

経済成長

日本経済は、バブル崩壊以降主要国のなかで最も低い成長率となり、90年代は「失われた10年」ともいわれている。

経済成長とは、経済規模の趨勢的拡大（トレンド）を意味し、資本・労働・技術などによって決まるとされています。

国の経済成長を測る指標の一つに、GDP（Gross Domestic Product：国内総生産）統計がありますが、わが国では経済企画庁が「国民経済計算」として作成、公表しています。またGDPには名目と実質がありますが、名目から物価変動を除いた実質GDPの増加率を一般に**経済成長率**と呼んでいます。

▶……石油ショック以降は鈍化

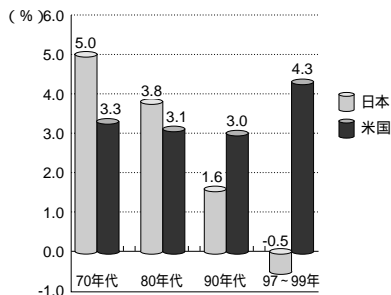
わが国における戦後の経済成長率の推移をみると次のようなことがいえます。すなわち、1960年代から70年代の初めにかけては高度成長期で、年度平均10%を上回る高い成長を実現しましたが、73年秋の石油ショック以降は5%程度の成長と、成長率は大幅に鈍化しました。さらに、バブル崩壊後90年代に入っからは、さらなる成長率の低下を余儀なくされ、90年代の年度平均成長率は1.6%となり、特に97年度と98年度は戦後初めての2年連続のマイナス成長を記録しました。

▶……「失われた10年」

これを米国との比較でみてみますと、70年代、80年代とも日本が米国の成長率を大きく上回っていましたが、90年代には逆転し、特に直近の97～99年平均では、米国の4.3%に対し日本はマイナス0.5%と対照の結果になっています。このような、90年代におけるわが国の経済成長率の動きをとらえて「失われた10年」ともいわれています。

資本・労働力を最大限活用するとともに生産性の向上により実現できる**潜在成長力**は、わが国では現在2%程度といわれていますが、早期に潜在成長軌道への復帰が期待されています。

▶日米の経済成長率比較



（注1）年平均実質GDP成長率

（注2）日本は年度、米国は暦年

景気循環

経済活動が一定の規則性をもって変動すること。現在は、戦後最大級の不況からようやく脱し、拡張期にある。

資本主義経済の下では、経済活動は拡張と収縮を繰り返しながら成長します。

この経済変動には一定の規則性があり、4つの局面が循環するところから、景気循環ともいいます。

▶ 経済企画庁が決定

景気循環の4局面とは、「拡張期」「景気の山」「後退期」「景気の谷」のことをいい、景気の谷から次の谷までを景気の一循環と呼んでいます。景気の山・谷は、わが国では経済企画庁が学識経験者で構成する「景気動向指数研究会」の意見を参考に、**景気基準日付**としてその年月を設定しています。

▶ 戦後日本に12の循環

戦後のわが国の景気循環は、これまでのところ12の循環が確認されており、現在は第13循環における拡張期に該当するといえます。過去最も長い拡張期は高度成長時代の65年11月から70年7月に至る57カ月で、「いざなぎ景気」と呼ばれています。これに対し、最長の後退期は第2次石油危機をきっかけとした世界同時不況時の80年3月から83年2月にかけての36カ月です。直近の後退期である97年4月からの景気後退は99年4月が谷と（暫定的に）設定され、後退期間は25カ月で戦後3番目に長い景気後退となりました。

▶ 戦後の景気循環

	谷	山	谷	期 間		
				拡張	後退	全循環
第1循環		51年6月	51年10月		4カ月	
第2循環	51年10月	54年1月	54年11月	27カ月	10カ月	37カ月
第3循環	54年11月	57年6月	58年6月	31カ月	12カ月	43カ月
第4循環	58年6月	61年12月	62年10月	42カ月	10カ月	52カ月
第5循環	62年10月	64年10月	65年10月	24カ月	12カ月	36カ月
第6循環	65年10月	70年7月	71年12月	57カ月	17カ月	74カ月
第7循環	71年12月	73年11月	75年3月	23カ月	16カ月	39カ月
第8循環	75年3月	77年1月	77年10月	22カ月	9カ月	31カ月
第9循環	77年10月	80年2月	83年2月	28カ月	36カ月	64カ月
第10循環	83年2月	85年6月	86年11月	28カ月	17カ月	45カ月
第11循環	86年11月	91年2月	93年10月	51カ月	32カ月	83カ月
第12循環	93年10月	(97年3月)	(99年4月)	(41カ月)	(25カ月)	(66カ月)

(資料) 経済企画庁

(注) () 内は暫定

日本経済
と金融

金融機関

金融市場

株式市場

金融商品

企業経営
と金融

国際金融

これからの
金融

バブル経済

バブルの発生と崩壊は日本経済が戦後経験したことのない深刻な影響を与え、90年代はバブルの後遺症との戦いの10年であった。

バブルとは、資産価格が経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）から大幅に乖離^{かいり}して上昇することをいいます。そもそものは、1720年ロンドンにおける南海泡沫事件^{サウスシーバブル}にちなんでバブル景気と呼んでいます。

▶.....土地と株の価格が1600兆円も上昇

わが国では、ブラザ合意（85年9月）後の急速な円高の進行による「円高不況」に対応する金融緩和・低金利政策を背景に、80年代後半から株式や土地の価格の高騰が起きました。日経平均株価は、84年初めは1万円台であったのが、87年1月には2万円台に寄せ、89年大納会の日には3万8915円の最高値を付けました。

一方土地については、東京都心の商業地の上昇に始まり、東京圏、大都市圏、地方圏へと拡大していきました。東京圏の商業地の公示地価は86年から91年にかけての5年間で2.7倍にも上昇しました。

こうした動きを経済企画庁「**国民経済計算**」でみると、日本全体の年末における株式の値段は86年から89年にかけて515兆円も増加しまし

た。土地については86年から90年にかけて1108兆円増加し、土地・株式の合計では1623兆円、GDPの3倍以上に相当する資産価格の高騰が起きました。

▶.....1990年にバブルが破裂

資産価格の急激な上昇は、資産効果によりバブル景気をもたらし、バブル期（87～90年度）におけるわが国の実質GDPの平均伸び率は、5.2%と高い成長となりました。

その後、90年代に入りバブルが崩壊しました。株価は90年初めから下落し、地価は公示地価で2000年1月調査まで9年連続の下落が続いています。これを先の国民経済計算で同様にみると、株式は98年末にかけて588兆円減少、土地は749兆円減少し、合わせて1337兆円の資産価値が減少してしまいました。

▶.....金融システム不安へ

このような膨大な資産価値の変動は、まず企業のバランスシートを悪化させ、さらには金融機関の不良債権を増大させました。これが金融システム不安につながり、わが国経済をより一層深刻化させた最大の要因となったといえます。

バランスシート調整

バブル崩壊に伴う企業のバランスシートの悪化が今日の日本経済苦境の原因となっており、企業はその調整に苦慮している。

バブル期に企業は、土地や株式などを積極的に購入し、それがバブルを膨らませる原因にもなりました。バブル崩壊によりこれらの価値は大きく減少し、企業のバランスシートが大幅に悪化しました。

▶……金融機関に不良債権

すなわち、貸借対照表上の資産の部に計上された土地・株式の価値が減少すれば、売却した場合には売却損が発生し自己資本の減少につながり、保有している場合には含み損を抱えることになります。

一方、土地、株式の購入資金はその多くが金融機関からの借入によっています。この結果、企業の過剰債務の問題が発生すると同時に、金融機関の**不良債権**の増大という深刻な状況をもたらしました（22p）。

企業はバランスシートの調整に迫られました。まずバブル崩壊後に大

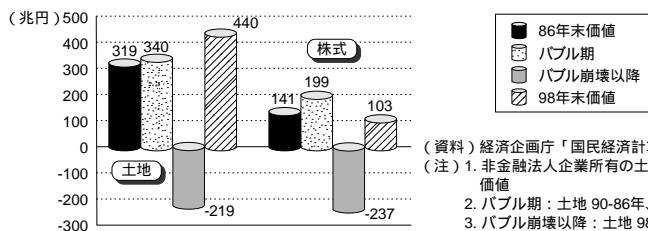
幅な設備投資調整を実施し、この間の設備投資は累計で20%も減少しました。これが92～94年度の平均0.5%という低成長の原因ともいわれています。さらに、債務を圧縮するために所有資産を売却しており、これが地価や株価の下落にもつながっています。

▶……「バランスシート不況」

企業部門のバランスシートの悪化は、企業の経営破綻や担保価値の下落を招き、不良債権増大により金融機関のバランスシートを悪化させることになりました。このことが金融システム不安につながり、97・98年度の2年連続マイナス成長をもたらしたともいえます。

以上のことから、直近の不況をバランスシート不況とする見方もできます。

▶企業所有資産価値の変動



デフレ

90年代後半の日本経済は、景気の低迷と物価下落が併存する戦後初めての状況を経験した。

デフレとは、インフレの対概念で継続的な物価下落をもたらす「負のインフレーション」といえます。また、デフレは物価下落という側面だけでなく、不況あるいは景気後退を指す場合や物価下落を伴った景気後退を指す場合があります。

▶……物価下落の2パターン

物価が下がるということは、物が安く買えるということですから、家計にとっては好ましいといえますが、物価下落の要因によっては必ずしもプラスとはいえないケースもあります。

つまり、物価下落には**需要要因**と**コスト要因**（生産性要因）があり、後者は技術革新等の生産性上昇によって価格が低下し、全体として物価が下がるケースですから、経済にとってプラスであるといえます。一方、需要要因の場合には、需給の悪化により物価が下落するケースで、経済にはマイナスの影響を与えることになります。

▶……デフレ・スパイラルの危機

98年度の日本経済は、需要要因による物価の下落とともに経済活動の減退が同時に生じる状況が起こりま

した。

すなわち、国内卸売物価は前年度比2.1%下落し、実質GDPは同1.9%減と戦後最大のマイナスを記録しました。この物価下落の根底には大幅な需給（デフレ）ギャップがあり、需給悪化による物価の下落がさらに实体经济に悪影響を与え、両者が連鎖的に落ち込むいわゆる**デフレ・スパイラル**が強く懸念される状況になりました。

▶……大型の経済対策と

日銀のゼロ金利政策

このため、政府は金融システムの安定化を図るとともに、大規模な経済対策を実施しました。同時に日本銀行は金融緩和策を推し進め、99年2月からは**ゼロ金利政策**（19p）を実施してきました。この結果、デフレ・スパイラルに陥ることは回避されたといえます。

一方、日本経済のデフレ状況から脱却するために、マネタリーベースの量的拡大によって人為的にインフレあるいはインフレ期待をつくり出すという**調整インフレ**が論じられていますが、日本銀行は否定的な見解をとっています。

景気対策

バブル崩壊以降、数次にわたり事業規模で総計125兆円もの景気対策が実施された。

景気対策（経済対策）としては財政政策と金融政策がありますが、ここでは財政政策についてふれます。

▶……総計125兆円の規模

日本経済は、バブル崩壊以降深刻かつ長期の景気低迷に見舞われました。そこで、政府は92年8月の総合経済対策を皮切りに相次いで大型の景気対策を実施し、95年9月の対策まで、実に6次にわたり事業規模60兆円を超える財政面からの対策をとりました。

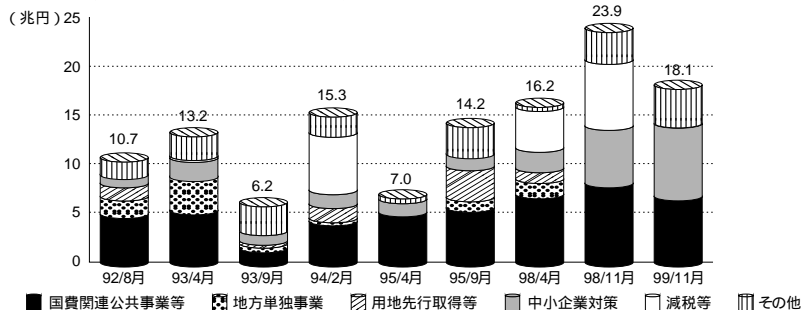
金融面での緩和策と相俟^{あいま}って、90年代中頃には景気は回復に向かいましたが、97年に入ってから消費税率引き上げや金融システム不安などの影響から、再び戦後最悪といわれる不況に陥ってしまいました。

このため政府は、98年4月には16兆円超の過去最大規模の経済対策を決定し、さらに小渕内閣となった同年11月にはそれを上回る24兆円規模、99年11月には18兆円規模の対策を決定し実施してきました。同時に、金融システム安定化のために総額60兆円の公的資金枠を用意しました。

▶……景気の下支えにはなったが…

以上のような景気対策の効果により、景気は99年4月を底ようやく回復の歩みを始めましたが、一方で問題点も指摘されています。それは、景気対策の中心である公共投資の効果の低下と拡大する財政赤字の問題（21p）そして経済構造改革の必要性などです。

▶ バブル崩壊以後の経済対策の事業規模



(注) 1. その他は雇用対策、住宅金融対策、介護対策など

2. 98年11月の緊急経済対策の減税等には地域振興券7,000億円を含む

日本経済
と金融

金融機関

金融市場

株式市場

金融商品

企業経営
と金融

国際金融

これからの
金融

マネーサプライ

金融機関以外の民間部門が保有する通貨の合計で、通貨供給量のこと。金融政策の運営上重視される指標である。

マネーサプライ（通貨供給量）とは、金融機関以外の民間部門が保有する現金通貨、預金通貨、準通貨などの残高の合計を指します。

▶……日本銀行が毎月公表

わが国では、日本銀行が毎月公表していますが、通貨の流動性や対象金融機関の範囲の違いにより、いくつかの指標に分類されています。現金通貨に日本銀行・国内銀行・外国銀行在日支店・信用金庫・全信連・農林中金・商工中金の預金通貨（要求払い預金）を加えた「 M_1 」、 M_1 に準通貨（定期性預金等）と譲渡性預金（CD）を加えた「 $M_2 + CD$ 」、 $M_2 + CD$ に郵便局、農協、信用組合や国内銀行信託勘定等の預貯金を加えた「 $M_3 + CD$ 」、 $M_3 + CD$ に金融債や国債等を加えた「広義流動性」

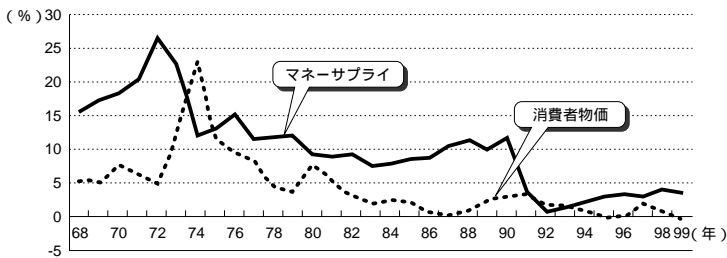
などがあります。

▶……「 $M_2 + CD$ 」の動きを重視

70年代から80年代初めにかけて、欧米主要国では金融政策運営上の中間目標が市場金利からマネーサプライへと変更されました。日本銀行もマネーサプライ、なかでも M_2 （後に $M_2 + CD$ ）が中間目標としての要件を満たす指標になるとの判断から、75年頃からその動きを重視してきました。

しかしながら、近年わが国や海外において中間目標としてきたマネーサプライと物価の関係が薄れてきており、このため海外では最終目標である物価を直接ターゲットとする運営方式、すなわちインフレ・ターゲティング（20p）を採用する国が出てきました。

▶マネーサプライと消費者物価の推移



（資料）総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「金融経済統計月報」

（注）1. 前年比

2. マネーサプライは $M_2 + CD$ の平均残高（79年以前は M_2 の値）

金融政策

金融政策の目標は、物価の安定を図り、それを通じて国民経済の健全な発展に資することである。

金融政策とは、各種政策手段により、資金の量や金利の水準を適切に調整することによって物価の安定を図り、それを通じて経済の持続的成長の達成を目標とする政策を意味します。こうした役割と政策運営は、わが国においては諸外国におけると同様、中央銀行としての日本銀行が担っており、金融政策の基本スタンスは日銀政策委員会の金融政策決定会合で決定されています。

▶ ……最終目標は物価の安定

物価の安定という金融政策の**最終目標**を達成するための具体的な運営方法として、日銀は政策手段と最終目標との間に**運営目標**を置いています。運営目標は、日銀が直接操作しやすい変数（**操作変数**：短期市場金利、銀行準備量等）と、政策手段の影響は間接的にしか及ばないが最終目標に比べ政策効果をより敏感に反映する指標（**中間目標**：銀行貸出金利、マネーサプライ等）の2段階に分けられます。

▶ ……公定歩合の変更に2つの効果

金融政策の手段としては、公定歩合操作、公開市場操作、準備率操作が通常挙げられます。

公定歩合とは、日銀が民間金融機関に対して行う貸出に際して適用される金利をいいます。公定歩合変更の効果には、民間金融機関の調達コストに影響を与え、貸出態度を変化させる「コスト効果」と、金融政策の基本方針（スタンス）の変更との理解から、人々の経済活動にも影響を及ぼす「**アナウンスメント効果**」とがあります。

公開市場操作とは、日銀が短期金融市場で行う債券や手形の売買などをいいます。以前は、公定歩合操作が金融政策の中心手段でしたが、現在では公開市場操作などを用いて金融市場における資金量の調節を実施し、市場金利を適切に誘導することが中核的な政策手段となっています。

民間金融機関は、受け入れた預金の一定割合（準備率）を日銀に預け入れるよう法律で義務づけられています（準備預金制度）。準備率操作とは、この準備率を政策的に変更することで民間金融機関の貸出態度に影響を及ぼそうとする政策です。

日本経済
と金融

金融機関

金融市場

株式市場

金融商品

企業経営
と金融

国際金融

これからの
金融

金利

金利は資金の貸借価格であるが、わが国の金利水準は過去の局面や諸外国と比較しても最低の水準にある。

金利とは、資金の貸借における使用料（賃貸料）をいい、利子または利息ともいいます。また、元本に対する使用料の比率（利率）を指す場合もあります。

▶金利の2つの機能

金利には、その変動を通じて資金需給を調整し、需要と供給のバランスをとることにより景気の安定を図る「**景気調整機能**」と、金利の相互関係により資金の流れや配分に影響を与える「**資金配分機能**」があります。従来、わが国ではこれらの機能が十分に発揮されていませんでしたが、金融ビッグバンにより各種金融市場の整備や金利自由化が促進され、これらの機能が効果的にワークするようになりました。

また金利は、「固定金利」と「変動金利」、「規制金利」と「自由金利」、「短期金利」と「長期金利」、「名目金利」と「実質金利」、「単利」と「複利」などに分類できますが、以下では、名目金利と実質金利について述べます。

▶名目金利と実質金利

通常、金利という場合には名目金利を指しますが、これから将来の予

想物価上昇率（期待インフレ率）を引いたものを**実質金利**と呼んでおり、設備投資や住宅投資などの実物経済に大きく影響するのは、実質金利のほうです。

名目金利が、実質金利に期待インフレ率を加えた水準になるという現象を**フィッシャー効果**といいますが、調整インフレ論の評価に関し、この点も議論されています。例えば、政策的に（期待）インフレを高めえたとしても、名目市場金利がそれにつれて上昇する可能性が高く、そうになると実質金利は低下せずに実物経済に対する刺激効果も期待できず、景気浮揚にもつながらないのではないかという考えです。

▶戦後最低の水準

金利体系全体の高さを金利水準といい、大きくは長期・短期の金利体系に分かれます。短期金利については、日銀の金融政策により適切と判断される水準に誘導されています（17p）。

わが国の現状の金利水準は、日銀の低金利政策などの影響により、戦後のどの局面と比べても、また国際比較においても最低の水準にあります。

ゼロ金利政策

日本銀行は、99年2月以降極めて異例なゼロ金利政策を実施。さまざまな議論を経て、2000年8月に解除された。

わが国の景気低迷が長期化し、先行きデフレ圧力懸念が強まる状況下（同時に長期金利が大幅に上昇、為替相場も円高基調で推移）、日本銀行は99年2月、「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コール翌日物（オーバーナイト）金利をできるだけ低めに推移するように促す」いわゆる「ゼロ金利政策」を実施しました。これは、すでに決定された大型の景気対策を金融面からも補強し、景気悪化に歯止めをかけることを狙いとしていました。

▶大量の資金供給

日銀の99年春以降における金融政策運営では、日々、所要準備（17p）を1兆円ほど上回る大量の資金供給を行うことにより、直接の誘導目標である無担保コール翌日物の

レートを事実上ゼロで推移させてきました（図参照）。

さらに、同年4月には、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」ゼロ金利政策にコミットすることを公表しました。

▶2000年8月に解除

ゼロ金利政策を含めた一連の経済対策の効果もあり、景気は99年前半を底に緩やかながらも回復の歩みを始め、2000年に入ってから設備投資が増加基調となりました。

こうしたことから、日本銀行は8月11日の政策委員会・金融政策決定会合で、政府による議決延期請求があったもののゼロ金利政策の解除を決定しました。ゼロ金利解除後のオーバーナイト金利の誘導目標は0.25%で、緩和政策は維持されています。

▶ 長短金利と円ドルレートの推移

