

## 経済危機と経済システムの転換メカニズム

奥村 洋彦

### 1. はじめに

日本経済は、1990年代に入って以降、十数年に及ぶ長期低迷が続いている。経済不安ということだけであれば、どの市場経済においても、景気循環はもちろんのこと、バブルの発生・崩壊や金融危機にすら、しばしば見舞われる。近年においても、70年代前半の英国、90年前後の北欧諸国、そして、2000年前後の米国が後者のよい例となっている。しかし、今回の日本のごとき事例は、歴史的に見ても数少なく、バブル崩壊や金融危機を超えた経済システム全体に及ぶ問題（経済危機）と位置づけられる。実際、株価の動きを見ても、2003年の安値水準はピークの1989年末比3割弱、かつ、ピーク後13年を経過してもなお安値更新が見られるという異常さであった。経済の先行きは不確実で、そのことが、市場経済において、株価など資産価格の動きを不安定にする根因であるが、今回の日本の経験は、この不確実性が著しく大きいのか、あるいは、政策展開が不確実性要因を十分織り込んだものとなっていなかったか、いずれにしても、不確実性を軸に経済の構造的側面に焦点を当てて検討する必要があることを物語っている。（図表1参照）

本稿では、以下、日本経済の現状と不確実性との関わりを分析した後、経済分析において不確実性を取り入れる必要性に言及したナイト、不確実性を重視するモデルを初めて体系的に展開したケインズとその流れを汲むミンスキー、ならびに、現代経済学のフロンティアを目指す行動経済学の基本的考え方を検討する。次いで、今回の日本経済の長期低迷が、経済システムの内生的転換メカニズムの欠如と関わって生じているが、これに

は、金融市場における公的金融の異常なプレゼンスの高さが関わりを持っていることを検討する。最後に、あるべき政策展開と、その選択をする上での経済学の直面している研究課題を探る。

### 2. 日本経済の現状と不確実性

2003年の現時点では、日本経済の長期低迷の原因を語る時、人々が「家計が年金や雇用の将来不安から消費支出を積極化出来ないことが鍵」と論じることは一般的である。しかし、このように、不安感を景気悪化と結びつけて論じることは、実は最近のことで、「バブル」崩壊後1997年頃までは、一般的ではなかった。例えば、政策当局の見解を、日本銀行と経済企画庁という代表的でかつ公式文書で定期的にその見解を発表していた機関を例に見ると次のようにとりまとめられる（以下の判断は、特記しない限り、経済企画庁編の各年の「経済白書」と経済企画庁編「戦後日本経済の奇跡—経済企画庁50年史」1997年、ならびに、日本銀行の「調査月報」、「日本銀行月報」所収論文、日本銀行総裁講演によっている。）

- ① 資産価格が下落しはじめた1990年から92年半ばにかけては、事態を通常の景気循環的展開としてとらえていた。これは、80年代後半の「バブル」期に、金融の「異変」に気づいてはいたものの、実物経済で順調な企業収益やインフレなき経済拡大が続いていたことを重視し、「バブル」による資産価格の上昇とその実物経済への影響をあまり大きくとらえていなかったことに起因する。
- ② 93年に入って資産価格下落の及ぼす悪影響を重視しはじめたものの、重心は依然景気循環

的側面にあり、「93年後半からは回復の動き」とし、94年には、「バブルの崩壊そのものは93年でほぼ終了」と判断していた。日本銀行が94年秋にコール・レート引き上げに踏み切ったことは、こうした基本認識なしには考えられない。

- ③ 95年前半に至っても景気は回復せず、この予想外の低迷の要因として、一層の円高の進展、阪神・淡路大震災の発生や東アジア諸国の台頭を挙げたが、同時に、バブル後遺症としてのバランスシート問題も取り上げた。なお、政府は94年度に、「バブル」崩壊後初めて所得税減税を実施、また、日本銀行は95年9月に公定歩合を0.5%にまで下げる状況に追い込まれていく。
- ④ 景気は95年度から96年度にかけていったん上昇したが、97年度以降再び落ち込んだ。この要因として、政策当局は、大手金融機関の破綻、アジアの経済危機、BIS規制の制約による金融機関の貸し出し姿勢慎重化などを挙げるとともに、家計や企業にとって、将来にかけての不確実性の高まりがリスク回避的行動を招き、景気回復を阻害しているという不確実性下の心理的要因も強調しはじめた。

ここで重要なことは、「バブル」崩壊後7年という長い期間を経過させて初めて、市場経済における人間行動を理解するためには、①金融要因が実物経済に大きな影響を与えることと、②不確実性や経済主体の心理的要因を重視しなければならないことが強く認識されるに至ったことである。

家計の生活不安に代表される不確実性が個人消費の伸びを抑える主因となっていることは、日本銀行の個人に対する「生活意識に関するアンケート調査」によって確認出来る。例えば、直近時点の2003年3月実施の第16回調査を見ると、「支出を1年前と比べて減らしている」とする個人は全体の49.7%（「増やしている」は4.3%）に上って

いるが、その主たる理由は、「将来の仕事や収入に不安」、「今後の年金や社会保険給付の不安」、「増税や社会保障負担引き上げの不安」と、生活不安にあることがよく示されている。このことと、個人全体の消費姿勢で、「年金改革や財政赤字等に対する指針を示し、国民負担の将来像を明確化する」ならば消費を増やすとする者が34.4%を占め、また、「現在の収入よりも将来の不安があるかないかによって、支出は変わらと思う」とする者が44.5%にも達していることを合わせ考えると、単なる恒常所得仮説やライフ・サイクル仮説だけでは説明出来ない消費関数となっていることがよく分かる。

この日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」は、「バブル」経済時には存在せず、「バブル」崩壊後の1990年代半に至って必要性が認識され始め、情報サービス局が1994年になって開始したものである。そして、不確実性や生活不安と支出との関連を明確に意識して設問を作り出したのは、1998年調査（第6回）以降のことと判断される。日本ではこうした設問を持つ定期的サーベイ調査はほとんどなく、貴重なデータを提供していると評価出来る。しかし、個人の行動を心理的変数を含めて行動経済学的に分析する上で欠かせないデータの作成・収集はごく最近始められたばかりであり、上述の政策当局の経済に対する診断の誤りとその修正状況とも符節が合うことが確認されよう。（図表2・図表3参照）

こうした消費支出の動きと政策対応の不適切さは、企業の設備投資にも大きな影響を与えることとなる。一つの要素は、有効な政策が打たれないことから株式などの資産価格の底入れが実現せず、株価低迷が長期化して設備投資を低迷させることである。他の要素は、企業経営者の中期的な経済見通しが、現実の成長率が見通しを下回ることが繰り返される中で、次第に、悲観的になり、結果、設備投資自体も盛り上がりや欠くものとなることである。ここでは、ケインズの設備投資関

数の的確さが確認出来る。ケインズは、設備投資を決める最重要要因である資本財の予想収益の決定要因として、現在の資本ストックと消費需要に加えて、将来の出来ごとに関わる長期期待の状態を考える。そして、この長期期待に関して、予想をする時の確信の度合い（確率のウェイト）を重視し、また、予想値と実績値を比較して、両者のギャップが次の期の期待形成と行動に影響すると考える。我々は、図表4によって、1980年代後半から現時点までの日本企業の設備投資行動を見て、設備投資が伸び悩んだ90年代半以降、企業の中期的な経済成長見通しが低水準でかつ不安定なものとなっていたこと、予想値と実績値のギャップは翌年度の設備投資の伸びに影響を与える傾向があることを明確に読みとれよう。

### 3. 不確実性と経済分析

#### (1) 経済学への不確実性の導入：ナイトとケインズ

人間の経済行動は将来見通しと関わりを持って展開される。しかし、将来何が起きるかは誰にとっても確かなものではない。人々は、リスクの下で行動するか、あるいは、不確実性の下で行動するかが不可避となる。

この不確実性の存在を経済学との関わりで明確に採り上げた初期の経済学者は、ナイト（Knight, Frank H.「Risk, Uncertainty & Profit」Harper Torch books 1921.）とケインズ（Keynes, John M.「The General Theory of Employment, Interest and Money」Macmillan 1936.“The General Theory of Employment” Quarterly Journal of Economics, Vol.51, February.1937.）である。両者は、経済システムには不確実性が内在しており、将来何が起きるかについての経済主体の情報や知識は完全なものでは有り得ないので、不確実性が個々の経済主体の経済行動に影響を与えることを重視した経済分析が必要なことを強調する点

では同じであった。しかし、このことと、展開すべき経済政策への関連づけにおいては、両者は全く異なることとなった。ナイトは、不確実な将来をたまたま的確に予測し得た者は利益を得、予測し得なかった者は利益を得ないが、このことこそ、人々に自らの選択に対して責任ある行動を採らせる基盤となるから、政府は徒らに介入することなく自由にしておくことが大切と考えた。ナイトは、市場経済は、不確実性を内在させているために「放っておけば価格メカニズムが最適資源配分をもたらす」といった理想的な仕組ではなく、人々の倫理観や価値観が関わりを持つとするが、それだけに、個々人の自由と責任を最重要とする。すなわち、「人は、もし、自らの行動の結果について、良かれ悪しかれ、自分で責任を取るならば、人はより効率的に決定を下すこととなる」<sup>(注1)</sup>という理由で自由な企業行動が望ましいと考えた。政府の政策決定のウェイトが高くなると、責任の所在が個人ではなく政府に移ってしまい、民間経済主体の無責任体制が招来されることを恐れたわけであるが、現時点の日本の状況はこうしたケースによく合っていると考えられる。

これに対し、ケインズは、不確実性の下で個々人が最適な行動を取ろうとすると、しばしば、社会全体にとっては最適でない結果をもたらされるので、両者の調整を取る上で、政府の介入が望ましいと考える。例えば、非自発的失業の存在は社会全体にとって効率的資源配分が達成されていないことを意味するが、これは有効需要の不足を主因に発生する現象ととらえる。そして、不確実性が人々に貨幣の保蔵を選択させ有効需要の不足をもたらす経路を重視したり、不確実性が株価等資産（富）価格に影響を与えて設備投資や消費を動かす経路に焦点を当てる。また、利子率は貨幣の需要（流動性選好）と供給を等しくさせるものと

(注1) Knight, Frank H.「Risk, Uncertainty & Profit」Harper Torch books 1921 358頁。

してとらえ、この貨幣の需要には、将来の不確実性、将来の利子率予想、確信の状態が影響を与えると考えた。ケインズは、社会全体にとっての経済の基本的枠組を、不確実性の下での人々の期待形成とそれに強く影響される投資行動、消費行動、そして、富の動きを中心に構築し、景気循環や金融危機が内生的に発生するメカニズムや金融取引が実物経済に影響を与えるメカニズムを明らかにする先駆者となった。

こうしてケインズは、経済学に「不確実性革命」をもたらしたと評価される。<sup>(注2)</sup> この点は、ケインズ自身が自らの理論体系に対する既往の経済学者の批判に対し、反論論文の中で次のように既往の標準理論（古典派経済学体系）との違いを述べていることが参考となろう。「私の理論が標準理論と違うそもその出発点は次の二点にまとめられる。

(1)標準理論は人々が将来についてある知識を持つと仮定するが、現実には、将来は不確実であると考え（中略）。(2)標準理論は、もし、経済全体の需要と供給に関する理論が必要なことを見落としさえしなければ上記の欠陥を知ったであろうが、暗黙裡に、供給が需要を生むというセイの法則を想定していたが故に、乗数の背後に心理学的法則がある点に注意を向けていなかった（中略）。」

<sup>(注3)</sup> <sup>(注4)</sup>

(2) ミンスキーによるケインズ・モデルの拡張・深化

ケインズは、金融市場の発達、不確実性と実物経済との関係をより不安定なものにするにとら

えていた。この延長線上で、第二次大戦後、発達した金融市場を舞台に、ケインズ・モデルの拡張・深化に努めた経済学者はミンスキー（Minsky, Hyman P）である。ミンスキーは、ケインズ・モデルを土台にして、発達した金融市場とその下で不安定な動きをする実物経済を関連づけるモデルを展開すべく、次のような点を中心に拡張・深化を行なった。<sup>(注5)</sup>

- ① ケインズは金融（金融制度・金融慣行を含む）が実物経済に影響するという論理は示したが、両者の関連を詳細に分析していないので、この点で一層の肉づけが必要である。
- ② 資本—資産（capital—assets）の価格は設備投資の大きさや貨幣需要の大きさに影響を与える重要な要因となる。
- ③ この資本—資産の価格に影響を与える要因としては、将来収益の予想、収益予想を現在価格に割引く割引率の予想、そして割引率と関連を持つ利子率の予想がある。
- ④ 同様に、経済主体の資産・負債構造もこれらの予想形成に影響を与えて資本—資産の価格に影響する。また、資産・負債構造は経済主体の行動に直接影響を与える。
- ⑤ この資産・負債構造に対して、金融（金融制度・金融慣行を含む）は大きな影響を及ぼす。
- ⑥ 資産・負債構造は実物面と金融面とから成っているが、実物経済に不安定性をもたらす要因としては金融面がより重要である。

<sup>(注2)</sup> Bateman, Bradley W.「Keynes' s Uncertain Revolution」 The University of Michigan Press 1996

<sup>(注3)</sup> Keynes, John M.「The General Theory of Employment」 The Quarterly Journal of Economics. February 1937. pp.222-223

<sup>(注4)</sup> ケインズ・モデルのより詳細な検討は、奥村洋彦「現代日本経済論—バブル経済の発生と崩壊」東洋経済新報社 1999.pp.38-46参照。

<sup>(注5)</sup> Minsky, Hyman P.「John Maynard Keynes」 Columbia University Press.1975 p.62,p.77,p.80,p.100,p.106

「Can "It" Happen Again?」 M.E.Sharpe. 1982.p.95,p.102

ミンスキーは、不確実性の下で行動する経済主体は、主観確率で予想せざるを得ない将来の動きを現在価格に反映させて金融取引の諸関係を不安定なものにさせること、この不安定な金融取引を始発点にして、資産・負債の膨張・縮小や構成変化がもたらされ、人々の経済行動に予測が出来ない異例の変化が生じることが現実経済の常態であると考えた。

1990年代後半の米国では、株価の暴騰と「バブル経済」の発生が見られ、2000年から2003年にかけては、株価の暴落と「バブル経済」の崩壊が生じた。この一連の動きの背景には、1990年前後から盛んになったミューチュアル・ファンドの銀行による本格的取扱い自由化や、「401k」と呼ばれる税制優遇された個人年金の普及に伴う、個人の資産運用の構造的変化、米国以外の主要国の異例の経済政策に伴う国際資本移動の変化など金融面の異変があった。また、「ニューエコノミー論」やIT革命論に代表される新しい環境を囁き動きも見られた。これらの状況の下で、90年代後半の米国では、先行きを楽観視する傾向が強まり、資金の貸し手も借り手もリスクを過少評価して信用が膨張し、「バブル経済」がもたらされた。まさに、ミンスキーの「金融不安定性仮説」が当てはまる状況となっていたと判断される。<sup>(注6)</sup>

(3) 「行動経済学」の台頭：アカロフ、ラビン、サイモン

ケインズの「不確実性革命」を再評価するもう一つの動きは、1990年代以降顕著になってきた「行動経済学」の展開である。ここでは、その先駆的な、また、代表的な論者であるアカロフ (Akerlof, George A.)、ラビン (Rabin, Matthew)、

サイモン (Simon, Herbert A.) を中心に基本的な論点を検討しよう。

まず、アカロフは「ケインズが『一般理論』で意図した基本的な精神に基づきマクロ行動経済学を構築することが夢であった」とする。そして、「新古典派総合は、ケインズ『一般理論』の中で謳われた心理学的な、そして、社会学的な要素、例えば認識バイアス、互惠主義、公正、群集行動、社会的ステータスといったものを踏みにじってしまった。私は、それらの要素を取り入れたより現実的仮定を置き、マクロ理論を強化することが夢であった」と述べる。<sup>(注7)</sup>

アカロフは、現実経済の動きの中には、新古典派的な競争的一般均衡モデルでは十分説明出来ない事象があるとし、その代表的事例として次の6点を指摘した。

- ① 非自発的失業が存在する。
- ② 金融政策は産出高や雇用に影響を与えている。
- ③ 失業率が高くてもデフレが加速しない。
- ④ 個人は異時点間の効用関数を極大化すべく退職後の高齢期に備えた最適な貯蓄を行なうとされるが、実際は社会保障プログラムがなければ貯蓄不足の状態。
- ⑤ 株価の動きは変動が大きく経済の基礎的要因 (ファンダメンタルズ) から乖離する。
- ⑥ 貧困者や差別を受ける人種が存在し続け、また、彼等は麻薬やアルコール依存等自己破壊的行動を展開する。

そして、これらの現象を説明する理論としては、既往の新古典派体系だけでは十分ではなく、上述の行動マクロ経済学が必要とした。

例えば、行動経済学のメンタル・フレームで

<sup>(注6)</sup> ミンスキー・モデルのより詳細な検討は、奥村彦彦「現代日本経済論－バブル経済の発生と崩壊」東洋経済新報社 1999.pp.46-58参照。

<sup>(注7)</sup> Akerlof, George A. “Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior” American Economic Review June.2002 p.411

は、労働市場における非自発的失業の存在やデフレ問題の存在は、次のような心理面に配慮した人間行動を考えると理解しやすいとする。①人々は名目賃金の切り下げに抵抗する、②人々は何かの変化が自分にとって得になるか損になるかを評価する時、ある基準 (some reference point) に対し相対的にどうかという考え方を、③人々は損失を避けることと得することとを比較すると、損失を避けることをより重視する、④人々は現行の名目賃金を基準にしてプラスかマイナスかを考えるため名目賃金は下方硬直的となる、⑤人々の行動は、古典派経済学の想定する実質タームでだけというより、時には、貨幣錯覚にも陥る。

つまり、デフレ経済下で物価が下がっていても、雇用者は名目労働賃金の切り下げが思うように出来ず、結局、失業を発生させることとなる。若干の物価上昇が経済の円滑な運営にとって望ましいのはこうした背景があるからであり、逆に90年代の日本のように、政策当局が物価上昇への懸念を必要以上に強めると、デフレの悪循環が発生することとなる。

アカロフは、現実の経済の動きをよりよく説明するためには、一般均衡・競争モデルだけでは不十分で、行動経済学モデルが必要と説き、自らも情報の非対称性を基軸にその展開に貢献した。その彼が、ケインズを、市場の失敗の原因を心理学的要因に求めたり、非合理的行動 (株式への投機などで見られる) に求めたりして、行動経済学の構築に大きく貢献したと高く評価しているのである。

ラビンは、現代の標準的経済学を土台にして、その前提とする人間行動を、心理面を採り入れたより現実的なものに置き換えることによって、経済学の新たな展開が可能になると考え、心理面から動機づけられたパラメータを加えたり、心理面

によって強化されたモデルを中心に、行動経済学として展開を図っている。<sup>(注8)</sup>

より具体的に、標準経済学との違いを見るために、ラビンはまず、標準経済学モデルにおける個人の選択を次のような効用関数の極大化と考える。

$$\text{Max}_{x \in X} \sum_{s \in S} \pi(s) U(x|s)$$

$X$ は選択可能なセット、 $S$ は状況スペース、 $\pi(s)$ は人々の主観的確率、 $U$ は選好関数とする。ここで、現実の人々の行動から以下のような点で現実経済との乖離があるのではないかと疑問を提起する。

- ① 選好対象について・・・絶対値 (最終的状況) を重視するだけではなく変化 (動き) も重視するのではないか。 $\pi(s)$ は状況に応じてリニアールではない異なった動きを見せるのではないか。リスクの下での $\pi(s)$ と不確実性の下での $\pi(s)$ とでは形状が違うのではないか。自分自身の厚生だけでなく他人の厚生や社会的厚生も対象にするのではないか。
- ② 状況発生確率について・・・主観的確率 [ $\pi(s)$ ]も定量化出来るとする強い仮定は非現実的で、定量化出来ない主観的確率 [ $p(s)$ ]も不確実性下では存在するのではないか。
- ③ 選好関数について・・・個人が極大化しようとしている選好関数は、安定していて、明確に規定され、現在とか将来といった時間とは関わりなく同じであるという仮定は非現実的なのではないか。

こうしたラビンの考え方を現下の日本に当てはめると、民営化や、自由化など制度改革に強い抵抗が出るのは、人々が改革後の厚生水準の高低を考えるからというより改革のプロセスの中で生じ

<sup>(注8)</sup> Rabin, Matthew "A Perspective on Psychology and Economics" European Economic Review 46, 2002 p.p.657-659

る変化をより強く恐れるからであるとか、国民が巨額の財政赤字を伴う政府の下支え策を優先させ、政府債務累増による将来の負担増を軽視するのは時間軸で現在を将来よりもより選好する (present-biased preference) からといった例示が出来るよう。

ラビンは、現実における各経済主体の経済行動を分析するためには、心理的要因を重視したモデルが有用であり、数学的厳格性を追求するあまり心理的要因を排除したモデルは修正を要すると説く。例えば、経済構造が変化する時には人々は異例の行動を採りがちであるが、この両者の関連を政策当局が事前に予測し政策展開を有効にするためには、心理的側面も入れた分析が欠かせないのである。日本において、1980年代の金利自由化が金融機関の異例の行動を招来し、「バブル」発生の有力な一因となったことはこの顕著な例である。<sup>(注9)</sup> 第2節で検討した「バブル」崩壊後の日本の政策当局による診断ミスもこうした分析姿勢が当時の当局にとってはほとんどなかったことによるところが大きいといえよう。

サイモンは、経済学の発展にとって、現実の動き (データ) を見て新しい理論を作るという方向が大切であるのに、標準的経済学は、実体的合理性 (substantive rationality) を前提に理論展開するばかりで、現実には人々が限定合理性の下でどう行動するかという点に焦点を当てた手続き的合理性 (procedural rationality) を分析対象としないと批判する。<sup>(注10)</sup> ここで、実体的合理性とは、人々が行動する時には「合理的に行動するものだ」と決めてかかってモデルを構築する場合の合理性を指す。他方、手続き的合理性とは、人々が行動する

時には、実際は、情報面とか将来予測能力面とかに代表されるさまざまな制約条件があって、いわば限定合理性 (bounded rationality) に基づく行動とならざるを得ないという行動のプロセスを重視する場合の合理性を指す。

サイモンは、この合理性の取扱いを中心に、新古典派経済学は自然科学や他の社会科学とアプローチの仕方が異なっていると、特に次の三点を批判的に取り上げている。第1は、人々の行動を分析する時、その目標 (goals) や価値 (values) の中身について何も語っていないこと。第2は、現在であれ、将来であれ、異時点のことがらを分析する時に、あたかも一つの世界しかないかのごとく、人々が一律に整合的な行動を採ると仮定すること。第3は、人々の行動は客観的合理性に基づくと仮定していること。サイモンにとっては、人々の価値は時間の経過とともに変化するし、行動はどのような環境の中で採られるかに依存するし、また、個々人は限られた情報や計算能力、検索能力を使って何かを決定したりせざるを得ないのであるから、これらの条件を考えない新古典派経済学の枠組みだけでは現実の経済を的確に分析出来ないとするのである。

サイモンは、こうした問題意識を、既に、1959年時点から、明確に提示している。<sup>(注11)</sup> そこでは、標準的経済学が想定する①効用関数の設定方法、②収益極大化の仮定、③完全競争の仮定、④完全予見の仮定、⑤経済主体がその中で行動する「状況」についての客観性と主観性についての認識、が現実の経済・人間行動と乖離していることを指摘しているが、その多くは、上述の現時点の「行動経済学」論者の指摘と同様であり、サイモ

(注9) より詳細な検討は、奥村洋彦「現代日本経済論ーバブル経済の発生と崩壊」東洋経済新報社1999.pp.237-255参照。

(注10) Simon, Herbert A. "The Failure of Armchair Economics" Challenge November-December 1986 p.19

(注11) Simon, Herbert A. "Theories Of Decision-Making In Economics And Behavioral Science" American Economic Review, June.1959,P.256

ンの先見性を如実に物語っている。サイモンの「行動モデル」は、不確実性の下で、限定合理性という制約条件に縛られざるを得ない経済主体の行動を、恠憫な合理性だけでなく、直観や情という人間の心のはたらきも加味した要因に基づくものとして分析しようとするモデルである。経済政策とその有効性に関わる議論との関連では、将来についての人々の期待がどのように形成されるかが決定的な鍵となるが、この期待形成やそれに基づく経済行動の分析が経済学で欠けたまま政策論議が行なわれていると批判する。<sup>(注12)</sup>

#### 4. 公的金融の肥大化と経済システムの内生的転換の阻害

「経済発展」と「金融の仕組」とは不即不離の関係にある。経済が発展する時は金融の仕組が良好であり、逆に、現在の日本のように、経済が長期にわたって停滞している時は金融の仕組みが悪くなっている。この日本の金融は、民間金融と公的金融が併存しているので、日本経済再生のためには、実物経済、民間金融、公的金融三者間の有機的関連を産業組織論的に分析し、整合性ある政策を採る必要がある。

##### (1) 不確実性と公的金融

市場経済は、不確実性や金融不安性を内在させている。経済主体にとって、将来は常に不確実である。不確実性が大きくなる場合には、個々の民間経済主体による資金仲介は、借り手のリスクや貸し手のリスクを実態以上に大きく見てコスト高となる事例が発生しがちとなるため、公的金融による資金仲介が一定の条件を満たせば国民負担を小さくすることが期待出来るのである。また、市場経済においては、景気循環や金融危機の発生自体を避けることは出来ず、それらが発生した場

合、政府が市場経済に関与することが国民にとっても望ましい面があるからである。

こうして、公的金融の最適規模や機能を測る基準として、市場経済が内在させている不確実性をリスクとは別の尺度として取り上げ、不確実性が大きいことがらにこそ公的金融の関わるべき分野があると考えたい。ここで、不確実性とは、経済主体が、将来を見通す時に、確率判断が不安定になる、あるいは、確率判断自体が困難になる状況を指し、その原因としては、経済の構造が大きく変化することと、構造が一定でも状況が均衡から大きく乖離して不安定になることを考えよう。前者の例としては、産業構造の急激な変化、技術革新、規制の変化、地理的な資源配分の変化等があげられ、後者の例としては、景気の異例の悪化等があげられる。

日本の現時点における公的金融が最適な公的金融とどのように乖離しているかを検討しよう。公的金融に関わる資金の流れを図式的にとらえると、入り口では郵貯、簡保、公的年金で資金を集め、出口では、①政府系金融機関による融資、②公団等事業実施政府機関へのファイナンス、そして、③国債や地方債の購入という三つの流れに分かれる。この資金使途のうち、①の融資については、不確実性が大きい場合に、公的金融による関与が求められ、一般に、長期固定金利によるファイナンスが有効となる。例えば、最初のプロジェクト立ち上げの段階では、不確実性が大きく、民間金融機関だけでは適切な資金手当てが難しい状況が長期大規模プロジェクトでは容易に考えられよう。しかし、プロジェクト実施後は、時間の経過とともに、満期(目標時)までの期間は短くなり、不確実性は小さくなっていくことが一般的であろう。つまり、民間金融機関にとっては、プロジェクト立ち上げ時にはファイナンスに積極姿勢

<sup>(注12)</sup> Simon, Herbert A. 「Reason In Human Affairs」 Stanford University Press, 1983, Chapter3は、これらの諸点を詳しく取り扱っている。



を採れないものの、時間の経過とともに、積極的に関与したくなるプロジェクトが有り得る。こうしたケースにおいては、公的金融は、当初はプロジェクト・ファイナンスの中核となって関与し、時間の経過とともに次第に関与の度合いを小さくして、民間金融にウェイトを高めさせていくことが望ましい。具体的には、公的金融は、その貸付債権を、投融資先の事業採算の目途が付きやすくなった時点で、民間金融に売却する仕組みである。しかし、これまでは、こうした貸付債権も満期まで保有し続けたため、貸付残高を最適規模以上に膨張させる嫌いがあった。

②の事業実施政府機関へのファイナンスについては、国民がその費用と便益を知った上で責任ある支持をする事業を実施する場合には政府の関わる余地がある。しかし現状は、公会計の欠陥も手伝ってこれら事業の費用と便益に関する情報が十分作成されず、あるいは、十分公開されていないため、公的金融によるファイナンスの可否を国民が的確に判断することが出来ない状況にあった。

③の国債や地方債の購入については、現行体制には大きな問題がある。例えば、郵貯、簡保、公的年金、資金運用部の保有額は2001年9月末で182兆円の巨額に上っているが、このポートフォリオ投資は誰かが責任を持って（人事評価を伴って）リスクとリターンに基づく選択をした結果なのであろうか。この情報が開示されていない現状では確たる判断は出来ないが、おそらく実態は責任ある投資にはほど遠く、資本市場における価格形成メカニズムを歪めるものとなっているに違いない。すなわち、運用成績、責任の所在、人事評価、適正規模の判断基準、これらすべてが資金を預けている「お客様」の国民に知らされぬまま、何百兆円という規模の金融仲介が行われているのである。

こうして、日本の現状を見ると、適正な公的金融と現実の公的金融の間には大きな乖離があり、

その活動の規模や範囲は適正水準を大きく上回っている。この乖離がもたらされた背景を考えると政府部門における問題点として次の4点があげられよう。

- ① 資金を集める主体と運用する主体が整合性のある動きをせず分断されている。
- ② 意思決定者が不明で責任の所在も定かでない。
- ③ コストやリターンに関する情報が作成されず、金融仲介のパフォーマンスが不明である。
- ④ 公的金融全体を金融活動として把握し、指揮するコントローラが不在である。

(2) 過大な公的金融が市場経済に与える悪影響  
現実の公的金融のプレゼンスが肥大化していることは、市場経済の健全な発展にとって、次の諸点で悪影響を及ぼしていると考えられる。

第一は、金融、実物の両面にわたって、政府部門のウェイトを大きく高め、民間部門の活動分野を狭めることから資源配分の効率を低下させることである。もちろん、こうした状態を国民が責任を持って選択しているならば問題は大きくないが、現状は、上述のように、公的部門は自らの行動に関する整合性ある費用・便益の情報を作成せず、誰も責任ある意思決定を下さないまま肥大化が進んできたので、責任ある選択の結果とは考えられない。

第二は公的金融チャンネルへの大量の資金流入は、制度の本来の目的である①政府系金融機関による融資や②公団等事業実施政府機関へのファイナンスに必要な規模を超えて、国債・地方債へのポートフォリオ運用に資金を向けさせることとなっている。公的金融による国債・地方債の購入は、価格の高低や運用成績を基準に実施する責任ある運用ではないので、大量の資金流入は国債・地方債の価格高騰（長期金利の大幅低下）を招来しがちとなる。このことは市場経済の価格機能を

人為的に歪める結果をもたらしていると判断される。

第三に、資金の最終的貸し出し手である家計にとっても、リスク・マネーの供給が困難となることがあげられる。これまでの日本では、家計から、最終的資金の取り手である企業に向かう資金循環は、圧倒的に、民間の預金・貸出ルートか、郵貯・簡保・公的年金ルートで、資本市場ルートはごくわずかである。こうした現状と、公的金融のプレゼンスの高さとは、次のような点で密接に関わっている。つまり、家計の観点から見ると、リスクの多様化を図ろうにもそのチャンネルや市場が十分用意されておらず、また、1998年まで、金融資産に関わる『比較情報規制』が事実上行われていて、資産選択に関わる情報自体が入手できず、したがって、リスクは大きい期待リターンも高いというプロジェクトに資金を出すこと自体が難しい状況にあった。なぜこうした状況が1985年の預金金利自由化実施以降10年も20年にもわたって延々と続き、資本市場の育成やリスクマネーの供給はお題目だけに終わってしまうのであろうか。その根因を考えると、経済運営に当たる当局者自身が、「金融の仕組み、経済取引に関わる情報コストや取引コストを減らしつつ資本蓄積や技術革新を促進させる機能を持ち、金融の仕組みかんによって、経済が発展するか停滞するかが決まってくる」という市場経済のとらえ方をしていないことにある。これでは、米欧の人々に「90年代の繁栄は資本市場を触媒として達成した」と説明されても、日本の問題点に思いが至らないのである。例えば、一方の中央官庁は「日本経済の問題点は家計が預貯金選好ばかりでリスクマネーを出さないこと」と白書などで指摘しながら、他方の中央官庁は、家計から数百兆円もの資金を自らが集めているのに「安全確実なもの」にしか運用しないと宣言しているのであるから整合的な政策など期待しようもない現状がある。

第四に、財政赤字に対する政治や政策当局の規

律の緩みをもたらしていることがあげられる。これは、政府債務を政府部門自身がリスク・リターンに配慮することなく無条件に購入するという上述の資金の流れの下では、政府債務の価格(金利)を持って、資源配分の基準とすることは出来ないからである。しかし、政策決定に関わっている政治家や官僚にとっては、現実の政府債務の低金利は、あたかも国民が赤字財政政策を積極的に支持しているかのごとく映る、という問題を孕むことになるのである。

### (3) 過大な公的金融が政策運営に与える悪影響

公的金融の肥大化は政策運営にも悪影響を与えている。

第一は、政策のトランスミッション・メカニズム全般に支障をきたしていることである。例えば、こうした公的金融の存在は、「バブル崩壊や金融危機下における金融緩和政策の効果」を大きく殺ぐ点を考えてみよう。すなわち、こうした経済の状況下では、家計は資金の運用先を民間金融から公的金融にシフト(1991~99年度中では、金融資産増加額の5割強を公的金融に向けた)させ、公的金融は、これら資金の多くをポートフォリオ運用にあて「安全確実」と考える国債・地方債に資金を循環させる。これでは、中央銀行が、超低金利政策を採り、量的緩和をしても、①民間金融機関の貸出等を経由する信用(クレジット)チャンネルは拡大せず、②株価などのリスク資産価格にも好影響を与えられず、③したがって、資産価格上昇を梃子とする信用拡大(アクセラレーター)効果も働かない。

この日本の現状の特異さは、米国において金融危機に直面した90年から93年にかけてのような資金の流れとなったかと比較するとより鮮明になる。この時期、米国中央銀行は短期金利を「異例の低さ」(預金金利は名目おおむね3%、実質ゼロ)にとどめた。この間家計は、従来の動きと比べて、預金から投資信託へ数十兆円規模で資金を

シフトさせ、株価など資産価格を押し上げ景気を拡大させる原動力となった。

一般に、金融のあり方は技術革新の促進などに影響することを通じて経済発展を左右する。この時、金融が実物経済に影響を与える経路では①情報コストや取引コスト②リスクの分解と取引③資源の配分④借り手の監視⑤貯蓄の活用一などの側面で、成果の良しあしが発生する。資本主義経済をシュンペーターに倣って「創造的破壊」の過程ととらえれば、経済発展を支える資本市場はリスクとリターンに基づき責任ある投資をするものでなければならない。先の米国の資金の流れは、そうした動きを体現していると判断できるが、公的金融偏重の日本の資金の流れはまさに逆行していることとなる。

第二は、民間金融機関の行動に大きな影響を与えることである。このことは、単に、預金や保険や住宅貸付等で公的金融が民間金融の分野に大きく入り込んでいるというだけでなく、公的金融の活動が利回り曲線の形状をフラット化し、民間金融機関の長期貸出をしにくくする結果をもたらしているのである。すなわち、公的金融が国債・地方債を値段に関係なく大量に買い続け長期金利を非常に低くすることに貢献するため、民間金融機関にとっては、短期調達・長期運用の利ぎやが十分とれない利回り曲線となって、リスクを取って長期融資を行うことが難しい局面に直面せざるを得なくなっているのである。この結果、景気は低迷して不良資産は新規に発生し、民間金融機関の経営は好転せず、家計資金の流れは、再び公的金融機関に向かうという悪循環が繰り返されるのである。

第三は、政策で構造改革を推進しようとしても、肥大化した公的金融の存在が経済システムの内生的転換を阻害し政策効果を著しく殺ぐことである。この場合、一つのチャンネルは、家計の資金運用が直接金融ではなく間接金融に偏る主因となっていること、他のチャンネルは、国債・地方

債への大量資金運用が財政赤字の肥大化をもたらす、政府債務の増大が家計の生活水準の低下を阻止する結果を招来していることによっている。

## 5. おわりに

本稿では、1990年代以降「経済危機」に陥った日本経済を、不確実性を軸に分析しつつ、経済学において不確実性に大きなウェイトを置いたモデルの流れを検討してきた。日本経済では、不確実性の高まりが民間の経済活動を抑制していたにもかかわらず、当初の政策当局の診断は的確でなく、この結果招来された経済の長期低迷に対しては、政府は巨額の財政赤字によって国民の生活水準を維持してきた。この間生じた900兆円にも上る政府債務はその多くを公的金融による責任を伴わない一方的購入でファイナンスし、「大きい政府」を「超低金利」で支える仕組を実現させてしまった。金融市場では、市場経済と計画経済の両機能が相拮抗するウェイトで混在するという異常事態となり、金利機能は攪乱され、民間金融機関の利潤機会減少した。

こうした状況と政策展開との関わりでは、第3節で検討したナイト型モデルによれば、政府は介入せず民間の自由な活動にまかせることが責任ある行動を各経済主体に採らせる上でも有効となる。一方、ケインズ＝ミンスキー型モデルによれば、政府の介入が全体の経済危機を鎮静化するために不可避となる。どちらの政策を選択するかは、人々の倫理観、価値観に依存するところがあり、白黒を理論だけでつけることは出来まい。しかしまず第一に、いずれの政策にとっても、不確実性を小さくするような政策展開や制度改正が必要である点は共通である。第二に、ケインズ＝ミンスキー型モデルによる場合には、経済主体の無責任な行動を可能な限り小さくするような政策展開や制度改正を行なうことが欠かせない条件である。

この点で、例えば、第4節でみた「公的金融間

題」の現実的打開策を検討しておこう。なお、言うまでもなく、ナイト型モデルによる場合でも、そもそも、こうしたプレゼンスの高い「公的金融」自体、存在しないことが所与となっているので、「公的金融問題」の解決は欠かせない。

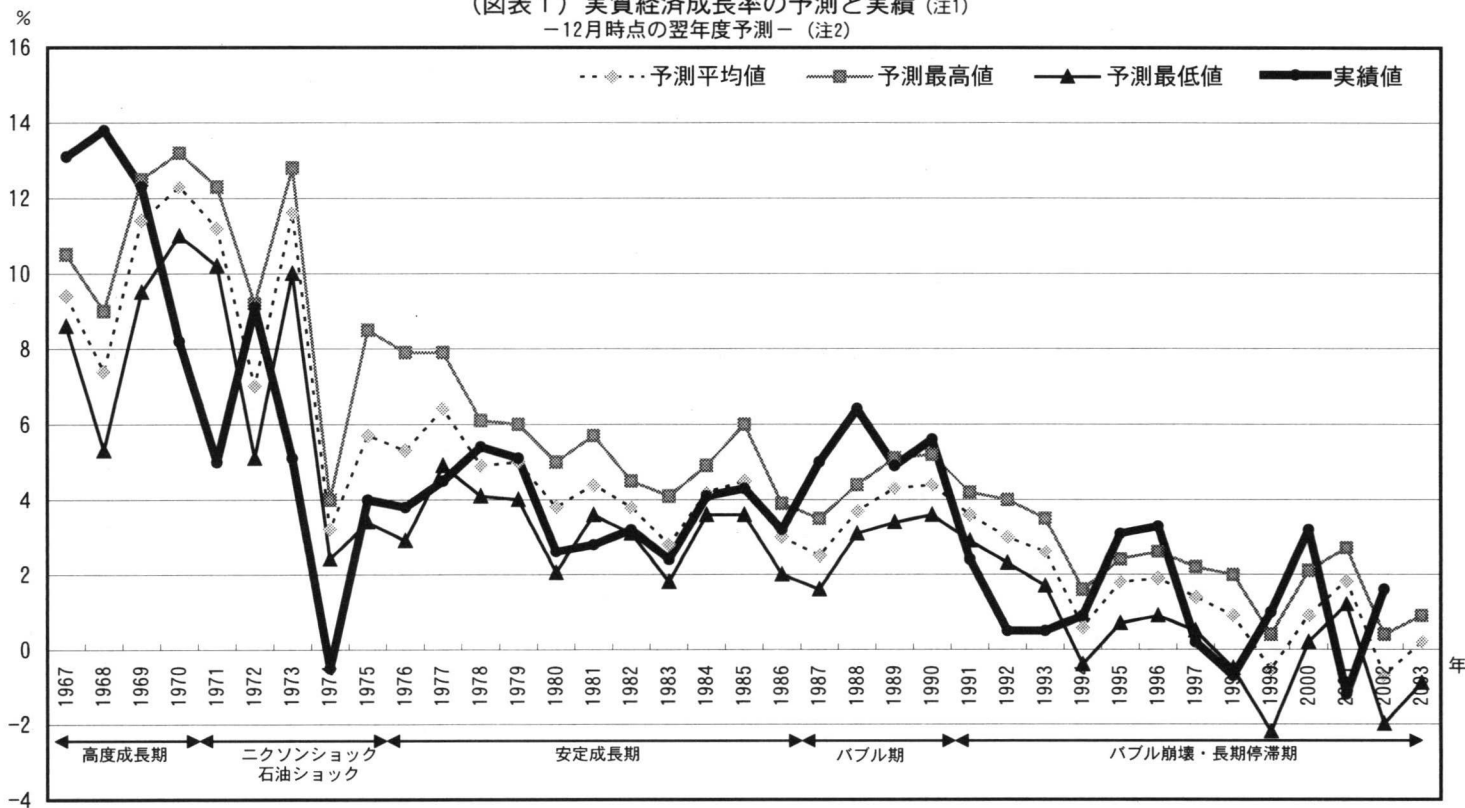
日本は、資本市場を経由する資金の供給チャンネルを育てず、代わりに公的金融を膨張させるといふ市場経済原則に反する異常な資金循環を許して自縄自縛状況を強め、「金融の罫」に陥っている。この罫から脱却するために、郵貯・簡保の民営化といった抜本的制度改革を待つ時間的余裕はない。しかし、多くの国民は市場経済を選んでい。その観点から何の違和感もない有効な改革が手つかずになっている。それは、数百兆円に上る公的金融によるポートフォリオ運用体制を、「成績公開、人事評価、リスク・リターンに基づく責任ある運用体制」に代えるだけのことである。現状では、「安全確実」の名の下に、国債中心の運用となっているので、これとの対比では、株式の割合を増やすことが自然である。公的金融による株式投資は、個別銘柄を選ぶと、民間企業のコーポレート・ガバナンス上難しい問題を引き起こす恐れがある。しかし、2001年夏より、個別銘柄を選ぶ必要がなく、日本の株式全体を低い手数料でいつでも売買出来るETFが利用可能となっている。公的金融によるポートフォリオ運用を責任ある体制にすれば、割高感が高く超低金利下にある債券から株式に公的資金がシフトし、これを契機に個人資金も金利ゼロの預貯金から、直接、間接、株式にシフトして株価が健全な水準に戻り、日本経済の悪循環が断ち切られる状況が期待出来る。

公的金融の規模や機能をどのように変えていくかは、まず、①政府系金融機関貸付債権の証券化と市中への売却、ならびに、②ポートフォリオ投資の責任ある運用を実施することによって、公的金融に関わる客観的情報を国民に示し、その上で、国民が責任ある選択をするという手段で進め

ることが現実的と考えられる。

こうして、1990年代以降現在に至る日本経済の展開を考えると、経済学の研究課題として、市場経済に不確実性が内在していることを念頭に、「行動経済学」への展開が望まれる。ここでは、人間は、「理」だけではなく「情」でも動くことを前提に、心理学や政策決定過程の分析も含めた経済分析が求められる。また、人々の行動と経済・社会構造との関連を分析し、構造自体も移行過程にあるととらえる構造分析も必要となってきたと判断される。

(図表1) 実質経済成長率の予測と実績 (注1)  
 -12月時点の翌年度予測- (注2)



(注1) 国民所得統計の推計方法が変更されたことに伴い、厳密な意味では接続しない。この統計の実績値は、1999年度以前は、従来方式を一部改定して再推計した確報値。2000年、2001年は、新方式で推計した確報改定値、2002年度は、新方式で推計した速報値である。

(注2) 予測機関数は年度によって異なるが、1990年代以降は約30~50機関。

(出所) 日本経済研究センター、「日本経済研究センター会報」掲載の各民間予測機関の翌年度経済予測（前年12月頃発表）に基づき作成。実績は内閣府（2003年8月時点）。

(図表2) 金融経済情勢に対する不安感に関する時系列データ

- ① あなた（またはご家族）のところでは、給与や人員の抑制・削減といった合理化・リストラがここ1年くらいの間に行なわれましたか、あるいは今後予定されていますか。(○は1つ)

(単位:構成比%)

	第4回 H8. 3調査	第6回 H10. 3調査	第7回 H10. 11調査	第8回 H11. 3調査	第9回 H11. 9調査
行なわれた	23.8	21.8	26.0	27.9	30.3
行なわれていないが、今後行なわれる予定だ	8.5	13.7	15.6	17.0	13.0
わからない	32.8	36.9	33.2	31.1	33.4
行なわれていないし、今後行なわれる予定もないと思う	33.7	27.6	24.9	24.0	23.2
	第10回 H12. 3調査	第11回 H12. 9調査	第12回 H13. 3調査	第13回 H13. 9調査	第14回 H14. 3調査
行なわれた	31.6	29.2	29.4	27.9	32.0
行なわれていないが、今後行なわれる予定だ	13.4	12.0	12.9	13.1	14.5
わからない	30.6	34.1	33.2	33.9	30.7
行なわれていないし、今後行なわれる予定もないと思う	24.2	24.5	24.2	25.1	22.7
	第15回 H14. 9調査	第16回 H15. 3調査			
行なわれた	33.0	34.2			
行なわれていないが、今後行なわれる予定だ	12.6	12.6			
わからない	33.6	30.4			
行なわれていないし、今後行なわれる予定もないと思う	20.7	22.7			

(出所)日本銀行 情報サービス局 「生活意識に関するアンケート調査」

- ② あなた（またはご家族）の勤め先での雇用・処遇（給与、昇格、福利厚生など）に不安を感じていますか。(○は1つ)

(単位:構成比%)

	第8回 H11. 3調査	第9回 H11. 9調査	第10回 H12. 3調査	第11回 H12. 9調査	第12回 H13. 3調査
かなり不安を感じている	22.8	22.8	23.3	20.4	22.9
少し不安を感じている	48.5	46.7	47.3	48.1	48.1
あまり不安を感じていない	16.1	18.2	16.4	19.1	16.1
自分も家族も関係ない	12.5	12.2	12.7	12.2	12.6
	第13回 H13. 9調査	第14回 H14. 3調査	第15回 H14. 9調査	第16回 H15. 3調査	
かなり不安を感じている	23.6	26.9	26.2	27.9	
少し不安を感じている	45.9	47.2	46.9	44.7	
あまり不安を感じていない	16.8	15.2	13.6	12.9	
自分も家族も関係ない	13.4	10.5	13.0	14.2	

(出所)日本銀行 情報サービス局 「生活意識に関するアンケート調査」

③ あなた（またはご家族）の勤め先の経営、あるいは、あなた（またはご家族）が営んでいる事業に不安を感じていますか。（○は1つ）

（単位：構成比％）

	第8回 H11. 3調査	第9回 H11. 9調査	第10回 H12. 3調査	第11回 H12. 9調査	第12回 H13. 3調査
かなり不安を感じている	26.6	25.6	24.7	23.0	25.6
少し不安を感じている	50.4	49.1	50.0	49.3	49.5
あまり不安を感じていない	14.6	17.9	16.0	18.7	15.4
自分も家族も関係ない	8.5	7.2	9.1	8.9	9.4
	第13回 H13. 9調査	第14回 H14. 3調査	第15回 H14. 9調査	第16回 H15. 3調査	
かなり不安を感じている	27.0	30.2	28.8	N. A.	
少し不安を感じている	49.6	49.3	48.5	N. A.	
あまり不安を感じていない	15.3	12.8	12.9	N. A.	
自分も家族も関係ない	8.0	7.6	9.7	N. A.	

（出所）日本銀行 情報サービス局 「生活意識に関するアンケート調査」

（図表3）個人が支出を減らしている理由

（1）現在の支出を1年前と比べると

（単位：構成比％）

	H12. 3	H13. 3	H14. 3	H15. 3
減らしている	41.7	43.0	45.0	49.7
変えていない	52.0	50.9	49.1	45.9
増やしている	6.3	6.1	5.9	4.3

（2）「支出を減らしている」とする個人のあげる理由（複数回答）

（単位：構成比％）

	H12. 3	H13. 3	H14. 3	H15. 3
将来の仕事や収入に不安があるから	60.4	63.8	63.6	61.7
今後は年金や社会保険の給付が少なくなるのではないかと不安から	52.5	58.0	55.3	57.2
不景気やリストラ等による収入の頭打ちや減少から	46.8	42.0	47.5	44.6
将来、増税や社会保障負担の引き上げが行なわれるのではないかと不安から	36.7	37.9	38.6	40.6
低金利で金利収入が少ないから	N. A.	N. A.	17.4	18.3
購入した株式や債券等の金融資産が値下がりしたから	3.7	6.2	4.7	8.1
ローンを抱える一方、不動産が値下がりしているから	7.1	6.8	6.7	7.1
欲しい商品やサービスがあまりないから	10.2	8.7	8.3	6.8
たまたま大きな支出項目がなかったから	4.8	5.4	5.1	3.8

（出所）日本銀行 情報サービス局 「生活意識に関するアンケート調査」

(図表4) 企業の中期経済成長率見通しと設備投資

(単位:%)

調査時点	見通し(注1)	現実の中期成長率(注2)	現実-見通し	設備投資(注2) 対前年度伸び率
86年2月	3.4	4.9	+1.5	3.8
87年1月	2.7	5.4	+2.7	8.2
88年1月	3.2	5.6	+2.4	17.1
89年1月	3.7	4.3	+0.6	12.3
90年1月	3.8	2.8	-1.0	11.0
91年1月	3.5	1.1	-2.4	0.3
92年1月	3.4	0.6	-2.8	-8.9
93年1月	3.0	1.5	-1.5	-10.5
94年1月	1.7	2.4	+0.7	-5.2
95年2月	2.2	2.2	0.0	5.3
96年1月	2.0	0.9	-1.1	7.8
97年1月	1.8	0.2	-1.6	8.2
98年1月	1.4	1.2	-0.2	-5.3
99年1月	0.8	1.0	0.2	0.7
00年1月	1.3	1.2	-0.1	10.0
01年1月	1.5			-3.6
02年1月	0.6			-0.2
03年1月	0.7			

(注1) 今後3年間の年度平均成長率 [回答企業は証券取引所上場企業(金融・保険業を除く)]

(注2) 国民所得統計の推計方法が変更されたことに伴い、厳密な意味では接続しない。

この統計の実績値は、1999年度以前は、従来方式を一部改定して再推計した確報値。

2000年、2001年は、新方式で推計した確報改定値、2002年度は、新方式で推計した速報値である。

(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、内閣府「国民経済計算」(2003年8月時点)



参考文献

- [1]Akerlof, George A.(2002),“Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior” American Economic Review,Vol92, June.
- [2]Bank For International Settlements,(1993), 63<sup>rd</sup> Annual Report.
- [3]Bank For International Settlements,(1998), 68<sup>th</sup> Annual Report.
- [4]Bateman,Bradley W.(1997),「Keynes’s Uncertain Revolution」 The University of Michigan Press.
- [5]Bellofiore, Riccardo and Ferri, Piero ed.(2001), 「Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy The Economic Legacy of Hyman Minsky,Volume II」 Edward Elgar
- [6]Bellofiore, Riccardo and Ferri, Piero ed.(2001), 「Financial Keynesianism and Market Instability The Economic Legacy of Hyman Minsky,Volume I」 Edward Elgar
- [7]Bernard, Henri and Bisignano, Joseph (2001), “Bubbles and Crashes : Hayek and Haberler Revisited” George G. Kaufman ed. 「Asset Price Bubbles: Implications for Monetary and Regulatory Policies」 Elsevier Science Ltd.所収論文
- [8]Calomiris, Charles W. (1993),“Financial Factors in the Great Depression” Journal of Economic Perspectives, Vol.7, No.2, Spring.
- [9]Elster, Jon(1998),“Emotions and Economic Theory” Journal of Economic Literature March.
- [10]Fazzari, Steven (1992),“Keynesian Theories of Investment and Finance : Neo, Post, and New” in Fazzari, Steven and Papadimitriou, Dimitri B. Ed. 「Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky」 M.E.Sharpe Chapter8.
- [11]Friedman, Benjamin M.(1988),“ Lessons on Monetary Policy from the 1980s ” Journal of Economic Perspectives, Volume 2, Number 3,Summer.
- [12]Garcia, G.&Saal, M.(1996), “Internal Governance, Market Discipline and Regulatory Restraint : International Evidence” Federal Reserve Bank of Chicago「The 32<sup>nd</sup> Annual Conference on Bank Structure and Competition」
- [13]経済企画庁編『経済白書』1987-1998年度版
- [14]経済企画庁編(1997)『戦後日本経済の奇跡－経済企画庁50年史』
- [15]Keynes, John Maynard(1936),「The General Theory of Employment, Interest and Money」 Macmillan & Co., Ltd.
- [16]Keynes, John Maynard(1937), “The General Theory of Employment” Quarterly Journal of Economics,Vol.51 February.
- [17]Knight, Frank H.(1921),「Risk, Uncertainty & Profit」 Harper Torch books
- [18]Minsky, Hyman P.(1971),“Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster” Board of Governors of the Federal Reserve System, 「Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism」
- [19]Minsky, Hyman P. (1975),「John Maynard Keynes」 Columbia University Press.
- [20]Minsky, Hyman P. (1981),「Can “It” Happen Again?」 M.E.Sharpe.
- [21]日本銀行『調査月報』1987-90年の各5月号所収の前年度経済回顧論文
- [22]日本銀行『日本銀行月報』1991-98年の各6月号所収の前年度経済回顧論文
- [23]奥村洋彦(1999),「現代日本経済論－『バブル経済』の発生と崩壊」東洋経済新報社
- [24]Rabin, Matthew(1998),“Psychology and Economics” Journal of Economic Literature,Vol36, March.
- [25]Rabin, Matthew(2002),“A Perspective on Psychology and Economics” European Economic Review.46.May.
- [26]酒井正三郎(1963),「成長理論と構造理論」ダイヤモンド社
- [27]Simon, Herbert A. (1959), “Theories Of Decision-Making In Economics And Behavioral Science” American Economic Review, June.

- [28]Simon, Herbert A. (1983), [Reason In Human Affairs]  
Stanford University Press.
- [29]Simon, Herbert A.(1986), "The Failure of Armchair  
Economics" Challenge. Nov-Dec.
- [30]Taylor, Lance and O'Connell, Stephen A.(1985), " A  
Minsky Crisis " The Quarterly Journal of Economics,  
Vol.100, Supplement.
- [31]Tobin, James.(1969), "A General Equilibrium  
Approach to Monetary Theory" Journal of Money,  
Credit, and Banking 1, February