

日本大学経済学部経済科学研究所研究会

【第 150 回】

2005 年 6 月 30 日

貨幣と中央銀行の歴史からみた物価と金融政策

日本銀行金融研究所長

翁 邦 雄

只今ご紹介にあずかりました日本銀行金融研究所の翁でございます。

私はこういう高い席からお話するのは非常に苦手でありまして、あまり自分ではやらないのですけれども、今日は、日頃いろいろご指導いただいている大先輩である中島善太教授のたっのご要請で重い腰を上げてまいった次第です。

本日は金融政策について、何かお話しよ、ということでありましたので、金融の原点にある貨幣と中央銀行の歴史を手がかりに物価と金融政策についてお話し、日本銀行ひいては日本経済が直面している問題について、日頃、個人的に考えていることをお話ししたいと考えています。私は歴史の専門家ではありませんので、とりとめのない話になるかと思いますがご容赦ください。

さて、貨幣の話ですが、貨幣の発生は恐らく人類の歴史の黎明期にさかのぼるのだらうと思います。品物と交換するにあたって誰でも欲しがるもの、量を連続的に示すことができ、モノの値打ちを表現しやすいもの、そして持ち運びができるもの。歴史的には、それは塩であったり、砂金であったり、貝殻であったりしました。図1では、例として、貨幣として使われた寶貝をお目にかけています。

貝殻が一時期重要な貨幣であったことは、今日、我々が使っている漢字からも分かります(図1)。貝のつく漢字は、貨幣の貨の字をはじめとして、財産の財、贈答の贈、販売の販、購入の購、など数多くあります。寶貝を使った貝の貨幣は、紀元前16世紀から紀元前8世紀にかけて中国の殷で用いられていたとされますが、漢字の発達に深い影響を与えたことは想像に難くありません。

次に、歴史とは少し別の角度、いわば実験的な角度から貨幣の発生についてみてみましょう。ときは第2次大戦中、場所は捕虜収容所です¹⁾。これから先の話は、ラドフォードというドイツに捕虜となった一人の経済学者によって、戦後、『エコノミカ』²⁾という経済学の専門誌で報告されたものです。

ラドフォード博士が収容された収容所では、ドイツ軍と赤十字とからミルク、ジャム、砂糖、巻きタバコなどが各人に同量配給されていました。更に、運の良い捕虜にはプライベートな小包も。しかし、誰でも同じ量のミルクやジャムが欲しい

わけではありません。人によっては多くのジャムが、そして人によっては多くのミルクが欲しい。

そこで、捕虜同士の間で欲しいものを互いに取替える物々交換が始まりました。最初のうちは、交換比率は時と場所が違つたとまちまちで、例えば牛肉缶とジャムの交換比率が、収容所の中のある建物と隣の建物で違つたりしたわけです。交換比率にこうした差があれば、例えば、ジャムの安い収容棟でジャムを手に入れ、高い棟で売れば儲かります。ラドフォード博士の観察では、こうして収容棟間の「貿易」が起こるべくして起き、建物の間における物々交換比率の違いは消滅しました。

物々交換が日常化してくると、それを更に効率よく行うため工夫が起きます。それが次のステージです。第1にモノの価格が巻きタバコの本数で表現されるようになりました。チーズ1箱が巻きタバコ7本、牛肉缶なら15本、という具合です。更に巻きタバコは支払いにも用いられるようになりました。タバコはある程度保存が利く、常に欲しがる人(喫煙者)を容易に見つけることができる、しかもかさばらない。これらは先ほど述べた、貨幣として使われるのに便利な性質そのままです。

こうして、タバコが支払い手段となると、物を売るときにタバコを受け取り、それで他の物を買うという方式が収容所内で定着しました。やがて捕虜によって売店が作られ、そこでの価格もタバコ。支払いもタバコ。ある人がシャツを売りたいとすれば、それを売店の決めるタバコ価格で店に預け、売ればタバコを受け取り、そのまま吸うか、或いは、店で例えばジャムを買ったりする、といった具合です。

但し、ラドフォード博士の観察によると、タバコ貨幣には大きな欠点がありました。収容所では、タバコは通常、週に1回ずつ配給されます。貨幣であるタバコが大量に配給されると、タバコの本数で表現される物価は急激に上昇しました。逆に、タバコはどうしても吸われて減ってしまうため、配給が停滞すると、貨幣が減少して物価が下がるデフレーションとそれによる取引縮小が起きました。こうした事態の打開策として収容所の売店が紙幣を発行することになりました。これがさらに次のステップです。紙幣は売店が捕虜のモノを預かる時、その見返りに発行されましたか

ら、売店の商品在庫によって 100%裏打ちされていたと言えます。このために紙幣は当初は安定的に流通しました。しかし、戦争が末期に近づいてドイツ側や赤十字からの配給が不足してくると、捕虜はモノと紙幣を交換しなくなり、取引は縮小して再び物々交換が収容所での主な取引の形態となりました。

このエピソードからは、貨幣経済の発展におけるいくつかの重要なポイントをみることができます。例えば、物々交換の非効率を改善するための工夫として、まず使用価値が高い商品貨幣が使用されること。また、貨幣供給（このエピソードではタバコ供給）の変動がインフレやデフレをもたらすこと。そして、何らかの信用に裏打ちされた紙幣が安定的に流通し商取引を盛んにすることなどです。

実際、紙幣は歴史的にもこうして進化してきました。歴史上もタバコは 17 世紀から約 2 世紀に亘って、アメリカ、特にバージニア州とその近隣の植民地における基本的な貨幣であり、この地域はタバコの増産によるインフレーションに悩まされてきました³⁾。そのような経験の先に、様々な歴史的な試行錯誤を経て、市場経済の効率性ないし安定性を確保する人々の試みが中央銀行という形で結実してきたといえるでしょう。

1. 中央銀行の歴史的発展

（各国中央銀行の成立）

そこで、次は中央銀行の話をしていきます。中央銀行は貨幣に比べるとごくごく新しい存在ですが、まずその理念が存在して、これに合うような機関が創設されたものではありません。歴史の古い中央銀行には、金融機関が各国各々の特有の事情に対応するために次第に進化して今日で言う中央銀行となっていくものと、中央銀行という概念がほぼ成立した後で設立されたグループに大別することができます。

金融機関の中から進化してきたグループのいくつかは、近代的銀行制度が確立する以前に既に中央銀行的な活動を行っていたと言われてます⁴⁾。スウェーデン・リクスバンク（1668 年）、イギリスのイングランド銀行（1694 年）などがこれにあたります。

中でもスウェーデン・リクスバンクは最古の中

央銀行であると同時に、現存する最古の銀行と言われており、このことがこのグループの特色をよく示しています。

但し、これらの中央銀行は、19 世紀初頭に至るまではなお単なる特殊な大銀行として捉えられていました。イギリスの中央銀行であるイングランド銀行を例にとりその発展の過程をみてみましょう。イングランド銀行、Bank of England は 1694 年、フランスとの戦争のための戦費調達という特別の目的のため設立され、その見返りとして銀行券発行の特権を与えられました。但し、設立当初は銀行券の発行を独占していたわけではなく、他の銀行より大規模であったために、イングランド銀行券の信用度が一番高かったに過ぎません。

しかし、イギリスで金融恐慌が繰り返し起き、多くの銀行が破綻して、これらの銀行の発行する銀行券が無価値となり経済を混乱させたため、その対策として 1844 年に「銀行条例」（ピール条例）が制定されました。この条例により、イングランド銀行以外の銀行による銀行券の新規発行が禁止され、イングランド銀行は銀行券発行を実質的に独占したのです。このため、銀行の多くはイングランド銀行との取引を望むようになり、銀行条例から 10 年後の 1854 年には、イングランド銀行にある預金口座の振替を利用して多くの商業銀行が決済を行うようになり、イギリスの銀行制度は完全にイングランド銀行を中心として運営されるようになりました。更に、度重なる信用恐慌の経験を経て、1890 年頃までには信用制度の安定確保のための最後の拠り所として、資金不足による経営危機（流動性危機）に直面した銀行に中央銀行として資金を貸す、いわゆる最後の貸し手 lender of last resort という新たな役割が確立しました。初期の中央銀行は、金融政策の担い手よりも、金融システムの最後の拠り所という役割をクロウズアップされる存在として出てきたわけです。

こうした進化型に対して、最初から中央銀行として作られた概念先行型のものに、例えば、アメリカの連邦準備制度（Fed）があります。連邦準備制度の歴史について大きな本を書いているアラン・メルツァーによると⁵⁾、当時、アメリカ連邦準備制度を設立した人たちは、中央銀行を作るこ

とで金融システムの不安定性を解消し、金融サービスの質を高め、決済システムを強靱にすることを望んでいたとのことです。つまり、先ほど申し上げたイングランド銀行が当時行っていたような、金融システム安定の拠り所としての中央銀行という役割に近いものが構想されていたということだと思います。

中央銀行の数は 1920 年代から急増し、1960 年までにカナダ等約 50 カ国で中央銀行が設立されました。この結果、1900 年にはわずか 18 行であった中央銀行の数は、1990 年には 160 行を超えるに至っています（図 2）。近代的な中央銀行は経済史の上では正に新しい存在といえるでしょう。

（日本銀行の成立）

次に日本銀行の生い立ちについてみてみましょう。日本銀行の設立は、米国連邦準備制度よりも約 30 年早い 1882 年です⁶⁾。日本銀行の創設に先立って、明治政府は殖産興業政策を展開するために、金貨や銀貨との引換え義務のない政府紙幣を発行していましたが、1877 年（明治 10 年）、西南戦争が起きると戦費調達のために政府紙幣が更に大量に発行され、このため激しいインフレーションが起きました。こうした状況の下で、金貨や銀貨と交換できる銀行券を独占的に発行する中央銀行を設立することによってインフレーションを収束させ、また、中央銀行を中核とした近代的な信用制度を確立することを目的として、1882 年（明治 15 年）に「日本銀行条例」が制定され、同年 10 月 10 日より日本銀行は業務を開始しました。

日本銀行条例では、営業年限は 1882 年（明治 15 年）10 月 10 日の開業日から満 30 年と定められていました。その二度目の開業年限にあたる 1942 年に恒久的な日本銀行法が制定されます。これは戦中ですから、政府に広範な監督権限を与えるものだったわけですが、これが第 2 次大戦後もずっと生きてきた。それが、1997 年に入って抜本的に改正されました。現在の日本銀行法です。

2. 中央銀行の機能と目標

2.1 中央銀行の機能

このように、各国の中央銀行は歴史的に様々な紆余曲折を辿って発展してきたわけですが、現在、その機能や目的は殆ど共通化しています。まず機能のほうからお話しますと、現代の中央銀行に共通する機能は、銀行券を発行する発券銀行、銀行にとっての銀行、政府の銀行という 3 つになります。これらについて日本銀行を例にとってご説明します。金融論の教科書の復習みたいな話になりますが、後の話の前置きとして聞いて下さい。

（発券銀行としての機能）

まず、発券銀行というのは現金（銀行券およびコイン）の供給や管理を行う銀行です。この業務は歴史的には一般の民間銀行によっても行われていましたが、現在では殆どの国において中央銀行だけが行う業務となっています。現金は強制通用力を持っており、現金の受け渡しによって取り引きの決済を完全に完了させることができます。因みに、日本における銀行券の需要は、経済活動の規模とほぼ比例する形で安定的に増加し、大体年間の GDP（国内総生産）の 8% 程度で安定していましたが、直近の日本銀行券発行残高は 70 兆円を上回り、GDP の 15% 程度に達しています。日本は今、マイルドなデフレ状況にあると見られていますけれども、銀行券が足りなくてデフレになっているわけではない。むしろ経済規模に比べ通常よりもはるかに多くの銀行券が世の中にあふれている、そういう状況が起きているわけです。この点については、後で触れます。

（銀行の銀行としての機能）

次に、銀行の銀行としての機能は、一般の民間銀行に対して預金・貸出などの銀行としてのサービスを提供することです。日本銀行当座預金は、金融機関相互間の貸し借りであるコール・手形売買取引や、送金のための手段である内国為替業務等に伴う決済に用いられているほか、日本銀行と金融機関との間の資金のやりとりの手段である公開市場操作等に伴う資金の決済に利用されています。また、金融機関は、預金支払のために現金が

必要になった時は、日本銀行当座預金をおろして現金に替えることができます。つまり、金融機関にとって日本銀行当座預金は、個人や企業等に支払う現金の支払準備口座としての性格を持っています。実際にそれがどれくらい使われているかというと、決済統計によれば、直近の2004年では2京飛んで424兆3410億円になっています。文字通り、天文学的な数字が日本銀行の当座預金のうえを移動して日本全体の決済を完了させているということです。

(政府の銀行としての機能)

最後に、政府の銀行とは、政府に対して銀行業務を行うことです。中央銀行は政府に対して銀行業務を行っています。政府の預金を受入れて、政府のために支払いを行っていく。政府におカネを貸すこともあります。以上の3つの銀行業務は、必ずしも独立した業務ではなく、むしろ相互に深く関連しています。例えば、発券銀行としての機能は、銀行の銀行としての中央銀行が、金融機関と預金・貸出取引を行い、そうした取引を通じて現金を銀行に供給することによって成立しています。逆に、銀行の銀行としての機能、例えば、最後の貸し手機能は、中央銀行が発券銀行として現金を供給できることを背景としている、そういった具合です。

2.2 中央銀行の目標

次に中央銀行の目的です。これは殆どが各国の中央銀行に関する法律で定められていますけれども、ここでは一例として日本銀行法に沿って説明したいと思います。1998年4月に施行された日本銀行法では、第1章 総則のなかで、日本銀行の目的を定めています。そこには、

第1条 日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする。

とあり、1-2で、

日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする。

としています。

さらに、(通貨及び金融の調節の理念)として、

第2条 日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもち、その理念とする。

と規定されています。つまり、日本銀行の直接的な目標は物価安定と信用秩序維持にあり、そうした目標を達成することの究極の目的は、国民経済の健全な発展を手助けすること、と言えるでしょう。これらの目標の重要性を理解する上では、これらの目標達成に失敗した状況をみれば分かりやすいのではないのでしょうか。以下では具体的な失敗例を挙げて説明します。まず、通貨価値の安定についてですが、この失敗には2つの可能性があります。1つは銀行券の価値がどんどん下がっていくインフレ、もう1つは銀行券と対比して財・サービスの価値がどんどん下がっていくデフレです。インフレ・デフレはともに円滑な経済活動を阻害することになります。

(インフレの弊害)

まず、インフレの方から見てみましょう。インフレの極端なタイプはハイパー・インフレーションと呼ばれ、もっとも有名な事例は⁷⁾、第1次大戦後のドイツ、第2次大戦後のハンガリーです。

ハンガリーでは、ナチスドイツ軍が撤退し、代わってソ連軍が進駐してきた1945年の9月から物価は急激に上昇し始めています。1946年5月から7月にかけて、ハンガリー政府の発行するペングでの物価は天文学的な高さとなり、1946年8月、通貨改革が断行されました。新たにフォリントと呼ばれる紙幣が発行され、ペングは回収されました。ペングとフォリントとの交換比率は1フォリント=10²⁷ペングです。

次に、ドイツの例を見てみます。ドイツのハイパー・インフレの直接のきっかけは、第1次大戦後のヴェルサイユ講和条約により、先勝国がドイツに対し支払い不可能な巨額の賠償金を課したことによるとされます。ドイツ政府は当時の中央銀行(ライヒスバンク)に国債を引受けさせること

によって必要な資金を調達しようとして激しいインフレが起きました。最もインフレの激しかった1923年におけるドイツの卸売物価と為替レートは表3のとおりです。これは、為替レートと卸売物価の表で、最もインフレの激しかった1923年の月ごとの数字をとっていますけれども、常用対数でグラフを描くような感じで、いかに激しいインフレだったか、一目でおわかりいただけると思えます。

さて、具体的な弊害の話です。ハイパー・インフレーションの下でのドイツの国民生活はどのようなものだったのでしょうか⁸⁾。1923年7月22日付『ロンドン・デイリー・メール』紙の特派員は、「昨日までハム・サンドイッチがたった14,000マルクだった同じ喫茶店で、今日はそのサンドイッチが24,000マルクとなった」と驚いています。7月下旬の『ロンドン・デイリー・メール』紙では、「10,000マルク紙幣が最高額面紙幣だが、銀行にはその手持ちがない。レストランに行くために銀行に行くと、行きつけの銀行の出札係が、4分の1ペニーの値打ちしかない1,000マルク紙幣で4,000枚を包んでくれる。食事の時は、レストランのテーブルにそれをのせ、給仕が勘定書きを持ってきたとき開く。来週末までには400万マルク紙幣が発行され、不便がやわらぐ予定だ」と報道しています。紙幣4,000枚といってもあまりピンとこないと思いますが、現在の日本の銀行券は、昨年からは回り始めた新しい銀行券も古い銀行券もいずれも1枚ほぼ1グラムです。当時のドイツの紙幣の重さがこれと大体同じだとすると、1回の食事のために約4キログラムの紙幣を運ぶことが必要だったこととなります。これは牛乳の1リットル・パック4本分ですから相当に重いです。従って、やがて紙幣は手押し車や乳母車で運搬されるようになります。1923年の秋には、使用できる殆ど全ての印刷機が紙幣印刷に動員され、紙幣は怒濤のように作り出されました。しかし、それでも高額面の新紙幣生産が印刷所で間に合わず、その日の食事に必要な紙幣を持参できなくなったり、紙幣が用意できず商売がストップしたこともあったとされています。余談ですが、ハイパー・インフレの過程で興味深いのは、このようにお金が足りなくなることです。通常、経済学者は、インフレは通貨の過剰発行、マ

ネーサプライが多すぎることで起こる、と考えます。しかし、その極端なケースであるハイパー・インフレではお金は不足し、銀行券はぼろぼろになるまで使われます。ボリビアでは1984年から猛烈なハイパー・インフレーションになり、一時期、ティッシュペーパー10枚が450,000ペソという値段で売られていた、と言います⁹⁾。そうになると、10,000ペソ札で鼻をかんだ方がはるかに安くついてしまうというので話題になりました。確かその少し後で、ボリビアの知人に100万ペソ紙幣を記念にもらったことがあります——これは、当時30円程度の価値だったと思います——発行からそれほど経たないのに、激しく使われてぼろぼろになっていたのが非常に印象的でした。

1923年秋のドイツに話を戻します。10月末、『ニューヨーク・タイムズ』は、ベルリンのレストランで、1ドル紙幣分の食事を持ってこさせた外国人の小話を伝えています。たらふく食べて立ち去ろうとしたとき、給仕が「ドルがまた値上がりしましたので」と言って、新しくスープと料理を持ってきたという話です。AP電は、ドイツ中に広がりつつあった新しい病気について、“ゼロ発作”または“数字病”として紹介し、「この“発作”はあらゆる階級の男女の間に数多く見られ、彼らは何兆もの数を数えるのに疲れ果てた人々だ。この種の病人の多くは際限なくゼロを書き連ねたがるという以外は、明らかに正常な人たちである」と報道しました。

因みに、日本銀行の貨幣博物館には、ハンガリーの10億兆ペング紙幣、ドイツの100兆マルク紙幣(図4)などが展示されていますが、いずれも額面金額はゼロを使って表示されてはいません。表示されていても、とてもゼロが数えきれず間違い易いからでしょうか。

なお、ハイパー・インフレはこれまで挙げた例のように、戦争費用のファイナンスのみによって引き起こされるわけではありません。戦争に限らず、支出対比、政府の徴税力が弱くて「貨幣」の発行に財源を頼ってしまうとインフレがしばしば起きます。中南米の国では、戦争と無関係なハイパー・インフレが頻繁に起こってきました。

以上、ハイパー・インフレの下でどのようなことが起こるかみてみましたが、インフレの弊害は極端なハイパー・インフレのケースのみに限って

発生するわけではありません。日本でも 1970 年代前半の列島改造論ブームから第 1 次オイル・ショックにかけてのインフレ期—私が銀行に入る直前で、中島先生はもう第一線の銀行員としてばりばり活躍されていた頃ですが—には社会全体が騒然としました。インフレ下で人々の買い急ぎ心理が強まる中、1973 年 9 月には、実際には不足していなかったトイレットペーパーと家庭用合成洗剤でパニックが起き、ついには不足が起き得ない専売品の塩にまでパニックが波及しました。また、子供の冗談から堅実経営を行っていた信用金庫の取付け騒ぎが起きる等、日本人がインフレーションに対する焦りで浮き足だったとしか思えない事件が続々と発生しました。

(デフレーションの弊害)

次は、デフレです。現在、日本経済は極めてマイルドなデフレーションが続いています。デフレの場合、モノが安く買えるようになって、国民にとって悪いことはないのではないかと、思われるかもしれませんが、話はそう単純ではありません。

デフレにはいくつか大きな難点があります。デフレでモノの値段が下がる傾向が定着すると、人々はなるべく値段が下がってから物を買おうとする筈です。他方で、資金を銀行などから借りて事業を営んでいる企業は、借金の額は同じなのに、デフレで製品の値段が下がった上に購入の先送りがあり、売上げが減るために、借金が予定通り返せなくなります。この場合、企業が、値下げによって売上げを増やそうとすると、物価が更に低下して悪循環に陥り、企業倒産の多発や大量失業に繋がる可能性があります。これがいわゆるデフレ・スパイラルの議論です。こうした可能性については、アメリカの経済学者であるアービング・フィッシャーが 1933 年に書いた「大不況の負債デフレーション理論」という有名な論文があります。この論文が発表された 1933 年のアメリカは、1929 年から始まった大恐慌の真っただ中にありました。

この時期、アメリカでは物価と通貨供給量（マネーサプライ）が 3 割から 4 割収縮し、経済活動水準も著しく低下しました。この時期には、フィッシャーが指摘したような負債デフレによる

悪循環、いわゆるデフレ・スパイラルが起きていた可能性は否定できないように思います。この時期の金融政策については、（冒頭のタバコ貨幣の例から見られるような）物価と通貨供給量の関係を重視する「マネタリスト」の学者を中心にアメリカの中央銀行である連邦準備制度の大きな誤りであった、という見方がほぼ定着しています。

ところで、日本経済についても、1990 年代の終わり頃から、極めてマイルドなデフレが続いています。このことから英米の経済学者、或いは英米のスタンダードなマクロ経済学を学んだエコノミストは、ただちにアメリカの大恐慌と金融政策の失敗を連想します。しかし、この間の日本経済の動向は大恐慌当時のアメリカ経済と全く異なります。

第一に、1980 年代末のいわゆるバブル経済の崩壊以来の物価動向をみると、消費者物価が極めてマイルドなデフレを経験しているのは事実ですが、その下落テンポは極めて緩やかであり、むしろ極めて安定的に推移しています。

第二に、この間の通貨供給量はタバコ貨幣とのアナロジーでみるべき銀行券や、銀行券に日本銀行当座預金を加えたマネタリーベースでみると、一貫して増加し、特に日本銀行がいわゆる量的緩和を推し進めた 2001 年以降は劇的に増加しています。また、より広義の通貨集計量指標である M2+CD でみても、安定的な伸び率が続き、通貨の収縮で物価下落が起きる、というようなシンプルな状況とは非常に大きなズレが生じています（図 5）。

第三に、この間、劇的に下落したのは、消費者物価などで測られるフローの財・サービスの価格ではなく地価や株価など資産価格です（図 6）。

このように、物価を安定させるには、中央銀行は貨幣量を安定させてやればよい、という歴史的な経験、直観のいずれにも素直な予想は、必ずしも日本の現実をうまく説明できているとは言えないのです。

(信用秩序の維持)

デフレの議論の最後で触れた資産価格下落を、消費者物価の安定など、財・サービス価格の安定で図ることの多い物価安定という目標との兼ね合いでどう考えるか、というのは非常に難しい課題

です。この点には後でもう一度戻ることにはしますが、これに関連して、資産価格の下落は、多くの中央銀行のもう一つの使命である信用秩序の維持にも大きな影響を与えることを指摘しておきたいと思います。先ほど、日本銀行法第二条で、日本銀行は、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする、とされていることを説明しました。逆に言えば、信用秩序維持が損なわれると、お金も預金も決済手段として円滑に動かず、このために、企業活動が阻害され、国民生活においても品物やサービスの購入がうまくいかない、という問題が起こることになります。

この点をみるために、信用秩序が損なわれた場合、国民生活に何が起こるかみてみましょう。歴史的な経験を辿る上では、信用秩序維持崩壊の事例として、金融システム全体の信頼が失われ、取り付けが起き、銀行が休業を始める、という中で一般市民の生活がどうなったかをみておけばよいでしょう。この場合、企業は銀行預金で取引が決済できず、人々が日常生活を行うための現金を銀行から引き出せなくなります。

まず、1933年のアメリカで信用恐慌が起こり銀行の連鎖倒産が発生したケースのエピソードをみてみましょう¹⁰⁾。

1933年3月5日、ルーズベルトは銀行が信頼を失って人々が全ての預金を下ろすために窓口に並ぶ、という銀行取り付けが激しく起きている中で、とにかく一旦アメリカ国内の全ての銀行を閉鎖する、という宣言を行いました。この時の銀行休業は1週間続きました。

現金のない状態が続くにつれ、まず小銭から足りなくなりました。タバコを買おうとしても、ポケットに50ドル札しかなかったら買うことはできません。紙幣とコインの交換レートは、1ドル札につき80セントくらいだったのですが、額券が大きくなればなるほどレートは悪くなりました。この状況に対する人々の対応は、先の捕虜収容所のケース同様に、現金に代わる決済手段を作り出そう、というものです。電話機用コインや郵便切手、バスや地下鉄の切符等が、取引手段として重大な役割を果たしたと言われています。また、多くの企業、ホテルやレストラン、食料品店、ドラッグストアなどは「つけ」で対応しよう

としました。

しかし、銀行が休業し、会社の預金が凍結されている状態は、サラリーマンに給料がわたらないことを意味します。会社員の給料の支払いには、約束手形、会社の商品、会社が保証する代用紙幣が使われました。それでも何千人もの人が飢えや寒さ、詐欺などに苦しみ始めました。小切手は現金化できず、物々交換できる商品を会社から支給されるという道がない地方公務員の中には、食料が買えず公務中に気絶した者もいたという事例が報告されています。

日本における信用秩序崩壊の具体例としては、昭和2年の金融恐慌が挙げられます¹¹⁾。この時には、取り付けにより銀行預金がどんどん引き出され、これに対し日本銀行は、銀行に資金を供与するために大量に貸出を行うことで対応しました。この結果、世の中には銀行券がどんどん増え、取り付けがピークに達した昭和2年4月21日には、銀行券発行残高が一日だけで前日比約4割増加し、世の中に送り出す銀行券が不足して、日本銀行は片面だけを印刷した高額の高額二百円券を発行するという異例の対策に追い込まれ、4月22、23両日にはついに銀行が臨時休業する事態になっています¹²⁾。

1990年代の日本では、戦間期の日本やアメリカのような全面的な銀行休業というところまではいかなかったものの、「地獄の釜のふた」を開ける寸前のところまで行った、と形容されるように、日本の金融システムは一時危機的な状況に陥りました¹³⁾。

特に、1997年の11月には、証券会社準大手の三洋証券の破綻を皮切りに、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、これをきっかけとして、金融市場関係者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、システム全体が機能不全に陥ることが懸念される状況に陥りました。この時期、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ましたし、ドル資金調達の際に日本の銀行が余分に払われる金利のプレミアム—いわゆるジャパン・プレミアムが—100ベーシスポイントにまで急上昇しました。

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ました。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、市場における混乱を鎮静化させました。しかしながら、信用不安の拡大から、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り、企業活動の大きな足枷となった、と考えられます。

こうした、わが国における不良債権問題発生 の背景については、1980年代以降の金融自由化に伴う環境変化の中で、銀行が地価上昇に着目して不動産関連融資（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くみられます。また、貸出し対象が不動産でなくても、銀行やノンバンクが地価の高騰を目のあたりにして、事業内容を精査せず、土地担保を信頼して起こした貸出しは、地価の急落とともに不良債権化し、銀行経営を大きく圧迫し、金融仲介機能を低下させ、それが企業活動へのネガティブな圧力になる、という悪循環として強く作用したことも考えられます。そうした形で資産価格の乱高下は金融システムに大きな傷跡を残しました。

3. 金融政策運営の枠組み

以上、中央銀行が通常国民から委嘱されている2つの目標—物価の安定および信用秩序維持—は、そのいずれが崩壊しても、国民生活に大きな打撃を与えるものであることをご説明してきました。

中央銀行による金融政策は、中央銀行が3つの機能を通じて主に物価を安定させる手段であると考えられています。しかし、日本銀行をはじめ多くの中央銀行が直接的な目標である物価安定と信用秩序維持を達成することの究極の目的は、国民経済の健全な発展を手助けすることです。では、具体的には、金融政策はどのような枠組みで物価安定などの目標達成を目指すべきでしょうか。

まず、短期市場金利がゼロにまで低下していない平時における中央銀行が操作するのは短期金利です。具体的には、中央銀行は金融市場において国債などを売買する公開市場操作（オペ）を行ったり、市中金融機関に対して資金の貸出しを行い、その返済を求めたりするといった金融調節を

実行し、操作目標である1日～3ヵ月程度を満期とする短期金融市場金利に影響を与えます。ここで操作目標というのは、中央銀行が政策手段を動かすことにより、比較的容易に直接的影響を与えることのできる変数を指します。現在主要国の中央銀行は日本を除き、いずれも短期金融市場金利を実質的に操作目標としています。

（金融政策とマネーサプライ）

問題は、金融政策の操作目標を何をみて動かすか、ということです。操作目標である短期金利から最終目標への政策効果波及にはかなりの時間がかかります。例えば、インフレ傾向になってから金利を上げて、すぐインフレが鎮静するわけではありません。もし、①計数が発表されるのが早く、②最終目標に先行して動き、③最終目標との関係が安定的で、④公開市場操作等の金融調節によってコントロール可能、という経済変数があれば、むしろこうした変数をメルクマールにして政策運営を行う方がうまくいくかもしれません。こうした変数を中間目標と呼びます。

中央銀行の最終目標を物価安定とするとき、最も有力な中間目標は個人と法人の保有する現金と預金の集計値（マネーサプライ）です。このことは、冒頭のタバコ貨幣をマネーサプライとする捕虜収容所経済の例からも直感的に理解しやすいでしょう。中央銀行の間でも、特に1970年代には金融政策運営にあたってのマネーサプライの役割が注目を強め、国際的にマネーサプライの目標値を公表する金融政策運営が主流になりました。その背景には、1970年代初めの世界的インフレーションの背後に各国におけるマネーサプライの高い伸びがあり、「マネーサプライの増加はやや長い目でみてインフレに繋がる」というマネタリストの主張が裏付けられたようにみえたこと、理論上、有力な対抗馬である金利から予想インフレ率を差し引いた実質金利は測定が困難であるとの認識の広まったこと、マネーサプライは金融政策でコントロールでき、かつ指標として分かりやすいため、中央銀行の政策を説明しこれに対する信認を確保するうえで優れていると考えられたこと、の3点があったと思います。

しかし、1980年代に入って、各国中央銀行はマネーサプライと経済活動の関連性の低下、一般

物価安定下での地価上昇、金融政策によるマネーサプライ・コントロールの速効性低下といった困難を大なり小なり経験し、相次いでマネーサプライをベースとした政策運営の修正を迫られます。

つまり、1980年代に入ってから、仮に「インフレーションがマネーの伸びと関わりの深い現象であり、マネーサプライの増加はやや長い目でみてインフレ率を高める」という命題が仮に依然正しいとしても、どこまでの金融商品を貨幣に含めて考えるべきか、様々なマネーサプライ指標のうち、どの指標がどのインフレ率を高めるのか、という段になると国や経済情勢によりまちまちであることが再認識されたと言えます。更に、日本のようにどの指標で見ても、かなり長期に亘ってインフレの動向とマネーサプライの動向が符号しないという状況になっている国もでてきました。

（金融政策と物価）

そうした状況の中で、物価安定の定義をインフレ率で示したり、インフレ目標値を設定したり、という形でより直接的に物価安定へのコミットメントを示す事例も増えています。

ただ、こうした事例が増加している背景は、マネーサプライや為替相場などそれまで中間目標と位置付けられていた指標に対する信頼性が後退したので、直接インフレ率を目標に掲げたというだけではありません。1990年代には多くの国で中央銀行の権限を明確にし、政策の透明性を高める方向での制度的な見直しが進められていきました。こうした中で、インフレ・ターゲティングが導入されていったケースが多いことも注目しておく必要があります。例えば、インフレ目標政策の先駆的存在である、ニュージーランドでは、1989年には中央銀行法が改正されて、「物価の安定」という政策目的や政府と中央銀行の責任分担などが明確にされました。インフレ・ターゲティングは、そうした全般的な制度見直しの中で1988年から実施されています。英国やスウェーデンでも、インフレ・ターゲティングの数年間の経験を踏まえながら、中央銀行法の改正が行われて中央銀行の権限や責任が一段と明確にされました。途上国では、中央銀行法の改正と一体のものとしてインフレ・ターゲティングが導入されたケースも少なくありません¹⁴⁾。

いずれにせよ、こうした様々な背景のもとで、金融政策と物価と直接的に関連づけることで金融政策の透明性を高める、というのが一つの有力な方向であることは間違いありません。

しかし、先ほども述べたように、中央銀行が目標とすべき物価安定とはある一時点での物価安定ではなく、中長期的な経済成長を支えるための持続的な物価安定でなければならぬ筈です。従って、ある時点で統計として表れる物価上昇率が落ち着いていても、例えば、インフレの予兆があり、持続的な物価安定が損なわれるリスクが高まっていると判断される場合には、早期に金利を引き上げ、デフレの予兆で持続的な物価安定が危ぶまれるときには、早期に金利を引き下げる必要があります。実際、インフレ・ターゲティングを採用した国では、それが定着するにつれ、短期的に特定のインフレ率を数値目標として実現することに過度にとらわれず、長期的にそうしたインフレ率を目指していることの信認を確立し、それを前提に短期的には特定のインフレ率から柔軟に乖離することを許容する、という枠組みという色彩が濃くなっているように見えます。

（金融政策と資産価格）

因みに、金融政策の目標の話には、資産価格は直接の目標としては登場してきません。株価や地価などの資産価格が急上昇したとしても、金融政策で資産価格の水準自体をコントロールすることは可能でもないし、無理にコントロールしようとすると、経済の変動を大きくする、と考えられているからです。従って資産価格は金融政策の目標に直接組込むには無理があります。

しかし、資産価格の動きは経済の先行きに関する期待について貴重な情報を含んでいることもあります。また、資産価格の変動が後日はじけるバブルのような性格のものである場合、金融システムに対する悪影響等を通じて経済活動に大きなデフレ的インパクトを与えることにもなります。資産価格バブルの崩壊が1990年代の日本経済停滞の主要な要因の一つであったことは否めないでしょう。資産価格は一体どう扱えばよいのでしょうか。

この点について、金融史の大家として知られるチャールズ・キンドルバーガーはいまから10年ほ

ど前の論文で、“Many, perhaps most economists believe in rules, especially in rules to be laid down in macroeconomic policy. ... When speculation threatens substantial rises in asset prices, with a possible collapses in asset market later and harm to financial system ... monetary authorities confront a dilemma calling for judgment, not cookbook rules of the game. Such a conclusion may be uncomfortable. It is, I believe, realistic.”と述べています¹⁵⁾。

確かに、資産価格変動の背景の多様性に鑑みると、キンドルバーガーが指摘したように、資産価格に関しては一定の「調理法」(“cookbook rules of the game”)があるわけではなさそうです。従って、資産価格が大きく変動した場合、その背景を分析し、その国の経済構造に照らして経済への中・長期的影響を予測し、持続的な物価安定へのインプリケーション、という視点に翻訳して、それへの取り組みを説明していく、というのが各国中央銀行に与えられた課題ということになるのではないかと思います。

(日本の金融政策)

最後に、こうした議論を踏まえて、1990年代以降の日本銀行の金融政策とわが国の物価の推移をもう一度、簡単に見てみましょう。

1990年代以降のわが国金融・経済の動向を振り返ってみると、1990年代初の資産価格バブルの崩壊が、幾度かに亘る深刻な景気後退と緩やかかつ短命な景気回復に特徴づけられる長期経済低迷の始まりとなりました。こうした経済環境のもと、日本銀行は1991年6月以降の約1年ほどの間に公定歩合を6パーセントから3.25パーセントへと急速に引き下げ、1995年時点ではほぼ金利政策を使い果たしました。そこで日本銀行は、1999年4月には、速水総裁(当時)が「デフレ懸念が払拭されるまで」日本銀行がゼロ金利にコミットすることを表明しました。いわゆるゼロ金利政策です。その後、2000年8月に日本銀行はゼロ金利政策を一旦解除したが2001年2月央行オーバーナイト・コール・レートを0.15パーセントに再び引き下げ、更に3月末には、いわゆる量的緩和を開始しました。この枠組みの中で、日本銀行は消費者物価指数(CPI: consumer price index)上昇率が安定的にゼロ以上になるまで、

日本銀行当座預金残高を操作目標とすることにコミットしています。2001年9月にはコール市場における取引レートの刻みが0.01パーセント単位から0.001パーセント単位に変更されたことから、オーバーナイト・コール・レートは0.001パーセントにまで低下しました。

短期金利がほぼゼロにまで低下したとしても、中央銀行は政策のコミットメントによって追加的な緩和効果を生み出すことができる、それは今回の経験で確認された重要な事実です。日本銀行は短期金利をほぼゼロに維持する条件について明示的にコミットすることで、市場の期待に働き掛け長期金利を低下させることに成功したと考えられます。いわゆる時間軸効果です。この政策コミットメントのもとで、日本銀行は、現在、日本銀行にある金融機関の当座預金残高が30~35兆円程度となるように金融市場調節を行っています。

この量的緩和政策の効果がどのようなものであったかを評価するのは、今後の重要な課題ですが、副作用もなかったわけではありません。例えば、金融機関などの調達金利は概して運用金利よりも期間が短いので、短期金利と長期金利の差が小さくなると、調達金利と運用金利との差である利鞘が縮小して、利益が縮小ないし消滅してゆく傾向があります。時間軸政策は長期金利引き下げを通じてこの傾向を強化する筈ですから、この点では金融機関の収益を苦しめた可能性は否めません。

金融政策の総括的評価にあたっては、時間軸・量的緩和政策の効果は究極のところは、企業・産業再生へのポジティブな効果からネガティブな効果を差し引いたネットの効果は一体どうだったのか、ということが問われることになるでしょう。

この点は今後の課題ですが、一つだけ指摘しておきたいのは、日本経済の再生には、結局のところ企業・産業の再生が不可欠で、金融機関経営の健全性は重要な要素ではあってもそれだけでは十分ではないかもしれないということです。というのは、例えば、金融機関が不良債権問題で資金を供給する能力が制約されているもでも、十分大きな規模で特定の産業に属する企業部門が海外でのブームや技術革新で立ち直れば、それに引きずられて金融機関経営も好転していくということが有り得るわけですし、逆に時間軸・量的緩和とい

う政策が、企業再生・産業再生に繋がったとすれば、それがいずれ金融機関の健全性に跳ね返ってくるはずです。

また、金融機関が厚めの利鞘を得る長短金利構造であったとしても、借り手企業の破綻が続いていけば、日本経済、ひいては金融機関の沈没は避けられません。この点に関連して、最近審議委員に着任された西村清彦氏の「日本経済:見えざる構造転換」では、日本経済がリアルな要因から構造転換には非常に時間がかかる経済であり、時間をかけた構造転換の結果として、最近の日本経済の復活がある、という議論を展開されています。そうした見方が正しいとすれば、金利スプレッドを徹底的に押しつぶすような時間軸・量的緩和政策が、大きな副作用を伴いながらも、構造転換への時間稼ぎを果たした、ということになるかもしれません。いずれにせよ、これは優れて実証的な論点で、今後の重要な検討課題でしょう。

ひとつだけ、これに関連して、アーヴィング・フィッシャーの「負債デフレーション」については日本には当てはまらなかった、という点を確認しておきたいと思います。負債デフレーションの話というのは、売上が減った企業が負債返済のために値下げで売上を増やそうとする→物価が下がる→企業収益が悪化する。そういう悪循環から、企業倒産と大量失業が起こるというストーリーです。しかし、いま日本経済で起きていることはそうではありません。

図表7は短観でとっている企業の売上高経常利益率ですけれども、これを見ると、最近では企業の収益率はなんとバブル期よりも上に行っている。デフレで企業収益が圧迫されて、その結果としてどんどん悪いスパイラルに入っていくというのは程遠い姿になっているわけです。もちろん、バブル期には普通に金利を払っていて、いまはゼロ金利というゲタを履いた上でこういうことになっているという点に注意する必要がありますけれども、通常の負債デフレの理論で考えられているような形で企業収益が圧迫されるというデフレの弊害というのは成り立たないような状況になっています。

4. おわりに

以上申し上げた話を纏めて、金融政策の枠組み

の将来像は一体どうなるんだろうということを一言申し上げたいと思います。今日の話は、マネーサプライ重視が全盛だった20年ぐらい前には非常に簡単だったと思います。最初に貨幣と物価が非常に強い結びつきがあるということから説き起こし、中央銀行が貨幣価値を守るために歴史的に進化し、信用秩序の維持から、金融・物価安定というところに主な視点が移り、中央銀行はマネーサプライを中心とした金融政策を行う、ということに辿り着いた。それがマネーサプライ重視の枠組みです。終わり。ということできれいにまとまった筈です。しかし、この10年~20年で状況は激変して、マネーは凋落してしまいました。資産インフレやデフレ、ゼロ金利制約といった問題が大きくなった。そして現在、学界、中央銀行とも、掘って立つ理論的な枠組みを再構築しているところで、金融政策のあり方についての考え方はまだ様々に進化していきだろーと思っています。

いま中央銀行の人たちとか学界の人たちが一番関心を持っている方向の一つは、「マネーがだめなら、ヴィクセルに戻ろう」ということではないか、と思います。クヌート・ヴィクセルの言うように、「市場利子率と均衡利子率があって、実物から決まる均衡利子率より市場利子率が高ければ引き締められて、逆は逆。そういう政策断行のベンチマークになるニュートラルな影響を与える金利水準を探そう」という議論に戻って、そういう面からもう一度金融政策の理念を組み立てようじゃないかという声が出てきているわけ¹⁶⁾です。

これがうまくいくかどうかわかりません。実際、マネーサプライ全盛の頃はヴィクセル的な利子率概念をメルクマールとした政策運営は否定されていました。マネーサプライの話がそうであったように、この話も、やはりうまくいかない、ということになるかもしれません。そういう意味では、まだまだ新しい実験が続いて、金融政策をめぐる考え方も大きく変化する可能性があるということを上記して、雑駁でしたけれども、私の話を終わりたいと思います。

どうもご静聴ありがとうございました。

注

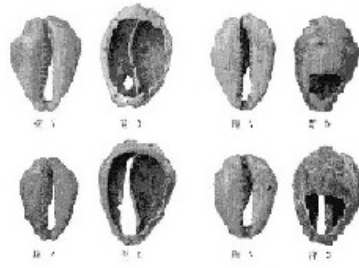
1) 以下の説明は工藤(1982)を参考にしてい

- る。
- 2) Radford (1945) 参照.
 - 3) フリードマン (1980) による.
 - 4) 以下の説明は片木 (1994) などを参考にして
いる.
 - 5) Meltzer (2003) 参照.
 - 6) 日本銀行百年史編纂委員会 (1982) 参照.
 - 7) 以下の事例は工藤 (1982) による.
 - 8) 以下の事例は主としてガルブレイス (1980)
による.
 - 9) 以下の例は植田・翁 (1991) で紹介されて
いる.
 - 10) 以下の説明はベックマン (1989) による.
 - 11) 以下の説明は、日本銀行百年史編纂委員
会 (1984) による.
 - 12) 物価の比較は難しいのですが、昭和初期は米
10 kg が 2 円位、牛乳 1 合が 8 銭位で、物価
は現在の数百分の 1 ですので、いきなり片面
だけ印刷した 20 万円券が登場した、とい
う感じでしょうか.
 - 13) 以下の記述については、白塚・田口・森
(2000) を参照.
 - 14) 諸外国におけるインフレターゲット導入の経
緯をまとめたものとして、例えば、日本銀行
企画室 (2000) 参照.
 - 15) Kindleberger (1995) 参照.
 - 16) Woodford (2003), Ferguson (2004) 参照.

参考文献

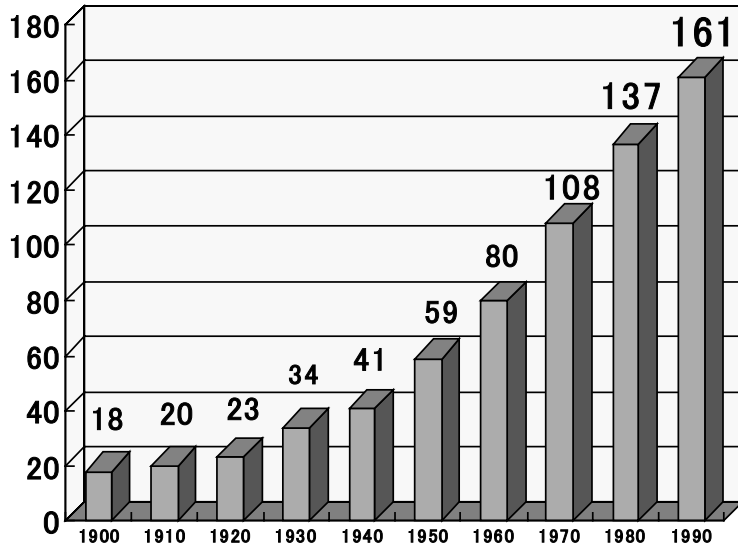
- 植田和男・翁 邦雄 (1991) 『金融入門』JICC 出
版.
- 翁 邦雄 (1993) 『金融政策』東洋経済新報社.
—— (1994) 「信用秩序の維持と中央銀行」館
龍一郎他編『金融辞典』東洋経済新報社.
- 翁 邦雄・白塚重典 (2003) 「コミットメントが期
待形成に与える効果:時間軸効果の実証的検
討」『金融研究』第 22 巻, 第 4 号, 12 月.
- 折谷吉治 (1994) 「中央銀行の目的と機能」館 龍
一郎他編『金融辞典』東洋経済新報社.
- 片木 進 (1994) 「中央銀行の成立史」館 龍一郎
他編『金融辞典』東洋経済新報社.
- ガルブレイス著, 都留重人監訳 (1980) 「マネー
その歴史と展開」『新しい産業国家』TBS ブリ
タニカ.
- 工藤和久 (1982) 『金融理論』有斐閣.
- 白塚重典・田口博雄・森 成城 (2000) 「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—」『金融研究』第 19 巻, 第 4 号, 12
月.
- 西村清彦 (2004) 『日本経済—見えざる構造転
換』日本経済新聞社.
- 日本銀行企画室 (2000) 「諸外国におけるインフ
レ・ターゲティング」日本銀行調査月報, 6 月
号.
- 日本銀行金融研究所 (2004) 『増補版 新しい日本
銀行 その機能と業務』有斐閣.
- 日本銀行百年史編纂委員会 (1982) 『日本銀行百
年史 第一巻』日本銀行.
- 日本銀行百年史編纂委員会 (1984) 『日本銀行百
年史 第三巻』日本銀行.
- 福井俊彦 (2005) 「日本経済の力強い成長に向け
て」経済同友会会員懇談会における講演要旨,
5 月 13 日.
- フリードマン M. R., 西山千明訳 (1980) 『選択
の自由』日本経済新聞社.
- ベックマン著, 齊藤精一郎訳 (1989) 『経済が崩
壊するとき』日本実業出版社.
- Ferguson, W. (2004) *Equilibrium Real Interest Rate:
Theory and Application*. Speech to the University of
Connecticut School of Business Graduate Learning
Center and the SS&C Technologies Financial
Accelerator, Hartford, Connecticut, October 29.
- Fisher, I. (1933) “The Debt Deflation Theory of Great
Depression,” *Economica*, October.
- Kindleberger, Charles P. (1995) “Asset Inflation and
Monetary Policy,” *BNL Quarterly Review*, No. 192,
pp. 17-37.
- Meltzer, Allan H. (2003) “*A History of the Federal
Reserve, Volume I, 1913-1951*.” Chicago:
University of Chicago Press.
- Radford, R. A. (1945) “The Economic Organization of
a P. O. W. Camp,” *Economica*, Vol. XII, No. 48,
November.
- Woodford, M. (2003) *Interest and Prices*, Princeton:
Princeton University Press.

図1 貨幣として使われた寶貝



日本銀行金融研究所貨幣博物館 提供

図2 中央銀行の数の変遷



Source: Pringle and Mahate (1993)

表3 ドイツのハイパー・インフレ

	為替レート(セント/マルク)	ドイツの卸売物価
1923年 1月	0.007	278,500
2月	0.004	588,500
3月	0.005	488,800
4月	0.004	521,200
5月	0.002	817,000
6月	0.001	1,938,500
7月	0.000,3	7,478,700
8月	0.000,033,9	94,404,100
9月	0.000,001,88	2,394,889,300
10月	0.000,000,068	709,480,000,000
11月	0.000,000,000,043	72,570,000,000,000
12月	0.000,000,000,022,7	126,160,000,000,000

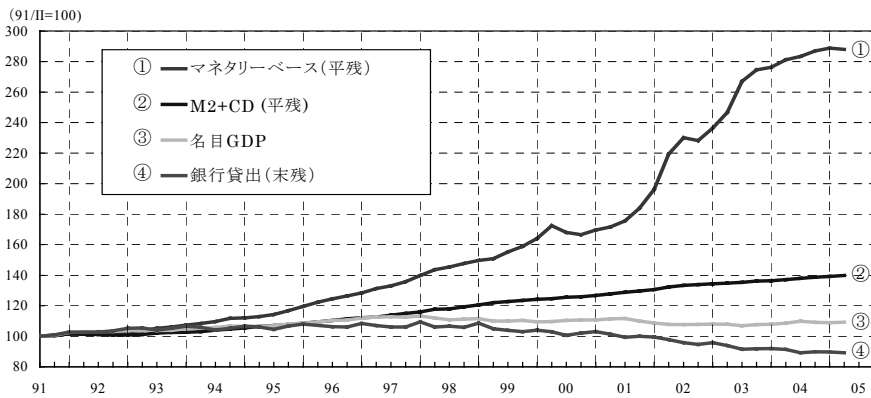
出典) サージェント, T. (1988) 國府田桂一・鹿野嘉昭・榊原健一訳『合理的期待とインフレーション』東洋経済新報社.

図4 100兆マルク紙幣



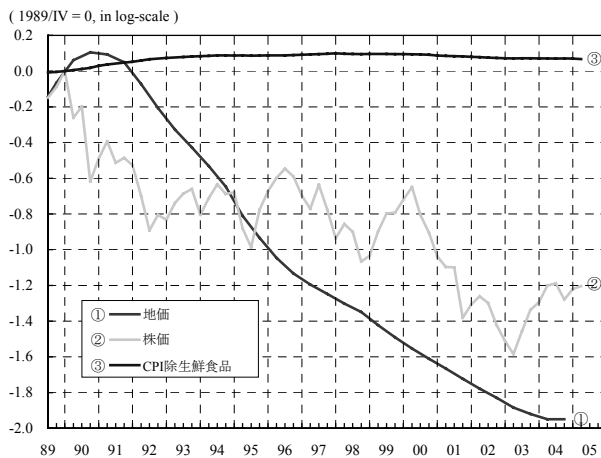
資料) 日本銀行金融研究所貨幣博物館

図5 量的金融指標の動向



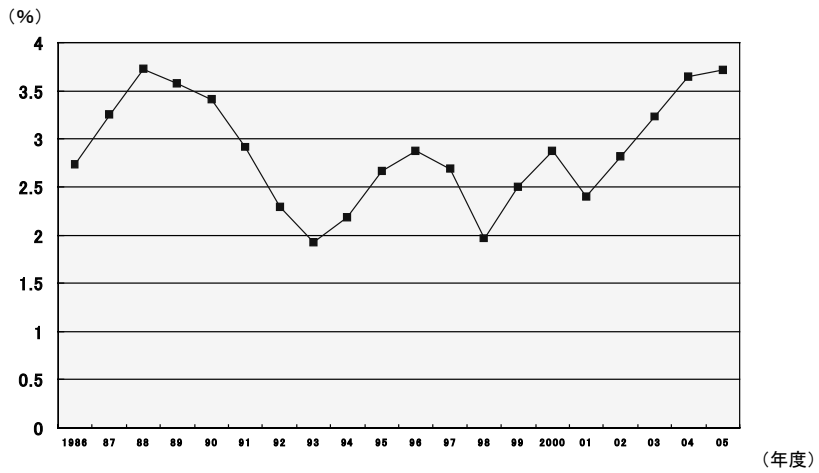
出所) 日本銀行金融研究所 (2002年3月) 『金融研究』第21巻, 第1号をアップデート。

図6 資産価格デフレ



出所) 日本銀行金融研究所 (2004年12月) 『金融研究』第23巻, 4号。

図7 デフレ下の企業収益
 短観（全国企業短期経済観測調査）売上高経常利益率



出所) 日本銀行調査統計局『日本銀行関連指標および主要金融経済指標 平成17年6月』