

## 近年の金融経済問題を分析する

——規制重視・参入抑制をコアとする、

金融の「一九三〇年代モデル」の崩壊とその後に来るもの——

内藤 純 一

関理事長 お待たせいたしました。ただいまから、本日  
の「資本市場を考える会」を開催させていただきました  
す。

今日は、御案内いたしましたように、財務省の内藤  
さんをお招きいたしましたとして、お話を伺うことになつて  
おります。御案内をした時点では、内藤さんの肩書き  
が「財務省大臣官房審議官」となっておりますが、二  
月に人事異動がありまして、現在は東海財務局長の御  
要職に就いております。

それで、御略歴を見ていただきますと、そこにあり  
ますように証券局、銀行局、金融企画局の要職をお務  
めになり、その後、名古屋大学の教授を二年間務めて  
おられます。平成一五年七月に大学から財務省にお戻  
りになり、大臣官房審議官兼財務総合政策研究所次長

として政策・制度問題を広く担当されておられました  
けれども、最近の人事異動で東海財務局長に就任され  
ました。

今日お話がありますけれども、これまでの長い行政  
経験と大学時代の研究を踏まえて、日本が直面してい  
る金融システムの問題について、総合的、理論的な分  
析に取り組んでおられます。

また、昨年一〇月には、内藤さんは、有名なステイ  
グリッツ教授とグリーンワルド教授が書かれた『新し  
い金融論』という本の翻訳もされておられます。今  
日、これについても触れていただけるものと思いま  
す。

それでは、内藤局長、どうぞよろしく願います。

ただいま御紹介をいただきました内藤でございます。この二月に財務省の大臣官房審議官から東海財務局長の方へ拜命を受けまして異動いたしました。前々からこの日に講演のお約束をしております。何とかお約束を果たすことができたと考えております。

今日は、証券界の皆様方が中心かと思えますけれども、日本の金融問題、これは銀行問題ということだけではなくて、証券問題も含めまして、ある意味でマクロ経済全体の金融の問題について、財務省、大蔵省の仕事を通じまして私自身が考えてまいりましたこと、特に名古屋大学に移りました二年間は、随分時間もできまして、役所の雰囲気とは全く異なり、研究の時間と教育の現場という二つの役割があったわけですけれども、非常にいい機会を与えていただいたと考えております。そういう中で考えましたことを今日少しお時

間をいただいております。

今日お話しすることは、バブルが崩壊して日本の経済・金融が構造変化をしたということがよくいわれておりますが、その問題を少し突っ込んで述べさせていただければと思います。

## 一、はじめに

私は、この話を始める前に、自分の自己紹介も含めまして経験談を若干申し上げたいと思えます。

金融問題が非常にかまびすしくなる以前の九五年度の話ですが、私は当時、大蔵省で証券局の公社債市場室長をしていたのですが、同年二月に証券・金融問題の事件が起きたわけです。皆さんも御承知のベアリングズ社の倒産です。

当時、私はそこで東証の国債先物取引に関する

仕事を担当しておりました。二月のある週の金曜日でしたけれども、イギリスのイングランド銀行から連絡が入りまして、「ペアリングズ社が非常な金融困難、経営困難に陥った。特に流動性の問題が非常に悪化してきているので、日本の証券界に救済をお願いできないものか」という話がありました。そういう線を探ってみましたけれども、実際は無理だということになり、翌週の月曜日、イングランド銀行はロンドンでペアリングズ社の破綻を発表しました。

そこから問題が始まるわけです。問題とは、当時の日本において、国債先物取引において突然のデフォルトが発生した場合に、決済問題をどう決着をつけるかというルールが全くていなくなつたということです。三月に東証の国債先物取引の決済日が来ますので、その間にどうデフォルト処理をするのか、また、デフォルトが本当に生じた

ときにどこまで影響が出てくるのかということの実態もつかめなかつたため、危機といえますが非常な困難に陥ることになったのです。

それ以前に、国債、社債等の債券流通市場の整備については、銀行界と証券界で意見が分かれておりました。もちろん改善を図るための議論であります。当時は非常に対立色が強かつたわけです。証券界主導による流通市場の整備というアイデアが一つあり、銀行界主導にも別のアイデアがもう一つあるという状態でした。当時の議論は、あくまで、どちらが主導権を握りながら改革をしていくか、あるいは既得権といえますか、それらを維持しながら改革をしていくか、そういう次元の議論がかなり多かつたという印象を持っております。

しかし、このペアリングズ社の問題が起きたことにより、真の決済リスクとは一体どういふもの

なのかという点について関係者に浸透することになったのです。もちろん、我々行政当局の人間にとっても、リスクが現実化するとはどういうものかの具体的イメージを持っていませんでしたが、これが、イギリスのシンガポール現法から突然飛び込んできたという状況でした。しかし、実際には、ベアリングズ社はINGというオランダの金融コングロマリットによって「一ポンド」という象徴的な値段で買収され、債権債務全体が承継されることにより決着を見ました。無事終わったわけです。

ただし、リスクに対する問題意識は非常に鮮明に関係者に残り、単に銀行界、証券界という問題のみならず、ユーザーである機関投資家も含めて、とにかく早く債券の流通市場の整備を図る必要があるという動きが出てきました。それが、その後のJBネットとして、債券の流通市場の具体

的な整備・改革につながったのだらうと思えます。

そのときのもう一つの問題は、預かり資産の引出請求が表面化したことです。当時、預かり資産は必ずしも分別管理されておらず、一体混然とした管理がかなり広範化しておりました。ベアリングズ社の日本現法も全く同様でしたが、その顧客はアメリカの投資家が相当多く、その投資家の方から、すぐに資産を引き揚げたいという要望が来りました。しかし、当時の日本の法律では会社更生法の申請をしていましたので、直ちに保全命令がかかって全く動かせない、凍結されたわけです。それは、アメリカから見ますと異常な処置が行われたということで大騒ぎになりました。とにかく早くそれを解除できないかという議論が、これは当事者間の問題のみならず当局間の問題にも発展して、一つの紛争になったわけです。

この問題は、日本の制度を理解してもらいながら徐々に解除していくという現実的な方法で解決が図られました。最終的には、先ほど申し上げたような買収という形で解決されたわけです。この問題は、日本の証券市場が、従来であればやや慣行的にそう問題意識もなく行われてきたことが、突然現実の問題となつて表面化した一例です。

結局、人間の知恵を健全に発展させていくのは難しいものだと思います。理論的にこれが正しいとか、あるいはそういう考え方の正しさを証明できたにしても、それを多くの人間が共有し合つていきますか、市場の基盤とすることは非常に難しい。やはり、大きな危機というものがなければなかなか前進できない。こうして、流通市場の問題あるいは預かり資産の分別管理の問題は、私の経験から申し上げますと、ベアリングズ事件が一つのきっかけになった。そこを、私も担当者として

実感できたということであります。

そのころは、日本の金融機関の問題というよりは、外国の金融機関の問題が日本にも影響が及んできたという受けとめ方でしたので、日本から起きた問題でなくてよかつたなと思っていました。が、九五年に銀行局に移つてからは、まさに日本の金融機関自身の問題が次々と表面化することになります。そのあたりの動きは、あえて申し上げますまでもないと思います。そして、その出発点が、ベアリングズ社の事件だったのです。

私は、このほかにも金融危機や金融問題についての経験をしてまいりました。これ以前を考えますと、これも証券局の課長補佐の頃ですが、八八年頃は、皆さんも御承知のバブルの時代でして、当時の典型的な事件にリクルート事件があります。未公開株を親引けという方法でいろんな人に配っていた。それが私募ではなくて公募に当たる

ので、ディスクロージャー違反の責任が問われた事件がありました。そのときも、ちよつど私が担当しておりました。

## 二、信用と金融システム

それで、今日は、大きな視点に立った金融問題についてお話ししていきたいと思っております。必ずしも狭い意味での銀行問題ということではありません。後でも申し上げると思いますが、も、「直接金融と間接金融」という二分法で議論される、そういうとらえ方で議論されることが多いのですが、このような二分法は一つの便法として話すなら格別の問題はありません。直接金融は証券会社の金融であり、間接金融は銀行の金融であるということで議論されるのはおおむね差し支えないのですが、それでも現在、その線引きは

次第に曖昧になってきています。

銀行といつても預貸業務だけではなくて、いろんな投信商品や保険商品、さらにこれから証券仲介業への進出という議論もあるわけで、いろんな金融商品を売ろうとしている。証券会社も、もちろん株を売っていますけれども、株の売買に際してのいわゆるブローカーズローンのための資金を提供するという形で信用を供与しています。従つて、問題を「直接金融と間接金融」という切り口ではなくて、「信用供給の機能」と、いわゆる「金融商品を売買する機能」、そういう形で分ける分け方の方が、物事の理解をする上において、はるかに適切な分類ではないかと私は考えております。

つまり、信用というものがある意味で土台であり、その上に金融商品の取引が成り立っているということになります。平たくいいますと、特にバ

ブル崩壊後、信用収縮と資産デフレが進行して、バランスシートが傷み、それが信用の収縮という形で实体经济をも収縮させる、不況に追い込むという形になってきています。このような動きは、結局のところ、信用の機能が非常に低下したところか収縮する動きによって影響を受けたと考えることができると思います。

信用を提供するのに最も大きな役割を果たしているのは、実は「銀行システム」です。銀行は一行では信用創造はできません。銀行がお金を貸すということは、非常に簡単に申し上げると、一般的には、現金を集めてその現金を顧客に貸すという行為ではありません。銀行がお金を貸す場合、顧客に銀行に預金口座を開いてもらい、審査をした上で貸出が可能であるということになれば、その口座に数字を書き込むだけでいいのです。書き込めば、もうそこで信用を与えたということにな

るのです。

銀行からお金を借り入れた人は、もちろん現金で引き出しても構いませんけれども、現金で引き出す人はそんなに多くはない。何か設備投資をしたとすれば、その設備の機械メーカーに対して支払いが発生しますから、機械のメーカーの預金口座に預金を振り込む、資金を振り込む、あるいは預金の振替をするということでも済んでしまう。つまり、一旦貸出が発生すると、その預金の数字が銀行システムの中でぐるぐる駆けめぐらされるだけである。そして、その裏側に実物の取引があれば、資金の決済を経て動くことになるのです。

証券取引にも、もちろん信用取引があり、ブローカーズローンが提供されます。また、約定と決済とのズレの期間をどんどん縮める努力が証券界を挙げて行われています。社債市場をとってみても、昔は、社債登録制度がまだまだ古色蒼然と

運営されているころは、大体二、三週間から一か月位経たないと名義が変わらないという状況もありましたけれども、今や「T+3」が完全に常識化し、今後、「T+1」に移行していくことになっていきます。いずれにしても、「ズレ」がある。「ズレ」があるということは、誰かが誰かに信用を与えているわけです。従って、信用というのはもちろんどの世界にもありますが、「銀行システム」が一番基礎にあり、そこがきわめて大きな信用を生み出している。その信用に支えられながら、株式の取引もそうですし、土地もそうですし、あるいはいろんな実体経済の取引も行われる。問題は、バブルが大きくなり、そして破裂する、そのような変動が生じることにあるのですが、結局それは信用というものの「不安定性」に帰着する問題なのではないかと考えています。

## 三、バブル崩壊と資産デフレの進行

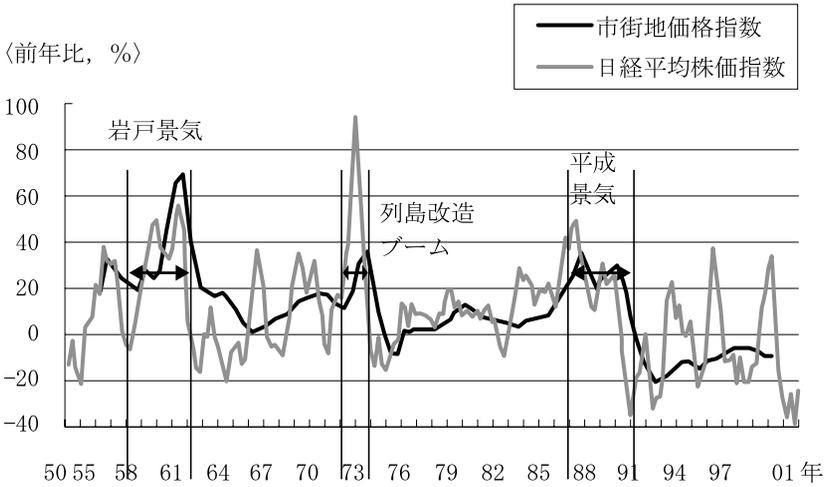
### (1) 日本のバブルの特殊性

そういう話をする前に、これまでの状況を少しデータに基づいて御説明したいと思います。ありふれたものも用意しましたので、そのあたりは簡単に触れる程度にさせていただきます。

図表1を御覧いただきますと、「地価と株価の変化率」が示してあります。これは、前年比の変化率をなぞったもので、当然ながら株価は上がり下がったり、プラスもあればマイナスもあるわけですが、日本の地価というのはほとんど下がったことはありません。これは、一九五〇年頃からとりましたけれども、統計上はもともととることができません。一九三〇年代の半ばまでは、

近年の金融経済問題を分析する

図表 1 地価と株価の変化率



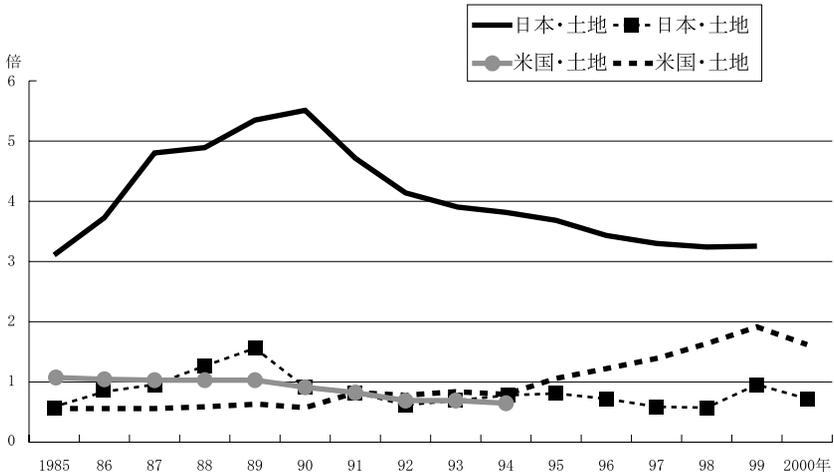
(出所) 日本銀行『金融経済統計月報』など/日銀ディスカッション・ペーパー「資産価格と物価」2000年9月

同じ系列で遡ることができますが、三〇年代の半ば頃（昭和一〇年頃）から見ても、対前年比でマイナスになっているのは、実に一九七五年だけではありません。一九七五年だけが、一回きりでマイナスになっただけであり、あとは九〇年代にバブルが崩壊するまで全部プラスです。

このように見ますと、九〇年代以降の経済がいかに特殊かということが、地価の動き一つみてもいえるのではないかと思います。つまり、私の認識では、九〇年代以降の経済は、恐らく数十年に一回とか一〇〇年に一回起きるかどうかが、そういうきわめて稀な経済現象だと思っています。

図表 2 は、日米で比較をしまして、土地と株式の時価総額を対GDP比で割ったものを示しています。予想どおり、日本では、土地の時価総額が非常に大きい。株価は、バブルの頃は上がって、最近では下がってきている。アメリカでは、最近九

図表2 日米比較・土地と株式の時価総額（対 GDP 比）



(注) 米国の土地総額は95年以降、公表されていない。日本の株式時価総額は、東証1、2部、マザーズおよび店頭登録株式。米国はNYSEおよびNASDAQ登録株式の時価総額。

(資料) 国民経済計算年報、東京証券取引所統計（証券）など

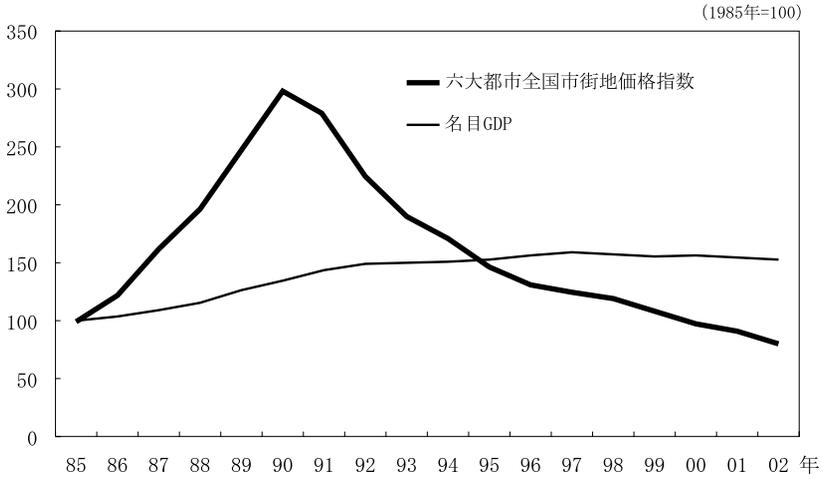
九年をピークにしたバブルがありましたので、そのときは非常に高い、しかし、アメリカの土地は非常に時価総額が小さい。日本の土地の時価総額がいかに大きい。日本の土地全体でアメリカが三つ買えるとか四つ買えるということがバブル期によくいわれましたけれども、そのような状態です。現在でもまだおそらくGDPの三倍位の時価総額が計算上はある。

図表3を御覧いただくと、戦後の資産インフレがいかに特殊であったかを示す一つのデータですが、これは一九八五年を基準にして見たものです。GDPと地価の伸び率及び地価の水準を指数化してトレースしたものです。九四年から九五年あたりにGDPとクロスしています。長期的に見ると地価の動向は収益のキャッシュフローの割引現在価値になりますので、超長期で考えると、名目GDPとそんなに大きな違いはなく、長期的に

近年の金融経済問題を分析する

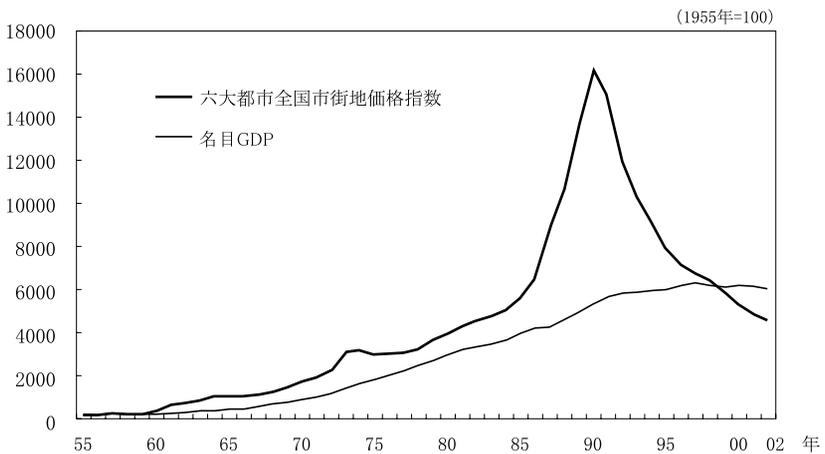
図表 3 地価動向と名目 GDP

(1) 1985年基準



図表 4 地価動向と名目 GDP

(2) 1955年基準



(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」、内閣府「国民経済計算」

は収斂してくるはずなのですが、九五年から二〇〇二年にかけて地価が名目GDPの動きを相当下回るようになっていきます。

図表4を御覧いただくと、これをさらに以前に遡り、一九五五年、つまり日本が高度成長に入つた頃を基準にしたものです。これで見ると、八五年から九〇年頃までのバブルがいかに異常であつたかということもわかります。九七年、九八年ごろにクロスして、名目GDPの伸びを下回つてきており、大きな意味で、戦後の大調整という姿が読み取れるのではないかと思います。

(2) 家計の貯蓄行動と企業の投資行動

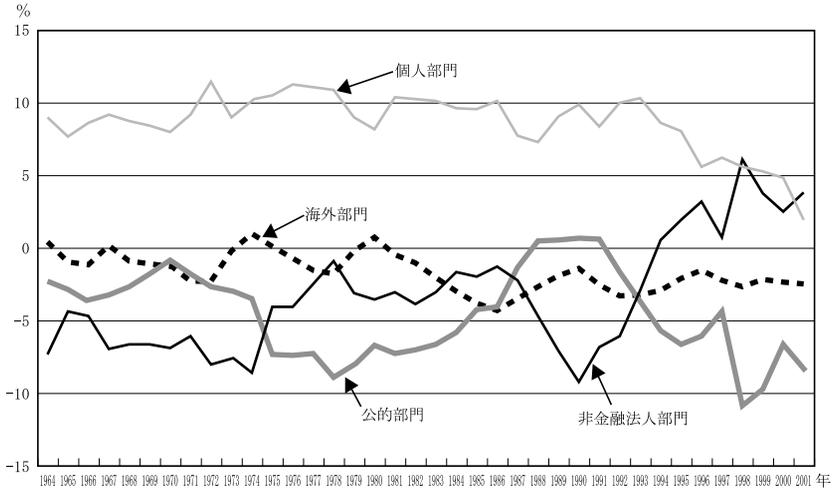
次に、図表5を御覧いただくと「日本の経済主体別・貯蓄投資差額」が示してあります。いわゆる「I—Sのバランス」、「貯蓄と投資のバランス」を見たものです。対GDP比のパーセント表

示になっています。「個人部門」、「海外部門」、「公的部門」（主に政府です）及び「非金融法人部門」（一般事業法人）をピックアップしたものです。

一九六四年の高度成長期からのデータが示されていますが、この中で、個人部門はずっとプラス、つまり貯蓄主体としてほとんど貯蓄を生み出し、その貯蓄を金融市場に提供していくという役割をしていましたが、ここで注目していただきたいのは非金融法人である一般事業法人の動きです。六〇年代から七〇年代の半ば、七四年頃まで、まだ高度成長期が続いていた頃までは、大体七％、八％の水準あたり、高いときには九％位まで投資超過であつた。つまり、お金を借りて投資をしていた。このお金を貸した主体は、主に銀行です。あるいは証券市場であれば社債で調達するのが中心だったと思いますが、そういった形で資

近年の金融経済問題を分析する

図表 5 日本の経済主体別・貯蓄投資差額(対 GDP 比、%) プラス=貯蓄超過 マイナス=投資超過  
期間：1964年～2001年



(出所) 日本銀行金融経済統計月報など

金調達をして設備投資をする。それが経済成長を支えてきたわけです。

七五年から高度成長の時代が終わり、安定成長に入ってくる。明らかに投資超過の割合が半分程度に落ちます。これが安定成長の時代です。

ところが、八七年に入って、急激に非金融法人の投資超過が拡大しました。これがバブルなので、猛烈に投資をするわけです。この投資の実態がバブル崩壊後に明らかになったわけですが、高度成長期の頃は、まさに工場をつくるとか機械を増設するとか、生産能力を増強するための設備投資だったのですけれども、このバブル時代の投資のかんりの部分はそういうものではなく、主に非製造業中心に、土地を買ったり、あるいはリゾート開発をしたり、宅地開発のための用地手当てをしたりという形で資金が使われることになりました。いずれにしても、結局、これはそんなに長く

は続かなかったのです。

なぜこういうことになったのかというと、いろいろな背景があります。当時、日米間の貿易不均衡が大きく、その不均衡を解消するためには内需拡大が必要だということで、当時の政府も旗を振りましたし、民間金融界、経済界ともに内需拡大という形で動いていったのがこの時代です。これが全体としてはバブルをつくってしまったということだろうと思います。それが、九四年からは非金融法人は、完全に黒字主体になり、現在もずっと黒字が続いている。つまり、借金をどんどん返済しているのです。借金を返済して、かつての負債をどんどん減らしているというのが現在の姿です。

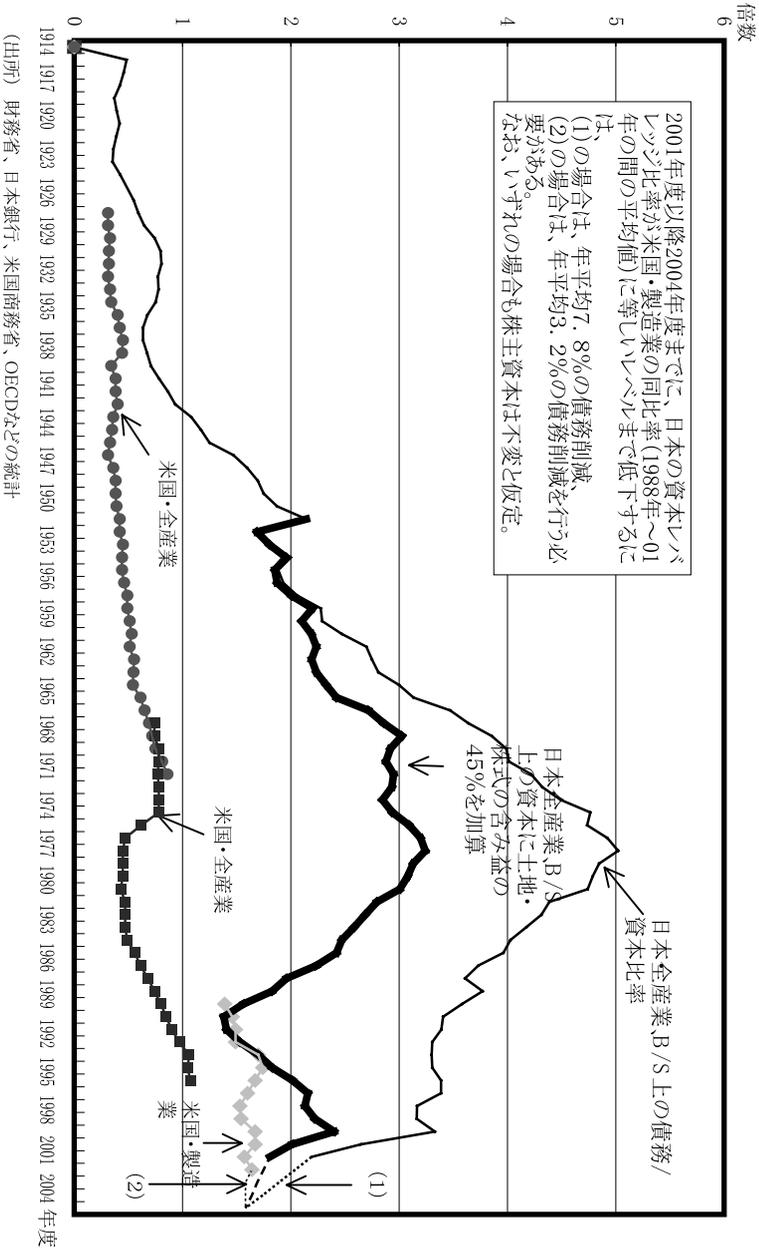
### (3) 戦後日本の企業金融の特性

図表6を御覧いただきたいと思います。日本の

企業を、全産業を一つの企業と見てバランスシートをつくってみます。バランスシートの債務を資本で割った比率（債務資本比率）、これを「資本レバレッジ比率」といいます。資本で何倍の借金ができるかという比率を見たものです。一九一〇年代からデータを拾っていますが、これはデータの制約がありますので、同じデータで全部一本化することは不可能ですので、いろいろ調整をして、約八〇年間の期間のデータを並べ、かつ、日本とアメリカの状況を比較したものです。

実は、日本もアメリカも、戦前の企業はそんなに借金をしませんでした。なぜ借金をしなかったかかというと、恐らく日本の事情は、結局アメリカも同じなのですが、銀行が頻繁に倒産していたのです。頻繁に倒産しますけれども、銀行の倒産を防止する仕組み、あるいは銀行を強化するという考え方はまだありませんでした。むしろ、ある意

図表6 日米の資本レバレッジ比率  
(債務/資本、非金融法人、全産業、ただし米国の88年～01年のデータ系列は製造業)



味で自由な市場、自由な制度という仕組みが前提とされていたわけです。従って、社債も、現在は無担保社債が発行できるように自由化されてきましたけれども、戦前もまた、無担保が原則だったのです。有担保原則になるのはもつとずっと後のことです。

当時、銀行からお金を借りるのは、中小企業が中心だったのですが、もちろん当時でも農地や市街地を抵当に入れてお金を借りることもありましたが、けれども、銀行はなかなかお金を貸さなかったし、地価もそんなに急速に上がり続けるという状況ではなかった。他方、銀行はどんどん倒産しますので、優良な企業は、中小の銀行にお金を借りると、ある意味では危なくてしょうがない。いつ何時、取引ができなくなるおそれがあるというので、結局自己資金を中心にファイナンスをしていました。

従って、アメリカと日本とは、企業の体質はそんなに変わらなかった。それが変わるのには、特に一九三〇年代の中頃からであり、経済が回復してくる過程で変わってきました。それが一番変わるのが戦後です。戦後、成長期に入ると、企業はどんどん借金をするようになる。特に持っている土地等の資産の価格が上昇してくる。それで企業の信用が高まってくる。銀行がお金を貸す。その繰り返しで、急速に信用が拡大していった。どんな借金を築き上げていくわけです。一番高いときは、バランスシート上の債務資本比率は五位位になりました。バランスシートの右側が五対一です。六分の五が負債の割合であり、自己資本比率は六分の一、十数%位と考えていただいていたのですが、その程度まで借金を積み上げていったわけです。

企業が借金を積み上げていけば、企業に信用を

供与する金融機関側にとって、だんだん不安を覚えてくる。また、企業にとつても、成長が落ちてくると、企業の信用が落ちてくるので、当然どこかで調整が働く。いつまでもレバレッジを上げていくということはあり得ないわけで、日本の場合には七五年というのが一つの契機になりました。

九〇年代に入ってから企業金融の調整が始まったという議論もありますけれども、もっと長いロングランの下で企業金融を考えると、七五年頃が大きな転換点であったと思います。この頃は、債務そのものを削減する、すなわち借金を返済するという行動までには至らず、相対的に借金 の「割合」を減らして債務比率を調整する、そのために資本を厚くする、企業の市場評価を高めていく、そのような努力が始まったわけです。この五倍という数字はあくまで簿価ですので、時価を組み込んだ形で調整をしたのが、その下に実線で

示してあります。これは、土地と株式の含み益を私なりに計算し、そこから税金分を除いています。その割合は、BIS規制ですと四五%位ということになりますので、これを資本に加算して調整したのがこのグラフです。これで見ても、ピークでは三倍を超える水準に達しています。将来の資産インフレという「期待インフレ率」があり、それが企業の信用力を高める。企業の信用力が高まれば、その分借金ができて、さらに成長できる、そういう右肩上がりの循環がうまく機能していたのがこの頃です。それが崩れてくることになるのです。

バブルの頃は、これがむしろ急激に下がっていき。つまり、この比率は、含み益がどんどん大きくなり、資本が急速に増えていくことによって下がっていきませんが、逆にバブルの崩壊によって含み損に変わってくると、むしろ高まっていく。高

まってくる、金融機関としては、企業に対して早く借入金を返せということになります。企業としても、早く返さないと自分たちの倒産リスクという問題に直面する。それでも、返せない企業については、貸出金が不良債権化する。こういう道をたどったわけです。これが九〇年代に入ってから現象でした。

企業が本当に負債を減らし始めたのは九五年頃からです。九七年、九八年頃から、この比率自体が急激に落ちていきます。これは、後でまた申し上げますが、北海道拓殖銀行、山一證券の事件というのが転機となる象徴的な事件であったと私は考えております。

(4) バブル崩壊と企業の負債構造の変化

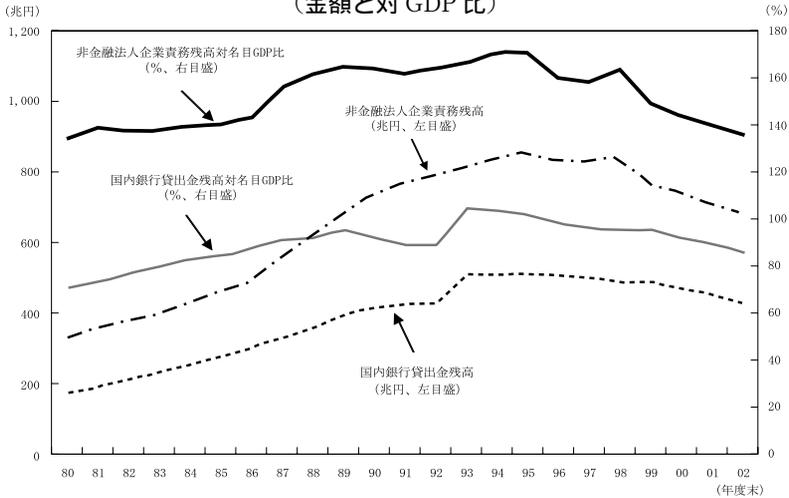
図表7は、銀行の貸出と非金融法人の債務残高を示したものです。一番上の実線が、企業の債務

残高をGDP比で割った比率です。すぐ下のもう一つの実線が、貸出金残高をGDP比で割ったものですが、企業の債務で見ると、あるいは銀行の貸出で見ると、これは裏表の関係にありますので、大体同じような傾向で動いています。先ほど申し上げたように、いずれも九五年頃から減り始めています。

ここで、若干注意をしていただきたいと思えますのは、このように残高で見るとはつきりしませんが、特に国内銀行の貸出残高は、実はバブルのピークが銀行貸出残高のピークではないということです。貸出残高のピークは九三年です。つまり、日本の銀行行動は、裏返せば企業行動といってもいいでしょうが、バブルが崩壊したときをもって銀行の貸出残高が減っていく、あるいは企業の債務残高が減っていくという行動はとらなかった。つまり、九〇年代の前半はまだかつ

近年の金融経済問題を分析する

図表 7 国内銀行貸出金残高と非金融法人企業債務残高  
(金額と対 GDP 比)



(注) 非金融法人企業保有債務とは、支払手形、買掛金、短期借入金、長期借入金、社債の合計。  
(出典) 財務省「法人企業統計年報」内閣府「国民経済計算」日本銀行「貸出先別貸出金」

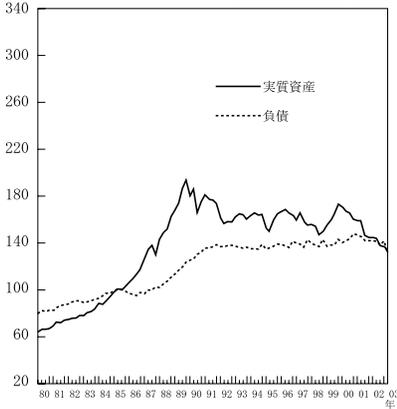
ての成功体験が残っていて、地価も大分下がってきた、株価も大分下がってきた、だから、あと一年か二年我慢をすれば回復してくるだろうという期待感がありました。今から考えると、私もそう考えていたのだろうと思います。多くの人はそういう期待を持っていた。このため、経営困難になるとか、あるいは利払いが少し延滞するような企業に対しては、銀行はお金を貸しながら長期的にその貸出債権を回収していくという考え方に基づいて、むしろ貸出残高を増やす、企業も債務を増やす行動をとった。これが最終的に行き詰まってきたのが九〇年代後半の姿であることになりました。

次に図表 8 は、この間の動きを企業のサイドから見たものであり、上は製造業の大企業と中小企業、下は非製造業の大企業と中小企業のそれぞれを四つの図で示しています。ここにある実線が実

図表8 資産価値と負債

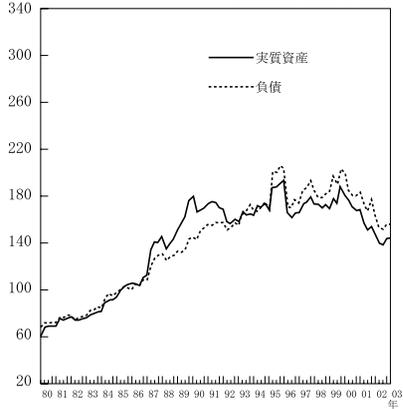
(1) 製造業・大企業

(季調済、1985年=100)



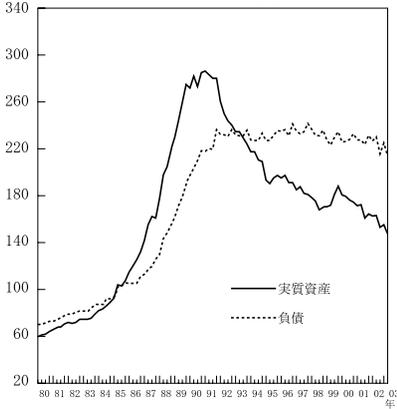
(2) 製造業・中小企業

(季調済、1985年=100)



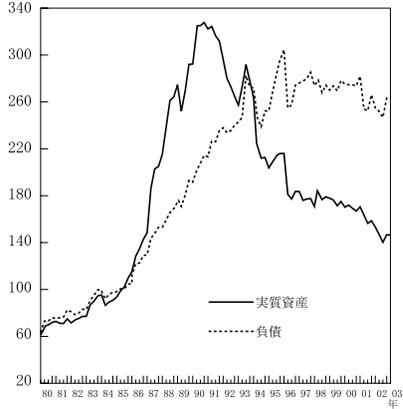
(3) 非製造業・大企業

(季調済、1985年=100)



(4) 非製造業・中小企業

(季調済、1985年=100)



- (注) 1. 実質資産は、土地、株式等の含み損益を調整した時価ベースの資産の推計値。含み損益は、79/40の末値をベンチマークとし、市街地価格指数、TOPIX を用いて試算した。  
 2. 大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。  
 3. 非製造業は、建設、不動産、卸売、小売、運輸通信、サービスの合計。  
 4. 一応バブル発生前と考えられる85年を基準として指数化した。

(資料) 財務省「法人企業統計季报」等

(出典) 『近年の設備投資動向と本格回復への課題－投資行動を生み出す企業活力の復活に向けて－』日本銀行調査統計局「日本銀行調査月報」、2003年6月

質資産であり、点線が負債です。それを、一九八五年を一つの基点にして一〇〇とし、それぞれの実質資産及び負債について、その変化の推移をトレースしたものです。

まずは「製造業・大企業」を御覧いただくと、実質資産とはバランスシート上の左側の資産ですが、土地と有価証券を全部時価評価したものを実質資産と呼んでいます。負債の方は名目額ですとております。そのように整理しますと、製造業の大企業は、非常に大きな純資産を八〇年代後半につくったのち、徐々に実質資産が目減りしてきて、純資産を食いつぶしていきます。最近ほぼその含み益、すなわち純資産が膨らんだ分を使い果たしたという姿です。これは、基点をそれぞれ一〇〇にしただけですので、実線（実質資産）と点線（負債）のグラフが逆転したからといってただちに債務超過になったということではありません

ん。基点時点の純資産までに落ち込んだということであり、それ以降の上積み分がはげ落ちたという理解が正しいと思います。右の「製造業・中小企業」を御覧いただくと、これは少し逆転しており、負債の方が上に行っている。つまり、少し食い込んでいます。八五年当時よりも状況が悪くなっている。しかし、それでもそんなに大きな違いはありません。下に行きますと、「非製造業・大企業」及び「非製造業・中小企業」については、いずれも激しい形で悪化しています。「非製造業・大企業」もそうですし、特に「非製造業・中小企業」は状況が極めて悪化しており、かつ、負債がほとんど減っていない。実質資産がどんどん下がっている。これが最近までの状態なのです。

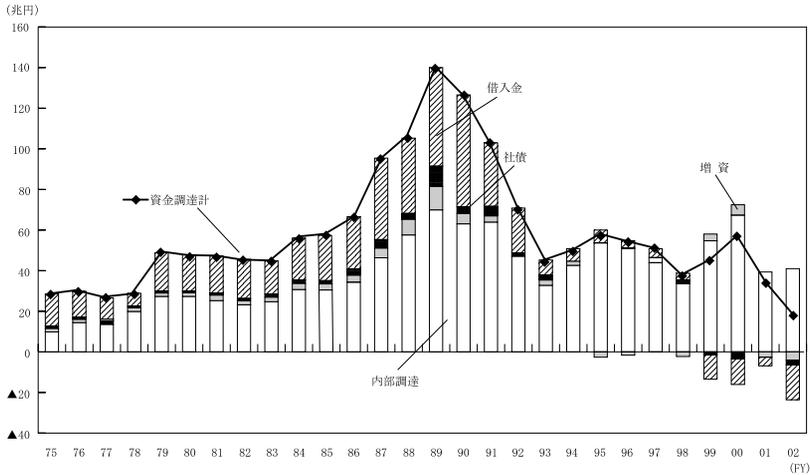
国内銀行からの企業向け融資のうちの約八割が非製造業です。製造業は約二割に過ぎません。製造業の大企業は、皆様方の証券市場の方へほとん

どシフトしていると考えられますし、かつ証券市場で資金を調達することも最近では極めて減っており、企業自身の内部資金で設備投資を行っている状況です。従って、製造業の大企業は、ほとんど金融機関とはかかわりを持たないということだろうと思います。製造業の中小企業においては、キャッシュフローは結構確保されており、全体としては最も借金を減らしてきた主体です。九七年、九八年頃からほとんど借金を減らしています。問題は非製造業なのです。企業向け貸出の八割が非製造業であり、そのうちの七割が非製造業の中小企業です。従って、全体の五六%程度が非製造業の中小企業が占めています。つまり、言い換えれば、金融問題というのは、ほぼ非製造業の問題であるといってもよく、そのかなり大きな部分は「非製造業・中小企業」の問題であるといえます。非製造業、特にその中小企業に資金の貸出

を行って、その資金が固定化して張りついているところに大きな問題があるということだと思えます。それを流動化する、あるいは債権回収するということになると、その企業は倒産するわけですので、それはよほどの決意と注意を持ってやらなければならぬ。しかし、実際には、特に地域の中小金融界にとつては実行困難なことですので、結果的に非製造業の中小企業は負債を減らさなくても済んでいるのですけれども、実態はこのように激しく傷んでいるのです。

最近の日本経済は明るさが見え、製造業を中心に回復していますが、一方で、金融問題は依然として不安定な状況が続いておりますし、我々もそういう認識を持っておりますが、その問題というのは、裏返せば非製造業の問題であろうと思えます。ですから、この問題をどのように解決していくのかというのが今後の一つのキーポイントであ

図表 9 民間非金融法人企業の資金調額（内部資金と外部資金）



(注) 民間事業法人は、金融・保険業を除く営利法人。

(出所) 財務省「法人企業統計年報」

ると思います。

図表9は、一般事業法人の資金調達の状況について、内部資金、外部資金を含めて、過去からどういう資金調達を行ってきたかを見たものです。

最近を御覧いただくと、デットの部分をほとんど減らしている。何か設備投資をするという場合の資金調達、投資のための資金調達は内部資金ですべてをまかなうという姿が出ています。

#### 四、戦後の金融システムの構造変化

(1) 昭和の金融恐慌と「一九三〇年代モデル」

次に、レジユメの方に戻りますと、現在の問題は、さまざまな問題が複雑に噛み合っていますけれども、やはり金融システムが大きく変革したことが、経済にも最も大きな影響を及ぼしている主

要な原因だと思っています。

現在の金融システムの出発点は、昭和の金融恐慌に始まります。一九二七年に金融恐慌がありましたが、先ほど申し上げたように、二〇年代以前は、基本的にはレッセフェールの時代であり、銀行もどんだん破綻をする、取付け騒ぎ、あるいは流動性の危機が頻繁に繰り返された時代でした。

さすがにこの問題を解決しなければならなくなり、銀行法を大改正するために、国会審議にかけたのが昭和二年です。その国会審議中に、有名な片岡蔵相の失言が飛び出して、現実の金融恐慌が起きてくる、そういう歴史的に非常に皮肉な結果を招くわけです。その年の春には多数の銀行が休業するという事態に陥り、金融については、自由放任では非常に問題が起きるといふ反省に立つて、競争を制限し、新規参入も認めない、むしろ銀行の数を減らして再編していく、監督を強化

する、こういう要素のモデル、これを便宜上金融の「一九三〇年代モデル」と呼ぶとすれば、そのようなモデルがワンセットで導入されたのです。

これはアメリカも全く同じで、同じように大恐慌を経験して、銀行に証券業務を認めないこととしたのは、利益相反や競争上の問題といった角度の議論もありますけれども、もう一つ、ある意味でもっと根源的な問題として、銀行の健全性に対する問題意識がありました。一九二〇年代当時は、銀行が証券関連会社、要するに兄弟会社を数多くつくり、そこに証券の引受けをさせる。さらに証券を発行させた代わり金で自行のローンを返済させるといった弊害もありましたけれども、それ以上に、ブローカーズローンを供与したり、証券を買う投資家に対して、銀行が証券会社を通じて、あるいは銀行が直接に融資するという方法で

信用を膨らませてきた問題がありました。しかし、証券市場の大暴落で一挙に信用が収縮し、投資家が返済できなくなる。返済できなくなると、今度は不良債権化するというぐるぐるの回りになっていくます。つまり、銀行システムと証券システムが密着し、非常にかたく結ばれていたわけです。それ以前から、アメリカの銀行は、そもそも株式保有は事実上禁止されていたので、そういう問題に関しては、大きく切断されているという議論があつたのですが、実際はそうでなかった。それをもっと明確に断ち切る必要があるということから、グラス・スティーガル法が制定されるわけです。その他、金利規制、州際業務規制、証券関係法などのいろいろな規制が制定され、相当規制色の強い法律がで上がります。このように、基本的に金融というものを規制によつて安定化させていくという考え方は、基本理念は、日本とアメリカ

力で非常に似通つたものがあると思います。

## (2) 戦後の金融システム

特に日本の場合には、戦後、アメリカの証券法が輸入された形で銀行業務と証券業務が分離されましたが、銀行の「長短の分離」や「信託の分離」も行われ、「縦割り業態別規制」が確立されました。「長短の分離」については、日本興業銀行は、戦前は特殊銀行でしたが、戦後にこれを民営化する過程で、一つの業務範囲を定め、その中でできるだけお互いに競争をさせないようにして安定的に経営が行われるようにした。このように「経営の安定化」を重視した制度として、長期信用銀行制度が作り上げられました。

また、社債市場では、これは少し戦前に遡りまされども、三〇年代頃から日本興業銀行が中心となつて「社債浄化運動」が起ります。それま

での日本の社債は、無担保社債が中心であったのですが、これがデフォルトを起こしていったわけです。そこで、無担保ではなく、「有担保原則」を確立する必要があるという考え方が出てきて、産業界、金融業界もそちらにシフトしていく。そういう経緯があつて、戦後はそれがますます確固としたものになつたと思います。

しかし、金融の自由化が進められる中で、ある意味で先祖返りではないですけども、三〇年代に導入された制度が一つ一つ緩んでいったというのが「金融の自由化」の本当の姿だろつと思えます。もちろん、それまでの「一九三〇年代モデル」の様々な弊害が出てきたという背景も「金融の自由化」の契機になっていきます。そのようにして金融の自由化が進められていくのですが、七〇年代末から八〇年代にかけて最初の「段階的な自由化」があり、それから第二弾として、九二年に

法律上の自由化として、銀行業務と証券業務の相乗りという形での自由化があり、さらに第三弾で「金融ビッグバン」が進むことになりました。

## 五、新しい金融論

### (1) 新古典派の金融論

それで、レジュメに書いてありますように、自由化ということの問題です。八〇年代から九〇年代初めの経済理論のうち、最も正統的なものは、新古典派理論です。この理論は、自由化を進めていけば、金融市場は安定する、金融のシステム全体も安定化して、経済の効率化と安定化に資するという考え方であり、これが主流だったので、ところが、現実には、アメリカの場合、自由化の結果、中小金融機関が大量に破綻することになりました。

このようなことから、ステイグリッツ教授が従来の主流派とは異なる考えを展開するようになりました。この先生は、現在コロンビア大学の教授ですが、以前には、クリントン政権時代の大統領経済諮問委員会（CEA）の委員長をされたり、世界銀行の副総裁や主任エコノミストをされたりして、実務面でも非常に功績を挙げられた方です。二〇〇一年にはノーベル経済学賞を受賞された方なのですが、彼は、金融市場における「情報の非対称性」を前面に取り上げて金融論を理論化しました。最初に、関理事長から御紹介がありましたけれども、彼は『新しい金融論』という本を書いておられます。私はこの本を翻訳する機会を与えていただいたのですけれども、非常におもしろい本です。かなり専門的な、理論的な本でもありますのですけれども、今までの日本の金融学者があまり取り上げなかった側面、ある意味では、金融

の実務家にとってみると極めて当たり前のことを書いてあるにすぎないぐらいの本ですが、そのような側面を理論化した。その理論化したことが、むしろ経済学の世界では、非常に新鮮だったという、まことに皮肉なことなのですが、そういうことだと思っています。

ステイグリッツ教授は、金融の自由化に対しても非常に慎重論です。端的にいえば、自由化をあまりに急ぎ過ぎて、その結果として、東アジアの通貨金融危機が起きた。それを進めたのはアメリカ政府であり、市場開放を頻りに勧めて、結局のところ、市場開放はしたけれども、「情報の非対称性」の問題が十分理解されていないがために、金融市場の不安定化の問題に対する備えが十分でなかった、ということをしているわけです。

その理論の内容を申し上げますと、金融という

ものは、この場合、銀行の貸し出しを想定してい

ただきたいと思いますが、証券市場における社債の発行もある意味では同じことです。まず、物の売買であれば、供給曲線は常に右上がりになつていて、値段が上がれば上がるほど生産を拡大してどんどん商品を販売していけばよい、需要の拡大に応じて生産を拡大するという、非常に単純な姿になります。これまでの金融学者は、基本的に「マネー」と「信用」をある意味で一体渾然として同じものだと考えていましたから、金融とはマネーであり、マネーの創出とは、銀行がお金を貸すことであると考えていました。これは、先ほど申し上げたように預金口座に資金が振り込まれるわけですから、それはマネーです。従つて、「信用・イコール・マネー」だというところをえ方をしたのです。そのマネーは、金利が上がれば、供給カーブは右上がりですから、どんどん拡大してい

くという想定です。

(2) 新しい金融論—リスク回避や「信用の割当」ところが、債務者に対する貸付けは、「債務者がお金を借りて、将来において返済を約束する」という行為です。将来の返済には、常に不確実性を伴います。その不確実性があるために、信用というものは、その中にリスクというものが内在される。リスクが内在されるといことは、そのリスクが大きいのか小さいのかは、金融業としては、当然判断をしなければならぬ。そこに審査という行為が必要になってくる。審査については、いわゆる伝統的な経済学がいうような「リスクフリー」、「コストフリー」の世界ではなくて、それには非常にコストがかかる。コストを幾らかけても、本当の情報がかめられない可能性も多分にある、という考え方です。これが情報の非対称性

の問題なのです。

この考え方では、信用はマネーとは違うことになりません。マネーは、ある意味でどんな人にも等質なものですけれども、信用は、Aに与える信用とBに与える信用は、おのずから変わってくる。

そこで審査という問題が発生します。

そこで、例えば、信用の値段は金利であると考えると、金利5%で貸してくれとってきた人よりも、金利を10%で借りたいという人に対して、銀行はお金を貸さざろうかというところ、恐らく銀行はお金を貸さない。10%で借りたいという人は、他の金融機関で全部断られた人がそこへ来ているわけであって、そもそも10%で借りたいという金利や元本をもとと返すつもりがないということも十分あり得る。将来の約束にすぎないわけですから、そうになると、返さない可能性がある。そういうリスクを銀行が考えますとき、結局

お金は貸さない。つまり、供給カーブが右上がりになってしまうのではなくて、右から左に反転する。金利が上がればむしろ供給は減っていく、そういう可能性が信用にはあるのだということです。

一般に、信用市場において、債券市場の世界もそうですが、リスクが高い企業にはリスク・プレミアムが乗っかるといわれます。BBBの債券は、国債利回りにリスク・スプレッドが乗っかって、BBBの債券の流通利回りが決まってきた。しかし、それは一面的な現象であって、さらに信用の供給削減、あるいは供給制限が厳しくなると、リスク・プレミアムというよりは、よりリスクをとらない行動を銀行はとるようになりまします。つまり、銀行としての一番大事な行動は、いかに倒産を回避するか、リスクを回避するかということです。よりリスクを回避する方法とい

うのは、結局貸さないことに尽きるわけです。つまり、B B B程度の会社であれば、その債券に応募する投資家が出てきますけれども、B BあるいはB以下になつてきた場合には、そんなものには応じない。あるいは金融市場の不安定な状況の中では、そんなものは誰も買わないという状況に陥ると全く同じことです。これを「信用割当」と呼んでいます。

金融の規制時代は、いろいろな意味でのリスクというものが非常に限定されている。政府がある意味でリスクを背負っているところがあるわけです。金利の規制などのいろいろな規制の中で、銀行を最終的には倒産させないとか、あるいは証券市場においても固定手数料が制度化されてきた。それにより経営がある程度リスクヘッジされるところがあつたのですが、それが全部自由化されるといふことは、大きなリスクがマーケットの

中で顕在化してくることになる。このため、「信用の割当」といいますか、日本流で平たくいえば「貸し渋り」や「貸しはがし」といったものが市場で非常に広範化する。ステイグリッツ教授の理論からすれば、日本の貸し渋り、貸しはがしという行為も、ある種、銀行が当然行う合理的な銀行行動ということになります。

そういう意味で、自由化が金融市場の不安定化を増幅するという面があるのですが、特に日本の場合には、先ほど申し上げたように、過去において、どんどん債務を積み上げてきたという歴史があります。かつ、リスクに見合つりターンができません。上がつてない。オーバーバンキングとよくいわれますが、そういう過剰な信用供給がなされて、リスクに見合つりターンが取れていないという状況の中で、リスクに見合つりターンを取ろうとすれば、これはとんでもない金利上昇になってしまう



りますけれども、その場合には、株価が上がるまで待つという形で塩漬けになるのが通常です。

ところが、信用で買った人は、これは返済期限が来ますので、そこで必ず含み損を実現させなければいけない。損失を現実化せざるを得ないという問題があります。そこに問題が発生する。結局、それがひどい時には倒産という問題になってくるわけです。個人なら破産です。誰も倒産なんかしたくないですから、それをどう回避するか、次の手を打たざるを得ないというところに、問題がさらに悪化する原因があるのではないかと思えます。

そのようにして、拡大された信用の大きな是正が行われる。これは、一般的に最近の言葉では、バランスシート調整といわれています。銀行も企業もバランスシートの調整を行っています。全体としては、企業がどんどん借入金金を返済してく

る。銀行もその返済を受けざるを得ない。それ他に貸し出そうと思っても、企業は、それ以上に返済してくるというのが現在の状況です。

## 七、今後の展望

最後ですが、この十有余年の金融や経済の変動を踏まえて、将来につながる教訓を考えていかなければならないと思います。そこで、どこが大きな問題なのかと考えた場合に、今回の証券仲介業の解禁も含め、銀行の証券業務などについて、さらなる規制緩和が議論されていますが、私は、基本的には証券取引の規制緩和は、証券市場をむしろ厚くするという意味において、非常に大事なことだと思っていますが、しかし、そのときに忘れてならないことは、やはり信用・決済システムと証券システムをきちんと隔離する、分離するとい

う試みをこれから真剣に模索していかなければならないと思っています。

それは、過去のバブルのときもそうだったので。例えば、バブル時期の典型的な商品というと、エクイティー・ファイナンスといわれたエクイティー絡みの商品や変額保険などがありました。特に個人の場合は変額保険が人気を集めて購入された。変額保険という商品はこういう形で購入されたかという銀行のローンと一体化していたわけです。バブルが起きるときは、必ずしも現金で購入する必要はない。どんどん金融商品の時価そのものが高くなっていくわけですから、ローンで買って、その利回りでもって金利を返済していくことにより、最終的にキャピタルゲインを手に入れることができるという姿を描くわけですが、それが大きな失敗につながるようになった。信用システムと証券システムを隔離するという

考え方の一つの答えは、アメリカの三〇年代にいろいろ議論された「ナローバンク」というシステムがあります。ナローバンクというのは、銀行の信用創造機能のある一つの範囲の中に隔離する。すなわち流動性預金の見合いの資産としては、その当時は、極端に国債だけあるいは現金だけを保有するという議論でしたが、近年では、もう少し対象を広げて、いろいろな修正した議論がありますけれども、いずれにせよ、銀行預金の見合いとしては非常に短期の流動性の高い資産を保有する。例えばM M Fのような流動性の高い、かつ信用度の高い商品を保有することによって、銀行の信用・決済システムの安全性を確保する。それとは区別して、金融商品の販売やグレードの低いところへの貸出に当たっては、銀行や証券会社、ノンバンクなどの垣根を大幅に緩和して、より自由な金融活動を認めていくという考え方です。しか

しながら、一九三〇年代において実際に行われた金融改革は、信用システムと証券システムを完全に隔離していくというナローバンク的な考え方はなくて、これらのシステムをある程度渾然化させながら、金利を規制する、預金保険制度をつくる、あるいは業務の分離をするという政策であったのです。アメリカも一九八〇年代に随分自由化の議論が出てきました。コリガンレポートなど、いろいろな金融自由化のスキームが提案され、九九年に成立したグラム・リーチ・ブライリー法の基礎となるようなレポートが出始めたのですが、その際に、またこのナローバンクの議論が起こります。ただし、現在のグラム・リーチ・ブライリー法の中身は、まだそういう形に至ってはいません。

ある意味で、日本が信用収縮問題に一番苦しんできました。この一〇年以上苦しんできたわけ

ですから、私としては、そういうナローバンクの議論について、非常に考え方を共有できるところがあります。ただ、問題は、そこへ至る道筋がなかなか難しいということです。それは結局、特に中小金融機関がお金を貸し出す相手の中小企業あるいは零細企業、その資金繰りをどうするのかという問題です。やはり、証券市場では容易に資金調達することができないこれらの企業を対象に銀行が信用供給するということに、銀行貸出の特殊性がある。それが定説になっていますが、そのような債権を証券化することにより市場化して資金を流せるかどうかというのが、今後の証券市場、証券界の大きな課題ではないかと思えます。

今現在、CLOやCBOなど証券の流動化、証券化という形で、いろいろ取組みが行われていますけれども、それを今後どのように発展させるかが新たな金融システムの構築に向けた重要なカギ

になるかもしれません。

大分時間も長くなりましたので、以上で終わらせていただきます。どうもありがとうございました。(拍手)

関理事長 内藤局長、どうもありがとうございます。

少し時間をとっていただいております。大変興味深いお話だったと思いますが、御意見、御質問ありましたら、ちょっと合図をしていただけませんか。

質問者 ありがとうございます。「金融の一九三〇年代モデル」という大変興味深いお話を伺わせていただきました。これは、証券界で仕事をする人間から見ますと、戦時中の金融統制のために造り上げられたものだと思いますが、どうしても銀行中心、銀行優位の官主導型の金融システムであ

り、それがいわば戦後統制にそのまま横滑りしてきて、バブルの過程で行き過ぎた結果であるという感じをどうしても否めないのです。私のような印象といたしますか把握につきましては、どのような考えをお持ちでしょうか。お聞かせ願えましたら幸いです。

内藤 私、官主導という言葉については、いろいろなニュアンスも含みますので敢えて使いたんが、基本的には、相当の意味で政府主導のシステムだろうと思います。

そのシステムは、先ほど申し上げたように、日本では一九二七年、あるいはアメリカでは三三年に銀行恐慌、証券恐慌があつて、その大きな反省に立つて組み上げられたものです。それ以前は非常に自由な制度だったわけです。レッセフェールと呼びましたけれども、古典的自由主義という時代があつて、日本の金融システムは、今からは驚

くほどにアングロサクソンのでした。銀行を設立するのはほとんど自由で、どんどんつくる。一番多いときは一八〇〇を超える銀行がありました。不正とか破綻というのは日常茶飯事で、しょっちゅう倒産する。また、銀行は親元の会社にもどんどんお金を貸す（機関銀行問題）ということが非常に横行しました。

それで、これはとんでもない話だ。それが単なる不正にとどまらずに、経済が破綻するところまで行ったというところに問題がある。アメリカも全く同様で、銀行が三三年には四〇〇〇位倒産します。そのため、ルーズベルトがバンクホリデーなどの緊急措置を次々繰り出すことになり、とにかく規制をかけなければいかなないという考え方が前面に出てくるわけです。つまり、政府は、銀行に対して、銀行を支援するために規制するということではなくて、銀行性悪説に立って、非常に強

い規制を課したというのが「一九三〇年代モデル」だと申し上げた方がいいと思います。金利規制と業務規制を課し、監督を強化して銀行の健全性を図っていく。そうしなければ、金融はもちろん経済の安定が得られないということが最初の出発点だったのです。

それが、戦後も、縦割りの銀行制度によって、例えば「長短の分離」や、あるいは「銀行と信託銀行の分離」なども制度化されていきます。より整然とした制度に進化していくわけですけれども、それも出発点は何かという点、終戦直後の銀行の経営危機です。一つは当時の日本興業銀行や日本勧業銀行、北海道拓殖銀行（いずれも特殊銀行であった）の経営の安全と安定をどう守るかだったのです。それで、銀行の安定化を図りながら、彼らの業務の範囲を明確化していくという形で、長期金融と短期金融を分けるとか、あるいは

信託会社が非常に困難に陥っていましたので、信託銀行という新しい業態をつくるという形で、非常に細分化して制度化をしていったということであり、これが出発点です。

ただ、その後高度成長が続いて、銀行経営は次第に安定していきます。その中で、銀行の経営が次第に積極化していくようになっていった。「一九三〇年代モデル」は、非常に規制の強い制度ですから、ある意味で不況とかデフレという局面には、銀行の健全性を維持する上で強靱な制度なのですが、逆に経済が急速に拡大して、信用が膨張しているときには、銀行がお互いに量的な拡大を目指し、拡大が拡大を呼ぶという形になってきます。それが信用拡大にバイアスをかけ、最終的に八〇年代のバブルを生んだ原因ではなかったかと思っています。

質問者 内藤局長が訳されたステイグッツの本

も読ませてもらったのですけれども、あれを読めば読むほど、今の日本の状況を見ると、信用供給が収縮していくのは必然的な動きだと感じてしまっているわけですね。個別の経済主体の行動の結果として、こういう状況の下で金融が自由化されれば、リスクが発生して、信用供給が細っていくのは当然だという議論になりますと、これから将来、一体そのリスクを誰が取っていくのだろうかということが、非常に心もとない。銀行が取っていたリスクを個人が取ってくれるかというと、日本の個人は、株式投資を六％程度しかやってないわけですから、リスクを取るつもりがない。全体として日本の経済主体がリスクを取ることがなくなっていくと、どうしても経済が縮小均衡に陥るわけですね。それでもいいということかもしれませんが、ども、考えてみると国の債務とか年金債務とか、大変な債務を抱えてしまっているわけで、これの

将来図を描く場合、経済が縮小していくとすれば、全く将来図がかけないということになってしまふ、そういう状況にあるのではないか。

経済学者の人はいろいろなことをいうけれども、金融の保護行政に戻るわけにはいかないものですから、金融の自由化を続けることにより、公的な部門が少しリスクを負担することにより、民間の経済主体のリスクの軽減を図る、いろいろな保証とか、債権の流動化でも、アメリカのファニー・メイとかジニー・メイのようなことを考えると、そういう混合経済的なことを考えていかないと、どうも全体の経済がうまく回らないのではないかという気がしているわけです。ナローバンクもいいかと思えますけれども、ナローバンクというのは、そこに至る過程で相当の信用収縮が起こるので、なかなかその辺も難しいのかなと思っているのですが、もしご感想があれば。

内藤 ありがとうございます。

リスクマネーというのをどう造っていくかという問題ですが、これは恐らく、これからの大きな問題だろうと思います。

私がかねがね思っておりますのは、要は金融機関のあり方が大きな問題であると思っております。制度的な問題もあります。金融機関の問題を申し上げると、結局、預金が日本の金融機関の中に集まり過ぎていくことです。個人は預金をし過ぎていくわけです。これにはもちろんいろいろな理由があります。非常に金融システムが不安定であり、株式市場も非常に不安定、金利の動向もどうなるかわからないという中では、結局最も安全有利な資産というのは預金であるということに帰ってしまうわけです。

ただ、金融機関も、預金が集まって喜んでいるかという、喜んでる時代は、もうとっくに過

ぎています。資産運用をしなければならない。資金運用をするといつても貸出し先がないわけです。だから、有価証券投資をせざるを得ない。ところが、有価証券投資をしても、国債はいずれ金利が上がることは避けられない。いつ来るか、時間の切迫度は議論があるにしても、とにかく上がっていくだろう。いつかロスを計上せざるを得ない局面が必ず来るといふと、これはおっかなびっくりで投資していますけれども、いつかは逃げたいと思いつながら投資をしているにすぎない。このように資金が集まる限り国債への投資をするということをやっているわけです。

収益をもう少し挙げたいという場合は、ややハイリスク・ハイリターンな投資にも目を向けていかざるを得ない。これまでの金融システムの問題は、不良債権の増加、企業貸出が失敗したことの表面化という局面だったのですけれども、これが

らは恐らく金利リスクという問題が非常に大きな問題になってくる。こうして、銀行も預金をできるだけ彼らが販売している投資信託とか、あるいはこれから緩和されるその他のいろいろな金融商品販売していけるとすれば、そのような商品はどうやって販売していくかという努力をしなければならない、国民全体の資産分散がうまくいかないだろうと思います。これは銀行自身の経営リスクの安全化を図る上からも非常に重要になってきています。もちろん、預金はまだペイオフを全面解禁していませんので、全面解禁するとか、あるいは預金を持つことの保有コストをもう少し上げていかざるを得ないということもあるかもしれません。それとともに、銀行自身も考え方を变えて、やはり預金よりも、できるだけそういう少しリスクのあるもの、あるいはもう少しリスクの高いもの、例えば顧客と接触しながら、少しはそういうもの

に運用してもらおうように説明や勧誘に努力する必要があるのです。

ただ、現状を申し上げると、まだまだそこまでいっていないということだろうと思います。これまで預金を一生懸命集めて、それで生きてきたというのが銀行の経営の基本にずっとあつたわけで、預金を集めないで、ほかの預かり資産に切り換えていくという行動は、言うべくしてなかなか難しいことのようにですが、それも銀行経営をこれから考えるうえで重要であり、それは、証券市場全体の活性化にもつながってくる。これは、ある意味で、これから証券界、銀行界に限った問題ではなく、証券市場を通ずる金融、あるいは市場型の金融にどうやってシフトしていくかという問題です。その場合、税制の問題、営業姿勢の問題、リスク管理上の問題、あるいは預金保険制度の問題などいろいろありますけれども、その中で取り

組んでいくべき問題かと思えます。このようなパスpekティブに立って、先程申し上げたローバンク問題を検討していくことが可能なのではないのでしょうか。

関理事長 最後もつお一人位いらっしやいませんか。

それでは、私から一つだけお願いします。

レジユメのちょうど真ん中ぐらいですけども、金融システムは二分法ではなくて二階建てと理解するのが正しいという部分がございます、御説明中に、信用供与の部分と信用供与に裏づけられた金融商品の売買という方の二つに分けられる、これが二階建てに当たるのだと思うのですが、それを前提にしますと、銀行と証券会社に分けたとき、銀行は一階建ての機能を持っているわけです。それから証券会社の方は、もちろんブリッジローンというようなものはあるにしても、

量的にも質的にも大分違います。また、前からよくいわれていますが、銀行の方はセーフティ・ネットの応援を受けられる立場にある。そういう状況において、二階の方の金融商品の売買という部分については、両方お互いに競争しなさいという形にだんだんなりつつあります。証券仲介業の議論を見ましても、そうなってきたわけですが、その辺はそれでいいのかどうか。それから、そこを何とか補正していくという方法として何が あるのかという点を、差し支えない範囲でお話しいただければと思います。

内藤　そこをどういうふうに具体的に制度設計していくかという問題は、これから、さらに規制緩和を進めていくときの主要な視点になるうかと思えます。

アメリカの場合は、グラム・リーチ・ブライリー法で、グラス・ステイガー法を抜本改正し

たといつてはいますけれども、銀行の株式保有は依然として禁止されたままになっていまして、これは非常に厳格に維持されている。それから、もちろん銀行自身が証券の引受けをして、それを販売するということは認められていません。議論されているのは、あくまでブローカレッジとして、リスクポジションを取らないことが前提になった上での証券取引の自由化という議論なのです。もちろん、日本ではそういう議論は全く起きていませんので、論外といえば論外なのですが。

ただ、いずれにしても、そういう二階建て論の場合、銀行が商品を販売するといつときに、かつての教訓の一つは、金融商品をいろいろ販売する際にローンをつけて販売するという行為、それが非常に問題を起こしたという反省は、真剣に考えなければいかならうと思えます。従って、それをどういうように分離していくのかということ

が問題となります。かつて銀行自身もそれで相当痛い目に遭っていますから、そう単純に同じことを繰り返すということはちょっと考え難いのですけれども、一方では、金融資産を担保にお金を貸すという銀行の行動は変わっていないわけです。

そこで、相手の金融状況を十分把握しないままに、金融商品の販売手数料を稼ぐためにローンを組み込んでいくということになると、これは単に競争上の優位という問題だけではなくて、金融そのものが非常に不安定化していくおそれがあるという過去の経験をどうしても思い出さずにはおられないのです。従って、今後の金融システムのあり方を考える上で、この点をどう切断するかが問われなくてはならないのではないかと考えております。

先程の質問者の方から話がありましたように、銀行のナローバンク化をいきなり実現させようと

いうことになると、中小企業などへの信用収縮という問題が出てきて、もう一つ別の弊害が出てくることも否定できませんので、現実的には非常に難しい道筋をたどるのでしょうが、決してあきらめることなく、また国際的検討の拡がりの中で議論を進めていくべきではないかと思えます。

関理事長 大変ありがとうございました。

それでは、これで今日の講演会を終わらせていただきます。

内藤局長、どうもありがとうございました。

(以上はすべて個人の見解であり、所属する機関の見解ではありません。)

(ないとう じゅんいち・東海財務局長)

(本稿は、平成一六年一月二七日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

近年の金融経済問題を分析する

内 藤 純 一 氏

御 略 歴

昭和50年 4月 大蔵省入省（大臣官房調査企画課）  
昭和55年 7月 三原税務署長  
昭和56年 7月 大臣官房調査企画課 財政金融研究室 主任研究官  
昭和57年 6月 “ “ 課長補佐  
昭和59年 5月 外務省在エジプト日本国大使館 二等書記官  
昭和61年 4月 “ 在連合王国日本国大使館 一等書記官  
昭和63年 6月 証券局 企業財務課 課長補佐  
平成 2年 7月 “ 総務課 企画官  
平成 3年 6月 神戸税関 総務部長  
平成 4年 7月 財政金融研究所研究部国際交流室長  
平成 6年 7月 証券局 証券市場課 公社債市場室長  
平成 7年 6月 銀行局 調査課長  
平成 8年 7月 “ 銀行課長  
平成11年 7月 金融企画局 企画課長  
平成12年 6月 大臣官房会計課長  
平成13年 8月 名古屋大学教授（大学院経済学研究科）  
平成15年 7月 大臣官房審議官（大臣官房担当）兼財務総合政策研究所次長  
平成16年 2月 東海財務局長

単 行 本

「EMS(欧州通貨制度)—欧州統合に向けた壮大な実験」（教育社、1980年）

論 文 等

「平成デフレと1930年代米国の大恐慌との比較研究—信用経済がもたらす影響を中心に」（財務省・財務総合政策研究所ディスカッション・ペーパー、2002年）  
「金融の1930年代モデルの終焉と21世紀型システムへの展望」（財務省・財務総合政策研究所ディスカッション・ペーパー、2003年） その他

(レジュメ)

「近年の金融経済問題を分析する

－『金融の1930年代モデル』の崩壊とその後に来るもの」

東海財務局長(前財務省大臣官房審議官)

内藤純一

1. バブル崩壊と資産デフレの進行、そして金融の構造変化

- －地価と株価(図表1,2)
- －戦後経済と資産インフレ(図表3,4)
- －1990年代以降の資産デフレの影響(図表5)
- －マクロ・バランスに見る非金融法人企業の構造変化(図表6)
- －日米の資本レバレッジ比率(図表7)
- －銀行貸出と企業債務(図表8,9,10)
- －日米の債務負担率(図表11,12,13)
- －企業債務の構造的問題(図表14,15,16)

2. 戦後の金融システムの構造変化

- －戦後の金融システムの出発点は昭和の金融恐慌(1927年)
- －レッセ・フェール時代からの決別と競争制限、参入抑制、監督重視の「金融の1930年代モデル」の成立
  - cf. 大恐慌を経験したアメリカも同様－銀行システムと証券システムの分離(33年銀行法)や金利規制(35年銀行法など)、州際業務規制(27年マクファーデン法)、33年・34年証券関係法など。
- －「金融の1930年代モデル」の中心的要素
  - ・27年銀行法とその後の金融再編、社債浄化運動と有担保原則の確立
  - ・縦割り業態別規制(銀証分離を含む。戦後期に一段と強化)
  - ・金利規制(株式の固定的な委託売買手数料制を含む)
  - ・公的金融
- －金融の自由化(三つの波：1970年代末から80年代にかけての段階的自由化、92年金融制度改革法、金融ビッグバン／97年外為法改正・98年金融システム改革法)

## 近年の金融経済問題を分析する

### 3. 「金融の1930年代モデル」の終焉と今後の展望

- －自由化により効率性が高まる一方で、経営リスクの増大、情報の非対称性の強まり(J.E. スティグリッツの信用理論)、そして金融市場の不安定化が見られた。
- －経営の自己責任原則の徹底と1930年代モデル」の終焉(日本の場合とアメリカの場合。背景と様相、そして時期などは異なるが、最終的にはいずれも金融危機が発生)
- －金融危機を巡るサイクル(1920年代から30年代の日本と90年代以降の日本)  
(第一段階)金融不安の高揚→(第二段階)金融機関破綻の連鎖→(第三段階)預金者保護や金融機能維持のためのセーフティーネット整備→(第四段階)金融機関の再編を通じた市場の安定化→(第五段階)新たな金融レジームの構築
- －金融危機の本質とは
  - ・銀行システム(間接金融)と証券市場システム(直接金融)の二分法は経済理論的には誤り。金融システムは二階建てと理解するのが正しい。
  - ・証券取引をはじめ、すべての金融商品取引に巨額の信用が供給されている。問題の本質は、銀行システムによる信用創造機能が持つ不安定性にある(決済機能ではない)。一方、ノンバンクなどには信用創造機能はない。
- －戦後の経済発展は、主として企業の債務増加とそれを支える銀行による与信拡大によるもの。これが資産デフレによって過剰化し、企業や銀行はバランスシート調整を余儀なくされた。
- －考え方の基本は、市場が迫るバランスシート調整を受け入れること。政策的に可能なことは、この市場調整の暴発を抑えたり、市場調整の障害を除去すること。
- －金融危機的要因の隔離と新たな金融レジームの模索(非市場型金融から市場型金融(従来型の直接金融を含む)への転換など)
- －金融業は日本の基幹産業たりうるか。

(以上はすべて個人の見解であり、所属する機関の見解ではない)