハザード問題に対処することを目的とする広義の修正戦略が必要となる。この戦略は、幅広い新規制、制度の再構築、市場からの学習が必須であると、最後にシェアード氏は提案した。

ウッドフォード教授は、バブル崩壊後の数年間における日本の金融政策から今日の米国が得られる、ある特定の教訓について講演した。1990年代初頭の景気後退を受けて、日本銀行は名目コールレート(大雑把に見て米国の名目フェデラル・ファンド金利に相当)をかなり積極的に引き下げ始めた。1991年には8.0%を超えていたのを、1995年秋には0.5%にまで引き下げている。1999年3月までにはコールレートはゼロとなったが、それでも消費者物価指数のインフレとGDP成長は芳しくないままで

った。日銀のジレンマは、経済はまだ需要刺激を必要としているが、従来の手段としてのコールレート引き下げはすでに疲弊しているということであり、日銀は金融政策が無効化することを恐れていた。ウッドフォード教授によると、米国連邦準備銀行は本質的にこれと同様の問題に直面しているという。この講演が行われた日の時点で、フェデラル・ファンド金利は1%まで引き下げられており、これはさらに緩和する余地はほとんどないことを意味しているが、それでも深刻な不況や悪くすればデフレとなる可能性を回避するための需要刺激は、まだ不十分であるようだ。

日本の場合、大きな国際的圧力を受け、2001年に日銀は実験的な量的緩和政策を採用した。日銀のこの政策における実施対象は、ゼロのままであるコールレートではなく、銀行の経常収支となった。日銀は、デフレが終了するまでこの政策を続行することに注力した。2006年までに、日銀はマネタリーベースを74%増加させることに成功したが、それでも名目GDPは2001年から少し減少していた。大方の場合、追加的なマネタリーベースは銀行による過剰準備高として保持されており、総需要に対する影響はごく小さいものであった。それは、M2やCDのような広義の総需要対策が相対的に安定していることから明らかである。この現象を、ウッドフォード教授は以下のように説明した。理論上では、ゼロ金利政策を実施している間のマネタリーベース増大が総需要に及ぼす影響は、ゼロ金利政策がどのぐらい続くのか、もしくはどのような金融政策がゼロ金利政策の後に行われそうかということについて、どの程度まで見通しに変化するかによる。もし量的緩和政策が非常に一時的な解決策であるのみならずその後急速な収縮政策が採られるならば、総需要に対して早急に好ましい影響を期待する理由はないと、彼は論じる。日本では、ゼロ金利政策後どのような金融政策が採られるのかということにつき、何も兆候がなかった。ウッドフォード教授は、日銀は非常に厳格な収縮政策を進めるだろうと予想されていたと推測する。実際、2006年にゼロ金利政策が解除された後、日銀はまさにその通りに動いたのである。日本の量的緩和政策は、長期金利の低下を引き起こしつつも、デフレが終了するまでゼロ金利政策が続くだろうということを示唆する限りでは効果的だったと、彼は述べた。ここから米国が学べる教訓は、超低金利政策はいずれ解除されるという条件を示すことそのものが、効果的な手段であるべきだということである。

ウッドフォード教授は、金利の将来的方向性を示すことの重要性についてさらに詳細な検討を行い、日本の金融政策から得られるさらに進んだ教訓を解説した。1999年4月、ゼロ金利政策の開始直後、日銀は将来の金融政策を示唆する最初の直接的試みを行った。日銀は長期金利が下落していないことを認識し、ゼロ金利政策はすぐに解除されるだろうというのが一般的な見方だった。しかるべく、デフレが懸念事項ではなくなるまで日銀はゼロ金利政策に注力するということ、速水優日銀

総裁が発表した。ウッドフォード教授は、この発表がインプライド先渡し金利をさらに下げることになったと主張する人々がいることに注目する。しかし、日銀はゼロ金利政策を続行することに抵抗を感じていたことを示す、数多くの矛盾する兆候も存在していたことを、彼は指摘した。2000年8月、景気回復の最初の兆候が現れたとき、日銀はコールレートを25ベースポイント引き上げた。ウッドフォード教授によれば、この小さな金利引き上げは、経済効果のためというよりも、将来の金融政策に関する意思を伝えたという点で特筆すべきことであったという。この意思表示は、日銀が金利引き上げの理由を見つけようと躍起になっていたことを裏付けた。この時期の期間構造データは、引き締めが予期されていたということと、2000年後半における景気回復の失速は恐らくそのためであるということを露呈していると、ウッドフォード教授は述べた。

日銀による2001年の量的緩和政策への肩入れは、消費者物価指数の対前年比増加がプラスになるまでゼロ金利政策を保持することを効果的に示し、1999年の速水総裁による発表よりもさらに強いプラス効果があった。そして最終的には持続する緩やかな景気回復につながった。しかしながら、なぜ量的緩和政策が総需要創出にそれほど効果的でなかったのかという点において、連邦準備銀行が学ぶべき重要な教訓があると、ウッドフォード教授は述べた。日銀は、デフレが続く限りコールレートをゼロから引き上げることはないことを示唆していたが、景気刺激策を明確にしなかった。第1の教訓は、金融緩和的な政策が解除される状況下では、インフレ継続に対する不安を和らげるための明確な景気刺激目標がなければならないということである。第2の教訓は、連邦準備銀行の貸借対照表の、現在の膨張に関係している。ウッドフォード教授は、日銀が量的緩和政策を進めた際、マネタリーベースの増加は自滅的なほど劇的であったという。これは、日銀が通貨量に手を付けないとは誰も予想していなかったためである。ウッドフォード教授によると、景気刺激策成功後の経済に必要な通貨量の見積もりと合致する中央銀行貸借対照表を増大させていることを、連邦準備銀行は示すべきであるという。

翻訳：本多（日本経済経営研究所）
邦訳監修：高橋（日本経済経営研究所）

Sponsors of the Center on Japanese Economy and Business

Lead Corporate Sponsors

Sumitomo Corporation of America

Senior Corporate Sponsors

Daiwa Securities America Inc.

Major Corporate Sponsors

Kikkoman Corporation

RISA Partners, Inc.

Saga Investment Co., Inc.

Takata Corporation

Tsuchiya Co., Ltd.

Corporate Sponsors

AFLAC Japan

Caxton Associates, LLC

Japanese Chamber of Commerce & Industry of New York, Inc.

Mitsubishi International Corporation

Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation

Mitsui Sumitomo Insurance Company, Ltd.

Mitsui USA Foundation

Mori Building Co., Ltd.

Pacific Investment Management Company (PIMCO)

The Tokyo Electric Power Company, Inc.

Yaskawa Electric Corporation

Individual Sponsors

Robert Alan Feldman

Shigeru Masuda

Friends of the Center

John and Miyoko Davey

Sumitomo Chemical Corporation

Sadao Taura

Sponsors of the Program on Alternative Investments

Lead Corporate Sponsors

Daido Life Insurance Company

Nomura Holdings, Inc.

Corporate Sponsors

Advantage Partners, LLP

Center on Japanese Economy and Business

Columbia Business School

321 Uris Hall 3022 Broadway

New York, NY 10027

Phone: 212-854-3976

Fax: 212-678-6958

Email: cjeb@columbia.edu

<http://www.gsb.columbia.edu/cjeb>