

# 求められるマネーサプライの増加

経済産業調査部門 主任研究員 樋 浩一  
haji@nli-research.co.jp  
経済産業調査部門 研究員 矢嶋康次  
yyajima@nli-research.co.jp

## <要旨>

1. 急務となっている高齢社会に向けた改革に早期に着手し、米国経済の減速の恐れに対応するためには、相当のコストを覚悟してでも急いで景気の問題を解決する必要がある。
2. 物価の下落基調が金融政策の効果を弱め、資産価格の大幅な下落を招いて不良債権問題の解決を困難にしている。マネーサプライの伸びを高めることができれば物価の下落基調は改善することができるはずで、問題は具体的な手段である。
3. 企業と家計がフローの所得に比ベストックの負債が過大というバランスシート問題を抱えている現状では、金融機関の貸出しと企業・家計の借入の拡大という通常想定されるルートを通じてマネーサプライが増加することは難しく、また望ましいことでもない。
4. 量的金融緩和論で主張されている手段の中で効果があると考えられるものは、本来は財政政策の範疇に属するものである。
5. マネーサプライの伸びを高め物価の下落基調を止めるという量的金融緩和論の考え方は正しいが、現在の日本の経済状態では、拡張的な財政政策と金融政策があいまってはじめてマネーサプライの伸びを高めることが可能となる。
6. 下落基調にある物価上昇率をプラスに戻すという政策は目的以上に高い物価上昇を招く恐れが大きい。これが引き起こす問題に備えるために、準備預金制度の改善、インフレ連動債の発行などが検討されるべきであろう。

## <目次>

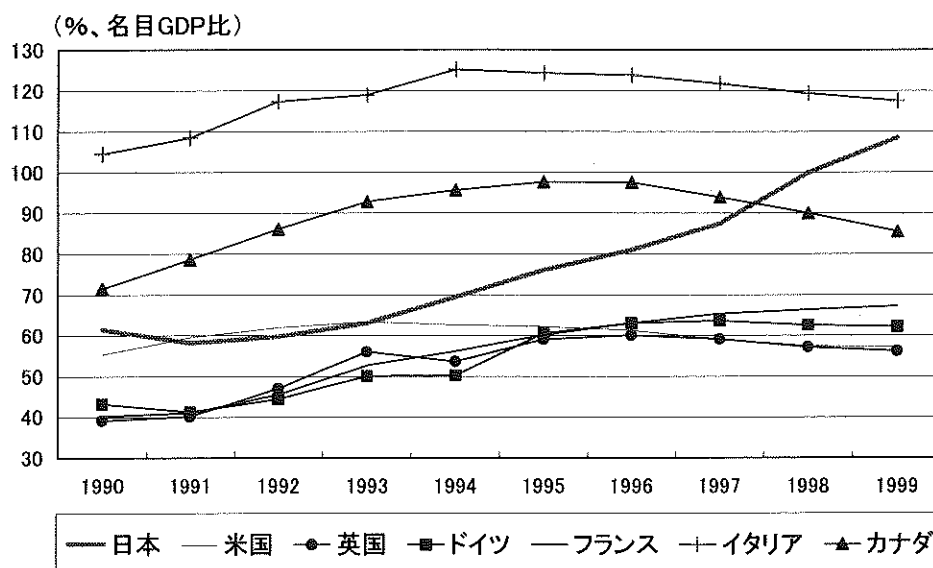
はじめに	2
I. 景気の現状認識	3
1. 景気回復が最優先課題	3
2. デフレが問題を複雑に	4
3. 求められるマネーサプライの増加	9
II. 量的金融緩和論の評価	12
1. 日銀の金融政策の考え方	12
2. 量的金融緩和論の整理	14
III. 望まれる財政と金融の両輪	30
1. 財政政策の評価	30
2. マネーサプライの増加策	31
IV. 検討すべき政策	33

## はじめに

バブル崩壊後の日本経済は長期にわたる不振が続いている。大幅な金融緩和、度重なる経済対策による公共事業の増加や減税などの財政政策にも関わらず、日本経済は安定的な拡大軌道にもどることができずにいる。

財政面からは、92年3月に「緊急経済対策」が決定されて以降、公共事業の大幅な増加や減税などの景気刺激が続けられてきた。この間に、財政支出の拡大に減税や景気後退による税収の落ち込みも加わって国・地方の財政赤字は増大し、債務の累積金額も膨大になった。財政の状況は先進諸国と比較すると「危機的状況」との見方が強まっている。また、財政政策の中心は公共事業の増加であり、景気刺激効果が低下してきたのではないかとの指摘もある。こうしたことから、財政政策による景気刺激は限界に近く、金融政策による景気刺激を考えるべきだとの声が高まっている。

図表一 国及び地方の債務残高



(資料) OECDエコノミックアウトルック 64号 (98年12月)

一方、日銀はバブル崩壊後大幅な金融緩和を行ってきた。公定歩合は、91年7月に6.0%から0.5%引き下げられたのを皮切りに、数次にわたって引き下げられた。93年2月にはそれまでの最低だった2.5%に低下し、95年9月には0.5%という超低水準になったが、その後も日銀は金融緩和を続け、99年2月にはコールレートをほぼゼロパーセントにするという、いわゆる「ゼロ金利政策」を採用した。「ゼロ金利政策」によってもマネーサプライの伸びが低水準にあるとの見方から、日銀は「量的な金融緩和」を行うべきであるという議論が活発となっている。とりわけ、99年夏から円高が進んだ時期には、為替の介入によるマネタリーベースの増加を日銀の金融調節が打ち消してい

るのではないかと議論が高まった。9月の金融政策決定会合で追加的な政策がとられなかったことと円高の進行が関連付けられ、為替レートの調整との関連で金融緩和が一層活発に議論されるようになった。

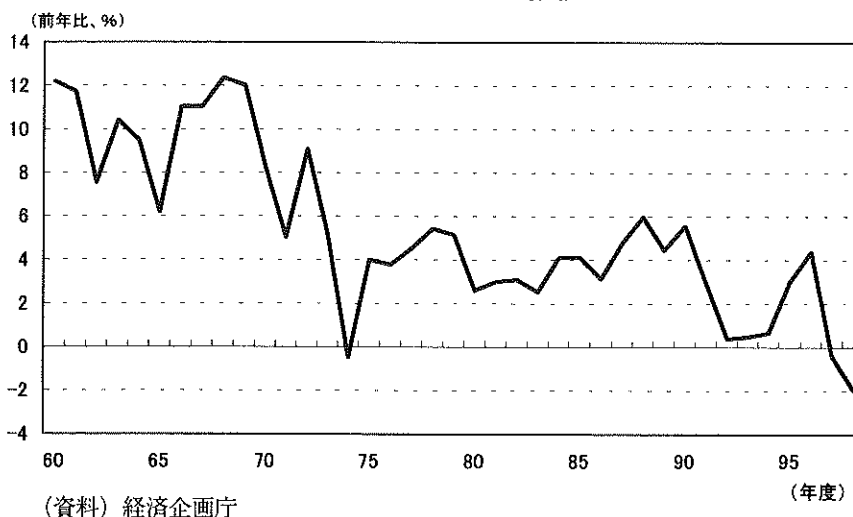
マネーサプライは中央銀行によってコントロール可能であり、マネーサプライと物価や名目GDPなどの経済変数との間に長期的には関係があると考えられている。90年代の日本経済は物価の下落基調が特徴であり、これがバブル崩壊後の不良債権問題の処理を困難にしている。このように考えれば、中央銀行がマネーサプライの伸びを高めるべきだということになる。しかし、一貫して日本銀行は量的金融緩和論に否定的な主張を続けているように見え、金融に関連した経済学の基本的な説明を否定しているかのような印象を与える。本稿では、なぜこのような基本的問題に見解の相違が見られるのか検討を加え、今後の政策対応を提言したい。

## I. 景気の現状認識

### 1. 景気回復が最優先課題

日本経済はバブル崩壊後1990年代に入って長期にわたる不振に悩んでいる。バブル崩壊後は95、96年度を除けば、ほぼゼロ成長かマイナス成長という状況が続き、失業率も5%に迫る高水準に達している。

図表-2 実質GDPの推移



21世紀に入れば人口構造が急速に高齢化し、このままでは年金などの社会保障制度の維持が難しくなる。2010年頃には団塊の世代が労働市場から引退して、家計や社会保障基金の黒字は急速に減少をはじめだろう。2025年頃には人口高齢化の最初のピークを迎えると考えられている。社会保障制度の改革など高齢社会に対応した制度改革を行わなければ、大幅な財政赤字が国際収支の赤字

につながり円安となって高金利やインフレを招いたり、社会保障制度自体が維持困難になったりする恐れが大きい。人々は長期間をかけて老後の準備を行うため年金制度などの社会保障制度改革には長期間が必要である。残された時間は少なく早急に取りかからねば間に合わない。

しかし、社会保障制度改革は国民負担の増加につながるものも多く、改革を実施しようとするれば景気を悪化させる恐れが大きい。このため、介護保険制度の導入で国民の負担が抑制されたり、年金保険料の改訂が見送られるなど抜本的な改革には着手できずにいる。97年度に橋本内閣が6大改革を実施しようとして景気の急激な落ち込みを招き、却って財政赤字の拡大を招いたように、日本経済は、「経済不振の問題を解消しようとするれば目前に迫った高齢社会への準備が遅れてしまい」、「高齢社会の準備を優先すれば現在の景気問題が更に深刻化して、悪くすると高齢社会の経済基盤自体が危うくなる」という深刻なジレンマに陥っている。このジレンマから抜け出すには、まず景気問題を解決し、その上で長期の問題に取り組むという明確な政策方針が必要であろう。景気問題を解決しなくては、将来の構造問題に結局着手できないという状況がいつまでも続いてしまうことになるからである。

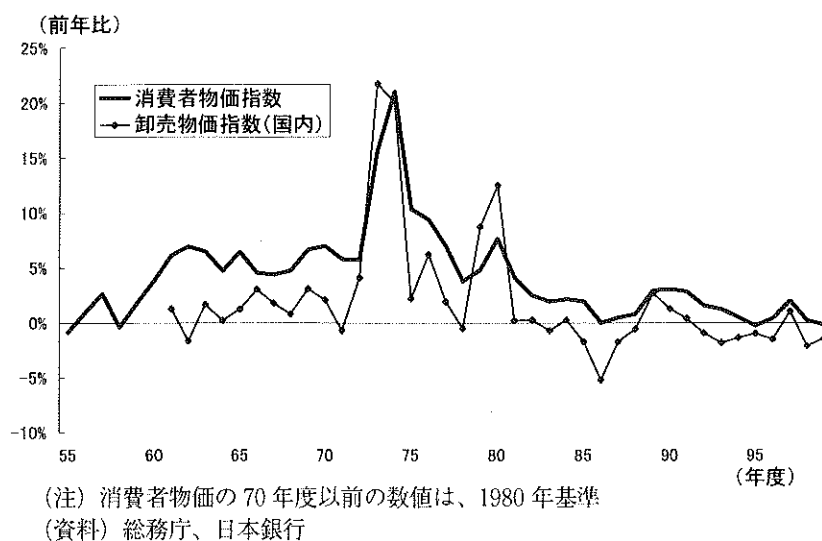
さらに、これまで世界経済の回復を支えてきた米国経済の拡大が転機を迎える恐れが大きいことも不振からの脱出が急がれる要因である。日本経済がバブル崩壊の後遺症からいつまでも脱出できないでいれば、米国経済が減速した場合に世界経済は深刻な縮小のスパイラルに陥る恐れすらある。時間さえかければ、いずれ日本経済は現在の不振を脱出できるかも知れない。しかし、日本経済自体の変化と国際的な経済情勢の変化がそのような気長な対応を許さない可能性が極めて大きい。

## 2. デフレが問題を複雑に

バブル崩壊後の日本経済が長期にわたって不振を続けている原因として、様々な要因が指摘されてきた。不良債権問題による金融機関の経営不安が金融システムの不安定性や機能不全を招いたことや、バブル期の過剰投資が企業部門の過大債務や過剰設備となって経営の負担となっていること、バブル期の大量採用が人件費の増大となって企業の固定費負担を重くしていることなどが指摘される。

とりわけバブル崩壊後の日本経済では物価が超安定状態を続け、かつてのインフレよりはむしろ物価が下落基調となったことが問題の解決を一層難しくしていると考えられる。消費税率が3%から5%に引き上げられた97年度を除けば、消費者物価上昇率はほとんどゼロ近辺にある。円高基調も手伝って卸売物価はむしろ下落基調で、経済は「デフレ」基調にあったと言える。物価の下落基調は、二つの意味で日本経済不振の問題を複雑化させていると考えられる。

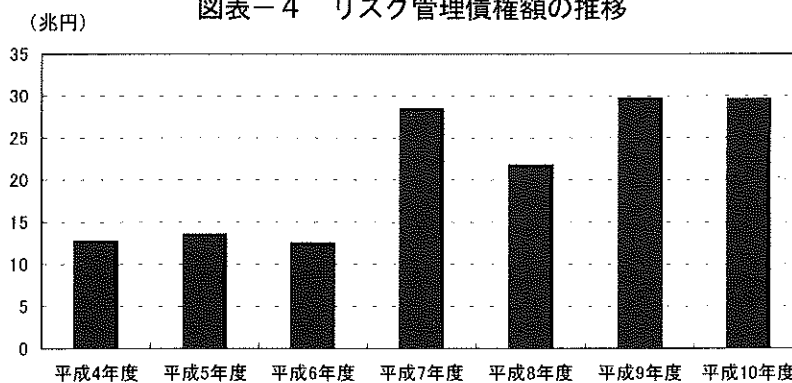
図表-3 物価の動き



第一に、物価の下落基調は金融政策の効果を弱めている点で問題である。経済活動にとって物価上昇を考慮した実質金利が重要である。名目金利はゼロ以下には下がらないために、物価が下落していれば実質金利が高止まりしてしまい、金利の引き下げの効果が十分に発揮できない。このため金融緩和が企業の実質的な資金調達コストの低下を通じて、投資の拡大に繋がるというルート of 効果を弱めている。

第二に、バブルの崩壊による土地や株価などの資産価格の直接的な下落に、将来の物価上昇率の期待の下方修正による価格の下落圧力を加えることになり、不良債権問題の処理をより難しくしていると考えられる。公表される金融機関の不良債権額は、不良債権の処理の進行にも関わらずむしろ増加を続ける印象を人々に与え、金融機関の経営に対する不安感や情報開示に対する不信感をも醸成している。こうした問題には、不良債権の定義がより厳しいものとなっているという要因もあるが、資産価格の下落により不動産などの担保価値が減少を続けていることも原因となっていると考えられる。

図表-4 リスク管理債権額の推移



(注) リスク管理債権の金額について、7～8年度は破綻先債権、延滞債権、金利減免等債権の合計額であり、6年度以前は破綻先債権、延滞債権の合計額  
(資料) 金融監督庁「11年3月末におけるリスク管理債権等の状況について」

### (1) 物価上昇率低下の資産価格への影響

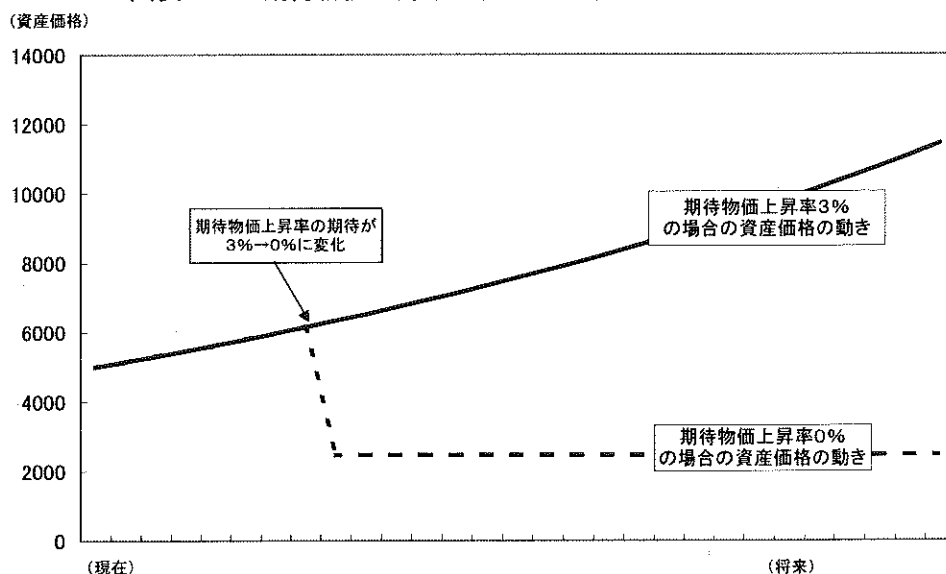
将来の物価上昇率に対する期待が下方にシフトすることは、資産価格の上昇率を低下させるだけでなく、不連続的に資産価格の大きな下落をもたらす点が問題である。資産の理論的価格は将来の収入を利子率で割り引いた現在価値で決まるという考えが一般的であろう。将来の収入が一定率  $a$  で上昇し、割引率が一定であると仮定すれば、資産の理論価格は次のような式となる。

$$P_0 = \frac{R_0}{1+i} \times \frac{1}{1 - \frac{1+a}{1+i}} = \frac{R_0}{1+i} \times \frac{1+i}{1+i-(1+a)} = R_0 \frac{1}{i-a}$$

$P_0$ : 資産価格、 $R_0$ : 当初収入、 $i$ : 割引率、 $a$ : 収入の上昇率

例えば収入が100、割引率5%、収入の上昇率3%の場合には、理論的な資産価格は現在の収入の50倍の5000の水準となり、年率3%で上昇する。実際の資産価格は、①税負担の存在、②割引率が一定でない、③収入の上昇率が一定でない、④リスクプレミアムが存在する、などの要因から、この単純な理論価格からかい離するが、この理論価格の動きの影響を受けて変動する。

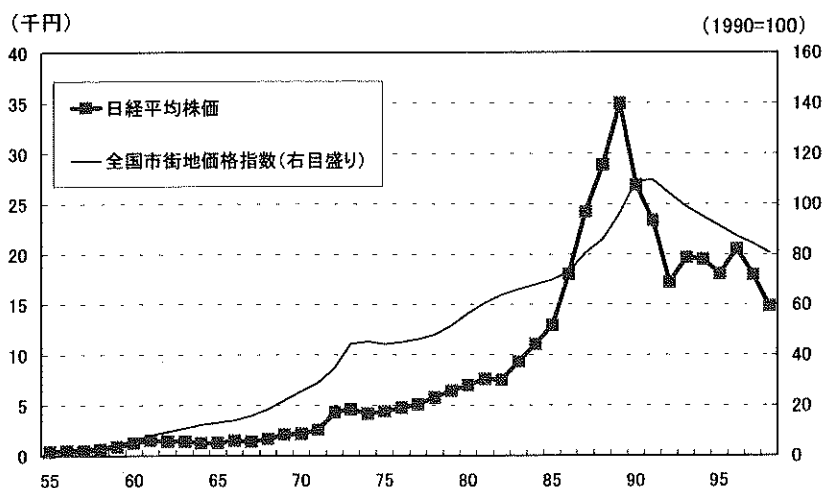
図表-5 期待物価上昇率が低下した場合の資産価格への影響



資産の収益の伸び率は実質成長率だけでなく、物価上昇率にも影響される。物価上昇率の低下によって資産からの収入の伸びが低下する場合の影響を見るために、単純なケースとして割引率を一定として将来の名目収入の上昇率に対する期待が物価上昇率の低下により3%からゼロに下落した場合を考えよう。(単純化のために物価上昇率の低下で金利が低下する効果は無視した) まず、永久に3%の名目収入の伸びがあるとした場合には、資産価格は毎年3%ずつ上昇を続ける。突然予想が変わって将来の名目収入の伸びが0%になると考えられるようになったとすると、資産の理論価格は上昇率がゼロになるだけでなく、突然大幅に下落することになる。

資産の収益が永久に上昇しないという極端な期待ではなくて、長期間にわたって上昇しないという期待ができた場合でも理論価格は大きく下落する。問題はどれくらいの期間物価上昇率が0%という状態が続くかという予想期間が長くなるにしたがって理論価格が下落することだ。当初デフレ的な経済からの脱却にそれほど時間がかからないと考えられていれば、資産価格の低下は大きくならない。しかし、景気の早期回復の期待が裏切られてデフレ的な状況がより長く続くという認識が強まれば、資産価格は下落を続けることになる。

図表-6 資産価格の動き



(資料) 東証統計月報、日本不動産研究所全国市街地価格指数

バブル崩壊によって、株価や地価などの資産価格は大幅に下落した。日経平均株価は89年末の3万8915円から大幅に下落し、現在でもピーク時の半分程度の水準となっている。こうした資産価格の低迷は問題を困難にしている。

## (2) 不良債権問題の処理と物価

物価の下落が不良債権問題をより悪化させていることを、逆に考えれば物価上昇によって不良債権問題の解決が進むという側面があることになる。池尾(1999)が指摘しているように、企業部門の損失は最終的には家計が負担せざるを得ず、不良債権問題は、企業部門の損失がスムーズに家計部門に分配できないという問題であると捉えることもできる。

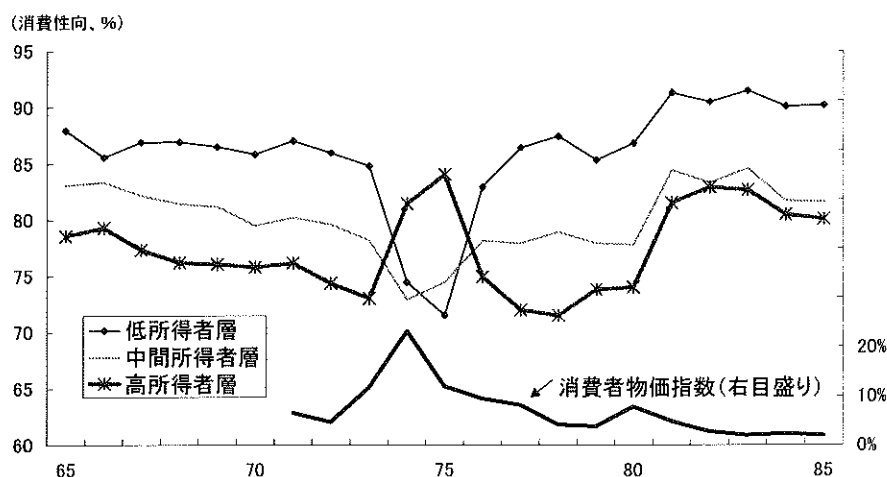
現在の不良債権処理の仕方では、企業部門の損失は企業収益の低下による配当の減少、低金利という形で徐々に家計部門に移しかえられていると理解できるだろう。他にも破産や企業の整理などの法的手段で債権者に負担を分配することもできるし、金融機関の破綻処理に財政資金を投入したように租税負担という形によってもこのようなことは可能である。しかし、一般にこうした手段は時間もかかるし、政治的なプロセスは摩擦も大きい。

債権と債務を差し引きしたネットで見れば家計は債権者で、企業と政府が債務者となっている。

物価が上昇すれば実質では家計の持つ債権は目減りし、企業が抱えている債務の実質的な重みも軽くなる。物価上昇による資産と負債の目減りと言う形で企業から家計への損失の移転が自動的に進むことになる。物価上昇という形で家計部門に企業損失の負担を求めることは、誰がいくら負担するのかという問題を明示的に議論しないでも解決してしまうという点で、摩擦が小さく問題処理のスピードが速い。

もちろんこうした分担のしかたが、社会的に最適であるという保証は全くなく、むしろ低所得者層ほどインフレに弱いなど分配のゆがみをもたらす恐れが大きいことは否定できない。実際に第一次石油危機時には、通常高所得者層ほど低い消費性向が逆に高所得者層の方が高くなるという逆転現象が見られた。これは、物価上昇が資産構成の違いから低所得者層により重い負担となった可能性があることを示唆している。物価の上昇により問題を解決しようとした場合に、分配上の歪みなどには政策的な対応が求められることになるだろう。

図表一七 所得階層により異なる対応



(注) 低所得者層とは、所得階層5分位におけるⅠ、中間所得者層はⅢ、高所得者層はⅤを示す

(資料) 総務庁

インフレが負担の不公平を招く恐れがあるとはいうものの、失業率は5%近い水準に達しており、バブル崩壊後の経済不振は失業という形で一部の人々に特に厳しい生活をせまっているということもできる。日本には不良債権問題の処理に時間を費やしていると、間近にせまった高齢社会への対応が一層遅れてしまうという問題がある。また、米国経済の減速で世界経済全体に影響が及ぶ恐れがあることを考えれば、日本経済を早期に立て直すという課題は、日本のみならず世界経済全体にとって緊急の課題である。このために物価上昇の引き起こす可能性のある相当のコストを負うことも、世界経済の中で重要な役割を負う日本としてはやむを得ないのではないだろうか。

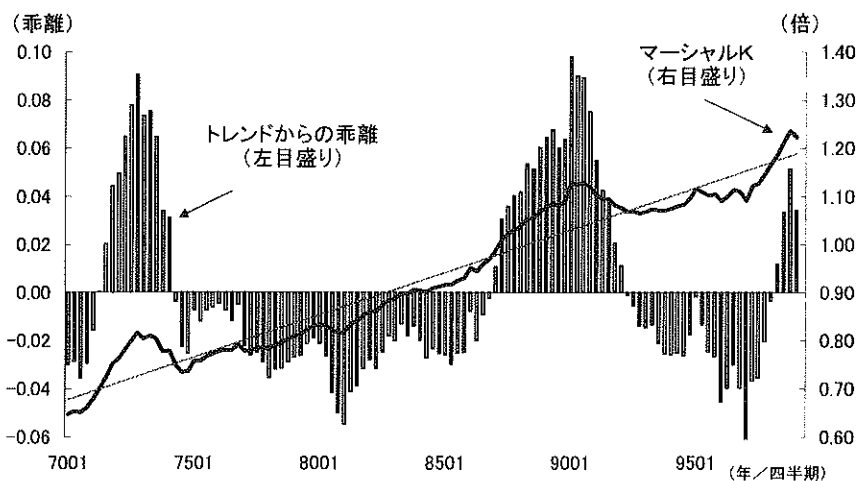


### 3. 求められるマネーサプライの増加

#### (1) マネーは十分供給されているのか

経済活動に比べて十分なマネーが供給されているかは、しばしば名目GDPとマネーサプライの比であるマーシャルのkを用いて検討される。マーシャルのkには、良く知られたように上昇トレンドがあるが、1970年代以降のトレンドをとった場合にはバブル崩壊後のマネーサプライ過少の状況はかなり改善され、すでにマネーが過剰という評価もできるようにも見える。マーシャルのkが傾向線を上回っていたのは、第一次石油危機の前後とバブル景気の時期で、現在は既にこれらの時期に次ぐほどマネーが過剰な状態にあるという見方もできよう。また、最近の名目GDPの伸び自体が低迷していることを考えると、最近の前年同月比で3～4%程度のマネーサプライの伸びは過剰か少なくとも十分という主張もある（佐和1999）。

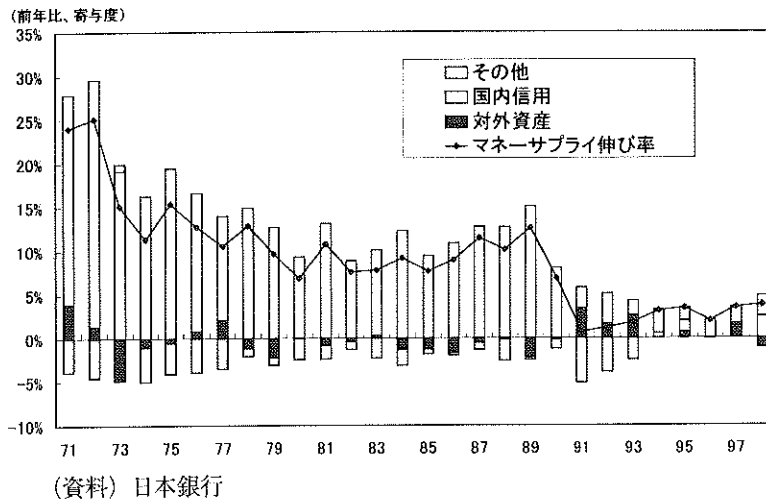
図表－8 マーシャルのkの動き



(資料) 経済企画庁、日本銀行

しかしどの程度の水準が適正なのかは、トレンドを考える期間の取り方や構造変化などの考え方などによってかなり幅のあるものだ。マネーサプライを長期に見れば、90年代のマネーサプライの伸びはそれ以前に比べて明らかにレベルが低い。80年代には日本経済の潜在成長力が3%台に低下していたと考えられるからバブル期のマネーサプライの伸び率が高すぎたことは今では明らかだ。しかし、90年代のマネーサプライの伸びは、実質2%強と考えられる潜在成長力に1～2%の物価上昇を考えれば低いという評価となろう。物価の下落が金融政策の有効性を低下させ、不良債権問題の処理を難しくしていると考えれば、物価上昇率をプラスに戻すことが景気回復への道であるということになる。このような観点からは、物価が下落基調にある限り、マネーサプライが過剰であるという判断にはなり得ないことになる。

図表-9 信用面からみたマネーサプライの伸び

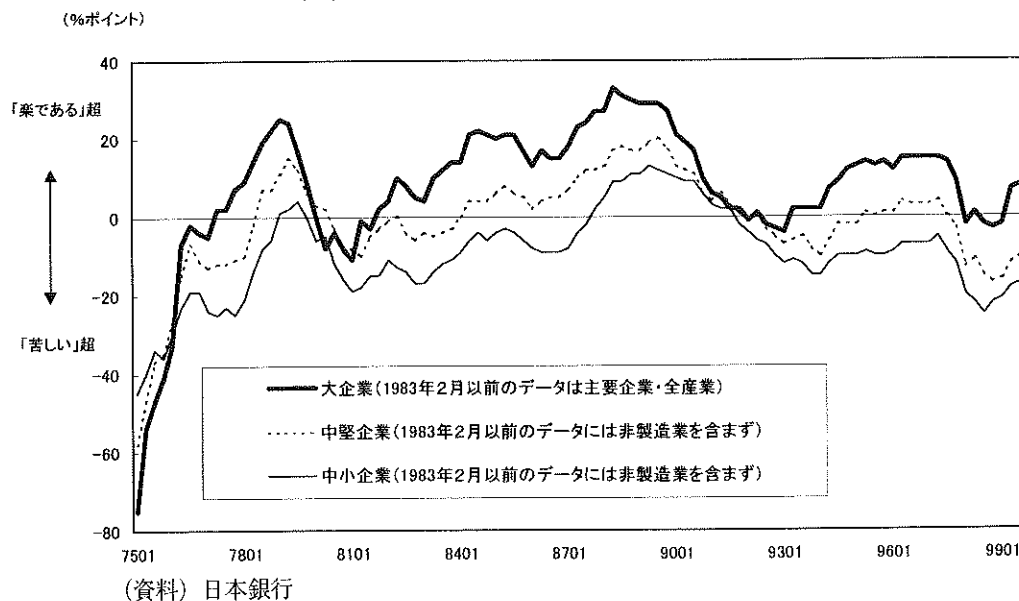


(2) 流動性の罅とクレジット・クランチ

短期金利が実質的にゼロとなったことで、日本経済は流動性がいくら増えても金利がそれ以上低下しない、「流動性の罅」に陥っているという説明がある一方で、企業では資金不足という指摘がある。この一見矛盾する状況をどう考えるべきだろうか？

流動性の罅に陥っているのは短期金融市場で、企業が資金調達をする「場」では資金不足が生じていると考えるべきではないか。短期金融市場では超過準備が発生するほど潤沢に流動性が供給されており、これ以上流動性を供給しても名目金利がゼロ以下に下がり得ないという流動性の罅が出現している。しかしこの状態は一般の金融市場には伝播せず、非金融部門では流動性が不足する状態となっている。あるいは低金利にも関わらず資金の割り当てなどによって民間企業部門においては資金偏在がおこっており、資金の供給は十分とは言い難い状況にあると判断できる。

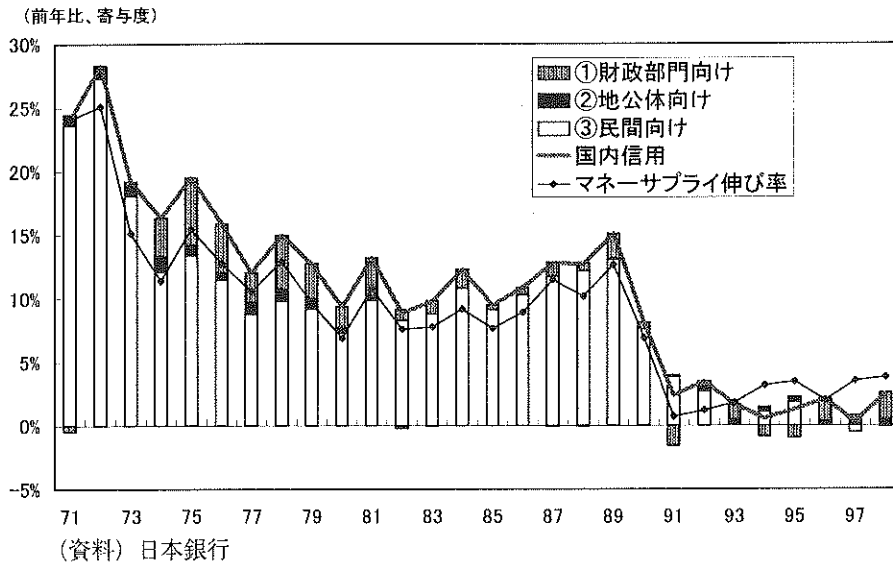
図表-10 資金繰り判断D Iの推移



97年末の山一証券の経営破綻以降、金融機関の経営の行き詰まりがいくつか見られたが、これを機に企業の資金繰りに対する見方が急速に厳しくなった。日銀短観の資金繰り判断DIをみると、金融緩和によって次第に企業の資金繰りについての判断が改善していったが、97年には急速に判断が悪化している。

資金に対する需要と金利の関係は、価格の需要と供給の関係と類似点が多い。通常的需求と供給の関係は、価格が上昇すれば需要は減少し、価格が上昇すれば供給は増加する。資金も調達コストである金利が高ければ需要は減少し、金利が低ければより多くの資金が必要される。しかし、現実の経済をみれば、低金利の状況下でも極めて高金利でも資金を調達しようとする人が必ずいる。これを見れば、資金の需給が通常的需求供給の関係と全く同じではないという点が理解できよう。資金を必要とする借り手は返済が履行されないというリスクが様々な質の異なる企業や個人の集まりである。このため、資金の割り当てや偏在が常に起りうる。特に、経済環境が悪くなって不確実性が高まると、貸し手が慎重になりこの問題はさらに悪化する。

図表-11 国内信用の動き



マネーサプライのうちで国内信用の伸びを見ると、バブル崩壊後伸びが低下しているだけでなく、財政部門向けや地方公共団体向けの信用が伸びの中心となっており、民間向けの信用はほとんど伸びていないことが分かる。こうした状況は、マネーサプライ、とりわけ民間経済の活動に影響を与えると考えられる民間向けの信用が、決して十分とは言えないことを示唆している。現在のように景気の不振が長期化し、資産価格の下落によってバランスシートが悪化するなど企業の体力が低下して金融機関からみた不確実性が高まっている状況下では、通常の時期以上の流動性の供給が必要と考えられるのではないか。

マーシャルのkからみたマネーサプライの水準は既に十分という可能性もあるが、物価が下落基調にあるというデフレ的な経済状況や、国内の金融市場の状況を勘案すれば、マネーサプライは不足していると判断できよう。

## Ⅱ. 量的金融緩和論の評価

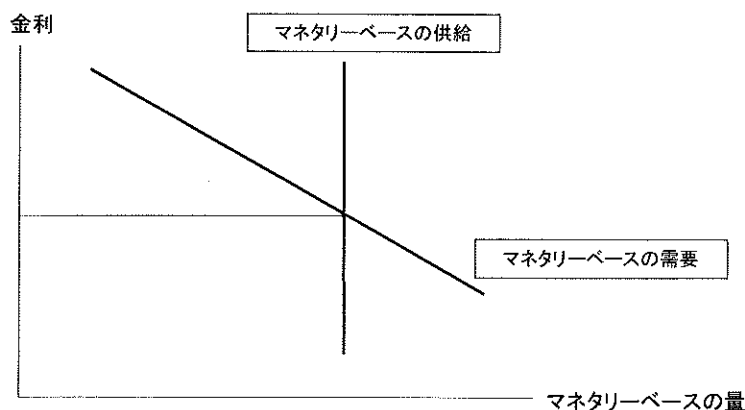
### 1. 日銀の金融政策の考え方

金融政策の標準的な教科書の記述を要約すると以下のようなになる。民間銀行は預金の一定割合の金額を中央銀行に準備預金として保有するように義務づけられている。中央銀行が、民間銀行に本源的通貨（マネタリーベース、ハイパワードマネー、ベースマネー）を供給すると、銀行は収益を最大化するため準備率として要求される資金を除く部分を貸し出しにまわす。貸し出された資金は再びどこかの銀行に預金として預入れられる。これが繰り返されて、日銀がマネタリーベースを増加させると、信用乗数倍のマネーサプライの増加が実現できる。実際の日銀の金融操作は、公定歩合の金利を上下させたりコールレートを一定の水準に維持するなど、金利の操作によって行われることが多い。これが金利か量かという議論がおこる原因の一つとなったと考えられる。

#### (1) 金融政策における金利と量の関係

バブル崩壊後にマネーサプライの伸びが大幅に低下したことから、マネーサプライを増加させるべきとの主張が出てきた（岩田 1993、新保 1995 など）。日銀はこれに対して公定歩合を徐々に引き下げて来ており、金融緩和を行っているとは反論してきたわけであるが、この間の両者の主張は議論がかみ合わずすれ違いの様相を示している。このような議論のすれ違いの一つの原因は、日銀の金利による金融調節と経済学の教科書の示す資金量のコントロールが別のものではないかという見方ができるためではないか。結局のところ、植田(1992)が述べているように図のように不安定ながら短期金融市場では右肩下がりの資金需要曲線があると考えれば、公定歩合やコールレートなどの金利を低下させるためには、短期金融市場の資金量を増加させなくてはならないはずだ。逆に金利を低下させればマネタリーベースの量は増加するから、両者は同じことを主張しているのに過ぎないことになると思われる。

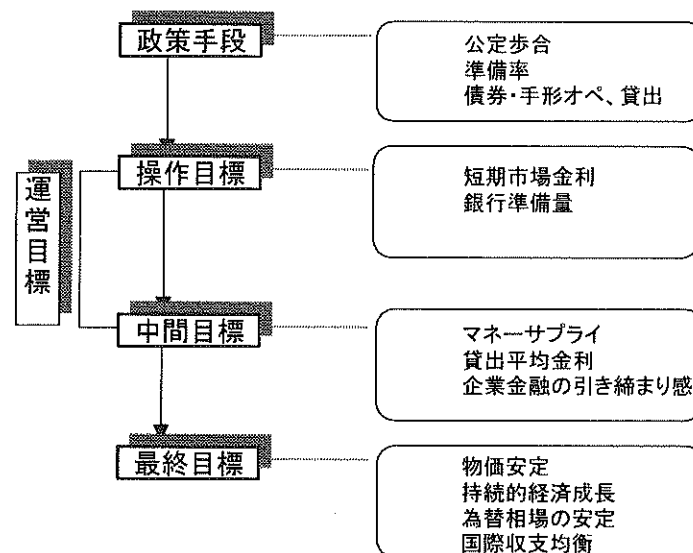
図表-12 短期市場における金利と量の関係



需要曲線と供給曲線のどちらかまたは両方が不安定だとすると、金利を政策目標として採用すれば量が不安定となり、量を目標にコントロールすると金利が変動してしまうことになる。日銀がコールレートなど金利を政策目標としていることが、量の不安定性を作り出してきたという批判がある。しかし、金利に比べて量の指標は集計に時間がかかり、かつ精度も低いと考えられるから、量をコントロールするのに金利を目安に政策運営を行うことに本質的な問題があるとは思えない。量が厳密にコントロールできないのであれば、一定期間の平均的な増加率がある水準になることなどを目標に金利を変動させればよいからである。

日銀の金融政策の発動から実際の物価安定という最終目標の達成までにはタイムラグがあり、金融政策の効果のルートは複雑である。このため、実際の金融政策では、物価の安定などを最終目標にして、マネーサプライなどの中間目標をみながら、より政策手段に近い操作目標など設定して実施されていると理解されている。

図表-13 金融政策の手段と目標



(資料) 図解日本銀行 (財経詳報社)

しかし現在では、このもっとも政策手段に近い目標である操作目標である公定歩合やコールレートは、金融政策の緩和の指標に使えなくなっているという考え方が出てきた。金利はマイナスになり得ないのでゼロ金利政策の下では、金利を使ってはこれ以上金融緩和をするという政策スタンスを市場に示すことができない。金融政策の一層の緩和を示すためには金利ではなく、マネーサプライなどの量の指標を使えば良いという考え方が登場した。また短期金利をこれ以上引き下げられなくても、マネタリーベースを増加させるなどの手段でマネーサプライを増加させることができるのではないかという議論から、日銀は短期市場金利から何らかの量的な金融指標を政策のターゲットにすべきだという主張がなされている。

## 2. 量的金融緩和論の整理

以下では量的金融緩和論を、政策のターゲット、金融緩和の具体的方法、金融緩和により期待される効果の3つの観点から考えてみよう。

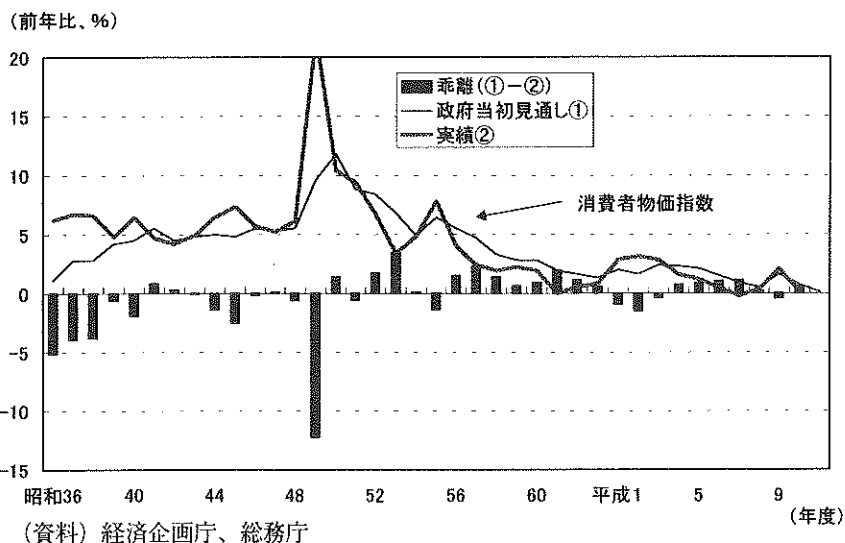
### (1) 政策のターゲット

量的金融緩和論の中でしばしば見られる主張が、政策の目標を示すということである。政策のターゲットとしては、①インフレ、②マネーサプライ、③マネタリーベースの伸び、④超過準備、⑤為替レートなどがある。こうした政策目標を明示することの意味は、一つは企業や家計の「期待」に働きかけようというもので、もう一つは将来の金融引き締め指標にしようというものである。

物価の下落が起ると将来の価格下落期待が発生し現在の支出が抑制される、これが需要の減少からさらに価格の下落圧力となるという、物価の下落期待（予想）と実際の物価下落の悪循環に陥る。企業や人々の期待を変えれば物価の下落傾向を反転させ上昇させられると考えられる。第一の意味は日本銀行が物価上昇を目指す政策を取ることを宣言することによって、人々の期待に働きかけようとするものだ。①～④の政策ターゲットは準備預金・マネタリーベース→マネーサプライ→物価という関係を前提に、このルートのどこかを政策の目標として宣言することを意味していると考えられる。

現状では日本銀行の金融政策運営の目標がどのようなところにあるのか、分かりにくいことは事実だ。たとえば「物価の安定」といってもどの程度の物価上昇率を日銀が考えているのか分からないという批判がある。しかしインフレ・ターゲティングのように政策目標を明示したからといって、人々の期待を変化させ実際に物価上昇を引き起こすことが可能という主張には疑問がある。物価が超安定基調にある最近注目されなくなってしまったが、毎年発表される政府の経済見通しでも物価上昇率について次年度の見通しが発表されている。政府経済見通しは、政府の政策の前提となる「予測」であるとともに、政策の「目標」とも受け取られており、「政府がある程度達成できそうだと考えている政策目標」と理解できるのではないか。このような性格の政府経済見通しですら、実績とはかなりのかい離がある。経済対策など財政政策によってより直接的に影響を及ぼすことが可能な次年度の経済成長率ですら、政府経済見通しの数値を額面どおりに受け入れて活動する企業や消費者はほとんどいないのではないか。

図表-14 政府経済見通し（当初）と実績との乖離



また、日銀が量的金融緩和に踏み切らないのは、それによって将来物価が大幅に上昇したりしても金融引き締めに対する抵抗が大きいことを懸念しているからだという考え方もある。このためには、政策目標を示すことによって、日銀は将来のインフレ抑制のために引き締めがしやすくなり、量的金融緩和に踏み切りやすくなるという第二の考えが出てくる（伊藤 1999）。しかし、土志田（1999）が指摘するように、インフレ目標をインフレ抑制ではなく物価上昇のために利用しようとしても、目標インフレ率に達するまで金融緩和を続けると、インフレが目標を超えて加速してしまうだろうという問題もある。

日銀がインフレなどの目標を示して物価上昇の期待を人々に現実的なものと受け取らせるためには、日銀がそのような手段を有しており、かつそれを実行すると人々に信じさせる必要があるだろう。つまり政策目標の明示が有効なのは、金融緩和の手段が現実的であるときのみである。従って、政策ターゲットを示すかどうかは、金融の量的緩和論の現実性にとっては二義的な問題で、量的緩和の具体的な手段が問題だということになる。

為替レートに対する目標は、マッキノン・大野（1998）が主張しているものである。日本経済の大きな混乱は円ドルレートの不安定性に起因しているという認識から、持続的な円高を防止するために、日米間の通商合意と通貨協定の組み合わせが必要であると主張しているものだ。石油ショックのように輸入物価の変動は国内物価に波及するのは確かで、円高傾向が物価の下落基調の原因の一つであることは確かだが、輸入の割合は GDP の 1 割にも満たずこれがデフレ基調の本質的な原因なのかは疑問がある。さらに、これはかつての固定相場制ほどではないにしても、強い為替レートのコントロールを考えていることになり、現実的であるのか疑問である。特に、米国との通商合意など日本だけの政策では実現できない問題を含んでいる点が問題であろう。

## (2) 金融緩和の手法

金融緩和の手法として、①従来の無担保コールレートから、操作目標金利をターム物とするもの、②マネタリーベース増加、③超過準備など準備預金の操作、④為替介入の非不胎化、⑤日銀の民間信用供与、⑥買い切りオペ増額・国債引き受けなどが提言されている。

先に見たように、日銀が行っている金利の操作は本質的には量的な操作と同じだと考えられる。問題は99年2月に日銀がコール金利を更に低めに誘導して事実上ゼロとなり、金利がこれ以上下がらなくなったことにより発生した。金利がゼロとなった以上、量を拡大するには短期金利の操作では不可能であり、これ以上に金融政策として手段が残されているのかどうかという点が問題となったわけである。ターム物の金利低下を促す考えは、従来の金利と量の関係を利用するために実質ゼロ金利となったコール市場以外を活用しようという考えだが、これ以外のものはより直接的にマネタリーベースを創造しようという考えに立っている。

### ① ターム物への移行

金融緩和に関して、「量的緩和」が金利のコントロールとは別のものであるとの論議があるがこれについては、金利がプラスの正常な状態では本質的には同じものであると考えられる。ターム物の金利低下を主張する提言も、金融操作の場を従来のコール市場からより期間の長い資産の市場に広げることによって、マネーサプライの増加を狙っていることに変わりはない。

ターム物の金利を操作することは、日銀の金融緩和姿勢が一定期間続くというアナウンスとなるという考え方もあるが、このような意味でターム物の金利を利用すると、金融市場に誤った期待を抱かせることになる。逆に金融市場の期待を裏切らないようにしようとすると、一定期間は政策の変更ができなくなり、金融政策の自由度を失うであろう。ターム物の金利の操作は基本的にはコール市場での操作と同じであり、後で述べるように銀行部門に資金を供給してもバランスシート問題から、信用の拡大効果が限られているという問題点は回避できないと考える。

図表-15 考えられる金融緩和の手法

金融緩和の手法	主な主張者	具体的内容
①ターム物への移行		操作目標となっている無担保コールレートからターム物へ移行する
②マネタリーベース増加	林文夫（東京大学教授）	過去3年間のマネタリーベース成長率が前年比7～8%前後で推移していることを考慮に入れ、目標を当面8～9%にすべき
	中原伸之（日銀政策委員会審議委員）	99/10～12のマネタリーベースを前年比10%程度にまで高める
③超過準備の操作	深尾光洋（慶応大学教授）	超過準備額を毎月5,000億円ずつ増加させる
④非不胎化介入	浜田宏一（イェール大学教授）	介入資金を不胎化しない
⑤日銀の民間信用供与		民間部門に直接資金供給を行う
⑥買い切りオペ増額 国債引き受け	深尾光洋（慶応大学教授）	毎月4000億円行っている日銀買い切りオペを増額する
	クルーグマン（MIT教授）	財政赤字のファイナンスを日銀が行う

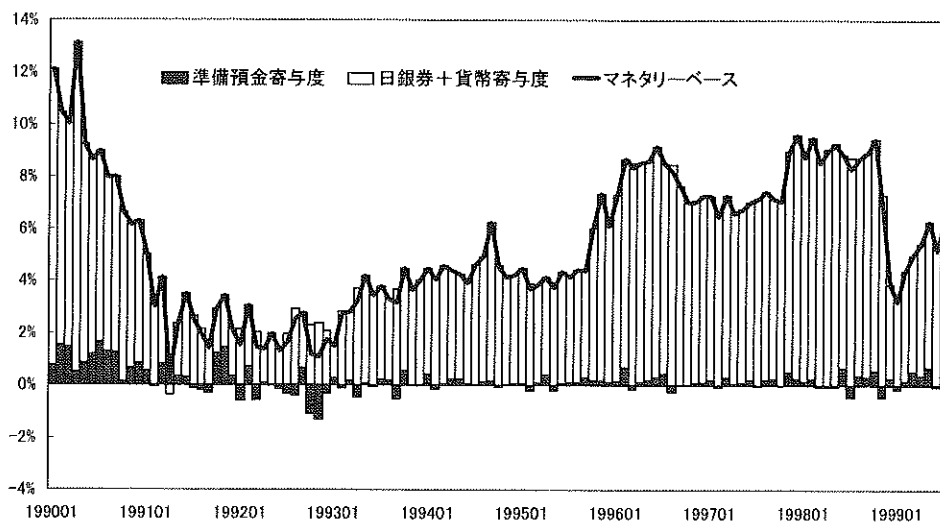


## ② マネタリーベースコントロール

貨幣乗数のオーソドックスな理解に従えば、マネタリーベースを供給すればその貨幣乗数倍のマネーが供給されることになるから、マネタリーベースの供給をコントロールするという主張が出てくる。この実現性には2つの問題がある。

第一は、マネタリーベースのコントローラビリティの問題である。マネタリーベースは、日銀券や硬貨などの現金と準備預金から成り立っている。マネタリーベースの伸びをこの二つに分けてみると、現金の伸びが著しく、準備預金の伸びは低調であることが分かる。現金需要は家計や企業が資金を現金として保有するか銀行預金とするかという行動に依存しており、金融政策でコントロールができる範囲はごくわずかであると考えられる。金利の上下によって、現金保有の機会費用を変えることによって現金保有行動を多少は制御できると考えられるが、量的金融緩和論が想定しているマネーサプライコントロールのような意味で操作することは難しいだろう。とりわけ、現在のような低金利下で家計や企業にこれ以上多くの現金を保有させようとしても、金利の引き下げなど行動に影響を与える手段が無いのではないか。ちなみに、金融機関の経営不安や低金利の影響で企業および家計部門の現金保有意欲は強く、これが近年のマネタリーベースの伸びを決めている。

図表-16 マネタリーベース伸び率（前年比）の寄与度分解



(資料) 日本銀行

第二に、日本の準備預金制度では銀行の保有している現金は準備預金にカウントされないの  
で、信用創造に関係しているのはマネタリーベースの中で準備預金だけである。しかも、マネ  
タリーベースの中で、準備預金のウエイトはごく一部でしかない。マネタリーベースは59兆円  
あるが、このうちの55兆円は現金で、準備預金は約4兆円に過ぎない。マネタリーベース全体  
の伸び率を見ていると、ここから創造される銀行の信用量を調整できないと考えられる。

図表-17 マネタリーベースの構成 (99/10)

(単位：億円、%)

	平均残高			
	日銀券	貨幣	準備預金	
(金額)	587824	507916	40683	39225
(構成比)	100%	86.4%	6.9%	6.7%

(資料) 日本銀行

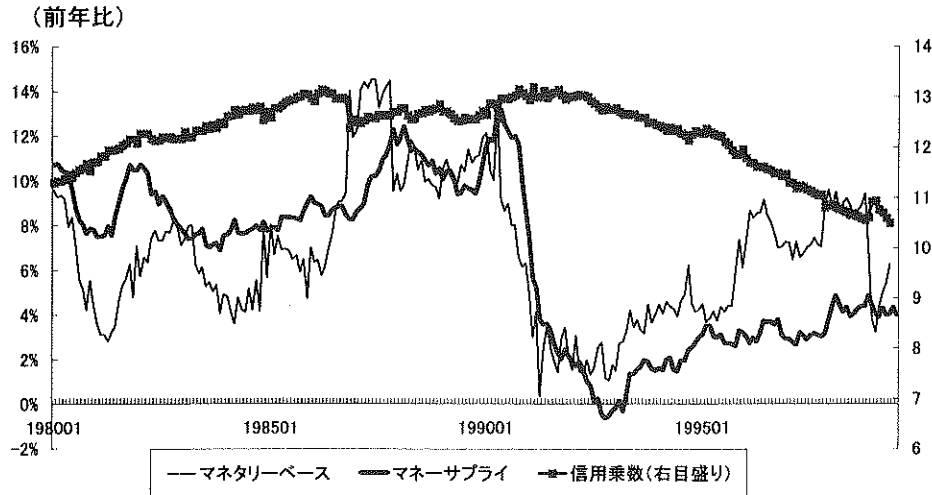
日銀がゼロ金利政策を採用して短期金融市場の金融緩和を行っているが、マネタリーベースはこのところ5%台後半から6%台後半と低水準にとどまっている。「このマネタリーベースの伸びが低いことが景気回復を遅らせている。また円高阻止をはばんでいる」との主張がでていいる。しかし上で見たように、この議論はマネタリーベースの大半が需要により決定されるという事実を踏まえていない。マネタリーベースを構成している現金(日銀券及び貨幣)と準備預金のうち、準備預金の割合は小さく1割にも満たない。最近のマネタリーベースの伸びは現金の伸びによっている部分が多いが、この現金の伸びは金利に影響されることはあるものの、日銀が伸び率をコントロールしているのではなく、あくまでマネタリーベースの需要者である銀行、さらにはその先にある個人や企業などの行動で決まっている部分が多いのである。つまり日銀がコントロールできるマネタリーベースはその1割にも満たない準備預金であって、9割を占める現金に対しては、需要に応じて供給するしかないのである。

### 信用乗数論的アプローチの崩壊

教科書的な理解では、日銀がマネタリーベースを増加させれば準備率で主に規定される貨幣乗数倍のマネーが経済に供給される。現実には、準備率調整後のマネタリーベースとマネーサプライ(M2+C D)の比率である信用乗数はバブル崩壊後急速に低下している。この原因は、マネタリーベースには銀行の準備預金にカウントされない現金(日銀券や硬貨など)が含まれており、このウェイトが準備預金よりはるかに高いことがある。金融の量的緩和を主張する議論の中に、マネタリーベースの増加やその増加率を政策目標とすることを主張するものがあるが、現金(日銀券、硬貨など)と銀行の準備預金では信用乗数の効果が全く違うことを考慮していない議論である。

マネタリーベースは増加していても、信用乗数に直接関係している銀行の準備預金の伸びは低い。銀行がリスクテイクに慎重になっているときに、短期金融市場の緩和で銀行が利用可能な資金がいくらあっても銀行の貸し出しが伸びるとは限らない。特に、金融システム不安が高かった時期には、銀行の自己資本比率が明らかに貸出のネックとなっており、準備預金で貸出がコントロールされているというより、自己資本によって貸出が制約を受けていたと考えられる。公的資金の注入で状況は改善しているが、株式市場など金融マーケットが依然銀行の自己資本比率に注目している以上、貸出の明らかな制約になっていると考えられる。

図表-18 マネタリーベース、マネーサプライの動向

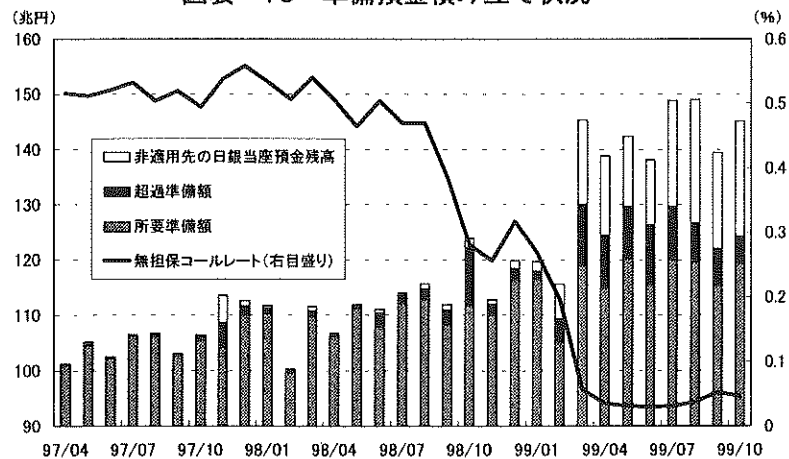


(資料) 日本銀行

### ③ 超過準備の操作

このようなマネタリーベース操作の問題点を考慮して主張されているのが、超過準備の操作である(深尾 1999)。超過準備の操作可能性については、量的緩和に否定的な見解を主張している(翁 1999a)も認めている。しかし、銀行が準備預金制度で要求されている以上の日銀預け金を持つという超過準備の存在自体が、銀行が収益最大化のために要求された準備を残して全て資金を貸し出しに利用しようとするという、乗数論的なアプローチが機能していないことを示している。

図表-19 準備預金積み立て状況



(注) 額は積み期間中の累計額

(資料) 日本銀行

確かに超過準備が増加すれば銀行にとって運用によって利益を得るチャンスを失うという意味で機会費用が増大し、また資金調達コストがゼロでない限りコストが現実が発生するから、銀行をより強く貸し出しなどの資産運用に押しやる効果があるだろう。

しかしこの政策には、二つの疑問がある。第一は、超過準備自体は銀行部門の信用創造に利用されていない資金であり、この水準が直ちにマネーサプライの量を決めているわけではないということだ。銀行の貸出しが積極化するとマネーサプライが増加し、準備預金が増加し、超過準備は減少するので、金融政策の指標として適切かという問題があろう。

第二に、銀行にこのような形で圧力をかけて貸し出しを増加させることが適切かという問題がある。これは、後で議論する「国債の買い切りオペの増加で市場から安全資産を減少させて、金融機関のポートフォリオを民間への貸出しにシフトさせる」という考え方にも共通する問題である。「貸し渋り」という表現自体に、銀行が必要以上にリスクに敏感となっているという判断が含まれているが、現在の景気状況ではミクロで見れば銀行の行動が適切である可能性もある。また、一方でBIS規制のような自己資本比率の規制もあるわけだから、安全資産を市場から吸収していても、危険資産の拡大には必ずと限界があるはずだ。借入する企業側も有利子負債の圧縮に動いているとすれば、借入意欲のあるのは負債の圧縮ができない、経営状況が不安定な企業ばかりということもあり得るのではないか。金融機関のポートフォリオをより危険度の高い資産へとシフトさせることができたとしても、結局不良債権などが発生して、これまでの金融システム安定化の努力が水泡に帰す可能性も否定できないのではないか。

### バランスシート問題

日本の企業はバブル崩壊後、借入が多すぎるというバランスシート問題を抱えている。また、資金供給側の銀行部門もバブル期に貸し出しが異常に伸びて自己資本比率からみて貸し出しが過剰となるなどの問題を引き起こした。銀行貸出しの名目GDP比はバブル期にそれまでの傾向から大きく上昇した後、バブル崩壊後も目立った改善を見せていない。このような状況の下で、マネーサプライの増加が銀行の貸し出し増加という形でおこることは考えにくい。マネーサプライ統計自体は、預金側から作られているが、その信用面の対応をみると、民間向けの信用の伸びは低調で推移している。

企業部門の借入が過大だという状況は、ストックの負債とフローの所得を比べてみれば明らかである。SNA統計で非金融法人部門の株式以外の負債と営業余剰の比を見ると、バブル崩壊後に急速に上昇したまま大きな改善を見せていないことが分かる。80年代後半のバブル経済の時期に企業は積極的な借入を行って設備投資を行った。しかし、これがフローの所得の増加につながっておらず、フローの所得とストックの負債の関係が悪化してしまった。バブル期にこうした問題が表面化しなかったのは、バブル景気で企業の収益も増加して、一見バランスが取れていたかのように見えたためである。

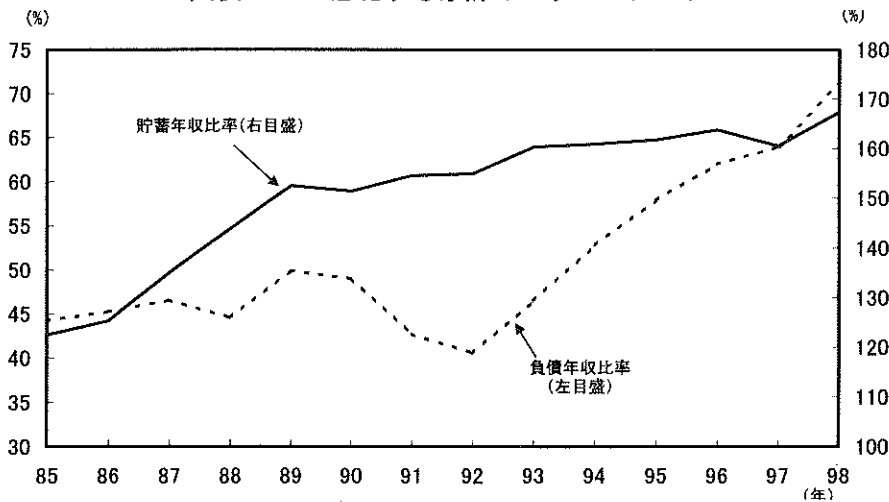
図表-20 非金融企業の負債と営業余剰の比



(資料) 経済企画庁

家計部門は債権から債務を差し引いたネットベースでは債権者であるとはいうものの、住宅購入世帯など大きな債務を抱えた世帯も多い。貯蓄動向調査でみるとバブル崩壊後は家計所得が伸び悩んだこともあって、全国勤労者世帯平均の負債と年収の比率は急速に悪化している。こうした平均でのバランスシートの悪化は、負債保有世帯の増加と負債保有世帯自体のバランスシートの悪化の両面があろう。物価上昇率の低下で賃金の上昇によって自動的に負債と年収の比率が改善していくというルートが機能しなくなってしまった。とりわけバブル期に不動産を購入した世帯ではその後の不動産価格の下落で資産と負債のバランス自体が大幅に悪化するというバランスシート問題を抱えている場合も多いだろう。

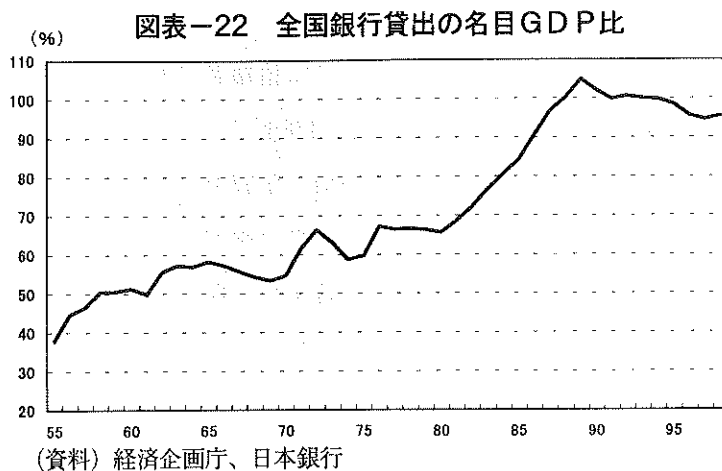
図表-21 悪化する家計のバランスシート



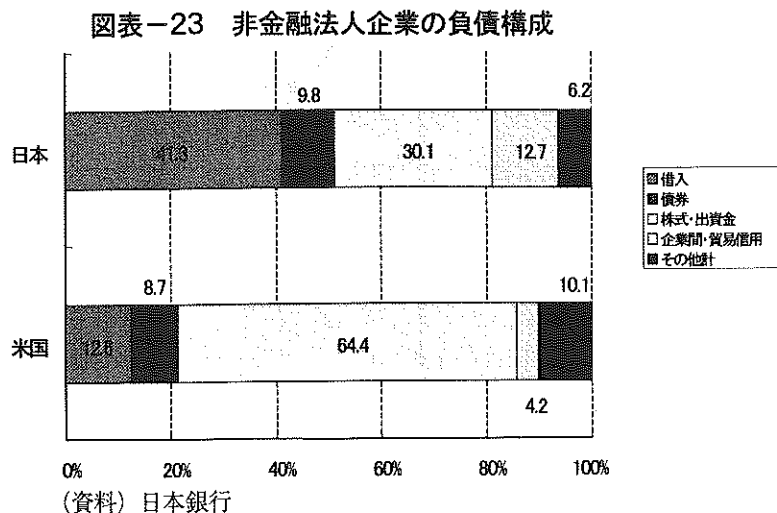
(資料) 総務庁

このように借入側の企業と家計に負債圧縮の圧力がある一方、貸出し側にも圧縮の圧力がある。

銀行貸出しと名目GDPの比を長期にみると、バブル期の80年代にこの比率は急速に高まり、その後も高止まりしている。これはバブル期に銀行部門が経済全体に比べて不釣り合いに拡大し、現在でもその状態が続いていることを示しており、中長期的にはむしろ貸し出しが減少したり、低迷したりして名目経済成長率よりも低位にとどまる必要があることを示している。日銀が短期金融市場で銀行に潤沢に資金を供給しても銀行部門が貸し出しを大幅に伸ばしていくことは考えにくい状況にあることになる。公的資金の注入にともなって、銀行貸出しの増加に対する政治的な圧力が高まっており、大手銀行などでは優良な借り手に対しては貸出を増やそうとするだろう。しかし、公的資金の注入によって自己資本面での制約が緩和されているというものの、金融機関のリスクテイク能力が大幅に改善したとは判断されず、銀行の慎重な融資姿勢が続くだろう。



企業の資金調達構造をみると、日本の企業は銀行借入に依存している程度が米国企業に比べて比較にならないほど高い。日本の金融システムは間接金融中心であるといわれるが、この問題は景気回復に向けてジレンマを作り出す。つまり、バブル期の銀行貸出しの増加は異常であり、銀行の経営安定化のためには銀行貸出しの名目GDP比が低下する必要がある。一方、当面の景気を考えればマネーサプライの増加が必要だが、日本の企業の資金調達が間接金融に大きく依存している現状ではこれは銀行貸出しの伸びが無くては難しいという点である。



長期的には、ベンチャー企業の株式や社債市場の整備など直接金融が拡大し、日本の金融市場がより多様化し、名目GDPが増加する中で、銀行貸出の伸びが相対的に低くなるかあるいは減少する形で、銀行貸出の名目GDPの低下が起るだろう。米国のように株式・出資金の割合がさらに上昇するようにエクイティ・ファイナンスが中期的に活発化するかどうかは疑問である。これは日本の企業の収益率が低く、配当などの形での株式の収益率が極めて低いためである。株・出資金の比率が上昇するとすれば、これは借入の圧縮による非金融法人企業の資産・負債の両建ての圧縮によって実現することになるだろう。

もっとも、日本の産業構造は中小企業の経済活動の割合が高いという特徴がある。中小企業の資金調達には社債や株式などの直接的なルートよりは、銀行を通じた間接金融が効率的である面もあり、相対的に米国などよりは銀行部門の比率が高いという構造が維持されるだろう。ただし、大企業の経営のリストラクチャリングの中で、かつてのように多数の下請け企業を系列として抱え込むという経営からの脱却を模索する企業もある。ベンチャー企業の育成など中小企業に新たな成長の起爆剤としての役割を期待する考えもあるが、日本の伝統的な中小企業の地位がこれまでと同じでありつづけるとは考えられない。

経済活動にマネーサプライが重要なのか、銀行の企業への貸し付けが重要なのかという論争は従来から繰り返されてきた。景気の変動に重要な意味を持つのはマネーサプライであり、銀行の貸出しはむしろ景気変動に遅行している（原田1999）という指摘もあり、銀行の貸出しが増えなくてもマネーサプライの増加があれば良いという主張がある。マネーサプライが重要なのか、銀行の企業への貸し付けが重要なのかという区別は一見全く別のことを議論しているようでありながら、銀行の企業への貸し付け自体はマネーサプライの重要な構成項目であるので、全く独立の問題ではない。マネーサプライを統計的に捕らえるためには、現金通貨（日銀券、硬貨）、預金、準通貨、CDの合計である、 $M2 + CD$ が通常利用される。これらは、非金融部門の購買力を表すものだと考えられているが、これを金融部門の信用供与などの面から捕らえることもできる。この面から考えるとマネーサプライが増加するには、(1)民間部門への信用の増加（金融機関による貸出、社債・株への投資）、(2)財政部門・地方公共団体向け信用の増加（国債、地方債への投資など）(3)対外資産増加などが必要であるから、仮に銀行の企業への貸出しが増加しないとすれば、これ以外の要因、つまり公的部門を通じたルート、対外資産を通じたルートなどによらねばならない。

#### ④ 為替介入の非不胎化を巡って

銀行の自己資本問題など貨幣為替市場への介入が行われた場合、通常中央銀行はこれを不胎化すべきであるとされている。例えば、円高が進んだときに円売り・ドル買いの介入を行えば、円のマネーサプライが増加してしまい、物価上昇の原因となるので、短期市場で資金を吸収し

てマネーサプライの増加が起こらないように不胎化しているとされてきた。

日銀が不胎化を行うことへの批判は、為替介入による金融の量的緩和の効果を弱める、不胎化によって介入の効果が弱くなり円高となっている、という二つの方向から批判されている（浜田1999）。しかし現実の金融調節・金融市場の状況から判断してこの批判の妥当性に疑問が残る。

まず、超過準備が存在する短期市場で、非不胎化を行ったとしても、そもそも準備預金の増減は、①日銀券の還流、②一般財政の払超、③外国為替の払超、④日銀信用の増加の合計であるため、介入で市場に放出された円資金を不胎化しなければ一時的にはマネタリーベースの拡大につながろうが、結局は、他の需要がはじきだされ合計である準備預金そのものの増加が中長期的におこるわけではないということは容易に想像できよう。また加藤(1999)が指摘しているように、為替市場の介入による資金の変動に比べて、日々の資金需給の変動ははるかに大きい。不胎化を行わないことによって、通常の短期金融市場での日銀の資金供給のためのオペレーションの効果が低下するだけに終わるのではないか。

日銀が為替介入には不胎化を行うという原則論にこだわったために、このような誤解が生じたと考えられ、速見日銀総裁が12月初めに談話として発表したように、「介入資金も利用して豊富で弾力的な資金供給を行って」いる、と考えるのが適切であり日銀もそのように説明を行ってくるべきだったと言えよう。

もともと介入の目的は円高を阻止するというようなものではなく、為替レートの変動をなだらかにしようというものである。金融政策の変更で為替レートに影響を与えられるだろうが、円高時にこうした政策で為替をコントロールしようという考え自体に問題があると言えるのではないか。

## ⑤ 日銀の民間信用供与

乗数の機能不全に対して、日銀が直接民間企業に信用を供与するという考えもあろう。また、マネーサプライを増加させる観点から、民間企業から不動産を買い取ったり、不良債権を買い取るなどの考えもある。

こうした考え方は次のような点が問題であろう。

第一に、独立機関などの財政政策を利用した場合に比較して、日銀自身が信用供与を行うことによって政策コストが不明確になるという点がある。銀行への公的資金の注入でも、独立の勘定を設けているが、同じように行うことによって、政策のコストが明確になるであろう。日銀の通常の金融操作の中に埋没させてしまうと、結局政策コストが不明確になって、政策の継続や打ち切りなどの決定がうやむやになる恐れがあるだろう。

第二に、公的金融機関が民間企業に信用を供与したり、不良債権買い取り機構のような公的



機関が不動産や不良債権を買い取れば、同じ機能が発揮できる。日銀にこれを行わせることとの違いは、資金調達に債券発行などによって行われるか、日銀の直接的な信用創造によって行われるかに過ぎない。財政政策、金融政策の範疇としては、これは従来は財政政策として考えられてきたものではないか。この意味で、このようなタイプの量的緩和論は土志田（1999）が指摘するように、むしろ財政政策を主張しているのだと言える。正確に言えば、財政政策と日銀による債券の買い切りオペの組み合わせを主張していることになる。

第三に、日銀に民間企業の信用調査をしたり、不動産や不良債権の価格の鑑定をする機能がないので、現実的とは考えられない。また、このような機能を将来も日銀が持ち続けることは、このような政策を主張している人も考えていないであろう。そうであれば、日銀に機能を付け加えるよりは、時限的な独立機関を設置する方が明快である。

第四は、マネーサプライのコントロールの観点からは、日銀がこれらの政策の目的のために発行された債券を買い入れるか、市中に残すかは日銀の金融政策の判断に委ねるべきであるからである。金融情勢の変化でマネーサプライの伸びを抑制する必要がある場合などを考えると、このような政策のための資金調達と言えども、日銀が自動的に引き受けてマネーサプライを増加させるしくみを取るべきではないだろう。

## ⑥ 国債の買い切りオペと国債引き受け

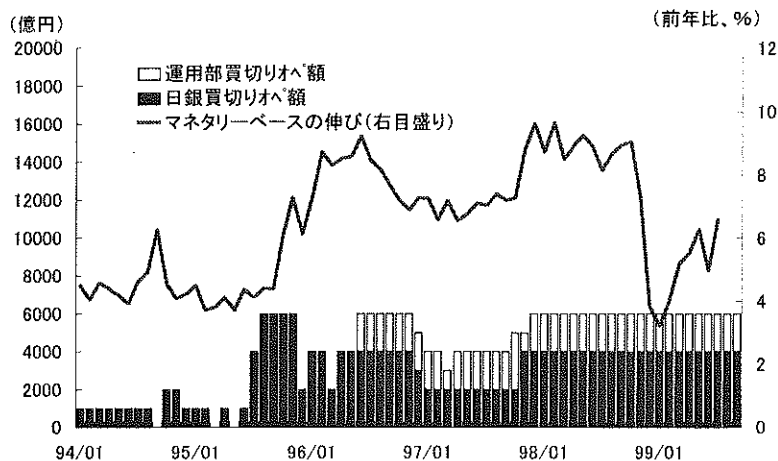
昭和42年以降、新金融調節方式に基づき、無条件オペの対象として長期国債が導入された。準備預金から銀行貸出しを通じる信用創造のルート以外に日銀がマネーサプライを増加させるルートとして、国債の買い切りオペの増額がある。長期国債の買い切りオペの金額は、98年初めから毎月約4,000億円程度（日銀分のみ）の水準となっている。98年末に長期国債金利が急上昇したことから、新規発行国債の日銀引き受けや日銀による国債の購入の増加が議論となった。

財政赤字を中央銀行がファイナンスすることは財政規律の喪失やハイパーインフレーションの原因になるとされており、基本的にとるべき政策ではないとされている。ただし、大恐慌のような事態となればこのような政策もやむを得ないという点では、ある程度の合意があると考えられる。論点は、①現在の経済状況がこのような通常では許されないとされるような政策をも採用すべきほどの状況であるかどうか、②政策による副作用を最小限にとどめるためにどのような措置を組み合わせしておくべきかという点であろう。

日銀が市中から国債を購入しても、市中を介さずに直接国から日銀が国債を購入しても、日銀が国債を購入してマネタリーベースを増加させるという点では経済的に違いはない。違いは、市中からの買い入れは日銀の裁量に任されているのに対して、国債引き受けでは、発行された国債は日銀が受動的に購入しなくてはならないという、日銀のコントロールが効くか効かないかという問題であろう。中央銀行の国債引き受けによって財政規律が失われるという問題は、

厳密には財政政策の中で議論されるべき問題であって、金融政策はマネーサプライのコントロールの観点からこれを問題にすべきであろう。現実の政治過程ではこうした政策が一度採用されると、安易に利用されるようになる恐れが大きく、財政政策としても適切ではないと考える。

図表-24 日銀買い切りオペとベースマネーの伸び



(資料) 日本銀行等

日銀が国債の買い切りオペを増額することについて、日銀のバランスシートの健全性の観点から批判する意見がある。経済学者は一般に中央銀行と政府を合体させたものを考えるとこのような議論は意味がないとするが、現実の制度ではこの両者は一応区別された存在であり、長期金利の上昇がバランスシートに与える影響は無視できない。99年10月13日の政策委員会で日銀はこれまでの長期国債だけでなく期間1年未満の短期国債もオペレーションの対象とすることにした。これはバランスシート問題を回避しながら、国債の購入量を増加させうる手段である。財政政策としてもこれまでは国債の期間は10年に集中しており多様性がなかったが、発行する国債の多様化を進めるなどの政策転換が必要だろう。国債管理政策もあまり論じられることがなかったが、研究されるべきであろう。

### (3) 金融緩和により期待される効果

量的金融緩和論で主張されている効果には、金融緩和について通常考えられているものとは異なるものもある。これらは、①金融緩和による資産価格の上昇、②インフレによる不良債権問題の緩和（実質金利の低下、名目所得の増加による）、③インフレによる消費の促進、④円資産の増加による円安、⑤長期金利上昇抑制、⑥マネーと経済変数の関係、などである。金融政策は、通常の場合は公定歩合の引き下げやコールレートの誘導水準の変更が市場金利の低下を通じて設備投資などの需要を刺激すると考えられているが、現在の状況ではこれ以上金利が低下してもその需要への効果は限定的だろう。そこで、量的金融緩和論では他のルートが主張されるわけである。

### ① 資産価格の上昇

金融緩和を行えば資産価格が上昇する。バブル期も金融緩和によって物価は上昇しなかったものの株価や地価が上昇した。しかし、金融緩和で将来所得の割引現在価値のようなファンダメンタルズからかい離した資産価格が一時的には形成できるかもしれないが、これは長期的にはいずれバブルの崩壊をもたらし、資産価格が下落して現在と同じ問題を引き起こす。将来の資産価格と整合的であるためには、物価が上昇するか実質所得が増加する形で経済が拡大しなくてはならない。企業の含み益の回復などのために、金融緩和で資産価格が上昇することを期待しても、名目経済の拡大がそれに続かなければ誰かが損失を被ることになる。

### ② インフレによる不良債権問題の緩和

もっとも極端な主張は、大幅なインフレを引き起こすことによって各種の問題を解決しようという考えである。クルーグマン（1998, 1999）は大幅な物価上昇が必要だとしているが、これほど極端ではなくとも、先に述べたように物価の下落基調が不良債権問題の処理を難しくしているのであれば、物価が上昇すれば問題解決はより容易になるはずである。

### ③ インフレの消費加速効果

クルーグマンや深尾は物価の下落が現在の消費を抑制しており、物価上昇率を高めることによって消費が刺激されると主張している。深尾（1998）は消費税率を徐々に引き上げることによって消費者物価の上昇を作り出し、消費を刺激することを主張した。確かに物価上昇が見込まれれば駆け込み的な消費が発生する。97年度に消費税率が3%から5%に引き上げられたときには、直前に大きな駆け込み需要が発生し、消費税率の引き上げ後に反動減が生じた。しかし、物価上昇には相対的に現在の消費を将来の消費に対して有利にするという価格効果だけでなく、物価上昇による実質所得の減少という所得効果もある。価格と所得の両方の効果が現在の消費にプラスになるとは限らない。物価上昇による消費の拡大効果としては、異時点の消費の代替効果に注目するわけだが、所得効果もある。生涯の所得が変わらなければ、物価上昇率が高まると現在の消費を有利にし、将来の消費を不利にするから、現在の消費が増える。しかし、物価上昇による実質的な生涯所得の減少は現在の消費も将来の消費も減少させるから、全体で現在の消費がどちらに動くかは定かでない。

日本の家計の姿を、老後に備えて一定の消費水準を維持しようと貯蓄を続けていると理解すれば、低金利下で物価が上昇すれば金融資産残高が目減りから、それを補填しようという家計の行動を誘発してしまう。家計が考える将来の最低限度の生活水準を維持するために一定の貯蓄を行っていると考え、物価が上昇して実質金融資産残高がこの水準を維持できないほどに減少すると、家計は現在の消費を削ってでもこれを補填しようとするだろう。現在の日本の生活水準から考えて「最低限度」の生活を維持できないという恐れはないという反論もあろう

が、「寝たきりになった場合の介護費用」や「医療費」などの目的で、家計が少なくとも一定の貯蓄を維持しようとすることは十分考えられるのではないか。こうした意味での消費も含めて将来の生活水準を維持しようとして、物価の上昇でかえって貯蓄率は上昇するかもしれない。

#### ④ 円安

急速な円高が輸出企業の収益や外需の悪化によって景気に悪影響を及ぼす懸念があるのは言うまでもない。為替市場への介入の効果は限定的とはいわれるものの、こうした場合に市場で為替レートがオーバーシュートするのを防止するために介入が行われることについては、批判が少ないであろう。しかし、為替レートをコントロールするという考え方はかつての固定相場制の考え方であり、現実には簡単ではない。

マッキノン＝大野は、70年代以降20年以上にわたる円高に対して、米国連銀と日本銀行による継続的な協調介入のような強い日米からのシグナルがあれば、長期的な円高の期待は覆せると論じているが、量的金融緩和が円安をもたらす効果については懐疑的だ。

量的金融緩和によって円安を目差すルートの主張についても、いくつかの差が見られる。メルツァー(1999)、クルーグマンは購買力平価よりもむしろ円安に誘導しようと主張している。マッキノン(1999)は、これに対して、①アジア通貨の不安を再燃させる、②保護主義の動きを強める、③長期の円高期待が残ると現在の円安は円高への反動の懸念を強めるという3点を問題にしている。

経済学的に世界経済や外国経済にとって日本の経常収支黒字が問題であるかは別にして、政治的には日本の経常収支黒字は問題とされており、金融市場もそれを認識している。このため、円を購買力平価以下に誘導すれば、当然輸出は増加し、輸入が減少して外需依存の経済成長が実現するが、経常収支黒字が拡大する。円高圧力が増して介入で防止しようとするれば膨大な介入資金が必要となるだろう。もともと、経常収支の大幅な黒字があることを考えれば、翁(1999b)が指摘するように、円安によって日本経済の対外競争力を改善する必要があるというメルツァーの主張は対外的に受け入れられるとは考えられない。

マッキノン＝大野が主張しているのは為替レートの安定だが、これだけで日本経済の問題が解決するとは考えられない。特にその他の量的緩和論と矛盾すると考えられるのは、彼らが為替安定の条件として日本の長期金利の上昇を必要とすると考えていることである。直物と先物の為替レートが変動しなくなるためには日米名目金利差が消滅する必要があるからだ。

#### ⑤ 長期金利上昇抑制

量的金融緩和論の中には、国債の増発による需給悪化で長期金利が上昇するのを、日銀の買い切りオペで抑制しようという考え方がある。99年初めころに長期金利が上昇したときには、長期金利の上昇が景気の回復を阻害するという点からこのような主張が見られた。

長期債市場に直接介入して長期金利の上昇を抑制することは可能であろう。金融当局が長期金利の上昇に対して、長期債の購入の増加を行えば、マーケットに長期金利が当面上昇しないという期待を醸成することができるだろう。しかし、こうした期待が実際の金利の長期的な動きと整合的でなければ、後々大きな問題を引き起こす。債券価格が長期金利の低下期待に支えられている間は問題は表面化しないが、どこかの時点で長期金利の上昇予想が優勢となって債券価格が大幅に下落すれば、大きなキャピタル・ロスが発生することになる。これは、ようやく安定を取り戻そうとしている日本の金融システムに再び大きな打撃を与える恐れがあるだろう。

長期金利は先行きの期待から景気の回復に先立って上昇を始めるであろうが、これは実際の景気回復を阻害するという矛盾がある。量的緩和に対する批判の一つは、金融市場が将来のインフレ期待を織り込めば、物価上昇が実際に始まる前に名目金利は上昇し、実質金利が上昇して景気の回復を阻害する要因となるというものだ。こうした問題を回避するために、インフレ連動債の発行も検討されるべきではないか。これによって、先行きの物価上昇期待で早めに長期金利が上昇することも回避できるし、金融機関のキャピタル・ロスを抑制する手段となりうるだろう。

#### ⑥ マネーと経済変数の関係

マネーと実質GDP、物価の間には長期的には関係が存在している。マネーサプライの増加が長期に続くことはなく、いずれ物価や実質GDPに影響が波及する。日銀もその関係は不安定であるとの見解を示しているが、関係自体が消滅したとしている訳ではない。マネーサプライのコントロールによって、経済を安定化させたり物価上昇率を安定的にコントロールできるかという問題と、量的金融緩和論が主張するように、マネーサプライを増加させたときに物価や実質GDPが拡大するかという問題は別である。

確かにマネー拡大が実質GDPの伸びにつながることを望ましいが、物価上昇によってマネーと名目GDPの関係が調整される可能性もある。しかし現在の問題解決には物価上昇率の高まりが効果的だとしているわけだから、このルートを通じた政策が取られるべきである。また物価上昇は、前述した資産価格の上昇によるルートが単なるバブルに終わらずに長期的に整合的なものとなる効果も期待できる。

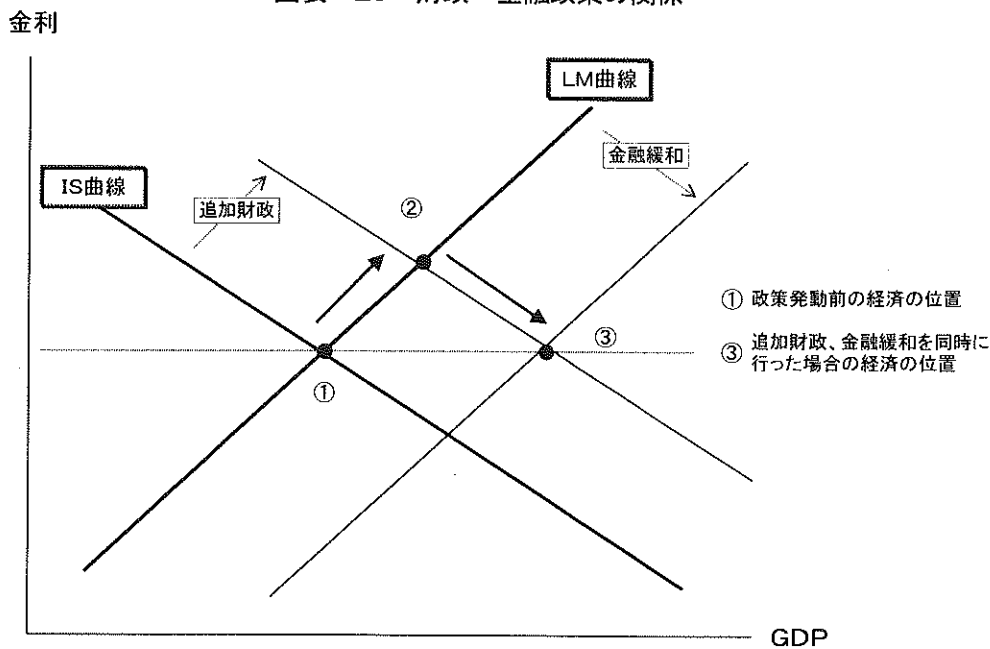
### Ⅲ. 望まれる財政と金融の両輪

公定歩合やコールレートを動かすことによって準備預金を日銀が操作すれば、それに応じてマネーサプライが変化するという関係は通常の金融政策が考えている金融システムの状態である。金融政策はしばしばブレーキにたとえられるが、金融機関に信用供与の意欲があってそれがコール市場での資金需要となって現われていれば、日銀はコールレートや公定歩合というブレーキを操作することによって準備預金額を操作できる。現在の問題は、金融政策がいわばアクセルとして機能するかという点にある。日本の金融市場が間接金融に依存しており、直接金融の比率を高めることが長期的な課題だとしても、当面の問題解決には間に合わない。こうした状況の中でマネーサプライを増加させるためには、拡張的な財政政策とそれを使ってマネーサプライを増加させる金融政策が必要である。

#### 1. 財政政策の評価

変動相場制の下では、財政政策は有効ではないという指摘がしばしば見られる。国際マクロ経済学の標準的なモデルである、マンデル・フレミング・モデルの理論的な枠組みでは、財政支出の拡大が金利の上昇を通じて自国通貨の増価をもたらす。図のように財政支出の増加はIS曲線を右方向にシフトさせるから、LM曲線上の均衡点も①から②へと右上方向にシフトすることになる。この結果国内金利は上昇し、為替レートを増価させるので、外需にマイナスの影響が出て経済の拡大を妨げることになる。

図表-25 財政・金融政策の関係



しかし、この指摘は金融政策がLM曲線が動かないつまり、マネーサプライを一定に保つという意味で、不変である場合である。財政政策による景気刺激に合わせて、金融緩和が行われれば、IS曲線だけでなくLM曲線も右にシフトすることになる。中央銀行が金利を直接的な政策手段としている場合には、自動的に金融緩和が行われてLM曲線も右方向にシフトしてしまうことになり、金利の上昇を通じた自国通貨の増価が起こるとは限らないのではないか。

## 2. マネーサプライの増加策

これまでの考察からマネーサプライを増加させる具体的な政策としては、以下のようなものが考えられる。

### ① 公的金融機関の貸出し

民間の銀行が貸し出しを拡大しえないならば、公的金融機関がそれに代わって貸し出しを増加させることが考えられよう。現実にはこの方向でも貸出しの増加が行われている。問題は、長期の公的部門の縮小、民間部門の機能の補完という基本的な改革方向とは逆行するだけでなく、貸し倒れなどの発生で財政負担が発生する恐れがあることであろう。これを恐れて優良な顧客のみに限定して貸し出しを行えば、今度は民間金融機関の収益機会を奪うことになる。

### ② 信用保証

民間金融機関の貸出しに対して公的な保証を付けるという現在の中小企業向けの信用保証を拡大することが考えられる。公的金融機関の貸出し増加による肥大化という行政改革と逆行する動きは阻止できるものの、民間が負うはずのリスクを公的部門が負担することになり、将来の財政負担と言う点では、むしろ公的金融機関の貸出しよりも大きい恐れもある。また、民間金融機関がこの制度を使って貸し出しをする際に審査がおろそかになるなどの、モラルハザードの問題もあろう。

これら二つの政策は、銀行の信用創造機能が低下した現状で信用の拡大を通じたマネーサプライの増加というルートを生かそうというものだが、企業部門の借入が過大であるという問題はこの手法では避けることはできない。そのため効果はより限定されてしまう。そこで、企業のバランスシート問題を改善させ、なおかつマネーサプライを増加させる策として、財政政策による民間部門への自己資金供給と、日銀による国債買い取りオペ増額のセットの政策が現実味をおびる。

### ③ 財政政策と国債買い切りオペ

より直接的なマネーサプライの手段としてマネタリストがしばしば使う「ヘリコプターから現金をばらまく」という比喩を現実の経済に当てはめて、実行するとどうなるだろうか？日銀が直接現金を企業や家計に分配する手段はない。政府が減税や財政支出の形で資金を家計部門や企業部門に供給することはできる。通常はこのために必要な資金は国債を発行して調達される。国債を発行するとこれを民間企業（金融機関を含めて）や個人が購入するが、この時民間の資金が国に吸収される。つまり、通常の減税や財政支出の場合には、一方で国が資金を民間部門に供給するが、他方で同額の資金を吸収しており、民間部門の保有する資金量に変化がない。この国債を日銀が購入すれば、オペレーション全体としては、政府が発行した国債が日銀に行き、日銀が発行したマネーを政府が民間部門にばらまくことになる。このように考えると、国債の買い切りオペでマネーサプライを増加させるという手段は、財政赤字の拡大と日銀の買い切りオペの増額が一組になっていると考えられよう。

景気を刺激するために、財政政策で財政赤字を拡大するのか、日銀が量的緩和を行うべきかというように、財政政策か金融政策かという二者択一で議論されることが多い。しかし以上の考察からは、日銀が国債の買い切りオペを通じて量的緩和を実施すべきという主張は、財政赤字とセットになったものであり、財政政策か金融政策かという問題の設定は意味を持たないのではないかと考える。つまり国債の引き受けは財政の規律の問題というよりは、日銀がマネーサプライのコントロールを失うという観点から政策として採られるべきではないが、短期国債の買い入れなどを通じたマネーサプライのコントロールの結果として結果的に財政赤字をファイナンスすることは容認されるのではないだろうか。財政支出の形態としては、従来型の公共事業などへの支出拡大や減税などの他に、量的金融緩和論の中で、日銀が購入するとされていた不動産や金融機関の不良債権を公的な機関が購入することや公的金融機関の貸し出しのための資金調達などが考えられるだろう。



## IV. 検討すべき政策

現在の日本経済の問題は物価の下落基調である。この中では資産価格の下落が続き、不良債権問題や企業の過剰債務問題の処理が難しい。マネーサプライの伸びを高め物価の下落基調を止めるという考え方は正しいと考える。しかし、短期金融市場の名目金利がゼロでもマネーサプライが3～4%しか伸びないという状況の中で、銀行の信用創造を利用したルートは効果が小さく、過剰準備の圧力を積み上げたり、安全資産を市場から吸収し続けるなどの形で、無理に進めれば金融機関の経営を不安定化し金融システム不安を再燃させかねない。現在の日本経済の状況でマネーサプライの伸びを高めるには、金融政策単独では難しく拡張的な財政政策を合わせて実施する必要がある。

### (1) 拡張的財政政策の継続

銀行の信用創造を通じたマネーサプライ増加のルートが弱い現状では、マネーサプライの増加は財政赤字を通じて行うしかない。つまり、財政赤字のレベルを保ち、日銀による国債の買い入れを通じてマネーサプライの伸びを図る以外にない。これは、直接ベースマネーを増加させることになるだけでなく、企業と家計のバランスシートを改善することになり、信用創造を通じた通常のマネーサプライ増加のルートの機能の改善を促すことになる。

財政赤字は重要な問題ではあるが、財政赤字の削減を性急に行えば実体経済の面で公的需要の減少や国民負担の増加から、景気の落ち込みを招くだけでなく、物価の下落基調を改善するためのマネーサプライ増加の手段も制約してしまうことになる。97年度の消費税率の引き上げなどの財政赤字削減策が日本経済に大きなダメージを与えたことや大恐慌下のアメリカの財政政策も同様の誤りを犯したと考えられる（櫛・矢嶋・木下 1998）ことが過去の教訓となろう。

こうした中で日銀はマネーサプライの伸びが改善するよう、金融機関の経営リスクを悪化させずに国債の買い切りオペの増額が可能となろう。日銀のバランスシート問題は本質的な問題ではないと考えられるが、翁（1999a）が指摘するように現実の制度の下では当然配慮が必要である。短期国債の買い切りオペが導入されたことや国債の期間の多様化が行われようとしていることからこの問題は充分回避できるだろう。

### (2) インフレ行き過ぎの抑制

中央銀行の独立性と正しい判断力を条件として財政の拡大を日銀の買い切りオペでファイナンスすることによってデフレを止め、かつハイパーインフレを防ぐような「微調整」が無理ではないし必要だという主張もある（サミュエルソン 1999）。しかし、インフレターゲットを主張する人々の言うように、例えば物価上昇率を1～3%というような狭い範囲にコントロールできるかどうかは定かではない。ハイパーインフレーションに至ることはないにしても、物価上昇率が目標の

範囲を相当大きく超えてしまう危険はある。これに対応する措置を今のうちに検討しておくことが必要だろう。

### ① 準備預金制度の改革

インフレターゲットで述べたように、量的な金融緩和を行うことによって物価が上昇しはじめると、信用乗数が改善するなどの形でマネーサプライが急速に伸び出す可能性がある。日銀がマネーサプライをコントロールできると言っても一定の期間を通じてかなりの変動幅を持つてということであり、短期的に精密なコントロールが可能なわけではない。物価が政策のねらいどおりに上昇しはじめたときにブレーキをかけるために日銀の金融操作がよりうまく機能するようにしておくことが、インフレによる悪影響を最低限にとどめるために重要だろう。

現在の準備預金制度の下では、ある月の預金量に対してその月の16日から翌月の15日までの間に準備預金を積み立てることが求められている。この期間のずれによって準備預金の積み後半部分は金利に対して需要が完全に非弾力的になるという問題を発生させている。この期間を同期させても翁（1993）は金利弾力性の改善は大きくないと主張するが、程度はともかく改善することは明らかで、現在の制度のように期間をずらす理由は乏しいのではないか。

### ② インフレ連動債

マネーサプライの増加が実際に物価を上昇させる前に、インフレ期待は名目金利を上昇させる可能性が大きい。現実の物価上昇率を用いると実質金利が上昇することになるが、企業行動にとって重要なのは将来の物価上昇の見込みと金利の関係である。つまり、インフレ期待が醸成されたために名目金利が上昇するのであれば、期待インフレ率を使って実質金利の期待値を求めれば、実質金利は上昇しないことになる。

大きな問題は長期金利が上昇したときに、金融機関が抱えている長期の債権に大きなキャピタルロスが生じることだ。時価会計でキャピタル・ロスが明確になれば市場の評価が大きく低下して金融機関の経営問題にいたるケースも考えられるし、発生したキャピタル・ロスは金融機関の貸出し行動を一層慎重化させたり、ロスの処理で収益が圧迫されるなどの問題を引き起こす。こうした懸念があれば、インフレ期待が発生するはるか前に、リスクが認識されただけで長期金利が上昇しよう。この場合の金利上昇は、リスク・プレミアムの増加であり、将来期待される実質金利は急速に高まってしまう。

こうした問題を回避するためにはインフレ連動債の発行が検討に値しよう。通常インフレ連動債は物価安定によって財政赤字を抑制するために利用されるが、ここでは物価上昇で名目金利が上昇し、金融機関がキャピタル・ロスを被って、金融システム不安が再燃することの防止をねらうものである。また現在の物価の超安定状態がいつかは解消されるとの見方からは、短期の資金運用へのシフトが起こるという問題もこれによって緩和されるはずである。

財政赤字を中央銀行がファイナンスすることは、なすべきではないとされてきた。このような手段を用いても、マネーサプライの増加を実現すべきと考えるが、量的緩和策の効果と先に述べた分配の問題のような弊害を十分に検討しておく必要はあるだろう。また財政赤字そのものについても、国債がすべて将来世代の負担という議論は、小野（1999）が指摘するように行き過ぎであるが、国債の償還が国民の間の所得の移転を意味するだけだとしても当然コストがかかる。

高齢社会への準備に時間が必要なことを考えれば、一刻も早く現在のデフレ的状况を脱却することが必要だ。また、現在世界経済の拡大を支えている米国経済がいずれ減速することが避けられず、日本経済が立ち直らなければ世界経済全体が縮小均衡の悪循環に陥る恐れすらあると考える。こうした事態に備えるために、当面の日本の経済政策として、「インフレの行き過ぎや将来世代の負担増加というリスクを犯してでも、マネーサプライの伸びを高めて物価の下落基調を修正する」という、量的金融緩和論の考え方を採用すべきだ。しかし、量的金融緩和論の多くが主張しているような金融政策だけの手段では、マネーサプライの伸びを高めることはできず、拡張的財政政策の継続と国債の買い切りオペ増加を組み合わせることが必要ではないか。また、マネーサプライの伸びを高める政策の採用にあたっては、これに伴う副作用に備えた制度的な対応をあらかじめ組み込んでおくことが必要であると考えられる。

## 参 考 文 献

- 池尾和人 (1999) 週刊東洋経済「バブル崩壊と家計部門の錯覚」1999.11.13 日号
- 伊藤隆敏(1999) "A target for the Bank of Japan" FINANCIAL TIMES 1999.10.19
- 石田和彦・白川浩道 (1996) 「マネーサプライと経済活動」東洋経済新報社
- 岩田規久男 (1993) 「金融政策の経済学」日本経済新聞社
- 植田和男 (1992) 「マネーサプライ動向の正しい見方ー岩田・翁論争を裁定する」週刊東洋経済  
1992.12.12 日号
- 翁邦夫 (1993)、「金融政策 (中央銀行の視点と選択)」、東洋経済新報社
- 翁邦雄 (1999a) 「ゼロ・インフレ下の金融政策について」日本銀行金融研究所「金融研究」第18巻第  
3号、121~154
- 翁邦雄 (1999b) 「マッキノン教授・メルツァー教授へのリジョインダー」(日本銀行金融研究所  
Discussion Paper No.99-J-38 「ゼロ・インフレ下の金融政策について」)
- 小野善康 (1999) 「国債の負担論の誤解」(小野善康・吉川洋編著「経済政策の正しい考え方」第一章  
「バブル崩壊後の不況の原因と経済政策」)
- 加藤出 (1999) 金融財政事情「非不胎化議論の誤解を正す」1999.10.11 日号
- 佐和良作 (1999) 経済セミナー「金利・マネーサプライから見た日本の金融」1999.11月号
- ポール・サミュエルソン (1999) 週刊エコノミスト「日銀はもっと多くの紙幣を発行せよ」1999.11.23  
日号
- 新保生二(1996)日本経済新聞「経済教室」1996.11.26 日
- 新保生二(1996)日本経済新聞「経済教室」1999.4.10 日
- 新保生二(1995)「マネーサプライの増加がゼロ成長からの脱出口」週刊エコノミスト 1995.6.27 日号
- 菅野雅明(1999)「ゼロ金利下での金融政策」JCER PAPER, No. 61 1999.7
- 日本銀行金融研究所 (1995) 「新版我が国の金融制度」
- 土志田征一(1999)日本経済研究センター「インフレ目標」1999.11.21
- 櫛・矢嶋・木下 (1998) 「恐慌の教訓と日本経済の処方箋」ニッセイ基礎研究所
- 櫛・矢嶋(1999) 「過剰でも不足する貯蓄の謎」ニッセイ基礎研究所
- 浜田宏一 (1999) 「日銀の不胎化政策は間違っている」週刊東洋経済 1999.11.13 日号
- 林文夫(1998)日本経済新聞「経済教室」1998.12.29 日
- 原田泰 (1999) 週刊ダイヤモンド「バブルと不況と銀行貸出し本当の関係は？」1999.12.4 日号
- 原田泰・牧寛久 (1993) 「マネーサプライ、高まる GDP との相関度」日本経済新聞経済教室 1993.3.11  
日
- 深尾光洋 (1999) 週刊東洋経済 1999.3.6 日号
- 深尾光洋 (1998) 「市場原理を生かした資本注入が必要だ」週刊東洋経済 1998.10.17 日号
- 藤木裕 (1998) 「金融市場と中央銀行」東洋経済新報社

- マッキノン (1999) 「翁邦雄氏の『ゼロ・インフレ下の金融政策について』に対するコメント」(日本銀行金融研究所 Discussion Paper No.99-J-38 「ゼロ・インフレ下の金融政策について」)
- マッキノン・大野健一 (1998) 「ドルと円—日米通商摩擦と為替レートの政治経済学」日本経済新聞社
- メルツァー (1999) 「日本銀行にはさらに何ができるのか」(日本銀行金融研究所 Discussion Paper No.99-J-38 「ゼロ・インフレ下の金融政策について」)
- 吉川洋(1996) 「金融政策と日本経済」日本経済新聞社、1996 年
- Krugman, Paul, "Japan's Trap," <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>, May, 1998
- Krugman, Paul, "Japan: Still Trapped," <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap2.html>, May, 1998