

デフレ，不良債権問題と金融政策

深尾 光洋*

要 約

本論文は、日本経済の不況が長期化するなかで、デフレを放置することがいかに危険であるか、また制御できないインフレを引き起こさない形でデフレを止めるためには、どのような政策を採用すべきかを論ずる。

まず不良債権問題について、過去の実質貸出金利と銀行の収益構造の分析により、銀行は現在のようなマイルドなデフレであっても、貸し倒れリスクに見合う利ざやを確保することは困難であることを示す。また、銀行の自己資本は脆弱になっており、2002年春の時点では、公的資本を除けば自前の自己資本はほぼ枯渇していることを指摘する。

次に生保の健全性を分析し、低金利と資産価格の下落により自己資本が低下していることを見る。すなわち、生保部門の自己資本に当たるソルベンシー・マージン比率を日本よりも厳格な米国の基準に換算すると、複数の会社で破綻処理ないしそれに準ずる処理が必要な水準にまで低下している。さらに、銀行と生保は自己資本を見かけの上で嵩上げするために、相互に資本の持ち合いを行っており、一方の破綻が他方の経営危機を招く構造になっている。

このように、デフレは金融システム全体を極めて脆弱にしているが、政府が財政資金を投入すれば金融危機を避けることは可能である。しかし、大幅な財政赤字による政府債務の累増と、デフレ下のマイナス成長による税収の減少は、日本政府の信用を急速に悪化させている。政府の実質的な債務が増大する一方で、それを支える税収が減少している。このため、デフレを放置すれば5年以内にも日本国債の格付けがいわゆる投機的格付（BB以下の格付）まで引き下げられる可能性がある。日本政府の信用低下は、国の財政だけでなく民間金融機関や企業の国際活動にも重大な悪影響を与える。さらに、日本からの資本逃避が財政破綻を引き起こす可能性を指摘する。

最後に、デフレと財政インフレの両方を阻止するための政策手段を具体的に論ずる。まず消費者物価上昇率で1.5%を中心に上下1%程度の「物価安定目標」（インフレ・ターゲット）を3年程度の期間で設定し、国民に広くアナウンスする。この目標を達成するために、日銀法を改正してオペ対象を債券から有価証券全般に拡大したうえで、日銀がTOPIX（東証株価指数）連動の投資信託やREIT（不動産投資信託）などの実物資産を毎月数兆円程度の規模で購入する必要がある。それでもデフレから脱出できない場合には、預金や国債、地方債、郵便貯金、簡易保険、現金といった、政府が実質的に価値を保証する全ての金融資産の残高に対し、デフレが止まるまでデフレ率に見合った税金を課し、マイナス金利を作り出す必要がある。マイナス金利政策は、貯蓄を抑制し、消費を刺激する効果も期待できる。デフレからの脱却は金利上昇を伴う。デフレからの脱出は市場金利の急激な上

* 慶應義塾大学商学部教授

昇を伴うが、これは実質債務超過企業の倒産や債券価格の暴落を引き起こすため、銀行や生保が破綻する可能性も大きく、危機管理に万全を期する必要がある。

I. はじめに

本論文は、日本経済の不況が長期化するなかで、デフレを放置することがいかに危険であるか、また制御できないインフレを引き起こさない形でデフレを止めるためには、どのような政策を採用すべきかを論じたものである。

筆者は、95年に円相場が1ドル80円を越える円高になり、経済全体の物価であるGDPデフレーターがマイナスになった頃から、日本経済がデフレスパイラルに落ち込む危険性について、強い懸念を持っていた。金融緩和が後手に回るとデフレが加速して行く。日銀は金利をゼロ以下に引き下げることが出来ないため、デフレの加速は実質金利の上昇を引き起こす。言い換えれば、デフレで借り手の所得が減っていくため、負債の元利返済の負担が高まり、景気をさらに悪化させるのである。

95年の円高に対応して、日銀は短期金利を2.5%から一気に0.5%まで引き下げた。同時に財政面でも、強力な刺激策が採用され景気は回復を見せた。97年春には、4月からの消費税引き上げ前の駆け込み需要もあり、日本経済は回復軌道に乗るかに見えた。

しかし97年夏になると駆け込み需要の反動と、財政再建により景気は停滞気味になり、さらに同年11月には、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の連鎖破綻が発生した。多くの論者は、当時の橋本政権による財政再建路線が、日本経

済を悪化させたと指摘している。確かに、消費税の増税、所得税減税の停止、社会保障負担の引き上げが、景気にマイナスに働いたことは事実である。しかし97年末から98年前半に掛けての極めて急激な景気の冷え込みは、金融不安によって引き起こされたクレジットクラッシュ（急激な銀行貸出の縮小）が最大の原因である。この金融収縮は、98年の日本長期信用銀行、日本債券銀行の破綻でさらに悪化し、99年3月の公的資本注入でようやく落ち着きを取り戻した。

さらに2000年になると、米国のハイテク企業の株価は低下し始め経済に変調が感じられるようになった。また日本のGDPデフレーターは下落を続けていた。それにもかかわらず、日本銀行は政府の反対を押し切り「デフレ懸念が払拭された」と主張して8月にはゼロ金利を解除してしまった。翌2001年には、米国の景気後退は誰の目にも明らかになった。米国とアジア経済の景気悪化により、日本の輸出は急激に減少し始めた。2月になると日銀は実質的にゼロ金利を復活し、ベースマネー供給の増加による量的緩和を徐々に強化したが、ほとんど効果を挙げていない。

本稿では、デフレと不良債権問題の関係を説明したあと、デフレを克服するための政策手段について分析する。

II. デフレの原因とそれに関する誤謬

II-1. デフレの現状

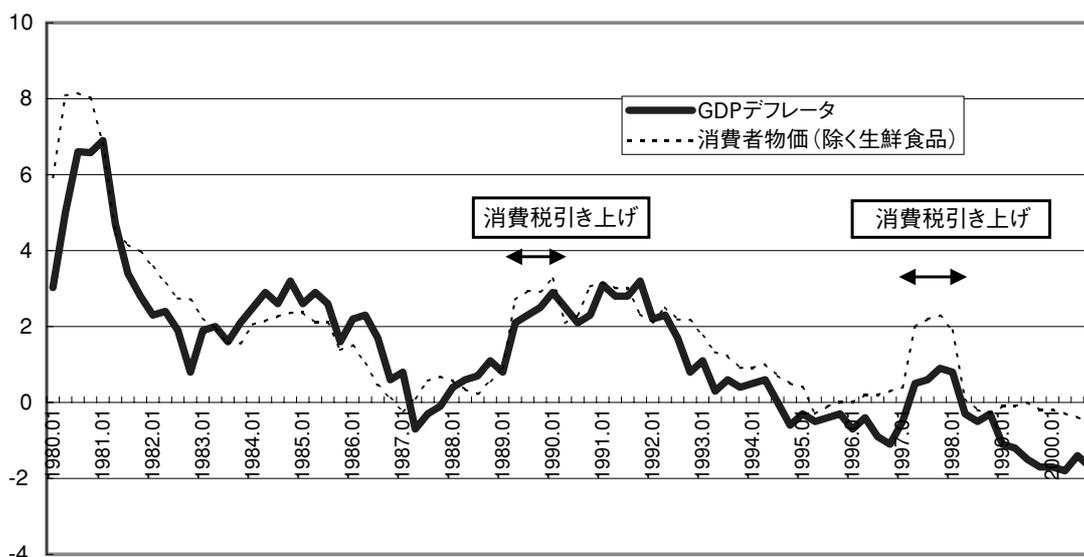
日本経済全体の物価動向を観察するには、

GDPデフレーターが適当である。図1を見ると、97年の消費税引き上げ時を除けば、GDPデフレーターは1994年末以降、7年以上も下落を続けている。また継続的に低下幅を拡大して

きており、これらを累積すると、1994年のピークから2001年半ばまでに物価は7%も低下している（消費税引き上げの影響を除く）。

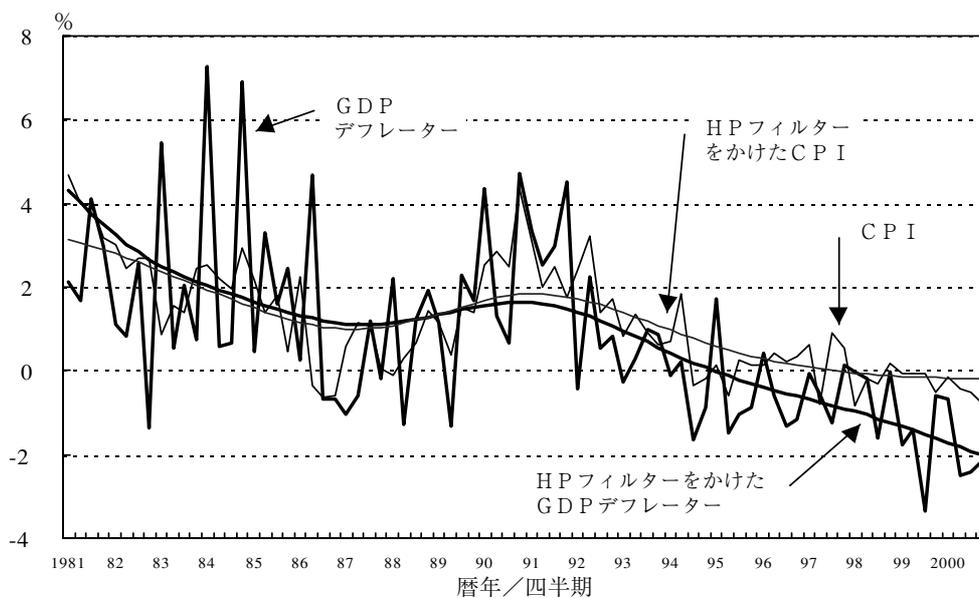
消費税引き上げの影響を除いたGDPデフレ

図1 物価上昇率の推移



(出所) 日本経済研究センター金融研究班報告書5号、『デフレと金融システム改革』, 2001年10月

図2 物価上昇率の推移



(注) 消費税率変更の影響を除去

(出所) 日本経済研究センター金融研究班報告書5号、『デフレと金融システム改革』, 2001年10月

ーターを四半期ごとのデータでみたのが図2である。ぶれは大きいですが、傾向的に下落幅を拡大しており、2001年に入るとマイナス2%近くまで達している。

この半世紀以上にわたって、先進諸国で現在の日本のような深刻なデフレ経済に陥った例はない。しかし第二次大戦前には、日本、米国など多くの国が深刻なデフレを経験している。米国は1930年代に大恐慌を経験したが、米国が大恐慌から本格的に立ち直ったのは、第二次大戦が勃発した1939年以降のことである。

図3は、大恐慌の前後、1925年から40年までの米国での物価（GNPデフレーター）の推移と、90年代以降の日本の物価動向（GDPデフレーター）とを比較したものである。大恐慌時の米国の物価は、ピークの1929年から33年までの4年間で23%と、平均では6%ほども下落した。その後、ニューディール政策と同国の中央銀行である連邦準備制度による物価引き上げ政策で、恐慌前を10%下回る水準まで回復した。当時の米国経済は農業の生産ウェイトが2割弱

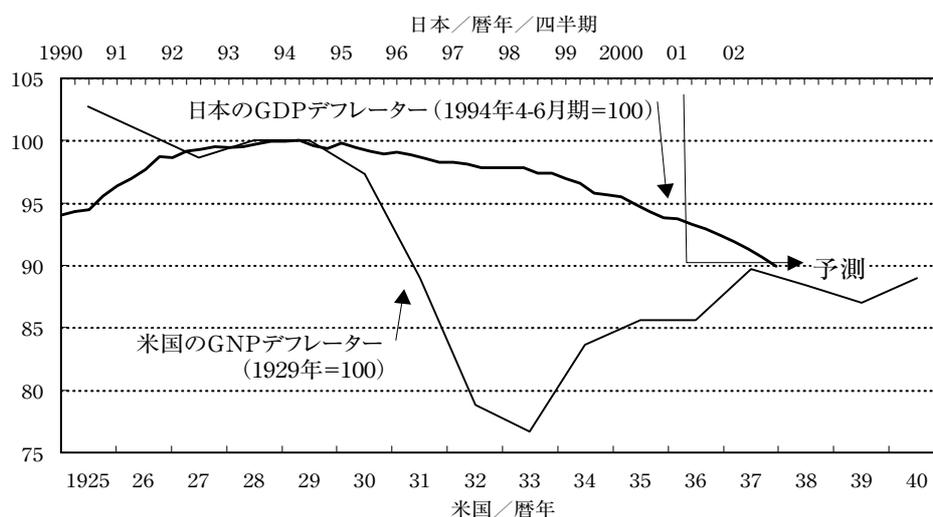
と、現在の日本の2%よりも大幅に高く、しかも農産物価格の支持政策が行われていなかったため、農産物価格はピークからボトムまで6割も下落した。このため、米国の23%の物価下落の半分程度が農産物価格の低下で説明でき、農産物以外の物価下落は14%程度であったことが分かる¹⁾。

現在の日本経済では、公共料金や医療費などの政府が関与する価格が大幅に増えているため、すでに2%近いデフレ状況にあり、しかも、これが加速しつつある現状は、非常に厳しい状況であると言える。

II-2. フィリップス・カーブによるデフレの分析

マクロ経済学における賃金や一般物価の傾向的な変動を分析する標準的な方法は、失業率とインフレ率の関係を表すフィリップス・カーブの分析や、フィリップス・カーブを拡張してGDPギャップとインフレ率の関係からマクロの物価動向を分析することである。

図3 米国大恐慌時と日本の物価動向の比較



(注) 日本のデフレーターは消費税率変更の影響を除去

(出所) 日本経済研究センター金融研究班報告書5号、『デフレと金融システム改革』、2001年10月

1) $(23\% - 60\% \times 0.2) / 0.80 = 13.75\%$

この理論では、経済には常に、ある程度の失業者や十分稼働していない資本設備が存在することに注目する。つまり、人的資本や物的資本は、常に100%稼働しているわけではない。稼働率が高すぎると、長時間の残業が必要になり休暇も取れない状態になる。設備の稼働率が高すぎると、列車や飛行機の座席がとれず、商品を発注しても長時間待たされることになる。こうした状況では、物価は上昇をはじめ、徐々にインフレ率は上昇していく。

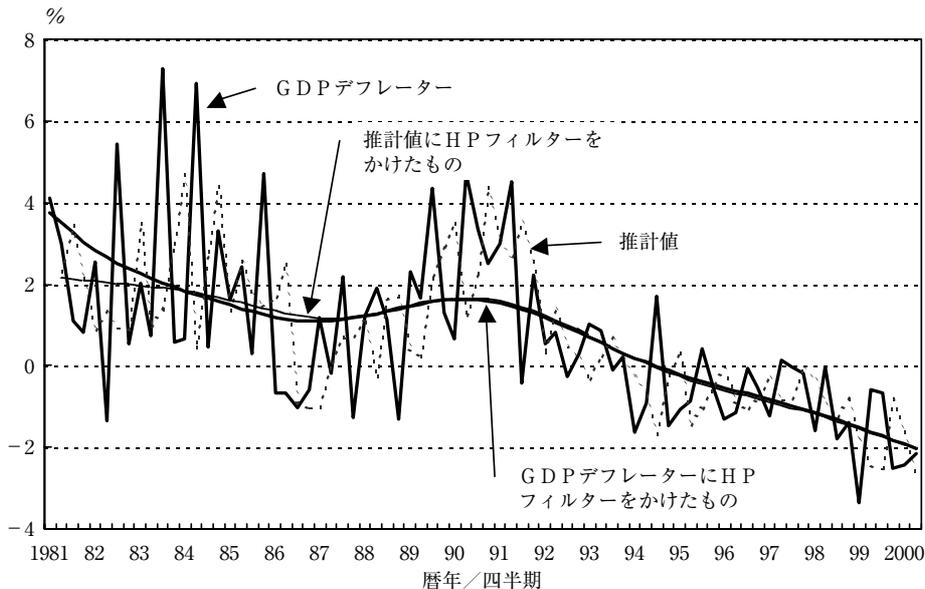
逆に、稼働率が低すぎると、働きたいと望んでも仕事がない状況が続き、企業内にも余剰人員が発生して、人員削減が行われる。設備の面でも稼働しない資本が多くなり、投資も行われなくなる。こうした状況では、インフレ率は徐々に低下していき、ついにはマイナスになる。さらにマイナスのインフレ率が徐々に下方に加速していき、デフレが悪化していく。この二つの状態の間が、経済全体にとっての一つの均衡稼働率、失業率であると言える。この均衡失業率のことを自然失業率と呼び、均衡GDP（国内総生産）の水準を潜在GDPと呼ぶ。この理論では、失業率が自然失業率を上回る状態、な

いしはGDPが潜在GDPを下回る状態（デフレギャップの状態）にある限り、デフレは徐々に深刻化していく。

筆者は日本経済研究センターの金融班と共同で、フィリップス・カーブの実証分析を行った。この実証分析では、廣瀬・鎌田 [2001] のエレガントな手法を用いて、GDPギャップとフィリップス・カーブの関係を同時に推計した。この手法では、実質GDPの水準と物価指数だけを用いて、GDPギャップとフィリップス・カーブの関係を推定するものである。直感的には、(1)物価の加速度がGDPギャップに比例すること、(2)潜在GDPの時系列はアприオリに置いたスムーズさで変動すること、の二つを仮定し、潜在GDPの水準とフィリップス・カーブのパラメータを最尤法で推定する。

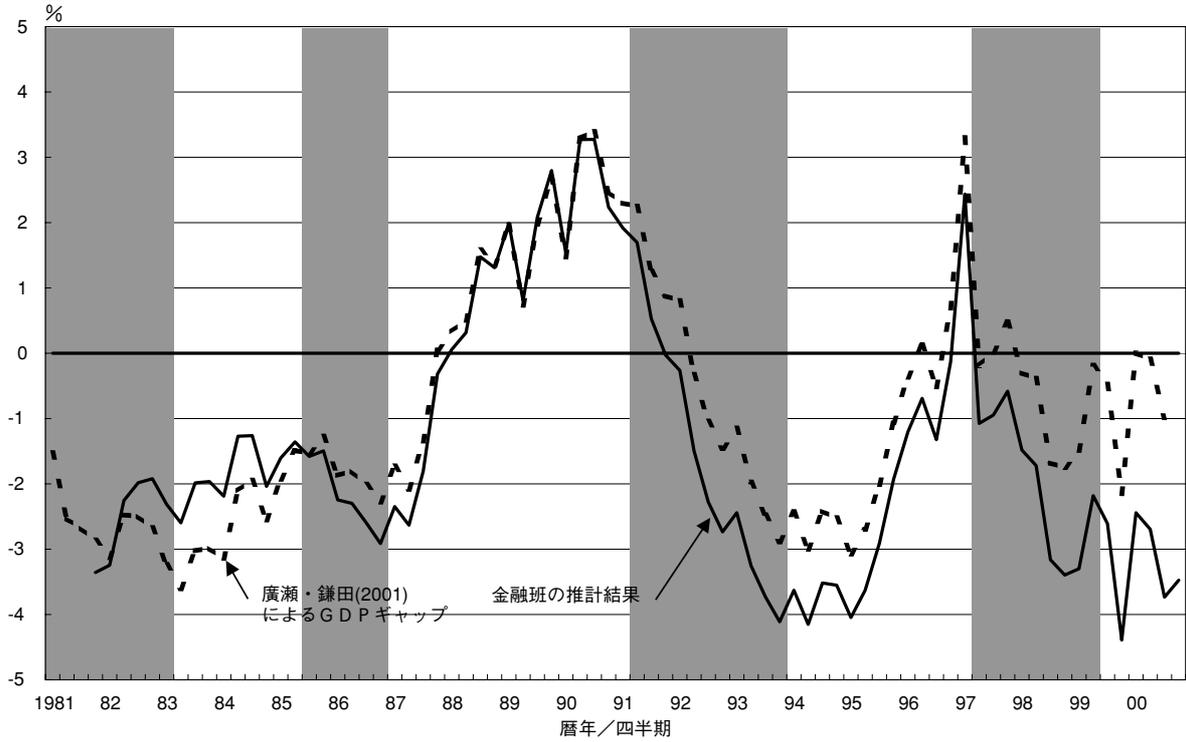
なお廣瀬・鎌田はこの同時推定を実質GDPと消費者物価を用いて行っているが、その結果を見ると1998年以降非常にGDPギャップが小さく推計されている（図5の破線）。これは、図1から明らかなように消費者物価インフレ率の下方加速が、98年以降ストップしたためである。しかしこの推計結果には次の二つの疑問が

図4 物価関数のフィット



(出所) 日本経済研究センター金融研究班報告書5号、『デフレと金融システム改革』、2001年10月

図5 GDPギャップの比較



(出所) 日本経済研究センター金融研究班報告書5号、『デフレと金融システム改革』, 2001年10月

図6 稼働率指数（製造工業）

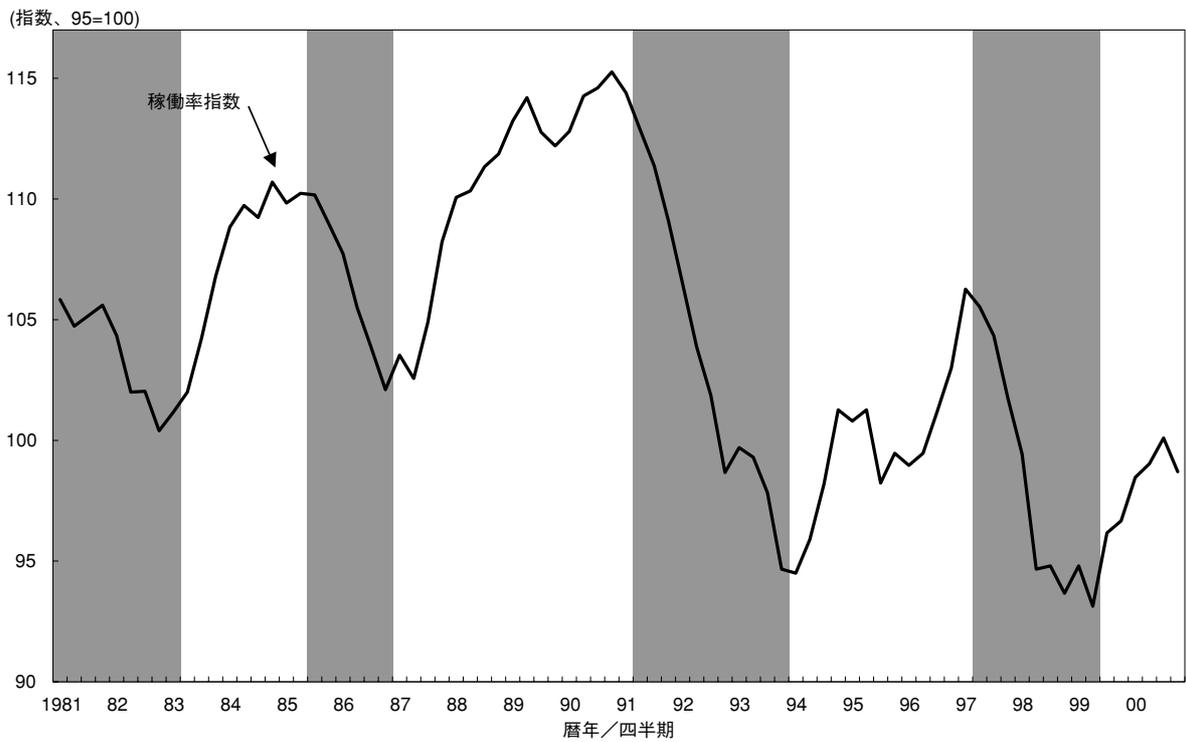


図7 所定外労働時間

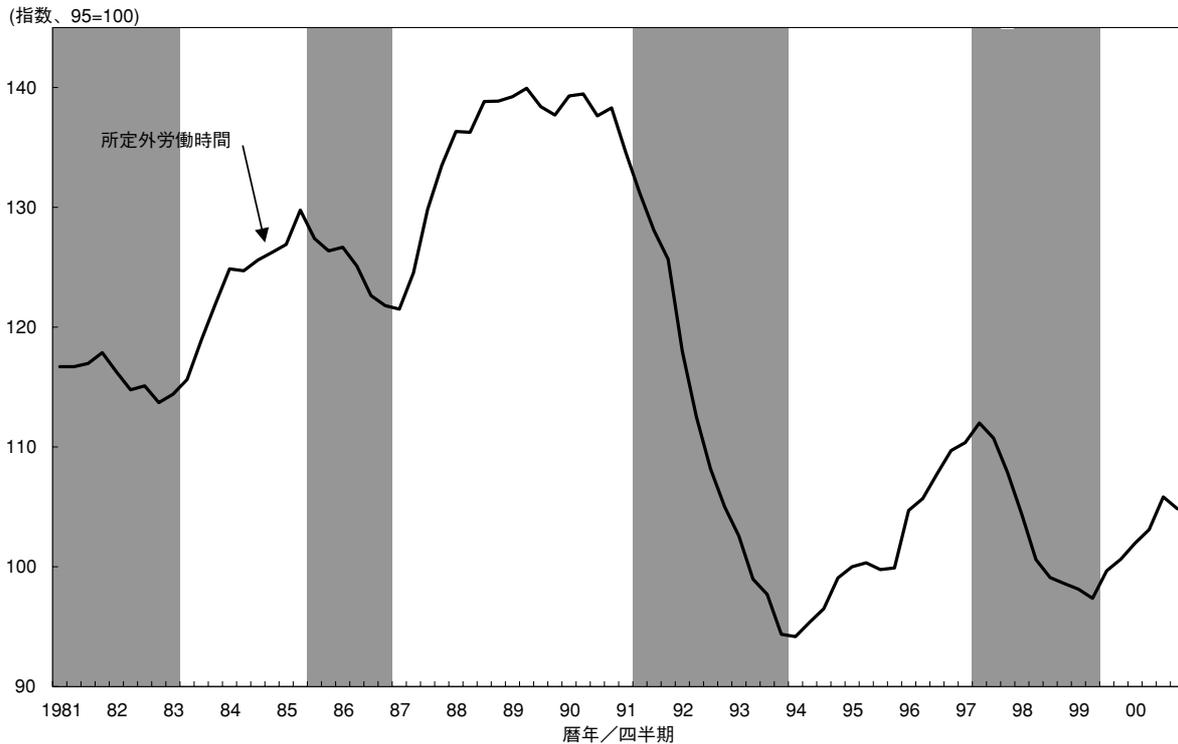


表1 フィリップス曲線の推計

潜在 GDP とフィリップスカーブを同時推計する。

$$\pi_t = \alpha\pi_{t-1} + (1-\alpha)\pi_{t-2} + \beta(y_t - y_t^N) + \varepsilon_t$$

推計結果

$$\pi_t = 0.365 \times \pi_{t-1} + 0.635 \times \pi_{t-2} + 0.0193(y_t - y_t^N) + \varepsilon_t$$

(5.9) (10.2) (1.2) カッコ内は t 値

決定係数：0.12，自由度調整済決定係数：0.09，標準誤差：0.005，DW：2.57

π_t ： t 期の GDP デフレーター（対前期比）

y_t ： t 期における実質 GDP の自然対数値

y_t^N ： t 期における潜在 GDP の自然対数値

(出所) 日本経済研究センター金融研究班報告書5号、『デフレと金融システム改革』，2001年10月

ある。(1)GDP デフレーター・インフレ率は、マイナスになってもかなりのペースで低下を続けていること、(2)広瀬・鎌田の GDP ギャップは、98年以降も低下を続けた製造工業設備稼働率指数(図6)や、所定外労働時間(図7)とは大きく異なった動きとなっていること。

このような広瀬・鎌田の分析結果を見ると、日本銀行は近年の需給ギャップを過小に評価している可能性が高いように思われた。そこで、

筆者は、広瀬・鎌田の分析を、消費者物価ではなく GDP デフレーターに入れ替えて1981年から2000年までのデータを用いて追試を行った。この分析結果は、日本経済研究センターの金融研究班報告書5号、『デフレと金融システム改革』，2001年10月に報告されているが、それによれば、計測期間後のマイナス成長を考慮すれば2001年半ばのデフレギャップは5%程度となり、またその程度のギャップの下では、GDP

デフレーター・デフレ率は1年で0.4%ポイント加速していくことが見いだされた（表1，図4の実線）。

執筆時点ではGDPデフレーター・デフレ率は1.5%－2%と推定されるため、1年後にはデフレ率は2%強まで加速することになる。なお表に示したように、日本の実際のデータを使って、フィリップス・カーブの関係式を推定すると、GDPギャップの計数の有意性は低い結果になる傾向があり、推計式のフィットもあまり良くない（図4）。このため、0.4%ポイントという数字はかなり幅を持って解釈する必要がある。

デフレが加速すると、財やサービスの値段が下落し、それに伴って不動産や株価などの資産価格も低下する。こうした状況では、政府が価値を保証している、現金、預金保険で保護された預金、国債などの、金融資産を保有することが有利になる。予想されるインフレ率がマイナスになると、金融資産の実質利回りは上昇する。しかも、この有利性はデフレが加速すればするほど強いものとなる。逆に、借金をして実物資産を購入するのは不利になり、借り入れによる

設備や住宅などに対する投資は減少する。

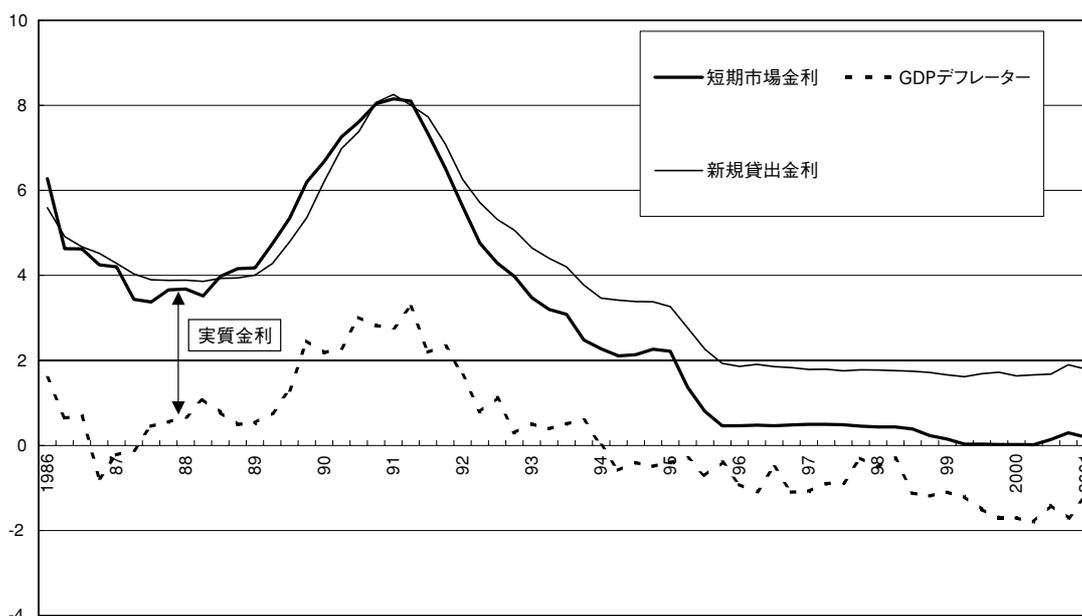
そこで1990年代以降、金利水準がどのように推移してきたかをみておこう。

90年代に入ってインフレ率がプラスからマイナスへと転化するなかで、日本銀行は短期市場金利を下げ続け、95年以降ほとんど1%を下回る水準まで引き下げた。ここで問題になるのは実質金利である。実質金利は、短期市場金利などの名目金利とGDPデフレーターとの差として計算される（図8参照）。

この実質金利は、バブル以降98年ごろまでは、日銀の低金利政策による短期市場金利と連動する形で低下していった。98年ごろにはかなり低い水準になっていたことがわかる。大企業であれば、CP（コマーシャルペーパー）やスワップ取引など、短期市場金利なみの低金利で資金調達ができる。したがって、日本経済の三分の一ほどを占める大企業は、この時期までは比較的低い金利で資金調達ができていた。

ところが、その後はGDPデフレーターがマイナス2%弱とデフレ率が悪化したため、実質金利は日銀のゼロ金利政策の中でもむしろ上昇し、現在は2%弱の水準となっている。2%と

図8 名目金利とGDPデフレーター・インフレ率



(注) GDPデフレーター・インフレ率は、消費税率変更の影響を除去。

いう実質金利は、米国と比べてもかなり高い水準である。米国はテロ後の度重なる利下げによって（2002年5月現在）、市場金利（日本のコールレートにあたるフェデラル・ファンド・レート＝FFレート）が1.75%まで下がったが、インフレ率は2%程度であり、実質金利はほぼゼロと考えられる。しかし、日本はすでに市場金利をゼロにまで引き下げているから、もはやこれ以上、利下げすることはできない。デフレが悪化すれば、実質金利はそれに伴って上昇する。

しかしもっと大きな問題は、日本経済の三分の二を占める中堅・中小企業にとっての実質金利である。中堅・中小企業の主力資金源となるのは銀行からの借り入れである。銀行の貸出金利（新規貸出約定平均金利）は、図8にみるように、1990年ごろまでは短期市場金利（コールレート）とほぼ同じ水準で推移していた。ところが90年代以降、両者の間に乖離がみられるようになり、2001年にはその差が2%弱にまで広がっている。

新規貸出金利は96年以降は低水準で推移し、最近では1.6%程度となっているが、デフレ率2%弱を加えた実質金利は3%台であり、これが中堅・中小企業の実質的な資金調達コストとなっている。1988年、89年のバブル期ですら、実質金利は貸出金利4%からインフレ率1%弱を差し引いて3%強であった。いまはバブル期よりもはるかに景気が悪く、金融は緩和されているにもかかわらず、中堅・中小企業が直面する実質的な金利負担はバブル期並となっている。

この市場金利と貸出金利の関係が変化した原因については、次節の銀行収益構造の分析で説明する。

II-3. デフレに関する誤った議論

II-3-1. 相対価格と絶対価格の混同

一般物価の下落は、賃金水準を含むすべての財やサービス価格の下落であり、個別の財やサービスの価格の下落とは異なる。そして、技術進歩などによってある財の相対価格が下がる場合でも、経済全体の物価水準は下落する必要はない。これは単純なことであるが、実はしばしば議論に混乱が見られてきた。

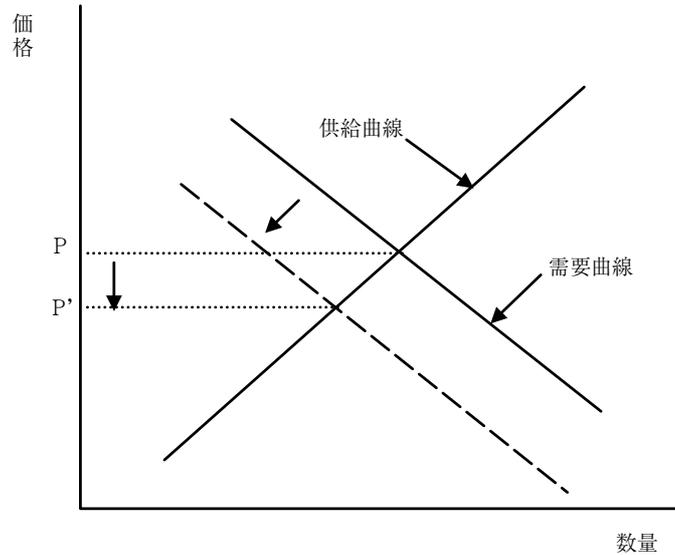
相対価格とは、例えばミカンとリンゴの交換比率、あるいは米と携帯電話の交換比率のことである。もちろん、ミカンとリンゴが直接交換されることはまずないが、貨幣を介して間接的に交換することが可能である。この間接的な交換比率が相対価格である。例えば、ミカンが1個20円、リンゴが1個100円であれば、リンゴはミカンで計って5という相対価格になる。他方、財やサービスと貨幣の交換比率が絶対価格であり、先のミカン20円、リンゴ100円というのが絶対価格である。消費者物価指数、卸売物価指数、GDPデフレーターなどの一般物価指数は、この絶対価格の加重平均値を、ある時点をもととする指数で表したものである。この説明から分かるように、相対価格が大きく変化しても一般物価が変動しないことは十分考えられる。米で計った携帯電話の相対価格が大きく下落しても、米の1キロあたりの絶対価格が上昇して、携帯電話の絶対価格が一定にとどまれば、一般物価は上昇する²⁾。

II-3-2. ミクロ的な需給分析は不適當

デフレの分析として、図9のような需要曲線と供給曲線が描かれ、需要曲線の左へのシフトによる価格の下落としてデフレが説明されることがある。しかし、このミクロ経済学の部分均衡分析では、他の財やサービスの価格がすべて一定と置かれていることに注意が必要である。

2) 相対価格と絶対価格の誤解に関して、『ESP』、2002年1月号、p.55にある若槻三喜雄氏と筆者の議論を参照されたい。

図9 需要の減少と価格の低下



この意味で、ミクロ経済学の分析は相対価格の分析である。ある一つの財の需要が減少すれば、確かにその財の相対価格は下落する。しかし、一般物価の分析には使えないのである。

この図表を拡張して、すべての財の需要曲線と供給曲線が書かれることがある。マクロ経済学の入門書にある、総供給曲線と総需要曲線を使った分析である。しかしこのように解釈し直しても、この総供給曲線は、賃金率を一定と置いた分析であることに注意が必要である。まず総需要曲線は、IS-LM分析の均衡点から導出される。IS-LM分析では通貨供給量を一定と置いているため、物価水準が上昇すれば、通貨の実質残高が減少して、金利が上昇する。これが投資を減少させるため、総需要は減少する。このため、総需要関数は右下がりとなる。総需要関数は、財政支出の減少、増税、マネーサプライの減少、貯蓄性向の上昇などにより左下にシフトする。

次に総供給曲線が右上がりになるのは、縦軸の一般物価水準が上昇すると、実質賃金が下落して、企業の採算が好転するからである。つまり、労働の限界生産力が通減すると想定されているため、実質賃金の下落は企業の最適な生産

水準を上昇させる。

このため、図9のように総需要曲線が左下にシフトした場合には、一般物価の下落と生産数量の減少が発生する。しかしこの分析において、賃金率は常に一定に維持されると想定されていることに注意を要する。以上から分かるように、この分析では総需要が減少した場合、物価の下落と生産量の減少が発生することが分かる。しかし賃金水準の変動を分析するのには無力である。

II-3-3. 輸入物価の影響

最近、中国から安価で良質な消費財が流入し、日本の物価下落要因になっていると言われている。これに関連して、中国の賃金水準が日本よりも遥かに低いことから、国際貿易の理論にある「要素価格均等化定理」を援用して、日本の賃金水準が大幅に下落するのは避けられないとの議論もある。

まず、低価格輸入品の影響を整理してみよう。確かに、金本位制や第二次大戦後から1973年までのブレトンウッズ体制のような固定相場制の下では、海外の物価下落は輸入価格の下落を通じて、自国のデフレ圧力になる。例えば、中

国は人民元を米ドルに固定しているため、中国が低価格の製品を大量に生産して米国に輸出すれば、米国はデフレ圧力を受ける。しかし、日本の円は米ドルや人民元に対して変動相場となっているため、中国などの新興国からの輸入品の流入を、日本の継続的なデフレ現象の原因とするのは誤りである。

固定相場制の下で一国が生産する貿易財がコストの上昇（競争国と比較した相対的な上昇でもよい、以下同じ）により、貿易財市場において他の国に対して価格競争力を失った場合には、平価の切り下げか、物価の引き下げが必要である。これに対し、変動相場制の下では、コストが上昇して従来の為替相場の下で価格競争力を失った国の経常収支は赤字になり、市場圧力により自動的に為替相場が切り下がり価格競争力は回復する³⁾。このため生産コストが上昇して貿易財市場における価格競争力が低下しても、失業増加や企業倒産などの副作用の極めて強いデフレ政策を採用する必要はない。なお以上の議論は、品質や納期などの価格以外の質を考慮しても成立することに注意されたい。

次に、要素価格均等化定理について見てみよう。

理論的には、二つの国が貿易を行って、実質賃金と資本の実質収益率という二つの要素価格が均等化するためには、強い仮定が必要である。つまり、資本や労働の質を含む二つの国の技術水準（理論的には生産関数として表される）が同じレベルにあり、貿易に対する障壁がなく、広範な財やサービスの貿易が行われることが必要である。この時、労働力が豊富な国は労働集約的な財を輸出し、資本が豊富な国は資本集約的な財を輸出する。この結果、労働と資本が直接二国間で移動しなくても、実質賃金と資本収益率は均等化する。この理論は、日本と中国に適用できるだろうか。

中国の一人あたり名目国内総生産は、日本の

約四十分の一という極めて低い水準にある。これは、中国の生産技術の水準が、平均的に見れば日本よりも遙かに低いからである。中国の労働や資本の質を含む技術水準が日本と同じであれば、中国の資本蓄積がいくら低いと言っても、その生活水準は現在よりも遙かに高いはずである。しかも日本が資本集約的な財を輸出し、その代わりに中国が労働集約的な財を輸出すれば、日本の実質賃金は低下するが、資本収益率は上昇するはずである。さらに言えば、日本の実質賃金の低下が発生する場合でも、日本の名目賃金は低下する必要はなく、名目賃金を一定にしつつ日本の物価を上昇させるとともに、円の人民元に対する為替相場を切り下げればよい。人民元は、米ドルに対して自国通貨をほぼ固定しているが、円に対しては中国と米国は全体として円に対して変動相場となっている。このため、中国と米国を全体としてみれば、円が米ドルに対して切り下がる形で調整が行われることになる。

長期的には、日本からの直接投資などを通して中国の技術水準が日本の水準にキャッチアップし、貿易が拡大することで、要素価格は均等化していくだろう。この過程では、日本は比較優位をなくした産業から撤退し、より高度な産業に資源を移していくという厳しい構造調整を迫られる。しかし要素価格均等化は、日本の実質賃金が低下することではなく、中国の実質賃金が上昇することにより達成されるだろう。

3) 貨幣錯覚がない二カ国の理論モデルを考える限り、一方の国の物価水準が上昇すると、それに見合っただけの国の通貨の名目為替相場は切り下がり実質為替相場は一定となる。

Ⅲ．不良債権問題とデフレ

Ⅲ－１．銀行部門の収益構造

2002年3月期決算は、大半の大手銀行が赤字決算となる見通しである。これは昨年度だけの問題ではなく、銀行全体の合計では93年度から連続して9年間、株や不動産の含み益の吐き出しを除けば、赤字決算を継続している。

銀行部門の収益構造について、全国銀行協会が公表している全銀行ベースの財務分析データから作成したのが表2である。まず、受取利息配当から支払利息を引いた「資金運用差益」と、同運用差益を除くその他すべての収益から株と不動産の売却利益を除いた「その他差益」を算出すると、「資金運用差益」が92年度の9.8兆円から2000年度の9.4兆円まで、ほぼ10兆円前後で推移している。つまり、貸出や債券運用による利ざやの儲けが毎年10兆円前後あったということである。次に、債券ディーリング益や為替差益、手数料収入などからなる「その他差益」をみると、89年度の2.5兆円から2000年度の3.0

兆円まで、こちらはほぼ2兆円から3兆円程度の収入にとどまっている。95年度から98年度にかけて、「その他差益」が3兆円を上回っていたのは、金利が下がっていく段階で債券ディーリングの収益が一時的に好調だったためとみられる。したがって、「資金運用差益」と「その他差益」を合計した約12兆円が、全銀行の本業での年間収益力といえる。

それに対して、人件費や店舗運営費用といったすべての諸経費の総額である「営業経費」は96、97年度には8兆円あったものが2000年度には7.1兆円へと9000億円ほど削減されるなど、リストラ（事業の再構築）による経営改善効果で、このところ急激に下げている。

さて、先ほど述べた「資金運用差益」と「その他差益」の合計から、この営業経費を差し引いた数字が銀行全体の粗利益となる。つまり、収益の約12兆円から経費約7兆円強を引いた5兆円前後が、貸し倒れ損失計上前のおおよその

表2 全国銀行の収益構造

(兆円)

年 度	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
資金運用差益(A)	7.5	7.1	8.9	9.8	9.2	9.7	10.8	10.7	10.0	9.6	9.7	9.4
その他差益(B)	2.5	2.6	2.2	2.5	2.8	2.1	3.3	3.7	3.6	3.1	2.5	3.0
営業経費(C)	6.6	7.1	7.5	7.7	7.7	7.8	7.8	8.0	8.0	7.5	7.3	7.1
うち人件費	3.5	3.7	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	3.6	3.5	3.4
粗利益(D)=(A)+(B)-(C)	3.3	2.6	3.5	4.5	4.3	4.0	6.3	6.4	5.6	5.2	4.9	5.3
償却額(E)	1.4	0.8	1.0	2.0	4.6	6.2	13.3	7.3	13.5	13.5	6.3	6.6
業務損益(F)=(D)-(E)	1.9	1.8	2.5	2.5	-0.4	-2.2	-7.0	-1.0	-7.9	-8.3	-1.4	-1.3
資産処分差益(G)	2.8	2.0	0.7	0.0	2.0	3.2	4.4	1.2	3.6	1.4	3.8	1.4
最終損益(F)+(G)	4.7	3.8	3.3	2.5	1.7	1.0	-2.6	0.2	-4.2	-6.9	2.3	0.1

総資産末残	943.6	927.6	914.4	859.5	849.8	845.0	848.2	856.0	848.0	759.7	737.2	804.3
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

(出所) 全国銀行協会、『全国銀行財務諸表分析』、各年版より作成。

粗利益となる。日本の全銀行の貸出総額はおよそ500兆円のため、1%程度の利益率となる。この5兆円弱がいわゆる業務純益に対応しており、貸し倒れさえなければ銀行の利益になる。

表2の「償却額」をみていくと、89年度が1.4兆円、90年度が0.8兆円、それが92年度2.0兆円、93年度4.6兆円と跳ね上がり、95年度13.3兆円、97年度、98年度は13.5兆円となっている。ここから明らかなように、93年度以降、償却額が粗利益額を上回り続けている。粗利益から償却額を引いた業務損益は、93年度以降8年連続でマイナスになっている。資産処分益を時々出しているため、最終利益では配当原資を確保しているが、93年度以降、日本の銀行は1回も実質的な利益を上げていないことが分かる。

Ⅲ－２．不良債権の動向

表3は、金融庁が発表した数字に基づいて1992年度から2001年度中間期までの不良債権の発生、処理状況を見たものである。まず「不良債権による損失額」をみると、全国の銀行が不良債権処理に伴い計上した損失額の総計は、2000年度が約6.1兆円。その内訳は、特定引当金2.7兆円、償却損、売却損が3兆円となっている。しかし、これだけ巨額の不良債権償却にもかかわらず、不良債権は増加し続けている。北海道拓殖銀行の破綻に始まる金融危機直前の96年度（97年3月期）、当時の銀行が抱える公表不良債権は22兆円とされていた。それに対して、2001年9月末現在の個別行が公表している不良債権総額は35.7兆円となっている。

さらに銀行の自己査定によれば、将来の貸倒れリスクが高い分類債権は最近また増加傾向にある（表3参照）。図10は、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行の不良債権比率の推移を示したものである。検査強化の影響もあろうが、不良債権比率は都銀で92年度の3%強から2000年度には5%台へと上昇、地方銀行、第二地銀にいたっては、92年度の1%以内から2000年度には7%、8%台へと急上昇している。

増加を続ける不良債権に対して、引当はむし

ろ減少傾向にある。

自己査定による分類債権でみると（表3）、2000年度末の非分類の正常債権（第Ⅰ分類）470.7兆円に対して、分類債権は第Ⅱ分類63.1兆円、第Ⅲ分類2.6兆円、期末には全額償却する第Ⅳ分類はゼロで、合計65.7兆円となっている。ある時に第Ⅱ分類、あるいは第Ⅲ分類に分類された不良債権が、その後どの程度ロスを発生させたかについては、統計が乏しいが、表4は日銀が18のサンプル銀行について調査した累積償却率を示している。一般に銀行は、銀行検査マニュアルに基づいて、第Ⅲ分類については3年累積償却率の実績である7割程度の引き当てを行っており、問題は少ない。他方、第Ⅱ分類については、その中の要管理債権（利息や元本の支払いが延滞しているか、金利の引き下げなどの返済条件を緩和した債権）についてのみ3年累積償却率を引き当てることが要求されているが、それ以外の第Ⅱ分類債権については、正常債権と同様に1年間の償却実績を引き当てただけでよいとされている。これは、貸出先の経営が悪化した場合、貸出の返済を受ければよいとの考え方によるものと思われる。しかし実際には、大半の短期貸出は、期日にロールオーバーされることが前提になっており、第Ⅱ分類債権全体について、少なくとも3年累積償却率である2割程度の引き当てが必要だと考えられる。

また正常債権についても、金融庁が発表した2000年度の分類遷移行列を前提に推定すると、初年度で1%以上の貸し倒れ損失が発生すると推計される。表5は、主要銀行の2000年3月時点の分類債権が1年間でどう変化したかという遷移確率をもとにして、初年度に100兆円の正常債権だけを持つ銀行でその後5年間に毎年どの程度の貸し倒れ損失が発生するかを推定したものである。「遷移行列」の表は、2000年3月に「正常」、「要注意」、「破綻懸念または破綻」と分類された債務者が、1年後にそれぞれどの分類になったか、その確率を示すマトリックスである。たとえば一番左の列は、2000年3月時

億円

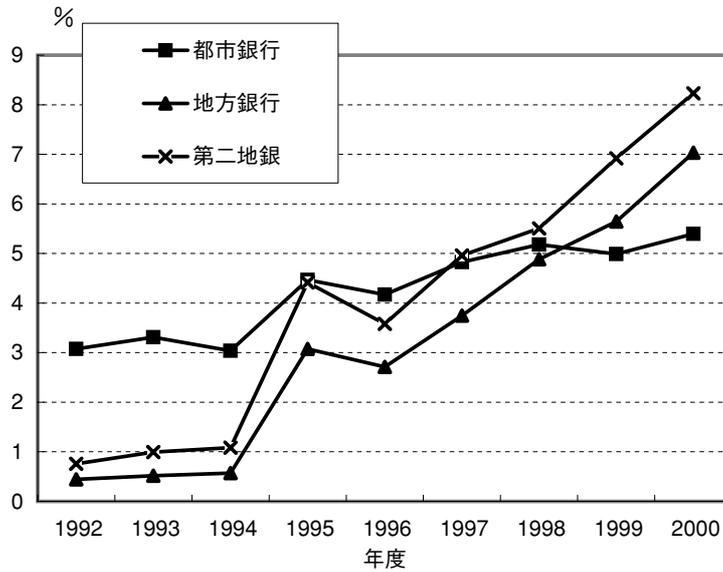
表3 不良債権額の推移 (全国銀行ベース)

年 度	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001年中間
<----- 主要行のみの数値 ----->										
不良債権による損失額 (A)	16,398	38,722	52,322	133,692	77,634	132,583	136,309	69,441	61,076	59,106
特定引当金	9,449	11,461	14,021	70,873	34,473	84,025	81,181	25,313	27,319	27,824
償却損, 売却損	4,235	20,900	28,085	59,802	43,158	39,927	47,093	38,646	30,717	31,282
(A)の累積額	16,398	55,120	107,442	241,134	318,768	451,351	587,660	657,101	718,177	777,283
不良債権残高 (B)	127,746	135,759	125,462	285,043	217,890	297,580	296,270	303,660	325,150	356,730
(B)の定義										
	破綻債権, 延滞債権			破綻債権, 6 カ月以上の延滞債権, 公定歩合以下に金利を引き下げた金利減免債権			破綻債権, 90日以上の延滞債権, 金			損失額は 年率換算
非分類債権 (第 I 分類)						5,448,140	4,875,000	4,723,880	4,706,690	4,574,000
分類債権額						716,830	642,580	633,860	656,710	682,000
第 II 分類						654,880	610,240	605,390	631,180	656,000
第 III 分類						60,650	31,600	28,350	25,530	26,000
第 IV 分類						1,300	740	120	0	0
推定必要引当金残高 (注)						229,212	193,658	188,282	191,174	195,140
貸し倒れ引当金残高	36,983	45,468	55,364	132,940	123,340	178,150	147,970	122,300	115,550	115,640
推定引当不足額						51,062	45,688	65,982	75,624	79,500
貸出残高(国内銀行ベース)				4,827,009	4,823,121	4,779,785	4,726,096	4,634,849	4,569,652	4,505,649

(出所) 金融庁, 日本銀行資料より筆者作成

(注) 推定必要貸倒引当金残高 = 第 I 分類の 1% + 第 II 分類の 20% + 第 III 分類の 70% + 第 IV 分類の 100%

図10 不良債権比率



(出所) 日本経済研究センター金融研究班報告書4号、『デフレ下の金融政策運営』, 2001年3月を筆者がアップデート。

表4 日本銀行審査による分類債権の累積償却率
累積償却率 (%)

1993—94年における分類	1年目	2年目	3年目
第Ⅱ分類	1.7	9.8	16.7
第Ⅲ分類	27.4	52.1	75.3

(出典) 日本銀行月報1997年10月号, p. 8.

(注) 平成5—6年に査定された貸し出しがその後の決算年度に償却等に至った比率。1年目は査定月を含む決算年度。2年目は翌決算年度。ただし、査定月が3月の場合はそれぞれ翌決算年度、翌々決算年度。

点で正常と分類された債務者のうち92.9%は1年後も正常のままだったが、6.5%は要注意に悪化し、0.6%は破綻懸念以下に転落したことをあらわす。そして要注意先債権に転落した場合には10%のロス、破綻懸念先以下に転落したら50%、60%、70%が損失になると3つのロス率を想定して、次の年度、さらに次の年度と貸倒れ損失額を予想する。このロス率は、担保や保証による回収率を見込んでやや低めに設定してある。すると、当初100兆円の貸し出しから、毎年1兆円から1.3兆円の損失額が発生することが推定される。このため正常債権についても、

少なくとも1%程度の引き当てを行うべきだと考えられる。そこで、表3では、次の式により必要貸倒引当金残高を推計した。

$$\begin{aligned} & \text{推定必要貸倒引当金残高} \\ & = \text{第Ⅰ分類の1\%} + \text{第Ⅱ分類の20\%} + \text{第Ⅲ分類の70\%} + \text{第Ⅳ分類の100\%} \end{aligned}$$

すなわち、第Ⅰ分類に対して1%、第Ⅱ分類に20%、第Ⅲ分類70%、第Ⅳ分類100%の割合で推定必要引当金残高を算出してみると、2000年度で19.1兆円となる。97年度の22.9兆円から、

表5 分類債権遷移行列によるロス率の推定

遷移行列 (主要行サンプル調査)		2000年3月の状況		
		正常	要注意	破綻懸念以下
2001年3月 の状況	正常	0.929	0.128	0.010
	要注意	0.065	0.788	0.053
	破綻懸念以下	0.006	0.084	0.937
	合計	1.000	1.000	1.000

(例) 2000年3月の要注意債務者は、一年経過すると、その12.8%は正常に、8.4%は破綻懸念以下に移行する。

初年度に100兆円の正常債権があった場合の予想損失率

想定ロス率		貸倒損失予想額 (兆円)				
要注意	破綻懸念	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
0.10	0.50	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
0.10	0.60	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1
0.10	0.70	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3

(注) ロス率は担保や保証によるカバーを考慮して低めに設定
2001年3月の要管理債権の保証・担保カバー率は39.9%。
2001年8月28日金融庁が発表した分類債権遷移行列に基づく
筆者の試算。

公的資本注入による償却によって98年度に19.4兆円、99年度18.8兆円へと大きく減少したものの、必要な引当金残高は増えはじめている。

これに対して銀行が実際に積んだ貸倒引当金は、97年度には17.8兆円と必要引当金残高に近いところまで上昇したものの、その後は98年度14.8兆円、99年度12.2兆円、2000年度11.6兆円と、徐々に減り続けている。したがって、引当金不足は毎年1兆円程度、積み上がりつつあると考えられる。

Ⅲ-3. 「不良債権問題の正常化」とは何か

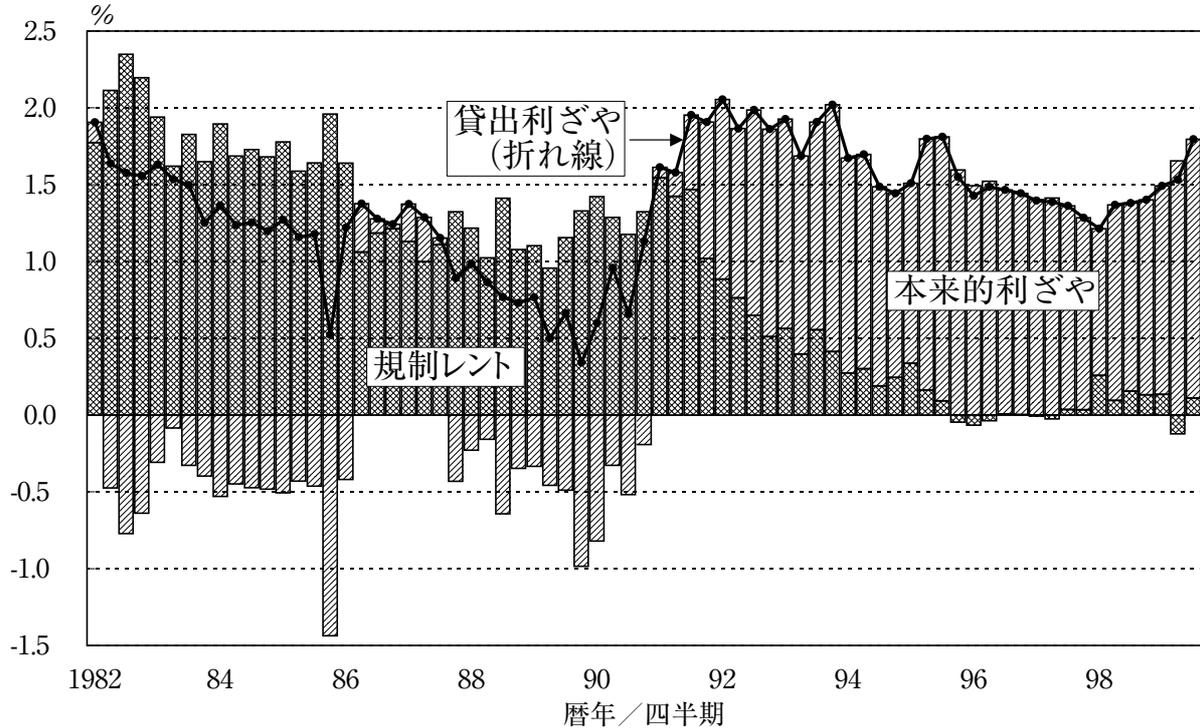
現在の「本当の不良債権はいくらか」という議論には、あまり意味がない。現在の「金融検査マニュアル」に則って分類して銀行が公表している不良債権の金額には、それなりの意味がある。現存する不良債権をすべて償却してしまえば、その残高をゼロにすることは可能である。しかし、翌年にはまた新たな不良債権が発生す

る。不良債権は普通に貸出しを実施している過程で必ず生じるものである。そのうちの何割かはロス(損失)になる。これはむしろ正常なことである。

不良債権問題の正常化において最も重要な点は、こうして確率的に発生する不良債権を、毎年の利益で処理できるかどうかである。毎年得られる利益でロスを償却できていれば、問題はあまりない。たとえば、消費者金融業者の場合は、貸倒れリスクは大手銀行の2倍程度の年間4%程度とされている。しかし消費者金融業者は、貸倒れリスクに見合う金利を取っていて、その利ざやで不良債権を償却して利益をあげている。

問題は、不良債権があるかないかという点ではなく、認識された不良債権およびそこから発生するロスを、銀行部門が毎年の利益で償却できないことである。経費を払って、不良債権を償却すると、マイナスの利回りになってしまう。

図11 国内銀行の貸出利ざやの内訳（銀行勘定ベース）



(注) 本来的利ざや＝新規貸出約定平均金利－CD 3 カ月，規制レント＝CD 3 カ月－平均調達コスト

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』

(出所) 深尾光洋，日本経済研究センター編，『金融不況の実証分析』，日本経済新聞社，2000年

これでは、公的資金によって銀行に資本注入をしても解決策にはなり得ない。資本を注入しても、赤字が続くことによって自己資本はたちまち枯渇してしまう。毎年4、5兆円ずつ補助金を与え続ければやっつけていけるが、それでは民間銀行を財投機関の国営銀行にするのと同じになってしまう。しかも、その場合にも、現状のデフレをこれ以上悪化させないことが条件となる。デフレが悪化すると、健全な債権が不良債権化する速度はさらに高まる可能性があるからである。

Ⅲ－４．なぜ銀行は儲からないのか

図11は、銀行の貸出利ざやの長期動向を見たものである。図の折れ線は、銀行のトータルの利ざやを表している。80年代後半のバブル期には利ざやが縮小しているが、これは不動産関連融資が拡大したことと関係があると考えられる。地価が上昇を続けていたこの当時には、不動産

関連融資は貸し倒れ率が低い融資とみられており、高い金利をとれなかったためだと考えられる。80年代の終わりから90年代初めにかけての金融引き締め期には、銀行の調達コストが一時的に上昇したため、利ざやがボトムで0.3%程度まで縮小したが、その後の金融緩和政策によって再び拡大し、最近では1.5%前後で推移している。

国内銀行の貸出利ざやは、「規制レント」(CD三ヵ月レート－平均調達コスト)と「本来的利ざや」(新規貸出約定平均金利－CD三ヵ月レート)の二つに分けて考えることができる。「規制レント」とは、預金金利規制により銀行の経営努力なしで得られた利ざやのことであり、市場金利よりもどのくらい安いコストで資金を調達できていたかを表すものである。図の濃い網かけ部分が規制レントであるが、バブル崩壊直後の90年代初めまで、銀行の貸出利ざやの源泉は規制レントにあった。

表6 分類債権遷移行列によるロス額の将来推定値

初期条件 2001年3月の債務者区分ベース分類債権（全国銀行ベース、兆円）

正常	要注意	破綻懸念以下	合計
417.0	86.9	22.6	526.5

想定ロス率		貸倒損失予想額（兆円）				
要注意	破綻懸念	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度
0.10	0.50	5.2	5.0	4.8	4.5	4.3
0.10	0.60	6.0	5.8	5.6	5.3	5.1
0.10	0.70	6.9	6.7	6.5	6.2	5.9

(注) ロス率は担保や保証によるカバーを考慮して低めに設定
 2001年3月の要管理債権の保証・担保カバー率は39.9%。
 2001年8月28日金融庁が発表した分類債権遷移行列に基づく筆者の試算。

一方、薄い網をかけた部分が「本来的利ざや」である。これをみると、80年代まではマイナスで推移しているように、当時は貸出金利が市場金利を多少下回っていた。つまり、低利の預金を集めることで利ざやを確保していた当時の銀行は、貸出金利を市場金利よりも低く設定することができた。その後、銀行が預金金利の自由化による調達コストの上昇分を徐々に貸出金利に転嫁するようになったため、利ざやの源泉は90年代に入って「規制レント」から「本来的利ざや」へとシフトしたのである。

図8でみたように、貸出金利がコールレートに比べて上がってきた背景には、以上のような銀行のコスト構造の変化があった。90年代以降は規制金利預金がなくなったため、調達コストの上昇分を貸出金利に上乗せして利ざやを確保するようになったのである。しかも、最近ではすべての金利がほとんどゼロに近い水準にあるため、銀行は預金者から集まったゼロ金利の当座預金やほとんどゼロ金利の普通預金をコール市場などの短期金融市場で運用しても利ざやが抜けなくなっている。銀行は、貸出先への金利を高めに提示して、そこから経費と貸し倒れによる損失をカバーする必要が生じた。これが、とりわけ中堅・中小企業の資金調達を困難にし、不況感を強めている。日銀は、90年代に入って

からの金融政策運営において、こうした銀行のコスト構造の変化という要因を見落としていた可能性がある。

表6は、先に用いた表5の分類遷移行列を下にして、2005年度までの貸倒れ損失額を推定したものである。この表を見ると、毎年4兆円から6.5兆円と、貸出金額の1%以上の損失が発生することが推定される。新規貸出しはゼロと見てこの金額であり、しかも、2000年度の景気は後半こそ悪化したものの前半はよく、通年では決して悪い年ではなかったことを想起する必要がある。デフレがさらに悪化した2001年度については、10兆円前後の大きな損失が出ることは確実である。

他方、銀行のグロスの貸出利ざやは先に見たように、1.5%程度しかない。経費率が全銀行の平均で1%強となっているため、経費を除いた利ざやは0.5%ほどでしかない。これでは、ロスが発生させる貸出を行っているようなものである。ちなみに、米国商業銀行の平均利ざやは、3.0~3.5%（日本銀行国際局『国際比較統計』）を確保している。

貸出金利を自由に決められるにもかかわらず、日本の銀行はなぜ適正な利ざやを確保せず、損失が発生させ続けているのだろうか。

Ⅲ-5. 過小な貸出利ざやの原因

銀行は貸出しを行うときには、当然審査を行い、貸倒れリスクを勘案したうえで金利を決めて融資を実行している。リスク管理部門では、「ローン・グレーディング・システム」と呼ばれる管理体制をとっており、貸出先について十数段階、場合によっては20段階近い内部格付けを行い、それぞれのランクについて適正金利水準を設定しているところが多い。ランクごとのロス率を推計し、それをカバーして経費をプラスアルファした、最低限これだけは取らなければいけないという金利水準を持っている。しかし現実には、その金利水準がほとんど取れていない。その背景としては、次のような理由が考えられる。

(1) リスク管理体制の不備

銀行の営業サイドのほうがリスク管理部門よりも強い力を持っていて、リスク管理部門のチェックが働いていない、また目先の利益と貸出残高を上げるために貸倒れリスクを無視して貸出しをしている場合もある。すなわち、融資を実行してから1、2年程度なら貸倒れになることは滅多にないが、それ以降は貸倒れが増えてくる、その先のロスを見込まず、当面の利益を嵩上げするために貸し出している形になっているものと思われる。

(2) 政府系金融機関との競合

国民生活金融公庫や中小企業金融公庫などの基準金利は、長期固定金利でかつ2%前後となっている。政府系金融機関は、首都圏あるいは関西の大都市圏におけるウエイトこそさほど大きくないものの、地方では4割近くもの貸出しシェアを持ち、国内向け融資残高は1999年度末で計150兆円となっている。民間金融機関が良質の顧客を確保するためには、政府系なみに金利を安く抑えなければならないという、競合関係が働いている。

政府系金融機関が低利で貸付ができるのは、国から補助金を受けていることが背景にある。その総額は現在、平均年6000億円ほどにのぼる。さらに、政府系は国から無コストの資本をもらい、税金を払う必要もなく、民間銀行と異なって株式会社ではないため配当を行う必要もない。それらの間接的な補助金を合計すると、3000億円を超えるメリットとなり、先の6000億円と合わせれば、政府系金融機関は、国から実質1兆円近くの補助金を受けている計算になる。貸出総額150兆円からすると、年間0.6%に相当する⁴⁾。

(3) 公的資本注入銀行に対する中小企業貸出の義務付け

本来、中小企業に低利で融資するのは政府系金融機関の役割である。しかし国は、民間銀行にも同じ役割を要求するようになった。1997年から98年にかけて「貸し渋り」解消をひとつの目的として公的資本注入を行った際、国は銀行に中小企業向け融資を増やすように義務づけた。融資を増やさなければ新生銀行のように是正命令を受ける可能性があるため、これには強制力がある。しかしリスクに見合った金利を取ると借り手がないため、銀行は予想される貸し倒れ率を考慮すれば損になるのを承知で低金利の貸付を行わざるを得ない。

(4) 貸出先企業の経営悪化

デフレの下では、売上金額が減少するため、企業は経営を圧迫される。経営が悪化した企業は、銀行が将来の貸し倒れ率を考慮して設定する高い金利を払うと破綻確率がさらに上昇してしまう。このようにデフレの下では、銀行が受け入れる預金金利がたとえゼロであっても、最低必要な利ざやを確保すると貸出先企業が払える限界を超える実質金利となり、預金と貸出をベースにした銀行の経営が不可能になってしまう。

4) 日本経済研究センター金融研究班報告書4号、『デフレ下の金融政策運営』、2001年3月、p.151参照。

表7 銀行部門の株式保有額と自己資本額の推移

(兆円)

年度末	株式の時価 保有額 A	株式の簿価 保有額 B	自己資本 金額 コア資本 C	繰延税金 資産 D	推定貸倒 引当不足 E	公的資本 注入額 F	ネット自己資本 C+(A-B)×0.6-D-E-F	日経 平均 株価
1990	77.7	33.1	30.2	0.0	NA	0.0	57.0	26292
1991	56.4	34.5	31.3	0.0	NA	0.0	44.4	19346
1992	56.4	34.5	31.8	0.0	NA	0.0	44.9	18591
1993	61.9	36.5	32.3	0.0	NA	0.0	47.5	19112
1994	52.0	39.8	32.3	0.0	NA	0.0	39.6	15140
1995	64.3	43.0	27.9	0.0	NA	0.0	40.7	21407
1996	54.1	42.9	28.5	0.0	NA	0.0	35.2	18003
1997	50.8	45.7	24.5	0.0	5.1	0.0	22.5	16527
1998	47.1	42.7	33.7	8.4	4.6	6.2	17.2	15837
1999	54.5	44.4	35.2	8.1	6.6	6.5	20.1	20337
2000	44.5	44.3	36.7	7.3	7.6	6.5	15.4	13000

(データ出所) 全国銀行協会、『全国銀行財務諸表分析』、各号。

各行、「有価証券報告書」。株式時価、簿価ともに上場株式分のみ。

(注) 全国銀行銀行勘定分。

推定貸倒引当不足は次の式により計算

推定必要貸倒引当金=第Ⅰ分類の1%+第Ⅱ分類の20%+第Ⅲ分類の70%+第Ⅳ分類の100%

推定貸倒引当不足=推定必要貸倒引当金-実際の貸倒引当金

Ⅲ-6. 銀行の実質自己資本

適正な貸出利ざやを確保できず、実質的な赤字體質を脱却できないなかでは、当然、自己資本も減少していくはずである。しかし表7のC列に示されているように、銀行の自己資本額は97年度末(98年3月)の24.5兆円を底に2000年度末(2001年3月)の36.7兆円まで上昇を続けていた。以下では、日本経済研究センターの金融班と共同で行った修正自己資本比率の推計値をベースに銀行の自己資本を分析する。赤字を続ける銀行が自己資本を大きく見せることが出来た背景には、次の三つの要因がある。

(1) 不良債権の引き当て不足

1998年当時のBIS比率を見ると、自己資本比率のいちばん低かった都市銀行は信用格付けが最も高かった東京三菱銀行であり、その後破綻する日本長期信用銀行は、日本興業銀行よりも自己資本比率は高かった。不良債権が多く

資本が弱体な銀行は、不良債権を償却せず、見かけ上の自己資本を多くすることが可能である。この場合には、自己資本比率は高いものの格付けは低くなる。不良債権引当率の銀行間の違いや、財務諸表の発表時点毎の引当率の違いを修正するためには、公表された不良債権比率から標準化された方法で必要引当率を計算して自己資本から差し引く必要がある。本稿では、上記のⅢ-2節で説明した式に従って、引き当て不足を推計した。

(2) 繰り延べ税金資産の調整

繰延税金資産は、税金の前払い金額、あるいは、将来期待できる節税金額のことである。

第一の例として、昨年度に100億円の粗利益(不良債権償却前の利益)のある銀行が、その年に100億円の貸し倒れがあったとしよう。しかし税務当局は、貸し倒れ先企業の法的整理が出来ていないため貸し倒れ損と認めてくれない

場合がある。この場合、税務当局から見れば利益が100億円出ているので、法人税率を40%として40億円の法人税を支払う必要がある。しかし翌年も同じ粗利益100億円が見込まれ、貸し倒れ先の法的整理も出来れば、翌年には税金を払わなくてもよくなる。この場合、昨年度の40億円の税金は、翌年度の税金の前払いと見なして、繰延税金資産を資産として計上できる。

第二の例として、今年度に100億円の粗利益があり、かつ内部留保がゼロの銀行が、同じ年度に200億円の貸し倒れがあり、税務当局も損失と認めてくれた場合を考えよう。このとき、銀行は来年度に100億円の繰り越し欠損を持ち越すことになる。この場合、来年に100億円の粗利益があり、かつ貸し倒れもなければ、課税所得の計算上繰越欠損は5年間まで持ち越すことが可能のため、来年度の税金はゼロとなる。この場合において100億円の繰越欠損は、いわば将来40億円の節税を生む無形資産の役割を果たすことになる。このため、今後5年以内に利益を獲得できる十分な見通しがあれば、繰越欠損金に法人税率を乗じた金額を、繰延税金資産として計上することが出来る。

しかし、このいずれの例においても、将来の利益が見込めなければ、40億円の税金は取られ損になり、資産として計上してはいけない。筆者は、繰延税金資産を銀行の資産から除外すべきだと判断しているが、これは93年度以降、毎年実質的な赤字を出している銀行部門の自己資本に、繰延税金資産を加えるべきではないと考えているからである。

(3) 公的資本の調整

1999年3月に行われた公的資本の注入により、多くの大手銀行は国に対して優先株を発行している。公的資本も確かに自己資本の一部であるが、銀行は出来る限り早い時期に資本を国に返済すると表明しているため、その恒常性にはや

や疑問がある。また、優先株の配当を停止すれば、国に株主総会での議決権が発生するため、銀行は配当停止を出来る限り避けようとする。このように、公的資本の「資本性」が普通株よりも弱いこと、また銀行部門の政府に頼らない自前の自己資本を推計したいこと、の二つの理由から公的資本を除いた銀行本体の自己資本を推計した。

以上の(1)(2)(3)を考慮して、推定引き当て不足額、繰延税金資産、公的資本を除外した上で、有価証券含み損益を時価評価して計算したのが表7の「ネット自己資本」である。銀行部門は全体として赤字を出し続けていることを反映して、ネット自己資本は、傾向的に減少し続けている。93年度末のピークの47.5兆円から、2000年度末にはその三分の一以下の15.4兆円にまで減少した。しかも銀行全体で株式を45兆円近く保有しているため、株価が2000年度末の1万3000円から3割下落し9000円程度になると、それだけで自己資本に匹敵する損失が発生する。このように、銀行部門の自前の自己資本は極めて脆弱であることが分かる。

Ⅲ－7．生保の破綻と銀行とのダブル・ギャリング

Ⅲ－7－1．生保破綻の背景

生命保険会社を取り巻く状況は、かつてないほど厳しいものとなっている。株価の低迷や超低金利の長期化など、バブル崩壊後の運用環境の悪化により、大部分の生命保険会社は巨額の逆ざやを抱え、経営基盤が徐々に弱体化している⁵⁾。こうした中で、1997年4月の日産生命の破綻以降、2000年度の千代田、協栄、東京生命の更生特例法申請にいたるまで、4年間に、7社もの生命保険会社が破綻した(表8)。これまでの生保の破綻処理では、保険契約者に解約

5) 以下の分析は、深尾光洋、日本経済研究センター編、『検証生保危機』、日本経済新聞社、2000年、および深尾光洋、日本経済研究センター編、『生保危機は終わらない』、東洋経済、2002年に基づいたものである。

表8 破綻生保の財務状況と破綻処理方法

名称	日産	東邦	第百	大正	千代田	協栄	東京
会社構造	相互	相互	相互	株式	相互	株式	相互
破綻時点	1997年4月	1998年6月	2000年5月	2000年5月	2000年10月	2000年10月	2001年3月
総資産(兆円)	1.82	2.19	1.30	0.15	2.23	3.73	0.69
純資産(兆円)	-0.32	-0.65	-0.32	-0.03	-0.60	-0.69	-0.07
公表SM比率	N.A.	154	305	68	263	211	447
公表時点	N.A.	1998年3月	1999年3月	2000年3月	2000年3月	2000年3月	2000年3月
責任準備金カット率	0%	10%	10%	10%	10%	8%	0%
破綻前予定利率	3.75—5.5%	4.79%	4.46%	4.05%	3.70%	4.00%	4.20%
破綻後の予定利率	2.75%	1.50%	1.00%	1.00%	1.50%	1.75%	2.60%
早期解約控除比率	15—3%	15—2%	20—2%	15—3%	20—2%	15—2%	20—2%
控除適用期間	7年	8年	10年	10年	10年	8年	10年

(出所) 深尾光洋, 日本経済研究センター編, 『生保危機は終わらない』, 東洋経済新報社, 2002年

返戻金や保険金の削減という形で大きな負担を課してきた。生保の破綻処理では、「ペイオフ」はすでに始まっているのである。

日本の生命保険会社は、不良債権問題に加えて、「不良債務問題」を抱えている。かつて契約した高水準の予定利率（最低保証利回り）を持つ保険契約が重い負担となっているためである。生保の債務である保険契約で保証している予定利率は、バブル期にはほぼ5.5%だったが、その後急速に引き下げられて現在は2%程度となっている。この予定利率は、個人契約については契約期間中変更されないため、例えばバブル期に5.5%で個人年金契約をした場合、現在の超低金利下においても、保険会社は払い込まれる掛け金を5.5%以上で運用する義務を負っている。このため、デフレが継続し現在のような低金利が長期間続くと、大手の生保でも契約どおりの保険金の支払いが困難になる可能性が高い。

生命保険は超長期の契約で、契約が満了になるまでには何が起きるか予測不能であるため、生命保険会社は破綻が起きにくい仕組みにしておく必要がある。相互会社の場合、①死亡率、②将来の経費率、③保険契約者に約束している予定利率の3つを厳しめに設定してきた。つま

り、死亡率はやや高め、経費率もやや高め、予定利率は低めにしてきたのである。こうして、保険金に対して保険料をやや高めに設定しておいて、毎年利益が出た分を配当という形で契約者に還元するというのが従来の保険会社のやり方であった。

しかし、ここに来て生保の破綻が相次いでいるのは、①の死亡率も②の経費率も余裕をもって設定していたにもかかわらず、③の予定利率が逆ざやになってしまったためである。多くの生保は逆ざやを、契約に組み込まれた経費率や死亡率の利ざやで補てんし切れずに、体力を消耗している。なかでも、新規の保険契約が伸び悩み、バブル期に長期の貯蓄性の高い商品を大量に販売した生保については、財務体質が急速に悪化している。

こうした中で、監督体制は表面的には強化されてきた。96年の保険業法改正で、生命保険会社の健全性をチェックするためのソルベンシー・マージン規制が導入され、98年3月期決算からその公表が義務付けられた。さらに翌99年3月末に早期是正措置が導入されたことで一段と注目されるようになった。予期しない損失を被った場合などに、保険会社の支払い余力がどれだけあるかを示すこの比率は、保険金支払いリ

表9 過去4年の公表ソルベンシー・マージン比率（単位：％）

	2001年3月末	2000年3月末	99年3月末	98年3月末
東邦				154.3
第百			304.6	294.6
東京		446.7	478.7	431.6
千代田		263.1	396.1	314.2
富国	779.3	906.5	820.6	722.4
協栄		210.6	343.2	300.7
大同	757.6	1004.2	998.0	1016.8
太陽	806.8	1050.3	869.1	873.0
三井	492.7	676.7	519.6	491.6
安田	602.6	808.5	727.2	648.1
朝日	543.4	732.7	688.8	654.8
明治	667.2	731.0	706.1	719.9
住友	551.3	675.7	589.5	526.2
第一	682.3	865.6	662.1	632.1
日本	778.1	1095.8	849.9	939.9

(注) 太文字は破綻直前決算のソルベンシー・マージン比率。
2001年3月から計算方法が多少厳しく変更された。

スクや資産運用リスクの推定値を分母とし、自己資本や引当金を分子としている。この比率が200%を上回っていれば経営の健全性は十分であるが、比率が200%を下回ると不健全と判断され、行政処分の対象になる仕組みである。しかし表9に示したように、2000年10月に破綻した千代田と協栄の場合は、同年3月末時点でそれぞれ263%、211%と、200%を上回っていた。また、2001年3月に破綻した東京生命の場合には447%と基準の2倍のソルベンシー・マージン比率であった。こうした破綻事例から考えても、現在の比率算定方法には重大な問題があると言える。

ソルベンシー・マージン比率とは、一定の仮定の下で算出したリスク総額を分母とし、内部留保を含む資本や基金⁶⁾等の自己資本部分相当額（ソルベンシー・マージン）を分子にして、通常の予測を超えるリスクに対してどのくらい支払い余力があるかを比率にして表わしたものである。

ソルベンシー・マージン比率（％）

$$= \frac{\text{自己資本部分相当額}}{\text{リスク総額} \times \frac{1}{2}} \times 100$$

$$\text{リスク総額} = [a^2 + (b+c)^2]^{0.5}$$

- a = 保険リスク
- b = 予定利率リスク
- c = 資産運用リスク
- d = 経営管理リスク

分母のリスク総額が2で割られているので、200%の時にリスクに見合う自己資本を保有していることになる。日本のソルベンシー・マージン規制は、米国の生命保険会社に対するRBC規制（Risk Based Capital）に倣ったものであるが、表10に要約されているように大きな違いがある。

まず分子の自己資本についてみると、2001年

6) 相互会社の資本調達手段で、株式会社の議決権のない償還可能優先株にほぼ対応する。

表10 日米の生保に対するソルベンシー・マージン規制の比較

	米国 RBC 基準	日本のソルベンシー・マージン規制
清算価値のない資産の扱い		
繰り延べ税金資産	算入不可	算入可
動産	算入不可	算入可
将来収益	算入不可	2001年3月以前は1年分の利益が算入可 その後半年分の利益が算入可
国内債券の含み損	資産から控除	2001年3月以前は資産から 控除の必要なし
外貨建資産の含み損	資産から控除	2001年3月以前は資産から 控除の必要なし
リスク・ウエイト		
株式	22.5—45%	10%
外国債券	10%	5%
不動産	10%	5%
早期是正措置の発動基準		
これ以上は発動なし	250%	200%
改善計画の提出	150—250%	100—200%
強力な是正命令	70—150%	0—100%
破綻処理ないしそれに準ずる措置	70%以下	0%以下

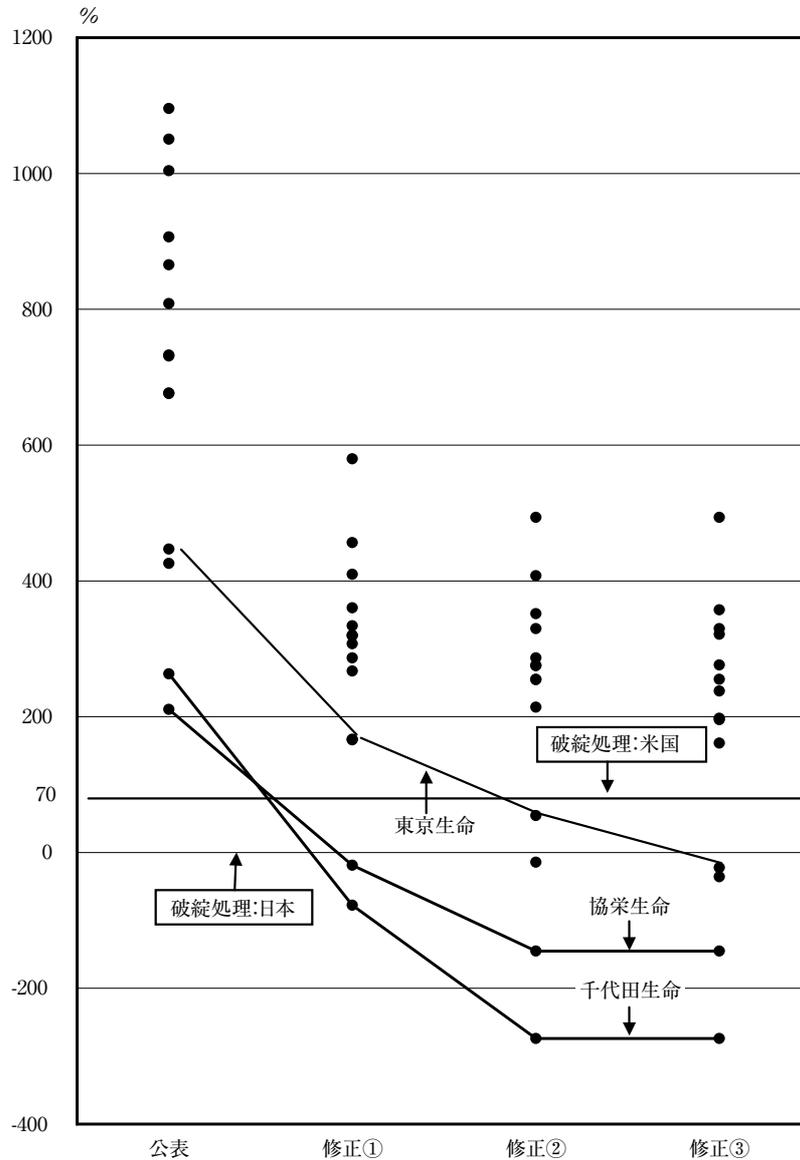
3月以前のソルベンシー・マージン比率では、外国有価証券や国内債券については含み損がカウントされていなかった。比較的脆弱な生命保険会社ほど、見かけ上の収益をよくするために外債投資を行っており、それが円高によって損失を抱えてしまった分がソルベンシー・マージン比率に反映されていなかった。また、不良債権に対する引当率も、弱いところほど低く設定していた。分子の自己資本の測定では、米国では清算価値のない資産である繰延税金資産、将来収益や、清算価値がほとんど期待できない動産については、資産から除外して純資産を計算する。これに対して日本の規制では、繰延税金資産を最大限計上出来る上、動産や将来収益まで自己資本に算入出来る。2001年3月末からは、将来収益の算入限度が半分に引き下げられたほか、含み損についての計算方法が多少厳格なものに変更されたものの、米国のRBC比率に比べても、まだ実態を反映したものとはいえない。

次に分母のリスク相当額の推計では、表10に示したように日本のリスク・ウエイトは米国よりも大幅に低く、株式ではほぼ三分の一、外国資産や不動産で二分の一の水準となっている。日本の多くの生保は、巨額の株式を保有しているので、この株式の低いリスク・ウエイトは、見かけのソルベンシー・マージンを高くしてしまう。

さらに、早期是正措置や破綻処理に移行する基準も、日本の方が米国よりも甘くなっている。例えば米国では250%を下回ると、ソルベンシー・マージンの変化方向がチェックされ、大幅な減少傾向があると200%以下と同じ扱いになる。

図12と図13は、筆者が日本経済研究センター金融班と共同で算出した、3段階の「修正ソルベンシー・マージン比率」である。修正のポイントは以下の通りである。

図12 2000年3月時点のソルベンシー・マージン比率



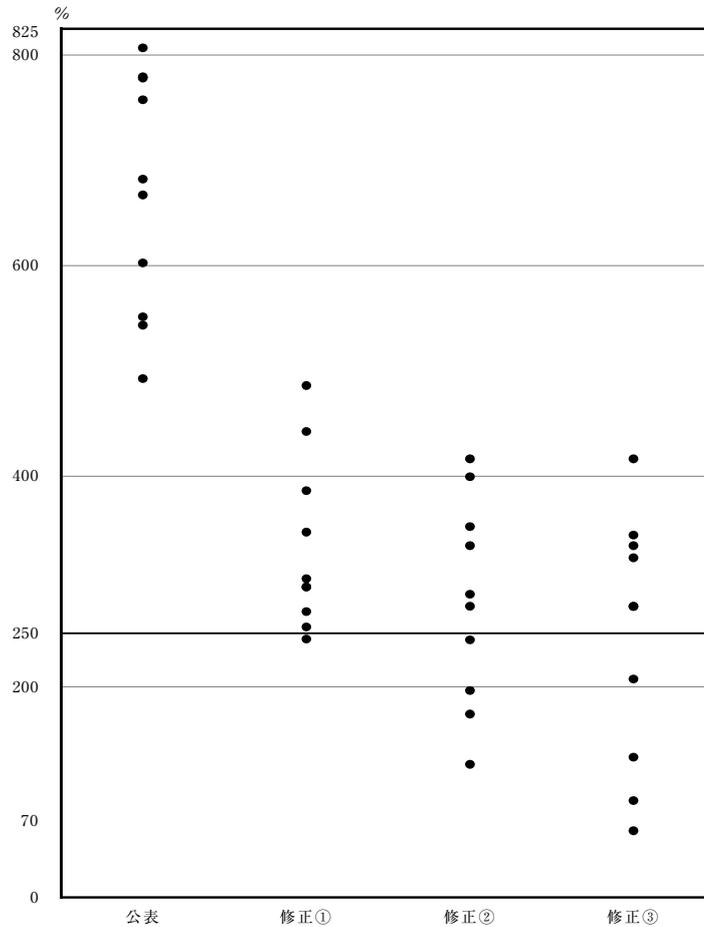
(出所) 深尾光洋, 日本経済研究センター編, 『生保危機は終わらない』, 東洋経済新報社, 2002年

「修正①」では、債券や外国証券等の資産を時価評価して含み損益を全てカウントするようにし、不良債権への引当率も一定の基準を設けて調整する。一方、米国並みに株式のリスク・ウェイト（リスク係数）を3倍に、土地のリスク・ウェイトを2倍に引き上げるなどした。これによって、外国債で大きな含み損を抱えたり、株や土地というリスクの大きい資産を大量に保有する生保会社のソルベンシー・マージン比率

は大幅に減少する。

「修正②」では、修正①に加えて、資産から清算価値のない項目をはずす。したがって修正①では残した繰延税金資産も控除する。現行のゴーイング・コンサーンとしての評価基準（継続基準）から清算基準に改め、生命保険会社が破綻したときの支払い能力が反映するようになるわけである。これが米国のRBC比率にいち

図13 2001年3月時点の修正ソルベンシー・マージン



(出所) 深尾光洋, 日本経済研究センター編, 『生保危機は終わらない』, 東洋経済新報社, 2002年

ばん近く、保険会社の支払い余力をはかるうえで最適の指標となる。しかし為替リスクについては、開示資料から推定できないため調整していないなど、まだ米国基準よりも甘い数字になっている。

「修正③」では、修正①②に加えて、保険会社の自己資本に含まれている劣後債務も全て取り除く。後述するが、近年、日本の銀行や生保では、自己資本を増やすために金融機関同士で劣後債務を互いに持ち合う傾向が強まっていること。また、金融庁の実質債務超過基準などからも資本性が低いと判断されることが、その理由である。ただし劣後債務を各社がどの程度資

本に算入しているか（純資産額が算入上限）は公表されていないため、この基準は会社によっては多少厳しいものとなるかもしれない。

図12は、2000年3月時点のソルベンシー・マージン比率である。図中の黒いドットが各生命保険会社のソルベンシー・マージン比率をあらわす。米国ではRBC比率が70%以下、日本ではソルベンシー・マージン比率が0%以下になると破綻処理になる。いちばん左が公表ソルベンシー・マージン比率であり、すべて200%を超えている。

これに対して修正をして推計しなおすと、生命保険会社の比率は軒並み大幅に低下する。米国基準並みにした「修正②」では、千代田生命

がマイナス約300%、協栄生命がマイナス約150%。実額でいうと、それぞれ2000億円程度、1000億円程度の債務超過となる。実際に破綻処理してみると、実に6000億円前後もの債務超過だった(表8)。他に1社が債務超過、1年後に破綻する東京生命も、米国の破綻処理基準である70%を下回っていたことがわかる。2000年3月の日経平均株価は約2万円であった。

図13が2001年3月時点でのソルベンシー・マージン比率である。このときは算定基準の変更があったため、公表ソルベンシー・マージン比率は全体的に下げている。それでも三井生命を除く全社が500%を上回っているのに対し、修正をほどこしてみると、「修正①」でも500%を大きく超える会社はなくなってしまう。米国基準並みの「修正②」では、200%を下回る会社が3社存在する。当時の日経平均株価の水準は約1万3000円であった。

Ⅲ-7-2. 銀行と生保の持ち合い関係

生保と銀行は、自己資本を相互に出し合うという相互依存関係にある。生保と銀行はお互いに、株式、基金、劣後債務などの形でお互いに資本を拠出し合っている。たとえば、破綻した千代田生命は、2000年3月時点で、あさひ銀行、東海銀行の銀行株を時価ベースでそれぞれ506億円、503億円保有し、一方で千代田生命の資本にあたる基金を、あさひ銀行は160億円、東海銀行は460億円拠出していた。さらに、千代田生命は劣後債務879億円を調達しており、合計1779億円にのぼる資金を、基金及び劣後債務の形で銀行から調達していた。

あさひ銀行や東海銀行は、これらの債権を正常債権に分類していたため、千代田生命が破綻したことによって、両行とも大幅な償却を余儀なくされた。逆に大手銀行が破綻すれば、生命保険会社、株式と劣後債務の価値が大幅に低下し、大きな損失を被ることになる。こうした危険な資本の持ち合いを行っている理由は、銀行も生保も実質的な赤字が続いている先が大半であり、市場ベースで外部から自己資本を調達で

きないためである。2つの会社がお互いに新株を発行して交換しても、実質的な資本にならないことは明らかであるにもかかわらず、金融庁はこうした見せかけの資本増強を容認してきた。

こうした資本の持ち合い関係を生保業界全体でみたのが、表11(2000年3月末)と表12(2001年3月末)である。

2000年3月末の数字で見ると、生保が持っている銀行株式は7兆6883億円、銀行の劣後債務は6兆6896億円である。これに対して、銀行が持っている生保の基金は9246億円。生保の劣後債務(これは生保の資本に含まれる)は14社合計で1兆3602億円であった。総計では、生保から銀行に対して14兆3779億円、銀行から生保に対して2兆2848億円の資本が拠出されていたことになる。

2001年3月末では破綻や外資による買収で伝統的な日本の生保は10社となり、銀行株価の下落を主因に金額こそ(基金を除いて)若干減少しているものの、巨額の資本を拠出し合っている構造は変わらない。このように生保と銀行が相互に劣後債務や株式(または基金)を持ち合う関係があり、一方の業態の混乱が金融システム全体に波及するリスクが高まっている。

Ⅲ-8. 「デフレ対策としての金融機関の健全化」は有効でない

2001年4月に発表された政府の「緊急経済対策」では、「不良債権の最終処理」が最優先課題に掲げられた。すなわち債権の売却や放棄、貸出先企業の資産整理によって、銀行がバランスシートから不良債権を完全に切り離すよう強く促したのである。同時に、破綻懸念先以下の債権については、処理期限を2年に区切った。この対策の根底には、日本経済のデフレの要因が銀行の不良債権問題にあり、その処理を促進し銀行を再生すれば、不況脱却が可能になるという考え方があると思われる。

「不良債権問題が景気回復を遅らせてきた」とも言われるが、これは半分だけの真理ではない。不良債権処理の先延ばしが97、98年の金

表11 生命保険会社と銀行との持ち合い構造 (2000年3月末)

(億円)

	第一勧業	さくら	富士	東京三菱	あさひ	三和	住友	大和	東海	日本興業	その他 金融保険	小計	生保が 調達した 劣後債務	生保が貸 し出した 劣後貸付	合計
日本	基金	235	235	235	n.a	235	235	n.a	235	n.a	1,055	2,700	0	—	2,700
	株式	1,115	1,326	632	2,804	291	1,376	2,151	n.a	754	9,866	20,785	—	10,762	31,547
第一	基金	88	88	88	88	88	88	n.a	88	88	708	1,500	1,000	—	2,500
	株式	1,077	516	899	2,197	666	699	685	n.a	242	5,150	13,858	—	7,964	21,823
住友	基金	n.a	100	100	100	n.a	600	n.a	100	150	540	1,690	3,950	—	5,640
	株式	n.a	121	34	325	n.a	2,281	n.a	168	137	5,199	8,266	—	6,716	14,982
明治	基金	n.a	n.a	n.a	150	n.a	90	n.a	60	90	210	600	0	—	600
	株式	n.a	n.a	n.a	3,708	n.a	884	n.a	204	941	7,153	12,890	—	8,496	21,386
朝日	基金	300	n.a	n.a	n.a	80	n.a	n.a	80	n.a	30	490	2,730	—	3,220
	株式	1,387	n.a	n.a	n.a	350	n.a	56	209	257	1,931	4,189	—	6,632	10,820
安田	基金	n.a	300	300	1,113	—	1,413								
	株式	n.a	n.a	1,805	n.a	454	n.a	n.a	n.a	n.a	2,755	5,014	—	5,148	10,162
三井	基金	n.a	100	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	30	210	340	1,450	—	1,790
	株式	n.a	1,154	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	70	1,378	2,602	—	4,177	6,779
太陽	基金	0	250	0	0	50	0	0	0	0	0	300	850	—	1,150
	株式	n.a	1,154	n.a	924	291	512	n.a	n.a	n.a	400	3,282	—	3,423	6,705
大同	基金	20	n.a	20	20	24	20	n.a	n.a	12	20	136	0	—	136
	株式	16	n.a	19	32	952	11	n.a	n.a	13	856	1,900	—	1,697	3,597
富国	基金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	325	—	325
	株式	430	n.a	820	1,251	—	1,710	2,961							
協栄	基金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	455	—	455
	株式	n.a	391	391	—	3,514	3,905								
千代田	基金	n.a	n.a	n.a	n.a	160	n.a	n.a	460	n.a	280	900	879	—	1,779
	株式	n.a	n.a	n.a	n.a	506	n.a	n.a	503	n.a	751	1,759	—	2,700	4,459
ニチタン	基金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	450	—	450
	株式	n.a	265	265	—	3,108	3,373								
東京	基金	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	120	n.a	n.a	170	290	400	—	690
	株式	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	181	n.a	n.a	250	431	—	850	1,281
合計	基金	643	773	443	593	328	943	120	1,023	370	3,523	9,246	13,602	—	22,848
	株式	4,024	4,271	3,390	9,990	2,268	4,202	5,640	237	1,796	3,900	76,883	—	66,896	143,779

(出所) 深尾光洋, 日本経済研究センター編, 『生保危機は終わらない』, 東洋経済新報社, 2002年

表12 生命保険会社と銀行との持ち合い構造 (2001年3月末)

(億円)

	第一勧業	さくら	富士	東京三菱	あさひ	三和	住友	大和	東海	日本興業	みずほ	その他	小計	生保が調達した劣後債務	生保が貸し出した劣後貸付	合計
日本	235	235	235	235	n.a	235	235	n.a	235	n.a	n.a	2,855	4,500	0	—	4,500
株式	n.a	1,125	n.a	2,003	160	864	1,473	n.a	291	n.a	2,207	9,394	17,516	—	9,323	26,838
第一	88	88	88	88	88	88	88	n.a	88	88	n.a	708	1,500	1,000	—	2,500
株式	n.a	380	n.a	1,507	368	312	441	n.a	168	n.a	2,672	2,617	8,466	—	7,661	16,127
住友	n.a	100	100	100	n.a	n.a	600	n.a	100	150	n.a	540	1,690	3,950	—	5,640
株式	n.a	89	n.a	257	n.a	n.a	1,669	n.a	115	n.a	169	3,534	5,834	—	5,554	11,388
明治	n.a	n.a	n.a	200	n.a	100	n.a	n.a	70	100	n.a	330	800	0	—	800
株式	n.a	n.a	n.a	2,862	n.a	573	n.a	n.a	146	n.a	472	4,836	8,890	—	7,393	16,282
朝日	300	n.a	n.a	n.a	80	n.a	n.a	n.a	80	n.a	n.a	30	490	2,730	—	3,220
株式	n.a	n.a	n.a	n.a	196	n.a	n.a	30	144	n.a	1,267	1,424	3,061	—	5,779	8,840
安田	n.a	n.a	100	n.a	50	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	450	600	1,000	—	1,600
株式	n.a	n.a	n.a	n.a	251	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	1,327	2,405	3,982	—	4,764	8,746
三井	n.a	100	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	30	n.a	210	340	2,450	—	2,790
株式	n.a	760	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	1,110	1,869	—	4,020	5,889
太陽	0	225	0	0	0	45	0	0	0	0	0	0	270	850	—	1,120
株式	n.a	850	n.a	709	n.a	187	376	n.a	n.a	n.a	n.a	410	2,531	—	3,563	6,094
大同	10	n.a	10	10	n.a	12	10	n.a	n.a	6	n.a	10	68	0	—	68
株式	n.a	n.a	n.a	33	159	615	16	n.a	n.a	n.a	40	381	1,243	—	1,767	3,010
富国	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	325	—	325
株式	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	400	407	807	—	1,546	2,353
合計	633	748	533	633	218	480	933	0	573	374	0	5,133	10,258	12,305	—	22,563
株式	0	3,204	0	7,371	1,133	2,551	3,975	30	864	0	8,554	26,517	54,197	—	51,369	105,567

(注1) n.aはデイスクリーズ資料では確認ができないもの。

(注2) 日本生命の基金のその他には、特別目的会社を活用した基金の調達分1800億円を含む。

(注3) 銀行統合により上場廃止となった銀行株価については、上場廃止直前の株価を使用。

(資料) 生保、銀行各社のデイスクリーズ資料。

(出所) 深尾光洋, 日本経済研究センター編, 『生保危機は終わらない』, 東洋経済新報社, 2002年

融危機の原因となり、景気を急激に悪化させたのは事実である。しかし、99年3月の公的資本注入後の銀行は、貸倒れリスクに見合った利ざやを確保できていないにもかかわらず、信用度の相対的に高い中堅・中小企業に対しては貸出し競争を行っている。不良債権問題を解決すれば、将来の金融危機を防ぐ効果はあるが、それ自体が景気拡大効果を持つわけではない。

むしろ銀行部門が不良債権を完全に償却し、十分な自己資本を保有し、さらに経営陣の総入れ替えを計って経営を刷新すれば、銀行は、信用コストに見合っただ貸出金利を引き上げるだろう。銀行にとって、経費をかけて現在の1.6%程度の金利で高い貸し倒れリスクの企業や個人に貸すのであれば、デフレ下で実質価値が2%上昇している現金で資金を運用し、破綻銀行の資産を割引価格で買ったり、政府への売り戻し条件付きで買うことが合理的な経営戦略になる。

しかし、銀行が信用リスクに見合っただ貸出金利を1%程度引き上げると中堅・中小企業は全体としてみれば、実質金利の上昇による負担増に耐えられないだろうと予想される。主たる資金源を銀行の貸出しに頼らざるを得ない中堅・

中小企業にしてみれば、かつては貸出約定平均金利は市場金利とほぼ同じ水準であった（前出の図8参照）が、現在は市場金利を2%近く上回る金利になっており、大企業が調達できる市場金利に比べると、借り入れコストはその分だけ上がっているからである。

換言すれば、デフレが徐々に加速する中では、銀行部門が健全性を取り戻すための金利引き上げは不可能に近いということである。不良債権の金額は、中小金融機関を中心にじわじわと増えつづけており、不良債権比率もどんどん上がっている。銀行は利ざやが確保できないから償却ができない。したがって償却の先延ばしを続ける。おそらく、現状の年2%程度のデフレ下では、銀行部門の純資産は年間数兆円ずつ減少し続けていると推定される。このため、金融システムを破綻させないためには毎年おそらく3、4兆円程度の公的資金による補助金を与え続けることが必要である。しかし、それは実質的に、銀行部門をすべて国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、住宅金融公庫などと同じ公的金融機関にすることになる。

IV. デフレ下のマクロ経済政策運営

日本経済は戦後の主要国では例を見ない一般物価水準の継続的な下落を経験している。景気悪化に対するマクロ政策による普通の処方箋は、中央銀行による名目金利の引き下げや財政支出拡大による景気刺激策である。しかし、短期市場金利がほぼゼロとなった本稿の執筆時点では、中央銀行による短期金利の引き下げは不可能である。また、長期金利についても、長期国債金利が1%台の半ばという水準は、将来の金利上昇に伴い国債価格が大幅に下落（金利1%の上昇で10年もの国債価格は10%程度低下）するリスクを考えると、これ以上金融政策では引き下げることのできない名目金利水準であると考え

られる。このため現在の日本は、貨幣供給量を増加させても名目金利を引き下げることができない、いわゆる流動性の罫の状態にあるといえる。

本稿では、一般物価が継続的に下落し、金利政策が無効になっている現状を前提として、デフレによる財政破綻のリスクを説明し、次にそれから脱出するための経済政策について考察する。

IV-1. 財政破綻のリスク

前節で見たように、デフレ下における低い名目金利と高い実質金利の併存関係は、銀行と生

保という重要な金融機関を徐々に破綻させていく可能性が高い。銀行が破綻しても、財政資金を投入すれば預金者を保護することは可能である。しかし今度は、財政赤字の拡大というより重大な問題が待ち受けている。

一般政府の債務の GDP 比率は、グロスの債務（負債から金融資産を除いたものをネット、除かないものをグロスと呼ぶ）で142%である（2001年末）。また毎年の赤字は、GDP の8%程度となっている。しかも名目成長率がマイナスになっており、2001年暦年ではマイナス1.9%となった。2001年第4四半期の前年比名目成長率はマイナス3.4%と非常に大幅な落ち込みを見せている。大幅なデフレギャップが存在し、高い実質金利が続く状況の下では、政府による思い切ったデフレ対策が採用されない限り、本稿のI節で説明したように、緩やかではあるがデフレが加速していく可能性が高い。

表13は、マイナス3%の名目成長率が続く場合の財政バランスを展望したものである。日本経済が毎年3%ずつ縮小すると、税収の GDP 弾性値を考慮すれば落ち込みは年率4%前後となるだろう。こうなると、政府の赤字削減は極

めて困難になる。結果としてグロスの負債 GDP 比率は、5年程度で200%に達する可能性が極めて高い。表13に示した筆者の試算では、税収の減少に見合う大幅な歳出削減を想定してプライマリーバランスを現状の GDP 比6%の赤字と置いて、負債 GDP 比率は2001年の142%から、2007年には200%に達し、ネット債務の GDP 比率もその前年には100%を超えるのである。これは、前節で見た最近の銀行部門の貸倒れ損失から推定して年間4兆円前後と見込まれる銀行の破綻処理コストを含まない数字である。

こうした事態の進行と並行して、日本政府への信用は急速に低下していく。米格付け会社のムーディーズは、昨年12月に日本政府が発行する円建て国内債の格付けを Aa3（最上級から三段階下、ダブル A マイナスに相当）に引き下げたのに続き、今年5月にはさらに二段階引き下げて A2 にすると発表した。デフレによる税収減と現状程度の財政赤字が継続すれば、5年以内にも日本国債の格付けが投機的格付け（ダブル B プラス以下）に下がることが予想される。すでに現在のシングル A 格は、途上国程度の格付けであり、これ以上の格下げは日本

表13 日本の財政バランスシミュレーション

暦年	名目成長率	プライマリー バランス GDP 比率	一般政府 グロス債務 GDP 比率	一般政府 ネット債務 GDP 比率	ネット債務 実効金利	ネット利払い GDP 比率
1999	-0.6	-5.7	120.4	36.0	3.5	1.3
2000	-0.1	-6.8	130.7	43.5	3.3	1.4
2001	-1.9	-5.9	142.0	51.0	2.9	1.5
2002	-3.0	-6.0	151.1	60.1	2.5	1.5
2003	-3.0	-6.0	160.5	69.5	2.1	1.5
2004	-3.0	-6.0	170.2	79.2	2.1	1.7
2005	-3.0	-6.0	180.3	89.3	2.3	2.1
2006	-3.0	-6.0	191.2	100.2	2.7	2.7
2007	-3.0	-6.0	203.1	112.1	3.0	3.4
2008	-3.0	-6.0	216.0	125.0	4.0	5.0
2009	-3.0	-6.0	231.1	140.1	4.0	5.6

(注) 2001年までは IMF, World Economic Outlook 等を参考にした実績見通し。

一般政府グロス資産は、2001年以降横這いと想定。

2005年以降、国債の信用格付けの大幅引き下げを想定。

が多くの上国以下の信用しか得られなくなることを意味する。

日本は上国と異なり、対外債権国であるため、国債の格下げがあってもその影響は小さいとの見方もある。これは本当だろうか。

第一に格下げは政府の資金調達に深刻な影響を及ぼす可能性がある。すでに5年物国債の競争入札では、応札額が発行予定額に達しない「未達」になりかけたこともあった。国債の発行残高が急速に増加しているにもかかわらず、国債の利払い費は低金利政策によって年間10兆円程度にとどまっている。毎年発行される国債の償還期間をみると、2001年度には短期国債が全体の4割近くを占め、国債の短期化が進んでいるのがわかる。国債の格下げなどを機に長期金利が上昇するようなことになっても、国が全面的に短期国債の発行に頼れば、デフレ下のゼロ金利が継続する間は、利払い負担も増大しない。しかし、金融引き締めが必要となり、短期金利が上昇を始めた時点では、巨額の利払い費が発生する脆弱性を抱え込むことになる。

第二に、国債の格下げは、民間の金融機関や企業の国際活動にも重大な影響を与える。大きな外貨収入があるなど特別な事情がない限り、国の格付けはその国の企業や金融機関の格付けの上限（ソブリン・シーリング）となるからである。すでに海外の金融機関の一部には、邦銀との長期資金取引において、大幅な格下げの可能性がある日本国債を担保として認めるべきかどうか見直す動きが始まっている。このため近い将来、日本の金融機関と海外の金融機関との長期取引が困難になる可能性は高い。

第三に、国債の格下げによって国内預貯金を含む円建ての金融資産に対する信用不安が発生すると、資本逃避が起ころはじめる。つまり、円から外貨へのシフトである。これを外国人だけでなく、日本人までが行う。誰がどう見ても、政府の債務は返せるわけがないと見るからである。

現在のデフレ下の政府債務膨張は、一種のバブルである。政府が支払を保証している国債、地方債、郵便貯金、預金保険対象預金などの残高がどんどん増加しているのに対し、それを支える税収は急速に減少しつつある。これは明らかに維持不可能である。それにもかかわらず、デフレによりこれらの金融資産の実質価値は増加を続けている。しかも、現金や預金の実質価値が上昇し続けるからこそ、株式や不動産などの実物資産が売られてデフレが進行する。1980年代のバブルは、景気が拡大しみんなが豊かになった気がするバブルであった。これに対し、1990年代後半から始まったバブルは、デフレが進行し失業が増加するタイプのバブルである。米国の株価上昇についてFRBのグリーンズパン議長は96年12月に *irrational exuberance* と呼んだが、現在のバブルは *irrational in exuberance* とも呼ぶべき状態だと言える。

このバブルの反動は、日本政府が保証するあらゆる金融資産からそれ以外の資産への資金シフトとして発生するだろう。個人金融資産1400兆円のわずか5%が短期間に外貨にシフトすれば、それだけで5千億ドルを越える資本流出となる。この規模の資本逃避が発生すれば、外貨準備を総動員しても止められない大幅な円安が引き起こされるだろう。そうなれば、日本経済はデフレから脱出できるが、これは極めて危険な状態である。

政府債務がGDP比2倍に膨らんだ時点でインフレが生じ、政府債務全体の調達金利が5%ポイント上昇すると、現在のGDP(500兆円)を基準として、国の利払い増加額は2年間で50兆円にもほり、毎年の国税がすべて利払いに消えてしまう⁷⁾。このような急激な利払い費の上昇に直面した場合、政府が増税で対応することはほとんど不可能であろう。消費税で年間10兆円程度、法人個人の所得税も合計で年間30兆円程度しか税収がないからである。税収の大半

7) 日本経済研究センター金融研究班報告書第6号、『政府・企業・銀行部門の信用力』、2002年3月参照。

が利払いに使われる事態になれば、日本政府の信用失墜は決定的になる。

この場合、日銀には三つの選択肢がある。第一に、政府の債務不履行を避けるために国債を大量に引き受け、ベースマネーを無制限に供給することでインフレ加速の引き金を引く。第二に、短期金利を引き下げて利払い費の増大を防ぐ一方で、インフレの加速を放置する。第三に、国債の引き受けも金利の引き下げも拒否して政府の債務不履行を放置する。いずれにしても、破局的なシナリオである。

このように、巨額の政府短期債務が積み上がったあとで資本逃避が発生すれば、破局的なシナリオになりうる。しかし、「債務が積み上がる前の、現時点で資本逃避が発生すれば日本経済はうまくいくのではないか」という疑問が生ずるかもしれない。しかし、筆者はその可能性は低いと考えている。これは、資本逃避は次のようなメカニズムで発生すると考えているからである。

1. 財政赤字・GDP比率が非常に高い水準になる
2. 日本国債が投機的格付けないしそれに近い水準に格下げになる
3. 円売り投機を仕掛けて日本経済をデフレからインフレに移行させることに成功すると、投機で確実に巨額の利益が得られる状態になる

つまり

金利上昇→政府の利払い費用の急激な上昇
→国債発行額の急増→さらなる格下げ→金利上昇

というプロセスの引き金を引けるようになる。

4. そうなると、投資家は円売りをしないと巨額の損失を被るので、円投機は成功する
5. インフレが始まり、日銀の金利引き上げによる対応がきわめて困難なインフレが加速する
6. 数年間数10パーセントのインフレが継続すると、貯蓄保有が円から外貨にシフトし始め

る（通貨代替）

7. 通貨の流通速度が上昇してインフレはさらに加速する

しかし逆に、上の3のような状態になる前に日本がデフレから脱出できるほどの円投機を仕掛けても、日銀は財政破綻を引き起こすことなく金融引き締めでデフレを止めることが可能である。この結果、日本はデフレからプラスの物価上昇率にソフトランディングできるため、むしろ円相場はリバウンドし、当初の円投機は失敗し損失を被る。よって、日本をデフレから脱出させてくれるような円売り投機は、短期の政府債務が巨額になるまで発生しない。

IV-2. 財政破綻を避ける政策手段

財政赤字を削減しつつ、デフレから脱出するにはどうしたらよいか。むやみに政策を発動しても、政策の規模と経済状況が対応していなければ、無効に終わる。重い肺炎の患者にアスピリンを与えても効果は期待できない。筆者は現在、GDPデフレーター・デフレ率が約2%、GDPのデフレギャップが6%と判断している。つまり、GDPを現在より6%引き上げないかぎり、デフレが徐々に加速するという深刻な状態にあると判断している。こうした状況の中で日本の財政破綻のシナリオを回避する手段はいくつかあるが、いずれも強い副作用を伴う。以下では、まず金融政策について検討し、次により財政政策を取り上げる。

(1) 伝統的な金融政策：国債の買いオペ拡大

先に述べたように、デフレの下では政府が価値を保証している現金、預金、郵貯、簡易保険、国債などの実質利回りが上昇し、不動産や株式等からの資金シフトを発生させるために、デフレをさらに深刻化させる。この状況を打破するには、金融資産の実質利回りを低下させる必要がある。

一つの方法は、強力な金融の量的緩和を行い、将来の期待インフレ率を引き上げることである。将来の物価上昇率には、内外の経済状況や気象

条件などによる不確実性が存在する。そこで、「将来物価が上昇しても、すぐには金融引き締めを行わない」と日銀が言明することで、人々が予想するインフレ率(期待インフレ率と呼ぶ)を引き上げることが可能である。その一つの方法が、金融政策運営において目標インフレ率を公表する、「インフレーション・ターゲティング」と呼ばれる政策である。単に目標インフレ率を発表するだけでは期待インフレ率が変わらない場合には、日銀が大量の国債を買い入れることにより、ベースマネー(銀行券と民間金融機関の日銀預金の合計)を大量に供給することが考えられる。

中央銀行が期待インフレ率を上昇させるメカニズムを具体的に理論モデルにすることは困難である。しかし、通貨自体には印刷された紙としての価値しかないため、中央銀行が「あらゆる手段でデフレによる通貨価値の上昇を阻止する」という意志を明確にして、国債などの金融資産を大量に購入して通貨を供給することは、人々の抱く期待に対して強い影響を与える可能性が高い⁸⁾。

いったん期待インフレ率が上昇すれば、次のような景気刺激効果が予想される。

- (1) 日銀は短期市場金利をコントロールすることが可能なため、期待インフレ率が上昇しても短期金利を低めに維持することで、デフレ時よりも短期実質金利を低下させることが可能である。
- (2) 長期名目金利は、期待インフレ率の上昇に伴ってある程度上昇すると予想されるが、デフレ率が高く金利の非負制約により均衡水準以上の長期実質金利にあった場合には、長期実質金利も低下しうる。例えば、均衡長期実質金利が2%であったとしても、デフレ率が3%の場合には、名目長期金利がたとえゼロ

%でも長期実質金利は3%になるため、デフレから脱却することで長期実質金利は2%まで低下しうる。

- (3) 上記の(1)(2)の効果により、日本の長短実質金利が低下すれば、実質円相場は外貨に対して下落する⁹⁾。

長短実質金利の低下は投資を刺激し、実質円相場の下落は純輸出を拡大することで需給ギャップを縮小しデフレを緩和する。刺激効果が十分大きければ、デフレから物価上昇に転ずる。

しかし日銀は、政策運営の説明において、インフレーション・ターゲティング政策や期待を経由する政策効果の有効性を自ら否定してきた。このため、日銀が大量の国債買いオペを行っても、期待インフレ率が上昇しない場合も考えられる。日本経済の現状を考えると、すでにこのような状況にあると見ることも可能である。その場合に考え得る方策としては、次のようなものがある。

(2) 外貨建金融資産の大量買い入れによる円安誘導

1998-99年頃の、アメリカ経済が好調でドル高を歓迎していた時期であれば、円安誘導はデフレ脱出の有力な手段になり得たと考えられる。しかし現在のアメリカは、政策金利も2%を切って金融緩和余地も乏しくなっている。しかも輸出・輸入の経済に占める比率が10%程度と主要国で最低の日本が、円安でデフレから脱出するためには、大幅な円安が必要となる。強力な円安誘導を行うと、日本と世界市場で競合関係にある中国やアセアン諸国も、自国通貨をドルに対して切り下げる可能性が高い。そうなると円安の景気刺激効果が薄まるため、日本はさらに円を切り下げる必要が生ずる。

日本や中国がドルに対して通貨を切り下げる

8) 過去の金融政策によるデフレ脱却の成功例については、東洋経済、『エコノミックス』、第7号、2002年(近刊)所収の、岡田、安達、岩田論文、「いま必要な金融政策のレジーム転換—大不況と昭和恐慌の教訓」を参照されたい。

9) 内外の実質金利差と実質為替レートの関係については、深尾光洋、『実践ゼミナール国際金融』、東洋経済新報社、4章2節を参照されたい。

と、米国は安値の輸入品増大によるデフレ圧力に苦しむことになる。米国が金利をゼロにまで引き下げてもデフレを止められないと、現在の日本と同じデフレに陥ることにもなりかねない。このように、日本がデフレから脱出するために人為的な円安誘導を行うことには、近隣諸国の経済を悪化させるという大きな副作用が伴う。

(3) 日銀による実物資産の大量買いオペ

民間部門がデフレの下で、資産運用を実物資産から政府が保証している金融資産にシフトさせることでデフレが悪化しているのであるから、日銀が優良な実物資産を大量に購入してその代わりにベースマネーを供給することにより、民間の金融資産需要を飽和させてしまうことが考えられる。例えば、日銀が東証株価指数(TOPIX)連動の株式投資信託や、不動産投資信託(REIT)を大量に買い入れるのである。なおREITの残高はまだ少ないため、日銀が厳しい適格条件を示して、それに合致するファンドを大量に組成させる必要があるだろう。このようなオペを大規模に行うと、民間部門の資産構成において実物資産が大幅に減少する一方、ゼロ金利の金融資産が増大する。ゼロ金利の金融資産が単なる紙切れであることを民間部門が十分認識すれば、金融資産から実物資産へのシフトが発生し、不動産や株式などの実物資産価格は上昇に転ずる。これにより一般物価に対する期待インフレ率も上昇すれば、実質金利が低下して景気を刺激することになる。なお、日銀法では日銀は債券しかオペ対象に出来ないため、この政策を実行するためには法改正を行ってオペ対象を全ての有価証券に拡大するか、日銀が財務省の認可を受ける必要があるだろう。

実物資産の買いオペを行う場合、優良かつ市場で短期間に売却可能な実物資産を買い入れておかないと、デフレから脱却できたときに、日銀はベースマネーを急速に回収することが困難になることに注意が必要である。このため、日銀が流動性の低い不良債権を大量に買い入れるような行為は、望ましくないと言える。

(4) ヘリコプター・マネー政策

デフレ下では、現金が安全かつ相対的に有利な運用資産となる。現金を保有しているだけで、3%のデフレ率なら、リスクなしで1年後には3%価値が上がり、しかも課税されない。このためデフレの下では不動産や株を売却して現金に換えるほうが有利になる。これが大規模に行われると、デフレがさらに加速する。

そこで、大量の通貨を国民に無償で供給することで通貨の価値を下げて、デフレを止めようとするのが、この政策である。日本銀行券1枚あたりの製造コストは約17円であるため、理論的には1万円札の価値を17円まで下げることができる。実際にはヘリコプターで現金をばら撒くのではなく、たとえば、日本政府が127兆円の国債を発行して日銀に買ってもらう、日銀はこれを1億2700万人の国民に一人あたり100万円ずつ支給することが考えられる。

しかしこの政策は、実質的には財政赤字による国民への所得移転であるため、財政を急激に悪化させるという重大な欠点がある。金融の引き締めが必要になった時点で、日銀が引き受けた国債を売りオペすることで現金を回収することは可能であるが、財政赤字を大幅に拡大して政府の信用を決定的に傷つけるため、むしろ財政破綻を引き起こす原因になりうる。このように危険が大きいため、デフレ対策としてヘリコプター・マネー政策を採用すべきではない。

(5) 財政面からの刺激による稼働率の引き上げ

設備稼働率を引き上げるためには、大幅な財政支出の拡大や減税を行って、生産水準を引き上げる方法が考えられる。これは、財政赤字があまり深刻でなく、財政に余裕がある状況であれば有効な対策であり、一般にケインズ政策と呼ばれている。

国債でファイナンスされた公共投資だけで30兆円程度のGDPギャップを埋めるには、ケインズ乗数1.4を仮定しても真水で21兆円という巨額の追加支出を少なくとも今後数年程度続ける必要がある。これは、2001年の公共投資33兆

円を一気に6割以上増加させることになる。国債でファイナンスされた恒久減税だけに頼るのであれば、限界消費性向を0.6として約35兆円の減税が必要となる。これは、国税収入50兆円の7割に相当する。

仮にこのような財政支出や減税を行えば、日本政府のさらなる大幅な格下げは必至であり、財政破綻を早めるだけだろう。しかも財政赤字に対する懸念が強まると、人々は財政支出拡大の継続性や将来の増税を心配するようになり、消費はむしろ減少する可能性もある。

(6) 消費税の引き上げと所得税の減税

ハーバード大学のフェルドシュタイン教授は、2002年1月3日の日本経済新聞「経済教室」欄で、消費税をいったん1%に引き下げ、その後3ヶ月ごとに1%ずつ3年間にわたって13%に達するまで引き上げを提案している。これにより、物価上昇率を3年間にわたって実勢よりも4%引き上げることが可能である。また、企業に対しても投資額の20%の税額控除を設定し、その後毎年5%ずつ税額控除を縮小することも提唱している。これは、投資額の20%に相当する金額を法人税から直接控除するため、利益を出している企業にとっては、投資コストを2割削減する効果がある。またこの控除額を縮小することによって、投資財価格の上昇率を実勢よりも5%程度引き上げることになり、強い投資の前倒しを誘発する効果がある。

筆者自身、1998年夏に米国上院の予算委員会の公聴会で、景気を刺激するためには公共投資の増加ではなく、消費税を一時的にゼロ%まで引き下げ、その後半年ごとに2%ずつ6%になるまで引き上げを提案した。これにより、物価上昇率を1年半にわたり4%引き上げることが可能である。

この方法は、限定された期間、実質金利をマイナスに引き下げて強力に支出を刺激することによって、稼働率を引き上げデフレから脱出しようと試みるものである。しかし税率引き下げ法案を審議する間は、強い買い控えを招くうえ、

その後も消費税率の引き上げを続けると、増税効果による所得減少というマイナスの効果が強まる。これを避けるためには、フェルドシュタイン氏も指摘するように、所得税の引き下げによりバランスをとる必要がある。また、所得税の減税と消費税の増税のバランスをとっても、税の負担は消費性向の高い低所得者に重く、貯蓄率の高い高所得者に低いものになっていくという問題点がある。このため、長期間にわたる強い景気刺激が必要な現在のような場合には、所得分配上の副作用が重くなるという限界がある。

(7) 政府が保証する金融資産に対する課税

これは筆者が2001年末に出版した講談社現代新書、『日本破綻』で提案した方法で、実質的なマイナス金利政策である。金融政策だけではマイナス金利の実現は不可能である。なぜなら日銀がマイナス金利で民間銀行に貸し出しても、銀行券はゼロ金利で安全な運用手段であるために、民間銀行は銀行券を退蔵するだけで市場金利はマイナスにはならない。

そこで、政府が実質的に価値を保証しているあらゆる金融資産に対して、デフレ率にほぼ等しいかそれをやや上回る税率で(例えば年2%)、デフレが継続する期間だけ金融資産の残高に対する課税をおこなえば、マイナス金利を実現できる。課税すべき金融資産は、国債、政府保証債、地方債、郵便貯金、郵便振替、簡易保険、預金、現金である。預金保険対象預金とそれ以外の預金が分別管理されていないので、全ての預金に課税する必要がある。

安全資産の金利がマイナスになると、安全資産から株式、不動産、外貨建資産などへの資金シフトが発生する。なお、外貨へのシフトが発生しても大規模な資本逃避は発生しない。なぜなら、この政策により一時的にかなりの円安が発生すると予想されるが、いったん円安になってしまえば、わずかに数パーセント円高になるだけで、外貨保有のメリットがなくなるからである。このマイナス金利政策は、円安を引き起こ

すだけでなく、貯蓄を抑制し、消費や投資を刺激するため、デフレから脱却できる。2%程度の税率で20兆円を超える膨大な税収が入るため、財政赤字も大幅に削減できる。また、消費税の引き上げや所得税減税による課税の逆進性もない。

現金に対して課税するには、毎年日銀券の色とデザインを変更し、古い銀行券にはその税率に対応する印紙を貼り付けることを義務づける。また日銀が古い銀行券と新年度の銀行券を交換する場合には、額面の2%の手数料を徴収する。

コインに対する課税は困難なため免除する。この場合、課税対象の銀行券から非課税の500円玉などに退蔵需要がシフトし、コインが流通しなくなる可能性がある。この対策として、500円札、100円札などの少額の銀行券を一時的に発行する必要がある。

この課税方法は、ケインズが『雇用・利子お

よび貨幣の一般理論』の第23章で、シルビオ・ゲゼルの銀行券印紙課税として紹介している。

この政策を行う場合には、銀行券の印刷費として相当の費用が必要となるほか、ATMや自動販売機の煩雑な調整が必要となる。しかし、このコストはよく話題に上るデノミと同じ程度であり、また税率を高くすることにより、高率のデフレでも確実に脱出することが可能である。

現金を含む金融資産に対する残高課税は、過去に採用された例がなく、政治的な抵抗も強いと予想される。しかし戦後の混乱期に採用された預金封鎖や、高率のインフレによる実質的な金融資産課税に比較すれば、遥かにマイルドな課税方式である。しかも消費税増税に比較すれば逆進性もない。この金融資産課税については、政府による金融資産の保証料（あるいは特別の預金保険料）であると説明して、理解を求めることも考えられよう。

V. 終わりに

以上の分析から、短期の政府債務が積み上がる前に、日銀は政府と協調して、デフレと財政インフレの両方を阻止するために強力な政策を発動する必要がある。まず消費者物価上昇率で1.5%を中心に上下1%程度の「物価安定目標」（インフレ・ターゲット）を設定し、国民に広くアナウンスする。すでに深刻なデフレにあるため、インフレ・ターゲットの目標は3年程度先とするのが適当である。

目標達成の手段としては、日銀法を改正してオペ対象を債券から有価証券全般に拡大したうえで、日銀がTOPIX（東証株価指数）連動の投資信託やREIT（不動産投資信託）などの実物資産を毎月数兆円程度の規模で購入する。実物資産オペにより、現金や預金で計った実物資産の価値が下落し続けるのをくい止めるのである。

それでもデフレから脱出できない場合には、

預金や国債、地方債、郵便貯金、簡易保険、現金といった、政府が実質的に価値を保証する金融資産の残高に対し、デフレが止まるまでデフレ率に見合った税金を課し、マイナス金利を作り出す必要がある。デフレ下では現金を持つことが最も安全で、有利な資産運用手段であるため、現預金の保有が増大している。現預金に課税することで株式・不動産などへの投資を促す必要がある。

マイナス金利政策は、貯蓄を抑制し、消費を刺激する効果も期待できる。たとえば新100円を旧102円と交換することによって、現金に2%の課税ができる。課税対象は1000兆円を超え、国の税収は20兆円近くになるだろう。こうした新円への切り替えには、かなりの混乱も予想される。しかし、政府は現金保有課税からの増収分を財政赤字の削減や、失業対策に充てることができる。

デフレからの脱却は金利上昇を伴う。そのタイミング次第では、実質債務超過の企業が倒産したり債券価格の暴落で、銀行や生保が破綻する可能性も大きい。デフレを阻止し、これに伴

う大きな痛みを経験しなければ、経済再生はあり得ない。小泉内閣がこのままデフレを放置し続けると、日本は財政破綻という最悪の事態を迎えることになるだろう。

参 考 文 献

- J. M. ケインズ、『雇用・利子および貨幣の一般理論』、東洋経済新報社
- 日本経済研究センター金融研究班報告書4号、『デフレ下の金融政策運営』、2001年3月
- 日本経済研究センター金融研究班報告書5号、『デフレと金融システム改革』、2001年10月
- 日本経済研究センター金融研究班報告書6号、『政府、企業、銀行部門の信用力』、2002年3月
- 深尾光洋、『実践ゼミナール国際金融』東洋経済新報社、1990年
- 深尾光洋、日本経済研究センター編、『検証・生保危機』、日本経済新聞社、2000年
- 深尾光洋、日本経済研究センター編、『金融不況の実証分析』、日本経済新聞社、2000年
- 深尾光洋、吉川洋、『ゼロ金利と日本経済』、日本経済新聞社、2000年
- 深尾光洋、『日本破綻』、講談社現代新書、2001年
- 深尾光洋、日本経済研究センター編、『生保危機は終わらない』、東洋経済新報社、2002年
- 廣瀬康生、鎌田康一郎、『潜在GDPとフィリップス曲線を同時推計する新手法』、日本銀行調査統計局 Working Paper01-7、2001年6月5日
- 『ESP』、経済企画協会、No.357、2002年1月号
- 『エコノミックス』、東洋経済、第7号、2002年