

# デフレ脱却のための経済政策

岩 田 規久男

関理事長 たいまから、資本市場を考える会を開催  
させていただきます。

今日は、御案内いたしましたように、学習院大学の  
岩田先生をお招きをいたしまして、「デフレ脱却のた  
めの経済政策」という題でお話をいただくこと  
になりました。

先生は、かねてから日本の経済低迷がデフレの状態  
にあるということを指摘され、それについて、いろい  
ろな提言をされておられます。先生の書かれた「デフ  
レの経済学」という御本も大変注目が集まったように

思います。先生の御略歴は、お配りした資料にありま  
すが、現在は学習院大学教授をなさっておられ、東京  
大学御卒業の後、上智大学でお勤めになり、さらに、  
カリフォルニア大学等にも御留学の経験をお持ちで  
す。

先生にお話いただくには、大変いいタイミングに  
なったと思いますので、どうぞよろしく願いま  
す。

ただいま御紹介いただきました岩田でございます。よろしくお願います。

お手元にレジユメがお配りしてありますが、レジユメをお渡ししたのが大分早くて、そのうちに随分経済の状況が変わって、竹中金融担当大臣が誕生するという事で、随分経済政策の方向も変わってきたようでありますので、必ずしも完全にレジユメに沿ってではなく、最近の話を中心にさせていただきたいと思います。

## 一、「負債デフレーション」の発生——フィッシャー教授の理論——

「景気の現状」というところは飛ばしまして、「景気の本格的回復のためにはデフレ克服が不可欠」というところからお話したいと思います。

デフレというのは需要不足を原因とするのですが、日本経済では、最初バブルが崩壊して、デフ

レという症状としては、むしろ資産デフレから始まると思った方がわかりやすい、株価が最初に暴落し始め、次いで一年おくれて翌年、地価が暴落し始めました。当初、そういう資産デフレということについては、余り深刻に考えられなかった節がありまして、当時の経済白書を見ると、大したことはないということが二年ぐらいにわたって書いてあります。この資産デフレが大したことがないという考えは、伝統的な経済学にもありまして、一方で、例えば株式の場合には、バブルのころ、株を高値で買った人がいて、それで儲けているんだ。その高値で買った人が、バブル崩壊で安くなってしまうて損をしているということになると、経済の中には得した人と損した人がいるので、それが相殺し合って、ネットの影響はそれほど大きくないのだという考え方であります。こういう考え方が当時もありまして、経済白

書もそういう感じで最初は分析しております。

それが実は大変なことなんだということを最初に明らかにしたといいますが、論理を比較的明快にしたのが、一九三〇年代のアメリカの大恐慌当時の有名な経済学者アービング・フィッシャーだったわけです。アービング・フィッシャーという人は、それまでのいわゆる伝統的な経済学者でありますから、大不況が始まったときには、この不況はいつもの不況と同じで、すぐ終わるんだといってしまい、実際はなかなか終わらないで恥をかいてしまって、後世に汚名を残してしまったといわれている人です。それに対してケインズは、この不況の経済学を一般理論という形でまとめ、その後有名になり、経済学界にも大きな影響を与えたわけです。

このフィッシャーさんが最近になって再評価されてまいりました。最初の見通しをフィッシャー

は誤ったわけではありませんが、一たんデフレに入ってしまったてからはいろいろ深い研究をいたしまして、その一つがデッド・デフレーションという理論でありました。これは「負債デフレーション」ということですが、先ほどの例で、バブルで儲けた人が片方において、片方には損した人がいる、これは相殺するという考えが支配的だったけれども、投資家の中には、借金をして株を買うとか、借金をして土地を買うという人や企業が多い、そういう人や企業が多いという場合には話が違ってくるといふ主張です。つまり、資産側ではどんどん地価や株価が下がることによって資産の価値がどんどん下がってくるけれども、借金の価値は変わらない、借金は貸し手が債権放棄でもしてくれない限りは、元本は返さなければならぬ、金利もきちんと払わなければならぬ。しかし、資産価値はどんどん下がってくると、企業のバラ

スシートでは、資産から負債の価値を引いたものが自己資本あるいは純資産価値ですが、この純資産価値がどんどん落ちてくる。そういう状況になった場合には、企業のどついつぶうに行動するかというところ、資産価格が下がっている状況の中では、物やサービスの価格も下がっていますから、企業は、まず物売って、あるいはサービスを売って借金を返そうとするときに、よりたくさん物やサービスを売って借金を返さなければいけないことになり、皆がそうやってたくさん売ろうとするから、一層価格が下がってデフレになってしまふ。そうなるのと、さらにもっとたくさん売らなければならぬということでは、借金は売っても売っても返せない。売るとしても、結局自分の売る物の価格が下がってしまっているわけですから、収入がふえなくて借金が返せなくなつて、一層物売らなければならぬという悪循環に

陥ることになるわけです。

また、借金をした人が株を持っているとか、土地を借金して買ったということであればそういう資産を売って借金を返そうとします。借金を負った人が皆そういう行動をとると、一層株価と地価が下がり、さらにもっと株や土地を売らないと借金が返せないということでは、売りがどんどん増えて、株価と地価がもっと下がることになる。これが資産デフレであります。借金の返済に追われて、物の価格も下がり、ストックである株式と土地の価格も下がるというふうにして、デフレがデフレを呼ぶことになる。これは、負債を持っているからどんどんデフレが起るんだという意味で、デッド・デフレーションという名前です。呼んであります。

そのようにバランスシートがどんどん悪化していき、借金の返済に追われるようになると、設備

投資をするどころではなくなり、設備投資をするために借金をすると、設備投資をして物をつくったところには、さらに安い価格でしか売れないというので、設備投資は全然ペイしないで、ただ借金負担が重くなるだけだということ、設備投資をしなくなり、需要が全体として落ちてくる。

そのように投資が落ちれば所得も落ちますから、消費も落ちるといことになるし、企業も売上高が増えなければ雇用も調整しなければならぬし、賃金も引き下げなければならぬことになる、賃金所得は減るし、雇用不安も出てくるし、失業率も実際の上昇するという状況では、消費は将来不安から伸びないということ、民間の需要である消費と投資が減少してくる。物がますます売れずにデフレになるということ、さらに需要が減少する。デフレの中では、企業収益は増えず

それを反映して株価はもつと下がるし、借金返済のため株式を売っている人が増えて、さらに株価が下がっている。地代・家賃もデフレの中では下がりますから、それを反映して地価も下がるのですが、それに加えて、借金返済のため土地が売られているということ、一重の意味で効果が働いて、地価が下がるというように、資産デフレが一層加速するということ、図表1で示したように、これらがぐるぐる回つてとまらなくなってしまう。こうしてデフレのわなにはまってしまつてというのがデッド・デフレーションであります。

フィッシャーさんが、そういうように理論化したのは、フィッシャーという人は、なかなかの投機家だったそうでありまして、一九二九年の株が暴落する前には相当の投機をしたらしいのです。自分自身も借金をして投機をしていたので、よく分ったわけですね。自分で実際にやっているか

図表1 フローと資産（ストック）のデフレの増幅効果  
フローと資産のデフレは相互に効果を増幅し合いながら、  
デフレ・スパイラルをもたらす



デフレで、価格は下がるが、賃金は下がりにくいため、企  
業の人件費負担は増加し、企業収益は圧迫される

フローのデフレ→製品価格の低下→名目賃金の下方硬直性→実質賃金の上昇→企業収



ら、ほかの人も皆そうだろうということまで、そういう理論をつくったようであります。

このデフレのわなに陥ると、経済はそこからなかなか抜け出せなくなる。抜け出そうとして、個々の家計や企業が努力して、借金の返済のために物をたくさん売るとか、土地を売るとか、株を売るといって、物価・地価・株価がますます下がり、さらに売らなければならないというように、一人がやれば問題ないけれども、皆がやるともつと悪くなるということです。経済学ではこれを「合成の誤謬」といっていますが、ミクロの行動一つ一つはよかれと思ったことが、全体を合わせるとみんながやるとかえって悪くなる、こういう状況に陥るといふことを合成の誤謬というわけで、これはデフレとかデフレ不況といった場合には、特に顕著になって起こる現象であります。

好況の場合には、これとは逆の状況が出てくる

わけです。一人の人が一生懸命やったことが全体をもっとよくする。例えば、土地を誰かが買ってそれを担保にしてさらに物を買う、土地をどんどん買いながら、皆がいろいろな仕事をしていくと地価がどんどん上がっていくという逆の回転になるわけです。これがバブルであり、そういう逆の

回転もあるのですが、一九九〇年代以降起こったことは、バブルと違って、バブル崩壊によって逆のデフレが起こってきているということです。民間需要が全然増えないということで、九二年位からの景気後退から、景気がよくなることがあったのは、大体公共投資などの財政支出が支えたか、あるいは、アメリカとかアジアの景気がいいので輸出が伸びたか、このどちらかなわけです。民間投資と消費には、ずっとほとんど火がつかなかった。一時的に、二〇〇〇年の初め頃に、これからITが本格化するということで、IT投資が随分

盛んになったわけですが、後からこれを見てみると、アメリカに対する輸出が伸びたおかげだった。IT関連も、実は輸出の影響のおかげだということが後で分って、本格的な内需が拡大することによって経済が回復するという形にはならなかったわけであります。

このように、日本経済はずっと基本的にはデフレのわなの中に入っているのだけれども、それでも奈落の底まで落ちないのは、財政支出が増えるとか、あるいは輸出が好調だとかいう、外側からの支えがあったからです。そのために、どんどんスパイラル的にデッド・デフレーションが起こってくるというところまではいってはいないということだと思えますが、しかし、真綿で首を絞められるように、緩やかにかもしれませんが、進行しているという状況です。マイルドなデフレと激しい資産デフレが日本経済の特色であり、首都圏の

地価なども大体二〇年前の水準、株価も二〇年前、正確にいうと一九年前の水準になっております。二〇年位をとると、経済がある程度成長すれば株価と地価は上がるわけですが、元に戻ってしまつたということであり、失われた一〇年どころじゃなくて、失われた二〇年という形になっております。

## 一、銀行経営と不良債権問題

図表2に「デフレ下では解決しない諸問題」が、四つ示してありますが、まず、そのうちの「銀行経営と不良債権問題」というのを考えてみたいと思います。去年の一月頃から、日本は不良債権問題をいつまで引き延ばしているのか。早く解決すべきではないか。こういうことをアメリカにいわれたわけです。それ以後、「緊急経済対策」

が作成されて、不良債権問題を抜本的に解決しよう、そういう考え方に変えてきております。同時に、その頃からデフレ対策ということもいわれてきたわけです。

デフレに関しては、実はそれまでは、むしろよいデフレという理論がマスコミも含め、非常に強かったわけです。つまり、買物に行つたときに、価格が下がっていけば、これはだれもうれしいわけであり、どこが悪いんだというのがよいデフレ理論です。人々の所得や将来の所得がデフレでも変わらないというのであれば、物の価格が下がるというのは、これはだれにとつてもありがたいことであります。しかし、所得を生む場所は企業であり、市場経済では、企業が金の卵を生み出すわけで、それ以外のところで所得を生み出すということはないわけです。この企業が、デフレの中では、説明したような状況に陥って売っ

ても売っても収益が上がらないということになり、しかも、自分の持っている資産はほとんど目減りしていく。銀行でも同じですが、そういう状況で、所得がいつまでも伸びるということは考えられないわけです。ところが、賃金というのは、それでもなかなか企業経営者としても下げにくいのです。デフレの中で儲からなくても、なかなか下げにくい。例えば、自分のところだけ下げれば、従業員が辞めてしまうと、新しいいい人材

図表 2 デフレ下では解決しない諸問題

- (1) 財政構造改革
- (2) 年金不安
- (3) 銀行経営と不良債権問題
- (4) 生保危機

は入ってこないということになるので自分のところだけでは賃金を下げにくい。ということで、賃金は下方に硬直的です。実際に、九八年の後半あたりまでは、不況の中でもどんどん賃金上がり、労働分配率がどんどん上がるといいう状況であり、資本分配率の方はどんどん下がってしまい設備投資を非常に不利にする状況であったわけです。

企業は、最初は、新卒を採用しないと、残業を減らすとか、あるいは、正社員で辞めていった人をパートとか派遣社員にかえるとかいうことで、一生懸命雇用調整をするわけです。しかし、それでも調整し切れなくなってきましたと、中高年に手をつけざるを得ないのですが、中高年を辞めさせることは、日本の法制度でなかなかできない。解雇の判例というのがありまして、簡単にはできないようになっていきますので、早期退職制度

なんかで割り増しの退職金を払って辞めてもらう。そういう調整をしてきたのですが、それでも追いつかないということになり、いよいよ賃金の引下げというのがこの二年間位始まっておりま  
す。しかし、今までの累積的な物価の下落に比べれば、賃金の低下はまだ少ないということで、企業の実質的な人件費負担はまだまだ高いのであります。そういう中では、失業率が上昇します。さらに、これからは賃金もいよいよ下がってくるとなると、人件費の削減である程度企業は楽になるのですが、従業員の所得は減りますから消費が減り、消費が減ればますます物が売れないので、設備投資をしても収益がないということで設備投資が落ちるといふ悪循環に入ってしまうわけであり  
ます。

そういうことで、デフレというのは何かよいデフレだと思っていたのが、去年位からだんだんと

うもそうでないらしいということが分ってきて、最近、世論調査を見ると、デフレが悪いという人がかなり増えてまいりました。やっと、人々がデフレというのが必ずしも望ましいものじゃないということに少しずつ気付いてきたのだと思うのですが、それでも自分は失業しないという人にとっては、それほど大したことはないということになってしまふわけです。しかし、デフレを放っておくとだんだん深刻になっていきますし、実はいろいろな問題をデフレの中で先送りしてきているということも指摘できるわけでありま  
す。

そういう先送りの中に不良債権問題もあるわけですが、去年六月に「骨太の方針」という小泉路線が発表されましたが、その中で、不良債権をもっと最終処理をしなければいけない。最終処理としては、図表3で示したように、①法的整理で相手を清算してしまうとか、会社更生法や民事再

図表3 不良債権の最終処理はデフレ対策になるか

(1) 最終処理とは

①法的整理、②私的整理（債権放棄と企業再建計画）③債権譲渡

(2) なぜ最終処理が必要か

- ①金融仲介機能の不全 自己資本の減少 ┌ 貸出抑制  
└ 質への逃避(貸出→国債)
- ②非効率な借り手企業温存 資源の非効率的利用

(3) 景気は回復するか

デフレを止めなければ、不良債権の増加も止まらない

不良債権の最終処理を進めれば、景気が回復し、より高い潜在成長率を実現できるか？

デフレ→企業収益の悪化、地価の低下→不良債権の増加

生法で何とか再生を図りつつ、かなりの不良債権は処理するという法的整理と、②私的整理という、これは債権放棄と企業再建計画を組み合わせるような、スーパーのダイエーが典型的でよく引用されますが、そういうやり方、あと、③債権譲渡ということがありますが、日本では②が一番例が多いわけです。しかし、①も相当ふえているということ、去年ぐらいから倒産ラッシュと債権放棄ラッシュということが起きたわけでありますが、そういうように最終処理を迫っているわけがあります。

なぜそういう最終処理をすることがデフレ対策になるのかというのは、非常にわかりにくいところがあるわけですが、小泉―竹中路線の基本的な考え方は、最終処理しないということは、いつまでも不良債権を抱えているということ、銀行は自己資本比率も低くなってリスクがとれな

いので、新しくリスクをとって、例えば成長産業に資金を流すというような金融仲介機能が果たせないでいる。貸出しを抑制しておいて、もっぱら国債ばかり買っているような銀行は銀行でなくて投資信託みたいなものであり、こんなものは全然銀行の機能を果たしていない。これは不良債権を抱えているからだという考え方であります。

もう一つは、銀行が不良債権を処理しないということとは、要するに追い貸しをしている、再生の見込みのないような企業に銀行が追い貸しをしているためであり、それにより、非常に効率の悪い、本来ならば市場で淘汰されるべき企業が残ってしまっている。残ってしまった企業が競争しながら安値で売ったり受注したりすれば、一層デフレにもなるし、そういう企業が土地や人を抱えていると、もしも整理してしまえば、もっと成長性のある生産性の高い企業が空いた土地を活用する

とか、建物を買取るとか、整理された人を雇うようになれば、新しい産業が興つて経済も成長する、そういう考え方であります。

こういふ二つの考え方が表裏一体になって、最終処理をどンドン進めることが必要である。最終処理をしないまでも、最近では、もっと厚く引き当てをすべきであるという方針になっているわけです。そういう考え方に沿って、金融庁が去年から大手行を中心に特別検査を行う、今までも検査はしていたが特別に検査する、その際には、株価が下がって、額面割れしている企業とか、債権格付けの非常に低いような企業に対しては、もう一回査定し直して不良債権の不良度を上げる。例えば、要注意債権だったものを要管理債権にする。要管理債権だったものを破綻懸念先に分類し直すというような、指導といえますか、査定のし直しを金融庁がしたわけです。そういうよ

うなことで、不良債権の処理は実は去年ぐらいいから加速化していたわけでありませう。

不良債権の処理を加速化せざるを得なくなつたのは、去年の九月にマイカルが破綻しましたが、銀行の同社への融資が要注意債権——要注意債権とは、正常債権よりちょっと悪いというぐらいのもの——とされていて、引当金も大体四、五％しか積んでいないといわれていますが、それが一挙に破綻ということになって、破綻先債権になつてしまつたわけです。そうなると、そもそも銀行の資産査定は全然信用できないという話になって、金融庁がもう一回調べようということとで検査に入りました。その結果、二〇〇二年三月期の不良債権処理は、大手行全体で九・五兆円位、一〇兆円に近い規模ということとで、それまでは大体三兆円から五兆円の規模で不良債権処理をしてきたわけですが、それが急に増えることになつたわけ

す。

柳沢金融担当大臣は、今後さらにこれを加速して、大体二〇〇四年の三月頃には、大手行の不良債権処理にめどをつけようというスピードで考えていた。私は、実際にはそんなにできないだろうなという感じはしますけれども、これは、かなりのスピードだと思つていたわけでありませう。

ところが、今年の九月になりました、株価が一段と下がり始めたわけで、これは結局アメリカの経済が基本的に悪いこと。ワールド・コムの粉飾決算等、アメリカ企業の決算は信用できないということになり、今年の七月からアメリカの株価は下降トレンドに入つていたわけですが、それが九月にもう一回がたんと下がり、これが影響した。日本は、アメリカの景気回復頼み、アメリカへの輸出頼みで、日本の回復にはそれしかないだろうと思われていたわけですが、アメリカの回復がど

うもはかばかしくないとということで、日本の株価も、アメリカの株価と同じように連れ安で下げていったというのが私の理解であります。

ところが、マスコミが違つ判断をするわけです。マスコミの中でも判断が違つというのは、朝日新聞と日経新聞、特に日経新聞が、九月のそのころ毎日、皆さん帰つて後で読んでみるとわかるのですが、不良債権の処理が相変わらず進まないから、それを業を煮やして株価が下げている、こういう記事を連日書いております。私は、当時、どこにその証拠があるのかと思つていました。不良債権の処理状況が今年の九月で何か変わったかという、別に変わつてない、その計画も何も変わつていない。一番変わったのは、アメリカ経済に対する回復の見方であり、ワールド・コム粉飾決算破綻以降、会計不信があとと広がつたということが一番変わつてゐることで、それがアメ

リカの株価を下げ日本の株価も下げたというのが、常識的な理解ではないかと思ひますが、それがどういふわけか、不良債権の問題になつたのです。また、証券会社のエコノミストの中にも、株が下がつてゐるのは不良債権があるからだ、その処理を急ぐべきという方が多く、それらが連日報道されるようになりました。

それがちょうど小泉内閣の改造の時期にぶつかるわけですが、そういう中で、やっぱり小泉総理もそうかなと思つたのでしようか、柳沢大臣を更迭して、竹中大臣という不良債権処理加速派、ハードランディング派を選んだわけです。

### 三、不良債権の処理とデフレとの関係

私は、不良債権の処理は柳沢大臣のときにかなりスピードアップしたと思つており、これ以上急

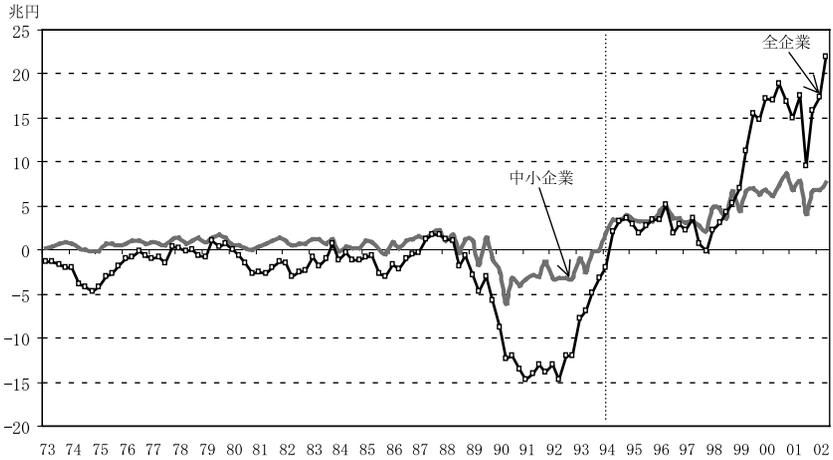
ぐのは無理、デフレの中では特に無理だと思っています。というのは、デフレだからこそ不良債権になるとというのが私の基本的な考え方だからです。不良債権は、結局デフレの結果の症状であり、それを幾らそこだけいじくってもダメであり、元を絶たなければダメだというふうに思っております。柳沢氏のスピードでも結構難しいと思っていたわけです。

ハードランディング派は、先ほど説明したように銀行の仲介機能が不全なのは、不良債権を持っているからであり、銀行が追い貸しをして、それが非効率な企業を温存していて、それが市場に残っているから新しいもつと生きのいい産業が入れないのである。こういう考え方なんです。

しかし、今、銀行の貸出しは確かに減っていますが、減っている理由は一体何かということなんです。デフレの初期は、自分のバランスシートが

悪くなるから、借り手特に中小企業は、地価がどんどん下がって提供する土地の担保が非常に価値が下がっていきますから、資金需要があっても貸してもらえなくなるのです。まさに、これが貸し渋りということです。さらに、デフレがどんどん深刻になると、先ほどいったように、借金は返した方が得になる、借金をしているところどんどん価格が下がるのだから、もっと売らなければ借金が返せないということになるし、地価や株価がどんどん下がるから、早く売って返済した方が得だということになってきて、デフレの下では資金需要自体がなくなっていくのです。設備投資意欲もなくなる。ですから、初めは資金需要があっても銀行の貸渋りということが問題になりますけれども、デフレがどんどん深刻になると、企業自体に資金需要がなくなってしまう。企業ですら、お金は持っているけれども、むしろ持っていたら返済する、

図表4 法人企業は大企業、中小企業ともフリーキャッシュフローはプラス



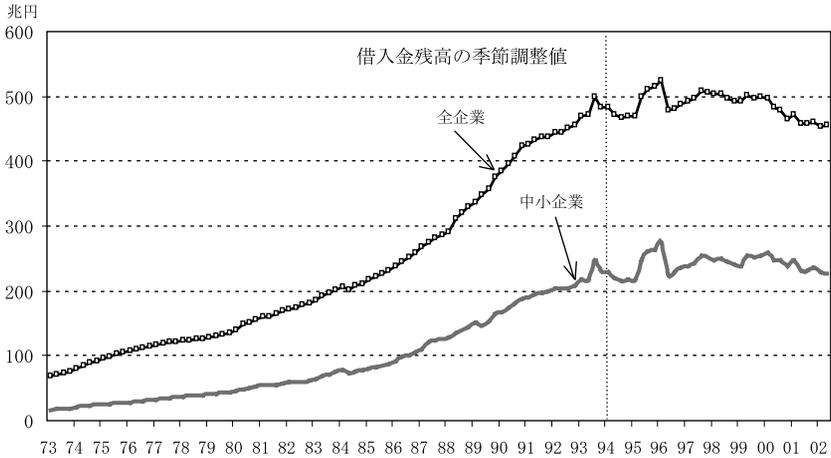
(出所) 「法人企業統計季報」(財務省)よりCSFB証券作成  
 (注) 中小企業は資本金1千万円から1億円までの企業を指す

あるいは、持っていて設備投資はしないで預貯金か何かにしておいていざとなったときの安全弁に備えるという態度になる。

図表4のように法人企業は、大企業、中小企業ともフリーキャッシュフローはプラスになっています。フリーキャッシュフローというのは、キャッシュフローから設備投資を引いても残っているお金です。まず、全企業で現在、年率二〇兆円を超えています。減税で一兆円減税するか二兆円減税するかということで大騒ぎになっていますが、企業の中には、こんなにたくさん資金が余っていてこれが使われないのです。中小企業ですら大体五兆円を超えているわけです。もちろん中小企業の中には、資金繰りに困っているところがありますけれども、全体で見ると、企業部門は大幅な資金余剰主体になっていることをよく認識しないといけないと思います。もともと企業

## デフレ脱却のための経済政策

図表5 一方、大企業、中小企業とも借入金残高は減少傾向



(出所) 「法人企業統計季報」(財務省)よりCSFB証券作成

(注) 中小企業は資本金1千万円から1億円までの企業を指す

部門は資金不足で、家計や銀行などから資金を調達して設備投資に活用するというのが自然の姿で、すけれども、それが今や大きな資金の余剰主体になっております。

企業は、資金需要がないので、むしろどんどん返済しているということで、図表5のように借入金残高は、中小企業も大企業も最近では減ってきているわけですが、これは貸渋りで減っているというよりも、要するに銀行にとって今借り手がないという状況になってきている、銀行は不良債権があるから貸さないというよりも、貸すところがないから貸さないということです。もちろん、非常にリスクのあるところからは、貸してくれ、貸してくれといってくることはあると思えますけれども、普通のリスクを伴うような資金需要は、もうなくなってきていて、大企業を初めとして返済しているというのが現在の状況

であり、デフレが深まってくるとそうなるということですが。

実はアメリカの大恐慌のときにも同じことが起こっていますし、日本の一九三〇年代の昭和恐慌も同じことが起こっています。そのときには、両方とも企業の中にたまりにたまつたキャッシュフローがありました。デフレが激しくなってくると、どこにもお金の使い道がなくなってくるために、皆が資金余剰主体になるとというのがデフレの最終局面の特色です。これは、アメリカの大不況、二九年の株価暴落から始まって、三三年の三月ごろまでで奈落の底までいくのですけれども、それと、日本も井上準之助の緊縮財政の中で、同じような奈落の底まで二年間かけていくわけです。そのときにも企業は資金余剰になっています。

アメリカと日本は、ともに奈落の底に落ち込み

ますけれども、そこから急激に反転して、この余つたキャッシュフローを全部使い切る、そういうふうな企業は転換するわけですが、果たして今回は転換できるかということです。

今やその転換ができるかどうかという局面であるのに、実際の政策としては不良債権処理をもつと加速しなければだめだということになったわけです。

伝えられるところによると、引当てをもつとたくさんさせる、そのために、割引キャッシュフローという方法をとり、要するにキャッシュフローの現在価値、つまり、企業からどれだけ年々返済されるかというのを予想して、それを割り引いて割引価値を出す。それと、貸出簿価の差を引き当てさせる、これは、日銀が盛んにいうわけです。要するに、現状では引当てが足りないから、アメリカの銀行がやっているような、キャッシュ

フローを現在価値で割り引いて、それと簿価との差を引き当てさせる、今日の新聞に出ていますが、この引当て方式をやると、銀行の自己資本が少し減るということですが、でもこれはそれほど大きな影響がないということも書かれています。

もう一つ竹中チームがやるうとしてるのが、繰延べ税金資産、これを自己資本として認めるのは余りふさわしくないというので、一部しか認めないというようなことであり、この間の中間報告でも、繰延べ税金資産の自己資本への繰り入れを少くして余り認めないようにすることが出ております。

きよこの新聞に証券会社の試算結果が出ていますが、それを見ると八%というBIS規制を守れる銀行はなくなってしまう。東京三菱でやっと七・八%です。他の大手行になると四%台ですか

ら、もう海外は全部撤退しなさいという話になって、四%という国内銀行の水準すらちよつと危ない。国内業務だけに特化している国内銀行でも、四%は最低なければいけないわけですから、今やつと四%という状況だということ、これらも相当の資本不足になる。竹中さんは、だからその分を公的資金を注入するんだ、こういう考え方もあります。そういうような案が出ているわけですが、簡単に公的資金による資本注入をされたのでは、銀行の方はたまらないとか、今まで資本注入していた優先株があるのを普通株に転換すれば、これだけでも国が大株主になって銀行は国有銀行になってしまつわけですが、それにさらに公的資金を入れると、もう本当の国有銀行になるわけですがそれでよいのかという議論があるわけで、それが今の路線であります。

銀行の方では、そんなことになるくらいなら、

自己資本比率を手っ取り早く引き上げるために、いわゆる貸しはがしといわれているように、貸出しの回収を急ぐこととなります。貸出しを減らしてしまえば、自己資本比率の分母が小さくなくて、自己資本比率を上げることができるというので、最近の、大手行と竹中大臣との懇談会でも議論があつたようです。

報道によると、大手行の方から、もし竹中案を進めると、三〇兆円も貸しはがしをしなければならなくなるが、それでいいのかと言つたそうです。こつこつことになると相当の貸出し回収、信用収縮によってかなりの中小企業を含む会社倒産が起こつて、失業も生じる。厚生労働省は六五万人の失業者が出るといつていますけれども、民間ですと、去年それほど進まなくても一〇〇万人台の失業が出るというような見方がされていたわけです。

#### 四、デフレへの政策対応

このように、不良債権の処理はともデフレ対策にはならないというので、最近はやつと不良債権処理がデフレ対策といつところから外れまして、小泉政権の骨太の方針や、その後の中間工程表では、不良債権処理はデフレ対策として出たのです。ところが、不良債権処理がデフレを加速するということがよくわかつたので、デフレ対策は別であるといつことで、財政の出勤ということが盛んにいわれてきているわけです。私は、従来の考え方は、結局不良債権の処理をしておけば、どこかから急に成長産業があらわれて、私のところに貸してくれば、必ず不良債権になりませんという元気のいい借り手があらわれる、というものだったと思つたのです。どうしてそうなるの

かは不思議であり、私は、今どこかにそんなすばらしい企業があれば、銀行は必ず貸していると思います。今はそれが無いのです。将来デフレが続くだろう、これだけデフレ期待が定着してしまつたからには、それほど有利な投資機会はないと思います。

マクドナルドだつて、一たん値上げをしたわけですが、値上げをしたらやっぱりもつと売れなくなって元に戻しています。これからはデフレ収束だといって値上げしたのですが、すぐ売れなくなって値下げしました。デフレという現象は、一つの会社がデフレ収束だといって収束できるものではないのです。そういうふうにして、デフレの中で、成長が期待できるベンチャーが急に現われそれがデフレ収束につながるということはあり得ないということだと私は思つのです。

私はそう思うのですけれども、世の中にはそう

は思わない人がたくさんいるわけです。これはどういうことかというところ、日銀の速水さんとか一番の代表ですけれども、小泉さんも恐らくそういう代表者だと思いますが、世の中にはシュンペーター派が多いのです。皆さんの中にもシュンペーター大好きという人、何かシュンペーターの経済発展論とか景気循環論とか、随分すばらしいと思つて読んでおられる人がいるかもしれません。丁度昨日まで、日経センター会長の香西泰さんがずっとシュンペーターについて書いておられますが、この方はシュンペーターが大好きでシュンペーター派なんです。

シュンペーター派は、不況というのは、新しい産業、イノベーションが起こるために不可欠の過程であるという考え方なんです。不況があつて、だめな企業が全部淘汰されて、新しい力のある企業に、土地とか資金とか人という資源がどんどん

移動していった、そこですばらしい産業が起こってくる、つまり、創造のためには破壊が必要だという、創造的破壊という考え方であり、これは何となく格好よくて受けるでしょう。このシュンペーター派、創造的破壊派が一つの不況の見方です。これが非常に根強く恐らく企業経営者の人なんかにもいると思うんですね。

もう一つの不況の見方は、さっきのフィッシャーに代表される考え方です。そんなことはない、デット・デフレーションに落ち入り、奈落の底にいつてしまう、そんなところでどうやって新しい企業が出てくるのかというのが、リフレーション派、ある程度のインフレが必要だという考え方です。この二つの対立は経済学説史の中でずっと続いていて今もそれを引きずっているわけなのです。

もちろん、このような経済学界の考え方を小泉

総理が読んだかどうか知りませんが、小泉総理は米百俵とかいって我慢する、経済が少しインフレになつたり景気が少しよくなると、みんな改革の意欲を失うのではないかとかいつていますね。あれはシュンペーター的な考え方です。要するに、日本はそういうところがあるのかどうかは知りませんが、受験勉強を一番寒い冬にやっていますけれども、きつと暖かいときにやるとポヤツとしていてだめで、締まるにはブルブルツと寒い方がいい、そういうふうにして非常に厳しい中で試験を与えないとだめだという考え方が私はあると思います。

いつているだけは決着がつかないのですが、アメリカでは経済学者がそれでは実証してみようという人が出てきて、最近ですけれども、その結果が学術雑誌に発表されました。過去の不況のときと好況のときをずっとみて、どっちが本当に新し

い新規産業が出てきて、イノベーションが活発になり、技術が進歩したかを、統計的に検証しました。結果、どつちだと思えますか。実証として、シュンペーター派が勝ったのか、フィッシャー派が勝ったのかです。

デフレというのがそれほど脅威じゃなくて、インフレの方が大変だ、年をとった方は皆そういいます。

皆さんよりちょっと上の年齢の方が何を覚えてるかというと、戦後の高いインフレを覚えてるんですね。だから、インフレという大変だと思ってしまうってデフレの怖さを知らない世代しか、もう今は生きてないのではないかと思いません。それで、デフレはいいとか、大したことないとか、いろいろイノベーションが起こるとかいうんだと思うんです。

米国で実際に検証してみたら、シュンペーター

の方の理論は全然実証性がない、事実には反するという結果になっております。この結果は、当然だと思つと思つのですね。不況の中で生き残るのは伝統的な企業なんだそうです。今までの蓄積があるから、不況を何とか持ちこたえるんですね。新企業は、何も資産を持ってないから、結局そういう局面では参入できない。不況時にいろんなものを清算すればうまくいくということは実はうそである。一九三〇年代、アメリカの不況のとき、フーバー大統領時代の財務長官はメロン氏ですが、メロン氏は過剰雇用に清算しろ、過剰設備を清算しろ、過剰生産を清算しろ、土地も株もみんな清算しろ、要するに水ぶくれしているのをみんな清算しなければだめだ、こういつているわけなんです。そういつて三年間で、国民総生産の大半を失うという悲惨な目に遭うわけです。

同じことは、一九二九年の終りに政権をとった

浜口雄幸内閣で起き、浜口総理と井上準之助大蔵

大臣が旧平価で金解禁をする。金解禁というのは、要するに円高にするということです。日本の身の丈に合った為替レートよりも一〇%からもうちょっと高かったということで、たちまち大不況になる。当然、大不況が来るということですから、井上準之助は財政も金融も引き締めるわけなんですね。第一次世界大戦で、列強は、イギリスなんか戦争に忙しくて、アジアの市場からいなくなつたわけです。そのすきをねらつて日本は稼ぎまくつて、このとき貿易収支がすごい黒字になるわけですね。そのときにいろんな新興企業が起るわけです。こういうふうにして、景気のいい方が新興企業が起るんですね。それが戦争が終ると、イギリスなんかまたアジアに戻つてきたため、日本製品が全然売れなくなつて、日本は大不況とはいきませんけれども、だからした不況

に陥るわけです。

そういう状況がずっと続いてきたのは、結局日銀が特融等でいろいろ助けたのがいけないのだ、不良債権も処理しないまま、だからと悪い企業を生き延びさせたのがいけないんだという意見が強まり、井上蔵相と浜口総理もやはり同じ考えでした。これを清算すれば何とかなるんだ。だから、一、二年は痛みが来るけど我慢しろというもので、今と全くそっくりな状況なんです。

実際、浜口雄幸のときの大蔵、小泉純一郎さんのおじいさんですね、自分のおじいさんが加つた内閣が同じことをやっているんです。

そういうので、浜口雄幸と井上準之助を小説にしたのが城山三郎氏の『男子の本懐』であり、この「男子の本懐コンビ」の政策の結果、二年間で経済が奈落の底くらいまでいってしまつたわけです。失業がどんどん増え、貸しはがしも起こり、

企業倒産が起こり、一方、物価が年率ではほぼ一〇%で、二年続けて下がるわけですね。

そういうことになって、政権が倒れて、政友会の犬養内閣ができて、元首相まで務めた高橋是清が大蔵大臣として戻ってくるわけです。この新内閣が、財政支出を増やす、そのための国債発行を日銀が受けて、マネーもどんどん流すという政策に転換します。転換したところ、途端に生産は回復を始めます。一〇%のデフレが、マイルドな三から五%のインフレに一拳に変わります。株価は急騰し、地価はそんなに急騰しませんがずっと下落が続いていたのが少しずつ上昇に転じます。実に鮮やかでありどんどん生産が回復する。

その場合に一つ回復しなかったものがあります。何がだと思えますか。生産は拡大し、株価は上昇し、地価も上昇に転じる。消費もどんどん伸びるんです。設備投資も伸びる。物価は、一〇%のデ

フレから、マイルドの三から五%のインフレに変わるんです。それが大体三年くらい続くんですけども、その期間、ただひたすら、まだ減り続けているのは、銀行の貸し出しなんです。私のいいたいことはお分りいただけると思います。が、キャッシュフローが潤沢にたまっているから、まずそれでファイナンスできます。それから、中小企業なんかで困っているところでは、企業間信用が活発になり、それでファイナンスします。また、株価が上がリ、株式市場が活況を呈し始めるので、増資が増えます。このように、結局銀行に頼らないで景気が回復する。これは実はアメリカもそうなんです。大不況からのアメリカの回復過程も、今いったのと同じようになっており、銀行の貸し出しはずっと減り続けました。

つまり、銀行は、不良債権が多すぎますから、貸出しを縮小した方がいいということなんです

ね。そういうふうにして回復していくというシナリオがで上がるわけです。ですから、不良債権の処理をそんなに慌てる必要はなく、例えば柳沢大臣くらいのスピードでも十分だったと私は思います。最近のように不良債権問題を危機だ、危機だとおおってやってみても、それほどすごいことはできないし、すごいことをやろうとすると、逆に大変なことになってしまふと思います。

竹中案が中間的な形で出ていましたけれども、あれを本当にやると、国有銀行ばかりになつてしまふ。これらの国有銀行を一体だれが経営するのか、役人が何かやってもろくなことはないと思つていますけれども、そういうような不思議な状況です。竹中大臣は構造改革派ですから、もっと民間活力を利用するとか規制緩和するという方向のほうなのですが、それが銀行を大手までどんどん国有化するという社会主義的アプローチというの

は一体どう理解すればよいのでしょうか。危機の状況だからダブルスタンダードでもしようがないという人もいます。要するに、危機のときには社会主義的アプローチ、平常時は市場主義的アプローチと使い分けるといふ人がいます。私は、もっと市場に任せるようなやり方で回復することができるし、それをすべきだと思うんです。

## 五、インフレターゲットの設定

まずデフレをとめるために、インフレターゲットを設定することを提案したい。基本的にどういふふうにするかですが、インフレターゲットというのは最低一%で最高は三%くらいにする必要がありますが、ここまでデフレがひどくなると、三%以上のインフレにしないと無理かなとも思いますが。九〇年代ずっと、主要国は日本よりも調子が

よかったわけですが、その経済を見てみると、アメリカを初めどこの国でも大体二から三%の間のインフレです。要するに、これが巡航速度であり、それによりさっきいったデフレとか資産デフレに見舞われないで済んでいるのです。

そういうふうに見ますと、現在の消費者物価はマイナス一%くらいで安心だといっていますけれども、三%くらいが巡航速度だとしますと、物価上昇率は四%も足りないんです。四%も足りない状態を例えば一〇年も続けると、物価水準は何と四〇%も違ってしまいます。四割も低い水準になるということであれば、企業は生きていけないわけですから、そのくらい違ってくるということですよ。〇%が一番いいといえれば、一%くらいの差は大したことはないといえますが、二、三%が巡航速度だとすると、かなりのデフレになっているということであり、望ましい水準から四%低いということは、

四%、実質金利は高いということを意味しているのです。四%物価が下がったら、借金を返すためには、前より四%多いものを売らなければ返せません。これが実質金利には四%だという意味です。

ですから、最低でも差し当たりは一年以内で一%、二年で三%くらいのインフレにするという目標を掲げる。すでに、短期国債買いオペをやっています。もう短期国債だけではマネーを供給できない。短期国債金利がほぼ〇%で、日銀は短期国債を買うときに、当座預金を相手銀行に渡しませけれども、その金利も〇%です。したがって、短期国債買いオペでは、〇%の金利同士を交換するわけですから、限度があります。そこでプラスの金利を持つている長期国債を日銀が銀行から買う、銀行はまた市場から長期国債を買って次々と日銀に売っていく。こういうことを大量に繰り返し

す。銀行が市場から長期国債を買ったびに、マネーが出ていく、これ以上マネーを持って一体どうするのかと思うくらい、マネーを出していく。そうやっているうちに、こんなにマネーがジャブジャブあってもしょうがないということになり、国債を買ったり株を買う、投資信託にしてみようかとか不動産投資信託にしようとか、あるいは外貨建て預金にしようとか外債を買おうとかいうふうになると、現金以外のあらゆる資産の価格が上がってくるようになります。このようにして資産デフレを止める、不動産投資信託を買えば、土地そのものを買わなくても、地価が上がる。このように、マネーをどんどん増すことによつて——今は三%くらいでマネーが増えています、バブルのころは一二%くらいで増えていました——そこまでいかなくてもいいでしょうが、どんどん増すように懸命に努力する。そして、マネーが出てく

れば、資産が買われるようになり、資産価格の上昇によつてバランスシートが改善します。

バランス・シートの左側に資産があつて、右側に負債があつて、資産から負債を引いたものが自己資本あるいは純資産です。小泉内閣がやるつもりになっていることは、例えば、銀行の純資産を引上げるために、公的資金を注入して自己資本を増やしてやるということ、そういう考え方です。

私の考えは、左側の資産価値を上げてやればいいじゃないか。そうすれば、資産価値から負債を引いた自己資本は自動的に増える。つまり、例えば銀行の持っている株式の価値がどんどん下がってくるのを止めて株が上がるようにする。土地等の資産の価値が上がるようにする。また、売るものの価格が上がっていますから、前よりも少ないものを売って借金を返せるようになりますから、不良債権は減ってまいります。今のままでは、正

常債権までがどんどん不良債権になってしまつて、不良債権が増えるのが止まらないわけですが、資産価格を上げればバランスシートは改善されるのです。

さらに、ドル建ての資産へ資金が回っていけば、円安ドル高になり、輸出が伸び、輸入が減り、需要が増え、インフレになってくる。そういうことで不良債権も減る。円安効果も出る。そういうふうな流れがだんだん分れば、今までデフレが一〇年も二〇年も続くのではと思っていた人も、ひよっとしたらインフレになるかもしれないと思うようになる。そういうインフレになるかもしれないというリスクを感じさせることがまず必要ですね。このように総需要も増えてくれば、バランスシートも改善して、みんな元気になってくれれば、だんだんこれからはインフレになるんじゃないかというところまで進む。それによって

実質金利は下がるから、設備投資も有利になってくる。そういうシナリオを描かないと、日本経済は立ち行かないように思います。

こうやっても、絶対インフレにならないという人がいます。インフレにならないことは、インフレにならないまま、日銀が最終的に国債を全部買ってしまったということになります。これはこれでいいわけですね。日銀と政府は一体ですから、国債の償還を心配しなくてよくなるということです。金利も上がりず償還できたらすばらしいですね。今、長期国債でも三〇〇兆円くらいある。国の借金も全部なくなる。しかし、それは夢物語で、現実的ではないわけです。つまり、どこかでインフレになってくるということですね。どうしてもそう考えざるを得ない。それだけマネーが出て、じつと現金と預金だけで持ち続けている世界というのは考えられない

ですね。ですから、私はどこかでインフレになると思います。

実際に歴史はそれを証明しているわけですね。アメリカの大不況にしろ、昭和恐慌にしろ、実際にそういうふうにはマネーがジャブジャブ出てくると、資産価格が上がり始めて、最終的にはインフレになっているわけです。というよりも、高橋財政の場合はすぐにインフレになってしまうという状況ですね。

そういうふうというと、昭和恐慌のときにはまだ金利が高かったから、金利が下がる余地があった。だから金融緩和が効いたんだと、日銀の白川理事は主張します。白川さんは、名目金利が下がる余地があったから、実質金利が下がった。今は、長期金利は相当低く下がる余地がないから、マネーをふやしても下がらず、したがって、実質金利も下がらないから、私のいうような政策は何

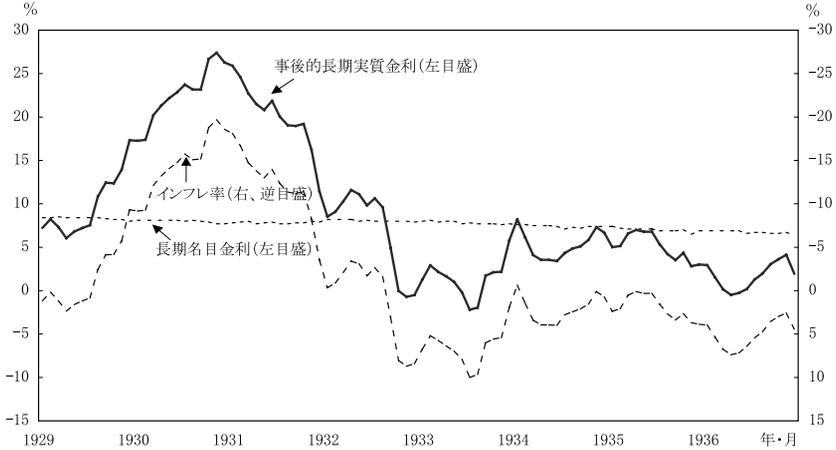
の効果もないと主張されています。図表6を見ていただきたいのですが、これは、昭和恐慌前後のものです。三〇年から三二年までが昭和恐慌です。三二年から三五年の初めまでが高橋財政です。高橋さんは三六年の二・二六事件で暗殺されます。青天井で軍事費予算が出て、国債の日銀引き受けでインフレになってくるのはそれ以後のことです。

高橋は清が超インフレ、ハイパーインフレにしたといいますが、それは彼が、死んだ後のことです。私のインフレ・ターゲット政策が行われるとハイパーインフレになるといっている人がいてその証拠が、高橋財政だというのですが、それは事実には反します。

図表の長期金利は二年もの銀行貸付金利ですが、名目長期金利をみると、高橋は清の三三年からほとんど下がっていない、実際に〇・三ポイン

デフレ脱却のための経済政策

図表6 昭和恐慌前後の名目金利と実質金利



(注) 名目金利は証書貸付金利 (平均満期2年)。インフレ率は東京都小売物価指数の対前年同月比。事後の実質金利=名目金利-インフレ率

(資料) 証書貸付金利は藤野正三郎『日本のマネーサプライ』(勤草書房)、東京都小売物価指数は『日本長期統計総覧』(日本統計協会)

トくらいしか下がっていない。八%の金利が、七・七とか七・五くらいまでしか下がらなかつたのですが、実質金利は下がるんです。これは、デフレからインフレに変わるためです。このインフレ率は逆目盛りで見にくいかもしれませんが、右目盛りで見ます。インフレ率は上の方がマイナスになるように測っています。長期名目金利からインフレ率を引いたものが実質長期金利ですね。長期の実質金利は、三二年まで、井上財政のころ、二〇%にも上がるわけです。そんなときに設備投資する人はいません。

三三年から、実質金利がどんどん下がっているのは、インフレになるためです。インフレ率は右目盛りですから。この図は月単位ですから、インフレが一〇%を超えるようなときもありますけれども、年で見ると五%とか四%くらい、ずっと安定しているわけです。

図表7 インフレターゲット付量的緩和反対論に答える

- ① 資金需要がないから銀行の貸し出しは増えない→大企業は内部資金、株価上昇による増資、中小企業は企業間信用による回復。銀行の貸出増加は景気回復が軌道に乗ってからになる。
- ② ハイパー・インフレになる→インフレターゲットに上限（3%程度）を設定している。
- ③ 財政が破綻し、悪性インフレになる→デフレを放置しつづければ、税収は増えないから、将来、日銀は国債発行を全て引き受けなければならなくなり、ハイパー・インフレになる可能性がある。今のうちに、デフレを終息させれば、財政破綻を免れる。
- ④ 量的緩和は構造改革を遅らせる→構造改革を遅らせるのは、無駄な公共投資、情報隠しと先送りを可能にする会計制度や会計監査、安易な公的資金の導入、ペイ・オフ解禁の延期などである。

一〇%を超えるようなデフレから三%のインフレになるということは、一三%物価が上がることと同じです。それによって、一挙にそれだけで実質金利が下がるわけです。名目金利からインフレ率を引いたものが実質金利ですが、実質金利はデフレからインフレに変わることにより、つまり物価の変化率の違いで実質的に下がるわけです。現在でいえば、一%のデフレから三%のインフレに持っていくことを日銀ができたとする、それだけでも実質金利が四%下がるわけです。名目金利がそんなに下がる余地がなくても、金融政策は効果を発揮するということを、この図は示しています。

そういう政策にすればいいんだということですが、そうやるとハイパーインフレになるとか、いろいろな反対論がありますので、図表7にそれに対する考え方を整理しておきました。

## 六、まとめ

要するに金融政策によってデフレから脱却することを最優先させる、そのために、日本銀行は、長期国債は月に一兆円しか買わないとか、あるいは長期国債の日銀保有残高が日銀券残高を超えないようにする、とかいう上限を現在設けているけれども、それを全部撤廃する。このように何でもやる、市場にちよつと恐ろしいと思わせることが大事だと思います。

さらに、国債発行枠三〇兆円は撤廃する。撤廃して、歳出を削減しないことが大切である。この歳出は、特に民間投資を呼ぶような部門への割合をもっと増やす。公共投資であれば首都圏に大盤振る舞いするということしかない。つまり、公共投資としては、民間投資を呼び込むような公共投

資をしない限り、公共投資を止めたときに民間投資にバトンタッチはできない。それは、やっぱり首都圏ということで、首都圏の環状道路等さまざまな道路の整備とか電柱の地中化とかがあると思いますけれども、そういったことを優先する。そのように支出を変えていく。地方はどうしてくれるのかと怒られるかもしれませんが、やはり東京から景気が回復して、それが地方にスピルオーバーするという方法しかないのではないかと思えます。

三番目は、繰延べ税金資産を自己資本として繰り入れるのはおかしいというのが竹中案の考えですが、私は、これは非常におかしいと思います。というのは、繰延べ税金資産というのは、銀行が引当てが少ないうえにもっと適正に引当てなさいと金融庁にもいわれ、市場にもせつつかれて引当てをしたことに伴って増えたものです。引当てをし

ただだけでも、国税庁がこれを費用として認め  
てくれないから、税金を払ったわけです。これは  
将来、損失が確定したら税金は戻す、だからこの  
税金分を自己資本に算入しているということす  
が、将来、収益を上げて税金がそれだけ安くなる  
ようなことは、今の銀行では考えられないのでは  
ないか。そうであれば、そのような繰延べ資産を  
自己資本に認めるなどというわけですが、私は、そ  
れはおかしいと思います。要するに、引当ては会  
計上、特に銀行の健全性を見るうえで、このくら  
いの引当てをすることが必要であるといわれるか  
ら、銀行は引当てを行う。その引当て分は損失に  
なり、その分、自己資本は減っています。ところが、無税償却は認めない、無税引当ては認めない  
と国税庁がいうので、それに関しては繰延べ税金  
資産が認められる。将来、税金が還付される可能  
性があるからという理由で一応自己資本に入れて

もいいですということになっている。それを止め  
るといふのであれば、適正に引当てすべきだとい  
うから引当てたのに、国税庁がそれを費用として  
認めないということがおかしいということにな  
る。やるべきことは、繰り延べ税金資産相当分を  
全部直ちに税金として還付することだと思いま  
す。一たん納めたものだが、費用として認めます  
というふうにすればここで初めて会計と税法とが  
一致することになるはずです。

国税庁は、税金を取りたいからとにかくこんな  
ものは費用として認めない。他方金融庁は、これ  
は費用として計上しないと、利益を過大に見積  
もったことになり、将来の健全性の観点から、費  
用に計上して引当てなさいという。両者のスタン  
スがもともと一致しないわけで、これを一致させ  
ることが先である。

私の方法だと、繰り延べ税金資産がなくなる

と、銀行の自己資本が四％を切るなんてことな  
くて、逆に現金が入ってきます。この方が公的資  
金を注入するよりいい。何故かというと、繰延べ  
税金資産が多いということは、これまでに利益を  
よく上げたということです。上げているから、税  
金を納めている。私は、利益を上げている銀行ほ  
ど健全になる可能性があると思うので、そういう  
ところに税金を還付するという方が、一律にどこ  
でも資本を注入するよりもいい。下手な経営の結  
果大きな穴が空いたところにたくさん公的資金を  
導入するというのは、だめな銀行にたくさん公  
的資金を導入することになり、おかしいと思いま  
す。

もう一つの銀行経営上の基本的な問題点は、間  
接金融中心の中で、日本の場合、とにかく銀行に  
リスクが集中してしまっている。経済が右肩上が  
りで成長し、地価も右肩上がりでどんどん上がる

という場合には、銀行にリスクが集中しても、銀  
行は、土地を担保にとり、株もほとんど右肩上が  
りになって含み益が増えるから、何とかなるんで  
すけれども、この二つの条件がなくなってしまう  
と、銀行はどうやって集中したリスクを処理する  
のかということが問題になる。間接金融でこれだ  
け預金を預かったうえ、この預金の安全性は守ら  
なければならぬ。預金は、株式投資の場合と  
違って、損失を覚悟で資金を供給するという性格  
の資金ではないわけです。そういう資金をこれだ  
け預かって、このデフレの中で、どうやってその  
安全性を守るだけの貸出しがあるのか。私は絶  
対にないと思います。

銀行に過大なリスクが集中し過ぎているから、  
これからは銀行に持合い解消を含め保有株を売れ  
といっているわけです。その受け皿は、個人と機  
関投資家しかない。そこが全体の受け皿となっ

て、広く薄くリスクを負担するというのが、これからのリスク負担の方向だとすれば、これは、直接金融に、まさにそこに資金の流れがもつと移らなければだめだということです。

それにしては、まず税金が高過ぎるということが問題です。株主資本に対する所得に対しては、法人税、配当所得税、株式譲渡利益課税という三つが課税されている。法人税だけでも既に四〇％かかっているのに、利子はたったの二〇％しか税金がかかっている。これだけでも大きな差があります。それに配当と株式譲渡利益課税がかつたら、税金上は預金にかないつこないわけです。これを調整しなければいけないということになると、株式の譲渡益を非課税にするとか、あるいは、非課税にしないならば、二元的な所得税にして、不動産所得も全部一括して、その中で損失控除をきちんと認めることが大事です。税法上、あ

る年だけでは損失控除ができない場合がありますが、その場合には、五年間とか繰り延べることを可能にすると、株式投資からの損失はかなり税金が戻ってくるということで、投資家の負担が軽くなります。もし、非課税にすると、損した場合に税金を安くするという方法がとれません。ですから、儲かったときは税金を払う。しかし、損したときは、ほかの所得から控除して税金を安くして還付してもらえという方が、株式投資にとつてリスクが小さくなっていいと思います。これは二元的所得税という考え方で、不動産所得も金利所得も株式譲渡からの所得も、資産からの所得は全部一括にしたうえ、それに定率の税金を一律にかけるということが一つの案になります。

そのほか、証券化をどんどん進めるということが大事だと思っています。銀行がリスクをとり過ぎてきているわけですから、銀行が貸し付け債権はど

んどん証券化して、証券投資家にリスクを引き受けてもらうというのをこれから進めるべきで、それが遅れていると思います。そのためには、証券投資の受け皿をつくるという意味で、税制改正が非常に大切であり、不動産の場合にも、証券化が遅れているというのは、登録免許税とか不動産取得税があるので遅れる面もあり、不動産取得税は撤廃すべきです。登録免許税というのは本来にかしいわけで、要するに国が登記にお墨付きを与えるのだから、税金を払うのは当然というわけですが、こんなものは手数料にすればいいことだと思っんです。

もう一つは、証券市場は何となく一般の投資家からまだ信用されていないところがあり、いろいろな問題がある。アメリカでもそうだったわけですね。証券市場については、会計不信も含めて、市場の監視機能をもつちょっと強めることとし、ア

メリカのSEC並みの権限を証券取引等監視委員会に持たせることが大事だと思います。

それから、ペイオフの問題というのは何回も延期しているわけですが、ペイオフということにこだわっているといつまでも解決しないと思っんですね。ペイオフってなぜするのかというのは、預金者が全然銀行を監視しなくなるのは困るので、ペイオフをする。ペイオフすることになると、大口の預金者は、銀行の経営がいいか悪いかを監視するようになるから、監視されている銀行はリスク管理をちゃんとするようになる、こつこつ論理なんです。リスク管理をきちんとしないと、結局決済性預金が流出してしまって、銀行は倒産してしまつということですね、これからは、結局決済システムが守られればいいわけで、あとは銀行も証券会社とか証券投資と同じように考えればよいと思っっているのです。

決済性預金を守るにはどうしたらいいかというのは、要するに皆さんから預かったものは、銀行が決済勘定として別勘定にして、この勘定は全部国債や政府短期証券（短期国債）に限って運用する。これはナローバンクアカウントという、昔からある考え方です。こういうようにすれば、ここでは、不良債権は発生しません。国が倒れる場合はないとすれば、決済性預金である限りはそれが運用している資産が不良化することはなく、決済手段として現金や振込が使えるということを確認できますから、ここで取りつけ騒ぎ等が起こることはない。それでも、どうしても現金が欲しいといってくる人が多く銀行のお金が足りなくなれば、国債や政府短期証券を担保にして日銀から幾らでも借りればいいということです。ナローバンク制度が、この問題の究極的な解決になると思います。

柳沢大臣のときに、決済性預金として金利〇％の預金を認め、これは預金保険制度により全額保護するという案が出ましたが、これをもう一歩進めて、その勘定の資金は、国債と短期国債の運用に限定させるというところまで進めれば、実はもうナローバンクができたわけで、もう一押しだったと思います。それをしないで、結局二年延期ということになり、私は非常に残念に思っています。が、このようにペイオフ問題は解決していくことができる。

皆さんには、どうやったら本当にそうなるのかなという疑いがあると思いますが、ある程度のインフレになるような日銀の超々金融緩和ということになるでしょうけれども、そういう断固たる金融政策が一番根本にないと、デフレ状況の中では、やはり証券投資は不利です。企業収益が上がらなければ、株価が長期的に上がるといっては無

理ですね。ですから、そういうようなことを考えると、やはりデフレを阻止するというのを一番に据えないと、私が今いったような政策も、なかなか実を結ばないのではないかと思っております。

関理事長 きょうは大変興味深いお話だったと思うんですが、この中にはフィッシャー派もシュンペーター派もたくさんいらつしやると思っていますけれども、どなたかご質問・ご意見はありませんか……。

それでは、時間になりましたので、本日の資本市場を考える会を終了させていただきます。

(いわた きくお・学習院大学教授)

(本稿は、平成十四年十月二十五日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

岩田 規久男 氏

略 歴

昭和41年 3月 東京大学経済学部卒業  
昭和48年 3月 同大学大学院経済学研究科博士課程修了  
昭和48年 4月 上智大学経済学部専任講師  
昭和51年 4月 同学部助教授  
昭和52年 9月～昭和54年 6月 カリフォルニア大学バークレイ校客員研究員  
昭和58年 4月～平成10年 3月 上智大学経済学部教授  
平成10年 4月～ 学習院大学経済学部教授

専攻・政府委員等

- ・専攻：金融論、経済政策
- ・77年度「エコノミスト賞」（毎日新聞『エコノミスト』）受賞
- ・公正取引委員会参与
- ・公正取引委員会「政府規制等と競争政策に関する研究会」座長
- ・財務省「デフレーションと金融政策」研究会 座長
- ・財政制度等審議会委員
- ・国民経済計算調査会議 基本体系部会専門委員

著 書

『企業金融の理論』（共著）日本経済新聞社 1973年  
『土地と住宅の経済学』日本経済新聞社 1977年  
『金融政策の経済学—「日銀理論」の検証』日本経済新聞社 1993年  
『土地税制の理論と実証』（共著）東洋経済新報社 1993年  
『経済学を学ぶ』筑摩書房 1994年  
『日経を読むための経済学の基礎知識』日本経済新聞社 1994年  
『日本型平等社会は滅ぶのか』東洋経済新報社 1995年  
『国際金融入門』岩波書店 1995年  
『日本経済の神話』日本経済新聞社 1995年  
『マクロ経済学を学ぶ』筑摩書房 1996年  
『金融法定』日本経済新聞社 1998年  
『金融入門 新版』岩波書店 1999年  
『金融』東洋経済新報社 2000年  
『ゼロ金利の経済学』ダイヤモンド社 2000年  
『デフレの経済学』東洋経済新報社 2001年