

市場の監視と市場の活力（日本経済と金融システム）

1. 頭の整理

（1）因果応報史観

- ①第一次大戦後の不況、関東大震災、世界大恐慌に先立つ昭和金融恐慌などによる痛みを軽減すべく、金融緩和、モラトリアムなどの政策対応をする。
- ②政策対応の結果、必要な調整が妨げられた（ゾンビ企業が淘汰されない）として、大恐慌勃発後に金本位制に復帰し、緊縮措置を講じる（井上準之助）。
不況が深刻化した時点で金本位制から離脱し、国債の日銀引受による財政政策で経済は回復する（高橋是清）。
- ④経済回復の結果、日中戦争や第二次大戦に突入する余力が生まれる。
- ⑤そして・・・。

何が幸せかはタイムスパンによる一方、「長期的には我々はみな死んでしまう」（ケインズ）。

マクロ政策による目先の痛みの回避と、中長期的な不均衡拡大のトレードオフ。ミクロの構造改革による目先の痛み（既得権喪失）と、中長期的に市場メカニズムが機能するメリットのトレードオフ。同じトレードオフでも、前者から後者を重視すべき局面。

（2）金融とは

現在のカネ（カネはあるが使い道がない人 の現在のカネ）と、将来のカネ（使い道はあるがカネがない人 が生む将来のカネ）の交換。

交換の方法（銀行と証券市場）

銀行・・・①の人から元本保証で預金を受け入れ、②の人に相対で審査して貸出。返済確実性を重視するため、リスクテイクに限界。とりわけ日本では、この方法による金融仲介が多すぎるため、实体经济のリスクが銀行に集中するとともに、貸出金利はリスクを反映しない傾向。

証券市場・・・不特定多数の①の人（投資家）が、②の人が発行する株式や債券の将来性やリスクを判断して投資。市場が将来の成長分野を見出す形で

のリスクマネー供給になる一方、市場価格が変動。

二つの証券市場観

フリードマン：安く買って高く売る投資家は成功して市場に残り、逆に高く買って安く売る投資家は失敗して淘汰される。成功した投資家からなる市場で形成される価格が資源配分の効率性を担保。財・サービスの市場と証券市場における需給（価格）メカニズムを基本的に同一視。

ケインズ：証券の発行体が生む将来のカネは不確実ゆえ、100人から6人を選び、全員の投票結果に最も近い投票者に賞品を与える美人投票に近い。自分や他人の好みを詮索するのではなく、平均的意見の予測を平均的に予測する。「よりバカ理論＝合理的バブル」。

将来のカネの生み方

上記②の人（使い道はあるがカネがない人）がビジネスや労働から経常的な収入を得て、返済する場合。・・・通常の（まともな）金融。

②の人が保有する資産価格の上昇により、返済する場合。・・・収入の少ない貧しい人でもローンを付けてやれば住宅が持てる。→住宅実需が高まり住宅価格が上昇する。→貧しい人でも借金をやりくりできる自作自演メカニズム・・・80年代後半の日本の不動産担保融資バブルと同様（この方法によりしばらく成長を維持できる）。

（3）収支と需給（価格）の不均衡（インバランス）

上記②の人（使い道はあるがカネがない人）の収支の不均衡のファイナンスが金融。

家計：消費者金融から（銀行からは住宅ローン）の借入

企業：銀行借入、株式や社債の発行

政府（財政）：国債発行

国全体：経常収支赤字（資本収支黒字）。

家計や企業が収入の範囲で借金をやりくりしなければならないのと同様、財政収支の不均衡（将来世代への負担の転嫁）や経常収支の不均衡（国民の実力以上の暮らし）は永遠には続けられない。「持続可能でないもの（不均衡）は是正しなければならない」（ハーバート・スタイン）。

資産価格（株価、地価など）の不均衡・・・価格は、往々にしてファンダメンタルズから乖離するが、資産が生む将来収益を超えて永遠には上昇（下落）し続けられない。同様に、物価や賃金も永遠には上昇（下落）し続けられない。

い。だが、どこまでの不均衡が持続可能でないのかは、現実には往々にして判然としない（最近の先進国財政と国債金利動向など）。

金融危機前のアメリカ：住宅価格の不均衡（持続的上昇）により、家計収支の不均衡（借金による過剰住宅投資と過剰消費）が可能になり、国全体としての経常収支不均衡が拡大。←中国や日本は、アメリカ人の過剰消費を支える輸出で稼ぐとともに、不均衡をファイナンス（グローバル・インバランス）。

EU内インバランス：ギリシアなど南欧諸国が、ドイツなどからの輸入で実力以上の暮らしをし、拡大した経常収支不均衡をドイツの銀行などがファイナンス。為替レートによる調整が働かない分、財政や経常収支の不均衡が拡大しやすい。ドイツなどEU内経常黒字国は、輸出品の売り手としても、カネの貸し手としてもメリットを享受。

バブルのような不均衡を、全員がハッピーな拡大過程で政策的に是正するのは相当に困難だが、放置すれば、崩壊時に経済や金融システムが危機的状態になる。特に、バブルが信用拡大により支えられていると、崩壊により資産が消え負債が残るため、バランスシート調整が過酷になる（大恐慌、日本のバブル崩壊、今回のアメリカ発金融危機 に対するブラックマンデー、ITバブル崩壊、日本の第一次山一危機などは、市場内完結型バブルの崩壊）。市場による不均衡是正（バブル崩壊）は時に行き過ぎるため、後始末としての政策的介入が必要になるが、介入により、是正されるべき不均衡がされないまま残ったり、別の不均衡が生じたりする。・・・ソフト・ランディングの試みが中長期には不安定要因になり得る。

2. 大恐慌のアメリカ

(1) 株価暴落（1929年）と不況の深刻化（豊富のなかの貧困）

ダウが3年間で10分の1、暴落前の水準に復帰するのは四半世紀後。美人投票メカニズム（アメリカの時代というユーフォリア）と相場操縦。

株価暴落後のGDP激減、物価下落、失業率上昇、銀行破綻。・・・フーバー大統領のためらい。メロン財務長官の市場メカニズムに委ねる清算主義（物価も賃金も地価も株価も、下落しければ反転する）と、それだけではマクロ経済が悪循環に陥るとの思い）。

ローズヴェルト大統領、オバマ大統領の登場のタイミング。

(2) 需要と供給

不況の原因は、需要不足か、供給能力不足かという決着のつかない論争。需

要不足に際しての、企業のリストラ、家計の貯蓄は、マクロの需要を一層減退させる合成の誤謬を招く。一方、供給能力を高め、財やサービスを効率的に提供できれば、呼応して需要が高まるルートも存在（普及する大型テレビ）。伝統的経済学の発想では、供給はそれ自らの需要を作り出す（全体としての供給価格に等しい所得が生じているので、供給される財やサービスの購入に向かう）。個々の財やサービスの需給が一致しなくても、市場メカニズムにより調整される。フリードマンは、FRBが円滑に資金供給しなかったため、このメカニズムが阻害されたと指摘。

ケインズは、供給は需要される範囲でしか行われなため、金融政策・財政政策による需要喚起の必要性を指摘。借金によるバブル崩壊を受け、企業も家計もバランスシート修復に余念のない状況下でのマクロ政策の効果は限定的（結局は、第二次大戦まで雇用は回復せず）だが、財政金融政策によりマクロの需要をコントロールできるとの発想が第二次大戦後しばらくの間は、支配的になる。

（3）制度・体制の整備

マクロ政策の効果の如何にかかわらず、信頼回復のために整備すべきインフラ。

州法である会社法・・・連邦法として証券市場規制を導入。

証券法：ディスクロージャー、取引所法：相場操縦と証券詐欺の禁止、銀行法：銀行と証券会社（投資銀行）の業態分離。→敗戦後の日本が輸入。

証券市場の監視は連邦機関であるSEC。→日本ではバブル崩壊後、証券会社の損失補填への批判に応える形で導入。

あるいは、市場経済移行後のポーランドとチェコの実験（R. ラジャン）。

ポーランド：インサイダー取引を禁止し、監視機関を創設。・・・正常に機能。

チェコ：市場の自律性に期待。・・・資金調達の実現化。

3. 戦後の日本

（1）復興～高度成長

復興（石炭、鉄鋼、電力など）のための傾斜生産方式、次いで三種の神器、三Cなどキャッチアップの目標は明確。焼け跡からスタートし、人口増加と技術移転が成長の源泉。右肩上がり賃金に支えられた内需に応えつつ、次第に品質を海外から評価され、外貨も稼げる好循環（三丁目の夕日）。

金融政策は固定相場維持に規定され、自然体で均衡財政という政策的苦勞の少ない時代（ミクロの構造問題ではなく、マクロで経常収支の天井とインフレに留意すれば済んだ時代・・・製造業が経済を牽引し、サービス業の低生

産性がネックにならなかった時代)。

(2) 銀行型金融システム

キャッチアップの目標が明確ゆえ、低利に規制された預金を銀行経由で政策的優先度の高い産業に供給する仕組みが効率的。

短期資金、長期資金、株式保有、人材派遣、経営悪化時の支援（コーポレート・ガバナンスの担い手としての銀行）。金融行政は護送船団。

証券市場の役割が現在に至るまで限定的ゆえ、経営者が株主の正面から向かい合うメンタリティとなっていない。

(3) ステークホルダー共同体としての会社

長期的雇用関係、年功序列、文脈依存型（組織固有型）知識の共有。会社間の長期的取引関係（系列）、株式持合い。・・・すり合わせを重ねながら、品質を高めていく製造業に整合的、石油危機などの供給ショックを乗り切るのにも有利。・・・市場メカニズムの軽視、あるいは不信感。

4. 転換期以降のアメリカ（80年代～）

(1) 国際競争力の喪失と金融政策の対応

失業率と物価のトレードオフ（右下がりのフィリップス・カーブ）を前提に、マクロの需要をコントロールできるとの思想が徐々に揺らぎ始める。

ドイツや日本の製品がアメリカ国内市場を席卷、ベトナム敗戦、偉大な社会構想、石油危機。→失業率と物価の上昇（右上がりのフィリップス・カーブ）。

ボルカー議長（1979～1987年）：容赦ない引締め。→不況の深刻化。一方で非効率な企業が淘汰され、経済は効率化。金融システム面では、大手銀行は中南米債務危機、住宅貸付組合（S&L）も数多く破綻。大手銀行危機とS&L危機への先送り対応の明暗。・・・S&Lのように結果として失敗すると「先送り」と評されるが、大手銀行のように破綻を回避すれば、批判されない（政府は、よほどの先見性がない限り、先送りが可能な局面で、あえて痛みを伴う外科手術に乗り出す決断はしない）。

グリーンSPAN議長（1987～2006年）：ブラックマンデー（1987年）、ITバブル崩壊（2000年）など危機の度に迅速に資金供給して不況の深刻化を回避。一方で、経常収支赤字のGDP比は、上記二時点の3%から、今回の金融危機前には6%に拡大。後智恵で言えば、上記二つの危機は過度の信用拡大を伴っていなかったため、深刻化の回避が可能。

グレートモデレーション：金融政策により物価の安定と安定成長が可能になる（バブルの抑止は金融政策の使命ではない）との思想・・・大恐慌はFRBの、日本の「失われた20年」の停滞は日本政府と日銀の政策ミス。

（2）市場型金融システムへの転換（1980年代）

経済が健康体になり株価が長期上昇基調に入ったこと、金融引締めにより預金金融機関の経営が悪化したことを一因に、証券市場が主役の金融システムへ転換（既に70年代に証券市場の制度面での自由化が完了）・・・活発なM&Aを支えたLBO、ジャンクボンドなど。マイケル・ミルケンなど担い手は摘発されたが、結果としてアメリカの産業構造転換をサポート。→30年前と現在の日米の大企業の顔ぶれ。

「金融とITが牽引する経済」と「もの作り経済」のメリット・デメリット。

（3）今回の金融危機（2007年～）

格差拡大に対し、財政的に所得再分配することへの抵抗感。→住宅ローンによる持ち家政策が最もコンセンサスが得やすい（住宅価格上昇を前提とした自作自演型バブル）。一方、損失が直ちに顕在化する市場型金融システムであるがゆえの不良債権処理の急速さ。

大恐慌や日本の停滞の教訓を踏まえた政策対応：FRBによる迅速な資金供給、グローバルに連携した財政発動、金融機関への公的資金注入など。

政策対応による副作用（世界中の過剰流動性、アメリカ財政への信頼感低下）と改善しない雇用・・・信用拡大に伴うバブル崩壊への対応の困難さ。

5. 転換期以降の日本（80年代～）

（1）80年代後半の株価、地価バブル

石油危機を柔軟に乗り切り、日本型経済システムへの自信（アズ・ナンバーワン）。プラザ合意（1985年）以降の円高に対応した金融緩和・・・内需主導型経済構造への転換を意識。段階的な金融自由化。キャッチアップによる成長鈍化を金融的に底上げ。

三つの循環の重なり・・・持合い構造下での企業の両建て財テク、銀行の不動産担保貸出、地価上昇の株価への反映と銀行の自己資本強化。

（2）バブル崩壊への政策対応

累次に渡る景気対策、一貫した金融緩和（金利引下げ→ゼロ金利→量的緩和）。バランスシート調整のさなかでの段階的な不良債権処理の是非。←→バブル崩壊後の北欧諸国の対応（主要銀行が直ちに破綻しかけたがゆえのハー

ド・ランディング路線)との対比。

アメリカ型モデル(市場メカニズムの活用、市場によるガバナンス)を意識した日本版ビッグバン。・・・アメリカ並みの制度自由化。業者間競争は激化した。実体経済の先行きに期待できないなかで、証券市場は拡大しない。

(3) 90年代後半の金融危機

銀行型金融システムにおいては、実体経済のリスクが銀行にのみ集中(仮にアメリカのように証券化が行われていれば・・・)。ちなみに、今回のアメリカ発金融危機も、証券化してリスクを無責任に世界中にまきちらしたがゆえの危機ではなく、妙味を感じて自らも証券化商品を抱え過ぎた金融機関にリスクが集中したがゆえの危機。

97年秋:三洋証券、拓銀、山一証券。98年秋:長銀、日債銀。・・・破綻時の経営陣の摘発(国策捜査)。今世紀に入ってから、ライブドアや村上ファンドの摘発の意味をどう捉えるか。

消費税増税(3%→5%)と金融危機のインパクトの評価。

企業や家計の意識への影響(雇用調整・・・正規、非正規従業員の格差拡大、若年層へのしわよせ、中高年層自殺者の増加)。現在に至るまで自殺者数は横ばいだが、いつときの緊張感(市場メカニズムと競争向き合う覚悟)は希薄化?。

行政面では、財政と金融の分離。

(4) 構造改革とその後

構造改革:競争制限的な制度や慣行を見直し、市場メカニズムを機能させることを意味する限りにおいて、常に追求すべき課題だが、ビジネスや社会保障などすべての領域において徹底された訳ではない。・・・最大の構造改革としての不良債権処理?、郵政民営化、特殊法人改革?。

一貫して講じられたのは、金融緩和や為替介入で円安(金利差)を維持し、輸出で稼ぐ政策。・・・稼いだカネは賃金でなく、設備投資に回り需給ギャップは一層拡大。家計は将来不安で消費を節約し貯蓄。→企業は売上減少で賃金切下げ。→家計はさらに消費を節約する悪循環。・・・マクロの財政金融政策が効きにくい状態(2007年以降、アメリカやヨーロッパも日本化の兆し)。

(5) 長期停滞論の台頭

世界が明確に経済成長をはじめたのは19世紀以降。開発可能な土地の減少、人口増加テンポの鈍化、イノベーションの枯渇などにより、成長を前提にし

た制度や慣行が不適合になっている可能性（フィリップス・カーブの水平化）。
一国マクロ政策よりも、ミクロの制度や慣行を丁寧に見直し、市場メカニズムに導かれる形で需要を創出する工夫が必要。同時に、リスクテイクに整合的な金融システムと労働市場。

6. 近年の金融行政から

(1) 金商法（貯蓄から投資に向けた制度インフラ）

日本版ビッグバンの帰結（自由化しただけでは証券市場は拡大しない）。貯蓄と投資に関する日米のイメージ。・・・日本人はリスク嫌い説の根拠のなさ。
二つの契機（組合型ファンドとFX取引）・・・法制的横断化（同じリスクなら、同じ説明を保証される環境）。

(2) 貸金業法

格差拡大、貯蓄ゼロ世帯の増加。借入目的調査と借り手の追跡調査の結果。
多重債務化のパターン。・・・価格（金利）と貸出量の双方を抑制。
自由主義経済体制の理念、借り手のリスク許容度低下への懸念、ヤミ金融への流出。←→これ以上、借金で人生壊す人を新たに生み出さない。

(3) ベター・レギュレーション

財政金融分離のスローガン：事前予防型裁量行政から、ルールに基づく事後チェック型行政への転換。
不良債権処理目標、破綻処理、行政処分、金商法、中小企業金融円滑化法の運用。
大蔵省時代のメリット・デメリット・・・本音と対話。

(4) 中小企業金融円滑化法

パニック時の貸出抑制。・・・すべての銀行が同じ行動を採ると、潰れなくて済む貸出先まで潰れる合成の誤謬。一方、いったん始めると止めるタイミングが難しいのは金融緩和と同様。

7. 他分野への領空侵犯

(1) 総理の1000円床屋

私の経験：4000円床屋（1時間）から1000円床屋（15分）へ。
洗髪、髭剃りサービスの位置づけ。・・・洗面台設置を義務づける条例。
既存業界団体の主張する公益：「散髪後の飲食」「子供の毛じらみ」。・・・組織票と献金を提供できる人たちにはルールを作る力。

生産性と価格。床屋の供給見通しと需要。

(2) タクシー規制

いったん、新規参入や運賃を弾力化→ドライバーの参入が増え、一人当たり歩合給が生活困難水準に低下→新規参入抑制、運賃の顧客転嫁、1日当たり走行距離制限による既存のパイの維持（運転手の過労防止による顧客の安全）。MKタクシー：高い乗車率→低運賃可能→さらに高い乗車率・・・「私たちは値上げしたくありません」キャンペーン。一方、MKの業容拡大に対する既存業界の対応。

顧客の選択肢への無頓着さと、その業務で生きていく必要性。・・・製造業が高い成長を牽引した時代なら、サービス業の低生産性は社会政策として、許容範囲内。経済が成熟し、下り坂に入れば、可能性のある分野にヒトとカネが流れる意識的工夫が必要。

(3) 医療・介護制度

2050年には人口の4割が高齢者（65歳以上）。・・・自然体で医療や介護の需要は急増（既に若年単身世帯の所得は、女性>男性）。

保険として価格を政府が決めるシステム、保険対象外サービスは提供そのものを抑制・・・「混合診療」、コメとマツタケ。

引き続き急速に、製造業や他のサービス業から、医療や介護分野に労働力がシフトしていかざるを得ない。その場合の費用負担のあり方（高い費用は、従事する者にとっては高い所得）。・・・市場メカニズムに導かれる形でのシフト。

市場化・・・豊かな人が、高価な医療・介護サービスを受けることの含意。あるいは、英語が分かる患者だけの病院。

国内にモノ作りの職場を確保し、世界中にモノを買ってもらう思考方法（背景には、革新的なIT産業、あるいはウォールストリート型投資銀行を政策的に育成するのは無理との思い）の限界。国境が意味を失うなかで、国単位で講じるマクロ的金融政策、財政政策の限界。→ミクロ的に市場メカニズムが働く方策。

8. マクロ政策と金融行政

(1) 金融政策

デフレと円高。・・・原因と結果（症状）の混同傾向。元来、貨幣的要因による物価の一律下落がデフレだが、日本の現象は、サービスに比べて財（とり

わけ必要不可欠ではない耐久財)の価格の相対的下落(先進国中における製造業比率の高さ)。

デフレ:需要面では所得が減少し、供給面では新興国が安価に生産する結果。

円高:デフレの持続、内外金利差の解消、各国通貨への相対的評価の結果(外国資産への投資など考えない島国において、平均的には豊かな国民が、そこそ政府を信頼している状況)。

原油など国際商品価格の低下や、新興国での生産、新興国との競争によりデフレになっても、消費者に不都合はない。

世界的な金融緩和の一翼を担い続けると、結果として国際商品価格の上昇に加担し、日本国民の所得制約から耐久財デフレが続く可能性。今後、欧米との金利差拡大により円安になっても、一時的な外需依存が可能になるこれまでの繰返し。・・・内需型産業構造への転換の契機と捉え、金利メカニズムが機能する正常な金融政策へ。

失われた20年における金融政策への評価。ベースマネーの対GDP比。

(2) 財政政策

収入の倍以上の支出、国内利害調整の困難さ。→モノ言えぬ将来世代への負担転嫁。内国債は国民負担にならないという議論。・・・リカードの中立命題(政府支出財源としての国債と増税は無差別)を否定しながら、内国債の負担を否定するのは矛盾。将来の不確実性を軽減し、政府への信頼を確保。消費税と貯蓄税(金融資産ストックの担税力)。

個別産業の助成策(リーマン・ショック後のエコ名目の購入支援策など)の縮小。

雇用の流動化+組織から離脱した場合のセーフティネットの充実が、今後の日本にふさわしい組合せ。

(3) 金融行政

予見できる範囲で、制度面の大きな課題は残されていない。ボルカー・ルールのような銀行のある種のリスクテイクを制約する規制は、日本の銀行の市場関係業務の実情や、何がリスクテイクを制約することになるのかが自明でない事情から、当面、日本として必要とは考えられない。

ただ、銀行(預金—貸出ルート)を政策的に縮小する可能性については、模索を続けるべき。・・・パーゼルⅢによる自己資本増強プロセスと並行して、貸出先のリスクに見合ったリターンを得られるだけの収益力強化と預金圧縮を促す方策。→中小企業金融円滑化法の逆バージョン。?

銀行と証券市場の連携。・・・銀行による投資対象の発掘と証券市場への誘導、
銀行による投資対象と投資家のマッチング。

コーポレート・ガバナンス強化のための試行錯誤。・・・ステークホルダー共
同体からの離脱。

証券市場への信頼の確保。

ジャパン・バッシング→パッシング→ナッシング。

この20年、先進国のなかで、日本人の能力や日本政府の政策ゆえにアメリカやEUに比べて停滞していたのではない（アメリカやEUとのパフォーマンスの差のかなりの部分は、持続不能な不均衡を信用拡大により支えていた）ことが明瞭になった。相対的な元気を抱いて、必要な改革を地道に進める。人間万事塞翁が馬、禍福はあざなえる縄のごとし。

以上