

(要旨)

公的金融パネル
- 公的金融改革と経済運営 -

学習院大学 奥村洋彦

市場経済においては、経済発展と金融の仕組みは不即不離の関係にある。日本経済が現在長期低迷状況に陥っている主因の一つは金融の仕組みに問題が生じていることにある。

最近の家計の金融資産残高で見ると、合計 1400 兆円のうち民間金融に 800 兆円、公的金融に 600 兆円といった流れとなっている。このうち公的金融に関わる資金循環は、入り口では郵貯、簡保、公的年金、出口では、政府系金融機関による融資、公団など事業実施政府機関へのファイナンス、国債や地方債の購入を中心とするポートフォリオ運用という三つの流れに分けられる。ここで、これらの公的金融が効率的に運営されているか否か、公的金融の動きが民間金融にどのような影響を与えているか、そして、公的金融の動きが経済政策の運営にどう影響しているかの三点が重要な分析課題となる。

この分析にあたっては、まず、市場経済は不確実性や金融不安定性を内在させていること、つまり、経済主体は将来を主観確率で判断せざるを得ず、この確率判断が不安定になったり、あるいは、判断自体が困難になると不確実性が増大し、景気循環や金融危機の発生が避けられなくなると考えよう。このような場合、政府が市場経済に関与することは国民にとって望ましい面もあるので、公的金融の問題も、その最適規模をどのような基準で求めるべきかがまず問われるべきであろう。上述の資金の用途別に見ると、まず、個々の民間経済主体による資金仲介が借り手のリスクや貸し手のリスクを実態以上に大きく見てコスト高となる場合には政府系金融機関による融資に存在意義がある。しかし、この場合にも、公的金融は、時間の経過とともに、融資先プロジェクトの採算等の不確実性が小さくなるにつれ貸付債権を民間に売却する仕組みを組み込んでおくべきである。次に、公団等事業実施機関に対するファイナンスについては、国民が責任ある選択を出来るよう、事業の費用と便益に関する情報を作成・公開し、その上で国民が支持する場合には政策のかかわる余地がある。

これに対し、ポートフォリオ運用を行う公的金融については、現行体制に決定的な問題がある。まず第一に、運用実態が明らかにされていない。運用成績、運用責任の所在、人事評価、適正規模の判断基準、これらすべてが資金を預けている「顧客」の国民に明らかにされないで何百兆円もの金融仲介が行われている。第二に、「安全確実」な金融資産に運用するとし、主に、国債・地方債の満期までの保有を指向しているが、このことは市場経済全体の健全な運営と整合性がとれない。第三に、金融政策のトランスミッションメカニズムに変調をきたさせ、政策効果を殺いでいる。

こうして現下の日本経済は、資本市場を育てず、代わりに、公的金融の膨張を許して資金循環を歪ませ、「金融の罌」に陥っていると判断されよう。

． 討論者からのコメントに対する回答

1、古川教授（京都大学）のコメントに対して

公的金融の最適規模について議論がほとんど行われていないことは問題である。公的金融は市場経済が内生させている不確実性に対応するところのみに限定して存在意義がある。この意味で、公的金融で集めた資金をポートフォリオ投資に運用する現行の仕組みについては改革が急務であり、公的金融の使途（出口）と調達（入口）を整合的に設計し直すことが欠かせない。

2、内田滋教授（長崎大学）のコメントに対して

地域社会（コミュニティ）の健全な発達や中小企業の特殊性に配慮した何らかの公的金融が必要なことは認められる。しかし、現状の 600 兆円に上る公的資金仲介がそうした観点からの存在意義とは余り関わりのないものが多いことは明白であろう。特に、公的金融によるポートフォリオ投資が 200 兆円にも 300 兆円にも上っている現状には真剣に対処する必要がある。制度の再構築にあたっては、ゴールのセットとゴールに到る道筋とははっきり分けて、現実的な政策を打ち出していくべきである。例えば公的部門が関与するかたちで株式投資をする場合には、個別銘柄は対象とせず T O P I X 連動 E T F 等を対象とすれば、ガバナンス問題は支障とならない。

． フロアーからのコメントに対する回答

1、下平尾勲教授（福島大学）のコメントに対して

高齢化や過疎化問題に対処するには公的部門の関与が欠かせないことは疑問の余地はない。しかし、現状の 600 兆円に上る公的金融の大部分はそうした政策目標に関わって行われているわけではない。特に、巨額の公的金融によるポートフォリオ投資がもたらしている副作用について我々はもっと真剣に考える必要がある。投資内容やパフォーマンスの現状、責任の所在、人事評価など、金融活動として当然なすべき情報を作成・公表させた上で、国民に責任ある選択を迫ることが大切である。

以上

公的金融パネル

日本金融学会
2002年度春季大会
学習院大学
奥村洋彦

1. 市場経済と公的金融

- (1) 公的金融は何故必要か
- (2) 公的金融の最適な規模と機能
- (3) 現実の公的金融と最適な公的金融との乖離
- (4) 乖離をもたらした原因

2. 過大な公的金融が市場経済に与える悪影響

- (1) 資源配分の効率低下
- (2) イールド・カーブの歪み
- (3) リスク・マネーの供給不足
- (4) 財政規律の緩み

3. 過大な公的金融が政策運営に与える悪影響

- (1) 政策の伝播経路に支障
- (2) 経済システムの内生的転換の阻害

4. 「公的金融問題」の現実的打開策

公的金融パネル

公的金融改革と経済運営

「経済発展」と「金融の仕組」とは不即不離の関係にある。経済が発展する時は金融の仕組が良好であり、逆に、現在の日本のように、経済が長期にわたって停滞している時は金融の仕組が悪くなっている。この日本の金融は、民間金融と公的金融が併存しているので、日本経済再生のためには、実物経済、民間金融、公的金融三者間の有機的関連を産業組織論的に分析し、整合性ある政策を採る必要がある。

1. 市場経済と公的金融

市場経済において、政府が何らかのかたちで金融仲介取引に関わる必要があるのは何故であろうか。市場経済は、不確実性や金融不安定性を内在させている。経済主体にとって、将来は常に不確実である。不確実性が大きくなる場合には、個々の民間経済主体による資金仲介は、借り手のリスクや貸し手のリスクを実態以上に大きく見てコスト高となる事例が発生しがちとなるため、公的金融による資金仲介が一定の条件（後述）を満たせば国民負担を小さくすることが期待出来るのである。また、市場経済においては、景気循環や金融危機の発生自体を避けることは出来ず、政府が市場経済に関与することが国民にとっても望ましい面があるからである。

こうして、公的金融の最適規模や機能を測る基準として、市場経済が内在させている不確実性をリスクとは別の尺度として採り上げ、不確実性が大きいことさらにこそ公的金融の関わるべき分野があると考えたい。ここで、不確実性とは、経済主体が、将来を見通す時に、確率判断が不安定になる、あるいは、確率判断自体が困難になる状況を指し、その原因としては、経済の構造が大きく変化することと、構造が一定でも状況が均衡から乖離して不安定になることを考えよう。前者の例としては、産業構造の急激な変化、技術革新、規制の変化、地理的な資源配分の変化等があげられ、後者の例としては、景気の異例の悪化等があげられる。

日本の現時点における公的金融が最適な公的金融とどのように乖離しているかを検討しよう。公的金融に関わる資金の流れを図式的にとらえると、入口では郵貯、簡保、公的年金で資金を集め、出口では、政府系金融機関による融資、公団等事業実施政府機関へのファイナンス、そして、国債や地方債の購入という三つの流れに分かれる。この資金使途のうち、の融資については、不確実性が大きい場合に、公的金融による関与が求められ、一般に、長期固定金利によるファイナンスが有効となる。例えば、最初のプロジェクト立ち上げの段階では、不確実性が大きく、民間金融機関だけでは適切な資金手当てが難しい状況が長期大規模プロジェクトでは容易に考えられよう。しかし、プロジェクト実施後は、時間の経過とともに、満期（目標時）までの期間は短くなり、不確実性は小さく

なっていくことが一般的であろう。つまり、民間金融機関にとっては、プロジェクト立ち上げ時にはファイナンスに積極姿勢を採れないものの、時間の経過と共に、積極的に関与したくなるプロジェクトが有り得る。こうしたケースにおいては、公的金融は、当初は中核となって関与し、次第に関与の度合を小さくして、民間金融のウェイトを高めていくことが望ましい。具体的には、公的金融は、その貸付債権を、投融資先の事業採算の目途が付きやすくなった時点で、民間金融に売却する仕組である。しかし、これまでは、こうした貸付債権も満期まで保有し続けたため、貸付残高を徒に膨張させる嫌いがあった。

の事業実施政府機関へのファイナンスについては、国民がその費用と便益を知った上で責任ある支持をする事業を実施する場合には政府の関わる余地がある。しかし現状は、これら事業の費用と便益に関する情報がほとんど作成されていなかったため、公的金融によるファイナンスの可否を判断することが出来ない状況にあった。

の国債や地方債の購入については、現行体制には大きな問題がある。例えば、郵貯、簡保、公的年金、資金運用部の保有額は2001年9月末で182兆円の巨額に上っているが、このポートフォリオ投資は誰かが責任を持って（人事評価を伴って）リスクとリターンに基づく選択をした結果なのであろうか。この情報が開示されていない現状では確たる判断は出来ないが、恐らく実態は責任ある投資にはほど遠く、資本市場における価格形成メカニズムを歪めるものとなっているに違いない。すなわち、運用成績、責任の所在、人事評価、適正規模の判断基準、これらすべてが資金を預けている「お客様」の国民に知らされぬまま、何百兆円という規模の金融仲介が行なわれているのである。

こうして、適正な公的金融と現実の公的金融の間には大きな乖離がある。この乖離がもたらされた背景を考えると次の4点があげられよう。

資金を集める主体と運用する主体が整合性のある動きをせず分断されている。

意思決定者が不明で責任の所在も定かでない。

コストやリターンに関する情報が作成されず、金融仲介のパフォーマンスも不明である。

公的金融全体を金融活動として把握し、指揮するコントローラが不在である。

2. 過大な公的金融が市場経済に与える悪影響

現実の公的金融の規模や機能が適正な姿を超えて肥大化していることは、市場経済の健全な発展にとって、次の諸点で悪影響を及ぼしていると考えられる。

第一は、金融、実物の両面にわたって、政府部門のウェイトを大きく高め、民間部門の活動分野を狭めることから資源配分の効率を低下させることである。もちろん、こうした状態を国民が責任を持って選択しているならば問題は大きくないが、現状は、整合性ある費用・便益の情報すら作成されず、誰も責任ある意思決定を下さないまま肥大化が進んできた。

第二は公的金融チャンネルへの大量の資金流入は国債・地方債へのポートフォリオ運用に資金を向けさせることとなる。公的金融による国債・地方債の購入は、価格の高低や運

用成績を基準に実施する責任ある運用ではないので、大量の資金流入は国債・地方債の価格高騰（長期金利の大幅低下）を招来しがちとなる。この結果、長期金利が非常に低くなって利回曲線がフラット化する。民間金融機関にとっては、短期調達・長期運用の利ざやが十分取れないイーロード・カーブとなって、結局、リスクの高い貸出は出来ないことになってしまうのである。

第三に、資金の最終的出し手である家計にとっても、リスク・マネーの供給が困難となることがあげられる。これまでの日本では、家計から、最終的資金の取り手である企業に向かう資金循環は、圧倒的に、民間の預金・貸出ルートか、郵貯・簡保・公的年金ルートで、資本市場ルートはごくわずかである。つまり、家計の観点から見ると、リスクの多様化を図ろうにもそのチャンネルや市場が十分用意されておらず、したがって、リスクは大きい期待リターンも高いというプロジェクトに資金を出すこと自体が難しい状況にある。なぜこうした状況が10年も20年にもわたって延々と続き、資本市場の育成やリスクマネーの供給はお題目だけに終わってしまうのであろうか。その根因を考えると、金融の仕組みは、経済取引に関わる情報コストや取引コストを減らしつつ資本蓄積や技術革新を促進させる機能を持ち、金融の仕組みいかんによって、経済が発展するか停滞するかが決まってくるという市場経済のとらえ方がなされていないことにある。これでは、米欧の人々に「90年代の繁栄は資本市場を触媒として達成した」と説明されても、日本の問題点に思いが至らないのである。現実を見ると、一方の中央官庁は「日本経済の問題点は家計が預貯金選好ばかりでリスクマネーを出さないこと」と白書などで指摘しているのに、他方の中央官庁は、家計から数百兆円もの資金を集めても「安全確実なもの」にしか運用しないと宣言しているのであるから整合的な政策など期待しようもない現状がある。

第四に、財政赤字に対する政治や政策当局の規律の緩みがあげられる。これは、政府債務を政府部門自身がリスク・リターンに配慮することなく無条件に購入するという上述の資金の流れの下では、政府債務の価格（金利）を持って、資源配分の基準とすることは出来ない。しかし、政策決定に関わっている人々にとっては、低金利は、あたかも国民が赤字財政政策を積極的に支持しているかのごとく映るという問題に絡んで生じる。

3. 過大な公的金融が政策運営に与える悪影響

公的金融の肥大化は政策運営にも悪影響を与えている。

第一は、政策のトランスミッション・メカニズムに支障をきたしていることである。例えば、こうした公的金融の存在は、「バブル崩壊や金融危機下における金融緩和政策の効果」を大きく殺ぐ点を考えてみよう。すなわち、こうした経済の状況下では、家計は資金の運用先を民間金融から公的金融にシフト（1991～99年度中では、金融資産増加額の5割強を公的金融に向けた）させ、公的金融は、これら資金のポートフォリオ運用にあたって「安全確実」と考える国債・地方債に資金を循環させる。これでは、中央銀行が、超低金利政策を採り、量的緩和をしても、民間金融機関の貸出等を経由する信用（クレジット）

チャンネルは拡大せず、株価などのリスク資産価格にも好影響を与えられず、したがって、資産価格上昇を梃子とする信用拡大（アクセラレーター）効果も働かない。

この日本の現状の特異さは、米国において金融危機に直面した 90 年から 93 年にかけてのような資金の流れとなったかと比較するとより鮮明になる。この時期、米国中央銀行は短期金利を「異例の低さ」（預金金利は名目おおむね 3%、実質ゼロ）にとどめた。この間家計は、従来の動きと比べて、預金から投資信託へ数十兆円規模で資金をシフトさせ、株価など資産価格を押し上げ景気を拡大させる原動力となった。

一般に、金融のあり方は技術革新の促進などに影響することを通じて経済発展を左右する。この時、金融が実物経済に影響を与える経路では 情報コストや取引コスト リスクの分解と取引 資源の配分 借手手の監視 貯蓄の活用—などの側面で、成果の良しあしが発生する。資本主義経済をシュンペーターに倣って「創造的破壊」の過程ととらえれば、経済発展を支える資本市場はリスクとリターンに基づき責任ある投資をするものでなければならない。先の米国の資金の流れは、そうした動きを体現していると判断できるが、公的金融偏重の日本の資金の流れはまさに逆行していることとなろう。

第二は、構造改革の推進策との関わりで、経済システムの内生的転換を阻害していることである。

経済システムは、どの国、どのシステムにあっても、創られてから時間が経過するにつれてライフ・サイクル過程を辿り、いずれかの時点で構造改革問題に直面する。問題は、システムを変える必要が出てくる時に、内生的転換メカニズムを組み込んでいてソフトランド出来るか、あるいは、組み込んでいないために、外生的ショックを与えてハードランドさせなければならないかで違いが生じることである。日本が、1990 年代に入って以降、構造改革問題に手間取り、「バブル経済崩壊問題」も加わって、長期低迷期に陥ったのは、この転換メカニズムを内生化させていなかったからに他ならない。このシステムの内生的転換を可能にするカギは、情報と直接金融にあると考えられる。

情報は、パフォーマンスの良し悪しとその原因を国民に伝えることを各組織と各経済主体に義務付けることにより、国民がシステムを責任を持って選択することを可能にするものとなる。しかし、現下の日本では、変革を好まない各組織と各経済主体は、意図的に情報を作成せず、第三者が客観的証拠をもって変革を迫ることが困難な仕組みを作っている。

直接金融は、国民が責任を持って自分の資金を自分の支持する最終的借手に供給するもので、金融を通じて、システムを責任を持って選択することを可能にする。しかし、現下の日本では、この直接金融が主流となっていない。直接金融の未発達は、最終的貸し手である家計の資金が、銀行等民間金融機関の仲介を経由するか、あるいは、郵貯・簡保・国の年金という公的金融に預けるかのいずれかを辿って最終的借手にいく以外なく、リスク・リターンを基準に責任を持って運用先を選ぶ流れとなっていないことを意味する。

日本における公的金融の大きなプレゼンスは、この情報と直接金融という二つの要因を通して、システムの内生的転換を困難にさせ、構造改革を遅らせていると判断される。

4. 「公的金融問題」の現実的打開策

こうして、日本は、資本市場を育てず、代わりに、公的金融を膨張させるという異常な資金循環を許して自縄自縛状況を強め、「金融の罨」に陥っている。今、最優先すべき政策課題はこの罨からの脱却である。ここでは、郵貯・簡保の公社化や民営化といった制度改革を待つ時間的余裕はない。しかし、市場経済を続けたい多くの国民にとって何の違和感もない有効な改革が手つかずになっている。それは、上述の数百兆円に上る公的金融によるポートフォリオ運用体制を、「成績公開、人事評価、リスク・リターンに基づく運用体制」に変革するだけのことである。

幸い、現在の株価水準は、ピーク比3分の1まで下がり、株式を長期保有すれば実質年率7~8%のリターンが期待できるという歴史的傾向線上（米国の過去200年とか、日本の最近40年間の実績）にある。公的金融による株式投資は、個別銘柄を選ぶと、民間企業のコーポレート・ガバナンス上難しい問題を引き起こす恐れがある。しかし、昨夏より、個別銘柄を選ぶ必要がなく、日本の株式全体を低い手数料でいつでも売買出来るETFが利用可能となっている。責任ある運用体制にすれば、割高感が強く超低金利下にある債券から株式に公的資金がシフトし、これを契機に個人資金も金利ゼロの預貯金から離れて、日本経済の悪循環が断ち切られる状況が生まれてこよう。

公的金融の規模や機能をどのように変えていくかは、まず、貸付債権の証券化と市中への売却、ならびに、ポートフォリオ投資の責任ある運用を実施することによって、公的金融に関わる情報を国民に示し、その上で、国民が責任ある選択をするという手段で進めるべきものと考えられる。