

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』）。これらは根柢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。