

量的緩和政策と不良債権問題, 構造問題*

—論点整理を中心に—

岩 崎 敬 介

1. はじめに

金融政策論議は、量的緩和政策導入後も高まったり、一服したりを繰り返してきた。現在のところは、回復傾向のマクロ経済、株価の底入れ、福井新総裁の積極緩和姿勢などから小休止状態にある。しかし、日本経済の基盤は未だ脆弱でデフレ基調も脱却した訳ではないことから、海外経済の変調などで回復の腰が折られれば、緩和要求が再び高まる公算が強い。

金融政策論議は、長期間にわたり繰り返されているにも拘わらず、未だ大きくすれ違ったままの状態が続いている。この背景には、デフレ問題が不良債権問題、構造問題などとも絡んで、日本経済の長期停滞を如何に捉えるかという論議と密接不可分になったこと、名目金利の非負制約下で政策手段も正統的手段を超えて、国債政策管理や為替政策を含めた財政政策の領域に属するものまで求められるようになったことがある。

本稿は、論点を出来るだけ鳥瞰的視野から全体的に整理した上で、特に鍵となる論点を傍証的にではあるが検証し、これを踏まえて、日本経済の長期停滞・デフレの要因について、自分なりの考えを示し、望ましい政策対応を探ってみたものである。

* 本稿は、日本金融学会の中央銀行部会（関西）（2003年5月）および秋季大会での報告を加筆・修正したものである。双方で座長を務められた春井久志教授（関西学院大学）、後者での討論者の小野有人氏（みずほ総合研究所）、論叢掲載に際して斎藤壽彦教授（千葉商科大学）、など多くの先生方からの有益なコメントに心から感謝したい。

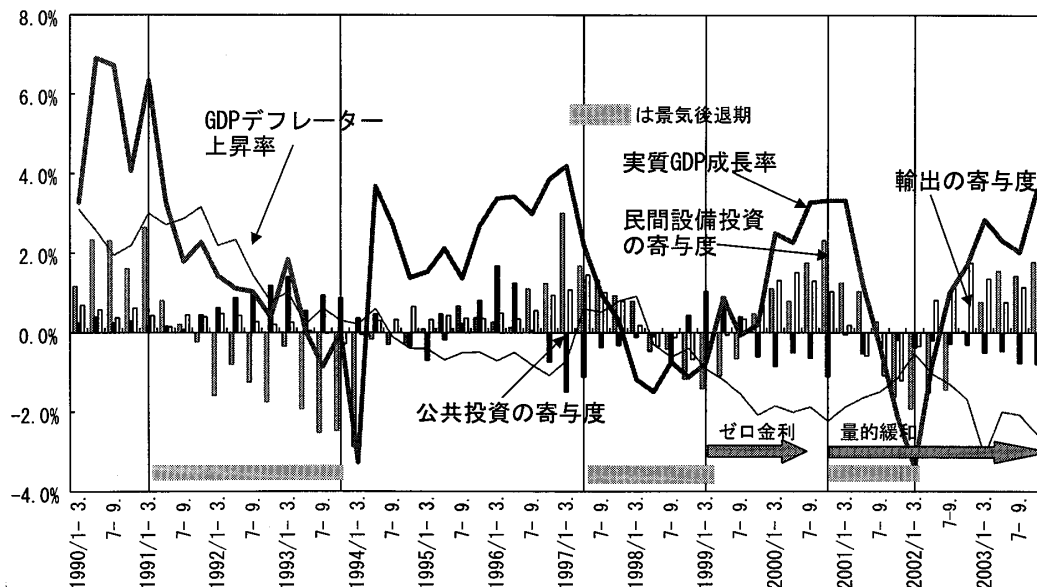
2. 奏効しない量的緩和

2001年3月に開始された量的緩和は4年目を迎えた。1999年2月のゼロ金利からみれば6年目である。この間、日本銀行（以下では「日銀」と略記）の当座預金残高目標も当初の5兆円から30-35兆円へと、6-7倍にまで膨張した。その効果を現象面から概括してみよう。

(1) 実体経済への効果

実体経済は循環的にみれば、90年代以降3度目の回復局面にある。図表1に示したように、日本経済は直近の暫定的な景気の底とされる2002年1-3月期から2年にわたり回復を続けている。回復期間の年平均成長率1.8%（前年同期比ベース）への寄与度は、輸出が1.2%ポイントと圧倒的であるのに対し、民間在庫投資0.3%ポイント、設備投資は足元でこそ拡大しているが平均でみると0.4%ポイントに止まっている。このことは、今回の回復が輸出増加や在庫調整終了に伴う循環的回復であり、量的緩和が奏効したのとは必ずしも判断できないことを意味している。米国経済は減税などの政策テコ入れの効果やバブル的ともいえる住宅ブームから好調だが、減税効果が弱まる年後半の動向は依然不透明である。我が国経済の先行きは円高の行方もあり、予断を許さないとみるべきだろう。

(図表1) 実質GDP成長率と主な需要項目の寄与度、GDPデフレーター上昇率
(いずれも前年同期比)



(出所) 国民所得統計

(2) 物価面への効果

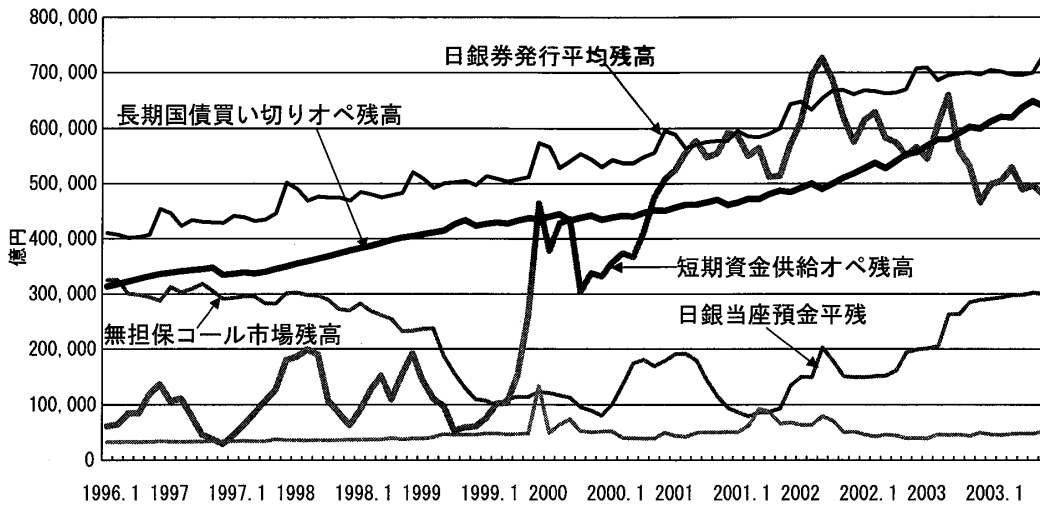
デフレに関しては、消費者物価（生鮮食品を除く総合）は昨年10月に前年同月比で0.1%上昇と5年半ぶりの上昇となったが、これには医療費自己負担の引き上げ、電力・都市ガス代引き上げ、発泡酒・たばこ増税などの特殊要因も大きく、これらを除けば依然小幅下落基調にある。他方、GDPデフレーターは前年同期比で2%超の下落基調を続けている。両者の乖離には、前者にはラスパイラス指数であることに伴う上方バイアス、後者にはパーシェ指数であることに伴う下方バイアスがあり、基準時点から年数が経つにつれバイアスが拡大していることに加え、技術革新による品質向上の影響を強く受ける設備投資デフレーターが後者に恒常的な下落圧力を及ぼしていることがある（日銀（2003b））。政府ですら消費者物価がプラスに転じるのは2005年度、GDPデフレーターでは2006年度以降と、デフレ脱却年次を3年連続で先延ばしをした（内閣（2004））。民間では日本経済研究センター短期予測（2004年2月5日発表）が消費者物価、デフレーターとも2005年度までマイナス持続とより厳しくみている。量的緩和がデフレ克服に奏効した兆しはこれまでのところない。

(3) 金融市場への影響

量的緩和は金融市場に潤沢な流動性を供給することを通じ、金融システムを安定化させる効果があった。他方で、短期金融市場では日銀当座預金残高が増加する一方で、無担保コール残高が大幅に縮小⁽¹⁾、民間金融機関も資金繰りの調整の多くを日銀に依存するという形で、市場機能は不全状態にある（図表2）。金利面をみると、昨年夏場にかけて、实体经济回復や株価持ち直しに加え、日銀内で量的緩和解除後のシナリオ（いわゆる「出口」論）が検討されているとの観測もあって、長期金利を中心に急上昇するなど混乱もみられた。9月以降の日銀からの時間軸を補強するような上昇への牽制発言や、10月の金融政策決定会合での解除条件の明確化により、短期金利は落ち着きを取戻したが、長期金利は多少低下したとはいえ依然不安定な状態を脱しておらず、時間軸効果は試練に直面している。

(1) 有担保を含めたコール市場全体の平残は2003年2月以降徐々に増加しつつある。

(図表2) 長期・短期の資金供給オペ残高等の推移



(出所) 日銀統計

(注) 長期国債買い切り上限の目安となる保有額は上記よりも最近時で3～4千億円大きい

(4) マネーサプライ、名目GDP押し上げ効果

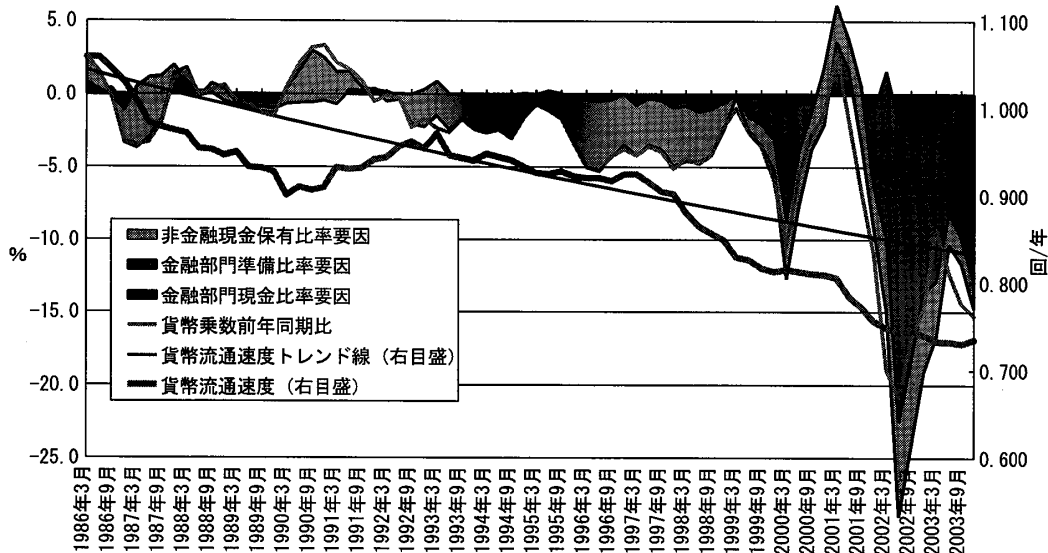
日銀当座預金に民間現金を加えたマネタリーベースは、量的緩和により大幅に増加したが、金融機関の貸出は依然減少、マネーサプライ伸び率や名目成長率も低迷を続けている。この結果、マネーサプライがマネタリーベースの何倍になったかを示す貨幣乗数は、2000年前後でのコンピュータ2000年問題に伴う乱高下を除けば、90年代以降ほぼ一貫して低下した(図表3⁽²⁾)。貨幣乗数大幅低下を要因分解すると、ゼロ金利までは低金利などに伴う非銀行部門の保有現金増が乗数低下の主因だったが、ゼロ金利以降はこの要因以上に金融部門の過剰準備(ブタ積み)の増加が主因になった。つまり、超低金利も含めた金融緩和政策が貸出増加を通じる乗数的効果につながらず、むしろ結果的に量的緩和の効果を減殺する形になっている。

他方、貨幣流通速度(名目GDP/マネーサプライ)には元来低下トレンドがあるため、トレンド線に対する乖離度合いをみると、バブル崩壊後は上昇したが、97年1-3月期をピークに低下を続けている。近年の低下の背景には、「金融システ

(2) 図表3での貨幣乗数の要因分解の方法論は経済財政白書2002。ただし、要因分解は、銀行の貸出や企業の借入行動が不変という前提を置いた上でのあくまで結果的なものに過ぎない。こうした行動変化、特に貸出から国債保有に変化した影響などが準備預金保有率の変化に反映しているため、因果関係を見るには背後にある経済金融環境を見る必要がある。

ム不安の高まり、金利低下によるマネーサプライ対象外資産から対象資産へのシフト」(日銀2002f)があり、金融緩和政策が自らの効果を部分的にせよ減殺する形で影響している。

(図表3) 低下する貨幣乗数と貨幣流通速度
(貨幣乗数は前年同期比増減率と要因別寄与度)



(出所) 日銀統計, 国民所得統計

(注) 準備率変更調整済み。貨幣流通速度のトレンド線計測期間はゼロ金利前までの1970/1-3~1998/10-12

このように今回の金融緩和政策では、マネタリーベース増加がマネーサプライや名目GDP, ひいては物価を押し上げるという貨幣乗数論や貨幣数量説的な効果は発揮されずに、結果的には緩和の効果を減殺する形になっている。金融緩和が効き難くなった要因を検討するには、背後にある経済金融環境をみてゆく必要がある。そうした1つの見方としては、不良債権問題に伴い金融仲介機能が不全に陥っているためとする見解が有力である。日銀の福井総裁も、「金融の目詰まり現象」として、「日本銀行が流動性を供給した後、企業や家計部門への緩和効果伝達経路が途切れている、供給された流動性が金融部門の中に止まって空回りし、外へ滲み出さない、あるいは低金利が十分緩和的に作用していないということになります。こうしたいわゆる金融の目詰まり現象は、不良債権問題などの重圧から金融機関の金融仲介機能が低下していることと深く関連しています」と強調している(6月1日講演)⁽³⁾。また、小泉内閣の「骨太の方針」では、「経済再生の第一歩として不良債

権問題の抜本的解決」を第一の課題として挙げている（内閣（2001））。しかし、こうした見方を否定する論者も多い。そこで、まず、最近の政策論議を振り返って、論点を整理してみよう。

3. 近年の政策論議の整理

近年の政策論議を整理したものとしては、まず松原・東谷・宮崎（2002）が挙げられる。これは主要論者の主張を、縦軸に市場主義（レッセフェール）か、マクロ経済対策か。横軸に構造改革か、秩序維持かをとって、エコノミストの主張とその変身ぶりをマッピングしたもの。全体を鳥瞰的に眺められる点で1つの参考にはなるが、ステレオタイプの整理に終わっている感も強い。他方、主要論点ごとに対極的主張をしている論者の論文をまとめたのが、小宮隆太郎・日本経済センター編「金融政策の争点」、日本経済新聞社2002年、さらに岩田規久男・宮川努編「失われた10年の真因は何か」、東洋経済新報社2003年がある。しかし、論点の数が限られ、主張が必ずしも噛み合っていない印象も受ける。そこで、筆者自ら、極力広範で横断的な論点整理をしてみようと思いついたものである。

(1) 日本経済の長期停滞の主因をめぐる主要論者の主張

まずは、主要論者の主張を出来るだけ横断的に比較するため、共通の切り口として、「日本経済が長期低迷を続けている主因（或いは出発点）は何か」という視点から、あくまで筆者なりの独断と偏見で大胆に分類し、要約・整理したのが図表4である⁽⁴⁾。これによれば、デフレ主因説、構造要因主因説、不良債権問題主因説の3つを中心に、消費不振主因説、緊縮財政主因説の5つに分類できる。

デフレ主因説は、デフレによる実質金利上昇が投資を抑制、過剰債務問題と結び付いてデット・デフレや資産デフレを引き起こしていることが、経済の長期低迷の主因とするもので、論者としてはポール・クルーグマン、伊藤隆敏、岩田規久男、

(3) 「目詰まり」という表現を総裁は就任以降、何度か使っている。日銀関係者では2002年5月9日に田谷審議委員が既に使った。

(4) 図表4、5では、本来は各論者の主張には参考文献などの出所を明示すべきだが、数多い著書、論文のなかから、またがって要約したものも多く、また2001年以降の主張でも次第に論調が変化するので最新の主な主張を基本にまとめたものであるため、出所については、最後の参考文献一覧を参照されたい。

(図表4) 日本経済の長期低迷の主因をめぐる主要論者の主張

主因	主要論者の主張ポイント (△印は複数の要因をほぼ同じウエイトで挙げている場合)
デフレ主因説	△経済財政白書 (デフレ要因には、安い輸入品の増大などの供給構造、景気の弱さ、企業の過剰債務・不良債権問題などの金融要因。デフレが実質債務負担、実質金利・賃金上昇を通じて設備投資抑制要因に)
	ポール・クルグマン (不況は膨大な貯蓄に見合う投資機会を見出せなくなったため、90年代前半の不十分な金融緩和も起因。貸出減少は資金需要が弱いため。デフレに陥った以上、脱出には金融政策で)
	伊藤隆敏 (デフレ・スパイラルやデット・デフレは既に生じている。良いデフレはない。物価安定数値目標とその実現のためにはあらゆる手段をとることを表明)
	岩田規久男 (90年代の通貨供給の少なさが実物・資産デフレをもたらした。デフレ・ギャップが発生。デフレ期待の定着が需要を抑制。伝統的金融政策を無効化。デット・デフレを深刻化。いまやインフレ目標と無制限の国債買いオペだけでは容易にデフレ脱却出来ない状況に陥ったので、80兆円の財政支出とその他の国債を日銀が購入)
	竹森俊平 (デット・デフレにより企業の投資コストが上昇。業績悪化しても、雇用だけは維持しようとして銀行の援助を仰ぐ日本型の調整法が、90年代の経済低迷を長引かせた。家計から企業へ「富の移転」が必要。大幅減税と日銀の国債大量買い切りを)
	深尾光洋 (デフレが続けば不良債権問題解決せず、政府債務膨張など経済は破綻。まずはデフレ対策として、目標年次を明示した物価目標掲げ株式・土地を購入、効かなければ政府保証の金融資産に課税)
	斎藤誠 (量的緩和とゼロ金利の両方にコミットするという矛盾が穏やかなデフレとして固定化。インフレ目標導入はインフレ期待によるイールド・カーブのステイアープ化を受け入れる素地を作ってから)
	△経済財政白書 (金融仲介機能低下、低生産性分野に経済資源が停滞、金融システムへの信頼性低下による企業・消費者の慎重化、企業の過剰債務が設備投資を抑制)
	小林慶一郎 (処理先送りによる不振企業の延命が、疑心暗鬼を拡大、経済全体の供給連鎖・企業間分業を萎縮。債務超過の銀行・企業延命のためのゼロ金利が、差として決まらぬインフレ率をマインナスにし、デフレ長期化をもたらす)
	木村剛 (不良債権が銀行の信用創造機能を毀損。大口要注意なき物価水準の平準化であって、大騒ぎすすべきではない)
不良債権問題主因説	斎藤精一郎 (歴史的なバブル崩壊で常給ギャップは10%に。数多くの過剰債務企業による値下げ競争が物価低下を招く)
	上志田 (現在の経済悪化の主因は不良債権問題、その解決が最優先。デフレ下でサブプライムの効率化を促進すれば、さらなる価格低下をもたらし。)
	△経済財政白書 (不良債権、公的規制、企業の経営方式や意思決定システムの制度疲労などの構造問題が経営資源を低生産性分野に塩漬けに)
	野口悠紀雄 (アジア工業化とIT進展等の環境変化に企業部門が対応できず、企業収益力が低下したことが経済の長期停滞、物価下落を引き起こし、地価下落が不良債権問題を引き起こす。リアルな原因への最終的解決にはリアルな構造化しかない)
	八代尚宏 (長期継続的取引慣行も含めた「投資重視」の長期志向型経営が、低成長期にも軌道修正が困難なまま、ひたすら赤字経営を継続する結果に)
	堀内昭義 (不良債権問題、日本経済低迷とも、低生産性部門からの資源開放を妨げている諸要因 (非効率的な財政支出構造・金融構造) がもたらした結果)
	小宮隆太郎 (公債残高累増と官業癒着による財政の機能不全などリアルな構造面の難問が消費低迷、低投資収益率をもたらした。貨幣面でも不良債権問題が未解決)
	香西泰 (グロバーバル化、低収益・高コスト構造などの実物面が経済長期停滞の主因だが、デフレ圧力は当面続くため、不良債権処理も急務、ゼロ金利は金融の自殺)
	池尾和人 (日本の経済システムの硬直性、特に信頼に足る価格シグナルの欠如が産業構造調整の失敗をもたらし長期停滞の最大の原因に。不良債権処理は辛気臭くてつらいかもしれないが、もっと時間をかける覚悟が不可欠)
	神原英資 (デフレ問題の基本は生産性の二重構造、グローバル化、技術進歩という構造的要因。穏やかなデフレは大不況・恐慌に結びつかない限り望ましい。限られた数の企業・産業だけの問題ではなく、日本の経済システムの問題ではなく、主たる要因が暗示的に示されている場合にはそこに分類。緊縮財政主因説は他の4説のように長期低迷を直接に説明するものではなく、景気が回復しかけた時に早目に緊縮財政に切り替えたことが景気の長期低迷につながったとするとする点で異質。本来は政策ミス主因説として、デフレ主因説と一緒にする考えもあるが、ここでは分けた。)
消費不振主因説	小野善康 (豊かな社会で欲望の対象がカネに移ったことで起きた需要型不況。安易な市場主義は、効率化どころか最悪の非効率部門の肥大化をもたらす。失業増こそが本当の国民負担であり回避すべき)
	松原隆一郎 (終身雇用制と年功賃金制の同時崩壊、年金制度行き詰まり等による将来への不安の高まりが消費不況をもたらした)
	植草一秀 (バブル崩壊、中国の台頭、90年代後半の政策の失敗 (経済が浮上しかけた時に財政金融政策が逆噴射) が不況長期化をもたらした)
緊縮財政主因説	リチャード・クレー (現在のデフレはゾンビ企業が生き残っているためではなく、キャッシュフロー潤沢な企業が借金を返済、合成の誤謬が発生し景気が悪くなったため)

(注) 主要論者の主張を極力横断的な比較をするため、共通の切り口として、「日本経済が長期低迷を続けている主因は何か」という視点から、各論者の主張をあくまで筆者の独断と偏見で大胆に要約・整理。複数の要因を指摘している論者でも、主たる要因が暗示的に示されている場合にはそこに分類。緊縮財政主因説は他の4説のように長期低迷を直接に説明するものではなく、景気が回復しかけた時に早目に緊縮財政に切り替えたことが景気の長期低迷につながったとするとする点で異質。本来は政策ミス主因説として、デフレ主因説と一緒にする考えもあるが、ここでは分けた。

竹森俊平らが代表的である。「インフレ・デフレは（少なくともデフレは）貨幣的現象」との立場に立脚し、デフレや長期停滞の原因そのものは金融政策の失敗に軽く触れる程度で、むしろデフレの深刻さを強調する論者も多い。

不良債権問題主因説は、木村剛、小林慶一郎、斎藤精一郎、土志田征一らのように、不良債権問題が金融仲介機能不全などを通じて、デフレや長期停滞の主因になったとの立場に立つ。前述の「金融の目詰まり論」もこの範疇に属する。

構造要因主因説主因説は、香西泰、野口悠紀雄、八代尚宏らのように、グローバル化や経済構造の硬直性、企業の資本効率低下などの構造要因が主因であるとする。

消費不振主因説では、小野善康が「豊かな社会で欲望の対象がカネに移ったことで起きた需要型不況」とし、松原隆一郎が「終身雇用制と年功賃金制の同時崩壊、年金制度行き詰まり等による将来不安の高まりが消費不況をもたらした」と主張。

緊縮財政主因説は上記4説のように長期停滞を直接説明するものというよりは、景気循環局面のなかで、回復初期に早目に緊縮財政に切り替えたことが景気の長期低迷につながったとする⁽⁵⁾。政策ミス主因説として、デフレ主因説と一緒にすることも可能だが、政策対応が異なるためここでは分けた。植草一秀、リチャード・クーらが主張。

(2) 各主因論者グループ別にみた主要論点の整理

次に、各主因論の内でも、原因として重視する要素、他説に対する捉え方、主張する政策には相違もあるため、こうしたより細かな論点を横断的・鳥瞰的に再整理した（図表5-1～4）。ここでは3つの主因論は欄を独立させ、他の2つの主因論と立場が明確には区分できない論者とを合わせ「その他論者」とした。

A) デフレ問題の捉え方

まず、デフレ問題の捉え方では、一般物価デフレをもたらした要因として、デフレ主因論者のなかでも、岩田規久男、原田泰らは金融政策の誤りを明確に指摘、クルーグマンは投資機会の喪失を挙げるが、要因に関しては触れない論者も多い。構造問題主因論者は実物面の構造要因を挙げ、不良債権主因論者は過剰債務企業の投売りを指摘。

(5) 植草は「政策の逆噴射」として、財政政策だけでなく、金融政策に関しても、1994年後半の引き締め基調への転換、2000年8月のゼロ金利解除も挙げている。

(図表5-1) 各主因論者グループ別にみた主要論点(1)

ポイント/主因論者 (×印は反対論)	デフレ主因論者	構造問題主因論者	不良債権主因論者	その他論者	傍証の番号
一般物価デフレを もたらした要因の捉え方	伊藤隆敏, 伊藤元重, 岩田, 竹森, 浜田, 原田, 野口旭, 高橋, 岩村・渡辺, クルーグマン, 斎藤誠, 金融政策の誤り(岩田, 原田, 野口旭), 投資機会喪失(クルーグマン), 指摘しない論者も多い	香西, 八代, 神原, 堀内, 野口悠紀雄, 小宮, 池尾, 加藤寛	小林, 木村, 土志田, 斎藤精一郎	小野, 松原, クー, 植草, 八田, 篠原	
相対価格対絶対価格の 考え方	相対価格と絶対価格の二分法に立脚(渡辺を除く殆ど) ×デフレ期待が実質経済に悪影響(岩田), 価格の粘性から調整には時間(渡辺) 既にデフレ・スパイラル(伊藤隆敏, 伊藤元重, 竹森) ×まだ陥ってはいない(その他)	実物面の構造的要因重視(安価輸入品増大, 企業の適応不全)(殆どの論者, 典型が野口悠紀雄) 現実にはキレイには分けられず互いに影響(香西, 池尾, 神原) 長期停滞は貨幣面では説明出来ず(香西) ×それほど深刻ではなく良い面も(小宮, 楠原)	過剰債務企業の投げ売りで物価が下落(小林・斎藤精一郎), ゼロ金利がデフレを長期化(小林)	需要不足(クー), 供給・需要両面(松原)	
貨幣の中立性 (実物・貨幣二分論)	×デフレ期待が実質経済に悪影響(岩田), 価格の粘性から調整には時間(渡辺)				
一般物価デフレの深刻さ (注1)	既にデフレ・スパイラル(伊藤隆敏, 伊藤元重, 竹森) ×まだ陥ってはいない(その他)		資産デフレと一体化して金融・経済危機に結びつく懸念(土志田) ×高過ぎた物価水準の平準化(木村, 小林)	×実質支払利子率は低下(植田), デットデフレは本来は中立要因(行田) 問題は資産デフレ(植田)	5
資産デフレ	デット・デフレによる悪循環(岩田, 伊藤隆敏, 竹森, 野口旭)	企業の環境変化への適応不全による収益悪化を背景にした資産デフレが問題(野口悠紀雄) ×政策だけでは脱却困難(香西, 八代, 神原など多い) → デフレスパイラル防止のため不良債権問題解決が必要(香西, 八代)	60~100年に1度の異常なユフォーリアから生まれ規模・内容も前代未聞(斎藤精一郎) ×副作用大(木村)	×投資家と一般のインフレ期待が異なる可能性あり(作用(植田)) 問題は資産デフレ(植田, 再掲)	
金融政策での 早期脱却の可能性 (非正統的政策の副作用)	何もしないことのリスクの方が大(伊藤隆敏), 副作用は防止可能・根拠なし(多く) ×ハイパーインフレの可能性も否定できず「だめもと」は危険(斎藤誠)				
デフレ (含む経済悪化)	岩田, 原田, 野口旭, クルーグマン△いたちごっこ(浜田) 斎藤誠	×デフレも不良債権も結果にすぎない(野口悠紀雄) 香西, △企業破綻の確率は銀行にとつては内生変数△(堀内)			3
銀行・中央の先送り 行動(追い貸し等)	斎藤誠	香西, △企業破綻の確率は銀行にとつては内生変数△(堀内)	不振企業延命が不信を連鎖(小林), 木村, 土志田		
構造的要因	日本型の調整法(竹森), 金融業への政府の不適切な関与(野口旭)	堀内, 池尾, 香西・神原・野口悠紀雄(本質は投資収益率の低さ)			
低利鞘・ オーババババンク	銀行が儲からないのは「貸しすぎ」が原因(原田), 岩田	香西, 池尾 ×信用割当には合理性(堀内)	×銀行が問題企業に体力を注ぎ込んでいるから儲からないだけ(木村)		
金融構造・債行関連 (間接金融偏重等)	伊藤元重	香西, 池尾, 八代, 加藤寛			
金融仲介機能低下 (貸し渋り等)	浜田 ×原田, 野口旭				
資金需要停滞 (借り手側の要因)	実質利子率上昇・BS悪化など需要要因(野口旭・岩田), 優良企業が内部留保を株主還元(斎藤誠), クルーグマン	香西, 堀内 ×機能不全は量的問題ではなく価格を発見できないこと(池尾) 小宮, 神原	木村, 土志田 ×貸し渋りではバブル崩壊当初の停滞説明出来ず(小林)	資産価格下落が信用リスクを高めることを懸念した企業の債務削減(杉原), クー	3
バブル崩壊の後始末 新規発生	野口旭, (他の論者も暗示的に)	過去のものが出ているだけ(香西)	検査指摘を迫認しただけ(木村)	クー, 篠原	

(注1) デフレスパイラルに陥っている, 或いはそれを前提にした主張の時点は伊藤隆敏(2003a), 伊藤元重(2002a), 竹森(2002)なので現状では変わっている可能性

相対価格対絶対価格に関しては、デフレ主因論者は相対価格と絶対価格の二分法の立場から、「安値輸入品や技術革新は相対価格変化をもたらすだけで、一般物価（絶対価格）デフレをもたらす訳ではない」とし、貨幣の中立性に関しては、「デフレ期待が実質経済に悪影響を与える」とこれを否定する。これに対し、構造問題主因論者は「相対価格と絶対価格が現実にはキレイに分けられず相互に影響する」とし、逆に貨幣の中立性から「長期停滞は貨幣面では説明できない」と考える。

一般物価デフレの深刻さに対する見方では、小宮隆太郎、榊原英資など構造問題主因論者のなかには、それほど深刻ではなく、良い面もあるとする論者もいる。また、その他論者にも石田（2003）のように、デットデフレ論は個人のようなネットの金融資産保有層での資産効果を無視した一方的議論で、デフレは原理的には中立要因と捉える見方もあり、植田（2003）も「資産デフレが問題の本質」であるとする。

金融政策での早期脱却の可能性に関しては、デフレ主因論者の多くが副作用は防止可能とするが、ハイパーインフレの可能性も否定できないとする見解もある（斎藤誠（2003a））。構造問題主因論者の多くは政策だけでは脱却困難とし、香西泰らのようにデフレ・スパイラル防止のため不良債権問題解決が必要とする。

B) 不良債権問題の考え方

次に、不良債権問題の考え方では、問題悪化の要因を、①デフレとみるか、②銀行や当局の追い貸し・最終処理などの先送り行動とみるか、③低利鞘や金融構造・融資慣行などの構造的要因とみるか、の見方がある。デフレ主因論者の多くは、①の見方であるが、③、②の見方を採る、或いは複数の見方を並列する論者もいる。例えば、竹森（2002）は「企業は雇用を出来るだけ維持、銀行も企業を可能な限り支える日本型の調整法が問題を悪化させた」と、③の見方に立脚。不良債権主因論者は②の立場に立ち、特に小林（2001a）は「不振企業の延命が疑心暗鬼を拡大、経済全体の供給連鎖や企業間分業を萎縮させた」とみる。

銀行貸出の減少要因に関しては、90年代半ばから見方が大きく分かれたままである。貸手サイドの資本毀損による金融仲介機能低下（貸し渋り⁽⁶⁾）との見方が支配的だが、借手サイドの資金需要停滞にあるとの見方も根強くある。また、

現在の不良債権問題の性格付けでは、香西泰、木村剛らは未だにバブル崩壊の後始末をしているだけとみるのに対し、野口旭、池尾和人らは今や新規発生が中心とみている。

C) 構造問題の考え方

構造問題主因説に対しては、原田泰らデフレ主因論者の一部に、構造問題は90年代になって急に悪化した訳ではないので長期停滞を説明できないとの否定的見方があるが、これに対しては「金融市場のグローバル化等に伴い、わが国の資本効率の悪化が従来以上に意識、投資率を引き下げる圧力に」（日銀（2001））などの肯定的見方も有力（図表5-2）。

また、構造問題は「がらくた箱」（野口旭・田中（2001））と称されるほど様々な要素を含んでいるが、大別すれば、グローバル化などの環境変化、これへの公共部門や企業部門の適応不全、を問題視する考え方がある。さらに後者には次の4つの要素に分かれる。①竹森俊平、八代尚宏らは日本型システムを問題視する。②伊藤元重、堀内昭義、木村剛らは、「追い貸し」や非効率な歳出構造が建設業などの低生産性部門・企業を温存させ、労働力等の資源の高生産性部門・企業への移動を妨げたとの「資源拘束論」に立つが、これに対しては、岩田規久男、竹森俊平、野口旭らは低生産性部門・企業を整理しても需要が増えなければ失業増となるだけとの強力な反論がある。③適応不全の結果として、企業の資本効率低下を重視する見方（野口悠紀雄、八代尚宏）、高コストを問題視する見方（香西泰など）がある。他方で、「日本的システム＝構造問題」論に対しては、「資源の誤配分に基づくミクロ的な非効率性と、資源の遊休に基づくマクロ的な非効率を峻別する視点をもってない」（野口旭・田中（2001））との否定論もある。

D) 財政政策の考え方

財政政策に関しては、森政権以降、財政限界説が支配的になり、多くの論者がこれを前提に議論しているので、表5-2では限界説への賛否の形で整理した。ここでの主要論点には、①財政政策の効果をどうみるか、②97年の景気悪化の要

-
- (6) 金融仲介機能の不全論には、本来は「貸し渋り」（クレジットクランチ説）だけでなく、「追い貸し」も含むが、ここでは貸出減少要因としてみたため前者のみとし、後者は「問題悪化の要因」のうちの「銀行・当局の先送り行動」に含めた。

(図表5-2) 各要因論者グループ別にみた主要論点(2)

ポイント/主因論者	デフレ主因論者	構造問題主因論者	不良債権主因論者	その他論者	傍証
全般	×90年代低迷の説明にはならず (原田・野口旭)	金融市場のグローバル化等に伴い、わが国の資本効率の悪化が従来以上に意識、投資率を引き下げる圧力に (日銀 (2001), 注2)			
環境的要素(グローバル化・高齢化)	小宮, 八代, 香西	小宮, 神原, 堀内, 八代, 野口悠紀雄		クー	
公共部門関連(規制・財政構造等)	終身雇用制に基づく日本型調整法 (竹森) ×マクロとミクロの混同 (野口旭)	環境変化への適応不全 (野口悠紀雄), 「投資重視」経営の限界 (八代), 池尾, 神原			2
日本型システム	伊藤元重 ×需要が増えなければ 失業増・遊休地発生 (岩田・竹森・野口旭)	堀内		木村, 小林	
低生産性部門への資源塩漬け(資産拘束論)	×絶対優位に基づく誤解 (野口旭)	野口悠紀雄, 香西, 小宮, 八代, 香西		土志田	
企業の資本効率低下				木村	
高コスト論					
政策効果	10年間の膨大な景気対策にもかかわらず経済は長期低迷を続け財政赤字が膨張 (一般的) 公共投資乗数(呼び水効果)の低下 (不良債権主因論者も含めた多く) ×日本の財政赤字は主に深刻な不特定産業を潤すだけで構造改革を阻害 (構造問題主因論者の多く); 政策効果のある案件減少財政の将来への不安が消費・投資を抑制 (非ケインズ効果) 果てはならない (クルーグマン)	(財政限界説)		(左記への反論) 景気対策は恐慌に陥るのを防ぎ見事な成果 (植草, クー), 赤字拡大は早過ぎる緊縮化の結果 (八田) 他の要因の影響が除去されないため (植草, 八田) 安易な市場主義は最悪の非効率部門 (失業層) を肥大化 (小野), 資源配分機能の問題と景気安定化の問題は厳別すべき (植草) 理論的可能性に過ぎず (細雅博)	
97年景気悪化の主因	アジア金融危機や国内の金融システム不安 (多く) 財政赤字/GDPのうち構造的赤字が8割以上の6%。現在の状況が続けば債務残高は発散・拡大を続け、将来的に財政は破綻 (2001白書)				1
財政赤字の持続可能性 次世代負担論					
全般的考え方(需要不足か、供給面の問題か)	需要不足 (岩田, 浜田, 野口旭, 伊藤元重など多く)	供給面の問題 (殆どの論者, 特に香西 (表面的に需要不足と考えられているものも実は供給面に原因)) 方 (斎藤精一郎)		需要不足 (小野, 松原, クーなど)	
(注2) 日銀などは複数の要因を並列的に挙げているので、この表の主因論者には分類していないが、ここでは90年代低迷を説明しているため挙げた。					

因を橋本緊縮財政とみるか、アジア金融危機や秋の金融システム不安とみるか、③財政赤字の持続可能性をどうみるか、の3つがある。詳細に関しては、3.(1)で検討したい。

E) 全般的な考え方と政策対応の組合せ

各主因論者グループ別の基本的な考え方と主張するポリシーミックスを整理すると、大よその傾向は、構造問題主因論者は企業の資本収益率低下をはじめとする供給面の問題を重視、デフレ主因論者の全員、不良債権主因論者の多くは需要不足を重視している。

具体的には、デフレ主因論者の多くは金融政策以外では財政政策を挙げ、デフレ効果が大きい構造改革、不良債権処理促進策は回避すべきとする(図表5-3)。構造問題主因論者の多くは構造改革以外では、不良債権処理をデフレ・スパイラル防止のため促進すべきとし、量的緩和に対しては構造改革をむしろ遅らせると批判的である。不良債権主因論者は、不良債権処理促進策の他には、構造改革や財政政策を挙げ、金融政策を挙げる者はいない。しかし、不良債権処理促進策に対しては、デフレ下では回避すべきとする論者も主因論者グループにかかわらず多い。

F) 個々の政策

個々の政策での論点としては、金融政策は最後に検討するとして、まず財政政策では、大別すれば、①当面の減税と将来の増税をセットにした多年度中立政策や歳入・歳出の中味の入れ替えを主張するのが、浜田宏一、伊藤隆敏、小宮隆太郎、野口悠紀雄、土志田征一、小林慶一郎。②当面は赤字を拡大させてでも積極的に主張するのが、斎藤精一郎、小野善康、植草一秀。さらにデフレ主因論者の一部の竹森俊平、斎藤誠、高橋洋一らは積極財政の財源として通貨発行益の充当を主張するが、伊藤隆敏、深尾光洋は財政赤字がもはや限界で拡大の余地はないと反対する。また、榊原英資らのように通貨発行益をより明示的に活用できる政府紙幣の発行を通じた公的資金投入や大幅減税を主張する論者もいる。

オペでの外債購入を含む円安誘導策に関しては、クルーグマン、岩田規久男らが主張するが、伊藤隆敏、小宮隆太郎、野口悠紀雄、小野善康など反対論も強い。

構造改革では、規制・税制・歳出構造など公的部門の改革、企業改革の他、直

(図表5-3) 各要因論者グループ別にみた主要論点(3)

ポイント/要因論者	デフレ主因論者	構造問題主因論者	不良債権主因論者	その他論者	傍証
金融政策	深尾(含む財政政策)、クルーグマン(調整インフレ論的色彩)、原田(インフレ目標など金融政策だけでは逆効果(岩村・渡辺))	×現在の緩和政策に反対(香西、野口悠紀雄、池尾、加藤寛)。インフレ目標などレジーム転換には反対(小宮、神原)	△非伝統的金融緩和は「先送りされた財政政策」との認識もつべき(小林)。×インフレ目標などレジーム転換には反対(木村)	なし	
金融政策+財政政策	浜田、野口旭、高橋(通貨発行による減税)、伊藤隆敏、竹森	なし	なし	植草、八田	
金融政策+不良債権処理促進+財政政策	伊藤隆敏、竹森	なし	なし	なし	
金融政策+不良債権処理促進	斎藤誠	なし	なし	なし	
金融政策+財政政策+構造改革	岩田、岩村・渡辺	なし	なし	篠原	
財政政策	×構造改革最優先主義への批判(浜田、岩田、野口旭、竹森)	直接金融へのシフト・税制改革・企業統治等の基本的インフラ構築(野口悠紀雄、池尾)	×デフレ下での効率化はさらなる価格低下(土志田)	小野	
構造改革	なし	池尾	なし	×松原・小野	
構造改革+不良債権処理促進	なし	政府紙幣発行(神原)、香西	土志田	なし	
構造改革+不良債権処理促進+財政政策	なし	なし	なし	なし	
財政政策+構造改革	×デフレ下では回避(浜田、岩田、深尾)解決にならない(野口旭)、国の関与強化は望ましくない(岩田)	×公的関与強化は望ましくない(野口悠紀雄・加藤寛)、限られた数の企業・産業だけの問題ではない(神原)。銀行経営が深刻な状態下では優先すべきでない(堀内)	なし	クー	
不良債権処理促進	なし	なし	×処理促進とその結果としての公的資金の早期注入(全員、細部は異なる)	×デフレ下では回避(篠原、植草、クー)	4
不良債権処理促進+財政政策	なし	なし	木村、小林、斎藤精一郎		
金融政策	(図表13参照)				
財政政策	全体では中立(含む多年度)、歳入・歳出中身入れ替え当面は(赤字拡大させても)積極的に(注3) 円安誘導(含む外債オペ)	小宮、野口悠紀雄、八代、	土志田、木村、小林		
規制改革	岩村・渡辺、竹森・高橋・斎藤隆敏・深尾(限界)(通貨発行益)、×伊藤隆敏・深尾(限界)	政府紙幣発行で公的資金・大幅減税(神原)、地域通貨(加藤寛)	大量失業発生への対策(斎藤精一郎) ×財政危機発生懸念(木村)	小野、クー、八田、植草、篠原	
税制改革	岩田、クルーグマン、×伊藤隆敏、岩田、渡辺、	×神原、小宮、野口悠紀雄	×木村、土志田	×小野	
歳出構造改革	デフレ脱却後(伊藤隆敏)、浜田	八代、小宮、福井、神原、野口悠紀雄、八代、	土志田(民需喚起型)	植草、クー、	
企業改革	野口旭、	小宮		植草、	
直接金融ソフト		野口悠紀雄、神原			
公的金融機関改革		野口悠紀雄、香西、加藤寛、池尾、加藤寛			
不良債権処理	×企業の清算より継続の方が望ましい(斎藤誠)	×香西、	非常事態として経済国家管理(斎藤精一郎)、小林、木村		
不良債権処理	健全行へ投入・国債は日銀引受(竹森)、斎藤誠	産業再生優先(神原)			
不良債権処理	岩田	堀内	土志田		

(注3) 政府紙幣発行を原資とした財政支出増は赤字拡大にはならないが、整理上ここに含めた。

接金融へのシフトや公的金融機関改革などが主張されている。

不良債権処理では、最終処理促進・不振企業の淘汰という竹中金融担当大臣流のハードランディング論を主張するのが香西泰，木村剛，小林慶一郎らで，反対論も前述の通り多い。処理促進よりも公的資本注入をと主張するのが，竹森俊平，斎藤誠，榊原英資ら。まずは環境整備をとソフトな主張するのが，岩田規久男，堀内昭義，土志田征一らである。ハードランディング論の背景には，不良債権問題悪化の要因として銀行等の先送りを重視し，貸出減少も金融仲介機能低下のため，不良債権問題の性格もバブル崩壊の後始末と捉えていることがある⁽⁷⁾。

4. 主要論点についての傍証的検証と自分としての判断

以上みてきたように，論点は極めて幅広く，それぞれ賛否両論が未だ並存する大問題である。しかし，特に重要な論点について，これまでの論点整理や傍証から自分としての判断を示してみたい。

(1) 財政限界説をどう考えるか

限界説の第一の柱である財政政策の効果に関して，財政限界論者は，①10年間で140兆円超もの膨大な景気対策にもかかわらず，経済は長期低迷を続け財政赤字が膨張したこと，②公共投資や減税の乗数（呼び水効果）が低下したこと，③将来の増税不安が消費・投資を抑制（非ケインズ効果）していること，④財政支出には特定産業を潤すだけで構造改革を阻害する面があること（構造問題主因論者の多くが主張），などを挙げる。

限界説を批判する立場からは，①に対しては，「景気対策は恐慌に陥るのを防ぎ見事な成果」（植草（2001）），財政赤字拡大は「回復の兆しが出るや反ケインズ政策に戻ることを繰り返した結果」（八田（2003）），「日本の財政赤字は主に深刻な不況で税収が減少した結果であって，景気刺激的な財政政策を取った結果ではない」

（クルーグマン（2002）），さらに「安易な市場主義は最悪の非効率部門である失業者層を肥大化」（小野（2001））と批判。②に対しては，減税はもともと貯蓄にまわる部分が多く乗数が小さいが，公共投資は支出した分が最低限需要となる。低下し

(7) 小林は貸し渋り論に異論を唱えているが，これはハードランディング論者としては例外的。

たとのモデルでの計測結果も、「他の要因の影響が除去されてないため」（植草（2001））とする。③に対しては、「理論的可能性に過ぎない」（堀（2003））、④に対しては、「資源配分機能の問題と景気安定化の問題は峻別すべき」（植草（2001））と反論する。

限界説の第二の柱は、97年の景気悪化の要因を橋本緊縮財政ではなく、アジア金融危機や秋の金融システム不安とみる点にある。これを批判する立場からは、景気は97年4 - 6月期から後退局面入りしており、「97年の景気後退の主因はやはり緊縮財政、これが回復の芽をつみ、秋からの外生的ショックに耐えられない体調に日本経済を追い込んだ」（八田（2003））とする。

限界説の第三の柱は、財政赤字が持続可能な水準を超えつつあるとみる点にある。「財政赤字/GDPのうち構造的赤字が8割以上の6%。現在の状況が続けば債務残高は発散・拡大を続け、将来的に財政は破綻」（2001経済財政白書）と指摘する。これに対し、「需給ギャップ推計の多くは過少」（野口旭（2002））であるとすれば、循環的赤字ももっと大きいことになる。また、「将来必要な財政出動であれば、長期では財政負担にならず」（八田（2003））とする。後世代負担論も、「失業があるなかでの財政支出は次世代が引き継ぐ資産も多くなっているため負担にならず」（小野（2001））と否定する。

批判派の主張のうち、第三の柱への八田達夫の批判は純理論的なもので、政治的にはいったん膨張した歳出を景気が良くなったからといって機動的に削減するには困難が伴うことも事実である。しかし、そうした政治的困難は予算措置上の仕組の工夫で解決する余地もある筈で、所与の制約と考えるべきではなからう。その他の論点も含めた両派の主張の対比、高水準の失業などから判断すれば、筆者には批判派に分があるように思われる。

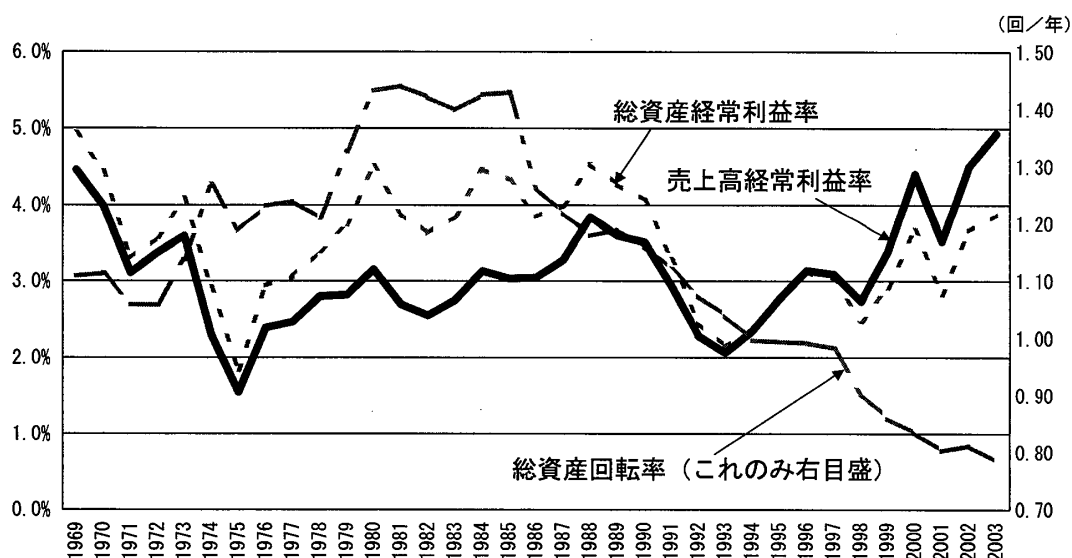
(2) 構造問題をどうみるか

構造問題のうち、まずグローバル化の影響を日米の直接投資で比較してみると、日本では対外直接投資のGDP比は、比較的高水準だった80年代後半でも0.27%、90年代以降では僅か0.15%に止まっているのに対し、米国では0.49%から0.90%へと水準もはるかに大きくかつ上昇。同様に輸入浸透度（輸入等/GDP、いずれも名目）も日本では1980年7.5%、1990年8.4%、2002年11.3%、米国では各々6.6%、

9.4%、16.4%と、80から90年代にかけ急速に輸入浸透度が上昇したのは、むしろ米国である。このことは、構造面に問題があるとしても、グローバル化そのものではなく、これへの公共部門や企業部門の適応にあることを示している。

次に、主要企業の収益率をみると、主要上場大企業の売上高経常利益率は70年代以降の最高水準を更新中である（図表6）。しかし、ストック対比でみた総資産経常利益率（ROA）は2003年度見込みで3.9%と、80年代前半平均の4.1%に漸く近づきつつある程度である。これは、総資産回転率が80年代後半以降ほぼ一貫して低下したためである。図には入れてないが、自己資本経常利益率（ROE）に至っては、有利子負債返済に伴うレバレッジ比率低下で9.7%と、80年代前半平均の19.3%には遠く及ばない水準にある。

（図表6）主要企業の収益率（野村400ベース、除く金融）

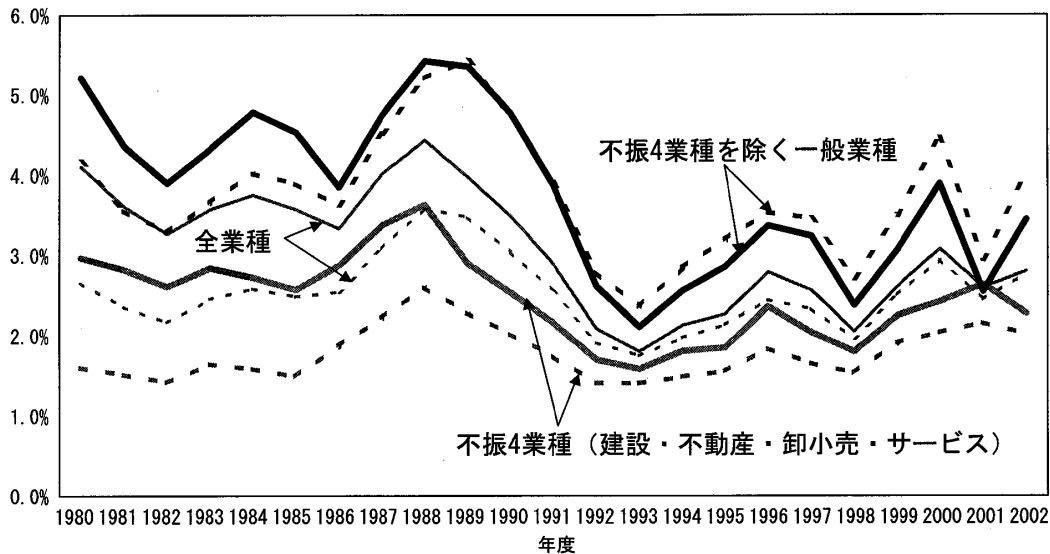


（出所）野村総合研究所

（注）2003年度は野村証券金融研究所予想

こうした資本効率の悪化が、前述のように「金融市場のグローバル化等に伴い、従来以上に意識、投資率を引き下げる圧力に」（日銀（2001））なったことは、確かなように思われる。次に、80年代に比べたROAの低下を業種グループ別にみると（図表7）、建設・不動産・卸小売・サービスのいわゆる不振4業種だけでなく、その他の一般業種でも低下しており、必ずしも一部不振業種だけの問題ではない。このことは、前述の資産拘束論には疑わしい面もあることを示唆している⁽⁸⁾。

(図表7) 業種グループ別収益率
 実線はROA, 破線は売上高経常利益率



(出所) 法人企業統計季報

また、わが国企業の低資本効率の背景には、「40年体制」(野口悠紀雄 (2002)), 系列や雇用保障などの長期継続的取引慣行を含む「投資重視型経営」(八代 (2002)) などと称される日本型システムが高付加価値型への経営・産業構造の転換を遅らせたことがあると思われる。さらに、後述するように地価神話の崩壊やこれを契機とした融資慣行の変化も、構造問題の重要な側面として捉えることが可能である⁽⁹⁾。

(3) 銀行貸出減少の主因は「貸し渋り」か、借入需要減少か

これは、90年代半ばから論議され、未だ決着をみしていない問題である。もっとも、97年末から98年にかけては、「貸し剥し」も含めた激しい貸し渋りが発生したことは確かだ、否定する論者もない。議論が分かれるのは90年代半ばと公的資金注入

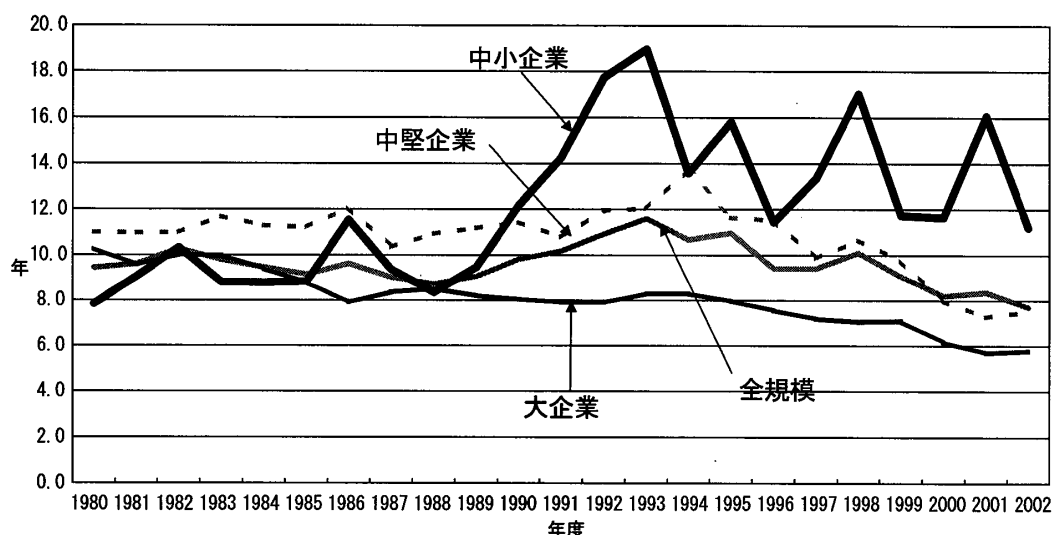
- (8) 本来は業種ではなく、個別企業ごとに好調企業と不振企業（いわゆる「勝ち組」「負け組」）に分けてみるべきだが、ここでは簡便法として業種別で分析。
- (9) 資本市場、特に株式市場は米英流の株主によるガバナンスが効いていれば、経営者に対して利益成長を強く求め、成熟段階に達し成長が見込めなくなれば配当での利益還元を求める。後者が受け入れられない場合には買収の対象になり得る。わが国でも2002年、村上氏の率いるファンドが東京スタイルに大幅な利益還元要求を突き付けたが、依然として厚い安定株主の壁に阻まれた。2003年12月19日に開始された米系ファンドによるソトー(株)などへのTOBの攻防は、今後のガバナンスのあり方に影響を与える1つの試金石。筆者は地価神話の崩壊やこれを契機とした融資慣行の変化を構造問題の重要な側面としたが、主要論者にはそこまで指摘している者はいないので、図表5-2には入っていない。

以降である。この問題は不良債権問題でも広範で重要な論点なので、次の5つの角度から検討した。

A) 企業の過剰債務からみた場合

企業の過剰債務の調整度合いをみると、有利子負債のキャッシュフロー対比の回転期間（負債返済年数）は、全体としては既に80年代以降の最低水準を更新中であるが、かつては大企業より低水準だった中小企業では、バブル期に上昇、その後低下しつつあるとはいえ依然高水準で、調整は遅れ気味である（図表8）。無論、大企業といえども過剰債務の調整が終了した訳ではなく、倒産リスクを意識してレバレッジの適正水準が低下したとすれば、調整はまだ続く可能性がある。

（図表8）有利子負債の回転期間（規模別，キャッシュフロー対比）



（出所）法人企業統計季報

（注）大企業：資本金10億円以上

中堅企業：10～1億円

中小企業：1億円～1千万円

こうした過剰債務の調整に伴う貸出減少は、形の上では借り手の資金需要要因である。もっとも、企業が倒産リスクを意識して債務圧縮に走る背景には、地価の下落⁽¹⁰⁾や、金融検査の厳格化により従来の弾力的融資慣行（経常運転資金の

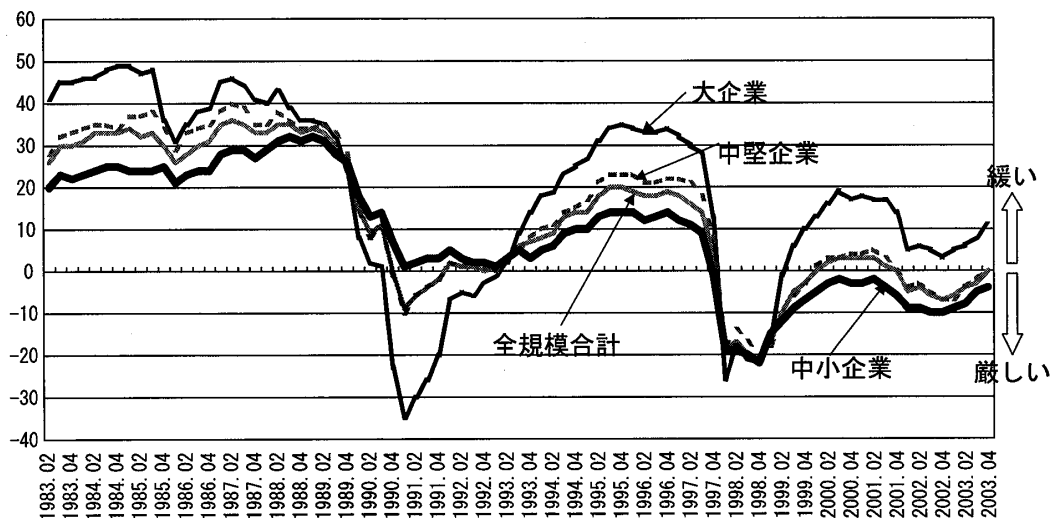
(10) 「資産価格下落が实体经济を停滞させるのは、銀行の資金仲介機能低下によるよりも、資産価格下落が信用リスクを高めることを懸念した借入先企業の債務削減行動による面が強い」（杉原・太田（2002））

短期借換（ころがし）融資などの余地が縮小したこと、さらにはメインバンク・システムへの信任低下など、いわば環境の変化に対応した金融慣行の変化があると考えられる。

B) 金融機関の貸出態度からみた場合

「貸し渋り」論者は、企業が捉える金融機関の貸出態度DIで、「緩い」が「厳しい」を上回る度合いが従来の緩和期に比べ小さく、特に中小企業では公的資金注入以降も「厳しい」超のままであることなどを挙げる（図表9）。しかし、中小企業でも93年から97年秋までは、従来の緩和期ほどではないにせよ「緩い」がかなり上回っていたことから、その間の貸出減少を説明するには無理がある。また、中小企業では過剰債務の調整が前述の通り遅れており、このことが金融機関の貸出態度を相対的に厳しくさせている可能性があるが、これはキャッシュフロー返済重視の結果、過剰債務企業への融資姿勢が厳格化したという前述の弾力的融資慣行の変化であり、金融機関の自己資本脆弱化がもたらしたものではない。

（図表9）貸出態度判断DI（「緩い」－「厳しい」）



（出所）日銀，全国企業短期経済観測調査

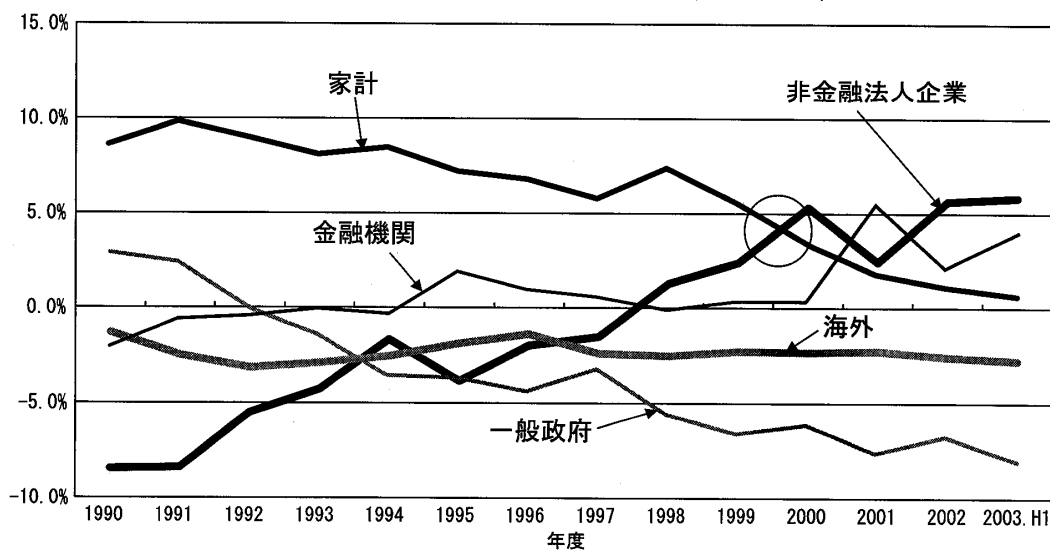
（注）01は3月調査，03は9月調査

C) その他の調達面などの傍証

借入需要減少論者が指摘するように、「貸し渋り」があれば貸出金利は大幅に上昇する筈である。しかし、国内銀行の新規貸出約定金利（短期）は、2002年秋から2003年春頃までは金利引上げ努力により僅かな上昇傾向にあったが、その後

は貸出競争激化から再び低下傾向に戻った。貸出と本来は代替関係にある筈の資本市場での年平均ネット調達額も、90年代前半の53千億円から、後半19千億円、2001-2002年度平均では7千億円と顕著な減少を示している⁽¹¹⁾。また、「優良企業が内部留保を（自社株買いで）株主に返し始めているのは、株価対策もあるにせよ、優良企業の内部に収益性の高い投資機会がないことの裏返し」（斎藤誠（2003b））との指摘も、借入需要減少説を裏付ける傍証であろう。さらに、資金循環勘定でみた非金融法人企業部門の資金過不足のGDP比は、98年以降資金余剰に転じ、2000年以降は家計を上回る最大の余剰主体になっている。特に、2003年度上期は設備投資が回復に転じるなかでも、フリーキャッシュフロー幅を拡大しており、貸出が増加しなくても当面は設備投資がさらに拡大する余地があることを示している（図表10）。この意味で「貸出増加が景気回復の必要条件」との一部の見方は、必ずしも妥当ではない。

（図表10）部門別資金過不足の推移（対GDP比）



（出所）日銀，資金循環統計等より作成

（注）1989の国鉄清算事業団の政府による債務継承分は調整済み。2003/4-9の資金過不足は年間累計

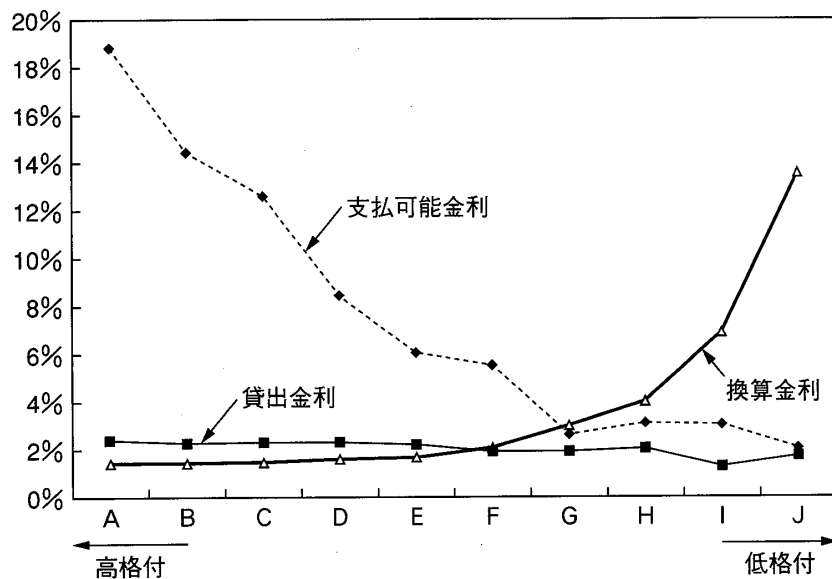
D) 金融機関側の貸出採算面からみた場合

他方、貸出を金融機関側の採算面から捉えると、信用格付が要注意先と正常先

(11) 日銀の資金循環勘定で非金融法人の国内事業債，居住者外債，株式，コマーシャルペーパー（CP）調達の合計

の境界（図ではG格）以下の先では、貸出金利が信用コストを加味した採算金利を下回っており、実質的には採算がとれてない（(図表11), 日銀（2003a））。かつては預金取引が採算全体を押し上げていたことに加え、不動産担保が回収リスクを引き下げる役割を果たしていた。しかし、ゼロ金利で前者がほぼ済滅、後者も、「地価の右方上がり神話」が崩壊したことから、銀行は貸出金利を信用コストに見合ったものに引き上げるべく努力している。しかし、現実には政府系金融機関の低利貸出、公的資金注入行への中小企業向け貸出増加額目標、民間同士のボリューム競争激化などから、はかばかしい進展を示していないのが実態である。このように金利がリスクに応じたものから程遠い状況下では、銀行に自己資本のゆとりが仮にあったとしても、貸出増加は長期的な収益にはマイナスとなるため、経済合理性からは採り得ない筈である。

(図表11) 貸出の格付別採算



- * 債務者側からみると支払金利。
換算金利=信用コスト率+都銀短プラ
- * 格付J未満をデフォルトと定義。回収率は一律50%と仮定。都銀短プラは調達コストと経費率の代替。
支払可能金利=利払前キャッシュフロー/有利子負債
- ・ グラフは、CRD運営評議会が保有する約12万社分の債務者財務データ（会員金融機関から提供されたもの）から作成したもの。横軸の信用格付はCRDの信用評点をもとに当方で割り当てた。
- ・ 厳密にみると、貸出金利と換算金利の間には、デュレーションの差があるため、金融機関の金利リスクテイクに伴い利幅が実態以上に大きくなっており、この点は割引いてみる必要がある。ただ、現在のイールドカーブ形状を前提とすれば、この点には議論に影響するほどのインパクトはない。
- ・ 換算金利は信用リスクに対応する配賦自己資本の資本コストを含めない、損益の分岐点を示している。

(出所) 日銀, 貸出の経済価値の把握とその意義

リスクに応じた金利設定は、貸出供給曲線の右シフトとなり⁽¹²⁾、借り手企業からは「貸し渋り」と捉えられる面もあるが、借り手による金利格差が殆どなかったこれまでの金融慣行からの決別といった側面をもつ。

E) 「貸し渋り」と「追い貸し」の原理的考察

「貸し渋り」と裏表ともいえる関係にあるのが「追い貸し」である。両者の違いは、直接の貸出先が各々、新規先か既存先か、原因が銀行の一般的な自己資本制約か引当・償却体力不足か、貸出量全体を減少させるか中立かにある（後者が前者を伴って発生する場合には中立）。また、後者は短期的には経済悪化を食い止めるが、中長期的には両者とも成長分野に資金を回り難くすることを通じて経済を非効率化させるとして、問題視されている。しかし、その前提である成長分野が常に存在し、銀行の資金繰りにも制約があるとの考えにはいささか無理がある。①企業自身が本来の資本コストを意識した結果、投資決定時のカット・オフレートが引き上げられ、成長分野が従来比では縮小した可能性があること、②銀行はむしろ資金の運用難から国債保有増や日銀当座の「ブタ積み」を余儀なくされ、資金繰り上の制約はないこと、などから「貸し渋り」や「追い貸し」が経済に非効率をもたらしたとは必ずしもいえない筈である⁽¹³⁾。

より原理的に検討すると、長期継続的な相対型取引である銀行貸出は、情報の非対称性の問題を軽減するため、貸出金利を均衡水準より低目に設定し、信用割当することで成立しており、元々「貸し渋り」的要素を内包。また、取引開始時のコストが大きいことや、最終処理すれば、逆に業況改善で損失負担が減る可能性を放棄することにもなることなどから、取引先の破綻を出来るだけ回避すべく取引先を支援しようとするインセンティブも持つという意味で、「追い貸し」的要素をも内包している⁽¹⁴⁾。このことは半面では相対型取引の長所でもある。スポット的な市場型取引である資本市場調達だけでは、一時的な業況悪化でも資金

(12) リスクに応じた金利設定は、本来は全体としての供給曲線の右シフトに必ずしもつながるものではないが、現実には図でのA-F格では金利を引き下げずに、G格以下の引き上げを図ると考えられるため右シフトとなる。

(13) 図表5-1, 2の論点整理上では、金融仲介機能低下を貸出減少の要因として「貸し渋り」としているが、より広義に「追い貸し」を含めて使われることもある。また、「追い貸し」は構造問題での「資産拘束論」に関連付けている。

調達の困難化から破綻という不必要な調整コストを余儀なくされ、景気循環の振幅を拡大するプロ・サイクリカルな悪影響が不可避となる。

もっとも、「追い貸し」といっても、再生の可能性が殆どないのに、金融機関に損失処理する体力がないため、追加貸出で延命させ、最終処理を先送りするという一般的イメージのタイプは、現実には刑事訴追や株主代表訴訟のリスクなどから例外的と推測される。むしろ、多くは再生の可能性が相当あり、リストラ資金や社債償還資金などの追加貸出をしても、最終処理した場合より最終的なリターンが大きくなると経済合理性に基づいて判断したものが多いと思われる。

さらに、企業の再生の可能性は白黒ではなく確率的に幅広く、時間軸をどの程度の長さで考えるか、先行きの環境や企業自体の努力などの不確実性に大きく左右される。例えば、97年夏場までは経済白書、多くの民間エコノミストとも経済の先行きに楽観的見方をとっていた。さらに遡れば、バブルの1つの発端となった1987年6月施行のリゾート法は、リゾートブームを引き起こし、シーガイアをはじめ死屍累々の結末をもたらしたが、未だ廃止すらされずに放置されたままである。無論、経営が「結果責任」である以上は世間の流れに従ったことが免罪符にはならないとはいえ、当時の金融機関、しかもその殆どが採った判断を今になって後知恵的に批判するのは一方的に過ぎると思われる。

このように経済合理性に基づく「良い」意味での貸し渋りや追い貸しが存在することはまぎれもない事実である。しかし、これらは、自己資本の脆弱化の結果でもなければ、貸出減少の原因や「成長」分野にカネを回り難くしている原因でもない。

F) この節での結論

以上みてきたことから、銀行貸出減少の主因が「貸し渋り」か、借入需要減少かという視点では、後者の側面の方が強いといえるが、借入需要減少の背景には、前述のような地価神話崩壊などの環境の変化に対応した金融慣行の変化が、企業

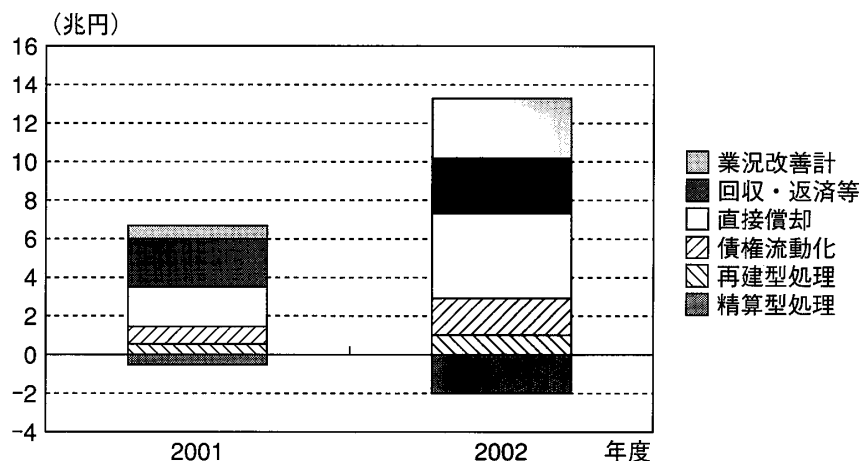
-
- (14) 逆に、下位行の場合やメインバンクであっても再生の可能性が小さく回収した方が損失最小化を図れる場合には、時には強く回収を迫るという「貸し剥がし」的現象が起きることも事実。しかし、これが再生の可能性に基づく経済合理的な判断である限りは、倫理的価値観で一方的に批判すべきではない。社会政策は公的金融機関や社会保障の役割であり、民間金融機関に求めるのは筋違いであろう。

の借入圧縮行動、金融機関のリスクに見合った金利設定行動を引き起こしたことがある。この結果、貸出需要曲線が左シフトすると同時に、貸出供給曲線も右シフトしたことで、事後的な現実の貸出は大幅に減少した。つまり、銀行貸出減少の直接的な主因は借入需要の減少だが、その背後には金融慣行の変化があるといえよう。少なくとも、金融機関の自己資本毀損による金融仲介機能低下論は疑わしいと考えられる。

(4) 不良債権処理に伴うデフレ効果をどうみるか

不良債権の最終処理に伴うデフレ効果を巡っては2001年以降、影響が大きいとみる機関と小さいとする内閣府・日本経済研究センターなどの間で試算が大きく分かれた。不良債権の最終処理額を内閣府試算と同額の12.7兆円に揃えた「基準化した離職者数」を比較すると、74万人から8万人まで大きな乖離がある（日本経済研究センター（2001））。内閣府は最近の分析で、2002年度は主要行のオフバランス化が大きく進展した割には、倒産等が増えず、離職者数が当初想定より少なくて済んだ理由を、「不良債権処理の形態が清算型よりも再建型が多くなったことなどのため」と指摘（内閣府（2003））。しかし、オフバランス化の太宗は整理回収機構（RCC）等への債権流動化であり、倒産予備軍がRCCに移っただけに過ぎない（図表12）。日本経済全体でみた最終処理は今後本格化する可能性もあり、楽観は禁物であろう。

(図表12) 不良債権のオフバランス価額の様態
オフバランス化様態（金額）



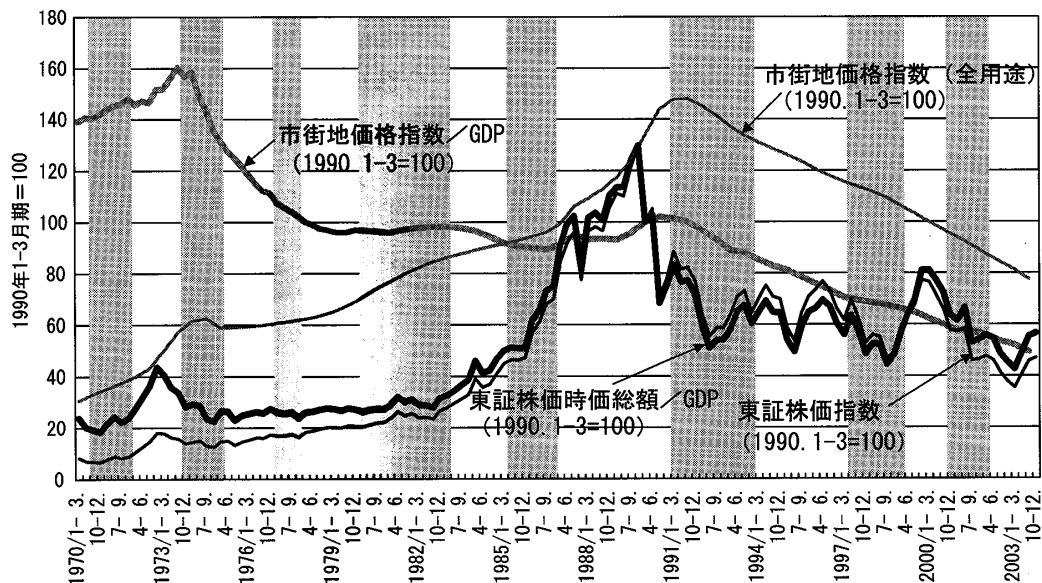
(出所) 内閣府 (2003)

(5) 資産デフレをどうみるか（原因はバブル崩壊のためか）

資産デフレに関しては、デフレ主因論者を中心にデット・デフレによる悪循環と捉える見方も有力である。確かに、当初はバブル崩壊を契機に始まり、90年代半ばからは不良債権問題、一般物価デフレと相俟って悪循環に陥った面も否定はできない。しかし、少なくとも地価に関する限りは、以下にみるようにこれらとは異なる構造的側面の方がより強いように思われる。

図表13に示したように、地価や株価は指数上では81、85年当時の水準に戻っている。特に地価は最近、都心部の一部に下げ止まりの兆しが出てきていることから、全体でみた下落基調が単なるアンダーシュートに過ぎないとの見方もある。株価時価総額のGDP比は92年にはバブル前の水準に戻り、その後は一進一退を繰り返している。地価指数自体が下落したのは、列島改造ブームが崩壊した74年を除けば、91年10-12月期以降であることからバブル崩壊の影響もある。しかし、GDP対比でみた地価は、バブル期を除けば73年7-9月期以降、ほぼ一貫した下落基調にあり、むしろ戦後の「右肩上がり地価神話」に支えられた高水準の地価が、利用価値に見合う水準へと調整してゆく過程にあると捉えることができる。こうした地価調整まで含めてマネタリーな現象と言い切るにはいささか無理がある。

(図表13) 地価，株価（シャド一部は景気後退期）



(注) 市街地価格指数/GDPの4-6, 10-12のデータは線型補間で算出。

5. 全体的結論と政策のあり方

(1) 日本経済の長期停滞・デフレ化の要因

以上の傍証的検証から得られる結論としては、日本経済の長期停滞・デフレ化の要因には、財政・金融政策のミスもあったが、基本的には企業の資本効率低下、地価神話の崩壊やこれを契機とした融資慣行の変化も含めた構造問題が主因と考えられる。特に、資本効率低下が一部の不振業種だけではなく、日本企業全般の問題であることは、「日本型」システムが環境変化に対応した高付加価値型の経営・産業構造への転換を遅らせている可能性を示唆している。他方で、不良債権問題に伴う金融仲介機能不全論には疑わしい面が強い。また、デフレに関しては、一般物価デフレも望ましくないが、ネット資産保有層の家計には資産効果もあり、デフレによる消費先送りにも持続性はない。より問題なのは資産デフレである。

(2) 望ましい政策対応（金融政策以外）

構造問題が主因である以上、望ましい政策対応にも奇手妙手はなく、様々な政策の組み合わせでいく他ない。まず、ミクロ政策は、奏功には時間かかるだけに早急に取り組む必要がある。具体的には、企業のビジネスチャンスを広げるような規制緩和・公的部門改革、企業の変革を促すようなディスクロージャー促進などである。不良債権問題は、その解決が景気回復の必要条件ではないことから、本来はある程度時間をかけて処理すべきだが、政府として処理目標を掲げ、それが半ば国際公約化してしまったという現実がある以上はそれに沿うにしても、運用面では弾力的に対応すべきである。繰延税金資産に関しては、過度な依存が健全性からみて望ましくないことは事実であるが、これが拡大するに至った税務処理の行き過ぎた厳格性を見直すと同時に、繰延期間延長、繰戻の凍結解除・延長などが必要である。

マクロの財政政策では、景気が比較的順調な当面は、セーフティネット充実や景気への行き過ぎたブレーキを緩和することで回復基調を確かなものとし、景気が再び悪化した場合には短期的に赤字を拡大させてでも悪化を食い止めるべきであろう。

(3) 金融政策のあり方

一段の金融緩和政策を巡る論点は、図表14で副作用批判に対する推進派の反論とその問題点、インフレ・ターゲティング政策でのソフトからハードなタイプの広がりとその問題点、各種のオペ手段、さらには「究極的対策」などについて整理した

通りである。現在のデフレの原因にはマネタリーな面より構造問題を中心とする実物面の方が大きいとはいえ、財政と一体になった「究極的対策」である政府紙幣発行、確定利子商品への課税など強力な措置を、副作用を度外視して採れば対処は可能である。しかし、もともと「金融緩和のラグは長く、不安定、通貨と物価の関係はラグを伴う非線形」(香西(2003b))であることに加え、期待の役割に大きく依存せざるを得ないもとでは、そうした「劇薬」の波及経路を適切に把握し、副作用を制御できる保証はない。やはり「だめもとは危険」(斎藤誠(2003d))であり、「ハードなインフレ・ターゲティングを含めた「デフレ脱却のためには如何なる手段も辞さず」との領域までは踏み込むべきではない。

他方で、金融政策で期待の役割が大きくなっている状況では、日銀として「金融政策だけではコントロールされた形でのデフレ脱却はムリ」と正面切っては主張できないことも確かであろう。実効性に乏しい政策でも打ち出しながら、期待を過度に膨張しない程度につなぎとめ、景気回復持続によるデフレ脱却を待つ他ないと考えられる。

なお、量的緩和政策を将来解除する場合の考え方、いわゆる「出口論」に関しては、昨夏の長期債市場の一時的混乱もあって、10月に解除条件を明確化しただけで封印されている。しかし、先送りすれば、火種は増々大きくなるだけである。膨張した非金融部門の現金が還流した場合への対応策なども含め事前に示し、金融市場の不安や疑心暗鬼を緩和しておくべきであろう⁽¹⁵⁾。また、解除する直前の段階では、斎藤誠(2003c)が主張するように、インフレ目標導入を、デフレ脱却の手段としてではなく、インフレ期待の暴走を抑制する将来的な政策の枠組みとして前向きに検討するべきであろう。

(15) 昨年10月に日本金融学会秋季大会で筆者がこの問題を報告した際には、マネタリーベース/GDPとコールレートの長期的なグラフから、90年代前半には前者が8%台で安定していたと報告した。しかし、その後検討したところ、これはミスリードな表現で、前者は時系列的にみれば決して安定はしてないことが判明した。2003年7-9月期で21.1%にまで膨張した比率が、金利引上げ前にどこまで戻るかという「出口」での水準の問題に関しては、その時点での貨幣乗数と貨幣流通速度がどうなるかをより詳細に検討すべきであろう。

(図表14) 一段の緩和政策 (非正統的金融政策) 全般への副作用批判と反論, 再反論

副作用	副作用に対する岩田らの反論	左記反論の問題点
国債相場暴落	デフレギャップ大きいものでは名目金利は期待インフレほどには上昇せず税収増など経済に歳出削減と増税に耐える体力がつかから、債務不履行リスクは消滅	先行きに疑心暗鬼になって名目金利が期待インフレほどには上昇しない保証はない (実物市場と乖離) 税収増には遅れ、増税増加しても構造的赤字が殆どであれば (自分は循環部分も大きいとの立場だが) 効果限界的。利払費増
資本の海外逃避	期待実質金利低下→米日の期待実質金利格差拡大→円安 (実質レート)	現実には為替相場は様々な要因の影響を受け、円安期待が強まれば資本逃避もあり得る。一旦失われた通貨への信認の回復は容易ではない
ハイパーインフレ	インフレ目標効果なしとする一方で、ハイパーインフレ懸念を主張するのは矛盾	「初がない」との批判は参照的インフレ目標に対するもの。ハイパーインフレ懸念は厳格タイプに對するもので、量的緩和による膨大なマネタリーベース蓄積、経路の不安定化などから可能性も否定できず
スタグフレーション	スタグフレーション	仮にインフレになってもスタグフレーションの危険性 (佐藤 (2003))
政策手段	政策効果	問題点…上記の副作用との重複カット
インフレ・ターゲット (ソフト (参照値) からハード (強いコミットメントまで幅広い))	<ul style="list-style-type: none"> 期待チャネルを通じ「デフレ予想」払拭 金融政策の透明性向上 ハイパーインフレ転化を予防 目標達成手段の独立性 (「何でもやれ」との両刃の剣的性格も) 	<ul style="list-style-type: none"> 参照値的なものでは期待への働きかけ小。強くコミットメントさせざるを得ない期待への効果が大きくなる可能性はあるが、副作用も大きくなる懸念 透明性は目標だけでなく、経路なども明確化しないと達成できず 不安定な期待に依拠した政策では微妙なコントロールは困難 実現する期待手段・経路が明確でない以上、日銀への「嫌がらせ」に過ぎない (小宮 (2002b))
オペ手段 (効果は資金供給強化以外)	<ul style="list-style-type: none"> 長期金利低下・上昇抑制 民間保有分を大量に買い上げれば事実上償還不要 (誤解)、ポートフォリオ・リバランス効果、インフレ 通貨発行益活用して財政支出すれば所得・マネーサプライ増加 	<ul style="list-style-type: none"> 本来は国債管理政策の問題 現状同様マネーサプライ拡大に結びつかず退職貨幣を増やすだけ (他のオペ手段も資金供給効果に関しては同様)。国債バブル長期化させ、民間金融機関・日銀の金利リスク増大 銀行等が外債を為替スワップ付きで購入すれば貸出増加効果や円安効果期待できず 大量売りオペが必要になった場合の備え不十分。国債売り切り導入には政治的抵抗大 財政節度要失→相場暴落などの副作用懸念大 日銀券還流などマネタリーベースが「正常化」すれば、発行益は余り表現せずに終わる 価格形成を歪める、流動性を欠き機動的売りオペ困難、リスクへの引当必要 (ABCP などと同様の問題)
CP・社債買い切り (注)	<ul style="list-style-type: none"> 企業金融の直接的円滑化 日銀の運用多様化によるリスク分散 	
ETF・REIT (含む現物株など)	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の運用多様化によるリスク分散・資産価格引き上げ 	<ul style="list-style-type: none"> 資産市場規模はオペよりはるかに大きく、資産価格引き上げ効果限定的 (逆に REIT は市場規模小さ過ぎ価格形成を歪める懸念)。人為的価格押し上げは資産バブルとその後の崩壊による振幅拡大 流動性供給目的での購入には日銀法改正必要、リスクへの引当必要 売りオペには政治的抵抗、海外投資家の日本離れ促進の懸念、ETF では企業統治さらに希 円安誘導は財務省管轄、市場規模からみても誘導は容易ではない 対外的配慮、日銀としてはリスクへの引当必要 輸入コスト上昇の転嫁困難
外債定期購入	<ul style="list-style-type: none"> 円安を通じた直接的景気・インフレ効果 日銀の運用多様化によるリスク分散 	
政府紙幣発行による減税・財政支出増	<ul style="list-style-type: none"> 財政赤字にはならず、減税や財政支出を通じた所得・マネーサプライ増加 	<ul style="list-style-type: none"> 国債の日銀引受以上に安易で財政節度喪失。副作用懸念も大。ゼロ金利解除以降は日銀納付金減少 当分の間は増税懸念なくとも、財政全体の赤字による将来の増税懸念は依然大きく、消費などにつながるかは不明
政府保証の確定利付金融商品利子への課税 (注) 資産担保証券の買入れは、規模も小さく、既に開始されたことでもあるので、ここでは外した。	<ul style="list-style-type: none"> リスク資産や実物への投資増大、行き過ぎた現金選好による消費促進 	<ul style="list-style-type: none"> 外貨預金や海外 MMF などへの大量の資本逃避や国内での確定利付類似商品へのシフト 実物投資増加につながるかは疑問

参 照 文 献 (順番は各主因論者, その他, 日銀・政府, 海外論者)

- 伊藤隆敏 (2000) 「日本におけるインフレ目標政策」, 深尾光洋・吉川洋編「ゼロ金利と日本経済」, 日本経済新聞社
- 伊藤隆敏 (2001) 「インフレ・ターゲティング～物価安定数値目標政策」, 日本経済新聞社
- 伊藤隆敏 (2002a) 「物価安定数値目標政策」, 政策構想フォーラム公開討論会2002月3月5基調講演・議事録
- 伊藤隆敏 (2002b) 「日本における物価安定数値目標の可能性」, ファイナンシャル・レビュー8月号
- 伊藤隆敏 (2003a) 「インフレターゲットはなぜ必要なのか」, 週刊金融財政事情2月17日
- 伊藤隆敏 (2003b) 「公的資本注入の「新制度」はどうあるべきか」, 週刊東洋経済8月23日
- 斎藤誠 (2002) 「先を見よ, 今を生きよ 市場と政策の経済学」, 日本評論社
- 斎藤誠 (2003a) 「インフレ目標の経済学的可能性」, 経済セミナー2月号
- 斎藤誠 (2003b) 「お祭り騒ぎの政策論争に終止符を」, 日高正裕編「論争・デフレを超える」, 中央公論新社
- 斎藤誠 (2003c) 「インフレ目標を考える」, 日本経済センター会報5月号
- 斎藤誠 (2003d) 「貨幣発行益, 有効活用を」, 日本経済新聞経済教室6月11日
- 岩田規久男 (2001) 「デフレの経済学」, 東洋経済新報社
- 岩田規久男 (2002a) 「予想形成に働きかける金融政策を」, 小宮隆太郎・日本経済センター編「金融政策の争点」, 日本経済新聞社
- 岩田規久男 (2002b) 「金融・産業再生 市場主導で」, 日本経済新聞経済教室11月14日
- 岩田規久男 (2003) 「脱デフレ, 赤字国債購入も」, 日本経済新聞経済教室6月11日
- 竹森俊平 (2002) 「経済論戦は蘇る」, 東洋経済新報社
- 竹森俊平 (2003a) 「経済論争 迷走の理由」, 朝日新聞2月26日
- 竹森俊平 (2003b) 「放置できぬデフレ, 「何もしない危険」回避を」, 日本経済新聞経済教室3月18日
- 深尾光洋 (2000) 「ゼロ金利下の金融政策の有効性」, 深尾光洋・吉川洋編「ゼロ金利と日本経済」, 日本経済新聞社
- 深尾光洋 (2002a) 「もはや銀行は救えない」, 文芸春秋4月号
- 深尾光洋 (2002b) 「デフレ, 不良債権と金融政策」, 小宮隆太郎・日本経済センター編「金融政策の争点」, 日本経済新聞社
- 深尾光洋 (2003a) 「徹底検証! インフレターゲット」, 週刊金融財政事情2月17日
- 深尾光洋 (2003b) 「デフレ対策 新たな発想で」, 日本経済新聞経済教室3月14日
- 原田泰・松岡幹裕 (2001) 「デフレ対策としての金融政策の有効性」, 経済セミナー12月号
- 原田泰 (2002a) 「日本経済は90年代以降, なぜ停滞しているのか」, 原田泰・岩田規久男編「デフレ不況の実証分析」, 東洋経済新報社
- 原田泰 (2002b) 「銀行と資本市場の優位性」, 日本金融学会秋季大会報告
- 原田泰 (2003a) 「日本の大停滞が終わる日」, 日本評論社
- 原田泰 (2003b) 「奇妙な経済学を語る人びと」, 日本経済新聞社

- 杉原茂・太田智之 (2002) 「資産価格の下落と企業のバランスシート調整」, 原田泰・岩田規久男編「デフレ不況の実証分析」, 東洋経済新報社
- 堀雅博 (2003) 「財政運営における「失われた10年」へのコメント」, 原田泰・岩田規久男編「デフレ不況の実証分析」, 東洋経済新報社
- 野口旭・田中秀臣 (2001) 「構造改革論の誤解」, 東洋経済新報社
- 野口旭 (2002) 「構造問題説の批判的解明」, 原田泰・岩田規久男編「デフレ不況の実証分析」, 東洋経済新報社
- 野口旭・岡田靖 (2003) 「金融政策の機能停止はなぜ生じたのか」, 岩田規久男・宮川努編「失われた10年の真因は何か」, 東洋経済新報社
- 中里透 (2003) 「財政運営における「失われた10年」」, 岩田規久男・宮川努編「失われた10年の真因は何か」, 東洋経済新報社
- 浜田宏一 (2001) 「安全網整え不良債権処理」, 日本経済新聞経済教室 5月29日
- 浜田宏一 (2002) 「デフレ下で「大手術」はすべきでない」, 中央公論 2月号
- 浜田宏一 (2003) 「インフレ目標を問う (上) 量的緩和の実効引き出す」, 日本経済新聞経済教室 1月21日
- 伊藤元重 (2003a) 「インフレ目標 現実的選択」, 日本経済新聞経済教室 1月15日
- 伊藤元重 (2003b) 「流動性の罫とインフレ目標」, 日本経済新聞経済教室 3月3日
- 伊藤元重 (2003c) 「「りそな」の裏の過剰債務」, 日本経済新聞経済教室 6月2日
- 高橋洋一 (2002) 「お粗末なインフレ目標巡る論議」, 日本経済ビジネス 7月29日
- 高橋洋一 (2003) 「特集 徹底検証! インフレターゲット」, 週刊金融財政事情 2月17日
- 渡辺努 (2002) 「脱デフレ 政府・日銀も「痛め」」, 日本経済新聞経済教室12月4日
- 岩村充・渡辺努 (2002) 「ゼロ金利制約下の物価調整」, ファイナンシャル・レビュー 8月号
- 岩村充・渡辺努 (2003) 「インフレ目標論に潜む落とし穴」, 論座 4月号
- 野口悠紀雄 (2002) 「日本経済 企業からの革命」, 日本経済新聞社
- 野口悠紀雄 (2003a) 「マネーの問題ではない, 企業改革こそ必要」, 週刊エコノミスト 2月25日
- 野口悠紀雄 (2003b) 「デフレと共存する仕組みを作ろう」, 週刊エコノミスト 5月6日
- 八代尚宏 (2002) 「いま求められる構造改革とは何か」, 経済セミナー 9月号
- 堀内昭義 (2001) 「日本の不良債権問題—いかに対処すべきか」, ESRIフォーラム 7月17日
基調講演資料・議事録
- 堀内昭義 (2002) 「産業再生機構の課題 リスク判断の情報力カギ」, 日本経済新聞経済教室12月10日
- 堀内昭義 (2003) 「融資取引関係と銀行危機」, 金融 7月号
- 小宮隆太郎 (2002a), 「日銀批判, 見当違い多い」, 日本経済新聞経済教室 3月11日
- 小宮隆太郎 (2002b), 「日銀批判の論点の検討」, 小宮隆太郎・日本経済センター編「金融政策の争点」, 日本経済新聞社
- 香西泰 (2002a) 「日本経済停滞の原因と対策」, 日本経済センター講演 4月2日
- 香西泰 (2002b) 「討論: 日本銀行の金融政策をどう評価するか」, 小宮隆太郎・日本経済センター編「金融政策の争点」, 日本経済新聞社
- 香西泰 (2003a) 「日本経済再生の課題 金融機関の体力強化が重要」, 日本経済センター

会報 2月15日号

- 香西泰 (2003b) 「異常低金利がマネーを凍結させている」, エコノミスト 5月13日号
- 池尾和人 (2002a) 「公的資金の「意味のある使い方」とは何か」, 中央公論 6月号
- 池尾和人 (2002b) 「銀行改革の進め方」, 日本経済新聞経済教室 8月28日
- 池尾和人 (2003a) 「銀行はなぜ変わらないのか」, 中央公論新社
- 池尾和人 (2003b) 「企業再生のための制度資本形成を」, 日本経済センター会報 9月号
- 榊原英資 (2002) 「日本が構造的デフレを乗り切るために: 政府紙幣の発行で過剰債務を一掃せよ」, 中央公論 7月号
- 榊原英資 (2003) 「経済失政・エコノミストたちの大罪」, 中央公論 1月号
- 榊原英資 (2003) 「「平成徳政令」150兆円を実施」, 文芸春秋 8月号
- 加藤寛 (2002) 「デフレ脱却に地域通貨, 減価で消費を刺激」, 日本経済新聞経済教室 4月9日
- 加藤寛 (2002) 「竹中式経済再生策は95%失敗する」, 週刊東洋経済 11月9日
- 加藤寛 (2003) 「イラク戦後の新資本主義パラダイムを探る」, 週刊エコノミスト 6月3日
- 小林慶一郎 (2001a) 「日本経済の罫」, 日本経済新聞社
- 小林慶一郎 (2001b) 「デッド・ディスオーガニゼーション」, 深尾光洋・寺沢達也・小林慶一郎編著「バランスシート再建の経済学」, 東洋経済新報社
- 小林慶一郎 (2002a) 「債務問題処理への試論」, 経済セミナー 1月号
- 小林慶一郎 (2002b) 「銀行保有株買取, 中央銀行主導は次善の策」, 日本経済新聞経済教室 9月25日
- 小林慶一郎 (2003a) 「脱デフレ, 銀行健全化で」, 日本経済新聞経済教室 1月28日
- 小林慶一郎 (2004) 「「不良債権とデフレ」15年戦争」, 文芸春秋 1月号
- 木村剛 (2001) 「迷走「30社問題」私の真意」, 文芸春秋 12月号
- 木村剛 (2002) 「銀行が貸出できない本当の理由」, 金融ビジネス 6月号
- 木村剛 (2003) 「真っ当な銀行家はどこにいる」, 文芸春秋 1月号
- 土志田征一 (2002a) 「構造改革は基本理念の統一を」, 日本経済センター会報 2月15日号
- 土志田征一 (2002b) 「経済再生, 危機回避優先で」, 日本経済新聞経済教室 10月9日
- 土志田征一 (2003) 「さらば 幻想の経済政策」, 週刊東洋経済 2月22日
- 斎藤精一郎 (2002) 「不良債権と景気の関係直視せよ」, 週刊ダイヤモンド 4月6日
- 斎藤精一郎 (2003) 「今が「戒厳令」である理由」, 週刊エコノミスト 1月14日
- 小野善康 (2001) 「誤解だらけの構造改革」, 日本経済新聞社
- 小野善康 (2002) 「縮小型改革, デフレ加速, 節約よりカネ活用」, 日本経済新聞経済教室 4月26日
- 小野善康 (2003) 「需要創出で円安を図れ」, 日本経済新聞経済教室 7月11日
- 松原隆一郎 (2001) 「消費不況の謎を解く」, ダイヤモンド社
- 松原隆一郎・東谷暁・宮崎哲弥 (2002) 「エコノミスト政策提言地図」, 諸君 5月号
- 植草一秀 (2001) 「現代日本経済政策論」, 岩波書店
- 植草一秀 (2002) 「日本経済再生の方策」, 郵政経営研究所講演録 6月6日
- リチャード・クー (2001) 「日本経済 生か死かの選択」, 徳間書店
- リチャード・クー (2002) 「今こそ財政出動を」, 週刊東洋経済 3月19日

- リチャード・クー (2003) 「バランスシート不況を解く 需要不足, 政府が補う必要」,
日本経済新聞経済教室 9月25日
- 八田達夫 (2003) 「今こそ財政拡大が景気回復に結びつく」, エコノミスト 4月1日
- 篠原三代平 (2002) 「日本経済に必要なのは不良債権処理より限時的リフレ政策」, エコ
ノミスト 1月8日
- 篠原三代平 (2002) 「再び警告する 不良債権処理の前にデフレ脱出策を断行せよ」, エ
コノミスト 10月22日
- 石田護 (2003) 「量的緩和総括し, 金融政策の再定義を」, 金融財政 3月31日
- 日本経済研究センター (2001) 鶴田零ほか, 「不良債権処理に伴う離職者の試算」, JCER
REVIEW
- 加藤出 (2001) 「日銀は死んだのか?」, 日本経済新聞社
- 加藤出 (2003) 「量的緩和解除の政策変更は当面先」, 週刊金融財政事情 9月22日
- 佐藤隆三 (2003) 「デフレが蝕む: 需要不足解消, 政府支出で」, 日本経済新聞経済教室
5月2日
- 宮尾龍蔵 (2003) 「検証・福井日銀 金融緩和策のマクロ経済効果」, 週刊エコノミスト
10月14日
- 藤井良広 (2003) 「量的緩和策の出口はどこ?」, 日本経済新聞 10月12日
- 岩崎敬介 (2001) 「量的緩和をめぐる「誤解」と「副作用」」, 金融財政 6月7日
- 植田和男 (2003) 「資産デフレが問題の本質」, 日本経済新聞経済教室 3月17日
- 翁邦雄 (2001), 「実験的な金融政策には政府の補完的対応が不可欠」, 週刊金融財政事情
3月26日
- 日銀 (2001) 前田栄治ほか 「わが国の「経済構造調整」についての一考察」, 日銀調査月
報 7月号
- 日銀 (2002a) 翁邦雄・白塚重典, 「資産価格バブル, 物価の安定と金融政策」, 日銀金融
研究 3月号
- 日銀 (2002b) 小田信之, 「量的緩和下での短期金融市場と金融政策」, 日銀金融研究所デ
ィスカッション・ペーパー
- 日銀 (2002c) 永幡崇・関根敏隆, 「設備投資, 金融政策, 資産価格—個別企業データを用
いた実証分析—」, 日銀調査統計局ワーキングペーパー
- 日銀 (2002d) 木村武, 「物価の変動メカニズムに関する2つの見方—Monetary View と
Fiscal View—」, 日銀調査月報 7月号
- 日銀 (2002e) 木村武・他, 「ゼロ金利制約の下でマネタリーベースの増加が日本経済に
もたらした効果: 実証分析」, 日銀調査月報 12月号
- 日銀 (2002f) 企画室, 「金融政策運営に果たすマネーサプライの役割」, 12月24日
- 日銀 (2003a) 「貸出の経済価値の把握とその意義—金融機関・企業のビジネスモデル
の改革に向けて」
- 日銀 (2003b) 古賀麻衣子, 「GDPデフレーターの下落率はなぜ大きいのか?」, 経済点描
6月号
- 日銀 (2003c) 「近年の設備投資動向と本格回復への課題」, 日銀調査月報 7月号
- デフレ問題スタディ・グループ (2002) 「デフレ問題の論点整理」, 内閣府ホームページ
- 内閣 (2001) 「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」

- 内閣 (2004) 「構造改革と経済財政の中期展望 - 2003年度改定」
- 内閣府, 経済財政白書2001, 2002, 2003
- 内閣府 (2001) バランスシート調整の影響等に関する検討プロジェクト, 「不良債権の処理とその影響について」, 景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー
- 内閣府 (2002) 大村敬一・他, 「倒産企業の財務特性と金融機関の貸出行動」, 景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー
- 内閣府 (2003) 加藤裕己・他, 「不良債権の処理とその倒産・雇用への影響について」, 景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー
- ポール・クルーグマン (2002) 「恐慌の罫～なぜ政策を間違えつづけるのか」, 中央公論新社
- PAUL KRUGMAN (1998) "IT'S BAAACK! JAPAN'S SLUMP AND THE RETURN OF THE LIQUIDITY TRAP", PAUL KRUGMAN'S HOME PAGE
- FRB (2002) Alan Ahearne, Joseph Gagnon, etc, Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s, FRB国際金融ディスカッション・ペーパー 翻訳: エコノミスト2002月8月20日
- Ben S. Bernanke (2003), A Perspective on Inflation Targeting, speech in NBAER, March 25