

Contents

| | |
|--------------------------------------|----|
| 特集：再考・不良債権処理問題 | 1p |
| < 今週の”The Economist”から > | |
| "Shareholder of last resort" 「究極の株主」 | 7p |
| < From the Editor > 「夏富士や...」 | 8p |

特集：再考・不良債権処理問題

先週は日朝首脳会談もさることながら、9月18日（水）の「日本銀行が銀行の持ち株を買い入れ」というニュースに驚きました。前日の訪朝と重ねあわせ、「外交でリスクを取った後は、いよいよ経済でも大博打を打つのか」と思わず期待しました。しかしその後の政府関係者の発言を聞くと、これはあくまで日銀独自の判断であり、経済政策をめぐる当局の足並みの乱れはなおも続いているようです。

そして9月20日（金）は、もうひとつの事件がありました。「10年もの国債の札割れ」 幸田真音の近未来経済小説『日本国債』に描かれた「未達」が現実のものとなってしまいました。金融界には、まさしく驚天動地の事件が続いています。さて、この先はどうなるのでしょうか？

意表を突いた日本銀行の決断

つい最近、金融関係者の間でこんなジョークがあった。

「次のうち、日本銀行が買い上げてもよい資産はどれか。 J G B、 N P L、 E T F」

いちおう説明すると、 は「日本国債」(Japanese Government Bond)なので、買いオペの場合などは別として、日銀が直接国債を引き受けすることは財政法で禁じられている。 は「不良債権」(Non Performing Loan)であり、もちろん論外。 は「上場株式投資信託」(Exchange-Traded Funds)。株価の下支えのために日銀に株を買ってほしいが、さすがに銘柄別では買えないだろうから、日経平均や T O P I X などの指標連動型の E T F ならどうだ、という議論が今月上旬、与党三党の間で持ち上がった。しかし日銀は日銀法を盾にこれを拒否。つまり「全部駄目」が、この問い(ジョーク)の正解となる。

それだけに、ETF 買い入れを拒否した日銀が「銀行からの株式買い入れ」を打ち出したことにはサプライズがあった。「よくぞ思い切って」という評価と、「禁じ手に踏み込んだ」「便宜主義の最たるもの」という批判が交錯したのは無理もない。総じて海外メディアの評判はよろしくない。誉めているのは米国当局の関係者などだが、これはもともと日本に対するあきらめに近い認識があるからで、「肯定派の人々も、自分の国の中央銀行がやったら半狂乱になるのではないか」（外資系ファンドマネージャー）という見方が妥当であろう。

われわれが日常使っているお札は「日本銀行券」であり、中央には「総裁之印」が赤く印刷されている。これは「日本銀行総裁は、あなたにこの金額を借りていますよ」の意味である。われわれが日々使っている貨幣は、日本銀行の側から見ればバランスシートの右側にある負債の部を構成している¹。65兆円に達する発行済み銀行券を担保しているのは、左側にある資産である。この資産を劣化させることは、通貨の信用を失わせることにつながる。ゆえに株のように安全性に疑問のある資産は買ってはならない、というのが中央銀行の世界の常識である。

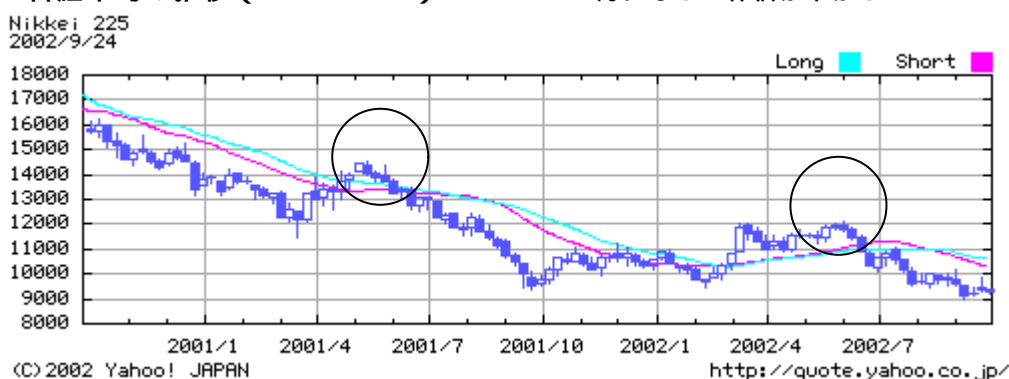
どう評価すればいいのか、筆者も正直なところ分からない。これは非常事態に応じた非常の策であり、結果がよければ正当化され、失敗すれば責められて当然といった、いわば日銀の「勝負手」と解するしかないように思える。

なぜ株価は下げるのか？

思い切った手が打たれたのは、株価が19年ぶりの安値をつけているからであろう。最近の株安の原因としては、「世界同時株安」「米国経済の二番底懸念」「世界的なデフレ現象」「イラク攻撃の可能性」などが取りざたされている。

日経平均の推移 (2001 -2002)

*7月になると株価が下がる？



が、日本の場合、「銀行が株を売り越す」という単なる需給関係によるところが大きいのではないかと。例年、銀行は3月末の決算から株主総会がある6月末までは動かない。それで5

¹ <http://www.boj.or.jp/about/kaikei/ac020910.htm> を参照。

月、6月は高値となる。そして7月に銀行の売りが始まると、売りが売りを呼ぶ展開となる。そうなると9月の中間決算が大変だということになり、月末に行われるG7を前に「政策の出勤」を催促する相場となる。こんなことが去年も今年も繰り返されている。

銀行の持ち合い解消売りは、今に始まったことではない。97年秋の金融不安から加速がつき、昨年度は実に5兆円超を売っている。これでは相場が崩れるのも無理はない。

主要行の保有株式売却額²

| | | |
|---------------|-----------|-------------------------|
| 1994年末の保有株式簿価 | 30兆8067億円 | |
| 95年度 | 3062億円 | |
| 96年度 | 3564億円 | |
| 97年度 | 1兆7125億円 | |
| 98年度 | 9925億円 | |
| 99年度 | 2兆5802億円 | |
| 00年度 | 3兆 509億円 | |
| 01年度 | 5兆4014億円 | (95～01年度の累計額 14兆4000億円) |
| 02年度の売却計画額 | 4兆8600億円 | |

こうしてみると、主要行は過去7年間で14.4兆円 / 30.8兆円 = 約半分の持ち株を売ってしまった計算になる。それでも15兆円程度が残っていて、これは銀行の自己資本（Tier1部分）の総額を超える水準。つまり、まだまだ投げ売りは続くと考えなければならない。

個々の銀行は経営健全化のために合理的な行動を行っているのだが、そのために株式市場の需給関係が悪化して損害が拡大してしまう。いわゆる「合成の誤謬」であり、状況的には「囚人のジレンマ」というべきだろうか。この悩ましい状況は、おそらく市場メカニズムに任せておくことでは解決しない。なんらかの力技が必要なわけで、ひとつのソリューションが日本銀行による株の買い入れということになる。

つまるところ、日本の銀行には大きな問題が2つある。

「不良債権問題」

「株を持ちすぎていること」

今回の日銀のプランは への対応である。これだけでは金融システムの安定は望めない。同時に に対する強力な施策が必要である。

ところが金融庁は、「金融システムは万全であり、不良債権処理は順調に進んでいる」と繰り返すばかりである。この認識の妥当性はさておくとしても、少なくとも市場は納得していないように見える。また、日本政府と中央銀行の間でこれだけの認識のギャップがあるということも、日本経済に対する信認を低下させるに十分であろう。

² リーマン・ブラザーズ証券の銀行アナリスト、大久保清和氏による。

あらためて「なぜ不良債権なのか」

最近では、「不良債権を処理しても、日本経済はよくなる」という議論も増えてきた。つまり、現状のようにデフレが続く限り不良債権は増え続けるので、とにかく日本経済が回復基調に戻らない限り意味がないというのである。同工異曲の議論に、「銀行の低収益構造が変わらない限り、公的資金を投入しても元の木阿弥になる」というものもある。なるほど一理ある。不良債権処理は、日本経済再生のための必要条件であるが、充分条件ではない。そのことはしっかり認識しておく必要がある。とはいえ、だから不良債権問題は先送りしてもいい、と言い出したら收拾がつかなくなる。

原点に立ちかえって考えてみよう。1990年代から始まった日本経済の低迷とデフレは何によるものだろうか。筆者の知る限り、有力な説が3つある。

需給ギャップ説（吉川洋・東京大学教授など）

「1940年体制」の金属疲労説（野口悠紀雄・青山大学教授など）³

不良債権問題説（小林慶一郎・経済産業研究所主任研究員など）

日本経済に需要が不足していることは間違いない。今後、人口減少時代を迎えれば、ますますそのことは強く実感されよう。90年代の日本経済は、財政というエンジンをふかし続けてこの問題を回避してきた。その結果が今日の財政赤字であり、無駄が多いといわれる公共工事の数々である。こんなことは、いつまでも続けられない。インフレ・ターゲットで需要を喚起せよという議論もあるが、ゼロ金利がこれだけ長期化した後では、金融政策に多くを期待することも非現実的といえよう。

つまるところ、需要を喚起するためには、国民生活の質の向上や効果の高いインフラ投資といった、きわめてまともな政策が必要なのである。それは中長期的な課題であり、現在の喫緊の問題に対して有効な打開策であるとは思われない。

次に、従来の日本型システムが通用しなくなっているという議論は、経済団体やマスコミの間でも広範に共有されている認識であり、橋本政権以来の構造改革政策の理論的バックボーンとなっている。その結果として、持株会社制からストックオプション、自社株買いに至るまで、さまざまな制度改革が比較的短期間で実行された。さらに小泉政権は、道路公団や郵政民営化といったところまで切り込んでいる。

では、本当にそれが日本経済の停滞を救うことになるのかといえば、そのような実感はまるでない。これもおそらく中長期的な課題といわざるを得ない。

³ 野口教授は、近著『日本経済 企業からの改革』（日本経済新聞）においては、小泉構造改革には悲観的で、IT革命とアジアの工業化という現実の前に、停滞している日本企業にこそ問題ありとしている。

こうしてみると、「バブル崩壊で過剰債務を抱えた企業が、新規投資よりも債務返済を優先させているために、前向きの仕事ができなくなっている」というデッド・オーバーハング効果説がもっとも疑わしく思えてくる。少なくとも、この問題の先送りを正当化することは難しい。

小泉首相の「心変わり」？

昨年春の政権発足当初から、本誌では何度も繰り返して指摘したことだが、小泉構造改革は優先順位を間違えている。財政再建や郵政民営化といった中長期の課題を優先し、もっとも急ぐべき不良債権処理問題に関心を示さなかった（あるいは金融庁任せだった）。

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

ところが最近の小泉首相の発言に変化が見られる。何がきっかけになったのかは分からないが、突如として「不良債権処理の重要性」に目覚めたようなのである。

・9月9日、経済財政諮問会議での発言

「ここに来て、株価等が不安感を与えている。今まで進めてきた構造改革をいかに加速させるかが今後の大きな課題だ。特に、当面、金融システム改革と不良債権処理をいかに予定通り進めていくか。進めていく過程でどういう当面の対策が必要かということが大事だと思う」。

・9月10日、ニューヨーク、外交問題評議会での講演後の質疑応答

「不良債権問題が日本経済再生の足かせになっている。不良債権処理を加速すると倒産や失業が増え、デフレが進むとの意見がある一方、そうしたマイナス面を恐れず処理を進めるべきだとの批判もある。結論としては私自身が決めるしかない。私は不良債権処理を加速することが必要だと認識している」

・9月12日、日米首脳会談での発言

「小泉内閣の最大の仕事は経済再生であり、不良債権処理を近いうちに加速させたい」

とくにブッシュ大統領に対する「不良債権処理の加速」発言は、事務方が用意した"Talking Points"には存在しなかったという。もともと30分の予定の会談であり、イラク問題と北朝鮮問題だけで終わるはずのところ、直前の株安もあって経済問題が飛び込んだ。そのこと自体に違和感はないものの、小泉首相が自分の言葉でこの問題に踏み込んだという「変心」は注目すべきであろう。

「思い切った手法」は間に合うか

不良債権問題は新しい話ではないだけに、ことさら何かうまい手があるわけではない。地道にやるか、一気にやるか、二つにひとつである。

もしも引き続き地道にやる、すなわち毎年の業務純益の範囲内で処理を進めていくのであれば、処理が完了するのは何年先になるか見当もつかない。なにしろ、「要管理債権は2年後には破綻懸念先債権に、破綻懸念先はさらに2年後には実質破綻に」というのがこの世界の経験則だ。この間は、日本経済の低迷は我慢しましょうということになる。

他方、思い切って一気に片づけましょうということになれば、公的資金を再投入することが避けられない。それも、従来のように多くの付帯条件をつけていたのでは話が進まない。本気でこの問題を終わらせるつもりなら、「注入した公的資金を不良債権処理に充当して、そのまま減資する」とか、「RCCで不良債権を強制、一括、簿価で買い上げる」というくらいの手段に訴える必要がある。

政治的には、これは暴論に近いだろう。お馴染みの「モラル・ハザード論」をはじめ、反対する理由はいくらでもある。しかし日本の金融システム不安を解消するための資金は、世界中探しても日本の家計部門にしか存在しない。そこのところの踏ん切りをつけない限り、この問題は終わらないのではないか。

小泉首相がどんなプランを持っているのか、現時点では分からない。心配なのは、思い切った処理策に打って出ようにも、時機を逸してしまったかもしれないということだ。仮に公的資金の再投入による解決を図ろうとした場合、政府の赤字が膨れ上がることは自明なので、決断した瞬間に国債が暴落してしまう可能性がある。これは長期金利の高騰を招くだけでなく、銀行が有している債券の含み益をも帳消しにしてしまう。それを考えると、9月20日の「10年もの国債の未達」という事実は重く響く。

もうひとつの懸念は、米国市場の動揺である。目下の市場の焦点は、10月6日に行われるブラジル大統領選挙だ。現カルドゾ政権の後継候補であるセラ氏は、世論調査で左派系2候補者の後塵を拝しているのが現状だ。左派政権の誕生、とくにポピュリストと見られるダシルバ候補が当選した場合は、2期8年続いた国際金融界との協調路線は確実に変更されるだろう。このためにドル買いリアル売りが進み、中南米最大の経済国が揺らいでいる。

もしもブラジル経済が混乱に陥った場合、米国への影響はアルゼンチン経済の比ではない。アルゼンチン経済の危機を悠然と見離れたブッシュ政権も、ブラジルはまさに"too big to fail"とばかりに、IMFを後押しして300億ドルの融資枠追加を決めた。これはIMF創設以来最高額。米国の懸念の深さが窺えよう。

訪朝をきっかけに支持率を回復し、小泉首相は大きな決断を下す政治的資源を確保したように見える。「ときすでに遅し」になっていなければいいのだが。

< 今週の”The Economist”から >

”Shareholder of last resort”
「究極の株主」 (P65-66)

September 21st 2002
Finance and economics

*先週は驚くことの多い週間でした。9月18日に発表された、日銀による銀行の持ち株買い入れには”The Economist”誌も驚いたようです。

<要約>

とうとう日本の銀行は危ない、と公式に認めたのか？ 速水日銀総裁が、金融システム安定のために銀行の持ち株を買い上げる計画を発表したとき、こんな声があがった。19年ぶりの安値によって、すでに含み損が出ている銀行の保有株を減らすことにより、さらなる株安の影響を避けることができる、と中央銀行は言う。それこそ喫緊の課題であると。ほんの1日前まで、政治からの圧力に頑強に抵抗していたことを思えば予想外のことである。株を買うことは財政政策の一環であるという、日銀の長年の主張をひっくり返すことでもあった。

速水氏の爆弾発言は東証の引け値直前で、日経225は200pも飛び跳ねて9500足らずで終えた。同時に債券と円市場は売られた。投資家は日銀の資産内容の劣化を恐れたのである。10年もの国債は過去2年間で最大の下げ、円も対ドルで3ヶ月ぶりの安値となった。

興奮は疑問を呼び、それに対する答えは少ない。中央銀行は単に株を時価でなるべく早く買い、10年は保有すると言っただけである。だがどうやって？ 大手銀行の保有株は24兆円にもなる。最近の規制では、これを2004年9月までにtier1資本のレベルである17兆円まで減らさねばならない。購入の条件はこれからこれから詰めることになっている。

金融システムの安定は金融庁の仕事なのに、なぜ日銀が最後の買い手になるのか、と塩崎恭久衆議院議員は疑問視する。これまで政府に対し、150兆円もの不良債権処理を加速するよう訴えつづけた中央銀行が、とうとう行動に出たのかと見る者もいる。それには銀行に問題はないと言い続ける金融庁の見方を変えなければならない。しかし、中央銀行の救済策は政府による銀行の改革とは無縁である。民主党議員の大塚耕平は、それほどまでに金融システムが脆弱であれば、銀行の一時国有化のような抜本的な措置が必要ではないかと言う。日銀の信用が失われると警告するアナリストもいる。株を買うというタブーが破られたことで、株価が一定水準まで下がれば当局が入ってくるという見方が広がる恐れもある。

日銀の独立性も疑われている。これは政治圧力への敗退だと見る者は多い。これで円安と債券安が進めば銀行の損失はますます広がる。大きなリスクを抱え、結局は株式市場を一時的に支えたに過ぎない。ありがちな決算対策用の努力ではない、と日銀は主張する。だがこれで銀行に利益が発生し、不良債権処理が進むことはなさそうだ。買い値の方が高いからだ。

なぜ単純に市場で売るか、政府が設置した持ち合い解消のための株式買い取り機構では駄目なのか。今回の計画の真新しいことは、株価下落を避けようとしていることだけだ。

< From the Editor > 夏富士や...

9月24日(月)、FM横浜の『Morning Steps』という朝の番組で、「日本銀行による株の買い入れをどう見るか」という電話取材を受けました。思い切り分かりやすい説明を、というスタッフの言葉に従い、ひねくり出した説明はこんな感じでした。

「これは非常手段です。たとえていえば銀行は、雪山の吹雪の中で遭難しかかっているようなもの。普通なら『助けに行くから、吹雪が止むまでじっと待っている』というところでしょう。しかし日銀は、このままでは危ない、ヘリコプターを飛ばそうという決断をした。下手をすれば二次災害で、自分の身も危なくなる。今度の決断は、うまくいけば正解だし、失敗すれば責任問題になる」

そのくらい思い切った手を打ったわけですが、問題は政府の側。なにしろ金融庁の認識では「今は吹雪ではない。銀行に救援など不要だ」ということですから。

では日銀と金融庁、どちらの認識が正しいのか。本当に吹雪ではないのなら、柳澤金融担当大臣は日銀に対し、本気になって怒るべきでしょう。「金融行政に余計な口出しをするな」と。そうしないところを見れば、ご本人もちゃんと分かっているのではありますまいか。

今年の暑中見舞いで、柳澤氏はこんな俳句を詠んだそうです。

夏富士や 馬酔木の群れも 隠し得ず

夏富士は、雪に覆われる冬の富士山とは違い、ごつごつとした岩肌が見えてしまう。それを馬酔木の群れが覆っているものの、さすがに富士山は大きいから、どうしても本当のところが見えてしまう。静岡県選出の柳澤氏が、富士を仰ぎつつ、どんな心情でこの句を詠んだのか。

焦点の内閣改造は9月30日。さて、どうなりますか。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

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

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

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com