

わが国の金融システム安定化の社会的コスト

ドイツ証券 安達 誠司

1. 「社会的コスト」の定義

「金融システム安定化の社会的コスト」とは何だろうか。これを経済学的に定義すれば、『金融システム安定化のための諸策を講じたことによるマクロ経済全体の資源配分のロス』ということになるだろう。「通説」では、日本銀行によるゼロ金利・量的緩和政策の実施によって失われた利子収入等がこの一部に相当するといわれる。しかし、果たしてそうであろうか。もし、このような安定化政策を実施しなかった場合、日本経済がどのような状況に陥っていたかを考えると、これはいずれにしても負担せざるをえなかったデフレの「共通コスト」であったといえるのではないか。その意味では、厳密には、ゼロ金利による遺失利子所得は、金融システム安定化の社会的コストではない。むしろ、金融システム安定化の社会的コストは、(もし、それがなければ、他の用途に使用されていたかもしれない)金融機関に投入された公的資金、及び本来の市場メカニズムの下では破綻・清算を免れなかった金融機関や借り手である法人企業が生き延びたことによる各種の機会費用であると考えられる。例えば、もし、実際に存在しているとすれば、「追い貸し」等がそれに相当するだろう。

2. デフレのコストと金融システム安定化のコストの峻別

量的緩和の金融政策的な含意には、デフレ予想払拭のための「マクロ金融政策」と、システミックリスクを回避し、金融システムの安定をはかるという「プルーデンス政策」の二つが存在する。一般的には後者が重要視されることが多いが、量的緩和が実施された2001年の段階での政策課題が、金融システムの安定化というよりも、デフレスパイラルの回避であった点を考えると、これは必ずしも自明ではない(金融機関の破綻が相次いだ1994年から1999年にかけての「金融危機」の時点では、量的緩和は実施されなかった)。2005年になってようやく個人投資家のリスク許容度が高まり、リスク資産に対する購入意欲を高めてきたことを考えると、量的緩和が当初想定していた「ポートフォリオバランス効果」を全く有しなかったという見方は適切ではなく、その効果が波及するまでの政策ラグが長かったといったほうがよいかもしれない。

3. 日本の株価形成からみた「社会的コスト」

Hamaoら[2003]によれば、デフレ期の日本の株価には、経営破綻企業を効率的に選別するという市場本来のメカニズムが有効に機能せず、これが株価低迷につながったことが指摘されている。個人投資家が先行きの株価に確信が持てず、そのことが、ポートフォリオバランス効果が発現するタイミングを遅らせたとすれば、それはまさに前述の金融システム安定化策がもたらしたデッドウェイトロスである可能性が高い。