

# 世界を歩いて勉強し直す経済や金融

大森 泰人

## はじめに

これまでこの講演会には何回か登場しましたが、民間人になってからは初めてになります。こうした機会をいただき、ありがとうございます。

私は、一九九〇年代の半ばから二〇年間、金融行政に携わりました。破綻した金融機関の後始末や不良債権処理の他、金融商品取引法（以下「金商法」と言います）の構想や貸金業法の改正など、大蔵省時代に必ずしも十分な取り組みがなさ

れてこなかった金融制度の手直しにも携わりました。そして、ようやく日本の金融が平時に戻ったと思いましたが、今度はアメリカから金融危機が起きました。こうした経験から、元来、経済の潤滑油のはずの金融のせいで、かえって経済の変動が激しくなり、人間が不幸になる不条理というのは何なのだろうという気持ちを持つようになりました。

経済と金融の関係を、それを構成する人間がどう考え行動するかを含めて勉強し直して、よりましな方向感を模索することは、ライフワークとし

て意味があるのではないかと思えます。同時に、年をとるにつれて、あとどれぐらい足腰が立つかわかりませんので、世界のあちこちを自分の目で見て体感したいという衝動が抑えがたく強くなってきました。幸い言論人として活動しながら、時間が割と自由になる職場をいただきましたので、世界を歩いて、経済や金融を勉強し直す暮らしをしています。

旅に出ますと、当然、物見遊山に行くわけですが、目的地に着くには、列車やバスに乗り、ホテルに泊まって、御飯を食べます。その過程で、運転手さん、ホテルの掃除のおばさん、レストランのウェイターなどと接しますと、例えばヨーロッパは、どのような仕事をしていても、安心して暮らしていけるような社会を目指して設計されている感じを受けます。一方、南北アメリカに行きますと、まずは個人のエネルギーを発揮させ、競争

させるのを優先していると体感します。

この年末年始も、南アメリカの国々を訪ねてきました。道を歩けば車が走っておりまして、どのような車が走っているかがいや応なく目に入ってきます。

ブラジルでは、フィアットが多く、フォルクスワーゲンもたくさん走っています。日本車やアメリカ車よりヨーロッパ車が目立ちます。

そこからボリビアに北上しますと、日本の中古車一色になります。日本で走っていたときの塗装をそのまま残してあちこちを走り回っています。丁寧に使っていただいているがたいと思いますし、現地のドライバーも「あなたの国はすごい」と素直に称賛してくれます。

さらにペルーに北上しますと、日本車も多いのですが、足元ではヒュンダイの方が優勢になっており、ドライバーに聞きましたも、「価格の違い

ほど性能は違わない」などと冷めたコメントを返してくるようになりませう。

そこからさらにエクアドルに北上しますと、日本車やヨーロッパ車、ヒュンダイの車に混じって、ようやくGMやフォードなどのアメリカ車が一定のプレゼンスを得ています。

これだけでしたら、産業政策や国民の好みの違いを反映しているだけの話なのですが、日本へ帰ってきますと、トランプが、大統領就任前から世界の自動車メーカーに指先介入をしており、それにフォードやトヨタが振り回される状況になっていました。日本の自動車メーカーは、一九八〇年代以降、現地生産のウエートを高め、今や国内の倍の車を、アメリカをはじめとする海外で作るまでになっています。このことを知っている日本人からしますと、トランプが今さら何を言うのかと思ってしまう。

一ページの表は、今、各国の国内でどれだけの車が作られているか、そして、どれだけの車が売られているかを比較したものです。日本の場合、九〇〇万台強が作られ、五〇〇万台が売られていますので、その差の四〇〇万台強が輸出されています。

韓国やメキシコをご覧くださいますと、比率の上では、日本に比べ、外国向けが多くなっていますが、輸出される車の数は日本よりかなり少ないのが実情です。ドイツは、生産、国内販売、輸出の比率が日本と似ていますが、数は日本の三分の二程度です。中国やブラジルでは、国内で作られている車の数と売られている車の数がほぼ見合っています。

アメリカでは、日本の自動車メーカーを含む国内メーカーによって一二〇〇万台が作られ、一七〇〇万台強が売られています。トランプ流に言い

ますと、差し引きで五〇〇万台強分のアメリカ人の雇用が奪われていることになります。この量は、日本の国内生産超過分にほぼ見合うものですから、トランプの誤解を解けば、それで終わりになるような構造でもないと感じます。

今日は、最近の世界の出来事のうち、私が気になった幾つかの話から始め、その後、歴史をさかのぼってバブルの時代を振り返り、さらに、私の経験も交えて経済に及ぼす金融制度の影響を申し上げた上で、最後にまた経済の話に戻ってくる段取りでお話を進めていきたいと思えます。あまりビジネスの役に立つような話ではありませんので、レジюмеを横目でご覧いただきながら聞き流していただければと存じます。

## 一、最近の世界の出来事から

### (1) Brexitとトランプ政権誕生

最近の大きな出来事としては、何と申しましても、ブレグジットとトランプ政権の誕生です。格差や分断という言葉を改めて感じさせられることになりました。当たり前ですが、人間はいろいろな属性を持っています。貧富の違い、人種・民族の違い、男女の違い、世代の違いなど、さまざまの違いと折り合いをつけて、共存する作法としてポリティカル・コレクトネスがあります。ポリティカル・コレクトネスはメディアや有識者が担ってきたわけですが、これが、ここにきて急速に崩れてきたように感じます。

EU離脱論者も、トランプ陣営も、ポリティカル・コレクトネスの担い手であるメディアや有識

者を黙殺して、反エスタブリッシュメント感情を喚起してきました。一方、エスタブリッシュメントの一翼であるメディアや有識者は、自分が欲する現実だけを見て、最後は良識が制するはずだと思ひ込み、予想外の結果が出ると、国民がポピュリストにだまされた結果だと解説してきました。いろいろな主張が根拠なく行われてきたという点では、どちらの陣営にもあまり違いはありませんが、主張のスタイルが大きく変わってきたように思います。

自分の属性が、例えばアフリカ系であるとか、女性であるとか、経験に乏しい若者であるとか、あるいは体力をなくした老人であるとかは、それぞれで大きな問題ですが、最も切実な問題は、やはり差し当たってお金があるかないかだと思います。

イギリスに行きますと、一見してその人の所属

階級がわかってしまいます。顔も違えば、身なりも違いますし、体格も、しゃべる言葉も違います。アメリカは、経済成長の果実を上位1%、あるいは0・1%の最上位層が吸い取ってしまうような格差社会です。このような社会を続けるのかどうか、イギリスの国民投票、アメリカの大統領選挙において、より基本的な論点であったように思います。その意味では、国民投票や選挙の結果によって、ブレグジットが決まり、トランプ政権が誕生して、イギリスやアメリカが変わるというより、むしろ、イギリスやアメリカの社会が良識を失うほどに変わった結果として、ブレグジットが決まり、トランプ政権が誕生したという因果関係ではないかと思ひます。

日本は、イギリスやアメリカほどの格差社会ではありませんので、トランプ的な政治の受け皿は登場していません。そのため、現実の属性の違い

が覆われてしまい、依然としてエスタブリッシュメントの一翼であるメディアや有識者が世論を形成しているように見えます。今日お集まりの皆さんは、エスタブリッシュメントの側に属しておられるわけですが、結果的に、声を上げない人たちへの配慮が優先順位として劣後してしまっているように感じます。この点は最後にまた触れさせていただきます。

貧しい人が誰に投票するかの判断は、単線の経路で決まってくるわけではありません。格差是正のために国内で再分配を行うことを主張したサンダースが最終候補に残れなくなったとき、ヒラリー・クリントンが次善の候補になるというのが普通の考え方ではないかと思われれます。しかし、実際には、サンダースが残らなかったことから、国外での再分配を目指すトランプを支持することにしたという人がたくさんいました。

世界恐慌のときのドイツでは、中道政党が支持を失って、共産党とナチスが台頭しました。その後、ナチスが政権を獲得しますと、フォルクスワーゲンを量産し、アウトバーンを走らせることによって、短期間で雇用を生み出しました。後ほどまた触れますが、これは、アメリカでフォードがやったことの応用問題になっています。経済的な成果が国民に、ユダヤ人迫害を見て見ぬふりをさせました。

トランプは、メキシコをはじめラテンアメリカに対する侮辱的な発言を繰り返しましたので、ラティーノから総スカンを食らってもよいように思いますが、既にアメリカの市民権と経済力を持っている人々の中には、トランプを支持する人も多くいます。

自動車メーカーにアメリカへの工場立地を求め、トランプの指先介入に対しては、古典的な経

済理論に基づく批判がなされます。比較生産費が安い国で作って貿易を行うのが世界の消費者に恩恵を及ぼすという、リカード以来のテーゼは教科書ではなお健在です。また、テレビ、パソコン、あるいはiPhoneと同じように、車の最終組み立てもあまり付加価値を生まなくなり、むしろ部品輸入で赤字が増えるような産業構造の変化が生じています。このようなことから、トランプは時代遅れのことを言っている、あるいは、経済理論に合わないことを言っているという批判が起きるのはもつともです。

私はケインズが好きで、彼の著作をよく読みます。ケインズは、戦間期に、裾野が広い先端産業の車作りは、イギリス労働者が誇りを持って携わるにふさわしく、そのために、GMやフォードなどのアメリカ車より高く支払う用意があると言っています。同時に、自動車と並んで、基幹産業で

ある鉄鋼と農業については、イギリス国内に生産拠点を確保したいとも言っています。しかし、競争力を失った石炭や繊維までイギリスで生産すべきだとは言っていません。どこかで線引きをしなければならぬわけです。

国内の高い生産費は、生産に携わった労働者の高い購買力を意味するものでもあります。二〇世紀の初め、ヘンリー・フォードは、ベルトコンベアでT型フォードを量産して、価格を劇的に下げると同時に、従業員がフォード車を買うように、賃金を大幅に引き上げました。これによって、ミニ好循環を作り出したわけです。「アメリカ人が使うものは、アメリカ人が誇りを持って作る」ことを損得以上に優先するとすれば、従来のグローバルな生産性至上主義の本質的な軌道修正につながると思います。

(2) トランプ相場でのジョージ・ソロスの敗北

最近、もう一つ興味深かったのが、トランプ相場をジョージ・ソロスがショートして、一〇億ドルほど損をしたというニュースです。私は、ガラパゴスのCNNでこのニュースを見ました。ジョージ・ソロスという自称哲学者は、金融市場がどういふところかということを通じて、普通の人以上に考え抜いて、それを表明してきた人です。彼は、一九九〇年代にポンドを売り崩したことで有名ですが、これは、ポンドが高過ぎると彼が思うだけでなく、みんなもそう思っているから、彼が仕掛ければ必ずみんながついてくると確信して始めたものです。

周知のケインズの美人投票では、「一〇〇人の女性から六人の美人を選び、投票者全員の結果に最も近い投票者が賞品を獲得」します。このような投票ですと、自分の好みで女性を選んではなり

ませんし、他人の好みを詮索してもしようがありません。他人もまた、「みんなはどう思っているか」と思っていますので、誰の内心の好みに合わなくても、「最近是这样いというタイプが流行るのか」といった女性が選ばれ得ることになります。

これがITバブルのときに顕著に現われたことで、利益はおろか、まだ売り上げも立っていないくても、会社名にドットコム (.com) と付くだけで株価がどんどん上がっていきましました。幾ら何でもばかげているので、早晚反転するだろうと、早く判断し過ぎたファンドは破綻してしまいました。タイガーファンドのジュリアン・ロバートソンが典型です。このように、まだ行けると考える人が続いて出てくる限り、活況が続いてしまうこととなります。ソロスは、これを再帰性理論という形で説明しています。簡単に申しますと、「金融市場で何が起きるか、投資家みんなが何が起

きると思うかによって起きる」というもので、ケインズの美人投票を言いかえたトートロジのようなものです。

ほとんどの市場関係者は、トランプが当選するまで、万一そのようなことが起こったら、将来の不確実性が増し金融市場にはマイナスだとか、ボラティリティが高まるなどと言っていました。事実、開票が進んでトランプが優位になるにつれて、動揺から株価は下がりました。

その後、トランプは、勝利宣言において、「アメリカの分断を止揚して、全国民の大統領になりたい」と言いました。それを聞いて、投資家は、「そんな発言にはだまされない。トランプは筋金入りの保護主義者だから、グローバル企業にとってはマイナスに決まっている。トランプの政策で再びアメリカが偉大になるわけがない」と思ったかもしれません。しかし、「今はみんながほっと

しているところだから、しばらくは買いた」と投資家みんなが思ったら、株価は上がることになり、実際にもそうになりました。これを見まして、投資家みんなが、何が起きるかによって決まるといふより、何が起きてほしいと思うかによって決まると言い換えた方がよいのではないかと一瞬感じてしまいましたが、言い換えの必要はないですね。

こうした金融市場の構造を最もよくわかっているのは、ソロス自身であつたはずですが、彼がトランプ相場に負けたのは、このような人物がアメリカの大統領であつてよいはずがないというハンガリー系ユダヤ移民としての信念が、自分の理論を上回つたためかもしれません。もしそうだとしますと、どのような人間にも微笑ましい面があると思われ、興味深く感じたところです。

(3) テロと難民

最近の世界の出来事の三つ目に、「テロと難民」を挙げています。トランプ政権が発した入国禁止令で大騒ぎになっておりますが、時間が押しっておりますので、具体的な御説明は割愛して、ここから、歴史の話に入っていきたいと思えます。

二、原罪としてのバブルとその崩壊

(1) 背景と展開

私は、一九九〇年代半ば以降、金融行政に携わりましたが、総じて何を試みてもあまりうまくいきませんでした。その背景には、一九八〇年代後半に、株価と地価で常軌を逸したバブルが起り、それが崩壊したことがあるのではないかと、う気持ちを長年持っていました。ここで「原罪としてのバブル」というやや大げさな言葉を使って

おりますのは、そのような気持ちが現われています。

銀行は、土地を買うためならお金を貸し、貸せば土地の実需が高まって地価が上がりました。そうしますと、担保余力が増してさらに貸せるようになりました。証券会社は、お客さんから一任されて、自ら選んだ推奨銘柄を買い進めました。このような行動は、オイルショック以降の安定成長への移行を補おうとした、金融による自作自演の資産価格バブルと表現するのが最も妥当するようになっています。もちろん、その前提として金融緩和が行われましたし、ブラックマンデー以降、金融機関が損失を認識しないで済むような会計処理を容認した大蔵省の政策がありました。司々でいろいろな責任があると思いますが、一言で総括しますと、やはり金融が作り出したバブルであったと言えるように思います。

一昨年、ピケティの『二一世紀の資本』が日本でもベストセラーになり、資産の利益率と所得の成長率のどちらが高いかが議論になりました。私自身が最も強い印象を受けましたのは、よりプリミティブな彼の作業です。どの国のどの時代においても、毎年稼ぐ所得と過去から蓄積した資産があります。ピケティの本では、ストックの資産とフローの所得の倍率は、地域や時代の違いを超えて、客観的に比較可能な格差の指標とされ、このデータに基づいて先進国間の比較が行われています。ここでは、資産を時価評価するところがみそになっています。

ヨーロッパやアメリカでは、第一次大戦前、この比率は五、六倍と高かったのですが、両大戦で二、三倍まで下がりました。その背景には、戦争によって資産が物理的に壊れたり、生活を補うために貯蓄を取り崩したり、インフレによって資産

が目減りしたりするなど、いろいろな事情がありました。その後、この比率は、第一次大戦前の五、六倍の水準まで趨勢的に上昇するU字型の推移を示しています。アメリカの場合、ヨーロッパほどの歴史がありませんので、U字の谷は浅いのですが、基本的にはヨーロッパと同じ推移を示しています。フローの所得を稼ぐ力が鈍化するほど、過去に蓄積した資産から得られる利益や資産価格の上昇が重要性を持つ格差社会になっていくと指摘されています。

他方、日本で同じデータをとってみますと、この比率は、一九八〇年代の末に向けて、先進国が経験したことのない八倍近い水準まで上昇し、九〇年代に入って反転下落しています。日本では、この比率の推移はそもそもU字型になっていません。ピケティはこれを指して、「歴史上最も壮大なバブルとその崩壊であり、日本に次ぐのは先般

のスペインの住宅バブルぐらいだろう」と言っています。

学校で習う歴史の通念では、壮大なバブルとその崩壊の代表例として、一九二九年秋のニューヨーク・ダウの暴落を契機とする世界恐慌が挙げられます。このときは、ダウが元に戻るまで四半世紀かかっていますから、それだけこのときのバブルが常軌を逸していたと言えるでしょう。第二次大戦後も、ブラックマンデー、ITバブル崩壊、リーマンショックなどの際に、ダウは何度も暴落しました。しかし、いずれも比較的短期にダウは回復し、御案内のとおり、現在も最高値を更新しています。

アメリカ人にとって、株は、長く持てば割が合う資産になっています。日本では、株価は、一八七七年に入ったところで二万円を超え、そこからどんどん上がっていきましました。その年の秋のブ

ラックマンデーを乗り越えた後、一九八九年暮れには、四万円近くまで上がりました。その後、反転下落し、既に四半世紀以上が経ちました。現在は二万円が一つの節目として意識されている状況であり、生きている間に、再び四万円を展望するような時代は来そうにないなと思つてしまっています。最高値の半分の水準を超えるのにも苦労しています。

## (2) 金融危機と金融自由化

御存じの方も多いと思いますが、スウェーデンやデンマークなどの北欧諸国でも、一九八〇年代後半に地価バブルがあり、九〇年代に入ってそれが崩壊しました。北欧諸国では直ちに主要行が経営危機に陥りましたので、背に腹は代えられず、政府が直ちに公的資金を注入して、早期に処理を行いました。

他方、日本では、政府に累次の経済対策を打つ余力がありました。主要行にも資産の含み益で不良債権を処理する余力があり、このため、直ちに経営危機に陥るようなことはありませんでした。

このことが、公的資金の投入によるセーフティネットの整備を遅らせる結果になったと思います。この間、住宅金融専門会社の処理を進めるに当たって、関係者の利害調整がつかない分の穴埋めのため、公的資金を注入しようとして、激しい国民的な反発が生まれました。その結果、セーフティネットの整備がさらに遅れたという認識を持っています。

一九九七年一月には、都市銀行や四大証券の一角が破綻しました。自分自身が経験したという点を差し引いても、これらの破綻のインパクトは非常に大きかったと感じています。将来が不透明になった企業は、なるべく雇用を維持しながら、

賃下げや従業員の非正規化などによって、企業防衛に走りました。また、企業は、投資を控えて、貯蓄を手厚く持つようになりました。結果的に、低賃金が購買力を弱めて、その後の「デフレの悪循環」「合成の誤謬」の嚆矢になったように思います。

この時期に、金融制度の自由化、特に証券市場の自由化が進められました。その結果、証券会社や資産運用業者の参入が増え、売買手数料が下がって、業者間の競争が激化しました。しかし、こうした競争によって、個人の投資需要を喚起し、市場の裾野が広がったかと申しますと、そうとは言いがたい状況です。バブルのさなかの一九八七年にNTT株が公開され、実に一〇〇〇万人強、国民の一〇人に一人が売り出しに応募しました。これが円滑に推移していれば、株式投資が普通の日本人に定着する契機になったと思います

が、現実には、三〇〇万円の売り出し価格があつたという間に五分の一に下がってしまいました。そのような落胆の記憶がありますので、手数料が安くなつたぐらいでは、もう一度株式投資をしようと思わせるほどのメリットと受け止められなかったのではないかと思います。

バブル崩壊後、個人顧客が放っておかれる一方、力のある法人顧客だけが損失の補填を受けていた不公平な取り扱いへの怒りを背景に、損失補填だけでなく、個別株の一任勘定取引さえ禁止するという過剰規制が導入されました。これに伴って、証券会社は、個別株から距離を置き、投資家に販売手数料が高い投資信託の乗り換え売買をさせることで、従業員を養わなければならない状況になりました。ビッグバンによって銀行にも投資信託の販売が解禁されました。銀行は、最初のうちにはMMFのような預金に近い商品を売っていた

のですが、次第に証券会社と同様の商品を扱うようになって現在に至っています。

数年前、通貨選択型投資信託が出てきました。私はあちこちで、これをジャンクボンドと機動性がないFXを組み合わせたものだと言っています。本気でこのような商品に投資しようと思つたら、アメリカの発行体の信用リスク、ドルとレアルの金利差、レアルと円の為替レートの将来見通しなどを踏まえて検討しなければなりません。しかし、そのようなことを説明して売っていた人がいるとは到底思えません。実際には、「多分大丈夫でしょう」といった曖昧な説明で売られていたのではないのでしょうか。

### (3) 銀行型金融システムの機能不全

もともと銀行は、元本保証のある預金を原資として貸し出しを行っておりますので、信用リスク

もカバーできないような低金利の下では、リスクテイクを行おうとしても限界があります。加えまして、不良債権処理の過程で、リスクテイク機能が一段と脆弱化しました。

他方、不特定多数の投資家が、初めから事業の可能性にかける証券市場が、成長産業への資金供給と整合的であると言えませんが、市場仲介者が自ら抱えるリスクと客に転嫁するリスクの仕分けに課題がありました。この点は、金融行政上の課題としても、言葉を変えながらたびたび再燃してきたところです。

### 三、アメリカ発金融危機（二〇〇七年）

#### (1) 背景

そうした日本の金融の危機的な状況が小康状態

になり、平時になったところで、アメリカから金融危機が起きました。貧しい人でも、お金を借りれば住宅を持つことができます。そうしますと、住宅の実需が高まって、価格が上がります。

住宅価格が上がりが続けますと、借り換えを行ってより大きな住宅を買ったり、ローン残高との差額を追加で借りてトヨタの車やシャープのテレビを買ったりすることができます。一九八〇年代後半の日本と同じように、金融による自作自演のバブルであったと言えます。税金や補助金などの財政による所得再分配が政治的に難しい中であって、現実的な格差是正策であったのだと思います。

アメリカの金融危機に対して、ウォール街の強欲資本主義という批判があります。しかし、住宅ローン債権の証券化プロセスに従事していた人々の間には、欲にくだらんだ仕事をしているという意識は少なくとも主観的にはあまり持たれておら

ず、経験則にのっとって仕事をしていたつもりだったのではないかと思えます。

その経験則とは、一つは、第二次大戦後、アメリカ全土にわたって住宅価格が下がった経験はないので、全土にわたる住宅ローンをプールすれば、リスク分散できるということです。もう一つは、金融技術を生かして、優先劣後構造を持つ証券化商品を作れば、トリプルA部分にまで損失が生じたことはないということです。この二つが相まって、結果としてアメリカ全土にわたって住宅ローンが増え、全土にわたる住宅バブルになり、これが全土で崩壊して、トリプルA部分まで流動性を失って、価格が暴落してしまうことになりました。

ノーベル賞をもらったロバート・シラー教授が、後にトリプルA部分の原資産の住宅ローンについて追跡調査を行いました。その結果、デフォ

ルトは予想外に軽微であることが判明しました。

危機の際の投資家の心理が、「今後、全土にわたって住宅価格が際限なく下がり、デフォルトが際限なく増える」というものでしたので、トリプルA部分まで暴落したのですが、実際にはそこまで心配する必要はなかったという構図になっています。このようなことを見ますと、時価を隠すのはよくないにしても、時価に振り回されるのも如何なものかと思われ、なかなか難しい構造になっていると思えます。

## (2) 評価

今回のアメリカ発の金融危機に対しては、早期の公的資金注入や、グローバルに連携した財政金融政策が行われた結果、比較的短期に収拾できたと評価されています。こうした対策は、バブル崩壊後の日本の経済対策と同様、これ以上沈まない

ために行われるものですので、評価が難しいところがあります。

財政出動は、持続可能性がないと考えられて短期で終わり、その後は、グローバルに金融緩和への依存が進み、増えない所得を資産価格の上昇で補う傾向が定着しました。足元では、金融政策の限界が意識され、再び財政志向が強まりつつあると言えるかもしれません。

そして、金融危機の再発を防止するため、規制の強化が図られてきました。業態分離の再厳格化、あるいは証券化の際のオリジネーターによるリスク保有などです。もともと、このような新たな規制は危機の原因と対応していません。破綻したのは、証券化商品を作って売った金融機関ではなく、妙味がある商品ができたと思って自ら抱えてしまった金融機関です。したがって、規制強化の有効性は不明です。加えて、規制内容も例

外だらけで複雑化し、実務対応が困難になっていきます。この点に関しては、トランプ新政権が見直しを行うと言っており、これを受けて、金融株が上昇しているわけですが、どのように見直せばよくなるのかは自明ではありません。

一九九九年にグラム・リーチ・ブライリーというアメリカの金融族議員の名前がついた、業態間の垣根を基本的に撤廃する法律が成立しました。後にクリントン元大統領は、大統領としてこれを認めたのは失敗だったと懺悔するのですが、私は、別に懺悔する必要はなかったと思います。同一グループ内でいろいろな金融機能を持てば、それだけ証券化商品は作りやすくなるかもしれませんが、前提として、証券化商品への投資家の需要がなければなりません。逆に、需要がありさえすれば、異なるグループに属する企業が連携して同様の商品が提供されたはずです。手段に過ぎない

証券化を敵視するのは建設的でないと思います。

日本で一九八〇年代後半に起きたバブルは、銀行と証券の間の業態分離が厳格な金融制度の下で生成したことにも思いをいたす必要があるのではないかと思えます。

#### 四、制度改革の意図と影響

##### (1) 自由化

ここから、制度改革一般について例を挙げながらお話をさせていただきます。

参入を自由化したり、業務を自由化したりしますと、業者間で競争し、安くサービスを提供 করতে、顧客の需要を喚起することが一般的には期待できます。ちょうど一年前の今頃、軽井沢で、スキー場に向かう学生さんを大勢乗せたバスが転落する事故が起きました。この背景には道路運送法

の自由化があり、これに伴って、バス旅行を安く提供する業者が参入しました。一万円ちょっとで九二日スキーが楽しめるツアーが生まれ、多くの学生が応募しました。自由化の結果、それまでより事故の潜在リスクが高まりますので、政府が監督を強化する必要があります。メディアの解説を見ますと、事故の運転手は六六歳と高齢で、あまりバスの運転経験がなく、非正規雇用であったということに批判が集まりました。そうした批判は、ある程度当たっているのかもしれませんが、逆から申しますと、壮年で、経験豊富で、正規雇用の運転手しか雇用できないのであれば、一万円で九二日スキーができる安いツアーを提供することはできなかつたはずですよ。

このような二律背反は常に起こりうることであり、自由化によって、生産性を高めて需要と雇用を作り出そうとするのであれば、それに伴うリス

クをどう抑えるかということと両にらみで考えなければなりません。

先ほど申し上げた日本版ビッグバンという制度改革の背景には、日本ではバブル崩壊後の経済停滞が長期化する一方、当時のアメリカはグレート・モデレーションの安定成長を享受しているように見えた事情がありました。日本は、バブル期には、官民協調の日本型システムに自信を持っておりましたが、当時のアメリカの状況を見て、民間の自由競争に委ねて生産性を高め、需要を生むアメリカの方が時代に整合していると考えられるようになり、そのような思いから、制度改革に取り組んだと言ってもよいのではないかと思います。

近年の中国も、農村から都市への移動が鈍化して、大都市以外では地価が低迷している状況にあります。こうした状況を背景に、証券行政当局

は、二〇一三年頃から、株価上昇の資産効果を狙って売買手数料の自由化を進めました。その結果、証券会社間の競争が激しくなり、売買手数料が下がって、安く投資を行うことができるようになりました。これに伴って、多数の個人投資家が、「政府も株価は上がると言っている」というノリで株式市場に参入したため、上海の株価は半年で倍になりました。こうして上昇した株価は、二年半前に崩壊し、証券行政の責任者はバブルを制御できなかったことをとがめられて解任されてしまいました。

こうした動きを見て、日本ではそれ見たことかという評価が多く、一面、全くもってそのとおりであると思います。しかし、他面で、日本では、何をやっても、投資家が反応する力が残っていないことを経験してきた立場からしますと、中国の個人投資家には、まだ政策に反応する脈があるよ

うに見えて、うらやましく感じる気持ちがないわけではありません。

## (2) 規制強化

次に、自由化とは逆の規制強化について、たまに携わった貸金業制度を例に挙げて申し上げます。

改正前、貸し付けに係る上限金利は概ね三〇％になっていました。これで三〇万円を借り、当初は月に一万円ずつ返します。これを続けていきましたと、借入限度額が五〇万円に上がりましたという通知が来ます。そこで限度額の五〇万円まで借り入れを増やしますと、返済は月一万五〇〇〇円に増えることになります。給料が少し減るだけだから、どうってことはないとまだ安心していきます。ある業者で借入限度額を使い切ってしまうと、借入先を二社目、三社目、四社目と増やす

のですが、返すのはほとんど金利だけという状態が続きます。

改革の背景には、二つの調査がありました。一つは、借入目的を、最初に借りたときと借入先を増やしていくときに分けて調べたものです。最初に借りるのは、例えば、給料が減ったので生活費を補うためということになっているのですが、借入先が増えていく過程で、目的が、既存の借金を返すために新たに借りるというものに変質してきます。

もう一つ、多重債務問題に強い問題意識を持っていたプロミスが、二〇世紀の終わりに借りた人が、七年後にどうなったかについて追跡調査を行いました。その結果、三割が完済する一方、三割はデフォルトしてしまっており、残りの四割は返済中であるが、借入残高が三倍になっています。七年間で三割の人生が壊れ、四割は壊れる候

補になっていく状況でした。

例えば借入残高が四〇〇万円で、金利が三〇%ですと、年間の金利が一二〇万円ですから、月々一〇万円ずつ金利を支払うことになります。多重債務者と言われる人々は、月収が二〇万円としますと、何とか金利だけは支払わなければならぬと考えて、生活を切り詰めます。ここで、金利が半分の一五%まで下がりますと、負担の軽減分だけ残高がゆっくり減少することにはならず、逆に、倍の八〇〇万円に向けて残高が増えていく形になってしまいます。つまり、残高を減らすよりも、むしろ金利だけは支払うという行動の方を維持するのです。したがって、貸金業法の見直しにおいては、上限金利と借入総量の双方を抑えざるを得なくなりました。信用収縮の発生は、改革の副作用と言うより、むしろ改革の目的であったと言うことができます。

このとき、全ての金融経路を閉ざさないため、

銀行を総量規制の適用除外にしました。その結果、現在では、銀行がカードローンを貸し、貸金業者が審査、債権管理、保証を担うという役割分担ができています。銀行は、今、非常にアグレッシブなカードローンのCMを行っています。給料日前でも気にせず、総量規制のない銀行カードローンで、ハワイに行こうといった内容です。言うとおりにしていたら、大変なことになってしまいますが、背景には、貸し手の銀行は窓口としてローンを提供するだけで、借り手の運命には関知しないという構造があるように思います。

チワワが出てくるアイフルの昔のコマーシャルを御記憶の方もいらっしゃると思います。チワワがかわいいので、つつい借金しても買ってしまおう。そのうち結婚して、子孫が増え、思わぬお金がかかる可能性を暗示するものです。アイフル

は、借り手の運命を熟知していますから、露骨には勧誘せずそれなりに奥ゆかしい節度のあるCMを行っていました。今の銀行のカードローンのCMは、銀行が借り手の運命を知らないためにアグレッシブなものになっており、いずれ問題が顕在化する前に業界としての取り組みがなされるのを期待しています。

### (3) 法体系の再編（金商法）

最後に、一概に自由化とも規制強化とも言いがたい、法体系の再編の例として、金商法の制定を取り上げます。金商法の制定には、二つの契機がありました。一つは、投資事業組合や商法の匿名組合を使う組合型ファンドが無規制のまま普及してきたことです。もう一つは、外為自由化により、FX取引の提供がやはり無規制のまま普及してきたことです。新たな投資商品が登場するたび

に後追いで規制するより、売り手の説明義務や発行体のディスクロージャーを統一的に規定した方が、貯蓄から投資に向けた制度基盤の整備に資するのではないかと考えたものです。

このような発想は大蔵省の時代からあったのですが、金融危機への対応に追われ、法体系の再編に取り組み余力がありませんでした。金商法施行後しばらくの間は、投資信託の販売が減るとか、八〇歳以上の客に家族同伴を求めるなどの過剰反応が生じました。同時に、ファンドという形の金融業者が大幅に増えました。中には、初めからお客をだますつもりで登録する人や、志は高いが他人のお金を預かるのに慣れていない人がいますので、先ほどのバス事業の自由化と同様に、監督の強化が避けては通れません。それと同時に、既存の金融機関にとっても、ファンドという新たな資金調達・運用手段ができたことで、選択肢が多様

化しています。

## 五、証券市場での制度の運用

### (1) 三段階の摘発目的

制度の運用に関しても非常に多くの論点がありますが、ここではインサイダー規制を例に申し上げたいと思います。

私は、役人生活の最後の段階で、証券市場の監視の仕事をしました。その際、職員に対して、「三段階の摘発目的」ということを繰り返し言うていました。極端に申しますと、このことだけを言っていたと言えるかもしれません。

まず、なぜ摘発するのかは、直接的には法律が禁じているからです。それでは、なぜ法律が禁じているのでしょうか。それは、自分が不公平に扱われないと安心して市場に参加してもらえないよ

う、証券市場への投資家の信頼を守るためです。

それでは、なぜ投資家の信頼を守らなければならないのでしょうか。それは、銀行には困難なりリスクマネーの供給を増やして、経済成長に貢献するためです。個々の事案について、これらの三段階の摘発目的に照らして、果たして摘発する価値があるのかどうか、よく考えてほしいということを繰り返し言うていました。現場で摘発する人間としては、刑事告発や勧告の件数は、多ければ多いほど良いと思いがちだからです。

### (2) インサイダー規制の構造

もう一つ難しいのは、金商法の関係条文が非常にざっくりと書かれており、インサイダー規制の場合は、①インサイダー（会社関係者）が、②インサイダー情報（重要事実）を知ったら、③公表前に、④売買してはならないとしか書かれていま

せん。逆から申しますと、売買によって儲けたり、損を避けたりするのは要件となっておりませんし、インサイダー情報を知ったことと売買の間に主観的な因果関係があるかどうかさえ必要とされていません。重要事実を知った以上、取引を行ったらそれでアウトという構造になってしまっています。それでも、刑事罰しかエンフォース手段がない時代には、因果関係があつて、刑事罰にふさわしい事案を摘発していました。

(3) 課徴金導入に伴うつうかりインサイダーの摘発  
二〇〇五年から課徴金制度が導入されました。導入当初、企業が自社株買いに先立って行う海外子会社の解散や、増配などの意思決定を自社株買いと結びつけて、インサイダー取引を認定するという事例が出てきました。うっかりインサイダーと呼ばれるこうした事例は、市場にとって非常に

弊害の多い運用であつたと言えます。日々多くの決定をしたり、情報を得たりする経営陣にとつて、自社株買いはやるなと言われているようなものです。

なお、現在では、情報を知ったことと取引の間に主観的な因果関係があるケースに限定するなど、過不足のない運用を心がけています。

(4) 踏み込んだ事実認定（公募増資インサイダー事件）

他方、意識的に従来より踏み込んだ事実認定をせざるを得ない局面もあります。それが公募増資インサイダーと呼ばれた事件です。かつて証券会社の営業担当者と機関投資家のようなプロの間では、以心伝心による情報伝達が行われており、プロの技として許容範囲内と認識されてきました。例えば、バーゼルⅢの規制を満たすために、メガ

バンクが大型公募増資を行う必要があることは誰もがわかっていている場合、問題は、増資を公表する時期がいつになるかということだけです。隠語や暗号によって公表日を伝達していました。

ただ、いくら以心伝心と言っても、一般投資家から見ますと、不公平には違いありません。そこで、監視委員会では、メールや電話の記録を分析し解読して、事実上の情報伝達を認定しようとしてきました。その結果、金融庁や監視委員会と、情報を伝達した野村証券の間に、必要以上の対立が生じてしまいました。摘発する側が、やり方を変えているのは自分たちの方であって、やり方を変えないと、一般投資家にとって不公平だと思われる状況が生じてしまっていることを、もっと明確に伝えておけばよかったのだらうと思います。それが出ていかなかったために、摘発された野村証券との間で必要以上の対立が起きて、経営陣が辞任

する事態になってしまいました。

その後、証券会社が主催する講演会に参加した銀行員が、主催者に部屋から出ていってくれと言ったという報道がありました。一瞬意味がよくわからなかったのですが、密室で証券マンから不正に情報を得たと疑われたくないということだそうです。むしろ、この銀行員の性格に問題があったのかもしれませんが、いずれにせよ、そこまでして防衛しなければならぬような副作用を生むことになりました。

さらに、情報伝達相手に売買させる目的で、実際に売買が行われた場合の伝達行為自体を制度的に違法化しましたので、一層慎重な運用が必要になってきます。極端に言いますと、ゴルフ場で「最近おたくの調子はどうだ」「まずまずだよ」というような会話を交わすこと自体が違法になってしまいかねません。よほど儲けさせようと思つて

伝達しているという事案が出てくるまでは、この規定を使うのを封印していました。

ただ、規制を守る側も、李下で冠を正さないと、費用対効果が見合わないことになりそうです。「事件は起きるときには起きる」というぐらいの割り切りも必要ではないかと思えます。

## 六、ミクロの生産性とマクロの経済循環の両立

### (1) サンパウロの日本移民館にて

最後に、また旅と経済の話に戻らせていただきます。

サンパウロの日本移民館には、移民館があり、二〇世紀初めからのとうとうたる移民の歴史が展示されています。そこに、「ブラジル農業に生産

性概念を持ち込んだ勤勉な日本移民」という説明がありました。限られた土地で、何をいつ植えるか、あるいは品種や土壌や肥料をどう改良するかの工夫を重ねたということです。勤勉だからなのかもしれませんが、むしろ、狭い国から来たせいではないのかと思わず突っ込んでしまいました。

ちきりんさんというブロガーがおられます。もともと証券会社で引き受けの仕事をして、今は独立してブロガーをしておられる方です。この方が、一〇年前にサンパウロの移民館に行って、私と同じ感想を持たれたそうです。ブラジルは土地が広くて人口が希少ですので、日本から移民を招きました。土地が希少だった日本からの移民は、土地は狭いものだという観念がありますから、労働を集約して投入しました。その結果、土地という資本の生産性は向上しましたが、日本人移民は、そもそも、直接の労働生産性の向上（広い土

地をトラクターで耕したり、自動植えつけ機を使ったりして、労働そのものを節約する工夫）は目指していかなかったのではないかと考えておられます。

母国の日本では、長く労働集約的な農業が行われてきました。高度成長期に、都市の高賃金目当てに農村から労働が移って人手不足になりますと、初めて機械化のインセンティブが生まれまし。もつとも、日本では、いかにせん土地が狭いので、効果にも限界があったことは否定できません。人間は、成果を増やすため、置かれた環境の中で、投入が容易な資源を増やしがちですが、投入資源を増やさずに、生産性を高めて成果を増やさないと、持続的な成長を実現できません。

二〇二〇年の東京オリンピックの招致を契機に、日本人は、おもてなしの民族であると自賛するようになりました。これも、生産性を度外視し

た際限のない労働投入によって支えられていないかと自問しなければならぬと思います。製造業の生産性は高いのですが、サービス業で生産性を高めるには、サービスの水準、おもてなし度の低下を恐れない工夫が必要ではないでしょうか。さらに、ドイツのように、長時間働かなくても生産性が高い国を見ても、制度的に労働時間を制限する、あるいは最低賃金を引き上げることを通じて労働の希少性が高まれば、生産性向上のインセンティブを喚起できるのではないかと思いません。

## (2) 生産性向上による経済循環

価格は、主に賃金から成る費用と企業の利益の合計を生産性で割ったものという関係があります。リカードのような伝統的な経済思想では、分子を構成している費用と利益のトレードオフが重

視されています。ここでは、低賃金を抑えて確保した利益から設備投資を行い、生産性を高めて価格を下げるにより、売り上げを増やして成長する経路が重視されました。このため、穀物法を廃止し、自由貿易によって安く穀物を輸入して、賃金を上げないで済ませようとなりました。その後、次第に、主に賃金から成る費用は、払われた側の購買力としてマクロの需要を構成するという認識が定着していきました。フォードは、生産性を上げて価格を下げるとともに、従業員でも買えるように賃金を上げて、ミニ循環を作り出しました。日本の高度成長はこれを国全体で行ったもので、企業は設備投資をして生産性を高め、価格を下げるとともに賃金を上げ、投資資金も確保して、三種の神器や三Cが普及することになりました。

### (3) EU各国の労働市場改革の含意

EUでは、今、ドイツが一人勝ちと言われています。冷戦の終結に伴い、西ドイツが東ドイツを統合するに当たって、極力財政に依存しないですむよう、労働市場改革への取り組みが進められました。賃金交渉を伝統的な産業別組合から企業別組合に移して、柔軟に決めやすく（下げやすく）し、雇用形態の多様化を進めました。その結果、日本と同様に、非正規が四割に達する一方、有能な正規従業員は温存しました。

ドイツは、生産の半分を輸出する外需に依存した国です。生産性（競争力）が最重要の課題ですので、日本的な労働市場が機能することになります。日本にとっても生産性は重要なのですが、輸出が生産の一五%にとどまり、内需が主体の経済ですから、低賃金の需要抑圧力が効いてしまうことにはなるのではないかと感じます。

スペインは、債務危機に陥ってEUから金融支援を受ける見返りに、ドイツ的な労働市場を形成するように求められました。取り組んではみただすが、非正規が増えた分、正規が減ってしま

い、失業率はあまり下がりませんでした。ドイツのようにうまくいかなかったのは、スペインは、日本に近い内需依存型の経済であり、加えて、日本のバブル崩壊に次ぐバブル崩壊からの回復過程にあるため、日本と同じような低賃金の内需抑圧力が効いてしまったということではないかと思えます。

この二つの国に挟まれたフランスでは、社会党政権が不転の決意でドイツ的な労働市場改革に臨む一方、組合は不転の決意で抵抗しています。これを見て、組合が失業者を犠牲にして雇用の既得権に固執しているとばかり言うのは一面的であり、ミクロの生産性とマクロの経済循環のど

ちらを重視するか、さらには国際協調しながら二兎を追うのかを見極めるのはなかなか難しいと思われます。

#### (4) 被災地（地域マクロ）復興の金融支援経験から

地元の銀行からお金を借りて、店や工場を営んでいたら、東日本大震災によって、店や工場が流されて借金だけが残ることになりました。追加で借れないと事業は再開できないのですが、新旧の借金を返していく目処が立ちません。そのようなときに、既存の債権を公的資金で買い取って、一旦返済を凍結し、追加で借りて再開した事業が軌道に乗れば、凍結した債権の最終処理を考える、このような公的資金で時間を買って対応するという仕事に携わったことがあります。このときに心がけましたのは、一見冷たいようですが、震災前から客が多かった生産性の高い事業者から優

先に事業を再開させるといふことです。

商店街が一定の規模で事業を再開しますと、入ってくる日銭で互いに客になり合い、仮設住宅からのお客も呼び込むことによつて、地域の経済循環が起動します。当たり前と言えば当たり前で、グローバルに活動する企業は、生産性を高めコーポレートガバナンスを強化して競争に勝ち抜いていく必要があります。他方、ローカルに活動する企業の場合は、生産性やガバナンスに加えて、地域の経済循環を円滑に担うという需要側（購買力）の視点が必要になります。今後、人手不足が顕在化していく中で、企業が最低賃金を払えるような生産性に達しているかどうかをチェックすることも、地域の金融機関が果たすべき重要な役割になっていくのではないかと思います。

## 七、いくつかの方向感

### (1) 財政金融政策の正常化

今日は、財政金融政策は取り上げませんでした、特定の経済思想、例えば物価は通貨量によつて決まるという思想があります。これが妥当する局面もあれば、妥当しない局面もあります。経済は道徳劇ではありませんので、これさえやればという一挙解決願望から距離を置けば、その時々で有効なマクロ政策が存在すると思います。但し、全ての構成員へのフリーランチは存在しないことを前提とする必要があります。現在の金融政策について、インフレ目標と言いながら、本音は円安誘導だろうと感じても、誰も遠慮して言わなかったのですが、トランプが遠慮なく言ってしまったのは、なかなか妙味があることではないかと感じ

ます。

## (2) 生産性を高めて需要を生む制度改革

私は床屋で一時間も拘束されたくありませんので、一五分で一〇〇〇円の床屋に行くことにしています。しかし、全国の半分の自治体では、洗面台のない床屋は、不衛生だという理由で条例で禁止されています。飲食店から、一〇〇〇円床屋から出てきた客は不潔だという苦情が出ていると言われますが、それが理由になっているのかわからないのか、よくわかりません。確かなのは、金と票を提供できる人は強いということです。

Uber や Airbnb は、シェアリング・エコノミーと言われます。この動きは、資産を持っている人が自らの遊休時間を使ってサービスを提供する仕組みです。タクシーや旅館も一種のシェアリングですが、受け身で客を待っていないかなりませ

るので、生産性は低くならざるを得ません。既存の業界は、よくわからない理由で反対の声を挙げますが、新たな動きは成長の源泉としてサイレント・マジORITY ももっと関心を持つ方がよいと思います。

特に経済規模が大きいのは、医療や介護の分野です。衣食住や葬式などであれば、お金を持っていく人がよいものを食べ、よい服を着て、よい家に住み、さらに、死んだら豪華な葬式を上げるのはしようがないと思われています。そうであれば、死ぬ前の医療や介護だけ、平等に提供することに過度にこだわらない方がよいのではないのでしょうか。自分の命や健康のためなら払ってもよいと感じる額を払ってもらうというやり方です。もちろん、専門的な議論が必要な分野ですから、丁寧に検証を行った上、既得権を抑えるためのミクロの努力を積み重ねていく必要があります。

(3) 投資対象の組成と普通の国民による保有

先ほどファンドを作ることが非常に容易になつたと申し上げました。私は二〇年間同じことを言い続けているのですが、身近な投資対象に投資し、長く保有するような投資がもっとあつて然るべきと感じています。現状、必ずしもそのような商品は十分に提供されていないのですが、制度はもう整備されています。当面、賃金や預金金利の増加が期待しにくい中で、普通の国民が長期投資の果実によつて家計を補完していくような動きがもっと出てくることを期待しています。

(4) 声なき人たちへの配慮

冒頭、日本にはトランプ的な政治の受け皿が出てきていないと申し上げました。円安で輸出企業の業績や株価が上がりますと、景況感は好転しますし、大手の製造業や金融業の正規雇用の賃金が

上がりますと、飲み屋などの零細なサービス業にも多少のトリクルダウンが起きます。このため、大半のメディアや有識者も円安歓迎の世論を形成しています。しかし、円安で輸出する企業が稼ぐ分、全国民が輸入品を高く買っています。輸入品価格が高くなりますと、例えばサービス業の非正規勤務で、賃金の三分の一がワンルームアパートの家賃に消えていく若い労働者にとって、負担が重くなりますが、彼らは声を上げません。

高所得の親から生まれ、一流大学を経て一流企業の正規雇用で高い所得を得て、親からの資産相続でさらに豊かになる層と、その逆の層の固定化は、成長が鈍化する経済において、より深刻なものになっていきます。豊かでない層が声を上げないだけに、エスタブリッシュメントの側がよく考えていかなければならないと思います。

当たり前ではあるのですが、生産性の範囲内で

最低賃金を引き上げるとか、財政による所得再分配によって消費性向が高い低所得・低資産層への分配を増やすことが、ミクロの公平性にもマクロの需要増にも寄与することになると考えます。

甚だ平凡な結論ですが、質疑応答の時間を残してほしいと言われておりますので、一旦ここで話を切らせていただきます。御清聴ありがとうございます。（拍手）

**増井理事長** 大森さん、どうもありがとうございます。大変幅の広い、多様な課題を御指摘いただき、方向性などについてもお話いただきました。

それでは、若干お時間がありますので、御質問がありましたらお願いいたします。

すぐには出てこないようですので、私の方から質問させていただきます。漠とした話で恐縮です

が、私も証券界におきましても、金融危機の頃から、ビッグバンなども含め、いろいろな制度改革が行われてきました。ある意味で、改革は一段落したようにも思うのですが、今後、金融行政はどのような方向に向かうのでしょうか。あるいは、金融行政に何かを求めるのではなく、むしろ、証券界がもっと頑張らなければならないのでしょうか。これらの点に関連して、大森さんのお考えを聞かせていただければと思います。

**大森** 真正面からのお答えになっていないのですが、役所を辞め民間人になった後、個別の金融機関や企業から、従業員やお客さんに話をしてほしいという要望をいただくことがかなりあります。

現役の行政官をしていたときと異なり、遠慮のない質問をたくさんいただきます。現役の行政官ですと、聞く方も遠慮があるのですが、民間人の立場になりますと、後輩の仕事ぶりをどう思うのか

とストレートに聞かれます。例えば、行政がコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの運用状況を問うたり、フィデューシヤリー・デューティーを強調したりするなど、経営判断に属することにまで介入するようになってきているのではないかなどと言われます。

バブルが崩壊した後、証券会社は、従業員を食わせていかなければなりませんので、多少顧客と利益相反することもやらざるをえなかったのかもしれませんが。それから四半世紀以上が経ちました、証券会社の経営者の中にも、中長期的に見て、顧客に貢献し、経済法則に沿ったビジネスを展開していかないと、先がないと意識するようになった方が増えてきていると思います。

金融行政に携わる者はこれまでも、金融業に携わる皆さんが、お客さんの中長期の利益に貢献するビジネスを行ってほしいと思ってきました。こ

の思いを出発点にして、現実の制約の中で、その時その時に異なる表現で、同じことを言ってきました。ガバナンス、スチュワードシップ、フィデューシヤリー・デューティーなど、いろいろな言葉が出てきますが、基本は、お客さんのためになるビジネスをやって下さい、行政は行政で、そうなっているかどうかを見せていただきますということです。大きな金融機関の破綻処理や不良債権処理が収束して、このところ、金融行政が平時に移行しているので、新たに仕事を探している面はあるかもしれませんが。

大蔵省時代は、ある意味で、行政と業界が癒着していたと思いますが、互いに何を考えているのかわからないということはありませんでした。わざわざ本音の意見交換を行う必要もありませんでした。今後、お互いがより良い仕事ができるように、率直に意見交換ができるような人間関係を取

り戻していくことが求められると感じています。

私はビジネスに役立つ話はできませんが、今日のような話を個別に聞きたいという御要望があれば、前向きに対応させていただきますので、御遠慮なくお寄せいただけますようお願いいたします。

**増井理事長** どうもありがとうございます。その他に、御出席の皆様から御意見、御質問はございませんでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、そろそろお時間ですので、このあたりで今日の講演会を終わらせていただきます。大森さん、どうもありがとうございます。(拍手)

(おおもり やすひと・第一生命経済研究所顧問)

(本稿は、平成二九年二月二日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

大 森 泰 人 氏

略 歴

- 1981年 東京大学法学部卒業、大蔵省入省  
1987年 いわき税務署長  
1988年 経済企画庁総合計画局副計画官  
1990年 理財局総務課課長補佐  
1992年 主計局共済課課長補佐  
1994年 主計局主査  
1995年 証券局業務課課長補佐  
1996年 証券局総務課課長補佐  
1997年 証券局市場改革推進室長  
1998年 東京国税局調査第一部長  
同年 金融再生委員会事務局企画官  
1999年 近畿財務局理財部長  
2001年 金融庁調査室長兼法務室長  
2002年 金融庁証券課長  
同年 内閣府産業再生機構設立準備室参事官  
2003年 金融庁市場課長  
2005年 金融庁信用制度参事官  
2007年 金融庁企画課長  
2009年 金融庁証券取引等監視委員会事務局次長  
2011年 内閣府震災支援機構設立準備室長  
2012年 復興庁審議官  
2013年 金融庁証券取引等監視委員会事務局長  
2015年 金融庁退官、株式会社第一生命経済研究所顧問

以上

世界を歩いて勉強し直す経済や金融

はじめに

金融行政が有事から平時に戻ったらアメリカから金融危機が勃発。経済の潤滑油のはずの金融のせいで、経済の変動が激しくなり、人間が不幸になる不条理。・・・経済と金融の関係を、構成する人間がどう考え行動するかを含めて勉強し直し、よりましな方向感を模索する意味。

同時に世界の物見遊山衝動：目的地に着くには、列車やバスに乗り、ホテルに泊まって、ごはんを食べる。→列車やバスの運転手、ホテルの清掃員、レストランのウェイターとの接触。・・・社会が、どのような意図から設計され、どの程度意図通りに機能しているか。

ex ラテンアメリカで路上のクルマ観察：国の産業政策と国民の嗜好

- ①自動車生産大国ブラジルではVWやフィアットなどヨーロッパ車が目立つ。
- ②ポリビアに北上すると、中古の日本車一色に。
- ③さらにペルーに北上すると、日本メーカーよりヒュンダイが優勢に。
- ④さらにエクアドルに北上して、ようやくGM車やフォード車が一定のプレゼンス。

クルマの国内生産台数と販売台数（2015年、万台）

	国内生産台数（A）	国内販売台数（B）	A-B
日本	928	505	423
韓国	456	183	272
ドイツ	603	354	249
メキシコ	357	135	221
ポリビア	0	2	Δ2
エクアドル	0	8	Δ8
中国	2450	2460	Δ10
ブラジル	243	257	Δ14
ペルー	0	17	Δ17
イタリア	101	173	Δ71
アメリカ	1210	1747	Δ537

## 1. 最近の世界の出来事から

### (1) Brexitとトランプ政権誕生

属性（貧富、人種、男女、世代など）の違いと折り合いをつけて共存する作法だったPC（ポリティカル・コレクトネス）の瓦解。・・・EU離脱派もトランプ陣営も、PCを担ってきたメディアや有識者を黙殺し、反エスタブリッシュメント感情を喚起。一方、エスタブリッシュメントの一翼であるメディアや有識者のほうは、自らが欲する現実だけを見て、最後は良識が制するはずと思ひ込み、予想外の結果は、国民がポピュリストに騙された結果だと解説。

最も切実な属性は貧富：移民や難民の受入れや、国際経済協調の是非以上に、一見して所属階級が分かってしまうイギリスや、経済成長の果実を最上位層が吸収してしまうアメリカの格差社会を続けるのが基本の論点。・・・Brexitやトランプ政権でイギリスやアメリカが変わる、というより、イギリスやアメリカの社会が良識を失うほどに変わってBrexitやトランプ政権になる因果関係。←→まだトランプ的な政治の受け皿が登場していない日本では、属性の違いが覆われ、依然、エスタブリッシュメントの一翼であるメディアや有識者が世論形成。

但し、属性から政治の受け皿に向かう経路は単線ではない。：格差是正のために国内での再分配を目指すサンダースが最終候補に残れなければ、次善としてのヒラリーより、むしろ国外での再分配を目指すトランプを支持。・・・世界恐慌時のドイツでは、中道政党が支持を失い共産党とナチスが台頭。政権獲得後、短期間で雇用を生んで基盤を強めたナチスの産業政策。

あるいは、既にアメリカ市民権と経済力を持つラティーノの相当部分もトランプを支持。

自動車メーカーにアメリカへの工場立地を求める指先介入に対しては、経済理論に基づく批判（比較生産費が安い国で作って貿易するのが世界の消費者に恩恵をもたらすテーゼは教科書上なお健在）。また、テレビやパソコンと同じく、クルマの組立てもあまり付加価値がなくなり、むしろ部品輸入で赤字が増える産業構造の変化。

←→一方、戦間期にケインズは、裾野が広い先端産業のクルマ作りは、イギリス労働者が誇りを持って携わるにふさわしく、そのためにGMやフォードのクルマより高く払う用意があると言明。国内の高い生産費は、生産に携わった労

働者の高い購買力を意味するが、後述の勃興期のフォードの高賃金は生産性向上の成果。「アメリカ人が使うものは、アメリカ人が誇りを持って作る」のを損得以上に優先するなら、グローバルな生産性至上主義の軌道修正。

### (2) トランプ相場でのジョージ・ソロスの敗北

周知のケインズの美人投票「100人の女性から6人の美人を選び、投票者全員の結果に最も近い投票者が賞品を獲得」。・・・自分の女性の好みで選んではならず、他人の好みを詮索するのでもない。他人もまた、「みんなはどう思っているか」と思っているのも、誰の内心の好みにも合わないが、「最近はこういうタイプが流行るのかも」みたいな女性が選ばれ得る。→ITバブルの空疎さを早い時点で感じて逆張りに転じたファンドは破綻。

ジョージ・ソロスの再帰性理論「金融市場で何が起きるかは、投資家みんなが何が起きるかによって起きる」。＝ケインズの美人投票の言い換え。・・・ほとんどの市場関係者の予測に反したトランプ相場は、「投資家みんなが何が起きて欲しいと思うかによって」起きたのか？

開票の進捗につれ動揺から株価は下がったが、「アメリカの分断を止揚し、全国民の大統領でありたい」とする勝利宣言以降は最高値更新。「へん、オレは騙されねーぞ。トランプは筋金入りの保護主義者だからグローバル企業には不利だし、再びアメリカが偉大になんかならない。でも今は、みんながほっとしてるころだから、しばらくは買いたな」。・・・ハンガリー移民の有識者ソロスにとって、「こんな奴が大統領であってはならない」思いが、自らの理論を超えたのか？

### (3) テロと難民

穏健なイスラム教徒やリベラル派「真のイスラム教徒は平和を愛する。テロリストは社会から阻害された異常者であり、真のイスラム教とは無関係」。トランプ流やヨーロッパの極右政党「それみたことか。やっぱりコーランではジハードが義務だからイスラム教徒は危ないぜ」。

ダッカ事件：安倍政権が反IS有志連合に連帯したから日本人が殺された???

1997年秋、拓銀が破綻し、山一証券から簿外債務の報告を受けた日、エジプトのルクソールでイスラム過激派が、日本人10人を含む多くの外国人観光客を、異教徒という理由だけで殺したのと構図は同じ。

かつて十字軍のキリスト教徒は異教徒という理由だけでイスラム教徒を殺し、幕末の攘夷の志士は異人に遭遇すれば逆上して切りつけたが、やがてヨーロッパでも日本でも、「政治や経済」と「思想や宗教」を意識的に分離する努力。

一方、イスラム圏は、①不倫や同性愛を犯罪とする 사우ジアラビアのように政教分離していない国、②インドネシアのように政教分離と宗教的寛容を概ね確立した国、③トルコのように政教分離から出発しながら逆戻りしつつある国、など多様。

第二次大戦中、ルース・ベネディクトが日本文献の研究と日本移民との交流から、日本人の意識や行動を「菊と刀」にまとめ、占領政策で活用。コーランのジハードとは元来、「奮闘、努力」といった広い概念。→アブリアリに「聖戦」と訳したり、逆にテロリストを社会から逸脱した異常者と決めつけたりする前に、「奮闘、努力」がどのような政治的、経済的環境によって「異教徒抹殺」へと飛躍するのか、「菊と刀」のように、「真のイスラム教」を冷静に分析し、対策の次元を高める必要。

移民の受入れ：労働政策として民主的プロセスで決めること（ブラジル日系人の里帰りを超えて広げてもいいとは思いが）。

難民の受入れ：国際社会の責任。・・・ヨーロッパやアメリカが毎年数十万人を受け入れるなかで限界を探っているのに対し、日本の受入れは毎年数十人。

## 2. 原罪としてのバブルとその崩壊

### (1) 背景と展開

1980年代後半、銀行は土地を買うためなら貸し、貸せば土地の実需が高まって地価が上がり担保余力が増してさらに貸せ、・・・証券会社は客から一任されて自ら選んだ推奨銘柄を買い進め、・・・安定成長への移行を補おうとした金融による自作自演の資産価格バブル。

ピケティのベストセラー：どの国にも毎年稼ぐ所得と過去に所得から蓄積した資産があり、資産／所得倍率（フローの所得何年分の資産ストックを持つか。蓄積の結果である資産は時価で測定）が、地域や時代の違いを超えて客観的に比較可能な格差の指標。

ヨーロッパやアメリカは、第一次大戦前の高い比率が両大戦で顕著に下がり、再び現在まで第一次大戦前の水準に趨勢的に上昇するU字型の推移。・・・フロ

一の所得を稼ぐ力が鈍化するほど、過去に蓄積した資産ストックからの利益や資産価格自体の上昇が物を言う格差社会化。

日本の資産／所得倍率は80年代後半に先進国が未経験の水準に上昇し、90年代に反転下落した非U字型。ピケティ曰く、「歴史上最も壮大なバブルとその崩壊であり、日本に次ぐのは先般のスペインの住宅バブル」。・・・歴史の通念では壮大なバブル崩壊として、世界恐慌の契機になった1929年秋のNYダウ暴落：元に戻るまでに要した四半世紀。

第二次大戦後も、ブラックマンデー、ITバブル崩壊、リーマンショックとダウは何度も暴落するが、比較的短期に回復して現在も最高値更新中（アメリカ人にとって株は長く持てば割に合う資産）。←→日経平均が4万円に近づいてから四半世紀以上が経過。

## （2）金融危機と金融自由化

北欧諸国も日本と同じく、80年代後半の地価バブルと90年代以降の崩壊を経験したが、主要行が直ちに経営危機に陥ったため、政府が公的資金を注入して早期に処理。←→日本では、政府に累次の経済対策を打つ余力、主要行には資産の含み益で不良債権を処理する余力があって直ちに経営危機に陥らず、公的資金によるセーフティネット整備が遅延。

都市銀行や四大証券の一角が破綻した1997年金融危機のインパクト：将来が不透明化した企業は、なるべく雇用を維持しながら、賃下げや非正規化により防衛。また、投資を控え貯蓄主体へと転換。低賃金は購買力（需要）を弱め、今に至る「デフレの悪循環」「合成の誤謬」の嚆矢。さらに自殺率が急上昇。

同時期に金融制度の自由化（日本版ビッグバン）：証券会社の新規参入が増え、売買手数料が下がって業者間競争は激化したが、個人の投資需要を喚起して市場の裾野が広がったと言い難い。・・・バブル期にNTT株をようやく300万円で手に入れ、あっという間に5分の1に下がった落胆の記憶が、安い手数料で売買できるメリットを凌駕。

バブル崩壊後の損失補填騒動により個別株の一任取引を禁止された証券会社は、販売手数料が高い投信の乗換え販売に注力。ビッグバンで解禁した銀行による投信販売の主力は当初はMMFだったが、次第に証券会社と同質化。

● ×通貨選択型投信・・・ジャンク債券と機動性がないFXの組み合わせ ①アメリカの発行体の信用リスク、②ドルとレアルの金利差リスク、③レアルと

円の為替リスク)。

(3) 銀行型金融システムの機能不全

元来銀行は、元本保証の預金を原資に、信用リスクもカバーできない低金利状況でのリスクテイクには限界。とりわけ不良債権処理の過程で、リスクテイク機能が一層脆弱化（保証協会や円滑化法などの信用補完措置がさらに助長）。

不特定多数の投資家が、初めから事業の可能性に賭ける証券市場が、成長産業への資金供給と整合的だが、市場仲介業者が自ら抱えるリスクと客（投資家）に転嫁するリスクの仕分けに課題。・・・金融行政上の課題としてたびたび再燃。

3. アメリカ発金融危機（2007年～）

(1) 背景

低所得者でも借りれば住宅を持てる。→住宅の実需が高まり価格が上がる。→上がり続ければ借り換えでより大きな住宅を買ったり、ローン残高との差額を追加で借りてトヨタの車やシャープのテレビを買ったりできる。・・・80年代後半の日本と同じく、金融による自作自演バブル。財政による所得再分配が政治的に難しいなかでの現実的な格差是正策。

証券化従事者が依拠した経験則：①第二次大戦後は、アメリカ全土に渡って住宅価格が下がった経験はないため、全土に渡る住宅ローンをプールすればリスク分散できる。②優先劣後構造を持つ証券化商品では、トリプルA部分にまで損失が生じた経験はない。→結果として、アメリカ全土に渡って住宅ローンが増え、全土に渡る住宅バブルになり、全土で崩壊してトリプルA部分まで流動性を失って価格暴落。

が、後にトリプルA部分の原資産住宅ローンを追跡調査したら、デフォルトは予想外に軽微と判明（ロバート・シラー）。危機時の投資家心理が、「今後全土に渡り住宅価格が際限なく下がりデフォルトが際限なく増える」だったからトリプルA部分まで暴落したが、実はそこまで心配する必要はなかった構図。・・・時価に依存する（振り回される）経済の意味。

(2) 評価

早期の公的資金注入や、グローバルに連携した財政金融政策により、比較的短

期に収拾（公的資金注入法は、リーマンショック後も議会がいったん否決するが、株価暴落に脅迫される形で可決）。・・・日本のバブル崩壊後の累次の経済対策と同じく、経済が今以上に沈まないための政策は、効果の実感が困難。

どの政策が最も有効だったか意見の一致はみられないが、財政出動は持続可能性への懸念から短期で終え、グローバルに金融緩和依存。・・・増えない所得を資産価格上昇で補う傾向が定着。

再発防止策としての新たな規制（業態分離の再厳格化、オリジネーターによるリスク保有など）は、危機の原因と対応しておらず（破綻したのは、証券化商品を作って売った金融機関でなく、妙味があると感じて自ら抱えた金融機関）、有効性は不明。また、例外だらけで複雑化して実務対応が困難。・・・1999年GLB法により、同一グループ内で証券化の工程が完結するようになったから促進された面があっても、投資家の証券化商品への需要があれば、異なるグループの企業間で連携して提供されたはず。←→1980年代後半の日本のバブルは、金融自由化前の業態分離が厳格な制度の下で生成。

#### 4. 制度改革の意図と影響

##### （1）自由化

参入や業務を自由化すれば、業者間で競争して安く提供し、顧客の需要を喚起することが、通常は期待できる。ex 1年前の軽井沢バス事故：道路運送法の自由化。→安価なバス旅行を提供する事業者が参入。→1万円ちょっとで丸2日スキーを楽しめるならと多くの大学生が応募。自由化前より事故の潜在リスクが高まるため、政府が監督を強化する必要。・・・事故の運転手が、高齢で、経験不足で、非正規雇用だったことへの批判。←→自由化による需要と雇用の創出（若く、経験豊富で、正規雇用の運転手しか雇用できないなら、安いバス旅行は提供できない）。

先述の日本版ビッグバンの背景：バブル崩壊後の経済停滞が長期化する一方、アメリカは一見、グレート・モデレーションの安定成長を享受しており、バブル期に自信を持っていた官民協調の日本型より、民間の自由競争に委ねて生産性を高め、需要を生むアメリカ型が時代に整合しているとの思い。

近年の中国：農村からの移動が鈍化して大都市以外での地価低迷。→証券行政

当局は、株価上昇の資産効果を狙って売買手数料を自由化。→業者間の競争激化。→安く投資できるようになった個人が、「政府も上がると言っている」のノリで呼応。→上海株価は半年で倍。2年半前に崩壊した後も、バブル対象資産は次々に交代しながら登場。

## (2) 規制強化 (ex 貸金業制度)

改正前の上限金利(30%弱)で30万円借りる意味。・・・当初は月1万円返済。→続けていると借入限度額が50万円に増え返済は月1万5千円に増。→使い切れれば2社目、3社目へと借入増(返済はほとんど金利のみ)。

多重債務者へのアンケート調査(国民生活センター):当初の借入目的は、「生活費を補う」だが、借入先が増えていく過程での借入目的は、「既存の借金(主に金利)の返済」。

借り手の7年後追跡調査(プロミス):①3割が完済、②3割がデフォルト、③残り4割は返済中だが、借入残高は平均3倍増。

ex 借入残高400万円、金利30%なら、多重債務者は月収20万円の生活を、10万円の金利( $400 \times 30\% \div 12$ )が払えるまで節約。金利が15%に下がれば、借入残高のほうがむしろ800万円に向けて増加(残高を減らすより、月10万円の金利( $800 \times 15\% \div 12$ )を払う行動のほうを維持。→上限金利と借入総量を共に抑えざるを得ず、「信用収縮」は改革の副作用でなく「目的」。

すべての金融経路を閉ざさないため、銀行は総量規制を適用除外。→銀行がカードローンを出し、貸金業者が審査、債権管理、保証を担う役割分担。・・・かつてのアイフルの奥ゆかしいチワワCMと、現在の銀行カードローンのアグレッシブなCM。

## (3) 法体系の再編(金商法)

投資事業組合や商法の匿名組合を使う組合型ファンドが無規制のまま普及。アイドルファンドや映画ファンド。・・・証取法改正により応急手当て。

外為自由化によりFX取引の提供が無規制のまま普及。高レバレッジで主婦ワタナベさんが、瞬時に大儲けor大損。・・・金先法改正により応急手当て。

新たな商品が登場するたびに後追いで規制するより、リスクを評価して買う投資商品は、売り手の説明義務や発行体のディスクロージャーを統一的に規定。・・・貯蓄から投資に向けた制度基盤。

施行後しばらくの間は投信販売が減ったり、「80歳以上の客には家族同伴を求める」金融機関の過剰反応。

金融商品取引業者（ファンド）の大幅増加：初めから客を騙すつもりで登録する業者や、志は高いが他人のカネを預かるのに慣れていない業者には、監督の強化が不可避←一方で、新たな資金調達（供給）手段として、既存の金融機関にとっても選択肢が多様化。

## 5. 証券市場での制度の運用（ex インサイダー規制の構造と運用）

### （1）3段階の摘発目的

- ①なぜ摘発するのか。・・・直接には、法律が禁じているため。
- ②なぜ法律が禁じているのか。・・・証券市場への投資家の信頼（自分が不公平に扱われないと安心して市場に参加する）を守るため。
- ③なぜ投資家の信頼を守るのか。・・・銀行には困難なりスクマネーの供給を増やし、経済成長に貢献するため。

### （2）インサイダー規制の構造

- ①インサイダー（会社関係者）が、②インサイダー情報（重要事実）を知ったら、③公表前に、④売買してはならない。
- 売買により儲けたり損を避けたりするのは要件でなく、インサイダー情報を知ったことと売買との主観的因果関係すら必要ない。が、刑事罰しかエンフォース手段がない時代には、因果関係があり、刑事罰にふさわしい事案を摘発。

### （3）課徴金導入に伴ううっかりインサイダーの摘発

企業の自社株買いに先立つ意思決定（海外子会社の解散や増配）を、自社株買いと結び付けて、インサイダー取引を認定。

日々多くの決定をしたり情報を得たりする経営陣にとって、自社株買いが非常に困難になる副作用。→現在では、情報を知ったことと取引の間に主観的因果関係があるケースに限定。

### （4）踏み込んだ事実認定（公募増資インサイダー事件）

従来、証券会社の営業担当者と機関投資家のようなプロ間では、以心伝心による情報伝達が常態化（プロの技として許容範囲との認識）。例えば、パーゼルⅢ

を満たすために大型公募増資の必要性が自明なメガバンクの場合、問題は増資公表の時期のみ。・・・隠語、暗号による阿吽の呼吸で公表日を伝達。

以心伝心でも一般投資家から見て不公平には違いないため、メールや電話記録を分析して隠語や暗号を解読し、事実上の情報伝達を認定した結果、

- ①金融庁、監視委員会と情報伝達側の野村証券が必要以上に対立。
- ②証券会社が主催する講演会に参加した銀行員が、主催者に退席を要請。
- ③情報伝達相手に売買させる目的で、実際に売買した場合の伝達行為自体を制度的に違法化。・・・一層慎重な運用の必要性。

規制を守る側も、李下で冠を正さない完全な未然防止を目指すとは、費用対効果が見合わない。「事件は、起きる時には起きる」割り切りも必要。

## 6. ミクロの生産性とマクロの経済循環の両立

### (1) サンパウロの日本移民館にて

生産性＝成果（売上げや利益）／投入資源（労働と資本）

「ブラジル農業に生産性概念を持ち込んだ勤勉な日本移民」。・・・限られた土地で、何をいつ植えるか、品種や土壌や肥料をどう改善するか工夫。勤勉だからか、狭い国から来たせいだ。

ちきりん：勤勉な国民性ゆえに生産性が高いとの通念を否定。ブラジルは土地が広く人口が希少だから日本移民を招き、土地が希少だった日本からの移民は労働を集約して投入。土地という資本の生産性向上であり、直接の労働生産性の向上（広い土地をトラクターで耕し、自動植付け機を使って労働そのものを節約する工夫）を目指していない。・・・母国日本では、高度成長期に都市の高賃金目当てに農村から労働が移って人手不足になると、初めて機械化のインセンティブが生まれたが、土地が狭いと効果も限界。

人間の性向として、成果を増やすには、置かれた環境で投入が容易な資源を増やす方法を採りがちだが、投入資源を増やさず生産性を高めて成果を増やさないと持続的に成長しない。

日本人が自賛する「おもてなし」も、生産性を度外視した際限ない労働投入により支えられていないか。製造業の効率と同一視されてきた生産性をサービス業でも高めるには、サービス水準＝おもてなし度の低下を恐れない工夫が必要。

→さらに、制度的に労働時間の制限や最低賃金の引上げにより労働の希少性が高まれば、労働の有効活用（生産性向上）のインセンティブを喚起。

（２）生産性向上による経済循環（一企業、一地域、一国、世界）

価格＝（費用＋利益）／生産性 （売上げ－費用＝利益）

伝統的な経済思想は、費用（主に労働者への賃金）と企業の利益のトレードオフを重視し、低賃金に抑えて確保した利益から設備投資し、生産性を高めて価格を下げるにより売上げを増やして成長する経路を重視。←→次第に、費用（主に賃金）は払われた側の購買力としてマクロの需要を構成するとの認識が定着。

20世紀初めにヘンリー・フォードがベルトコンベアにより、従業員の作業を単純化して大量生産を可能にし（誰でもできる仕事になったのに生産性が高まり）、T型フォードの価格を下げるるとともに、従業員でも買えるよう買上げたミニ好循環。

一国マクロの好循環の典型が、設備投資して生産性を高め、価格を下げるるとともに賃金を上げ、投資資金も確保して三種の神器や三Cが普及した日本の内需主導高度成長期。→さらに世界経済の好循環を考える際に示唆的なのが（３）。

（３）EU各国の労働市場改革の含意

EU 1人勝ちとされるドイツ：財政に依存せずに東ドイツを吸収するため、賃金交渉を産業別労組から企業別労組に移して柔軟に決めやすく（下げやすく）し、雇用形態を多様化して非正規が4割に達する一方、有能な正規は温存。・・・生産の半分を輸出する経済では生産性（競争力）が最重要課題であり、日本的な労働市場が機能。←→もとより日本にとっても生産性は重要だが、8～9割が内需の経済では低賃金の需要抑圧力が効いてしまう。

EUから金融支援を受けたスペイン：見返りにドイツの労働市場改革に取り組んだが、非正規が増えて正規が減り、失業率はあまり下がらない。・・・ドイツより内需依存型の経済であり、加えてバブル崩壊からの回復過程だと、やはり日本と同じく低賃金の需要抑圧力が効いてしまう。

ドイツとスペインにはさまれたフランス：高失業率を下げるため社会党政権は不退転の決意で労働市場改革に臨み、組合は不退転の決意で抵抗。・・・組合が、失業者を犠牲に雇用の既得権に固執しているとばかりは言えない。ミクロの生産性（競争力）とマクロの経済循環（需要）のどちらを重視するか、さらには

国際協調しながら二兎を追うかの見極め。→ドイツが買上げすれば競争力は下がるが内需には寄与し、他国に困難な選択を迫る必要性や、経常黒字を蓄積した対外資産の劣化に苦慮する必要性も低下。

#### (4) 被災地（地域マクロ）復興の金融支援経験から

地元の銀行や信用金庫から借り、店や工場を構えて経営していたら、突然、店や工場は流され借金だけ残る。追加で借りないと事業を再開できないが、新旧の借金を返す目処は立たない。貸した側にとっては、突然の不良債権化。

→公的資金が旧債権を買っていったん返済を凍結。事業者は地元金融機関から追加で借りて事業を再開し、軌道に乗った時点で旧債権を最終処理。再生計画に必要なら事業者に出資。・・・不良債権処理の終盤に登場した産業再生機構の被災地版「震災支援機構」。

ミクロの事業情報に通じた自治体からヒアリングし、震災前に客が多かった＝生産性が高かった事業者（スーパー、飲食店、美容院、クリーニング屋、電気工事店、タクシー会社、水産加工会社など）から優先的に支援。・・・商店街が一定規模で事業を再開すれば、入ってくる日銭で互いに客になり合い、仮設住宅からの客も呼び込んで、地域の経済循環が起動。支援後の追跡調査では、グローバルに活動する中堅の製造業より、ローカルな客だけを対象にする零細なサービス業のほうが、経営は安定傾向。

グローバルに活動する企業は、生産性を高め、コーポレート・ガバナンスを強化して競争に勝ち抜いていく必要（市場メカニズムに委ね、政府が関与しない領域）。←→ローカルに活動する企業の場合、生産性やガバナンスとともに、地域（ひいては日本国内）の経済循環を円滑に担う視点が必要。・・・労働人口が減るなかで、最低賃金を払える生産性に達しているかをチェックする地元金融機関の役割（労働者を犠牲に経営を続けている企業の排除）、加えて、地元金融機関による経営アドバイスや自治体と連携した人口集積の誘導。

## 7. いくつかの方向感

### (1) 財政金融政策の正常化

特定の経済思想に基づく、「これさえやれば」の一挙解決願望から距離を置き、経済思想の妥当性は局面により異なると認識する（経済は因果応報の道德劇ではないから有効な政策は存在するが、すべての構成員へのフリーランチは存在

しない)。

緊縮政策の先に必ず明るい展望が開ける訳でもないが、資産価格の上昇や借金の拡大にも持続性はない。供給と需要の両面から経済や金融の機能を点検。

(2) 生産性を高めて需要を生む制度改革 (あるいは制度で邪魔しない配慮)

1000円床屋←「洗面台のない床屋は不衛生で、飲食店からも苦情」。

スマホ配車←「素性の知れない運転手が、乗客に危害を及ぼす危険性」。

民泊←「テロの温床」。

Uber や Airbnb は、遊休資産の所有者が自らの遊休時間を使ってサービス提供する仕組みゆえ、受け身で客を待つタクシーや旅館は対抗不能。

医療・介護・・・自分の命や健康のためなら払ってもいいと感じる額を払ってもらう。衣食住や葬式の格差が許容されるなら、葬式の前段階も・・・もとより慎重で専門的な制度設計や、所得と資産の格差自体の縮小も必要。→(4)

分野ごとに効果と副作用を検証し、既得権を抑えるミクロの努力を丁寧に積み重ね。

(3) 投資対象の組成と普通の国民による保有

金融機関 (特に銀行) は、中小企業の経営者や従業員の意欲や能力を承知していながら、貸出による資金供給が困難。一方で、これまでの制度改革により、株式や貸出債権をプールするファンドの組成は容易化。

当面は賃金や預金金利の増加が期待しにくいなかで、異なる金融業態が連携し、普通の国民が長期投資の果実により家計を補完。

(4) 声なき人々への配慮

円安で輸出大企業の業績や株価が上がれば景況感は好転し、大手の製造業や金融業の正規雇用の賃金が上がれば、零細なサービス業に多少のトリクルダウンも・・・大半のメディアや有識者も円安歓迎の世論を形成。

円安で輸出企業が稼ぐ分、全国民が輸入品を高く買っており、サービス業の非正規勤務で賃金の3分の1がワンルームアパートの家賃に消えていく労働者の負担は重くなるが、彼らは声を上げない。

高所得の親から生まれ、一流大学を経て一流企業の正規雇用で高所得を得て、親からの資産相続でさらに豊かになる層と、その逆の層の固定化は、成長が鈍化する経済において深刻化。

(マイルドヤンキーや、彼らを率いるヤンキーの虎に期待するだけでなく、)生産性の範囲内での最低賃金の引上げや、財政による所得再分配により、消費性向が高い低所得・低資産層への分配を増やすのが、ミクロの公平性にもマクロの需要増にも寄与。

以上