

金融・資産市場化・グローバル化への戦略的対応

－資産ベースの不況対策と資産ベースの福祉政策の提言－

丸尾直美

Asset-Based Economic and Welfare Policies:
Asset Markets and National Economic Strategy

MARUO Naomi

Abstract

- 1, The proportion of total value of national gross assets to national income has nearly tripled in the last two decades in Japan. As the proportion has become large, the role of asset prices has been more central to economic fluctuation and economic distribution than previous periods. The bubble economy in the 1980s and its collapse were caused mainly by the unexpected fluctuations in asset prices.
- 2, In contrast to the US and European countries that enjoyed the benefits of global liberalization of financial and asset markets in the 1990s. Japan and a few newly industrialized nations in Asia were seriously afflicted by depression in the same decade. The so-called global standards for financial and asset markets worked unfavourably for those countries that had little experience and information with regard to the markets. Chart 2 and 3 show how dramatically the relative share prices in Japan and the US have changed. .
- 3, Experiences in Asian countries in the 1990s suggest that introducing the same global standards for international competition on equal footings to nations at different stages of market development is sometimes not fair. Liberalization of financial and asset markets sometimes causes cumulative economic fluctuations and unjust distribution of asset ownership. In the transitional period when a system shift takes place in financial and asset markets, (1) asset-based-allocation policies, (2) asset-based stabilization policies and (3) asset-based-distribution policies are required.
- 4, Liberalization of asset markets is also likely to widen inequality in asset ownership within a country. In a period of system shift in asset markets, government policies for information sharing on asset markets and workers' share ownership through mutual investment funds, etc. are effective means of mitigating inequalities in asset ownership and promoting efficient asset allocation.
- 5, If a larger portion of these financial assets were to shift from deposits and bonds, etc. to domestic stock as happened in the US and a few European countries in the 1990s, share prices would rise and the Japanese economy would begin to develop again. Investments by foreigners in Japanese stock and real estate markets will be helpful in stimulating the Japanese economy. It is of interest to note that the bubble economy of Japan in the 1980s was caused by foreigners' investment in real estates in Tokyo.

6, In an era where the influences of these assets have become so large, neither a neo-classical policy nor a Keynes = Beveridgian policy that manage mainly economic flows are sufficient. Positive asset-based policies are sometimes required to make market mechanism works well. The Swedish case is in the 1990s of special interest when studying the policies at financial crisis.

[要約]

本稿において次のことを述べる。

- (1) フローのGDPや国民所得に対するストックの資産の相対的価値が大きくなっていく傾向があること。それにともない資産価値の変動が経済変動や資産・所得の分配に大きな影響を与えること。
- (2) 資産価値変動の国際間格差は経済成長率格差より大きいので、金融・資産についての情報上の優位国は、国際的自由化のもとでは自国の資産価値を高め為替レートを有利にして他国の資産を有利に買うことが可能であること。
- (3) 資産と経済の成長が安定成長軌道を大きく外れた場合、経済安定化のためには、ケインズの不況対策も単なる新古典派的市場化政策も適切でない。金融・資産型不況には資産政策が必要なこと。スウェーデンは1990年代初頭の深刻な不況に対して資産ベースの経済政策とも言える不況対策第三の道で不況克服に成功した。
- (4) このような資産ベースの経済政策に加えて、その補完としても、金融資産の自由化に伴う資産格差の拡大の防除あるいは緩和のためにも、平等主義的資産ベースの福祉政策が必要である。
- (5) 日本はこの数年、経済停滞に悩まされており、今も不況下にあるが、この不況を克服するためには次の四つの資産ベースの不況対策をとることによって効果的に不況を脱することができること。すなわち
 - ① 公的資金の金融機関への大量かつ効果的投入。この方式を有効に用いたのは1993年のスウェーデンである。韓国も1990年代に大量の公的資金を金融機関に投入して、金融機能を速やかに回復させて金融危機を克服した。
 - ② 金融資産の間接金融から直接金融への配分 (allocation) の誘導。欧米のいくつかの国では1990年代に金融・資産の直接金融へのシフトが生じ、資産市場と経済が活性化した。金融・資産の自由化はこのことを促すはずであるが、この資産シフトをうながす政策が必要な場合がある。
 - ③ 経済停滞で資産価値が相対的に低くなった日本では、資産価値が相対的に高くなったアメリカなどの国の資産を自国に誘導し、過度なウインブルドン化を避けながら外資を自国の経済活性化に利用することができる。

1980年代の経済活性化とバブル経済は、外資の東京の土地購入から始まった。韓国では巨額の公的資金を金融機関の救済に投入した上に、外資を積極的に活用して経済停滞を脱却した。
 - ④ 民間消費の停滞の一つの理由は、破綻がうわさされる社会保障財政の将来に対する不

安である。この不安に対処するためにも、資産ベースの福祉政策が必要である。

②, ③は金融・資産市場化の結果、市場メカニズムによりそのような資産配分の効率化が促されるはずであるが、自動的にそうならない場合、資産ベースの政策的誘導が必要である。

1. 資産価値上昇の趨勢

フローのGDPや国民所得に対してストックの資産価値が相対的に大きくなることは多くの先進工業国に見られる趨勢である。日本は1990年代初めにバブルが崩壊してその趨勢が崩れたがそれでも1970年には7~8倍であった国民総資産価値/国民所得比が2000年には約20倍になっている。国民所得の名目値と国民総資産価値の対数をとって示すと、図表1が示すような趨勢になっている。1960年から2000年の年次データによると国民総資産価値のGDPに対する弾性値は1.28である。

図表1 GDPと国民総資産の関係

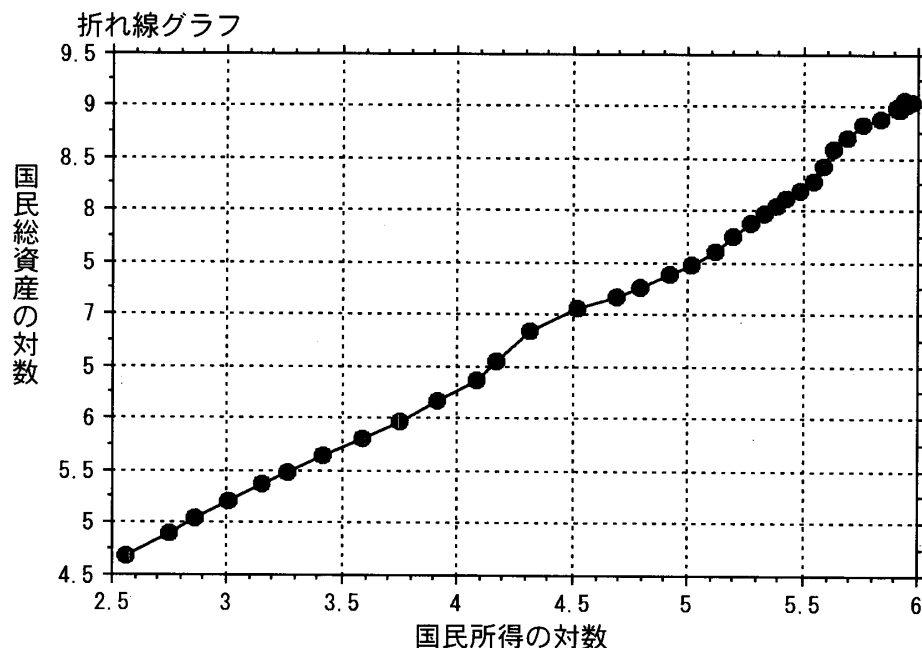


Chart 1 National Income and Total Asset Value

$$\ln A = \ln 1.226 + 1.280 \ln Y \text{-----}(3)$$

(15.022) (77.478)

自由度調整済み決定係数：0.994、各係数の下の()内の数値は t 値、lnは自然対数であることを示す。

A:国民総資産,Y:国民所得。ともに各目値。

一般にストックとしての資産をA、フローとしての所得をYとあらわすと、資産Aと所得Yとの時間的変化は(1)式のような関係になっているので、分子の資産の増加率が分母の所得の増加率より高い限り、すなわち $(1+i)(1+\rho)(1+sY_0/A_0) / (1+g) > 1$ 、恒常的成長($g=i$)の場合、 $(1+\rho)(1+sY_0/A_0) > 1$ である限り、資産/所得比率

は上昇する(丸尾、2002)。

$$\frac{A_t}{Y_t} = \frac{A_0 (1+i)^n (1+\rho)^n (1+sY_0/A_0)^n}{Y_0 (1+g)^n} \quad \text{-----}(1)$$

A_t : t 期の資産額、 A_0 : 初期の資産額、 Y_t : t 期の所得、 Y_0 : 初期の所得 g : Y の成長率、 i : 資産の利率、 ρ : 資産の値上がり率、 s : 貯蓄率、 sY_0 : 貯蓄による資産の増分、 n : 経過年数。

2. 日米の経済逆転はなぜ生じたか

1990年代の初めの日本は、国民総資産価値でも個人金融資産でも世界一だった。東京証券取引所の株価総額はニューヨーク証券取引所の株価総額を上回り、日本の地価総額はアメリカ全土の地価総額を上回った。世界の十大金融機関のすべてを日本が独占した。アメリカのロックフェラーセンター、コロンビア映画社、ヨーロッパのお城等を日本の企業等が買って話題になったのはその頃だった。日本が急に豊かになったのは欧米との経済成長率格差であり、それ以上に資産価値上昇率格差だった。日本の躍進に経済的脅威を感じ、にわか成金国に自国の資産を買われて悔しい思いをした欧米諸国が、なぜそうなったのかを学び同じ手口をその後、戦略的に用いたとしても非難できない。

逆転した日本対欧米の資産価値

1979年から1989年の間にバブル経済の結果、東京証券取引所の平均株価は十年で6.3倍になり、日本の六大都市の住宅地価は約3.5倍になった。その間、円の対米為替レートは219円から138円へと対米価値は1.6倍近くになった。株価と為替レート上昇の相乗効果で豊かになり、海外資産を安く買えたのである。そうであれば資産価値と為替レートを政策的に高く誘導する経済戦略をとり、他国の資産を市場価値で合法的市場取引として有利に購入できるはずである。このことをアメリカは金融・資産市場の自由化・グローバル化の戦略で見事に実証した。金融・資産自由化の利点を活かし、欧米の金融先進国は近年まれな高成長を記録した。他方、金融・資産自由化に躰いた日本は第二次大戦後、最悪の長期経済停滞を経験した。この十数年間でアメリカと日本との立場は逆転し、アメリカ資本は長銀をはじめとする日本の企業や資産を安く買った。この対照的経済成長と日米資産価値の逆方向への変動によって日米の経済的優位は1990年代に逆転した。アメリカのダウ平均株価は1990年の2679ドルから2000年の1万735ドルへと4倍強上昇したが、その間、日経平均株価は、ピーク時の半分以下になり、2002年2月には一時、1万円を切り、3分の1以下になった。日本の六大都市の住宅地価も半分以下になった。為替レートの低下を考慮してもアメリカは自国の株を売って日本の株を1990年頃の平均六分の一から一時は十分の一以下で買ったことになる(図表3参照)。

このことはある国が国家経済戦略として政策的に資産価格を上昇させ、しかも自国の

為替レートを強くすることができれば、有利な価格で他国の株(会社)などの資産を市場取引で買うことができることを意味する。すなわち(2)式の A_t/B_t を A_o/B_o の何倍かにすることが可能になる。アメリカをA国、日本をB国として1979年~1990年と1989年~2000年の日本の資産価値/アメリカの資産価値の変化を為替レート調整前と調整後について図示すると、図表2と図表3のようになる。

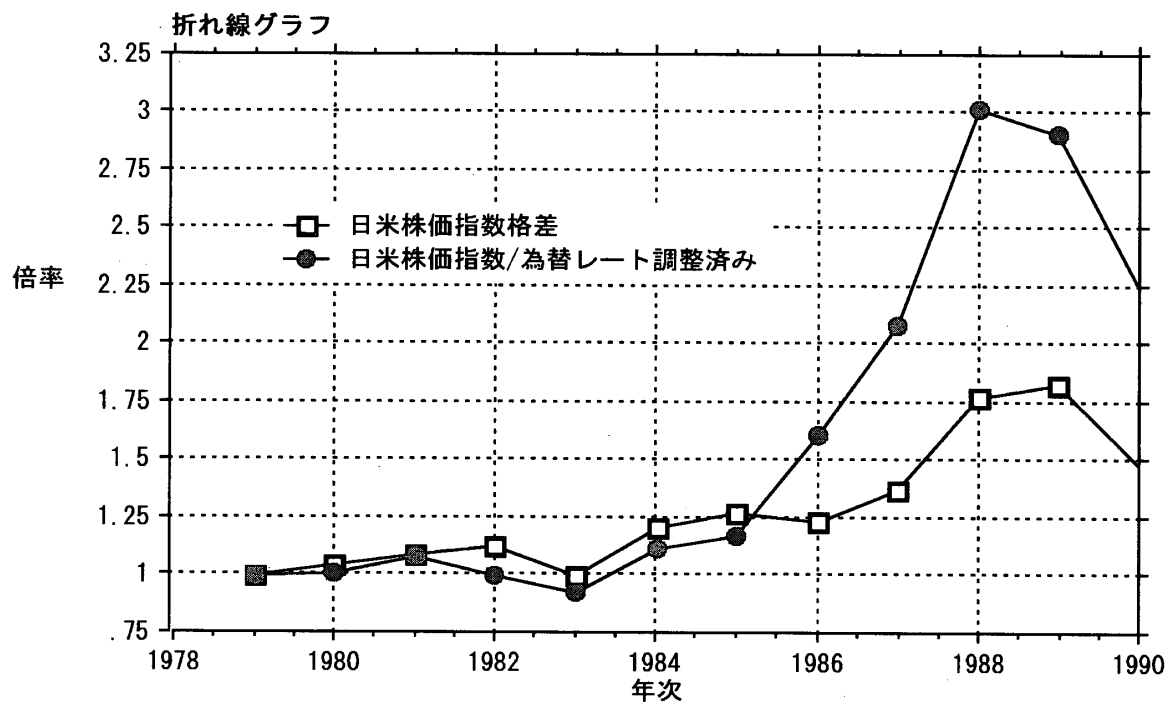
A国の資産価値の指数

$$A_t/B_t = \frac{\text{A国の資産価値の指数}}{\text{B国の資産価値の指数}} \div \text{A国表示の為替レートの指数} \times A_o/B_o \quad \text{--- (2)}$$

B国の資産価値の指数

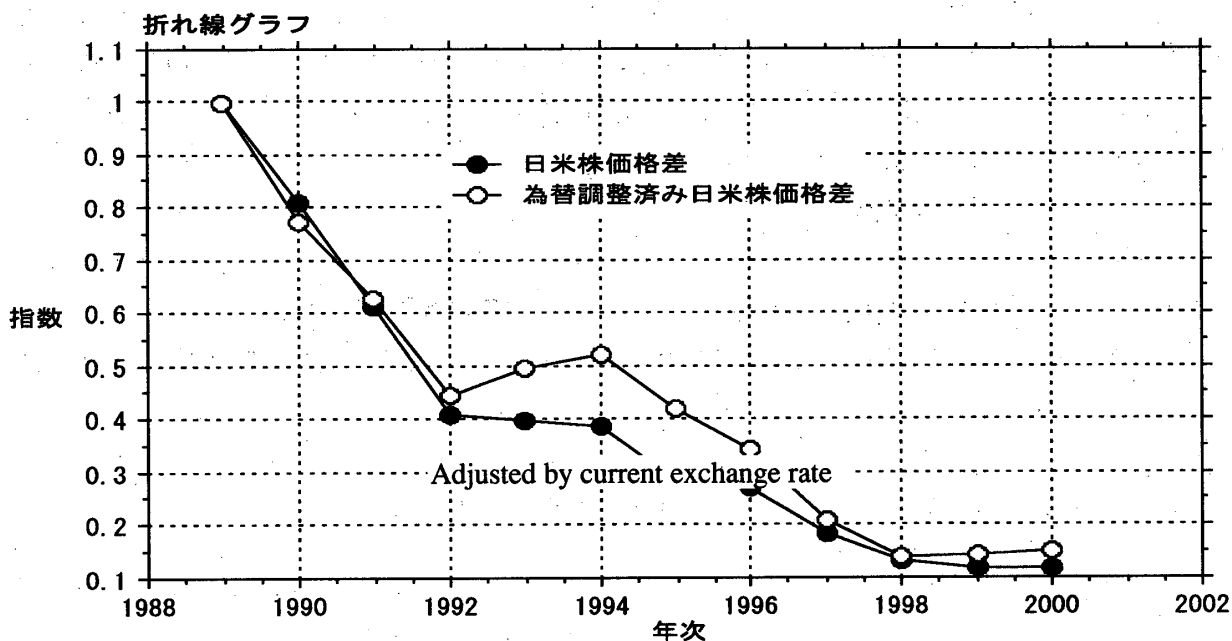
A_o :1期のA国の資産価値、 B_o :1期のB国の資産価値、 A_t :2期のA国の資産価値、 B_t :2期のB国の資産価値

図表2 1979年から1990年における日米の相対的株価指数の変化



1979年=1.0とする倍率

図表3 1989～2000年の日米株価指数の変化（1989年＝1.0）



金融・資産市場化・グローバル化の帰結

日米のこの見事な資産価値逆転劇は金融・資産自由化・グローバル化のシナリオによって実現した。リスクをプールする護送船団型日本の金融機関は国際金融市場で有利だったが、国際金融取引をする金融機関は8%以上の自己資本を持つべしというBIS(国際決済銀行)の基準が日本の金融躍進をストップさせ、破綻させる一因になった。金融・資産市場を自由化し、グローバル化して同じ土俵で競争する以上、共通の国際ルールは必要である。しかし、いわゆるリスクを避ける護送船団方式でわずかな自己資本でも破産しなかった日本独自の金融システムは、その利点を生かせない市場基準で市場競争することになり、それまでの優位性を忽ち失った。例えて言えば1位～3位を独占した日本のジャンプ選手がスキーのそのりの長さの国際基準の変更で、苦境に陥ったと同じような状況であった。国際的金融自由競争化とリスク回避のために設けられた国際ルールが皮肉にも金融・資産大国日本の金融危機を招き、日本を含む新興アジア諸国の1980年代の躍進を少なくとも一時的に「ストップ」させ、欧米は経済的優位を回復する結果になった。

ウインブルドン化利用で経済活性化を

ウインブルドンでのテニスの国際競技でイギリスは主催国でありながら入賞するのは殆ど外国勢であるが、これをウインブルドン化という。外資であろうと金融・資産の自由化で外資が利潤を求めて日本に流入し、経済を活性化し、経済停滞から脱却するのに役立てば、市場取引による購入であるならば、ウインブルドン化でもそれは資産のより効率的国際配分であるだけでなく、日本にとっても良いことである。ただ長銀の場合のように公的資金を数兆円投入したうえで外資に身売りするような市場取引ともいえないような愚は断固避けるべきであり、国際金融・資産ゲームでも相手の経済戦略を読み、

過度のウインブルドン化も避けるべきだが、今となっては日本のとるべき一つの経済戦略はむしろウインブルドン現象を利用して外資を日本経済の活性化に利用するとともに、眠っている国内の金融資産を活性化する起爆剤としても利用して景気回復を図ることだろう。1980年代の日本のバブル景気も金融国際化や情報化に必要なオフィスを東京で買ったことによる都心の地価上昇が起爆剤となって生じた。同じようなことを誘導して地価・株価・経済の活性化に役立てられるはずである。韓国では1998年の不況脱出に金融機関への公的資金の大量投入と外資投資を利用して不況脱却に成功した。

3. 1990年の不況の原因と対策：日本とスウェーデンの対策との比較と教訓

経済不況や停滞の原因としては、ケインズの総需要不足説と供給面に由来するコスト型不況説がある。総需要不足説はマクロ需給図表の総需要曲線が左下方にありすぎると見る。(第4節の図表6参照) それに対して供給・コスト面を重視する立場は総供給曲線が左上方に位置しすぎることが原因だと見る。しかし、供給・コスト型の不況の場合には、コスト・インフレを伴うスタグフレーションになるはずである。1990年代と最近まで続く日本の不況では物価はむしろ低下している。総需要不足が原因になっていることは疑いないが(丹羽、1999年)、総需要不足をもたらした始発原因が金融・資産価格の崩壊であるならば、金融・資産に対する資産ベースの不況対策を通じてフローの需給を調整することが必要である。1990年代に日本とスウェーデンはほぼ同じ時期に不動産価格と株価下落に象徴される経済バブルの崩壊とそれに続く深刻な不況を経験した。しかし、不況対策として1993年に導入した政策はまったく異なっていた(丸尾直美、1996年および2002年3月；Suzuki、1999)。

日本は1993年、宮沢内閣のもとで不況対策として公共事業拡大を中心ケインズ型の不況対策をとった。これと対照的に1930年代に世界で始めてケインズ的不況対策をとったスウェーデンでは、1993年にはケインズの政策はとらなかった。公共事業にではなく金融機関に公的資金を大量に投入して、金融機能を正常化させ、1995年には景気回復に成功した。1990年代のスウェーデンは、金融・資産対策でも日本とは次のような点で違っていた。そしてこのことが両国の景気の明暗を分かっことになった。

① 公的資金投入のタイミングと規模

第1に、バブル崩壊後、金融危機対策として公的資金の金融機関への投入時期と投入規模である。スウェーデンは1993、94年に1993年のGDPの4.66%に相当する公的資金を金融機関支援のために実際に投入してデフレ・スパイラルから早急に脱却した。日本でも7年後の1999~2000年にかけて、大規模な公的資金を準備したが、実際に投入した公的資金総額はGDPの2%足らずであった。

② 「良い銀行」と「悪い銀行」の分離戦略の違い

第2に、「良い銀行」と「悪い銀行」の分離戦略の違いである。スウェーデンの金融危機対策の銀行危機克服に当たっての決定的特徴(critical feature)は問題を抱えている銀行を不

良債権を貸借対照表から分離して財務上、健全な「良い銀行」とその不良債権を引き受けて処理する「悪い銀行」に分離して処理した「悪い銀行」/「良い銀行」分離戦略をとったことだと言われる(Marcy, 1999)。金融危機で破産したノルド銀行の場合には、問題債権を政府が簿価で買い取り、ノルド銀行は「良い銀行」として正常業務に復帰し、Securumという「悪い銀行」を分離して政府出資とノルド銀行からのローンで設立して、そこに問題債権を移転して処理させた。その戦略のおかげでノルド銀行はその後、最も利益を上げる銀行に変身し、一部、民営化された。日本でも最近スウェーデンのいう「良い銀行」「悪い銀行」論が引き合いに出されるが、日本では不良債権を抱えている健全経営の銀行を「良い銀行」とし、不良債権を大量に抱えている銀行を「悪い銀行」として、良い銀行を残し、悪い銀行を整理する政策を「良い銀行」「悪い銀行」政策だと誤解している。

スウェーデンの「良い銀行」「悪い銀行」戦略のメリットは三つある。第1に、コストのかかる負債に対する良い資産の割合を高めることによって、銀行の利益を上げる能力を高めることである。第2に、銀行の利潤を上げる力を高めることと、利潤をあげることでできない資産の比率を減少させることによって外部から安く資本を調達する能力を高めることである。第3に、積極的計画を立てて行動することができることである。日本でも良い資産と悪い資産（不良債権）の分離政策をとったが、一つの問題銀行を「良い銀行」と「悪い銀行」に分離する方式ではない。

③ 不良債権の分離処理の計画的公的介入と市場的方法の組み合わせ

スウェーデンの場合、問題銀行の国有化や不良債権処理銀行を問題の銀行から分離し、政府出資で設立した点は計画的な公的介入であるが、また不良債権処理機関は政府出資の銀行とはいえ独立の金融会社であり、専門のマネジャーによって運営された。

その処理にあたっては、当該会社を破産させるかどうかを決めるが、多くの場合、破産させて、Securumは資産を得た。この資産を、第一に効率的に処理し、第二に「その資産の潜在的市場価値が最大化するよう」に工夫し、第三に、「それを最も高い価格で売った」

(Englund, 1999)。公的資金投入とそのことによる国有化という政策は極めて計画的非市場であるが、その後は、国有化され、不良債権から解放されたノルド銀行は市場的に経営され、もっとも利潤を上げる銀行になり、その後、民営化され政府は投入した公的資金を回収できた。不良債権処理会社も市場的に経営されている。Gota銀行が破産したときも、外資に売るかNord銀行に合併させるか、どちらが有利か外資による入札価格を見たうえで、慎重に判断してNord銀行との合併を決めている。

日本の長銀と不良債権処理機構は銀行というよりも司法的性格を感じさせるものであった。日本では金融危機に関して汚職や背任行為などが関係しており、自殺者が数人出た。また一旦、国有化した長銀を民間に売却したが、その処理に関して長銀を購入希望していた外国の金融機関と近い関係にある外国のコンサルタント会社の意見を聞いて、それに従うという不可解なことをした。スウェーデンの場合には、入札価格を見た上で

外資に売却することをやめて、後にNord銀行の資産価値があがった段階で、段階的に民営化していった。

日本の長銀と不良債権処理機構に匹敵するのは、スウェーデンの場合、ノルド銀行とSecurumであるが、両国とも多額の公的資金を当該銀行に投入して国有化したところまでは同様であったが、日本は多額の公的資金を投入した長銀に100%の瑕疵条項までつけて外資に売却し、公的資金も回収できなくなったし、経済活性化にも役立っていない。

④ 不良債権処理に経営能力ある有能な人材を登用

スウェーデンでは不良債権処理を市場的に有利に行なうために、資産マネジメントの専門家をリクルートし、金融機関として有利に資産を処理した。Nord銀行の不良債権を処理したSecurumの場合、主要な人材はNord銀行から得た。Securumはその資金の約半分をNord銀行から借りた上に、人材の多くをNord銀行から得たのである。日本の不良債権処理機構が長銀から資金を借り、人材も長銀からリクルートして、長銀の不良債権を処理したようなものであるから、日本の場合と事情がかなり異なる。Securumの場合、処理対象の問題債権の多くがNord銀行のものであったので、Nord銀行から来たローン扱いの専門家はその内容も良く分かっていた。しかし、もし彼らがNord銀行の貸し付け担当者であったなら、ローンを悪い資産とよい資産に分ける際、自分が貸し付けに責任をもつローンを公平に分別できたかという点で問題があったろうが、リクルートされたローンの専門家は主にローンの運営担当外の者であったと言う。

⑤ 政府保証を有効活用

スウェーデン政府は、深刻な財務危機の銀行に公的資金を投入すると同時に、自己資本比率が9%を切ったら政府が支援を保証するといったような形で、具体的明示的に政府保証を与えた。従って、政府保証のために銀行の信用が高まり、実際の金銭的支援が必要でなくなった場合がいくつかある。政府支援の845.55億クローナと実際に支出した653.05億クローナの差額は政府保証の額である。日本の場合も、政府予算として実際に投入した金額よりもかなり多くの資金を準備したが、銀行に対する政府保証としての機能には違いがあるように見える。

⑥ 公的資金投入に対する国民的理解と合意

日本では、公的資金の金融機関投入に与党内でも反対がある。スウェーデンの場合は、与党が野党を支持する労働組合の合意もえて公的資金投入に踏み切り、国民的理解と合意の程度も日本の場合に比べると高かったので、計画に近い不況対策を実行することができた。

⑦ 金融資産の株式市場への誘導政策

金融資産の間接金融市場から直接金融市場への大移動を促がす政策にも大きな違いが

あった。その一つは個人金融資産を預貯金などの受動的間接金融方式から直接金融方式へ誘導する制度である。例えば国民大衆が安心して株式投資を行なえる全国民基金制度 (allemanfond、英訳everyman's fund)を作り、税制上、優遇し、株価暴落直後の1991~92年の不況期に優遇対象額を大幅に引き上げた。こうした資産に対する政策に支えられ、2000年5月の調査によると、スウェーデンでは10人中6人が何らかの証券ファンドを利用しており、ファンド型の貯蓄を行なっている5人中4人は株式ファンドを利用していると言う(homepage : <http://fondbolagen>)。魅力的な個人年金や保険制度も作り、税制上の優遇をして、公的年金の給付抑制に伴う国民の将来不安をなくした。日本では1420兆近い個人金融資産のうち株式投資は4.3%、投資信託が2.3%である(2001年10~12月現在)。幾分、上昇傾向が見られるものの欧米の金融市場化先進国に比べて金融資産配分に大きな差が見られる。

⑧ 年金基金のリスク市場への投資

スウェーデンでは、個人金融資産に加えて公私の年金基金からの株式投資が積極的に行なわれるようになった。公的年金積立金の配分比も戦略的標準が57%、2001年末の実績は第一年金基金の場合、約60%であった。年金基金が株式投資に積極的なことも1990年代の株式市場の活性化の一因になった。日本では公私の年金基金もあまりにリスク回避型であり、公的年金積立金の株式への配分比の政府目標は12%であり、実際値は5%である。

⑨ 有利な国際環境

スウェーデンが経済危機克服をはじめた1992~1993年以後、欧米諸国はの景気が好転し、欧米諸国の多くが好景気になり、スウェーデンはその恩恵を受けたが、これと対照的に日本を取り巻くアジアは経済不況に陥った。こうした国際環境もスウェーデンには有利であった。

4. 金融・資産型不況に対する不況対策

1990年代の日本の不況は資産価格の暴落が発端原因として始まった。資産価値の暴落は消費への資産効果を通じて民間消費を低下させ、資産の投資効果ともいえるものを通じて金融機関の貸し出し機能を低下させ、貨幣乗数をも低下させて(丸尾、1999年3月)、民間投資を低落させた。その上、人口高齢化と低成長時代への対応として行われた社会保障給付水準の引き下げと医療社会保障の自己負担率の引き上げが国民の将来生活への不安を高め、資産効果とあいまって民間消費を停滞させた。不況をもたらした資産価値暴落と不況の因果関係をフローチャートで示すと図表4のようになる。

金融機関への公的資金投入

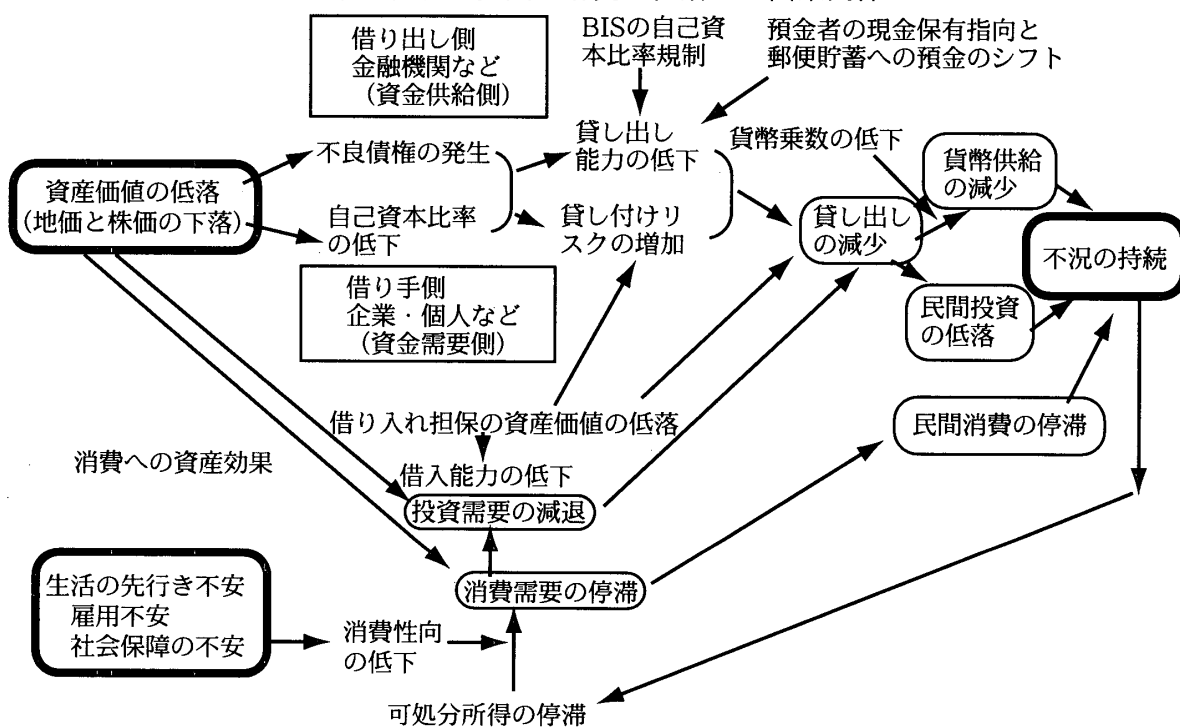
今の日本では、金融危機で貸付機能が低下している金融機関に公的資金を投入して、

自己資本を増加させ、金融機関の信用を回復して、貸し出し機能と貨幣供給機能の回復を図ることが必要である。資産価値の低落のため金融機関の自己資本の比率が必要とされる水準より低くなると、金融機関の貸借対照表（バランスシート）上の資産＝資本のための調整により金融機関の貸し出し能力が低下する。したがって貨幣供給が増えても投資のための貸し出しが増えない（図表5参照）。それゆえ不況克服のためには金融危機で公的資金の貸付機能が低下している金融機関に公的資金を導入して、自己資本を増させ、金融機関の信用回復・貸し出し機能回復・貨幣供給機能の回復を図ることが必要になる。

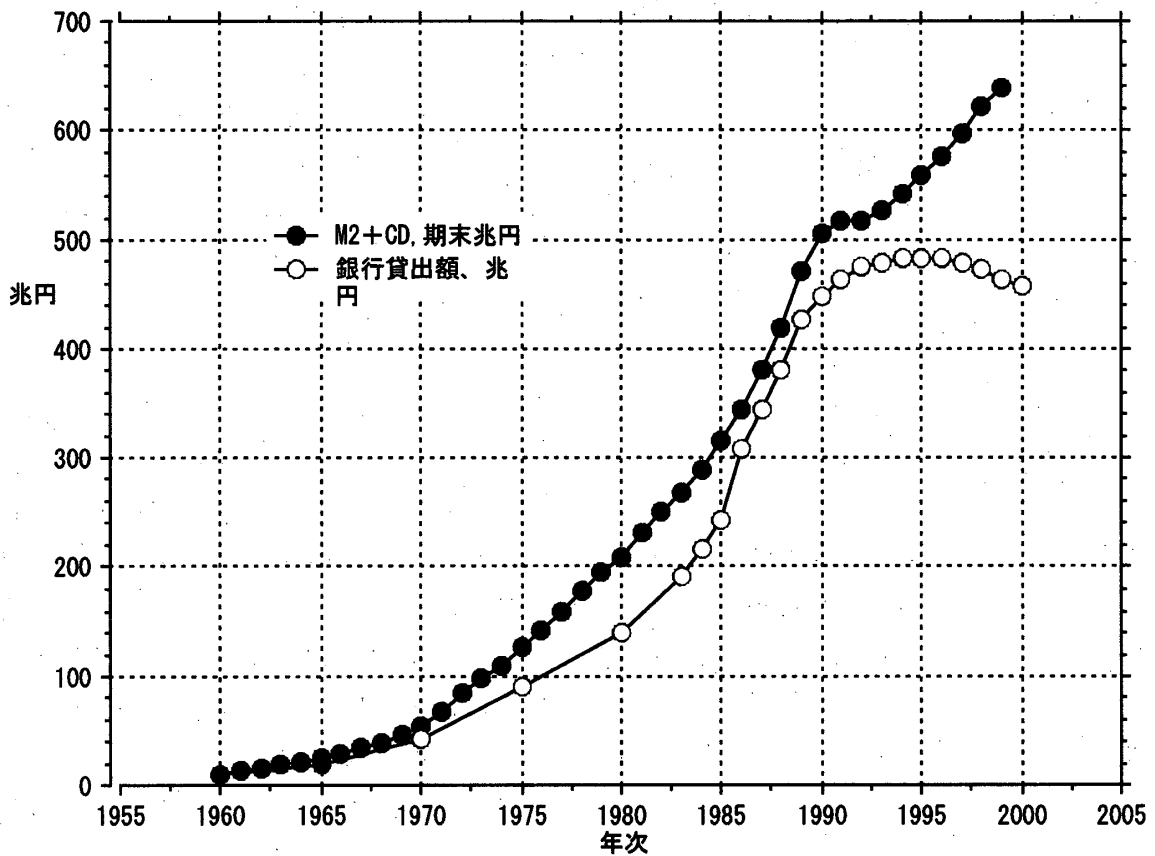
資産価値の低落のため金融機関の自己資本の比率が必要とされる水準より低くなると、金融機関の貸借対照表（バランスシート）の資産＝資本の調整のため貸し出し可能な資金量が少なくなり、貸し出しが減少するのである。丸尾（1999年3月、2000年）はこのようなメカニズムを数式モデルで示した。その後、小林慶一郎、加藤創太（2001年）が同様なメカニズムで不況を説明して注目された。銀行の貸出し抑制の結果、貨幣供給が減少し、投資が減少する。国際取引をする金融機関は自己資本比率を8パーセント以上に保つべしというBIS(国際決済銀行)の要請は銀行貸し出しと貨幣供給を減少させ、総需要を減少させた。一方、公的資金をスウェーデン方式で金融機関に導入すると、貸し出し能力が増加して貸し出しが増え、貨幣供給量が増え、総需要が増大する。

スウェーデンをはじめとする欧米諸国の経験と日本との比較から金融・資産型不況に対しては次の4つの政策が有効であることが示唆される。

図表4 資産価値低下と貨幣供給及び投資と消費の低落への因果関係



図表5 貨幣供給と銀行貸し出しの関係



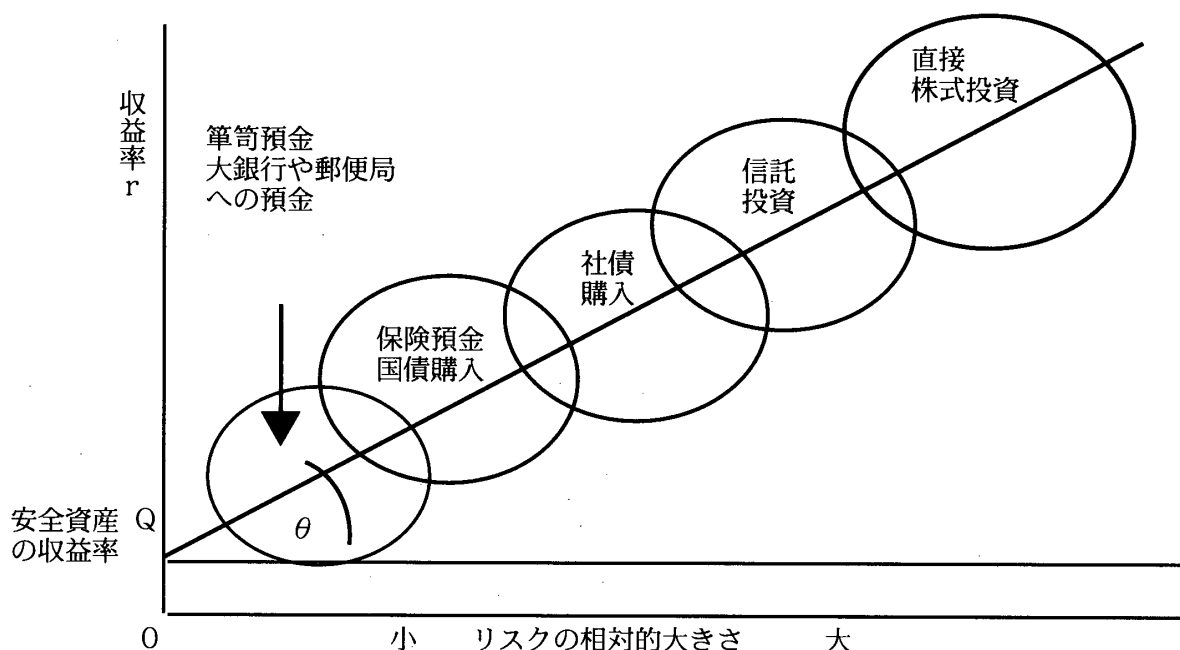
間接金融から直接金融への資産のシフトによる株式市場の活性化と資産効果

図表6のQ点はリスクが事実上ゼロの資産商品の収益率である。このQを基点とするリスクと収益性の組み合わせを示すのが図表6上の右上がりの直線である。横軸はリスクの相対的大きさをあらわす指標である。この線上のどの金融商品を選ぶかはその人がリスク回避型かリスク挑戦型かによって違ってくる。そして概して資産保有高が多い人ほどリスク挑戦型になりハイリスク・ハイリターン of 金融資産の比重が大きくなる。金融・資産市場が自由化されて資産を運用する人がすべてこのトレード・オフ線を意識して、各人の効用を最大化しようとして行動すれば、図表6のように資産の運用先はトレード・オフ線上に分布するはずである。リスクを考慮に入れた上での資産の最適配分になるはずである。欧米ではそうした方向に資産のシフトが生じた（小川一夫編、2002年所載の丸尾論文参照）。

そのシフトに成功した国ではその過程で株価が上がり、経済が活性化した。日本およびアジアの新興工業国は資産の配分のシフトに失敗し、経済停滞に陥った。日本では1420兆円の個人金融資産も公私の年金基金の大部分がこの線の左下方に位置している。これらの国では最適な資産配分ができる状態からは程遠かった。日本と欧米とのこの差は、①金融・資産市場取引に関する経験と、金融・資産市場に関する情報差による。②日本の場合、金融界はいわゆる護送船団方式に護られており、リスクも収益性にもそれほどの格差がなかったため、金融資産のより有利な運用に関して合理的に研究し、選択

する必要もあまりなかったためである。③その上、資産シフトが生じた欧米諸国では金融・資産市場を自由化して市場に委ねるだけでなく間接金融から直接金融へのシフトを促すような政策を政府が行ったが、日本では積極的には行われなかった。金融資産のうち直接金融資産の投資性向は間接金融資産よりも高いので、(2)、(3)式のような関係があり、間接「金融から直接金融へ資産がシフトすると、投資にまわされる資産が多くなり、株価が上昇し、トービンのqが高くなり、投資が増えると推定される。

図表6 リスクと収益性の関係



企業の市場価値 (=株式の価値) = F (直接金融資産 / 金融資産総額、 z) --- (2)

投資 = $H(q, x)$ ----- (3)

F と H は関数であることを示す。 q はトービンの q (企業の市場価値 (株式の市場価値) / 企業の取得原価)、 X と Z はその他の変数。 F (直接金融資産 / 間接金融資産)' > 0 、 H' (q) > 0

* 直接金融方式は株式を直接・間接に所有する比率が高いが、株式を所有するということは経済学で言う意味での投資(設備・固定資産の増加)をも増加させる。

消費者と投資商品を売る投資会社との間にも、プロの投資家との間にも大きな情報の非対称性がある。護送船団方式に慣れ、金融・資産市場の経験の乏しい日本の場合はおさらである。このようなことを考慮すると、金融・資産の市場化・グローバル化の少なくとも過度期には、情報弱者に対してより合理的資産選択が出来るような環境を整備することが、金融商品の市場における競争の条件整備といえるであろう。具体的には、金融機関の垣根を低くして銀行、郵便局でも信託証券を購入できるようにすること、一般国民に親しめるような投資信託制度への一定額までの投資を税制上優遇する制度を作

り、資産型不況期には特に優遇をすること、ストック・オプション制度を一般従業員にまで拡大して従業員の株式所有を促すこと、公的事業民営化に際しては民営化した会社の株式を当該会社の従業員に優先的に売却すること、ESOP型(自社株所有型)を含む確定拠出年金が普及するように確定拠出年金の税制上の優遇を資産型不況期には大きく行うことなどである。現在、個人金融資産の大部分は預金であり、ペイオフを迎えてその資産の配分先を求めているので、株式所有を促す制度が魅力的形で設けられれば、個人金融資産の大シフトが生じうる。^{註1}

外資による投資と国内資産の購入の環境を整える

第三に、欧米にとって相対的に安くなった日本国内の資産を外資が購入しやすいように投資環境を整える。こうして資産の国際的配分が市場メカニズムで行われるようにする。欧米の外資にとって日本の資産は1990年頃に比べて格段に安くなっているため、市場が機能すれば外資にとって日本の資産購入のチャンスである。

高齢者から若年者への資産配分による民間消費の増加

日本では個人金融資産の構成比を家計の純貯蓄についてみると、70%近くを60歳以上の高齢者が所有していることがわかる。高齢者は老後の生活や医療や介護の不安が少なければそれほど資産を持つ必要がないし、貯蓄する必要もないはずであるが、現実には若い世代よりも多くの資産を所有し、個人金融純資産(資産から負債を引いた額)の大半を所有しており、その資産からの消費性向も高くない。高齢者の資産の支出性向(個人支出/資産額)が若い世代より低いとすれば、(4)式のような関係から、より若い世代への資産移転によって民間支出が増えるはずであるから、生前贈与の税率を低くすることによって若者へ資産を移転させ、民間支出を若干、増加させることができるであろう(荒川、2002年)。また多くの高齢者は巨額の不動産資産を所有しているため、リバース・モーゲージを利用しやすくすることによって不動産を介護サービスその他のサービスに消費するようになるであろう(丸尾直美稿、田中啓一編2000年)。公的年金を自分の貯蓄であり、資産であると感じるようなステークホルダー型年金に改革し、医療保障などに関してもこれ以上悪化しないという長期計画を示すことによって消費性向を高めることが可能であろう。

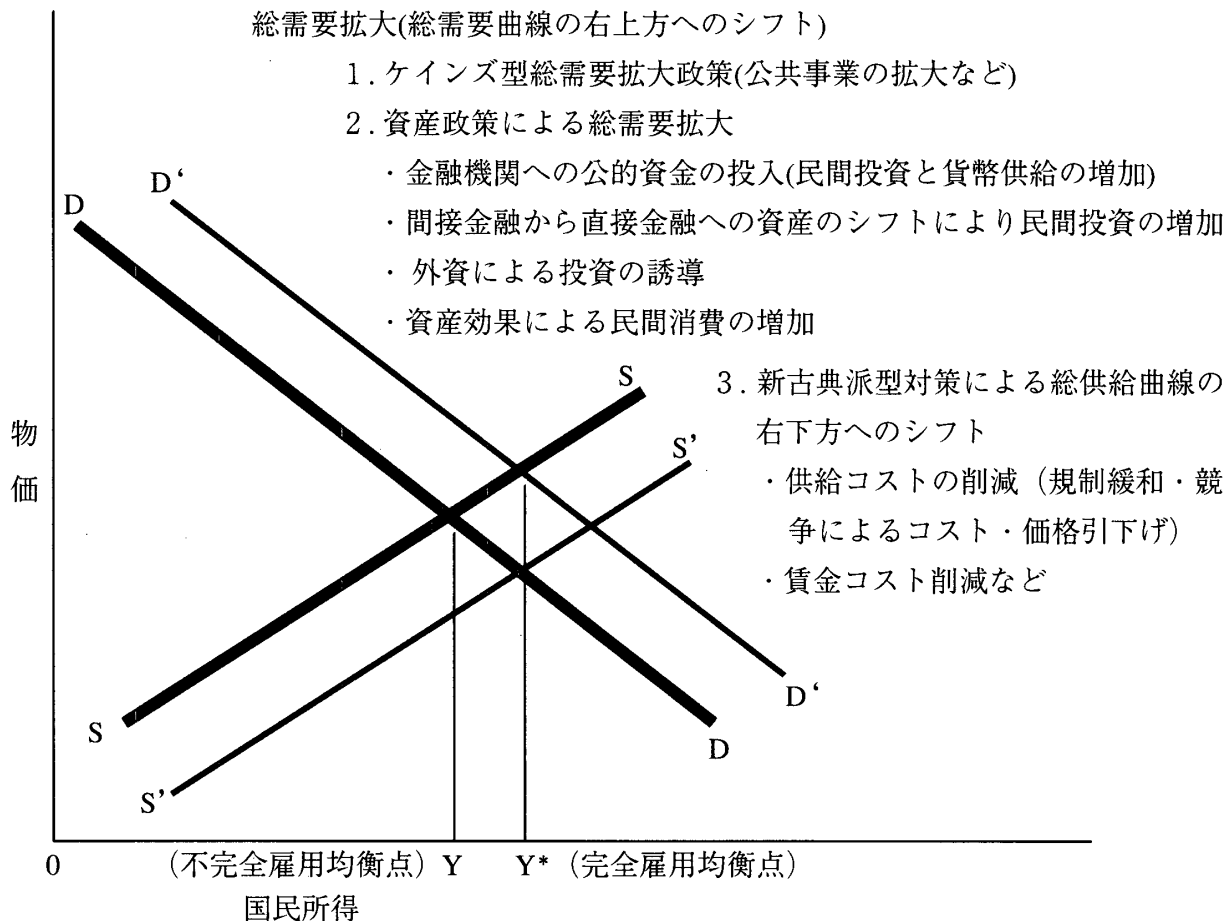
$$\text{民間消費 } C = (c_y - c_0) (A_y / A) + c_0 \text{----- (4)}$$

C: 民間支出(消費の他住宅投資をも含む)、 c_y : 若い世代の資産の支出性向、 c_0 : 高齢世代の資産の支出性向、 A_y : 高齢者の資産、 A : 個人資産総額、 $C_y > c_0$ を想定。
資産政策がフローの需給に与える影響: ケインズ型政策と新古典派的政策との比較

註1 日本の個人金融資産1420兆円の内をみると、預貯金51.5%、保険28.7%であり、株式所有4.3%、投資信託2.3%である(日本銀行『金融経済統計月報』。統計数字は2001年10~12月の数字。)

不況対策はマクロのフローの総需要と総供給に影響を与えて景気を回復するのであるが、ストックを変動させる資産政策も結局、ストックの変動と配分を通じてフローの総需要と総供給に影響を与える。このことを通じて、景気の回復を図るのであるが、その因果関係を示すと図表6のようになる。

図表6 不況時におけるケインズ型、新古典派型、資産政策型のマクロ総需要と総供給への影響



5. 資産ベースの福祉政策を 福祉政策に第三の柱を

資産重視が必要なのは経済政策だけではない。福祉政策にも資産ベースの政策が必要であると認識され始めた。

福祉政策といえば、第一の柱は傷病のときの傷病給付、失業のときの雇用保険給付、児童手当などのお馴染みの所得給付である。第二の柱は、医療や高齢者介護などのサービスの給付である。そして第三の柱が今、注目の資産ベースの福祉政策である。年金は所得給付の形をとるが、自分の資産として意識できる個人勘定の年金の充実が資産ベースの福祉政策でもある。資産ベースの福祉政策は新しい形態の年金を含むが、広くは人間資産の形成や住宅資産形成をも含む。資産重視の福祉政策が福祉政策の第三の柱として脚光を浴び始め、「資産ベースの福祉政策の出番が来た」といわれるようになったこと

は資産重視の政策を提唱してきた筆者にとって嬉しい発見である。市場指向の福祉改革』(日本経済新聞社、1996年刊)で筆者は福祉政策の市場化と資産重視を組み合わせた経済福祉政策を提唱したが、市場指向の福祉政策は日本でも一つの流れになった感がある。なぜ市場化に資産重視の政策が必要なのかはつぎのように説明できる。

金融・資産の市場化には資産政策が必要

- 1、金融・資産まで市場化すれば資産分配の不平等が進むし、市場で敗れ無一文になる者も出る。そこで競争の敗者を救うセフティネット(安全網)としても資産分配の不平等を緩和するためにも資産ベースの平等主義的福祉政策が必要になる。これがあれば安んじて経済を市場競争に委ねることができる。アメリカでは金融・資本の市場化で資産価値が高騰し豊かになったが、90年代末には1%の世帯がアメリカの金融資産総額の半分近くを所有するようになった。(Keister,2000) この資産分配の不平等を緩和する上で、被用者だけでなく個人をも対象とするアメリカの四〇一(k)や従業員持ち株型年金(ESOP)が資産ベースの福祉政策として多少なりとも役立っている。
- 2、市場取引は個人の自立性と責任を前提とするが、各人が自分の資産を持つことが経済自立と選択の自由の条件である。
- 3、すべての国民が資産を持てば無産階級と有産階級の区分はなくなり、社会主義者が問題とした階級は消滅する。階級なき社会の実現を目指したサッチャー元英国首相が市場重視政策を導入すると同時に勤労者の資産所有政策(公営住宅の賃貸者への払い下げや株式所有)に積極的だった理由はここにある。財産所有民主主義を提唱したマクミラン元保守政権首相、アイアン・マクラウド、元保守党蔵相、アンソニー・クロスランド労働党政権の元住宅相などイギリスの良心的保守主義者と穏健な民主社会主義者は資産重視の政策を主張する伝統がある。経済学者ではノーベル経済学賞の受賞者のJ.E.ミードも、新古典派的自由主義者であるが、勤労者が資産を持つ社会を望ましい社会だと考え、自由市場経済で勤労者が資産を所有する社会をアガサトピアと名づけ、この道を第三の道と呼んでいる(丸尾,1996年)。その外にも国民あるいは勤労者が広く株式を所有する第三の所有形態を提唱する構想は多い。かつてのアメリカで一時関心を集めた人民資本主義(peoples capitalism)の構想やケルソ夫妻の提言(Kelso, Louis & Patricia Hetter Kelso, *Democracy and Economic Power*,1986)やもっと最近ではジョセフ・ゲーツの『所有による解決：21世紀に向けての共有する資本主義』の構想がある。筆者も1971年の『脱GNP時代』以来、勤労者株式所有論を持論としてきた。同書の中で勤労者の技術と情報への参加、組織運営への参加、分配と所有への参加という三つの形態の参加を提唱して以来、特に勤労者の株式所有への参加が、資産分配平等化のためにも、ステークホルダー意識涵養のためにも、産業の民主化のためにも必要であると繰り返し提唱してきた。

誰もが資産を持つ社会を

- 4、最近、脚光を浴び始めた資産ベースの福祉政策は、福祉財政の限界から抑制される社会保障を補う政策として市場化・民営化とともに注目している。
- 5、ブレア英国首相は社会的に排除されている人々をセフティネットで救うだけでなくトランポリンのように立ち直る機会を与えよと言っているが、これを可能にする政策としても、すべての国民に資産を持たせようとするさまざまな政策が提言されている。
- 6、金融・資産の市場に親しみのない一般国民の資産を直接金融に誘導し、資産市場と経済を活性化する上でも、スウェーデンがかつて導入した全国民投資基金（エブリマンズ・ファンド）のような制度が必要である。

ブレア首相が提唱したこともあるステークホルダー社会はその社会に自分のステーク（賭金、重要な利害）を持つ社会である。ステークホルダー社会とは国でも自治体でも企業でも、それに年金制度でもステークホルダー意識を重視することである。ステークホルダー社会とは自分のことのように利害関係と関心を持てるような社会であり、例えば国ならば、「われわれがその中にいる政府」（‘The state we’ re in ‘）（Hutton, ‘The State We’ re In ‘, 1997）と実感するような社会であり、自治体ならば’ The community we are in’ と実感するような自治体がステークホルダー社会である。

企業の場合、日本的企業は従業員が自分の会社と意識する場合が多いという意味では一種のステークホルダー型の企業である。イギリスのステークホルダー社会論は当時（1980年代）、経済成果を誇った日本型経営の影響を受けており、集团的成功・コンセンサス・長期的関心・情報の共有などの日本的企業の慣行にも注目している（Taylor, 1999）。事実、1980年代の日本的経営では株主だけでなく、経営者、従業員、関連会社が会社の成長にステークホルダー意識を持っており、協力的に企業を成長させてきた。しかし、1990年のバブル崩壊後は成長の成果を分け合っていくほどの企業の成長が行われなくなり、リストラされて職を失うおそれも多くなった今日では自分の会社という意識に見合う実態が失われつつある。ステークホルダー意識を持つためには日本的経営方式による精神的帰属意識だけでは不十分であることが今や認識されている。企業において従業員が「自分が深い利害関係を持つステークホルダー企業」と実感できるための一つの方法は、その会社の株を所有したり経営に参加することである。ブレア首相も日本経済が停滞し、日本的経営への評価が落ちたためもあって、ステークホルダー社会という言葉をあまり使わなくなり、代わってパートナーシップというコンセプトを使うようになっているが、いずれにしても会社の株と言う資産を持てばその会社に関心が高まり、経済の動きにも利害関係と関心が生ずる。誰もが資産を持つ社会はステークホルダー福祉国家（Regan,2001）と言うことになる。

今欧米で言われ始めた資産ベースの福祉政策の一つの典型的政策は子供が生まれ

たときに一定の金額を資産として給付し、これを子供の資産の基礎にしようと言う考えである。この政策はやり方しだいでは出生率回復にも役立つし、将来その資産を年金の積立金にも利用していく方式に発展させれば、＜年金の給付期間／費用積み立て期間＞の比率の高くなるのを緩和させ、年金財政に役立つことも予想される。

日本でも金融、公共事業、福祉の市場化・民営化論は活発である。しかし、市場化とセットで行われるべき資産ベースの経済政策も資産ベースの福祉政策も論議の対象になっていない。資産ベースの不況対策と資産ベースの福祉政策の導入を提唱し国民的議論の出発点としたい。

参考文献

- 荒川匡史（2002年3月）「わが国家計貯蓄の現状と方向性について」ライフデザイン研究所。
- 加藤寛・丸尾直美(2002年)『ライフデザインの設計：第三の道を求めて』有斐閣。
- 小林慶一郎、加藤創太（2001年）『日本経済の罨』日本経済新聞社。
- 小川一夫、竹中平蔵（2001年）『政策危機と日本経済：90年代の経済低迷の原因を探る』日本評論社。
- 小川一夫、北沢真一『資産市場と景気変動』日本経済新聞社、1998年。
- 小川一夫編著『政策危機の国際比較』（2002年）日本評論社。
- 丸尾直美（1996年10月号）「資産政策と勤労者の資産形成」『LDIレポート』
- 丸尾直美（1996年）『市場指向の福祉政策』有斐閣。
- 丸尾直美（1998年）「平成不況克服政策と有効性」、飯塚繁太郎、片岡寛光、坂上順夫、富田信男編『政治理論と公共政策』新評論社所載。
- 丸尾直美（1998年11月）「資産と勤労者の資産形成」一河秀洋、吉牟田勲、田中啓一、米原七郎編『資産と資産課税』有斐閣。
- 丸尾直美（1998年12月号）「平成不況と国民生活」LDIレポート』。
- 丸尾直美（1999年3月）「90年代の不況と資産政策：ケインズの不況対策と資産政策の意義と効果」『中央大学経済研究所年報』中央大学出版部。
- 丸尾直美（2001年3月）「21世紀社会経済システムの展望：第三の道を求めて」『中央大学経済学研究所年報』中央大学出版部。
- 丸尾直美（2001年10月）「不況対策第三の道を求めて：ケインズ派と新古典派を超えて」『LDI REPORT』（ライフデザイン研究所）。
- 丸尾直美(2002年3月)「スウェーデンの不況対策」『中央大学経済学研究年報』中央大学出版部。
- 村松岐夫・奥野正寛編(2002年)『平成バブルの研究』東洋経済新報社。
- 丹羽春喜（1999年）『日本経済再興の経済学』原書房。
- 田中啓一編（2001年）『都市環境整備論』有斐閣。
- 矢口和宏（1999年1月号）「自己資本規制下の銀行の貸出行動」『LDIレポート』所載。
- Englund, Peter（1999）'The Swedish Banking Crisis：Roots and Consequences', *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.15, NO.3.
- Dress, Burkhard and Ceyla Pazarbasioglu(1998), *The Nordic Banking Crisis:Pitfalls in Financial Liberalization ?*

Washington, DC, International Monetary Fund.

Gates, Jeff (1998) *The Ownership Solution : Toward a Shared Capitalism for the Twenty-First Century*, The Penguin Press.

Finansinspektionen Government Report (May,1998) *Financial Markets and Financial Firms : Trend in Development*, Finansinspektionen.

Jongus,Lars and Joakin Stymne(1997), 'The Great Regime Shift: Asset Market and Economic Activity in Sweden', in Forrest Capie and Geoffrey E. Wood(ed.) *Asset Prices and the Real Economy, Basingstocke*, Macmillan.

Keister, Lisa A(2000), *Wealth in America: Trends in Wealth Inequality*, Cambridge University Press.

Macey, Jonathan(1999) Are Bad Banks the Solution to a Banking Crises ? , *Ocasional Paper No.82*, Stockholm,SNS.

Ministry of Finance (1995) *Ending the Bank Support,Fritzes,Stockholm*.

OECD (1998) *OECD Economic Survey: Sweden*, OECD.

Suzuki, Kenji(1999), Rethinking Japanese' Bad Loan Management : Implications from a Comparison with the Swedish Case, European Institute of Japanese Studies, *Working Paper Series 93*, Stockholm School of Economics.

Regan, Sue(2001),*Asset-Based Welfare :International Experiences*,IPPR,UK.

Regan, Sue(2001),*Asset and Progressive Welfare*,IPPR,UK.

Taylor,Gerald R(1999), *The Impact of New Labour*, St.Martin's Press.

Vissel Jelle,"Gosta Rehn, the Swedish Model and the Dutch Miracle",in Milner, Henry and Eskil Wadensjö eds., Gosta Rehn (2001) *The Swedish Model and Labour Market Policies:International Perspective*,Ashgate.

Wadensjö, Eskil and Naomi Maruo(2001), *Changing Labour Market and Economic Policy*, Life Design Institute, Tokyo.