

## 量的緩和政策と不良債権問題、構造問題

UFJ つばさ研究所 岩崎 敬介

### < 報告要旨 >

金融政策論議は、量的緩和政策導入後も高まったり、一服したりを繰り返し、これに伴い日銀当座預金残高の目標も当初の6倍にまで膨張した。論議は現在のところ、福井新総裁の登場、持ち直し気味のマクロ経済、株価の底入れなどから小休止状態にある。しかし、日本経済の実態は依然脆弱でデフレ基調を脱却した訳ではないことから、先行きの改善期待が裏切られれば、緩和要求が再び高まる公算が強い。

金融政策論議が長期間にわたって繰り返されているにも拘わらず、論議は未だ大きくすれ違ったままの状態が続いている。この背景には、デフレ問題が不良債権問題、構造問題などとも絡んで、日本経済の長期停滞を如何に捉えるかという論議と密接不可分になったこと、名目金利の非負制約下で政策手段も正統的手段を超えて、国債政策管理や為替政策、財政政策の範疇に属するものまで求められるようになったことがある。

本報告は、論点の全体的整理を試みた上で、デフレ問題を中心に実務家的視点から自分としての考え方を示したものである。まずは、主要論者の主張を出来るだけ横断的に比較するため、共通の切り口として、「日本経済が長期低迷を続けている主因は何か」という視点から整理すると、デフレ主因説、構造問題主因説、不良債権問題主因説の3つが中心だが、この他に消費不振主因説、緊縮財政主因説もある。次に、各主因論の内でも、他説に対する捉え方も含め原因として重視する要素や主張する政策には各論者ごとに相違もあるため、こうした論点を横断的・鳥瞰的に再整理した。

その上で、特に鍵となる論点を傍証的にはあるが検証した結果は、日本経済の長期停滞・デフレ化の要因としては、財政・金融政策のミスもあったが、基本的には企業の資本効率低下にみられる構造問題が最も基本的な主因と判断される。特に、資本効率低下が一部の不振業種だけではなく、日本企業全般の問題であることは、「日本型」システムが環境変化に対応した高付加価値型経営・産業構造への転換を遅らせている可能性を示唆している。他方で、不良債権問題に伴う金融仲介機能不全論は、貸出減少の主因が金融機関サイドよりも資金需要サイドにあるとみられること、企業部門でのフリー・キャッシュフローが大幅に拡大していること、などから疑わしい面が強い。

構造問題が主因である以上、望ましい政策対応にも奇手妙手はなく、様々な政策の組み合わせでいく他ない。まず、ミクロ政策は、奏功には時間かかるだけに早急に取り組む必要がある。具体的には、企業のビジネスチャンスを広げるような規制緩和・公的部門改革、企業の変革を促進するようなディスクロージャー促進などである。不良債権問題は、その解決が景気回復の必要条件ではないことから、本来はある程度時間をかけて処理すべきだが、政府として掲げた処理目標

が「国際公約」的色彩を帯びてしまった以上はそれに沿うにしても、運用面では弾力的に対応すべきである。

マクロの財政政策では、最近「財政限界説」が支配的だが、自分としては財政政策を積極的に評価する少数説にうなずかされる部分が多い。

金融政策では、現在のデフレの原因にはマネタリーな面より実物面の方が大きいとはいえ、財政と一体になった「究極的対策」である政府紙幣発行、確定利子商品への課税など強力な措置を、副作用を度外視して採れば対処は可能である。しかし、そうした劇薬の波及経路を適切に把握・制御できる保証がない以上、やはり回避すべきである。他方で、金融政策で期待の役割が大きくなっている状況では、実効性に乏しい政策でもあっても打ち出しながら、期待を過度に膨張しない程度につなぎとめ、景気回復持続によるデフレ脱却を待つ他ないと考えられる。他方で、封印された金融政策の「出口論」は、明確化された解除条件だけでなく、膨張した残高への対応策も事前に示し、必要な制度的手当てもしておくべきであろう。

< 討論者からのコメント >

みずほ総合研究所 小野 有人

岩崎氏の報告の特徴は、日本経済の長期停滞の「主因」として企業の低収益性・過剰債務問題(「構造要因」)を重視、不良債権問題については「金融仲介機能の不全」「金融の目詰まり」論を疑問視する一方、不良債権処理に伴うデフレ効果を警戒、マクロ経済政策では財政政策に対して一定の役割を期待する一方、量的緩和については懐疑的、デフレについては一般物価デフレよりも資産デフレを重視、している点にある。以下、各論点について簡単にコメントした後、3点質問し、討論者としての責を果たしたい。

企業の低収益性・過剰債務問題に関して、当研究所・太田智之氏の未発表の研究成果を借りる形で補足したい。まずマクロ的に ROA 低迷の要因をみると、固定費負担の増大による営業損益の悪化が主因となっており、総資産回転率低下の寄与は限界的である。ただし、これを流動資産と有形固定資産に分けてみると、有形固定資産回転率は大きく低下しており、いわゆる過剰設備の存在を示唆する結果となっている。また、金利負担を示す営業外損益は、この間の金利低下や企業の有利子負債削減努力を反映して、むしろ ROA 改善に寄与している。尤も 2001 年度の上場企業決算の個社データから試算すると、金利が上昇した場合に赤字企業数が製造業・非製造業とも大幅に増加するなど、企業の収益構造が金利上昇に対して脆弱である点には留意が必要である。また、この間、ROA の企業間格差が拡大しており、マクロ的な要因だけでなく、ミクロ的な要因も重要であると考えられる。そこで、高収益企業と比較した低収益企業の問題点を業種別に検証すると、過剰供給力問題については、素材業種では過剰設備の存在が示唆される一方、建設や卸小売ではむしろ企業自体が過剰となっている姿が浮かび上がる。また、債務負担や資金繰り

については、あらゆる業種で低収益企業が過剰債務に悩まされており、利益率を犠牲にした売上高の確保や debt overhang 等の問題が広範に存在していることが示唆される。

不良債権が実体経済に及ぼす影響は、capital crunch(いわゆる「貸し渋り」)、evergreen(「追い貸し」)、debt overhang の三つが考えられる。岩崎氏は、「金融仲介機能の不全」論として主に「貸し渋り」を取り上げた訳だが、企業の低収益性や過剰債務を問題視するのであれば、むしろ「追い貸し」による資源配分機能の低下を俎上に載せる方が整合的ではないかとの印象をもった。

マクロ経済政策では、岩崎氏は財政と一体となった一段の金融緩和政策に慎重なスタンスをとられているが、見方を変えれば、金融政策は既に財政政策の領域に半ば突入しているともいえる。現行の金融緩和政策は「日銀保有国債残高<日銀券発行高」ルールにより財政政策からの独立性をぎりぎり確保しつつ、長期国債買い切りオペ額を漸進的に増やしてきた訳だが、事後的にみれば国債が円滑に消化される枠組みを用意したことが、財政政策運営に対する市場規律の低下をもたらした。金融緩和により財政政策をサポートするだけでなく、さらに一步踏み込んで、「逆アコード」の締結などにより財政規律確保の一翼を担うことが考えられてもいいのではないか。また、財政政策については、いわゆる乗数効果を論拠とした財政拡大論には疑問を感じる。一時的な消費税引き下げと段階的増税、企業セクターの活性化に資する減税など、むしろ incentive を刺激する税制の活用を考えるべきではないだろうか。

最後に質問だが、企業の低収益性・過剰債務問題を重視する場合、どのような政策対応が考えられるだろうか？例えば、現在焦点となっている産業再生機構の意義と役割はどのようなものだろうか？「追い貸し」論に対してどのような見解をもたれているのか？また、仮に「追い貸し」が問題なのであれば、どのような政策対応が考えられるだろうか、資産デフレを重視する論拠は何か(ちなみに、近年、BIS や IMF では金融政策運営上、資産価格変動(とりわけバブル)を考慮すべきかどうか論争になっている)。また、資産価格変動を考慮する場合、どのような政策対応が考えられるだろうか？

< 討論者からの質問への回答 >

質問に答える前に、小野さんの図表1とこれに基づく説明に対して、私の考えを述べたい。図表1にはグラフ特有の落とし穴的なところがあり、1981年から2002年までの累積的效果を差分累計で見れば、ROA低下1.3%ポイントへの寄与は、総資産回転率の低下が1.4%ポイント、売上高経常利益率上昇が0.1%ポイントと前者が圧倒的である。

#### 1. 産業再生機構の意義と役割

評価できる点としては、産業再生の重要性に政府が気付いて取り組みだした点、メイン以外の金融機関との利害調整の肩代わり、無税扱い(本来は機構案件を特別視すべきではなく、全般的に弾力的な取扱いとすべきではあるが)。

問題点としては、民間の再生ファンドや整理回収機構との役割区分が不明確なこと、リーク記事が多すぎて候補企業が「晒し者」になりかねないこと、銀行との関係が円滑性を欠くものになっていること、などがある。

## 2. 「追い貸し」論に対する見解と政策対応

図表 5-1、2 の論点整理上では明示的には取り上げなかったが、該当するのは不良債権問題での「銀行の先送り」が構造問題での「資産拘束論」につながったとする見方である。仮にこうした面があったとすれば、短期的には経済の悪化を防ぎ、中長期的には非効率をもたらす。しかし、長期継続的取引である銀行貸出は、情報の非対称性の問題を軽減するため、貸出金利を均衡水準より低目に設定し、信用割当することで成立しており、元々「貸し渋り」的要素を内包。また、取引開始時のコストが大きいことや、最終処理が業況改善で損失負担が減る可能性放棄にもなることなどから、取引先の破綻を出来るだけ回避しようとするインセンティブも持つという「追い貸し」的要素も内包している。

また、「追い貸し」といっても、再生の可能性が殆どないのに、金融機関に損失処理する体力がないため、追加貸出で先送りするという一般的イメージのタイプは、現実には刑事訴追や株主代表訴訟のリスクなどから例外的と思われる。むしろ、多くは再生の可能性が相当あり、リストラ資金や社債償還資金などの追加貸出をしても、倒産処理した場合より最終的なリターンが大きくなる、と経済合理性に基づいて判断したものが多いのではないかと。

さらに、企業の再生の可能性は白黒ではなくグレーで幅広く、先行きの環境や企業自体の努力など不確実性に大きく左右される。例えば、97年夏場までは経済白書、多くの民間エコノミストとも経済の先行きに楽観的見方をとっていた。無論、経営は結果責任である以上は世間の見方に従ったことが免罪符にはならないとはいえ、当時の金融機関の判断を今になって後知恵的に批判するものも一方的に過ぎるのではないかと。

## 3. 資産デフレを重視する論拠と政策対応

一般物価デフレも望ましくないが、ネット資産保有層の家計には資産効果もあり、デフレによる消費先送りにも持続性はない。発表では、より問題なのは資産デフレという意味で強調した。政策対応では奇手妙手はなく、景気回復や企業の収益力向上のなかで事態の改善を待つのが筋。日銀による REIT 等の購入は、オペや REIT の規模が不動産市場全体からみれば僅かで、効果は極めて限定的。仮に、大規模にやって効果が出たとしても、バブルを再来させ、その後の再崩壊で調整を結果的に長期化させる懸念もある。