

Contents

特集：株安と小泉政権の方針転換	1p
< 今週の”The Economist”から >	
"The Takenaka challenge" 「竹中氏の挑戦」	7p
< From the Editor > 「高校の同窓生」	8p

特集：株安と小泉政権の方針転換

9月30日、内閣改造によって第2次小泉政権が発足しました。大向こうの意表を突き、思い通りの組閣を仕上げた時点で、順風満帆とはいわないまでも、小泉政権の展望はかならずしも悪くはなかったはず。ところが今月に入ってから株価は一気に下落。10月7日には日経平均が終値で9000円割れし、当面の抵抗線と見られていた8500円もあっけなく割り込み、底値が見えない状態が続いています（本稿執筆時点、10月10日終値で8,439.62円）。長い間、騙しだましやってきた株式市場が、とうとうプツンしてしまったようです。

どこが間違ったのか。筆者はその原因を「アナウンスメントなき政策転換」にあったと感じています。小泉政権は今、何をすべきなのでしょう。

株安は世界同時現象

市場では、「竹中ショック」という評判がもっぱらだ。たとえば以下は10月10日の読売新聞朝刊から。

株価が大幅下落している背景は、「不良債権処理を加速する」とする政府方針に加えて、竹中経済財政・金融相の相次ぐ不用意な発言を受けて、経営再建中の企業の株価が下落を続け、それが主力取引銀行の株価下落に波及する悪循環に陥っているためだ。市場や金融界では「政策恐慌」を指摘する声も出ている。

とくに金融界などが反発しているのが竹中経財・金融相の発言だ。経財・金融相は4日付の米ワシントン・ポスト紙や、7日発売の米ニューズウィーク誌とのインタビューで、大企業や大手行も企業整理の例外ではないとの考えを示し、過剰債務を抱えた企業株の売りを加速させた。

経済担当大臣が金融担当大臣を兼務するとなると、これはもう「スーパー大臣」と呼んでさしつかえないだろう。経済政策と金融政策の司令塔を明らかにし、権限を集中したこと自体は間違っていない。しかし竹中大臣は準備不足だったようだ。9月30日に官邸に呼ばれ、「金融相を兼務してもらいたい」と告げられて驚愕したという。今回の組閣では、石破茂防衛庁長官などの人事は以前から決まっていたが、小泉首相も柳澤氏の交代だけは最後の瞬間まで迷った様子がある。しかし金融行政の長に求められる資質は、経済担当相（元の経企庁長官）とは本質的に違う。かくして度重なる「竹中発言」が市場を攪乱し、「マーケットを知らない」「立場をわきまえていない」などの批判を招くことになった。

他方、株安は日本だけで起きているわけではない。下の表のように、8月30日を基点にして計算してみると、ニューヨークやドイツの株価は日本以上の勢いで下げていることが見て取れる。とくに欧州系の金融機関は、海外の資産を流動化して本国に送金する、いわゆる「レパ取り」を行っており、それが日本の株安の一因となっているという見方もある。

世界同時株安の進展

	日経平均	NYダウ平均	独DAX指数
8月30日	9,619.30 (-)	8,663.50 (-)	3,712.94 (-)
9月10日	9,309.31 (-2.3%)	8,602.61 (-1.0%)	3,494.69 (-3.5%)
9月20日	9,481.08 (-1.4%)	7,986.02 (-7.8%)	3,065.73 (-17.4%)
9月30日	9,383.29 (-2.5%)	7,591.93 (-12.4%)	2,769.03 (-25.4%)
10月10日	8,395.54 (-12.7%)	7,533.95 (-13.0%)	2,733.19 (-26.4%)

* 終値ベース。()内の数字は、8月30日からの下落率。

どこまでが「竹中ショック」で、どこからが「世界同時株安」なのかは判然としない。確かなことは、非常に悪いタイミングで株安を招いてしまったということである。

金融システム安定化への条件

株価の下落は金融システムの不安定化、生保の経営不安、投資の減少、消費マインドの低下など、さまざまな経路で実体経済に影響を及ぼす。鉱工業生産指数、機械受注、通関輸出などのデータは、この夏も引き続き堅調に推移しているが、昨年末からの緩やかな景気回復局面は短命に終わることになりそうだ。

もともと金融界は、柳澤金融担当相の下で、数年がかりの不良債権処理というシナリオを描いていた。それをご破算にして、2004年までに片づけましょうというのだから、いわば長距離走を途中で短距離走に切り替えるようなものだ。しかも落伍しそうなランナーにはリタイアし

てもらいます、という。これではランナーが混乱するのも無理はない。一国の指導者が金融政策の転換を試みるときに、責任者の交代を行うというのは手段としてはまったく正しい。だが、交代をスムーズに進める配慮は欠けていたといわざるを得ない。

とはいえ、起きてしまったものを悔やんでも始まらない。焦眉の急は金融システムの安定化である。目先の危機管理を行うとともに、不良債権処理という難しい課題に腰を据えて取り組まねばならない。その際に何が重要かといえば、おそらくは公的資金の投入方法や補正予算の額といったことではないだろう。つまるところ、**「誰が金融行政を仕切るのか」というヒトの問題をはっきりさせることである。**

「金融庁に対する包囲網ができた」「財務省と日銀が手を握ったらしい」「自民党の抵抗勢力は"お手並み拝見"の構え」「減税は主税局の反対が強すぎる」など、さまざまな情報が乱れ飛ぶ昨今である。とにかく、経済政策のコントロールセンターをはっきりさせないことには始まらない。さもないと、従来の不毛な対立が続くばかりである。

願わくば「行革の土光さん」「住管機構の中坊さん」といった、国民的な支持の高い民間人を金融再生のキーマンとして起用するのが理想かもしれない。それが欲張りであれば、つまるところ竹中大臣を中心に団結していく以外にはない。互いに悪口を言い合って、これ以上時間を無駄にすることはできないはずである。

転換点はどこにあったのか

本誌の9月27日号「再考・不良債権処理問題」でも指摘したことだが、**小泉首相はこの夏のどこかの時点で経済政策の優先順位を変更している。**それまで関心を持たれていなかった「不良債権処理問題」の地位が急上昇したのである。

各種報道を総合すると、小泉首相の言動は以下のように推移している。

- ・ 8月7日、赤坂でエコノミストを招いた晚餐会。席上で「首相にとって金融はどうでもいい問題ですよ」「そうではないが、現時点では金融庁に任せている」。
- ・ 9月4日、中川秀直国対委員長が講演で、「不良債権処理は小泉改革の1丁目1番地」と発言。
- ・ 9月9日、経済財政諮問会議で金融システム改革と不良債権処理の重要性に言及。
- ・ 9月12日、日米首脳会談でブッシュ大統領に対し、不良債権処理の加速を公約。
- ・ 9月30日、柳澤金融担当相を更迭し、竹中氏を起用。

問題は、政策転換のアナウンスメントが行われていないことである。もともと小泉首相は、「構造改革なくして景気回復なし」といったスローガンは口にするが、構造改革のコンセプトや具体的なメニューについては多くを語ることがない。これまでの「構造改革」においては、「国債30兆円枠の堅持」がまず先にあり、次に郵政民営化、道路公団改革などの課題があった。これでは不良債権問題に取り組む余裕は生まれてこない。

「小泉構造改革」優先順位の変更

第一次内閣	第二次内閣	課題	具体策
		財政改革	歳出削減、増税、社会保障改革
		行政改革	郵政民営化、道路公団改革、官民役割見直し
		規制改革	規制の撤廃・緩和、経済特区構想
		金融システム改革	不良債権処理、株式市場の安定化

しかし第二次小泉内閣は、不良債権処理問題に優先的に取り組むことになる。この場合、他の順位も当然のことながら変動する。まず「公的資金を投入する」というからには、「国債30兆円枠」はもう有名無実になったも同然である。「ペイオフ解禁」も延長するのが当然だろう。その上で補正予算の議論も俎上にあがってくる。

おそらく9月30日を境に、「小泉構造改革」のポートフォリオは上記の表のように優先順位が入れ替わっている。ここを明確にしないと、経済政策の議論が混乱する。

第二次内閣のマニフェスト

ところで、小泉首相が自分の思考を書き下ろしている文書がある。それは内閣改造に当たって配布した「基本方針」。これは閣僚を登用するに当たっての「踏み絵」の役割を果たした。過去にこのような手続きを踏んだ内閣はなく、それ自体が自民党政治の前進といえる。

第二次小泉内閣の基本方針

昨年四月以来一年五カ月にわたって構造改革に取り組んできたが、これまでの経験と成果を踏まえて「改革なくして成長なし」との路線を確固たる軌道に乗せていく。このため、以下の方針に基づき、構造改革を進めていく新たな体制を構築する。

一、経済の活性化

これからの半年間で構造改革を加速させるための政策強化を行う。日本経済を取り巻く不確実性を除去し、政府・日銀一体となってデフレ克服に取り組み、平成十六年度には不良債権問題を終結させる。

二、行財政改革

肥大化した公的部門の抜本的縮小に引き続き取り組み、「官から民へ」「国から地方へ」の流れを一層加速することにより、活力ある民間と個性ある地方が中心となった経済社会を実現する。道路公団改革については、道路関係四公団民営化推進委員会の最終意見を尊重する。郵政公社を郵政民営化の第一歩として位置付け、その準備を進める。

三、外交

国際協調を重視しつつ、わが国の平和と安全を確保する。特に、北朝鮮との国交正常化交渉を再開し、地域の不安定要因の除去に努める。

この基本方針はもっと注目されていいだろう。基本方針の3ヶ条の冒頭にあるのが「経済の活性化」、という点に政策転換の鍵がある。「経済の活性化」は「行財政改革」に優先する。これが総理の意向であると明確に規定できれば、「補正予算を編成するか否か」「減税の規模は」などの議論での迷走を避けられる。

キーマンは竹中大臣、コンセプトは上記の基本方針、という2点を確認した上で、次の政策論議を始めるべきであろう。

不良債権処理の方法

そこで不良債権処理を行うとしたら、どういう手順で行うべきかという「あるべき論」について若干の私見を述べてみたい。

不良債権処理の手順

1. 不良債権の定義
2. 金融機関の決意
3. 血を見ること（企業倒産、失業の増大、社会の暗部との対決など）
4. （軍資金としての）公的資金の投入
5. 有権者の支持の確認
6. 経営責任の明確化

多少の手順前後には目をつぶるとして、最初に行うべきは「不良債権とは何ぞや」という定義でなければならない。「不良債権」という言葉には、一種の価値判断が含まれている。「景気さえよくなれば不良債権なんてなくなる」という意見も一部にはあるものの、それが日本経済にとって問題であるという認識は広く共有されつつある。そこを認めるならば、何が不良債権で何がそうでないかの線引きが必要となる。

よく言われるのは「過剰負債」である。負債総額が営業利益の何十年分にも相当する企業は、返済できないから不良債権である、という。しかし、負債がキャッシュフローの何倍であれば不良債権なのか、それは国や業種によって違いはないのか、あるいは企業の再生可能性をどうやって判断するのか、などの論点を詰める必要がある。これは当該企業には決められない。かといって、金融庁などの官庁、あるいは証券アナリストや格付け機関が決められる問題でもなさそうだ。渡辺善美衆議院議員が以前から主張しているように、「産業再生委員会」的な第三者機関に委ねるという手法もある。この点を決めておく必要があるだろう。

次に貸し手である金融機関が、相当な覚悟を固める必要がある。なにしろ、不良債権処理は楽しい仕事ではない。とくにトップとしては、最悪、自分の命を狙われるかもしれない。この点を軽く見るわけにはいかない。その辺の担保なしに、いたずらに銀行の背中を叩いても物事は進まないだろう。

「定義」と「決意」という問題をクリアしてはじめて、大型倒産なり、公的資金をどうするかという問題に進むことができる。そこを抜きにして、「象徴的な大型破綻処理が必要」とか、「どうやって公的資金を入れるか」などという議論を始めているのが現状である。全力疾走する意欲のないランナーに、スペシャルドリンク（公的資金）を与えても意味がない。コースを定め、短距離走を走る動機付けをすることが先決ではないだろうか。

今になってみると、柳澤前金融担当相が強固に公的資金投入に反対した理由が想像できるような気がする。「金融機関にはそれだけの覚悟がない」「実際に血を見るときに犠牲はいかに大きいか」を、誰よりもよく理解していたからではなかったか。とはいえ、金融行政のトップとしては、それを公然と認めるわけにはいかなかったのだろうか。

揺るがない政治基盤

さて、底無し of 株価が続いている現状では、本誌が9月20日号「日朝首脳会談の後で」で予想したような「臨時国会の冒頭解散」シナリオどころか、最悪、追い込まれ解散になってしまう可能性まである。

しかるに小泉人気の底堅さと野党の不人気を考えれば、「ポスト小泉はやっぱり小泉」になってしまう公算が高い。下記の世論調査では、「小泉さんは支持するが、自民党は支持しない」という層が4割を越えている。この勢力を敵に回したら最後、小選挙区選挙を勝ち抜くことはできない相談となる。「不況に強い小泉政権」はなおも健在なようだ。

フジテレビ「報道2001」による世論調査

小泉政権を支持するか

次の衆議院選挙ではどの党の候補者に投票したいか

	支持	不支持	支持 不支持	自民党	民主党	自民 - 民主	小泉 - 自民
10月6日	71.2	25.0	46.2	28.0	7.6	20.4	43.2
9月27日	70.8	26.6	44.2	29.4	9.8	19.6	41.4
9月22日	68.6	29.0	39.6	22.0	10.6	11.4	46.6
9月15日	63.2	34.0	29.2	24.2	13.0	11.2	39.0
9月8日	60.2	37.8	22.4	21.0	12.6	8.4	39.2
9月1日	52.4	45.4	7.0	20.4	13.4	7.0	32.0
8月25日	49.4	49.2	0.2	22.8	11.4	11.4	26.6
8月18日	46.8	50.8	-4.0	24.2	13.4	10.8	22.6
8月11日	45.0	51.8	-6.8	16.8	12.4	4.4	28.2
8月4日	47.8	50.0	-2.2	19.4	14.4	5.0	28.4
7月28日	46.6	48.2	-1.6	15.8	10.6	5.2	30.8
7月21日	53.2	43.4	9.8	18.8	9.4	9.4	34.4
7月14日	48.4	49.0	-0.6	16.8	12.6	4.2	31.6
6月30日	40.8	54.2	-13.4	20.8	11.4	9.4	20.0
6月23日	40.4	57.2	-16.8	18.2	11.6	6.6	22.2
6月16日	40.0	55.4	-15.4	15.2	11.4	3.8	24.8
6月9日	39.4	56.6	-17.2	19.0	15.6	3.4	20.4
6月2日	40.2	55.8	-15.6	21.0	13.8	7.2	19.2
5月26日	40.4	56.2	-15.8	17.6	14.8	2.8	22.8

* 首都圏の成人男女500人に電話調査 http://www.fujitv.co.jp/jp/b_hp/2001/chousa/chousa.html

< 今週の”The Economist”から >

”The Takenaka challenge”

October 5th 2002

「竹中氏の挑戦」 (P.69)

Finance and economics

*「スーパー大臣」という呼び声も上がった竹中平蔵氏の金融担当相起用。”The Economist”誌の評価も気になるところです。

< 要約 >

これは純粋な改革の始まりか、それとも期待だけ盛り上がった98～99年の再現なのか。9月30日、小泉首相は柳澤金融担当相を更迭し、多くの人を驚かせた。小泉首相の初の内閣改造は、金融改革を加速する機会に見える。後任の竹中平蔵は、経済担当相に金融担当ポストを兼務した経済学者。以前から前任者を批判し、銀行の経営は悪いと主張していた。そのため一説では150兆円といわれる不良債権を処理できるよう、公的資金の投入に積極的だ。一時的な銀行国有化もあるかもしれない。皮肉にも1998年に柳澤は、2つの銀行の国有化と16行に対する公的資金投入で名を上げた。だがそれから4年、銀行の経営は悪化している。

2005年3月までに銀行を健全にするにはどうしたらいいのか。RCCを使って公的資金を入れる。不良債権の買い取りは有利な条件をつけて、損失は納税者と銀行が分かち合う。

銀行の債権区分をより厳密なものにして、銀行が資本不足であることを明らかにし、公的資金を入れる。竹中はかねてから、案はモラル・ハザードを招くと強く反対している。

ロバート・フェルドマンは、銀行の貸し倒れは現状の2～3倍、25兆円はあると信じている。さらに40～50兆円という声もある。どちらにせよ、大量の公的資金がいる。銀行のTier1資本17兆円のうち、約半分は税効果会計による未実現利益。しかも9月30日時点で、銀行は3～4兆円程度の含み損も抱えている。ここから公的資金を除くと、ほとんど資本は残らない。

まず助けが必要と認めることが第一歩。それから信認を回復すること。政府の資金が必要ということは、国債が暴落して銀行の資産内容が悪化することを意味する。株価も下落しよう。10月2日には、急進改革派の木村剛がタスクフォースメンバーになることが報道され、日経平均は19年ぶりの安値となった。多くの企業倒産の恐れがあるからだ。

失業の増加懸念が政治家をおびえさす。不良債権の陰には不良債務者がいる。彼らは多くの場合自民党支持者であり、竹中は政治家の支持を得なければならない。また竹中は官僚の操作術も覚えなければならない。金融庁によれば、15兆円の危機対応資金がある。ただし自発的な注入は難しい。銀行は経営が危ないと見られたくないからだ。銀行に厳しい条件を突きつけるには新法が必要であり、それには時間がかかりそうだ。

一時国有化も容易ではない。金融改革が長引いている。小泉と竹中は、政治家や官僚、有権者の支持を得られるだろうか。すでに竹中はペイオフ解禁を遅らせることで、自民党守旧派を喜ばせている。98～99年の失敗は繰り返されるかもしれない。当時に比べれば、株価は安く、企業は脆弱で、公的債務は増大しており、世界経済は不調なのである。

< From the Editor > 高校の同窓生

いやあびっくりした。大金星を挙げたシンデレラボーイが「1959年富山市生まれ、43歳」というから、60年富山市生まれの筆者はあごが外れそうになりました。今年のノーベル化学賞を受賞した田中耕一氏は、同郷の同世代人。しかもよくよく新聞記事を見ると、「目立たない生徒だった」というコメントを寄せている「高校時代の恩師、Fさん」とは、筆者が1年生のときの担任ではありませんか。県立富山中部高校の1年先輩、ということは、高校時代にどこかですれ違っていることは確実です。高校の先輩の偉大な業績に、心から拍手を送りたいと思います。

実はわれらが母校は、最近はもう一人の「ときの人」を生んでおります。それは日銀OBの金融コンサルタント、木村剛K F i 代表(40歳)。こちらは2年後輩なので、やはり同時期に高校にいたことになる。かねてから不良債権処理問題で歯に衣着せぬ発言で知られ、金融庁の天敵といわれておりましたが、このたび竹中金融担当相が、金融分野緊急対応戦略プロジェクトチーム(PT)のメンバーに指名。「タケナカ・キムゴー」コンビは金融界を文字どおり震撼させています。

地味な田舎の地味な学校から、よくまあこんな「大物」が若くして誕生したもので、今頃、郷里は大騒ぎでしょう。同窓生の活躍は卒業生全体の誇りですが、間に挟まれた同世代人としても、これを刺激に頑張らねばなりませんね。

そういえば筆者も今週で42歳となりました。いわゆる「後厄」です。今後ともご支援のほどを。

* 来週は出張のため本誌をお休みします。次号は10月25日(金)にお届けします。

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、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井総合研究所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にてお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.niri.co.jp>

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com