

ECONOMY

再評価すべき政策金融の役割

官と民、相互補完が国民の利益に

山崎 養世

(シンクタンク山崎養世事務所代表)



小泉政権も今年が最後の年とみられている。その実績に評価を下し、次の政権の課題を定める時期にきている。「改革」を掲げた経済政策はどう評価すべきだろうか。

政権発足時の最大の公約であった不良債権処理については小泉内閣に合格点をあげてもよいだろう。不良債権額は、政権発足時から四年の間に三十三・六兆円(二〇〇一年三月期)から十七・九兆円(〇五年三月期)に大きく減少した。銀行の不良債権の解消は、企業から見ると借金を返済してパランスシートを小さくしたことを意味する。それがコストの削減と中国等への生産移転に代表されるグローバル経済の発展とも相まって、日本の上場企業の収益は過去最高を記録した。株価も上昇し、一見、日本経済は順風満帆で、消費税の増税をこなせば財政再建もうまくいくかのように見える。

しかし、それは本当だろうか。

民の失敗を官が救済

そもそも小泉改革が掲げる「官から民」という言葉は、民のシステムが官のそれより優れていることが大前提となつて語られている。だが、不良債権問題が民間の金融システムの失敗であったこと、そして、それを救ったのが万能とみられがちな民間システムではなく、「官」または「公」の制度だったことを忘れてはならない。銀行は自力では不良債権を処理できず、結局、最終的には財政資金の投入によつて救済された。不良債権処理の本質が官あるいは公から民への所得移転だったというのを考えると、金融の分野に関しては民が優れているという前提そのものに疑問を持たざるを得ない。今、そのことが広く認識されないまま、小



政策金融改革をめぐる政府・与党協議会

泉改革の一環として政策金融の一本化が、道路公団民営化、郵政民営化に続くいわば改革第三弾として打ち出されている。本稿ではそれが正しい方向なのか検証したい。

政策金融を含め、金融システムのあるべき姿を考えると、日本経済をここまで苦しめたバブル崩壊とその後の処理を振り返ることが必要だろう。

あまりよく知られていないが、不動産市場の暴落と金融機関の経営危機という意味でのバブルの崩壊は、欧米と日本でほぼ同時に起きた。一九八〇年代後半以降、日本



「暗黒の木曜日」の株価大暴落を受け騒然とするニューヨーク証券取引所 AFP

だけでなく米国や主要ヨーロッパ諸国でも、不動産価格が暴落し、各国の銀行システムは危機に直面した。北欧諸国では多くの主要銀行が倒産して国有化された。しかし、米国では八九年に不良債権処理を本格化し、九三年終わりにはグリーンズパン米連邦準備制度理事会（FRB）議長がバブル処理を終えたと宣言した。米国の短期間での不良債権処理を見た日本は、日本でも早期に自律的に経済が回復するだろうと楽観視していた。だが、日本のバブルの出口が見えたのは、それから実に十二年後の昨年のこと

とだった。日本と米国では何が違ったのだろうか。

「暗黒の木曜日」から学んだ米国

現在の米国の金融システムの成り立ちを検証するためには、戦前の大恐慌時代にさかのぼる必要がある。実は、大恐慌以前の米国の経済・金融システムの状況は、八〇年代から九〇年代にかけてバブルに至った日本のそれと共通するところが多い。モータリゼーション（車社会化）によって、一〇年代に始まった。ニューヨークなどの大都市に高速道路が整備され、大都市にヒト、モノ、カネが急速に集まっていた。ちょうど八〇年代の日本で東京一極集中が加速したのに似ている。そして、モルガン、シティといった大銀行やロックフェラーといった資産家が一般企業の大株主として産業を支配し、銀行が証券業も担保金融も不動産投資も行うという銀行中心の経済システムが出来上がっていた。高度成長期に効果を発揮するこのシステムのおかげで、二〇年代、第一次世界大戦後の米経済は、株が上がり、不動産が上がるから、ますます銀行が融資を拡大し、そして、それがさらに景気を良くするという好循環にあった。

当時の米国は、経済のあるべき姿として、今の日本以上に「小さい政府」「官より民」という考え方を志向し、政府は夜警国家として機能すればそれでよいという主張が大勢を占めていた。そこに襲ったのが二九年

十月二十四日の暗黒の木曜日の株価の大暴落だった。いったん株価が暴落するや、その波は銀行システムを通じて金融、不動産、その他の産業へと次々に伝播（でんぱ）し、経済と社会の基盤のほとんどを破綻（はたん）させるという大恐慌を引き起こした。ところが、その波を鎮める手段を民間の金融システムはもちろん「小さい政府」も何ら持ち合わせていなかった。そのことがバブルの傷口を広げ、全面的な收拾に第二次大戦までかかる結果となってしまったのだ。

この時、米国は、民間にすべてを任せておいたのでは、そのような崩壊が起きたときに経済がなかなか立ち上がれないことを学んだ。そしてその深い反省に基づき、三〇年代に新しい政策を定めた。第一に、民のシステムを分割して、隔壁を設けようとした。つまり、銀行・証券の分離、銀行による株式・不動産の保有の禁止、銀行による不動産担保金融の制限等を行い、産業と金融と不動産市場を分離した。この原則を貫

いたおかげで、八〇年代後半にバブルが崩壊した時にも、九三年ごろまで銀行は経営危機に陥ったが、資本市場は逆に強化されて株価は上昇した。また、第二に、預金保険制度の創設、公的な証券化商品市場の創設、投資家保護と情報公開を最優先する証券行政と証券取引委員会（SEC）などを定め、今日に連なる強力な金融システムを構築した。そして、第三に政策金融機関をつくり、民間の金融システムが崩壊して信用収縮が起きても、国民への影響は最低限にとどまるようにした。

大恐慌の反省に基づいてつくられたこれらの制度、仕組みがうまく機能したおかげで、九〇年代のバブル崩壊後の処理もスムーズに進み、米経済は早期に回復できたと言えよう。

日本は単線型システム

一方、日本では、確かに戦後米国の指導を受けて銀行・証券の分離などの政策は導入されたが、銀行中心の単線型の金融と経済のシステムは温存され、株式持ち合いなどを通じて事業会社、保険、年金、証券、不動産などを結ぶ仕組みの中心に銀行があった。言い換えれば、日本は銀行、株式、

不動産が連動しており、リスクを遮断する壁が少ない単線型の金融システムから抜け出せていなかった。このことが、銀行、株式、不動産の間を断ち切り、かつ、民間金融システム以外に政策金融機関が重要な担い手となって巨大な証券化市場を存在させるという金融の複線化を進めてきた米国の明暗を分けたのだ。

今の小泉政権の金融システムへの対応を見てみると、「官から民」という上滑りな言葉に縛られて、全く物事の本質を見誤っているのしか思えない。なぜなら、これほどまでに長引いたバブルの処理から、民間の経済システムの本質的な欠陥あるいは持っているリスクというものに気付き、本当の構造改革をしなければならぬのに、そのような話がほとんど聞かれないからだ。

もともと民間の金融改革が叫ばれたのは橋本政権の時だった。日本版金融ビッグバンである。投資、年金、投資信託などのグローバル投資への道を開き、時価評価や透明性の確保といわれるグローバルスタンダードを受け入れたという意味では評価がなされる。しかし、銀行のバブルの崩壊に至るような経営危機や経済との連動性といった、もともと本質的な危機回避、つまり不良

債権問題を二度と起こさないための構造改革という観点でビッグバンが行われたわけではない。その後、当初日本には存在しないと言われた不良債権問題がいよいよ顕在化して、そこから実質的な改革がある程度行われるようになった。しかし、システムのな改革としては財政資金を注入するための枠組みや金融庁を新設しての監視体制の構築や資本市場を活性化させるための諸施策を講ずるにとどまった。それらは一定の効果は見られたものの、前述した通り、銀行システムに内在する問題に手を着けたわけではなく、今もおその部分は空白と言わざるを得ない。明らかに政治の怠慢である。

おせん立ては官、役者は民

市場原理主義と見られがちな米国だが、政策金融機関が公的な存在でなければ機能しない証券化という金融分野を担い、民間金融機関と共生している。証券化のスキームは複雑だが、一般的な例をごく簡略化して説明すると、各地域・中小金融機関が国民に融資する住宅ローンを政策金融機関が全国から大量に買い取り、証券化という加工を施して再び民間金融機関に売るといえるものである。いわば、おせん立ては官がす

るが役者は民、というシステムだ。この仕組みによって、米国の政策金融機関は地域・中小金融機関と貸し出しで競合するのではなく、逆に民間からのローンの買い取りによって強力な資金供給者になっている。また、地域・中小金融機関は預金集めのコストとローン保有のリスクから解放されるから、積極的に貸し出しと回収業務に集中できる。さらに、住宅ローンを借りる側の国民も規模の利益の恩恵を受け、金利を比較的低く抑えることができるというメリットがある。

この住宅ローンの買い取りについては、何も政策金融機関でなくとも民間金融機関にやらせればよいではないか、という意見があるかもしれない。だが、一民間銀行では信頼性や安定性に欠けるし、最も分散効果が高い全国一律の制度とすることは不可能である。また、民間銀行がライバル銀行のシステムを利用することに、一の足を踏むだろう。米国では政策金融機関同士をライバルとするために、住宅金融だけで政府抵当金庫（GNMA、ジニーメイ）、連邦抵当金庫（FNMA、ファニーメイ）、連邦住宅貸付抵当公社（FHLMC、フレディマック）の三つの政府機関がつけられ、ロ

ーンの種類ですみ分けすることとした。このうち後二者は民営化し、上場して株式市場の監視が働く仕組みを導入したが、公共性を担保するために特別法が作られ、政府からの一定の監視が働く仕組みもつくった。また、住宅金融で成功したこの方式は、大学進学のための奨学金融資の証券化にも応用されて、新たな政策金融機関である米国奨学資金金庫（サリイメイ）がつけられた。こうした政策金融機関は、もちろん独立採算で高い収益を上げており、民営化した会社は税金を払っている。

このように米国は大恐慌を教訓に政策金融機関をつくり、民間銀行以外の巨大な金融システムを構築した。証券化市場、株式市場、債券市場、ジャンク債市場など金融チャネルが多様に発達していたから、民間銀行がバブルの崩壊で存亡の危機にあった九〇年代にも、経済全体が収縮することはなく、バブルの処理も数年で終えられたのだ。

健全さ維持した政策金融機関

わが国のバブル処理が長引いたとはいえず、民間金融に自律的な回復機能がないのに、辛うじて経済が持ちこたえられたのは、国

による預金者（銀行ではない）の保護が預金保険制度によって義務とされていたために、銀行を財政が国民負担によって支えたことと、銀行救済のために国民経済を犠牲にした異常なゼロ金利政策を六年以上も続けたおかげだ。つまり、民間金融システムは財政による支援なくしては存続し得なかったのだ。「官から民」と言いながら銀行に流れていったのは、国民が受け取れたはずの預金金利、年金、保険金などの国民のお金である。

その日本で今、政策金融機関の役割が十分に議論されることなく、「官から民」の



政策投資銀行本店

PANA

掛け声だけであつての米国とは逆に政策金融機関を縮小しようとしている。確かに政策金融機関の経営改善は必要で、そのためには民営化や上場も有効だろう。しかし、現在八つある政策金融機関のうち民営化するものは普通の銀行と全く同じにし、残つたものを一つにするとなれば、バブルが起きたれば民間銀行と同様に横並びで膨張し、破裂すれば一緒に収縮するのは必至だ。政策金融機関よりも民間銀行の方がすべてに優れていて、国民の利益になるといふのは真実ではない。

一律に政策金融機関が不健全というのは正確ではない。民間銀行はバブルを生んだ揚げ句国家によつて救済されたが、商工中金、農林中金(すでに民営化)、日本政策投資銀行などは経営が健全で、日本でバブルが崩壊した時に民間金融機関がBIS規制を満たすために貸し付けを縮小していった中で、それを埋める役割を果たすことができた。健全さを保てたのは、それらが公共性と根拠法で縛られ、選択と集中を義務付けられているが故に、民間銀行のように収益最大化のために過大なリスクを取るものが少なかったせいである。

まず行うべきは、失われた十五年間に数

十兆円の財政負担を国民に強い、政府・日銀のゼロ金利政策によつて年金や保険や個人の財政に救済されて辛うじて永らえることができた民間の金融システムの見直しであるはずだ。同時に日本の金融システムの質的なグレードアップを実現し、バブル崩壊のリスクを軽減するためには、むしろ民間を補完する官の金融インフラを証券化などの形で再構成すべきである。

また、政策金融機関を一つにしてしまえば、何もかもやるが何も上手にできないということが懸念される。一つになれば独占の上にあぐらをかいてしまうという心配もある。政策金融機関といえども業務分野の選択と集中、そして競争と市場の監視が必要ではないだろうか。一つにするよりも複数の政策金融機関に異なる分野でガラス張りの競争をさせた方がよくはないだろうか。「官から民」という麻酔がさめた時に、残っていたものが公的金融という半身がされた不完全な金融システムということがあつてはならない。今後の金融システム改革が民間金融と政策金融が証券化などを活用して相互補完し共生するという方向に進み、本当に国民の利益になることを期待したい。