

〈論文〉
〈Paper〉

現代日本経済における長期資産デフレについて

On the Long Stock Deflation in the Modern Japanese Economy

松 崎 昇

MATSUZAKI Noboru

上武大学経営情報学部, 〒370-1393 群馬県高崎市新町270-1

Faculty of Management Information Sciences, Jobu University, Takasaki, Gunma, 370-1393, Japan

受付 2008年10月30日

Received 30 October 2008

抄録

わが国は1990年代以降、長期にわたって資産デフレの状態にある。もっとも昨今は資産デフレも底を打ったようにもみえるが、なお予断を全く許さないし、資産価格の極度の低迷状況に変わりはない。また経済成長率も、既に70年代以降低下しているのであるが、この90年代以降もう一段低落してしまった。(超)長期にわたる停滞である。都合、近年の日本経済は<資産デフレと停滞>という二重の長期低迷状態にあることになる。

ではこの二重の長期低迷基調を、私達は どうしたらよいのだろうか。ここで論理的には、物価変動は流通論に立脚した表層的短期的当面的な問題であるのに対して、経済成長は生産論に立脚した深層的長期的究極的な問題であることを想起しよう。もっとも資産価格はストック上の概念であってフロー上の概念たる一般物価とは異なる面をもつが、大きく括るならば物価の一環であることに変わりはない。ここから、なによりもまず前者(物価問題)の現在の難問形態たる資産デフレを止めなければならないことがわかる。資産デフレからの脱却である。停滞からの脱却はその後の話である。

資産デフレから脱却するためには、まずインフレ・ターゲット政策を核とするリフレ金融政策を大胆に採らなければならない。需要刺激的なマクロ経済政策の実施である。しかもこのインフレ・ターゲット政策は、当初の目的を達成したのちも、継続的に維持していくことが望ましい。2~3%前後のインフレ(目標とその実現)を常態とするわけであり、以降これが恒常的標準的な金融政策となるわけである。これは従来、デフレ脱却策として提示されてきたものであるが、資産デフレ脱却策としても有効である。

だがそれだけでなく、資産(ストック)論上にある資産デフレ(ストックデフレ)からの脱却策としては、資産界固有の対策も必要である。そもそもわが国は既に資産大国(ストック大国)になっているからして、資産が経済のなかで占める位置・意味は大変に大きくなっている。しかも現代における最先端経済国においては、本来的にデフレと低利が常態となりつつある。したがって、まず一般に、資産面における変調に対しては、その度合いが大きい場合、国民の経済生活・企業の経済活動を守るために、資産市場・価格を安定させる政策も直接に打ち出すべきである。ましてや、近年みられたような、否現在も続いている激甚な資産デフレに対しては、直接に強力な資産リフレ政策を打たなければならない。やや具体的には、民官合同による資産市場徹底整備のほか、日銀によるTOPIX連動型・東証REIT指数連動型上場投信(ETF)の大量買いオペ、およびとりわけ政府による大都市再開発プロジェクト発動等の公的大型実需を執行すべきであろう。その財政的な裏付けとしては、政府紙幣発行等を用いればよいのではないか。

インフレ・ターゲット政策というリフレ政策の継続的展開、および大都市再開発プロジェクト等による強力な資産リフレ政策の展開、合わせて<ダブルリフレ政策>により、<ダブル物価>を常時微インフレ気味に保つこと、その動的安定性を図ること、これがわが国の今後の金融・経済政策となるべきである。

キーワード：資産デフレと停滞、資産デフレからの脱却、インフレ・ターゲット政策、リフレ政策、資産(ストック)大国、大都市再開発プロジェクト、資産リフレ政策、ダブルリフレ政策、ダブル物価の動的安定性

現代日本経済における長期資産デフレについて

松 崎 昇

【はじめに】

わが国経済は、およそ1990年以降、〈長く深く広い〉資産デフレ・停滞状態に陥った。〈資産デフレと停滞〉を双軸とする〈平成大低迷〉である。その経済的なダメージを金額で概算するならば、この15年間ほどの間に、フローでGDP累積損失額1000兆円、ストックでは国民総資産損失額1400兆円、計2400兆円ほどの巨額な損失となる。あまりにべらぼうな数字に、声も出ない。(1)

このような恐るべき平成大低迷に直面して、政官界のみならず、経済学界・論壇においても、事態の状況分析・原因究明・打開策提示・政策評価等をめぐって、活発な議論が行われてきた。もちろん論点・論争は極めて多岐にわたり、その全容把握は容易ではない。たとえば、状況分析といっても幾期かの過程に分けなければならないだろうし、国内外のさまざまな局面を考察しなければならないだろう。また原因究明といっても複合的であろうし、因果は巡るし、諸過程・諸局面のどこを主たる分析対象とするかによっても議論はさまざまに異なろう。たとえば好況・不況、また円高・アジア通貨危機、金融危機、デフレ、財政危機等、事態は時々刻々移り変わるからして、諸論者の論点・論旨も移り変わることがある。だから同一論者が時として一見正反対のことを述べることもありえよう。あるいは打開策提示や政策評価等に関して、論者自身の立脚点・利害等が密かに影響を及ぼしてしまうかもしれない。かくて議論はさまざまに入り組み入り乱れた。著された書籍だけで百点には及ぶであろうゆえんであり、論点・論争の整理のみを旨とする書籍すら多数現われたゆえんである。(2)

しかしながら、議論はだいたい決着がついたようである。すなわちP.クルーグマンや岩田規久男を筆頭とする諸氏の奮闘により、論争はリフレ派の勝利で終わったように思われる。ここにリフレ派とは、概ね、1997～2003年頃時点のわが国経済においてはデフレが深刻な状況にある、デフレ対策としては十分な金融緩和を行うべきである、そしてその手法としてはインフレ・ターゲット政策等を用いるべきである、と提唱した人々のことを指す。インフレ・ターゲット政策とは、概ね、国民が確かなインフレ期待を抱きうるだけの十分な量的緩和を行うべく、日銀が「いつまでに何%のインフレにします」という目標を明示し、この明確なアナウンスメントのもと、長期国債大量買切りオペ等を行うことに

よってその実現を図る、とするものである。(3)

だが、そこにはなお残された問題もあるように見受けられる。それは90年代以降の日本経済の真の問題の把握が、なお不十分なのではないかという点である。これまでは軽視されてきた面、しかし本当はもっと重視されなければならないであろう面、それが<資産>すなわち<資産・資産デフレ・資産リフレ政策>面である。そこで本稿では、現代日本経済における二大難問の一つを長期資産デフレと見定めたうえで、リフレ政策論を出発点とし、資産論を加味し、資産リフレ政策論を終着点とするかたちで、考察を進めていきたい。

【注】

(1) 国民総資産自体は微増傾向を示しているが、GDPギャップと同様に国民総資産ギャップを考えると、膨大な額が失われていることを推計するほかない。実際、地価・株価だけで1400兆円ほど失われている。(地価：2452兆円 [1990年] - 1228兆円 [2006年] = 1224兆円、株価：854兆円 [1989年] - 725兆円 [2006年] = 129兆円、計1353兆円の損失)

(2) 論争のいちいちについては、ここで紹介・言及できない。これについては、たとえば [朝日新聞社編、朝日選書編集部編] [川北隆雄] [東谷 暁、平成14年、同15年] [植草一秀ほか] [浜田宏一ほか編a] [大竹文雄ほか編] [岩田規久男ほか編] [田中秀臣、平成16年、同ほか編] を参照されたい。

一般に、この平成大低迷を論じた著書は膨大な分量にのぼるが、たとえば [村松岐夫ほか編] [伊藤隆敏ほか編、平成17年] [植草一秀] [OECD編] を、また関連した論考としてはたとえば [北村行伸] [内藤純一] [山田秀樹] を参照されたい。

(3) リフレ派の文献としては [クルーグマン、P. ほか] [バーナンキ、B.]、[岩田規久男、平成13年、平成17年] [原田泰、平成15年a、平成16年、原田泰ほか編、平成14年] [野口旭、平成14年、同18年、野口旭ほか、平成13年] [田中秀臣、平成18年] [安達誠司、平成17年] [若田部昌澄]、[伊藤隆敏ほか] [竹森俊平] [深尾光洋ほか編] [浜田宏一ほか編b] [新保生二、平成14年] [河野龍太郎] [ハドソン研究所] などがある。特に岩田規久男、原田泰、田中秀臣各氏らの議論 (前注のものも含む) はすぐれており、参考にさせていただいた。

ただし昨今は、論争自体が終わったというか、次の局面に移り変わりつつある。と言うのも、通例の見方によれば、実際の経済局面としては、デフレは既に終息し、今やむしろ資源・食糧発の輸入インフレ、ないしインフレに不況が合体したところのスタグフレーションこそが問題となってきたからである。最近ではさらにアメリカ発のサブプライムローン問題が世界的に深刻化しており、世界同時の金融危機・不況に陥っている。対デフレ論はもはや時局遅れであり、<需要重視のマクロ経済政策派 vs. 供給重視の構造改革派>という二項対立的な構図自体が古くなったというわけである。それならばそれでよいけれども、本当にデフレは、と言うよりも資産デフレは終わったのだろうか、疑問である。ここは一段踏みとどまって、現在に至る資産デフレ現象を捉えてみよう。

【第一章 近年のわが国経済の動向略観】

近年のわが国経済は、概して、低い経済成長率に沈んだまま、資産デフレからの脱却も果たせないでいる。一体どうなっているのだろうか。まずは本章で、およそ1990～2005年のわが国経済の動向を略観しておこう。そのためには、事態を〈物価変動・景気循環・経済成長〉という三局面に分け、分析的に整理していくとよいだろう。では三区論の確認から始めてみよう。

第一節 物価変動・景気循環・経済成長の関係について

一般に社会は、したがってまたその一部分たる経済も、〈構造と運動〉に分けて考察することが可能であり、有効でもある。(1)

経済に関して言えば、資本（企業）が労働（家計）を包摂するかたちで、経済構造が基本的に成り立っている（これに国家財政・輸出入を加えると、周知の4項目となる）。そしてこれが過程的に生産・分配・流通（・消費）活動を繰り返すわけであるが、この構造自体がまた変化していく。それが〈物価変動・景気循環・経済成長〉からなる経済運動である。これら三つの運動は、したがってまたそれらの低下態たる〈デフレ・不況・停滞〉も、しばしば重複的であるが、厳密に言えば論理的な局面を異にする。

物価変動とは流通論の系譜上の事態であり、個々の価格の集合体の変動論である。ここに流通論とは、一般商品（財貨）、労働力商品（労働）、貨幣商品（資金）という三つの商品種類に関して、需要と供給からなる市場の論理を集合したものであるが、特に需要側の論理に着目する。つまり流通論は、したがって物価変動論も、論理次元としては現象的、空間的には表層的、時間的には短期的な性格をもつ。庶民の日々の経済生活と最も密接な関係にあるのが、この物価変動である。購入額（全世帯消費支出）などを典型的な指標とする。

景気循環とは分配論の系譜上の事態であり、個々の所得の集合体の変動論である。ここに分配論とは、利潤（利益）、地代、利子（金利）という三つの余剰形態に関して、事業者間の競争からなる産業部面の論理を集合したものであるが、特に製造業の論理を主とする。つまり分配論は、したがって景気循環論も、論理次元としては形態的、空間的には中層的、時間的には中期的な性格をもつ。企業の平素の経営判断と最も密接な関係にあるのが、この景気循環である。利益率（営業利益）などを典型的な指標とする。

経済成長とは生産論の系譜上の事態であり、個々の剰余価値（付加価値）の集合体の変動論である。ここに生産論とは、生産、流通、再生産という三つの過程に関して、資本（企業・生産手段）と労働からなる生産関係の論理を集合したものであるが、特に資本

側の論理を主とする。つまり生産論は、したがって経済成長論も、論理次元としては本質的、空間的には深層的、時間的には長期的な性格をもつ。一国の基礎的な経済運動を最もよく指し示しているのが、この経済成長である。生産性（付加価値増加額）などを典型的な指標とする。

したがって、それらの低下態たるデフレ・不況・停滞も、以下のような特性を示すことになる。すなわちまずデフレとは物価が下落する傾向を示すことであるが、これは現象的表層的短期的な事態である。つぎに不況とは景気が後退する傾向を示すことであるが、これは形態的中層的中期的な事態である。そして停滞とは経済がはかばかしく拡大進展しない（極端な場合には収縮する）傾向を示すことであるが、これは本質的深層的長期的な事態である。ちなみに、対策も、この三態に対応することになる。(Fig.1) (2)

Fig.1 物価変動・景気循環・経済成長の関係

	基盤	論理次元	空間軸	時間軸	低下態	今次の性格	特記事項	大問題
物価変動	流通論	現象	表層	短期	デフレ	低迷傾向	特に資産デフレ	である
景気循環	分配論	形態	中層	中期	不況	循環	-	ではない
経済成長	生産論	本質	深層	長期	停滞	低迷傾向	超長期的	である

では以下に、この順序で、近年の事態（運動）を略観してみよう。

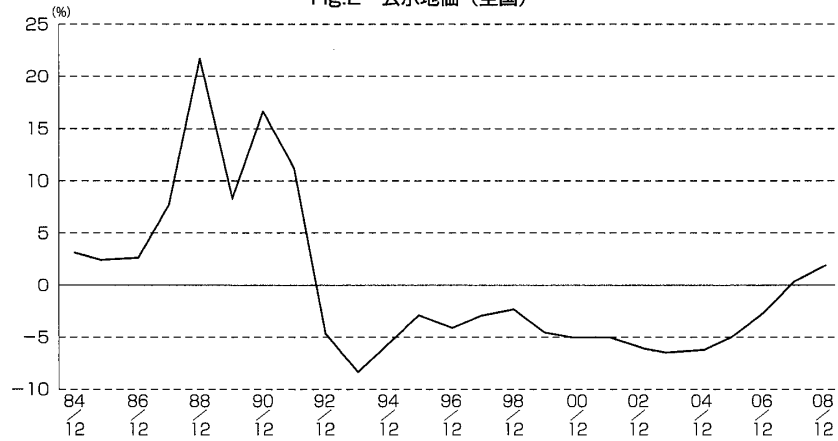
第二節 近年の物価変動について

近年、なによりもまず著しい資産デフレが生じている。平成大低迷は、なによりも<激しい資産デフレ>であった。もっとも資産価格は80年代後半に急騰したから、その後ある程度下落するのはやむをえないであろう。だがその反動的下落も程度問題であって、急落激落長落したまま、いつまで経ってもかつての到達水準に戻りそれを越すことができないというのは、やはり異常な事態である。(Fig.2,3)

これに比べればはるかに軽微ではあるが、つられて一般物価水準も落ちてきてしまった。もっともその様相は指標によって異なる。概ね（消費税調整後）、国内企業物価指数によれば91年後半以降、企業向けサービス価格指数によれば93年第3四半期以降、GDPデフレーターによれば94年第3四半期以降、消費者物価指数によれば98年以降、一般デフレに陥っている。(Fig.4,5,6,7)

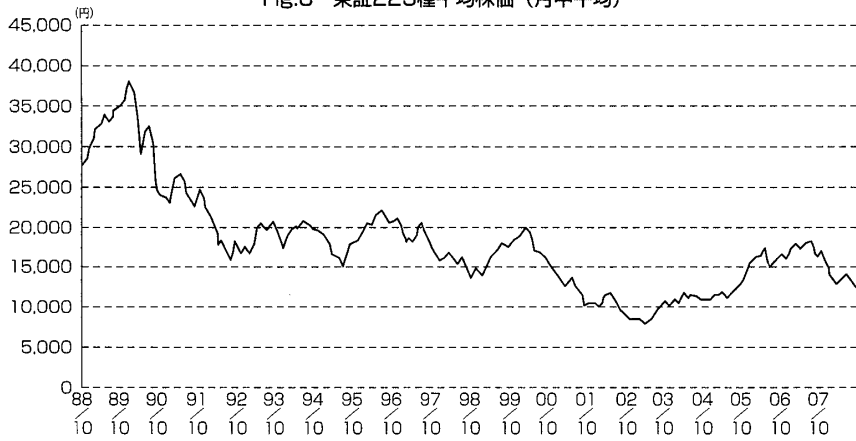
長期資産デフレについて

Fig.2 公示地価（全国）



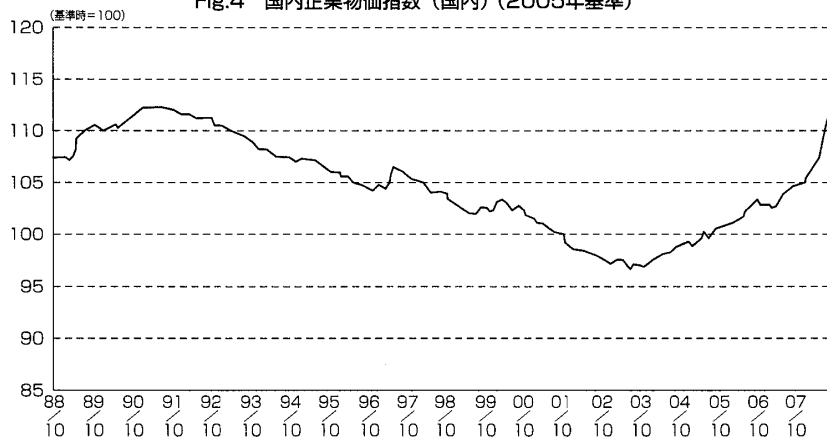
出所：アイ・エヌ情報センター e-Graphより

Fig.3 東証225種平均株価（月中平均）

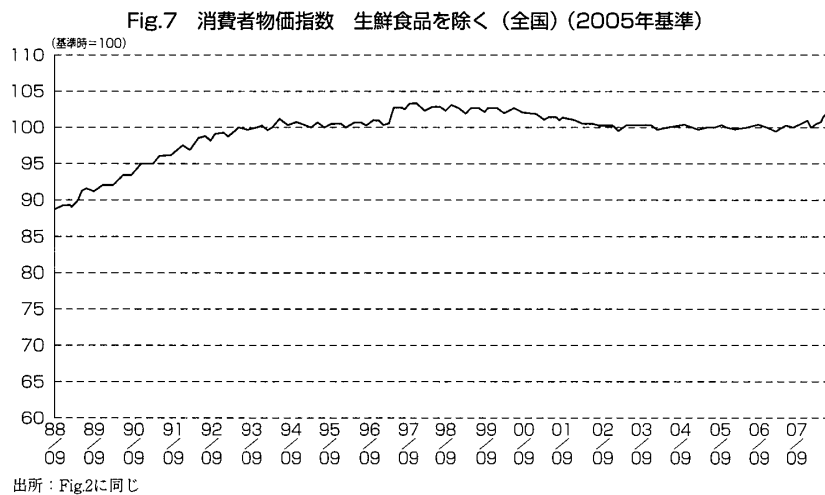
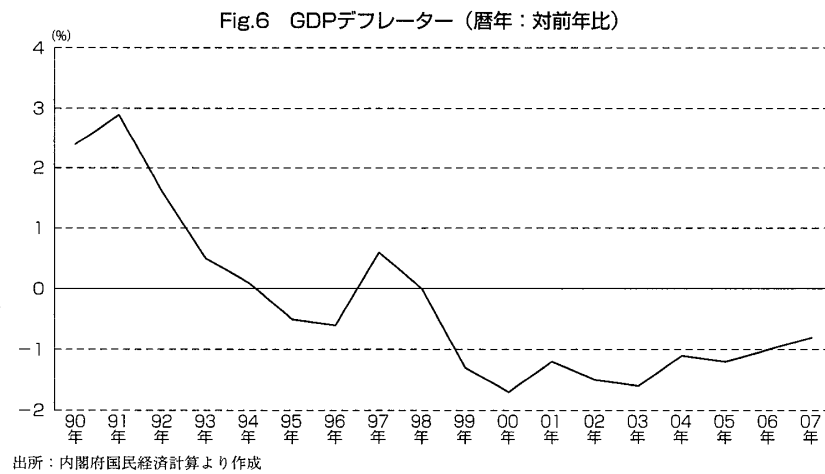
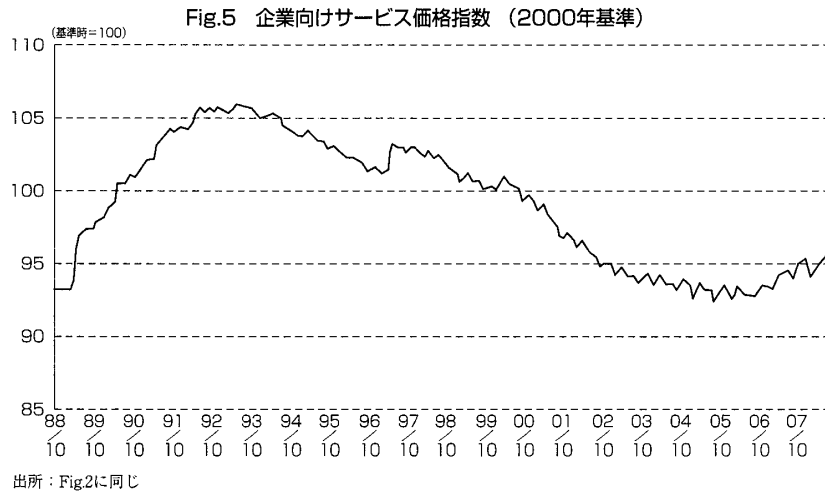


出所：Fig.2に同じ

Fig.4 国内企業物価指数（国内）（2005年基準）



出所：Fig.2に同じ



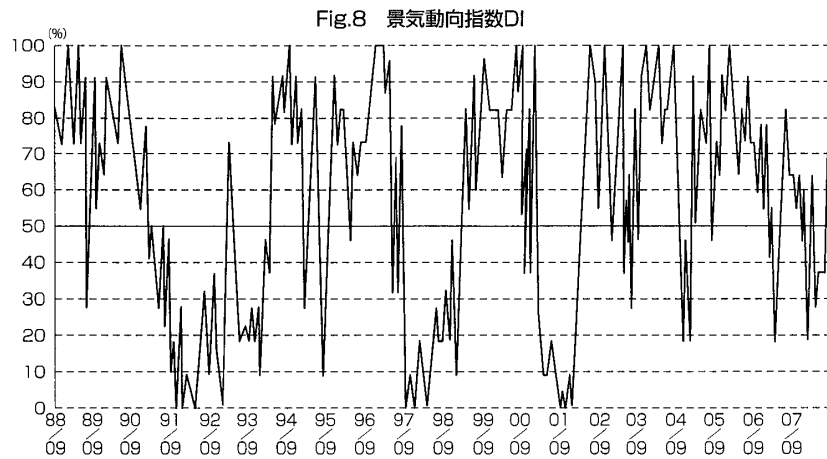
これら資産デフレと一般デフレ、合わせて<ダブルデフレ>が、90年代の少なくとも後半以降のわが国経済を直撃した。しかもこのダブルデフレが、实体经济の悪化と相互作用

を起こすことを通じて、デフレがさらなるデフレを呼ぶという状況に陥った。デフレの悪循環たる<デフレスパイラル>である。またこれによるバランスシートの悪化は、企業・家計や銀行に借入金（繰上げ）返済や自己資本増強等を迫るので、<デットデフレ>が生じることにもなる。少なくとも90年代後半～00年代前半の10年間ほど、デフレ（およびデフレ論）のオンパレードとなった次第である。(3)

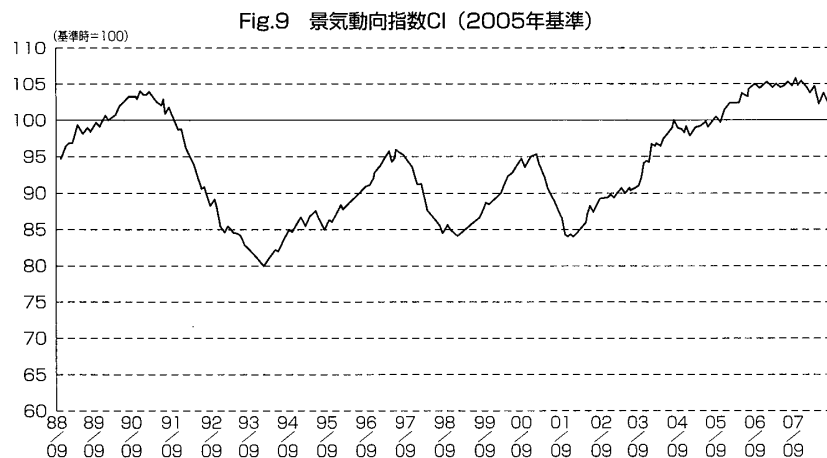
もっとも昨今は原燃料・食糧の価格上昇による輸入インフレが全体としての物価をやや押し上げ始めているが、資産デフレを中核とする実質的なデフレ基調はなお揺らいでいないのではないかと。内需は増えていない。そしてなによりも、資産価格は力強い回復には至っていないのである。(4)

第三節 近年の景気循環について

このかん、わが国経済は、幾度かの景気循環を経過してきている。内閣府の景気基準日付によれば、近年の景気循環は以下のようである。(Fig. 8,9)



出所：Fig.2に同じ



出所：Fig.2に同じ、ただし一致指数のみ

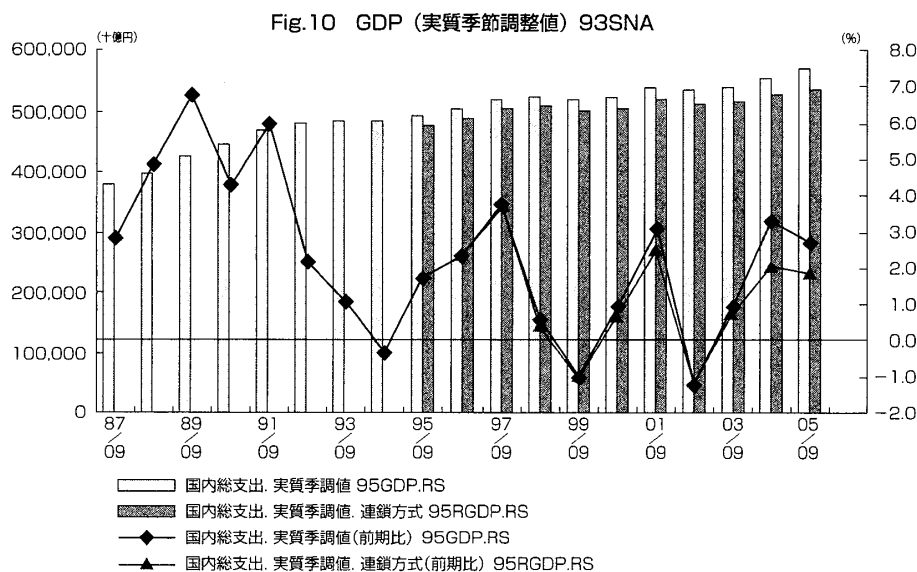
- ①86年11月～91年2月～93年10月 (83ヵ月)
- ②93年10月～97年5月～99年1月 (63ヵ月)
- ③99年1月～01年11月～02年1月 (36ヵ月)
- ④02年1月～ (07年10月) ～

このうち、問題の平成大低迷は①の後半からであるが、ともあれこのかん、景気は数度の循環を繰り返していることを確認しておきたい。各循環のボトムは93、(98～) 99、(01～) 02年である。

第四節 近年の経済成長について

しかしこのような中刻みの景気循環とは別に、大いなる停滞基調が1990年以降続いている。90年代の実質成長率は1.4%、あるいは90～02年の実質成長率は1.1%である。著しい低成長と言うほかない。

わけても94、99、02年にマイナス成長に陥っているのは、さきの景気のボトム (直後) とほぼ対応する事態である。(Fig.10)



第五節 近年の日本経済の動向略観

さて、以上の三態をベースとし、便宜的におよそ5年区分で、近年の日本経済の動向を略観しておこう。(5)

①80年代後半頃

70年代の二度にわたる石油危機をハイテク・省エネ技術で乗り切ったわが国経済は、80年代に入ると俄然、貿易・経常収支の黒字幅を拡大させるようになった。これに対し、対

日貿易赤字増に危機感をもったアメリカは85年、専らわが国にプラザ合意を強要した。これにより、一方で対ドル円相場が急騰するとともに、低利・内需拡大を強いられることになった。また、折からの金融自由化にもより、金融機関は不動産融資へ傾斜することになった。これらの結果わが国内には過剰流動性が滞留し、土地・株式を筆頭とする資産市場に資金が大量流入することになった。資産インフレの発生である。

これに際し、日銀・政府は（円高不況・ブラックマンデー対策のためといった面があったとはいえ）景気過熱を放置した。すなわち日銀は公定歩合を86年に5.00%から4.50%、4.00%、3.50%、3.00%へと一気に引き下げた。そして翌87年2月には2.50%にまで引き下げ、以降2年3ヵ月ほど据え置いた。また政府は87年5月の内需拡大策を筆頭として、公共事業を激増させた。

さすがに日銀は89年5月から公定歩合を引き上げたが、遅かった。

②90年代前半頃

ところが日銀は今度は89～90年にかけて、3.25%から3.75%、4.25%、5.25%、6.00%へと、金融を引き締め続けた。これはやりすぎであり、急冷は実体経済を大きく損なった。また大蔵省も90年4月に不動産融資総量規制を通達、さらに92年には地価税を導入するとともに土地譲渡益課税を強化するなどし、地価を極度に抑制した。

これらにより90年から株価が、91年からは地価も急落した。この資産価格の下落は諸企業のバランスシートを大いに悪化させるとともに、銀行に不良債権の山を築き上げることになった。また連動して90年代初頭から、国内企業物価指数を筆頭として一般物価もデイスインフレ基調となった。反面、労働分配率（実質賃金率）は90～94年に急上昇した。

また90年代前半を通じて円高が急激に進行、95年4月にはピークを迎えた。これはデフレ効果を及ぼした。ほかに93年3月からのBIS規制適用により、銀行貸し出しが抑制気味となった。これも冷却に一役買ったであろう。

これらにより諸指標は悪化し、93年には経常利益の対前年比を始めとして諸指標がボトムに陥った。製造業の雇用も同年から減少した。そして94年にはマイナス成長・輸出額減少などがみられた。

これに対し日銀は91年7月から金融緩和に転じた。また政府も92年から連年にわたって財政支出を拡大した。⁽⁶⁾

③90年代後半頃

95～96年になると、消費拡大などにより経済は回復した。それでも95年8月の兵庫銀行破綻以来、いよいよ銀行倒産が始まったし、96年6月には住専処理を余儀なくされている。

97年になると、景気回復を深読みした橋本内閣は財政構造改革、消費税引上げ、98年には増税・負担増を行った。また97～98年には東アジア通貨危機が生じた。これらを受け、97年後半から景気は急速に悪化、97～98年には金融危機に陥った。すなわち処理しても処理しても不良債権が新規に発生し、都合増大してしまうというおそろしいことになっていった。全般的にいわゆる貸渋り・貸剥がしが生じるとともに、特に三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行といった大手金融機関すら破綻してしまった。そして(98～)99年はマイナス成長に陥った。ちなみに97～01年には、中堅生保7社も次々と破綻してしまった。

また90年代終盤頃～00年代半ば頃までデフレ基調が続いた。これによりたとえば、もともと高止まりしていた実質金利は、98年から上昇してしまった。同年からGDPギャップ率もマイナスに転じた。

これらに対し、98年から大規模な政策出動が行われた。特に大手諸銀行に対して、98年3月、99年3月に計9.3兆円の公的資金が投入された。また日銀も、99年2月からゼロ金利政策を実施した。98～00年頃になると、企業もリストラを本格化せざるをえなくなった。これによりたとえば労働分配率はようやく、少し低下した。⁽⁷⁾

④00年代前半頃

これら諸政策や輸出伸長等に導かれて、99～00年になると経済は回復した。

しかしその後すぐ下落、02年には輸出額が減少するなどし、マイナス成長に陥った。同年には失業率(逆数)・GDPギャップ率など、03年には株価(4月)・国内企業物価指数など、04年には銀行貸出額などがボトムに至った。また前後して01～06年には大手銀行が大再編を余儀なくされ、6大銀行体制から3大銀行体制に整理された。

これらに対し政府は、00年4月に整理回収機構、02年1月に銀行等保有株式取得機構、03年4月に産業再生機構を設立するなどし、不良債権処理促進策等を進めた。03年5月には公的資金約2兆円を投入し、りそな銀行を実質国有化した。また日銀は01年3月から量的緩和政策を行った(再度ゼロ金利政策を展開することにもなった)。ほかに、03年度には35兆円にもものぼる猛烈なドル買い円安の為替政策も繰り広げられた。

これらにもより、また再び輸出を先頭にして、02年から経済は回復した。もともと上述のような不調模様も各種交錯しながらの、07年にまで至る、長い、しかしあまりぱっとしない好況期間であった。⁽⁸⁾

第六節 近年の主な金融財政政策略覽

前節中の事態に既に織り込まれていることであるが、ここで主な金融財政政策を一括して掲示・再確認しておこう。(Fig.11,12,13,14)⁽⁹⁾

長期資産デフレについて

Fig.11 主な財政政策

時期	名称	内閣	事業規模(兆円)
1992年3月	緊急経済対策	宮沢	-
8月	総合経済対策	〃	10.7
1993年4月	新総合経済対策	〃	13.2
9月	緊急経済対策	細川	6.2
1994年2月	総合経済対策	〃	15.3
1995年4月	緊急円高経済対策	村山	7
9月	経済対策	〃	14.2
1997年11月	緊急経済対策	橋本	-
1998年4月	総合経済対策	〃	16.7
11月	緊急経済対策	小淵	24
1999年11月	経済新生対策	〃	18
2000年10月	新発展政策	森	11
2001年4月	緊急経済対策	〃	-
2001年10月	改革先行プログラム	小泉	1.3
12月	緊急対応プログラム	〃	4.1
2002年12月	改革加速プログラム	〃	4.4

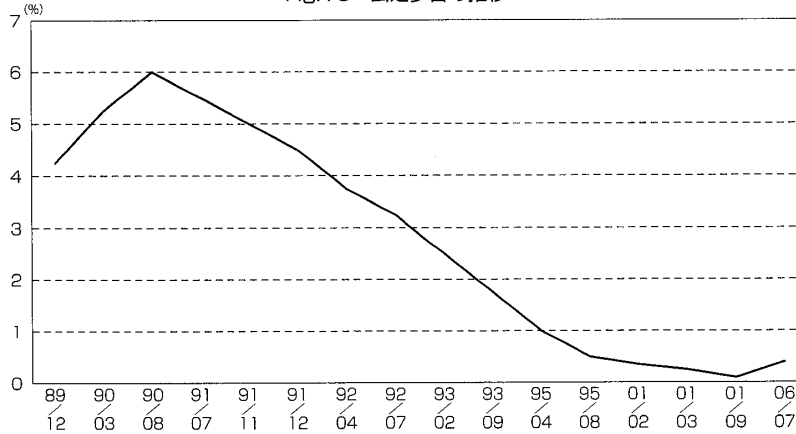
合計で約146兆円となる。

Fig.12 主な金融政策

時期	方向	変更 (%)
1990年3月	引上げ	4.25→5.25
8月	〃	5.25→6.00
1991年7月	引下げ	6.00→5.50
11月	〃	5.50→5.00
12月	〃	5.00→4.50
1992年4月	〃	4.50→3.75
7月	〃	3.75→3.25
1993年2月	〃	3.25→2.50
9月	〃	2.50→1.75
1999年2月	〃	ゼロ金利政策導入
2000年8月	〃	ゼロ金利政策解除
2001年3月	〃	量的緩和政策導入=ゼロ金利政策復帰
2006年3月	〃	量的緩和政策解除
7月	〃	ゼロ金利政策解除 →0.25

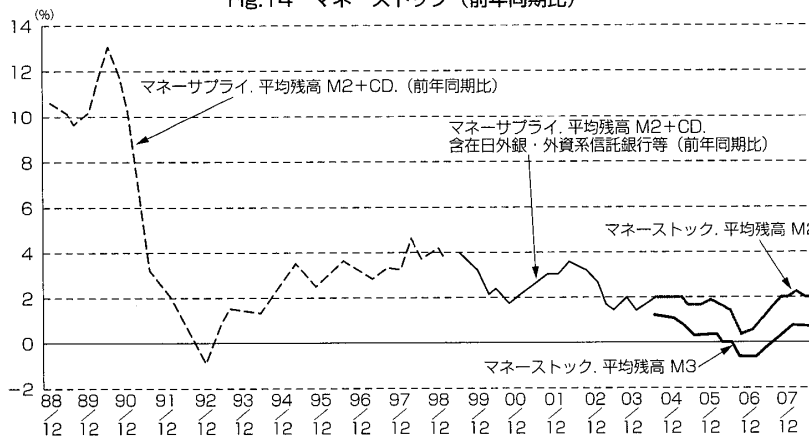
- 1) 94年10月以降、政策金利は短期金利となり、公定歩合の意義は失われた。
- 2) 01年2月から、ロンバート型貸出制度（短期金利誘導上の上限金利となる）が始まった。
- 3) 01年3月以降、操作対象は金利から通貨供給量（日銀当座預金）に変更された。
- 4) 06年6月以降、「公定歩合」は「基準割引率および基準貸付利率」に名称変更された。（統計表示は01年に遡って変更された。）

Fig.13 公定歩合の推移



出所：日本銀行より作成

Fig.14 マネーストック (前年同期比)



出所：Fig.2に同じ

大蔵省（財務省）は、前述・表掲のように、当初、不動産総量規制（90年3月～91年12月：ただし住専は対象外）や地価税（91年5月～98年4月）などを導入して経済に急ブレーキをかけたのち、都合150兆円ほどの財政出動等を行った。

また日銀は、前述・表掲のように、91年前半頃の6%から利下げを繰り返し、99年2月～00年8月にゼロ金利政策をとるとともに、01年3月～06年3月には量的緩和政策（および01年3月～06年7月に再度のゼロ金利政策）を展開した。量的緩和政策とは、誘導目標を金利から通貨供給量に切り替えたうえで、「消費者物価指数の対前年比が安定的にゼロ%以上となるまで」日銀当座預金を潤沢に供給するものである。結局計8回にわたり当座預金残高目標は引き上げられ、最終的には30～35兆円程度とされた。

これらの政策が良くも悪くも加味され、すなわちその影響を多かれ少なかれ受けるかたちで、実際の経済・景気動向が立ち現われたわけである。⁽¹⁰⁾

第七節 平成大低迷の特徴について

要するに、わが国経済は、少なくとも1990～2005年頃に、長期構造的な大低迷状況にあった。その特徴を、ごくかいつまんで再確認しておこう。

最大の特徴は、資産デフレが長期にわたって深刻な状況にあることである。もしもそれが単に資産のインフレ・デフレ波の後半部であったとすれば、3～5年かかって騰貴した以上、常識的に考えるならば、同じく3～5年かかって暴落するだけのことであり、遅くとも1995年頃からは回復する筈であった。だが資産価格はその後も一貫して低落・低迷しており、89・90年水準を未だに回復していない。90年代以降を通じた最大の問題はこの資産デフレにある。⁽¹¹⁾

これに対して一般デフレの方は比較的軽微であり、大問題と言うほどのことではない。⁽¹²⁾

また、このかんの実質経済成長率は平均1%程度にすぎなかった。長期にわたる大停滞は、90年代以降のもう一つの大問題である。

これらに対して景気は、数値的形相的には循環している。91年2月頃から始まった下落は93年10月で底入れしており、景気はその後回復に向かっている。あるいは90～05年絡みで言えば、既にみたように86～93年、93～99年、99～02年、02年～現在という、数次にわたる景気循環を経てきており、この15年ほどのあいだに好況期を3度も迎えている。もっとも、Fig.9を見ればわかるように、このかんの諸循環を通じて景況感は乏しかったが、それは景気循環が資産デフレ（ないしダブルデフレ）と経済停滞の挟撃を受けたからであろう。結局、1990年代以降を通観する限り、不況は長く続いたわけではないし、大きな問題でもないことがわかる。⁽¹³⁾

以上を要するに、＜資産デフレ・停滞＞性こそが、近年の長期大低迷の二大ポイントで

あった。(14)

【注】

(1) 社会学では通例<構造と変動>という表現でこの二大区分を行う。社会構造が変動していくわけである。これを経済学に引きつけて言えば、マクロ経済構造が変動していくことになる。

(2) ここに短期・中期・長期と言うのは、あくまでも時間的論理の問題であって、実際の年月問題ではない。

なお、従来はこの三分の噛み分けを十分行っていなかったのではないだろうか。

だからまた、政策の<割当・順序>問題に関しても、一考を要する。仮にデフレ・不況・停滞がひどく、対策を要するとしよう。まずまさきに対処しなければならないのはデフレ問題である。そしてデフレ処理にある程度目処がいたら、ついで不況対策である。そして最後に登場するのが停滞対策である。そうしないと、かえって傷口を広め深め治りを遅らせてしまう恐れがある。実際には、必要に応じて対策が重複してもかまわないが、論理的にはあくまでも異なる点に留意したい。この割当・順序問題については、次稿で考察してみよう。

ちなみに、私見はいわゆる **Modern Economics** に立脚していない。現在、経済学には、概ね、生産局面を重視しつつ経済の全貌を捉えようとしたマルクス派、流通局面を重視しそれだけで経済を論じきろうとした新古典派（ミクロ経済学）、分配局面を重視しつつ政策論こそを説こうとしたケインズ派（マクロ経済学）、という三つの学派がある。（これに国際面や統計面の研究等が加味される。）後二者を統一しようとしたのが新古典派総合であったが、これに対する異論も多く出された。現在は、新ケインズ派（総合）などにより、後二者の新たな統合がさまざまに試みられている段階であろう。だが本当は、マルクス理論を中核として、この三者全体が統合されるべきである。生産主義論・流通主義論・分配主義論のいずれも採れない。だが生産論・分配論・流通論のいずれも大事である。わけても生産論が中核にならないといけない。いわば、生産論は骨格・深層系であり、分配論は内臓筋肉・中層系であり、流通論は皮膚・表層系である。三者を統合する、経済学（史）上における<大統一理論>が要請されている次第である。なお私見については、簡潔ながら [拙著、平成10年、第三章] を参照されたい。

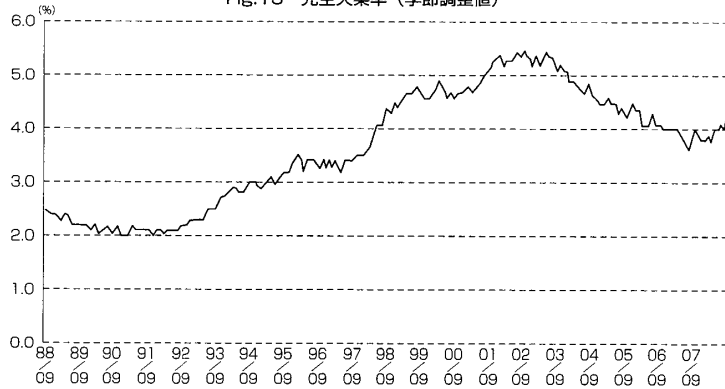
(3) たとえばデフレに関する比較論史的考察として、[竹森俊平] はフィッシャーとシュンペーターを対比させながらデフレ・リフレ論を説いている。また [伊藤宣弘] は後期マーシャルとケインズを対比させながらデフレの功罪に言及している。

ちなみに、消費者物価指数は1%程度高めに出るといふ。逆にいえば、表示%よりも本当は1%程度低いことになる。この上方バイアス分と消費税率引上げ影響分を除去すると、消費者物価指数は94年第2四半期から、マイナスで推移しているという。[門倉貴史、平成18年、197頁]

(4) それどころか昨今はアメリカ発のサブプライムローン問題による世界金融危機によって、再び三度株価が落ち込んでしまっている。再デフレの恐れすらなしとしないようである。

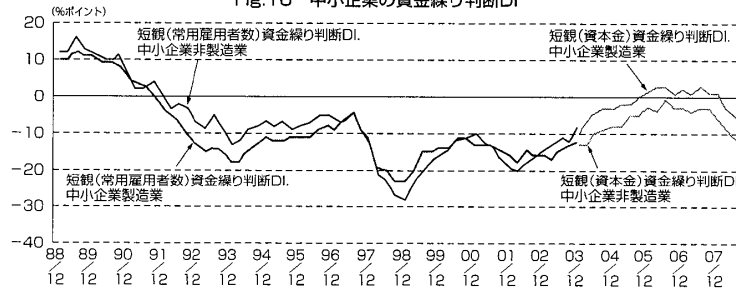
(5) なお参考までに、上述諸節と一部重複するも、関連する基礎的データ3本を、合わせてここに掲げおきたい。15年間ほどの低迷性が際立つであろう。(Fig.15,16,17)

Fig.15 完全失業率 (季節調整値)



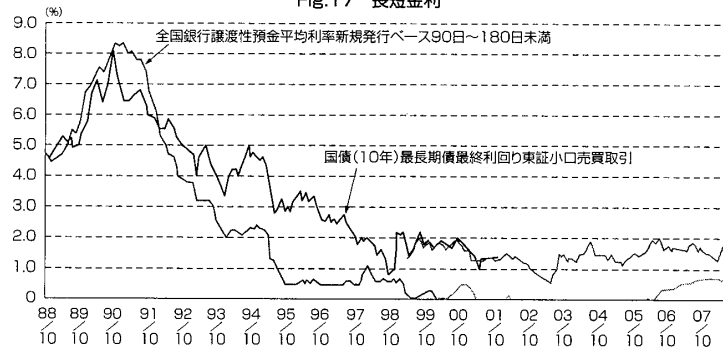
出所：Fig.2に同じ

Fig.16 中小企業の資金繰り判断DI



出所：Fig.2に同じ

Fig.17 長短金利



出所：Fig.2に同じ

(6) 公定歩合は93年9月に1.75%、95年4月に1.00%、同9月に0.50%に引き下げられた。史上最低の水準、超低利である。

ただし94年10月以降、金利自由化に伴い、日銀は公定歩合の代わりに短期金利（無担保コール翌日物）を通じて市中金利を操作するようになった。さらに01年3月以降は操作対象が、金利から通貨供給量（日銀当座預金残高）に変更された。06年8月になると「公定歩合」は「基準割引率および基準貸付利率」に名称変更されるに至った。公定歩合の存在意義は、なくなったわけである。

(7) 結局、金融システム維持のために投入された公的資金は、総額で約47兆円にのぼった。

(8) 00年代初頭の景気判断に関しては、異論もある。あるいは、00年代前半はまだら模様であったが、これに関して景気が不安定になったという見方もある。

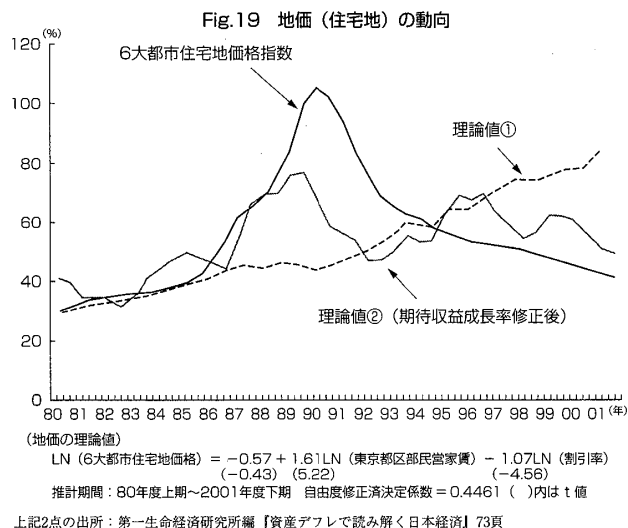
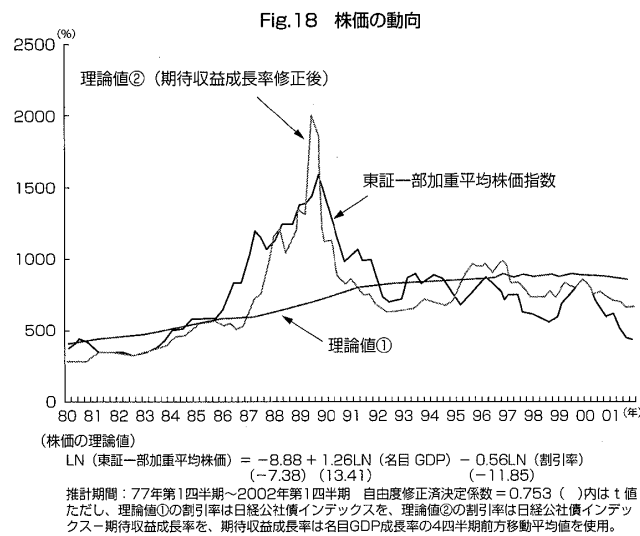
(9) このかんの金融財政政策に関してたとえば、日銀の内部からの報告として [中原信之]、大蔵省

長期資産デフレについて

(財務省)の内部からの報告としては[黒田東彦]を参照されたい。特に前者はたいへん興味深いものである。

(10) 財政支出拡大のデメリットとしては財政赤字の拡大など、金融緩和のデメリットとしては金利生活者の利益減少などがあるが、ここではこの側面の議論には立ち入らないこととする。なお財政悪化問題については[拙稿、平成17年]を参照されたい。

(11) 諸氏の計算によっても、地価・株価とも、実績値とファンダメンタルズに基づく理論値とを比較すると、90年代央で交差し、以降実績値が理論値を下回っていく。「地価や株価は九〇年代前半までにバブルの清算をはほぼ終了したと言える」.[第一生命経済研究所編、77頁] 90年代後半以降の資産デフレは、バブル清算では説明がつかない事態なのである。(Fig. 18, 19)



(12) 一般デフレに関して、この90年代後半～00年代前半を、わが国の1920年代(後半)～30年代初頭(いわゆる金融恐慌・昭和恐慌期)やアメリカの1930年代初期(いわゆる大恐慌期)と比べる考察が目立つ。いろいろと有意義であるが、肝心のデフレ率に関して、第一者(近年の日本)が桁違いに軽微なことには留意したい。(Fig. 20)

Fig.20 デフレ率の比較

過去のアメリカ	1930～33年平均	6.7%
過去の日本	1926～31年平均	5.6%
現在の日本	1999～05年平均	0.5%

出所：岩田規久男『デフレの経済学』155頁
総務省、消費者物価指数(総合)平成17年=100

これに対してリフレ（一般デフレ）論者は、「資産デフレの場合、下落量・率の大きさに目を奪われてはならない。実はたいした問題ではない。逆に一般デフレの場合には、たとえ%は小さくともたいへん深刻な問題になることに注意しなければならない」と主張するかもしれない。しかしそのように言える論拠はなんだろうか。一般デフレに問題があることは共通理解である。相違は、一般デフレをはるかに上回る資産デフレを、より重大深刻な問題であると受け止めるか、それともたいした問題ではないと受け流すかにある。

(13) 従来、この90年代以降の長期大低迷を、＜不況＞論で処理する論考が目立った。だが、比喩的な表現であるならばかまわないであろうが、厳密に言うならば、「長期大不況」といった表現を用いるべきではないだろう。景気は、とにもかくにも循環してきているのである。

(14) ちなみに、業種・業態では、＜不動産・建設・流通＞といった非製造業、ならびに中小零細企業がとりわけ厳しい状況に追い込まれた。＜土地絡み・銀行頼み＞の業種・業態がたいへんな目にあったわけである。また家計消費でも、とりわけ不動産・耐久消費財の購入が落ち込んだ。

【第二章 リフレ政策】

ではこの90～05年頃の大低迷をめぐって行われた経済（政策）論争はどのようなものであったろうか。＜構造改革論 vs. リフレ論＞として、以下にごくかいつまんで確認していこう。(1)

第一節 構造改革論

これには実にさまざまな議論が含まれるが、概略すると、規制改革や産業政策等により、供給構造を適正化するとともに供給力・競争力を増強しようとするものである。概ね、供給側対策論、ないしミクロ経済政策派の立論である。

やや具体的には、まず規制緩和・民営化等を手法とする政府介入排除策がある。特に、政府関連部門・行政の肥大化傾向に対して、これを最大限スリム化しようというのが主旨である。これは、怠惰な企業や旧来型の産業が時代の趨勢や景気の大波のなかで倒産・縮減していくのもやむをえない光景であって、政府はこのような自壊現象を人為的に押しとどめてはならない、といった主張にも直結しよう。もっとも政府介入排除策は、マイナスをマイナスにするいわば迂遠な方法であるとともに、当該官庁・関連既得権益団体等から抵抗圧力を受けることが容易に予想される。ややもすると、労多くして益少なしとなって

しまうが、一国の経済の生産性向上のためには避けることのできない公的努力である。

これに対して産業政策は、資源配分・産業構造の適正化を助長することによって生産性を向上させたり、新産業を育成することによって新生産力を形成しようというものである。こちらは逆に、政府がなんらかのかたちで、新規に民間経済・産業に介入することになる。あるいは一般に、規制を新設・強化する場合もあるだろう。(2)

これらにより、うまくいけば、わが国経済の非効率性削減・生産性向上を実現することによって供給力・競争力を増進させるとともに、税収増等も図れるであろう。これはすばらしいことであるが、困ったことにもなる。

と言うのも、構造改革路線がもしも成功裏に進んだ場合、生産性が上昇し、供給能力の増加がもたらされる。すなわち官民間・民内の供給側の問題点を改善すれば、潜在成長率が上昇するわけだから、デフレ時にはデフレギャップがますます拡大し、デフレをかえって長引かせてしまうことになる。だから供給側立直し論は、デフレ対策としては、失格である。(3)

第二節 リフレ論

この点を鋭く突き、デフレ対策には需要側対策であるところのマクロ経済政策を、なかんづく金融政策を、わけてもインフレ・ターゲット政策を、と説いたのがリフレ派であった。これは原則的な議論であるとともに、最新の議論でもある。

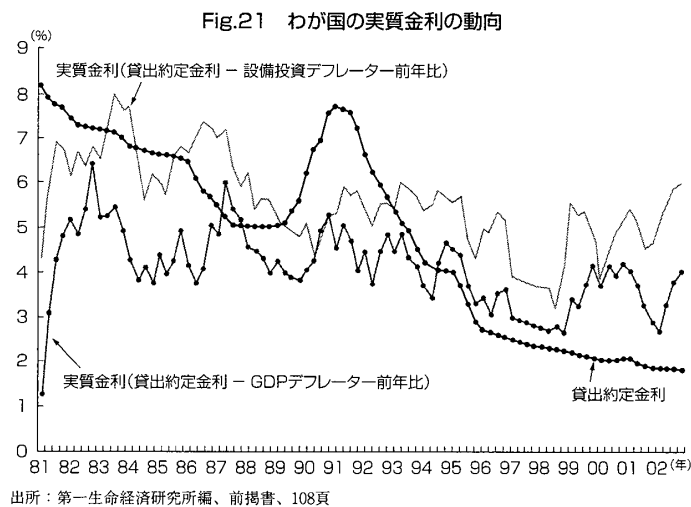
マクロ経済政策とは、概ね、金融・財政政策により、総需要を適正に管理しようとするものである。特に、不況（ないしデフレ）基調に対して、総需要を政策的に増加させようというのが主旨である。やや具体的には、通貨供給増ないし政策金利引下げを手法とする金融政策、および財政支出増ないし減税を手法とする財政政策によって、不況（ないしデフレ）に対処しようというものである。

両政策のうち、財政政策の方が直接に需要を増加しうる。しかも乗数効果を発揮できるならば、支出増加分の乗数倍の効果が現れるとされる。少なくとも政府需要分を直接に即効で増加させられるとともに、民間需要の増加をも大幅に促しうるというわけである。やや具体的には、たとえば公共事業の増加として現出し、建設業界に多大な額が流れ込んだりする。一部政財界で好まれるゆえんである。だが悪くすると、効果はほとんど現れぬまま、ただ財政赤字が雪だるま式に増えていく、という結果にもなりかねない。近年のわが国の経済財政状況がまさにそれである。現在では一般に、財政政策の効果は疑問視されており、積極的な出動を説く論者は少ない。ましてや、わが国は今や巨額の財政赤字を抱えているからして、なかなか積極的な財政支出政策を主張・実施できるものではない。

これに対して、金融政策は間接的であり、まどろっこしい。しかし、金融緩和はもうひ

とつ的有力な不況（デフレ）対策である。と言うよりも、現在では一般に、不況（デフレ）対策としては金融政策を選択することが適切である、と論じられている。特に、近年のわが国のように、財政赤字累増で財政政策を起動させにくいような状況下にあつては、唯一可能な不況（デフレ）対策となる。なかでも、政策金利が最底辺に張り付いてしまった場合には、通貨供給増（量的緩和）を行うほかない。これを積極的大々的に行おうというのが、近年普及したインフレ・ターゲット論である。

すなわちリフレ派は、(物価連動債を含む) 長期国債等の大量買上げ等を通じた通貨供給増等によってデフレを解消しようと提唱した。実際90年代を通してディスインフレ基調が続いたのに加え、00年頃になると完全にデフレに陥ったため、世にデフレ予想が定着蔓延してしまつたとともに、それまでも高止まりしていた実質金利が上昇さえしてしまつた、これらを解消するためには、日銀が、「2～3%程度のインフレをいついつまでに実現させる」ということを強力に宣言し、金融を大幅に緩和することによってそれを現実のものとしなければならない、とするものであつた。この見地は今や世界の経済（政策）学界の主流となっている。そしてそれは、まさしく近年の日本に対してこそ発せられた論調であり、近年の日本こそ採用すべき政策であつた。(Fig.21) (4)



ところで、デフレはなぜ深刻化・長期化してしまつたのだろうか。リフレ派は、これを日銀の失政によるとする。＜失政因＞である。すなわち日銀は、専ら＜インフレ・ファイター＞として自己の任務を心得ているがゆえに、デフレの危険性についての認識・対処があまりにも疎かであつた、というわけである。(5)

それゆえ、ここで射程をやや広げ、新保生二に従い、70年代～90年代頃の日銀の金融政策を、ごくかいつまんで追跡してみよう。[新保生二、平成16年、第4講]

- ①71～73年：通貨を過剰に供給してしまった。[失敗] → 猛インフレを惹起した。(6)
- ②70年代後半～80年代前半：①を反省して、インフレ押え込みをはかった。[成功]
- ③80年代末：再び通貨を過剰に供給してしまった。[失敗] → バブルを惹起した。(ただしインフレにはならなかった。)(7)
- ④90年代初頭：③を過度に反省して、かつ②の成功体験を受継ぎ、再び金融引締めにかかった。(政府も急冷させた。)[大失敗] → 資産デフレを惹起した。
- ⑤93～94年：塩漬けした(大胆な緩和ができなかった。)[失敗] → 経済状況はあまり回復しなかった(資産デフレ・一般デイスインフレ基調を変えることができなかった)。
- ⑥97～98,00年：無策・再冷した(大胆な緩和ができなかった。政府もブレーキをかけた。)[失敗] → ダブルデフレとなり、事態は深刻化した。

②④⑤⑥などの日銀の行動をみても、確かに、リフレ派が主張する通りであったと言うほかない。①③の失敗を「反省」し、物価上昇気運に目を光らせ、できれば事前に、それが間に合わなかったとしても事中には物価上昇を抑え込むことを主要任務と心得ているわけである。⑤⑥などみていると、かたちとしては金融緩和しつつも、心ここにあらず、といった風情である。あるいは80年代末以降の③～⑥に関して言うならば、＜過熱→過冷→塩漬け→無策・再冷＞という失政の連鎖が浮かび上がってくる。日銀がデフレ、なかんづく資産デフレにもっと危機意識をもって臨んでいれば、わが国経済はもっとずっと良好になったのに、という感を禁じえない。(8)

加えてリフレ派は、デフレの深刻化・長期化には、人々のデフレ予想(期待)が大きく作用しているとする。＜心理因＞である。ひとたびデフレ予想が芽生え、中央銀行・政府が強力に押し戻さない限り、予想はどんどんふくらんで強固になり、始末に負えなくなるという。これも、確かにそうであろう。ひとたびデイスインフレ・デフレが始まるや、個々の消費者・企業としては、良くも悪くもその傾向を前提として動くほかない。かくて消費・投資は先送りの減退していくことになるだろう。

また実態としても、デイスインフレ・デフレが始まるや、実質金利は高止まりないし上昇し、実質賃金も当初は上昇してしまう。これでは利益・投資はたまったものではない、縮小していくほかないだろう。そして金融面と実体面とが相互規定的に悪化していくことになる。デフレスパイラルである。

都合、リフレ派は、＜失政因+心理因＞、および加えるならばデフレ自体のスパイラル性向により、デフレの深刻化・長期化を説いていることになる。

それゆえ、総合すると、リフレ派の主張は概ね表のようになるだろう。(Fig.22)

Fig.22 リフレ派の主張

原因	結果 = 事態 = 問題点	対 策
失 政 } 心 理 }	デフレ (金融面と実態面のスパイラル)	インフレ・ターゲット政策

第三節 小括

では、規制緩和の提唱を筆頭とする供給改革論・構造改革派とインフレ・ターゲットの提唱を筆頭とする需要増加論・リフレ派とは、前者は間違っていて後者が当たっていたといった単純な関係にあったのだろうか。そうであるとも言えるし、そうではないとも言える。概ね、それは局面把握の違いによる。

両論は概ね、前章第一節でみたことを踏まえるならば、長期的恒常的な対処策と短期的暫定的な対処策という、相互補完的な関係にあることがわかる。いわば、需要派は、風邪を引いたら医者にかかり処方された風邪薬を飲むなどするタイプであり、これに対して供給派は、そもそも風邪を引かないよう日頃から余念なく体を鍛えるなどするタイプであるとも言えようか。症状が軽ければほうっておいてもどうということはないであろうし、だいいち風邪など引かないよう日頃から体質改善等に気をつけることが本来的には好ましいであろう。供給派による処方が長期的にはまさるゆえんである。それでも、生体であるからには、好不調の波があるのは当然であるし、時には体調を崩して風邪を引いたりしてしまうこともある。あるいはよそからもらってしまうこともある。そして現にひどい風邪を引いてしまったら、とりあえず需要派による処方を選ぶほかあるまい。近年のわが国経済が、まさにこれであった。需要派による強力な処方が当面策として必須であったゆえんであり、供給派による処方を当面は避けるべきであったゆえんである。事実、リフレ派といえども、決して構造改革の必要性を否定しているわけではない。皆、必要性は肯定し、論じている。ただ、タイミングとして、デフレ時にはデフレ対策を、デフレ（および不況）が収まったら大停滞対策として生産性向上のための構造改革を、と割り振りして説いているにすぎない。(9)

デフレ時にはデフレ対策を、である。ならば極度の資産デフレ時には相応の資産デフレ対策も、となるのではないだろうか、次にこの点を考えてみよう。

【注】

(1) もちろん、議論はこのような二元対立に集約しきれものではない。まず「構造改革派」という名称は、リフレ派が自説以外のさまざまな所説をやや強引に十把ひとからげにしてつくった面があり、必ずしも適切な括りではない面もある。政策不要説（自助努力あるのみ）、対策不可能説（政策は概して不

能である)といったものも含め、実際にはさまざまな論調があったことだろう。ここでは、しかしながら、使い勝手のよさから、主にリフレ派側の論調に基づいて、議論を整理した次第である。

ちなみに、アメリカ標準では<ケインジアンvs.マネタリスト>という旧来的対比がなお一般的なようである。前者が専ら民主党系で政府介入を是とするのに対して、後者は専ら共和党系で市場・通貨を重視する…、というわけである。ただしこの区分は<構造改革派vs.リフレ派>区分と対応しない。

(2) 産業政策には、構造的な不況業種に対する補助金投入等、不況対策として行われるものもある。銀行等への公的資金投入や産業再生機構による企業再生等も産業政策の一環である。

(3) 01年4月に発足した小泉内閣は「構造改革なくして景気回復なし」というスローガンを掲げたが、これは本来おかしい。長期策としての構造改革を中期策としての景気政策(や短期策としてのデフレ政策)に先立てたり流用したりすることなどできないからである。本文で述べたように、停滞や不況やデフレがひどい場合には、短期のものから、すなわちデフレ対策から、まず始めなければならない。しかも(強度の)マイナス現象が重複している場合には、強力なデフレ対策で、デフレを直ちに封じ込め、素早く、次の不況対策に進まなければならない。そうでないと、マイナス現象が共振して、事態が急速激烈に悪化してしまう恐れがあるからである。

ちなみに、小淵内閣は「二兎を追うものは一兎も得ず」というスローガンを掲げた。景気回復と財政再建の両者を直ちに得ることはできない、だからわが政権としては、財政再建を後回しにして当面はまず景気回復に専念する、という意味であった。これは意味が分かる話である。

(4) インフレ目標政策は1930年代のスウェーデンで導入された。戦後では88年のニュージーランドを皮切りとして、多くの国で行われている。

ほかに、たとえばL.スベンソンは平価切り下げを行うとともに一時的に固定相場制に移行すべきであると説くし、河野龍太郎も円安誘導こそが有効であると説く。[クルーグマン、P.ほか][河野龍太郎](ほかに[日本銀行金融研究所編][安達誠司、平成19年]なども参照されたい。)一般に円安誘導・為替操作は他の諸関係にさまざまな影響をもたらしてしまうし、そもそも自国通貨価値を切り下げることが原則として好ましくない。しかし事態が著しく深刻な場合には、このような方策の採用もやむをえないかもしれない、あるいは少なくとも検討の余地はあるだろう。

なお、日銀による購入対象として、金もありえよう。

(5) たとえば原田泰は、金利上昇を嫌う勢力としては、このままデフレ基調が続くとよい、と考えているのではないかとする。すなわちデフレを脱してしまうと金利は上昇する。膨大な国債を抱える国としては、金利上昇は避けたいところである。また国債を大量に買い込んでいる銀行としても、金利上昇による国債価格下落は不利益になる。だから政府・銀行ともに親デフレの面がある、という。もっとも銀行が有する総資産のうち国債価格が占める割合は1割ほどにすぎないから、国債価格下落による資産損は1%以下であるにすぎない。ほとんど考慮するに値しない筈であるのに、と指摘している。(また一般に、エコノミスト・為政者・官公労等も、自らの被雇用状況・立場が安泰なゆえに、親デフレ的であるという。)[原田泰、平成15年b、96~97頁]

(6) ただし71~73年の円切り上げ・変動相場制への移行に際し、大蔵省は円防衛のためドルを買い支えた。これが過剰流動性を結果した面もあったようである。とはいえ、たとえば72年後半の公定歩合引き下げなどは明らかな失策である、と論者達によって指摘されている。

(7) ただし87年10月にアメリカで株価が暴落したので、日銀は考慮・予定していた利上げを見送り、超低利政策を続行したという面もあったようである。実際わが国でも、日経平均株価で14.9%(歴代1位)もの値下がり率を示した。とはいえ88年(以降)については問題であろう。

(8) ちなみに新保生二は、②の成功と④の失敗を分けた相違点は、②が高インフレからスタートしたので単なる物価引下げに終わったのに対し、④は低インフレからスタートしたのでデフレにまで落ち込んでしまった、スタート位置の高低に困った、と指摘している。[新保、平成16年、164～165頁] ④では、日銀が所与の情勢を読み誤ったわけである。

ちなみに、80年代末以降の③～⑥の失政に関しても、この項目順に、反省することができる。すなわち、ごく簡単に言えば、

③まず80年代末、景気を過熱させることなく、早目に少しずつ抑えればよかった。

④つぎに90年代初頭時、急冷ではなく、少しずつ冷ますようにすればよかった。

⑤さらに90年代前期、事態を凍結放置せず、大々的に緩和措置をとればよかった。

⑥そして90年代末期等についても、(資産) デフレを安易視せず、様子をみながら、さらなる緩和措置を続けていけばよかった。

このような批評には、もちろん、結果を見てからの事後評という面があるのは否めない。しかし、それだけにはとどまるまい。日銀が、物価上昇だけでなく、物価の上下変動総体、さらには資産価格の急激変にまで、幅広く監視管轄する意志を持ち合わせていたならば、本文中にも述べたように、事態は相当程度良好なものになっていたであろう。

(9) この割り振り問題については、次稿で改めて考えてみよう。

【第三章 資産リフレ政策】

既に整理したように、リフレ派は、主たる問題は<デフレ>にある、その要因としては<失政因+心理因>が挙げられる、そして対策としては<インフレ・ターゲット政策>が最適である、とする。

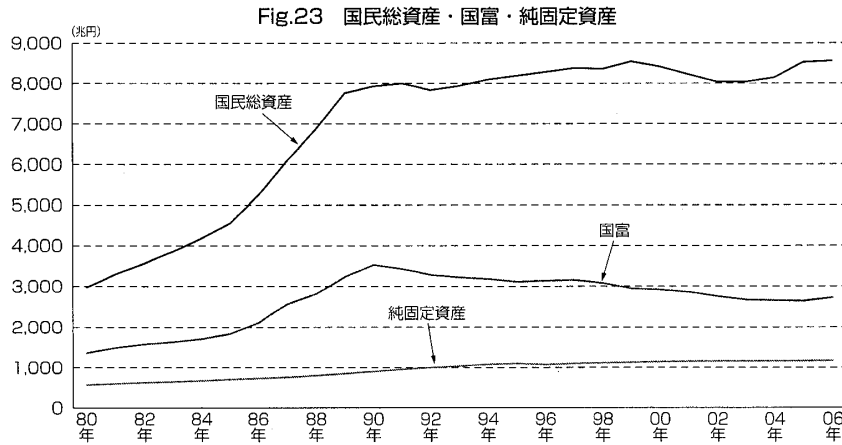
確かにその主張に間違いはないが、なお不十分な面もあるのではないか。すなわちリフレ派の立論の中心には一般デフレがあるが、<資産デフレ>の方がより深刻な事態であり、これこそを主たる問題とすべきではないか。したがって主たる対策も<資産リフレ政策>とすべきではないか。そしてこの系論の基底には、そもそも<資産>という因子が現代経済において重要な位置を占めるようになったということがある。都合、<資産・資産デフレ・資産リフレ政策>面をも重要視しよう、というものである。もちろん資産面だけを主張するわけではない。リフレ論に加えて、という意味である。しかし重なる部分を除けば、資産面を重視しようという主張となる。しかも本当は、こちらの方が大事である、と考える。以下に考察していこう。(1)

第一節 資産面の重視

まずは、わが国が資産大国であることから確認していこう。

わが国はいまや国民総資産8553兆円、国富(国民純資産)2640兆円、個人金融資産1541

兆円という、堂々たる資産大国となっている。もっとも近年は相当に足踏みをしているのであって、既に90年頃には近似の数値を叩き出している（国民総資産7926兆円、国富3533兆円、個人金融資産979兆円）。（Fig.23）



出所：Fig.6に同じ

この点で、80年代後半に、資産インフレが昂進するとともに、ストック経済論が盛んになったことを想起したい。そこでは経済・社会に占める資産（ストック）の重要性が縷々説かれていた。当時と今とでは、資産インフレから資産デフレへと、局面が反転暗転してしまっただが、しかし現代経済・社会において資産が重要な意味をもつことには変わりはない。その重要な資産が大幅に目減りしてしまうとすれば、これはこれで大問題であろう。と言うよりも、本当は、資産インフレ時よりも資産デフレ時にこそ、ストック経済・社会（がマイナスの深みにはまってしまっているという問題性）を論じなければならないのではないだろうか。心身に例えるならば、人間、調子がいい時には取り立ててどうこう分析診断する必要はない。昂進時は確かに問題であろうが、しかしそれと同等以上に、調子が低下しているときにこそ、あれこれ分析診断する（してもらおう）必要があるだろう。そしてひどく悪い場合には、入院・集中治療・手術等の緊急処置等も必要になるわけである。(2)

だが資産デフレの問題に入る前に、資産そのものに今しばし踏みとどまり、視野を広げてみよう。資産は資本に通じる。だから資産大国性は資本大国性に、そして資本大国性は資本過剰性に通じる。成熟した経済大国は資本過剰性をもつわけである。

現代経済、特にその先進諸国経済は、本然的一般的に＜資本過剰＞状態にある。生産力の過剰である。これは西洋発近代が終焉期にあることにも合致する。そして資本は流通形態としては商品にも貨幣にもなる。つまりは＜モノ過剰兼カネ過剰＞状態である。これに相対的なヒト過少状態を加えるならば、現代経済において、先進諸国は概ね＜モノ余り＋カネ余り＋ヒト不足＞状況にあることがわかる。その最先端に日本が位置していると考えられる。ここではモノ余りによるデフレ現象と、カネ余りによる低利現象とが同時並行的

に生じうる。加えるならば、ヒト不足による高賃銀現象の鼎立である。都合<デフレ・低金利・高賃銀>時代である。これは概して、解決すべき対象というよりも、もはや打ち消しがたい前提条件とみなされるべきではないか。すなわち先進経済国の企業・家計にとって<デフレ低利高給>状況はもはや環境的与件であり、各成員はそのような状況下で生き抜くべく行動せざるをえないのではないか。政府・日銀もまたそのつもりで、彼らの行動を注意深く見守っていかなければならないのではないか。日本のような最先進経済国にあっては、デフレ低利高給状況が日常的風景となりつつある。わが国は既に、人類史上未踏の、このような経済史的段階に最先頭で突入していると考えられるのではないか。(3)

ここから、一般に、時のデフレに対して低利（金融緩和）政策を打ってもあまり効き目がない状況になってきているのではないかと推論を導き出しうる。世の中にもともとお金が余っているのだから、そしてもともとデフレ気味なのだから、さらにお金を強制的に供給しても、デフレ打開にはあまりつながらない、というわけである。いわば、糠に釘、豆腐に鋸である。あるいは「糠に豆腐」とでも言うべきか。今次の（資産）デフレに対して低利・金融緩和を旨とする金融政策の効き目が薄かったのは、一つにはこのゆえだったのではないか。「90年代以降、これだけ大々的に財政を出動させ金融を緩和させてもなおかつずっと経済が回復しないのには、なにか根本的な構造的問題があるのではないか、単に循環上の問題であり失政因（+心理因）による結果であるにすぎないとばかり言い切れないのではないか…？」非リフレ派の念頭には、このような疑問が常に付きまとっていたのではないか。然り、そこには、以上のような構造的基調的な資産・資本因が潜んでいたのである。(4)

再言しよう。今後はデフレ・低利併存的な基調が続くのではないか。このようななか、デフレだからと言って低利・金融緩和を旨とする金融政策を打っても、あまり効かないのではないか。だから、一定の事情で特定明確なディスインフレ・デフレになった場合、しっかりとした量的緩和政策を打つとして、しかしそれだけでは足りないのではないか。とりわけ、程度がひどい場合には、強度の量的緩和政策を打つとして、しかしそれだけでは足りず、さらなる対策が必要となるのではないか。しかし対策の問題に入る前に、次節で今次の資産デフレの問題を改めてみておこう。

第二節 資産デフレ問題

さて、問題は資産デフレにある。第一章で確認したように、確かに00年前後には一般的なデフレも生じたが、それは比較的軽微なものであった。90年代以降最大の問題は、長期にわたる極度の資産デフレにあった。(Fig.2,3,23のほか、Fig.24,25,26) (5)

長期資産デフレについて

Fig.24 資産価格の歴史

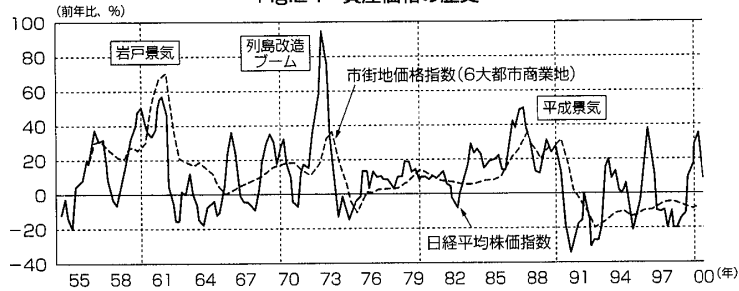
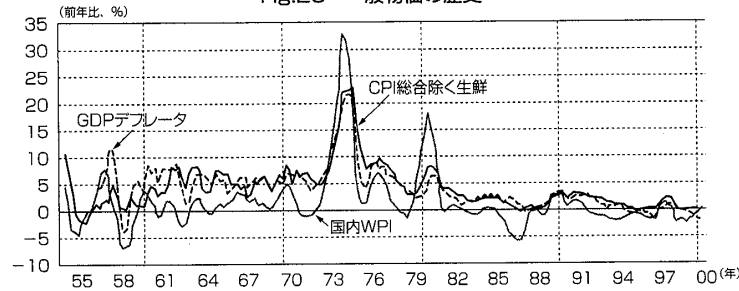


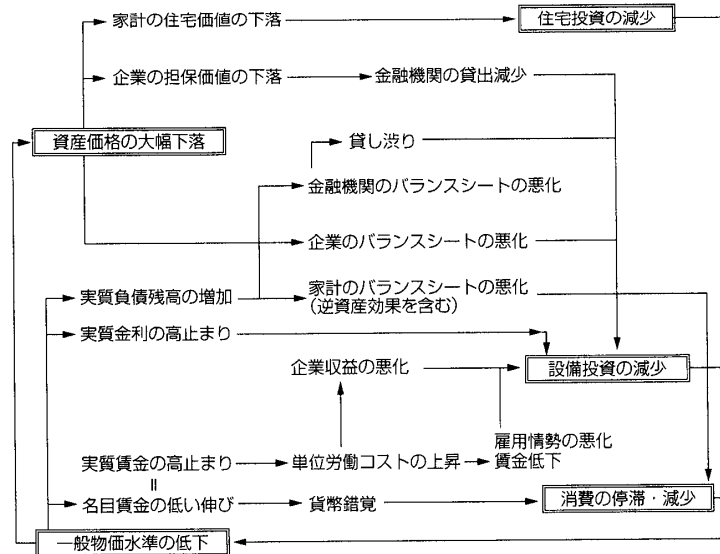
Fig.25 一般物価の歴史



備考：CPI、国内WPIについては、それぞれ、1970年以前、1960年以前については戦前基準指数（WPIの戦前基準指数は総合WPIベース）。

上記2点の出所：白塚重典「資産価格と物価」291頁

Fig.26 資産価格の下落と物価下落の影響が相互に増幅し合うメカニズム



出所：第一生命経済研究所編、前掲書、115頁

資産デフレは、一方で企業の設備投資や家計の消費活動に悪影響を与える。また他方で銀行の不良債権を増加させる。三者が皆、苦境に陥ったわけである。とりわけ深手を負ったのが家計である。ローン返済額は変わらないまま、資産価値が一方向的に激減していった。転居を考えていた世帯など、動くに動けぬまま20年近くをすごしてきたことになる。悲劇というほかない。ただ、家計の痛手は、事業者と違って、顕在化しにくいし、焦点化され

にくい。ほとんどの家計は、激烈に低迷する数値を、肝が潰れる思いで、心も凍りつく思いで見つめたまま、密かに堪え忍んでいるわけである。それと対照的に、派手に取り沙汰されたのが銀行である。銀行は、もともと不動産担保を旨としていたが、バブル期に直接間接の不動産融資に傾斜していった。そのため、地価暴落に伴い、両因相俟って、膨大な不良債権をもたらすことになった。企業側からすれば、膨大な過剰債務である。地価は続落したので、不良債権も追増し続けた。これは当初の追い貸し、のちの貸し渋り・貸し剥がしをも引き起こし、債務側の企業・債権側の銀行ともども傷を深くしていった。この不良債権問題こそが直接的表面的には90年代最大の経済・金融問題であるとされたが、つまりは地価（等の資産価格）が暴落続落したことが根本の問題だったのである。(6)

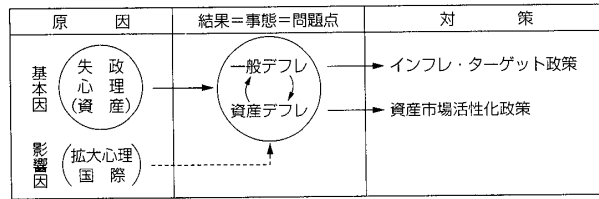
では地価等の資産価格はなぜ暴落続落したのだろうか。先述したように、90年代前半頃はバブルの清算期であったからやむをえない面があるとしても、90年代後半以降の10年間余りについてはいかにももったいない。ずるずるとわが国経済の富（ストック）が失われ続けたわけである。しかもそれは現在も続いている。その理由はやはり、日銀・政府の失政、およびそれを背景として強固な資産デフレ予想が生じ、それらによる資産デフレの発生・悪化がダブルデフレひいてはデフレスパイラルを惹起してしまったことによる。(注(1)でみたように、これらに、経済外的・通奏低音的要因として、全般的萎縮性およびアメリカからの外圧性も加えてよいだろう。)そしてそれらの根底には、資産がいまや経済金融面で大きな位置を占め大きな意味をもっているという事情がある。(7)

逆に言えば、資産デフレさえ終焉すれば、させることができれば、そしてむしろ資産（弱）インフレ気味に推移するようになれば、相当多くの難問が雲散霧消してしまうであろう。一般デフレなど吹き飛んでしまうし、それにまつわる多くの問題群もほとんど解消してしまうだろう。行論上のほとんどの問題は資産デフレから直接間接に発生しているのであり、いわば資産デフレの驀進に随行しているのである。だからこの深刻な資産デフレ状況こそを、なんとしても打開しなければならない。

第三節 資産リフレ政策

ではどうしたらよいか。要は資産価格が全体として回復するよう、あるいは人々・組織等の資産デフレ不安を明快に払拭するよう心機一転努めることであり、やや具体的には証券市場（株式・債券市場）および不動産市場（土地・住宅市場）を活性化させればよいわけである。資産市場活性化政策、すなわち資産リフレ政策である。(Fig.27)

Fig.27 私見



それには原則として両市場の環境を整備するよう民間レベルで自発的に努力することが望ましいが、今回のような激落・長落時にはそれだけでは済まない。公的機関による環境整備支援も必要であろうし、さらにはより直接的な、資産価格回復政策もぜひ打つべきである。ともかく、手持ちの政策を総動員してでも、この資産デフレを止めなければならないのである。(8)

①まずは一般的な市場環境の整備からみてみよう。

民官合わせた資産市場環境の整備策として、やや具体的には、一方で、情報の公開を進めるべきである。特に、他国の先進的事例を参照しながら、不動産物件情報の開示システムを抜本的に構築すべきであろう。これによって一般売買者の使い勝手を飛躍的に高めたい。また他方では、不正に対する監視体制・罰則を強化し、一般売買者が安心して売買・投資できるよう環境整備に努めるべきである。特に業者内におけるインサイダー取引など、当該業者・専門家による不法不当行為には厳しい姿勢で臨みたい。また投資と投機の区別には難しい面もあろうが、明らかな投機に対しては規制ルールを設けておくなどし、もって市場の健全化に努めたい。たとえば土地ころがしや株の回転売買・空売りは原則禁止するなどしたい。大証日経平均先物なども、相場激変時には取引一時停止措置をとるなどしたらどうか。ともかく、額が張るだけになおさら、資産市場の公正透明信頼性の維持・向上には力を注ぎたいものである。

また資産市場物件の流動化を促進するため、売買にかかる税（譲渡益課税・取得税等）を大幅に減免すべきである。

②次に資産市場の積極的な活性化策を考えてみよう。

まず株価上昇策であるが、特定金融商品（に対するテコ入れ）であるからして本来は好ましくない面があるかもしれないが、近年の如き資産・金融危機においては、日銀による東証株価指数（TOPIX）連動型上場投信（ETF）の大量買上げを実施したい。

また一般に、株価の上昇は、漸次的にして堅実な上昇である限りにおいて、たいへんに好ましいことである。株価は、高くなって困る人・組織はいない筈である。然るに、概してわが国の株価は国際的にみて割安であり、外国からの投機的なM&A攻勢に対して弱い恐れがある。もっともっと高くなって然るべきである。その際、経営者の保身を許すことなく、健全な長期保有株主の利益をもっと重視したい。つまり、企業側はもっともっと配

当を高めるべきである。企業の経営戦略における〈利益・配当・株価・株主〉の重視である。そしてゆくゆくは国民皆投資家制度を確立したいものである。これは国民が全体としてわが国企業・経済活動全般に関与しそれを統括するという意味を第一義とする。そのためにはSRI(社会的責任投資) 投信や日本版401k(確定拠出型年金制度) を政策的に優遇促進するなどしたい。(9)

次に地価上昇策としては、金融面における支援と実需面における施策が考えられる。すなわちまず、さきのTOPIX連動型上場投信(ETF)よりもさらに特殊な金融商品ではあるが、不動産市場テコ入れのため、東証不動産投信(REIT) 指数連動型上場投信(ETF)の買上げも考慮したい。また一般に不動産物件の証券化(REIT化)を促したい。(10)

さらに実需面での支援として、諸論者も指摘するように、政府が、政府紙幣の発行という財政的な裏付けをもって、ないし日銀と十分に連携しつつ、大都市再開発プロジェクトの大発動等を行いたい。特に東京・大阪という二大都市の再開発をぜひとも行うべきである。資産デフレ対策の本命は、これである。もっとも、これは資産リフレ政策として行うという以外に、次稿でみるように停滞対策としてこそ必要であるし、両対策以前の問題としてそもそも現代日本の都市・社会政策として是非とも必要な案件である。とりわけ一方における交通渋滞・空港狭隘状況の打開、および他方における工業地帯の再形成を図りたい。(11)

もっとも一般に、地価上昇については、手放しで喜ぶわけにはいかない面がある。あるいは賛否両論がありうる。不動産物件を資産として売買(売却)するつもりの人・組織と、現に住んでいて住み続けるつもりの人・組織とでは、利害が分かれる部分があるからである。すなわち前者(高く売ろうと思っている人・組織)にとっては、地価上昇は好ましいであろう。しかし後者(住み続ける人・組織)にとっては、納税面等において、地価上昇は迷惑な話である。また初めて物件を購入するつもりの人・組織にとっても、地価上昇は迷惑な話である。そして売買を繰り返し転売益を狙っている人など、そう多くはあるまい。そしてそもそも、世界的にみて、日本の地価は概して高い。建築費も高い。上げることがよい、と一概に言うことができないゆえである。(12)

だが、土地持ち家持ち世帯が過半を占めるということを鑑みるならば、やはり、地価の上昇が概ね世帯の資産を増加させることにはかわりはない。そして資産額の増加は、一般にいいことなのである。そこで、残る不利益点に関する救済措置として、現住不動産に対しては保有税(住民税等)を大幅に軽減する、また固定資産税は建物分に関して廃止するとともに土地分に関しても軽減する、といった施策を行ったらいいのではないか。その代りに、現住以外の不動産に対しては、ある程度の課税強化を行うわけである。(13)

その他の法制・税制面について二、三略見するならば、まず容積率緩和など、土地利用

規制を原則緩和することによって、優良な物件の供給を増やすことが肝要であろう。また諸論者が強調するように、借地借家法を大改正し優良な物件の供給を大いに促進すべきである。さらに相続税は大幅に減免すべきである。

【注】

(1) さらに言うならば、心理因を経済外にも拡張するとともに、国際因も付加すべきではないだろうか。都合<失政因+拡大心理因+資産因+国際因>である。

まず拡大心理因とは、そもそも近年になればなるほど、日本国・日本人がひどく萎縮してしまっている、そしてその強度の全般的萎縮退嬰性が経済面にも悪影響を与えている、とする見方である。いわば精神的な大デフレであり、「ボクちゃんもうダメ、へこたれちゃって、めげちゃって」といった感である。もっとも、この国家社会にわたる全般的退嬰性（が今次の資産デフレに及ぼす影響）を定量的に因子因果分析することは難しいだろう。しかも傾向性のものと（物価）変動性・（景気）循環性のものとの因果関連を析出することも難しい。しかしある程度の、否おそらくは相当程度の規定影響関係を認めることはできるのではないか。歴史的国家的な大状況的論点であり、昨今のあらゆる事態に通底する背景の大文脈ではあるが、経済を扱う際にも見落とせないと思うのである。

また、日本人にありがちな、そして上記因によって倍加された、マスコミによる悲観的否定的論調も、この拡大心理因に加えてよいだろう。（経済に関する）悲観主義は、事態を必要以上にマイナス誘導してしまうわけである。

次に国際因とは、アメリカによる政治的圧力が日本国内の政治経済意識にさまざまな悪影響を及ぼしており、経済をも歪めている、とする見方である。85年のプラザ合意然り、89年のSII（日米構造障壁イニシアティブ）然り、94年からの年次改革要望書然りである。これらにより日本経済における円高・公共事業増加・低利・民営化等が強制され不可避となった面があるのは否めない。あるいは、経済論壇でなぜ構造改革がかくも一世を風靡したか、アメリカが日本に各種の構造改革を強いたからこそ、<構造改革ファースト>の風潮になったのではないか。これらは、90年代以降の資産デフレ傾向に直接大きな影響を及ぼしたわけではないかもしれないが、とりあえず押さえておきたい背景的基調ではある。

あるいは支那から安価な商品が大量に流入しているという事態に関しても、確かに物価全般にはほとんど影響しないという客観的指摘は当たっているのだけれども、それが日本国内・国民のデフレ心理を強化しているという主観的影響性はやはり無視できないのではないか。国際因による心理因の醸成加重例である。

なべて、リフレ派の立論は正確であるが、視野を経済面・デフレ面・一般デフレ面に局限したままそれに終始してしまっているため、大状況的背景の把握が不十分なのではないか。（もっとも、再言するが、それを理論的・論理的ないし定量的に組み込むのは容易ではないであろうし、また長期的悪化傾向であるからして（長期の経済停滞論ならばともかく）短期の物価変動論や中期の景気循環論には対応・適用しにくい面があることは否めないが）

また、やや勘ぐるならば、リフレ派の立論は、確かに理論的に正しいから勝ち残ったのであるが（それもさることながらそれよりもむしろ）、さきに実行された他の諸手段が無力にも脱落していったなか、「もはや残された手はそれしかないでしょ」という、いわば唯一残存する最後の手として消去法的に残った感もある。すなわち、時間的経緯を前後しながらやや乱暴辛辣に描写するならば、「まずは①公共投資

などの財政政策をむちゃくちゃ打ってみたけど、減税策も含め、あまり効かなかったわりには財政赤字ばかりひどくなってしまって、もはやこれらの手は使えなくなってしまったなあ。そこで次に仕方がないから②金利をぐんぐん下げてみたけど、これもあまり効かないうちにゼロに達してしまって、もうこれ以上は下げられなくなっちゃったなあ。もう、しょうがないから最後に奥の手として③日銀がなんでもかんでも購入して通貨供給拡大をするっきゃないだろう」というわけである。〈非伝統的手法〉と云ったところに、その名残が滲み出ていると言ったら言いすぎであろうか。

要因論として、ほかにたとえば、短期・中期・長期・超長期といった循環の各低下部分がたまたま重なっただけだという重複因説もありうる。[嶋中雄二]のゴールデン・サイクル論は、その逆の、上昇部分重複説である。

(2) ストック経済論については、[岩田規久男、平成4年][野口悠紀雄][井堀利宏][宮尾尊弘、平成元年][伊藤隆敏ほか編、平成4年]などを参照されたい。

(3) もっとも、換言すれば〈モノ余り×カネ余り〉状態とは、需給のミスマッチであるとも言える。すなわち単に現行の供給態勢に魅力がないからこのようなことになるとも考えられる。とすれば、需要に合った、ないし新規の需要を創出するような新しい供給スタイルを積極的に提案し需給の幸せなカップリングをあくまでも追及していけばよい、ということにもなる。民間企業における創意工夫、新しいスタイルの商品・サービスの提供能力こそが問われているというわけである。

だが問題は、そのような区々たる新供給創出、それによる新供給態勢の不断の形成では賄いきれないような、より高次元ないし根本的次元で〈モノ余り×カネ余り〉態勢が恒常的に同時成立してしまうところにある。それが資本過剰のすごみであり、西洋発近代の不可避的終焉性である。(ちなみに資本の過剰は生産物の過剰のみならず生産手段と労働力の過剰をも意味する。このうち労働力に関して言えば、周知のように、近代において(労働)人口は一気に増大する。人口爆発である。しかし終焉期に入るとともに、ないしそれと前後して、定常的状态に収斂していく。この時点で捉えると、生産手段や生産物の無限的膨脹に対して、人手は不足気味、となるわけである。)なお西洋発近代の終焉期等については、[拙著、平成10年、第四・五章]を参照されたい。

また、以上に国際経済環境を加味するならば、概ね次のようになるのではないか。まず①先進経済国のリードゆえに、世界は急速に資産化・資本化している。すなわち資産・資本市場が急速にグローバル化しつつ拡大している。ということは、最先端の日本に準じ、今後、世界も次第に〈デフレ化・低利化・高給化〉していくことが予想される。ただし、②ここに強力な反対因もある。すなわち先進諸国と対極的に、途上諸国は概ね〈モノ不足+カネ不足+ヒト余り〉状態にある。そして③経済発展中の諸国は概して、その中間的状态・まだら模様の状態にあるだろう。ただし先進国に対比すれば、これら諸国もまだまだ途上国的状況にある。ここから、④原燃料・食糧価格の上昇や製品価格の下落、投機的資金の世界的駆巡に伴う世界同時金融不安の発生、旧宗主国等への移民・外国人労働力殺到に伴う政治経済社会文化的諸問題の発生など、さまざまなことどもが生じることにもなる…、といった具合である。

ただし国境を越えられないサービスの価格は、先進諸国においては、上昇するだろう。

なお、成長率鈍化や高齢化等が資産化を引き起こす面もある。

(4) ただしこの資産因は慢性的性向的なものであって、個々の資産デフレを直接に引き起こすわけではない。

なお日本を筆頭として、今後、世界的長期的にデフレ基調が続くのではないかと説くものとして、[水野和夫][榊原英資][長谷川慶太郎][渡部昇一]などがある、参照されたい。

実際、「OECD加盟29カ国の加重平均した消費者物価指数上昇率は、前年比で七〇年代平均が八.二%、

八〇年代平均が五.六%、九〇年代平均が二.四%と低下基調にあ」る。[第一生命経済研究所編、49頁]中央銀行等によるインフレ抑え込み努力の成果という面も相当にあるだろうが、ともあれ80年代以降のデスインフレ傾向は読み取れよう。

したがって、資産デフレ対策をとらない限り、この資産デフレ基調は、国内外のその都度のさまざまな事態に左右されながらも、これまでの15年間どころではなく、もしかしたら30年、60年…といった具合に、ずっと続くおそれもあるのではないか。〈日本病〉である。

(5) 資産デフレ（バランスシート）面に着目しながら、現代日本経済を分析したものとして、[第一生命経済研究所編] [渡辺喜美ほか] [宮尾尊弘、平成6年] [幸島祥夫] [門倉貴史、平成14年、同15年] [丸尾直美] などがある、参照されたい。特に第一生命経済研究所、門倉貴史氏らの議論はすぐれており、参考にさせていただいた。

(6) [門倉貴史、平成15年] によれば、資産価格の下落は、10余年の累積で、個人消費を0.8%、住宅投資21.2%、設備投資を18.1%縮小させたという。

(7) ちなみに、「いまや土地本位制が崩壊し、国債本位制になった」などと言う声もある。あるいは能力本位制になるといった考えもありえよう。もともとわが国は米本位制だった。転じて土地本位制になったわけである。そしてこの土地本位制も、もはや終わったという。地価の激落続落という傾向的事実を踏まえる限り、この説にも一理はあろう。しかし担保価値として、わが国においては、これにまさるものはない。第一担保価値としては、これに代わりうるものもなかろう。土地本位制が終わったというよりも、基本的には、単に地価が下落しているだけのことではないだろうか。

(8) 本節でみる資産市場の積極的活性化策についても、岩田規久男、門倉貴史氏らによって既に種々提案されている。参考にさせていただいた。

(9) わが国の国内上場株式の個人保有比率はおよそ10%（1050万人）である（平成17年国勢調査、および平成18年証券教育広報センター調査に基づく）。株式に関しては、さすがに保有者はなお少ない。「預金から投資へ」という流れを促すためには、債券・投信を含めた証券市場全般の環境整備（安心性・容易性等の確保）が欠かせないだろう。

なお国民皆投資家制度については [拙稿、平成16年] を参照されたい。

(10) 不動産投資信託（REIT）制度は、わが国では2001年から始まった。これは不動産物件を証券化することによって所有と利用を分離するもので、これにより土地の流動化を促すことができる。現在41銘柄ある。

なお、本文中にも記したように、日銀によるETF類購入は、直接的・個別具体的な価格支持政策（PKO）となり、本来好ましくないとされる。確かに、一般的にはそうであろう。しかし、たとえば農業で（農産物価格支持政策を行うこと）はよくて金融ではいけないという法はない。価格が激落し、それが経済に大きな悪影響を及ぼしてしまっているような場合には、やむをえない措置である、とすべきであろう。

また日銀によるETF類購入は、通例は（一般）リフレ政策のうちにカウントされる。確かにそのような処理でもよいのだが、本稿では、一般デフレ問題には一般リフレ政策を、資産デフレ問題には資産リフレ政策を、というかたちでそれぞれ別建てにした。政府による実需発動なども、後者に含められるわけである。

(11) もっともこの大都市再開発プロジェクトは、大型の財政出動を伴うであろうからして、「デフレに財政政策は効かない、デフレには金融政策を」という経済学界の主流の知見にそぐわないとともに、財政赤字を増やしてしまうことにもなる。この二点で難があることは否めない。しかし近年の深刻な資産

デフレは、そのような難点をはるかに越えてしまっている。財政政策も、このようなかたちでならばぜひ出勤させるべきであり、財政赤字問題に対しては、政府紙幣発行や日銀の国債引き受け等で別途対処すべきである。つまり政府による大都市再開発プロジェクト等は、財政的には、政府自身ないし日銀によって完全にバックアップされるべき関係にある。

なお国策による大規模プロジェクトとしては、ほかにも、軍事・宇宙・海洋等、いろいろとあるだろう。要は、この際、公的に有意義なプロジェクトを、どしどしと行ってしまおうというわけである。需要の新規大発動である。ただしこれは供給側の論理にもなりうるという点で、ミクロ経済政策という側面ももつ。

(12) ちなみに、現在、企業資産のなかで企業用不動産 (CRE) が占める割合は35%程度と大きい。だから企業としても、自社保持の不動産物件を経営戦略全体のなかでしっかりと位置付け、有効活用していかねばならないだろう。この点は近年「CRE戦略を通じた企業価値 (EV) の向上」などとしてよく論じられるようになった。たとえば、資産インフレ時だからといって、安易に非本業たる不動産物件の購入保有に走ったりしてはいけないわけである。

(13) わが国の持ち家世帯比率は62% (2993万世帯)、現住居の敷地所有世帯比率は51% (2405万世帯) である。このことから、不動産とりわけ住宅に関しては、第一次取得 (希望) 者よりも現所有者の利益を中心に考えるべきことがわかる。

【おわりに】

はじめにみたように、わが国はこの15年間ほどで、実に2400兆円ほどを失ってしまった。その代わりに、政府は不況等対策として累積150兆円ほどを、民間銀行は不良債権処理として累積100兆円ほどを支出している。都合250兆円ほどの支出である。あるいは、政府サイドで、不況等対策支出累積額150兆円の代わりに長期債務残高増加額500兆円ほどという数値を用いるならば、政府・民間銀行合わせて600兆円ほどを投入していることになる。2400兆円から250兆円ないし600兆円を差し引くならば、2150兆円ないし1800兆円ほどが、依然消失したままとなっていることになる。あるいはこれから、バブル後の陥没分、およびこのかんのマネタリーベースの供給増加分を差し引いたとしても、なお巨額の消失分が残る。したがって日銀・政府は、事態を收拾するためには、いわば純消失分と同程度まで、あるいは7掛けだろうと半分だろうとともかく相当額は、通貨を追加供給しなければならないことになるのではないか。あるいは供給してもよいことになるのではないか。これを「べらぼうな話である」とみるむきもあろうが、もともと、失われた額がべらぼうなのであって、論理的に考える限り、その巨大な穴を (ある程度は) 埋めない限り、事態は復旧解決することはできないのではないだろうか。もちろん、実際にはそこまでいく大分手前で、事態は好転していくであろうが。⁽¹⁾

これまで、「市中に通貨をいくら多量に供給しても、砂漠に水を撒いたように際限なく吸

い込まれていってしまっ、溜め込まれてしまっ、消費や投資には一向に廻らない」「どうして消費や投資につながらないのだろうか」といった嘆きや疑問が多く聞こえてきた。それはそうだろう。要するに、お金がまだまだ圧倒的に、足りないのである。現時点で、日本経済（の個々の構成要員）が現金渴望性向をもっているのは当然であろう。人々は、失われた富の途方もなさに呆然として自失しているのであり、激減後に残された富をせめて死守すべく汲々としているのであり、富の新たな到来を密かに心待ちしているのである。日銀・政府は、今後なお、圧倒的な通貨供給・増発をしていかなければならない。そのための方策が、これまでみてきた<リフレ政策+資産リフレ政策>であった。

では、本稿諸章の議論を簡単に要約・再確認したうえで、最後に議論を日銀の政策目標に集約してみよう。

①リフレ政策

日銀は、まずは（ダブル）デフレ対策として、2～3%程度のインフレ・ターゲット政策を採用し、長期国債等大量買い上げによって、通貨供給量を大幅に拡充すべきである。このインフレ・ターゲット政策に、終了期限を設ける必要はないだろう。恒常化するわけである。(2)

②資産リフレ政策

それとともに特に資産デフレ対策として、資産市場の活性化政策をとるべきである。やや具体的には、民官力を合わせて資産市場を徹底的に整備し公正明瞭平易化するとともに、日銀はTOPIX連動型ETFや東証REIT指数連動型ETFの大量買い上げを実施したい。またとりわけ政府は、日銀の全面的な協力を得るなどして、この際、東京・大阪の大改造を筆頭とする国家的な大プロジェクト群をぜひ立案断行したい。(3)

③日銀によるダブルリフレ政策

そして以上の議論を日銀論として集約結論するに、日銀は、インフレ懸念を専らとするだけでなく、<デフレ>懸念にも対等に気を使うべきである。また一般物価の安定だけでなく、<資産>価格の安定も政策目標に加えるべきである。合わせるならば、日銀は<デフレと資産>にも着目すべきであり、さらに合わせるならば、とりわけ<資産デフレ>にこそ着目すべきである。それが時代の要請でもある。

換言するならば、日銀は、政府と十分に連携しつつ、リフレ政策および資産リフレ政策、合わせて<ダブルリフレ政策>を実行することによって、<ダブル物価>を常時微インフレ気味に保つべきであり、その動的安定性を図るべきである。(4)

【注】

(1) たとえば1000兆円を創出供給したらどうだろうか。

なお、第3章でみたカネ過剰論とここで述べた膨大な金額の消失論とは一見矛盾するようにみえるが、現代の先進経済国における普遍的な現象と特殊な現象とのギャップではないかと思われる。今後さらに考えてみたい。

(2) もっとも事態が激変した場合、また大規模対処の場合などには、終了期限を設ける必要があるだろう。

(3) これらにより、資産デフレが遠ざかったら、ただちに停滞対策を行うべきである。この点は次稿で考察してみよう。

(4) もっとも日銀系の論者は、日銀の着目対象にデフレを加えることにも資産を加えることにもなお懐疑的な姿勢を崩さない。これについては、たとえば[翁邦雄ほか]を参照されたい。

ちなみに、現代において中央銀行にはなぜ民間性・独立性が必要なのだろうか。裁判所(や諸委員会)等との異同も含め、この点、再考すべき余地があるように思われる。日銀論については、たとえば[岩田規久男編、第7章]を参照されたい。

【文献・サイト等】

朝日新聞社編 『経済大論戦』朝日新聞社、平成15年

朝日選書編集部編 『経済大論戦2』朝日新聞社、平成15年

安達誠司 『デフレは終わるのか』東洋経済新報社、平成17年

—— 『円の足枷』東洋経済新報社、平成19年

伊藤隆敏ほか 『インフレ目標と金融政策』東洋経済新報社、平成18年

——ほか編 『分析・日本経済のストック化』日本経済新聞社、平成4年

—— 『ポスト平成不況の日本経済』日本経済新聞社、平成17年

伊藤宣弘 『現代経済学の誕生』中央公論新社、平成18年

井堀利宏 『ストックの経済学』有斐閣、平成5年

岩田規久男 『ストック経済の構造』岩波書店、平成4年

—— 『デフレの経済学』東洋経済新報社、平成13年

—— 『日本経済にいま何が起きているのか』東洋経済新報社、平成17年

——編 『まずデフレをとめよ』日本経済新聞社、平成15年

——ほか編 『失われた10年の真因は何か』東洋経済新報社、平成15年

植草一秀 『現代日本経済政策論』岩波書店、平成13年

——ほか 「日本大変! - 論客10人経済徹底討論-」『文芸春秋』平成14年12月

OECD編(大来洋一監訳) 『OECD日本経済白書2005』中央経済社、平成17年

大竹文雄ほか編 『平成不況の論点』東洋経済新報社、平成16年

翁邦雄ほか 「資産価格バブル、物価の安定と金融政策」『金融研究』21-1、日本銀行金融研究所、

平成14年3月

- <http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2002/kk21-1-3.pdf>
門倉貴史 「諸悪の根源は資産デフレにあり」 第一生命経済研究所ニュースNo.19、平成14年7月
http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/news/pdf/nr2002_5.pdf
——— 「資産デフレは物価をどれだけ押し下げたか？」 同上No.22、平成15年7月
http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/news/pdf/nr2003_10.pdf
——— 『統計数字を疑う』 光文社、平成18年
川北隆雄 『経済論戦』 岩波書店、平成17年
北村行伸 「物価と景気変動に関する歴史的研究」 平成14年3月
<http://www.imes.boj.org.jp/japanese/inyu/2002/kk21-1-1.pdf>
クルーグマン、P.ほか（山形浩生編訳）『クルーグマン教授の<ニッポン>経済入門』 春秋社、平成15年
黒田東彦 『財政金融政策の成功と失敗』 日本評論社、平成17年
幸島祥夫 『バランスシートによる日本経済分析』 シーエーピー出版、平成20年
河野龍太郎 『円安再生』 東洋経済新報社、平成15年
榊原英資 『構造デフレの世紀』 中央公論新社、平成15年
嶋中雄二 『ゴールデン・サイクル』 東洋経済新報社、平成18年
白塚重典 「資産価格と物価」 『金融研究』 20-1、日本銀行金融研究所、平成13年1月
<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2001/kk20-1-8.pdf>
新保生二 『デフレの罟を打ち破れ』 中央公論新社、平成14年
——— 『新しい日本経済講義』 日本経済新聞社、平成16年
第一生命経済研究所編 『資産デフレで読み解く日本経済』 日本経済新聞社、平成15年
竹森俊平 『経済論戦は甦る』 東洋経済新報社、平成14年
田中秀臣 『経済論戦の読み方』 講談社、平成16年
——— 『経済政策を歴史に学ぶ』 ソフトバンククリエイティブ、平成18年
——ほか編 『エコノミスト・ミシュラン』 太田出版、平成15年
内閣府編 『経済財政白書』 平成19年版、時事画報社、平成19年
内藤純一 「平成デフレと1930年代米国の大恐慌との比較研究」 平成14年4月
<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/ron028.pdf>
中原信之 『日銀はだれのものか』 中央公論新社、平成18年
日本銀行金融研究所編 『ポスト・バブルの金融政策』 ダイヤモンド社、平成13年
野口 旭 『経済学を知らないエコノミストたち』 日本評論社、平成14年
——— 『エコノミストたちの歪んだ水晶玉』 東洋経済新報社、平成18年
——ほか 『構造改革論の誤解』 東洋経済新報社、平成13年
野口悠紀雄 『ストック経済を考える』 中央公論社、平成3年
長谷川慶太郎 『世界デフレで甦る日本』 実業之日本社、平成16年
ハドソン研究所（楡井浩一訳）『超大国日本は完全復活する』 徳間書店、平成15年
浜田宏一ほか編a 『論争 日本の経済危機』 日本経済新聞社、平成16年
——— b 『長期不況の理論と実証』 東洋経済新報社、平成16年
原田 泰a 『日本の「大停滞」が終わる日』 日本評論社、平成15年
——— b 『奇妙な経済学を語る人びと』 日本経済新聞社、平成15年
——— 『大停滞 脱却の経済学』 PHP研究所、平成16年

- ほか編 『デフレ不況の実証分析』 東洋経済新報社、平成14年
- バーナンキ、B. (高橋洋一訳) 『リフレと金融政策』 日本経済新聞社、平成16年
- 東谷 暁 『誰が日本経済を救えるのか!』 日本実業出版社、平成14年
- 『エコノミストは信用できるか』 文芸春秋、平成15年
- 深尾光洋ほか編 『ゼロ金利と日本経済』 日本経済新聞社、平成12年
- 松崎 昇 『西洋発近代の論理』 社会評論社、平成10年
- 「国民皆投資家制度の提唱」 上武大学経営情報学部紀要、第27号、平成16年12月
- 「新しい財政的国家観としての無税・最小限国家制度の推奨」 上武大学経営情報学部紀要、第28号、平成17年12月
- 丸尾直美 「資産型不況克服のポリシー・ミックス」 第一生命経済研究所、Life Design Report, 平成15年10月
<http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/ldi/report/rp0310.pdf>
- 水野和夫 『100年デフレ』 日本経済新聞社、平成15年
- 宮尾尊弘 『「ストック経済」の時代』 日本経済新聞社、平成元年
- 『日本再生の戦略ビジョン』 実業之日本社、平成6年
- 村松岐夫ほか編 『平成バブルの研究』 上下、東洋経済新報社、平成14年
- 山田秀樹 「日本経済とマクロ経済政策についての考察」 平成18年6月
<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/ron149.pdf>
- 若田部昌澄 『改革の経済学』 ダイヤモンド社、平成17年
- 渡辺喜美ほか 『反資産デフレの政治経済学』 東洋経済新報社、平成13年
- 渡部昇一 『渡部昇一の時流を読む知恵』 致知出版社、平成15年

アイ・エヌ情報センターe-Graph http://www.indb.co.jp/inreport/e_graph/index.html

経済産業省 <http://www.meti.go.jp>

国土交通省 <http://www.mlit.go.jp>

財務省 <http://www.mof.go.jp>

総務省統計局 <http://www.stat.go.jp/>

内閣府 <http://www.cao.go.jp>

日本銀行 <http://www.boj.or.jp/index.html>

I M F <http://www.imf.org>

特に、アイ・エヌ情報センターe-Graphから、図表を多く使っていただきました。ここに記謝申し上げます。