

Contents

| | |
|--------------------------------------|----|
| 特集：公的資金とは何だったのか？ | 1p |
| <今週のThe Economistから> | |
| “The mystery of numbers” 「日本の統計数字の謎」 | 7p |
| <From the Editor> 「永田町のうわさ話」 | 7p |

特集：公的資金とは何だったのか？

アジア経済の回復は、1998年第3四半期から始まった。シンガポールのサスーン証券、リム・エン・ハイ調査担当役員によれば、その最大の理由は「この時期に日本が公的資金の投入を決定したから」だという¹。そして、これこそアジアが待ちに待っていた決断であり、日本経済に対する不安はこれで一掃されたと断言する。

98年9月、いわゆる「金融国会」で、金融再生法、早期健全化法が成立したとき、日本国内では、「なんだか、いかがわしいことが決まった」という印象が強かったように思う。しかし海外では、「日本は公的資金を投入する」「だからアジアも大丈夫だ」という見方がされていた。なんとも意外な、皮肉な感じを受ける。

日本が、そしてアジアが、いちばん深刻な状態を抜け出しつつあるいま、あらためて「公的資金投入とは何だったのか」を振り返ってみたい。

不良債権と「空白の90年代」

1990年から98年までの日本の実質成長率（暦年ベース）を平均すると、わずか1.7%に過ぎない。同時期、米国のそれは3.0%となる。ちなみに1980年から89年にかけての10年間は平均3.5%成長だった。80年代から90年代にかけて、日本経済の成長率は約半分に低下したわけである。

しかも90年代には、合計約120兆円もの景気対策が実施され、公定歩合は6.0%から0.5%

¹ 第25回日本アセアン経営者会議（ハノイ）でのプレゼンテーションから（1999.11.5）

になり、今年からは実質的なゼロ金利となっている。これだけの政策効果を積み上げたにもかかわらず、成長率が半分に下がってしまったという事実は、日本経済の構造問題の深刻さを物語っている。

構造問題の正体とは何か。高コスト体質とか、規制部門の非効率性などいろいろな問題が挙げられるが、最大の要因が不良債権問題であることは言を待たない。さらに不良債権の原因が、バブル崩壊による資産デフレであることも周知の事実である。

リチャード・クーは、93年以降の不況を「バランスシート不況」と呼ぶ。80年代後半に、多額の借金をしながら株や不動産に投資をしたところ、90年代初頭にバブルが崩壊し、債務はそのまま資産が減価してしまった。こういう例は、われわれの周囲にいくらでも見つかる。家計や企業の財務内容が悪化すると、バランスシートの改善を優先し、何よりも借金の返済を急ぐようになる。消費を増やそうとか、新たに借金して事業を始めようとはしない。

こうした結果、3つの現象が生じる。ひとつは消費や投資活動の減退である。必然的に景気は冷え込み、経済が縮小均衡に向かう。すると資産価格は更に下落し、バランスシートはますます悪化する。つまり悪循環である。

2番目は金融政策が効かなくなることだ。金利を下げたときに、誰かがカネを借りて使ってくれないことには、カネが実体経済に回ることではなく、せつかくの低金利も活かされないことになる。誰も家を借りたくないときに、家賃を下げたところでアパートは空室のままになるのと同じ話である。

3番目は金融システムの機能不全である。家計や企業が債務超過になれば、カネを貸している銀行には不良債権が発生する。銀行も自分のバランスシートを改善するために、資金の回収を急ごうとする。そこでクレジットクランチが生じて、必要な分野に資金が回らなくなる。極端な場合は、金融不安につながってしまう。

日本経済の「空白の90年代」とは、簡単に言ってしまうえば上記のような現象が10年続いてしまったことを意味する。

迷走した公的資金投入

上記はさほど新しい話ではないし、多くの人たちが昔から気づいていたことである。それに対する処方箋も、ある程度は分かっていた。なぜならほんの少し前に、米国で似たような事態が起きていたからである。

80年代に米国で生じたS & L危機に際し、当初の監督当局は合併を中心とする手法で解決を図った。しかし甘い対応は、S & Lのモラルハザードを招くばかりで、不良債権がますます増加してしまった。そこで1989年に破綻処理のルールが作られ、R T C（整理信託

² 週刊東洋経済1999.7.3「調整インフレは百害あって一利なし」を参照。

公社)が新設された。結局、95年12月にRTCが使命を終えるまでに47行が整理され、最終的な納税者負担は246億ドルに達した³。

日本でも、不良債権問題を処理しないと経済の本格的な回復はあり得ないことは分かっていた。さらに問題解決は、自助努力に任せるだけでなく、公的資金の投入が必要であることも一部の人の間では常識だった。しかし公的資金投入の決定には、長い時間と複雑な迷走を要したのである。

金融不安と公的資金投入の経緯

- | | | |
|-------|-----|--|
| 1992年 | 8月 | 日経平均が1万5000円割れ。バブル後の最安値。 宮沢総理は公的資金導入を示唆するが、世論の反対に会って後退。 これ以後、「公的資金」を口にすることは政治的なタブーになる。 |
| 1993年 | 2月 | 住専の経営不安問題が浮上。大蔵省と農水省が密約。 |
| | 6月 | 宮沢内閣不信任。細川政権が誕生し、55年体制が崩壊。 |
| 1994年 | 2月 | 国民福祉税騒動 |
| | 12月 | 東京都下の2信用組合の経営破綻が表面化。受け皿に東京共同銀行を設立へ。 |
| 1995年 | 2月 | イ・アイ・イ高橋会長による大蔵官僚接待が明るみに。 |
| | 8月 | コスモ信組、木津信組、兵庫銀行が取り付け騒ぎで破綻。 |
| | 9月 | 日銀が公定歩合を0.5%に。円高対策から銀行救済が主眼に。 |
| | 秋 | 海外でいわゆる「ジャパン・プレミアム」が発生。 |
| 1996年 | 1月 | 「住専国会」始まる。新進党は「公的資金反対」を訴え国会で座り込み。 |
| | 6月 | 住専処理法が成立し公的資金6850億円を投入。 |
| | 10月 | 総選挙で自民党が勝利。橋本政権はビッグバンなど「6つの改革」を公約。 |
| | 11月 | 阪和銀行に業務停止命令。末野興産が倒産。 |
| 1997年 | 4月 | 消費税を5%に。この頃から景気が急速に失速。日産生命破綻。 |
| | 夏 | 総会屋疑惑で第一勧銀、野村証券などを強制捜査。 東海興業、多田建設などゼネコン各社が会社更正法申請。 |
| | 11月 | 三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券があいついで倒産。 引き続き深刻な信用不安とクレジット・クランチが発生。 |
| 1998年 | 1月 | 大蔵省汚職で三塚蔵相が辞任。 |
| | 2月 | 公的資金30兆円の特別枠を預金保険機構内に設置。 |
| | 3月 | 優先株買い取りによる銀行への公的資金投入を横並びで実施。 |
| | 4月 | 改正外為法施行。日本版ビッグバンの第一歩。 |
| | 6月 | 長銀の経営不安が表面化。金融監督庁が発足。 |

³ 翁百合『情報開示と日本の金融システム』（東洋経済新報社）

- 7月 参院選で自民党が大敗し橋本首相退陣。小渕政権発足。
- 9月 金融国会で金融2法が成立。公的資金60兆円の枠組み決定。長銀破綻。
- 12月 日債銀を国有化。
- 1999年3～9月 19行に対して7兆7289億円を資本注入。

いくつも重なった不幸な偶然

もしも、1992年夏の時点で公的資金投入の決断ができていれば、不良債権はまだそれほど巨額ではなく、比較的安いコストで問題は解決できただろう。ただし米国のケースを見ても、S & L 危機に対して抜本的な手を打たれるまで10年近い時間を要している。その間にも被害は拡大したわけだが、この時点で決断ができなかったのは不思議ではない。

ところがそれ以後、**偶然が重なって、不良債権処理はどんどん先送りされてしまう。**

第1の要素は、93年の「55年体制崩壊」である。細川政権は政治改革、景気対策、ウルグアイラウンド、日米包括協議などの政治課題に忙殺され、金融問題はほとんど省みられる機会がなかった。当局に認識がなかったわけではない。もしも94年2月に国民福祉税構想が成立していたら、大蔵省は即座に不良債権問題に取り掛かれたかもしれない。しかし同構想は世論の猛反発の前に撤回され、細川政権失速の原因となってしまった。

第2の要素は、94年末の東京協和、安全信用組合の破綻である。両信組においては、新たに受け皿銀行が作られ、昭和40年代以降初めて日銀特融が実施されるなど、破綻処理のモデルケースとなった。ところが、これらがきわめつけの「筋ワル」金融機関であったことが問題を難しくした。悪徳業者を税金で救うことに対し、世論の反発は強かった。

それに輪をかけたのが、**第3の要素である住専問題**である。与党としては、選挙対策もあって、農林系統金融機関を救済するために6850億円の投入を決断したのだが、「国民一人当たり5000円の負担」に対する国民の怒りは強かった。自民党は96年10月の総選挙で勝利したものの、以後、公的資金論議からは完全に腰が引けてしまう。

第4の要素は、97年夏から始まった相次ぐ金融スキャンダルである。まず総会屋への利益供与により、第一勧銀、野村証券などで逮捕者が出た。ついには四大証券すべてで逮捕者が出たことで、検察当局は膨大な証拠品を手にする。ここから翌年にかけて、大蔵官僚から日銀をも巻き込む接待汚職の構造が明るみに出る。単に金融行政が破綻したのみならず、その背後に「ノーパンしゃぶしゃぶ」などの腐敗があったという事実、金融システム全体への信認は失墜し、とくに長年の大蔵行政への批判が高まった。

最後は追い込まれて決断

種々の事情で「公的資金投入」は遅れに遅れたが、97年11月にはいよいよ「破局」が訪れる。三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券のあいつぐ経営破綻により、金融市場は大混

乱に陥った。非常事態に背中を押されることで、政府はようやく決断に踏み切る 翌12月、自民党は金融システム安定化策を発表し、銀行の破綻処理に17兆円、自己資本充実に13兆円、計30兆円の特別枠を預金保険機構の中に設立することを決めた。

ただし、それまで公的資金投入の議論を避けてきたため、スキームは急ごしらえの感は否めず、実行してみるといろいろな問題が発生した。98年3月に資本注入を実施したところ、大手優良行から地銀クラスまで横並びとなり、自己資本増強の効果はさほどないばかりか、かえって護送船団方式を印象づけることとなった。

結局、翌98年6月に金融監督庁が発足し、秋に金融法が成立して公的資金枠が60兆円に拡大されてから、ようやく事態は落ち着きを見せ始める 9月に長銀、12月に日債銀が市場から退場するが、大きな混乱は生じなかった。ここにおいて、日本の金融不安はようやく峠を越したのである。

この年の6月には、サマーズ財務副長官が訪日して、各方面に対して金融安定化の必要を強い調子で訴えた。さらに金融国会が開催中の9月、クリントン大統領は日米首脳会談で「破綻前の公的資金投入が必要」と述べた。日本の決断を迫るため、最後はこうした外圧まで駆り出されたわけである。一方、冒頭で書いたように、アジア通貨・金融危機のさなかであって、「これで救われる」と安堵したエコノミストもいたのである。

公的資金の用途と前途

60兆円の公的資金枠は、全額が戻ってこないわけではない。下図のように、今までに使われたのは4分の1程度だし、たとえば早期健全化勘定から銀行への資本注入に使われた分は、10年程度かけて返済されることになっている。

その一方、すでに破綻した26金融機関の損失穴埋めに使われる分は戻ってこない。これが曲者で、予定になかった長銀と日債銀の破綻処理に6～7兆円分が必要となり、現在の7兆円の枠ではすでに足りない。大蔵省は2000年当初予算で、交付国債枠を増やして14兆円に増額する考え。さらに預金保険機構が日銀から不足分を借入れするために、政府保証枠を3兆円程度増やす必要がある。この結果、公的資金の総枠は70兆円に拡大する見込み。

公的資金の行方

(* 朝日新聞99年12月7日記事から作成)

| | 枠組み | 財源 | 用途 | 既支出額 |
|---------|------|------|-----------|-----------|
| 早期健全化勘定 | 25兆円 | 政府保証 | 健全行への資本注入 | 7兆7289億円 |
| 金融再生勘定 | 18兆円 | 政府保証 | 特別公的管理 | 3兆5186億円 |
| 特例業務勘定 | 10兆円 | 政府保証 | 不良債権買い取り | 3兆3826億円 |
| 同上 | 7兆円 | 交付国債 | 破綻処理の穴埋め | 1兆5481億円 |
| 合計 | 60兆円 | | | 16兆1782億円 |

さて、巨額の公的資金の投入によって金融不安は遠のいた。その代償として、**日本の金融システムは現在、国家管理下にある**。健全な銀行は公的資金で資本を増強され、破綻した銀行の預金、債権は公的資金で全額保護されている。つまり金融業は、民間ビジネスとしては成立しなくなっているのが現状である。

政府が安全を保証するといえは聞こえはいいが、公的資金とはつまり税金。最終的な負担は家計部門に来る。つまり、**いずれは増税という形で納税者が負担しなければならない**。公的資金を投入したのは、あくまでシステミックリスクを回避するのが目的であり、金融システムが安定した場合は、なるべく早く元の状態に戻すべきであろう。

すでに銀行大再編やきびしいリストラなど、金融再生への動きは始まっている。本当の意味で金融不安を解消するためには、情報開示を進めることと、金融機関自身が高収益ビジネスになることが求められる。もちろんこれは容易なことではない。株価はともかく、地価の下落は続いている。不良債権処理はまだまだ続けなければならない。

この点で2001年4月からのペイオフ解禁に対し、いろいろな反論があるようだ。しかし解禁を延期した場合、モラルハザードの発生もさることながら、これ以上問題の先送りを許していいのだろうか。「空白の90年代」を、21世紀に持ち越すことになってはならない。

「バブル」との別れを

1990年代の日本経済を、ひとことでまとめてしまうなら、「不良債権処理に手間どり、低成長が続いてしまった時代」ということになるだろう。以下はこの10年を振り返るといふ気の重い作業の後に、若干の繰り言を付け加えておきたい。

かねがね気になっていることなのだが、90年代の不毛を表現するときに、いまだに「バブル崩壊後・・・」という枕詞がつくことは、いささか不適切ではないかと思う。バブルが崩壊したことが悪いのではなく、**バブルの処理にこれほど手間取っていることの方が問題**なのではないか。1989年12月29日に、日経平均が3万8915円の最高値をつけた日から、間もなく丸10年が過ぎようとしているのである。

米国や英国、北欧などの不良債権問題は、解決にこれほど長い時間は要しなかった。どこに違いがあるかといえば、**護送船団方式など旧来の行政手法の欠陥、金融機関の情報開示の不備、危機への認識と政治的リーダーシップの欠如、世論の暴走とマスコミによるミスリード**、などの要素をあげることができるだろう。とくに情報開示と意思決定システムの問題は、他の分野にも共通するわが国の弱点かもしれない。

「日本人はもの忘れの天才」といわれる。日本の歴史を振り返れば、攘夷から開国へ、鬼畜米英から一億総懺悔へ、安保反対から所得倍増へ、といった見事な転換が少なくない。現実的で計算高く、変わり身の早いところが、良くも悪くも日本人の特色ではなかっただろうか。状況さえ変われば、節操なく過去のしがらみを捨てて、新しい環境に適応するこ

とがこの国の得意技だったはず。

ところがなぜか、バブルの時代のことだけは忘れられない。夢よもう一度、とばかりに不良債権を先送りしつつ、長い月日が流れてしまった。この間の逸失利益はどれほど大きかったか。間もなく新しいミレニアムが始まる。バランスシートの傷はまだ残っていても、精神的な傷はそろそろおしまいになりたいものである。

<今週の“The Economist”から>

“The mystery of numbers”

December 11th “Finance and economics”

「日本の統計数字の謎」(p75-76)

* 「よくぞ言ってくれました」と筆者も言いたい。経済企画庁の数字はどこまで信じていいのか。“The Economist”誌もあきれている。

<要約>

今週、日本政府は99年第3四半期が前期比1%減(年率 3.8%減)であると発表した。だがこれはそんなに悪いニュースではない。政府は、それまで0.4%成長としていた第2四半期を3.9%に引き上げた。このために7-9月期の数字が縮小したのである。また8.1%と高すぎるように見えた第1四半期は、6.3%に修正された。

こうしてみると、うまい具合に小渕首相の公約通り、99年度0.6%成長ができそうに見える。しかしこんな統計の変更は喜ばれていない。IMFは最近のレポートで、「日本の統計手法は、経企庁以外には理解されていない」と冷やかに述べている。経団連の今井会長でさえ、「こんな信用できないデータで経営ができるか」と怒っている。

政府自身も財政の数字が怪しい。公共事業が増えているのか減っているのかもよく分からない。財政赤字がいくらかも議論百出だ。失業率統計、家計収支もエコノミストの非難を浴びている。たとえば家計収支調査は、GDPの最大部分である個人消費を示す重要な統計だが、わずか8000世帯のサンプルしかカバーしていない。しかも単身者の家計を無視している。テクノロジーの問題もある。全ての省庁はネット上で統計を公表しているが、労働省はいまだに手書きで公表している。

改善しようという意欲はあるようだ。GDP推計を1ヶ月後に速報値を出そうという提案があったことがある。なぜ実現しないのか? あとで大幅改訂になりそうだからね。

<From the Editor> 永田町うわさ話

今週で臨時国会が終わりました。来年は解散・総選挙ぶくみの落ち着いた政局が続く

ことになるでしょう。最近の永田町の噂を拾ってみました。

政治評論家M氏。「自公は驚くほど人気がない。この秋の地方選で、まさかと思うような保守の地盤で、自公が推した候補が連敗している。自民党支持層で、公明党への反発が強いことが明らかになった。このままでは選挙は戦えない」

ジャーナリストT氏。「自民党内では、いつ小淵を辞めさせるのが打撃が少ないか、という議論がもう始まっている。予算が成立する4月以降なら、ご苦労さんということになる。むしろ1月解散であれば、多少負けても小淵政権で編成した予算を成立させるために、続投という声が出るだろう」

政界消息通のK氏。「来年は、政界スキャンダルの当たり年になる可能性がある。クレスパー証券事件は間もなく落ち着くだろう。その後は『許栄中』『農水省構造改善局』『東京相和』の捜査が始まる。どれも政界に及ぶ可能性がある事件で、大物が拳がれば連立政権は吹っ飛ぶ。年明けから社会部大忙しの1年になるんじゃないか。スキャンダルを隠すために、1月解散はありうべし」

自民党のベテラン秘書E氏。「解散・総選挙は、公明党のOKがなければとても踏み切れない。自由党はどうだっていいが、公明党との信義は守らないとまずい。公明党はもともと地方選重視。全国の地方選で勝ち星を積み上げつつ、総選挙で勝とうとする。だから選挙準備に長い期間がかかる。年内解散のシナリオもあったが、それは解除された。公明党も臨戦態勢を解いた。ということは来年7月の沖縄サミットまでないということだ」。

来年は1996年以来の選挙の当たり年。イラン総選挙(2/18)、台湾総統選(3/18)、韓国総選挙(4/13)、ロシア大統領選(6/4)、米国大統領・議会選挙(11/7)などが予定されています。そしてわが日本は、10月19日が衆議院議員の任期切れ。筆者のような「選挙好き」は、退屈しない1年となりそうです。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。

日商岩井株式会社 国際業務部 調査チーム 吉崎達彦 TEL:(03)3588-3105 FAX:(03)3588-4832

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp