

バブル経済の崩壊と物価下落

古川 顕*

要 約

日本経済は緩やかな景気回復を続けているとされている。だが、回復の足どりは重く、また国内卸売物価を中心に物価の下落圧力が強いこと、さらには物価の下落以上に地価や株価等の資産価格の持続的な下落が生じていることは、従来の景気回復局面には見られない特徴であると言えよう。

1990年代に入って以降、物価の長期低落傾向が生じた背景には、為替相場の円高化の進展や、メガコンペティションといわれる国際的な競争圧力の高まりといった要因を指摘することができる。しかし、それだけではなく、いわゆるバブル経済の崩壊に伴う企業や金融機関のバランスシート調整が、あたかも風船に取り付けた重石のように、浮揚しようとする景気の足を引っ張り、長期にわたる需要の低迷をもたらしている点も無視できないように思われる。

このバランスシート調整は、企業が負債の増加によって資産の増大を図る限り、地価や株価等の資産価格が上昇すると、それに見合って名目資産価値も増大するが、資産価格が下落すると、負債はそのまま残るという点に本質的な問題がある。

一般物価の下落が経済活動に深刻な影響を及ぼすことは、アーヴィング・フィッシャーの「負債デフレーション論」以来よく知られているが、バブル崩壊後のバランスシート調整問題は、この負債デフレーションと、それと裏腹の関係をなす金融機関サイドのクレジット・クランチとが複合した形で生じている。

バブルの崩壊後、クレジット・クランチが生じているかどうかについては、判断の分かれるところであるが、都市銀行の貸出残高が最近2年間にわたって前年水準を割り込むという未曾有の事態が示すように、金融機関の貸出が落ち込んでいるのは、紛れもない事実である。こうした金融機関貸出の低迷は、経済活動の停滞に基づく企業の借入れ需要の減退によるところが大きい。しかし、金融機関のリスク負担能力が低下し、慎重な融資行動を取っている点も否定し難いように思われる。そのことが、実体経済に対して、ある程度抑制的に作用した可能性がある。

近年、物価の安定についての世界的な関心が強まり、主要国のいくつかの中央銀行が「インフレーション・ターゲティング」の導入を図るなど、物価安定を金融政策の唯一の目標とすべきであるとの考え方が強まっている。その理由は、物価の安定を維持することが、経済の持続的な成長のための必要条件であるという共通の認識が確立してきたからにほかならない。ただし、金融政策の目標とすべき「物価の安定」とは何か、その内容は必ずしも自明ではない。この点で、「ゼロ・インフレーション」をどのように考えるか、あるいは一般物価と資産価格の間にかい離が生じた場合、どのように対応するかなど検討すべき課題は多い。

*京都大学経済学部教授

金融政策は、政策効果発現までに長い時間がかかり、かつ金融緩和政策と引締め政策の効果が非対称的であることが、以前より指摘されてきた。こうした金融政策固有の特徴を考慮すると、金利の需給調整機能に基づく早め早めの予防的な対応が要請される。そのことは、1970年代前半の「過剰流動性」の発生による大インフレーションや、80年代後半のバブル経済などの苦い経験が教える通りである。

最近では、為替相場の反転を受けて、物価の下げ止まり傾向が鮮明になりつつあるが、海外からの供給圧力の増大による物価下落圧力は依然として強いし、技術革新の進展に基づく資本財等の価格低下も期待できる。これらは循環的な要因ではないだけに、今後のわが国の物価動向に持続的な影響を及ぼすとみられる。したがって、為替相場が大幅な円安局面にでも突入しない限り、物価の安定基調が簡単に崩れるとは予想し難い。

考えてみれば、物価の安定基調の定着は、日本経済の高価格・高コスト構造を抜本的に改めるチャンスである。このチャンスを最大限に生かすためには、経済諸規制の緩和・撤廃を大胆に押し進めることが肝要である。もちろん、物価の安定を最大の使命とする日本銀行の責任も大きい。

I. はじめに

かつて宮崎義一氏の『複合不況』（1992）という本が話題を呼んだことがあった。この本では、1991年以降の日本の景気後退は、単に在来型の有効需要不足による景気後退と異なり“金融部門リードの景気後退”であり、問題の焦点が有効需要よりクレジット・クラッシュ（信用逼迫）に移動していること、そのために、従来のような有効需要拡大政策も容易に効果を発揮しえないことが指摘されている。

日本経済の現状は、緩やかな景気の回復過程にあるとされているが、内需主導の自律的な拡大に不安を残し、景気の腰折れ懸念が払拭できない基本的な要因は、バブル経済の崩壊による企業や金融機関のバランスシート調整が容易に進んでいないことにあると考えられる。『複合不況』が出版されてから数年になるが、その後の日本経済の推移や現状を見るにつけ、宮崎氏の分析は大筋において妥当するのではないかとというのが、筆者の感想である。

物価面でも、卸売物価では91年以降、5年連

続前年水準を下回り、消費者物価は超安定という戦後初めての現象を記録した。こうした卸売物価の長期にわたる下落や消費者物価の安定の背後には、円高の進展や輸入品との競争激化といった直接的な要因が働いたことは確かである。しかし、それと同時に、“金融部門リードの景気後退”による面も否定しがたいように思われる。

以上のような筆者の基本的な認識に基づいて、以下では金融的な側面に重点を置きながら、最近のわが国の物価と経済について様々な観点から分析・検討する。

本稿の構成は次の通りである。まず第Ⅱ節では、景気や物価および資産価格の推移と現状について概観する。第Ⅲ節では、バブル崩壊後の長期にわたる物価下落の直接的な原因である、円高の進展と国際的な競争圧力の強まりについて検討する。第Ⅳ節では、「デフレーションの経済学」と題して、物価下落の経済活動全体に及ぼす効果を主に理論的な観点から分析する。

V節では、金融機関におけるバランスシート調整の中心であるクレジット・クランチ問題を取り上げ、これとの関係で、わが国についての簡単な実証分析を行う。第VI節では、金融政策

と物価安定の関係について考察する。最後に第VII節では、若干のコメントを付して本稿の結びとする。

II. 日本経済の現状

II-1 景気と物価の動向

政府や日本銀行の見方によれば、日本経済は1993年末を底にして緩やかな回復を続けているようである。だが、回復の足どりはいかにも重い。96年四一六期期の国内総生産（GDP）の実質成長率は年率換算でマイナス1.1%、七一九月期（速報値）は2・四半期ぶりにプラス成長に転じたものの、成長率は0.4%（年率）とほぼ横ばいに近い。政府経済見通しでは、97年度の実質成長率は1.9%と過去最低が見込まれている。しかし、最近の民間調査機関の予測によると、97年度の実質成長率はせいぜい1%前後と、96年度実績見通しの2.5%程度から大幅な

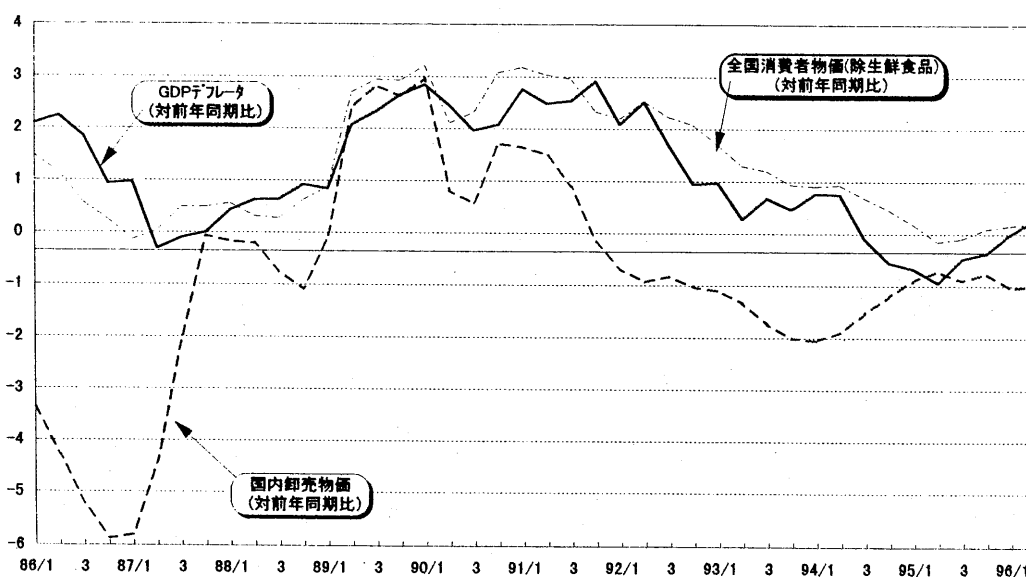
減速を見込んでいるところが圧倒的である。

鉱工業生産指数でみても、90年を基準にして依然として水面下の水準にあって一進一退が続けている。また日銀短観（96年11月調査）による業況判断指数においても、今年3月までの予測値が伸び悩み、企業の景況感の回復力の鈍さが示された形となった。政府は盛んに「緩やかな回復」を言い続けているが、先行きの景気の動向が不透明であることは確かなようである。

今回の景気回復局面における大きな特徴は、以上のように景気の自律的な回復力が著しく弱い点にあるが、第二の特徴として、景気が足踏み状態を続けるなかで、物価の下落が生じていることが挙げられる。

総合的な物価の動きを示すGDPデフレーター

図1 物価の推移



(注) 日本銀行『経済統計月報』より作成。

ターでみると、94年7－9月以降、7・四半期連続で前年比マイナスになるという戦後初めての現象を記録した。ただし、96年四－六月期と七－九月期は、円安の影響を強く受けて前年水準を上回り、下げ止まり傾向が出てきた。

国内卸売物価は、円相場の下落や原油価格上昇の影響などから、最近では軟化傾向に歯止めがかかりつつあるものの、輸入品との競合などによる下落圧力は強い。卸売物価は、91年以降5年連続で低下を記録し、96年度についても、政府経済見通しでは前年比マイナス0.7%が見込まれている。消費者物価についても、ここ数年ほぼ横ばいという戦後未曾有とも言える超安定基調が続いている。（図1参照）

II－2 低迷する資産価格

今回の景気回復期における第三の特徴は、卸売物価の持続的な下落以上に株価・地価等の資産価格が長期にわたって下落し続けていることである。株価や地価は、80年代前半から上昇し始め、80年代後半を通じて高騰を続けたが、90年代に入って以降の金融引締めへの転換を契機に大幅な下落を続け、現在においてもなお低迷を続けている。

株価や地価等の資産価格がファンダメンタルズ（基礎的諸要因）から大幅にかい離して上昇するというバブル現象が生じた基本的な原因

は、80年代を通じた長期にわたる金融緩和にある。金融緩和による金利の大幅な低下が、資産価格の根強い値上がり期待に基づく投機的な資金需要を呼び起こすとともに、金融機関も資産価格の高騰に伴う担保価値の増大や大企業の直接金融シフトなどを背景に、不動産・建設業向け貸出や中小企業向け貸出を中心に融資姿勢を積極化させた。

逆に、90年代に入って以降の本格的な金利の上昇は、資産価格の上昇期待を鎮静化させ、企業などの投機的な資産需要を抑制する一方、金融機関も金融引締めによる資金調達コストの増大と信用リスクの高まりから融資姿勢を慎重化させ、資産価格の暴落を引き起こす原因となった。これが「バブル」の発生と崩壊であり、いわゆる資産インフレと資産デフレに対応するものである。

以上のように、80年代後半のバブル発生の過程では、消費者物価や卸売物価などの一般物価が落ち着いた動きを示すなかで、資産価格のみが突出して高騰し、また90年代前半のバブル崩壊の過程では、卸売物価が長期にわたって下落傾向を示したものの、それとは問題にならないほど株価や地価の暴落が生じたのである。一般物価の変化と資産価格の変化の間に大きなかい離が生じたことは、従来にない大きな特徴であった。

III. 物価下落の要因

III－1 円高の進展

バブル崩壊後の物価低落の背景には、様々な要因が絡んでいるが、為替レート of 円高化が進んだことが大きな要因として挙げられる。為替レートは、90年代に入ってからはほぼ一貫して上昇を続けたが、とくに95年2月後半から加速し

た円高の流れを受けて、4月上旬には円の対ドル相場が一時80円割れと戦後最高値を更新するなど、95年前半まで円高が進展した。ただし、95年後半以降、日米金利差の拡大や日本の経常収支の黒字減少を反映して為替レートの反転が生じ、その円高修正の動きは現在に至るまで続いている。

ところで、為替レートの円高化は、いくつか

の経路を通じて物価下落圧力を生じさせる。第一に、製品・原材料等輸入価格の低下を通じて直接に国内物価の下落を引き起こす。第二に、一時的なJカーブ効果を除けば、交易条件の変化を通じて貿易財の輸出を減少、輸入を増大させる方向に作用するため、輸出比率の高い産業を中心に、国内の貿易財生産にマイナスの影響を及ぼすとともに、輸入と競合する国内生産に対しても抑制的に作用する。第三に、円高傾向が定着すれば、日本の企業が国内生産に代えて海外生産を増やすインセンティブが高まる結果、長期的には国内の生産活動や投資を抑制する。

以上の影響のほかにも、円高の長期化などに伴う物価の下落予想が製品・原材料在庫の圧縮の形で需要の手控えを生じさせ、現実にも物価の下落を進行させるという、予想の自己実現的なプロセスを通じた経路を考慮に入れる必要がある。

そして現実にも、以上指摘したような影響とりわけ短期的には円高による価格効果と外需減少に伴うデフレ・インパクトが働き、卸売物価を中心とする国内物価の下落に大きく寄与することとなった。このことは、90年代に入って以降の国内卸売物価の低落傾向と円高の進展とが軌を一にして進んだことより明らかである。逆に言えば、95年後半以降、これまで下げ続けてきた卸売物価にもようやく歯止めがかかりつつあるのは、景気の回復を反映しているというよりも、円高修正の流れをストレートに反映しているように思われる。

III-2 国際的な競争圧力の高まり

90年代に入って以降最近に至るまでの物価の低落傾向を考えるうえでもう一つ重要なのは、しばしばメガコンペティション（大競争）といわれる国際的な競争圧力の高まりである。冷戦構造が崩壊するなかで、中国、ベトナムさらには東欧諸国など、旧共産圏諸国が急速な経済発展を遂げる一方、NIEs, ASEANなども順調な

経済発展を遂げ、世界貿易の中でのウエイトを着実に高めてきた。これら80年代から90年代にかけて著しい発展を遂げた新興経済諸国・地域（emerging economies）が、市場経済の仲間入りを果たし、世界的な供給力が飛躍的に増大した。

日本経済との関係でとりわけ重要なのは、アジアNIEs, ASEAN, 中国など東アジアを中心とするアジア経済圏の躍進である。世界の成長センターの地位を確立したアジア経済圏には、日本をはじめとする先進工業諸国の資本と技術が流入し、現地の豊富で低コストの労働力と組み合わせられて品質の良い商品の供給力を急速に高めてきた。こうした状況を背景に、日本のアジアからの製品輸入は、日本経済が長期低迷下にあっても急増し、国内市場への輸入浸透度が急速に高まっている。このことが為替相場の円高化とあいまって、物価の軟調・下落を誘発した。

既に述べたように、80年代後半の長期にわたる景気上昇局面において、資産価格の高騰とは対照的に、一般物価は安定を保っていた。この理由としては、当時の円高や原油価格低下により輸入物価が下落し、国内卸売物価を低下させたこと、さらには人々のインフレ期待が鎮静化していたことから賃金の上昇率もゆるやかにとどまったことが指摘できる。

しかし、それだけにとどまらない。海外からの製品輸入の増大による「輸入の安全弁効果」が働き、製品需給の急激な引き締まりが回避された点も無視できない。すなわち、中間財、最終財など製品輸入の増大は、直接、「川下」段階での価格を抑制することにより、「川上」からの素原材料輸入コスト低下からのルートとは別に、国内物価の安定要因として働いた。こうした中間財や最終財の安定的な供給基地としてのアジア諸国・地域の役割は近年ますます高まっている。

以上のような国際的な競争圧力の増大のもとで、日本経済は産業構造の調整を余儀なくされている。これは、貿易財部門（製造業）におい

て、繊維をはじめとする労働集約的な財のアジア諸国からの輸入が急速に増大しているほか、これまで日本が比較優位を保持してきた家電や自動車など製造加工業種においても、海外生産シフトが一段と進行するという形で生じている。そのため、企業部門においては設備ストックの調整や雇用調整を伴った厳しいリスストラの動きが進むとともに、より技術集約的な財の生産への転換を迫られている。

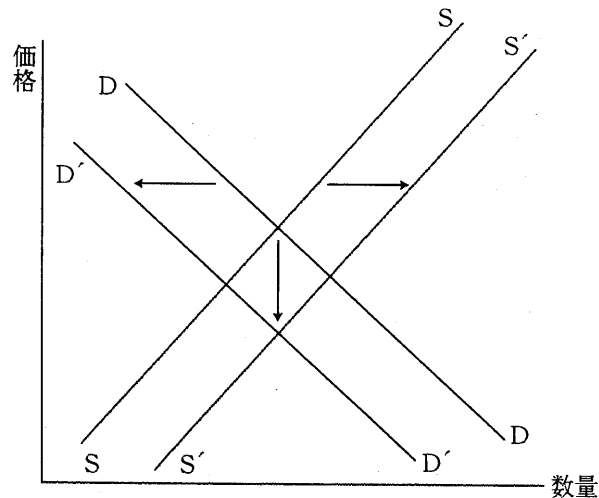
一方、非貿易財部門（非製造業）においても内外価格差を是正しようとする動き、いわゆる価格破壊現象が生じている。「価格破壊」が生じている背景としては、国際的供給圧力の増大や円高の進展という要因以外にも、大店法の改正や平行輸入制度の拡大など規制緩和策の進展によって国内流通市場での競争が促進され、流通マージンの圧縮など流通機構の効率化

が進んでいるという事情がある。また目ざましい技術革新の進展を反映して、パソコンなど情報関連機器を中心とする資本財の供給価格が一貫して低下し続けていることも挙げられる。さらには・海外旅行などを契機として消費者が内外価格差に敏感となったり、所得の伸び悩みから消費者の低価格指向が強まっているという事情も考慮に入れる必要があろう^(注1)。

III-3 総需要曲線と総供給曲線のシフト

バブル崩壊後の長期に及ぶ物価下落現象は、直接的には上に述べた円高の進展と国際競争圧力の増大という二つの要因によるところが大きいと思われる。この点を整理するために、図2に示される総需要曲線と総供給曲線の関係で考えてみよう。

図2 総需要・総供給曲線



まず為替相場が円高に動くと、海外から安価な製品・原材料などが供給されるという直接的な効果のほかに、輸入品と国内品の競合激化という間接的效果が加わり、物価水準を引き下げる方向に寄与する。これは図2における総供給曲線をSからS'へと右方向へシフトさせる。同時に、円高の進展によって貿易財生産企業の

価格競争力は低下するから、一時的なJカーブ効果を除くと、純輸出（輸出マイナス輸入）は減少に向かう。これは図における総需要曲線をDからD'へと左方向にシフトさせよう。こうして、円高の進展は総供給曲線の右方シフトと総需要曲線の左方シフトを同時にもたらすことによって、物価の下落に対して相乗的な効果を

(注1) 以上のわが国における国際的な供給圧力の高まりと産業調整の問題については、日本銀行(1995)および経済企画庁(1994, 第3章)などに詳しい。

生み出す。

新興経済諸国・地域が急速に工業化・市場経済化し、その商品供給力が高まりつつあることは、わが国産業の構造調整を伴ってマクロ経済に複雑な影響を与えつつあるが、その影響も大別すれば、需給両面の変化として把握することができる。海外から安価な商品が供給されたり、国際的な競争圧力の高まりに応じて、国内におけるリストラ（コスト削減）や生産性の上昇が生じる動きは、円高進展の場合と同様、総供給曲線の右方シフトをもたらす。他方、輸入の浸透度が高まると、国内の労働集約的産業部門を中心に需要が縮小するが、これも円高に伴う輸出需要の減少効果と同様、総需要曲線の左方シフトとみなすことができる。

このほか、国内流通市場における競争促進の結果として流通マージンの圧縮が生じ、それが最終消費財価格の引き下げを促したり、情報機器関連分野に代表されるように、技術革新の進展によって資本財の供給価格が低下している事態は、総供給曲線の右方向へのシフトであると理解される。1990年代前半に生じた卸売物価を中心とする物価下落は、以上のような需給両面の変化が重ね合って集中的に生じたと考えられる。

容易にわかるように、総供給曲線の右方シフトは、総需要曲線がシフトしない限り、価格水準の低下と実質所得の増加をもたらすことになる。換言すれば、総供給曲線の右方シフトは、円高差益の還元や生産性の上昇、あるいはリストラに伴うコスト削減によって価格が引き下げられ、企業部門から家計部門への所得移転を通じて消費者の実質購買力の増加につながっていることを示している。この意味で、こうした変化はマクロ経済的観点からみて望ましいものである。

他方、総需要曲線の左方シフトそれ自体は、価格水準の下落と実質所得の減少をもたらす。これは、景気後退に伴う需給ギャップの拡大によって引き起こされる値崩れと生産活動の低下に対応するものであり、マクロ経済的には明らかに望ましくない現象であると言えよう。値崩れと生産の縮小は、企業収益の悪化を通じて雇用者所得を減少させ、それが再び総需要の減少を呼び起こすという形で、最悪の場合には経済がデフレ・スパイラルに陥る危険がある。

バブル崩壊後の長期低迷の背後には、以上のような二つの物価下落現象が並存し、わが国の経済は、いわば光と影の両面を合わせ持っていたとみることができる。

IV. デフレーションの経済学

IV-1 物価下落の効果

この節では、物価の下落が実体経済に及ぼす影響について、理論的な観点から整理・検討してみよう。そのために、以下のような名目利子率と実質利子率の違いを考慮に入れた修正されたIS-LMモデルを用いることにする^(注2)。

$$Y = C(Y - T) + I(r) + G \quad (1)$$

$$M/P = L(i, Y) \quad (2)$$

$$i = r + \pi^e \quad (3)$$

いうまでもなく(1)式は、財市場の需給均衡条件であり、Yは実質所得、Cは消費、Iは民間投資支出、Gは政府支出、Tは租税、rは実質利子率を表し、消費は可処分所得についての増加関数、民間投資支出は実質利子率についての

(注2) 以下のモデルは、基本的に Mankiw(1994, pp.278-281)に依っている。

減少関数であるとする。(2)式は貨幣需給の均衡条件式であり、 M は貨幣供給残高、 P は一般物価水準、 L は貨幣需要残高、 i は名目利子率を表し、貨幣需要は、名目利子率についての減少関数、所得についての増加関数であるとする。

次に(3)式は、(1)式の IS 曲線に含まれる実質利子率と、(2)式の LM 曲線に含まれる名目利子率を関係づけたものであり、いわゆるフィッシャー効果の存在を示している。フィッシャー効果とは、過去から現在に至る現実の物価変化率に基づいて人々の将来に対する予想インフレ率 (π^e) が形成され、この予想インフレ率 (インフレ期待) が上昇 (下落) すれば、実質利子率一定のもとで、名目利子率は同率だけ上昇 (下落) する、つまり人々のインフレ期待は早晩、名目利子率に織り込まれるという効果のことである。(3)式の背後には、実物資産と名目資産 (債券) との間の裁定取引が考慮されている。すなわち、式の右辺は、実物資産に投資することによって得られる名目期待収益率 (実質利子率 + 予想インフレ率) であり、その名目期待収益率が均衡においては式の左辺に示される債券の収益率に一致することを意味している。両者が一致しなければ、実物資産と名目資産の間に裁定の機会が存在することになる^(注3)。

いずれにせよ、上記の(1)－(3)式は、 IS 曲線は実質利子率に依存する一方、 LM 曲線は名目利子率に依存する点を区別している点でのみ、通常の $IS-LM$ モデルとは異なっている。なお、簡単化のために、 T 、 G 、 M 、 P および π^e はすべて外生変数として取り扱うことにする。

さて、以上のモデルで物価水準の下落の効果を考えてみよう。物価の下落は、他の条件が一定ならば、経済活動水準 (実質所得) を上昇させる方向に働くことは明らかである。なぜな

ら、物価の下落は、一定の貨幣供給量のもとで実質貨幣残高を増大させ (LM 曲線の右方シフト)、利子率の低下を通じて投資支出に拡張的な効果を及ぼすからである (いわゆるケインズ効果)。さらに、上のモデルでは明示的に示されていないが、貨幣残高が家計など民間部門の資産を構成し、かつ消費支出が実質資産残高に依存するとすれば、物価の下落は実質資産残高の増加を通じて消費を増加させる (IS 曲線の右方シフト)。いわゆるピグー効果である。以上のケインズ効果とピグー効果が働く限り、物価水準の下落は経済に拡張的な効果を及ぼすことになる。

しかし、以上述べたのとは逆に、物価水準の下落は経済活動の不安定要因であり、経済活動に対して抑制的な効果を及ぼすという見解の方が、今日ではより説得力を持っているように思われる。その理由は以下の通りである。

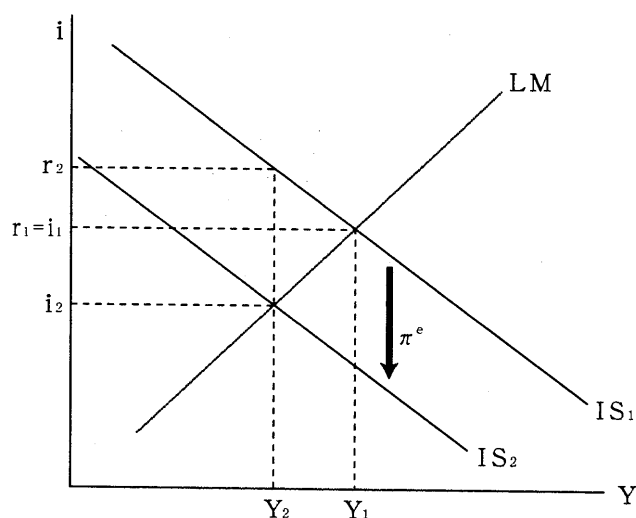
まず第一に、上に述べた議論は、物価の下落が一時的なものでない限り、それは物価の下落予想を引き起こすという点を見逃している。上の(1)－(3)式のモデルに即して、この物価下落予想 (マイナスのインフレ期待もしくはデフレ期待) の体系に及ぼす効果を示したのが図3である。すなわち、まず当初の与えられた名目利子率のもとで、マイナスのインフレ期待が生じると、実質利子率 ($i - \pi^e$) が上昇し、それによって投資支出の減少が生じよう。これは IS 曲線を図の IS_1 から IS_2 へと左方にシフトさせるから、結果として実質所得を Y_1 から Y_2 へ縮小させる。同時に、名目利子率は i_1 から i_2 へ下落する一方、実質利子率は r_1 から r_2 へ上昇する。こうした予想された物価下落 (デフレ期待) が実質利子率の上昇を通じて支出を抑制する効果は、マンデル効果ないしマンデル＝

(注3) 名目金利 i 、実質金利 r 、インフレ率 π の間には

$$r = i - \pi$$

という関係が成立する。これは、事後的にみた (インフレ率が明らかになった後の) 実質金利の定義式である。(3)式は、一見、この実質金利に関する定義式の単なる変形のようにみえるけれども、名目金利と実質金利との間に成立する均衡式であるという点で、大きな違いがある。

図3 期待インフレ率の変化と利子率および所得



トービン効果と呼ばれている (注4)。

第二に、物価の下落が実質資産残高の増加をもたらし、支出を増大させるように働くというピグー効果については、その前提条件を十分に検討する必要があるだろう。物価の下落は、債権が債務を上回る経済主体にとっては実質純資産の増大を意味するけれども、債務が債権を上回る経済主体にとっては、実質純債務の増大を意味する。それゆえ、前者においては、物価の下落は支出を増大させる方向に働くが、後者においては支出抑制的に作用する。マクロ経済的観点からみて重要なのは、そのネットの効果である。これについては、相反する2つの考え方がある (注5)。

第一は、民間部門保有の債権と債務は民間部門全体としては相殺されてしまうから、物価の変化は債権者と債務者の間の資産の再分配効果しかもっていないという考え方である。ただし、民間部門保有の債権総額から債務総額を除

いたネットの債権額（いわゆる外部貨幣に相当するものであり、対政府債権および対外債権から構成される）がプラスである限り、物価の下落は実質資産の増加を通じて支出を増大させるとみなすことができる。ピグー効果が立脚するのは、こうした考え方である。

これに対して第二の考え方は、民間部門保有の資産と負債とは民間部門全体として相殺されることは確かであるけれども、物価の変化が（純）債権者と（純）債務者に及ぼす効果は対称的ではなく、したがってその効果は全体として相殺されることはないというものである。アーヴィング・フィッシャー（1932, 1933）が強調するのは、物価の下落が債務者の実質債務負担を増大させ、その支出を抑制させる効果である。もちろん、物価の下落は債権者の実質資産を増大させ、債務者から債権者への資産再分配を生じさせる。しかし、一般的には、債務者の限界支出性向は債権者の限界支出性向よりも

(注4) Tobin(1975)は、簡単な不均衡動学モデルを用いて、マイナスのインフレ期待の経済活動に及ぼす影響を重視する。彼はデフレーションの影響を「価格水準効果」(price level effect)と「価格変化効果」(price change effect)に分けて議論し、価格水準効果としてはケインズ効果とピグー効果を挙げ、価格変化効果としては、マイナスのインフレ期待が実質利子率を引き上げる効果に加え、価格の先行き低下を見込んで消費を遅らせる効果などを挙げている。上に述べたように、価格水準効果は経済活動に拡張的に作用するのに対し、価格変化効果は抑制的に作用するが、もし価格変化効果が価格水準効果よりも強ければ、価格調整メカニズムは経済体系を必ずしも均衡へ回復させるとは限らないことを示している。

(注5) 以下の2つの考え方については、小泉(1982, 234-236頁)に多くを負っている。

高いと考えられるため、資産の再分配はマクロ経済全体の支出を低下させるとみなしうる。小泉（1982，236頁）によれば、「債務者は支出の必要あればこそ借金しているのであるから、債務者に対するマイナス効果は、債権者に対するプラス効果を上回る。とくに、現代社会における主たる債務者は企業であり、企業は投資のために借金をしている。物価下落は、販売収入にくらべ負債返済額を相対的に大きくすることをおして、内部資金の実質額を減少させる」ことになる。こうした物価下落がもたらす債務者の実質債務の増大に伴う支出抑制効果は、先のインフレ期待が名目金利に及ぼす効果と同様、同じ主唱者の名前をとって「フィッシャー効果」と呼ばれている。

IV-2 負債デフレーション論

バブル崩壊以降、その経済活動に及ぼす影響との関連から、しばしば「フィッシャー効果」ないし「負債デフレーション」に言及されるけれども、アーヴィング・フィッシャーの著作それ自体はほとんど読まれることもないようである。有名なフィッシャーの負債デフレーション論は、『好況と不況』（1932）の中で詳細に論じられ、その要旨が『エコノメトリカ』第1巻に掲載された論文「大恐慌のデット・デフレーション理論」（1933）にまとめられている。以下では主として後者に即して、フィッシャーの負債デフレーション論の輪郭を明らかにしよう。

フィッシャーが大恐慌の原因としてとくに重視したのは、『エコノメトリカ』の論文タイトルが示しているように、過剰債務の存在と、それに続くデフレーションである。彼は景気循環を説明する9つの過程を取り上げ、その過程の間に次のような論理的因果関係を考える。

(1) 過剰な債務が原因となり、ある時点で銀行貸付の返済による債務の清算 (debt liquidation) と投げ売り (distress selling) が行われる。(2) 銀行貸付が返済されるにつれて、預金通貨の収縮とその流通速度の低下がもたらされる。(3)

この預金通貨の収縮と流通速度の低下は、フィッシャーが「ドルの膨張」 (a swelling of the dollar) と呼ぶ物価水準の下落を引き起こす。(4) 物価水準の下落は、リフレーション政策等によって妨げられなければ、企業の正味資産価値の大幅な減少となり、破産を引き起こす。(5) 企業の利潤が減少し、赤字操業を行う企業も増大する。(6) その結果、産出量、取引量、雇用量の減少が生じる。(7) それに伴う損失、破産、失業の増大は悲観と確信の喪失を生み出す。(8) 悲観と確信の喪失は、通貨の保蔵と流通速度のいっそうの低下を招く。(9) 以上の8つの変化は、名目利子率を低下させる一方、実質利子率を上昇させるという、利子率の複雑な攪乱を引き起こす。

もちろん、フィッシャーは現実の景気循環過程においては、以上の「論理的なリスト」には存在しない多くの変数や相互依存関係が在在すると考えているし、また事態が上のような順序とは若干異なって生起する場合があるという留保条件を付けている。しかし、「論理的リストの最初と最後、すなわち債務とその利子を除けば、すべての変動は物価下落を通じて生じること」に注意すべきである（1933，p.13）として、物価下落の影響を重視している。

フィッシャーは一方、「デフレーションが債務以外の要因から生じるときには、そして債務が大きな額でない場合には、結果としての害悪ははるかに軽微である。壊滅的影響を及ぼすのは、両者の組み合わせ、すなわち債務の病 (the debt disease) が最初に生じ、それに続いて深刻なドルの病 (the dollar disease) が生じることである」（同上）とも述べている。そして「債務の病」と「ドルの病」という2つの病、つまり過剰債務の存在と物価の下落（貨幣価値の増大）とは、前者が後者を導き、後者が前者を導くという相互依存の関係にあり、両者が重なりあってスパイラル的な景気の悪循環を生じさせる。すなわち、上の「論理的リスト」が示すように、「債務によって引き起こされたデフレーションは債務に反作用する」（同上）のである。

なぜなら、「社会が過剰債務（over-indebtedness）の状況にあるとき、債務の清算それ自体は実質債務を減少させるのではなくて、しばしばそれを増大させる。もちろん、名目的には清算は債務を減少させるが、実質的には（一国の貨幣価値を増大させることによって）未払いの債務残高を膨張させる」（1932, p.25）からである（注6）。その結果、「清算への殺到という集団的効果が債務のドル価値を膨張させるために、債務の負担を軽減しようとする諸個人の努力がまさに債務の負担を増大させるのである」（1933, p.344, 原文はイタリック）。

かくてフィッシャーは、大恐慌の大きな秘密を解明したとして、その秘密を改宗者のような情熱をもって次のように述べている。「債務者が支払えば支払うほど、負担する債務は増大するという、すべてではないにしても、ほとんどの大不況の大きな秘密であり、わたしが提起する大逆説（the great paradox）が成立する」（同上）。

以上がフィッシャーの負債デフレーション論の輪郭である。フィッシャーの理論は、先の「論理的なリスト」の間の相互関係が必ずしも明らかではないという問題はあるが、過剰債務と物価の下落が実体経済活動にいかに大きな影響を及ぼすかについて、きわめて重要な見方を提供していることは確かであろう。その見方は、バブル崩壊後の日本経済の分析においても不可欠な視点を提供しているように思われ

る（注7）。

IV-3. バブルの崩壊とバランスシート調整

1980年代後半には、株価・地価を中心に資産価格全般の急激な上昇（いわゆる資産インフレ）が発生し、90年代に入って以降は、逆に資産価格の急激な下落（いわゆる資産デフレ）が生じた。こうしたバブルの発生と崩壊とは、企業行動や金融機関などの行動に大きな影響を与え、結果としてわが国の景気後退を従来になく長期化させる一方、不良債権の累増による金融システムの脆弱化をもたらした。すなわち、資産価格の上昇時に借入れをして資産を取得した企業や家計、そしてこれに融資した金融機関のバランスシートが、その後の資産価格の大幅な下落によって毀損し、こうした各経済主体のバランスシートの悪化によって経済全体の支出活動が抑制されるとともに、金融機関保有の不良債権の増大として表面化したと考えられる。これが、いわゆるバランスシート問題といわれるものである。

ここでバランスシート問題とは、経済企画庁（1993a）にしたがって、「保有資産価格の上昇、および値上がり期待を背景に、外部負債との両建てによって新規に取得した資産（具体的には土地・株式）が、その後のバブル崩壊により、減価もしくは不良化する結果、時価ベースの資産総額（含み益を含む）と比べた負債残高

（注6） 換言すれば、債務を返済しようとする過程（清算の過程）において、銀行組織全体の預金は減少し、この預金通貨を含む貨幣量の減少は物価の下落を引き起こす。そして、債務の返済は物価下落に迫いつかず、かえって借り手の実質債務は増大するというのである。ただし、I.Fisher（1933）においては、貨幣量の変化と物価の変化との関係については立ち入って言及されていないが、『好況と不況』（1932, Chap. 10）では、貨幣数量説による説明が展開されている。

（注7） I.Fisherの負債デフレーション論については、Wolfson（1996）、小島（1995）および柴田（1990）も参照されたい。Wolfson（1996）はI.Fisherの負債デフレーション論を再評価し、資産価格の下落は、家計の正味資産の減少による消費の減少と、企業の資金調達コストの増加による投資の減少を通じて、負債デフレーション過程を始動させると論じている。小島（1995）は、負債デフレーション論の考え方は、I.Fisher（1932, 1933）に先行して、すでにHawtrey（1919）によって示されていると指摘している。また柴田（1990）は、米国の大恐慌の分析においてこれまでに十分には分析されてこなかった負債デフレーション論の有効性を検討している。

が過大（実質自己資本比率の低下）となり、経済主体がリスク許容力を低下させること」と定義しよう。この点で重要なのは、バランスシート問題とは単に資産価格の下落に伴う資産価値の目減りの効果、いわゆる「逆資産効果」の影響のみを問題にするのではなく、資産価格の上昇期待を背景に積み上がった債務残高の累積がもたらす後遺症的な影響を問題にしていることである。

すなわち、資産価格の上昇は、家計が保有する株式など資産価値の増大を通じて消費の拡大に寄与する効果（資産効果）をもっているし、逆に資産価格の下落は消費に抑制的に作用すると考えられる。また地価の上昇は、地価上昇期待の高まりや不動産担保価値の増大による資金のアヴェイラビリティの増大を通じて住宅投資を刺激する効果をもち、地価の下落は逆の理由で住宅投資にマイナスの影響を与えるだろう。さらに地価の高騰は、企業が保有する土地の担保価値の増大を通じて、金融機関からの借入れ能力を高め、株価の高騰は、転換社債やワラント債の発行を活発化させ、短期的には資金調達コストの低下を通じて、ともに企業の設備投資を刺激する効果をもっている。逆に、資産価格の下落は企業の設備投資に抑制的に作用するとみなされる。つまり、資産インフレは景気刺激的に働き、他方、資産デフレは景気の足を引っ張るように働くことができる。

ただし、注意を要するのは、資産インフレと資産デフレでは、その効果が必ずしも対称的ではないことである。負債の増加によって資産の増大を図る限り、資産価格が上昇すると、それに見合って名目資産価値も増大するが、資産価格が下落すると、負債はそのまま残るからである。このような効果の非対称性がバランスシート問題の本質であると言えよう。すなわち、バランスシート問題は、資産価格の変化が引き起

こす「同時的影響」のみならず、資産価格の下落が止まった後も経済に持続的な影響を与える「後遺症的影響」を重視するのである（注8）。

こうした「後遺症的影響」が生じる原因は、バブル生成の過程で、資産価格の上昇を期待して企業が資産と負債を「両建て」で増加させ、その確定利払いの債務残高を累増させた点にある。バブルが崩壊して資産価格が低下すると、資産の価値は大幅に低下する一方で、負債は名目ベースで固定された契約（負債契約）であるという性格から、必然的に企業のバランスシートは悪化し、債務の返済圧力の増大、リスク負担能力の低下を通じて、その支出活動が抑制される。金融機関にとっても、融資先企業に対する不良債権の増大によってリスク負担能力が低下し、ニューマネー供与の抑制（融資態度の慎重化）と既存貸出の回収に努めることになる。

バランスシート問題をこのように捉えると、その問題の中心にあるのは企業等が抱える既存の累積債務であり、ウルフソン（1996）が指摘するように、今日のバランスシート問題は、アーヴィング・フィッシャーによって強調された負債デフレーションの現代版にほかならない。

さて、資産価格の変動が企業など借り手のバランスシートにどのような影響を及ぼすかを具体的な例に基づいて考察してみよう（注9）。

いま、企業Aと企業Bの2つを考え、前者は銀行からの100億円の借入れによって土地を購入・保有し、後者は100億円の銀行借入れによってそれに見合う預金を保有しているとしよう。このとき、企業A、企業B、両者の統合バランスシート（B/S）および銀行のバランスシートは次のように記述される。

ここで、地価が2倍に高騰したとしよう。この結果、企業A保有の土地の資産価値も2倍に増大し、企業Aに100億円のキャピタル・ゲイン（実質自己資本）の増加が生じる。このと

（注8） 資産価格の変化の経済に及ぼす「同時的影響」と「後遺症的影響」の区別については、経済企画庁（1994）を参照。

（注9） 以下の例は、日本銀行（1994a）に準拠しながら、一部を修正している。

き、①のバランスシートは次のように変化する。

①	企業A		企業B		統合B/S		銀行	
	土地	借入れ	預金	借入れ	預金	借入れ	貸出	預金
	100	100	100	100	100	200	200	100
					土地			資本
					100			100

②	企業A		企業B		統合B/S		銀行	
	土地	借入れ	預金	借入れ	預金	借入れ	貸出	預金
	200	100	100	100	100	200	200	100
		資本			土地	資本		資本
		100			200	100		100

次に、企業Bは自己の預金100億円の取り崩しと、銀行からの100億円の借入れ増加に基づいて、企業A保有の土地を購入したとしよう。また企業Aは、土地売却代金のうち100億円を

銀行借入れの返済に回し、残り100億円を預金に預け入れるとする。この取引の結果、②のバランスシートは次のように変化する。

③	企業A		企業B		統合B/S		銀行	
	預金	資本	土地	借入れ	預金	借入れ	貸出	預金
	100	100	200	200	100	200	200	100
					土地	資本		資本
					200	100		100

次に、いわゆるバブルがはじけ、地価が半分に下落したとしよう。これによって、③に記述

された各経済主体のバランスシートは、最終的に以下のような状況となる。

④	企業A		企業B		統合B/S		銀行	
	預金	資本	土地	借入れ	預金	借入れ	貸出	預金
	100	100	100	200	100	200	200	100
				資本	土地			資本
				△100	100			100

以上の数値例において、④と①のバランスシートを比較すると、企業Aと企業Bの統合バランスシートおよび銀行のバランスシートは表面的にはまったく同一であるにもかかわらず、企業Bにおいては負債が資産を100億円上回るという債務超過の状態に陥っており、その分、銀行は不良債権を抱えていることが理解できる。すなわち、地価が上昇してから下落し、元の状態に戻るまでの上記の過程を全体として見ると、地価上昇時に土地を保有していた経済主体

(企業A)はキャピタル・ゲインを得る一方、地価下落時に土地を保有していた経済主体(企業B)はキャピタル・ロスを被るため、両者のバランスシートを統合すれば、地価の変化の影響は相殺されるにもかかわらず、個別の企業から見ると、バランスシートの穀損(実質正味資産の減少ないし負債の増加)および不良債権の増大が生じるのである。

上の例から明らかなことであるが、バブルの発生と崩壊の過程でバランスシートの毀損と不

良債権の増加が生じたためには、①土地の売買取引が現実に行われること、②土地の購入者がその資金を銀行借入れなど負債によって調達すること、この2つの条件が整うことが重要なポイントである。例えば、土地が単に保有されるだけでは、バランスシート問題は生じない。企業Aが土地を保有しているだけなら、地価が上昇し同じだけ下落しても、企業Aのバランスシートは元に戻るだけで、キャピタル・ゲインもロスも発生しない。また、企業Bが株式発行によって土地の購入代金を調達した場合は、株価の下落が生じるだけで債務超過の問題は生じない。このように考えると、①および②の条件が企業のバランスシートを悪化させ、また金融機関の側にも不良債権を発生させる必要かつ十分な条件であるが、バブル発生期の土地取引が不動産・建設業や非製造業中小企業を中心に金融機関の借入れによって行われたことを考慮すると、上に説明したような形でバランスシート問題が生じた可能性は高い。

ところで、欧米ではミシュキン（1978）の先駆的な研究をはじめとして、企業部門よりも家計部門におけるバランスシート調整の影響を重視する研究が多い^{（注10）}。これに対して、日本の場合には、バランスシートの変化が消費支出を通じて実体経済に及ぼす影響は小さかったという見方が一般的である。この理由としては、家計部門を全体としてみる限り、80年代後半から90年代前半の地価高騰時には土地売却超過であり、そのために地価下落に伴うバランスシートの殿損は小さかったこと、さらには家計部門の金融資産全体に占める株式の比率も小さく、株価下落の影響も軽微であったこと、などが考えられる。これに対して、企業部門の場合は不動

産業や非製造業の中小企業を中心に、その影響は無視できない大きさであったと推測される^{（注11）}。

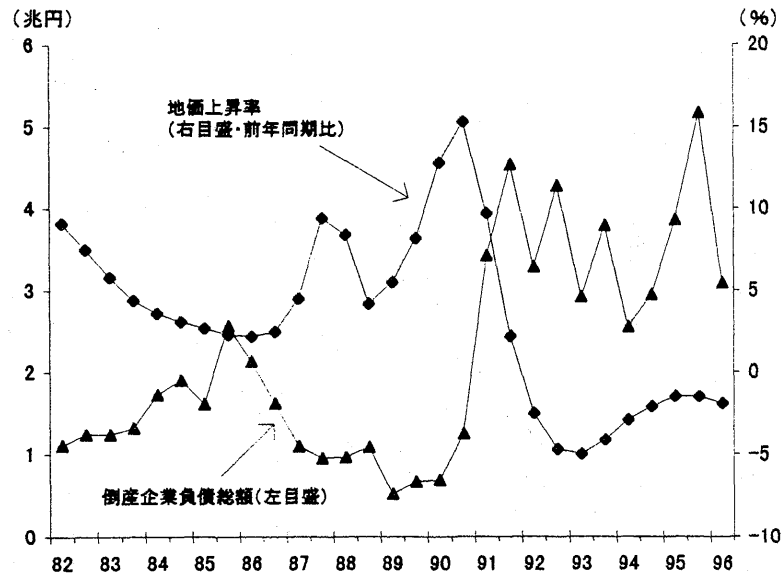
この推測を裏付けるために、地価上昇率と倒産企業負債総額との関係を調べたのが図4である。これによると、80年代前半から90年代前半を通じて、地価上昇率と倒産企業負債総額の間には、逆の相関が存在すること、つまり、地価の上昇率（下落率）が高ければ、倒産企業負債総額が減少する（増大する）という関係が窺われる。このことは、地価の上昇は企業のリスク負担能力を高め、企業倒産を減少させる一方、地価の下落は企業のリスク負担能力の低下を通じて企業倒産を増大させることを示唆しているように思われる。

もっとも、以上の分析に限界があることは言うまでもない。92年下半年期以降、地価上昇率と倒産企業負債総額の関係は不明確となっているし、企業倒産の理由が地価要因だけではないからである。

（注10） Mishkinは、米国の大恐慌期における家計のバランスシートの変化と消費支出の変化との関係に注目し、大恐慌が発生する直前に家計部門の負債残高が積み上がり、それが1929年から33年にかけての物価の下落によって家計の実質債務負担が急増したこと、加えて29年の株価大暴落とその後の持続的な株価下落によって家計のバランスシートが悪化したことが家計の消費支出を減少させ、ひいては総需要の減少につながったと強調する。

（注11） これについては、経済企画庁（1994、第2章）および日本銀行（1994a、1995）を参照されたい。

図4 倒産企業負債総額と地価上昇率



- (注) 1. 国土庁『地価公示』, 帝国データバンク『全国企業倒産集計』より作成。
 2. 地価上昇率は全国住宅地, 前年同期比。
 3. 半年(上半期と下半期)ベース。

V. クレジット・ビューと経済活動

V-1 クレジット・クランチ

前節における数値例から明らかなように、企業が資産価格の下落によって債務超過といった深刻なバランスシート問題に陥るのは、その保有する資産が銀行借入れなどの負債によって調達されるからである。したがって、企業のバランスシート問題は、その負債が金融機関からの借入れに依存している限り、金融機関の側に不良債権を発生させ、その実質正味資産(実質自己資本)を悪化させる。すなわち、企業のバランスシートの悪化は、金融機関のバランスシートの悪化を引き起こす。この点で重要なのは、金融機関のバランスシートの悪化は、単に企業のバランスシートの悪化を反映するにとどまらず、貸出供給の減少を通じて企業の支出活動を

抑制し、ひいては実体経済活動に悪影響を及ぼすという考え方(いわゆるクレジット・クランチ論)である。

クレジット・クランチ論は、米国の大恐慌の原因に対して新しい解釈を与えたベルナンケの研究(1983)を嚆矢として近年急速に注目を集め、活発な理論的・実証的研究が行われている。ベルナンケ(1983)は、大恐慌の説明として、フリードマン＝シュバルツ(1963)が主張するようなマネーサプライの収縮効果だけでは不十分であり、銀行倒産や取り付けの多発に基づく金融仲介機能の低下がより根本的な原因であることを強調する。「1930-33年の金融危機は、ある種の金融サービスの質の低下、主として信用仲介の質の低下を通じてマクロ経済に影響を及ぼした」(p.263)のであり、最終的な貸し手と借り手を結び付ける金融仲介の費用(the

cost of credit intermediation)の上昇が銀行の与信機能の低下をもたらし、その効果（ベルナンケのいう非貨幣的效果）を通じて経済活動の低下が引き起こされたという。

ベルナンケ（1983）は以上の推論に基づいて、米国の大恐慌期のデータを用いて実証分析を行った結果、推定期間中の生産活動の低下がマネーサプライの減少効果だけでは十分に説明できず、倒産銀行の預金減少額や倒産非金融企業の負債増加額など金融危機を表す代理変数を追加することによって、はじめて大恐慌の深さと長さについての合理的な説明が可能であることを明らかにした。さらにベルナソケ＝ジェームズ（1991）は、この研究を拡張して米国を除く24カ国について詳細な実証分析を展開し、やはり1930年代初期に各国に共通して生じた金融危機がその生産活動の低下に対して有意な影響を及ぼしているという、米国と同様の結論を導き出した。

ところで、クレジット・クラッシュが生じるためには、(1)銀行のバランスシートの悪化が貸出供給を減少させる、(2)貸出供給の減少が経済活動を抑制する、という2つの現象が生じることを論証しなければならない。この(2)の現象が生じるメカニズムを理論的に明らかにしたのがベルナンケ＝ブラインダー（1988）の業績であり、その考え方はクレジット・ビュー（credit view）ないしレンディソグ・ビュー（lending view）と呼ばれている。

クレジット・ビューとは、金融政策の波及経路における銀行貸出の役割を重視するものであり、マネー・ビュー（money view）と呼ばれる伝統的な考え方とは対照的である。すなわち、マネービューは、IS-LM分析の枠組みで言えば、マネーサプライの増減によるLM曲線のシフトが利子率を変化させ、経済活動に影響を及ぼすチャンネルを唯一の金融政策の波及経路であるとみなすのに対し、クレジット・ビュー

は、そうした利子率の変動のみならず、銀行貸出の変化が経済活動に及ぼす固有の経路を重視する^{（注12）}。

銀行貸出が実体経済に固有の影響を与えるためには、(1)金融政策が銀行の貸出供給を変化させること、(2)銀行貸出と債券発行とが完全には代替的でないこと、の2つの仮定が満たされなければならない（Kasyap, Stein and Wilcox（1993））。このうち、クレジット・クラッシュの発生は、(2)の仮定と直接にかかわってくる。この銀行貸出と債券発行との非代替性の仮定は、いうまでもなく、資金の貸し手と借り手の間の情報の非対称性にに基づいている。情報の非対称性により、銀行貸出が他の資金調達手段（例えば債券の発行）と完全には代替的でないとするなら、銀行貸出の減少は、債券市場にアクセスが困難な借り手の投資支出の減少をもたらす、実体経済に抑制的な影響が及ぶことになる。ベルナンケ＝ブラインダー（1988）は、銀行貸出と債券との不完全代替の仮定を織り込んで修正したIS-LMモデルを用いて、金融政策の変更や銀行が感じる信用リスクの変化が実体経済に影響を及ぼすメカニズムを明らかにする。

ベルナンケ（1983, 1991, 1995）によれば、こうしたクレジット・ビューに基づく見方が、1930年代の大恐慌の影響を的確に説明できるという。多数の銀行が倒産した大恐慌時に、銀行はできるだけ貸出を減らす一方、オープン市場における安全で流動的な資産の保有を増加させたが、このオープン市場資産に対する大幅な需要の増加から市場金利は記録的な水準にまで低下し、そのために金融は緩和状況にあるという誤った印象を与えることになった。しかし現実には、銀行制度の崩壊によって金融仲介機能が麻痺し、深刻なクレジット・クラッシュを通じて民間の支出は急速に減少した。こうした現象はクレジット・ビューのモデルと完全に整合的であり、それゆえクレジット・ビューは「歴史に

（注12） クレジット・ビューに関する詳細な展望としては、Bernanke(1993), Kashyap and Stein(1994), Mayer(1994), 古川(1995)などを参照されたい。

基礎を置く見方」(a view with a basis in history)であると主張するのである。

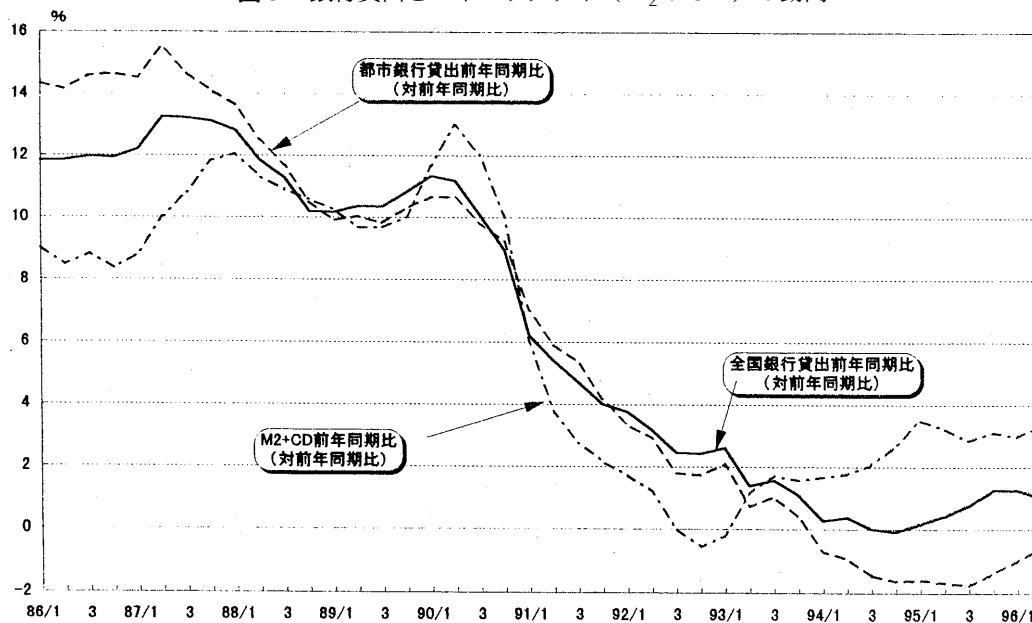
V-2 簡単な実証分析

バブル崩壊後の日本の金融機関のバランスシートの悪化を反映し、いわゆる「貸し渋り」が生じているのかどうかについて、これまで盛んに議論が行われてきた。また、経済企画庁(1994)、吉川・江藤・池(1994)、日本開発銀行(1995)、松井(1996)などによって、これに関する実証分析も展開されてきた。しかし、これらの実証分析に限っても、その結果は様々であり、いまだ明確な結論は得られていないようである。

まず、1980年代後半から最近に至るまでの銀

行貸出の動きを調べてみよう。図5は、全国銀行(都銀、長信銀、信託、地銀、第2地銀)と都市銀行ベースの貸出平均残高、それにマネーサプライ($M_2 + CD$)の平均残高の対前年同期比の推移を示している。これより、90年代に入って以降最近に至るまで、全国銀行、都市銀行ベースとも貸出残高の伸び率がほぼ一貫して低下し続け、こうした銀行貸出の伸び率低下を反映して、マネーサプライの伸び率も低下を続けていることが確認できる。とりわけ、都市銀行の貸出残高は、94年第1・四半期以降、2年間にわたって前年水準を割り込むという状況が生じている。都市銀行の貸出残高がこれほど長期にわたって前年割れになるという事態は異常であり、過去に見られなかったことである。

図5 銀行貸出とマネーサプライ($M_2 + CD$)の動向



(注) 1. 日本銀行『経済統計月報』より作成。

2. 数値はいずれも各月末残高の3ヵ月平均値の対前年同期比。

こうした銀行貸出の低迷は、経済活動の停滞に基づく企業の借入れ需要の減退によるところが大きかったことは確かであろう。ただし、政府や日本銀行が指摘するように、1991年より景気が緩やかな回復過程に入っているものとするれば、上に見たような異常ともいえる貸出の伸び率低下には、銀行側の事情も影響している可能

性が強い。すなわち、経済企画庁(1994, 225頁)が指摘するように、「企業の財務内容が悪化したり、地価下落により担保価値が低下してきているため、金融機関にとって、通常の審査基準でみても貸出しに慎重にならざるをえない状況が生じていた」ことが挙げられる。これに加えて、銀行が不良債権の増加に対処して貸出

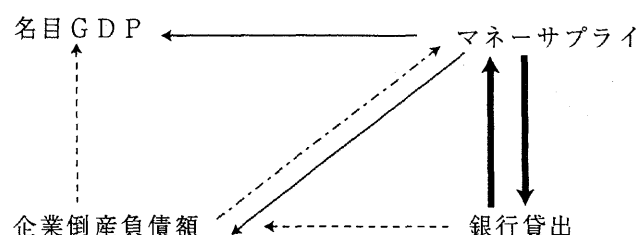
の回収を図っているという事情も考えられる。「貸し渋り」が生じているかどうかは多分に定義の問題であるが、銀行が貸出供給を抑制していることだけは、否定し難い事実であるように思われる。

先に指摘したように、クレジット・クランチ

が生じるためには、銀行が貸出供給を抑制するだけにとどまらず、それに伴う貸出の減少が实体经济活動にも抑制的な効果を及ぼすことが必要である。この点をチェックするために、一つの試論的な分析を行ったのが表1である。

表1 VARモデルによる因果関係テスト

		説明変数			
		名目GDP	マネーサプライ	銀行貸出	企業倒産負債額
被説明変数	名目GDP	1.16	2.83**	0.75	1.93 [△]
	マネーサプライ	1.03	2.98**	3.72***	2.05*
	銀行貸出	0.67	6.52***	14.76***	0.51
	企業倒産負債額	0.76	2.49**	1.69 [△]	4.35***



(注) 1. データ出所：日本銀行『経済統計月報』，経済企画庁『国民経済計算』，帝国データバンク『全国企業倒産集計』。

2. 表中の数字はF値。また，表中の***，――→は，F検定による1%有意を，**，――→は5%有意を，*，――→は10%有意を，△，――→は20%有意を示す。

3. 使用したデータは以下の通り。

名目GDP：『国民経済計算』国内総生産（季節調整済み）

マネーサプライ： $M_2 + CD$ 月末残高の3ヵ月平均値

銀行貸出：「マネタリーサーベイ表」，預金通貨銀行勘定欄の貸出残高の3ヵ月平均値

企業倒産負債額：『全国企業倒産集計』，企業倒産負債額の3ヵ月平均値（いずれも対数変換の一次階差を使用）

4. 推計期間：1974年第1四半期～96年第3四半期。

5. ラグはAIC基準により4期を採用。

この表は，名目GDP，銀行貸出，マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ），それに企業倒産負債額の4変数を用いて，VARモデルによる時系列分析を行い，Grangerの意味での因果関係をテストした結果である。ここで，「企業倒産負債額」を用

いたのは，Bernanke（1983）における実証分析において，倒産非金融企業の負債総額が金融危機の代理変数として用いられたことに対応したものである^(注13)。

さて，この4変数VARモデルによる推定結

(注13) 金融危機が实体经济に及ぼす影響を分析したBernanke(1983)の研究では，新開(1995)が指摘するように，変数間の因果関係の検討が不十分であるという問題点がある。VARモデルによる因果関係テストを行ったのは，この点を考慮に入れたためである。

果によると、銀行貸出はマネーサプライを媒介にして名目GDPに影響を及ぼしている。また、銀行貸出から企業倒産負債額へ、そして企業倒産負債額から名目GDPへと弱い一方方向の因果関係がみられることから、このチャンネルを通じて、銀行貸出が実体経済に対して影響を及ぼしている可能性がある。さらに、銀行貸出とマネーサプライの間には双方向の強い因果関係が認められるとともに、マネーサプライ

は他の3変数に対して、少なくとも5%の有意水準で強い影響を及ぼしている点が注目される。

以上の推定結果は、銀行貸出、あるいは銀行貸出と表裏一体の関係をなすマネーサプライから実体経済活動への影響を示唆している。その限りでは、銀行のバランスシート調整に伴う銀行貸出の減少が、実体経済に対してある程度抑制的に作用したとみることができよう^(注14)。

VI. 金融政策と物価安定

これまで主に金融的な側面と最近の物価動向や景気との関係を論じてきたが、この節では、金融政策と物価との関係について若干の考察を加えておこう。

金融政策の最大の目標が物価の安定にあることは言うまでもないが、近年の世界的な傾向として注目に値するのは、中央銀行が金融政策の運営において物価の安定を唯一の目標とすべきであるとの考え方が強まりつつあることである。例えば、1999年から発足予定の欧州通貨統合では、欧州中央銀行（ECB）が統合後の単一通貨「ユーロ」の価値を維持するために、物価安定のみを政策目標にすることが欧州連合条約（マーストリヒト条約）によって保証されている。また近年、イギリス、カナダ、スウェーデ

ン、ニュージーランドなどでは、特定の期間のインフレ率について明示的な目標レンジ（ないし目標値）を設定し、これを対外的に公表するという方式、いわゆるインフレーション・ターゲティングを実行している。

とくにインフレ・ターゲティングをいち早く導入したニュージーランドでは、89年の改正中央銀行法（ニュージーランド準備銀行法）によって物価安定を金融政策の「単一の目標」とすることを明記している。また、事前にインフレ率の目標値について中央銀行総裁と大蔵大臣の契約（Policy Targeting Agreement）を行い、かつ内容を公表することを義務付けることによって、金融政策のスタンスの明確化を図り、さらには履行状況および政策運営方針につ

（注14） ただし、以上の因果関係テストにおいては、単位根検定や共和分検定を行っていないため、断定的な結論を下すには問題がある。「試論的」と断わったのもそのためである。

（注15） こうした各国で行われているインフレ・ターゲティングの狙いとしては、第一に、物価は金融政策の「最終目標」であるため、目標として最も明快であること、第二に、目標レンジを対外的に公表し、そのレンジを達成することができれば、中央銀行の信認確保につながり、ひいては各経済主体のインフレ期待を鎮静化することにつながることであり、第三に、物価統計は速報性が高く、ターゲティングを行うのに適していること、などが考えられる。インフレーション・ターゲティングの実施に際しては、採用する物価指標の選択や目標レンジ（ないし目標値）の設定などに関し、理論的ないし技術的に検討を要する点も少なくないが、中央銀行のパフォーマンスを客観的に評価し、金融政策運営の透明性を確保する観点からみて非常に魅力のある方式であり、わが国への導入に関しても十分検討に値すると思われる。以上のインフレーション・ターゲティングの内容については、日本銀行（1994b）に負っている。また、翁（1995）も参照のこと。

いて議会で説明する義務を中央銀行に課すことにより、アカウンタビリティの確保に努めている^(注15)。

このように物価の安定についての世界的関心が高まり、それが金融政策の最優先目標となるのは、物価の安定を維持することが、経済の持続的成長のための大前提であるという共通の認識が高まったからにほかならない。改めて言うまでもないが、物価の安定が損なわれると、企業が投資採算を見積り、将来の生産計画を策定することや、家計が将来の所得を予想して貯蓄・消費の計画を立てるなどの経済計算を困難にし、将来に対する不確実性の増大を通じて、経済の持続的な成長が脅かされる。もちろん、物価の変動が所得や資産の分配上の不公平をもたらすことも、その安定が追求されなければならない重要な理由である。

しかし、一口に「物価の安定」とは言っても、その内容は様々であり、検討を要する問題も少なくない。例えば、「物価の安定という場合の物価とは何か、GNPデフレーターをいうのか、あるいは卸売物価水準、消費者物価水準をいうのか、明瞭でない。また卸売物価や消費者物価を基準とする場合にも、物価作成上の問題とくに新製品や製品の質の向上、支出パターンの変化が十分に物価指数に反映されないといった問題がある。さらに、物価の安定という場合の安定とは、物価水準がまったく変わらないことをいうのか、多少の物価の変動は認められるのか、もし多少の物価変動は物価の安定のうちに含まれるとすれば、何パーセントの物価変動までは物価安定と認められるのか、といった問題がある」（館・浜田（1972, 233－234頁））

これらは、「物価安定」にまつわる古くて新しい問題であり、容易には解答し得ない問題であるが、ここでは敢えて、「物価の安定とは国民生活に最も関係の深い消費者物価の上昇率がゼロの状態」であると定義しよう。最近のわが

国で生じている「ゼロ・インフレーション」の状況は、まさにこの定義にかなっている。そして、日本銀行（1996）が述べるように、「物価が、経済活動の物差しであるという意味で、また、物価変動に伴う所得分配への悪影響を避けるという意味からも、概念的には、やはりゼロインフレが望ましい」と言えよう。

ただし、最近では物価や賃金に下方硬直性が存在する限り、ゼロインフレを追求すると、失業率上昇や成長率低下などのコストがかさみ、かえって3%程度のインフレ率を許容する方が、経済の効率化・活性化に役立つという議論が米国で台頭し、わが国でもゼロインフレの功罪を巡って活発な議論が行われている^(注16)。物価の下落が経済に対してデフレ作用を及ぼすことは、すでに第IV節で検討した通りであるが、ゼロインフレについても同様の効果が指摘されているのである。

少なくともわが国の現状に照らしてみると、消費者物価が安定しているのは、既に説明したように、途上国からの輸入浸透が高まったり、技術革新に伴う新製品の登場や品質変化、あるいは流通市場の合理化など供給側の要因（総供給曲線の右方シフト）と、景気の低迷という需要側の要因（総需要曲線の左方シフト）が絡み合って生じている。前者の供給側の要因による物価低下圧力については、それ自体は好ましいものであり、この供給ショックに基づく価格下落については、これを容認することが経済政策上望ましい。他方、需要ショックに基づく価格下落圧力はこれを早めに相殺し、景気の下振れリスクを除くことが持続的な成長を確保するためには必要である。したがって、一般的にはゼロインフレは望ましいものであるとしても、問題はそれがどのような要因によって生じているかであり、ゼロインフレの状況に応じて政策の対応も異なってくる。

日本の景気の現状において、もし需要ショッ

（注16）ゼロインフレの功罪を巡る議論については、例えばP.Krugman（1996）や植草・若月（1997）を参照されたい。

クによる物価下落の潜在的リスクが大きく、景気の自律的な回復が期待できないならば、一段の金融緩和に踏み切ることが望ましい。しかし、公定歩合が史上最低の水準にある現状のもと、金融政策発動の余地は乏しい。この点からしても、バブル発生と崩壊の直接の引き金となり、資産価格の異常な変化という市場のシグナルを軽視した金融政策運営の後遺症は大きい。

「物価の安定」という観点からして、一般物価と資産価格の関係をどう考えるかも重要な問題である。すでに触れたように、80年代後半のバブル発生過程では、消費者物価や賃金が落ち着いた動きを示すなかで、株価・地価のみが突出して高騰した。このことが、経常黒字の縮小と為替相場の安定を狙いとして実施されていた金融緩和と政策からの転換の遅れをもたらした結果としてバブル発生と素地をつくったことは否定できない。すなわち当時としては、資産価格の変動が実体経済に及ぼす影響は過小評価されていたか、その影響は大きいとしても一過性のものであるとみなされ、国民生活にとってもっとも関係の深い消費者物価の安定が確保されている限り、金融政策を転換させる積極的根拠に乏しかったと推察される。

資産価格の変化に関して重要な点は、資産価格の高騰が人々の資産分配を不平等化させるのみならず、資源配分にも歪みをもたらすことである。資産価格も一般の財・サービスの価格と同様、資源配分を変えるシグナルの機能を有している。ただし、「フローの財・サービスの価格とは異なり、ストックは長期的に残り続けるものであるため、その価格には経済主体がそのストックに関してどのような将来の期待を持っているかが大きく影響する。経済主体がストッ

クの価格について将来的に上昇期待を高めると、キャピタルゲインを狙った投機的な需要が膨張し、それが需給を逼迫させるという形で価格を上昇させることになる」（経済企画庁（1993b, 136頁）。バブル期には、こうしたストック価格上昇期待の自己増殖的な膨張が、結果として採算の悪い非効率的な投資をもたらした、資源配分のロスを招いたことは否めない事実である^(注17)。それゆえ、中央銀行が資産価格の動向に十分な注意を払うことは当然であり、かりに一般物価が安定していたとしても、資産価格の大幅な上昇が予想される場合には、バブル発生と芽を事前に摘み取るような金融政策の運営が必要である。

この点を考慮すると、金融政策が経済に影響を及ぼすには相当の時間を要するため早め早めの予防的な政策運営が不可欠である。よく言われるように、金融政策が発動されてからその効果が物価なり経済活動に現れるまでには長い時間がかかる。こうした政策効果発現までのタイム・ラグの長さは、政策目標を確実に、かつタイミングよく達成することをしばしば困難にする大きな要因となっている。

金融政策のもう一つの大きな特徴として、金融政策は経済の上昇局面と下降局面では効果の程度が異なるという、金融政策効果の非対称性が挙げられる。この点も古くから指摘されていることであるが、D. H. ロバートソンが『貨幣』という本のなかで、「著者の見るところでは、貨幣組織が独立で、景気上昇（または景気上昇に類似した現象）と闘うのと同じほど有効に、景気下降（または景気下降に類似した現象）と闘うことは、到底できそうにない」（D. H. Robertson (1948), 訳書178頁）と指摘したの

(注17) J.K. Galbraithは『バブルの物語』(A Short History of Financial Euphoria, 1990.鈴木哲太訳)において、「価格上昇するごとに、より多くの人々が投機へ参加する気になった。このことがまた、すでに投機へ参加している人の希望を正当化し、彼らがさらに買い進んで価格が上昇する道を拓き、いっそうの致富が際限なく続くことを保証した」(訳書54頁)と、バブル膨張のスパイラル的なメカニズムを叙述している。そして、オランダのチューリップ球根のケースについて言及し、値上がりした高価な球根を「買うために借金が行われた。小さな球根が巨額の貸付の“てこ”(leverage)となった」として、「金融的自己陶醉」(Financial Euphoria)を支える銀行融資のレバレッジ効果に注目する。

も、この金融政策効果の非対称性にほかならない。企業の生産活動や投資活動が活発で旺盛な資金需要がある好況期には、中央銀行は必要とあれば、金融引締めによって資金調達面から企業活動を抑制することができる。しかし、景気の先行きに対する企業の期待が悲観的な局面（いわゆる資本の限界効率の低下局面）では、いかに資金の調達が容易であっても、投資が採算に合わないと判断すれば、企業は投資を実行しようとはしない。これはちょうど、「馬を水ぎわまで連れて行くことはできるが、馬に水を飲ませることはできない」という比喻の通りである。

筆者は、政策効果浸透までの長期のラグおよび政策効果の非対称性という金融政策における以上の2つの特徴は、現在でも十分に妥当すると考えているが、もしそうであるとすると、景気の過熱とその後の長期にわたる不況とを繰り返すことがないよう、金利の需給調整機能に基づく予防的・機動的な金融政策のかじ取りが要請される。1970年代前半の「過剰流動性」の発生によって引き起こされた大インフレーションや80年代後半のバブル経済などがそうであるように、金融政策転換の遅れが事態の悪化をもたらすことは歴然としている。そうした苦い経験を踏まえ、日本銀行当局がことあるごとに「早め早めの対応」を強調しているのも当然であろう（注18）。

金融政策の運営において、早め早めの機動的な対応が大切であるにしても、問題はそれを如何にして実現するかということである。一つの有力な方法は、金融政策の効果波及経路に介在し、経済の先行きや政策効果の浸透度に関する有用な情報を提供する金融変数（いわゆる情報変数）を開発・利用することによって、将来に対する的確な情勢判断を行い、これに基づいてタイミングのよい政策対応を図ることが考えられる（注19）。

こうした「情報変数」の候補として、資産価格やイールド・スプレッド（金利の期間構造）などが挙げられる。資産価格は、将来受け取る地代や配当の流列の現在割引価値であり、その動きには先行きのインフレ予想が織り込まれているとみなしうる。またイールド・スプレッドは、将来の金利動向についての有用な情報を提供するが、これにも物価や景気の先行きについてのマーケットの予想が反映される。これらの変数が、将来の物価や景気について十分信頼に値する先見性を有しているのであれば、その動きが発する情報を「早期警戒信号」として位置付け、それを金融政策の運営に活用することが望まれる（注20）。

（注18） 例えば、日本銀行の松下総裁は最近の講演において、「これまでも、物価の安定を確保するためには、早め早めの機動的な対応が必要だと言われてきた。その理由は、先ほど述べたように、物価安定という目標が、そもそも中長期的に達成されるべきであるうえに、しかも、政策効果の浸透には長いラグを伴うためである」と述べている。日本銀行（1996）を参照のこと。

（注19） 情報変数としての資産価格の位置付けについては、白塚（1996）を参照のこと。

（注20） マネーサプライも、金融政策運営における情報変数としての有用性を保持しているとみられる。金融技術革新の進展などから、一時はマネーサプライの変動と経済活動との安定的な関係が崩れたと指摘されたこともあるが、石田・白川（1996）による最近の分析によれば、わが国の代表的なマネーサプライ指標である $M_2 + CD$ は、実質GNPなど実体経済変数に対し先行性を示しているほか、実質GNPに比べるとやや長いラグを伴うものの、各種インフレ指標に対しても一定の先行性を有しているとの結果が得られている。1980年代後半のマネーサプライの急増を許容するような金融政策運営が、資産価格の高騰を招き、結果として景気の長期低迷化と金融システムの不安定化をもたらしたことを考慮しても、マネーサプライの動向に十分な注意を払い、中長期的にその安定的なコントロールを図ることは、依然として重要な政策課題であると考えられる。

VII. 結び

バブルの発生と崩壊を経験したここ10年余りの日本経済を、物価問題を中心に様々な角度から考察してきた。為替の反転を受けて、物価の下げ止まり傾向が次第に鮮明になりつつあり、また4月の消費税率の引き上げによって消費者物価の上昇も予想されるが、大筋としては、物価の安定基調が今後当分の間持続すると考えられる。

その理由としては、第一に、企業や金融機関のバランスシート調整が景気の足を引っ張る状況が続くことである。商業地を中心に地価の下落が依然として続いており、今後、不良債権処理に伴う担保不動産の売却が進むと、地価の弱含み傾向が持続する公算が大きい。

第二に、一段と力をつけつつある新興経済諸国・地域からの良質で廉価な耐久消費財や非耐久消費財の輸入増加が見込まれることである。これによって国内市場での競争が促進され、流通市場の合理化等も進むと予想される。さらに、技術革新の進展に伴って、資本財などの価格低下も期待されよう。これらはいずれも循環的な要因ではないだけに、今後のわが国の物価動向に持続的な影響を及ぼすとみられる。

こうした点に着目すると、近い将来、為替相場が大幅な円安局面にでも突入しない限り、物価の安定基調が簡単に崩れるとは予見し難い。

そうは言っても、インフレやデフレが生じないような形で、中長期的に物価の安定を図ることは容易ではない。それを達成するには、金融

・財政政策のみならず、イノベティブな市場の活力を生かすように経済諸規制の緩和・撤廃を大胆に押し進め、産業の国際競争力を高めるような構造改革が必要である。そうした政策を積極的に推進し、日本経済の高価格・高コスト構造を抜本的に改めることは、21世紀の日本が活力ある国家として再生するための不可欠の条件である。

「通貨の番人」として、物価の安定を第一義的な使命とする日本銀行の責任も大きい。中央銀行の独立性確保の動きが世界的潮流となるなかで、わが国でも日本銀行法の改正が狙上にある。確かに、物価の安定以外の目先の政策目標にとらわれがちな政治から、中央銀行の法的独立性の確保が必要であることは、内外の歴史の教訓が示す通りである。しかし、法的独立性が保証されただけで、金融政策の失敗が生じないわけではない。

中央銀行の独立性が高まることは、責任・力量がいっそう問われることを意味する。その重責に耐えていくためには、物価の安定と持続的な経済成長についての実績を積み重ね、国民から信頼される中央銀行となることがなによりも大切である。中央銀行に対する国民のクレディビリティ（信認）が確立されると、金融政策の引締めや緩和に対する市場の反応は早まり、それだけ金融政策の効果が高まることが期待できる。

参 考 文 献

Bernanke, Ben S., "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, Vol. 73, June, 1983.

Bernanke, Ben S., "Monetary Policy Transmission: Through Money or Credit?," *Readings in Money, the Financial System, and Monetary Policy* edited by Thomas F.

- Cargil, Prentice Hall Inc, 1991.
- Bernanke, Ben S., "Credit in the Macroeconomy", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Vol. 18 No.1, Spring, 1993.
- Bernanke, Ben S., "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No.1, February, 1995.
- Bernanke, Ben S and Blinder Alan S., "Credit, Money, and Aggregate Demand," *American Economic Review*, Vol. 78, No2, May, 1988.
- Bernanke, Ben S. and Harold James., "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison" in R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago: University of Chicago Press, 1991.
- Fisher, Irving, *Booms and Depressions*, London: George Allen and Unwin, 1932.
- Fisher, Irving, "The Debt- Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, Vol. 1, October, 1933.
- Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United State, 1867—1960*, Princeton: Princeton University Press, 1963.
- Galbraith, John. K., *A Short History of Financial Euphoria*, 1990 (鈴木哲太郎訳『バブルの物語』, ダイアモンド社, 1991年)
- Hawtrey, R. G., *Currency and Credit*, Longmans, Green and Co., 1919.
- Kashyap, A. K. , J. C. Stein, and D.W. Wilcox, "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance ," *American Economic Review*, Vol. 83, No.1, March, 1993.
- Kashyap, A. K. and J. C. Stein[1994], "Monetary Policy and Bank Lending," *Monetary Policy* edited by N. Gregory Mankiw, The University of Chicago Press, 1994.
- Krugman, P., "Monetary Policy," *The Economist*, August 31st, 1996.
- Mankiw, N. Gregory, *Macroeconomics* (2nd ed.), Worth Publishers, mc, 1994.
- Mayer, Cohn, "The Assessment: Money and Banking: Theory and Evidence," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 10, No. 4, 1994.
- Mishkin S. Frederic, "The Household Balance Sheet and the Great Depression," *The Journal of Economic History*, December, 1978.
- Robertson, D. H., *Money*, 1948 (安井琢磨・熊谷尚夫訳, 岩波書店, 1956年) .
- Tobin, James, "Keynesian Models of Recession and Depression," *American Economic Review*, Vol. 65, No.2, May, 1975.
- Wolf son, Martin H., "Irving Fisher's debt-deflation: its relevance to current conditions", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 20, No. 3, May, 1996.
- 石田和彦・白川浩道編著『マネーサプライと経済活動』東洋経済新報社, 1996年。
- 植草一秀・若月三喜男「対論：ゼロ・インフレの功罪」『論争』(東洋経済新報社) 1997年1月。
- 翁 邦雄「金融政策目標と中央銀行」, 『金融研究』, 第14巻第3号, 1995年9月。
- 経済企画庁『日本経済の現況』, 大蔵省印刷局, 1993年(1993a)
- 経済企画庁『平成5年度年次経済報告』, 大蔵省印刷局, 1993年(1993b)。
- 経済企画庁『平成6年度年次経済報告』, 大蔵省印刷局, 1994年。
- 小泉 進『マクロ経済学』。有斐閣, 1982年。
- 小島専考「ミンスキー, フィッシャー, ホートリー」青木達彦編『金融脆弱性と不安定性』所収), 日本経済評論社, 1995年。
- 柴田徳太郎「負債デフレーションと大恐慌」,

- 吉川洋・岡崎哲二編『経済理論への歴史的パースペクティブ』，東京大学出版会，1990。
- 白塚重典「資産価格変動と物価指数」，『金融研究』，第15巻第5号，1996年12月。
- 新開陽一「デフレーションと経済政策」，『金融研究』第14巻第3号，1995年9月。
- 日本開発銀行「金融環境の変化と実体経済」，『調査』，第203号，1995年6月。
- 日本銀行「平成5年度（1993年度）の金融および経済の動向」『日本銀行月報』1994年6月（1994a）。
- 日本銀行「諸外国におけるインフレーション・ターゲティングの動向」『日本銀行月報』1994年12月（1994b）。
- 日本銀行「平成6年度（1994年度）の金融および経済の動向」『日本銀行月報』1995年6月。
- 日本銀行「金融政策の役割について」，『日本銀行月報』，1996年11月。
- 館龍一郎・浜田宏一，『金融』，岩波書店，1972年。
- 古川顕「金融政策とクレジット・ビュー」『金融経済研究』，第9号，1995年7月。
- 松井 聖「近年における銀行の貸出供給と実体経済活動の関係についてークレジットクランチ論に関する一考察」，日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ，1996年10月。
- 宮崎義一『複合不況』，中央公論社，1992年。
- 吉川洋・江藤勝・池俊廣「中小企業に対する銀行による「貸し渋り」について」，『経済分析<政策研究の視点シリーズ．1>』経済企画庁経済研究所，1994年3月。