

政策リスクと金融システム

竹田 茂夫

法政大学経済学部教授

金融政策の観点から見ても、金融制度の基本設計という観点から見ても、われわれは現在際どい局面に立たされているように見える。当面の問題は、日銀の量的緩和によって制御できないデフレと、「小泉改革」の不良債権処理によってデフレがますます進行してしまう可能性である。もう少し長期的に見れば、政権とその周辺の金融専門家間でコンセンサスが出来上がったかにみえる直接金融システムの問題がある。この論文ではこれらの点について問題提起をしてみたい。

1 ネオ・リベラリズム

「小泉改革」は不良債権処理を第一の目的として、雇用の流動化・労働市場の規制緩和を緩衝材とする政策のパッケージである。そのビジョンは、ひとことでいえば、市場と競争と効率性を原理とするネオ・リベラリズムである。

このようなあからさまなネオ・リベラリズム

たけだ しげお

1949年生。78年一橋大学大学院経済学研究科博士課程修了。81年ニューヨーク州立大学Ph.D.。ベルリン自由大学助手、法政大学助教授を経て現職。著書に『信用と信頼の経済学』『資本論を理解する』（訳著）『アイロニーの効用』（訳著）など。

は、90年代のケインズ型財政政策と官僚主導型・裁量型の金融行政の度重なる失敗への幻滅によって、国民の支持を得たものであるが、日本におけるデフレの進行と第二次大戦後はじめての本格的な世界同時不況と運悪く重なるという最悪のシナリオの場合に、どのような政治的・社会的激変が生じるであろうか。

実際、日銀による量的緩和政策の採用（今年3月）とその強化（8月）は、いままでのところ所期の効果を生み出していない。また、ITバブル崩壊からのアメリカ経済の早期回復という、半年前の楽観的なシナリオは早くも基本的な修正を迫られている。最悪のシナリオは現実の可能性なのだ。

現政権と経済財政諮問会議は、「骨太の方針」のなかで、国民に吞ませる苦い薬を「頑張りがいのある社会システム」などといった美辞麗句で包んで提出し、表向きは改革の見通しについて楽観的なシナリオが実現可能であるかのように装っている。しかし裏では改革失敗のケースを想定して、危機管理シナリオを策定するという動きがすでにあるという（本間正明「政策決定システムが変わりはじめた」『論座』8月号）。

もっとも危険なのは、デフレ激化にたいして採用せざるをえないであろう金融政策の最終兵器——日銀引受けによる国債発行や、日銀融資による金融資産や実物資産の直接買い上げなどが、ハイパーインフレを引き起こし、円と政府に対する信頼が崩壊して社会的統合が攪乱される可能性である。それは、現在のわれわれの想像を

はるかに越えるものになるかもしれない。

それでは、デフレを克服して「小泉改革」が成功する場合はどうであろうか。ネオ・リベリズムの本質は、市場メカニズムと競争原理によって国民を効率性ゲームへ駆り立てる点にある。雇用におけるディシプリンはもちろん、医療や福祉や教育などでも効率性が強調される。金融システムでは、リスクを個人のレベルで負担することが奨励される（自己責任論）。失業、倒産、社会的混乱という痛みを通り抜けた後、われわれに約束されるのはこのような社会である。

2 金融政策のリスク

量的緩和がデフレ進行にたいして効果のないことが明らかになりつつある。高まる政治的圧力のもとで、日銀はあれほど抵抗していた「インフレ目標」政策を内部で検討し始めたという。

かりにインフレ目標が採用されたとしてみよう。もともとインフレ目標論とは、インフレ抑制という目標は政府が決めて、その目標の実現（政策手段の選択や達成のプロセス）を中央銀行に任せ、政府は口を出さないというものである（いわゆる「手段独立性」）。実はここに大きな危険性が潜んでいる。インフレ目標を公約に掲げても、目標を達成できないことが明らかになれば、日銀のクレディビリティ確保のために、利用できる手段はすべて利用して目標を達成しなければならないことになろう。

新日銀法が保障する中央銀行の独立性を盾にとって、あくまでもインフレ目標を拒否したとしても、デフレが進行する限り量的緩和策を次第に拡大していった、政策手段がエスカレートしていくという危険がある。

いずれの場合にも、おそらく買い切りオペを含む中長期国債オペの拡大 → 整理回収機構のR

TC（整理信託公社）化にともなう同機構への日銀融資の開始 → RTCによる大規模な不良債権（土地などの実物資産や金融資産）の買入れ → 日銀引受けによる国債発行というように政策手段はエスカレートせざるをえないであろう。

この最悪のシナリオでは、いずれかの段階で国債価格の暴落、日本からの資本逃避、円暴落、銀行システムの破綻などといった戦前型の大恐慌か、デフレのハイパー・インフレへの逆転が生じる可能性がある。

しかし、たとえ5%程度のモデレートなインフレ率が達成できたとしても、インフレ目標政策は大きな政策リスクを抱えている。いうまでもなく、デフレ心理のインフレ期待への転換によって名目長期金利が高騰する、つまり国債価格が暴落するリスクである。多額の国債をもつ銀行の債務超過を引き起こし、ふたたび金融システムの危機を招く可能性がある。金融庁の試算によれば、2%の金利上昇でも主要行の債券評価額を4兆円減少させるという（日経8月26日）。

さらに、一説では邦銀には想定元本約40兆円の金利スワップがあるという。これは、（ヘッジファンドや投資銀行をカウンターパーティとする）極めて低利の変動金利とそれよりやや高い固定金利とのスワップである。オフバランスシートであるから、その実態は不明であるが、ひとつの試算によれば国債保有分とこの金利スワップをあわせると、1%の長期金利上昇によって3.2兆円の損失を邦銀全体にもたらすという（英『エコノミスト』最新号）。したがって、金利高騰による邦銀の破綻と債務不履行は直接に世界の金融システムへ波紋を広げることになる。最悪の場合には、日本発の世界金融恐慌が生じる可能性さえある。

3 不良債権処理の政策リスク

不良債権処理が単に後ろ向きの政策ではないとしたら、それはどのようにデフレ克服や不況脱出に結びつくのであろうか。その因果関係や効果の大きさ・タイミングが曖昧であるという点が「小泉改革」の信憑性を著しく損なっている。2、3年の間は不良債権処理が逆にデフレを悪化させるだろうというのが、諮問会議の考えであるが、その後どのようにデフレが反転するのであろうか。

諮問会議が想定しているのは、非効率な企業に固定されている生産要素（経営資源や技能や労働力）が不良債権処理によって解き放たれて、政府の規制から自由になった市場メカニズムによって自ずから新たな生産活動に振り向けられる、といったプロセスであろう。あるいはバランス・シート調整によって身軽になった企業部門が、新たなサプライ・チェーンや「企業間ネットワーク」を構築して、もっと効率的な生産活動を開始するはずだという意見もある（加藤・小林『日本経済の罨』）。これらは根拠の薄い楽観的なストーリーであるか、あるいはせいぜい理論的仮説に過ぎない。もしこのようなストーリーが諮問会議によって本当に信じられているのであれば、サービス産業で今後5年間で530万もの雇用創出が可能だなどという疑わしい試算をなぜわざわざ持ち出す必要があるのだろうか。

別の見方によれば、不良債権の処理によって銀行のリスク負担能力が回復し、銀行貸出が増えることによって、企業の生産や投資が増えるのだという。

しかし、実際には銀行選別をともなう不良債権処理によって、短期的にはもちろんのこと、中長期的にもデフレはますます進行する可能性が

大きい。特に、中小銀行の金融仲介機能が損なわれ、地域経済への打撃が大きくなるものと思われる。

もともと銀行（間接金融システム）の存在価値は、資本市場に直接アクセスできない新興企業や中小企業のプロジェクトを見出して融資し、プロジェクト進行中はそれを見守り必要なアドバイスを提供するという機能にある。地元に着した中小銀行がこのような重要な機能を果たしている。

不良債権処理の過程で銀行の選別が始まれば、中小銀行から預金が逃げていくであろう。ペイオフ開始にともなう預金者の不安がこの傾向に拍車を賭ける。預金が減少すれば、銀行はより流動的な資産で運用しようとして貸出を減らすであろう。銀行の負債と資産の両側から金融仲介機能が損なわれることになる。

30年代に銀行システムが破綻することによって、特に家計、農民、中小企業への金融仲介機能が失われたことが、アメリカの大恐慌を深刻なものにしたという議論はよく知られている（バーナンキ「金融恐慌の非貨幣的効果」）。恐慌波及のこの径路を無視すべきではない。

たしかに不良債権処理によって、主要行のリスク負担能力は高まるかもしれない。しかし、その間に経済の実体部門（企業と家計）ではデフレが進行してしまっているし、中小銀行の金融仲介機能は中断されてしまう。

4 直接金融システムの問題点

90年代を通じて、旧大蔵省による金融行政の度重なる失敗や繰り返される金融危機を経験して、政治的エリートや金融専門家のあいだで次第に金融改革についてのコンセンサスが形成されてきた。ひとことでいえば、銀行システム（間

接金融)に替えて、リスク負担能力の高い直接金融システム(株式市場、証券市場、マネーマーケット)を拡充するという大方針である。たとえば、政府の審議会等を通じて指導的な立場にあった蠟山昌一氏によれば、これは「政策的に銀行離れを実現させること」、あるいは銀行の「金融仲介の中断を意図的に作り出すもの」であるという(日経4月26日「経済教室」)。

具体的内容は、個人の金融資産を預貯金から投資信託などへ呼び込みベンチャー・ビジネスのための「リスク・マネー」として機能させる、同様に企業年金を確定拠出型にして債券や株などに投資させる、従来の金融機関を編成替えて新たな「金融サービス業」をつくる、金融サービス法を整備して法制度の面から金融サービス業をバックアップする、これにあわせて郵貯、年金、簡保のような公的金融機関も市場型投資会社へ転換し、住宅金融公庫なども債券の証券化などの業務に限定することによって民間補完の役割に徹する、等である。

いうまでもなく、このような構想はアメリカの直接金融システムをほぼ忠実になぞるものである。しかし、これは一方では90年代アメリカ経済の「成功」に幻惑され、金融システムの効率性だけが眼中にあって、その変動性(不安定性)には目をつむるものではないだろうか。他方で、蠟山氏が言及していない、直接金融システムを背後から支える多くの社会制度がなければならない。

まず、金融市場、特に株式市場の変動性(不安定性)である。収益性と安全性を比較考量できる資産家はともかくとして、庶民のささやかな財産や、老後の生活を支えるべき重要な年金を株式市場の変動性に直接曝してよいのであろうか。

アメリカの低所得層の老後資金は、(賦課方式による)国民年金であるソーシャル・セキュリティと企業年金(退職年金・公務員年金など)からなるのが普通であるが、確定拠出型の企業年

金資金のほとんどを株式市場につき込んでいるものもいるという。これから生じるであろう本格的な株式市場のバブル崩壊は景気後退のきっかけになるだけでなく、長期的な観点から低所得者層の資産形成におよぼすその広範な影響に警鐘をならす金融論の専門家もいる(R. シラー『根拠なき熱狂』)。今後10年間アメリカの株式市場の低迷が続けば、この問題は次第に深刻なものとして認識されるようになるはずだ。

とすると、われわれとしてはあらかじめ、蠟山氏の構想をどのように修正しなければならないのであろうか。

もうひとつの論点は、金融をとりまく市民社会の諸制度である。アメリカ型の直接金融システムへの転換がたとえ避けられないものであるにしても、それを国民に受け入れさせるようなしくみがなければならない。たとえば、投資信託のファンド・マネージャーや年金基金の運用担当者が服する厳格な信託義務(受託者責任)、強力な権限をもった政府の監督機構、徹底した情報公開制度、政府保障のついた最低限の安全な金融資産の提供(アメリカでは非市場性の貯蓄国債であるが、日本では預け入れ限度額を引き下げた郵貯の低額貯金がその機能を担うことができよう)等である。

これらは、現在整備されつつある「日本版金融サービス法」によって一部は確保できるかもしれないが、もっと重要なのは市民社会のなかに、金融市場と金融サービス業にたいする多くの「対抗力」を埋め込んでいく必要性である。ここで念頭においているのは、環境や企業倫理や人権などに焦点をあてた金融機関や企業の格付け機関、社会的投資を实践する投資信託、投資家に情報提供するNPOなどである。このような「対抗力」が社会的監視を行い、常に批判や問題提起をすることによってはじめて、営利や投機や過度の競争に傾きがちな金融システムになんとか手綱をつけることができるのではないだろうか。

金融改革の難しさ

石見 徹

東京大学大学院経済学研究科教授

1 金融改革の課題

日本の金融システムは戦後かつてない困難に直面している。この難局は、昭和初期の金融恐慌に匹敵するといってもよいが、その当時に比べて世界の中で日本経済の占める位置は比べものにならないほど大きくなった。だからこそ「不良債権」は国際的にも注目をあびる問題になり、日米首脳会談やサミット（主要国首脳会議）で日本の首相は速やかな解決を約束させられたのである。1997年に当時の橋本龍太郎首相が述べた「日本発の世界恐慌は起こさない」という台詞が、久しぶりに政府首脳から発せられるようになった。

世界恐慌など起こらない方がむろんいいに決まっているが、ここでは日本の金融システムをいかに改革すればよいかを、生活者の視点から捉えてみることにしよう。具体的に言うと、問題は大きく二つに分けられる。

いわみ とおる

1948年生。71年東京大学経済学部卒。東京大学大学院経済学研究科博士課程修了。76年法政大学社会学部助手、77年講師。79年東京大学経済学部助教授を経て現職。著書に『世界経済史—覇権国と経済体制』『国際通貨・金融システムの歴史』『日本経済と国際金融』など。

まず第1に、金融システムに正常な機能を回復させることが重要になる。さもないと、日本経済がいつまでも変調を脱しきれず、企業倒産や失業などの形で、私たちの日々の生活が脅かされる。いうまでもなく、「不良債権問題」の処理がこの問題を解決する鍵になる。

第2に、私たちは多かれ少なかれ預貯金や国債、株式などの有価証券を持ち、さらに保険にも入っている。こうした金融資産を安心して、有利に運用するのに、何が望ましいかは、金融システムをどのように改革すれば、日本経済の中長期的な発展にふさわしいかという点と実は重なってくる。以下ではこうした問題を順に取り上げることにしよう。

とはいえ、金融改革の方向性は、これまで何度くり返し論じられ、すでに大まかな合意はできているといっても過言ではない。たとえば、すでに1996年11月に橋本政権の「日本版ビッグバン」は基本的に正しい方向を打出していた。すなわち国際化（グローバル化）、自由化、透明性を高めることなどは、日本の金融機関がその資産規模にふさわしい競争力を備えるのに、当然の前提条件であった。しかし1997年秋に北海道拓殖銀行、山一証券、そして98年には日本長期信用銀行などが相次いで破綻し、金融危機が深化する中で「ビッグバン」はいつの間にか忘れ去られたのであった。

1999年3月には大手15行に合計7兆円を上回る公的資金を投入し、不良債権の処理は峠を越したとの発表が何度か行われてきた。それ

にもかかわらず、不良債権の規模は一向に減る気配がみえないので、この際、抜本的な解決に踏みきった方がよいとの声が強くなった。そしていよいよ今年になって森、小泉両政権は、不良債権の処理は2～3年以内に片付けると対外的に公約したのである。

しかし難しいのは、金融システムの改革をどのような順序で、どの程度のスピードで進めていくかということである。「順序」というのは、不良債権処理と他の金融改革との間でも問題にはなるが、とりわけ現在では「改革」一般と「景気」のどちらに優先順位を置くかが重要な決断になる。そして、改革の「スピード」はデフレの進行状況に大きく左右されることが、問題の解決をいっそう難しくしている。

2 不良債権問題をどう考えるか

不良債権の処理は、なぜ急いで行う必要があるか、遅らせると何が起こるのだろうか。不良債権といっても、いくつかの分類方法があるが、概括的にいうと、返済の見込みがほとんどない貸付残高のことである。これに何の手も打たずにいると、金利が滞納されるので銀行の収益を圧迫するばかりではなく、貸し付けと返済によって経済循環を媒介するという、銀行が本来の機能をはたしていないことになる。これまでのように、利益の中から不良債権に見合うだけ引当金を積み上げる方式（間接償却）では、先行きの怪しい借り手に、さらに救済融資の形で資金を注入せざるをえない。それがまた新たに不良債権を作るという悪循環に陥ることになる。その意味では、処理は早ければ早いほどよい。そこで直接償却が脚光を浴びてきたのである。

直接償却では、不良債権を「直接」バランスシートから消去することが基本になる。これには

いくつかの方式があり、1) 返済の見込みのない借り手を法的に整理するか、2) 債権を放棄するか、3) 債権を転売するしかない。いずれの方式によっても、不良債権は銀行のバランスシートから消えてしまう。ただし注意すべきは、直接償却をしても、不良債権に「塩漬け」されていた資金がそのまま回収されるわけではないことである。1) の方式では担保の部分が、3) の方式では売却額が、不良債権の一部として返ってくることはたしかであるが、それは元本のごく小さな部分である。返済の見込みがないからこそ「不良」化したのだから、当の債権を処分しても、回収できる割合はごく限られている。

したがって不良債権の処理は、日本経済の回復を直ちにもたすことにはならず、その出発点に過ぎない。重要なことは、その後、銀行が成長性の高い有望な企業に貸付を増やすことであるが、現状では銀行が「リスク」をとる余裕がないのである。しかし「直接償却」はデフレをさらに進行させる、その結果、不良債権もまた増える。デフレと不良債権の悪循環に陥らないという保証はない。

一例を挙げると、2000年9月末で大手16行の不良債権（実質破綻、破綻懸念先）は12兆6600億円であったが、その後、半年間で4兆3800億円が処理された。ところがその一方で新たに3兆3900億円も不良化した債権が発生したので、2001年3月末までに減った不良債権は1兆円にすぎないのである。なぜそうなったかということ、「要注意先」とされていた債権が「破綻懸念先」など不良債権の分類に変わったからである。いうまでもなく、これはデフレ景気が最大の原因である。しかも問題は、2001年3月末の「要注意先」債権は大手行だけで50兆円、地方銀行、第二地方銀行を含めると87兆円にもなっていたことである。¹⁾

不良債権の直接償却に相当の「痛み」を伴うことは、すでに常識になっているといつてよいだろう

う。不良な借り手企業が清算された時に失業が発生することはむしろであるが、たとえ企業が存続しても、業務の立て直しにリストラ、すなわち人減らしは避けがたい。「構造改革」の理想は、仕事を失った人が新たに成長する産業部門に転職することではあるが、それはかなり難しい。企業にとって一番重荷になっている年齢層は団塊の世代である。この層は年齢も給与水準も高く、数も多いからである。だからこそ、真っ先にリストラの対象になるだろうが、50歳を過ぎて新たに技術を習得したり、これまで未経験の仕事に慣れたりするのは容易なことではない。これから成長部門とされるIT関連産業に中高年が必要な技術を身に付けることは容易ではない。あるいは政府が雇用創出の一つの柱としている福祉部門にしても、介護ビジネスなどに雇用が増えるのは、男性ではなく女性であろう。

政府も最近になってようやく雇用対策を口にするようになったが、世論の反撥を配慮して失業の規模を過小評価しているようである。というのは、整理さるべき不良債権の範囲のとり方にもよるが、最大の分かれ目は、これまでの議論が大手銀行にばかり焦点を当てていることである。大手銀行が不良債権の処理を進めると、当然、同じ借り手に融資している地方銀行や信用金庫などにも影響が及んでくる。しかしこれらの金融機関は大手銀行ほどに資金や収益の余力がないので、中小企業向けの融資を回収したり、切り詰めたりすることになる。そこで中小企業向けの金融をいかに安定させるかという課題が浮かび上がってくるが、この点はあらためて取り上げることにしよう。

3 不良債権ショックの緩和策

不良債権処理によるデフレ圧力を緩和するに

は、財政赤字がもはや限界に達したとの認識が強いので、金融政策の出勤に期待が寄せられている。実際、日本銀行が2001年3月に「量的緩和」に踏み切って以来、銀行には潤沢に資金が供給されている。ところが、銀行は日銀から資金を追加されても、貸付を減らし国債投資を増やしている。一方では、銀行側に「リスク」を回避する姿勢が強く、他方で借り手は、デフレ下で債務の実質負担が増えることを避けて、借り入れを増やすどころか、むしろ繰り上げ返済をしているからである。しかし銀行のバランスシートに国債が累増することは、新たな不安定要因になる。財政再建がうまく進まず、国債の相場が下がると、銀行は新たな含み損を抱えることになるからである。したがって、銀行が正常な活動を再開するためには、やはり優良な借り手が増えることが必要であり、それには、短期的には景気の回復、より長期的には、新たな経済成長のエンジンが生まれてくる必要がある。

これから不良債権の整理が進むと、十分な引当金を用意できず、いずれ債務超過に陥る銀行が出てくる。そこで公的資金の再投入が必要になってくることはほぼ間違いない。しかし民間企業である銀行に公的資金を使うことには、納税者の抵抗が相変わらず強い。公的資金によって直接、恩恵を受けるのは、いうまでもなく銀行である。しかし、銀行によって媒介される資金の流れは、一国経済にとっては血液循環のような役割をはたしているので、このシステムを救済することが必要になる。個々の銀行はともかくとしても、システムとしての銀行は「重要すぎて潰せない」のである。

しかし、公的資金まで投入するに至ったのは、誰の責任かという問題が依然として残る。不良債権は、まず「借り手」に責任があることはいうまでもないが、「貸し手」である銀行が無理に融資を押し付けたという事実も少なからず指摘されている。銀行が経営者の責任問題に波及す

ることを恐れて、不良債権額を過小に公表したり、金融監督当局（かつては大蔵省の銀行局、現在は金融庁）がみずからの行政の失敗を隠したりする傾向があることは否めないであろう。そもそも「バブル」を膨張させ、その後の急激な引締め政策で不良債権を増加させた責任といえば、日本銀行も免れない。

わたしたちの感情としては、過去の失敗に関わった全責任者を追放し、個人的な資産で弁済させるくらいのことを行なえば、とても気がすまない。しかし銀行、金融監督当局の責任者を追放するといっても、そもそも責任の範囲をどこまで広げるか不明確である。戦後改革のような特殊状況であれば、厳しい責任追及ができるかもしれないが、平時にそれがどこまでやり遂げられるだろうか。

金融システムには、不確実性、いい替えると、リスクがつきものだということである。貸付の例を取り上げると、返済は将来になるので、その間に何が起こるか分からない。また貸し手には借り手の状況を完全に把握することができない、という限界（情報の非対称性）がある。このようなリスクをできる限り回避することはむろん必要ではあるが、それを完全に排除することはできない。公的資金を注入したり、預金を保険で保護したりすること、また時には中央銀行が緊急融資で金融機関を救うのも、すべて金融システムに内在する「リスク」に対する安全装置なのである。

4 改革の方向性

不良債権処理は、いわば後ろ向きの対策であるが、中長期的には金融システムの機能をどのようにして効率化させ、強化していくかが重要な課題である。いうまでもなく、その目標は、

個々人にとっても金融資産の運用に利益をもたらすことになる。

日本の個人金融資産は規模がきわめて大きい。それがいわゆる間接金融を中心にした金融システムの一つの側面であるが、なかでも郵便貯金や簡易保険などの公的な金融機関の占めるシェアがきわめて大きい。具体的にいうと、個人金融資産の額は2000年末で約1390兆円にも達するが、このうちで52%が預貯金、株式は5%未満であった。アメリカでは株式が24%で、ドイツは13%であるのに比べると、たしかに株式の比重は小さい。しかも郵貯と簡保の資産残高は約360兆円で、これだけで個人金融資産の4分の1を占める。²⁾これが資金の効率的な配分を歪めていることに、問題がある。

郵貯といえば、公的な金融機関が経済開発政策の重要な一環であり、それなりの歴史的役割を担ってきたことは否めない。現在の発展途上国においても、これに類似した制度が貯蓄不足を克服する手段になりうる。しかし現在の日本では、経済開発を支える社会的基盤はすでにかなり整備されてきた。むしろ、郵貯や簡保で入る巨額の資金が無駄な公共事業を温存させるという弊害が指摘されるようになってきた。これまで郵貯や簡保が巨額の資金を集めることができたのは、民間の金融機関よりも有利なサービスが受けられたからであり、それも結局は、事実上、財政を通じた補助金によって支えられていたことを忘れてはならない。

日本の金融システムを改革する方向としては、直接金融の比重をより大きくすることが望ましい。銀行を経由した貸付が正常に機能していなかったことは、「不良債権」で明るみにでた。むろん株式市場にも潜在的にはバブル的な要素があるが、資金を調達する側からみても、運用する側からみても、手段が多様であることが望ましい。

直接金融の役割が増すことは、個人の金融資産が株式や証券投資信託によりいっそう流れることになる。しかしバブルが弾けて以来、株式市場で個人の比率がますます低下し、代って外国人の割合が増えている。昨年来、東京証券取引所の株価は外国投資家の判断によって左右される状況になっているが、これは好ましい状況ではない。外国の投資家と日本の投資家との間に、短期的な相場の利得をねらうか、長期的な企業の成長可能性に賭けるかという、判断の違いがあるからである。たしかに外国の投資家が必ず短期的な利益を目標にするとは限らないが、1997-98年に東アジアから始まった通貨・金融危機で有名になったヘッジファンドなどは、長期投資の観点が乏しい。その意味で、日本の個人投資家が「貯蓄」の観点から、株式投資の割合を増やすことが必要なのである。

株式に個人資産を呼び戻すために、証券税制の改革が何度も議論の種になっている。参議院選挙の直後に、株価がバブル崩壊後の最安値を更新したことから、またしても株価対策を求める声が強くなったが、そこでも焦点は税制改革である。それは要するに、証券取引にともなう税を優遇して、より多くの資金を株式市場に呼び込もうというわけであるが、やはり税の「公平性」が問題になるし、それが特効薬になるわけでもない。

現在でも株式の譲渡益は分離申告できるので、累進制による高い税率を回避できる特典がある。さらに税率を低くしたり、損失が発生すると、何年にもわたって申告できるようにしたりで、株式投資を優遇するのは、やはり「不公平」という印象は免れない。この欠点を是正するためには、少なくとも株式譲渡益を総合課税制度で捕捉すべきであり、それには納税者番号制を導入して捕捉もれを防ぐ必要がある。ただし、株式会社の利益に法人税がかかり、残る税引き後の利益から分配された配当にも二重に課税さ

れるという問題がある。この点は、むしろ公平性の観点から是正されてよいだろう。

これまでも、証券市場の「透明性」を高める方向で改革が進められてきたが、それでも個人の資金が期待されたほどに株式市場に戻らないのは、何といてもバブルの後遺症で相場が低迷しているからである。先進諸国の中で日本だけが10年以上もバブル期の最高値よりもはるかに低い水準にある。したがって、証券取引の税制改革が個人の貯蓄を株式市場によびこむ効果があったとしても、それはきわめて限られたものである。

ところで、以上のように、直接金融の比重を高めることが必要であるとしても、その一方で、間接金融の役割がなくなるわけではない。とりわけ、株式や社債を発行するだけの条件を満たしていない企業、端的にいうと中小企業にとっては、銀行をはじめとする間接金融機関が資金調達機会を保証する点で重要である。

中小企業向けの金融機関は、大手銀行に比べて収益力も資金的な基盤も脆弱なので、不良債権の整理が進めば、債権に対する自己資本比率は大きく低下する。そこで債権額を圧縮する、すなわち貸付資金を回収する動きが強まり、その負担が中小企業にシワ寄せされることは間違いない。それに加えて「ペイオフ」の制度が2002年4月から解禁されることになっている。これは、銀行が倒産して預金の払戻しが困難になった時に、1000万円までは預金保険で保証するが、それを越える部分には保険がかからないという制度である。したがって、「ペイオフ」が実施されると経営基盤の弱い銀行から預金流出し、存続できなくなる銀行が増えることが予想される。

このようにして、不良債権処理と「ペイオフ」解禁で脆弱な中小銀行が整理され、より大きな少数の銀行に統合されていくことで、日本の金融システムはより強固になるだろうか。中小企

業に対する金融は、抽象的に考えると、大手銀行でも担うことができるが、「人を見て貸す」といわれるように、「信用」供与には人的な要素が絡む。とりわけ中小企業への融資は、継続的で、個人的な関係を基礎にしているので、大手銀行がすべてを支配するシステムに移行すると、円滑に機能しなくなる。したがって、こうした金融取引の存続を危うくする、「ペイオフ」の解禁は延期すべきであろう。

5 結論

金融改革は、日本経済にとって重要な課題ではあるが、それだけで景気対策や経済成長の促進につながる訳ではない。すでに多くの人々が知っているように、不良債権の処理（正確にいうと「直接償却」）は、短期的には景気をいっそう悪化させる。こうした制約を乗り越えて、中長期的に日本経済を成長軌道に復帰させるためには、新たな発展の動力が必要になる。それがIT革命になるのか、あるいはそれ以外のバイオや環境関連の新産業になるかはともかくとして、金融システムは、そのような新技術や産業の立ち上げに、必要な資金を供給することに本来の役割がある。それを産業の潤滑油といえは過小評価になるかもしれないが、少なくとも経済の血液循環に喩えられるほどの重要性をもっているこ

とは間違いない。

金融システムには不確実性が避けがたいことはすでに述べた。そして短時間に巨額の資金が国境を越えて移動する現在では、不測の事態が起りかねない。日本には当面、景気の自律的な回復の兆しがみえないし、アメリカではITバブルがはじけ、個人消費が低迷して、世界経済には牽引役が不在の状態である。こうした状態の時に、不良債権処理を急ぐと悪循環に陥る可能性がきわめて高い。

本稿で、金融システムを前向きに改革する方向性よりも、不良債権問題を重点的に議論してきたのは、当面の危機回避がきわめて重大な問題になってきたからである。この深刻な問題に比べると、日本の金融機関や市場が自国産業の競争力にふさわしい国際的地位を占めるために、何が必要であるかについては、すでに大筋の解答は出ている。バブルが崩壊して以来、「マーケットの声を聞く」ことが重視され、金融「ビッグバン」宣言もその延長線上にあった。金融システムがこの方向に進むことは必然的であるが、現時点では日本経済が危うい状態にあることを十分に認識した上で、改革の速度を調整することが必要である。

(注)

- 1) 『週刊東洋経済』2001年6月16日号、p.114。
- 2) 『朝日新聞』、2001年7月15日、7月25日号。



「構造改革」と金融システム改革の課題

数阪 孝志

大阪市立大学経済研究所助教授

1 「構造改革」と金融システム

小泉内閣の「構造改革」路線が日本経済の再生にとって必要かつ十分な政策であるのかどうか、「構造改革」遂行に伴って必然的に生み出されるといわれる「改革の痛み」とは何か、について議論がたたかわされている。しかし肝心の「構造改革」の内容は骨組みだけが明らかにされただけで、不透明な部分が多いといわざるをえない。とくに経済再生にとって大きな位置を占めると衆目の一致する金融システム改革に関連して言えば、いわゆる国際公約ともなった「早期の最終的な不良債権処理」を軸とするというもの、これまで進められてきた金融ビッグバン路線との関連で金融システムの広範で体系的な組み立てをどのように進めるべきなのかについて

て明確にされているとはいえない。

「構造改革」の議論では市場原理主義の考え方のもと、市場経済の「活力」が最大限に引き出されるべく規制緩和・競争導入が基本線となっている。その点に広範な支持が集まっているというのは、ひるがえっていえば従来わが国の経済政策、経済運営が如何に過剰で非効率な規制に縛られてきたか、そして従来型の規制の枠組みがもはやこの10年間の経験の中で破綻が実証されたということが如何に広く認識されているかということであらわしている。

金融システムの組み立ては「構造改革」路線のいう市場万能主義に最も適応しやすいと考えられる。それは、金融市場が国際化された市場経済のいわば核心であり、資金取引はどのようなわずかの金利・価格差をも見逃さない最も市場経済の原理に即した活動に根ざしているからである。しかし、はたして金融システムの再構築を考えるに際して規制緩和だけが原理・原則であろうか。金融は現代経済の循環を媒介する「血液」の流れにたとえられるが、その仕組みは世界的にどの国でも同じシステムで動いているのであろうか。

答えは、金融取引が市場経済を代表する性格を持つという限りにおいてイエスであり、しかしながら金融システムは各国の構造的要因に規定されて存在しており、共通の型に収斂するようにみえないという点でノーである。

金融に関するこれまでの規制緩和論は前者の側面に偏して、またわが国のあまりにも過剰な

かずさか たかし

1956年生。九州大学大学院経済学研究科後期博士課程修了、経済学博士。87年九州大学経済学部助手、89年大阪市



立大学経済研究所講師を経て、91年より現職。著書に『アメリカ商業銀行の多角的展開』『日本型金融システムの転機』（編著）など。

従来の規制体系を批判するという意味において、「構造改革」路線と結びついてきた。しかし、金融における規制緩和は、あらゆる規制をなくしてしまうことではなく、効率的で過不足のない資金循環ルートが確保され、その恩恵に広い範囲の国民が浴するため別タイプの規制に組替えられる必要があるといえよう。

ここでは、日米比較を参考にわが国の金融システム再構築の課題を考えよう。だが、その前にこれまで数年間わが国においてかつてない規模で取り組まれてきた金融システム改革のプロセスである日本版金融ビッグバンに関して、その到達点を概観しておこう。

2 金融ビッグバンの到達点

われわれはすでにこの数年間金融システム改革の集中的な取り組みを経験してきた。2001年3月末までを当初の目途として広範囲の金融システム改革を目指した政策パッケージを日本版金融ビッグバンと称し、熱に浮かされたようにビッグバンという用語を大幅な改革という意味で多用してきた。そもそもこの日本版金融ビッグバンが始められたのは1996年11月発足の第2次橋本内閣であったことを忘れてはならない。

いまや「構造改革」の推進を阻害するいわゆる抵抗勢力の中心的存在と目されている橋本派であるが、当時6大改革として行政改革・財政構造改革・経済構造改革・社会保障改革・教育改革とともに金融システム改革を重要な改革目標に掲げたのが橋本内閣であったことは、今となっては歴史の皮肉と言えるのだろうか。

橋本内閣では来るべき少子高齢化社会を見据えて財政構造改革・社会保障改革に積極的に対応し97年に財政構造改革法を導入した。しかし、それが逆に景気低迷をもたらした原因とし

て非難的となり、ほぼ半年で事実上財政構造改革が棚上げにされた経験がある。

いま小泉内閣の「構造改革」は、この時の「失敗」と非常によく似たコースを辿ろうとしているようにみえる。そして単に似ているというだけでなく、より悪い要因を抱えている。

景気浮揚が現実的な要請であり政策的緊急課題であるにしても、2001年に入りすでにゼロ金利政策を事実上復活させることによって金融政策の選択肢はなくなっている。第2次橋本内閣が「失敗」したときよりも金融環境は一層悪くなっているともいえよう。

この間財政構造改革が頓挫した状況で、いまや国債（借入金・政府短期証券を含む）と政府保証債務を合わせた債務累積額は596兆円（2001年3月末）に達している。政府債務残高の対GDP比率をみると、日本は1999年度末で99.8%に達しているのに対し、アメリカ（99年末）は62.1%、イギリス（98年度末）49.5%、ドイツ（99年末）36.0%、フランス（98年度末）46.6%と、わが国の比率が飛びぬけて高い（日本銀行『日本経済を中心とする国際比較統計』2000年版より）。さらに、百数十兆円にのぼる地方債現在高を合わせてみると、わが国の財政破綻が目の前に迫っていることがわかる。

金融システムの問題を考える際に、この大量の公的債務の累積という条件を無視することはできない。債券市場の流動性不足はただちに長期金利の上昇につながり、経済運営のコントロールをよりいっそう難しいものにするからである。

この節の初めに述べたが金融ビッグバンの当初期限は2001年3月末であり、2001年度には日本（東京）の金融市場は自由で透明性が高くニューヨークやロンドンと並ぶ国際競争力を備えた金融市場になっているはずであった。ペイオフ解禁こそ1年間引き伸ばされたが、当初の5カ年計画にそって、法制度上の整備が行

われた。日本銀行法の改正が行われ日本銀行の独立性は高まり、金融行政を一手に集中していた大蔵省から権限が引き離され金融庁が金融行政の中心官庁となった。外国為替法が施行され金融の国際取引が個人レベルにわたるまで自由化された。日本版ナスダックやマザーズといった新たなマーケットが誕生した。

法制度上の側面だけでなく、ビッグバン宣言以後、金融機関の再編がかつてない規模で進行した。96年当時、11行あった都市銀行、3行の長期信用銀行、7行の信託銀行、また4大証券を頂点とした証券業界の構造は、2001年までに大きく様変わりしたといえる。2001年度には4大金融グループが誕生し、グローバルな規模での競争を意識した金融機関の集中化、統合が進展した。

金融ビッグバンのプロセスで起こったわが国の金融再編の特徴を理解するためには次の点を見ておかなければならない。

第1は、この間の金融再編は金融機関が生き残りを模索した結果として起こったのであるが、その背景にオーバーバンキング論、すなわち従来の「護送船団」行政に守られてきた結果日本に金融機関が過剰にあるという議論があり、結局金融機関数の大幅な減少という形で再編が進められてきたことである。

第2は、しかし活発な金融再編はなにも金融ビッグバン以降はじめて起こったのではなく、すでにわが国でも進行していたという点である。

この点を日米の金融再編が進行したプロセスの特徴とともに次にみてみよう。

3 日米金融再編の共通点と相違点 —

アメリカでは金融自由化が本格的に進行した1980年代半ばから銀行数が急激な減少をみせ、

金融の集中化が進展した。85年末から2000年末までの15年間で商業銀行数は42.3%の減少を示している。だが、同じ時期に商業銀行の支店数は48.0%の増加をみせており、店舗を通じる顧客チャネルの充実が全米で展開された。オンラインバンキング、インターネットバンキング先進国のアメリカでむしろ店舗数が全米にわたって増加しているという状況は、何を示しているのだろうか。これはとりもなおさず自由化時代の金融機関間競争の重要なポイントがリテール業務にあったことをあらわしている。そして、この場合、リテール業務とは個人向け取引と同時に地域取引をも含むものといえよう。

アメリカの状況を見ると地域金融機関、コミュニティ銀行の生き残っていく方策・根拠は確かなものであると考えられる。15年間で大幅な銀行数減少が起こったとはいえ、全米ではいまも8千行を超える銀行が、しかもその9割近くが資産規模3億ドル未満という小規模な地域銀行が、活動を繰り広げている。コミュニティの一構成員であることを自覚し、営業地盤とする地域に密着して、地域の資金ニーズに応じていくことで、これら地域小銀行はその存在感を示している。わが国の地域金融にとって問題は、ではその地域密着とは具体的にどのように行われるべきなのかという点である。

数値の上でみたわが国の地方銀行の地域密着度は90年代に顕著な上昇を示している。地方銀行64行の総預金・貸出金のうち本店所在都道府県内で取り扱っている預金・貸出金額を地元預金・貸出金として地元比率を計算してみると、2000年3月期に預金地元比率が84.1%、貸出金地元比率が71.7%であった。第二地銀では預金91.1%、貸出金90.8%に達している。バブル絶頂期にあたるちょうど10年前の90年には、地方銀行の預金地元比率は67.5%、貸出金地元比率は61.2%、第二地銀では各々71.5%、70.3%であった。

この10年間はわが国の地方銀行界では、不良債権に悩まされ、とくに第二地銀を中心に多くの経営破綻を経験した混乱と動揺の時期であったといえるが、同時に銀行の業務ウエイトからみると「地元回帰」志向が強まった10年間でもあった。これを、ただ単に東京を中心とした都市部での業務から撤退せざるを得なかった結果であるとみるのか、地方銀行が本来の地元密着という姿を取り戻したとみるのかは、大きな違いであろう。バブル経済が過熱する前の80年の地元比率と比べてさえ2000年時点の地元比率が高くなっていることから考えてみると、現在の地元密着度の高まりはいまやバブルの影響を超えて構造的なものとなっているといっていであらう。

先に指摘した第2の点についていえば、日本の金融再編の状況を金融ビッグバン以前からみてみる必要がある。わが国において地域金融を担っている信用金庫・信用組合では、1985年（3月末）から2000年までの15年間に組織数が各々15.4%、36.9%の減少を示している。信用組合数の減少率はアメリカの激しい金融再編と比較してもひけをとらない程の水準といえる。アメリカの銀行数減少のほとんどが地域の小銀行であることを考慮すれば、わが国でも同等に地域の小規模金融機関の部面において激しい金融再編が進行したといえる。

しかし、大きく異なる点がある。それは、アメリカでは一方で銀行の戦略的合併が盛んに行われた結果銀行数減少につながったといえるが、他方で活発な銀行業への新規参入が起こっており、ダイナミックに展開される新陳代謝のプロセスが銀行業についてもみられるという点である。2000年1年間だけで全米では223行もの銀行の新規開業が行われている。それに対し、わが国では、この間の金融機関数の減少は合併、経営破綻を原因とするものであることに変わりはないが、他方で新規参入は起こっていない。競争によ

る参入と退出のプロセスが、経済活動のダイナミックな活力を産み出す基であることは異論がないところであろう。その点でいえば、わが国の金融業には退出ルールはあっても新規参入ルールがなく、真の意味での競争に基づく活力発揮の行われてこなかったといえよう。この点は、アメリカとの大きな相違点である。

近年になって証券業での新規参入や異業種からの銀行業参入が認められ、わが国においてもようやく参入と退出のプロセスが動き始めたところである。金融システム改革が新しい抑制になるのではなく、活力を生み出す方向に向けられねばならないことはいうまでもない。

4 資金循環構造と中小企業金融の課題

日米比較から金融システムを考える際に、いわば基礎的な構造を示している資金循環の面からもみてみよう。

2001年3月末時点での日米両国の資金循環構造を比較してみると、対照的な構造であることがわかる（日本銀行『資金循環の日米比較：2001年1Q』）。

家計の金融資産保有構成をみると日本では1,386兆円の残高のうち現金・預金の占めるシェアが54.5%にも達している。一方、株式・出資金、債券、投資信託といういわゆる投資型の金融資産は13.0%にすぎない。それに対しアメリカでは、現金・預金が11.4%である一方、株式・出資金、債券、投資信託は合わせて56.1%に達している。日米両国で保険・年金準備金は28.1%、29.7%とほぼ同じ水準であるが、その部分をのぞいた家計の金融資産保有部分でみると、リスク回避・安全志向型の日本とリスクテイクをするアメリカと対照的な構造となっている。

日本の家計部門のこのような資産選択行動は

一時的なものではなく構造的であると同時に、90年代後半期、銀行預金の金利水準が歴史上ない低金利状態を示している中でむしろそのシェアを上昇させている。

このことは何を意味するのであろうか。金融自由化が進み新たな金融商品が多く生み出され家計では多様な選択が可能となったとはいえ、他方で証券市場が低迷したままであり個人投資家が戻っていないこと、数多くの金融機関の経営破綻を目の当たりにして一層リスク回避型の行動にシフトした結果といえる。

企業部門の資金ポジションをみると、2000年1年間で民間非金融法人企業は18兆5000億円の資金余剰となっている。この金額は1998・99年の約25兆円からは減少しているが、数年続けて企業部門は大幅な資金余剰状態にある。企業部門が資金余剰というのは、経済が停滞している中で積極的な投資が行われず、新規の資金需要を求めるよりも手元に資金が滞留している状態をあらわしている。しかし、企業部門全体としてみて資金余剰であるといっても、それはどのレベルの企業も同じように手元に潤沢な資金を抱えていることをあらわしているのではない。

大企業においては大幅な資金余剰が起きている一方、中小企業ではかつてない資金逼迫にみまわれているという、資金の需給ギャップが存在している。

中小企業向け貸出額をみると、最近5年間で大きく減少している。国内銀行、信用金庫、信用組合、政府系金融機関（商工中金・国民公庫・中小公庫）の中小企業向けの貸出残高合計は、1995年末の355兆円から2000年末には321兆円へと9.5%減少している。とくに政府系を除いた民間金融機関の貸出合計だけをみると、326兆円から292兆円へと10.6%もの減少を示している。

中小企業向け貸出が減少したのは景気低迷に

より資金需要が低下した結果であり、銀行の「貸し渋り」が原因ではないという議論がある。景気が低迷している中でたしかに中小企業からの資金需要が後退したことは事実であろう。しかし、中小企業側の事情だけでこのような大幅な減退を説明することには無理がある。

実際、『短観』でみた中小企業の資金繰り状態は厳しい数値を示している。

『全国短観』の中小企業・全産業・資金繰り判断DI（資金繰りが「楽である」から「苦しい」を引いたポイント）は90年代にはいりほぼ一貫してマイナスである。95年にはマイナス10であったが、98年にはマイナス25にまで悪化している。とくに98年には中小企業の金融機関の貸出態度判断DIは大幅なマイナスを示し、金融機関のいわゆる貸し渋りによって中小企業の資金逼迫が問題になった。

そのような状況に対して、中小企業の資金需要に応える資金調達ルートをいかに整備するかが重要なポイントになる。

この点ではアメリカにならって中小・新興企業が機動的に資金調達を果たせる場として新たな市場の創設が試みられた。日本版ナスダック、マザーズである。だがこれらの新市場の導入によっても中小企業の資金調達の便宜が画期的に高まったとはいえない。

アメリカのように直接金融が盛んな国でも、中小企業の資金調達において銀行の果たす役割は大きい。直接金融のルートだけでは中小企業金融のニーズは十分に満たされないのである。単純な金融グローバル化論、金融システムの収斂化論に対して、各国の金融構造の相違を前提にした議論、とりわけ金融ビッグバンで残された課題となっている地域金融と中小企業金融の再構築を考える議論が求められている。