

『金融システムの安定性』

一橋大学教授 清水啓典

1. 現状認識

現在の日本経済ではバブルのピーク時に比べて、不動産で約1,000兆円、株式約500兆円、国民総生産の3年分にも匹敵する1,500兆円もの資産が消滅している。金融機関の不良債権はこの一部に過ぎない。これだけの規模の資産消滅が消費に与える負の資産効果は、生産・雇用を低下させ、一層の不良債権を生み出している。現在の状況は大不況に至る典型的なデフレ・スパイラルをたどり始めており、世界の歴史的な大不況に至る過程と酷似している。政府は現状がこのような危険な状態にあるという認識を明確に示し、その防止のための強い意志を持って、国民が将来所得の増加を納得するに足る政策を打ち出す必要がある。そこで現在の日本では、地価デフレ対策、マクロ経済政策、金融システム対策、という3つの問題への対処を同時に進行させねばならない。

2. 地価デフレ対策

A. 土地担保貸出

土地担保貸出は明治以来日本の銀行経営の特徴であり、地価動向が貸出額に支配的影響を与えていることは実証的にも明らかである。¹結局、地価デフレが止まらない限り、不良債権の増加と金融システム不安、貸し渋りは解消しない。いかに政府が金融機関に貸し渋りの解消を要請しても、担保不足の貸出を行った場合には銀行検査で指摘されるため、主たる担保物件である不動産価格が低下し続けている以上、金融機関が担保の範囲以上に貸出を増加させることはできない。日本の金融機関の土地担保依存体質は、明治以来幾多の改善の努力にも係わらず、今日まで根本的な解決が見られずに続いてきた伝統的慣行であり、短期的には変わらないと考えておかなければならない。本年3月に行われた公的資金の注入は、このような矛盾を残したまま実施されたため、大きな成果を上げ得なかった。

B. 税制のズレ

そこで、地価対策としては、不動産市場に流動性を導入する枠組みを整備することが不可欠である。事実、地価バブルは不動産市場への流動性の過剰流入によって生じたし、それを突然規制したためにバブルは崩壊したのである。地価は既にバブル以前のトレンド水準に戻り、いつ反転してもおかしくない水準にまで低下している。しかし、バブル期の反省から、土地税制は既に地価が大幅に下落しつつあった平成4年度から懲罰的に強化された。この土地税制は、本年1月から2年間の時限措置として平成4年以前の水準に戻され

¹ 清水啓典(1997)、*日本の金融と市場メカニズム*、東洋経済新報社、第4章、第2節、参照。

たが、凍結された地価税同様、恒久的に変更されたわけではない。土地税制の変更は、完全に実態の後追いとなって後手に回り、地価下落を一層深刻にした。これは、裁量的な経済政策は、効果を持つまでには長いラグを持っているために、かえって景気攪乱効果を生むという典型的な事例である。

そこで、地価デフレを止めるためには、土地から得られる期待実質収益を引き上げる必要がある。可能なことは、最も有効に土地を利用する主体に土地を移転しやすくする、土地税制の軽減によって、土地取引・保有からの実質収益を引き上げること、である。デフレ・スパイラル防止のためには、土地譲渡益課税や不動産取得税などを現在議論されている恒久減税に先だって引き下げること、あるいは景気回復時まで限定的に凍結するほどの大胆な土地政策が必要な段階に来ているように思われる。

担保不動産の処理を急ぐよりも、まず一般の不動産取引市場において優良な不動産が活発の取り引きされる条件を作り出すことが先決である。一旦、不動産価格が底値を付けて反転の傾向が明らかになれば、担保不動産の流動化も円滑に進展する。このためには、円の下落による海外からの不動参投資の増加も契機の一つになり得るかも知れない。

3. マクロ経済政策

A. 裁量的景気対策の放棄

従来の裁量的なケインズの経済政策が景気対策としても有効性を失っている。諸外国では既に政策転換が行われているにも係わらず、日本においては依然として公共投資を中心とする裁量的景気対策が行われていることも、不況が長引いている要因となっている。

政府が大規模な従来型の景気対策を続けることは、大きな政府を生み財政を悪化させ、将来の一層の増税を予想させ、景気をさらに悪化させる。政府は信頼に足る行財政改革の実績や規制緩和の実行を通じて、国民が確信できる将来の所得増加の明確な展望を示し、それによって民間の経済活動を活性化することこそ政府の役割である。これが小さな政府・規制緩和・自由化の流れとして、世界的に定着した政府の役割の変化である。

B. マネーサプライ増加率の引き上げ

卸売物価の下落が数年来継続している現在の状況は、明らかなデフレ過程であり、その原因は、1990年には11.7%であったマネーサプライが91年以来から97年までの平均で2.4%の水準に引き下げられていたことにある。現在は80年代とは全く逆に物価が低下しつつあり、低すぎるマネーサプライを長期安定的に維持すべき水準にまで引き上げなくてはならない。

90年代は公定歩合も史上最低水準に引き下げられ金融緩和とされているが、マネーサプライで見ると金融緩和といえる状況にはない。貸し渋りとはこの状況の別の言葉での表現である。日銀は本来、名目金利を目標として政策運営を行うのではなく、マネーサプライ増加率を5%程度の水準に安定的に維持することを目標とすべきであった。インフレ率

はかなりの期間にわたる平均的なマネーサプライ成長率に依存するため、当面のデフレ防止のためには長期的に望ましい水準よりも高いマネーサプライが必要となる。日銀はデフレ防止のための断固たる姿勢を示し、多少の短期的副作用や批判を恐れず、物価安定というその最大の使命の達成に的を絞った政策を堅持する必要がある。

誤解のないように繰り返しておく、金融政策の目標はあくまで長期的に安定した物価水準の維持であり、それは2%程度のインフレ率を意味する。物価水準が低下するデフレ防止もまた金融政策の重要な目標である。そのためには、潜在成長率プラス2%程度のインフレ率の水準（5%程度）にマネーサプライ増加率を長期安定的に維持することを金融政策の基本とすべきであるが、90年代のマネーサプライが低すぎたために当面は7%8%での増加が必要である。

C. 恒久減税と小さな政府

現在の不況の引き金となった要因の一つは消費税の引き上げといわれているが、現実にはそれだけではない。基本的には長期間にわたる景気低迷による財政事情の悪化があり、抜本的な行財政改革の見込みが立たない以上、将来の高齢化を控えて増税を行わざるを得ない背景がある。法人税率が引き下げられたものの、引き当て金制度や減価償却制度の見直し、交際費課税強化、社会保険料負担の増加、介護保険の導入等、実質的な課税強化も進行している。恒久減税も財源が明確でない限り長期的に維持されず、結局は一層の消費税増加につながる。しかし、それは規制緩和による新市場の創造や、行財政改革による小さな政府の実現と並行して実施されるのでない限り、根本的な問題解決にはつながらない。減税は一時的な景気対策として実施されるべきではなく、その効果がないことはわが国の経験からも証明済みである。

情報化社会では、国民は信頼される情報を先取りして行動するので、伝統的な金融・財政政策のみならず、政府の認識の表明、信頼される情報や将来展望の提示なども重要な政策手段である。

4. 金融システム対策

金融システムの安定化対策に関して重要な点は、政府の強い決意表明、完全な情報開示と無欠の透明性、大胆な公的資金投入、モラルハザードの防止と市場原理の活用に留意した短期集中的な処理、である。とりわけ、情報開示による完全な透明性が市場機能が有効に機能するための基礎的要件であり、行政の役割はこの点を如何に実現するかに係っている。しかし、情報開示は不良債権額だけではなく、それをいかに管理し対処するかに関する経営方針が中核となるべきものである。

金融システムを安定化の本質は、金融機関自身による抜本的なリストラと独自の戦略の実施である。不良債権の流動化の枠組み整備、破綻金融機関の処理策などは、金融機関独自の体質転換を促すための環境整備に他ならない。それと並行して苦渋に満ちたリスト

ラの過程を推進し金融システムを強化するのは、あくまで金融機関自身であり、リストラの遅れはモラルハザードの一つである。

結局、金融市場に市場原理を導入することが、金融機関の自発的で大胆なリストラや方針転換を生んで、金融機関の経営を強化し、金融システムの強化につながる道を開くことになる。そのため、ビッグバンによる規制緩和、破綻処理、公的資金投入などの一連の施策は、全て市場メカニズムの活用による金融システム再編の一環として、整合性を持って実施しなくてはならない。現在は、一刻も早く用意された30兆円を明確な形で金融システムの安定化に活用する必要がある、その前提として地価の安定化や適切なマクロ政策の実施が必要である。

質問

砂村賢（京都大学）

金融の超緩和よりも、為替相場への大幅な介入政策を採るべきではないか。

答え

為替相場は自由な変動に任せなければ、バブルのような副作用を引き起こす。日銀はマネーサプライのコントロールによる物価水準を安定化させ、デフレの進行を止めることに集中すべきである。

質問

小野英祐（国士舘大学）

マネーサプライをどのような方法で増大させるか。地価はバブルのピーク時よりは低いが、1980年代初めよりはなお高い点をどう考えるか。

答え

日銀は大規模な買いオペ等大量の資金供給を行うと共に、あらゆる手段を講じてデフレを防止するという不退転の決意を示し、健全な金融機関の将来の資金繰りに関する懸念を払拭する必要がある。例えば、準備率の引き下げ、自己資本比率規制の一時的凍結なども含めて、マネーサプライ増大を目的とした必要な制度改正を進め、政策目的を達成することが通貨当局の役割である。

地価は既にバブル以前の水準に戻っており、不動産税制によるゆがみを是正して地価の下落傾向を止め、底値を確定させることが重要である。