

ビッグバン以降の経済政策における一考察

京都大学経済学部岩本ゼミ 7 期生 米崎達也

- 目次
- 1、はじめに
 - 2、日本の選択肢
 - 3、日本経済の概観
 - 4、過大評価された個々の改革
 - ① 資産の証券化
 - ② 新興企業向け証券市場
 - ③ IT 革命
 - ④ メガバンク
 - ⑤ 個人投資家への株式市場参加促進政策
 - 5、おわりに
 - 6、あとがき

1、はじめに。「魔法の薬」の幻想

90年代の日本の政策は、ダイエット薬と良く似ている。2002年はダイエット薬の害で騒がれた年だ。中国産の怪しいダイエット薬を飲み、死亡する人や障害をうける人が全国で続出した。もし人が自分の体重を減量しようとするなら、総合的にプランを立てなければならない。毎日の食事から生活習慣、規則正しい生活、適度な運動などを科学的に考え、総合的に調整をするべきである。しかし、ダイエット薬を飲む人はそんな事は考えない。薬の売り手もそんな人間心理を上手く突き、この薬さえ飲めばあとは何もしなくて良いと宣伝する。しかし、ダイエット薬は魔法の薬ではない。高い金を払っただけで少しも体重が減ることが無いのである。

日本の執ってきた政策も同じである。確かにバブル崩壊後の日本には問題点がたくさんあった。そしてその問題点に対して数々の政策がとられてきた。公共事業頼りの財政政策、住專問題や銀行への公的資金注入など、さまざまなものがある。そして、それぞれの政策ごとに「魔法の薬」の幻想を抱いてきた。これさえやれば大丈夫と。しかしその結果はどうだったであろう。なんの解決にもならなかったのではないだろうか。

・この論文では96年のビッグバン以降の政策を対象としている。この期間も相変わらず政財界に「魔法の薬」が持ちこまれ、それに政治家やエコノミストが群がり国民は一喜一憂するということがたびたび繰り返された。確かに良識ある経済学者などは慎重に意見を

述べつづけたが、一方で民間エコノミストやマスメディアは事あるごとに「魔法の薬」を持ち出し、もてはやし続けた。

最後の切り札として喧伝されつづけてきた日本版ビッグバンという政策プログラムは、その実施タイミングや中身について十二分に練り上げられたようなものではなく、むしろ偶然に支配される部分が多かった。

佐藤章「ドキュメント金融破綻」より

さて96年以降の「魔法の薬」の主役は構造改革、規制緩和である。一つの制度を改革する度に、これで景気は回復するとエコノミストが喧伝した。結果は現在をみればわかるであろう。これから、今まで行なわれてきた改革の「魔法の薬」幻想を明らかにし、いかに総合的な視点が失われていたかを示したいと思う。

ここで、構造改革という言葉の定義をしっかりとしておきたいと思う。構造改革という用語は本来マルクス主義的な用語であるが、ここでは小泉総理大臣の用いるように、あらゆる制度改革、規制の緩和を含むものと定義する。例えばビッグバンやITの技術革新によるネット証券やネットバンクのための規制緩和などもこれに含むことにする。しかし、官僚制度改革、特殊法人改革などという意味ではこの論文では用いない。

構造改革・・・・・・あらゆる制度改革、規制の緩和と定義。（≡金融政策やケインズ主義的な財政政策以外の政策。）

2、日本の選択肢

バブル崩壊後の90年代、日本は「失われた10年」と言われるほどの長期停滞を経験してきた。バブルの原因、そしてその後の長期停滞の原因は色々言われている。原因と言われている者を列挙すると、プラザ合意後の金融政策の誤り、資金調達の多様化に伴う企業のコーポレートガバナンスの崩壊¹、金融業界の乱脈経営や土地担保主義に見られるリスク意識の欠如、また停滞の長期化の理由として、不適切な金融政策、不適切な財政政策（建設業界保護色の強い公共投資）、旧態然とした規制、制度、官僚や政治家の汚職、遅々とし

¹ 吉富勝「日本経済の真実」など

て進まない不良債権処理や、アメリカの陰謀論²までさまざまなものがある。

ところでこの10年にも及ぶ長期停滞に対して、日本がとるべき手段は主に3つに分けられる。

- 1、構造改革（ビックバンも含む）
- 2、金融政策
- 3、財政政策

このうち3の財政政策について、長期停滞初期に幾度も大型の財政出動が行なわれた。しかし公共投資に偏重して特定産業ばかりを保護し、また減税もほとんど消費につながらず、結果として有効需要を増加させることができないでいた。それどころか税収の低下と重なり、国債を乱発する結果となって政府の財政はどんどん悪化していった。近年立て続けに国債の格付けが下げられたことに見られるように、政府債務の維持可能性が問われる段階まできてしまっている。これ以上国債発行に頼った財政政策をとると、クラウドディングアウトなどの弊害が更に出て来ることになり、財政政策という手段をとることは現在の状況から非現実的である。

残る手段は二つである、まず金融政策についてであるが、現在のようにゼロ金利下ではとるべき政策の選択肢はたしかに狭い。一方、近年の日本では奇妙な事に1の構造改革に対する支持率が圧倒的に高い。政治家、新聞、テレビ、民間エコノミストやそれに影響された大多数の国民、さらには構造改革によって打撃を受けるであろう各企業までもが構造改革に賛成をし、多少の痛みが伴っても良いとさえ考えている。

例えば2001年7月の日経ビジネスの調査では、構造改革に伴う痛みを容認できると答えた人が全体の85.6%に達している（その後2002年6月には37%に下落）。それ以前も行財政改革を唱える内閣が一応の支持を得つづけていたことから考えると、この構造改革熱は一過性のものではないことがわかる。また、依然過半数を超える（2002年12月では55.6%、テレビ朝日による）支持率の小泉内閣であるが、その小泉内閣への要望の第1位が景気対策であり、構造改革と景気回復の両方を求める風潮があることがわかる。

このように、奇妙な事に構造改革に対して短期的には痛みが伴うかもしれないが、その後すぐに良い方向へ転じることが出来るだろうと考えている。構造改革を通してこそ日本経済は回復するのだ、と構造改革に夢を抱いていると言っても良い。この論文では1996年に開始されたビックバンやそれ以降の政治、行政そして国民の構造改革指向を明らか

² 吉川元忠「マネー敗戦」など

にし、構造改革の個々の項目に対する過大評価を列挙し、誤りを明らかにすることを目的としている。

3、日本経済、政治の概観。1996年後半から2003年まで

1996年11月11日、橋本総理がビッグバン構想を公表した。このころ国内株式市場、債券市場はともに低迷し、成長するアジア市場や不況を脱出したアメリカ市場に資金が流出。その一方、ロンドン市場で日本企業株が売買されるなど、日本の資金調達市場のプレゼンスが低下した。また低金利下で運用益も低下し、大手銀行、中小銀行、証券、損保、生保など、すべての金融機関の体力が大幅に低下した。また遅々として進まない不良債権問題が追い討ちをかけ、「銀行不倒神話の崩壊」とまで言われる状態となっていた。このような状況を挽回すべく、ビッグバン構想は打ち立てられた。

ところでビッグバンとは、フリー、フェア、グローバルの三つを原則として構想された金融制度改革であると言われている。これはロンドン市場の活性化を狙ったイギリスのビッグバンから名前を借りていて、金融ビッグバンと称されることもあることから当然のこととされている。しかし第二次橋本内閣は「行財政改革」という極めて範囲の広い（そして曖昧な）公約を掲げてスタートしたことからも分かるように、その実態は政治経済全般に対する構造改革であり、金融制度改革だけを独立して取り上げるのではなく、すべてひとまとめに捉えるべきであろう。したがってこの論文ではビッグバンという用語を、単に金融ビッグバンだけではなく総合的な構造改革という意で用いることにする。

ビッグバンの目的をごくごく端的に述べると、経済全般に対して構造改革を遂行することで日本の金融市場を活性化させ、低迷する各金融業を競争力あるものにし、それを通して製造業や各種サービス業をも活性化させ、しいては日本経済をも活性化させようという誠に壮大なものである、と認識されている。しかし恐らく、この計画の成立プロセスは逆だったのであろう。すなわち下記のようなプロセスである。

バブル崩壊から数年が過ぎた、大規模な財政投入を何度も繰り返しても景気は一向に上昇する気配は無い。それどころか住専問題など次々と出てくる不良債権の問題が重くのしかかる。では、日本経済を良くするにはどこを正せば良いだろうか、それはやはり金融業界に違いない。金融業界をなんとか救済しさえすれば、きっと他の産業も立ち直るに違いない。

ここで分かるように、日本版ビッグバンはイギリスのビッグバンと違って、市場活性化だけではなく、日本企業、そして日本経済を救済しようという意図もこめられていること

がわかる。これはウィンブルドン現象³に対して J リーグ構想⁴を打ち立てたこと、TOO BIG TO FAILを重視しすぎたことから分かる。改革とは既存の制度を壊す政策である。一旦改革を決めたなら、既存の企業はいくらか倒産しないと定義的におかしくなる。企業を救済したいだけならビッグバン以外の政策をとれば良い。二兎を追うものは一兎も得ず。構造改革に対して過大な希望を託していることが良く分かる。

	目的	国内企業の救済
イギリスビッグバン	ロンドン金融市場の国際的地位向上。(金融サービス分野のサービス収支を大幅に黒字化する。)	結果的に重視はせず。
日本版ビッグバン	日本経済を上昇させる。(金融業界の回復がまず第一。)	重視

橋本内閣がビッグバン（金融ビッグバン＋会計、行財政改革）を進めた結果、一時は上昇しかけていた景気は見事に後退した。1997年11月には1ヶ月弱の間に三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行の4つの金融機関が破綻が表面化するなど、金融市場は極度に混乱した。この頃の金融市場の混乱を示す言葉は、ジャパンプレミアム、クレジットクランチ、貸し渋り、too big to fail神話の崩壊など、挙げれば切りが無い。その後、なりふり構わぬ財政政策を実施する小渕内閣のもとで、日本経済はアメリカ経済の牽引も受けて弱いながらも上昇する。2000年にはITを重視する政策をとる森内閣が政権を握ったが、日本経済は依然内需の回復が弱く、アメリカ経済が後退局面に入ると共に日本経済も後退局面に入った。

2001年になり、構造改革なくして景気回復無し、聖域無き構造改革を標榜する小泉内閣が誕生する。構造改革という既存のシステムを壊して景気を減速させる影響をもつ政策と、景気回復という全く相反する二つの事象を一度に提唱するのはいささか矛盾しているが、この考えは前述の様に90年代を通して中心的であり、この小泉内閣の主張は以前からある主張を純粹化しただけのものに過ぎない。しかし支持率は脅威的なもので、構造

³ ウィンブルドン現象・・・イギリスのビッグバンは確かに成功したが、ロンドン市場は外資系のプレーヤーがメインになってしまったという皮肉な現象。

⁴ Jリーグ構想・・・・・・ウィンブルドン現象に対抗し、ビッグバン後も国内の市場は国内のプレーヤーがメインとして活躍する場にしようという構想。

改革に多少の痛みが伴っても良いと考える人が大多数を占めた。

しかし、テロの影響もあり景気はどんどん後退、そんな状況下でも金融業界にハードランディング路線をとろうとする内閣の影響もあり、株価は8000円に届くところまで来てしまった。もはや景気上昇など気配すら感じられない状況に現在はなっている。

4、過大評価された個々の改革

① 資産の証券化が進めば不良債権問題が解決する。

バブル崩壊と共に湧き上がったBIS規制等の自己資本比率規制や時価会計等の国際会計基準導入、さらに金融システムの混乱は、株や土地の含み益に過度に依存していた一般企業や金融機関に大きな打撃を与えた。そのなかで、資本市場で資金調達ができるかどうか、またバランスシート上の過度の資産をどう圧縮するかが企業及び金融機関の浮沈を握ることになり、資産の証券化がクローズアップされるようになった。そして97年に金融制度調査会答申で資産担保証券による債権の流動化が新しい金融仲介方法として今後発展が期待される分野と位置付けられたのを皮切りに、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」「債権管理回収業に関する特別措置法」が次々と制定された。その後急速に市場規模は増大し、例えばABSの2001年度の発行額は3兆5500億円となっています（前年に比べて25%増加、日本経済新聞社の集計より）。

さて、この資産担保証券が脚光を浴び始めていた時、政府やその他多くの人が不良債権処理に役立つかもしれないと期待を寄せました。各種不良債権を証券化し、売却する事で金融機関は不良債権から解放され、市場には新たな資金運用手段が提供される。ごくごく単純な構図だと言えるでしょう。しかし、市場がいくら拡大しても不良債権問題の解決は見えてはきません。なぜ不良債権問題は一向に解決しないのか。

原因はいくつか挙げられる。

- 1、現在はリース、クレジット債権の証券化が主であり、不良債権問題で重要な土地や債権の証券化が進んでいないから。
- 2、資産担保証券が市場に出るには、その構成資産がリスクや価格に見合った分だけのキャッシュフローを生み出せるかどうかが必要であり、多くの不良債権にはそのような条件にないから。これは資産担保証券市場の一種であるJ-REIT市場で、都市部のある程度収益力のある不動産しか証券化されてないことから分かる。
- 3、制度が未確立であるから。資産担保証券のオリジネーターの破綻への対処やディスク

ロージャー、資産の正確な評価や信用補完の確実性などの投資家保護制度が未確立であり、より高リスクである不良債権の証券化が難しい状態にある。

- 4、株価の下落が新たな不良債権を生み出し、いくら証券化を行なっても追いつかない。毎年の様に10兆単位で不良債権が増加する現状ではいくら証券化が発達しても不良債権問題が解決する事は無い。

この上記の中でも致命的な問題点は4、であろう。景気が低迷すればするほど不良債権が増加する一方で、証券化も難しいような貧弱なキャッシュフローしか持たない債権も増加する。いくら3の問題が解決し、枠組みだけが揃っても中身が貧弱では意味がないであろう。この事からも分かるように景気が低迷し続ける現状では、資産の証券化は不良債権問題解決の手助けにはなるが、根本的解決にはつながらないと言える。構造改革だけでは景気は上昇しないという典型例と言える。

② 日本版ナスダックや東証マザーズが開始され、ジャスダック（旧店頭市場）とともに新興企業が用意に資金調達ができる場が提供され、日本経済の起爆剤となる。

2002年8月16日、ナスダックジャパンは同日開催した臨時取締役会において、現在の経済環境では事業継続は困難と判断し、営業活動を停止するという決議を行なったと発表した。ナスダックジャパンは開設後1年で2,300社の上場を見込んでいた。しかし結局98社しか上場せず、また株式相場の低迷、収益に対するシステム費などのコスト負担の重圧、新売買システムの導入失敗、ITバブル崩壊によるブランドイメージの失墜、そして親会社であるアメリカのナスダックの不調などが業績不振に追い討ちをかけた。2000年6月19日に鳴り物入りで登場してからわずか2年目の出来事です。

しかし、撤退を余儀なくされたナスダックジャパンのみならず、他の2つの市場も厳しい経営環境に置かれている。

ジャスダックは日本で最も歴史のある新興企業向け株式市場です。現在の日本の新興市場はジャスダックの一人勝ちと言って良い状況であり、売買高、時価総額から考えて東証一部市場に次ぐ日本で二番目の規模を誇っています。しかし長引く不況と株価の低迷、ITバブルの崩壊などの影響をうけ、市場はどんどん縮小しつづけています。株式時価総額、売買高、新規上場企業数など、どれを見ても急速に減少しています。（図1）

図1 ジャスダック市場、規模の変遷

	1998	1999	2000	2001	2002
売買高（百万株）	1,244	4,142	3,457	3,297	4,153
時価総額（億円）	77,424	274,108	102,832	89,270	69,834
売買代金（百万円）	1,552,739	12,193,876	11,422,759	5,012,628	3,668,323
会社数	856	868	886	926	939
銘柄数	856	868	886	926	939
新規会社数	62	73	97	98	70

（JASDAQ HPより）

一方の東証マザーズは2003年1月15日現在の上場会社数が42社、1日の売買高が50億を切る日もあり、やはり苦しい状況にある。また、マザーズ上場会社の株価は、上場時をピークにだんだん下がって行くというジンクスがあると言われ、これが一層の投資家離れ、株不信を引き起こしているとまで言われている。上場計画を延期したり、上場を一時休止したりする企業も現われ、新興市場としての機能が働いていないとさえ言えるでしょう。

このように日本の新興市場は軒並み低迷、縮小方向にあり、以前、特にITバブル時に喧伝された様な日本経済の起爆剤とはなっていないことがわかる。その原因は株価の低迷、特に現在のデフレスパイラルのような状況が原因として挙げられます。

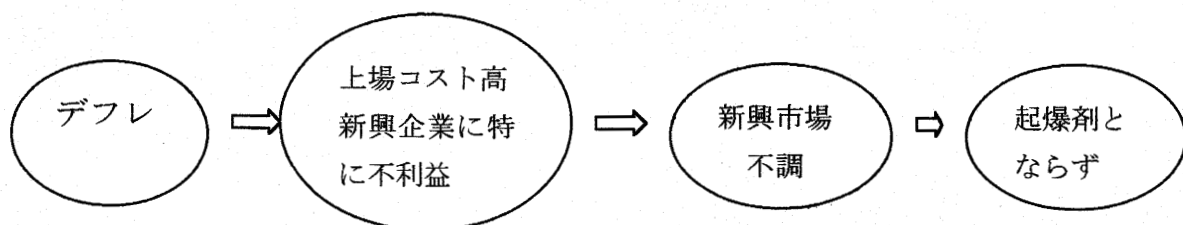
まず、現在のような株価が低迷している状況では、新規に上場した企業が予定通りの資金調達を行なうことが難しい。また、デフレ下で株価が低下し続けるトレンドにある時は、株を持ちつづけようというインセンティブは当然低くなる。

デフレの悪影響はまだ挙げられる。まず、フローの財・サービスの相対価格がうまく調整されないことが挙げられる。貨幣賃金の下方硬直性がある場合、相対価格の調整は絶対水準の低下を必要としないインフレ下の方がうまくいく。それに、ストックの再配分には資金調達が必須であるということが挙げられる。例えば、工場をたたんで新規事業に出るだけでも資金調達の必要がある。しかし、借り手・貸し手ともバランスシートが痛み、この傾向がさらに続くと予想されるような今の状況下では、その資金調達が上手く行かない。インフレで多少なりともバランスシートが改善しキャッシュフローが増えれば、それは容易になる。要するに、現在のデフレ下では、機敏な経営が不可欠である新興企業により逆風であり、各新興市場の不調の主な原因はここにあると考える。

金融市場の発達と経済成長の間には密接な関係があると言われている。国際的な長期データで見ると、株式時価総額などの指標と経済成長率の関係をみると、はっきりした正の相関関係が見られる。しかし、どちらが原因で、どちらが結果であるかは経済学者の間でも長年の疑問であった。例えば、シュンペーターは銀行などの金融仲介機関が技術革新と経済発展にとって不可欠だと考えていたのに対し、ジョーン・ロビンソンは金融の発達は単に経済成長を後追いしているに過ぎないと主張した。

しかし、最近の実証的な分析では金融セクターの発達が成長を高める関係にあることが示されてきた（Gelb、Fischerなどの研究による）。言い換えれば経済成長のためには金融市場の発達は不可欠なのである。確かにこの意味では新興市場は日本経済の起爆剤となるという主張は正しいと言える。しかし、近年のデフレ的傾向がすべてを台無しにしてしまったようだ。

新興市場を発達させるには、ただ法律や補助制度を整えるだけではなくて総合的に政策を考えなければならない。この時期平行して行なわれていた数々の構造改革は、競争の激化などの影響でデフレ誘因的な性質を持つ。この誘因を抑えながら新興市場の制度を整えるという総合的な視野が必要だったのであろう。



③ IT革命⁵によりIT関連産業に労働が必要になり、失業問題が解決する

1999年9月、通産省とアンダーセンコンサルティングが共同して行なった調査では、ITの影響により今後5年間で249万人の雇用増と予想した。ITによる効率化の影響で予想される80万人の雇用減、その他過剰雇用の削減などを含めた合計163万人の雇用減を差し引いても86万人もの雇用が新たに創出されるだろうと発表した。これは日本の自動車関連産業の全雇用者数にほぼ匹敵する、膨大な数字である。

2000年に入り、にわかにITが盛んに取り上げられるようになる。森総理主導のも

⁵ IT革命には誤解がある。一般的にIT革命はIT関連産業で起こったと考えがちであるが、実際は製造業で起こった。アメリカではこれらの産業の生産性上昇率の上昇が統計で顕著に見られた。図2で製造業の雇用者が減少しているのはIT革命による影響もあると考えられる。

とで「21世紀を形作る上で、最も強大な力のひとつで、世界経済の成長に不可欠な中心的エンジンである」としたIT憲章が採択されるなど、ITブームと言われる状態になる。

しかし、ITブームはすぐにITバブルへと変わり、業績が低迷する企業が続出。いつしかITという言葉も忘れられてしまうようになってしまった。

図2 主な産業別雇用者数の推移

年	1998	1999	2000	2000年 (前年比)	95~00年 平均伸び率
鉄鋼	33	29	27	▲ 6.0	▲ 5.7
電気機械	169	171	170	▲ 0.1	▲ 0.5
輸送機械	115	113	104	▲ 8.0	▲ 1.5
建設	541	536	530	▲ 1.1	▲ 0.3
卸売	382	378	369	▲ 2.4	▲ 1.4
小売	616	621	630	1.4	2.0
運輸	332	332	341	2.7	1.0
情報通信	390	388	382	▲ 1.5	0.8

「ITの経済分析に関する調査」より

単位:万人

図2からもわかるように、情報通信産業だけでなく、その他ほとんどの産業で雇用者数が減少している。図では2000年までの資料しか無いが、失業率がその後も過去最高を更新しつづけていることから推測して、情報通信産業には上記のような雇用吸収力が無かったといえるであろう。なぜ推測がここまで大きく外れたのか。原因は3つ挙げられる。

- 1、ITそのものが幻想に過ぎなかった。
- 2、景気低迷がIT関連産業にも向かい風となった。
- 3、ITによる効率化の影響での失業者の数が予想外に多かった。

まず1についてであるが、IT関連産業で好調な業績を保っている企業は少なく、世界的に見ても通信関連産業で株価が低迷している企業は少なくない。ITは確かに便利だが、それが新たな消費を生み出すということにはつながり難いのかもしれない。アマゾンドットコムがやっと黒字化しただけでニュースになる状況はおかしいと言えるのではなかろうか。

次に2だが、IT関連産業には通信インフラ系の大企業も含まれるが、小さなベンチャー企業が多く存在するという特徴が不信の原因にあったと思われる。②で書いたように、

デフレは特に中小の企業にダメージを与えやすく、また新興市場の不調もあり、雇用吸収の為に不可欠な新たな企業の創設に大きな向かい風となったことが挙げられる。

3について、図によると確かに情報関連産業及び、他の主要産業の雇用者数は減少傾向にある。しかしこれが不況によるリストラの影響なのか、ITによる効率化の影響なのかを区別することは難しい。ただ、個々の企業で見ると、ITによる人員効率化の影響は凄まじいものである。

やはり、ITだけを推進するのではなく、総合的に物事を捉えて雇用問題を推進することが重要だったのであろう。当然の事のように思えるが、何回も書くように近年の日本では、個々の部分を推進するだけで全体が良くなると考えがちなのである。

④四大メガバンクの誕生。不良債権問題に終止符。

バブル崩壊後、日本には不良債権問題が重くのしかかり、金融が硬直化し経済低迷の憂き目を見てきました。住専問題や金融不安を通して巨額の公的資金が投入され、また金融機関自身も増資や不良債権処理を続け、その総処理額は数十兆円にも達します。しかし不良債権問題はまだ解決には至らず、それどころか1、経済の構造調整に伴い、なお不良債権の新規発生が高い水準で続くであろうこと。2、金融機関の貸出利ざやが極めて薄い状況が続いており、金融機関の業績の低迷が予測されること。3、経営のバッファーとして機能していた含み益が減少する一方、株価低迷により含み損も見込まれること。の3つのことをわきまえると不良債権問題は今まで以上に厳しくなることが予想されていました。

このような状況下、大手都銀各行は相次いで合併を発表しました。合併による規模の利益と財務の強化、また持ち株会社解禁や子会社による異種業務参入解禁を十二分に生かし、損保や生保、証券などを傘下に置く四大メガバンクが誕生した。すでに諸外国では金融コングロマリットが盛んになっていたこともあり、この金融業界の変化は不可避なものであったかもしれない。しかし、日本のメガバンクは不良債権処理を合併の理由の一つとしていた。その為には財務の強化、収益力の強化、業務の効率化を通して得られる不良債権処理の為の原資が必要だったのである。

図3 不良債権処理に投じた金額

単位：兆円

	9 2	9 3	9 4	9 5	9 6	9 7	9 8	9 9	0 0	0 1	総計
全国銀行	1.6 ⁶	3.9	5.2	13.4	7.8	13.3	13.6	6.9	6.1	9.7	81.5 ⁷
うち都長信	1.6	3.9	5.2	11.1	6.2	10.8	10.4	5.4	4.3	7.7	66.7

日本銀行政策委員会レポート（2002）「不良債権問題に対する基本的な考え方」より

たしかに図によると、急速に不良債権処理が進んでいる。すべての銀行全体で、1年で10兆円ほどの不良債権を処理しているのがわかる。（4大メガバンクでは、01年度の処理額は5.5兆円）しかし、それと同じスピードで新規の不良債権が増加している。

例えば、2001年から2002年の間に、各銀行の不良債権額は、みずほ49.1%、東京三菱14.3%、三井住友15.1%、UFJ31.0%と急速に増加しているのがわかる。不良債権の残高は30兆円ほどあると言われているので、このペースだと、処理してもまた次の年には同じ額だけ不良債権が発生することになる。

大手行はここ数年、毎年のように巨額の不良債権処理を実行し、その度ごとに不良債権問題の終結を宣言してきた。しかし一向に解決せず、資本準備金を取り崩してまで処理を進める銀行も出てきた。不良債権処理総額は90兆円にも達する。

一方、名目GDPに占める貸出高総額の比率がバブル崩壊前の水準である0.9に低下し、バブル時のピークである1.1からかなり低下したことから、バブルの影響で生じた分の不良債権の処理は終わったという見方もある。ではなぜ不良債権は根強く存在するのか。政府が不良債権の増加に対して無頓着に政策を行なったから不良債権額が増加したのではないだろうか。規制緩和を進め、企業を淘汰する政策を進め不良債権を増加させる政策をとりながら一方で地道に不良債権処理を進めるという矛盾する政策をとっていた。やはり総合的な視点が欠けていたのかもしれない。

今、不良債権処理の要望が特に強くなりつつあるようだ。ある調査では、景気回復の為には不良債権の処理加速が第一であると答える人が過半数を占めた⁸。しかし、安易に資金を投入することが重要ではなく、新規の不良債権の発生を抑える事も含めて総合的に対処しなければならないのは当然である。

⁶ 1992～94年度の全国銀行は都長信のみの係数

⁷ 破綻行まで含めると、不良債権処理の累計額は90兆円に達する。

⁸ <http://www.tv-asahi.co.jp/broadcast/n-station/research/021103/ecol.html> による

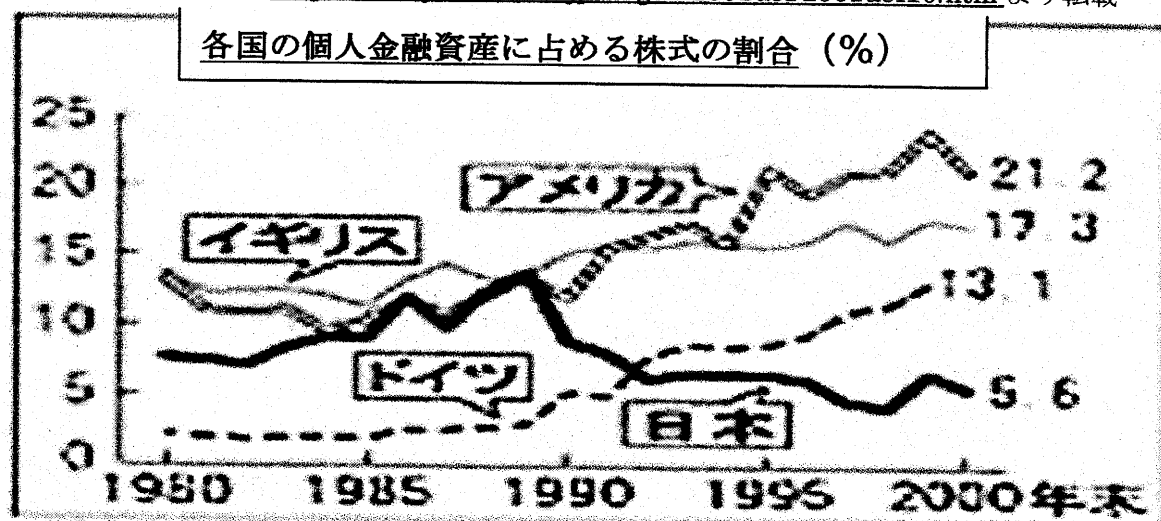
⑤個人投資家の株式市場への参加促進

現在日本には1400兆を越える家計部門の資産がある。バブル崩壊後10年以上たった今でも日本が金融大国と呼ばれることがあるのはここに理由がある。しかし、その膨大な資産の大半が預貯金に回され、株式へほとんど投資されていないのが現状である(図)。図によると、89年には主要国でナンバーワンを誇っていた株式比率は現在5%台にまで落ち込んでいる。減少傾向は2002年に入ってからさらに加速している。

株式市場の低迷はこの家計の非株式志向にあるとも言われ、そのため金融庁は2010年までに家計資産の株式比率を現在の9%から10%台半ば⁹にする目標を立てている。

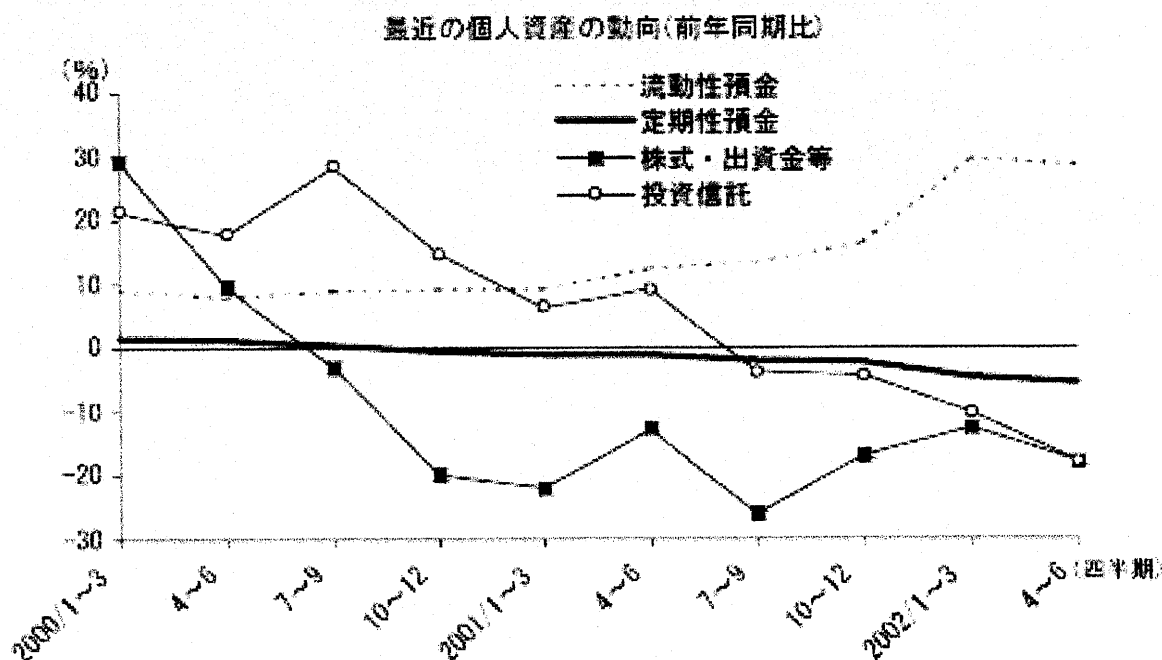
家計資産を株式に取り込むための制度も整ってきている。個人が株を買いやすくする為のインターネット証券の誕生。1999年の株式取引手数料の全面解禁。各種の証券税制改革と数々の時限優遇措置。投信の販売チャネルの多様化。また、金利の低迷やペイオフ

<http://www.yomiuri.co.jp/teigen/2001def/2001def10.htm> より転載¹⁰



⁹ 株式+投信の値

¹⁰ 2000年末は、アメリカおよび日本は9月末の値。イギリスは6月末の値。



東証取引参加者協会レポート（2002年11月）による

制度の解禁など、個人金融資産の大半を占める預貯金から資金を締め出す政策もとられている。しかし、一向に家計の株式資産比率は上昇する気配は無い。制度だけで個人金融資産を株式にシフトさせようとする方法はもう限界まで来ているのである。

いくら制度を改革したところで、肝心の株価が低迷を続けている現状では株式市場から家計の資金が逃避し続けるのは当然である。ドイツでの家計資産の株式比率が上昇したのは、堅調な株式市場に原因があると言われている。日本ではこの時期に規制緩和というデフレーション誘発的な政策を他方では推進しつつあった。デフレーション誘発的な政策をとる一方で株式市場への参加を促す制度改革を進めても、効果が相殺されて両方が上手く行かない。それどころか、競争に疲弊した企業業績を悪化させ、さらに不況を促進してしまったのではなかろうか。やはり総合的な視点が欠けていたとしか言えないだろう。

もっとも家計資産が預貯金から株式にシフトしたところで、もともと預貯金が株式に投資されていることを考えると、このシフトだけで株価が上向くとは考え難い。しかし、現在の株式市場の低迷は決して制度面に問題があるのではなく、あくまでデフレーション的な株価の見通しにあり、それが家計資産だけでなく例えば海外からの資金をも寄せ付けず原因となっているのである。よって、制度改革は付け焼刃に過ぎない。

5、おわりに

以上書いたような、構造改革に対する甘い夢はことごとく崩れてきた。経済政策を考えるにあたっては、前書きに書いたように総合的なプランが必要である。さらに、構造改革という“ハコ”だけに注目するのではなく、その中身と総合的な影響について考えることが必要だ。

政府は政策の総合的な視点を欠いている。経済に対して良いと思われる事は何でもやってきた。規制緩和で競争を促進させてデフレ誘発的な政策をとる一方で、株式市場の活性化や不良債権処理をも進めようと大金を投じる。まさに薬の乱用状態である。薬の飲み合わせによっては効果が相殺されるだけでなく重大な副作用が生じる。そして多額の請求書が残されるというオマケももれなく付いてくる。

構造改革と騒いで、既存のハコを壊して作り変えただけでは新しい中身は決して生まれてこない。そもそも急激な構造改革は経済にショックを与え、その大切な中身さえをも毀損してしまうことが歴史的に言えるのではなかろうか。IMFがアジア通貨危機時や新興国の債務危機時にとった政策とその結果。ソビエト崩壊時の急激な市場化と中国の緩やかな開放政策の差、などを見れば良くわかるのではないか。

現在、インフレターゲット論が盛んに唱えられている。与党もインフレターゲットの方針をとるかもしれない。(2003年1月現在)。ただし、インフレターゲットの具体的な方法については熟考の余地があるだろう。

インフレターゲットを宣言し、それに合わせて日銀の国債買い切りオペの量を増加させるのが現在主に議論されているものである。しかし、その後長期金利が上昇に成功すると、以前から国債を持っている機関投資家や個人が評価損の憂き目に会ってしまう政策倫理的問題も生じてしまう。為替を円安誘導するという手段も考えられなくはないが、これもまた具体的手段に乏しい。塩川財務相は当初1ドル150円を目指していたそうであるが、明らかに当初の見込みは外れている。また単にお札を増刷し、そのお金で例えば株を買うという手段も考えられる。自民党は「市場から株価指数連動型投資信託(ETF)などを購入して通貨供給量を増やす」としており、これは上記のお札を増刷する手段ととても近い。あと、日銀財源でもって減税するという手段もある。これは以前の地域振興券などよりはよほど良いと私は考える。

6、あとがき

1997年という年はビッグバンの始まりであると同時に、私が経済学部進学を決めた年でもある。今年卒業する人の多くがこのビッグバンに興味を持ち、期待をしていたことは間違いが無いであろう。当時高校生であった私は、このビッグバンの壮大な理想と喧伝に大いに期待したものである。しかし、経済状況は悪くなるばかり。このことは在学期間を通して私の疑問の種であった。評論家の言う経済によい影響を持つものばかりしている筈なのに、なぜ物事が悪い方向にしか進まないのか、果たして改革がまだ足りないのか？この疑問に対する一つの答えが政策の相互作用への思慮の足りなさにあると私は考えた。この論文の部分部分はいろいろな書物の受け売りでしかなく、論文としては非常に未熟としか言えないであろう。しかし、私が重点を置きたいのはあくまで総合的な視点である。

この論文を作成するにあたって、インターネットの恩恵をフルに活用した。統計の検索から論文の閲覧、各種掲示板の活用まで行なうことができ、この文明の利器に非常に感謝している。下記の参考文献に含まれないこれらのインターネット情報に感謝の意を表したいと思います。

参考文献

日興リサーチセンター（1997）「金融大改革のすべて」東洋経済新報社
日本経済新聞社編（1997）「98 金融はこう変わる」
向壽一（「金融ビッグバン」講談社現代新書
日本銀行銀行論研究会（2001）「金融システムの再生に向けて」有非閣
中尾茂夫「金融の時代」日経BP
野口旭（2002）「経済学を知らないエコノミスト」日本評論社
古川顕「テキストブック現代の金融」東洋経済新報社
土志田征一「日本経済の宿題」ダイヤモンド社
伊藤光晴「経済政策はこれでよいか」岩波書店

その他論文や資料の引用元は引用毎に明記している。