

一ノ瀬 篤編著

『現代金融・経済危機の解明』

(ミネルヴァ書房 2005年)

吉田 暁

I. はじめに

本書はバブル崩壊後の危機含みの長期経済停滞について、バブル研究を総括・整理した上で、この間の銀行・産業再編の現状と資金フローの変化を分析し、金融行政・金融政策の功罪を問う。スウェーデンの金融危機処理も紹介される。国際的側面では対日直接投資、対外援助の問題点が指摘される。また銀行と企業の関係の分析を通して今後の企業統治のあり方、あるべき金融システム像を考察する。最後は「デフレ」の原因についての理論的実証的研究である。マネタリストの議論への批判でもある。

本書は2005年10月末に刊行された。編著者、一ノ瀬の「あとがき」によると、原稿の編集は2004年末頃にはほぼ完成し、その後事態の進展に合わせた補筆等が行われたことは疑いないが、「あとがき」の日付が05年夏となっていることから見ると、それより少し前が補筆の限界であったと思われる。このようなことを書くのは、事態が激しく動いていることを研究対象とする以上、後に発生する事象によって記述時点の評価が変わらざるをえなくなるというリスクを負うからである。例えば今年3月に量的緩和政策の解除が行われたが、1年前頃では解除は

もっと先という予想であったし、「デフレ」の危険が相変わらず声高に語られていた。解除に当たっても、担当でない竹中総務相は強い批判を表明したが、政府の大方は平静に対応した。それどころか、今(4月末)では2002年2月を起点とする景気上昇がいざなぎ景気を抜くかどうかが話題となっている。このことは「デフレ」の評価、金融政策の評価にも関わる。

事態の急激な変化は、研究のベースとなる統計資料の変化を伴った。金融統計では「全国銀行」といわれたものの範囲も変わったし、業態区分も意味が変わり、統計の連続性に影響した。企業についても有価証券報告書の内容変更で所有株式の銘柄が記載されなくなり、持合の分析が困難となった。各執筆者は統計の変更を吟味して、できるだけ連続性を保ちつつ、事態の変化を判定、評価する困難な作業に取り組んでいる。

この研究プロジェクトは2002年4月に立ち上がり、ほぼ毎月1回の研究会の成果として本書は完成したという。執筆者は9名で、全員が桃山学院大学経済学部のスタッフであるという点も、内容が多面的であるだけに、一般にはなかなか実現し難いことである。学問的立場がそれぞれ違うことは窺われるが、「個々バラバラな論文の集成」という境域からも抜け出しているの

ではないか」と、一ノ瀬が控えめに自負していることは、評者としても同感である。それはおそらく上記の定例的な研究会をキチンと重ねたことの成果であろう。以下本書の概要を紹介し、若干のコメントを述べる。

II. 本書の概要

序章「日本のバブル再考」(一ノ瀬 篤)は、まず第1節「バブル発生・展開に関する先行諸研究」のサーベイ・批判的検討から始める。その上で一ノ瀬は「1986-87年にはファンダメンタルズ自体がバブル化していたこと、それはプラザ合意以降の円高期待(→短資流入→資産価格上昇)と過度の協調利下げによることを正当に強調すべきではないか。短資流入を直視することではじめて、資産価格の暴騰と円高の同時進行を説明できるのではないかと短資流入の役割を重視する。

第2節「海外短期資金の大流入」では次のように結論付ける。「要するにこの時期、経常収支の黒字に加え、インパクト・ローン等の短資が大量に流入してきたので、巨額の对外投资を行ってもなお、銀行の手元は極度のドル過剰気味となり、円高・ドル安が続いたのだった。つまり銀行が海外から取り入れたドルは、企業や富裕な個人に貸し付けられた……(彼らは)ドルを換金した円資金を、主として証券会社の勧めによって信託銀行に特金・ファントラとして預託し、後者はこれを資産市場に投じたのである。」「インパクト・ローンなど海外短資の流入は、このように円高を実現すると同時に国内資産価格を暴騰させる二面的な役割を果たしたのである」と。

第3節「バブル崩壊と今次不況」では、バブ

ル崩壊が不良債権を通じて、今次不況・停滞に結びついたことは明らかであるが、長期停滞をバブル崩壊のみで説明できるかと問題を立てる。そして日本経済の構造に問題があるという説について、若干の問題点を指摘する。第1は、停滞の最大の原因はバブルとその崩壊、それに直結する企業の合理化=リストラであり、リストラは構造問題の一つの解決方式であるが、それが不安定雇用、消費需要の停滞を通じて不況の長期化につながっている。第2は「構造改革」といわれる場合の「構造」という概念が不明確なまま議論が行われることが問題だと指摘する。

第1章「バブル崩壊後における資金フローの変化」(一ノ瀬 篤)

第1節「主要経済指標の概観」は、1991年以降実質面での成長率は低位安定に近い形であり、物価については、企業物価指数と消費者物価指数の継続的低落傾向を指摘する。この物価下落傾向をもって、戦前期日本経済の不況期との類似を指摘する意見については「マグニチュードは全く異なる。」と、デフレを強調する議論への暗黙の批判をにじませる(なお、物価下落の原因については10章で理論的に展開される)。産業構造面の変化を就業構造から見て、農林漁業、鉱業、製造業という直接的な生産部門で、90年からの12年間で439万人の就業者の絶対的減少が生じており、産業別国民総生産、銀行の業種別貸出で同じ傾向を確認する。

第2節ではバブル期までの直接金融の動向が分析される。銀行貸出はバブル期に著増し、「バブル期こそは銀行全盛時代」であったが、大企業では株式、社債による調達が増加する。銀行貸出大膨張の主役は対中小企業貸出であ

り、業種別では不動産、流通、建設などであった。

第3節ではバブル崩壊以降の金融の動向が分析される。まず銀行貸出の動向は、97年までは「停滞に近い漸増」、98年以降は「明らかな減少」であるが、企業規模別に見ると、大企業向けの減少が最も緩やかで、銀行貸出以外に頼るべき資金調達手段のない中堅・中小企業向けの減少が激しいことを示す。株式発行では99年に典型的に見られたように優先株と第三者割当てが7割も占めるなど、救済的性格の強い資金調達が大半であった。これに対し社債は大企業にとって経常的な資金調達の役割を果たしていることを示す。これに対して中小企業の資金調達は極端に困難な状況に置かれた。「バブル期の中小企業の過大借入の整理・解消」（その裏が倒産、吸収合併、淘汰）の進行であり、もう一つは「大企業と中小企業の資金調達力の二極分解的乖離」であるとする。

第4節「直接金融『進展』のはらむ矛盾」では、新規資金調達市場全体としては、直接金融一色になっているように見えるが、資金供給源である家計では直接金融への移行は全く見られない。このことは、証券投資の機関化にすぎず、「市場型間接金融」の精神を体現していてもないと判定する。

第2章「金融行政の現代史」（津田和夫）は、副題の「混迷する行政に揺れる銀行」が示すように、最近の、とくに竹中金融担当相による金融行政の批判に充てられる。第1節「屈折した金融危機」は、銀行行動の問題点を指摘するとともに、そこから生まれた素朴な銀行批判の中で、不良債権問題への的確かつタイムリーな対処策が取られなかったばかりか、「あらたな政

府・官僚の恣意的行政の強化路線が始まった」とする。

第2節「政治と金融制度」では、わが国の戦後の金融制度は高度成長期までは有効に機能したが、その後の世界の環境変化に対応しきれず、国内経済を長期停滞に陥れた。その背景には「民間銀行を政治家と官僚の利権を優先する『国家の機関銀行』の如く扱い、民主主義体制にそぐわない不公正な資金配分を定着させてしまったこと」があるとする。このように国家権力と行政の責任を糾弾するが、それに甘んじて「銀行が本来果たすべき義務である健全な産業育成のための地道で良識ある企業審査・融資活動を怠った責任は格別に重大である」との銀行経営の問題点の指摘も忘れない。この後、金融への政治の関与に関する文献が紹介されているのは有益である。

第3節「金融再生プログラムの混迷」では、「竹中金融担当大臣が、旧来の悪弊であった先送りを排除し銀行の不良債権処理加速と自己資本の健全化を急ぐという焦燥感は理解するが、……突如会計ルールの変更を迫り、主要行を破綻に追い込む手法は、まさに本人である金融担当大臣の混迷であり、代理人たる金融庁の裁量権拡大である」と断じる。金融再生プログラムについても、銀行実務経験者としての津田ならではの批判が行われる。中小企業については主要行と地域金融機関を別方式で管理することとされるが、このダブルスタンダード方式は、主要行は大企業、地域金融機関は中小企業向け金融を行っているという実態と乖離した認識を基礎としている点で誤っているという。その結果、「主要行の不良債権処理加速化が中小企業の日常活動を痛めつけ、景気に逆効果を及ぼした側面があったことだけは否定しようもない」

と。

この後主として、りそなホールディングス、足利銀行、UFJ銀行の処理の問題が取り上げられ、処理方法の違いについての一貫性のなさが指摘される。ここで元大蔵省の中井省の「銀行の自己資本比率規制は人為的な制度で、その運用に関係者の判断が入り込み、万人が認める正解はない、……監査法人の判断が入る……そのルールの運用自体に当局の裁量が入る余地のあることは留意しておく必要がある……」が引用されているが、傾聴に値する。

第3章「銀行による企業統治の転機」(津田和夫)は、そもそも銀行とは、預金とは何かの原点に立ち返って、市場型間接金融の位置づけを論じ、最後に「市場の失敗」を極小化するため銀行審査の適正化による企業統治と企業の社会的責任重視経営の構築を提言する。

第1節「信用創造機能と預金通貨」では、銀行は信用供与・信用創造活動が本業であり、預金は預金通貨であること、従って「生産から消費に至る日常の経済活動には、資金決済機能や運転資金融資が必要であり、それら日常の金融の役目は銀行(主に商業銀行)が担っている」ことを再確認する。そこから「審査は銀行業務の原点」であり、金融再生プログラムでいうリレーションシップ・バンキング(RB)も「銀行業務そのものの原点で、大手銀行も含むすべての銀行に適用されるべき基準である。」とする。

第2節では「市場型間接金融」が検討される。津田もこの概念の提唱者、蛸山昌一の言う「リスク分担配分の機能」を肯定的に引用し、市場型間接金融を促進すべき理由について次のようにいう。「間接金融の弊害は、預貯金とい

う国民の金融資産が政府の都合に従属し、さらに銀行自体の利益を優先して配分され、一握りの権力者によって資金配分が行われ、リスクが銀行に集中し、貸金と預金の条件設定そのものが銀行とそれを監督する行政の都合と権力で恣意的に行われ、時として『政府の失敗』を誘発する懸念を包摂しているから非効率である」と。

第3節「企業統治と社会的責任」はCSR(企業の社会的責任)とSRI(社会的責任投資)を、1,2節で挙げられた問題点に対する回答の意味を込めて論じている。まず、環境省、OECD、日本経団連、厚生年金基金連合会(企業年金運用の立場)、日本証券投資顧問業協会などの団体、学術研究資料などを丹念に紹介し、金融業界では未だ関心が欠落しているが、CSRやSRIにまともに取り組む機は熟していることを示唆する。最後に『『市場の失敗』の処方箋—社会的責任重視経営の構築』の項で、『『現代金融危機』の発端は、自由化・規制緩和の影響で、一時的に無謀な土地担保融資に走った銀行の行為であることは厳然たる事実』としつつも、「自由主義市場経済を批判し、守旧派的な国家社会主義を目指す愚を犯してはならない」とする。処方箋として、①「国の型」を「小さい政府」へ変えること、②本質的には「市場の失敗」を回避するため「最終的には銀行を含め、社会的通念に照らし納得性のある企業経営統治の倫理に逢着する」という。しかし、社会通念とか倫理という言葉は、きれいではあるが定義が曖昧で安易には使いたくない。ではどうするか。結局は国・地域の住民がそれぞれの特性を踏まえて「絶えざる議論を重ね民主的に決定し、それを常時批判し改廃していく」という過程を通じ、柔軟な姿勢を認めることこ

それが重要である」と、社会通念や倫理を絶対化せず、批判と改善のプロセスの重要性を説いている。

第4章「不良債権処理と金融システムの将来像」(中野瑞彦)は、不良債権問題を契機に大手行の合併・統合の一方、経営基盤の脆弱な多数の中小金融機関が整理・淘汰された。しかしこの金融システムの再編は、金融システムの将来像が十分に論議されないまま進行しているという問題意識の下、不良債権処理後の金融システムのあり方を展望する。

第1節「金融システムの危機と合理化の進行」では、まず大手行の再編の評価がなされる。大手行は結局は大型合併による信用回復を図った。しかし、「大規模合併は多少の延命策になったとはいえ根本的な信用不安の解消には必ずしも実質的な効果はなく、むしろ合併によって問題債権が集中しリスクが高まったことを認識しておくべき」だと評価する。

中小金融機関の整理・淘汰については、金融当局が半ば計画的に整理・淘汰を実行した。特に厳しく整理されたのは信用組合であった。破綻組合の不良債権は整理回収機構(RCC)が回収にあたったが、その回収が債務者自身の破綻につながるケースが数多く発生した。「中小金融機関とその債務者が、too big to failの大手行の場合と比べていかに脆弱な立場に置かれているか明らかであった。合理化の進行については、職員数の変化によってその状況を代表させているが、最大の減少は都市銀行で、04年には7.9万人と85年からほぼ半減した。

第2節「金融再生プログラムの発動」では、2002年9月就任した、竹中金融担当大臣の下での、大手行を対象に不良債権処理の加速と産業

再生(産業再生機構設立)と一体となった金融再生が発動されるが、その実態の検証が行われる。中野は結論的に「この金融再生プログラムは、不良債権の早期処理を目指すという点では従来の路線と変わるものではないが、間接金融依存という従来の金融システムを利用して産業構造そのものを変革しようとする点でそれまでの金融行政からの大きな転換となった」としつつ、「その目的は有り体にいえば、金融を通じてわが国の低収益産業を半ば強制的に処理しようとするものであり、市場競争力の弱い産業の整理・淘汰を推し進めることを意味していたのである」と論定する。

不良債権処理の加速化については、債権区分が厳格化され、要管理債権に入るものを拡大したことが大きな影響を与えた。すなわち債務者の借入額が、10年分のキャッシュ・フローに収まらない場合には要管理債権に区分した。このキャッシュ・フローは直近のものを採用し、将来の改善を考慮しない点が問題であったとする。

次の「金融再生の具体例」の項では、りそな銀行、足利銀行、UFJ銀行の例について検討する。「特にUFJ銀行の例は、不良債権の加速処理を求める金融庁のペースに合わない銀行は容赦なく淘汰されるという典型的な例である」。りそなのケースは、大手銀行は潰さないという現実的対応の例であったが、金融庁の判断基準の曖昧さが問題となる。足利のケースは地元の有力地銀の整理は地元の産業構造にも再編を迫ることを意味する例である。

UFJ銀行のケースについて、中野は「金融庁の真の目的はUFJとMTFGの統合ではなく、UFJの不良債権処理を通じて問題企業の整理・淘汰を促進することである」と論定す

る。その上で、「第1に金融検査の厳格化により金融庁は銀行に対し不良債権処理の時間的余裕を与えずに金融再編を進めているという点、第2にすでに銀行と債務者が合意していた再建計画すら見直さざるをえず、その結果金融を通じて産業再編が具体的に進められている点」の2点がここで重要であるとする。

第3節「不良債権処理の加速と事業再生の問題点」は、まず産業再生機構（IRCJ）の本質、その再生手法を解説した後、買取の具体例として三井鉱山の例を検討する。一応は評価できるとするが、次の2点で留保をつける。第1は、「公的立場で金融機関と交渉できる点であり、その意味で民間のモデルとなりうるのか。」「第2に……利益を生まない部門を単に切り捨てるという手法が果たして事業の再生といえるのか」と疑問を呈している。

この節の最後はリレーションシップ・バンキングの評価に充てられる。RBはわが国の伝統的な貸し出し形態であるが、それが金融再生プログラムの中で打ち出されたことの意味はRBを通じて事業再生を推進することにあるという立場から、いくつかの重要な問題点を提起している。①定性的な情報を客観的にどう評価するか、②債務者に対する金融機関の指導力には限界があり、特に地域の場合には地域の経済事情を色濃く反映していることなどの限界がある。中野は金融庁の推し進めるプログラムのスピードに合わない地域金融機関を国家主導で再編していく構図を懸念した上で、「地域経済そのものが疲弊しているという根本問題が横たわっている」「地域金融機関の貢献を問題にする前に、地域経済再建のため政府が効果的な対策を打ち出すことが先決である」と指摘する。

第4節「新たな金融システムの模索」では、

今や主流となった市場型間接金融について、それが将来の金融システムの中核を担う部分であることは認めつつも、問題もあることを指摘する。その上で、市場型間接金融は金融機能の分化を前提にしているのに、現実には金融機関の再編課程（メガバンクの形成）を通じて「仲介機関である金融機関によってすべての『線』が半ば独占されて『混線』し、かつ間接金融も市場型間接金融も、収益という単一指標で単線化されつつある」と警鐘を鳴らし、「国民的視点に立てば、金融機能を区分し複数の選択肢を揃えることが重要である」とする。

第5章「平成不況と金融政策」（木村二郎）の副題は「マネタリズム批判の視点から」である。平成不況期の金融政策は、「日銀理論」ないし内生的貨幣供給論の立場（金利重視）とマネタリストの立場（ベースマネー供給重視、インフレ目標）との論争を巻き起こしつつ展開されたが、木村はこの間の金融政策の展開を前者の立場に立って評価する。

第1節「経済停滞の長期化と超低金利政策（1995年-98年）」は、95年9月以降の公定歩合0.5%の超低金利政策の下で景気は一旦回復するが、97年の増税と財政緊縮、アジア経済危機、北海道拓殖銀行と山一証券の破綻に伴うクレジット・クラッシュは、98年の戦後最悪のマイナス成長、長信銀2行の破綻につながるといった経過を振り返る。木村は「橋本内閣による金融ビッグ・バンの導入は市場万能主義的な幻想を振りまき、結果的に安易な『市場による破綻処理を実験』することにつながった。『市場の暴力』の放任と『ツー・ビッグ・ツー・フェイル』の安易な放棄は明らかに信用秩序維持政策の失敗であり、実物と金融の双方に多大なコス

トを課した」と批判する。

第2節「ゼロ金利政策（1999-2000年）」では、まず、99年2月のゼロ金利政策（短期金融市場の誘導金利を事実上ゼロとする）が採用された背後の事情が説明される。その中でルービン米財務長官が日銀の国債引受という「禁じ手」を要求していたことも挙げられている。さらに4月に、速水日銀総裁が「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢になるまで」ゼロ金利政策を継続することを表明したことを受けて中長期金利も低下した。時間軸効果の先駆けとして評価する。ゼロ金利は2000年8月に政府の反対を押し切って解除される。これはその後多くの批判にさらされるが、木村は「非常事態措置としてのゼロ金利政策を通常の政策に戻すという点で妥当な判断であった」とする。その後アメリカのITバブル崩壊のあおりを受けて景気後退に入るが、「ゼロ金利政策解除が景気後退の原因になったわけではない」と。ゼロ金利政策全体の評価としては「景気回復に一定の効果を発揮し、また銀行の収益も下支えした」。その「意義は、実物経済が自律的回復するための基礎条件を支えたということに尽きる」と評価し、併せて「独自の副作用として短期金融市場の機能低下と規模縮小があげられる」とする。

第3節「量的緩和政策」は、01年3月の量的緩和政策への転換について、まずそれが「従来の日銀自身の主張を否定するもの」であったことを、99年9月の「当面の金融政策に関する考え方」との対比で説明する。しかし、そこでは不可能とされた量的目標の引き上げが現実には行われたことについては、それを可能にした要因を日銀当座預金残高に対する需要面、供給面について整理する。需要面では①金融システム不安定性に起因する流動性調達不安、②長期国

債買い切りオペが売り手に有利な価格になった、③短期金融市場の機能低下の結果としての日銀によるその代替などをあげ、供給面では、①長期国債買い切りオペの増額等、②手形買いオペ期間の延長をあげる。大きく注目された時間軸効果については、長期金利の低位安定化は「長期国債価格の維持政策＝国債管理政策にも貢献していた」とし、その副作用として「政策解除の困難性を増幅する可能性」を指摘する。

以上を受けて量的緩和政策の評価を行うが、「流動性危機の防止には一定の効果があったと思われるが、量的緩和論者が主張したポートフォリオ・リバランス効果とともに円安効果もないことが明確になった」「量的緩和政策が効力を持ったのが、ポートフォリオ・リバランスのような『量の効果』ルートではなくて、金利ルートであった点が重要である」という。この後「量的緩和政策の解除に向けて」と題する項で、「量的緩和解除のタイミングが遅すぎれば、今度は『ハイパーインフレーション』の危険が待っているのであるから、適切な時期に量的緩和解除の決断をしなければならない」という。

第4節「マネタリズム批判-デフレと金融政策」は、「平成不況の原因を日本銀行の金融政策失敗によるデフレにあるとして、デフレを止めるために事実上『調整インフレ政策』を採用することを主張するマネタリストの見解を紹介し、その誤りを批判していく」ことに充てられる。木村は、マネタリストのロジックが成り立つためには、①ベースマネーをコントロールできる、②ベースマネー増に連動してマネーサプライが増加する（貨幣乗数は安定的）、③ポートフォリオ・リバランス効果、④インフレ目標が人々の期待インフレ率を決定する、が前提であるとして、それぞれの批判を行う。①-③への

批判は、これまでの記述の中にあるので、ここでは木村のインフレ目標論批判を紹介する。「インフレ期待形成は景気回復や物価騰貴を前提するのであって逆ではない」。『『デフレ』が不況長期化の主因であるというマネタリストの立脚点そのものが間違っていることは、2003年半ば以降の景気回復過程……からも明らかである。』ヘリコプター・マネーばら撒き論は「信用取引を基本にする日本銀行の金融政策の領域を逸脱するものであり、事実上の財政政策である。」

以上のように、貨幣数量説は現実によって否定されているとするのであるが、木村は「貨幣数量説には便利な逃げ口上が用意されている。それは、効果の『無期限タイムラグ』である。すぐには効かなくてもそのうち経済が自律的に回復してくれば、量の効果が効き始めたと考えるのであるから、決して絶望しない理論の仕組みになっている」と皮肉る。

第6章「企業再生への方途」(藤田 香)は、事業再生を伴う金融危機克服の成功例としてスウェーデンを取り上げる。スウェーデンでは80年代後半不動産バブルが進行するが、92年の欧州通貨危機の中で6大商業銀行中のノルド銀行(2位)、ゴータ銀行(6位)が危機に陥る。ノルド銀行は政府出資が70%の準国有銀行であった。政府は当初資本注入や債務保証といった個別対策を取るが、1993年に銀行支援委員会が設立され抜本的な再建策が講じられた。その特徴は膨大な公的資金の投入、企業再建中心の処理、外部の専門家の積極的な活用で、これが成功のポイントであった。両行は国有化され、その資産は優良債権と問題債権に分けられ、前者は元の銀行に残し、問題債権は資産管理会社

(セキュラムとリトリバ)に移された。「良い銀行、悪い銀行」方式である。

セキュラムは政府融資・保証等を得てノルド銀行から問題債権を買い取り、その管理を行うのであるが、その際①担保不動産の単純な売却ではなく、付加価値をつけ、資産価値を高めて合理的な価格で売却する。②取得した資産の種類に応じて子会社を設立し、それぞれ専門家を迎えて事業再生を迅速に行う。③セキュラムの業務は取得した企業の経営合理化、売却、合併・買収の斡旋など広範囲にわたった。これはアメリカのRTCのように単に売却するのではなく、不振企業の再建を支援することで、単に売却する以上の金額を回収しようとしたものである。

スウェーデン経済は1993年以降回復に転じ、セキュラムも97年に解散する。この間政府は635億スウェーデン・クローナ(対GDP比4.4%)の支援拠出額を上回る670億S.クローナを回収したとされ、「良い銀行、悪い銀行」アプローチの成功例となった。銀行の再編も進み、ゴータ銀行はノルド銀行に吸収合併され、さらにノルド銀行はフィンランド、デンマーク、ノルウェーの銀行と国境を越えた合併でノルディア・グループを形成する。

藤田は日本への示唆として、「スウェーデンの経験は、産業再生の条件として、公的資産管理会社は不良債権を適切に市場価格で買い取ること、事業再生にあたっては債務者企業の資産保全ならびに事業再生のための資金供給や専門知識の活用が重要であることを明らかにした」とする。

第7章「円借款の『不良債権処理』(竹原憲雄)は、副題「公的金融の対外リスク調整の断

面」が示すように、低所得債務救済対象国（以下救済国）に対する円借款の推移と、その処理が扱われる。第1節「低所得国の累積債務と円借款」では債務救済が問題となる70年代以降の低所得国の対外債務の状況、その中で日本の位置が示される。救済国に対して円借款の25%以上が供与されていること、またそれは二国間ODA借款の30%を占め、円借款は救済国の対外債務の核心をなしたとする。

第2節「債務救済援助の沿革と概要」では、日本型債務救済援助の特徴として次の3点を指摘する。①欧米G7が債権の一括即時放棄をとったのに対し、円借款債務を無償援助に振替える「有償の無償化」であった。②、①は円借款債権の「粉飾管理」でもあった。③救済は商品援助の供与を特徴とし、ODA増強措置として展開した。①は国際収支・円高対策としてのODA拡大・改善目標に沿うものでもあったが、2000年以降財政圧力から変質を迫られ、2002年末には債権放棄への転換となる。

第3節「債務救済援助の展開過程」では、日本の債務救済援助が詳述される。とくに商品無償援助については、バングラデシュとミャンマーを中心にその実態が解明される。これを受けて第4節「債務救済援助の評価と新展開」では、まず日本型債務救済の実態についての評価がなされる。日本型債務救済に対する内外各方面からの批判が紹介されつつ、結論的に「80年代以降の円借款は一方でODA倍増計画等の増大圧力を受けながら、他方で南北格差や国際金融不安に加えて円高、低所得国の財政難によって不良債権が拡大した。これに対して日本型債務救済は無償援助によって返済負担を補強しながら、ODAの拡大を図ったのである。加えてバングラデシュで見られたように無償援助の多

くを債務返済負担の補填に充てたために、抑制された無償プロジェクトで補完・増強することになった」と。

第4節後半は、2003年度からの欧米流の債権放棄への移行の経緯と今後の展望に充てられている。債務救済についての問題点に関する内外のさまざまな提案を検討した上で、「円借款は『公開と参加と分離』による債権・債務管理および需要・コスト見通しをより厳しく問われる」と結んでいる。

第8章「日本経済のグローバル化は可能か」（モグベル・ザファル）は、日本経済のグローバル化の現状とその問題点を、対日直接投資を中心に論じる。第1節「日本の経済グローバル化」は、グローバル化を「双方向性」という点で、それ以前の「国際化」とは次元を異にするものと定義した上で、日本のグローバル化が先進諸国の中で立ち遅れていることを、各種指標によって示す。後の各節が対日直接投資であるので、ここでは労働力、製品輸入比率が言及される。海外からの労働力の受け入れ比率が他の先進工業国に比し格段に低く、外国人労働者の身分の不安定さが特徴的である。製品輸入比率は最近15年で倍増し、一応普通の先進国のレンジにあるとする。総合ではケルニー（Kearney）指数により主要先進国グループの最下位にあることが示される。

第2節「対日直接投資の現状」は現状分析である。戦後一貫して低水準に止まっていた対日直接投資は、90年代後半に大きく水準を上げたが、「普通」の先進国レベルには未だ達していない。部門別では製造業から非製造業へのシフトが顕著で、とくに通信と金融・保険業のシェアが高まった。その背景には規制緩和と破綻企

業に対する「救済型 M&A」があるが、後述のようにその持続性については疑問が残ると指摘する。第3節「対日直接投資の低水準の歴史的要因」は、円高などによる高コスト構造と公的規制、私的障壁（系列化、株の持ち合い等）をその要因として挙げる。

第4節「対日直接投資ブームを支えた要因」は、90年代後半からの対日直接投資ブームの分析であるが、ザファルは「平成不況とそれに伴う経済・金融危機なしには……対日直接投資ブームはおそらくありえなかっただろう」とする。とくに注目するのは「企業を支えるセーフティ・ネット構造の弱体化とそれに伴う経営資源の流動化、そしてデフレによる要素価格の低下である」。企業破綻や非採算部門の切捨ては M&A 対象物を増やし、経営資源の流動化は外資系企業に有能な人材確保を可能とした。日本的雇用慣行の後退は求職者の外資系アレルギーを減少させた。地価や賃金の低下も外資系企業への追い風となった。外国系企業による日本企業の M&A 件数は、96年の31件から2000年には175件にまで増加した。これらは①救済型、②規制緩和型、③リストラ型、④産業再編成型に分類できるが、④を除くと多くは外生的要因に影響されていることを指摘し、その持続性に危惧を表明している。第5節『『倍増目標』に向けて』では、2003年1月の小泉首相の対日投資残高倍増目標はその後足踏み状態にあり、達成には自律的 M&A の拡大が不可欠とする。

第9章「銀行再編＝産業再編下の大企業体制」(鈴木 健)は、副題にある「メインバンク関係と株式相互持合いの現状」を、90年代末から2000年代初頭の銀行・金融再編と連動・相乗しながら進展した産業再編の過程を踏まえて

検証しようとする。

第1節「大企業の資金調達構造の転換と取引銀行の選別」では、3大銀行と巨大企業の金融的結合が再編されるとすれば、それは①「巨大企業を主取引先として囲い込もうとする3大銀行の衝動」、②「巨大銀行・金融機関との金融的な結合を選択しようとする巨大企業の思惑」の2要因の絡み合いによるだろうとする。しかし、こうした理解に対しては、メインバンク「解消」「崩壊」論、あるいはメインバンクの「歴史的役割」の終焉論があることを念頭に、1981年以降の外部資金調達のなかで銀行借入が占める比重の推移を検討する。その中で、「製造業大企業の存立が膨大な中堅・中小企業群に支えられ、……(それらが)銀行借入によって資金調達するという事実」に着目し、銀行借入の比重の単体では比較的少ない大企業について、連結決算の際の銀行借入の比重との比較を行う。「本体の銀行借入れ離れにもかかわらず、連結財務では圧倒的多数の企業においてなお『借入れ』が負債構造に大きな位置を占めていること」を示す。

メインバンク崩壊論は、借入れ形態の変化としてのコミットメントラインやシンジケートローンの意義を強調するが、「それは新しい条件のもとでのメインバンク関係の展開にはかならない」という。証券形態での資金調達については、大手企業の資金調達の主流が銀行借入れから証券市場に移行するのは不可避の流れとしつつも、それをもって「メインバンク関係の『歴史的役割の終焉』の根拠とするのは過大評価以外のなにもでもない。大企業はメインバンクを中心とする大手都市銀行からの借入れ一辺倒の資金調達構造を転換するが、銀行借入れそのものを解消しようとしているわけではな

い。」

第2節「銀行再編とメインバンク関係の再編」では、銀行借入れ離れに対応する大手都市銀行の金融戦略として、①シンジケートローンなど新たな融資形態の採用、②証券業務（投資銀行業務）の整備による大企業の資本市場依存に対応、③資金管理サービスの強化、が例をあげて説明される。次いで総合商社9社の銀行借入（短期借入れ）依存を93年度と03年度についてみる。鈴木は93年度について「メインバンク関係は個別の企業と銀行との関係ではなく、主力取引先関係（系列融資）を軸に、それを補完する複数の大手銀行による融資（協調融資）を含む、融資関係の全体として理解されなければならない」とし、その関係は03年度についても当てはまるとしているように読める。

第3節「安定株主構造としての株式相互持合い」では、まず所有主体別株式所有（東京証券取引所調べ）の推移を検討し、銀行の所有比率の激減、事業法人も減少、一方で信託銀行は投資信託、年金信託での増加を中心に90年代前半の2倍の比率となり、外国人の所有比率も増加していることなどを確認する。銀行、事業法人の所有比率の減少は法人間の持合いの「解消」を伴うわけだが、鈴木は「株式市場全体の変化が、……個々の大企業群の所有構造にも反映されているのか」と問題を立てる。その検証は次の第4節で行われるが、その前に「安定株主構造としての株式相互持合いの意味」について、松井和夫の先駆的業績を援用して、個人大株主と役員保有を支配中枢、同系企業間の相互持合いを補強装置1、他系列企業との持合いは安定的な取引関係の反映であるから、これを補強装置2とすることで、以下の分析を進める。

第4節「株式相互持合いの『解消』と安定株

主構造の現状」で、先に提起した問題の検討に入る。ニッセイ基礎研究所の「株式相互持合い状況調査2002」から、「個別企業の実態を見ると持合いが依然として根強いことがわかる」を引用し、東洋経済新報社の「20大株主総覧」によって、6大企業集団の社長会を構成する企業の20大株主による所有比率の推移を検討する。20大株主のすべてが「補強装置1ないし2」の安定株主とはいえないという限定はつけながら、「個別企業の安定株主構造に大きな変化は起こっていない」と推定する。これを補強するため三井住友銀行、JFEホールディングスの20大株主の推移を検討する。2003年度では信託銀行の所有比率の上昇が顕著であり、それに従来からの生保・損保を加えると圧倒的な比重を占めていることを見出す。法人所有から機関投資家所有への移行ではあるが、安定株主構造はなお強固に維持されていると結論する。

さらに、6大企業集団の社長会メンバー企業について、集団内部の所有関係のほか他系列に属する企業の株式を所有する関係を調査し、これら企業の多くが「同一集団のメンバーを安定株主として配置するとともに、他の5つの集団のメンバーを安定株主として配置する実態を垣間見ることができるよう思う」と安定株主構造としての面を強調する。

第10章「平成デフレの構造—生産性格差インフレからデフレへの変容—」（滝田和夫）

まず第1節「生産性変化率格差と物価変動」で、生産性変化率格差インフレ論によりつつ、労働生産性と価格変動の関係を理論的に考察する。生産性格差インフレの発生条件として、①経済部門間で労働生産性変化率格差の存在、②各部門での貨幣賃金上昇率の均等化傾向、③そ

の均等化が高生産性部門の方に均等化されることをあげる。そこから「賃金上昇率の『高位平準化』傾向が『低位平準化』傾向に変転したとき、生産性格差インフレは生産性格差デフレに変容する」ことが示される。

第2節「1970年代以降の生産性格差インフレと平成デフレ」では、生産性格差インフレのメカニズムがどのような推移を辿ったかが、時系列的に分析される。ここではGDPデフレーターの変化率が単位労働コストの変化率にきわめて近い動きを示すことを確認した上で、上記の3条件がどのように推移したかが検証される。第1の条件については貿易財部門と非貿易財部門の間で労働生産性上昇率格差は一貫して存在し、90年代以降においても上昇率格差が縮小していない。第2の条件、賃金上昇率均等化傾向については、90年代に入って「均等化メカニズムは弱まったかもしれないが、崩れたとまではいえない」として、この条件も基本的には貫かれている。

ところで第3の条件「賃金上昇率の高位平準化傾向」をみると、70年代は貿易財、非貿易財部門とも賃金上昇率は貿易財部門の生産性上昇率を大きく上回る「強い意味での高位平準化傾向」であった。80年代に入ると「弱い意味での高位平準化傾向」が成立し、貿易財物価安定、非貿易財物価上昇というマイルドな生産性格差インフレが発生した。バブル崩壊後も90年代前半までは80年代の関係が継続したが、90年代後半には賃金の「低位平準化」傾向に取って代わられた。貿易財部門の賃金増加率が自部門の生産性上昇率を大幅に下回るようになり、非貿易財部門の賃金増加率も自部門の生産性上昇率をほぼ恒常的に若干下回るようになったことが示される。生産性格差インフレのメカニズムは

「生産性格差デフレのメカニズム」に転化したのだとする。第3節「1970年代以降の物価変動の産業連関分析」では、以上を算出価格変動の産業連関分析によって更に補強する。

第4節「賃金上昇率の『低位平準化』の原因」は、以上で分析された賃金上昇率の「高位平準化」から「低位平準化」への変転が何故生じたかの解明に充てられる。著者は1982-2002年の全部門、貿易財部門、非貿易財部門それぞれの貨幣賃金率変動の説明を失業率、消費者物価指数、労働生産性、労働時間の4要因による回帰分析によって行い、それぞれの寄与度を算定している。その結果、90年代前半の80年代に比べての賃金増加率の低下は、労働時間の短縮と不況による労働生産性上昇率の低下が大きく寄与しているのに対し、90年代後半以降は失業率の上昇が最大で、次いでCPIの低下、労働生産性上昇率の低下があげられている。こうした詳細な分析を通じて、「賃金上昇率の『低位平準化』傾向への変転は、1997年前後を中心とする金融危機によってもたらされた未曾有の失業率の増大によって生じた」と結論付ける。

第5節「平成デフレのメカニズム」は、以上全体の要約提示である。

Ⅲ. 若干のコメント

(1) 低成長と物価の長期的低下（「デフレ」）の原因と評価：この点の解明こそ、本書の対象となった期間はもとより、現在でもなお、金融政策をはじめとする経済諸政策のあり方に示唆を与える重要な問題である。第2次大戦後の資本主義はインフレこそが抜けがたい病であったとされてきたのだが、90年代に入ると、主要国ではインフレは沈静化し、日本は「デフレ」に

陥った。1930年代の大不況の再来かと色めき立つ中で、マネタリストを中心とする人々が論壇に登場し、貨幣量を増やせ、インフレ目標を設定せよ等の大合唱が展開される。日銀はゼロ金利から量的緩和へと異常な政策の領域に入っていく。

本書ではまず、一ノ瀬（第1章）が、長期的な物価低落については、30年代とは「マグニチュードを異にする」し、実質 GDP 成長率は基本的にプラスであることを含めて「デフレ」の強調に批判的な姿勢を示す。滝田（第10章）は生産性格差インフレ論を利用しての、賃金の低位平準化による生産性格差デフレ論を提起する。これは何故最近になって「デフレ」が発生したか、その原因の解明という点で大きな貢献である。滝田は賃金の低位平準化の原因として1997年の金融危機がもたらした不況による失業率の上昇を見出している。97年の金融危機と引き続くクレジット・クラッチについては、木村（第5章）が、「市場による破綻処理を実験」したものと捉え、「市場の暴力」の放任と「Too Big To Fail」の「安易な放棄は信用維持政策の失敗であり、実物と金融の双方に多大なコストを課した」と政府の失敗だとしている。木村はまた、『『デフレ』の原因をすべて日銀の金融政策に帰するという短絡的な批判は、教科書的な貨幣数量説の機械的な運用で有害無益』ともいう。

これらを総合すると、本書は長期的物価低下がマネタリストの主張する貨幣供給（日銀の責任）とは無関係であることについて、新しい説得力のある考え方を提出したものと評価できる。マイルド「デフレ」を含むインフレ率の低下は21世紀資本主義の特徴といい得るのかどうか、研究の今後の深化を期待したい。

ただ、1点評者の注文を述べると、失業率の上昇や物価低迷と中国や東南アジアへの生産拠点の移転および製品輸入—これはグローバル化にも関係するが—との間に関係はないのかという問題も考えて欲しかった。一ノ瀬は海外製品の低価格を物価低迷の主因とすることには、日本だけが下落していることの説明にならないとして、否定的である（p.38）。しかし日本はもとも物価上昇率が低かったのであって、欧米諸国との比較でいえば、そちらでも物価上昇率は大幅に低下したことに着目すべきで、プラスかマイナスかで質的に異なるとするのは疑問である。

（2）金融行政、特に竹中行政に関連する問題：この問題は主に津田（第2章）、中野（第4章）が取り扱う。お二人とも銀行勤務の経験者で、銀行の実際、とくに銀行と取引先の関係などについて経験に裏付けられた豊かな知識を持っているので、説得力のある議論が展開される。内容に若干の重複があるが、津田は護送船団行政時代からと期間を長くとり、政治、行政当局（大蔵省、金融庁）と銀行の間の基本的関係はどう変化したか、変化していないかを大掴みに提示する。一方中野は金融危機以降の金融行政を、技術的な側面を含めて批判的に分析することに集中する。

津田は、行政が民間金融機関を政治家と官僚の利権を優先する「国家の機関銀行」のように扱い、不正な資金配分を定着させてしまった、と糾弾する。しかし、同じ時期を銀行団体（全銀協）で過ごした評者から見ると、この評価はいささか行政に酷に過ぎるように思う。銀行は融資規制には強く抵抗したし、行政当局も政治からの圧力に対する防波堤の役割を果たしていた面を見落とすべきではない。行政と銀行

経営の癒着そのものに問題があるといわれればその通りではあるが……。行政が業界・業態間の秩序維持を顧慮しすぎて金融制度改革を遅らせたことが、バブルの発生やその後の危機につながったことについては、評者も津田に同感であるが、米国の例でもそうであるが、大きな改革は危機を経なければ実施できないのが現実かもしれない。

竹中金融行政については、津田も中野も、りそな、足利、UFJの処理問題を取り上げ、会計基準の恣意的な変更、要管理債権への分類におけるキャッシュフロー算定手法の硬直性、地域の経済に与える影響への配慮の欠如などをあげて批判する。津田は裁量行政の復活ではないかとさえ論じる。UFJをMTFGへの統合に追い込んだことについては両者とも疑念を表明しているが、現段階ではその疑念は証明されつつある。読売新聞経済部次長安部順一の『『引当金』指導の妥当性』と題する論説によると、三菱UFJの05年4-12月期連結決算の税引き後利益は1兆264億円と大幅改善であるが、その主因は貸倒引当金の特別利益への戻し入れで、UFJ単体でその額は4236億円にも上る。この戻し入れは、04年3月期決算で金融庁に強制され、その結果MTFJへの統合に追い込まれた、その大幅積み増し分が中心であるという。安部は「ここ数年の検査を軸とした金融行政の功罪を検証する必要がある。……UFJの言い分が通ってれば、三菱UFJの誕生はなかったかも知れないのだから」とこの論説を結んでいる。(読売新聞06.4.9)

リレー・バンキングについては、津田(第3章)、中野ともに、銀行業務そのものの原点であるとし、これを中小・地域金融機関についてのみ考慮する金融庁の「一国二

制度」的発想を批判する。この問題を含めて、津田は金融庁の行政がポピュリズム(国民・マスメディアの大手銀行・大企業への反感と中小企業、中小金融機関の苦境への同情ないし共感)に乗っかって混迷していると批判する。同感である。

(3) 銀行行動に対する批判と今後の銀行のあり方：一ノ瀬(序章)は、バブル発生の原因として銀行が「雇用保障第一の価値観」の下、不動産等超大企業への貸出拡大政策に走ったという奥野正寛の説の批判の中で、今でも銀行員必携のバイブルといわれる一瀬桑吉「銀行業務改善隻語」が放漫貸出を戒めていたことを引用する(p.6)。津田(第3章)は、1980年代の銀行行動について「審査機能は全く成熟せず、顧客サービス精神も育成されず、資金量の拡大(預金集め)だけに走ったことの間違い」「土地という商品の担保価値の値上がりだけを元利金返済資源に見込み、資金使途も問わない融資……をほとんどすべての銀行が一斉にやってしまった」「預金集め……に異を唱えようと銀行内部で反逆行爲として行員の人格までもが非難され降格されるような企業風土」と、かなり過激な表現を使って、当時の銀行経営を批判している。評者としては、当時の見聞を含めて津田の記述はその通りだと思う。もちろん一ノ瀬は土地担保融資への狂奔が、「雇用保障第一の価値観」によって引き起こされたかどうかを問題にしているのであるが、そこに「銀行業務改善隻語」が援用される趣旨はわかりにくい。都市銀行の従業員数は1976年頃をピークに減少に転じ、バブル期もその傾向は続いたのであるから、銀行経営が雇用保障第一で行われたということはないことを指摘すべきであった。少なくとも一瀬桑吉翁は神棚に棚上げされていたの

が、当時の銀行であったことは確かである。

津田は以上のような銀行経営批判を基に、間接金融の弊害を指摘し、市場型間接金融の発展に期待をかけるとともに、企業の社会的責任や社会的責任投資の重要性を説く。中野は市場型間接金融が金融システムの中核を担う部分であることは認めつつも、メガバンクの形成により、市場型間接金融が前提する金融機能の分化でなく、メガ金融グループにより、「すべての『線』が半ば独占されて『混線』し、かつ間接金融も市場型間接金融も、収益という単一指標で単線化されつつある」と警鐘を鳴らす。津田も「メガバンクの巨大合併は戦前の独占金融資本再来の恐怖すらある」とする。このような危惧については本書の枠外であるが、最近、三井住友銀行が優越した地位を利用した抱合せ販売で独禁法違反の指摘を受け、金融庁から業務の一部停止命令を受けた事例が思い当たる。「収益という単一指標」の危険である。メガバンクはバブルとその崩壊から学ばなかったのか、あるいはすでに忘却の彼方の問題になってしまったのか、と評者は考えてしまう。

ここで、市場型間接金融を含む広義の直接金融は間接金融の「代替」ではなく、迂回手段にすぎないという津田の指摘 (p.121) について触れておきたい。津田はこれら広義の直接金融商品は銀行預金 (預金通貨) によって購入されることをもって「迂回」としているわけであることは正当だが、社債や株式で企業が調達した資金 (預金通貨) は既往の銀行借入の返済に充てられて消滅する場合が多いことを考えれば、結局は「代替」となるのではないだろうか。

(4) **金融政策の評価**：評者は木村 (第5章) の記述のほとんどに賛成である。特に2000年8月のゼロ金利解除については、マネタリスト以

外からも批判の対象とされており、解除を「妥当な判断」とするのは今や勇気を必要とする。よく言ってくれたとの思いもある。量的緩和政策については従来の日銀自身の主張を否定するものとしたことは重要な指摘である。また量的緩和政策の効果は「量の効果」ルートではなくて、「金利ルート」であった点が重要である、という指摘も金融政策の本質論として傾聴に値する。その解除について、適切な時期に決断すべきだとしたのも、補足執筆の最終時点を考慮すると「適切な判断」だったといえる。

ただ1点、「デフレ」の原因を金融政策に帰するのは「教科書的な貨幣数量説の機械的適用で有害無益」とするのはその通りであるが、金融政策効果の引き締めと緩和における非対称性 (金融政策＝ひも論) をもっと強調すべきではないだろうか。

(5) その他の問題

①**バブルの原因としての海外短資の流入**：一ノ瀬 (序章) はバブルを引き起こした要因として、海外短資 (とくにインパクト・ローン) が大量に流入したことを強調する。それが特金・ファントラの増加と結びつきバブルに突っ走ったとする。しかし、評者としては日本の大手銀行が自由化で利用可能になったインパクトローンも活用して、土地や株などの投機資金を供給したのが真相で、黒い目の海外短資流入と考える。一ノ瀬はまた、マネーサプライ増加を国際比較して、日本は欧米とそれほど変わらなかったとして (p.1, 表序1-3), この要因を主役から排除するのであるが (表の読み方にも若干の違和感を持つ)、欧米はまだ完全にインフレが終息していなかったが、日本では一般物価は安定的であったことを考慮すると、欧米では物価上昇に吸収されたのに対して日本は資産価格

上昇だけに吸収されたことが、資産価格バブルとなった原因ではないだろうか。

②**グローバル化と社会的文化的要因**：モグベル・ザファル（第8章）は、双方向性というグローバル化では立ち遅れていることを強く指摘する。主題は対日直接投資であるが、労働力の受け入れ比率が他の先進諸国に比し格段に低いことを強調する。日本の国際化の一方方向性に突きつけられた重い課題である。ただ、現在のグローバル化がアメリカ型のグローバル化であることの問題点、労働力については最近の欧米での社会的・文化的摩擦現象をどう考えるか、またどのような対策が考えられるか等への言及も欲しかった。

③**株式相互持合いの意味**：鈴木（第9章）は、持合の中身が銀行、事業法人から機関投資家（とくに信託勘定中の年金信託、投資信託）に移行していること、また取引関係に基づく株式保有も含めて安定株主構造の面を強調しているように理解できる。しかし（注14）で鈴木は「企業集団すなわち大銀行と大企業の独占的＝金融的結合の論理と安定株主構造としての株式

相互持合いの論理は別のものであること、そしてその上で、2つの論理が交錯するところに戦後日本の6大企業集団形成の歴史的な現実がある」と98年の著書のポイントを紹介している。独占的＝金融的結合の論理はなくなったのか、それとも金融再編に合わせた再編過程にあるのか、そのあたりについての示唆が欲しかった。また安定株主構造こそは、津田が奥村宏を援用しつつ強調する従来の企業統治の問題点であったのであるから、その問題についても言及して欲しかった。

以上のように、評者としてはいくつかの点で疑問や注文を述べたが、全体としては、物価低迷（いわゆる「デフレ」）を伴った長期停滞の原因およびその実態の解明について、新たな視点を提供し、この間の金融行政、金融政策の問題点を明らかにしたことが、本書の重要な貢献である。本書を契機として議論が発展・深化していくことを期待したい。

（武蔵大学名誉教授）