

# グローバル金融危機に対する日本政府および 日本銀行の政策対応とその効果の検証

家 森 信 善\*

(名古屋大学大学院経済学研究科教授)

近 藤 万 峰\*\*

(愛知学院大学商学部准教授)

## 1. はじめに

日本経済は、バブル崩壊後の「失われた10年」を経て、2002年から2007年まで緩やかな景気回復を続けてきた。しかし、2008年初めから、原油価格などの急騰と欧米経済の減速により、景気は停滞局面に入ってしまった<sup>1)</sup>。そして、2008年9月に、アメリカの大手投資銀行リーマン・ブラザーズ証券（以下、リーマン・ブラザーズ）が経営破綻し、世界金融システム危機が発生すると、日本経済は、かつてない経済活動の落ち込みを経験することとなった。

リーマン・ブラザーズの破綻直後には、日本経済への影響は軽微であると信じられていたが、2008年10月に、株価（TOPIX）は1ヶ月間で約20%も暴落した（図1）<sup>2)</sup>。実体経済も急激に悪化し、2008年第4四半期の実質経済成長率は、-10.3%（年率換算）となり、さらに、2009年第1四半期の経済成長率は、-16.4%まで落ち込んだ（図2）。

こうした中で、日本政府は、「百年に一度の危機」が発生する恐れのある事態だと判断し、財政、金融の両面から、この危機に対応してきた。その結果、2010年に入ると、景気は回復傾向を見せるようになって

\* 1963年滋賀県生まれ。1988年神戸大学大学院博士前期課程修了。姫路獨協大学助教授、名古屋大学助教授などを経て、2004年から名古屋大学大学院経済学研究科教授。2007年経済学研究科副研究科長。現在、名古屋大学総長補佐を兼務。経済学博士。専門は、金融システム論。これまでに、中小企業研究奨励賞・本賞（2005年）など受賞。日本金融学会常任理事、生活経済学会理事。財務省・独立行政法人評価委員会委員、金融庁・金融審議会専門委員（協同組織金融機関のあり方に関するWG委員）、金融機能強化審査会委員、東海財務局金融行政アドバイザーなどの公職を務める。著書に、『地域金融システムの危機と中小企業金融—信用保証制度の役割と信用金庫のガバナンス—』（千倉書房、2004年）、『地域の中小企業と信用保証制度—金融危機からの愛知経済復活への道—』（中央経済社、2010年）などがある。

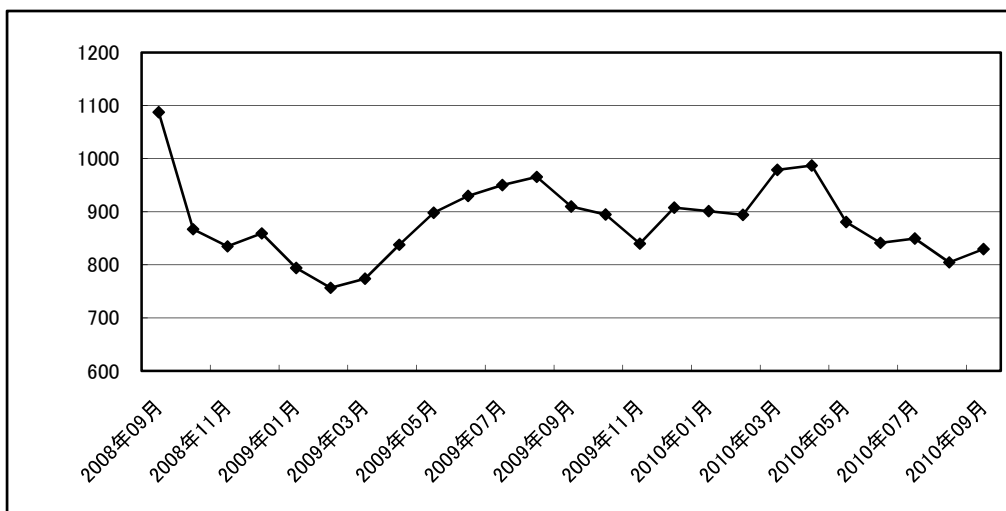
\*\* 1973年愛知県生まれ。2003年名古屋大学大学院経済学研究科博士後期課程修了。名古屋大学大学院経済学研究科助手、愛知学院大学商学部専任講師などを経て、2007年から愛知学院大学商学部准教授。博士（経済学）（名古屋大学）。専門は、金融論。生活経済学会奨励賞受賞（2010年）。愛知県中小企業金融施策検討委員会委員委嘱（2006年度）。著書に、『ポストバブル期の金融機関の行動—新しい時代のリアル金融の確立に向けて—』（成文堂、2009年）などがある。

<sup>1)</sup> サブプライム・ショックの影響により、米国の金融市場は、日本に先んじて不安定化しつつあったが、Tatom(2008)は、リーマン・ショック以前の2008年3月までに、FRBによってとられてきた非伝統的政策の内容について論じている。

<sup>2)</sup> すなわち、10月1日の1101.13から10月31日の867.12まで大きく変動している。

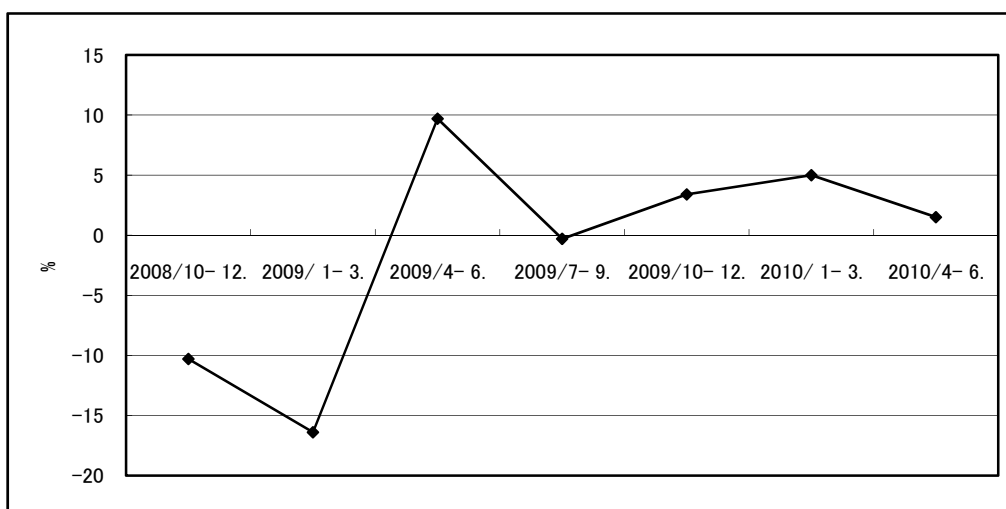
きている。ただし、回復の足取りは不安定で、欧州危機や円高などを受けて、景気の先行きには依然として不透明感がある。

図1 TOPIXの推移



(出所) Yahoo ファイナンス

図2 実質GDPの対前期比増加率の推移



(出所) 『国民経済計算』(内閣府)

(注) 実質季節調整系列(年率)である。

本稿は、リーマン・ショック直後から2010年前半の時期に、日本政府と日本銀行がどのように金融危機と闘ってきたかを、時系列的にまとめることを目的としている。第2節では、リーマン・ショック直後の時期にとられた政策を説明する。第3節では、危機が深まっていった2009年前半の追加的な政策について解説する。第4節では、政策効果が表れ、徐々に景気が回復するプロセスでの政策について論述する。第5節では、そうした政策の評価と問題点について述べる。最後に、第6節は、本稿のまとめである。

## 2. リーマン・ショック直後の政策（2008年9月～2008年12月）

### （1）政府による企業金融活性化のための政策

まず、リーマン・ブラザーズが破綻した2008年9月15日から同年末までに、日本政府によってとられてきた企業金融活性化のための政策の内容を概観しよう<sup>3)</sup>。

10月30日に、政府・与党会議、経済対策閣僚会議合同会議決定において、「生活対策」が決定され、中小・小規模企業の資金繰りを政府が支援することとなった。経済産業省の外局である中小企業庁が公表した資金繰り支援のための施策は、「原材料価格高騰対応等緊急保証」（以下、緊急保証制度）と「セーフティネット貸付の拡充」である。

緊急保証制度は、原油・原材料価格や仕入価格の高騰の影響を強く受けている545業種の中小企業を対象とし<sup>4)</sup>、民間金融機関から受けた融資の返済を信用保証協会が保証するというものである<sup>5)</sup>。対象となる中小企業は、一般保証の8000万円とは別枠で、無担保保証で8000万円、普通保証で2億円までの保証が受けられる。この緊急保証制度は、責任共有制度の対象外のものであり<sup>6)</sup>、信用保証協会が、融資先企業のデフォルトリスクを100%保証する。金融機関もリスクを負う部分保証とは異なる制度の創設によって、金融機関による中小企業への資金供給を活性化させることが目的とされている。

同制度の発足時点においては、開始から1年半の時限措置とされており、融資枠は20兆円と定められていた。その後、11月14日に、同保証を受けられる対象業種として、さらに73業種が追加され、12月10日には、さらに80業種が追加されたため、この時点での対象業種は、698へ増加した。

政府系の中小企業金融機関による運転資金の融資制度であるセーフティネット貸付については、融資枠が、従来の3兆円から10兆円へ増額されることとなった。この制度は、全業種が利用可能であり、中小企業については4億8千万円まで、小規模企業については4800万円まで、それぞれ利用枠が定められている。

また、「生活対策」における金融資本市場安定対策の一環として、国際合意の枠組みを踏まえつつ、銀行等に課されている自己資本比率規制の一部弾力化を講じる旨が、金融庁より公表された。これは、会計上の有価証券の評価損や評価益の扱いを一部弾力化するという内容のものであり、2012年3月末までの時限措置である。この一時的な規制変更を通じて、預金取扱金融機関の自己資本比率の急激な変動を通じた金融仲介機能の低下を防止することが目的とされている。

12月11日には、財務省などが、日本経済の現状を危機であると認定したことに伴い、危機対応円滑化業務制度が発動されることとなった。同制度の下では、国際的な金融秩序の混乱により、一時的に業況の悪化や資金繰り難に陥っている企業の資金繰りを支援するために、政府系金融機関である日本政策金融公庫が、指定金融機関である商工組合中央金庫と日本政策投資銀行へ信用供与を行うことを通じて、企業へ低利で融資を行うことが可能となる。

同制度を活用し、日本政策投資銀行が、企業の発行するコマーシャルペーパー（以下、CP）を2兆円程度購入することを通じて、企業の資金繰り支援に乗り出すことが決められた。

また、同じ12月11日に、改正金融機能強化法が国会で成立し、12月17日に施行された。金融機能強

<sup>3)</sup> 本稿における論述は、金融庁、財務省、経済産業省、日本銀行、およびその他関係機関のホームページに記載されている内容をもとにしている。

<sup>4)</sup> 中小・小規模企業の3分の2が、適用対象に該当するとされている。

<sup>5)</sup> Spilimbergo et. al(2008)も、事業継続の見込みのある企業が、リストラを進めやすくするために、民間による貸出余力の残されていない企業の新規融資に対し、政府が債務保証を付けるなどの本来、民間金融として行われるべき取り組みを政府が実施すべきであると論じている。しかし、こうした措置は、最小限のものにすべきであることも同時に述べられている。

<sup>6)</sup> 責任共有制度とは、信用保証を受けた借り手が返済できず、貸倒損失が発生した場合、その損失の一部（通常20%）を金融機関が負担する制度であり、2007年10月に導入された。

化法に基づく資本注入は、もともと2008年3月末までで期限が切れていたが、今回の深刻な危機を受け、2012年3月末までの期間について資本注入が可能とされるとともに、公的資金枠が、従来の2兆円から12兆円へ大幅に増額されることとなった。

新しい金融機能強化法では、従来とは異なり、一部の例外的状況を除いて、公的資金の注入を受けた銀行が、数値目標を達成できなかった場合でも、経営責任や株主責任の明確化を一律には求めないとしている。また、計画されていた中小企業向けの貸出比率や貸出残高を下回った場合でも、まずは、その理由の報告を求めることとし、改善に向けた努力が不足していると判断される場合にのみ、業務改善命令が発動される。こうした取り決めから判断すると、今回の改正法は、従来の公的資金注入の目的とは異なり、資本注入を促すことを通じて、銀行の資本に厚みを持たせ、中小企業への資金供給を行いやすい環境を整備することが最も優先的な目的になっていると考えられる。

また、協同組織金融機関が提供している金融機能の促進を目的とし、信金中央金庫、全国信用組合連合会、労働金庫連合会、農林中央金庫といった協同組織金融機関の中央機関に対して、あらかじめ政府が資本参加することを可能とする新たな枠組みも設けられることとなった。なお、預金保険法の危機対応勘定の17兆円もそのまま維持されたため、公的資金枠は、合計で29兆円へ増額されたこととなる。

## (2) 日本銀行による金融政策

次に、リーマン・ブラザーズ破綻直後の時期に、日本銀行によってとられた金融政策を概観しよう<sup>7)</sup>。

9月18日の金融政策決定会合（以下、決定会合）において、ドル資金の流動性逼迫が顕著になっている状況が確認され、国際協調の一環として、米ドル資金供給オペを導入することが適当であるという結論が出された。また、金融市場の調節方針については、前回の決定会合の方針を引き継ぎ、無担保コールレートを0.5%前後で推移するように促すことが決められた。

10月31日の決定会合では、輸出の頭打ちやエネルギー・原材料高の影響などから、日本経済は、当面、停滞色の強い状態が持続することが見込まれる上、物価面では、高めの消費者物価上昇率が続いているものの、国際商品市況の低迷を反映して、徐々に上昇率が低下していくと判断されるため、まず、金融市場の調節方針として、無担保コールレートの誘導目標を0.2%引き下げ、0.3%前後で推移するように促すことが決められた。また、補完貸付（従来の公定歩合による貸付）についても、その適用金利である基準貸付利率を0.25%引き下げて、0.5%とすることになった。

さらに、金融市場の安定性を確保するという観点から、2008年末、および同年度末に向け、積極的な資金供給をより円滑に行い得るよう、日銀当座預金のうち、所要準備額を超える金額について利息を付す補完当座預金制度を臨時措置として導入し、11月積み期から2009年3月積み期までの間、実施することが決められた<sup>8)</sup>。なお、同臨時措置における適用利率は、0.1%とされた。

12月19日の決定会合では、金融市場の調節方針として、無担保コールレートの誘導目標をさらに0.2%引き下げ、0.1%前後で推移するように促すと変更された。また、補完貸付についても、基準貸付利率をさらに0.2%引き下げ、0.3%とすることになった。補完当座預金制度における適用利率については、0.1%に固定するのではなく、その時々無担保コールレートと等しい水準に設定することも決められた。

また、以上のような政策金利の引き下げに併せて、極めて低い政策金利の効果を金融市場や企業金融に

<sup>7)</sup> 本項における日銀の金融政策にまつわる説明の多くは、2008年9月22日から同年12月25日までに掲載された日本銀行の『金融政策決定会合議事要旨』から引用している。

<sup>8)</sup> ECBなどと異なり、日銀の当座預金には、通常、金利が付かないこととなっている。



十分浸透させていくために、金融調節手段として、次のような追加措置がとられることとなった。まず、短期の資金供給オペの負担を軽減するために、これまで年 14.4 兆円（月 1.2 兆円）のペースで行われてきた長期国債の買入れを、年 16.8 兆円（月 1.4 兆円）へ増額することが決められた。さらに、買入れ対象の国債として、30 年債、変動利付債、物価連動債も追加されることとなった。

企業金融の円滑化に向けた措置としては、年度末に向け、企業金融が一段と厳しさを増す恐れがあることを踏まえ、時限的に CP の買入れを実施するとともに、すでに前項で論じたように、政府の方針を受けて、日本政策投資銀行が、時限的に CP の買入れ業務を開始することを踏まえ、同行を CP 買現先オペ等の対象先とする企業金融支援特別オペレーション（以下、企業金融支援オペ）を 2009 年 1 月 8 日から実施することとなった<sup>9)</sup>。

### 3. 危機深化期の政策（2009 年 1 月～2009 年 6 月）

#### （1）政府による企業金融活性化のための政策

本項では、世界的な金融危機が、わが国の経済や金融市場へ本格的に影響を及ぼしていった 2009 年前半に、政府によって実施された企業の資金繰り対策と、金融機関の金融仲介機能を活性化させるための政策の内容を概観していこう<sup>10)</sup>。

2008 年 4 月より、旧中小企業金融公庫において導入されていた新規事業や企業再建に取り組む企業向けの期限一括償還型の貸付制度で、当該事業者が倒産した場合等に、償還の優先順位を他の債権に劣後させる劣後ローン制度が、2009 年 2 月 23 日より、「挑戦支援資本強化特例制度」として、貸し付け枠を大幅に拡大した上で、日本政策金融公庫においても導入された<sup>11)</sup>。同制度により、地域経済の活力の向上や維持に資する事業を行う企業の財務体質の強化と、民間金融機関からの資金調達の円滑化が目指されている。

2 月 27 日には、緊急保証制度の対象業種がさらに見直され、合計で 760 業種となり、6 月 23 日には、さらなる追加が行われ、合計で 781 業種が保証対象となった。

3 月 10 日には、「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」の改正法が施行され、2012 年 3 月末までの時限措置として、銀行等保有株式取得機構による株式の買い取りが再開されることとなった。この機能を強化するために、銀行等保有株式取得機構の市中からの借入れに対する政府保証枠が、2 兆円から 20 兆円へ増額された。図 3 に、同制度による 2009 年 3 月から 2010 年 8 月までの株式の買い取り実績の推移を示した。

銀行等保有株式取得機構による株式の買い取り実績は、月によって大きくばらついているものの、銀行経営に配慮してか、銀行の中間決算期、および年度末決算期に相当するそれぞれの年の 9 月と 3 月における買い取り実績が概ね多いという傾向が見出せる。また、他の多くの業種において、6 月期決算の企業も多く、この時期に市場での株式売却が集中し、日本全体の株価が大きく下がるのを防止するためか、6 月における買い取り実績も多くなっている。

また、同じく 3 月 10 日に、金融庁によって、「金融円滑化のための新たな対応について」が発表された。

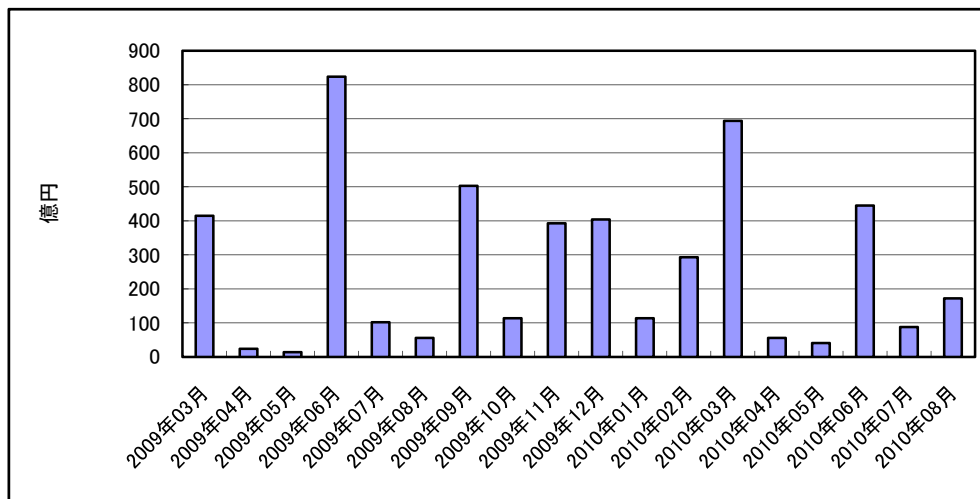
<sup>9)</sup> Watt(2008)は、今回の危機における ECB の政策対応が、FRB に比べ、遅れていることを指摘し、経済回復が明らかになるまで、実質金利を 0% 近辺かそれ未満の水準へ誘導する意志があることを市場へアナウンスすることの必要性や、インフレ率が 0.5% を下回った場合には、デフレ回避のために、量的緩和政策を実施すべきであることを提言している。

<sup>10)</sup> Goh(2009)は、今回の金融危機において、マレーシアも、日本とはほぼ同じく、2008 年の終わり頃から 2009 年第 I 四半期頃に最も大きな打撃を受けたことを示している。

<sup>11)</sup> 中小企業金融公庫は、特殊法人改革の一環として、2008 年 10 月に解散し、日本政策金融公庫へ統合された。

それによれば、主に以下のような措置が講じられるとされている。

図3 銀行等保有株式取得機構の株式買い取り実績の推移



(出所) 銀行等保有株式取得機構のホームページ

第1に、2008年度末(2009年3月31日)に向け、金融機関に対し、中小企業に対する金融円滑化への取り組み状況等について詳細なヒアリングを実施した上で、その結果を踏まえ、同年の4月から6月にかけて、主要行と苦情の著しく多い地域金融機関等に対し、金融円滑化に向けた集中的な立ち入り検査を実施することとなった<sup>12)</sup>。同検査では、金融仲介機能が十分に発揮されているか、貸し渋り・貸し剥しが行われていないかの検証に焦点が当てられることとなっている。

第2に、前年から実施されている緊急保証付き融資において、全額の返済保証が講じられていることなどを踏まえ、特例的に、自己資本比率規制上のリスク・ウェイトを10%から0%へ引き下げる措置がとられることとなった。

第3に、収益が悪化している企業等において、金融機関からの借りに関わるコベナンツ(借り手に対して、一定の純資産の維持等を義務付ける条項)に抵触する事例が生じつつあることを踏まえ、金融機関がコベナンツの変更や猶予を行った場合でも、そのみでは、不良債権に該当しないことを明確化した。さらに、(1)コベナンツを機械的・形式的に取り扱わないこと、(2)直接金融の機能低下と間接金融へのシフトが起こっている現状を踏まえ、リスクを分散した資金供給を促進するために、シンジケート・ローン等を積極的に活用することが、金融機関に要請された。

最後に、前年に成立した改正金融機能強化法の積極的な活用を金融機関に促すために、(1)公的資本の商品性について、配当利回り等を平時の水準に設定する、(2)経営強化計画における業務粗利益経費率(OHR)の計画終期の実績が、計画始期の水準を上回ったとしても、機械的に監督上の措置を講じることではない旨を監督指針に明記する、(3)金融機関に対するトップヒアリング等において、同法の活用の積極的な検討を要請するなどの措置もとられることとなった。

<sup>12)</sup> 『金融庁の1年(平成20事務年度版)』には、2009年6月末時点において、苦情の著しく多いという選定基準に該当する地域金融機関はなかったと記されている。

なお、この3月には、改正金融機能強化法に基づき、北洋銀行へ1000億円、福邦銀行へ60億円、南日本銀行へ150億円の優先株引き受けによる資本注入が実施されている。

4月3日には、商工会や商工会議所の経営指導を受けた小規模事業者に対し、日本政策金融公庫が無担保・無保証人で融資に応じる「マル経融資制度」の拡充を、経済産業省が発表した。具体的な改正内容は、(1)返済期間を、運転資金については、現行の5年から7年へ、設備資金については、現行の7年から10年へ、それぞれ延長する、(2)元本返済の据置期間を、現行の6ヶ月から、運転資金については1年へ、設備資金については2年へ、それぞれ延長する、(3)融資限度額を、現行の1000万円から1500万円に引き上げる、といった点である。

4月10日に決定された「経済危機対策」において、緊急保証の規模を従来の20兆円から30兆円へ拡大することや、セーフティネット貸付等の規模を10兆円から17兆円へ拡大することをはじめとした、中小企業金融対策の拡充が盛り込まれた。同月27日からは、緊急保証の据え置き期間も、従来の1年以内から2年以内へ拡大されることとなった。

また、従来は、緊急保証における無担保保証の取り扱い、無担保保険の上限である8000万円までとされており、普通保険の2億円についての保証は、担保による保全を原則としてきたが、信用力が高く、実質的な保全が可能であると信用保証協会において判断された場合は、8000万円を超える無担保保証のニーズに対し、普通保険による無担保保証で柔軟に対応することとなった。

6月15日より、セーフティネット貸付の融資条件が変更され、中小企業に対する上限金利を3%に設定するとともに、雇用の維持・拡大に取り組む事業者には、さらに0.1%の追加引き下げが行われることとなった。また、取引先企業の倒産により、経営に困難をきたしている中小企業等への貸付制度である取引企業倒産対応資金において、基準金利よりも最大で0.75%低い金利水準の倒産対策利率が発動されるとともに、貸付期間が7年から8年へ、据置期間が1年から3年へ、それぞれ延長された<sup>13)</sup>。

新たに事業を開始するか、開始後2期を経っていない中小企業へ、無担保・無保証人で貸し付けを行う新創業融資制度についても、基準金利に対する上乗せ分が、現行の1.65%から1.2%へと引き下げられた。

6月22日に、バブル崩壊後の日本経済の回復を目的として1999年に制定された「産業活力再生特別措置法」が、「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」(以下、新産活法)へ名称変更され、施行された。同法に基づく金融支援策としては、(1)新産活法に基づく主務大臣の認定を受けた事業計画(「事業再構築計画」、「経営資源再活用計画」、「経営資源融合計画」、「資源生産性革新計画」、「資源制約対応製品生産設備導入計画」)にしたがって、当該事業に必要な資金を調達するために認定された事業者が発行する社債、および当該資金の借入れに対し、中小企業基盤整備機構が、元本の原則50%(上限70%)の債務保証を行う「事業再構築円滑化等債務保証」、(2)事業再生を行おうとする事業者の事業継続に欠くことのできない資金の借入れに対し、中小企業基盤整備機構が、借入元本の50%を上限として債務保証を行う「事業再生円滑化債務保証」、(3)新産活法に基づいて事業計画の認定を受けた企業のうち、①急激に経営が悪化した、②融資ではなく、出資を受けることが必要、③国民生活に重大な影響を及ぼす、④協調融資を受けることが可能、の4つの要件を満たす先への民間の指定金融機関(日本政策投資銀行等)による出資に対し、日本政策金融公庫が、一部損失補填を行う「出資円滑化への損害担保制度」(2010年9月末までの時限措置)、がある。

<sup>13)</sup> 併せて、貸付条件の緩和、および資金用途の拡充も実施された。

## (2) 日本銀行による金融政策

本項では、前項と同じ2009年前半に、日本銀行によってとられた金融政策の概要を見ていこう<sup>14)</sup>。

1月21, 22日の決定会合において、前年の会合で決定されたCP買い入れを含む、企業金融面での追加措置について検討が行われた<sup>15)</sup>。その結果、市場機能が著しく低下し、それが、企業金融全体の逼迫につながる恐れがあり、こうした状況を改善するために、異例の措置として金融商品の買い入れを実施することが、日本銀行の使命に照らして必要と認められた場合に実施するという前提条件を置いた上で、(1)担保適格かつA-1格相当、既発行、残存期間3ヶ月以内の諸条件を満たすCPおよびABCP(資産担保CP)を買い入れ対象とすること、(2)買入総額の残高上限をCPとABCPの合計で3兆円とし、発行体別の買入残高の上限をCPとABCPの合計で1000億円とすることが決められた。また、これは、2009年3月末までの時限措置とされた。

2月18, 19日の決定会合では、1月21, 22日の会合において決定された社債の買い入れを実施するために、「社債買入基本要領」が制定された。それによれば、買い入れ対象は、担保適格社債のうち、格付けがA格以上のものであり、買入日の属する月の月末日において、残存期間が1年以内のものとし、買入総額の残高上限は1兆円、発行体別の買入残高の上限は500億円、買入実施の期限は2009年9月30日までとされ、同年3月から実施されている。

また、企業の資金調達において適用されるやや長めの金利の低下を促すとともに、企業の資金調達に対する安心感を確保するために、企業金融支援オペを強化することとなった。具体的には、実施頻度を月2回から週1回へ増加させ、資金供給期間を現行の1~3ヶ月から3ヶ月へ伸ばすこととなった。また、実施期限も、2009年9月末までに延長された。

すでに論じた補完当座預金制度と米ドル資金供給オペの期限も、2009年10月15日と2009年10月30日へ、それぞれ延長することとなった。民間企業債務の適格担保としての格付け要件とABCPの適格担保要件の緩和措置も、それぞれ2009年12月末までに延長された。さらに、政府保証付き短期債券を適格担保化するほか、国債補完供給の対象国債を追加することも決められた。

3月18, 19日に開かれた決定会合では、これまで年16.8兆円(月1.4兆円)のペースで行ってきた長期国債の買い入れを4.8兆円増額し、年21.6兆円(月1.8兆円)のペースで同月から実施することが決められた。

4月6, 7日の決定会合では、金融調節の一層の円滑化を図るために、政府に対する証書貸付債権・政府保証付き証書貸付債権の適格担保としての範囲、地方公共団体に対する証書貸付債権の適格担保としての範囲を、それぞれ拡大することが決定された。

5月21, 22日の決定会合では、各国との協調を目的として、米国債、英国債、ドイツ国債、フランス国債を適格担保に追加することが決められた。

## 4. 危機からの回復期の政策(2009年7月~)

### (1) 政府による企業金融活性化のための政策

本項では、金融危機に伴う経済の落ち込みから、わずかながら回復しつつあった2009年後半以降に、政

<sup>14)</sup> 本項における説明の多くは、2009年1月27日から同年6月19日までに掲載された日本銀行の『金融政策決定会合議事要旨』から引用している。

<sup>15)</sup> Decressin and Laxton(2009)は、FRBが実施しているCP買い取りを通じた企業等への直接的な資金供給に伴い、過大なりスクをとっている現状を解消するために、中央銀行よりも政府が、余分なりスクを引き受けたり、銀行の貸出機能の正常化や、経済を強化するための行動をとったりすることが、最適な方法であると論じている。



府によってとられてきた企業金融円滑化のための政策を概観しよう。

9月には、改正金融機能強化法に基づき、優先株の買い取りによる公的資金の注入が、みちのく銀行へ200億円、きらやか銀行へ200億円、第三銀行へ300億円、それぞれ行われた。また、山梨県民信用組合の支援を目的とし、その中央機関である全国信用組合連合会が信託する優先出資証券の優先受益権を政府が引き受けることを通じて、450億円の公的資金の注入が行われた。

緊急保証制度を実施している信用保証協会の財務基盤の強化を目的に、国が設けた基金によって実施される無利子貸付の第一弾として、8協会へ合計121億円を貸し付ける方針が、11月20日に決定された。また、第2弾として、12月4日に、14協会へ合計191億円、第3弾として、12月28日に、11協会へ合計305億円、第4弾として、2010年4月23日に、2協会へ合計7.3億円を貸し付ける方針が、それぞれ決められた。

12月4日に、中小企業や住宅ローンの借り手が、民間金融機関へ貸付条件の変更等を求める申し込みをしてきた際に、それに前向きに応じる努力義務を民間金融機関に課す内容を盛り込んだ「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」（以下、中小企業金融円滑化法）が施行された。それに伴い、同制度の実効性を確保するために、検査マニュアル・監督指針の所要の改正が行われた。

金融機関には、同制度の実施状況と体制整備状況等の開示や、実施状況の当局への報告を義務づけ（行政庁は、これを公表）、これらの内容に虚偽があった場合は、罰則を付与するなど、同制度への取り組みを金融機関に促す仕組みが整備されている。なお、同制度は、2011年3月までの時限措置とされた。

また、公的金融機関による支援を受けていない中小企業についても、民間金融機関の貸付条件の変更等を促すために、「条件変更対応保証制度」が創設され、12月15日より運用が開始された。同制度では、保証割合が40%、保証期間が延長を含め最長3年、保証料率が2.2%、保証限度額が2億8000万円（8000万円超の無担保保証も相談可）となっている。同制度も、2011年3月までの時限措置である。

12月4日には、緊急保証制度の対象業種がさらに見直され、合計で793業種が対象となった。

この12月には、改正金融機能強化法に基づき、優先株の買い取りによる公的資金が、東和銀行へ350億円、高知銀行へ150億円、それぞれ注入されている。

2010年1月28日における平成21年度2次補正予算の成立を受け、「明日の安心と成長のための緊急経済対策」において、緊急保証制度の終了期限（2010年3月）を前倒して、「景気対応緊急保証」を2月15日より開始することが決められた。同制度は、一部の例外業種を除く、原則すべての業種が利用可能であり、対象業種の指定基準・利用企業の認定基準を改めることにより、使い勝手を改善するとともに、2011年3月末まで利用可能とした。また、同制度の保証枠は、緊急保証制度の保証枠であった30兆円に6兆円を追加し、36兆円とすることとなった。

セーフティネット貸付についても、（1）特に業況が悪化している事業者に対する0.3%の金利引下げを2011年3月末まで延長すること、（2）雇用拡大・維持に取り組む事業者への0.1%の金利引下げを0.2%へ拡充すること（2011年3月末までの時限措置）、（3）無担保、無保証人貸付を円滑に進めるため、金利引下げ措置を2011年3月末まで延長することが、それぞれ決められた。また、商工組合中央金庫による危機対応貸付等も含め、セーフティネット貸付の利用枠を4兆円追加し（総額21兆円の利用を想定）、これらの措置を2011年3月末まで延長して実施することとなった。

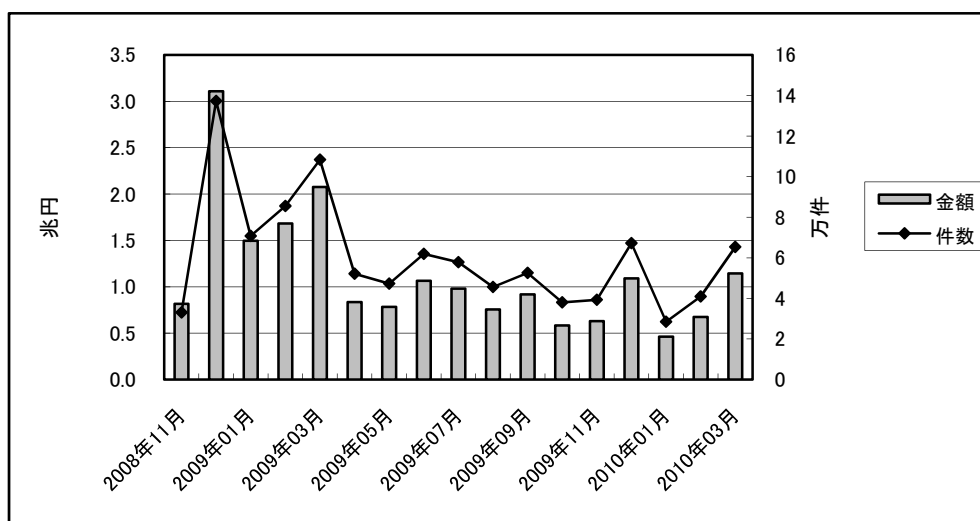
日本政策投資銀行等によって実施されている危機対応業務についても、中堅・大企業への資金繰り支援を継続すべく、2011年3月末まで延長することが決められた。また、デフレが続く中で、日本政策金融公庫と危機対応スキームにおける指定金融機関（日本政策投資銀行、商工組合中央金庫）を通じた設備投資

等のための融資の金利を2年間0.5%引き下げる措置も、2月15日からとられることとなった<sup>16)</sup>。

また、年度末の3月には、改正金融機能強化法に基づき、フィデアHDの北都銀行へ100億円、宮崎太陽銀行へ130億円の優先株買い取りによる公的資金注入がそれぞれ行われた。

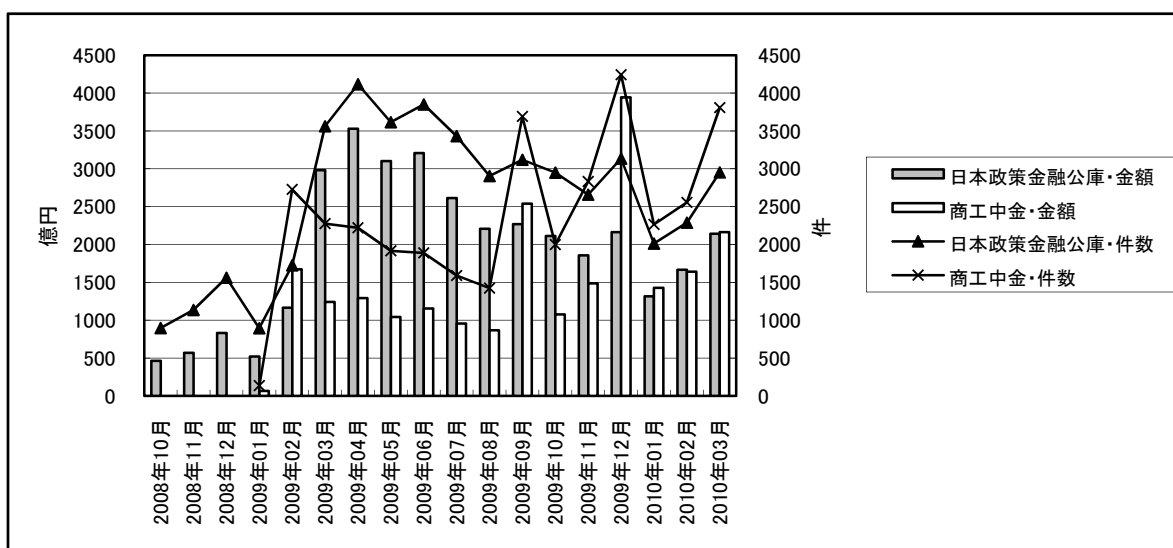
最後に、これまでに論じてきた政府による中小企業の資金繰り支援のための政策が、実際にどの程度の規模で実施されてきたかを見ていくこととしよう。図4に、緊急保証制度の承諾実績の推移を、図5に、セーフティネット貸付、および中小企業向け危機対応貸付の実績の推移を、それぞれ示した。

図4 緊急保証制度の承諾実績の推移



(出所) 中小企業庁調べ

図5 セーフティネット貸付、および中小企業向け危機対応貸付の実績の推移



(出所) 中小企業庁調べ

(注) 日本政策金融公庫の実績については、中小企業事業におけるものである。

<sup>16)</sup> 半期毎に、消費者物価が前年に比して下落しているかによって、主務大臣が判断し、引き下げを各機関へ指示することとなっている。

緊急保証制度については、制度が創設されてからしばらくは、承諾実績が極めて高くなっているものの、2009年4月以降は、それ以前に比べると、承諾件数、承諾額がともに比較的低位で推移している<sup>17)</sup>。他方、セーフティネット貸付については、日本政策金融公庫の実績は、緊急保証制度の承諾実績が減少し始めたのとほぼ同時期に急増しており、しばらくは、高水準での推移が続いている。また、日本政策金融公庫の融資実績が減少し始めた2009年9月頃からは、商工組合中央金庫の融資実績が、それと入れ替わるかのごとく、高水準で推移している。

以上の動きから推測すると、緊急保証制度のほうが、セーフティネット貸付に比べ、利用のための対応が迅速であった可能性を指摘できる。そのため、多くの企業が、まず緊急保証制度を活用し、その後に、セーフティネット貸付の利用が可能となったり、同制度の利用枠が拡大したりしたことなどから、こちらの利用が急速に伸びていった可能性が考えられる。さらに、セーフティネット貸付の活用がやや遅れた理由としては、銀行と企業の既存の関係を利用できる信用保証制度に比べると、取引関係のなかった企業に対する政府系金融機関からの直接融資を迅速に行うことが困難であることや、リーマン・ショックとほぼ同じ時期に実施された日本政策投資銀行と商工中金の株式会社化や、国民生活金融公庫と中小企業金融公庫の日本政策金融公庫への再編のために、新しい枠組みの中での政策的な金融支援の基本方針が明確でなく、そのノウハウが乏しかったことなどが指摘できる。

いずれにせよ、こうした資金繰り対策の利用が、全体として大きく減少していく傾向は見られない。したがって、リーマン・ショック直後の金融市場の機能が著しく低下した一時期に比べれば、中小企業の資金繰りは相対的に安定しつつあったものの、中小企業金融における資金繰り対策の必要性は、2009年度後半の段階ではまだ残っていたと考えられる。

さらに、中小企業金融円滑化法に基づく貸付条件変更の承諾実績についても見ておこう。表1に、同法が施行された2009年12月4日から2010年3月末までに実行された貸付条件変更の状況を示した。

表1 中小企業金融円滑化法の実行率

	実行率1(%)	実行率2(%)
主要行(11)	97.5	68.5
地域銀行(107)	98.2	76.6
その他の銀行(29)	97.0	78.0
信用金庫(273)	98.6	77.5
信用組合(160)	98.9	80.7
労働金庫(14)	100.0	100.0
信農連・信漁連(67)	99.1	91.2
農協・漁協(895)	99.0	87.9
合計(1556)	98.3	76.5

(出所) 金融庁の公表資料

(注1) 実行率1は、実行件数を実行件数と拒絶件数の和で除したものの。

(注2) 実行率2は、実行件数を申し込み件数で除したものの。

(注3) 埼玉りそな銀行は、地域銀行に含んでいる。

<sup>17)</sup> 家森(2010a, b)では、愛知県の中企業に対する大規模アンケートに基づいて、グローバル金融危機の下での信用保証制度の実態について分析している。

審査中の案件や、借り手自らが申請を取り下げた案件も申し込み総数に含んで算出している実行率<sup>2</sup>を見た場合、条件変更に対応しているとは言い難いものの、そうした案件を申し込み件数から除いて算出した実行率<sup>1</sup>に基づいて評価すると、業態による例外なく、ほぼすべての金融機関が、法案で定められている努力目標に十分に当たっていると評価することができる。

## (2) 日本銀行による金融政策

本項では、前項と同じ2009年後半以降に、日本銀行によってとられた金融政策手段を紹介しよう<sup>18)</sup>。

2009年7月14、15日に開かれた決定会合では、企業金融の円滑化と金融市場の安定確保を引き続き図っていくという観点から、CPや社債の買い入れ、および企業金融支援オペについては2009年12月末まで、民間企業債務の適格担保としての格付け要件の緩和、およびABCPの適格担保要件の緩和については2010年3月末まで、補完当座預金制度については2010年1月15日まで、米ドル資金供給オペについては2010年2月1日まで、それぞれ期限を延長することとなった。

10月30日の決定会合では、企業金融支援オペについては、実施期限をさらに2010年3月末まで延長した上で完了し、4月以降は、より広範な担保を利用できる共通担保オペ等の金融調節手段を活用し、潤沢な資金供給を行う態勢に移行すること、CP・社債市場の機能回復という所期の目的を達成したことに鑑み、CP・社債の買い入れを、予定通り2009年12月末をもって完了すること、民間企業債務、およびABCPの担保要件の緩和措置については、実施期限を2010年12月末までに延長すること、補完当座預金制度は、実施期限を当分の間延長することが、それぞれ決められた。

12月1日の決定会合では、短期金融市場における長めの金利のさらなる低下を促すことが、金融面から景気回復を支援するための最も効果的な手段であると判断され、国債、社債、CP、証貸債権などのすべての日銀適格担保を担保として、固定金利（無担保コールレートの誘導目標水準の0.1%）で期間3ヶ月の資金を供給する固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション（以下、固定金利オペ）を導入することが決定された。

翌2010年3月16、17日の決定会合では、前年10月30日の会合において決定されたように、企業金融支援オペを2010年3月末に終了することから、4月以降、同オペの残高が漸次減少していくことを踏まえ、固定金利オペを大幅に増額することとなった。

6月14、15日の決定会合においては、物価安定のもとでの持続的成長という観点を踏まえつつ、成長基盤強化に向けた民間金融機関の自主的な取り組みを金融面から支援するために、新たな資金供給の枠組みを時限措置として導入することが公表された<sup>19)</sup>。その内容は、民間金融機関の成長基盤強化に向けた融資・投資への取り組みに応じて、当該金融機関に対し、長期、かつ低利の資金を適格な担保を裏付けとして供給するというものである。具体的には、成長基盤強化に向けた取り組み方針を策定していることや、融資・投資の対象が、研究開発、起業、事業再編等であることなどの要件を満たすかについて、日本銀行の確認を受けた金融機関を対象とし、貸し付け時の無担保コールレートの誘導目標水準で、共通担保を担保として貸し付けを行うとされている。

貸付期間は、原則1年であるが、3回までの借り換えが認められるため、最長4年まで借りることが可

<sup>18)</sup> 本項における説明の多くは、2009年8月14日から2010年7月21日までに掲載された日本銀行の『金融政策決定会合議事要旨』から引用している。

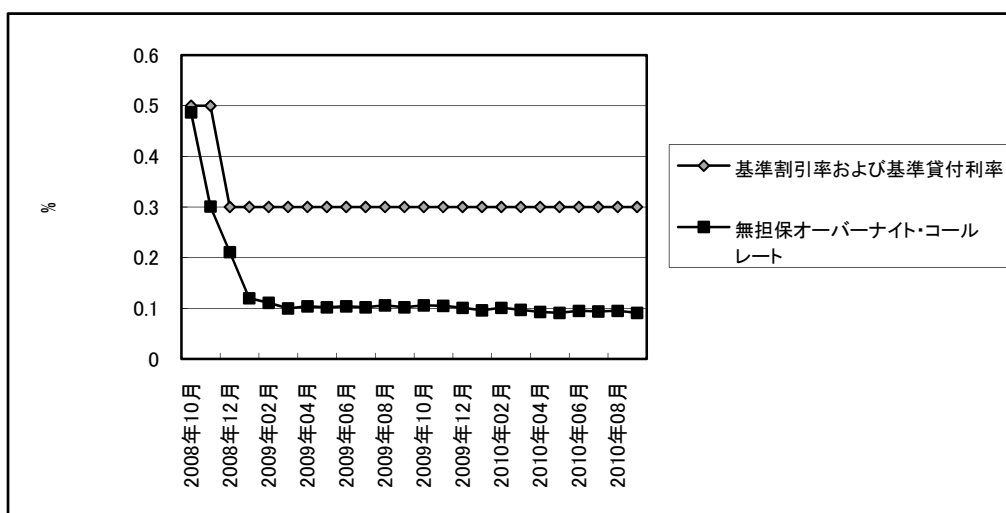
<sup>19)</sup> すでに、4月30日の決定会合においても、以上のことを目的とした資金供給方法が検討され、素案の骨子が公表されている。しかし、この時点では、どういった金融機関に資金供給を行うかについては、具体案が示されておらず、より具体的な検討を進めていくとされていた。



能である。貸付総額の残高上限を 3 兆円とし<sup>20)</sup>、対象金融機関毎の貸付残高の上限は 1500 億円とする。2010 年 9 月に第 1 回が始まり、2012 年 3 月末日までを受付期間（新規貸付の最終実行期限は、同年 6 月末）としている<sup>21)</sup>。

図 6 には、日本銀行の政策誘導金利である無担保オーバーナイト・コールレートと、基準貸付利率（公定歩合）の推移を、2007 年 1 月から 2010 年 7 月までについて示した。

図 6 無担保オーバーナイト・コールレートと基準貸付利率の推移



(出所) 日本銀行のホームページ

## 5. 危機対応政策の効果とその実施に伴う問題点

### (1) 危機対応政策の効果

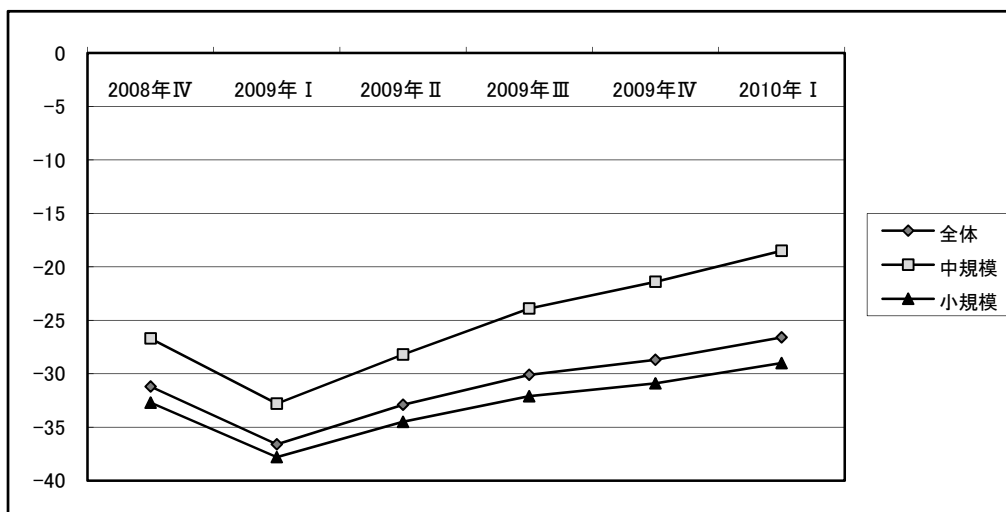
前節までにおいて、リーマン・ショック後に、様々なタイプの非伝統的政策に踏み込むことを可能とするための制度設定や、長引く景気低迷を背景に、すでに定められた制度内容の見直しが頻繁に行われてきたことが明らかにされた。本節では、こうした種々の政策が、実際に所望の目的を達成してきたかを分析していくこととしよう。

まず、前節の図 4, 5, および表 1 において示されたような政府による中小企業の資金繰り対策が、中小企業の経営環境の改善に資するものであったかを考察していく。まずは、中小企業の資金繰りの改善に有効であったかを明らかにするために、2008 年第 IV 期から 2010 年第 I 期までの中小企業の資金繰り DI の推移を示した図 7 を概観しよう。

<sup>20)</sup> 1 回当たりの貸付総額は、1 兆円を限度とする。

<sup>21)</sup> 日本銀行企画局 (2010) が、制度の背景も含めて、分かりやすく説明している。

図7 中小企業の資金繰りDIの推移

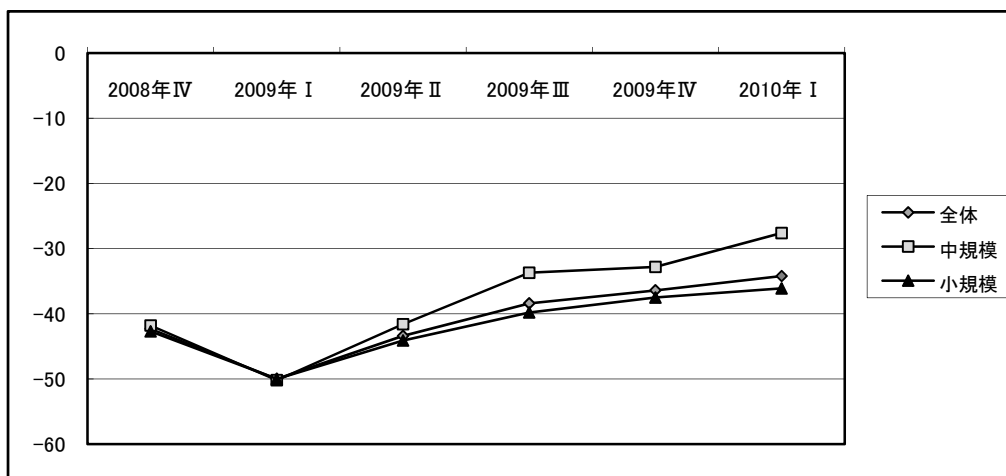


(出所)『中小企業景況調査』(中小企業庁・中小企業基盤整備機構)。出所のおおもとは、『中小企業白書 2010年版』。

わが国の経済や金融市場の機能が急激に低下した時期と重なる2009年第I期における資金繰りが、予想通り、最も悪化しているが、それ以降は、少しずつではあるものの、改善傾向を示している。つまり、前節までにおいて紹介したセーフティネット貸付を始めとする、様々なタイプの資金繰り対策の効果が、それなりに出ていると解釈しても良さそうである。しかし、中規模企業の資金繰りが、リーマン・ショック直後に比べ、相対的に大きく改善されているのに対し、小規模企業の改善度合いは、中規模企業のそれと比べ、明らかに低い。つまり、中小企業の内部でも、規模によって、資金繰りの改善度合い、換言すれば、政府の資金繰り対策の効果にばらつきがあると考えられる。

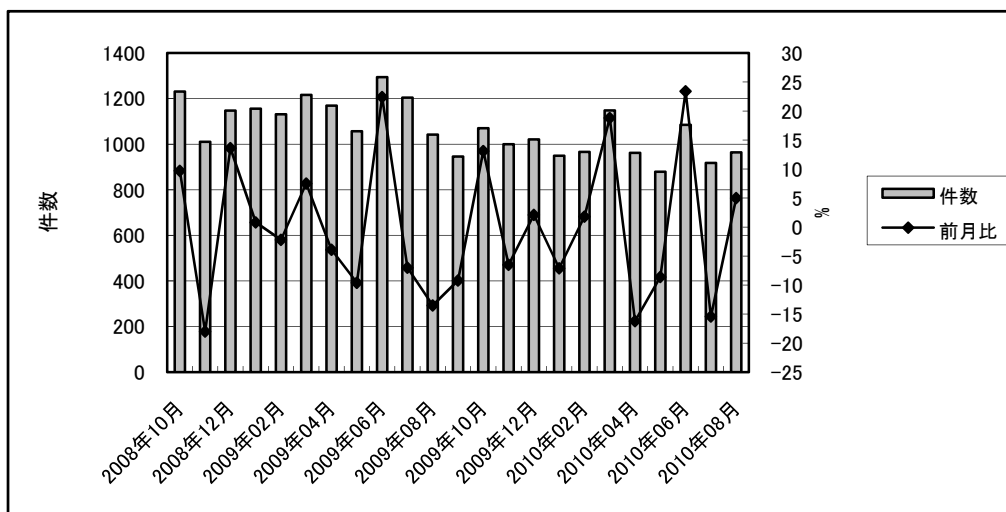
次に、中小企業の業況が改善されたかを考察していこう。図8に、2008年第IV期から2010年第I期までの中小企業の業況判断DIの推移を、図9に、2008年10月から2010年8月までの負債1000万円以上の企業の倒産数の推移を、それぞれ示した。

図8 中小企業の業況判断DIの推移



(出所)『中小企業景況調査』(中小企業庁・中小企業基盤整備機構)。出所のおおもとは、『中小企業白書 2010年版』。

図9 負債1000万円以上企業の倒産数の推移



(出所) 帝国データバンクのホームページ

まず、業況判断DIを見ると、資金繰りDIとはほぼ同じく、2009年第I期に大きく落ち込んだ後、少しずつではあるが回復傾向にあり、2009年第III期以降は、リーマン・ブラザーズ破綻直後の水準を上回っていることが分かる。規模別に見ると、やはり資金繰りDIと同じく、中規模企業のほうが、小規模企業に比べ、相対的に順調に回復していると言える。やはり、ここにおいても、政府による種々の政策の効果に、企業規模によるばらつきが存在することが認められる。

企業倒産数については、2009年7月までに比べると、それ以降のほうが、相対的には減少しているものの、未だなお大きく改善されたとは言い難い状況にある。前述の資金繰りDIと業況判断DIについても、徐々に改善されていく傾向にはあるものの、平時の水準にはまだ遠いため、出口戦略を探りつつも、資金繰り対策を始めとする中小企業への危機対応策を完全に打ち切るのは、時期尚早だと判断される。とりわけ、小規模企業の経営環境は、図7、8において明らかにされたように、現状においても、極めて厳しい状況にあるため、適切なケアが継続されるのが望ましいであろう。しかし、既に論じてきたように、少なくとも、中小企業の経営環境の著しい落ち込みを食い止めるというレベルにおいては、種々の中小企業への資金繰り対策が、それなりに効を奏してきたという点を再度強調しておく必要がある。

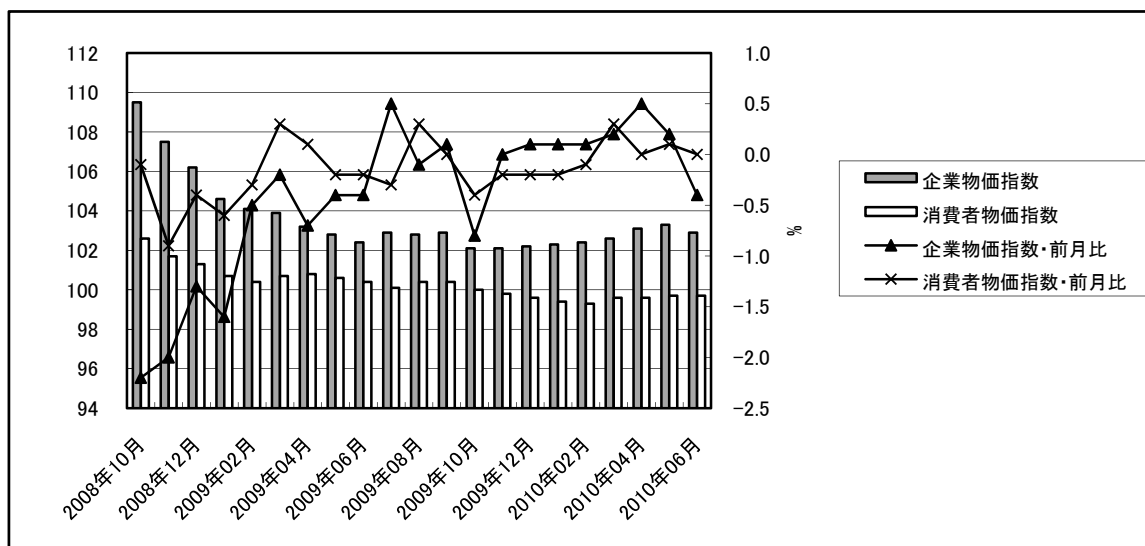
次に、日本銀行の緩和的政策や非伝統的政策が、物価水準の改善に寄与してきたかを考察しよう。図10に、2008年10月から2010年7月までの消費者物価指数と企業物価指数の推移と同対前月比の推移を、それぞれ示した。

企業物価指数は、リーマン・ブラザーズが破綻した直後からしばらくの間、対前月比で極めて大きな落ち込みが続いており、その後も2009年6月までは持続的に下落している。それ以降は、2009年10月に0.8%下落したのを除けば、ほぼ0%近辺で推移しているが、物価が大きく改善される兆しは、今のところ見えてこない。消費者物価指数についても、同様に、今のところ大きな改善が見込まれる状況にはない。

政府は、日本銀行に対し、さらなる金融緩和を要求しているし、現行の緩和水準や非伝統的手段への踏み込み方が、まだ不十分であると考えられることもできるが、実体経済の回復度合いが不完全であり、それがゆえに、企業の設備投資のための前向きな資金需要が生まれてこない現状を踏まえると、金融政策の効果は、ある程度限定的なものにならざるを得ないのかもしれない。また、金融政策の効果が実現するのは、

それなりの時間を要するとされているので、今回のように、経済の落ち込みが世界的に極めて厳しい状況下にあっては、金融政策に即効性を期待するのは困難であるとも考えることもできる。したがって、日本銀行による緩和的政策や非伝統的政策の効果を評価するのは、時期尚早なのかもしれない。

図 10 消費者物価指数と企業物価指数の推移



(出所) 総務省統計局のホームページ

(注) 各物価指数は、2005年を100としたものである。

## (2) 危機対応政策の実施に伴う問題点

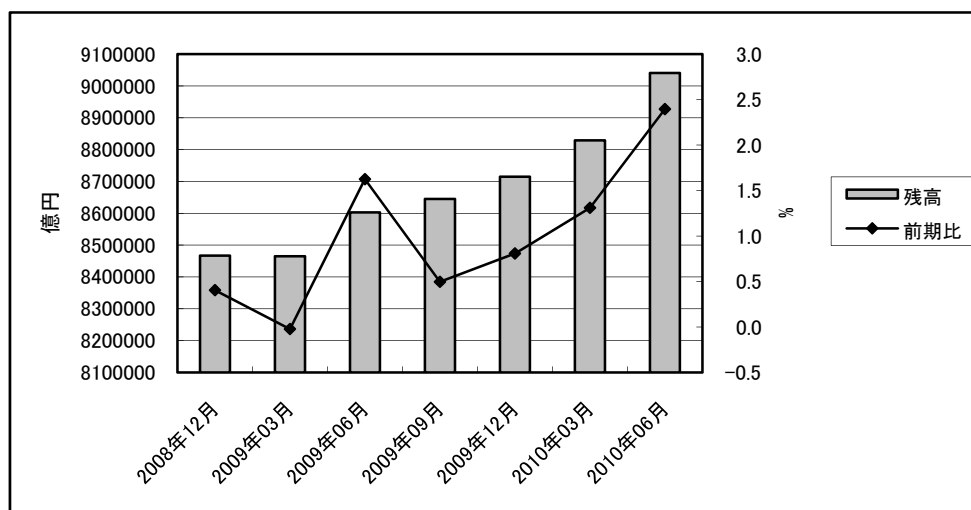
前節までにおいて論じてきたように、リーマン・ブラザーズの破綻後、中小企業の資金繰りを改善するために、あらゆるタイプの政策が、まさに総動員されてきた。その結果、平時の状態にはまだ程遠いものの、少なくとも、企業の資金繰りや業況の著しい落ち込みを食い止めるという点で有効であったことが、前項において示された。しかし、こうした政策を実施するのに伴い、同時に様々な問題が発生するのも事実である。そこで、本項では、危機対応のための政策を総動員することによって、実際にどのような問題が生じたのか、もしくは、生じ得るのかを考察することとしたい。

まずは、コスト負担において発生した問題を明らかにしよう。図 11 に、2008年12月から2010年6月までの国債・借入金の残高とその対前期比の推移を、それぞれ示した。

ここから、とりわけ2009年6月以降に、対前期比の増加率が(2009年9月を除き)大きく上昇していく傾向が見てとれる。近年のわが国では、政権が自民党から民主党へ交代してから、とりわけ家計の消費を喚起するための様々な財政出動が行われているが、これに加え、前節までにおいて論じてきた危機対応のために総動員された政策の莫大なコストを賄っていることが影響していると考えられる。



図 11 国債・借入金の推移



(出所) 財務省のホームページ

すでに論じてきたように、危機対応のためにとられてきた政策は、中小企業の経営環境の著しい落ち込みに歯止めをかけるという点で、それなりの効果が認められるものである。また、日本のマクロ経済パフォーマンスや中小企業の経営環境が、まだ平時モードに遠いことから、こうした政策を完全に打ち切ってしまうのは、時期尚早だと考えられる。しかし、図 11 において見られたように、政府の負債額が多額に上っているため、財政の健全化という側面を考慮すると、こうした政策を従来通りに継続するのは、極めて困難だと言わざるを得ない。とりわけ、わが国では、少子高齢化が急速に進行しており、大幅な税収の落ち込みと、高齢者の生活保障のための支出の増大が不可避な状況にあるため、危機対応のための政策を継続するための財源の多くを国債発行や借入金以外には期待できないことをも考慮する必要がある。

銀行政策面においては、政府の直接的な支出は伴わないものの、民間金融機関に膨大な負担を負わせている側面もある。例えば、中小企業金融円滑化法による返済条件の変更について、民間金融機関は厳しい報告義務を負わされている。すでに問題を持つ企業の返済を猶予することで、将来の不良債権問題を不必要に拡大させる恐れもある。さらには、管理が難しい企業を管理し続けるという業務運営費の増加も無視できないであろう。こうした費用は、政府の費用ではないが、現実が必要となっており、金融機関の利用者や株主が負担しているのである。こうした点まで含めて政策のコストを評価することが必要である。

また、中小企業の資金供給に対し、政府が積極的に介入することが、金融機関のモラルハザードを助長しかねない点も指摘しておく必要がある。緊急保証制度を例に挙げると、すでに第 2 節において論じたように、借り手企業のデフォルトリスクが 100% 保証されるため、金融機関による融資審査やモニタリングが適切に行われなかったり、改善の見込みの低い企業の延命措置がとられたりする可能性も、完全には排除できない。こうしたモラルハザードが頻繁に行われれば、ますます政府支出が増大し、政府の財務体力の弱体化につながるのである。また、政府介入の拡大は、借り手企業に積極的な変革を促さないという借り手側のモラルハザードも誘発しかねない。

さらに、危機時における民間金融機関の融資業務を補完する目的で拡充されてきたセーフティネット貸付等の政府を通じた融資制度が、あまりに充実してしまうと、今度は、民業圧迫につながってしまう恐れもある。

以上のような諸問題に対し、いかに適切に対処しつつ、必要にして最小限の危機対応策を継続するとともに、危機対応の出口戦略を探っていくかが今後の焦点となってくる。

## 6. おわりに

本稿では、2008年秋のリーマン・ショック以降の「百年に一度」の経済危機に対して、日本政府および日本銀行が、財政、金融面からどのような対応をとってきたかを振り返ってみた。短期的には、経済活動の低下ほどには、失業や企業倒産が増加せず、痛みを和らげることに成功してきたと評価できる。

しかし、そのために、日本の財政赤字は拡大し、政府債務は先進国で最も悪い状況となってしまった上、金利もほぼゼロという状態となり、これ以上の金融、財政の政策的な刺激策の余地は乏しくなっている。他方で、2010年に入っても、デフレ傾向は継続している。さらには、潜在成長率そのものが低下傾向にある。表2を見ると、OECD加盟国の潜在成長率は、1998年から2007年の平均で2.4%であるのに対して、日本は1.1%となっている。2008年から2010年は1%以下となっており、潜在的にも日本が成長基盤を失っていることが分かる。にもかかわらず、足下では、円高が進み、企業の海外流出の恐れも強まっている。

筆者たちは、グローバル金融危機に対する一時的な需要喚起のための対策の必要性は認めつつも、それだけでは、日本経済の苦境を乗り越えられないと考えている。すでに、日本の人口は減少過程に入っており、高齢化がいつそう進展していく。さらに、周辺国の台頭で、アジアの経済拠点としての地位も失いつつある。アメリカの大量消費や同国への輸出に依存した成長にも、期待が持たなくなっている。

こうした中で、日本経済の活力を維持していくためには、経済構造の転換を図らねばならない。日本銀行が、成長基盤強化の支援のための対策に乗り出しているのは、日本経済の「成長基盤」そのものが弱体化しているとの認識が背景にあるからであろう。危機対策にかこつけて、既存産業を守るために多額の資金を費やすことになってしまっているのは、残念ながら、新しい産業の芽は生まれてこない。目の前の危機対応にのみ目を向けているのではなく、痛みを伴うであろうが、日本経済の潜在成長力を高めるような政策の実行が強く求められている。

表2 潜在GDPの対前期比変化率

	1988年から 1997年まで の平均	1998年から 2007年まで の平均	2008年	2009年	2010年	2011年
フランス	1.9	2.2	1.6	1.5	1.2	1.3
ドイツ	2.3	1.3	1.6	1.2	1.0	1.3
日本	2.4	1.1	0.9	0.4	0.5	1.0
イギリス	2.4	2.7	2.2	1.7	1.2	1.3
アメリカ	3.0	2.8	2.6	1.6	1.2	1.6
ユーロ圏	2.2	2.0	1.7	1.2	0.8	0.9
OECD合計	2.6	2.4	2.2	1.5	1.1	1.4

(出所) “Economic Outlook” (OECD) の第87号における Annex Table 21

<参考文献>

- 日本銀行企画局 (2010) 「「成長基盤強化を支援するための資金供給」について」『日銀レビュー』2010-J-13。
- 家森信善編著 (2010a) 『地域の中小企業と信用保証制度－金融危機からの愛知経済復活への道－』中央経  
済社。
- 家森信善 (2010b) 「グローバル金融危機における愛知県の中小企業」『日経研月報』第390号。
- Canale, R. R. and O. Napolitano (2010) “The Recessive Attitude EMU Policies: Reflections on the Italian Experience, 1998-2008,” MPRA Paper, No.24705.
- Cottarelli, C. and A. Schaechter (2010) “Long-Term Trends in Public Finance in the G-7 Economies,” IMF Staff  
Position Note, SPN/10/13.
- Decressin, J. and D. Laxton (2009) “Gauging Risks for Deflation,” IMF Staff Position Note, SPN/09/01.
- Goh, S. K. (2009) “Managing the Impossible Trinity: The Case of Malaysia,” MPRA Paper, No.18094.
- Spilimbergo, A., Symansky, S., Blanchard, O. and C. Cottarelli (2008) “Fiscal Policy for the Crisis,” IMF Staff Position  
Note, SPN/08/01.
- Tatom, J. A. (2008) “The Federal Reserve in Crisis,” MPRA Paper, No.12501.
- Watt, A. (2008) “The Economic and Financial Crisis in Europe: Addressing the Causes and the Repercussions,”  
European Economic and Employment Policy Brief, No.3.

