

Policy Studies 政策研究シリーズ Series

政策危機と

日本経済

90年代の経済低迷の原因を探る

Ogawa Kazuo Takenaka Heizo

小川一夫・竹中平蔵 [編著]



日本評論社



Policy Studies | 政策研究シリーズ | Series

政策危機と 日本経済

90年代の経済低迷の原因を探る

Ogawa Kazuo Takenaka Heizo

小川一夫・竹中平蔵 [編著]

●編著者

小川一夫（おがわ・かずお）

1954年生まれ。神戸大学経済学部卒業。米ペンシルバニア大学 Ph. D。神戸大学経済学部助教授、神戸大学大学院国際協力研究科助教授を経て、現在大阪大学社会経済研究所教授。

主著：『対外不均衡の経済分析』（東洋経済新報社）（竹中平蔵と共著、エコノミスト賞受賞）、『資産市場と景気変動』（日本経済新聞社）（北坂真一と共著、日経・経済図書文化賞受賞）、他多数。

竹中平蔵（たけなか・へいぞう）

1951年生まれ。日本開発銀行、大蔵省財政金融研究所研究官、ハーバード大学客員准教授、大阪大学経済学部助教授を経て、現在慶應義塾大学教授（博士・経済学）・東京財団理事長。

主著：『研究開発と設備投資の経済学』（東洋経済新報社）（サントリー学芸賞受賞）、『日米摩擦の経済学』（日本経済新聞社）、『ソフトパワー経済』（PHP）、他多数。

政策研究シリーズ Policy Studies Series

せいさくきき にほんけいぎ

政策危機と日本経済

2001年3月31日 第1版第1刷発行

編著者——小川一夫・竹中平蔵

発行者——林 克行

発行所——株式会社日本評論社

東京都豊島区南大塚 3-12-4（〒170-8474）

電話：03-3987-8621（販売） -8595（編集）

郵便振替：00100-3-16

<http://www.nippyo.co.jp/>

印刷所——三美印刷株式会社

製本所——株式会社難波製本

装 幀——林 健造

©2001 K. OGAWA/H. TAKENAKA printed in Japan

ISBN 4-535-55258-4

「政策研究シリーズ」について

世界の政治・経済・社会環境が大きく変化し、また技術のフロンティアが急速に拡大するなかで、政策論議はますます複雑化しつつあります。元来民主主義社会では、専門家によって多様な政策選択肢が示され、それにもとづいて良識をもった市民が健全な民意にもとづいて政策決定することが前提とされます。社会の成熟とともに、政策決定プロセスそのものも、透明かつオープンであることが求められるようになりました。

このように、成熟した市民社会における複雑な政策問題を開かれたプロセスで解決してゆくためには、多様な「政策研究」を蓄積することがきわめて重要になります。東京財団研究事業部は、日本で最初の本格的な独立系政策シンクタンク（民間非営利）として、幅広い政策研究の実施とその広報を行うことを目的としています。この「政策研究シリーズ」は、そうした研究活動の成果をとりまとめ、刊行したものです。

このシリーズを刊行するにあたり、日本財団からの支援をいただきました。深く感謝申し上げます。このシリーズが多くの人々に読まれ、健全な政策論争が喚起されることを期待しています。

東京財団理事長 竹中平蔵

はしがき

1990年代は日本にとって失われた10年である、という表現がしばしば用いられる。事実、バブル崩壊後の日本はさまざまな経済困難に直面し、過去10年の平均成長率は約1.5%と、経済がもっている本来の成長力（潜在的な成長力）を下回るものだった。大型金融機関の破綻など、一時的に経済の悪化が社会的な不安を引き起こす状況も懸念された。

しかしながらこの間、経済政策論議はもっぱら短期的な課題に集中し、経済政策に関する厳密な実証分析は十分蓄積されてこなかった。本書は、1990年代の日本経済と政策について包括的な実証分析を行うことを目的としている。その際、「政策危機」という共通の問題意識の下に、経済のそれぞれの分野における分析が進められてゆく。その根底にあるのは、経済危機を招いた大きな要因の1つが経済政策の不適切さであり、同時に政策を企画・遂行するメカニズムそのものに危機的な状況がみられた、という問題意識である。

本書は、東京財団の2000年度研究プロジェクト「政策危機の実証分析」の成果を取りまとめたものである。プロジェクトのメンバーは、マクロ経済、金融、財政の専門家であるが、研究会、外部の研究者や政策担当者からのヒヤリング、ブレーン・ストーミングなど合計8回の会合とメール上の議論などを経て、この報告を取りまとめた。ヒヤリングにご協力いただいた皆様に感謝するとともに、有意義な研究機会を与えていただいた東京財団研究事業部に謝意を表したい。とりわけ、研究会事務局を担当していただいた田幸大輔氏、上杉奈美さんのご尽力に感謝したいと思う。また、本書の編集・出版を担当くださった日本評論社の守

屋克美氏に深く感謝申し上げる。

今後の経済政策と政策形成プロセスを考えるにあたって、1990年代の日本経済と政策に関する実証研究のいっそうの蓄積が必要とされている。本書が、建設的な経済政策論争のきっかけを与えるものとなれば幸甚である。

2001年1月31日

小川一夫
竹中平蔵

「政策研究シリーズ」について	i
----------------	---

はしがき	iii
------	-----

序 章 政策危機を超えて	1
本書のねらいと要約	

1 「政策危機」がもつ2つの意味	2
2 90年代のマクロ経済と金融	3
3 新しい危機に直面する日本の財政	6
4 政策決定プロセスと政策危機	8

第1章 マクロからみた90年代の日本経済	11
経済主体の行動とマクロ経済への含意	

1 90年代の金融政策	12
2 企業の設備投資行動と借入行動	14
3 家計の消費行動と銀行信用	23
4 金融の自由化・国際化と銀行の貸出行動	29
5 90年代の景気低迷と金融政策	34
6 不十分だった不良債権問題の理解	42

第2章 新しい金融政策の枠組みを探る	45
失われた10年から何を学ぶか	

1 ここ10年の経済と金融政策の評価	46
2 過去の日本銀行の行動を振り返る	50
3 最適な中央銀行の行動を阻むもの	53
4 「資産価格と為替をみない」金融政策	58
5 政策変更タイミング重視の金融政策： 3つの新しい判断軸の導入	64
6 政策のリスクと効果を考慮した金融政策	70
7 新しい金融政策の枠組み	76
8 日銀よ、臆することなかれ	80

第3章	金融システム問題と銀行行政	85
	金融革新の急速な進展に対応できる政策スキームの確立を	
1	90年代の金融システム対策を問う	86
2	不良債権問題の構造的背景	90
3	金融システム問題の解決が遅れた背景	98
4	危機時の対策は妥当であったか	107
5	銀行革新と金融政策	111
第4章	90年代の財政政策はどこが間違っていたか	115
	景気対策を歪め、かつ必要以上に財政を悪化させた原因	
1	財政危機と政策危機	116
2	財政の現状	117
3	景気対策の決定過程	120
4	景気対策の政策手法	126
5	財政悪化の背景	132
6	政策危機の構造	134
	《付録》モデルの解説と推計結果	137
第5章	90年代の財政政策にみる意思決定機能上の問題点	141
	行政学的視点からみた政策形成問題	
1	財政再建と景気対策の間で	142
2	3期の財政政策	146
3	財政政策の評価と構造問題の本質	151
4	90年代の行財政改革に対する政策危機の本質	164
第6章	橋本内閣の金融システム改革	169
	先送りされた改革が一転して大胆な改革として結実した理由	
1	橋本内閣による金融システム改革	170
2	80年代半ば以降の金融制度改革論議	171
3	橋本内閣成立以降の金融制度改革論議	176

4	2つの疑問を解く	180
5	政策の窓	187

第7章 90年代の経済論争と政策決定 191

政府、シンクタンク、そしてジャーナリズムへの教訓

1	ジャーナリズムと専門家の責任	192
2	日本の政策危機	194
3	成長屈折の見誤り	200
4	公的資金投入問題	206
5	専門家の議論と世論、そして政府	212
6	政策決定と政策論議のあり方	222

索引	225
----------	-----

《図表目次》

図 1-1	借入金・総資本比率	15
表 1-1	企業規模別限界 q 記述統計量	18
表 1-2	企業規模別借入関数の計測結果	19
表 1-3	企業規模別設備投資率記述統計量	21
表 1-4	企業規模別設備投資関数の計測結果	22
図 1-2	業態別個人向け貸出伸び率	24
図 1-3	形態別消費の変化率	26
表 1-5	耐久財支出関数の計測結果	28
図 1-4	コールレート引き下げの効果	37
図 1-5	金利差(貸出金利-コールレート)係数の動き	40-41
表 2-1	ここ10年の経済・金融と金融財政政策	47
図 2-1	テイラールールからみた金融スタンス	48
図 2-2	アームラグによる地価変化率の推計	59
図 2-3	株価と一般物価間のグレンジャーテスト	60
表 2-2	日銀政策反応関数の推計	62
図 2-4	日米ベースマネーの伸びと円ドルレート	63
図 2-5	資産価格込み物価指数	65
図 2-6	ニッセイ為替インデックスの転換点サインと為替決定要因	67
図 2-7	金融政策判断指数の推移	68
図 2-8	マッカラムルールにもとづいた目標、成長に必要なベースマネーの伸び	73
図 2-9	1Mレート(コール・CD)の理論値と実勢値	78
図 2-10	正常時と異常時の金融政策	79
表 3-1	金融システム安定化などに関する動き	88-89
表 3-2	1980~90年代前半における主要国の不良債権問題	91
図 3-1	銀行部門の収益の推移:ROE(自己資本利益率)	96
表 3-3	90年代の財政政策の推移:90年代の経済対策一覧	102
表 3-4	90年代の金融政策の推移	103
図 3-2	中小企業の貸出態度判断(DI)	104
図 4-1	中央政府と地方政府の財政収支(GDP比)	118
図 4-2	財政収支の対GDP比(社会保障基金を除く一般政府)	119
図 4-3	税制改正の構造的財政収支への影響	120
表 4-1	近年の景気対策と内容	122-123
図 4-4	製造業稼働率指数	124
図 4-5	経済対策の規模(公債発行額)とGDPギャップ	125

図 4-6	民間設備投資と公的固定資本形成の増減額の動向	126
図 4-7	構造的財政収支とGDPギャップ(社会保障基金を除く一般政府)	128
図 4-8	税制改正の構造的財政収支への影響(将来予測)	131
表 4-2	財投の伸びと郵貯の伸び	133
表 5-1	一般会計歳出の推移	143
表 5-2	一般歳出の推移	143
表 5-3	主要国の一般政府債務残高の対GDP比率(%)	144
表 5-4	公共事業関係費予算額・決算額の推移	147
表 5-5	補正予算の内容分析(億円)	147
表 5-6	国と地方財政の歳出純計の推移	149
表 5-7	地方債残高の推移(1991=100)	150
表 5-8	国債発行額の推移	156
表 5-9	資金運用部運用実績(兆円)	162
表 5-10	地方交付税制度の枠組み(億円)	163
表 6-1	金融制度改革に向けた各審議会報告書の要点	179
表 7-1	90年代の日本経済	196-197
表 7-2	日経社説:キーワード検索	201
図 7-1	経済成長率の見通しと実績	203
表 7-3	経済予測と実績値の乖離の値が大きい年の順	204
表 7-4	経済予測と実績値の乖離の値が大きい調査機関順	204
図 7-2	「公的資金」「不良債権」を含む記事件数の推移(日経,朝日)	208-209
表 7-5	公的資金導入に関する世論調査	210-211
図 7-3	公表不良債権額	213
表 7-6	不良債権額:大蔵省公表額と民間公表額	214
図 7-4	経済論議の波及経路	216
図 7-5	経済論議の波及経路(不良債権)	218-219
表 7-7	キーワード検索による新聞・雑誌の違い	220

序 章

政策危機を超えて

本書のねらいと要約

1 「政策危機」がもつ2つの意味

1990年代に入って以降の日本経済は、さまざまな構造問題を露呈させながら、平均1%強の低い成長に甘んじてきた。20世紀の最後の10年は、日本にとって失われた10年である、といった表現も聞かれるようになっていく。経済の停滞のなかで、大型金融機関の破綻に象徴されるような危機的な現象もみられるようになり、これがさらに消費・投資行動を萎縮させ経済を停滞させる、という悪循環がみられた。21世紀を迎えたいまも、経済の行方は混沌としている。今後の有効な政策を考えるためにも、90年代の経済政策に関する実証分析の蓄積が必要とされている。

本書は、1990年代の経済政策を「政策危機」という視点から包括的に分析することを目的としている。90年代の日本経済の停滞に関しては、一般に「バブルの崩壊によって……」という表現が頻繁に用いられるが、その具体的な経済メカニズム、とりわけ政策と経済とのかかわりについての厳密な実証分析は、ほとんどなされてこなかったといえる。本書は、マクロ経済、金融、財政、さらに政策形成プロセスといった多様な視点から、主として90年代の日本経済と政策の関係を包括的に議論するものである。

ここでいう「政策危機」という表現には、2つの点が含意されている。まず、経済が危機的な状況を迎えた背景には、政策運営の不適切さがあつた、という認識である。政策の失敗が経済危機を招いたという視点である。と同時に、政府による政策の企画・遂行能力の欠如、さらには社会的な政策論議そのものの偏りなど、政策決定そのものが危機的な状況に置かれていた、という認識も重視される。

本書では、各分野の専門家が、それぞれの分野において重要と考えら

れる個別問題の実証分析を進めているが、その根底には「政策危機」の90年代という共通した時代意識がある。同時に、政策危機を超えて今後どのような処方箋が求められるか、政策的なインプリケーションや提言が議論されている。

2 90年代のマクロ経済と金融

具体的に本書は、7つの章から成り立っている。これら各章では、政策危機という視点を共通項にして、それぞれの分野にふさわしい分析視点と手法を用いて議論が進められる。

第1章（小川論文）は、90年代マクロ経済の総括と政策危機へのインプリケーションを検討することを目的としている。

議論の出発点は、90年代初めから一貫して金融緩和のスタンスがとられてきたにもかかわらず、日本経済は景気低迷から脱却することができなかった、という点である。つまり、金融政策の機能不全のメカニズムがどのようなものであったか、という点に着目する。その理由を考えるために、金融政策がいかなる経路で実物経済に影響を与えるか金融政策の波及経路を明らかにし、具体的に波及経路にどのような変化が生じたかが分析される。

金融政策の波及経路を明らかにするには、企業・家計・銀行の行動についての分析が必要になるが、まず企業に関しては、金融自由化・国際化のなかで傾向的に大企業を中心に銀行借入が減少していったこと、一方、80年代中頃以降の地価高騰期に担保価値の上昇を通じて、規模の小さな企業の借入制約が緩和され、設備投資拡大につながったこと、が明らかにされる。また家計については耐久財の支出が銀行借入に依存していること、80年代半ばから90年代前半にかけて銀行の家計に対する信用供与が急増したことが示される。さらに銀行については、同時期に

大手銀行が地価上昇率にあわせて、不動産・金融など非製造業に対する貸出を拡大させた姿が描かれる。

このように、環境変化のなかで銀行信用の対象が個人・中小企業・非製造業にシフトしていった点をふまえて、金融政策の波及経路が示される。第1章の理論・実証分析から導かれる重要なポイントは、90年代における不良債権問題のために、利ざや（貸出金利とコールレートの差）に対する銀行貸出の反応が低下し、その結果、信用供与が不足し、実物経済が低迷するというメカニズムが生まれたという点である。にもかかわらず、当局は金利の引き下げという伝統的な金融調整に終始したのである。このことは、不良債権問題を過小評価していたことに加え、そのマクロ的な帰結についても十分理解がなされていなかったことを示しており、そのような政策運営が行われていた状況こそがまさに政策危機であった、と結論されている。

これを受けて第2章（久保論文）では、金融政策のより具体的な評価が議論される。まず、過去40年の金融政策をレビューしながら、政策決定に疑問がもたれる5つのケースが指摘される。そのうちの97年3月から99年2月（ゼロ金利政策導入の時期）までの局面は、景気の深刻な悪化にもかかわらず、さらなる金融緩和措置がとられず、政策危機との関連でとりわけ注目されるものである。そのうえで、金融政策の変更をタイムリーに実施するために、①国内外の政治圧力をかわすしくみ、②資産価格と為替をも視野に入れた金融政策の運営を可能とするための手段、③インフレ期のみならずデフレ期にも「物価の安定」が政策目標となりうるとの認識の下で、それを実行に移す政策手段が必要であることが示される。

とくに金融政策は地価や株価に影響をおよぼすことから、一方向へ期待の偏りを変化させることは重要な意味をもっている。為替レートについても、日銀はつねにその動きに注目して政策運営を行ってきた。このような現状分析をふまえて、政策変更のタイミング重視の金融政策運営に転換する具体的対応策として、3つの新しい判断軸を導入することを

提唱している。第1に、資産価格の動向を加味した均衡物価指数、第2に、中期的な為替レートの動きと転換点を把握するための為替インデックス、そして第3に、実物経済の統計指標から構成される金融政策の判断指数である。このような3つの指数は、金融政策判断に客観性と妥当性を与え、アカウンタビリティを高めることにつながる。

このような客観的な金融指標に立脚して金融政策を運営していけば、政策効果を大きく作用する経済主体の期待形成に対して、より安定的に働きかけることが可能になる——これが第2章の結論である。

つづく第3章（河野論文）では、銀行行政の問題がとりあげられる。具体的には、金融システムに対する政策が十分であったか、という疑問点が検討される。いうまでもなく、90年代の日本経済のなかでもっとも大きな問題として顕在化したのが、銀行部門の弱体化を背景とした金融システム問題だった。分析ではまず、不良債権の構造的背景が明らかにされる。80年代に進行した金融の自由化が銀行業のリスク・テイキングを積極化させ、それが過度の貸出、そして不良債権の発生へとつながっていった。その一方で、銀行の監督体制は金融の自由化にあわせて変化せず、銀行行動の積極化を抑制することができなかった。

不良債権が発生した後に抜本的な金融システム対策がとられなかったことが大きな問題となるが、その理由として破綻時のコスト負担のルールに関し、社会的な合意形成がなされていなかったことがあげられる。そのために、政策コストが特定の経済主体に偏らないマクロ安定化政策がとられることとなった。しかし、抜本的な金融システム対策がとられなかったために、その効果を十分にあげることはできなかったのである。99年2月以降のゼロ金利政策は、流動性の提供によって市場の期待に変化をおよぼした点で評価されるものの、98年秋の金融システム対策の成立によってすでにシステムの不安がやわらいでいたことがその効果の背景にあったと考えられている。

システミックリスクが顕在化した状況においては、危機の伝播を遮断する政策が重要性をもつ。したがって別途信用保証などの貸し渋り対策

に代表される借り手保護政策はそれなりの意味をもってくるが、このような政策を打ち切るための危機対応終了の客観的な条件を提示しておかないと、平時に非効率が発生する可能性のあることが指摘されている。

3

新しい危機に直面する日本の財政

マクロ経済・金融の分析を受けて、第4・5章では、財政政策が議論される。90年代の政策危機は、まさに財政の異常な拡大を招いたが、政策の効果については大きな問題を残した。一方で、結果として生じた財政赤字の拡大が、新たな政策危機を招く懸念もある。

第4章（大田・吉田論文）は、90年代に財政状況がかくも悪化した原因を探り、その背後に政策危機と呼べる状況があったかどうか、検証している。まず、90年代に実施された9回の財政拡大をともなう経済対策を検証し、以下の特色が指摘される。景気浮揚の手段が公共事業に集中していたこと、国債発行を抑制するために地方単独事業や財政投融資に依存したこと、赤字国債を抑制するため建設国債による公共事業を多用したこと、事業規模の割りに「真水」部分が小さくなく景気浮揚効果が発揮されなかったこと、事業規模の積算根拠が明確でなかったこと、である。公共事業への偏重の背景には、伝統的なケインズ政策への信奉と、与党の選挙対策として好都合であったことがあげられている。

さらに、この間の景気回復効果が大きくなかった要因が分析される。分析の結果、民間設備投資の大きな落ち込みや円高といった外的要因が作用したこと、先に指摘したように事業規模の割りに真水が小さかった点、政策の一貫性に欠け当初予算で引き締め、補正予算で拡張するというパターンが繰り返されたこと、公共投資の乗数効果が低下したこと、などが示されている。また、景気対策以外に財政を悪化させた要因として、80年代の財政再建の後遺症として隠れ債務があったこと、歳出構