



トリレンマを断ち切る総合政策を —産業・企業再生に公的資金を投入せよ—

2002年10月17日

株式会社 日本総合研究所

調査部長 高橋 進

<http://www.jri.co.jp/>

本レポートに関する照会は、調査部 高橋・湯元（TEL:03-3288-5436）までお願い致します。
(e-mail: takahashi.susumu@jri.co.jp, yumoto.kenji@jri.co.jp)

1. 株価下落の意味するもの

わが国経済は、本年初来、輸出の回復を牽引役に景気底打ち局面に転じた。ところが、5月以降、日経平均株価は下落傾向を強め、とくに夏場以降は1万円を割って下落傾向が加速、10月10日にはバブル崩壊後の最安値を記録する等、金融システムを揺るがす事態に及んでいる。

こうした株価下落の背景として、アメリカ経済の先行き不透明感が増す中で、日米株価が連動性を強めていることも一因として指摘できる。しかし、より根本的には、構造改革を標榜する小泉政権下での経済再生策が十分な効果を挙げえず、デフレ脱却の展望が一向に開けないことが背景にある。現下の株価下落は、資産価格や経済の右肩下がりが続くなかで、個人・企業・金融機関・自治体を問わず、経済システムの弱い部分に破綻の兆候が現れていることを如実に示している。マクロ経済の悪化が金融システムの動揺を来し、それが構造改革の推進にとっても障害となっている。

こうしたなか、日銀は銀行保有株の買い取りという禁じ手を打ち出したが、銀行経営が株価変動の影響を強く受けるというわが国独特のシステムを維持したままでは、構造改革はおろか経済再生の展望が開けないばかりか、金融システムの崩壊を通じてわが国経済が破局に至りかねないという強い危機感の反映といえよう。こうした日銀の決断を受けて小泉政権は、不良債権の処理加速を旗印とする内閣改造で応えたが、市場では不振企業の整理・淘汰が加速するとの見方が強まり、却って株価下落に拍車をかけた。竹中経済財政担当大臣を金融担当大臣兼務としたことで、金融行政の抜本的な転換が期待されるところであるが、むしろ目先デフレの深刻化を懸念する声が高まっている。市場は小泉政権が打ち出すデフレ対策の具体的内容を見極める展開となっており、日本経済がデフレから脱却できるか否かについては、依然懐疑的である。

2. 必要なトリレンマ状況の認識

デフレからの脱却を目指して小泉政権下で改革への取り組みが始まったはずであるが、これまでのところ、改革理念が先行しすぎる余り、現実の経済運営がいたずらに硬直化し行き詰まりを見せている。景気後退下での財政緊縮策の強行や当初実行しようとした決済性預金の導入に名を借りたペイオフの事実上の先送り議論はその典型といえる。わが国経済の抱える厳しいデフレのトリレンマ状況を正しく認識しなければ、理念と現実の乖離がますます大きくなる恐れが強い。

わが国が陥っているトリレンマ状況とは、次の通り。

- ① 不良債権処理を加速させるとデフレを加速させかねない。
- ② 「構造改革なくして景気回復なし」との理念は正しくとも、構造改革の成果が上がるまでには相当の時間を要する一方、短期的にはデフレ作用をもたらす。
- ③ 構造改革を進めるためにデフレや景気悪化を甘受すると、株価が下がり金融システム不安を招く。

不良債権処理の遅れがわが国経済の資源配分を固定化させ、新分野への資源の再配分を妨げ、経済活性化（＝持続的景気回復）の障害になっている現状では、金融機関及び産業界が一刻も早く不良債権問題を克服（過剰債務を抱えた企業を整理淘汰、あるいは再生）し、金融システムを正常化させることが必要。

しかし、金融機関の不良債権処理努力にも拘わらず、デフレ進行、景気悪化を背景に、不良債権の新規発生が止まらないことが不良債権処理が遅れている大きな理由である。96年度以降 2001 年度までの 6 年間、金融機関（全国銀行ベース）は累計 57.4 兆円（年平均 9.6 兆円）の不良債権を直接・間接に処理してきた。それにもかかわらず、不良債権残高が増加の一途を辿っているのは、処理額を上回る新規発生（同期間で累計 67.8 兆円、年平均 11.3 兆円）が生じたためである（図表 1）。しかも、不良債権の新規発生額と実体経済との関係は、かなりの相関性を示している（図表 2）。

2001 年度の日本経済は、実質▲1.9%、名目▲2.8%という史上最悪のマイナス成長を記録した。こうした環境の中で全国銀行ベースで不良債権処理が 9.7 兆円実施されたにもかかわらず、不良債権残高は 9.6 兆円増加した。我々の試算では、2001 年度の不良債権新規発生額は、16.9 兆円と過去最高を記録した 98 年度（15.7 兆円）を上回った。このことは、金融機関が不良債権処理を急げば、デフレ作用によって景気悪化が加速し企業セクターを弱らせるばかりか、競争力の維持強化や新分野創出に取り組む意欲を持ちながら景気悪化に苦しむ多くの中小企業の将来性を摘み取ることになることを示している。

不良債権問題に対する正しい処方箋は、過剰債務を抱えた企業の整理・再生に取り組む一方で、不良債権の新規発生を止めることである。中小企業が多く分類されている要注意先債権残高は全国銀行ベースで約 80 兆円ある。デフレ加速で要注意先債権が劣化すれば、そのロスは甚大なものとなりかねない。マクロのマイナス成長から脱却できない限り、金融機関の体力、自助努力だけで不良債権問題は解決できない。要注意先に分類される企業の多くは過剰債務を抱える企業ではなく、景気が回復すれば十分に生き残るチャンスを持っている、日本経済の将来をリードする可能性を秘めた企業である。

このように考えると、現下の問題解決の鍵は、デフレ状況からの脱却に向けて金融・財政・経済政策を総合的な観点から、大胆に転換することができるかどうかにある。不良債権処理への取り組みを強化する一方で、同時に、あらゆる政策の基本軸を、①企業の収益体質改善に向けた自助努力のサポート、②新たな成長分野の育成、③産業・企業の再生を図るという方向で統一し、集中実施すべきである。

勿論、公共事業の大盤振る舞いを中心とする従来型の景気刺激策では、景気浮揚効果は一時的でしかない。国際競争に晒されている企業の競争力の強化にも、民需の持続的な拡大にもつながりにくいことは、自明である。他方、規制改革や行政改革など構造改革を通じて成長分野を創出することが内需主導の持続的成長の道ではあるが、そうした改革が効果を発揮し、マクロ経済全体を持ち上げるようになるまでには少なくとも数年の時間を要する。道路公団改革や郵政事業民営化に向けた改革は、小泉内閣だからこそ踏み込めた改革として高く評価できるが、こうした制度改革が、官の効率化、民間活力の再生に結実するまでには時間がかかることを覚悟しなければならない。

構造改革を進め市場経済原理の下で産業・企業の新陳代謝を促進することが経済再生の王道であり、それが金融機関の資産劣化を食い止める基本的方策である。しかし、問題は構造改革を進めようにも、株価下落によって金融システムが動揺するなど、金融システムの脆弱性が足枷となって思い切った構造改革に取り組めない点にある。構造改革の成果を経済再生に結び付けていくには、株価と銀行経営、金融システムの連動を断ち切る以外に道はない。日銀の前例のない試みも、それだけでは依然として不十分と言わざるを得ない。

さらに、最も心すべき点は、時を急ぐ余り金融機関のみに的を絞った急激な不良債権処理を断行しようとするれば、それ以前に一般企業が将来の資金繰り不安から自己防衛に走り、企業間取引の萎縮、企業間信用の縮小を通じて、実体経済に急激な縮小均衡圧力が掛かりかねないことである。

3. 政策運営の前提

以上のようなトリレンマを断ち切る政策運営を行うに当たっての大前提として、改めて以下の3点を十分踏まえる必要がある。

① 前提1：デフレとの戦いは長期戦になる

どのような景気対策（財政・金融政策）、構造改革を行っても、短期間の内にデフレから脱却することは不可能である。景気対策さえ打てばデフレから脱却できるとみるのは幻想であり、構造改革を進めてもその効果の発現までには時間がかかることは、すでに述べた通りである。

不良債権処理の遅れが金融仲介機能の低下をもたらしている、あるいは金融機関の破綻懸念が解消すれば資金仲介機能が回復する、との指摘があるが、看過してならないのは、期待成長率の低下のもとで企業の前向きな資金需要が落ち込んでいること、また敢えて金融機関がデフレ下でハイリスクを承知の貸出を行なえばさらに不良債権を増加させる結果とならざるをえないディレンマである。

国内で期待成長率の低下による強い閉塞感に支配され、国際競争に晒されている国民経済を、実質・名目成長率をごく短期間でともに安定的にプラスに持っていくことは決して容易ではなく、少なくとも数年を要すると考えるべきである。勿論、小泉政権のデフレ脱却への強い意志表明と具体的な行動が経済主体のマインドに働きかけ、企業・個人の前向きな反応を引き出すことに成功すれば、デフレ脱却の時期が早まることは言うまでもない。

換言すると、不良債権処理を行なううえで、新規の不良債権の発生を止め、あるいは不良債権処理にともなうデフレ作用を相殺していくには、マクロ政策のみへの依存には限界がある。デフレ脱却に時間がかかることを前提にして、同時にミクロ政策、具体的には企業再生への取り組みを強化していくことこそ不可欠にして焦眉の急である。

② 前提2：金融システムの安定化なしに構造改革は進められない

金融機関の破綻、それに続く企業金融の行き詰まりという懸念が続いていたのでは必要な改革に踏み込めない。不良債権処理の促進を加速させるのであれば、金融機関の保有株式から巨額の損失が発生し、金融システム全体が動揺することを食い止める措置をビルトインすることが必要である。

大手も含めた金融機関に公的資金を一斉注入することで、金融システムの安定化を図るという考え方は、98～99年の小渕政権時に実行に移されたが、その後の経験から明らかに言えることは、公的資本の直接注入もデフレ加速や景気悪化が続けば、その効果は所詮時間限的なものにとどまるということである。資産査定を強化し、金融機関に不良債権の償却や引当強化を促し、不足する資本を予防的に注入したとしても、景気悪化と不良債権の新規発生という悪循環の構図に歯止めがかからない限り、効果は銀行のバランスシートの一時的改善にとどまる。結局、資産劣化に対応した査定の繰り返しと公的資金の再注入が必要になることは必定である。また、予防的公的資金の注入は、金融機関のモラルハザードを助長し、ノンバイアブル（存続不可能）な銀行を延命させることにつながりかねない。

③ 前提3：デフレからの脱却を視野に入れた公的資金投入とは？

不良債権問題の根因は経済活力の低下にある。過去、デフレと景気悪化が続く中で、銀

行の業務純益の規模（年間４～５兆円）をはるかに上回る年平均１０兆円以上の規模で不良債権が新規に発生してきた。株式含み益のある間は、不良債権の新規発生額に匹敵する不良債権処理を進めることが可能であったが、デフレの深刻化に持ち合い解消という構造的需給悪化要因が加わる形で、ファンダメンタルズを逸脱した株価下落が現実のものとなり、さらにそれが時価会計・減損会計の下で金融システム不安を増幅して景気悪化を一段と深刻なものにしている。正に合成の誤謬そのものである。もはや事態は、個別金融機関の経営努力で処理できる範囲を超えており、大局的な見地で、こうした悪循環の構図から脱出する方策を直ちに打ち出す必要に迫られている。

その意味で、今すぐ必要かどうかは別として、何らかの形での公的資金の投入は、いずれ不可避とならざるを得ない。しかし、その場合でも、①国民の負担を最小限に止める、②投入された公的資金が経済や産業・企業の再生のために有効に使われるという二大原則を堅持すべきである。勿論、企業や金融機関サイドにも産業・企業再生に向けた多大な努力が求められることは言うまでもない。政策はそうした民間の努力をサポートする方向に向けられるべきである。

銀行の自己資本増強のための公的資金投入は、所詮事後処理であり、新規の不良債権発生を食い止めるものではない。むしろ、公的資金は①存続不能な金融機関の整理と預金者保護、②産業・企業再生のために使うべきものである。公的資金投入を産業・企業再生のためのコストと割り切り、デフレ脱却の切り札とすべきである。デフレからの脱却に時間を要する以上、投入額が多年度でかなりの規模になることは覚悟しなければならない。

４．整合性のある総合政策とタブーを排したモラトリアム策を

小泉政権は、内閣改造後、２００４年度中に不良債権問題からの脱却を宣言している。これは、現下の状況下では極めて困難な課題と言わざるを得ないが、こうした厳しい目標を達成するためには、金融システム安定化、経済活性化、中期的な財政運営の３つの政策を相互に整合性の取れた形で策定・実行に移すとともに、金融・不良債権問題に関しては、これまでのタブーをすべて排した上で、当面２年間に限定したモラトリアム策を実行することが求められる。急ぐべきは、不良債権を一時的にゼロにする政策ではなく、目標年次を明示した不良債権処理の根幹の道筋を示すことである。また、この間、活性化策を側面支援する観点から、円安を誘導。

（１）金融・不良債権問題への対処

金融システムの安定化と再生のためには、現在が異常事態の状況にあるとの認識に立った上で、以下の原則で不良債権問題に対処することが必要。

- ① 株価変動と銀行の自己資本の連動を断つ。
- ② 破綻懸念先以下に分類される不良債権については **RCC** を活用して最終処理を促進。
- ③ マクロ経済の活性化により不良債権の新規発生率を引き下げる。
- ④ 銀行は、要注意先企業を選別したうえで、その再生を全面的に支援することで産業再生、マクロ経済の活性化につなげる努力をする。
- ⑤ 公的資金は、新規の不良債権の発生を食い止め、デフレ脱却の糸口を掴むためのコストとして、産業・企業再生のために使用。ただし、i 金融機関の再編・合併促進、ii 破綻処理が必要な場合には、預金者保護の観点から事後的に公的資金を使用。
- ⑥ 郵貯・政府系金融機関活動領域の縮小と市場原理の導入による効率化の徹底。

以上を踏まえて、当面2年間で金融システム健全化期間と位置付け、以下の政策を断行すべき。

- ① 日銀は銀行保有株式の買い上げを直ちに実行するとともに、金融システム改革のために必要となる公的資金を **RCC**、銀行等保有株式買取機構などに対して、円滑に供給する。
- ② 銀行の株式買取機構の活用を促進すべく、8%の拠出金を廃止するとともに、**BBB** 格以上の制限を緩和し買取対象銘柄を拡充する。
- ③ 時価会計・減損会計・ペイオフ解禁を2年間完全凍結する。
- ④ マクロ経済に関する政府見通しと整合性の取れた不良債権処理計画の策定・実行。マクロ経済・市場動向の変化に機敏に対応した金融庁による検査・監督。
- ⑤ 破綻懸念先以下の不良債権については、**RCC** による不良債権の実質簿価買取りを促進。二次ロスが発生した場合には、公的資金で補填する仕組みを整備。これに対しては、補助金との批判が強いが、i マクロ政策運営失敗のコストであると同時に、ii 不良債権流通市場創設のためのインフラ・コストと位置付けるべき。勿論、金融機関のモラルハザード防止のために、厳格な引当を実施させることが大前提。
- ⑥ 公的資本を金融機関がリスク資本として使用できるよう、**RCC** が保有する銀行の優先株を普通株に転換した上で、市場での売却を可能にする。
- ⑦ 要管理先債権については、後述の「産業・企業再生委員会」の下に複数の債権を束ねた「企業再生ファンド」を創設する。ファンドを通じて、債務者企業の普通株取得、**DES** (デッド・エクイティー・スワップ) により金融機関が取得した株式の買取を行う。ファンドには、公的資金(政府出資)とともに、外資も含めた民間資金を幅広く集めて、出資企業の全面的な支援の下、企業再生に取り組む。同先の中小企業向け債権については、公的保証をテコに金融機関が再生に全面的に協力する。

(2) 財政運営の転換

小泉政権は、10年後にプライマリーバランスを黒字化するという目標を設定し、中期的

な財政健全化の達成にかなりのウェートを置いた財政運営を行ってきた。しかし、国債発行 30 兆円以下という目標は、景気悪化による税収の落ち込みから、すでに放棄せざるを得なくなっており、来年度予算の一般歳出マイナス目標も相当なデフレ作用を持つ。不良債権問題を 2004 年度までに解消することを目標に据えるのであれば、少なくともそのデフレ作用を相殺すべく、財政運営の基本を転換する必要がある。

- ① 当面 2 年間は、プライマリーバランス黒字化目標の対象年次からはずし、財政による非効率な資源配分をもたらしている各種のシステム（財投、補助金、交付金等）の抜本改革を断行する期間と位置付ける。
- ② この間、日本経済の将来をリードする戦略分野（IT、バイオ、ナノテク等）や、地域を限定した「構造改革特区」に対しては、大胆な予算配分を断行し、単年度の財政バランスに拘る姿勢から脱却する。
- ③ 税制改革については、当面 2 年間については、ネット減税幅を 2.5 兆円から 5 兆円規模に拡大する。その後、歳出削減・増税を組み合わせる形で、10 年程度で無理なく中立化するスケジュールを具体的に提示する必要。公共投資については、中身の大胆な見直しを行い、総額については当面 2 年間は景気中立（GDP 比率で横ばい）を維持する。

中期的な財政健全化に向けた規律は維持しつつも、不良債権処理を加速させるこの 2 年間は、財政面から無理のない範囲で景気をサポートすることが重要。

（3）総合的な経済活性化策の必要性

小泉政権の経済活性化プランは、現実の予算、税制とのリンクが希薄であり、その効果は極めて不透明と言わざるを得ない。財政運営の転換によって、単年度の財政収支や、中期的な税収中立に過度に縛られることなく、日本経済の将来の成長分野を切り開くとともに、企業の生産性向上や収益体質強化のための構造調整努力を側面からサポートすべく、予算、規制改革、税制改革を三位一体で組み合わせた「総合的な経済活性化策」を断行する必要がある。

（i）投資減税、規制改革、研究開発重点化をセットにした、イノベーション喚起のための中期プログラムの策定・実行。具体的には、①研究開発税制の強化、②IT 投資への税額控除のほか、③わが国競争力の基盤である製造設備の法定耐用年数の短縮など、企業の生産性向上・競争力強化につながる投資減税を打ち出す必要。なお、投資減税は投資が増加して初めて税収が減少することになるため、中期的な税収中立の算定からはずすべき。

(ii) ビジネス・フロンティアを拡大する総合プラン策定・実行。具体的には、都市再生特区、構造改革特区においては、①大胆な規制緩和・撤廃、②基本インフラ整備のための予算特別枠の設定、③不動産関連税制の減免（不動産取得税、登録免許税、土地譲渡益税など）と優遇措置（高層住宅・商業施設等の建物の特別償却、固定資産の減免など）を3点セットとした施策が望まれる。

(iii) 新規産業育成、産業再生を促進する総合プランの策定・実行。業界代表・所管官庁・学識経験者等からなる「産業・企業再生委員会」を設け、問題企業の多い産業ごとに「産業再生ビジョン」（業界成長率の見通し、新規分野の現実性等を検討）、有望産業分野ごとに「新規産業創造ビジョン」を策定。これをもとに、個別企業の再生、産業全体の再編、新規産業分野の創造について官民一体となって取り組む。政策支援としては、新規産業の育成のためのベンチャー・起業支援税制の拡充（エンジェル税制の拡充・強化、ベンチャー投資税額控除制度の創設）等の他、ベンチャーや技術力の高い中小企業向け貸出債権をパッケージ化した「産業創生ファンド」やRCC、前述の民間金融機関等が保有する不良債権をパッケージ化した「企業再生ファンド」を創設し、これに対する各種の税優遇措置（譲渡益課税軽減、損失繰越控除、投資税額控除など）を講じる。

(iv) 「雇用再生シナリオ」の作成と「穴のない雇用の安全網」の整備。

「産業再生ビジョン」を踏まえた産業ごとの「雇用再生シナリオ」（業界内転職者数・業界外転職者数の見通し等）を、「産業・企業再生委員会」に労組代表を交えて作成。このシナリオを円滑に進めるべく、再就職支援・雇用安定化が効率的になされるような「穴のない雇用の安全網」を整備。

- ① 雇用保険の対象外であったり、十分に保護されていない労働者に対する生活支援策の実施。自営業者がカバーされていないほか、日雇労働者の雇用保険は不十分であり、非正社員の給付内容が正社員に比べ劣っていることも問題。
- ② 離職者の身になったきめの細かい再就職支援の実施のための「ワンストップサービス」体制の整備。民間への委託、カウンセリング機能強化を基本として、職業紹介サービス・職業訓練サービス・生活費支援サービスを一体となって実施。

小泉政権は、デフレ克服に向けた大胆な経済活性化策なくして、不良債権問題の抜本的解決は困難であることを十分認識し、今こそ過去の政策運営にとらわれない「柔軟かつ大胆さ」をもって現下の困難を乗り切る意思と行動を示す時である。

以 上

図表1 全国銀行の不良債権新規発生額の推移

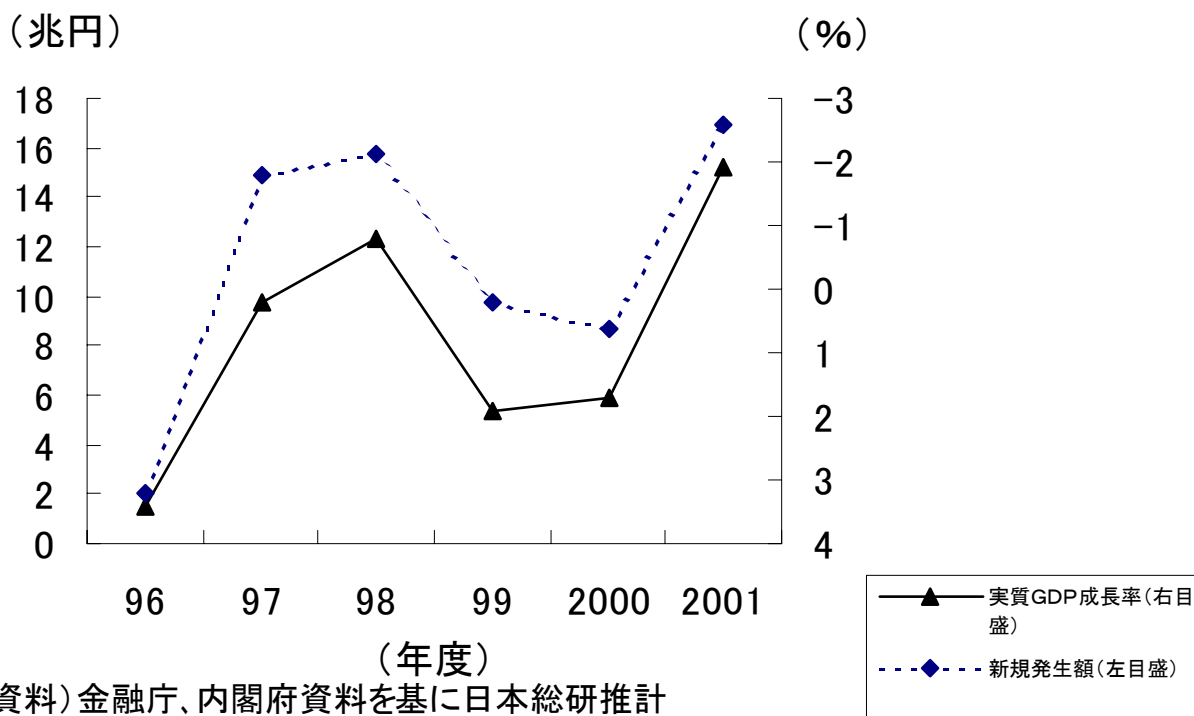
(億円)

年度	不良債権 新規発生	不良債権 処理額	(うち直接 償却等)	不良債権 残高増減
96	20,068	77,634	(43,158)	▲ 67,153
97	148,832	132,583	(39,927)	79,690
98	157,144	136,309	(47,093)	▲ 1,310
99	97,019	69,441	(38,646)	7,390
2000	86,276	61,076	(30,717)	21,490
2001	168,854	97,221	(39,745)	95,130
累計	678,193	574,264	(239,286)	
年平均	113,032	95,711	(39,881)	

(資料) 金融庁資料に基づき日本総研作成

(注) 不良債権残高は、リスク管理債権。

図表2 不良債権新規発生額と実体経済との関係



新規発生額＝当期不良債権残高－前期不良債権残高＋貸倒引当金取崩額[※]＋直接償却

[※]貸倒引当金取崩額＝貸倒引当金繰入額－(当期貸倒引当金残高－前期貸倒引当金残高)