

# 日本におけるバブル崩壊後の調整に 対する政策対応 中間報告

しらかしげのり たぐちひろお もりなるき  
白塚重典 / 田口博雄 / 森 成城

## 要 旨

本稿は、バブル崩壊後の調整に対する金融政策・プルーデンス政策面での対応に関する中間報告である。バブル崩壊後の調整過程においては、期待成長率の急激な下方修正、企業等におけるバランス・シート調整や銀行の不良債権問題を背景とする金融仲介機能低下等がバブル崩壊のショックを増幅し、調整期間を長期化させた。金融政策について、マーシャルの $k$ 、テイラー・ルール、株式イールド・スプレッド、実質短期金利の4つの基準を用いると、緩和方向への転換は総じて速やかであったものの、当初の緩和の大きさは、通常のス톡ク・サイクルに見合ったものであり、後知恵で見れば、バブル崩壊の影響を十分予見したものではなかったとの評価も可能である。もっとも、仮に、より早めにドラスティックな金融緩和が行われたとしても、金融仲介システムの機能低下を勘案すると、抜本的な不良債権問題の処理を行わないまま、金融緩和策だけで対応することには限界があったことは否定し難い。プルーデンス政策面では、システムック・リスクを回避し得た一方、破綻処理法制や包括的なセーフティ・ネット整備の遅れから処理に長い時間を要し、不良債権問題はマクロ経済に対する強い足かせとなった。こうした1990年代の経験を踏まえると、日本銀行がマクロ的ショックの影響とその波及メカニズムについての認識を迅速かつ的確に行い、その調整コストをできる限り小さくしていくことが重要である。また、日本銀行が構造的な問題へ積極的に働きかけ、その政策手段の有効性を高めていく必要性も強調される。

キーワード：金融政策、プルーデンス政策、バブル崩壊、不良債権、  
クレジット・チャンネル、金融破綻処理、構造問題

本稿は、日本銀行金融研究所が開催した第9回国際コンファランス「低インフレ下での金融政策の役割」(平成12年7月3、4日)への提出論文である。本稿は、また、金融研究所が開催したワークショップ(平成12年1月25日)へ提出された内田真人・白塚重典・森成城による草稿を抜本的に改訂したものである。ワークショップ当日の討論者であった吉川洋(東京大学)・小川一夫(大阪大学)の両先生、ワークショップ出席の諸先生方、国際コンファランスにおける討論者であったチャールズ・コリンズ(国際通貨基金)、ゲオルグ・リッヒ(スイス国民銀行)の両氏、国際コンファランス参加者ならびに初稿の共著者であった内田真人(日本銀行)から有益なコメントを頂いた。作成に当たっては代田豊一郎(日本銀行)から支援を得た。なお、本稿に示された意見はすべて筆者達個人に属し、日本銀行ならびに金融研究所の公式見解を示すものではない。

白塚重典 日本銀行金融研究所研究第1課調査役 (E-mail: shigenori.shiratsuka@boj.or.jp)  
田口博雄 日本銀行金融研究所参事役 (E-mail: hiroo.taguchi@boj.or.jp)  
森 成城 日本銀行金融研究所研究第1課副調査役 (E-mail: naruki.mori@boj.or.jp)

## 1. はじめに

1990年代は、日本経済にとって「失われた10年」としばしば呼ばれる。すなわち、日本の経済成長率（実質GDPベース）は1980年代の3.8%から1990年代には1.6%となり、特に1992～99年の8年間にはわずかに平均1%に大きく落ち込むなど厳しい景気低迷を経験した。1%という水準は、同期間における米国の平均成長率3%と比較してかなり低い水準となっている（図1）。また、1990年代の実質GDP成長率をみると、日本はG7諸国の中で2番目に低く、1980年代と比較した低下幅は最も大きかった（表1）。

1999年末現在でも、わが国の景気は下げ止まりから持ち直しに転じているものの、民間需要の自律的な回復のはっきりした動きは依然みられていない。この間、一時的な景気持ち直しがあったとはいえ、総じてみれば低迷が10年近い長期に亘っている点は第2次大戦後では例をみない現象である。

この期間には、デフレ回避に向けて大規模な金融・財政政策が発動された。すなわち、金融政策面では、短期金利がほぼゼロにまで低下した（図2）。また、財政政策面でも、相次ぐ経済対策の発動により財政赤字は主要先進国の中で最大となった（図3）。こうした大規模な金融・財政政策の発動にもかかわらず、日本経済が10年近い長期に亘って低迷しているのは、通常の景気循環では説明できないデフレ要因の存在を意味するものと考えられる。

本稿の目的は、こうした1990年代における日本経済の景気低迷の原因を分析し、この間の金融政策・ブルーデンス政策による対応の問題点を考察することである<sup>1</sup>。また、分析の対象とする期間は、主として平成景気のピークとされている1991年2月から1999年末までである<sup>2</sup>。

1 Cargill, Hutchison, and Ito [1997] は、銀行監督当局が1991年以降における資産価格バブル崩壊に対してとった政策スタンスについて、「実体経済および不動産価格が速やかに回復するとの期待に従って、銀行が不良債権に対して債権特別勘定への引当てや償却などの処理を行うことなく手付かずとすることを認める」と表現して、「猶予政策（forbearance policy）」と呼んだ。Cargill *et al.* [1997] に限らず、この時期のブルーデンス政策を猶予政策とする例は多い。実際、バブル崩壊初期においては早期回復シナリオに基づいた時間稼ぎというスタンスがとられた可能性は否定できないものの、1990年代における金融システム問題への対応に対する全般的な評価として、これを問題先送りの側面のみから捉えることは必ずしも正確とはいえないであろう。すなわち、現実には当時の預金保険等のセーフティ・ネットが十分に整備されていなかった状況の下で、セーフティ・ネットの整備と不良債権処理を同時併行的に行っていく過程で、ある程度の時間稼ぎの政策（例えば、金融機関の期間収益の範囲内での不良債権処理など）が必要であったものと思われる。

2 経済企画庁の景気基準日付によると、1986年11月から始まった拡大局面は1991年2月をピークとして後退局面に転じた。この後退局面は1993年10月に谷を記録するまでの32カ月間続いた後、拡大に転じ、1997年3月（暫定）にピークを迎えるまで拡大局面が続いた。

図1 実質GDP成長率の日米比較

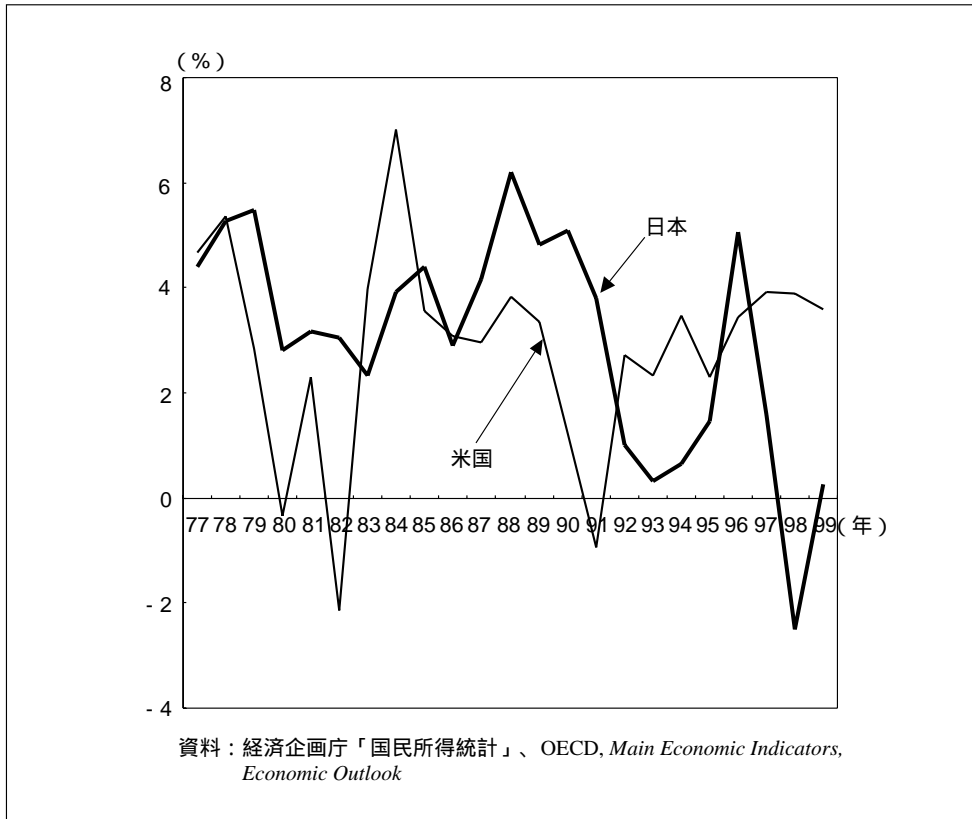


表1 G7諸国の実質GDP成長率

単位：年率平均、%

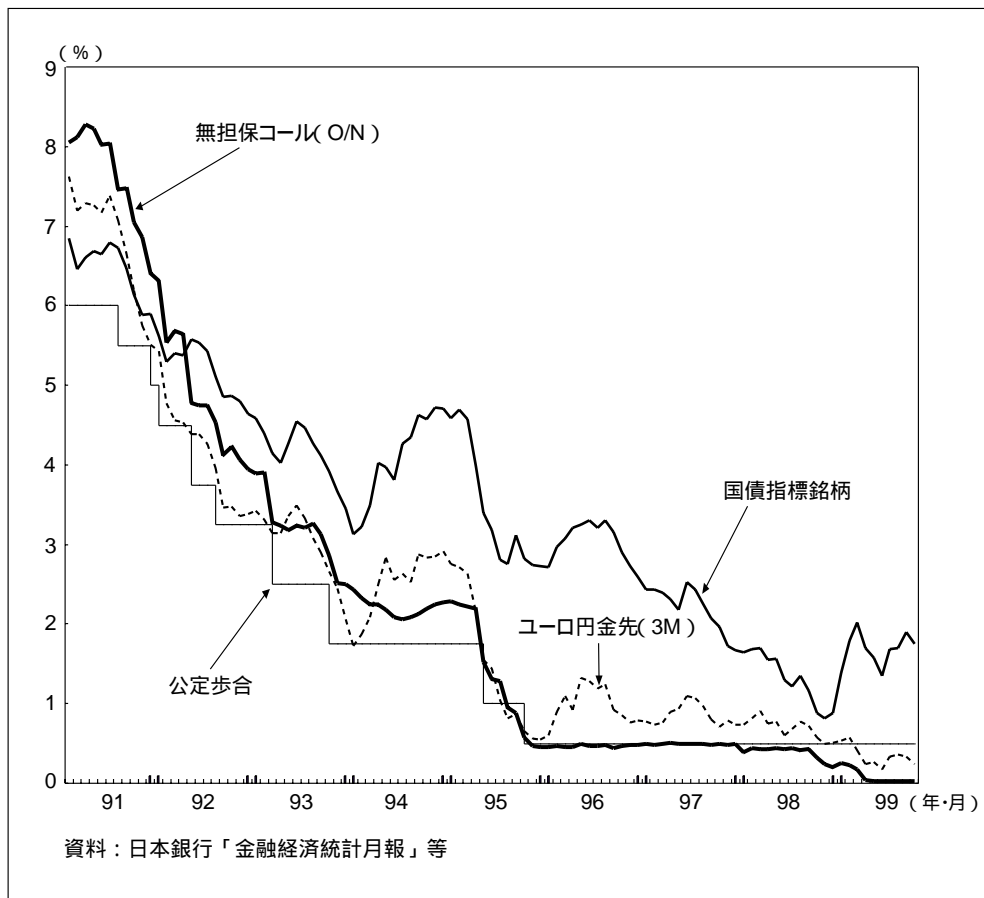
	1970年代	1980年代	1990年代
日本	5.2	3.8	1.6
米国	3.2	2.7	2.6
ドイツ	3.2	1.8	1.6
フランス	3.7	2.3	1.7
英国	2.4	2.4	1.8
イタリア	3.7	2.4	1.3
カナダ	4.4	2.9	2.0

備考：1. 1990年代の年率平均は、日本を除きOECDによる1999年の予測値をもとに算出。日本の1999年の数値は経済企画庁の推計値（QE）を使用。

2. ドイツについては、1970年代および1980年代は西ドイツ、1990年代は1992年以降の統一ドイツを対象に算出。

資料：経済企画庁「国民所得統計」、OECD, *Main Economic Indicators, National Accounts, Economic Outlook*

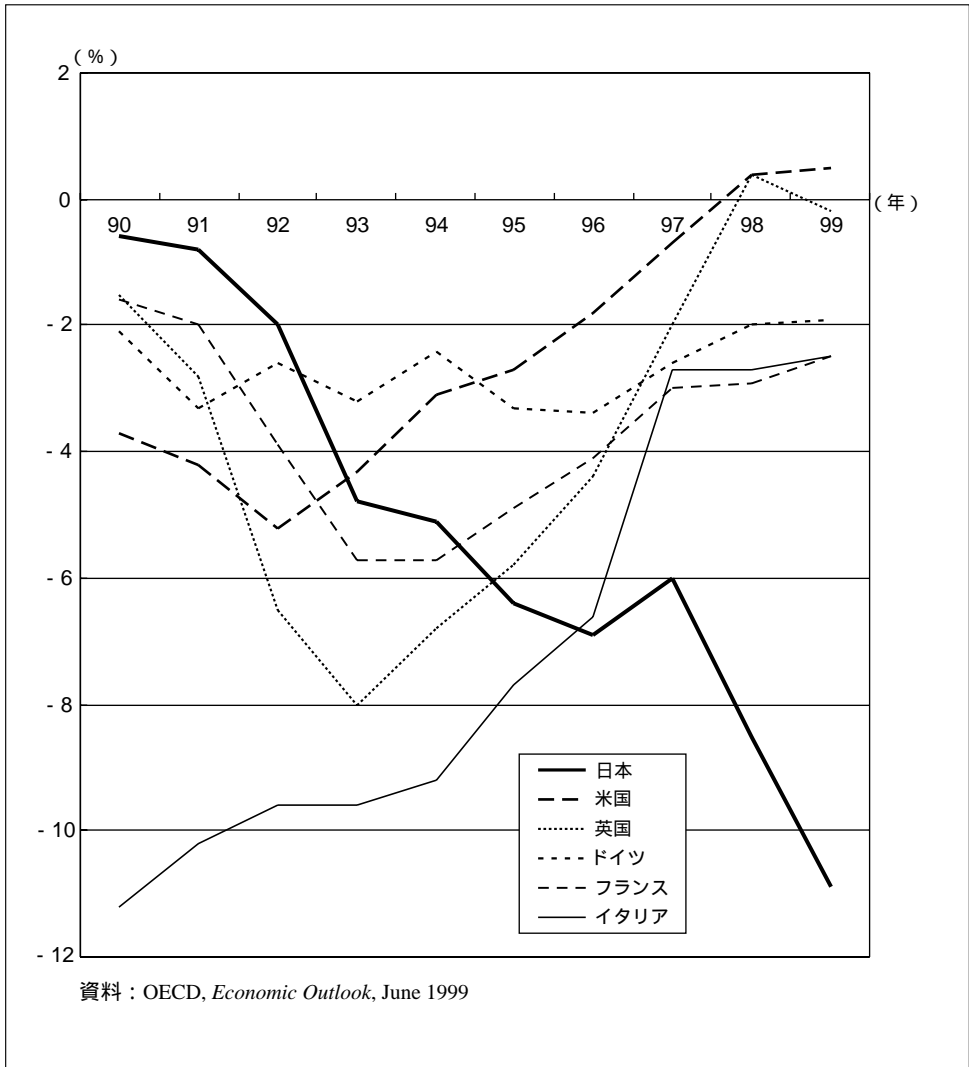
図2 市場金利の推移



むろん、1990年代に景気が長期に亘って低迷した背景には、情報通信技術革新やグローバルな競争環境の変化といった、社会・経済全体を取り巻く大きな環境の変化に対して、わが国の企業・家計のみならず、政府や社会・経済全体の枠組みが十分に順応できなかった、との事情が大きいとの見方もあり得る<sup>3</sup>。特に、金融機関経営の問題については、金融自由化の流れの中であって、銀行が伝統的な業務分野に依存してきた結果であり、バブルの発生・拡大期によって、こうした問題の表面化が一時的に先送りされたにすぎないと指摘する向きも多い。ただ、本質的な要因が何であったかという問題について明確な結論を導くためには、バブル崩壊後の調整終了後の日本経済の姿を見極める必要があり、残念ながら、現段階では時期尚早であるといわざるを得ない。

3 例えば、野口 [1999] は、日本経済が直面している構造的な問題として、アジア経済の発展、ネットワーク技術の進展、人口構成の高齢化を挙げ、「現在の日本経済が直面している問題の基本は、循環的なものというよりは、構造的なものである」と指摘している。

図3 財政赤字（対名目GDP比）の国際比較



もっとも、バブルの発生・拡大と崩壊は、1990年代の景気低迷の本質的な要因が何かという議論のいかんにかかわらず、この間の経済変動を規定した重要な要因であったことは否定できない。そこで、本稿では、あくまでもバブル崩壊を切り口として、1990年代における日本経済の低迷とその間の政策対応について考察する。ただし、バブル崩壊後の調整が完全には終了していない現時点では、バブル崩壊後の調整に対する金融政策・プルーデンス政策両面からの政策対応に関する評価は、タイトルにも示したとおり、「中間報告」以上のものをなし得る段階にはない点に留意する必要がある。

なお、その際、政策対応に対する評価を行うに当たっては、政策判断はその時点で利用可能な情報に基づいて行われていること、政策成果として何が達成され、そのためにはどのようなコストを要したのかについて検討し、成果とコストを比較考量すること、といった観点を重視していることを予め強調しておきたい。

## 2. 1990年代における経済動向の整理

本章は1990年代の経済動向のクロノジカルなレビューである。1990年代全体の長期に亘る景気低迷の特徴点をまとめると、資産価格の大幅な下落、長期に亘る実質経済成長の停滞、マネーサプライの伸び率低下（特に、1992年半ばには、統計作成以来初めて前年比マイナスを記録）、企業等の資産劣化と金融機関の不良債権問題の発生、の4点といえよう。

以下では、1991年以降の日本経済を、ストック調整に伴う設備投資の減少等を中心に景気後退がみられた1991～93年、バランス・シート調整やグローバルな競争圧力の高まり等の影響を受けながらも記録的な財政出動と金融緩和の下で小康状態がみられた1994～96年、財政再建路線の下で銀行の不良債権問題の拡大を背景とする金融システム不安や東アジア経済危機等の影響が加わったことにより不況に陥った1997～99年末まで、の3つの期間に分けてレビューする。

### (1) 1991～93年にかけての景気後退局面

1991～93年は、典型的な調整局面であった。この局面は、平成景気の反動もあって32カ月と戦後2番目の長さとなった。また、耐久消費財、住宅、資本財のストック調整がほぼ同時期に起こったことが特徴で、これに伴う最終需要の減少を背景に在庫調整に入った。また、資産価格バブル崩壊やストック・在庫調整を背景に、資産取引需要や設備・運転資金の需要が減少したことから、マネーサプライ(M2+CD)の伸び率が急激に低下したことも特徴であった。

#### イ．資産価格バブル崩壊を背景とするストック調整

1990年以降の景気の動きをみると、公定歩合が1990年8月にピークの6%に引き上げられるなど金融引締め進展やバブルの崩壊等を背景として、金利感応度の比較的高い住宅投資や中小企業設備投資をはじめとする最終需要が1991年春頃を境に徐々に減速し、1992年頃から本格的な在庫調整過程に入った(図4)。また、本景気後退局面では、耐久消費財、住宅、資本財のストック調整がほぼ同時に生じている(図5)。

図4 在庫循環（鉱工業）

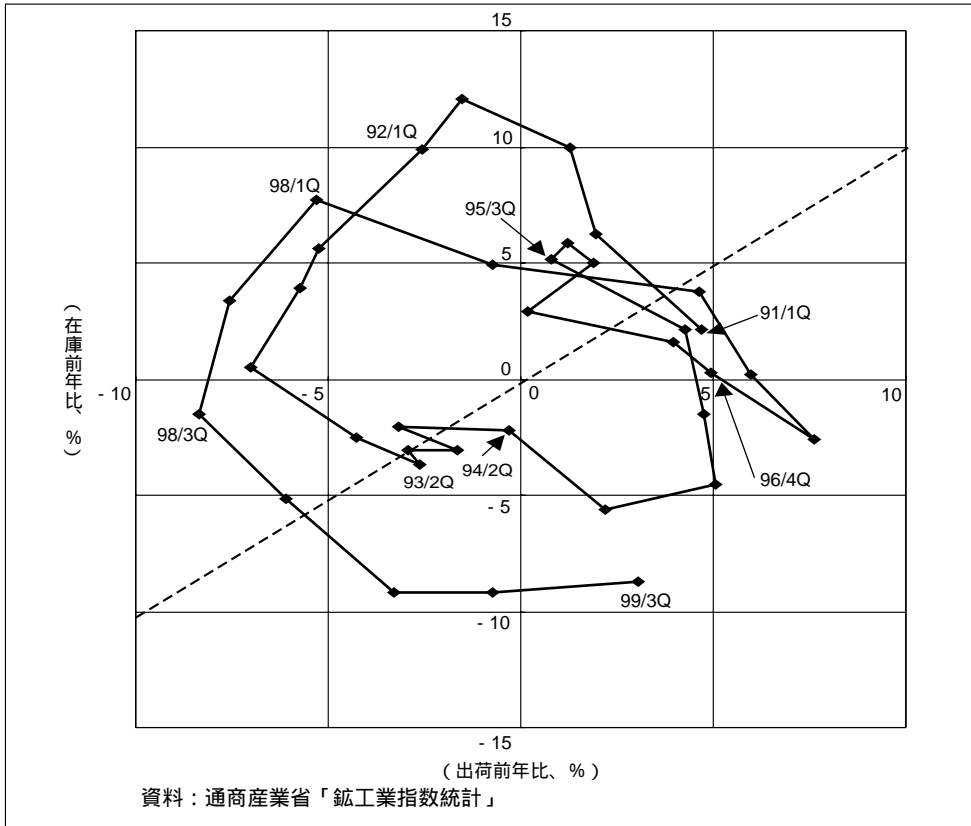
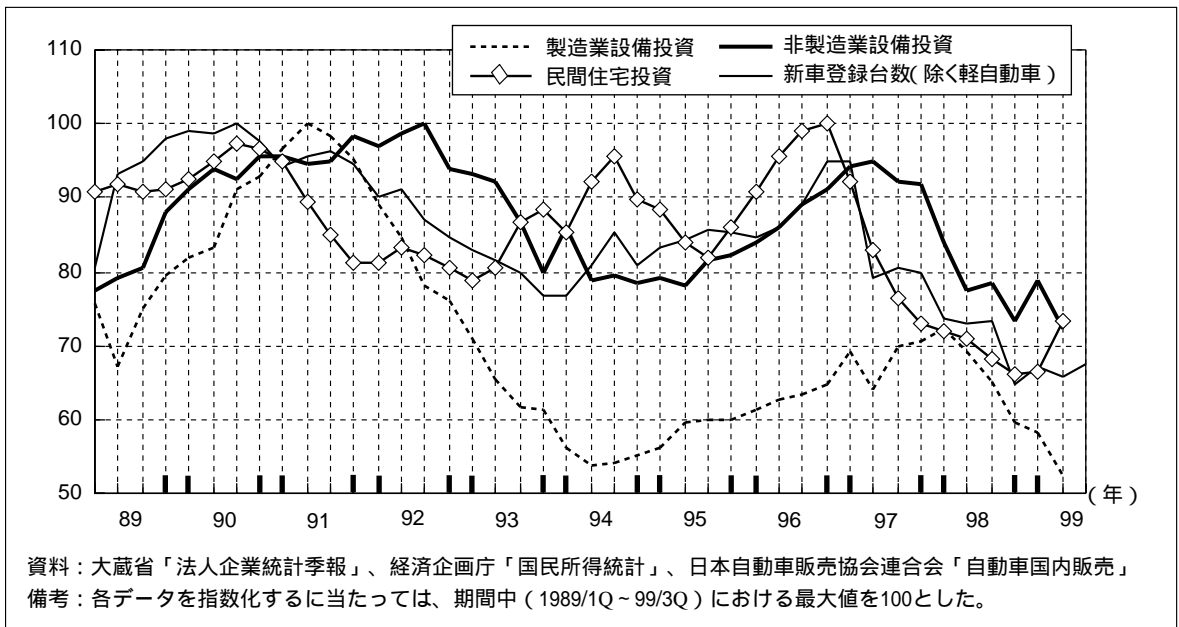


図5 投資的民間需要（実質ベース）の動向



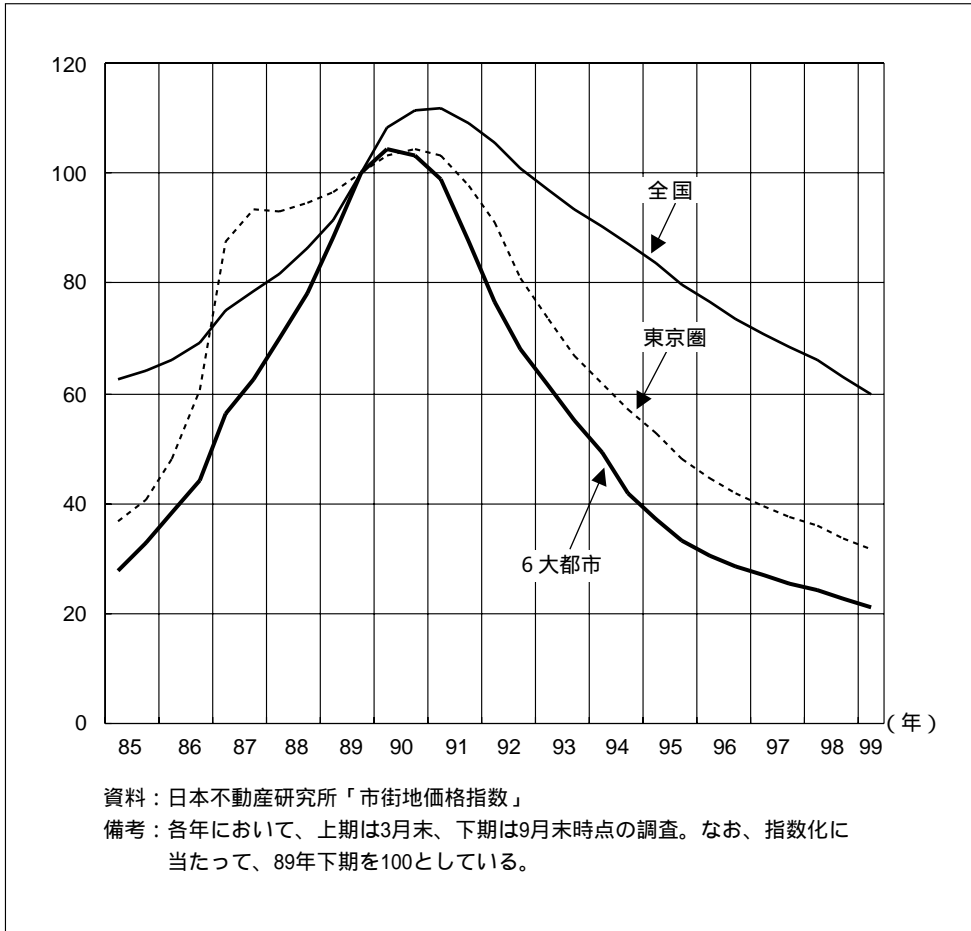
また、この時期における特徴的な動きとしては、資産価格の下落とマネーサプライ(M2+CD)伸び率の急激な低下が挙げられる。資産価格動向については、株価(日経平均株価、図6)が1992年8月に14,309円をつけてピーク(1989年12月末、38,915円)比6割強の下落となったほか、地価(6大都市・商業地、図7)は1990年3月をピークに下落基調を持続した。この間、マネーサプライ(M2+CD)の前年比は、これら資産価格下落やストック・在庫調整を背景に、資産取引需要や設備・運転資金の需要が減少したことから、1992年9月に統計作成開始(1968年)以来初のマイナスを記録した(図8)。もっとも、その後1993年終わりにかけて、財政支出拡大に伴う公共部門への信用供与が増加したことなどから、マネーサプライ(M2+CD)伸び率は1%台後半に戻した。

図6 日経平均株価(月末値)の推移





図7 市街地価格指数（商業地）の推移



ロ．金融緩和への転換と財政支出拡大

景気後退の動きを受けて、日本銀行は1991年夏から1992年夏にかけて5回の金融緩和（合計2.75%の利下げ その後1993年2月にも利下げ）を実施した（前掲図2）。また、財政政策も、1992～93年中に政府経済対策が合計3回実施された（事業規模総額29.9兆円）。

こうした中、住宅投資は1993年初から立ち直りをみせたが、設備投資には回復の動きがほとんどみられなかった（前掲図5）。この点については、後述のとおり、期待成長率にかかるユーフォリアの反動によって資本ストック調整が深化したことに加え、企業等でのバランス・シート調整が桎梏となっていたと考えられる。このバランス・シート調整の影響は、従来、金利低下に対する感応度が高く、金融緩和局面において設備投資の回復が先行してみられた中小非製造業において顕著であった。実際、GDP成長率への寄与度という観点からは、成長率低下のほとんどを設備投資の低迷により説明できる（表2）。

図8 マネーサプライの推移

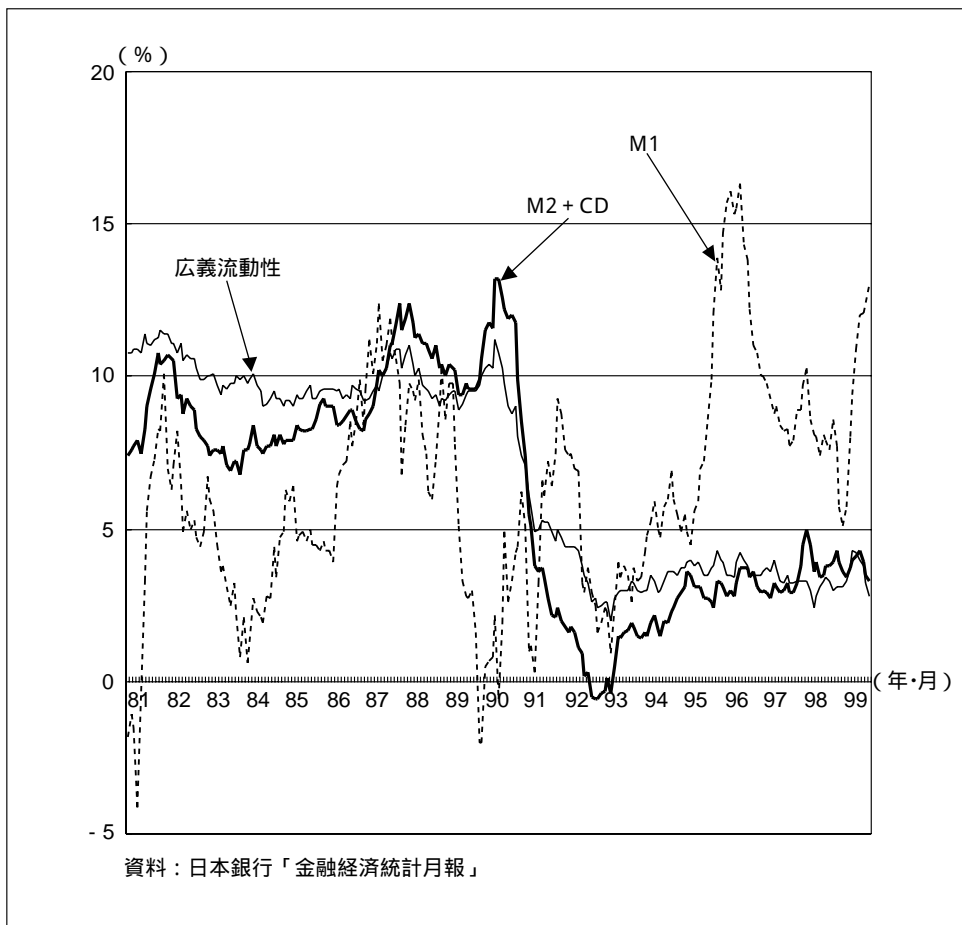


表2 実質GDP需要項目別寄与度

暦年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	
GDP(前年比、%)	5.1	3.8	1.0	0.3	0.6	1.5	5.0	1.6	-2.5	0.3	
寄与度(%)	民間消費	2.6	1.5	1.2	0.7	1.1	1.2	1.7	0.3	-0.3	0.7
	民間住宅投資	0.3	-0.5	-0.3	0.1	0.4	-0.3	0.7	-0.9	-0.6	0.1
	民間設備投資	2.0	1.2	-1.1	-1.9	-0.9	0.8	1.8	1.5	-1.4	-1.0
	民間在庫投資	-0.2	0.3	-0.5	-0.1	-0.3	0.2	0.4	0.1	-0.6	0.1
	政府消費支出	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
	公的資本形成	0.3	0.3	1.0	1.2	0.2	0.1	0.8	-0.9	-0.2	0.6
	純輸出	0.0	0.9	0.6	0.2	-0.3	-0.8	-0.5	1.4	0.5	-0.3
	輸出	0.7	0.6	0.5	0.2	0.5	0.6	0.8	1.4	-0.3	0.3
	輸入(-)	-0.8	0.3	0.1	0.0	-0.8	-1.4	-1.3	-0.1	0.9	-0.6

資料：経済企画庁「国民所得統計」

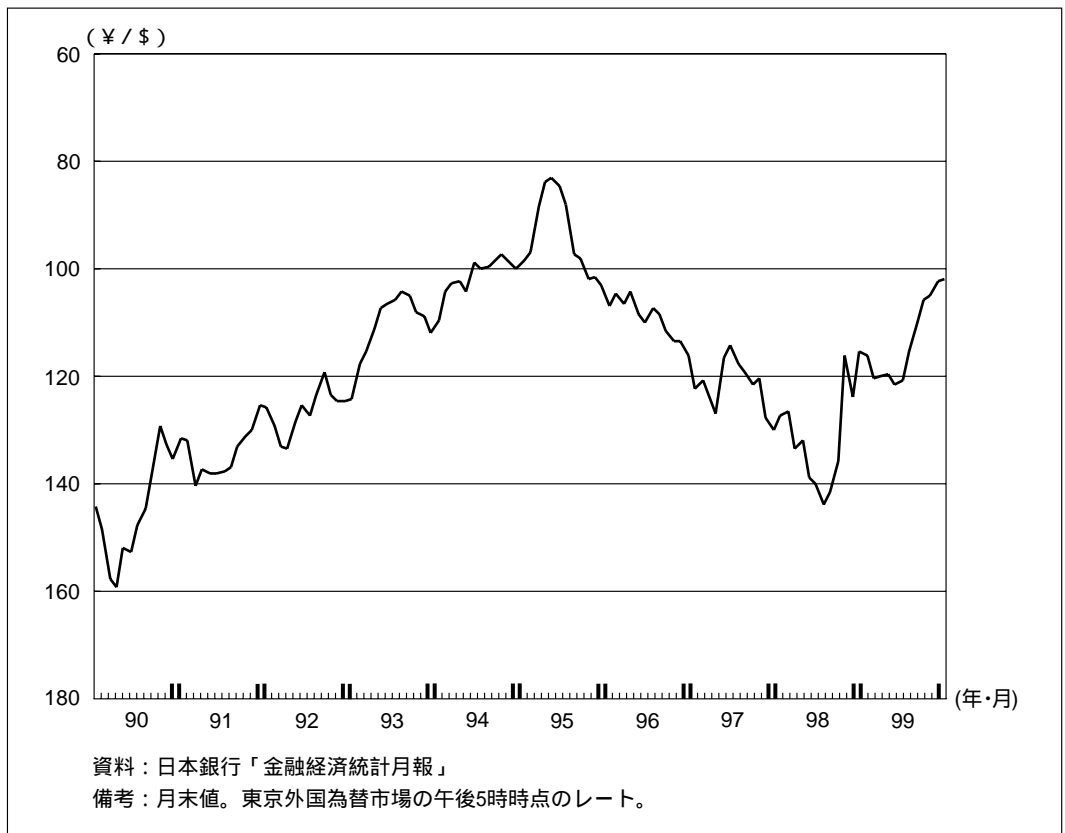
## (2) 1994～96年の回復局面

1994～96年には、ストック調整や在庫調整が概ね終了したことから景気回復局面に入った。ただ、地価下落が続く中、企業等におけるバランス・シート調整の深化に伴って銀行の不良債権問題が表面化し、自己資本毀損をもたらした。なお、バブル期に銀行や系統金融機関等からの借入で資金を調達し、当時不動産投資等を拡大した中小企業等への貸付を行った住宅金融専門会社（以下、住専）や一部の銀行系列ノンバンク等の破綻処理が行われた。

## イ．円高の進行やグローバル競争圧力等を背景とする景気腰折れ懸念

1994年には、累次の財政支出拡大・金融緩和の効果を背景として、極めて緩やかながら回復の動きがみえはじめた（景気基準日付では1993年10月に底打ち）。ストック調整の影響も和らぎはじめ、住宅投資は引き続き拡大したほか、在庫調整も概ね終了した（前掲図5、図4）。もっとも、地価の下落が続く、企業等のバランス・シート調整が本格化したことに加え、円高の進展に伴って製造業を中心としてグローバルな視点に基づく生産拠点の見直しが行われたことなどから、国内設備投

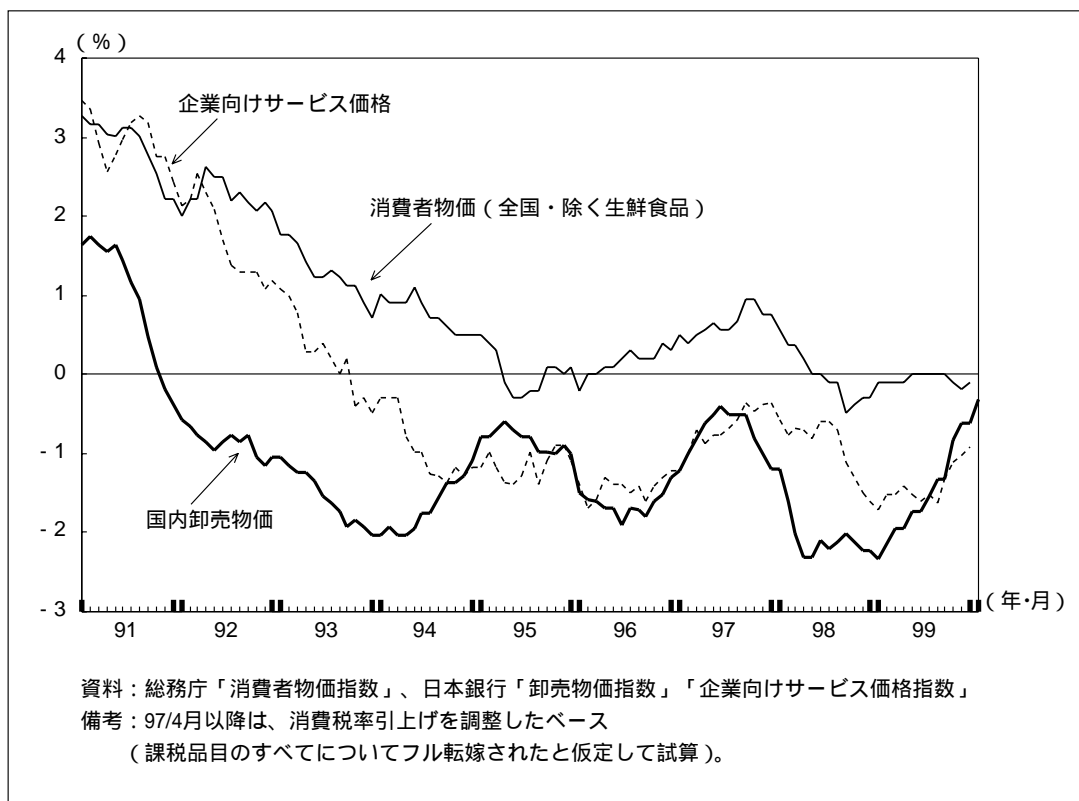
図9 為替レート（円／米ドル）の推移



資の回復が妨げられた。

1995年入り後は、阪神大震災、株価急落、急激な円高進行（図9、ピークは4月19日の79.75円/ドル）など、民間経済主体のコンフィデンスに負の影響を与える要因が相次いだ。特に、円高は、国内最終需要の回復力が弱い中で急速に進行したため、企業の業況感や株価に対して大きなダメージを与えた。こうした中、物価面をみると、円高等の影響による輸入物価の下落から卸売物価が下落したほか、アジア諸国からの製品輸入拡大が最終財価格を低下させ、消費者物価が一時前年割れをみたことなどから、デフレ圧力の高まりが懸念された（図10）。

図10 物価指数（前年比）の推移



#### ロ．円高急伸を受けた政策対応

こうした状況の下、日本銀行は、1995年3月末の短期市場金利の低下促進に続き、4月には公定歩合を0.75%引き下げた（1.75→1.00%）後、7月の市場金利低め誘導、9月の公定歩合引下げ（1.00→0.50%）と立て続けに大幅な金融緩和を行った。

また、政府も4月および6月に規制緩和や輸入促進を骨子とする緊急円高対策（4月にはG7声明を受けて為替協調介入を実施）のほか、9月には事業規模にして14.2兆円の経済対策を策定した。

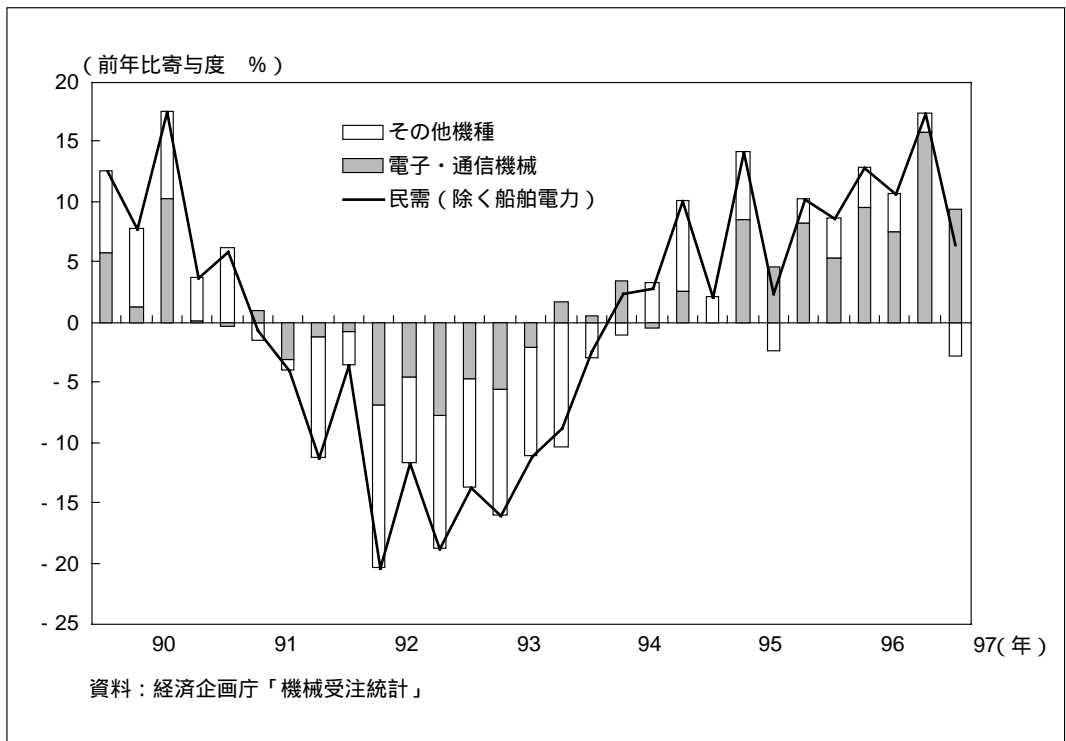
## 八．政策効果の浸透と景気の一時的な持ち直し

このように政府・日本銀行が追加的な景気対策をとる中で、1995年後半から徐々に景気回復の足取りがしっかりしてきた。

特に、設備投資は、製造業大企業（パソコン関連等）や規制緩和が進められた通信事業（携帯電話、PHSなど）等で活発化（図11）し、全体でも3年ぶりに前年比プラスに転じた。株価も7月中旬から急速に持ち直し、年末には2万円台まで戻した。また、1996年には、政府の公共投資に加え、設備投資、個人消費、在庫投資、住宅投資と民需の好調が景気を強く押し上げ、5%という高い成長率を示現した（前掲表2）。

このような高い成長が一時的に起きたのは、1991～93年の調整局面において、大企業を中心に設備ストック等の調整や財務リストラ（金融機関借入を中心とする過剰負債削減）を進めていたことに加え、1994年中に通信、大型小売店舗等の規制緩和措置が実施され投資を喚起する環境が整い<sup>4</sup>、公共投資と低金利政策という需要喚起政策がとりあえず奏功したためと考えられる。

図11 電子・通信関連投資の機械受注に対する寄与度



4 通信関連では、1994年4月以降、移動体通信（PHSや携帯電話）分野で携帯電話端末の売切り制導入により加入者の加速度的な増加がみられた。また、大規模小売店舗法の関連では、94年5月に売場面積1,000m<sup>2</sup>未満の店舗出店が原則自由化された。

この間、金融面では、マネーサプライ（M2+CD）の伸び率が2～3%台に上昇した（前掲図8）。大企業等における財務リストラの動き（有利子負債の圧縮）が引き続きみられた。しかしながら、1995年後半～1996年にかけて設備投資等の一時的な回復を背景に、資本市場調達（図12）や銀行貸出が増加した（図13）。なお、長期金利（利付国債10年物指標銘柄）は、1994年央にかけて在庫・ストック調整の終了等を背景とする景況感の改善に伴い一時4%台をつけたものの、その後1996年にかけて短期金利低下を背景に2%台にまで低下した（前掲図2）。

図12 資本市場調達

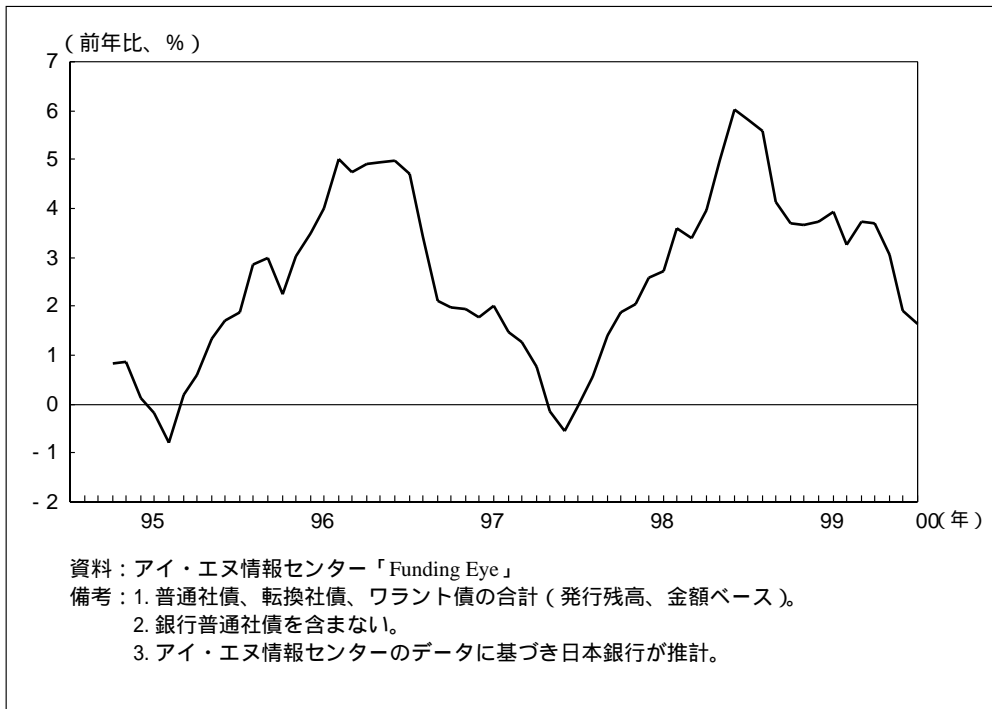
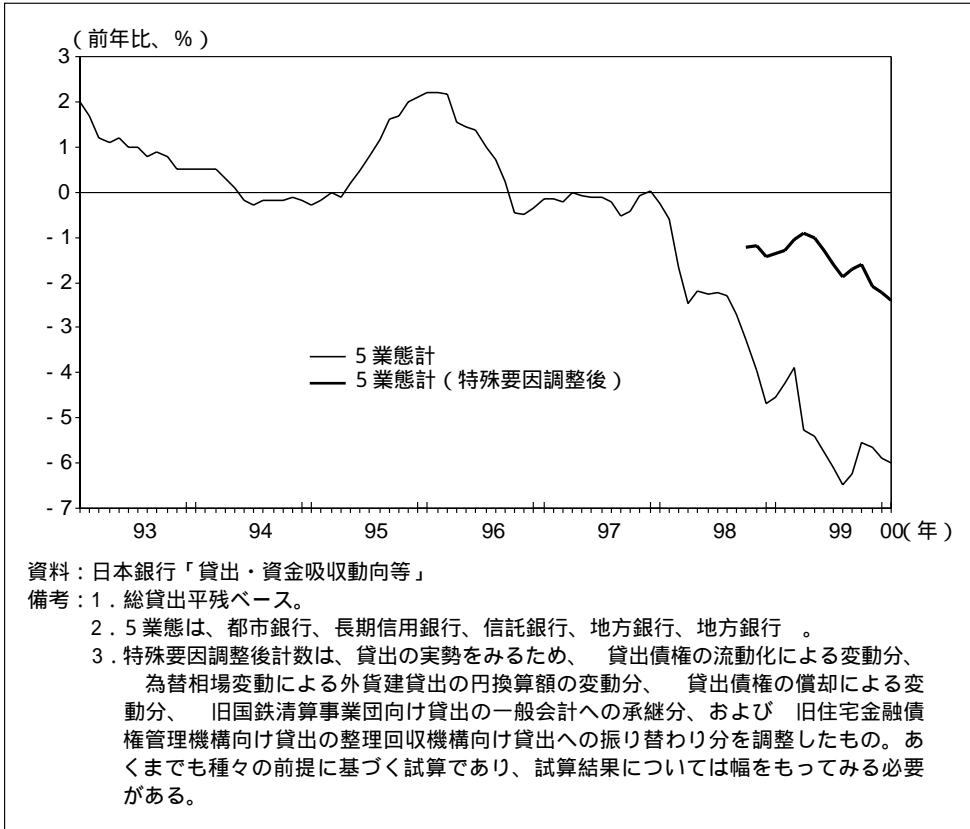


図13 民間銀行貸出の推移



## 二．住専処理等不良債権処理と銀行の自己資本毀損

しかし、金融システムの動向に目を転じると、長期に亘る景気低迷や地価の持続的下落を背景として、中小企業等における資産の価値下落や不稼働化の問題が深刻化し、バブル期における企業の過大な投資をファイナンスしてきた金融機関の不良債権はむしろ増加していた（図14）。

この過大投資の歪みが顕著に現れたのが、リスクの高い不動産投資等のファイナンスをバブル期に積極化させた銀行系列ノンバンクや住専である。住専に対する不良貸付の問題は、農林系統金融機関（都道府県信連）が破綻処理に伴うコストをどれだけ負担するかなどを巡って決着が遅れたが、6,850億円の公的資金を投入する処理スキームが1995年12月に閣議決定された（住専処理法の国会可決は1996年6月）。

このほか、長年の懸案とされてきた第二地方銀行の兵庫銀行関連ノンバンクの処理やその他の銀行関連ノンバンクに対する母体行による支援が行われる中、1996年3月期に赤字決算に踏み切り、剰余金や資本勘定を取り崩す銀行が少なからずみられた（図15）。

図14 不良債権の推移

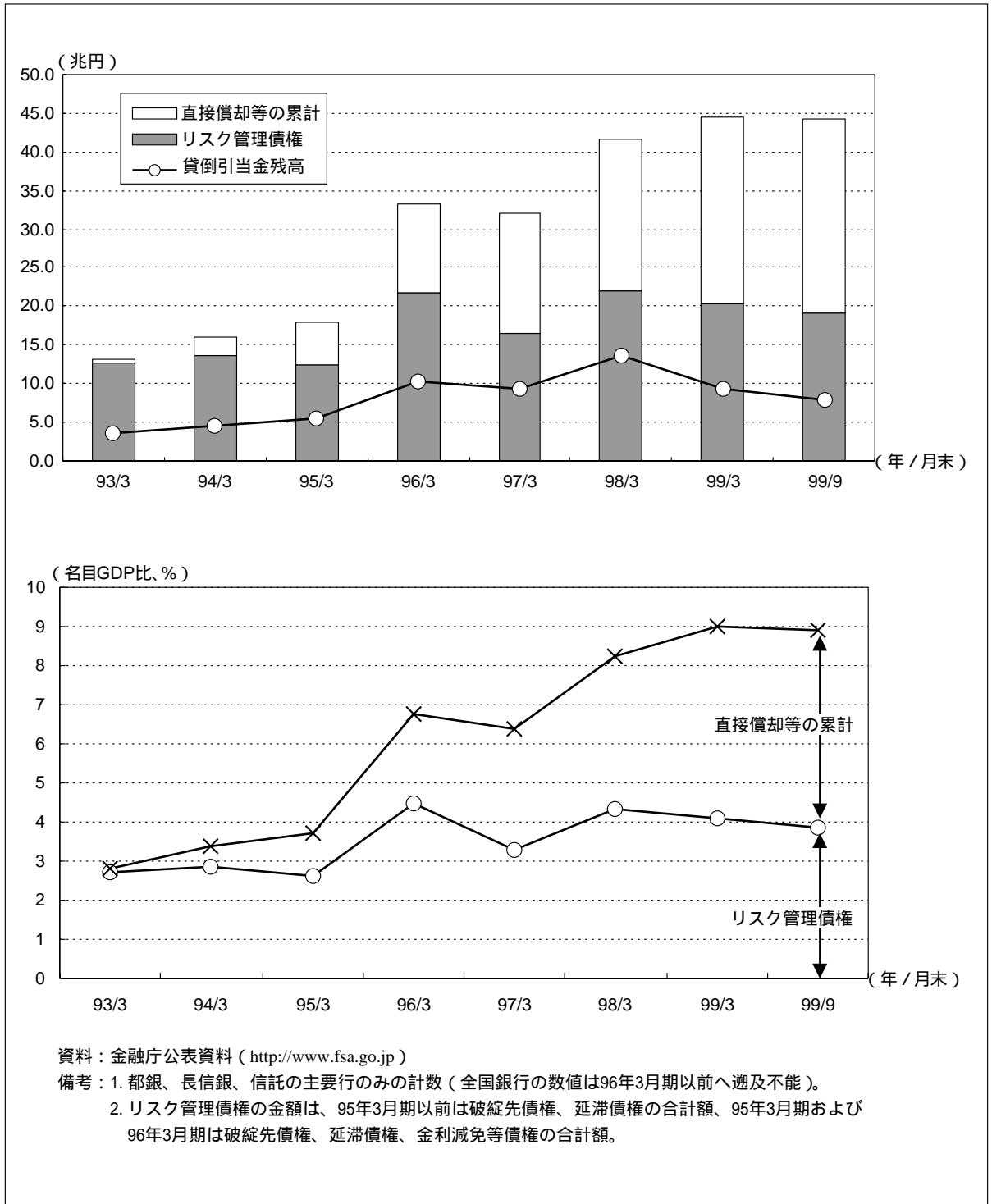
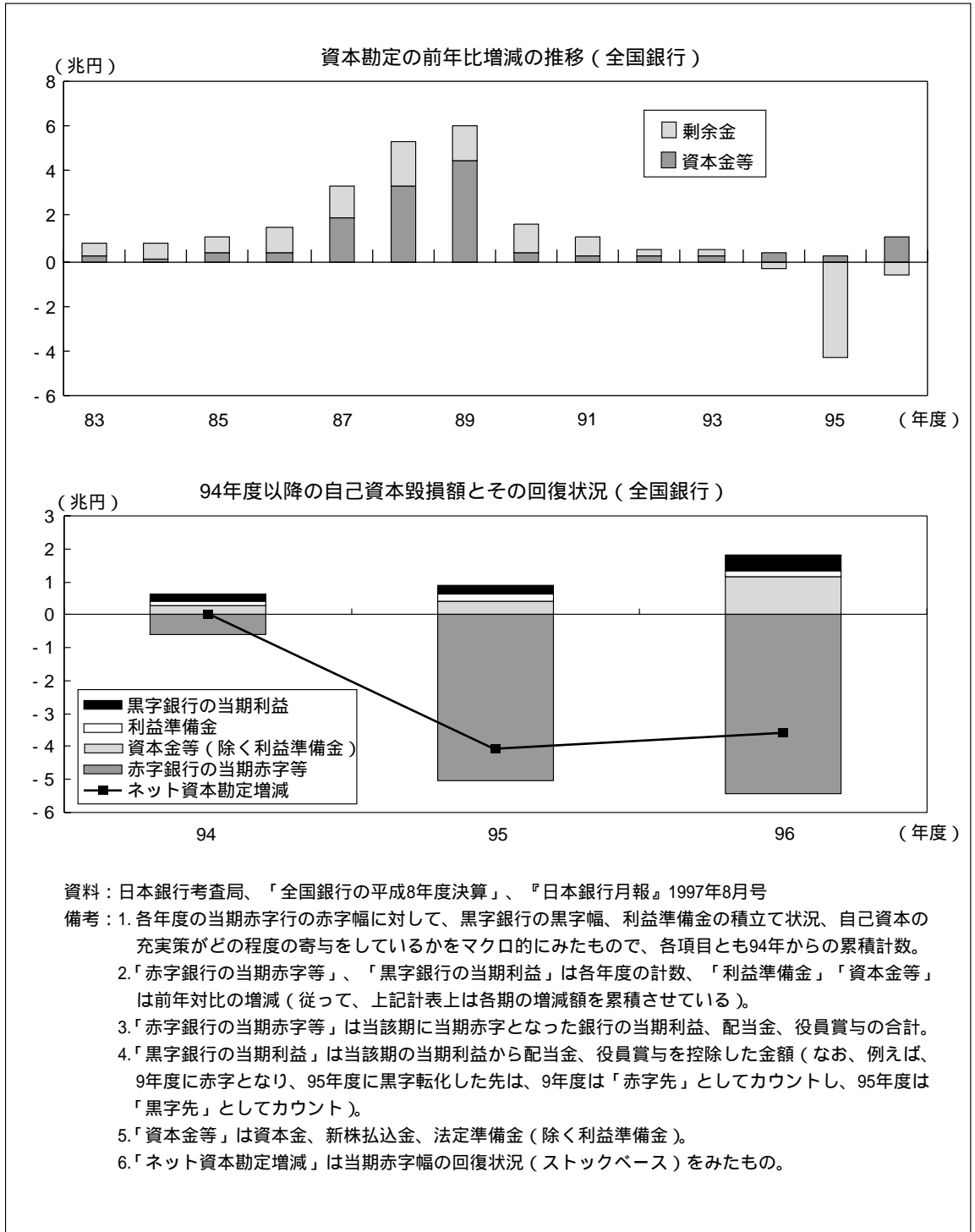




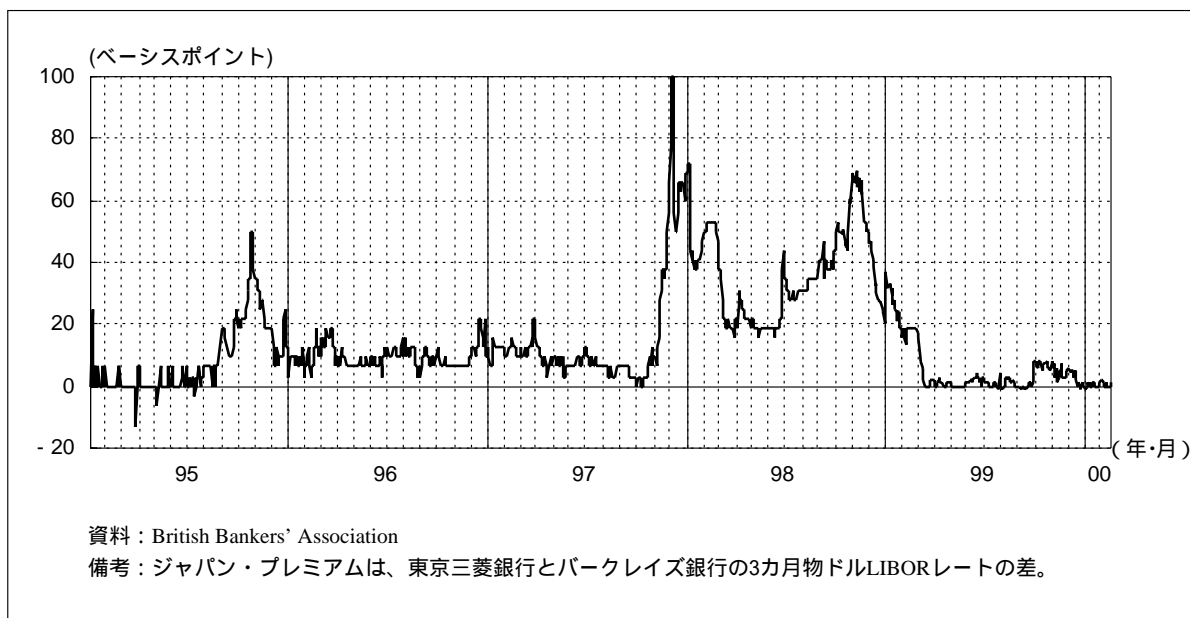
図15 金融機関の自己資本



こうした中、日本の金融機関が抱える不良債権問題の深刻さがあらためて認識される一方、大和銀行ニューヨーク支店現地嘱託行員による不正な取引損失隠蔽事件等をきっかけに邦銀の経営状態に関する情報開示への不信感が高まった。このため、海外の市場参加者を中心に日本の金融システムの安定性に対する懸念が強まり、いわゆる「ジャパン・プレミアム」は1995年10月に一時50ベースポイントにまで上昇した（図16）。

こうした状況の下、政府は、預金保険法の改正や金融機関の経営の健全性確保を骨子とする金融6法（1996年6月国会可決）で金融システム安定化の枠組み整備を図り、その下で、整理回収銀行（東京協和・安全の2信用組合の処理に伴って設立した東京共同銀行を改組）や住宅債権等管理機構が設立された<sup>5</sup>。

図16 ジャパン・プレミアム



5 1996年6月には、いわゆる「金融3法」に加え、住専処理法および同関連法、および貯金保険法改正法の金融6法案が国会で可決・成立した。「金融3法」とは、経営の健全性確保のための法律、更生手続特例法、および預金保険法改正法を指す。は、協同組合金融機関における監査体制の充実や早期是正措置の導入等を通じて、金融機関等の経営の健全性確保を図ることを目的としている。は、関係者（経営者、株主・出資者）の同意に基づく営業譲渡など従来の破綻処理に加え、監督庁への倒産手続開始の申立権の付与や協同組織金融機関を対象とする更生手続の導入等を通じて、司法上の倒産手続による破綻処理を可能とした。は、ペイオフ制度の改善や預金等債権買取制度の創設等に加え、特別資金援助を時限的（5年間に導入し、預金保険機構によるペイオフ・コストを超える全債務の全額保護を可能とした。

### (3) 1997～99年末までの動き

1997年以降、政府は消費税率引上げなど財政再建へ動き出した。しかしながら、折悪しく、東アジア経済危機や金融システム不安のデフレ的影響が加わり、1997年第4四半期から5四半期連続で実質GDPが減少するという深刻な不況に陥った。特に、金融システム不安の高まり等を背景に、家計の消費マインドが慎重化したほか、金融仲介機能が一段と低下し、企業の設備投資への影響がさらに拡大した。

こうした状況の下、政府は1998年初頭以降、財政拡大策に転換し、特別減税や景気対策が実施されたほか、金融システム不安への対応についても、公的資金による銀行の資本増強策が進められた。また、1999年2月には金融政策面でも日本銀行が「ゼロ金利政策」をとるに至った。これらの政策対応が奏効したこともあって、1999年春頃からようやく景気は下げ止まり、1999年末にかけて徐々に回復に向かう兆候が窺われるようになった。

#### イ．いわゆる財政再建路線の下での金融システム不安等による深刻な不況

1997年度に入ると、経済に対する種々の下押し圧力が生じた。

まず、財政政策面では、1996年12月に閣議決定された「財政健全化目標について」に基づき、1997年度当初予算は4月の消費税率引上げ（3.5%）および特別減税廃止、9月の医療保険制度改革（被保険者の自己負担率引上げ 10～20%）など増税を軸とする財政再建路線に沿った施策が実行された。また、7月のタイ・パーツの大幅切下げを皮切りに東アジア経済危機が発生した。そして秋以降、いくつかの大手国内金融機関が実質的に破綻し、金融システム不安が深刻化した。

当初、財政引締めに伴う影響（消費税率引上げ前の駆け込み需要剥落）は夏頃に一巡するとみられていた。しかしながら、秋頃から一部金融機関の経営破綻をきっかけとする金融システム不安などを背景に家計の消費マインドが慎重化し、消費性向が低下、消費が大きく減少した（図17）。また、東アジア経済危機に伴ってわが国から同地域への輸出が減少した（図18）。

1998年入り後は、景気停滞と東アジア経済危機が金融機関の不良債権問題をさらに深刻化させ、上記の大手金融機関破綻をきっかけとする金融システム不安の影響等により金融仲介機能が一段と低下する中で、非製造業・中堅中小企業等で設備投資の大幅な減少がみられた（図19）。

こうした最終需要の落込みを背景に、在庫調整圧力が高まり、生産活動は大きく落ち込んだ。この結果、「需要の落込み 生産活動の低下 企業収益・雇用所得の減少 設備投資・個人消費等の需要のさらなる落込み」という負のサイクルが生じ、1997年10～12月期以降5四半期連続の実質GDP減少（1955年の統計作成開始以来初）という深刻な不況に陥った。

図17 消費者コンフィデンスと消費性向

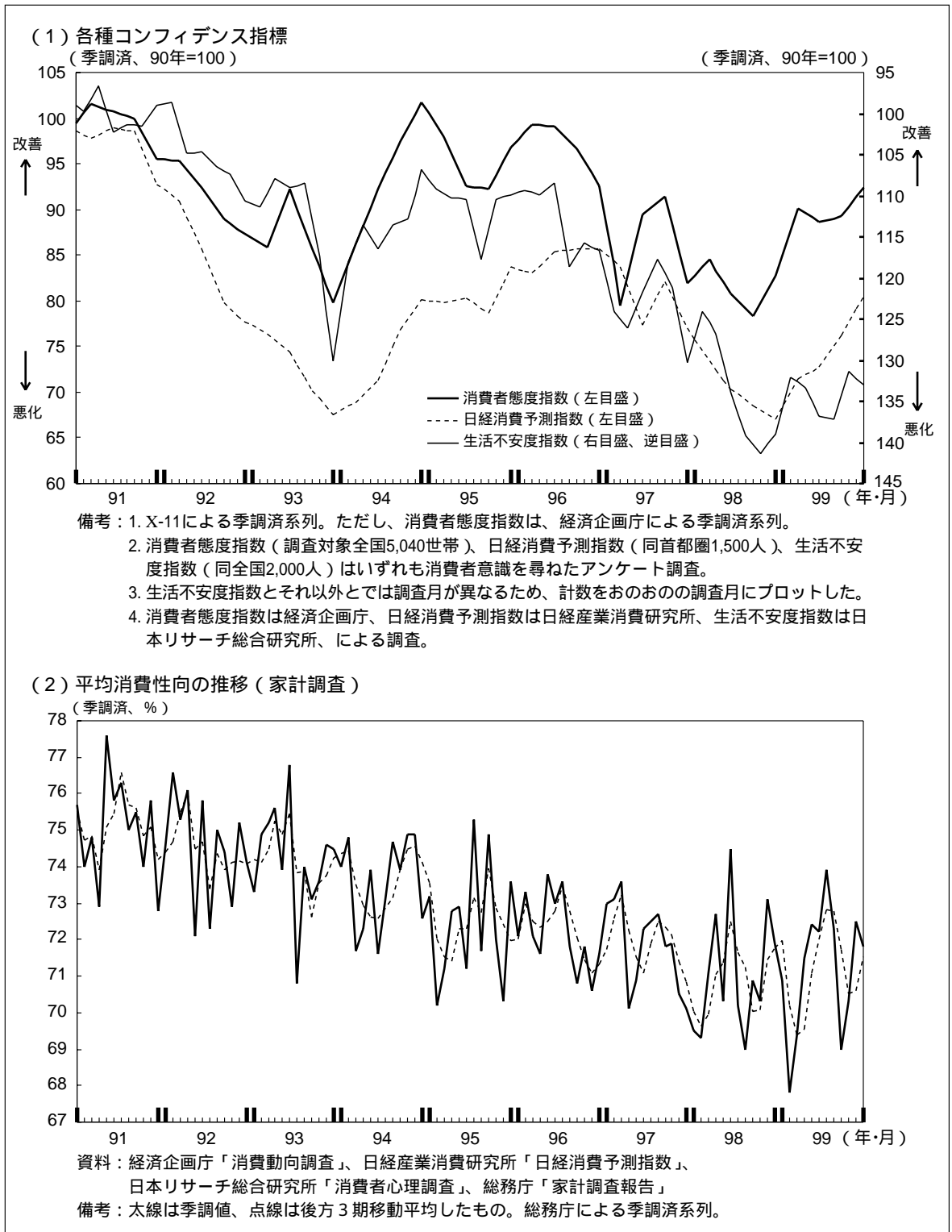
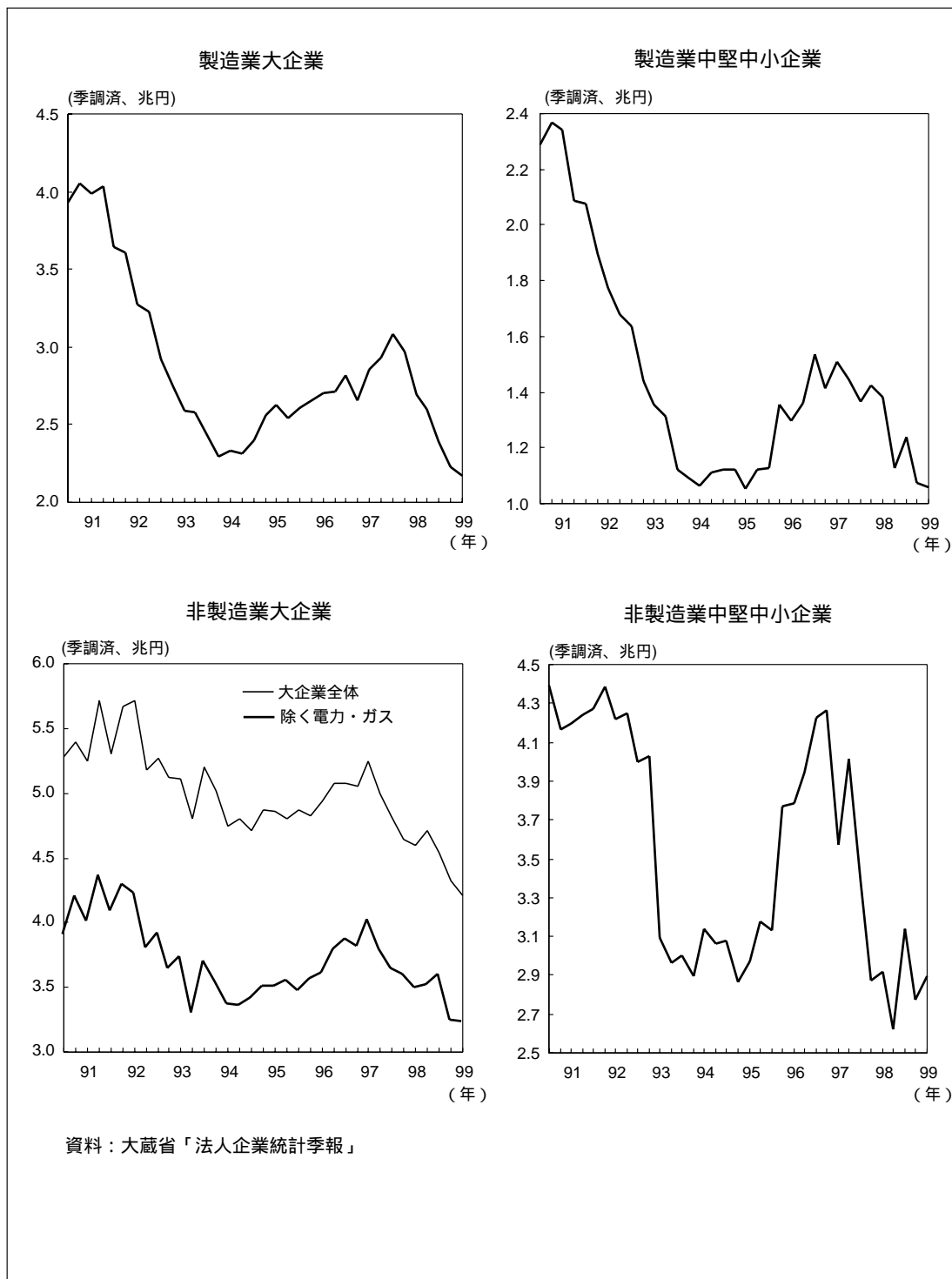




図19 業種別・規模別の設備投資動向



## ロ．不況への政策対応

もっとも、1998年に入ると政府は、景気悪化を受け、拡張的な財政政策に踏み切った。

具体的には、2月における2兆円特別減税実施、総事業規模16兆円の総合経済対策策定（4月発表）のほか、1997年11月に成立した財政構造改革法の改正（6月、財政赤字削減目標年次を2005年度に延期）・凍結（12月、効力を一時停止）と立て続けに、財政面からの刺激策が打ち出された。また、1998年8月には信用保証制度拡充など中小企業等に対する銀行貸出を促進する環境を整備した。しかし、1998年秋に至っても、雇用・所得環境の悪化を受けて景気情勢の悪化に歯止めがかからなかったため、政府はさらに総事業規模24兆円の緊急経済対策を策定した。

こうした一連の景気刺激策が奏効し、1998年10～12月期から徐々に景気下げ止まりの兆しが窺われるようになり、1999年1～3月期に実質GDP季調済前期比が1.5%と大幅なプラスに転じた。また、1999年4～6月期には、公的資金による銀行の自己資本増強（1999年3月、大手15行に対し総額約7.5兆円）が実施され金融システム不安が和らいだほか、住宅減税等の効果から住宅投資が持ち直した。

この間、日本銀行は、1998年9月の金利引下げ（無担保コールレートの誘導目標を0.25%に引下げ）に続き、1999年2月には、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気悪化に対する歯止めをより確実にするため<sup>6</sup>、「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト金利）を、できるだけ低めに推移するよう促す」<sup>7</sup>、いわゆる「ゼロ金利政策」を実施に移した（前掲図2）。また、4月には、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」ゼロ金利政策にコミットすることを公表し、市場の期待形成に働きかけ、オーバーナイト金利からターム物金利までを低位に安定させ、金融緩和効果を極大化することが企図された<sup>8</sup>。

以上のように、金融・財政政策の総動員が奏効して、1999年末にかけて景気が徐々に回復に向かったものの、公的需要とアジア経済の回復等による外需増加が主体であり、民間国内需要の回復感はなお乏しい<sup>9</sup>。

6 1999年2月12日の発表文では、政策変更に踏み切った背景となる金融経済情勢について、「企業や消費者の心理は依然慎重なものにとどまっており、民間経済活動は停滞を続けている」こと、「長期金利が大幅に上昇し、為替相場も円高気味の展開が続いている」ことを指摘している。

7 なお、ゼロ金利政策が採択された当初（1999年9月21日の金融政策決定会合まで）は「短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ」と付記したうえで「より潤沢な資金供給を行い」とされていたが、10月13日の金融政策決定会合において、この付記を当初は妥当であったが現状では不自然になったとして削除したほか、ゼロ金利政策の内容と狙いをより明確にアナウンスすることを狙いとじて本文中の表現に修正した。

8 速水日本銀行総裁は、1999年4月13日の定例記者会見において、「デフレ懸念の払拭ということが展望できるような情勢になるまでは、市場の機能に配慮しつつ、無担保コール・オーバーナイトレートを事実上ゼロ%で推移させ、そのために必要な流動性を供給していく現在の政策を続けていくことになると思っている」と述べている。

9 金融経済月報（1999年12月）によると、1999年12月時点での日本銀行の基本的見解は「わが国の景気は、足許、輸出や生産を中心に、下げ止まりから持ち直しに転じている。こうしたもて、企業収益の回復が続くなど、民間需要を巡る環境は、徐々に改善しつつある。もっとも、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていない」となっている。その後、2000年入り後に、景気判断は前進し、2000年4月時点の基本的見解は、「わが国の景気は、持ち直しの動きが明確化している。民間需要面でも、設備投資が緩やかながら増加に転じるなど、一部に回復の動きがみられ始めている」となっている。

#### 八．大手金融機関の破綻による金融システム不安と政策対応

この期間は、金融システム不安が高まった点が大きな特徴である。すなわち、1997年11月、準大手の三洋証券を皮切りに、北海道拓殖銀行、山一証券といった大手金融機関が破綻に追い込まれたことをきっかけとして、市場が破綻リスクの高い先を探すなど金融システム不安が高まり、システムック・リスクの顕現化が懸念される状況に陥った。その結果、以前から大きな不良債権問題を抱えていると目されてきた金融機関を中心に、株価下落や預金流出の動き等がみられたほか、一部金融機関が1997年年末越えに向けて外貨資金繰りをつけるために調達を急ぐ中、市場性資金調達の困難化を背景に、ジャパン・プレミアムも100ベースポイント近くまで急上昇した（前掲図16）。

こうした状況の下、日本銀行は、北海道拓殖銀行、山一証券等のケースにおいて日本銀行特別融資等を実施した。また、1997年11月下旬以降、法定準備率を満たすために必要とされる以上のリザーブ（超過準備）を供給し（図20）、市場における混乱を鎮静化させた。

しかしながら、信用不安の拡大を眺め、銀行が貸出姿勢を厳格化し、業況の良くない中小企業等を中心に資金繰り逼迫感が強まった（図21）。こうした中、企業倒

図20 準備預金の積立て状況

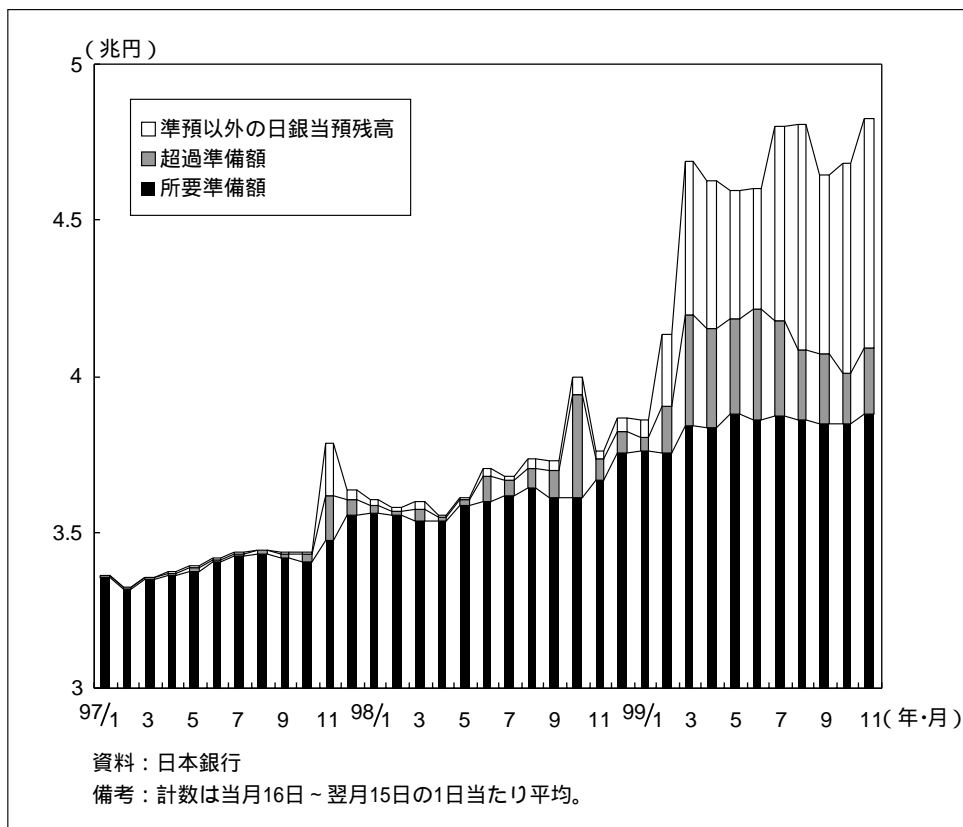
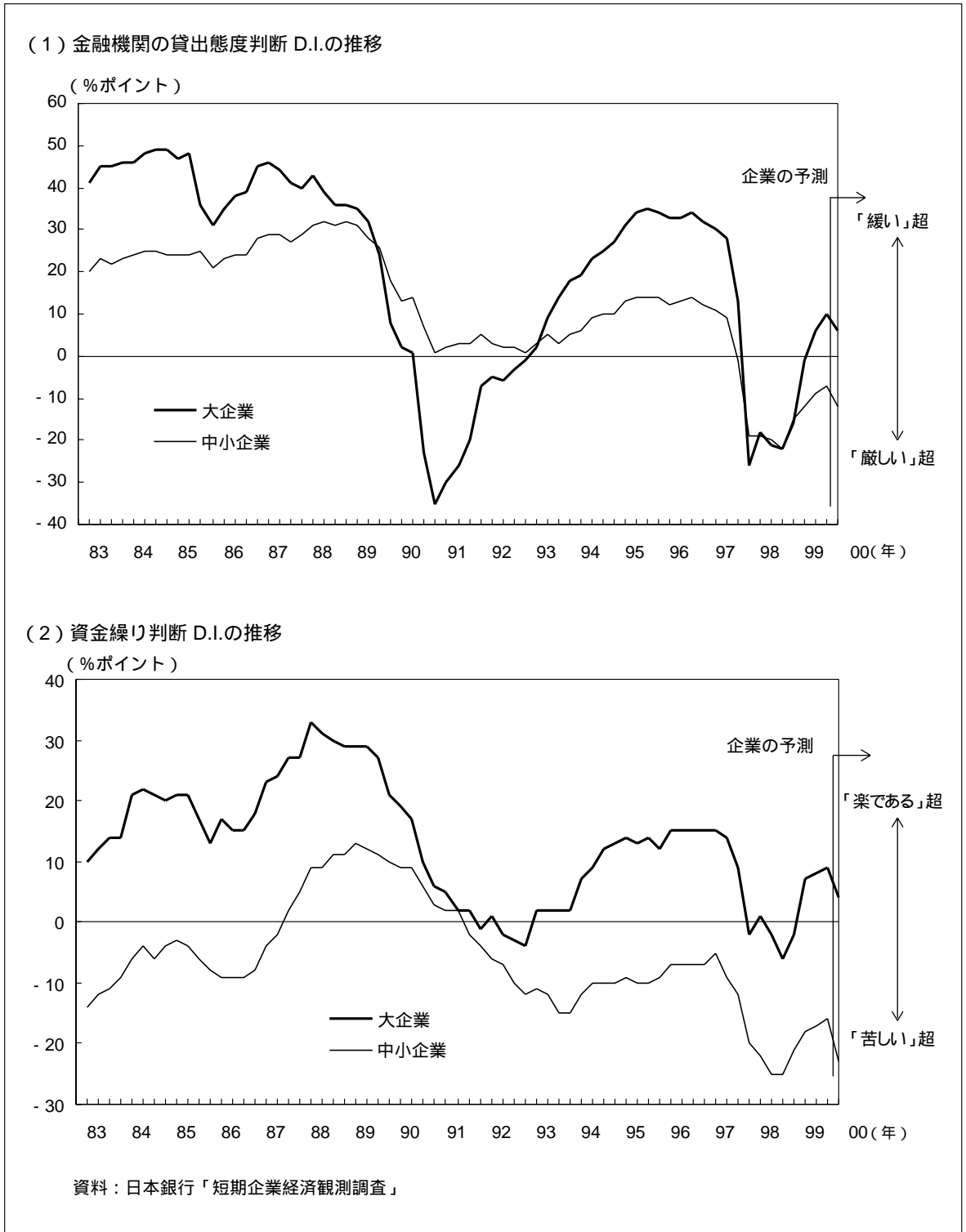




図21 企業金融関連指標（日銀短観）



産件数の増加や中小企業等における設備投資の減少がみられ、銀行の金融仲介機能の低下が景気回復の障害の一つとなっているとの見方が強まった。

この結果、公的資金を投入して銀行の実質的な過少資本状態を早急に是正し、金融仲介機能を回復させることの重要性があらためて認識されるようになった。まず、1998年3月に主要21行に対し合計1.8兆円程度の公的資金による銀行の資本増強が実施された<sup>10</sup>。1998年10月には金融再生法および早期健全化法に基づく公的資金枠が30兆円から60兆円に拡大され、1999年3月に大手15行に対し総額約7.5兆円の公的資金による資本増強が実施されたほか、1999年9月には、地方銀行4行に対する合計2,600億円の公的資本増強が行われた。この間、深刻な不良債権問題を抱えていた日本長期信用銀行と日本債券信用銀行は、それぞれ1998年10月、12月に金融再生法を根拠とする特別公的管理の適用を受ける結果となった。

### 3. 資産価格バブル崩壊の影響と景気低迷長期化のメカニズム

1990年代における景気低迷長期化の背景については、早川 [ 1999 ] において指摘されているように、資産価格バブル崩壊に伴う「負のストック」問題、少子化・高齢化の下での貯蓄率高止まり、資本効率悪化、非製造業の低生産性などの構造的な要因が複合的に作用しているものと考えられる<sup>11</sup>。つまり、バブル崩壊の後遺症は重要ではあるが、1990年代を通じる停滞の一つの要因であったにすぎない可能性がある。しかしながら、わが国経済の長期低迷の本質的な要因は何かという問題について結論を導くためには、バブル崩壊後の調整が終了した後の経済情勢の帰趨をある程度見極めたくうえで判断する必要があり、現段階では明確な結論を導くのは難しい。

ただ、バブルの発生・拡大と崩壊は、1990年代の景気低迷の本質的な要因が何かという議論のいかんにかかわらず、この間の経済変動を規定した重要な要因であったことは否定できない。これを踏まえ、以下では、構造的な問題の中でも、資産価格バブル崩壊に伴う「負のストック」問題に焦点を当て、バブル崩壊が景気停滞をもたらしたメカニズムについて整理する。

以下では、バブル崩壊のマクロ的ショックの調整過程において、期待成長率の急激な下方修正、企業等におけるバランス・シート調整や銀行の不良債権問題を背景とする金融仲介機能低下等がバブル崩壊のショックを増幅し、調整期間を長期化さ

10 1998年2月に預金保険法の改正と金融機能安定化緊急措置法の制定が可決され、合わせて30兆円（国債10兆円および政府保証20兆円）の公的資金のうち、13兆円が金融機関の自己資本増強を図る（残り17兆円は預金保険法に基づく預金の全額保護 2001年3月末まで これを1年先延ばしすることを1999年12月に与党3党合意）ために使用できることとなったが、1998年3月における初回の申請では、各銀行ほぼ横並びで金額もやや過少な申告にとどまり、所期の目的を果たせなかったとの評価が少なくない。

11 個々の論点については、中川 [ 1999 ] 前田・吉田 [ 1999 ] 日本銀行調査統計局 [ 1999 ] を参照。

せることを通じ、実体経済への影響を増幅させていった、との仮説に沿って議論を進める。

### (1) ストック調整の遅れの影響

バブル崩壊後の景気後退の過程では、バブル拡大期に資本ストックが大幅に積み上がり、その後の調整圧力を大きくする結果につながったと指摘される。

#### イ．期待成長率の低下と資本ストック調整

経済企画庁の景気基準日付によると平成景気のピークは1991年2月であったが、製造業の実質設備投資（法人季報規模合計ベース）のピークは1991年第2四半期、非製造業（同）に至っては、1992年第3四半期となっている（前掲図5）。特に、景気のピーク前後に該当する1990～91年頃には、資本ストックの増加率が8%台にまで高まったほか、設備投資の名目GDPに占める比率も20%前後まで上昇（図22）第1次オイルショック以降においてその盛り上がりは際立っている。こうした背景として、期待成長率（特に業界内での需要の増加というマイクロレベルでの期待成長率）が高止まっていた（図23）ことが指摘される。

図22 設備投資・GDP比率

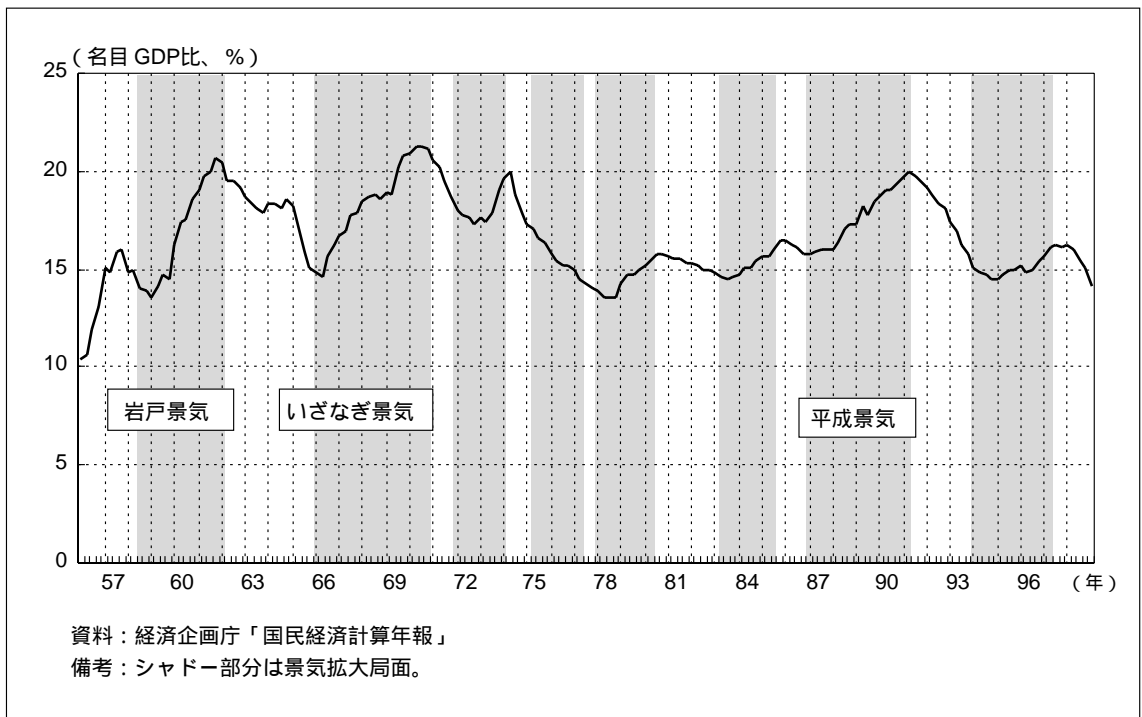
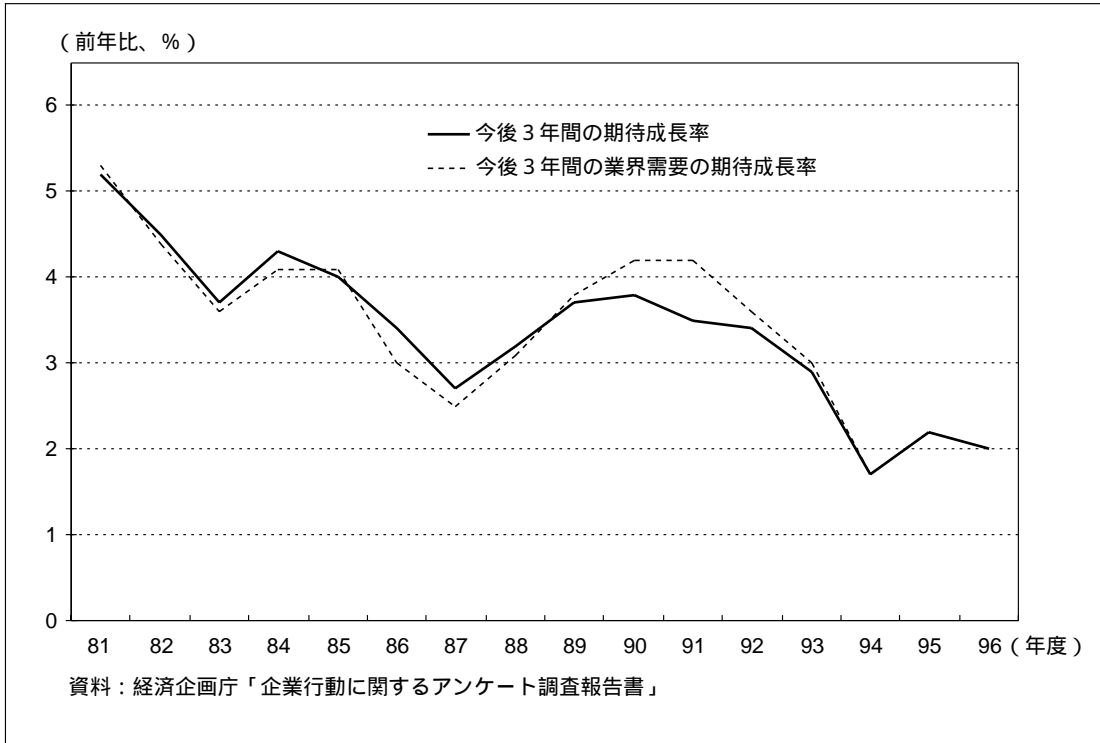


図23 期待成長率と資本ストック



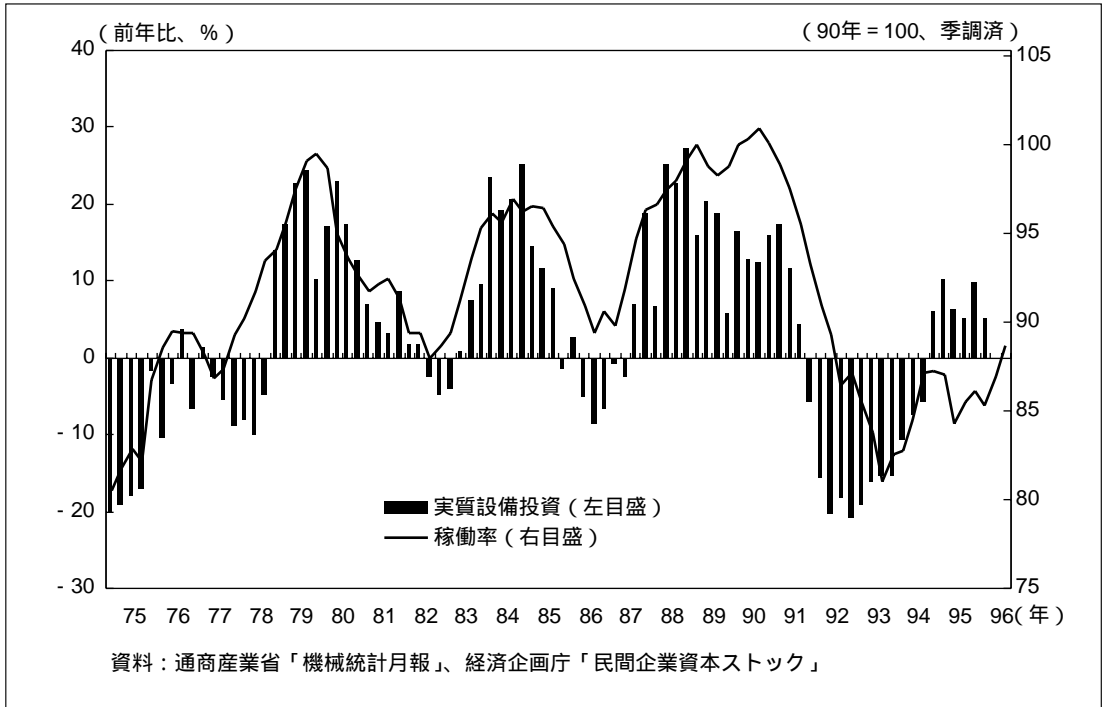
しかしながら、1992～94年度にかけて期待成長率が急激に下方修正される（4%弱～2%弱）に伴い、資本ストック成長率や設備投資のGDP比率も大幅な低下をみた（前掲図22）。また、稼働率をみても、ストック調整局面において低迷が続いたままとなっており（図24）、バブル末期における過大な設備投資がストック調整を拡大させた。

#### ロ．建設投資のストック調整

日本銀行調査統計局[1997]で指摘されているように、バブル期の一つの特徴は、資本ストックの急増が建設投資の分野で特に強く現れたことであった。建設投資は、オフィスビル需要と密接に結びついており、東京23区内といった需要の集中する地域でオフィス床面積が大幅に増加した。平成景気の末期に相当する1990～91年にかけて、懐妊期間の長い大型ビルの建設が着手されたことは、ストック調整を長引かせる原因ともなった<sup>12</sup>。

12 この点について、吉川・小原[1997]では、「法人企業統計季報」にある建設仮勘定新設額（工場、建物等の大型投資と解釈）とその他有形固定資産新設額（機械等の小型投資と解釈）についてそれぞれの前年比の差をみることによって、90～91年にかけて建設仮勘定新設額の盛り上がりが見られたことを報告している。そして、工場や建物は機械に比べて耐用年数が長いことからストック調整が長引いたと指摘した。

図24 稼働率と設備投資



## (2) バランス・シート調整と金融仲介機能の低下

バブル崩壊というマクロ的ショックの影響は、企業のストック調整（成長率の低下に合わせた資本設備等の水準調整）のみならず資産の価値下落や不稼働に伴うバランス・シート調整をもたらした。その過程で、債務の弁済が困難化し、銀行の不良債権問題が発生したことから、金融機関の自己資本が毀損され、銀行のリスクテイク能力が低下し、金融仲介機能が落ち込んだ。この結果、銀行借入に依存する企業（資本市場調達が困難な中堅・中小企業など）の資金調達が制約され、こうした企業の投資行動等に追加的な影響が及んだ。

### イ．不良債権問題の大きさ

わが国における不良債権問題発生背景については、1980年代以降の金融自由化に伴う環境変化の中で、銀行が地価上昇を眺め不動産関連融資（不動産・ノンバンクなど）を大幅に増加させたことに注目する見方が多い<sup>13</sup>。もっとも、金融自由化

13 例えば、Hoshi [1999] は、わが国金融機関の直面する不良債権問題を引き起こした背景に関し、1980年代の漸進的かつ不完全な金融自由化の影響が大きかったことを実証的に検証している。そこでは、不良債権規模の説明要因として、1980年代における不動産関連業種向け貸出の伸びが重要であること、また、不動産関連業種向け貸出の伸びの説明要因としては、顧客企業の資本市場へのシフトが重要であること、が示されている。

が進められた後、資産価格の大幅な上昇・下落がみられ金融危機をもたらした事例は日本にとどまらず、米国における貯蓄貸付組合（S&L）の経営破綻の事例があるほか、北欧でも日本とほぼ同時期に銀行危機が発生した<sup>14</sup>。こうした中で、日本の場合、不良債権のマグニチュードは際立っている。

まず、バブル崩壊後におけるわが国の不良債権（主要行ベース）の推移を確認しておく（前掲図14）。1992年度末に12.8兆円（対名目GDP比2.7%）であったリスク管理債権の大きさは、1998年度末に20.3兆円（対名目GDP比4.1%）、また、1992年度以降の累積直接償却額を加算した不良債権全体の大きさをみると、1998年度末には44.6兆円（対名目GDP比9.0%）に達している。さらに、1999年度中間期決算をみると、累積償却額を加算した不良債権全体の大きさは44.3兆円（対名目GDP比8.9%）と天井を打ちつつあるが、この時点ではまだピークアウトを完全には確認できない。

主要国では1980年代後半以降多くの国で不良債権が増加している。例えば、米国における不良債権（FDIC加盟商業銀行ベース）は、1990年から1991年にかけて上昇し、不良債権の金額は1991年第2四半期に1,170億ドル（名目GDP対比では2.0%）となった（図25）。また、不良債権が増加しはじめた1986年第4四半期以降について、各期の不良債権額に直接償却の累積額を加算し、累積的な不良債権の大きさをみると、1992年第3四半期に2,513億ドル（名目GDP対比では4.1%）となっている。

金融機関の不良債権については正確な国際比較は難しいが、不良債権の規模を対名目GDP比でみると、ピーク時は日本の9.0%に対し、米国では4.1%にとどまっており、わが国における不良債権問題のマグニチュードは、米国よりもかなり大きかったと考えられる。

#### ロ．不良債権問題と銀行行動への影響

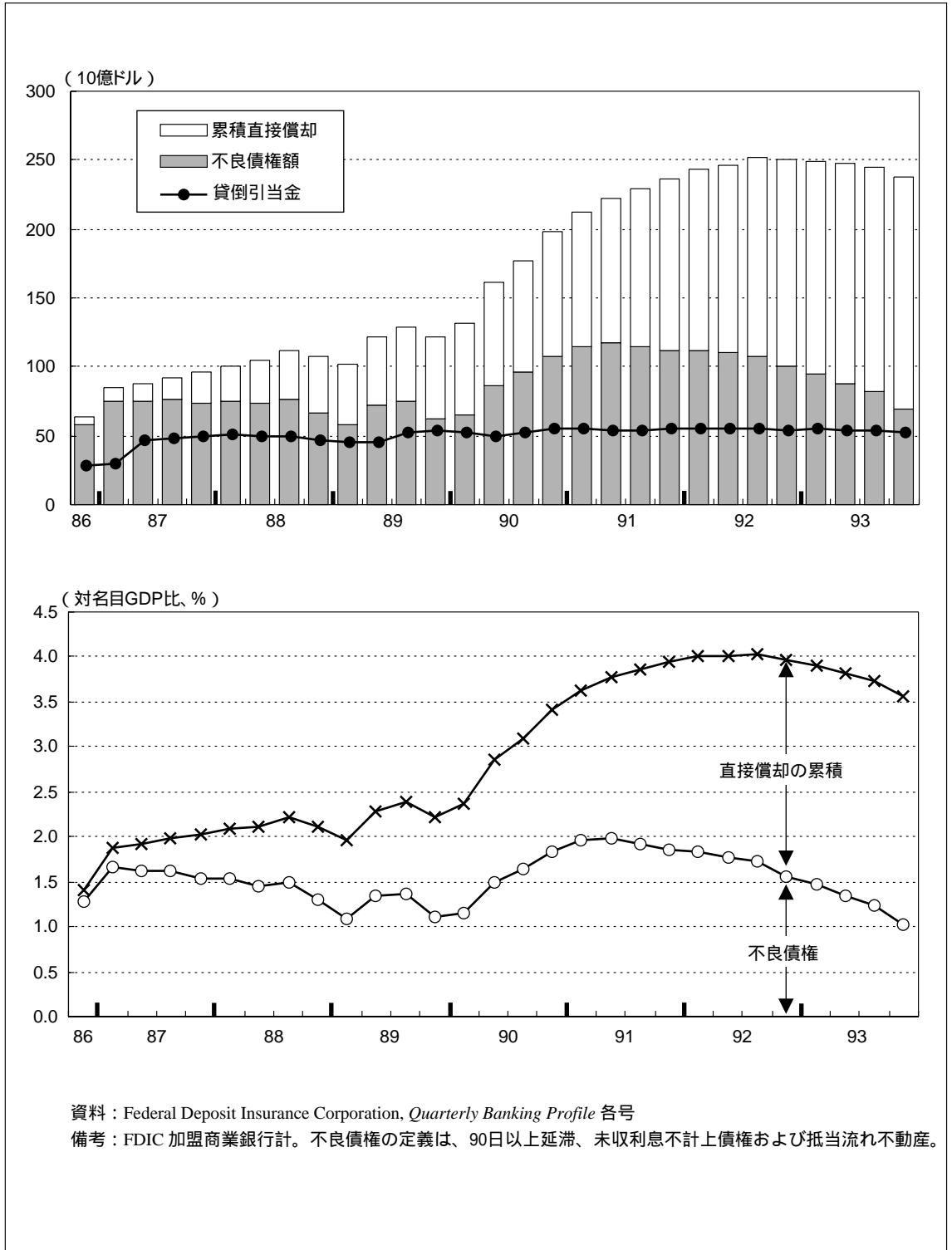
次に、こうした不良債権の増加が、銀行行動に及ぼした影響について整理しておく。

例えば、Ogawa and Kitasaka [2000] は、1976～95年の個別銀行のデータを使って、都銀・長信銀・信託からなる大手銀行と地方銀行（第二地方銀行を含む）に分類して、銀行の貸出行動の特徴や変化について分析している。その結果を、バブル崩壊後の期間についてみると、大手銀行が地価下落を背景とする担保価値や借入先企業の純資産価値の下落等を眺めて非製造・中小企業向け貸出において採算性を重視するようになったほか<sup>15</sup>、地方銀行は預金引出しなどバランス・シートに対する

14 その共通の背景として、例えば、奥村 [1999] は、IMFの研究者によるコンファランス提出論文を紹介し（pp.96-97）各国における金融危機に関し、金融機関内部で経営に関する規律が不十分という内部ガバナンス上の問題、金融市場の規律、つまり金融機関経営に対する市場の監視が不十分であるという問題、金融当局の規制や監督・検査が適切でないという問題、の3つの併存を指摘している。

15 廣島 [1997] も、1991年秋以降の今次金融緩和局面において、過去の金融緩和局面に有意に認められた都銀・長信銀・信託の中小非製造業向け貸出の実体経済活動に対する先行性が不明確になってきていることをVAR分析で示したうえで、貸出伸び率の減少は借入需要曲線の下方シフト（設備投資抑制と銀行借入の返済）が主因であるものの、この間の都銀等の貸出金利設定態度に、過去の金融緩和局面のように需資掘り起こしの姿勢がみられず、貸出供給面からの制約も大きく影響したとの見方を示した。

図25 米国商業銀行の不良債権



ショックを吸収する能力に限界があるため、金融システム不安を背景とする預金流出が貸出抑制に働いた可能性が指摘されている。また、1993年3月末に本格導入されたBIS規制の影響については、自己資本の総資産に対する比率は大手銀行の貸出供給に有意な影響を及ぼし（地方銀行の貸出への影響は有意でない）、自己資本比率が上昇すると大企業向け貸出が有意に増加する関係が検出される一方、中小企業向け貸出には有意な影響を持たないとの結果が示されている。

また、堀江〔1999〕は、不良債権問題の深刻化によってもたらされた1997年秋以降の金融システム不安の局面を含む1997年度とその以前の1992年度を比較し、銀行の不良債権比率や自己資本比率等を説明変数とする貸出供給関数を、各時点のクロスセクション・データにより推計している。その結果をみると、1992年度は不良債権比率や自己資本比率が貸出に与える影響が観察されないものの、1997年度は不良債権比率や自己資本比率が有意な影響を与えており、都銀等の大手銀行を中心に貸し渋りが観察されたと結論づけている。

このように、銀行行動を巡る実証結果からみると、大手銀行を中心にバブル崩壊後に貸出供給を抑制する動きが観察されたほか、バブル期の銀行融資拡大をもたらしした不動産担保貸出の増加がバブル崩壊後は中小企業向け貸出を中心に貸出供給を減少させる効果を持ったものと考えられる。特に、不良債権問題の顕在化を背景とする、1997年から1998年にかけての金融危機の中で、銀行の貸出抑制の動きは一段と強まったと考えられる。

## 八．金融仲介機能の低下とマクロ的なインパクト

こうした不良債権の増大による銀行行動の変化は、マクロ経済にどのような影響を及ぼしたのであろうか。

一般に、銀行の金融仲介機能の低下といった貸出市場の供給曲線のシフトにかかわる問題については、情報の非対称性の下での企業金融の理論が有用な視点を提供している<sup>16</sup>。借手と貸手の間における情報の非対称性に起因する資本市場の不完全性の下では、銀行貸出等の外部資金調達においてエージェンシー・コストが生じる。そして、その大きさによって信用供与量が変化し、設備・在庫投資に影響が及ぶという考え方である。従って、銀行貸出等の外部資金に依存している企業においては、その内部資金量や担保価値の変化等によって、資金制約の強さに違いが生じるため、投資に影響を受けることになる<sup>17</sup>。

16 金融仲介機能のマクロ経済的なインパクトを議論する標準的な枠組みについては、例えば、Freixas and Rochet〔1997〕第6章を参照。

17 例えば、Bernanke, Gertler and Gilchrist〔1996〕では、銀行借入におけるエージェンシー・コストが、借入先企業の担保価値増加によって引き下げられるという効果に着目し、金融仲介機能が実体経済の変動を増幅させる可能性を指摘している。すなわち、資産価格の上昇に伴って担保資産価値が上昇（借入企業のバランス・シート状態が改善）すると、外部資金コストと内部資金コストの乖離であるエージェンシー・コストが低下するため、利用可能な信用水準が増加し、投資活動が活発になる。このような金融的要因が景気変動を増幅させるメカニズムは「フィナンシャル・アクセラレータ（financial accelerator）」と呼ばれている。



このような理論が示唆する仮説に基づいて、1990年代にわが国において観察された事象について考えると、資産価格の下落に伴って、企業の担保価値が低下しエージェンシー・コストが上昇した、地価の持続的の下落や景気低迷の長期化等を背景に、銀行の不良債権問題が深刻化したため、金融仲介機能の低下に伴ってクレジット・クランチが発生し、企業の設備投資等に追加的な影響を及ぼした、と考えられる。

上記のような観点から、日本における銀行貸出と設備投資の関係に関する実証分析を整理すると、資産価格下落は、まず、企業等のバランス・シート悪化や担保価値下落をもたらし、それがエージェンシー・コストの上昇を通じた信用制約の強まりによって、企業の設備投資を減少させる影響が1990年代を通じてある程度みられた<sup>18</sup>(Gibson [1997]、鈴木・小川 [1997]、小川・北坂 [1998])。また特に、金融システム不安が高まった1997年秋以降には、長期に亘る銀行の不良債権問題が自己資本を毀損させて、「貸し渋り」という形で金融仲介機能の低下の影響を深刻化させた(堀江 [1999]、Motonishi and Yoshikawa [1999]<sup>19</sup>)。つまり、金融仲介機能の低下による企業の設備投資への影響は、1990年代を通じてある程度みられたと考えられるが、特に1997年以降にそれが強く現れたということになる。

#### 4. 金融政策の対応を巡る検討

こうした1990年代の経済情勢の下での日本銀行の金融政策対応については、どのように評価すべきであろうか。以下では、金融政策面での対応について、その成果とコストの比較考量、そして当時の金融政策運営を巡る環境を念頭におきつつ、金融緩和への転換のタイミング、その後の緩和テンポ・幅について、検討を加える。むろん、バブル崩壊期は、日本銀行がゼロ金利政策をとっている現在にそのままなっているだけに、中間報告以上のものをなし得る段階にない点には留意する必要がある。

18 特に、金融仲介機能低下の影響は、社債発行等の他の調達手段を有する大企業と、こうした手段を持たず銀行貸出に依存せざるを得ない中堅・中小企業とでは、後者において顕著に現れる。こうした企業規模の差による影響の非対称性に着目した実証結果をみると、中堅・中小企業(あるいは、社債発行等の銀行貸出以外の外部調達手段がない企業)における信用制約の強まりを裏付けるものとなっている。

19 Motonishi and Yoshikawa [1999] は、1998年に金融要因(日銀短観の「金融機関の貸出態度D.I.」が代理変数)の悪化(1995年第3～1996年第2四半期の間における「金融機関の貸出態度D.I.」の平均値を基準としてこれからの変化幅)すなわちクレジット・クランチが非製造・中小企業の設備投資に与えた影響について推計し、1998年中の設備投資を約10%、実質GDPを1.6%程度押し下げたとの見方を示している。

## (1) 金融政策で達成し得たことは何か

しかし、一つの成果を指摘することは可能であろう。すなわち、バブル崩壊期は米国の大恐慌期に比肩し得る株価等資産価格の下落に直面したにもかかわらず、わが国の場合には、これまでのところ、消費者物価上昇率はほぼゼロ近傍で安定しており、大恐慌当時の米国のような急激な物価の落込み（デフレーション）は回避してきた、ということである（図26）。

この間の金利指標の動向をみると、歴史的にもまったく前例をみないほどアグレッシブな日本銀行の金融政策の下で、日本の金利は大恐慌当時の米国よりもはるかに急テンポに、かつ低い水準まで低下した（図27）。こうした思い切った金融政策を發動してきたことが、大恐慌当時の米国でみられたような通貨の収縮を食い止め、デフレーションを防ぐことに貢献した（前掲図26）。しかしながら、日本経済が停滞していることもまた事実である。このことは、主として金融政策によってもたらされたものといえるだろうか。

なるほどマネーサプライ（M2+CD）の伸び率は年率2.5%程度で決して高いとはいえないが<sup>20</sup>、思い切った金融政策の下で1993年以降安定的に伸びており、その下で実質GDPが1%程度で停滞している、という状況が続いている。

それでは、この間の金融政策についての反省点は何だろうか。検証すべき一つのポイントは、金融政策は最終的に思い切った金融緩和を行ったが、金融緩和の必要性の認識ないし実行タイミングや緩和のテンポ・幅に問題がなかったか、ということであろう。そうした点での検討材料を探ってみよう。

## (2) 金融緩和は遅れたのか

バブル崩壊後において、金融緩和政策への転換は、1991年7月における利下げ（公定歩合：6.0%→5.5%）を皮切りとして行われた。その後の日本経済の停滞に照らして、「金融緩和のテンポが遅きに失してオーバーキルになったのではないか」との声は少なくない。以下では、実際に金融緩和の実行タイミングやそのテンポ・幅に問題がなかったか、という点について検討を加える。

20 この間のマネーサプライ増加の中身にも、経済停滞の特質が反映されている。ちなみに、白川〔2000〕は、マネーサプライの増加率に対応した金融機関の資産増加率の内訳について、「民間向け貸出しの増加率は6%〔年率0.7%〕にとどまっており、政府向け信用の増加率62%〔同5.9%〕を大幅に下回っている。マネーサプライは日本銀行の金利引下げに金融機関が自動的に反応して増加するものではなく、金融機関が信用創造活動（企業の借入れ計画を審査して貸出しを行なったり有価証券に投資を行なうこと）を行なうことによってはじめて増加するものである。上述の政府向け信用と民間向け貸出しのコントラストは、金融機関にとって、自らのリスクテイク能力を前提とすると、採算性の高い貸出機会が多くなかったことを端的に物語っている」としている（〔 〕内は筆者による補記）。

図26 バブル崩壊と米国大恐慌の比較（株価、産出量、物価、マネー）

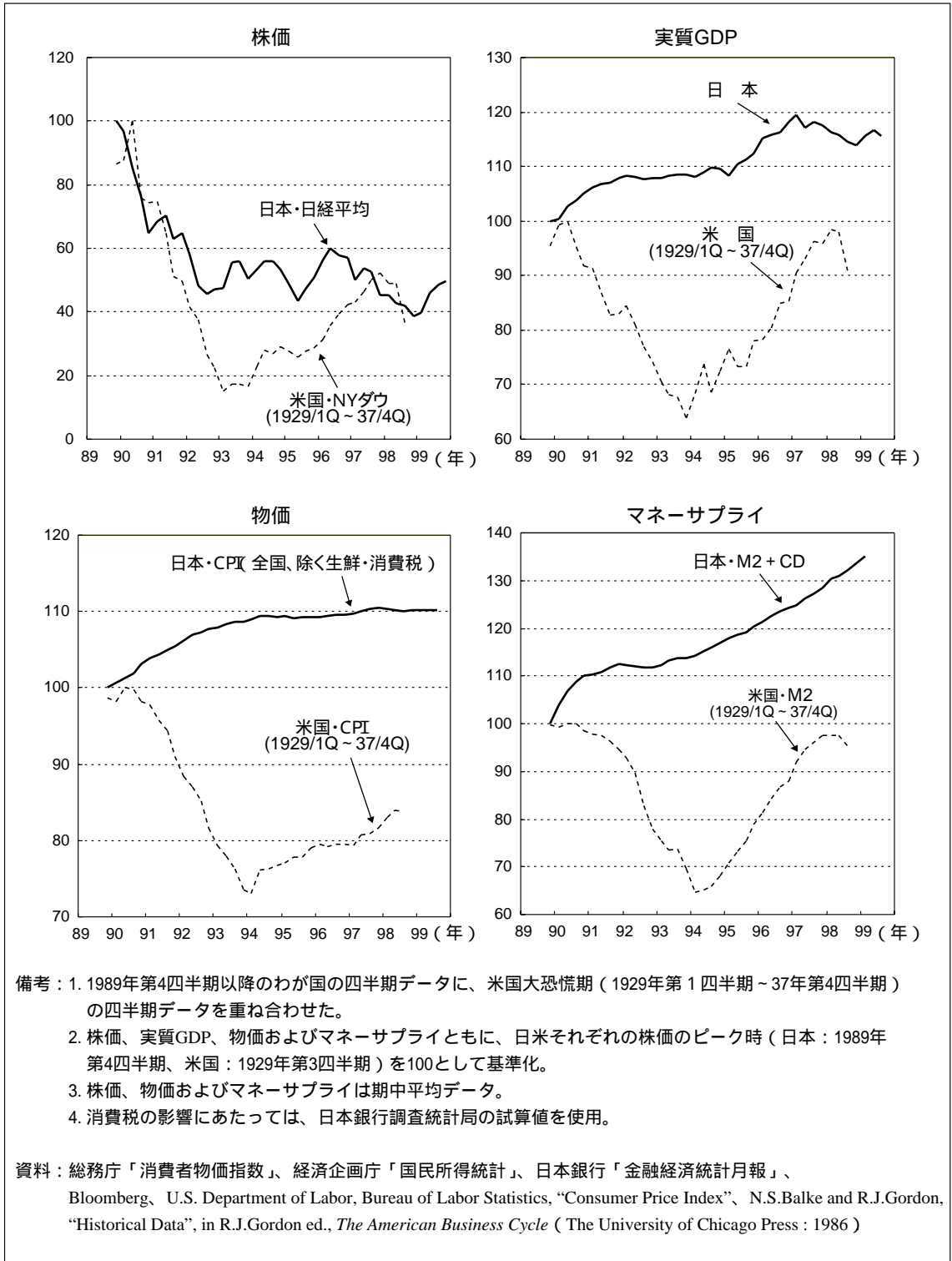
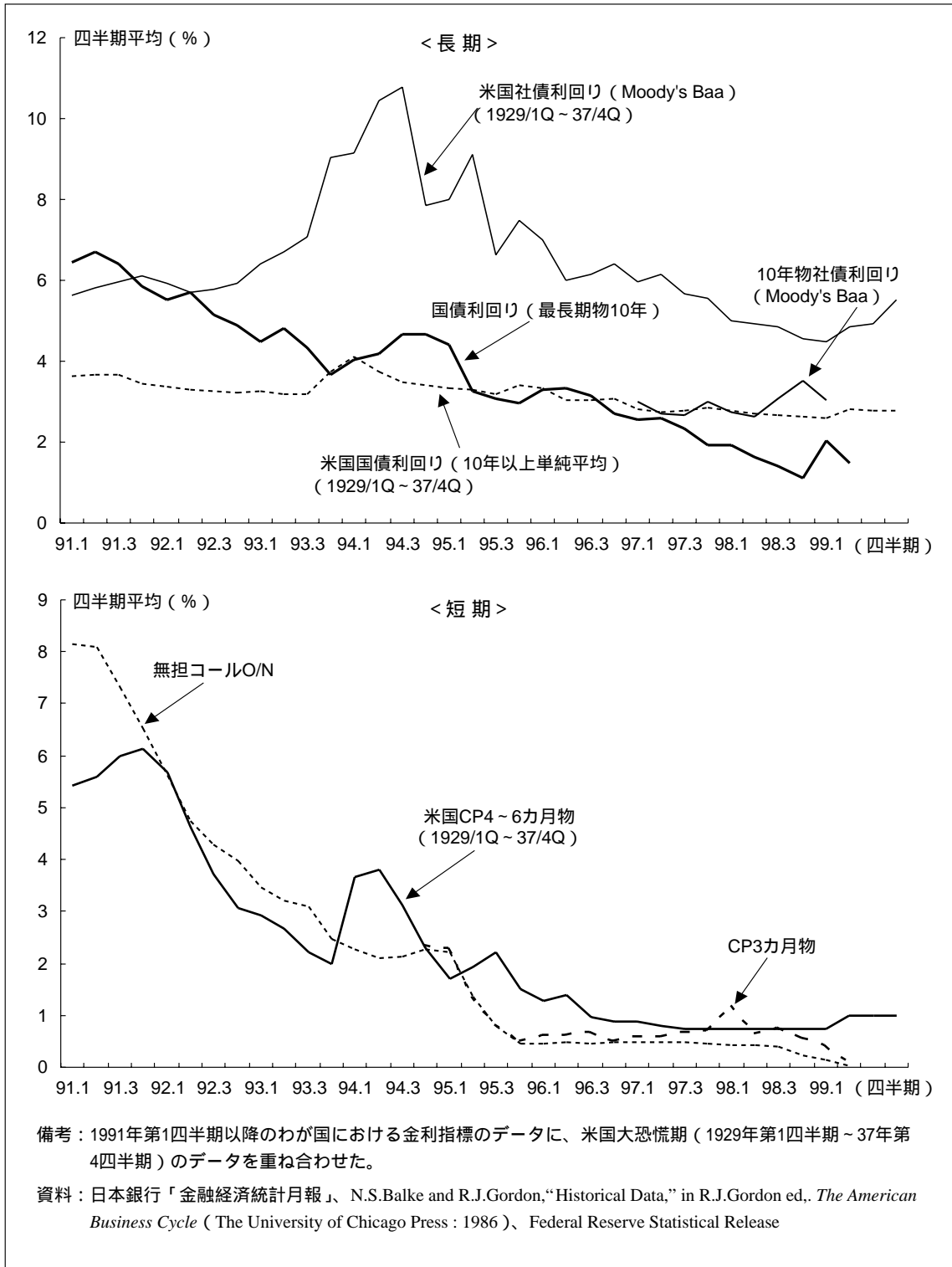


図27 バブル崩壊と米国大恐慌との比較（金利指標）



### イ．金融緩和への転換のタイミング

日本銀行は、1991年7月に公定歩合を6%から5.5%へと引き下げ、金融緩和への第一歩を踏み出している。さらに、1992年7月までの約1年の間に、これを含めた合計5回の利下げを実施し、6%から3.25%まで2.75%ポイント引き下げている。

こうした金融緩和への転換の時期は、どのように評価され得るであろうか。事後的に設定された経済企画庁の景気基準日付では、景気のピークは1991年2月である<sup>21</sup>。また、CPI上昇率をみても、1991年第1四半期にピーク（前年比3.2%）となった後、1991年第3四半期までは3%台の上昇が続いた。さらに、潜在的なインフレ・リスクとしての湾岸戦争（1991年2月に終結）といった特殊事情も影響していたと考えられる。以上を総括すると、景気の転換点、物価情勢との関係でみる限り、経済指標公表のタイムラグを考慮すると、比較的速やかなタイミングでの引下げであったとの評価が可能であろう。

### ロ．金融緩和のテンポと幅の評価

では、金融緩和のテンポと幅についてはどうであろうか。以下では、量的金融指標、テイラー・ルール、株式のイールド・スプレッド、実質短期金利水準の4通りの基準によって客観的な評価を試みる。

#### （量的金融指標による評価）

まず第1の評価基準として量的金融指標を用いて、金融緩和に関する事後的検討を行う。

翁 [ 1993 ] が指摘したように、マネーサプライが過大に供給された後で低い伸びを示す場合と正常な状態から伸び率が低下した場合とでは、伸び率が低下した時点でのマネーサプライの水準は異なってくる。従って、バブル崩壊期のマネーサプライを評価するうえでは、1980年代後半のバブル生成期にM2+CDが2桁前後の伸び率を続けたことを念頭におく必要がある。

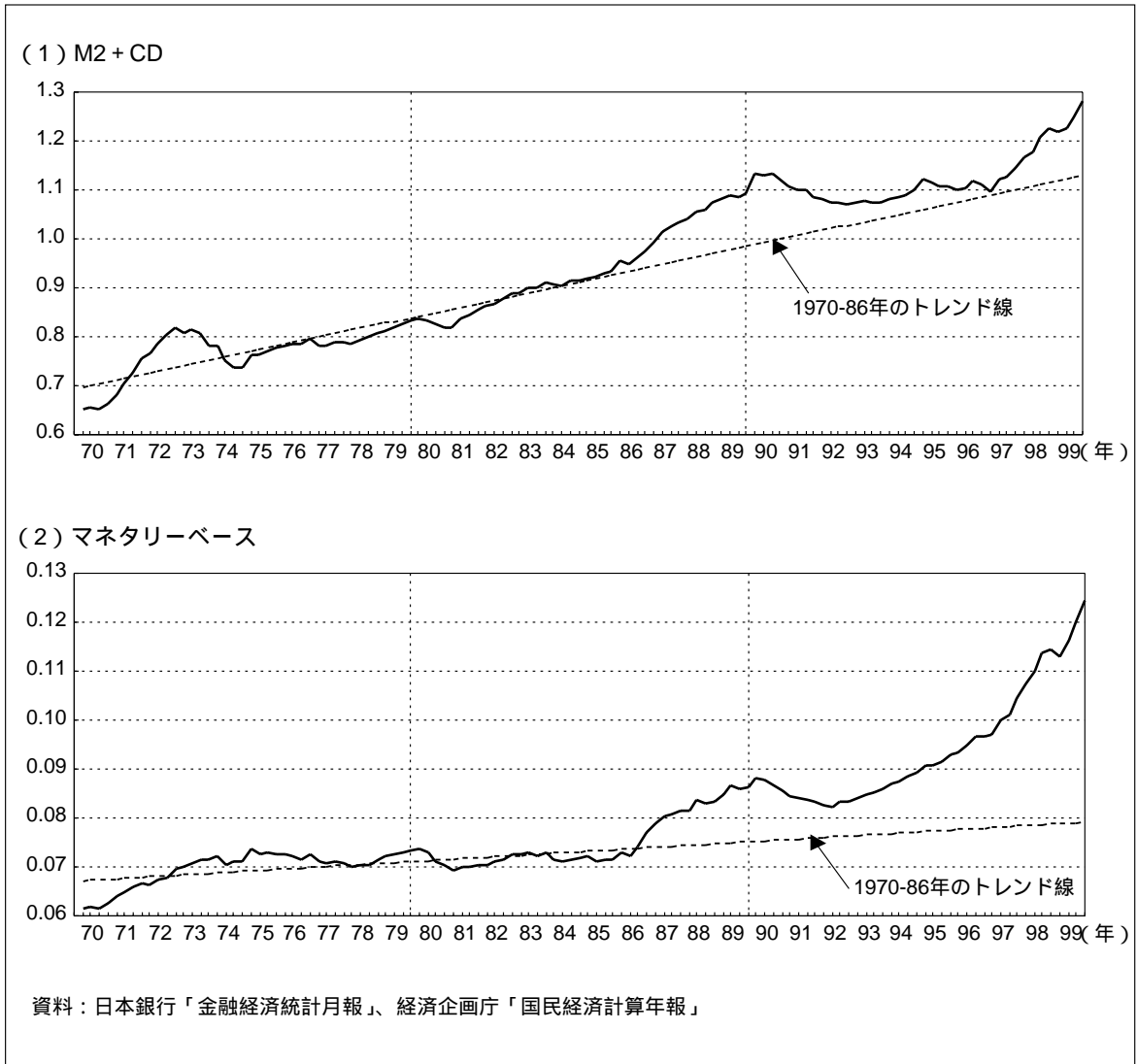
ここでは、マネーサプライの水準を実体経済活動水準との対比により評価するため、M2+CDおよびマネタリーベースに関するマーシャルの $k$ （ $=M2+CD$ あるいはマネタリーベース / 名目GDP）の動向をトレンド値（バブル生成・崩壊期以前の1970年から1986年までの長期時系列で算出したもの）との対比でみておく（図28）<sup>22</sup>。

まず、M2+CDについては、平残前年比が2桁の伸びとなった1987年頃からトレンド値を大幅に上回り始めたが、トレンドからの乖離は、1990年をピークとして縮小に向かい、バブル崩壊後は、1992年末にかけて急速に上方乖離幅が縮小し、その後は、ほぼ横這いでの動きとなった。ただし、この間のM2+CDに関するマーシャルの $k$ は、1986年までのトレンドを一貫して上回っている。

21 景気基準日付検討委員会では、1993年11月に1991年4月を暫定なピークと設定した後、1996年6月に1991年2月がピークであったことを正式に認定している。

22 マネタリーベースについては、預金準備率変更の影響を調整している。

図28 マーシャルのk



また、マネタリーベースについては、バブル期にトレンド値からの大幅な上方乖離がみられた後、乖離はM2+CD同様、1990年にピークを打っている。その後は、いったん1992年にかけて乖離幅が縮小した後、持続的な金融緩和の下で現金保有の機会費用が下がる中、マネタリーベースの太宗を占める現金通貨の発行増等を背景に、トレンドからの上方乖離幅が大きく拡大している。

M2+CDとマネタリーベースの水準という観点から、金融緩和政策の評価を行えば、マーシャルのkは、1990年代を通じて1986年以前のトレンドから上方に乖離し

であり、少なくとも量的な水準が不足していたとは考えられない<sup>23</sup>。その意味では、潤沢な流動性供給が行われていたと考えられる<sup>24</sup>。

ただし、マーシャルのkのトレンドからの乖離は、マネタリーベースでは1992年に降一貫して拡大しているのに対し、M2+CDは1992年から1996年ぐらいは概ね横ばい圏内の動きを示したほか、1997年にはトレンド付近までいったん低下している。こうした両者の動きの違いは、金融仲介機能の低下により、マネタリーベース供給拡大の効果が減殺されていた可能性を示唆している<sup>25</sup>。

(テイラー・ルールによる評価)

次に、第2の評価基準として、金融緩和のテンポと幅を、テイラー・ルール (Taylor [1993]) に代表される政策反応関数に照らして検証してみる<sup>26</sup>。

ここでは、いくつかの想定をにおいてテイラー・ルールによるターゲット・レートを試算し、コールレートのピークとなった1991年第2四半期を出発点として、両者の低下テンポ・幅を比較する(図29)<sup>27</sup>。テイラー・ルールのパラメータは、インフレ率とGDPギャップの両者に比較的大きなウエイトをおく場合(インフレ率、GDPギャップのパラメータをそれぞれ1.5、1.0と想定)と、インフレ率を重視し、相対的にGDPギャップへのウエイトを小さくみる場合(同じく2.0、0.3)の2通りのケースを想定する<sup>28</sup>。また、テイラー・ルールの設定は、金利スムージングの効果

23 ただし、脚注20でも指摘したとおり、この間のマネーサプライ増加に対応した金融機関の資産増加は、その太宗が国債保有に振り向けられ、貸出の伸びは低水準にとどまっている。その意味では、バランス・シート調整の影響は無視し得ず、マネーサプライ増加の景気押し上げ効果は限定的なものにとどまったと考えられる。

24 金融機関の貸出態度というやや主観性を含んだ指標でみても、金融緩和への転換が図られた後は速やかに「緩い」超の方向に転じており、クレジット・クランチの影響が窺われた1997年秋から1998年にかけての一時を除けば、マクロ的にみれば金融面での量的逼迫感はなかったと考えられる。

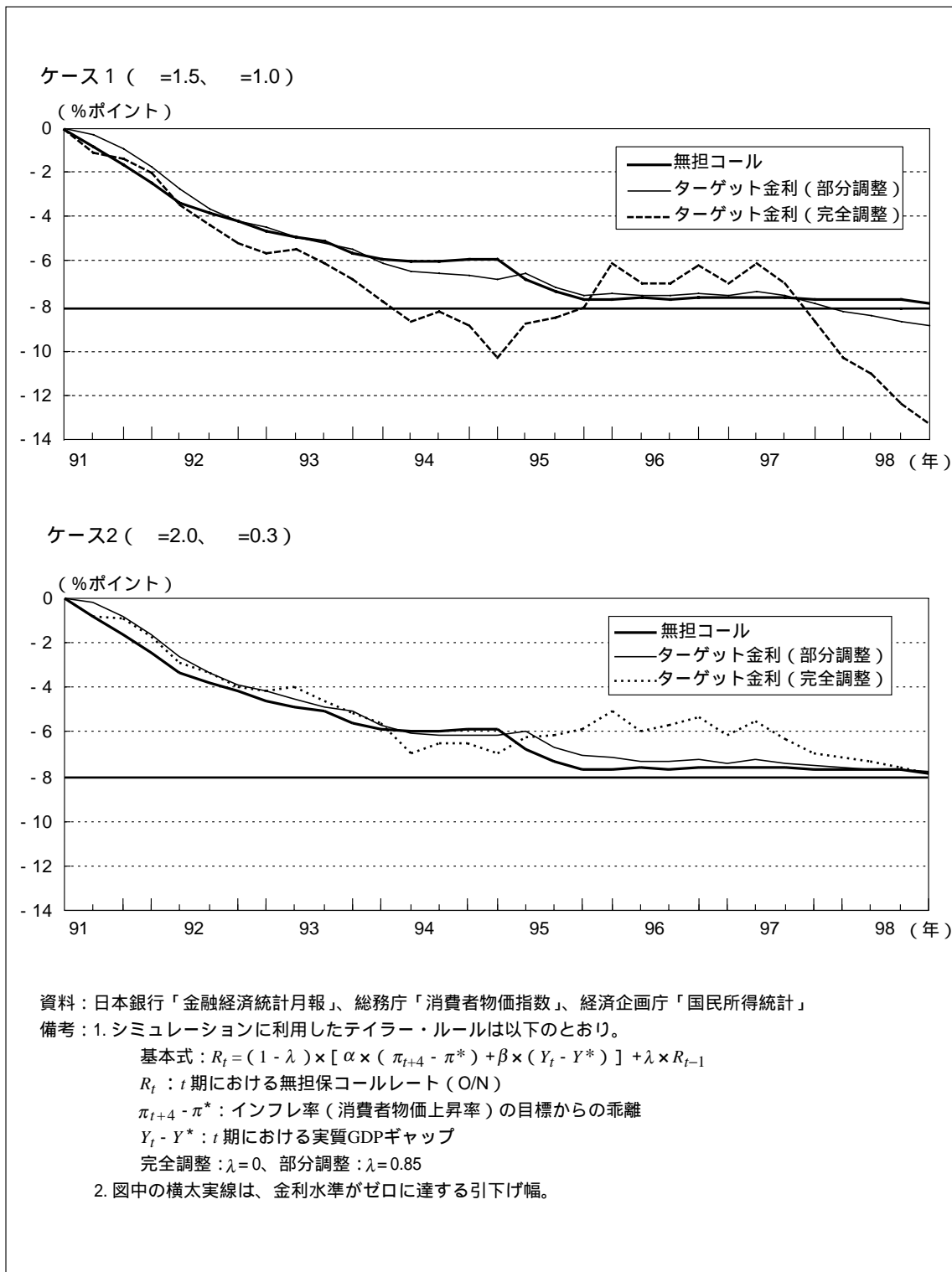
25 なお、1999年中の信用乗数の低下は、ゼロ金利政策の採用によるマネタリーベース保有の機会費用低下を反映した部分が大きいと考えられる。実際、金融システム不安は1997年から1998年に大きく高まったが、その後、公的資金投入策を含む政策対応がとられた結果、1999年に入ってから沈静化しており、金融仲介機能の低下は一服している。

26 Meyer [2000] は、テイラー・ルールを、金融政策の目標であるインフレ率とGDPギャップを変数として、GDPギャップがインフレの先行指標であるという意味でプリエンティブな要素を取り込んだ、しかもシンプルなルールであるとして、長期的な物価安定と短期的な景気変動の安定化の両者を視野に入れて裁量的な政策運営を行ううえでの魅力的な考え方と評価している。ただし、その推計にはGDPギャップが使われるため、潜在成長率のトレンドが変化していないことが重要な仮定となるが、Orphanides *et al.* [1999] は、GDP統計の事後的な改定等によるGDPギャップの計測誤差が大きく、リアル・タイムでの判断と事後的な判断との間に乖離が生じることを指摘している。わが国では、GDPギャップの計測誤差がどの程度の影響を及ぼすかとの点は検証されていないが、テイラー・ルールによる短期金利水準の評価についても、その意味では、後知恵としての要素は排除できない。

27 ここでは、1991年第2四半期の金利水準をベンチマークとして、累積的な金利低下の大きさを比較しているため、テイラー・ルールによるターゲット金利を計算する際、均衡実質短期金利、目標インフレ率をどう仮定するかは、シミュレーションの結果に影響を与えない。

28 シミュレーションに利用するテイラー・ルールのパラメータは、木村・種村 [2000]、Bernanke and Gertler [1999] の推計値を基に設定している。ただし、後者の推計では、月次データを利用しているため、GDPギャップの代わりに、鉱工業生産指数のトレンドからの乖離を利用している。

図29 テイラー・ルールによる評価





を考慮するケース（部分調整）と考慮しないケース（完全調整）の2通りのケースを考える。なお、部分調整のパラメータは0.85と想定している。

この図をみると、コールレートは、1991年第2四半期から1994年第1四半期にかけて、6%ポイント程度低下している。この間、テイラー・ルールを基に算出されたターゲット・レートは、インフレ率とGDPギャップの両者に比較的大きなウエイトをおく場合の方が低下テンポは急であるが、いずれの結果においても、概ね6~8%ポイント程度の低下の範囲内にある。この結果、コールレートとターゲット・レートの乖離は、かなり限定的なものにとどまっている。

従って、テイラー・ルールをベンチマークとして、金融緩和のテンポと幅を評価すれば、景気・物価指標との同時的關係をみる限り、比較的速やかであったということができよう。

（株式のイールド・スプレッドによる評価）

第3の評価基準として、株式のイールド・スプレッドの変化と金利低下の関係をチェックしておく。

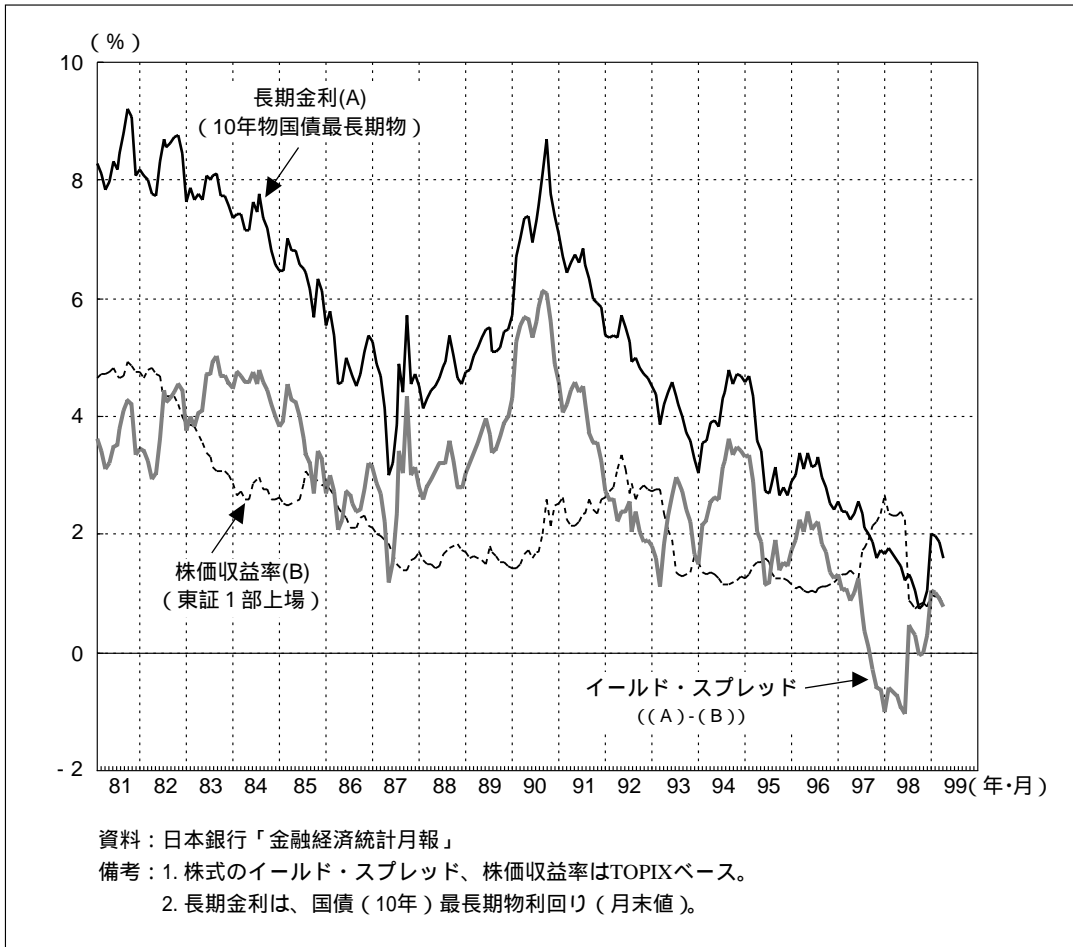
バブル崩壊が实体经济に及ぼした影響として、バブルを支えた強気の期待の崩壊が、リスク・プレミアム調整済みの期待成長率（期待成長率の低下またはリスク・プレミアムの上昇、あるいはその両者）を押し下げ、金利水準が不変であっても、金融引締め効果を増幅し、また、金利引下げの効果を低減させるメカニズムが働いていたことが考えられる。すなわち、バブルの発生・拡大期は期待が著しく強気化していたため、金利が多少上昇してもそうした期待はほとんど変化しなかった。そのような状況の下で、期待の変化を生み出す金利の上昇幅はかなり大きなものとならざるを得ない。このことは逆にいえば、期待が修正されるまでは高金利であっても引締効果はあまり発揮されないが、いったん期待の修正が行われた場合の景気への下方圧力は、もともとの金利上昇の効果に、さらに期待の修正の効果が加わることになるため極めて大きくなることを意味している。

こうした観点から、将来に対する期待の代理変数として株式のイールド・スプレッドをみると（図30）<sup>29</sup>、1989年の引締開始後も1990年夏まで上昇し、その後1990年秋頃から大きく下方修正されている。具体的には、株式のイールド・スプレッドは、金融緩和の開始に先立って、1990年央から年末にかけて、2%ポイント程度低下し、1991年7月の金融緩和への転換以降、1992年夏頃にかけてさらに約2%ポイント低下している。

一方、1992年にかけての金融緩和のテンポとその大きさについてみると、金融緩和が開始された後、公定歩合は1991年7月を皮切りに、1992年7月まで計5回にわたって引き下げられ、6%から3.25%まで2.75%ポイント低下した。従って、1991年

29 翁・白川・白塚 [2000] がバブル生成期について指摘したことと同様に、バブル崩壊後のイールド・スプレッドの変化については、期待成長率の低下とリスク・プレミアムの拡大が資産価格に同一方向に作用するため、これを分解することは必ずしも重要ではないと考えられる。

図30 株式のイールド・スプレッドの推移



夏から1992年夏にかけての金利引下げは、株式のイールド・スプレッドの低下に概ね見合ったものであったとの評価もできよう。

ただし、株式のイールド・スプレッドは、金融緩和の開始に先立って、1990年央から年末にかけて、2%ポイント程度低下している。上述したとおり、いったん期待の修正が行われた場合の景気への下方圧力は、もともとの金利上昇の効果に、さらに期待の修正の効果が加わり極めて大きくなる。従って、この点を加味し、金融緩和へ転換した1991年7月以降、もう少し大幅な金利引下げを行う必要があったとの議論も可能であろう。

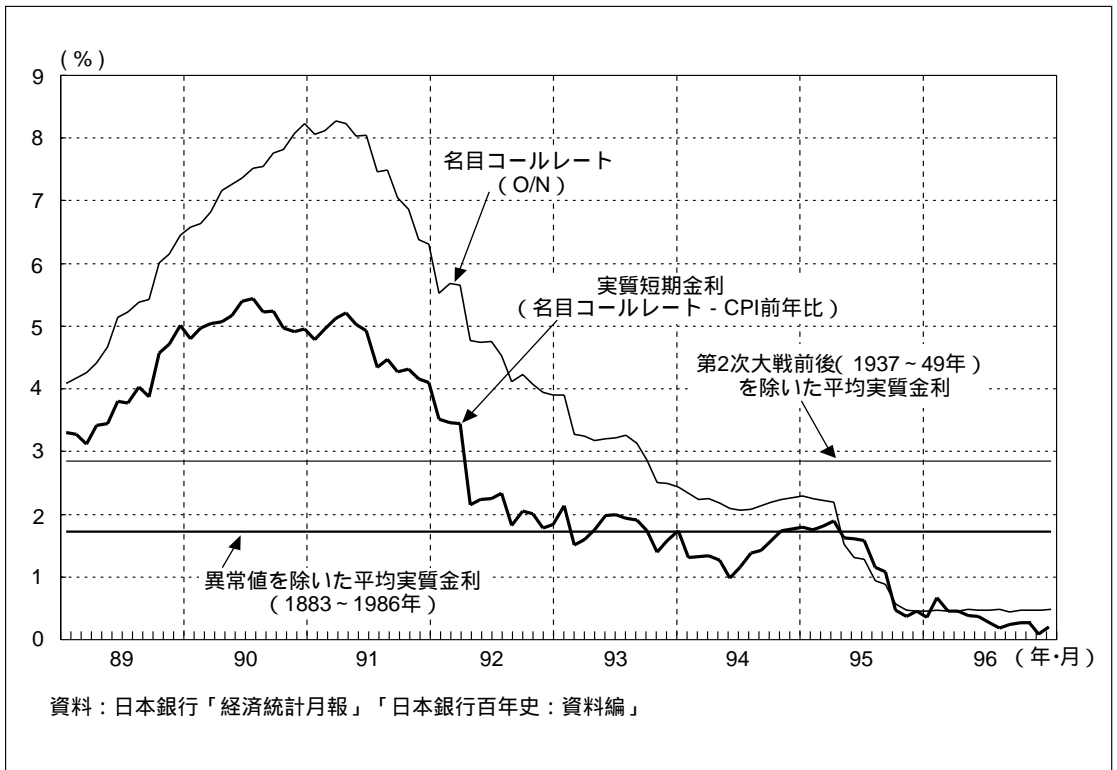
（実質金利による評価）

第4の基準は、Blinder [ 1998 ] が指摘したように、景気に対して「中立的な」実質短期金利を長期時系列から事後的に計算し、これを一種のベンチマークとして各時点での実質金利の水準と比較するものである。

ここでは、中立的な実質短期金利として、公定歩合および消費者物価のデータが得られる1883年以降バブル期直前の1986年までの間につき、公定歩合（月末値の年平均）から消費者物価指数（年平均）の前年比を差し引いて算出した事後的な短期実質金利を使うことにする<sup>30</sup>。この期間のうち、第2次大戦前後の期間（1937～49年）を除いて平均すると2.85%、実質短期金利の絶対値が10%を上回る時期を異常値として除外して平均すると1.72%になる。従って、景気に対して中立的な実質短期金利の水準が、大まかにみて上記2つの試算値の間に位置すると推測される。

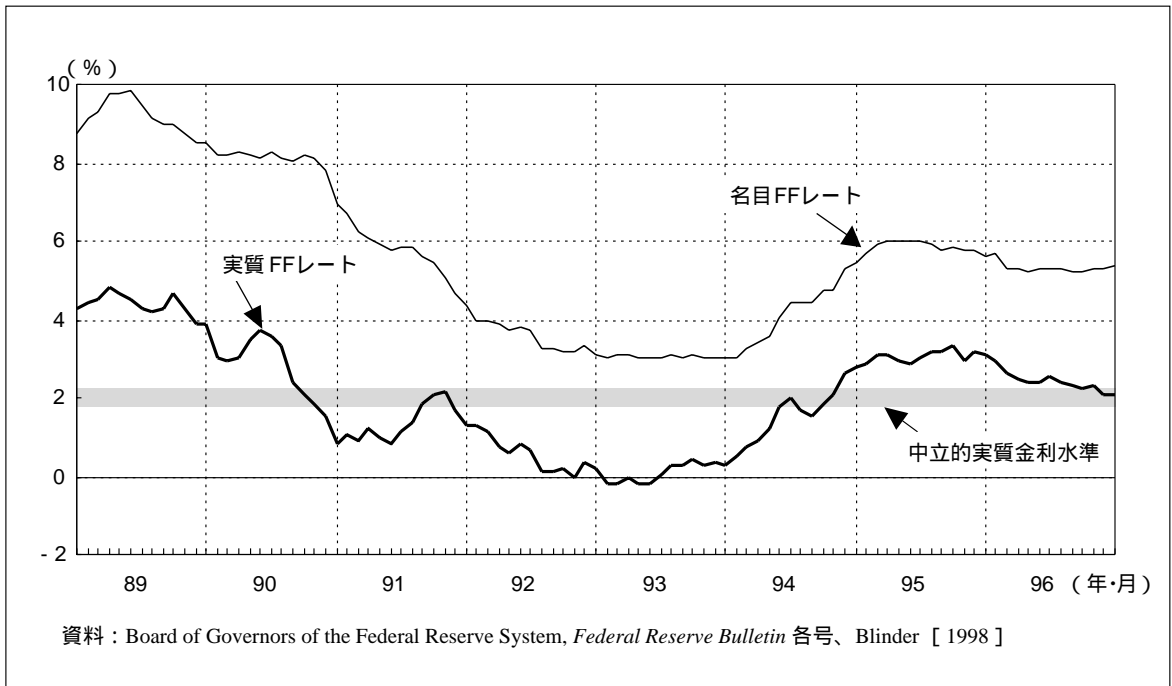
バブル崩壊後の実質金利の推移をみると（図31）、1991年夏頃まで5%程度の水準に高止まっていたものの、1991年7月の金融緩和への転換を契機に低下しはじめ、1991年末には4%程度となった。さらに、1992年央にかけては2%程度まで急速に低下し、中立金利の下限近くにまで達した。短期実質金利は、その後も1994年央にかけて低下を続け、1993年後半から1994年央にかけては、中立金利の下限を若干下回って推移した。その後、1995年初にかけて、実質短期金利は中立的な範囲へと若干上

図31 実質短期金利の推移



30 1980年代以前においては、規制金利の下で、預貯金・貸出金利は公定歩合に連動して決定されていた。従って、金融自由化の進展した1990年代において、金融政策の操作目標となっているコールレートを評価するベンチマークとして利用可能な短期金利の長期時系列としては、公定歩合が適当と考えられる。

図32 米国の実質短期金利



昇した後、1995年前半の急速な円高進行を受けた一段の金融緩和策の実施から、0.5%程度まで再び大きく低下した。

こうした金融緩和転換後の実質短期金利の動きについては、事後的にみれば、以下のような評価が可能であろう。すなわち、平成景気のインフレ圧力を相殺するためには、実質短期金利を中立的な水準から2%ポイント以上も上回る水準に1年半近くも据え置く必要があった。こうした高い実質金利水準は、1991年夏の金融緩和への転換後、中立的な水準までは極めて迅速に調整された。しかしながら、その後の金利低下は漸進的なものであった。また、1994年央から1995年初にかけては、名目短期金利が横這いで推移する中でインフレ率が低下したため、実質短期金利は中立金利の範囲内へとむしろ上昇していた。

1990年代前半の米国では、金融機関の不良債権問題が表面化し、クレジット・クラッシュの影響が拡大する中で、実質FFレートは、1991年末から1994年央頃まで中立金利を下回る水準にあり、特に1993年前半には実質マイナス金利となっていた(図32)。こうした米国の経験を踏まえると、バブル崩壊によって増幅された景気後退圧力に対処するためには、さらに踏み込んだ金利引下げが必要であったという議論はあり得よう。

## (4つの基準からの評価の総括)

ここで、上記4つの判断基準に基づく検討結果を総括しておこう。まず、マネーの量的水準については、名目GDPとの対比でみて、供給量が不足していたとすることは難しい。また、金融緩和のテンポと幅についても、景気・物価指標との同時的な関係というテイラー・ルールに基づく検証からは、比較的速やかであったといえる。しかしながら、株式のイールド・スプレッドや実質短期金利の水準からは、金融緩和に転換するまでの間に生じたバブル崩壊に伴う初期的なショックや、その後に顕現化したバランス・シート調整の影響に対して、緩和の大きさがやや不足していたということになる。

## (3) 暫定的な評価の総括

以上の分析を踏まえ、以下ではバブル崩壊後の金融政策の運営に対して、中間的な総括を試みる。

## イ．金融政策対応の評価

ここまでの金融緩和のタイミングとその後の緩和のテンポ・スピードに関する分析結果を整理すれば、金融緩和への転換は総じて速やかであったものの、当初の緩和の大きさは、通常のストック・サイクルに見合ったものであり、後から振り返ってみると、バブル崩壊の影響を十分予見したものではなかった、ということになる。

しかしながら、ここでの評価は、主として、いくつかの簡便な判断基準を機械的にあてはめた試みであり、リアルタイムでの政策判断の妥当性を検証するうえでは、おのずから限界が存在する点は否めない。バブルは崩壊してみてバブルであったことがわかる性格のものであり、その崩壊の初期において、将来のあり得べき調整の大きさを正確に予測することは極めて難しい。また、「バブル潰し」と呼ばれる当時の社会的風潮は、よりドラスティックな金融緩和を難しくする方向に作用していた<sup>31</sup>。中央銀行は決して独裁者ではなく、中長期的にみて国民からある程度理解や支持のない金融政策を遂行することは困難である。

以上を考慮すれば、バブル崩壊後の金融緩和は、ストック調整を中心とした通常の景気後退への対応策として考える限り、概ね妥当な判断であった、というのが筆者達の評価になる。

ただし、中央銀行として、今後の政策運営に資する教訓を導くうえでは、リアルタイムの判断の中で、当時、あり得べき調整の姿を正確に予測するうえで十分考慮されなかった要素があるとすれば、どのような点であるか、ということになる。

31 例えば、1989年12月に総裁に就任し、当初から金融引締めを進めた三重野日本銀行総裁（当時）に対して評論家が「平成の鬼平」なるあだ名をつけ、これが流布されたのも、「バブル潰し」を正義とする倫理的風潮が強かったことの証左であったと捉えられる。

この点を考えるうえでは、バブル崩壊後の景気後退メカニズムのうち、バランス・シート調整について、その影響に対する認識がある時点まで十分進まなかった、との問題が指摘されよう。

#### ロ．バランス・シート調整メカニズムに対する認識

この点について、今日振り返ってみて認識が不足していたと思われるのは、第1に「資産は消えても負債は残る」という事態が生じるという事実に関する認識であり、それは「資産価格は下がっても早晩回復する」との認識がある時点まで強かったためと考えられる<sup>32</sup>。第2に、負債は名目額が固定されている一方、資産価値が下落した結果生じる自己資本の減少が、経済のメカニズムとして何を意味するのかという点の理解であった<sup>33</sup>。

このようにバランス・シート調整のメカニズムへの理解、特にそのマクロ的なインパクトの大きさに対する認識が必ずしも十分でなかった理由についての一つの仮説は、キャピタル・ゲインとキャピタル・ロスは相殺しあって経済には中立的になるとの「ゼロ・サム」の錯覚」とでもいうべき考え方の影響である。こうした「ゼロ・サム」論は当時必ずしも明示的に主張されたわけではないが、資産価格の下落によって発生するキャピタル・ロスには、それに先立つキャピタル・ゲインが対応しており、その影響を過大視するのは適当でないという無意識的な判断が加わった可能性は否定できない。

キャピタル・ゲインの発生はその瞬間において自己資本の増加に対応するわけであるが、その後これが支出活動を積極化させ一部が消費されたり（例えば、資産効果による消費の拡大）、負債の取入れを伴いつつ投資を積極化させサック・コストになってしまえば、事後的に資産価格下落によって今度はキャピタル・ロスが発生した際には、「ゼロ・サム」ではなく「マイナス・サム」になることもある。

バランス・シート調整を巡っては、調整の大きさが時間の経過とともに拡大するとの点に関する認識も必ずしも十分であったとはいえない。すなわち、バブルの崩壊はそれに先立ってバブルが発生・拡大し、その当然の帰結として生じている以上、さまざまな調整は免れ得ない。しかしながら、「調整を要する大きさ」を一定と考えるか、それとも政策的な対応いかんで変わってくると考えるか、によって政策対応へのインプリケーションは異なる。政策対応が遅れれば景気はさらに悪化し、不

32 例えば、西村 [1999] は、「未曾有といわれた74年の列島改造後の地価下落も、1年だけ、5%程度のことだった。91年9月に地価下落の兆しが見えたとき、多くの人は列島改造後の経験を思い出し、地価は直ぐに反転すると思った」と述べている。

33 クレジット・クラッシュが大きな論争となった1990年代前半の米国においても、バランス・シート調整のメカニズムに対するFRBの理解は同様にやや遅れていたと推測される。すなわち、FRBは、1990年末の利下げ（0.25%）に続き、1991年1月初にも利下げ（0.25%）を実施したが、1990年中の銀行資産の増加率はわずかに1%にとどまった。こうした中、グリーンズパンFRB議長が、「時速50マイルの逆風（fifty miles per hour headwinds）」という比喻を使いながら、バランス・シート調整の影響を強調しはじめたのは1991年秋頃からである。当時の状況については、例えば、Beckner [1996] を参照。

良資産はさらに拡大するというように、必要な調整の規模が拡大すると考えるのであれば、政策の最終的な到達点が同じであったとしても、そこに至るスピードも問題になる。

#### 八．金融政策単独での対応の限界

もっとも、仮に、より早めにドラスティックな金融緩和が行われたとして、マネタリーベースとM2+CDの動きの乖離に示唆される金融仲介機能の低下を勘案すると、抜本的な不良債権問題の処理を行わないまま、金融緩和策だけで対応することには限界があったことは否定し難い。前述したように、今次バブル崩壊に伴い発生した不良債権の規模は、まさに未曾有の大きさであったし、この影響が累積的に拡大し、深刻な不況にまで行き着いてしまったことを考えると、金融政策単独での景気対策の限界は明らかである。実際、米国の1990年代前半の経験は、実質短期金利をゼロ付近にまで押し下げる金融緩和策と同時に、不良債権問題への対処が進められていた。

しかしながら、次章で検討するとおり、景気が停滞する下で、抜本的な不良債権処理を実施に移すコストは極めて大きいと認識され、結果として、短期的により容易に実行に移せる財政と金融の追加的な刺激策を継続する方向に進んだ。すなわち、結果的にみれば、1990年代の日本経済の場合は、マクロ的ショックの発生に伴う調整について、マクロ経済政策とプルーデンス政策の両面を通じて比較的長い時間をかけて進めていく方向性がとられたことになる。この評価を行うに当たっては、調整スピードを速めることは可能であったのか、調整スピードを遅らせたことに伴うコストとベネフィットは何であったのか、という点について考える必要がある<sup>34</sup>。

## 5. プルーデンス政策の対応を巡る検討

4章の最後でふれたように、1990年代の景気停滞に関しては、金融政策面のみならず、プルーデンス政策面についても検討を加えておく必要がある。日本の場合、プルーデンス政策は銀行監督当局と日本銀行の連携の下に実施されている。以下では、監督当局とは主として大蔵省（1998年6月以降は金融監督庁＜2000年7月より金融庁＞および大蔵省）を指す<sup>35</sup>。

34 なお、マクロ経済政策によりいわば「時間を買う」ことで、不良債権問題が与える影響に関する認識を遅らせて危機感の高まりを抑え、プルーデンス政策における時間稼ぎを可能にした面があったものと考えられる。

35 系統金融機関等一部の金融機関については、都道府県、農水省などが監督当局となる。

## (1) ブルーデンス政策で達成し得たことは何か

ブルーデンス政策に関しても、日本銀行はさまざまな批判を受けている。最大の批判は、監督当局とともに問題を表面化させないよう時間をかけた解決の道を選んだことが、結果的に大きなコストを伴ったのではないかと、というものである<sup>36</sup>。

しかしながら、中央銀行がブルーデンス政策にかかわる最終的な目標は金融システムの安定である。そのために、システミック・リスクの回避が極めて重要であることを考えると、破綻処理法制や包括的なセーフティ・ネットが未整備という所与の条件の下で、預金取付けの広範な伝播等によるシステミック・リスクの顕現化（金融システムの全面的な機能不全）が回避された意義は大きいといえる。この点は、金融政策とあいまって、日本経済がデフレ・スパイラルに陥ることを阻止し得た一因となっている。従って、ブルーデンス政策の評価は、はたしてより少ないコストないしリスクで同様の結果を得ることができたかどうか、という観点からなされるべきであろう。

## (2) 銀行の不良債権問題とブルーデンス政策

わが国における不良債権問題のコストを考えるうえでは、その解決に要した時間の長さが重要な論点となる。

処理に長い時間を要した基本的な背景として、破綻処理法制や問題の規模に応じた包括的なセーフティ・ネットの整備が遅れたことが指摘される。その結果、金融機関の破綻処理に当たって、業界内のリスク・シェアリングに頼らざるを得ないという状況が長期に亘って続いた（金融システム安定等に関する動きは表3を参照）<sup>37</sup>。破綻処理法制や包括的セーフティ・ネットの整備が遅れた要因については、論者に

36 2000年2月21日付日本経済新聞（朝刊）に掲載された「検証バブル 犯意なき過ち」と題する記事によれば、日本銀行は、1993年当時より、わが国の不良債権問題の深刻さを認識し、銀行への公的資金の投入や破綻銀行の受皿金融機関の設立といった金融システム危機の打開策を大蔵省に提案したが、受け入れられなかったとされている。また、ブルーデンス政策の実行に法制度の整備が必要な場合には、当然のことながら、監督当局や日本銀行が独力でこれをなし得るものではなく、国会の判断とこれを支える国民的な合意を要する。しかしながら、仮に日本経済新聞に報道されているような事実が存在したとしても、また当時の国会や国民の判断がどうであったかとの事情を勘案するとしても、当時の日本銀行が国会や国民に対し直接広く働きかけを行ったという証左がない以上、「日本銀行は監督当局とともに問題を表面化させないよう時間をかけた解決の道を選んだ」との見方を否定することは困難であろう。

37 バブル崩壊後の銀行破綻処理に対する標準的な批判は、例えば清水・堀内[1997]で指摘されているように、金融自由化によって「免許価値」（銀行と顧客である預金者や融資先企業との長期的関係など銀行が存続しなければ維持されない再生産不可能な固定資産）が減少し、銀行業界内に支援・救済合併を行う経済合理性がなくなってきたにもかかわらず、監督当局が破綻処理において引続き銀行業界内でのリスク・シェアリング（「奉加帳」方式）に依存してきた、というものである。しかし、その根元にさかのぼれば、やはり銀行破綻処理法制や包括的セーフティ・ネットの整備の遅れに行き当たる。



表3 金融システム安定等に関する動き

年 月	主要事項
1971年	預金保険制度創設
1986年	預金保険法改正法成立(資金援助制度導入)
1992年 4月	東邦相互銀行の処理(伊予銀行による救済合併)に初めて預金保険機構の貸付による資金援助を適用
10月	東洋信用金庫の処理(三和銀行による救済合併)に初めて預金保険機構の金銭贈与による資金援助を適用
1994年 12月	東京協和信用組合と安全信用組合の処理策を発表
1995年 1月	東京共同銀行設立(銀行免許を付与)
6月	大蔵省、「金融システムの機能回復について」を発表(この中で95年3月末時点の預金取扱金融機関の不良債権額<破綻先・延滞債権および金利減免等債権の合計>を約40兆円と公表)。与党3党(自民、社民、さきがけ)、住宅金融専門会社(住専)の不良債権問題のためのプロジェクトチームを設置
7月	東京都、コスモ信用組合に対して業務停止命令を発出
8月	大阪府、木津信用組合に対して業務停止命令を発出 兵庫銀行の処理策を発表(受皿銀行として「みどり銀行」を設立、預金保険機構が同行に対し金銭贈与を実施)
9月	大和銀行がニューヨーク支店の現地囑託行員の不正取引隠蔽による損失(約11億ドル<約1,100億円>)を公表
11月	大和銀行が米国からの撤退命令に同意
12月	「住専問題の具体的な処理方策について」閣議決定 金融制度調査会答申「金融システム安定化のための諸施策」を発表
1996年 6月	金融6法(住専法および関連法、預金保険法改正法、更生特例法、経営の健全性の確保のための法律、貯金保険法改正法)成立(特別資金援助制度<2001年3月末までの時限的措置として全債務全額保護>導入、整理回収銀行に關連する規定を整備、早期是正制度導入決定<実施は98年4月から>)
7月	住宅金融債権管理機構設立
9月	整理回収銀行設立、(社)新金融安定化基金設立
11月	阪和銀行に対して業務停止命令を発出 日本版ビッグバンの提唱
1997年 4月	日本債券信用銀行の経営再建策を発表(民間銀行等による新株引受け、新金融安定化基金による優先株引受け)
7月	日本版ビッグバンの具体的構想を公表
11月	三洋証券、会社更生法の適用を申請(コール市場で戦後初の債務不履行発生) 北海道拓殖銀行、山一證券、徳陽シティ銀行等の破綻処理発表
12月	預金保険法改正法成立(破綻銀行同士の合併に対する資金援助制度<特定合併>を導入)
1998年 2月	預金保険法改正法、金融安定化緊急措置法成立(金融危機管理審査委員会発足、30兆円の公的資金導入、整理回収銀行を一般金融機関にも拡充)
3月	金融危機管理審査委員会が公的資金による優先株式、劣後債等引受け承認(主要17行に対し合計1.8兆円程度) 土地の再評価に関する法律成立(98、99年3月期の時限措置)
4月	早期是正措置の導入 新日本銀行法、改正外為法施行
6月	金融システム改革(日本版ビッグバン)関連4法成立 金融監督庁発足
7月	政府・与党が「金融再生トータルプラン」を発表
10月	金融再生関連法(金融機能再生緊急措置法、金融機能早期健全化緊急措置法、預保法改正法、サービサー法、競売制度関連2法、根抵当権譲渡臨時措置法)成立(この結果、特別公的管理制度導入、公的資金枠を60兆円に拡充) 金融危機管理審査委員会廃止 日本長期信用銀行の特別公的管理実施
12月	日本債券信用銀行の特別公的管理実施 金融再生委員会発足
1999年 1月	「金融再生委員会の運営基本方針」議決
3月	金融再生委員会、主要15行への資本増強承認(合計約7.5兆円)
9月	金融再生委員会、地銀4行への資本増強承認(合計2,600億円)
12月	与党3党が預金保険制度に係る特例措置(預金保険機構による特別資金援助<全債務全額保護>)の廃止時期を2001年3月末から2002年3月末まで延期することを合意 宮沢蔵相、預金保険機構の公的資金枠を70兆円に拡大する方針を表明(交付国債の6兆円上積みなど)

資料：西村〔1999〕、全国銀行協会『金融』各号、『預金保険機構年報』各号等

よって極めて多岐にわたる指摘がなされてきている<sup>38</sup>。しかしながら、以下で述べるようにさまざまな要因が複雑に絡み合い、問題の解決を困難にしていたと思われる。

#### イ．銀行破綻処理の長期化の構図

まず、大口預金者・投資家に損失負担を強いる形で金融機関の破綻処理を進めるにせよ、あるいは、預金者・投資家を全面的に保護するような包括的セーフティ・ネット（場合によっては公的資金の活用をも含むもの）を構築するにせよ、不良債権問題の実態や銀行の経営内容に関する情報開示が前提になる。すなわち、上記のいずれの場合であっても、十分な情報開示がなされていないならば、国民的理解を得ることは困難である。

しかし、その一方で、大規模な不良債権問題が既に発生してしまっている中にあっては、破綻処理法制や包括的なセーフティ・ネットが未整備のまま情報開示を一気に進めた場合、金融システム不安を招き、結果的にシステミック・リスクが顕現化する可能性も排除し得ない。このため、監督当局は、必要な制度の整備がなされるまでの間に自力再建の困難な金融機関が現れた場合、システミック・リスクの顕現化を確実に回避するため、有力な支援・救済合併先（あるいは破綻処理における受皿）がみつかるまで、経営破綻の表面化を避け、資金繰りをつけて時間を稼ぎながら期間収益等による不良債権処理を徐々に進める方針を選んだと考えられる。

そうした処理を続ける以上、不良債権問題の全体像や銀行の健全性にかかわる情報は、監督当局と日本銀行を中心とする狭い範囲に保持され、外部への情報開示は、漸進的なものとならざるを得ない。従って、市場規律は働きにくく、銀行は経営破綻の瀬戸際にあっても、危機的な株価下落や格下げといった圧力にさらされることなく、資金調達可能な場合もあった。金融機関は、資金繰りがつく限り営業が継続できるため、当時の状況にはある種の安定性があり、情報が不十分な外部からは、こうした状況に対する批判はそれほど高まらなかった。こうした状況の中で、システミック・リスクは未然に回避されたが、そのこと自体が、破綻処理法制や包括的なセーフティ・ネットの整備への原動力を弱める要因ともなり、本来はこうした制度整備までの時間稼ぎである状態をむしろ長期化させる方向に作用したと考えられる<sup>39</sup>。

38 例えば、吉富 [1998] は、銀行破綻処理が先延ばしされた原因について、銀行経営者、監督当局および政治家の3者の間で責任追及回避のための一種のもたれあいの構図があったと指摘している（pp.136-137）。すなわち、預金者保護を図りつつ銀行危機の早期解決に必要な公的資金導入について、銀行経営者は経営責任追及やリストラ要求を避ける誘因、監督当局は監督責任追及を避ける誘因、政治家は税金を「銀行救済」に使ったとの批判を避ける誘因がおのおのあり、関係者の中で公的資金導入がこうした責任追及を伴うことを懸念して銀行危機を早期に解決する方向に向かわなかったと述べている。このほか、監督当局が財政当局内にあったことに伴う利益相反や、破綻処理の先送りに伴う追貸して不良債権が増大することを軽視していたことに対する批判もある。

39 むろん、1986年7月の預金保険法改正の際に追加された預金保険の資金援助機能は発動可能であったし、現に1992年の東邦相互銀行のケースに境に実際にも用いられるようになった。しかしながら、現実には、

## ロ．時間稼ぎとマクロ経済シナリオ

こうした経緯に対する当然の批判は、監督当局はもっと早期に必要な制度の整備に動くべきだった、というものである。しかし監督当局・金融機関経営者ともに、ある時点までは、景気が早晩回復し、地価が反転すれば、不良債権問題は自然治癒するという期待があったと思われる。特に、地価は、バブル期において、中小企業やノンバンク等が銀行から調達した資金で土地投資を活発に行っていたほか、都銀等の大手行がこれまで取引関係のなかった中小企業等に貸出を行うに当たって土地担保を多用したことなどから、その動向が銀行の不良債権問題の規模に大きな影響を及ぼす要因となっていた。

景気や資産価格の回復期待は、程度の差こそあれバブル崩壊後の初期においては比較的広く共有されていたと思われる<sup>40</sup>。また、バブル生成期に強まった「土地神話」(地価は右肩上がりに上昇し続けるとの期待)を背景に、かなり長期にわたり、ある程度の水準調整が行われたあと持ち直す、との見方は根強かった。

## ハ．時間稼ぎのコストとベネフィット

地価の回復が期待できないことが明確になってからは、時間稼ぎの主たる目的は、破綻処理法制や包括的なセーフティ・ネットの整備に要する時間を稼ぐことにあったと考えられる。しかしながら、結果的には、大手金融機関の破綻によりシステムミック・リスク顕現化への入り口を垣間見るといふ危機的な状況が生じるまで、公的資金導入を含む包括的なセーフティ・ネットの構築は実現しなかった<sup>41</sup>。

この結果について、公的資金導入を含む包括的なセーフティ・ネットの構築に向けた国民的合意形成には大型破綻等による危機的状況の現実化という「ショック」が必要不可欠なものであったと解釈すれば、もともと時間稼ぎから期待し得るベネフィットは限定的なものにすぎなかったとの見方もできる。しかしながら、監督当

---

例えば、資金援助は合併を前提としており、破綻先・救済先両者の株主総会での特別決議が必要であり、機動性に欠けていたことなど、その機能にも制約が強かった。このため、支援・救済先の協力や業界のリスク・シェアリングを含むパッケージの中での「構成要素」としてしか運用できなかった。特に、当時の預金保険機構の資金援助機能については、あくまでも受皿がある場合に、ペイオフコストの範囲内で行われるものであったことが、これを運用するうえでの決定的な限界となっていたものと思われる。そうした中で、1996年6月の預金保険法改正では、預金保険料率の引上げによる預金保険機構の財務基盤の拡充を引当てとして、ペイオフコストを超える資金援助が可能とされるとともに、信用組合の破綻処理に限っては公的資金導入の仕組みも設けられた。しかしながら、銀行の破綻処理をも視野に入れた制度の整備という観点からみれば、預金保険機構の財務基盤、破綻処理の道具立ての両面で、なお不十分な点が残されていた。

40 平成4年版経済白書(1992年7月公表)でも、冒頭において、バブル崩壊の景気への影響は限定的であり、企業におけるリストラクチャリング努力と機動的な政策運営とがあいまって、92年後半にかけて徐々に景気が回復してくるとの見方を提示していた。

41 Cargill, Hutchison, and Ito [1997] は、破綻処理先延ばし政策からの最初の転換が図られたのは、1994年12月に東京協和・安全の2信組破綻処理(東京共同銀行の設立)が行われたときであるとしている。ただ、これが転換点であったとしても、財政資金の投入が実現したのは、1997年秋に大手金融機関の破綻を経験した後であり、転換後の本格的な政策対応にはなお3年を要している。

局および日本銀行が時間稼ぎを行いつつ、「地道」かつ「漸進的」に金融機関の破綻処理をある程度進めてきていたからこそ、大型破綻により現出した危機的状况がシステム・リスクの顕現化にまでは至らなかった、との反論もあり得よう。従って、時間稼ぎのベネフィットについては、とりあえず断定的な評価は困難である。

他方、時間稼ぎによるコストについては、どの程度処理コストが増大したかという狭義のコストとマクロ経済への影響という広義のコストの両者を考慮する必要がある。前者については、早期処理が実現していた場合、金融システムの機能回復が地価の動向にどのような影響を与えたか、という問題にもつながる<sup>42</sup>。しかし、狭義のコストの規模にかかわらず、金融システムの機能回復の遅れがマクロ経済回復の足枷になったという観点からみれば、広義のコストの存在は否定しがたいように思われる。

しかし、この点についても、仮に、時間稼ぎを行わずに早期処理を図った場合、システム・リスクの顕現化という代償が生じることがなかったかどうか、という点が最も重要な問題であろう。この場合には、システム・リスクが顕現化しマクロ経済へ大きな影響を与えるリスクと、時間稼ぎに伴うマクロ経済回復の遅れとのコスト比較という問題に直面することになる。

## 二．日本銀行と時間稼ぎ

時間稼ぎに関しては、「日本銀行は、金融機関経営の実状を監督当局以上に把握していた。従って、監督当局が動かなくても、日本銀行がより早期に銀行の不良債権問題について警鐘を鳴らすべきであった」という批判は根強い<sup>43</sup>。

確かに、中央銀行が、監督当局の判断に先行してこうした意見を表明することが、一時的な不協和音を超えて早期処理の体制整備の進展に資する可能性を有することは否定できない。例えば、1998年10月の「大手邦銀19行の自己資本は危険なほどの低水準」<sup>44</sup>との速水総裁の警告は、実際、その後の早期健全化法に基づく資本投入の実現につながった。

42 仮に、早期処理が借手の財務・経営内容の悪化等による不良債権の拡大阻止と同時に、地価の底値形成に寄与したとすれば、時間稼ぎのコストは狭義でも大きかったことになる。

43 例えば、前掲（脚注36）2000年2月21日付日本経済新聞（朝刊）「検証バブル 犯意なき過ち」、山脇〔1998〕参照。

44 もともと、「98年10月初にワシントンで開催されたG7に先立って、速水総裁が宮沢蔵相とルービン財務長官（当時）との非公式会談に同席（グリーンズパンFRB議長も同席）し、その席上で速水総裁が大手邦銀19行の自己資本がここ数カ月で危険なほどの低水準に落ち込んだと説明したと、10月5日付ニューヨーク・タイムズ紙が一面で報じた」（1998年10月6日付日経朝刊）との記事を受けて、ユーロ市場でのジャパン・プレミアムが上昇し邦銀の外貨資金調達が一時的に困難化したことから、全銀協会長等から「仮に真実であるとしても不用意な発言」といった批判が寄せられた。これを受けて、速水総裁は、資本勘定について述べたものを自己資本比率と取り違えられたとして「誤解に基づく報道」と同月7日に国会で釈明した。もっとも、同月15日における総裁定例記者会見では、自民党で早期健全化法案（公的資金による資本増強のスキーム）がまとまったことを受けて、「どの銀行も資本勘定は必ずしも十分といえないと思う」と述べ、「この際は一斉にみずから手を挙げて政府の資本投入・資本強化の動きに応じて貰いたい」と発言した。

しかし、逆に、こうした中央銀行の警告が、市場の不安心理を高め、ブラック・マンデーのような影響を金融市場に及ぼしたり、銀行取付けの引き金を引くことも十分考えられる。金融システムの健全化に向けてあえてリスクをとり資本投入の実現を促した前述の速水総裁発言でさえ強い批判を浴びた。金融システム不安は自己実現的な性格を持つだけに、中央銀行が金融システムの健全化に向けて積極的に警鐘を発信することは、一つ誤ると中央銀行の使命であるシステムミック・リスクの回避自体を困難にする可能性があることも否定できない。そうした事態が起きた場合、その時点で金融システムの状況に応じたセーフティ・ネットの整備が不十分であればあるほど、その影響は深刻である。

こうした観点からみると、日本銀行は、「うまくゆけば最善かもしれないがリスクは大きい」道を選ばず、「最善ではないかもしれないがリスクは相対的に小さい」道を選んだ、とも考えられる<sup>45</sup>。つまり、システムミック・リスクが顕現化しマクロ経済へ大きな影響を与えるリスクの方が、時間稼ぎに伴うマクロ経済回復の遅れのコストより、大きいと判断したことになる。

## 6. バブル崩壊後の金融政策運営の教訓

最後に、バブル崩壊後の日本銀行の政策運営を中間的に総括し、これに評価を加えるとともに、今後の政策運営に対する教訓を整理する。

まず、バブル崩壊後の金融緩和策への転換について考えてみると、金融緩和策への転換は総じて速やかであったものの、当初の緩和の大きさは、通常のストック・サイクルに見合ったものにとどまった。その後の金融政策運営については、大恐慌期のようなデフレ・スパイラルを回避してきたという点においては、十分アコモディティブであった<sup>46</sup>。しかしながら、バブルの崩壊期を通してみた場合、景気がなかなか本格的に回復せず、企業の過剰債務や銀行の不良債権の問題解決に時間がかかっていることも事実である。では、1990年代のわが国のように、構造的な問題が、経済活動に大きくのしかかっている状況のもとで、金融政策はどのような役割を果たすべきであろうか。

45 この間の日本銀行の対応については、金融機関の破綻処理等に関連して資本性資金を供与するといった中央銀行としては異例の対応にまで踏み切り、その後、結果的には、損失の負担を余儀なくされる事例が生じたことにつき、どう評価するかという問題がある。一つのあり得る評価としては、破綻処理法制やセーフティ・ネットの整備度合いに制約がある中で、システムミック・リスク回避のために必要不可欠な対応であり、中央銀行の使命達成に向けた適切な対応であったとの見方である。もう一つの見方としては、そうした対応に追い込まれる前に、前記のような積極的な警鐘の発信にこそ努めるべきであったのだ、という主張もあり得よう。結局、この点についても、中央銀行として、どこまでシステムミック・リスク顕現化の恐れについてリスクテイクを行い得るのか、という問題に帰着するものと考えざるを得ない。

46 翁 [1999]、McKinnon [1999] などこうした見解をとっている。

バブル崩壊後、わが国経済が直面した不良債権の問題に代表されるように、構造的な要因が景気拡大の重石として作用する場合には、金融を緩和して経済活動への調整圧力を和らげることが考えられる。不良債権問題が金融仲介機能の低下等を通じて景気低迷を長期化させたことにかんがみると、日本銀行が企業のバランス・シート調整と銀行の不良債権問題の影響について早期に確信を持っていれば、より早い段階で通常よりも金融緩和をより大幅なものとしたであろう。

ただ、この場合の金融緩和は、構造改革策が実を結ぶまでの「時間を買う」政策と位置付けられる。実際、日本銀行も金利引下げの過程で、構造政策の必要性を強く訴えており、例えば、1995年9月に公定歩合を0.5%に引き下げた際、政策委員会は「思い切った規制緩和の推進など構造政策の実施を伴ってこそ、こうした金融緩和の効果が十分に発揮されるものとする」というステートメントを発表している。つまり、金融政策は必要な構造政策や構造調整をサポートできるとしてもこれを代替することはできないと考えられる<sup>47</sup>。

日本銀行の思い切った金利引下げや果敢な最後の貸手機能の発動により、デフレやパニック的な状況を回避することに成功したが、その分、企業や金融機関が真剣なりストラ努力を行うことを先延ばしする副作用が生じたことも否定できない。また、事態の深刻さに対する国民の認識が甘くなり、金融機関の破綻処理に関する法律の整備や公的資本投入に対する支持がなかなか得られないというジレンマにも直面した。さらに、監督当局に対しても、抜本的な問題解決を先送りさせるインセンティブを醸成する結果につながった。

こうした観点からは、構造的な問題に対して、中央銀行がどのように働きかけていくか、という点が重要である。確かに、不良債権問題にしろ、政府債務問題にしろ、短期的にみれば、金融政策にとって「与件」となるものである。しかしながら、もう少し長い目でみれば、中央銀行がこうした問題について、積極的に関係者や国民全般に対する働きかけを行っていくことも可能であろう。経済政策手段を適切な問題に割り当て、経済政策トータルとしての効果を高めていくためにも、中央銀行として、みずから、積極的に適切な制度設計の実現に向けた意見を表明し、議論に参画していくことが重要であるものと考えられる。

ブルーデンス政策を例にとると、銀行監督当局の時間稼ぎのコストを抑制するうえで、Kane [1993] は、政策の帰結を外部からチェックできるよう透明性を高め、監督当局が時間稼ぎの政策に過度に依存する誘因を抑えること、監督当局の役割をシステム全体に波及するリスクの最小化に限定すること、が望ましいと指摘している<sup>48</sup>。こうした議論を踏まえると、第1に、銀行の過大なリスク選択を抑制

47 金融政策と構造問題を巡る議論については、山口 [1999]、白川 [2000] を参照。

48 このほか、わが国の場合は、Fukao [1998] が指摘したように、企業会計が商法における取得原価主義を原則としていたため、時価情報を財務諸表に取り入れるのが遅れていたほか、経営情報の開示も不十分であった。これに加えて、企業と銀行を中心とする金融機関の間での株式持合いが資本コストを引き下げることによって、経営者から効率的な経営を行うインセンティブを削いでいた。こうした状況が資本市場を通じたコーポレート・ガバナンスの欠如につながり、金融システムの不安定化を招いた一つの原因とも考えられる。

することについては、市場規律に委ねると同時に、こうした市場規律を補完する意味でも、金融機関のインセンティブと整合的な制度設計を行う必要性が指摘される<sup>49</sup>。また、第2に、現在の公的資金を裏付けとした預金全額保証という危機管理体制が不要となった段階では、公的部門が提供するセーフティ・ネットは、システミック・リスク回避を担保する機能や小口預金者を保護する役割を確保したうえで、カバーする対象を極力小さくする方向に向かうべきであると考えられる<sup>50</sup>。

これに関連して重要な論点となり得るのは、セーフティ・ネットが整備され、不良債権問題の大きさについて国民の多くが認識し、多くの論者がこの問題の抜本的な解決を先送りすべきでないとして主張している中であって、ペイオフ解禁が1年間先送りされたことをどう評価するか、との点である。バブル崩壊後の不良債権問題の処理が完全に終わったわけではない以上、今後とも、金融システムの健全性をいかに早期に回復するかとの目的に向けて、建設的な議論を深めていく必要がある。

いずれにせよ、日本銀行が構造的な問題へ働きかけるとともに、マクロ的ショックの影響とその波及メカニズムについての認識を迅速かつ的確に行い、その調整コストをできる限り小さくすることが望ましいことは間違いない。

49 例えば、セーフティ・ネットの範囲を狭くすれば、預金保険付保対象の小口預金者を除く債権者は銀行破綻に伴うリスク分担を迫られるため、銀行経営に対するモニタリングを行うインセンティブを持つようになる。こうした文脈では、銀行自身による情報開示の拡充や銀行監督当局による早期是正措置の適切な運用も重要なポイントになる。

50 近年の銀行規制等に関する理論や実証研究の包括的なサーベイである、Bhattacharya, Boot, and Thakor [1998] は、決済システムの安定性を維持するために、預金保険や中央銀行によるLLR機能といった銀行を対象とするセーフティ・ネットの必要性を認めながらも、セーフティ・ネットの提供が銀行の資産選択を歪めたり、効率性を損なうといったさまざまなコストを伴うことを指摘している。

## 参考文献

- 小川一夫・北坂真一、『資産市場と景気変動』、日本経済新聞社、1998年
- 翁 邦雄、『金融政策 - 中央銀行の視点と選択 - 』、東洋経済新報社、1993年
- 、「ゼロ・インフレ下の金融政策について - 金融政策への疑問・批判にどう答えるか - 』、『金融研究』第18巻第3号、日本銀行金融研究所、1999年8月
- ・白川方明・白塚重典、「資産価格変動と金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓』、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年、261～322頁（本号）
- 奥村洋彦、『現代日本経済論』、東洋経済新報社、1999年
- 木村 武・種村知樹、「金融政策ルールとマクロ経済の安定性』、『金融研究』第19巻第2号、日本銀行金融研究所、2000年6月
- 清水克俊・堀内昭義、「日本のセーフティ・ネットと金融システムの安定性』、浅子和美・福田慎一・吉野直行編、『現代マクロ経済分析』、東京大学出版会、1997年
- 白川方明、「金融政策は構造改革までは代替できない』、『週刊ダイヤモンド』、2000年1月29日号
- 鈴木和志・小川一夫、「土地価格の変動と設備投資』、『経済研究』、Vol. 48、No.3、July 1997
- 中川 忍、「90年代入り後も日本の家計貯蓄率はなぜ高いのか？ - 家計属性別にみた『リスク』の偏在に関する実証分析 - 』、『日本銀行調査月報』、1999年4月号
- 西村吉正、『金融行政の敗因』、文春新書、1999年
- 日本銀行調査統計局、「構造調整下の設備投資回復について』、『日本銀行月報』、1997年2月号
- 日本銀行調査統計局、「90年代における非製造業の収益低迷の背景について』、『日本銀行調査月報』、1999年2月号
- 野口悠紀男、『日本経済再生の戦略：21世紀への海図』、中公新書、1999年
- 早川英男、「貯蓄・投資バランス失調の原因は何か』、『中央公論』、1999年10月号
- 廣島鉄也、「中小企業向け貸出と実体経済活動について』、日本銀行調査統計局、Working Paper Series No. 97-4、1997年7月
- 堀江康熙、「我が国の『貸し渋り』分析』、『九州大学経済学研究』、第65巻、第6号、1999年3月
- 前田栄治・吉田孝太郎、「資本効率を巡る問題について』、『日本銀行調査月報』、1999年10月号
- 山口 泰、「金融政策と構造政策：日本の経験』、『日本銀行調査月報』、1999年11月号
- 山脇岳志、『日本銀行の真実』、ダイヤモンド社、1998年
- 吉川 洋・小原英隆、「平成景気・不況と設備投資（1）（2）』、『経済学論集』第63巻2号、1997年7月、『経済学論集』第63巻3号、1997年10月
- 吉富 勝、『日本経済の真実』、東洋経済新報社、1998年





