

景気回復と金融構造改革の方向性

淵田 康之

経済再生の糸口を生んだ新しき日本と古き良き日本

4月1日に発表された日銀短期経済観測の結果は、堅調な株式市場と相まって、失われた10余年の終了、そして日本経済の新たな回復プロセスの始まりへの期待を高めるものとなった。すなわち製造業主要企業の業況判断DIは4期連続改善を示し、非製造業についても、依然小幅のマイナスとはいえ12年振りの良い数字となった。中小企業の業況判断DIは、まだマイナスが続いているが、2002年第1四半期を底に着実に回復に向かっている。現下の景気回復が大企業中心の回復であり、中小企業は冬のままである、といった見方があるが、これはデータに基づかない印象論に過ぎない。

今回の景況感の好転を説明する議論として、デジタル景気や中国特需など、多々あろうが、強調すべきポイントが二つある。

第一に、90年後半以降の各種の改革努力がプラスに働いているということである。今回、力強い収益回復を示している企業は、過去数年、思い切った経営改革を進めた企業が目立つ。こうした経営改革の推進力となったものとして、以下のような近年の諸改革をあげることができる。

- ① 銀行の不良債権処理や持合解消を促し、銀行と企業の持たれあいや問題先送りにメスを入れた金融改革
- ② 多くの企業を含み益経営からキャッシュフロー経営重視に転換させた会計改革
- ③ ガバナンスの強化と企業再編の円滑化を通じて資産効率の向上を促した会社法改革

また、財政規律の回復に向けた政権のスタンスが明確となり、安易な補助金頼り、財政刺激政策頼りに陥らず、企業が自助努力を本格化させたことも指摘できよう。さらに、最近の株高を支える個人の活発な株式取引は、ビッグバン以来の証券市場改革が無ければこれほどの盛り上がりを見せなかったかもしれない。

こうした近年の改革努力の成果に加え、第二のポイントとして、日本的経営のメリットが発揮されているという点も強調して良いのではないか。米国では、経営者がもともと日本の経営者に比べてはるかに高水準の報酬を得ているところに加え、さらに自らを利するべく粉飾決算やストックオプションの多用に走るなど、グリード（貪欲さ）の問題が資本市場全体を混乱に陥れた。しかしわが国では、米国で問題となったほどの倫理低下は主要企業において稀であろう。むしろ過剰設備、過剰雇用問題の調整を進める上で、経営者は個を利するというより企業再生を第一として真摯に取り組む姿勢が一般的であったと言えるのではないか。

また現場と企画、開発、販売が一体となった生産方式が重視されていることが、生産工場の国内回帰につながっていると言われる。この点、同じく景気回復基調にありながら、アウトソーシング（オフショアリング）が政治問題化している米国とは好対照と言えよう。

以上のように新しき日本と、古き良き日本、この二つの要素が支える経済再生の胎動ではあるが、日本礼賛にまで陥るのは行き過ぎた楽観と言うべきである。

景況感の極端な変動は金融構造問題の証

確かに、昨今の景況感の好転の背後には、企業収益の改善など、ファンダメンタルズの変化がある。しかしわずか1年前、日経平均が7,600円台割れ寸前まで下落し、危機が叫ばれていた状況から、あっという間に同指数が50%以上も上昇し、楽観論が台頭してくるまでの状況に180度転換してしまうところは、単にファンダメンタルズだけで説明しきれないところがあると言えよう。

むしろ、このように極めて大きく景況感や市況が振れてしまうところに、依然として解決していない日本経済の構造問題の深刻さを見て取るべきなのである。

この1年を振り返り、株式市場の反転の一つの契機として、2003年5月のりそな銀行への公的資金注入措置が指摘される。これについては金融危機回避への安心感を生んだという肯定的な評価と同時に、モラルハザードに他ならないという否定的な評価も交錯した。結果だけを見ると、株式市場全般が底堅く推移したことが、銀行の保有株に含み益をもたらし、金融システム不安の沈静化に寄与したことは否定できない。そしてこの金融システム不安の沈静化が、さらなる株高や景況感の好転につながるという好循環につなが

ったわけである。

2003年4月28日、日経平均株価が7,607円88銭の最安値をつけた時点から、直近までの株価上昇率が大きい業種を見ると、図表1のように、メガバンク（7行）の上昇率が突出しているのである。しかも、他の業種では、株価上昇率が大きなプラスを示す企業がある一方で、同じ業種に属しながら株価が低迷している企業もあるなど、企業選別が働いているが、メガバンクにおいては、上昇率が最も低い銀行グループにおいても、112%の上昇を記録しているのである。

ちなみにこの上昇率が最も低い銀行グループは、もともと高く評価されていたため、他行ほどこの期間における株価上昇率が高くなかったものと推察される。この1年のメガバンク株の動きは、必ずしも、メガバンクの本業の収益力が急速に向上した結果でも無く、また優勝劣敗の経済原理が貫徹された結果でも無いということが確認できよう。

また、銀行以外の企業で、株価上昇率が大きな企業の中には、過剰債務問題を抱えている企業もある。大銀行に対して厳しい措置が無いという見通しが広がった結果、借り入れ先の企業の株価も上がり、これがその企業の株を保有する大銀行の株価を押し上げるといった関係も働いたと考えられる。

図表1 株価変化率上位業種

順位	業種	平均変化率 (%)	最高 (%)	企業名	最低 (%)	企業名
1	メガバンク	368.0	722.8	みずほフィナンシャルグループ	112.1	住友信託銀行
2	海運	221.0	627.9	乾汽船	23.8	日本郵船
3	証券・商品	185.6	369.6	松井証券	11.9	小林洋行
4	不動産	170.6	540.0	藤和不動産	11.0	東宝不動産
5	その他金融	137.8	858.5	ソフトバンク・インベストメント	1.8	セントラルファイナンス
6	鉄鋼	129.0	605.9	日本冶金工業	-2.8	愛知製鋼
7	非鉄金属	86.9	131.3	古河機械金属	-14.5	エス・サイエンス
8	建設	78.0	475.0	長谷工コーポレーション	-46.7	日特建設
9	金属製品	75.7	324.8	中国工業	-4.7	三洋工業
10	ガラス・土石	74.2	128.8	エーアンドエーマテリアル	22.6	ダントー

(注)

1. 東証一部上場銘柄について、日経平均が安値を記録した2003年4月28日から2004年4月16日までの株価変化率を算出し、業種ごとに（単純）平均を求めた。株式分割は考慮済み。
2. 経営破綻が明らかになった企業は対象から除外した。また、持株会社へ株式を移転した企業については、基本的に存続会社のみを対象とした。
3. 業種「メガバンク」は、三菱東京フィナンシャル・グループ、UFJホールディングス、りそなホールディングス、三井トラスト・ホールディングス、三井住友フィナンシャルグループ、住友信託銀行、みずほフィナンシャルグループ（株価コード順）。その他は東証33業種分類による。

こうした過去1年の動きから如実に示されることは、いかにわが国の銀行がいまだに株価動向に大きく左右される存在であり、またそうした銀行の動向に、いかにわが国経済が大きく左右される構造になっているか、ということである。

銀行主導で、かくも短期間で市況や景況感が大きく改善方向に振れてしまうということは、逆に、ひとたび株式市場が変調をきたせば、正反対の方向に一気に振れてしまいかねないということをも意味する。株式市場というものは、基本、上がりもすれば下がりもするのであり、こうした動きに、金融システムや景況が大きく振り回されない仕組みに転換していくのが望ましい。

拡大する民間金融機関の預金と国債運用

金融システムが景気や株価に大きく影響され、また金融システムの動向が、景気や株価を大きく振り回してしまう背景には、とりもなおさず、わが国のマネーフローにおいて、銀行が大きな位置づけを占め続けているという構造問題がある。日本経済の再生軌道をよりしっかりしたものにするためにも、今こそ、マネーフロー構造改革を着実に推進していく必要があると言えよう。

マネーフロー構造改革という場合、証券市場改革と郵政改革が強調されることが多い。前者については、2001年の「骨太の改革」以降本格化し、2002年末の税制改革大綱に盛り込まれた証券税制改革や、2003年末に打ち出された銀行等に対する証券仲介業の解禁方針など、既成の枠組みの本質に迫るほどの変化が進展している。

一方、郵政改革は、2007年の民営化に向けた論議が、経済財政諮問会議で本格的に繰り広げられている。2004年4月には、郵政民営化法案準備室も発足した。マネーフロー構造改革という観点からは、郵貯・簡保の肥大化の是正が求められる一方、郵貯・簡保が保有する巨額の国債の行方が注目されている。

このように、証券市場改革と郵政改革が進展しているが、いずれもわが国のマネーフロー構造を抜本的に解決していくには、全く不十分であるということを強調したい。

わが国のマネーフロー構造問題の根本にあるのは、前記のように、銀行のバランスシートを通じるマネーフローが大きなウェイトを占め、銀行にリスクが集中し、信用秩序が不安定になりやすいという点にある。そして今、我々が直視しなければならないことは、この問題が近年むしろ悪化の方向にあるということである。

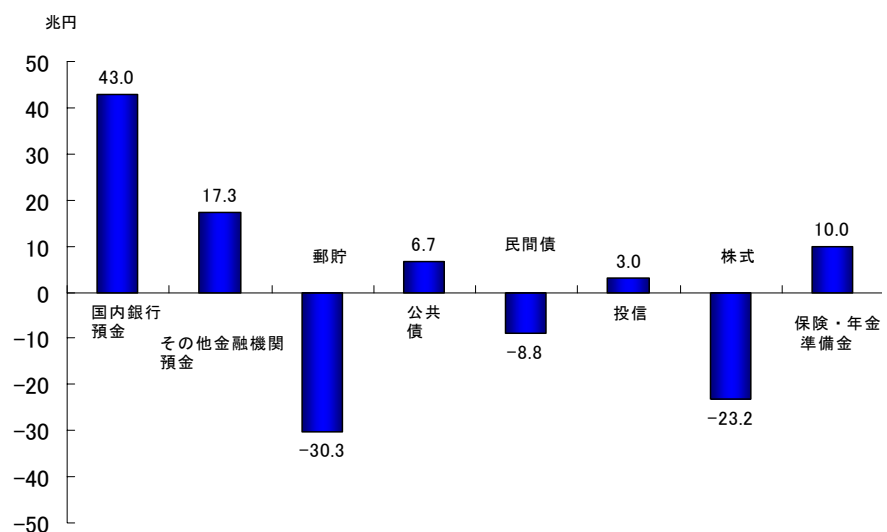
図表 2 で、ここ 4 年ほどの個人金融資産の増減を見ると、銀行預金への個人マネーの集中がさらに進展していることがわかる。一方、郵便貯金と株式は大きく減少している。

こうして銀行に集中する個人マネーが、銀行を通じて企業の再生や成長を支援する方向に投入されているのであれば、経済再生につながる前向きの動きとして評価されても良いかもしれないが、実際には、図表 3 に見られるように、銀行の企業・政府向け貸出は大きく減少し、顕著に増加しているのは国債保有である。

郵貯・簡保の肥大化や国債保有に注目が集まるが、むしろ銀行の預金が著増し、それが国債保有に向かっている点に、もっと注意が払われるべきであろう。

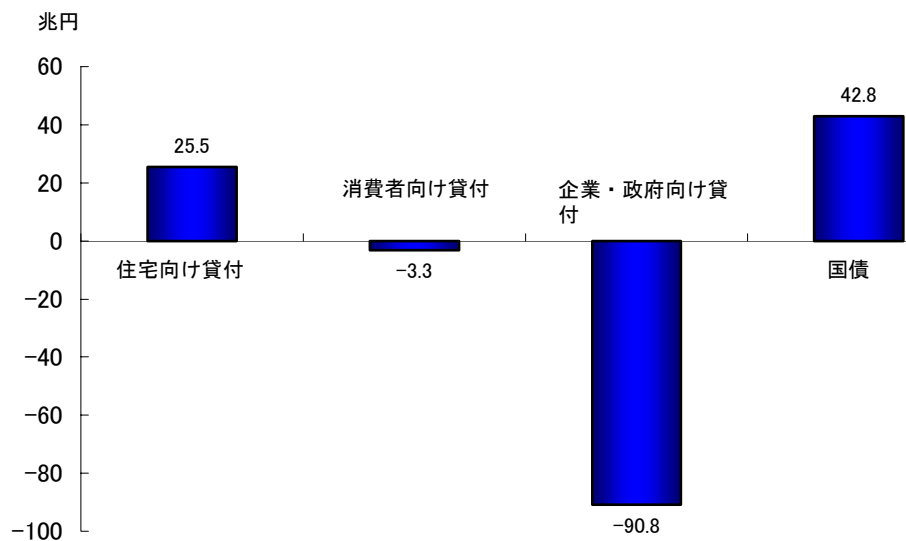
銀行預金の増大は、既に銀行がマネーフローに占める位置づけの大きさを考えると、経済全体の動向に銀行が左右され、銀行の動向に経済全体が左右されるという構造問題が根元から変わる兆しが無いどころか、より深刻化しているということを意味する。また、銀行を通じた国債保有の拡大は、銀行の低収益構造の問題を悪化させる方向に働いている可能性があること、また銀行が金利リスクに、より晒されるようになってきていることなど、懸念材料と言える。さらに今後の国債管理政策の観点からも、銀行の国債保有拡大がサステイナブルな方向かどうか議論されていく必要がある。

図表 2 個人金融資産の変化（1999 年末～2003 年末）



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」

図表 3 銀行等の資産の変化（1999 年末～2003 年末）



変化する貯蓄投資バランスと金融仲介の役割

以上のように、マネーフロー構造改革を実現する上では、証券市場改革や郵政改革もさることながら、問題の「本丸」である銀行を巡るマネーフローの改革に焦点を当てていく必要がある。この場合、単に銀行のバランスシートを通じたマネーフローの位置づけを低下させるという観点だけではなく、昨今の部門別貯蓄投資バランスの変化を踏まえた金融仲介のあり方を考えていく必要がある。図表 4 は、部門別貯蓄投資バランスの推移を示したものである。昨今の特徴として企業の資金余剰幅が一段と拡大していることと、家計の資金余剰幅が減少を続け、ついに 2003 年には資金不足に陥ったことが注目される。

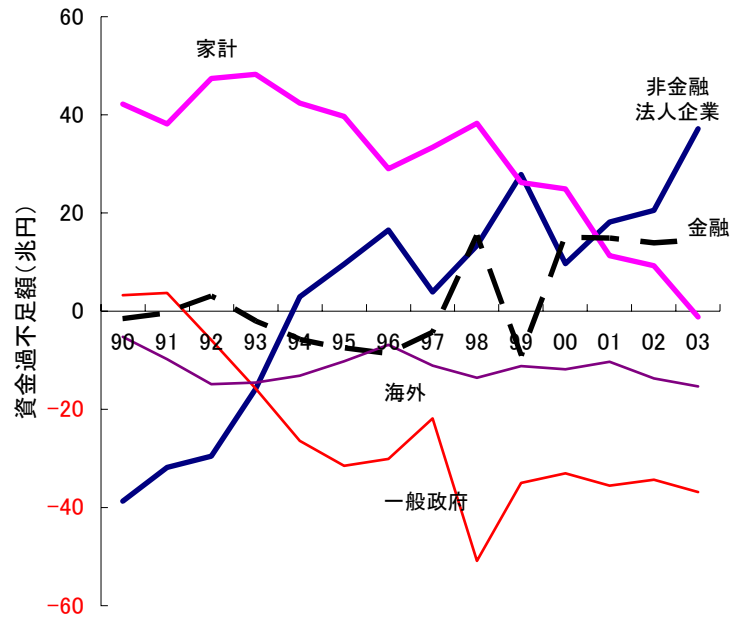
企業については、収益回復に伴い前向きな設備投資が見られるとはいえ、余裕資金の範囲での投資が一般的であり、企業全体で見ればネットの資金需要が生じるというよりも、むしろ貸出の返済が続いている。

一方、個人の資金余剰幅の縮小、資金不足部門への転換の背景については、個人所得低迷の影響や高齢化の進展による貯蓄率の低下といった議論があるところである。

この貯蓄投資構造が現状の姿で持続するかどうかは諸説あろうが、一般的に、他の先進諸国においても、重厚長大企業の巨額のファイ

ナンスが行われた時代と異なり、企業が外部資金調達よりも内部資金調達に依存する傾向が見られる。また、高齢化の進展と共に貯蓄率が低下していくのも、各国の一般的な傾向である。

図表 4 部門別貯蓄投資差額の推移



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」

このような貯蓄投資構造を踏まえると、マクロ的に見れば個人の貯蓄を集めて企業の投資をいかにファイナンスするか、という役割は、もはや従来のようには金融仲介機関に期待されていないということになる。

といっても、金融仲介機関の存在意義が無くなるということではない。むしろこれから重要なことは、資金調達や運用のボリュームの確保ではなく、その中身の改善につながる金融仲介である。

中身の改善とは、一言で言えば、リスク・リターンを踏まえた合理的な資金配分の実現である。その意味では、特にこれまで見てきた個人マネーの銀行預金への集中、そして銀行による国債運用の拡大が、わが国経済における資金のアロケーションとして合理的な方向と言えるかどうか問われていかなければなるまい。

銀行は、融資が伸びない故に、国債運用を拡大せざるをえなくなっている面があるのであり、これによって銀行のポートフォリオのパフォーマンスが向上しているわけではない。従って、個人マネー

が銀行預金に向かっているのも、銀行が個人に従来より高いリターンを支払えるようになったからではない。3月危機、9月危機といった議論が年中行事化する年月が続いた中で、預金者のリスク回避指向が高まり、安全性かつ利便性が高い銀行預金が選好されていた面が強いといえる。

マネーフロー構造改革の中核は銀行改革

しかしここで問題なのは、預金者がそうした安全性、利便性の享受に見合うコストを負担しつつ、資産選択を行っていたかである。現実にはペイオフ解禁が延期されており、一方、銀行への公的資金注入の枠組みはさらに充実されつつある。預金者が明示的にコスト負担を感じることがないまま、セイフティネットが拡充しているのである。

当面、マネーフロー構造改革として最優先とすべきは、景況感の回復を追い風としつつ、2005年4月にペイオフの全面解禁を実現させることである。それも、決済用預金はその単純な抜け穴として利用されないよう、口座管理手数料の徴収などの措置が同時に徹底されていく必要がある。

また銀行は、預金を集めて国債を運用するだけならば信用創造機関としての存在意義が問われかねないのであり、融資業務においてリスク、コストに見合う条件の設定を行う努力を続けると同時に、貸出債権の流動化や証券化、投信等の金融商品販売、投資銀行業務、資産運用業務を強化していく必要がある。

そして金融行政としては、そうしたビジネスモデル転換も、あるいは自力での自己資本充実も実現できない金融機関に対して、システムリスクを理由にした救済措置を講じるのではなく、円滑な退出を促していくことも不可欠と言えよう。

市況が変化し、再び、景況感が楽観から悲観に180度振れてしまうような事態が起きる前に、いかにわが国のマネーフロー構造問題の「本丸」に、切り込むことができるかどうか、本年から来年にかけての最重要課題と言えよう。