

経済のグローバル化と日本経済

糸井重夫

目次

I. はじめに

II. 経済相互依存関係の深化と国際経済の変容

1. ニクソン・ショックと金融経済
2. 国際通貨システムの変容

III. 金融機関規制の国際化と日本経済

1. BIS規制下の銀行行動
2. 銀行行動の変化と日本経済

IV. デフレの進行とマクロ経済政策

1. インフレターゲット論の有効性
2. 経済のグローバル化とデフレ経済

V. おわりに

I. はじめに

21世紀初頭、わが国はバブル崩壊以降の金融システムの不安定要因を抱えながら、かつて経験をしたことのないデフレ経済の中で喘いでいる。失業率は上昇し、財政赤字は戦後最悪を記録し、将来の希望が持てない経済状況の中で、経済の潤滑油・血液である資金を供給する金融機関は、一方では巨額の不良債権を抱え、他方ではBIS規制を足枷として、きわめて困難な経営に直面している。また、低価格商品の輸入急増によって、国内産業は農産物や製造の分野で海外との熾烈な競争を強いられている。そして、この金融システム不安と低価格商品の海外からの攻勢という両者が相まって、日本経済はデフレの進行と雇用環境の悪化というかつてない状況下にある。そこで本稿では、不況に喘ぐ日本経済の問題を、1970年代以降、急速に進展した国際的な経済相互依存関係の深化との関わりの中で捉え、整理する。

II. 経済相互依存関係の深化と国際経済の変容

1. ニクソン・ショックと金融経済

1944年7月、米国ニューハンプシャー州ブレトン・ウッズにおいて、連合国44ヶ国による戦後の国際通貨制度に関する国際会議が開催され、為替レートの安定と自由貿易に関する取り決めが行われた。その結果、短期的資金を援助する国際通貨基金（IMF）と長期的資金を援助する国際復興開発銀行（IBRD）が創設された。また、米国への金の集中を背景として、このブレトン・ウッズ体制の下で、ドルは金とならば国際通貨の地位を与えられ、ドルを基軸通貨として各国の通貨価値を連動させる金・ドル為替本位制が確立することになった。そして、金とドルの交換率を1オンス＝35ドルと定めて金との交換（金兌換）を保証するとともに、各国の通貨価値を固定して為替相場の変動幅も平価の上下1%以内に維持することが求められたのである。

このように、ブレトン・ウッズ体制の下で米国ドルは金との兌換を義務付けられており、各国通貨もこのドルにリンクしていたのであるから、国内通貨の金価値を超える過剰発行は抑制されるはずであった。しかしながら、1950年代の急激な経済拡大に伴う原油の輸入と1960年代のベトナム戦争の遂行により、米国経済は財政赤字の拡大と貿易収支の悪化が顕著になり、この双子の赤字に伴うインフレ圧力によって、ドルへの信用度が急激に低下してくる。また、他方では、日本やヨーロッパ諸国は経済復興を遂げ、保有するドルにより金兌換を要求してくるようになる。その結果、米国の金保有量は大战直後の半以下にまで急低下し、1971年8月15日、米国政府はついに金兌換を一方的に停止してしまう。そして、信用を失ったドルは市場で大量に売り浴びせられ、ドルの大暴落を引き起こしたのである。結局、この金兌換の停止による金・ドル為替本位制の崩壊と共に、基軸通貨である信用度の高いドルを流通させることによって、戦争で疲弊したヨーロッパや日本の復興を図ったブレトン・ウッズ体制は崩壊し、先進各国は変動相場制へと移行していくことになったのである。

さて、このような金融経済が進展する中での変動相場制への移行は、金融経済の進展に

伴って国際金融市場をより不安定なものにすることになった。すなわち、金融経済の進展は貯蓄（投資）資金の巨大化を招くが、この巨大化した貯蓄（投資）資金が国際間を急激に移動することにより外国為替相場を激変させ、この為替相場の急激な変動が各国の実体経済に強い影響を与えるという連鎖の構図ができあがったのである。つまり、外国為替相場の急激な変化は、一方では金融機関等の機関投資家にとっては格好のビジネス・チャンスであり、機関投資家は当然このチャンスを利用して利益を上げようとするであろうし、場合によっては自らの行動によって相場を変動させて利益を確保しようとするであろう。しかしながら、他方では、為替相場の変動によって利益が左右される輸出入企業にとっては、為替相場の急激な変動は死活問題となる。さらに、この資金移動に影響を与える他国の財政金融政策のあり方は、自国経済にとっても重要な意味を持つようになる。したがって、1980年代以降、経済の持続的な安定成長を維持するために、この外国為替の急激な変動に伴う自国経済への悪影響を如何に回避するかが重要な問題となってきたのであり、そのために外国為替市場への協調介入や単一通貨の導入が積極的に議論されたのである。その意味では、金融経済の進展過程での変動相場制移行が、各国の経済を、金融的側面の変化が実体経済に強い影響を与える経済に変質させたと考えられ、また、外国為替相場の変化を通して各国経済が相互に影響を受けるという、金融面での相互依存関係をより深化させたことを意味していたと言えよう。

固定相場制下においては、通貨当局は、自国通貨と他国通貨との固定レートを維持するために常に国際金融の動きに応じて通貨量を調節し、国内金融が国際金融に引きずられるという側面を持っていた。しかしながら、変動相場制へ移行したことによって通貨当局は、固定相場制下におけるこのような不胎化政策から開放されて主体的に金融政策を実行できることになった。その意味では、各国の通貨当局は自国の経済のために裁量的に金融政策を行えることになり、政策当局は財政政策と組み合わせて裁量的な財政金融政策を積極的に展開できる環境になったといえる。ところが、金融経済が進展して投資資金の国際間移動が巨大化するようになると、外国為替相場が資本移動に伴って急激に変動し、各国の実体経済が強い影響を受けるという為替リスクの問題が発生してくる。そして、自国経済、ひいては世界経済の持続的な安定成長のためには、この外国為替相場の安定が重要な意味を持つようになる。それゆえ、各国の通貨当局は、この外国為替相場を安定させるために自身の政策態度の変更を迫られる場面に直面するようになる。すなわち、巨大化する国際間の資金移動に起因する外国為替相場の急激な変動に対して、これを効果的に是正するために、各国の通貨当局は協調して外国為替市場へ介入することが求められるようになるのであり、このことが後に検討するような、国際的政策協調体制の成立や単一通貨の導入といった、1980年代以降の国際通貨システムの変容と再構築への引き金になっているのである。

さらに、日本経済に対しては、変動相場制への移行は、それまでの外需に依存する輸出投資主導型の経済成長の限界を示すものとなった。すなわち、戦後わが国は、外貨であるドルを獲得するために、米国に集中豪雨的に輸出して獲得したドルで石油等の原材料を購入し、これを原料に国内で生産・加工して再び米国に輸出するという典型的な加工貿易をしてきたが、獲得した外貨は原材料の購入に使う必要があったため、それ以外の外貨流出には外国為替管理法等で厳しい制限を設け、関税等により輸入を事実上制限していた。そ

の結果、米国との貿易では必然的に経常収支は黒字になっており、また固定相場制の下では安くて良い製品を生産すれば輸出企業の利益は確保されていた。しかしながら、変動相場制への移行により、経常収支の黒字は円高要因となるため、わが国輸出企業が輸出をすればするほど円高が進行し、自身の利益を減少させてしまうことになった。そして、このことが、わが国の製造業の海外移転の原動力の一つになったのであり、わが国経済のグローバル化と産業構造の転換の一要因になったのである。いずれにしても、この変動相場制への移行により、それまでの輸出投資主導による経済成長が困難になったわけであるが、わが国の場合、内需主導型の経済成長への移行が遅れその後も外需主導の経済成長が続いたため、円相場は1970年代から1990年代半ばまでの30年の間、1ドル360円から80円台へと一貫して円高傾向で推移し、産業の空洞化や内外価格差の問題を惹起させてきたのである。

2. 国際通貨システムの変容

さて、上記のように、ニクソン・ショックによる先進各国の変動相場制移行は、一方では金融政策の相対的な重要性が高まることを意味しているが、他方では国際間の資金移動の巨大化に伴う外国為替相場の急激な変動の顕在化を意味していた。それゆえ、先進各国は、外国為替相場安定のために市場介入を求められ、また為替変動リスクを根本的に回避するための通貨統合を行ったのである。したがって、1970年代のブレトン・ウッズ体制崩壊後の国際通貨システムは、それまでとは大きく異なってしまったことを意味している。そして、1980年代以降は、金融経済の進展に伴う外国為替相場の急激な変動を是正し、持続的安定成長を如何に達成していくのが各国の課題になったのであり、国際通貨基金（IMF）の改革を含めて21世紀の国際通貨システムのあり方が問われているのである。

そこで、変動相場制への移行後の国際経済の変容を整理すると、第1に、経済相互依存関係の深化の問題、第2に国際金融機関のあり方の問題、第3に、ドルに依存した国際通貨制度のあり方の問題、第4に国際的統一基準導入の問題を惹起させることになった、と整理できる。以下、これらの点について整理する。

まず第1に、金融経済が進展する中での変動相場制移行は、金融的側面での相互依存関係を深化させた。現在の変動相場制は、各国の金融政策のあり方が外国為替相場の変動を通して他国経済に強い影響を与える制度であり、財・サービスの分野だけではなく、金融の分野においても国際的な相互依存関係を深化させる要因になっている。そして、金融経済の進展に伴う貯蓄資金の巨大化とその運用方法の多様化は、外国為替市場の混乱要因をますます増加させ、この自国経済への悪影響を回避するための各国の政策的・制度的相互依存関係をも深化させてきている。すなわち、外国為替市場での急激な変動は、プラザ合意による国家間の政策協調体制の成立や欧州での単一通貨ユーロの導入という国際通貨システムの再構築を促したのである。その結果、自国の経済政策が他国の経済政策に影響を受け、また相互に連携して政策運営を迫られる場面がプラザ合意以降顕著に見受けられるようになった。また、欧州では、外国為替相場の急激な変動を抜本的に回避するシステムとして、欧州域内での単一通貨の導入に踏み切ったのである。

第2に、国際的資金移動の巨大化は、発展途上国を中心として外国為替相場の急激な変動による国家破綻の問題とともに、経済再建に関わる国際金融機関のあり方の問題を惹起させた。すなわち、1990年代のアジア通貨危機の際の国家破綻では、インドネシアに見られたような国際通貨基金（IMF）のコンディショナリティーの問題が政権交代等の国内の混乱を招き、また、マレーシアでは資産凍結による混乱を招いた。これらのことは、国際金融機関からの資金援助に対して設定されるコンディショナリティーが、事実上破綻国の経済政策になることを意味しており、経済政策に対する国家主権との関係で問題を残すことになった。また、その後のロシアの通貨危機やアルゼンチン等の南米の通貨危機等においても同様の問題が提起されており、国際通貨システムの再構築とともに国際金融機関のあり方が問われているのである。

第3に、現在の国際通貨システムの問題点は、米国の国内通貨であるドルが基軸通貨として流通している点にある。つまり、基軸通貨である米国ドルの価値の安定を名目に、各国が米国の経済政策に引きずられる可能性があるのである。1985年のプラザ合意以後の国際金融の状況は、まさにこれを示すものであった。そこで、欧州では、米国に対抗しうる経済圏を構築して欧州連合諸国の持続的な経済成長を促すと共に、為替変動リスクを回避して米ドルに対抗しうる国際通貨（基軸通貨）を創出するために、単一通貨ユーロの導入が求められたのである。

第4に、国際間の巨大な資金移動の担い手である金融機関を如何に規制・監督していくのかという問題がある。すなわち、国家間の経済相互依存関係が深化するのに伴って、国際金融市場が一体化し、他国の金融機関の破綻が自国の金融機関や金融システムに悪影響をおよぼす可能性が増大してきている。したがって、国際的に活動する金融機関については、国際的に統一された共通のルールに基づく規制・監督制度の構築が不可欠であり、また、国際的に活動する企業についても、投資対象企業の評価資料の共通化・平準化の観点から、会計制度の国際的統一が要請されてくる。このような、企業活動のグローバル化・ボーダレス化を背景として、現在国際決済銀行（BIS）の自己資本比率規制や国際会計基準（IAS）等の国際的な共通ルール・国際統一基準の各国への導入が漸次行われているのである。

以上のように、ニクソン・ショック以後の国際経済は、変動相場制への移行に伴って金融的側面が実体経済に強い影響を与える経済に変質した。そして、金融的側面で国際的経済相互依存関係がさらに深化することによって、一方では、この外国為替相場の急激な変動に如何に対処するか、また他方では、グローバル化・ボーダレス化した国際金融市場で活動する金融機関を如何に規制・監督していくのが重要な課題になってきているのである。そして、1970年代以降の日本経済を振り返ると、1970年代から80年代にかけてのラテン・アメリカでのデフォルトに始まって、1985年のプラザ合意以後のドル防衛のための超低金利政策とバブル発生・崩壊、1990年代の不透明な金融行政に起因するジャパン・プレミアムの発生や、BIS規制の下で膨大な不良債権を抱える主要行の経営不振と貸し渋り・貸し剥がし等、金融的側面の問題がわが国の実体経済に悪影響を与え、国際金融の動向に日本経済が強く影響を受けるようになったと言えよう。

さて、上記第4の問題点はミクロ・レベルでの制度的問題点であるが、次節では、バブル崩壊後日本経済回復の足枷になってきたBIS規制について考察することにしよう。

III. 金融機関規制の国際化と日本経済

1. BIS規制下の銀行行動

国際決済銀行（BIS）の自己資本比率規制（BIS規制）は、旧西ドイツのヘルシュタット銀行の経営破綻を契機に、1970年代半ば以降強化されてくる。当時の国際金融は、オイル・ショック後の世界同時不況とニクソン・ショックに伴う変動相場制移行の時期であり、一国の金融システム不安が国際金融市場を通して他国の金融システムを不安定化させる懸念があった。そこで、先進各国は、民間銀行の経営健全化と安定性確保のために自己資本の充実を注意を払うようになった。そこで、英米等の先進国ですで行われていた自己資本比率規制を基礎に、1988年6月、国際決済銀行の銀行監督委員会において、国際的に業務を行う銀行を対象にした国際統一基準としての自己資本比率規制の枠組みが合意された。翌7月の国際決済銀行総裁会議でも同合意が支持され、信用リスクを考慮した最低自己資本比率に関する国際統一基準の導入が決定された。そして、現在、この88年合意をより実態に則しつつ実効性のある規制とするために、「自己資本に関する新しいバーゼル合意」が公表され、その導入を目指して各国で調整が行われている。

わが国におけるBIS規制の導入は、1998年4月から導入された早期是正措置に盛り込まれ国内法化された。同措置は、表1のように、国際業務をおこなう金融機関に対しては最低自己資本比率を8パーセントとしてBIS規制に準拠させ、国内業務のみを行う金融機関に対してはこれを4パーセントとし、それぞれこの最低自己資本比率を切った場合には、3段階に区分された自己資本比率に応じて早期是正措置を金融当局が実行できることとした。

ところで、BIS規制により自己資本比率を最低8パーセントにするということは、自己資本が8億の場合には、リスク・ウェイトによる加重総資産を100億以下に抑制しなければならないということである。したがって、金融機関は自己資本量により自らの業務量を制限されることになり、第一に、自己資本を如何に増加させるか、第二に、限られた資金量で如何に効率よく利益をあげるか、第三に、自己資本比率規制に関係しない分野で如何に収益をあげるか、という三点が金融機関経営の最大の関心事となる。その結果、銀行経営はそれぞれに対応して、増資を視野に入れた株価重視の経営、企業選別による資金の効率的運用重視の経営、企業結合規制や業務分野規制の緩和による多角化・多様化重視の経営に転換を迫られることになる。

まず自己資本増加の観点から、金融機関経営においては、自己資本増加のための増資と内部留保の増大、特に自己資本増加対策としての増資が重要な位置を占めるようになる。そしてこのことは、経営戦略上増資を円滑に行うために、株価の動向が金融機関経営にとって重要になってくることを意味している。すなわち、増資が数年に一度の行われる程度の場合には株価への影響はさほど重要ではないが、業務拡大のための増資が頻繁に行われるようになると増資を円滑に行うために株価の動向が重要な意味を持つようになり、さらには保有企業に対する配当利回り等についても配慮する必要があるであろう。そして、当然、優先株、劣後債等が多用されてこよう。したがって、金融機関経営上、株価対

策や株主対策が重要な要素になってくると考えられる。

次に、効率的資金運用という観点から見ると、自己資本比率規制の強化により、金融機関は少ない資金で効率的に利益をあげなければならなくなる。また、自己資本比率規制による資金の効率的運用上、大口で利鞘の薄い企業への貸し出しを抑制しようとする圧力と、ハイ・リスクではあってもハイ・リターンを期待できる企業への貸し出しを増加させようとする圧力が常に存在するため、貸出先企業の選別が促されることになり、資金のリスクを考慮した最適配分を考慮する必要が出てくる。そして、金融機関は、国債やその他の公共債、株式や一般貸出等の取引相手先の相対的な信用リスクに基づいたリスク・ウェイトを考慮しつつ、資産項目のバランスを考えて資金運用を行うようになる。さらに、リスク・アセットの枠以上の借入需要に対応するために、在来の貸出を有価証券化し、売却する手段を多用することによって、リスク・アセットに対するセキュリティ化が進展すると考えられる。

そしてさらに、自己資本比率規制に関係しない分野で如何に収益をあげるかということについては、手数料その他のオフ・バランス・ビジネスや利鞘が大きく収益性が高いリアル・ビジネス、ノンバンク・ビジネス等の金融周辺分野の重要性が相対的に増大し、様々な金融分野への参入要求が高まってくるとともに、大手銀行と中小の銀行及び他の金融機関との競争をさらに激化させることになる。わが国の場合、銀行の他の金融分野への参入については、企業結合規制の緩和に伴う金融持株会社の解禁により容易になるが、今後は業務分野規制の漸進的緩和により銀行と証券とを組み合わせたとようなハイブリッド型の新たな金融商品の開発や、新たな金融サービスを提供することによって利益をあげるような経営体制の構築が促されることになる。

2. 銀行行動の変化と日本経済

上記のように、BIS規制の導入は、わが国の銀行行動を大きく変化させるものであるが、同規制の対応に迫られた邦銀の行動が、日本経済にどのような影響を与えているのかについて、以下検討することにしてしよう。

まず第1に指摘できるのは、個々の金融機関（銀行）の健全性確保のためのBIS規制が、実体経済を金融的側面から不安定化させてしまうということである。わが国のように自己資本を含み益に依存している状態でBIS規制を導入した場合、景気が加熱している時には株価の上昇に伴う貸出増加によって景気をさらに加熱させ、景気が後退している時には株価の下落に伴う貸出の抑制（貸し渋り・貸し剥がし）によって景気をさらに悪化させることになり、金融的側面から景気変動をより激しいものにしてしまうという側面を持っている¹⁾。つまり、株式持合比率の高いわが国においては、BIS規制の導入によって銀行行動が景気の先行指標である株価の変動に応じて規定されるという側面を持っている。さらに、この呪縛から抜け出そうとして株式持合の解消に動けば株価の下落を招き、自己資本の低下に伴って貸出を抑制せざるを得なくなり、いわゆる貸し渋り・貸し剥がし現象を引き起こすことになる。それゆえ、銀行の株式放出（持合解消）は徐々に進めざるをえず、この間貸出も増加させることはできないわけであるから、景気低迷が長引くことになる²⁾。さらに、この景気低迷が不況型倒産を増加させ、それに伴って銀行の不良債権も増

加し、銀行経営をさらに圧迫することになる。したがって、株価下落等の資産デフレが進行する現状においては、BIS規制に対応した銀行経営が金融の面から日本経済に悪影響を与えることになろう。

このように、わが国の場合には、銀行の健全経営を企図したBIS規制の導入自体が、銀行行動を株価に連動したものにするとともに、長期の景気低迷をもたらしつつ銀行経営を不安定化させる側面を持っているのである。したがって、このようなジレンマから抜け出すためには、銀行の株式保有割合を低下させ、銀行の株式放出に伴う株価下落をくい止める施策を講じる必要がある。そこで、これまで、自己株式取得規制の緩和や日本銀行による銀行保有株式の直接買い取り等、銀行の株式持合解消に伴う株価下落を抑制する対策が実施されてきたのである。まず、1998年に実施された自己株式取得規制の緩和は、短期的には、バブル膨張期のエクイティー・ファイナンスによって増加した自己株式の取得・消却を認めることによって市場での株式の需給関係を改善し、株価の下落に歯止めをかけようとしたものであり、長期的には成熟産業部門から新規成長産業部門への資金移動を容易にし、効率的な資金配分の適性化を図ったものである。また、2002年から実施された日本銀行による金融機関保有株式の直接買い取りは、金融機関が株式を市場で売買することによる株価下落を回避するためにとられた施策である。

さて、BIS規制の日本経済に与える影響の第2の点は、上記の株式持合解消とともに、自己資本比率を高めるための優先株等を用いた増資行動により、これまでの旧財閥を継承した銀行を中心とするグループ化の解体と、国境を越えた資本提携が促されるということである。すでに、旧都銀13行は、旧財閥の垣根を超えて4大金融グループに再編されているが、この4大金融グループは、現在外国資本との提携をも視野に入れつつ自力再生の道を模索している。たとえば、みずほフィナンシャルグループは、2003年1月、政府の金融再生プラン（通称「竹中プラン」）を先取りするように1兆円の資本増資を柱とする経営改善計画を発表した。これは、2002年秋、金融分野緊急対応戦略プロジェクトチームが資産査定の厳格化、自己資本の見直し、ガバナンス（企業統治）に関して検討していた際に浮上した、将来還付される税金を自己資本に組み込む税効果会計の大幅見直しに対して、資本注入に伴う銀行国有化回避に向けて主要行がとった苦肉の策の第1段と言える。

税効果会計は、不良債権処理に伴って前払いした税金が将来戻ってくるの見込んで、その戻り分を資産と認定し、自己資本に算入する会計処理で、国際的に認められた会計処理である。わが国では1999年に導入され、その規模は2001年度末で大手銀行で約8兆円にのぼり、資本金、資本準備金等で構成される中核自己資本の約半分に達している。仮に、政府案で会計見直しを行うと、4大金融グループの自己資本比率は、国際的に業務を行う金融機関に対する健全性の指標である8%を割り込み4-7%に低下する。そこで、この資本不足分を公的資金で埋め合わせ、同比率を10%台に回復させるためには、約6兆円の資金が必要になり、貸し出し抑制等の資産圧縮で行えば100兆円近い急激な資本収縮が起きる。そこで、政府は大手銀行の優先株を引き受けることによって資本注入を行い、財務内容の強化・経営の健全化を図ろうとしたのであるが、大手銀行首脳は、政府が優先株を普通株に転換することによって事実上銀行を国有化することを懸念し、これに反対したのである。

このような政府の動きを牽制するように、4大金融グループは、自力再生の道を市場に求め、内外の企業の優先株引き受けによる増資に動いたのである。表2は4大金融グループの経営改善策であるが、三井住友銀行は米国ゴールドマン・サックスから1500億円、UFJ銀行は米国メリルリンチから約1000億円の優先株引き受けの合意を得、外国資本による財務体質の強化を図ろうとしている。そして、4大金融グループが、一方では外国資本との提携を含めた増資により財務体質の強化を図り、他方では株式持合解消と不良債権処理を一挙に行うという経営戦略は、まさに増資等の自己資本の増強と株式の含み益に依存しない経営という、BIS規制に対応した経営戦略であると整理できる。

第3の点として、時価会計による効率的な資金運用を迫られた銀行は、企業査定を厳格に行わざるをえなくなるとともに融資先企業の選別を厳しくすることになる。その結果、銀行が健全経営の建前からリスク回避行動をとった場合には、優良企業へ資金が集中することになりロー・リスク、ロー・リターンとの関係から銀行の収益は圧迫されよう。そこで、銀行は、ハイ・リスクではあってもハイ・リターンの見込めるベンチャー企業への貸出を増加させていくと考えられる。また、取れる企業から取るという戦略を採った場合には、優良な中小企業の利益を圧迫する可能性がある。すなわち、巨大優良企業の場合には、利鞘確保のために貸出金利を引き上げると取引銀行を移される可能性があるため、貸付金利を低水準に維持せざるを得ず、また不良債権化しそうな中小企業の場合には、貸付金利の引き上げは不良債権の顕在化を引き起こすため、やはり貸付金利は引き上げることができない。したがって、優良中小企業に対する貸付金利の引き上げによって利鞘を確保せざるを得ず、結果として優良な企業を金融の面から圧迫することになる³⁾。

さらに、効率的な資金運用は、これまでのような土地を中心とする有担保原則に基づく融資行動を変質させ、特許等の知的財産権等を考慮した複眼的な融資行動を促すことになろう。すなわち、これからの日本経済は新しい次世代の産業育成が求められており、そのような新規企業は資産が乏しいのは当然なのであるから、これまでのような土地を中心とした有担保原則は是正される必要がある。それゆえ、起業家が資金調達をしやすい市場づくりとともに、銀行の融資行動も変容を迫られることになろう。そして、そのためには銀行の融資審査能力の向上とリスク管理の徹底が不可欠となり、企業情報の開示（ディスクロージャー）がリスク評価と企業選別の面から、また銀行の融資行動の面から極めて重要になってくる。また、このディスクロージャーは、国際金融市場や国内金融市場での金融機関自身の評価にも関係しており、先に考察したBISの「自己資本に関する新しいバーゼル合意」でもその整備の必要性が盛り込まれている。したがって、今後は金融機関のより一層のディスクロージャーが求められることになろう。

第4の点として、銀行は、自己資本比率規制に関係しない分野での業務の拡大と、そのための経営の多角化・多様化を促進させることになろう。先の独占禁止法の改正に伴う金融持株会社解禁や、1998年12月の投資信託の銀行窓口販売の解禁等は、これら銀行行動の変化に対応してなされたものと整理できる。このような企業結合規制の緩和と業務分野規制の緩和傾向は世界的な流れであり、米国においてもグラス・スティーガル法を改正して金融機関の総合金融サービス業が可能となり、欧州においてもユニバーサル・バンキングをさらに進めて保険業も可能とするアルフィナンツが議論されている⁴⁾。

このように、企業結合規制と業務分野規制の緩和がさらに進み、債権の証券化等のセキ

ユリタリゼーションの進展によって新商品の開発が促されてくると、金融取引はますます複雑なものになる。さらに、国際的な資本提携や業務提携が頻繁に行われる場合には、これに対応した規制・監督体制の整備が不可欠になる。しかしながら、わが国の場合には、米国の専門スタッフによる金融機関の検査・監督体制に比べて質量共に不十分であり、今後ますます複雑化する金融取引に対応できる専門スタッフの育成が要請されることになる。また、経済相互依存関係が深化した現状では、巨大な国際的資金移動を監視し、外国為替相場の急激な変動を未然に防ぐという観点からも、国際的な規制・監督体制の整備が求められることになる。

以上のように、BIS規制の導入は、自己資本増加対策として株価対策や株主対策の必要性を増大させるとともに、わが国のように自己資本が有価証券の含み益に依存している場合には、銀行経営上株価の動向がきわめて重要な意味を持ち、この株価の変動に伴う自己資本の増減に応じて分母の総資産の項目を見直さざるを得なくなる。そして、株価が低迷している場合には、自己資本の減少と金融機関の経営悪化に伴う貸し渋り等により、クレジット・クランチの危険性を増加させることになる。したがって、金融機関は、自己の株式の価格維持とともに株式市場全体の株価維持に関心を払うようになり、また自己の債権の流動化・有価証券化手法を多用すると考えられる。他方、企業は、これまでのように銀行からの融資を容易に受けられなくなるため、資本市場での自己の評価に基づいた資金調達を増加させると考えられ、このような両者の行動を通して資本市場の拡大は促進させることになる。

さらに、BIS規制の導入は、これまでのような預金量重視の量的経営から、健全経営と効率的経営による質的経営への転換を邦銀に迫ることになる。そして、このような銀行経営の転換が、株式持合行動、メインバンク・システム、企業系列・グループ化といった、これまでわが国に特徴的であった銀行と企業との関係をも変質させてきているのである。戦後、わが国の金融機関は、金利規制と業務分野規制下で、預金量をいかに伸ばすかということを中心とした最大の関心事として薄利多売的な営業を行うとともに、企業と銀行との関係においては融資関係を柱としたメインバンク・システムを構築してきたが、自己資本比率規制の導入により、今後は限られた資金量でより高い収益をあげる経営戦略を迫られるため、融資先企業の選別が進みメインバンク・システムにも変化を生じさせることになる。すなわち、効率的な資金運用を迫られた金融機関の企業選別と、資本市場での資金調達を増加させている大企業の銀行離れとが相まって、企業と金融機関の関係が、従来の融資形態・株式持合形態を中心とする安定したメインバンク・システムから、融資・株式持合関係以外の情報サービス等を中心とする関係へと変質すると考えられるのである。

IV. デフレの進行とマクロ経済政策

1. インフレターゲット論の有効性

BIS規制下での株価・地価等の下落（資産デフレ）は、上記のように邦銀の貸出行動を規定し、貸し渋りや貸し剥がしといった信用収縮現象を引き起こしたが、今日の日本経済の長期停滞とデフレ経済の進行の主因は、このような金融システムの不安定性にあると考

えられる。邦銀は、BIS規制が足枷となって、株式の含みに依存した経営体質からの脱却と不良債権処理が思うように進まず、金融的側面から日本経済に悪影響を与えている。そこで、邦銀の不良債権処理と共に、デフレ脱却を目指したインフレターゲット論が現在展開されている。デフレは、人々の消費行動を消極的にさせ、企業の生産と投資を低下させる。そして、企業業績の悪化をもたらすことによって株価を引き下げ、株価に依存する邦銀の行動により信用収縮を引き起こすことになる。また、このような景気低迷は、企業のリストラ等により雇用をさらに悪化させ、人々の消費を冷え込ませ景気をさらに悪化させることになる。他方、もし現状でインフレを発生させることができれば、デフレ・スパイラルを回避し、人々の消費行動を積極的にさせて企業業績を改善させることができる。そして、企業業績の改善に伴う株価の上昇は、邦銀の自己資本比率を高め、不良債権処理を加速させることになる。さらに、穿った見方をすれば、これまで蓄積された財政赤字もインフレにより軽減させることができる。そこで、以下、インフレターゲット論の有効性について検討することにしよう。

筆者はすでに別稿でインフレターゲット論の問題点を指摘したが⁵⁾、基本的にインフレターゲット論はインフレを抑制させるのには有効であるが、インフレを発生させるのには無効であると考える。現代のマネタリストは、裁量的な財政金融政策がインフレ期待を形成させ、期待インフレ率の上昇によってインフレが発生すると説明する。したがって、人々の期待インフレ率が高まれば、インフレが発生することになる。そこで、この期待インフレ率を高めるために、中央銀行である日本銀行はインフレターゲット（目標インフレ率）を公表し、あらゆる手段・チャネルを使って貨幣供給量を増加させるべきで、場合によっては社債や株式等も買い入れるべきである、と言うのがインフレターゲット論である。以下、インフレターゲット論の問題点を指摘することにする。

まず第1の問題点としては、現状の日本経済を見た場合に、貨幣供給量の増加が期待インフレ率の上昇に結びつくのか、と言うトランスミッション・メカニズム（波及メカニズム）についてである。現状の日本経済は、次世代のヒット商品を模索している状態にあり、企業の投資意欲は減退し、BIS規制の下で銀行の貸し出し行動も規定されている。このような状況下で、果たして銀行から企業への資金の流れが円滑に行われるのか疑問である。つまり、生産が縮小し、失業が増大している経済で、インフレターゲットを設定してマネーサプライを増加させてみたところで、資金が金融機関に滞留するだけになる可能性がある。このことは、インフレターゲット論が、マネーサプライの増加がどのような経路で「期待インフレ率」を上昇させるのかというトランスミッション・メカニズムを明確に示していないことから生じる疑問である。

第2の問題点は、金融政策のあり方に関するものであるが、欧州中央銀行が金融政策の役割と限界で指摘しているように、金融政策は中期的に物価水準に影響を与えるので、物価の安定が実行可能な目的であり、実質所得や雇用目的を割り当てるのは間違いである⁶⁾。マネーサプライの変化は、長期的には実質生産量、雇用水準に影響を与えないのである。このことは、金融政策が短期的にインフレを発生させることはできず、中期的にインフレを発生させたとしても政策と効果のタイム・ラグを如何に認識し、これを考慮した金融政策を如何に展開するかの難しさを示すものであろう。

そして、第3に、日本銀行が大規模な公開市場買い付けを行い、社債や株式までも大量

に保有することになると、中央銀行である日本銀行の健全性・独立性が損なわれることになろう。その結果、円の価値が急激に低下することになる。もちろん、銀行保有の株式を大量に買い付ければ株価の下落に歯止めがかかると共に、銀行経営にはプラスに働くことになろう。また、緩やかな円安の進行はわが国の輸出産業にはプラスに働き、内外価格差等の是正に役立つことも期待されよう。しかしながら、今度は日本銀行が株価の下落に伴う含み損に悩まされることになり、急激な円安は輸入物価の上昇に伴って原油等の輸入資源の価格を上昇させ、結果として日本経済全体にはマイナスに作用することになる。さらに、上記のようにトランスミッション・メカニズムが解明されていない状況では、日本銀行による大規模な公開買い付けの効果がどの程度なのかも不明であり、経済を不安定化させる要因にもなりかねない。

以上のように、インフレターゲット論はトランスミッション・メカニズムにしてもその効果にしても不明確な点が多く、また実際に実施する場合の問題点も多い。そもそもインフレターゲットの議論は、インフレを抑制させるための議論であり、インフレを誘発させるためのものではない。また、上記のように現状の日本経済の足枷になっているのは株価と地価である。したがって、インフレを発生させるのであれば株価や地価のような資産インフレに限定するべきである。さらに、インフレターゲット論は、米国等の外需の増加とこれに伴う投資需要の増加による景気回復が見込まれないので、国内の消費活動を刺激して、消費需要の増加により経済を回復軌道に乗せようとするものであろう。しかし、財の供給価格が一定の場合に、マネーサプライを増加させることができれば、確かに貨幣価値の相対的の下落に伴って物価水準が上昇してインフレを発生させることになろうが、財の供給価格が下落している場合にはマネーサプライ増加によるインフレ効果は抑制されてしまう。したがって、現在のデフレの原因が何処にあるのかを解明する必要がある。筆者は、その原因が単に日本経済内部に存在する問題だけではなく、国際的な労働供給量の増加に伴う価格低下にもあると考える。以下、この点については考察する。

2. 経済のグローバル化とデフレ経済

1989年11月9日、東西冷戦の象徴であったベルリンの壁が崩壊し、戦後45年間の分断の歴史を経て、1990年10月3日午前零時、ドイツは再統一を実現した。また、1991年12月21日には、ソ連邦を構成する11の共和国首脳会議が開催され、この共和国を創設メンバーとする独立国家共同体設立が合意された。これによって、ソ連は正式に消滅し、69年に渡る社会主義国家の歴史に終わりを告げることになった。そして、このような冷戦構造の崩壊を背景に、1990年代以降、東欧諸国は相次いで民主化移行と市場経済の導入に取り組み、先進諸国からの直接投資を年々増加させてきている。また、資本主義への移行という東欧諸国の経済改革は、具体的にはEU加盟の条件を満たすということで達成されるので、EU加盟は東欧諸国にとって経済発展上欠かせない政策目標の一つになっている。それゆえ、2004年には、ポーランド、チェコ、ハンガリー、エストニア、スロベニア、キプロス、ラトビア、リトアニア、スロバキア、マルタの10カ国が、また、2007年にはブルガリアとルーマニアのEU加盟が予定されており、2010年頃までには一大経済圏が欧州大陸に出現することになっている。

このように、1989年のベルリンの壁崩壊以後、東欧諸国は、資本主義への転換という経済改革を急速に押し進めているわけであるが、国際的な労働の需給関係で見た場合、この東欧諸国の資本主義化が、先進諸国のデフレ現象を引き起こす一因になっていると考えられる。東欧諸国の急激な資本主義への転換は、国内の労働供給量を満たす労働需要を創出することができず、失業の増大をもたらした。この労働市場での供給過剰状態を是正するために、東欧諸国は先進諸国からの直接投資を呼び込む必要があった。その結果、先進諸国の製造部門は、相対的に低い賃金で労働力を確保できると共に、立地的にも西欧市場に隣接しているため東欧諸国での直接投資を増加させ、製品価格の低下を可能にするとともに、これが先進諸国に輸入されて輸入価格の下落というデフレ圧力になったと考えられるのである。つまり、先進国の製造部門は、激しい国際競争下で、1980年代以降、コスト削減（人件費圧縮）と新市場開拓の観点から生産拠点を東南アジア等に移し、価格低下を実現してきたが、東欧諸国の資本主義化は、財市場における超過供給を背景にこの国際的な製造価格の低下に拍車をかけた可能性があるのである。現に、わが国の輸入物価は、1995年以降の円安傾向にもかかわらず、1998年以降、電気製品や輸送用機械等で下落傾向にあり、消費者物価もそれ以後下落傾向にある。したがって、現在のわが国におけるデフレ傾向は、先に考察した国内的な要因とともに、生産拠点の海外への移転という経済のグローバル化と、東欧諸国における労働供給量の増加により生産価格が下落し、これがわが国の景気低迷と相まって価格低下圧力になったことで引き起こされた現象と考えられるのである。もしそうだとすれば、このデフレ傾向はわが国に限ったことではなく、欧米諸国でも景気が後退し始めた場合には徐々に表面化する現象であり、財に対する需要が増加し、東欧諸国や東南アジア諸国の所得水準が一定水準まで上昇するまでは、このデフレ傾向は続く可能性がある。さらに、中国からの農産物の輸入増のように、現在のわが国を取り巻く環境は、輸入物価の低下圧力が常に働く経済へと変質してきており、円安に伴って輸入物価がある程度上昇しない限り、低価格商品の輸入は今後も増加していくものと考えられる。その意味では、現在の日本経済のデフレ傾向は、「輸入されたデフレ」の側面を持っていると言えよう。

さて、もし現在のわが国のデフレの原因の一端が、このような国際的な労働供給量の過剰にあるのであれば、現在議論されているインフレーターゲット論のような金融政策だけでは対応できないことになるだろう。ただし、先にも指摘したように、変動相場制下の為替相場の変化に伴う実体経済への影響を考慮すると、日本国内の通貨供給量の増加は円安を引き起こすことになるので、輸入物価の上昇を通して低価格商品の輸入が抑制されることになり、デフレ傾向に一定の歯止めがかかることも期待できる。もっとも、その場合には原油等の原材料や食料品等の価格が上昇してくるため、景気にマイナスに作用することも考慮しなければならないだろう。いずれにしても、国際的な労働供給量の過剰という点を考慮すると、インフレーターゲット政策だけでは対応できない問題があり、また財政政策によっても急激な景気回復は望めず、これまでのような一国単位のマクロ経済政策では克服できない問題を含んでいる。したがって、現状のマクロ経済政策としては、国際的な労働供給量の過剰が是正されるまでは、外国為替相場を緩やかな円安に誘導しつつ内外価格差を是正し、国内での不良債権処理を加速させて金融システムを安定化させ、新規産業育成型の税制改革と内需主導による安定成長型の産業構造への転換を促進させることが重要であ

り、次世代の産業が育つような競争的な経済システムの構築を進めておくことが次の飛躍のための準備として必要となろう。

V. おわりに

以上のように、1970年代の変動相場制移行により国際経済は大きく変化し、資本の移動の巨大化や生産拠点の海外への移転等をもたらし、国際的な経済相互依存関係をより深化させた。また、巨大化した国家間資本移動に伴う外国為替相場の急激な変動を回避するために、先進諸国は外国為替市場での政策協調や通貨統合を実施してきた。そして、このような資本移動の担い手である金融機関に対する規制・監督、およびグローバル化した国際金融市場での金融機関の健全経営確保の観点から、国際的統一基準であるBIS規制が導入され、金融規制システムの平準化・同質化が1980年代以降進展してきているのである。

このような経済のグローバル化の中であって、日本経済は国際経済に強い影響を受ける経済へと変質し、BIS規制やIAS等のグローバル・スタンダードに対応した企業経営・経済システムへの転換を迫られているのである。したがって、今後は、国際通貨システムの再構築と国際的な金融機関、及び金融市場の規制・監督システムの整備が要請され、わが国は、このようなグローバル・スタンダードに対応した経済への脱皮を求められることになろう。そして、このような生産物価格の下落と輸入物価の下落に起因するデフレ経済を前提とすると、生産拠点は当面東欧諸国や東南アジア諸国が中心となるであろうから、わが国の戦略としては、例えば知的財産権の確保によるライセンス収入を強化し、国内での研究開発を促すことが重要になろう。いずれにしても、現状のデフレ現象が、経済のグローバル化と国際的な労働供給量の過剰によるものであれば、一国レベルで効果的に対応できる問題ではない。したがって、われわれは、個々の国家レベルでも、また多国間の国際レベルでも、経済のグローバル化に対応した経済システムを早急に構築する必要がある。この点については今後の課題にしたい。

注) _____

- 1) ドイツの銀行も株式保有割合が高いため、株式の含み益を自己資本に組み込まない等の対応をとらない限り、株価の下落はわが国と同様の問題を引き起こすことになろう。
- 2) このような民間部門での資金供給が円滑に行われない状況を考慮すると、金融システムがBIS規制下で円滑に機能するまで、公的金融機関のあり方についても再検討が必要となろう。すなわち、健全な中小企業に対する何らかの資金供給ルートが必要となるが、これを公的金融機関で行う余地はある。
- 3) このような優良な中小企業に負担を求めるという問題は現実に起きており、何らかの是正策が必要であろう。
- 4) 先進各国で金融分野における業務分野規制と企業結合規制の緩和が漸次行われており、金融機関の総合金融サービス業は、日米型の金融持株会社形態と欧州型のユニバーサル・バンキング形態に収斂してきている。
- 5) 「流動性の罫とマクロ経済政策」『松商短大論叢』第52号所収、平成14年。
- 6) European Central Bank. "The Monetary Policy of the ECB". 2001. (小谷野俊夫・立脇和夫訳『欧州中央銀行の金融政策』東洋経済新報社、2002年)

表1 早期是正措置の概要

| 区分 | 自己資本比率 | | 措置の概要 |
|----|--------|--------|---|
| | 国際統一基準 | 修正国内基準 | |
| 1 | 8%未満 | 4%未満 | 経営改善計画の作成・実施命令 |
| 2 | 4%未満 | 2%未満 | 増資計画の策定、総資産の増加抑制・圧縮、新規業務への進出禁止、既存業務の縮小、店舗の新設禁止・既存店舗の宿所等 |
| 3 | 0%未満 | 0%未満 | 業務の一部・全部の停止命令 〔ただし、金融機関の含み益を加えた純資産価値が正の値である場合等には、第2区分の措置を講ずることができる。〕 |

(注) 1 大蔵省令、農林水産省令及び労働省令等を当庁が整理したものである。
 2 国際統一基準は、海外営業拠点を有する金融機関の基準であり、修正国内基準は、海外営業拠点を有しない金融機関の基準である。
 出所：総務庁行政監察局編『金融行政を考える』（1998年、34ページ）

表2 4大グループの経営改善計画

| | みずほ | 三井住友 | UFJ | 三菱東京 |
|-----------------|------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|------------------|
| 不良債権 処理損失 | 1兆円積み増して 2兆300億円に | 中間決算で2000 億円上乗せして 7000億円 | 4800億円。資産 査定厳格化で 2000億円増加も | 4600億円 |
| 持ち合い・ 含み損の処理 | 下期に1兆円を売却。 4000億円の売却損を計上。 | わかしお銀との 合併差益で1兆円 の含み損を処理 | 下期に1兆2000 億円を売却 | 下期に5000億円 を売却 |
| リストラ | 約6000人削減 | 約4000人削減 | 約4000人削減 | 約4300人削減 |
| 増資 | 内外の投資家から 約1兆円を調達 | 米ゴールドマン・ サックスから 1500億円 | 米メリルリンチ から 約1000億円 | 予定なし |
| 業績見通し | ▲1兆9500億円 | 300億円 | 700億円 | ▲1850億円 |

(注) リストラは2002年9月末から2005年3月末までの従業員削減計画。
 業績は2003年3月期の連結最終損益、▲はマイナス
 出所：日本経済新聞（2003年1月22日）