

Contents

特集：りそなショックと政策転換の可能性 1p

< 今週の”The Economist”から >

”The joy of inflation” 「インフレの喜び」 6p

< From the Editor > 「SARSより怖い病気」 7p

特集：りそなショックと政策転換の可能性

5月18日、りそな銀行の自己資本比率が2%台となり、国内銀行の健全性の基準となっていた4%を割り込んだため、公的資金の注入を政府に要請しました。理由は監査法人から税効果会計の算入額を減少させられたため。4大メガバンクに次ぐ規模の銀行が「事実上の国有化」になったわりには、市場や世論の反応は至って静かなようです。

とはいえ、これが景気に影響を与えない筈がなく、永田町方面でも不穏な動きがあるようです。りそなショックがもたらす経済政策をめぐる論争と、政治経済情勢への影響についてあらためて整理してみます。

対照的な2つの評価

りそなグループへの公的資金投入に対し、2通りの見方が対立している。下記は特定の誰かのコメントを引用したわけではなく、小泉政権に対して肯定、否定それぞれの見方をする論者の代表的な反応をまとめてみたもの。

< 肯定的な見方 >

- ・一時は希望を失いかけていたが、「竹中金融改革」がまだ生きていたことを素直に歓迎。直接の引き金を引いたのは監査法人だったが、税効果会計の厳格化という「金融再生プログラム」の方針は正しかった。
- ・不良債権処理は焦眉の急であり、そのためには公的資金の注入がもっとも有効である。りそなグループの国有化は改革の一步前進を意味する。

- ・りそなグループはバランスシート上の負の遺産を一掃し、収益力のある体制を作ることが必要。改革は漸進主義ではダメ。（その意味では、新社長が内部からの昇格という点に若干の疑問が残る）。同様な動きが他の銀行にも広がることを希望。

<否定的な見方>

- ・りそなグループの国有化は、**そもそも政府による経済失政の結果**。デフレの進行や株価の下落を放置したところに問題がある。経済政策の転換がなければ、同様な事態が繰り返されるだけ。
- ・不良債権処理を進めることがデフレを深刻化し、銀行の経営を困難にしている。財政支出の拡大により、まず景気の回復を図るべき。
- ・銀行の破綻を救済することになれば、経営者や預金者のモラルハザードを招く。**減資を行わず、株主責任を追及していないことも問題**。

こんな風に意見が割れるのは、これまでの政策が中途半端であったからであろう。小泉首相は、2001年の政権発足以来「構造改革」を標榜しながら、金融システムの問題にメスを入れようとし始めたのは昨年秋になってからである¹。そこを「竹中金融相への丸投げ」「アナウンスメントなき政策転換」で乗り切ろうとしているところに問題がある。

他方、国民の大多数の意識としては、「預金が全額保護されるというなら、心配するほどのことはない」と他人事のように感じる一方、「来月の株主総会シーズンを前に、第2、第3の国有化があるかもしれない」という不安は感じている。また、企業経営者の中には「これを機会に、再び貸し渋り（貸し剥がし）が深刻化するのではないか」という危惧もあるはずである。とはいえ、総じて97～98年頃のような危機感はないといえそうだ。

経済政策論争の再整理

公的資金注入に対して評価が真っ二つに分かれるのは、そもそもの現状認識や取るべき経済政策に関し、議論が収斂していないからである。驚くべきことに「**日本経済の最大の問題点はなにか**」という基本的な点に関しても、**未だにコンセンサスができていない**。それでは「採るべき政策がなにか」も決まるはずがない。

日本経済の最大の問題点への認識	採るべき政策
需要の不足、人々の不安心理	財政出動
競争力の低下、従来型システムの金属疲労	構造改革
デフレ、金融政策の機能不全	超金融緩和
金融システムの不安定	不良債権処理

¹ 本誌2002年10月11日号「株安と小泉政権の方針転換」を参照。

これをもう少し詳しく説明したのが下の図である。本誌が2001年春頃から使っている整理方法だが、その頃からほとんど変わっていない。経済論壇にとっても、小泉政権下の日々は「二年間の休暇」だったように思えてならない。

	需要サイドに着目	供給サイドに着目
伝統的手法	<p>財政出動</p> <p>主張：「<u>一刻も早く政策転換を</u>」</p> <p>手段：補正予算、公共事業前倒し、減税、株価対策、貸し渋り対策</p> <p>支持者：自民党抵抗勢力、株式市場、地方の声、読売新聞</p> <p>論者：植草一秀、R・クー</p> <p>欠点：小淵政権時代に実施済み。財政赤字も大きくなっている。</p>	<p>構造改革</p> <p>主張：「<u>改革なくして成長なし</u>」</p> <p>手段：国債30兆円枠、規制改革、官民役割見直し、民営化、構造改革特区</p> <p>支持者：小泉内閣、財務省、経済産業省、経済財政諮問会議、政策新人類、国債市場</p> <p>論者：中谷巖、（以前の）竹中平蔵</p> <p>欠点：改革は需給ギャップを拡大。橋本政権の二の舞を演じるか？</p>
非伝統的手法	<p>超金融緩和</p> <p>主張：「<u>日銀はデフレ・ファイターたれ</u>」</p> <p>手段：インフレ・ターゲティング、マネタイゼーション、円安誘導</p> <p>支持者：外資系エコノミスト、日銀反主流派、Financial Times</p> <p>論者：岩田規久男、岡田靖、河野龍太郎</p> <p>欠点：専門的過ぎて、普通の人には理解しにくい。</p>	<p>不良債権処理</p> <p>主張：「<u>金融システムの安定化を急げ</u>」</p> <p>手段：金融再生プログラム、公的資金投入、会計制度厳格化、産業再生機構</p> <p>支持者：日銀主流派、金融庁（？）、日経新聞、溜池通信</p> <p>論者：木村剛、小林慶一郎、滝田洋一</p> <p>欠点：劇薬なので実行に難。「ハードランディングかソフトか」という議論も残る。</p>

過去、こうした経済政策の論議をもっとも効果的に行なってきたのは、意外に思われるかもしれないが自民党総裁選挙である。

1998年7月のポスト橋本首相の総裁選では、の小淵、の小泉、の梶山という3候補が立候補した。そして経済論戦をやった結果、小淵政権が誕生した。梶山氏が唱えたハードランディング路線は退けられ、宮沢蔵相、堺屋経企庁長官などによるソフトランディング路線が採択された。その結果、日本経済は1999年から「小春日和」的な小康状態を得るが、2000年の「ITバブル崩壊」後は再び景気の悪化に直面することになる。

2001年4月のポスト森首相の総裁選では、の亀井、の小泉、&の橋本、麻生、という4候補が政権を争った。この時点では、「最大の焦点は不良債権問題にあり」がほぼコンセンサスになっており、同年3月には日銀が「量的緩和」に踏み切り、森首相はブッシュ大統領との初めての会談で不良債権問題の処理を公約した。そして自民党は「緊急経済対策」をまとめ、「金融再生と産業再生」に取り組む準備をしていたのである。

もしもこの時の自民党総裁選が、事前の予想通り橋本候補を選んでいたら、不良債権問題への対応がより早く着手されていたかもしれない。その反面、橋本政権の支持率はきわめて低いものとなり、2001年7月の参議院選挙を乗り切れずに短命で終わった可能性もある。どの道、強力な政治力が必要な不良債権処理は不可能だったと見るのが妥当かもしれない。

いずれにせよ自民党総裁選挙は、1998年には 財政出動を、2001年には 構造改革という政策を選択した。そして 不良債権処理は「日暮れて道遠し」のまま今日に至っている。

それでは2003年9月に予定されている自民党総裁選挙はどうか。ここで政策転換が行なわれるかどうか。もしもあるとしたら、どんな経済政策が望ましいのだろうか。

政局になるか、ならないか

最近、自民党反主流派議員の間から、9月の総裁選挙に向けて「候補者を立てて戦う」との発言が増えている。そんな中で、今回のりそなグループへの公的資金投入により、「これで竹中金融相の首が取れるかどうか」が永田町の関心事となりつつある。そうすることによって経済政策の転換（構造改革から 財政出動へ）を求めると同時に、大型の内閣改造を求めることが眼目である。

しかし小泉首相の側に立って考えると、それでは「経済失政」を認めることになる。それくらいなら、**党内の要求を突っぱねて9月の総裁選挙を正面突破する方が得策**となる。

客観情勢は小泉首相に有利である。5月22日付読売新聞の全国世論調査によれば、「最も首相にふさわしい国会議員」には、小泉首相が25%、安倍晋三官房副長官が12%と、官邸コンビが1、2位を占めている。これに対し、「ポスト小泉候補」に取りざたされている幹部のうち、亀井静香・前政調会長が1.6%、麻生政調会長が1.0%、平沼経産相は0.7%、堀内総務会長は0.1%という低さである。首相・総裁経験者として知名度が高い橋本元首相や、河野洋平・元外相らも軒並み1%台。これでは「小泉降ろし」をやったところで、有権者がついてこない以前に、自民党の若手議員でさえついてこないだろう。亀井総裁や堀内総裁の下で総選挙を戦う、というのは彼らにとって悪夢のシナリオになるからだ。

種々の世論調査を見ると、「小泉首相の支持率が5割で、自民党支持率が2～3割」という構図が続いている。すなわち「自民党は嫌だけど、小泉首相は支持」という層が2～3割ある。この構造が続く限り、「解散カード」を握っている小泉首相は強い。

加えて小泉首相には、ブッシュ大統領の強い信頼という政治的資源もある。今国会では、有事法制や個人情報保護法といった困難な法案通過にもメドがついた。こうやって考えてみると、**9月の総裁選挙では小泉首相が圧勝で再選、11月の解散・総選挙でも圧勝、というシナリオが濃厚だ。**

ひとつだけ考えられるのは、今後、「第2、第3のりそな」が現われる場合である。りそなが自己資本不足に陥ったのは、税効果会計について会計監査法人が厳格な判断をしたためだ。他のメガバンクはすでに税効果会計の適用を厳格化しており、2003年3月期決算に関して問題が生じる可能性は低い。しかし、次の9月中間決算の際に似たような問題が生じることは十分に考えられる。今年の秋頃になって、「監査法人が判子をつくかどうか」で、「新たに“事実上の国有化”を迫られる銀行」が出ないとも限らない。とはいえ、それで金融危機が再燃したり、政局が流動化するようにも思えないのが正直なところである。

望ましい政策転換とは

結論として小泉政権の政治基盤は見かけ以上に強く、外交や安全保障問題を考える上では心強い話だが、これ以上硬直した経済政策が続けられることのデメリットは無視できなくなりつつある。

小泉政権が構造改革路線、というより、金融よりも財政を重視するという優先順位の間違いを取り続けたことが、結果として日本経済に「二年間の休暇」をもたらした。**「財政の緊縮と金融部門の放置」という組み合わせを続けたことで、本格的な景気回復もなければ、金融システムの安定化も進まなかった。**結果として株価は下がりつづけ、代わりに国債が買われ続けた。リスクを取った人が損をし、リスクを避けた人が報われた2年間となった。

このことによる典型的な勝利者は家計部門である。リターンを犠牲にして安全性の高い運用先を選好したため、個人投資家は極度に減少した。お陰で日経平均が8000円台になっても、社会不安が起こるわけでもない。しかし家計部門は、銀行や生保を經由して間接的に株を保有している。差損が発生しているのは金融部門である。当の金融機関も、リスクを避けて国債を買い続け、それはそれで利益を生んでいるわけだが、もしも長期金利が上昇する局面があれば、巨額の含み損が発生してしまう。「二年間の休暇」の結果、金融機関の体質はますます脆弱性を抱え込んでしまったのである。

小泉首相が、「みずからの経済失政を認めたくない」が、「これ以上の経済情勢の悪化も避けたい」というジレンマの解消を考えた場合、筆者であれば次のような方針を提言したい。

- (1)金融システムの安定下の遅れを認め、この問題に全力投球することを宣言する。(経済政策の力点を、構造改革から不良債権処理にシフトする)
- (2)そのためにはRCCや産業再生機構のフル回転はもちろん、銀行再生のために政府が経営に参画することも辞さない。
- (3)このことは、实体经济に大きなマイナス効果をもたらすだろう。そこでカンフル注射としての財政支出増やインフレターゲットなどの政策を総動員することにする。

肝腎なのは、**「不良債権処理を推進するために、財政支出や超金融緩和などの方策も総動員する姿勢を示すことだ。」**求められている経済政策は、「かか」といった二者択一ではなく、「を」を実行するために何が必要か」というパッケージなのである。

上の方針は政治的にも辻褄が合う。抵抗勢力は「事実上の政策転換を勝ち取った」と勝利を宣言することができようし、小泉首相も「あくまで改革を加速しているだけであり、いささかも方針は変わっていない」と強弁することができる。

政治の安定と経済政策の軌道修正を同時に果たすには、上が最善の策だと信じるのだが、どうだろうか。

< 今週の”The Economist”から >

”The joy of inflation”

May 17th 2003

「インフレの喜び」

Leaders P11-12

* エビアン・サミットの財務相会合が、デフレとの戦いを宣言しました。”The Economist”誌は「インフレは善である」とまで言い切っています。ちょっと驚きましたね。

< 要約 >

先進国のインフレ率は過去半世紀で最低である。これぞ中央銀行の勝利。しかしうまく行き過ぎたかもしれない。日本では1995年以来物価が落ち続け、米独ではデフレのリスクが30年代以来になっている。デフレはインフレ以上に問題だと歴史は証明する。だが今日の中央銀行はデフレと戦う準備ができていない。その最たるものがECB（欧州中銀）である。

米連銀とECBはともにデフレの危険を認識しており、日銀とは違う。名目金利はゼロ以下にはならない。もしも物価が下がれば、需要を喚起するためには実質マイナス金利が必要になる。米国の金利1.25%はすでにゼロに近い（欧州は2.50%）。だがドル安が金融条件を緩和し、連銀も非伝統的な金融政策に踏み出す覚悟がある。ECBはそこまでは行かない。

高インフレが悪いことは誰もが承知している。低インフレについては議論の余地があり、ゼロ・インフレよりは成長にいい、といった研究は多い。IMFの研究によれば、過去40年の経済ショックのうち、インフレ目標が2%以下のときにゼロ金利やデフレの危険が高まっている。ゆえに目標は2%を越えなければならないのだが、ECBは2%を上限としている。

欧州のインフレ率にばらつきがあることを考えれば、ユーロの適切なインフレ目標は米国よりも高くあるべきだ。単一通貨の導入は異なる国の物価を均一化する。インフレ率はスペインやアイルランドのような高成長低コスト国で高く、ドイツのような低成長高コスト国で低くなる。ECBの2%以下という目標は、ドイツのインフレ率を1%以下に落しめるかもしれない。公式統計はインフレ率を誇張するので、結果としてデフレの危険は強まる。中東欧の新規加盟国がユーロに加われば、ECBの目標はさらに下がるだろう。新規加盟国は低所得であり、高インフレになるからだ。ドイツのインフレ率は更に低下することになる。

また、インフレは調整を円滑化する。3%のインフレがあれば、3%分の実質賃金の凍結はできようが、ゼロインフレ下で名目3%の賃下げは至難であるインフレがなければ、斜陽産業や地域での実質賃金の低下は難しい。結果として失業が増えることになる。労働市場に柔軟性がなければ、最適なインフレ率は高くなる。米国のそれが2~3%とすれば、ユーロ圏は3~4%であろう。そしてECBは中央銀行として最も低いインフレ目標を有している。

約10年前、本誌も含めて0~2%のインフレ目標が望ましいという議論があった。インフレ期待を減らすことに主眼があった頃はそれで良かった。日本がデフレの災いを示している今日、中央銀行はもう少し高い目標を必要としている。

< From the Editor > S A R S より怖い病気

さる方から本日頂戴したメールによれば、こんな新しい病気が蔓延しているようです。

NEW DISEASE BREAKOUT - B.A.R.S.

The World Health Organisation (WHO) has just issued an urgent warning about *BARS (Beer & Alcohol Requirement Syndrome)*. A newly identified problem has spread rapidly throughout the world. The disease, identified as BARS (Beer & Alcohol Requirement Syndrome) affects people of many different ages.

Believed to have started in Ireland in 1500 BC, the disease seems to affect people who congregate in Pubs and Taverns or who just congregate. It is not known how the disease is transmitted but approximately three billion people world-wide are affected, with thousands of new cases appearing every day.

Early symptoms of the disease include an uncontrollable urge at 5:00pm to consume a beer or alcoholic beverage. This urge is most keenly felt on Fridays. More advanced symptoms of the disease include talking loudly, singing off-key, aggression, heightened sexual attraction/confidence (even towards fuglies), uncalled for laughter, uncontrollable dancing and unprovoked arguing.

In the final stages of the disease, victims are often cross-eyed, and speak incoherently. Vomiting, loss of memory, loss of balance, loss of clothing and loss of virginity can also occur. Sometimes death ensues, usually accompanied by the victim shouting, "Hey Fred, bet you can't do this!" or "Wanna see how fast it goes??"

If you develop any of these symptoms, it is important that you quarantine yourself in a pub with fellow victims until last call or all the symptoms have passed. Sadly, it is reported that the disease can reappear at very short notice or at the latest, on the following Friday. Side effects for survivors include bruising, broken limbs, lost property, killer headaches and divorce.

On the up side, there is not, and probably never will be, a permanent cure.

なんと恐ろしい。筆者もたびたびこの症状に襲われていたような気がします。皆様もくれぐれもご用心ください。

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