

Contents

特集：再考・バランスシート問題	1p
<今週のThe Economistから>	
“Euroshambles” 「修羅場の欧州」	6p
<From the Editor> 「ハードランディング待望論？」	7p

特集：再考・バランスシート問題

2000年4-6月期GDP成長率は、2期連続のプラス成長となった。前期比+1.0%の成長は、その前の1-3月期が2.4%と強かったことを考えると、かなりいい数字といえる。しかし景気の本格的な回復が始まっている感じではない。株価は低迷しているし、長期金利の動きも気にかかるし、石油価格の高騰もマイナス材料だ。

何より、日本経済の根本の問題が解決していない。それはバランスシート問題。法人企業、金融機関、家計がそれぞれ、バブル崩壊以来の資産価格の下落により、バランスシートに毀損を来している。民間部門が身ざれいな体にならなければ、日本経済に青空は見えてこないはずである。「不良債権処理は峠を越した」という言葉を、これまで何度聞いたか分からない。現状はどうなっているのか。この問題をあらためて考えてみた。

バランスシート不況の本質

バブルの発生と崩壊という現象は、過去に何度も繰り返されてきただけに、メカニズム自体はよく知られている。しかしその後に残るバランスシート問題については、経済学は正面から取り上げたことが少ない。ためしにサムエルソンの『経済学』（原書第13版、岩波書店、1992年）の事項索引を見ると、「バブル」も「バランスシート」も出ていない。ひとつには、資産デフレ状態が10年も続くという例は、1930年代の大恐慌以外にはあまり例がないことが指摘できよう。1990年代の日本経済は、かなりめずらしい症状なのである。

それだけではない。経済データと呼ばれるものの大部分は、GDP統計などフローに関するもので占められている。ストックに関するデータは集めること自体が難しい。経済政策につい

ても同様である。財政政策にせよ金融政策にせよ、発想の軸足はフローに置かれている。「公的資金の投入」といったストックに着眼した政策は、実行が非常に難しいのが現実だ¹。

しかしバブルの崩壊という現象は、今日の多くの日本人が切実に実感した問題である。80年代後半のピーク時に比べ、商業用不動産は8分の1、住宅用不動産は2分の1、株価は3分の1、ゴルフ会員権に至っては10分の1に下落したという。この間、まったく影響を受けなかった人はどれだけいることだろう。

バランスシートが大きく毀損した場合、個人でも企業でも最初に考えることは、消費や投資を抑えて返済することである。金融機関であれば、貸し渋りをするようになるだろう。個々の行為は合理的であっても、全員が同じことをすると経済が停滞し、資産価格はさらに下落してしまう。その先には、バランスシートが更に悪化するという悪循環が待っている。いわゆる「合成の誤謬」を招いてしまうのだ。

バランスシート不況のふたつめの特色は、金融政策が機能しなくなることである。金利を下げて景気が良くなるのは、「金を借りたい」と思っている人がいることが前提である。国中の人が借金を返すことを考えている場合、ゼロ金利にしたところで貸し出しは伸びない。「流動性の罨」に近い現象が起きてしまうのだ。

新しい見方として、バランスシート問題を放置することにより、「ディスオーガニゼーション効果」を招くという説がある。これは通商産業研究所、特別研究官の小林慶一郎氏による最近の研究によるもの²。問題を先送りすることで企業の連鎖ネットワークが崩壊を起し、経済全体の潜在成長力が低迷してしまうという。危機的な状況を迎えた国や組織では、ときたま信じられないような失敗が相次ぐことが知られている。たとえば連邦崩壊後の旧ソ連経済では、90年代にGDPが半分になってしまった。いわば「末期的症状」みたいなものだが、それと同じような現象が90年代の日本経済に起きているという。これを解消することにより、潜在成長率は年率1.4%押し上げることが可能になる、と小林氏は指摘する。

ストック調整はどこまで進んだか

株で含み損を抱えた個人は、その株を「塩漬け」にしておくか、あるいはどこかで「損切り」するかのどちらかであろう。なるべくなら損切りして、その分のお金をほかのことに使ったほうが資産効率は良くなる。株券を塩漬けにしておく場合でも、取りあえずいくらで買ったかは忘れた方が賢明であろう。

企業や金融機関でも同じことである。不良資産は償却して、バランスシートから落としてしまふことが望ましい。日本の金融機関は、引当金を積むことで不良債権を温存する傾向があるが、債権の価値がますます下落した場合、終わりのない償却を続けなければならなくなる。そ

¹ いかに困難だったかは、本誌の1999年12月17日号（vol.44）「公的資金とは何だったのか？」で取り上げた。

² バランスシート政策の必要性（2000年9月）

れだったら債権放棄などでバランスシートを身軽にし、最初から「なかったことにする」方がずっと良い。

新しく導入されたキャッシュフロー決算を分析すると、上場企業の負債削減が進んでいることが読み取れる³。上場企業1784社（金融を除く）の2000年3月期の連結決算では、営業現金収支（27兆7395億円）から投資現金収支（16兆4714億円）を差し引いた純現金収支（フリーキャッシュフロー）黒字額は11兆2682億円になった。これは企業がその年に稼いだ、好きなことに使える手元資金を意味する。このうち、実に92%が借入金や社債の圧縮に充当された。配当や自社株消却、手元資金の積み増しなどには、ほとんど向かわなかった。このデータからは、**年間の稼ぎの9割を借金の返済にあて、せっせと資産をスリム化している企業の姿**が浮かんでくる。

問題は金融機関の方だ。公的資金が投入され、4つのグループへの再編も進んでいる。不良債権処理はどの程度進んでいるのだろう。

野村證券の銀行アナリスト、大久保清和氏の試算⁴によると、過去7年間（1993年度～99年度）の主要17行のクレジットコスト（不良債権処理や貸倒引当金繰入れなどに要した金額）は、47兆6000億円に達するという。しかし、17行の92年度末貸し出し額の総計は360兆4000億円。つまり全体の13.2%を処理したに過ぎない。

4大銀行グループのクレジットコスト

	過去7年のクレジットコスト累計（A）	92年度末の貸出額（B）	A / B	銀行計画 2000年度
みずほグループ	12兆9516億円	100兆6095億円	12.9%	2620億円
三井住友銀行	9兆3083億円	71兆3901億円	13.0%	4050億円
三菱東京グループ	7兆3631億円	60兆0961億円	12.3%	3200億円
三和・東海連合	8兆2887億円	63兆2827億円	13.1%	4150億円
その他	9兆6658億円	65兆0207億円	14.9%	2550億円
合計	47兆5775億円	360兆3991億円	13.2%	1兆6570億円

* みずほグループ = 日本興業銀行、第一勧業銀行、富士銀行、安田信託銀行

* 三井住友銀行 = さくら銀行、住友銀行

* 三菱東京グループ = 東京三菱銀行、三菱信託銀行、日本信託銀行

* 三和・東海連合 = 三和銀行、東海銀行、東洋信託銀行

* その他 = 中央三井信託銀行、大和銀行、あさひ銀行、住友信託銀行

これを4大グループに分けて計算したのが上の表だ。なんと**4大金融グループの処理額にはほとんど差がない**。それも12～13%台できれいに並んでいる。ここにはない長期信用銀行、日本債権信用銀行、北海道拓殖銀行などの惨状を思い出せば、もっと処理しなければならないところを、「横並び」で「先送り」しているのではないかと思えてくる。7兆円の資産のうち、5兆円以上の債権がグレーだったという日債銀はいささか特殊な例だったとしても、不良債権処理にスピードが不足している感は否めない。

³ 「上場企業、負債削減進む」（日本経済新聞2000年9月4日朝刊1面）

⁴ 「99年度決算を読む」（金融財政事情2000年6月19日号）

峠は本当に越えたのか

日本経済は設備投資中心の緩やかな回復過程をたどりつつある。この間に家計や企業は、少しずつストック調整を進めている。99年度は外資の日本株投資が伸びたことにより、147兆円にのぼる株式値上がり益がもたらされ、それが不良債権処理の原資となった。今年に入ってから、株式市場では持ち合い解消の売りが続いている。

マクロの日本経済の姿について、興味深い試算がある⁵。不動産や設備などの実物資産に対外純資産を加えた正味資産(国富)は、1990年末から99年末にかけておおよそ1000兆円が失われた。バブル崩壊後の地価下落などが原因である。1000兆円といえば、国内総生産の2年分に相当する。その一方、日本では貯蓄の増加額が年平均75兆円ある。貯蓄による穴埋め額が9年間で700兆円近くになったものの、99年末の時点でまだ435兆円の国富の目減りがある。あと6年で目減りはうまることになるが、その間にさらに地価下落が進む可能性も残る。

この話のスケールを縮小して、「年収500万円のサラリーマンが、80年代に買ったマンションのために1000万円の借金を背負い、毎年75万円のローンを払い続けて、まだ435万円残っている」という状態を考えれば、平均的な日本の勤労者の姿が浮かび上がってくる。2005年には身軽な体になれるとはいえ、これでは景気回復を素直に喜べないのは当然であろう。

その一方、「いちばんシンドイ時期はもう過ぎた」と楽観的に捉えることも可能である。国富評価額は、85年から90年末までに1400兆円も膨らんだが、99年末にはほぼ5年並みの水準にまで収縮している。これ以上落ちるとしてもたかがしれている。

実際に、地価が下げ止まりになっている、という指摘もある。野村総研のリチャード・クー氏は、バランスシート不況が第段階に入った可能性を示唆している⁶。たしかに路線価格などは前年比マイナスになっているが、そんな数字を見ていたのでは変化の瞬間を見逃してしまう。そこで、野村不動産が3ヶ月おきに集計しているデータを見ると、今年4月頃に比べ東京23区などの大都市圏の地価(住宅地)が下げ止まったかプラスに転じているという。資産価格が安定期に入れば、少なくとも不良債権や過剰債務の額が確定したと見ることができる。

バランスシート問題の処理が進んでいることを実感させるデータとして、倒産企業の増加を挙げることができよう。倒産企業の負債総額は、1989年には年間1.2兆円に過ぎなかった。それが90年代に入ってから、10兆円程度にまで急増した。今年は7月までですでに11兆円。これは大手百貨店そごうの約3兆円などという大物が飛び込んだせいもあるが、今年は史上最悪の20兆円に到達しそうな勢いだ。

財務内容が極端に悪化した企業を、銀行や親会社がいよいよ見放し始めたからである。これ

⁵ 「バブル崩壊地価下落のツメ跡、国富400兆円目減り」(日本経済新聞2000年8月30日)

⁶ 「マンデー・ミーティング・メモ」(2000年9月4日号)

⁷ 「負債総額20兆円、これで『正常化』へ」(週刊東洋経済、2000年9月23日号)

は失業の増加をもたらすという点ではマイナスだが、ストック調整の進展や企業の過剰設備、過剰雇用の解消という面から見れば、避けて通ることのできないプロセスである。「1994年時点で債務超過が認識されていた」百貨店が、その後6年間も生き延びた上に、新たに採算の取れない店舗も増やしていた、などという支援はこれ以上続けるわけにはいかない。そういった心理的なタブーはどんどん破られている。

つまるところ、バランスシート問題を解消するためには、ストック調整を地道に続けていくほかにはない。本当の意味で峠を越えたとはいえなくても、「心理的な峠を越えた」というのが実態ではないだろうか。

不良債権処理を進めるために

それでは、このバランスシート問題の解消を、政策的に加速するためにはどうしたらいいのだろうか。

まず**景気を失速させないことが最低条件**となる。1997年のような失敗を再現した場合、再び資産デフレが進み、そこからの回復は困難になるだろう。したがって民需を補完するために、財政出動を通じた需要の喚起はある程度避けられないと考えるべきである。

これに対しては、財政赤字がこれだけ膨れ上がっているのだから、新たな経済対策を積み増すべきではないという反論が予想される。国と地方を併せた借金は、90年度末の266兆円から99年度末には608兆円にまで肥大した。これは民間部門の赤字を、政府部門に移し替えているようなものである。政府の赤字は、最終的に家計が負担しなければならないのは当然の理屈である。それが増税によるか、ことによればインフレによるかは不明だが、バランスシート問題の究極的な解決のためには仕方のない道だと筆者は考えている。

金融政策はどうあるべきだろうか。ゼロ金利政策は、低金利による設備投資の喚起を狙うとともに、企業や金融機関の収益を拡大する狙いがあった。しかし**負債のコストが低下することで、かえって不良債権処理が遅れるという副次効果ももたらした** その意味でおそらく、「ゼロ金利は構造改革を遅らせる」という指摘は正しい。「景気を悪くしない」という政策目標は、その間に企業や金融機関がストック調整を進めるために正当化されるのであって、政府による総需要政策にあぐらをかいて、経営者が問題を先送りすることは許されない。8月11日に日銀がゼロ金利政策を解除したことは、この問題については正しい方向だといえよう。

さて、景気を維持するとして、実際に不良債権を抱えた企業に対しては何をすべきなのか。**ここ2~3年の法改正により、企業が債権を流動化したり、債務をリスト化する手法はずいぶん多様化された**。民事再生法によって破綻企業の法的処理が早くなったし、産業再生法によって企業の事業再構築に対する税制上の特例が認められた。その一方、SPC法、サービサー法などの成果はあまりよく分からない。

今後のテーマとしては、M & Aの円滑化や不動産の流動化により、不良債権を買う市場参加者を増やす必要があるだろう。外資系金融機関による不動産のバルク買いの中には、高いリタ

ーンを挙げている取り引きも出ているようだ。買い手が増えれば、それだけ取り引きされる債権の相場も上昇するはずである。

「司法インフラの整備」というテーマも浮上している。弁護士人口が少なく、裁判が長期化する現状の制度では、法的処理にコストがかかり過ぎる。破綻企業を処理する際に、司法手続きを簡素化、迅速化することが必要になってくる。

昨年春、産業競争力会議で多いに注目を集めた「デット・エクイティ・スワップ」も、再検討が必要ではないだろうか。金融機関が債権を放棄する代わりに、企業の株式を取得するというスキームである。議論が下火になってしまった最大の理由は、これを全面的に始めると金融機関のリストラ計画が根底から狂ってしまう、ということであった。しかし金融セクターの再生と産業セクターの再生は、足並みを揃えて実施しなければならない。金融界と産業界の利害が対立し、バランスシートの再生が遅れるようであれば問題である。

欠かせない金融セクターの再生

最後に残る重要課題は、金融システム不安の完全な払拭である。金融セクターの不良債権処理を徹底させるとともに、自己資本不足の金融機関に対する早期是正措置や資本注入が欠かさない。この点で昨年末から今年にかけて、「ペイオフ解禁の延期」「金融担当相の手心発言」など、金融庁の方針に後戻りがあったことは惜しまれる。

ところで金融機関に対する資本注入スキームは、原則来年3月までとなる。2002年4月からはペイオフも解禁され、公的資金枠も0兆円から20兆円程度に減額される予定である。ということは、このときまでに何がなんでも金融システムの安定を図らねばならない。

公的資金枠の推移⁸

勘定	2000年度	2001年度	2002年度以降
一般（預金者保護）	4兆円	6兆円	存続
特例業務	23兆円	23兆円	廃止
金融再生（国有銀行処理など）	18兆円	10兆円	廃止
早期健全化（金融機関への資本注入）	25兆円	16兆円	廃止
危機対応（ペイオフ解禁後の危機防止）		15兆円（新設）	存続
合計	70兆円	70兆円	6+15=21兆円？

最近の話題作、『通貨が墮落するとき』という小説では、2003年に公的資金70兆円は使い果たされてしまい、モラルハザードが蔓延し、日本経済はハイパーインフレに沈んでしまうという未来が描かれている。著者の木村剛氏は日銀OBの金融コンサルタントで、まさに警世の予言書的存在だといえる。例の「瑕疵担保特約条項」の問題点を指摘した部分など、その後の展開を見事に的中させているので油断がならない。

⁸ 「金融安定化公的資金枠、危機勘定15兆円」（日本経済新聞2000年8月31日）

< 今週の “The Economist” から >

"Euroshambles" September 16th, 2000 Cover Story

「修羅場の欧州」(p21-22)

* 石油高、ユーロ安のダブルパンチを受けている欧州。深刻な状況に対し、”The Economist”誌は英国というやや第三者的な立場から、大陸欧州の現状に鋭いコメントを寄せている。

< 要約 >

石油危機、燃料不足、道路封鎖、抗議運動、通貨の下落、政府の麻痺、高すぎる税金。欧州の現状はまるで70年代や80年代を彷彿とさせる。欧州大陸はまたも昔の硬化症に陥っているように見える。統一市場や新通貨、サッチャー流の改革などは幻だったのだろうか。

そうではない。たしかに新欧州の自信は揺らいでいる。燃料価格への抗議の広まりは、仏政府の妥協に責任がある。欧州のそこらじゅうで行列ができ、燃料価格への懸念と、米国に比べて高い税金への怒りが高まっている。それでも、他国が仏国の燃料税引き下げを真似しないのは賢明だ。環境やエネルギー政策の見地から、燃料に高く課税せよという声は強い。米国のガソリン税が低過ぎるという主張もある。双方とも、消費者への負担が重過ぎるということはない。燃料税が高い英国ですら、クルマのコストはここ25年間変わっていない。

欧州各国政府が論議すべき、OPECの石油カルテルとその背後の石油会社大手ではないか。燃料課税が目指すのは、何よりもガソリン消費を減らしてカルテルへの依存度を減らすことである。燃料税をまけろという声は民主的な論争ではなく、不法な街頭抗議で行われている。こういう行動に降参すれば、火に油を注ぐことになるのは、過去に何度も経験済みだ。

同様な失敗が見られるのは、弱いユーロに対する欧州政治家たちのうろたえぶりだ。単一通貨は失敗だった、欧州の病んだ経済は米国に取り残される、英国のユーロ懐疑主義が高まる、などの声が高まっている。ドイツではユーロ支持率が史上最低となり、今月末のデンマークの国民投票はユーロへの参加が決まるかどうか綱渡り状態である。

しかるに事実はユーロ悲観主義とは逆を示している。通貨の弱さは誇張されているし、ユーロの成功、不成功は対ドルレートによって決まるものではない。国際金融市場では、ユーロは債券発行の選択肢となった。ユーロ安の具体的な被害はないし、むしろ欧州経済の追い風となっている。向こう10年間、欧州が米国に決定的な遅れをとるとは思われない。

欧州の政治家はマスコミや市場を非難するのがお好きだが、むしろみずからを鞭打つべきだろう。ユーロはドルに挑戦できるほど強くなる必要はない。ユーロの真の意義は、域内の競争を強化することで成長を刺激し、構造改革を進めることにある。おかげでタブーだった税制改革もゆっくりと始まっている。欧州の経済や経営はうまくいっている。労働者の生産性も高まっている。問題は政治化が有権者に説明することができず、路上の抗議運動を恐れていることだ。これでは欧州の信認が揺らぐのも無理はない。

<From the Editor > ハードランディング待望論？

最近、若手の官僚や金融関係者と議論をして、「ハードランディング待望論」的な意見に接することが増えてきた気がします。たとえばこんな感じです。

「もう、日本経済は落ちるところまで落ちた方がいい。会社や銀行がバタバタつぶれて、失業率が10%を越えて、誰が見てももう駄目だという状況になれば、既得権の構造が打ち壊せるし、世代交代が進んで、改革への意欲も生まれてくるだろう」

このままぬるま湯状態が続いては、いたずらに時間を無駄にするばかり。どうせなら焼け跡から始めたいということのようです。いわゆる「閉塞状況」に長く身を置いていると、やけくそ気味になってしまうのかもしれませんが、あまり生産的な思考法ではないように感じます。少なくとも、そんなふうには思い込むことは精神衛生上よろしくない。

98年夏に小渕政権が誕生してから、景気回復最優先の現在の政策が始まりました。金融不安が高まるさなか、「ハードランディングなら誰でもできる」と言って宮沢蔵相が就任しました。それからもう2年。たび重なる景気対策やゼロ金利政策など、「何でもアリ」の大盤振る舞いが続きました。はたしてこれまでのやり方が正しかったのかどうか、疑問を感じることは少なくありません。とはいえ、ここで反省しても過ぎ去った時間が取り戻せるわけはなし。このやり方でとことんやってみるしかないだろう、というのが正直なところ。いわば戦略的楽観論とでもいいでしょうか。

それにしても、自分と同じような若い世代から「焼け跡待望論」を唱えるのを聞くのは、なんともやりきれない思いがしてしまうのです。

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。
日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL: (03)3588-3105 FAX: (03)3588-4832
E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp