

真犯人は誰だ?! - 景気探偵が推理する

～景気の現状と課題～

景気探偵 赤羽 隆夫

ただいまご紹介いただきました赤羽です。お見知りおきのほどよろしくお願ひいたします。景気をどう見るか?、そしてどのような対策を考えたらいいか? そういった点についてお話ししたいと思います。ただし、具体的な対策項目を列挙して、それらをいちいち解説するというのではなく、問題のポイントは何なのかといった点だけをお話ししたいと思います。

1.1990年代は日本経済の失われた十年代

バブルが弾けたのが、株価について言えば90年初のことです。89年の大納会の終わり値で、東証株価は日経平均3万8,915円87銭という、史上最高値を付けたわけです。そこで多くの人々が新年にはさらに最高値を更新するだろうという楽しい初夢を見ながら、年の明けを待ったのです。しかし実際には大発会の日から、株価は下がり出しました。つまり株価のバブルは、90年(平成2年)の正月に弾けたのです。これに対し、地価のバブルは、日本不動産研究所の市街地価格指数あたりから判定しますと、1年余り後、つまり91年前半に弾けたといえるでしょう。そうだとしますとバブルが弾けてから、もうすでに7、8年の歳月が経っております。

その間に何回も景気浮揚策が講じられました。つい最近の対策(平成9年11月18日決定)は、まだ効果が現れる段階ではないので計算に入りませんが、それ以前には大型の景気対策が6回行われております。数え方によっては、さらに回数が増えるのですが、政府が事業規模で何兆円といった数字を示した対策は6回あります。一方、金融政策でも9回も公定歩合が引き下げられました。0・5%という現在の公定歩合は世界の金融政策の歴史上も、前例のない低水準です。つまり、異常な低水準だと言っていいでしょう。

それほどのことをしたのに、景気はさっぱり良くなっていない。それどころか、97年の11月には大型金融破綻が相次ぐというように、むしろ事態はかえって悪くなっています。90年代に入って、もう3分の2以上の年月が過ぎ去りました。90年から90年代だと見ると、もうすでに5分の4の歳月が経過していることになります。こんなことでは後世から見ると、90年代という時代は、日本経済にとって時間とお金を空費しただけの

「失われた10年代 The Lost Decade」だったと見なされるだろうと思っています。

2.どこまで続くジグザグ景気

バブル後の景気後退が底入れしたの93年10月ですが、その後もわが国の景気は「ジグザグ」基調から抜け出ていません。「ジグザグ」は「一進一退」と訳されます。一步前進一步後退という意味で、このような状態が続けば、いつまで経っても前進が見られないこととなります。実際には、95年後半から96年度末にかけて一進一滞になった。つまり、一步前進一步足踏みと、同じ「たい」という字でも「渋滞」の「滞」と、それでもごくわずか前進したのかなと見られたのですが、97年春以降秋口へかけて再び一進一退へ逆戻りしました。

97年度下半期はどうなるか。私は、一進一退でいけば御の字だなと思います。おそらく下ブレのリスクが大きく、大不況への転落のおそれも一概に否定できないのではないかと見ています。そうしたときに問題は、実体経済に原因があるのではなく、むしろ金融経済の責任が大きいだろうと考えています。つまり、98年は金融発の景気後退が深刻化する危険が大きいと見ているわけです。そこでバブルが弾けた後、一進一退のジグザグの景気が続いた原因を、以下で考えてみましょう。

何回もの大型対策が講じられ、公定歩合も9回も引き下げられた。それにもかかわらず一進一退が続く。これはとても不思議な現象であると認識します。というのは、景気というものは本来、累積過程、スパイラル現象だからです。従来経験から言えば、不景気が底入れをして、その後早ければ半年、長くても1年前後経つと、景気はその次の段階に進む。つまり景気の回復から景気の上昇へ、好景気という局面に進むわけです。そのころから景気はスパイラル的によくなる。こういう過程が従来例だったわけです。

ところがバブルが弾けて以後の景気回復過程では、こうしたスパイラル現象が起こっていない。少なくとも上向きのスパイラルは見られない。そのため、景気が底入れしたといわれる後も、一進一退が続いております。これは従来常識には合わない現象ではないか。その意味でこれはもうミステリーというべきだと思うわけです。

3.北風と太陽の寓話

私は以前から「景気探偵」などと自称して、年甲斐もなく一人で嬉しがっているものですが、最近、どうせならこの名称を商標登録しようと思ひ立ち、特許庁へ出願いたしました。当然数カ月もあれば正式に登録できるのかと思ひましたら、なんと2年ぐらい待つのだそうです。弁理士がいうには、何しろ申請がものすごく溜まっていて、順番が回ってくるのが、それぐらいになるという話でした。以前から特許の登録には大変長い時間がかかるという問題が指摘されてきましたが、これだけ変化の速い時代にこんなに時間がかかるのは本当に困ったことで、ここでもやはり霞ヶ関が日本経済の発展の妨げになっているの

だと改めて感じた次第です。

まあ、それはともかく、ミステリーとなれば、不肖景気探偵を自称する私の出番だ、というわけで、以下のように推理してみました。

累積過程への移行が可能にならないのは、それを妨げる要因が存在するからだ。景気変動する過程においてスパイラル現象が起き、景気が良くなるときには上向きのスパイラル、景気が悪くなるときには下向きのスパイラルになる。よく「悪循環」という言葉が使われますが、悪循環というのが下向きのスパイラルです。悪循環に対して、好循環が上向きのスパイラルですね。この上向きのスパイラルと下向きのスパイラルが交互に現れて、景気循環、景気の波動が生ずることになります。しかし一進一退という場合には、こうしたスパイラル現象が起こらない。景気を良くする力と景気の足を引っ張る力との綱引きにおいて、景気を良くする力がさっぱり強くない。その一方で景気の足を引っ張る力が、いつまでも強力であるのだから、スパイラル過程に移行しない、こう理解したいと思えます。

イソップの有名な寓話に、「北風と太陽」の寓話があります。太陽と北風が旅人のマントを脱がそうと競争したという、この寓話に例えてみますと、景気を良くする力は太陽に当たります。景気の「拡張力」と呼んでおります。それに対して景気の足を引っ張る力、これが北風に相当し、「収縮力」と呼ぶべきものです。一般的に言えば、太陽の力がだんだん優勢になってくると、景気は次第に良くなる。しかも、ある段階を過ぎると累積的に景気が好転する。悪くなるときはこの逆で、北風の力が優勢になる。

ところが、バブル破綻後の日本経済では、太陽の輝きがなかなか強まらない一方で、北風はいつまでも強力である。だから、景気という旅人はマントを脱げる状態にはならないのです。つまり、拡張力が弱々しい一方で、収縮力がいつまでも強いのです。とくに北風がいつまでも強力だという点に、問題の根源があると考えられるのです。

4.バブルの負の遺産

19世紀のフランスの経済学者で、景気循環論で有名なクレマン・ジューグラールという人がおります。「10年周期の設備投資循環」を発見した人です。このジューグラールが、とても有名な言葉を残しております。“The only cause of depression is prosperity”と言うのです。不況の唯一の原因が好況であるというのです。しかし、不景気のただ一つの原因が、それに先行する好況であるというのは言い過ぎだと思えますが、景気循環の各局面は、それに先行する局面から影響されている、あるいはすべての景気循環の局面の種は、先行する局面で蒔かれているというように理解いたしますと、ジューグラールの言うことは全く正しいと思えます。

つまり、バブル後の、従来の経験とは異なる景気変動の姿、景気循環の姿は、バブル時に種が蒔かれていると理解するわけです。そうだとするとバブルのときに蒔かれた種とは

何か？、またそれがいつまでも北風の力を強めているのはなぜか？、その問題が解明されなければなりません。結論を先取りして犯人を指名すると、それはバブルの時期に積み上がった借金の塊だと考えています。

バブルとは、土地や株式、ゴルフ会員権やはては書画骨董にいたる資産価格の高騰です。そして、資産の値上がりからキャピタル・ゲインを稼ごうと多くの人々が銀行から大金を借金までして土地や株などの取引に群がったのです。値上がりが続いている間は皆幸せだったのですが、そんなことが永久に続くものではなかった。バブルが弾けた後には、手持ちの資産を売却しても到底返済できない巨額の借金が残されました。

実はバブルのマイナスの遺産である、この過大な借金の存在が、いわば一大寒気団となって日本経済の上空に居座り、北風の力を強めているのです。その結果、旅人である景気は、いつまでもマントを脱げる状態にならない、こういうふうに理解すべきであると、不肖景気探偵は推理しているわけです。

5. 日本経済は“啄木”的現状

私は、バブル後の日本経済の状況は「“啄木的”状況」だと理解しているのです。「はたらけど はたらけど 猶（なお）わが生活（くらし） 楽にならざり ちっと手を見る」。これは『一握の砂』という歌集の中にある有名な石川啄木の歌です。皆さんも小学校の高学年か中学生のときに、国語の時間などで習われたことだろうと思います。この歌を見て私たちはどういう印象を持つか？ おそらく次のような印象ではないかと思います。「ああ、啄木は一生懸命働いたけれど、おそらくとてもお給料が安かったのだろう。だからいつまでも生活が苦しかったのだな」と。しかし、そのような印象は事実ではなかったのです。

彼は明治45年に27歳の若さで亡くなりました。この歌を読んだときは、それから2年ほど前で、24、5歳のときです。その当時、彼は朝日新聞社に校正係として雇われておりました。郷里の先輩が朝日新聞の主筆でして、その人の引きで雇われたのです。月給が25円で、新聞の校正係だったものですから、当然夜勤もあります。また朝日歌壇の選者の一人にも選ばれておりましたので、その手当てまで全部合わせると33円ほどの月収になったそうです。当時の若者の収入としては、破格の高賃金だったとのことでした。

そんなに高収入を得ていれば、生活が楽にならないはずがないのですが、どん底の生活を余儀なくされたのは、実は彼自身がルーズな性格で、しかも大変な浪費家だったからです。「月給の前借りとズル休みの連続で文なしの生活をしながらも吉原をうろつくことをやめない」（太田愛人著『石川啄木と朝日新聞』、恒文社）という日常生活だったものですから、多額の借金を負っておりました。

詳細に記録が残っているわけですが、死ぬ2年半ほど前の記録に、62名の友人や知人から、合計で1、372円50銭も借金しているとあります。この後2年半ぐらい生きて

おり、さらに借金は増えたので、亡くなったときには2、000円を超えていただろうと推測されています。葬式の時に寄せられた香典が126円だったそうです。2、000円に126円ですから、あの世に逝っても返せなかったというわけでしょう。

1、372円50銭というのは、どれぐらいの金額か？ 啄木が生きていた時代、あるいはそれよりも数年前の時代になるのかもしれませんが、夏目漱石の『坊っちゃん』には主人公の坊っちゃんが道後温泉で泳いだ後に、食べたおそばの値段が出ております。たしかおそば1枚が8銭という時代です。そのときに1、372円50銭もの借金があったというわけです。当時の若者としては、破格の高給を得ていたとはいうものの、こんなにたくさん借金をつくっていたのでは、借金の返済に追われ、どん底生活にあえいだのは当然でしょう。

バブルが弾けた後の日本経済は、この啄木の家計と同様に、借金漬け、債務地獄の状態にあります。そのため、景気対策によって所得を追加しても、それらは借金返済に回り、消費を増やす（生活をより豊かにする）ことができないのです。その結果、景気対策は、工事が進んでいる間はそれだけの効果はありますが、工事が終わってしまえばそれでお終いとなるのです。線香花火がパチ、パチ燃えている間は明るくなりますが、燃え尽きてしまえば、元の真っ暗闇に戻るようなものです。巨額の借金の存在がなぜジグザグ景気の原因となるのか、そのメカニズムについてもう少し考えてみましょう。

6. 乗数過程は機能不全

さきに「多額の借金の塊が一大寒気団となって、北風をいつまでも強力に吹かせている」と申しましたが、いまの啄木の話のアナロジーで理解してみますと、次のようになると思います。「景気対策による所得追加も借金返済に回り、新規需要を誘発する効果が極めて小さい」と。新規需要の中で最も重要なものは、消費需要です。消費需要は国民総需要の6割以上を占める、いちばんの大どころです。だから、これが増えないと、全体が増えないのは当然です。

比重が大きいという点に、第1の重要性がありますが、それだけでありません。もう一つ、景気対策による公共投資の追加に応じて消費が増えることで、初めて乗数効果が発現するというプロセスが重要なのです。乗数効果は次のようなプロセスで発現します。

景気対策で公共事業費を10兆円追加することは、国なり地方公共団体なりが公共事業のために10兆円の支出を増やすことです。公共事業とか消費需要といった表現は、お金を使う面からとらえた言い方です。しかし支出されたお金、使われたお金には、必ず受け取る人がいます。受取人にとっては所得、収入になる。

つまり景気対策で10兆円の公共事業費の追加することは、日本経済に対して10兆円の所得を追加注入したことと同じです。10兆円も所得が追加されれば、普通なら6～7兆円の消費が増えます。消費支出にももちろん受取人がいるわけで、それによってまた経

済に6～7兆円の所得が追加注入されるということになります。そうすると、またそれによって消費が4兆円ぐらゐ増える。

そういうことで、次々と所得と消費が誘発され、最後にゼロに収斂しますが、それまでのすべての所得＝需要を合計（積分）した金額（これに当初の公共投資額を加えた金額）と、追加した公共投資の金額との比率（倍率）を「公共投資乗数」といいます。以前は、公共投資の乗数は2以上、3近くということでした。ですから10兆円の公共事業費を追加しますと、最終的には20数兆円から30兆円近い効果が現れた。だから、それほど大きな景気対策をやらなくても、景気は非常によくなり、景気対策の効果がとてもはっきり目に見えたのです。

ところで、それではバブルが弾けた後、消費は増えているのだろうかと思って、統計を見ますと、これが大変なことにまったく増えていないのです。いま非農家1世帯当たりの実質消費の動きを家計調査の消費水準指数で見ると、95年を100とした指数で、85年が91.1、90年が98.9となっており、バブルが進行中の80年代後半の5年間には、1世帯当たりの実質消費は8%以上増えています。ところがバブルが弾けて景気がピークを過ぎ、景気の後退局面に入った91年は100.6、96年はやはり100.6、97年も同じく100.6とまったく同水準です。7年間にわたって全然増えていない。これは公共事業でお金はたくさん使ったけれど、乗数効果が全然出なかったということの意味します。

確かに公共事業を追加して、追加した分だけは景気に対してプラスの効果があります。しかしその後の乗数過程は進行しないわけですから、それでお仕舞いということになります。さきほど線香花火と同じだといいましたね。線香花火は、火が付いてパチパチいつている間は明るくなります。しかし燃え尽きてしまえば、元の暗闇に戻る。バブルが弾けた後の景気対策は、建設国債という形の借金をして、支出を増やし、受け取る人にとっても所得が追加されたわけですが、消費は全く増えていない。そのため公共投資に本来期待されるはずの乗数効果が発現していないのです。

なぜそんなことになったのか。原因はバブル期からの借金の存在です。景気対策で追加された所得が消費に回らず、借金の返済に回ったからです。そこで啄木の生活と同じく、「はたらけどはたらけ猶わが生活楽にならざり」ということになるわけです。借金が多いために不景気だということで、バブルが弾けた後の日本の景気は、「借金デフレ」（注）と性格付けていいでしょう。

債務地獄にあえいだ石川啄木の家計は、まさしく借金不況という状態でした。日本経済もずっと借金デフレ、債務不況という状況にある。日本経済の現状は啄木的な状況だ、こう理解すべきではないかと思っています。

（注）「借金デフレ」または「債務不況」という表現は、アービング・フィッシャーの造語である The Debt Deflation から拝借しました。

7. 非効率な公共事業

先ほど北風の方がいつまでも強い、北風を吹き出す源になる一大寒気団というのは、バブルのときに出来た大変大きな借金の塊だが、その一方で、太陽の輝きもそれほど強くない。こう申しました。どうしてでしょうか。おそらく公共事業のやり方が非効率なのだろうと考えています。日本銀行が作成して、毎月の『金融経済月報』に掲載されている「公共投資関連財出荷指数」というグラフを見ますと、90年を100とした指数で、最近の数字は81ないし82です。つまり、90年に比べて、18～19%も低い水準だということですね。

日銀の調査統計局の偉い人にも「本当なのかね」と再度にわたって確めました。日本銀行としては、ちゃんと使える数字であると確信を持って、毎月使っているのだというご説明でした。多少、技術的な問題もあるかもしれませんが、それにしても、現在の公共事業費の支出水準を考えれば、にわかには信じ難い数字であり、おそらくお金が効率的に使われていないことを示唆するのではないかと考えております。

公共事業の歴史について関心を持ち、多少とも勉強したことがあります。が、「公共事業の時計は逆回り」という感じを持っています。時代が下るに従って、工事に要する年月がどんどん長くなるというのが現実だからです。

例えば、いまから300年も前の話になりますが、8代将軍、徳川吉宗の時代です。1704年（宝永元年）、この2年前が元禄14年で、赤穂浪士の討入りがありました。その2年後に元号が変わって、宝永元年になりました。この年に吉宗の命令で大工事が行われたわけです。当時淀川と大和川の2つの川が、大阪城のすぐ傍らで合流していたわけです。こんな大きな川が合流しているものですから、ちょっと大雨が降ると大阪が水びたしになる。そこで、吉宗が一方の川を引き離すことを命令したわけです。それが大和川の放水路工事です。いまは堺市のそばを流れているのですが、川幅が180m、総延長が14kmという大変な大工事でしたが、なんと8カ月で完成しております。

時代が下り明治から大正にかけては、例えば荒川放水路の工事が行われました。「荒川」という名前からもわかるように、大変な暴れ川でした。明治41年と43年に大洪水があり、東京の下町が大被害を被りました。そこで明治44年から工事を始めたのが、荒川放水路工事です。バイパス水路を造って、川の流れを直接東京湾に流し込もうという工事です。たしか全長が18kmですか。隅田川と荒川放水路に川を分けたわけですが、工事は13年で本体部分の工事が完了しております。付帯工事などがありますから、全部完成するには20年かかったそうですが、本体部分の工事は13年で竣工したそうです。

では、こういった工事を今やったら、どれぐらいの年月が必要か。おそらく数十年はかかるだろうと思われれます。これらの工事の何分の1かの工事、しかも地元の説得も用地買収もすべて終わったものが、これだけ建設施工技術が進歩したいまのご時世に、20年か

かるのです。むしろかけているというべきでしょう。つまり、昔のほうが工事が速いのです。そういう意味で公共事業の時計は逆回りだ、とっているのです。そういうやり方をしていたのでは、お金はいっぱい出るけれど、景気に対する刺激効果は、当然弱くならざるを得ないのではないかと思います。

なお蛇足ですが、昔の工事のほうが短時間で出来たというのは、日本ばかりではないかもしれません。例えば、スエズ運河も1858～1868年と、10年あまりで完成しているのです。

8.主治医の誤診と治療ミス

なぜ景気はこんなに長期にわたり低迷しているのか？　こういう疑問に対する通説的な回答は次のようなものでしょう。景気低迷が続くのは、需要が不足しているからだ。だから、景気回復を促進するためには、需要を増やすような政策が取られなければならない。そのためには、公共投資を追加して増やさなければならないし、減税して消費需要を刺激しなければならない。また、金利を引き下げることによって、設備投資や住宅投資が増加する条件を整えてやる必要がある。これが通説的な病状診断と治療法の提案だといってよいでしょう。

ところが、97年度において日本政府が実際に取った政策はどうであったか？　消費税率の引上げ、特別減税の廃止、医療費患者負担の増加等で、家計部門から9兆円も購買力を吸い上げる政策を取ったのだ。また98年度の予算編成に当たっては、財政構造改革の名の下に公共投資の削減が行われている。これらは、景気回復に逆行する政策であって、こんなことをしていれば、景気が悪くなっていくのは当たり前だ。

こういった批判が加えられておりますが、私はこうした批判は問題の本質を突いたものだとは思いません。事業規模の総額60数兆円に達する景気対策、それに“超”という形容詞が付せられた低金利政策、これらの治療法が採用される根拠となった日本経済の病状診断は、まさしく上記の通説的な見方にしがたつたものでした。しかし、日本経済はそれほどひどいことをしても依然としてジグザグ景気からの脱出に成功していないのです。それどころか今後大不況へ転落する可能性さえ否定できないような深刻な状況になっているではないですか。これはどうしたことでしょう。

結局通説的な理解に即った診断と治療が間違っていたということになりましょう。景気対策は不況の本丸を突くものでなければいけませんね。本丸とは根本原因のことです。従来の景気対策は、果たして本丸攻略策として適切かつ有効であったのか、その点検討してみる必要があります。

私は日本経済はガンに取りつかれているとみています。つまり、日本経済が罹患した病気がインフルエンザや過労ではないのです。ガン患者を死なせないためには、できるだけ早くガン細胞を切除して、摘出しなければなりません。ガンが進行してやせ細っていく患者に対してピフテキを食べさせても元気が戻るものではないでしょう。また、末期ガン患

者はとてもひどい痛みで悩まされると聞きました。そこでモルヒネが投与されるそうです。モルヒネは麻薬ですから、痛みが軽減し、気分も快活になるようです。しかし、それがガンが治癒するものではありません。

公共事業費の追加は、ガン患者にビフテキを与える政策だと思います。また超低金利政策はモルヒネでしょう。だから、こうした政策（治療法）では、日本経済の病状は改善しないばかりか、バブルがはじけて7～8年もの時間が経って、よもやと思われる大型金融破綻が相次ぐ事態に直面し、私たちは日本経済が金融システムの危機的な不安定状況に陥っていることに改めて気付かされたというわけです。

9.超低金利は有効だったか？

公共事業の問題点については、すでに申しましたので触れません。そこで、果たして金融政策が政策当局が企図している通りの成果を上げているかどうかという点を検討してみることとしましょう。

1)消費に対しては？

バブルが弾けた後の景気が長期に停滞した主な原因は、消費が増えなかった点にあります。つまり、「消費不況」です。非農家一世帯当たりの実質消費は過去7年間を通じてまったくフラットに推移したのです。そうであれば、まず低金利政策が消費にとってプラスだったかマイナスだったかという点が問われなくてはなりません。

この点については、当然のことながら、日銀当局は肯定的な評価をしております。その際の理屈は、「低金利政策によって景気が下支えされている。その結果、雇用が維持されている。失業率が上がったといっても欧州諸国と比べるとそれほど高くなっているわけではない。また、賃金も緩やかながらも増えている。だから、家計もそれなりに恩恵を受けている」というものでしょう。この理屈の当否は、低金利政策が景気を下支えしているという認識が正しいかどうかにかかっています。

日本の個人金融資産は1、200兆円もあります。利回りが1%変動するだけで、家計部門の利息収入は12兆円も増減します。バブルが弾け、平成の不景気が始まった頃の預貯金金利は4～5%以上ありましたが、いまは普通預金では0.1%、3カ月ものの定期預金でも0.25%です。現在はまさに顕微鏡で見なければ見えないほどの低金利ですから、この間に家計部門の利息収入は何十兆も減っているということでしょう。この額は97年秋以降の消費の落ち込みの原因として批判されている9兆円の購買力吸収額をはるかに上回る金額です。低金利政策の結果、家計部門に流入する利回り収入がそれほど減れば、家計消費需要に対してはやはり差引マイナスだと思います。

2)設備投資に対しては？

設備投資についてはどうか？ 日銀の松下総裁は、都内での講演で、次のような趣旨の発言をしておられます。「例えば2年前と比べて見ると、設備投資は7兆円増えている。その間に企業の利潤も7兆円増えた」と。これは利払い後の利益ですね。「金利低下で金利支払いが減っただけ企業の利益が増えた。そして、ちょうど利益が増えただけ、設備投資が増えている。だから、低金利政策は設備投資を増やすのに効果があったと見れるだろう」という主張ですね。私も後で見ると、こうした見方が完全に間違っているとは思いませんが、しかし、この問題に対する正しいアプローチだとも思いません。

一般に金利を下げると、設備投資を刺激するといいますが、超低金利といわれるような水準まで金利が下げてもなお、設備投資を増やすのかという問題があるからです。金利低下が設備投資を増やすのは、金利が設備投資のコストだからです。コストが下がれば、以前は採算の合わなかった低収益のプロジェクトでも採算が取れるようになりますから、それだけ設備投資が拡大します。

しかしよく考えてみると、超低金利で初めて収支計算が成り立つようなプロジェクトは、金利が正常水準に戻ればたちまち赤字に転落するでしょう。だから、賢明な企業経営者がそんな低収益のプロジェクトまで設備投資を広げるということはないはず。どんな政策にも有効領域というものがあります。高血圧の高齢者には熱い風呂は危険だ。脳溢血の心配がある。ぬる目の風呂に入りなさい。そういわれても、温度を下げすぎて水風呂になってしまえば今度は心臓麻痺を起こしかねないわけです。つまりぬるくし過ぎると効果がない、というより逆効果になるでしょう。

金融政策でもこれと同様で、ノーマルな範囲、つまり政策の有効領域の範囲内の金利低下は景気刺激に有効ですが、それを超えると効果がなくなるばかりか、いろいろ不都合が生じることになると思います。

最近設備投資は、いわゆるキャッシュフロー、つまり自己資金の範囲内で行われることが多いようですから（とくに大企業）、超低金利で利息支払が減って、利払い後の経常利益が増えたということなら、その点で設備投資に有利だという点は認めてよいと思いますが、その点を考慮しても超低金利政策の設備投資に対するプラス効果はせいぜい20%ぐらいのものだ。私はそう理解しております。

3)住宅建設に対しては？

住宅建設については、大いに効きましたね。松下総裁はこうおっしゃっておられます。しかし、本当に金利が下がったせいなのか。私はむしろ建築費と地価が下がったことの効果の方が大きいと考えています。「家計調査」からそう判断しているのです。

現在ほどではありませんが、80年代の後半も、低金利でした。しかし、家計調査面にあらわれた勤労者世帯の「土地家屋取得のための借金（ネットの増加額）の実収入（税引き前収入）に対する比率」は、むしろ減少しているのです。ところが90年代に入って金

利が下がる過程では、この比率は拡大しています。つまり、同じように低金利であっても、建築費や地価がどんどん高騰しているときには、普通のサラリーマンには手が届かなかったが、バブルが弾けた後、建設費や地価が彼らの手の届く範囲内に降りてきて、そこへ低金利もプラスされた。こう解釈すべきだと考えています。

4)株価に対しては？

株価低迷も景気に対してマイナスだと言われております。心理的にそうであるばかりではなく、銀行部門の自己資本を縮減することになり信用収縮（貸渋り）を激しくすることになるからです。日本の株価は1949年（昭和24年）に、株式市場が再開されてから89年の大納会の終わり値まで、ずっと上がってきました。もちろん時々暴落することもありました。例えば昭和28年のスターリン暴落、あるいは昭和40年の証券不況時などです。しかし、通してみるとずっと上がってきて、長い上りのエスカレータを上り詰めた、という感じがあります。

ところがアメリカのウォールストリートの株価、ロンドンの株価、あるいはフランクフルトなどヨーロッパ大陸の株価は、60年代、70年代から1982年の秋までは、比較的狭いボックス圏の中を上下するだけの運動をしていました。たとえば、中層ビルディングのエレベータのような動きをしていたのです。

ニューヨークの株価について申しますと、1965年の春から82年の秋までの17年余りの間、ダウ平均で700ドルから1,000ドルの間を上下していたのです。ロンドンの株価は68年から82年の秋まで、やはりエレベータ運動でした。ドイツのフランクフルトの株価にいたっては、なんと1954年から82年の秋までの間、上下のエレベータ運動でした。

ところが82年の秋以降は、欧米の株価は上りのエスカレータ運動に転じたのです。もちろん87年10月19日のブラックマンデーで暴落するということがあって、しばらくもたもたしました。しかし今はニューヨークの株価も8,000ドルを超えております。80年代初めまでの水準から見ると、下値に対して10倍、上値に対しても8倍の高さになって上がってきております。ロンドンのFT指数も5,000を超えるとか、ダックス指数も同じような動きをしております。そういうことで見ると、彼らはエレベータからエスカレータへという動きなのです。

ところが日本の株価はエスカレータからエレベーターへと、欧米株価とは全く逆の動きをしています。東証株価は90年正月から値下がりをして、その年の10月1日に一時2万円を割りました。終わり値で2万221円です。それ以後、丸8年間、大体2万円を中心にして、上が2万3,000円、下が1万6~7,000円というボックス圏の幅の中で上下運動を繰り返しております。もちろんちょっと飛び出すことはあります。上値を飛び出してはおりませんが、下値を割り込み、1万4,000円台にまで落ち込むこむこと

はあります。

それは、ともかくとして、なぜこういう一進一退の上下運動になるのか？ 90年代に入ってから日本の株価は、ほとんど外人筋の買いまたは売りによって、上がったたり下がったりしているからです。外人筋は値上がりで儲けよう、あるいは値下がりの時は空売りで儲けてやろうということで、キャピタル・ゲイン狙いで日本の株式市場へやってくるのです。日本の会社を大いに育ててやろう、などと考えて入ってくるわけではない。外人筋は、株価が上値に近づくと利食いで売る。彼らが売越しになると株価は下がる。しかし、下値に近付くとまたそろそろ買いごろだということで、今度は買いに入る、買越しになる、そうするとまた上がる、そういうことを繰り返してきたわけです。

ところがここへきて、株価は下振れ気味に推移しているように見えます。これにはいろいろな要因があるにしても、円がずっと安くなってきておりますので、この円安が響いていると思います。もちろん昨年の11月以降になりますと、日本で大型の金融破綻が起って、日本は駄目じゃないかということで、日本に対する評価がどんどん下がりました。これも大きな要因であります。彼らは金儲けだけを考えているわけですから、日本経済がどんなに評判が悪くなくても、自分が儲かりさえすれば、いくらでも日本の株を買う、あるいは売ろうということでしょう。そういう点から見ると円が安くなることは、多少日本株で儲けたとしても、自国通貨へ戻すとき、為替差損が発生するのです。

この調子で円が安くなるという話になれば、早いうちに売って自分の国の通貨に替えておこう、主としてドル通貨に転換しようという動きが出ます。そうすれば、どんどん売越しが続くということで、昨年の秋以降何カ月も売越しが続きました。この売越しの要因に、円がジリジリ安くなってきていることが当然あると、私は見ております。もちろん円安には、それが唯一の原因ではありませんが、超低金利が大きな要因になっています。そうなら、株価という点からも超低金利は、景気に対してマイナスだろうと考えております。

10. 超低金利は不良債権を減らしたか？

さらに重要な点があります。これほど長期間低金利政策を続けて、果たして不良債権は減っているのだろうかという点です。私はこれが最も重要な点であると思っています。松下総裁は先ほどの講演でも、「超低金利は企業のリストラ努力を支援しているのだ」と言っておられます。しかし、私は疑わしいと思います。人間性に対する理解が間違っているのではないか。人間というのは、そんな安いコストでお金が手に入るとき、つらい思いをして、無理にリストラをやるだろうか？ 人間の心理は、むしろ逆ではないのか？ 私にはそう思われるのです。そればかりか、この低金利で果たして不良債権が減っているかどうか。これは事実を調べればすぐ答の出る疑問ですが、当の金融機関はもちろん監督当局の大蔵省や日銀も、それに必要な情報を十分開示しておりません。ですから、推測する以外にないわけですが、私は減っていない、むしろ増えていると理解しています。そう理解

する根拠は、銀行貸出金利が所得の増加率を上回っている点にあります。

確かに金利は下がってきております。しかし全国銀行平均約定金利、つまり銀行が実際にお金を貸して借り手から徴収している金利は、いちばん下がった97年12月の数字が2.367%です。91年初に景気がピークを越えたときには7%台後半（91年2月は7.693%）でした。ということは、バブル景気破綻後の銀行貸出金利の平均は5%を超えているということです。この金利の水準は、実は名目成長率に比べ、はるかに高い水準なのです。

名目成長率というのは何かというと、日本経済全体としての所得の増加率です。この間の名目成長率が1.6%です。実は1.6%というのには統計上の問題があって、帰属家賃（それに「在庫品評価調整」という統計上の約束事で数字が水膨れしている部分を除外して計算すると、1%前後になります。いまのGDP統計には、現実の世の中では実際に行われているわけではない架空の取引である帰属家賃が計上されています。

自分の持ち家に住んでいる人は、当然家賃は払いません。もし赤羽が青木さん所有の住宅を借りて住む、青木さんが赤羽の持ち家に住むということになれば、お互いに家賃を払うことになります。ところが赤羽が赤羽の家に住み、青木さんが青木さんの家に住めば、家賃は払いません。住宅部門の売上高（住宅サービスには在庫が存在しないので、売上高＝生産額です）は家賃収入です。ところが所有権の帰属いかんによって、住宅部門のサービスの生産額が大きく変わるのをおかしい。そこで、赤羽は青木さんの家を借り、青木さんは赤羽の家を借りて住んでいると仮に考えて、全員がお互いに家賃を払い合うとしたらどれぐらいの金額になるだろうか？こんな架空計算をしたものが帰属家賃という項目なのです。

この金額が馬鹿でかいばかりか、実はこれによって消費は毎年1%、自動的に膨らむという問題点があるのです。消費はGDPの6割を占めておりますから、GDPも帰属家賃という架空取引で年々0.5%、自動的に膨らむということが起こっております。そうした架空の取引を除いて見ると、名目経済成長率は実は1.1%なのです。

これに「在庫評価調整」（注）による水膨れ分が加わりますので、これをも除けば、国民所得は1%そこそこの伸びにしかありません。つまり、所得は年平均で1%程度しか増えません。それなのに金利はいちばん下がったときでも2.4%、過去7年間の平均では5%を超えていますということです。そんなときに借金は簡単に減るものでしょうか？

（注）手持ち在庫が値下（上）がりすると「在庫評価損（益）」が発生します。つまりそれだけ企業の所得が減る（増える）わけです。しかし、SNA（「国民経済計算」）では、価格変動により発生する損失（利益）は当期の生産活動の結果ではないからという理由で、GDPの計算から排除される仕組みになっています。つまり、在庫評価損益は国民所得ではないと考えるのです。バブル後の長期景気低迷下にあつて、物価は低落傾向をたどってきましたから、毎年在庫評価損が発生し、現実にはその分企業所得は減少し

ていたのですが、上記のような約束事によってこの損失額はGDPの計算に含まれないことになる。

長らく大蔵省は、金融機関の不良債権は償却が進み、着実に減少してきていると説明してきました。また、大蔵大臣の三塚さん（当時）も、ここにそのときの記録がありますが、たしか97年2月10日か11日ごろの予算委員会で、「不良債権の処理は着実に進んでおり、2001年までには確実に完了する。したがって不良債権に伴う金融不安は存在しない」と答弁しておられます。いまになってみると、嘘っぱちだということがはっきりしたわけです。しかし、私の場合、減っているといった当局の発言の嘘だったから、借金は減っていないといっているわけではないのです。

そう見る主な根拠は、金利水準のほうが所得の伸び率よりもはるかに高いからという点にあります。そういう状況の下で借金を減らすということは至難の技で、ほとんど不可能だろうと思うからです。経済成長論では、国債負担と国債金利の関係に関する「ドーマーのモデル」があります。このモデルでは国の借金の負担について国債の金利が名目成長率よりも下ならば、（名目）経済成長とともに負担がだんだん軽くなる、金利と名目成長率が同じならば、負担は軽くはならないけれど重くもならない、しかし金利のほうが名目成長率を上回ると、負担がどんどん増えるというのです。これは極めて単純な前提の下でのモデルですが、基本的な考え方は現実に適用可能だと思います。そうした観点からは、銀行の貸付け金利が所得の伸び率よりもはるかに高いのですから、借金は減るはずがないといえるわけです。

昨年暮れになって大蔵省は、金融機関の問題債権が76.7兆円あると発表しました

（注）。これはこれまで発表していた不良債権額を3倍以上上回るものです。ただし1年分の数字しか出ておりません。これが前年、前々年というふうに、問題債権の動きを3年か4年分見てみると、おそらく増えていることが明らかになると思います。そうだとすると、これは大変なことですね。

（注）金融機関の貸出債権を4つのカテゴリーに分類しているそうです。第Ⅰ類が「正常債権」、約定通りに元利返済が行われているもの。第Ⅱ分類は「要注意債権」、慎重な注意をもって管理する必要のある債権。第Ⅲ類が「懸念債権」、回収に重大な懸念のある債権。第Ⅳ類「破綻債権」。

「問題債権」というのは、第Ⅱ類～第Ⅳ類の合計ですが、大蔵省が従来から「不良債権」として発表してきたのは、第Ⅳ類と第Ⅲ類の一部だったそうです。

この時期になって、大蔵省が突然こんな大きな数字を発表した真意については、あれこれ忖度されていますが、その点はここでは触れません。発表当局によると、「第Ⅱ類債権も2、3年後には第Ⅲ、Ⅳ類債権へ転落するものが少なくないから」だそうです。

11. 自己増殖し、転移するのがガン細胞

以上見てきたように、景気は実際にはずっと一進一退できました。消費は全く増えておりません。公共事業費は大変増えたけれど、関連資材に対する需要はといえば、むしろ減っております。つまり、景気対策は所期の効果をあげていないのです。なぜでしょうか。それは従来の対策が、不況の本丸に対する正面攻撃でなかったからです。

本丸というのは、不況の根本原因のことです。出城だけを攻め落としても本丸を攻略できなければ国奪りにはなりません。日本経済はガンに取りつかれているのです。インフルエンザや過労といった一過性の病気ではない。ガン患者が死にたくなければ、早期にガン細胞を切除しなければならない。手術が嫌だからといって次第に痩せ細っていく患者に対して、ピフテキを食べさせたり、ドリンク剤を大量に飲ませても、元気が戻るものではない。また痛みを訴える患者にモルヒネを投与しても、ガン細胞自体の増殖を止めることはできないでしょう。

過去の大型の景気対策がなかなか期待通りの効果をあげなかったのは、ガン患者にピフテキを食べさせたり、栄養剤を大量に投与するというものであったからでしょう。そのピフテキも本当は患者自身よりも、お相伴にあずかった連中のほうがたくさん食べたのではないか？ 私のひが目でしょうか、私にはそんなふうに見えております。

超低金利政策も、ガン患者にモルヒネを打つ効果しかなかったと思います。モルヒネを打って苦痛が軽減したとしても、それでガンの進行が止まるというわけではない。現在の日本経済の不況の本質は借金デフレ、債務不況だと言いましたね。バブル期からの負の遺産である巨額の借金の塊が、一大寒気団となって常に冷たく、寒い北風を吹かしている。この寒気団が縮小、消滅しないことには、いつまで経っても不況からの脱出はできないでしょう。

ガンという病気の恐ろしいところは、自己増殖し、やがて体内のいたるところへ転移することです。そうなれば、もはや死を待つだけです。不良債権も、ガン細胞と同じく、時間とともに自己増殖します。そして、今日の正常債権も明日は不良債権に転落する可能性は少なくないのです。これは転移によって正常細胞がガン細胞に取って代われるのと同じことだと思えます。

12. 借金デフレ克服の道

長引く景気停滞の本質が借金デフレであるという認識が正しいならば、いかにすればバブルの遺産の処理を効果的に進めることができるか。こういう観点から対策を検討し、適切で有効な治療方法が取られるべきであると思えます。

では、どういう政策が必要か。その処理を通じて、我が国経済の再活性化を促すような対策でなければなりません。中でも不良債権の処理方法が重要です。

4つの対策について考えましょう。これを考える過程で、不良債権の処理方法のどこが適切でなかったかも検討してみましよう。

1) 不良債権の一括処理

不良債権を巡る議論はすべて銀行の立場からの発想法でなされています。銀行の立場からは、その利益によって不良債権を償却さえしてしまえば、それで問題は解消するわけです。ところが、国民経済の立場からの問題というのは銀行の立場からのそれとは違っています。銀行部門はとても大きく、国民経済的にも重要な分野ですが、その立場はミクロの経営体としての立場です。つまり、不良債権処理といっても、あくまでもミクロの観点からの不良債権の処理なのです。

これに対し、マクロの観点からは、不良債権の処理が経済の再活性化につながり、景気回復に結び付くものでなければなりません。もちろん不良債権の償却が進むことがプラスにはならないというわけではありませんが、それよりは不良債権の担保になっている不動産が実際に利用されることのほうが重要です。

ところが、現行の不良債権処理は、主としてバランスシート上の償却で、その原資は低金利政策のお蔭で拡大する銀行の業務利益＝利鞘と債券売買益です。しかし、担保物件の方は、ほとんど競売に付され、それにより資産を実際に有効利用しようという実需者の手に渡るといふことにはなっていません。マクロの観点からは、このほうが重大です。銀行の立場では、不良債権が償却されバランスシートの帳面面がきれいに修復されれば、それで問題は処理済みになるわけです。しかし、そのため貴重な土地、つまり労働、資本と土地という生産の3要素の1つが未利用、または低利用のままに置かれているわけです。これでは、現行の不良債権処理が日本経済の再活性化を妨げていることに他なりません。

バブル時の20%の価格で購入、つまり5分の1の初期投資なら、採算の取れるプロジェクトは少なくないはずですが。もし数年前に実行されていたならば、いまごろは景気を活性化することに、大いに貢献したのではないかと思います。また、そうなら土地の値段も今ごろは底を打って、緩やかながら上昇に転じていた可能性もないわけではないと考えます。

アメリカの場合、89年からS&L（貯蓄貸付組合）の不良債権の処理を行いました。その過程で担保不動産も整理信託公社が接收し、場合によってはバブル時原価の10分の1という、きわめて安い値段で叩き売ったのです。その差額は、結局財政負担（公的資金）で埋めたわけです。しかし、それが唯一の理由ではありませんが、そのこともアメリカ経済の再活性化にプラスになったと言われています。

あの時にそうやっておけば、こんな利益がえられたはずだが、それをやらなかったために、利益を逃がしてしまった。これを「機会損失」と言います。

若気の至りかあるいは中年の迷いか、ともかく悪い相手に引っかかってしまった。そう

いう場合はどうしたらよいか。何よりもできるだけ早く手切りをすべきです。手切金のために家屋敷を売却するようなことになっても仕方ない。早く手を切りなさい。切れば、それによって貧乏になるかもしれませんが、今後悪い相手に煩わされず、一生懸命働けば、損失は取り戻せるはずです。またそういう姿を見て、とても良い伴侶が出現してくる可能性もあるけです。しかしいつまでも悪い相手に引き回されていたのでは、そうした可能性もなくなります。これが機会損失です。その結果、せつかくの一生が無駄に終わってしまうでしょう。不良債権問題は、できるだけ早期に、犠牲も覚悟して、一括して処理すべきものです。そのうちに何とかなるだろう、などという希望的観測で荏苒日を過ごせば、実際の損失も増えるが、機会損失もまたますます増大することになります。

2) 大都市再開発事業を

担保不動産の有効利用が鍵だと申しましたが、「それはそうだが、そういう資産には、地上げ屋連中が虫食い状態で食い荒らした土地が多い。だから、なかなかそううまくは利用できませんよ」。こういった反論があります。その通りでしょう。それなら、大規模な都市再開発事業を実施して、そうした虫食い土地も有効利用できる優良資産に変えるべきだと思います。例えば80年代にイギリスは、ドックランドの再開発をやりました。あれは昔、港に隣接した倉庫や何かがあった、とても危険な地区だったのですが、再開発することによって、今はとても栄えた立派な地域になっております。

これらの土地の有効利用を可能にするために、区画整理という古くからある手法を基本に、大規模な都市再開発事業を実施すべきだと思います。そう言う、「都市再開発なんて言ったって、何十年もかかる」と言うわけですが、ドックランドも10年という時間を区切ってやったのです。

やむを得ないときには延ばすことあるべしということではなくて、絶対に10年間にやり遂げると言うことが大切です。それに必要な権限と予算を事業主体に与えるような特別法を作って、大規模な都市開発を実行するのです。また大規模な都市再開発事業は景気対策としても大きい効果を上げるはずです。

さきにふれた公共投資関連財出荷指数の動きから推測できるように、従来型の公共投資、公共事業は、効果の乏しいお金の使い方をしているのです。しかし、都市の大規模な再開発を10年以内にやるという形で集中的にやれば、公共投資の景気刺激効果はずっと大きくなるはず。ただ、田舎の人たちは、反対するでしょう。でもよく考えてください。これこそ金の卵を産むニワトリを殺さない道なのです。ニワトリが再び元気になり、また産むようになった金の卵の分け前を要求した方がよいのではないですか。それまではしばらく我慢することだ。そういったことを国民というか、地方の人たちに訴え、説得するのが政治家の役目ではないかと思えます。

3) 正常債権者への援助

現在は不良債権だけが問題になっています。銀行の立場からすれば正常債権は、問題ではないですね。ちゃんと約束どおりお金を返してくれますし、利息も払ってくれるわけですから。しかし、国民経済的には正常債権といわれる借金もまた「寒気団」の一部なのです。正常債権者もバブルのとき、いまなら例えば4,000万円で買えるマンションを8,000万円で買って、4,000万円だけ余分に借金をしてしまったということもあるのです。私の知り合いのお父さんが、平成3年(91年)の秋に亡くなりました。相続税というのは死んだ年の1月1日の地価を基準に計算されるそうですね。最高に高いときだったので、当然払えないような相続税が課せられた。そこで、税務署へ申請して、20年払いにしてもらったのですが、それには4.2%の延滞利息を払うことが義務付けられているそうです。この知人は、「これだけ低金利のいまでも4.2%。税金を払うためにたくさん借金もしたし、これで金利など引き上げられたら、本当に首を括るしかない」とボヤキっていますが、正常債権者であっても援助をし、そうした借金の負担を軽減するような方法を講じてやるべきではないかと考えます。

具体的に言うと借金の利息は全額所得控除を認めるべきです。法人や個人業の営業用資産の場合なら当たり前のことですから、個人だってそうなるべきでしょう。今度の税制改正で、住宅に限っていいますと、売却損を3年間繰り延べることができるようになるそうです。これは大変結構なそちだと思いますが、もう一歩進めて法人並みに過去5年に遡って税金の還付を受けることができるようにしてほしいと思います。不良債権処理のため巨額の公的資金を投入するというのなら、こういう形ででも、正常債権者を助けてやるということはなぜ出来ないのかと思います。それによって借金返済のためにいつまでも消費が増えないという状況を多少は緩和できるだろうと思うからです。

4) 貸し渋り

最後に貸し渋りですが、現在大きな社会問題にまでなっています。こういうことをされたのでは景気は必ず下振れし、間違いなく不況は深刻になります。98年4月から「早期是正措置」という制度が導入されることになっていますが、これに対する銀行側の対応行動として、新規の貸出しをできるだけ抑制するばかりか、既存の貸出債権をできるだけ早期に回収して、自己資本比率規制をクリアしようとするからです。自己資本比率は分子が自己資本で、分母が銀行の資産です。銀行の資産の大部分は貸出債権ですから、分子の自己資本を増やすことがなかなか難しい以上、分母のほうの貸出債権を圧縮して自己資本比率が低下するのを避けようという行動が取られているのです。その結果、既存貸出の早期回収とか、新規の貸出を断るといったことが起こっております。超低金利政策で金融緩和を進めながら、その下で貸し渋りを起こしている、そんなことを許しているのは、全く支離滅裂な経済政策だといわなければなりません。

そこで、いまは非常時だから早期是正措置の実施を少し延期したらどうか、また優先株や劣後債を公的な資金で購入するという形で、分子の自己資本のほうを膨らませたらどうかなどというアイデアが出され、実行に移される運びになりました。これらの措置は当面の金融安定化措置としてそれなりの効果があるでしょう。しかし、私は貸出債権を証券化して売却するという形で、分母のほうを圧縮する措置のほうがもっと有効ではないかと考えております。貸出債権の証券化、売却は、現にやってないわけではありません。しかしもっと大規模にやったらどうかというわけです。自己資本比率という角を矯めることで、牛を殺してしまったのでは何にもなりません。

それだけではありません。こうした貸出債権の証券化、売却という手法は、銀行の資金の運用効率を高める効果があるのです。いまアメリカとかイギリス、あるいはドイツなど欧米の大銀行、ものすごく資金の運用効率がいいのです。したがって、利益率も高い。これにはリストらの成果という面ももちろんあります。従業員の人数を減らす、支店の数を削減することにより、コストを下げるというリストラ、昔よく言いました減量経営を徹底的に実行したのです。それが1つ。もう1つは、貸出債権を証券化して売却します。それによって資金の回転効率をものすごく上げているのです。それ以外にもあるでしょうが、この2つによって資金の運用効率を高くし、とても大きな利益を上げているのです。

98年4月から始動する日本版ビッグバンを前に、日本の銀行が貸し渋りのような消極的な対応をすることは、敗北主義的な負け犬の行動です。そうではなく、資金の運用効率を引き上げるといった積極的な対応で、自己資本比率規制をクリアーするようにすべきではないでしょうかと思います。そのことが、貸し渋りを避け、景気回復という拡大均衡を実現させる道ではないかと考えています。

例えば1億円の住宅ローンを、20年貸したケースで考えてみます。このケースでは平均すれば5,000万円が、20年間寝ることになります。しかしお金を貸して、例えば半年後にこれを証券化して売却すると、1億円返ってくるわけです。するとその1億円をまた貸すことができますね。そういうことで同じ1億円を何回も何回も回転させられます。しかも、証券化債権の売却にはプレミアムが付くことが多い。つまり、売却によってキャピタル・ゲインを稼ぐことができる。

欧米の銀行は90年代に入ってから、リストラ、減量経営の徹底と債権証券化によって、資金の運用効率がとても良くなりました。これは以前新聞か雑誌で見たのですが、また具体的な数字は知りませんが、粗利益では、日本の銀行は欧米の銀行よりも各段に利益率が高いというのですね。しかしネットの利潤というのは、ものすごく少ない。これはコストが高い、資金の回転効率がものすごく低いということなのです。

本当は時機を失しておりますが、「Better late than never.」（遅くともやらないよりまし）」という格言があります。これまでのように結局効果が乏しい対策を繰り返すのではなくて、ガン細胞を一ぺんに切除するような思い切った政策が、必要な時期にきている

と思います。もっとも、近着の『ロンドンエコノミスト』は日本人ではいまごろになって Better Late than never. などと言いつ出しているようだが、日本みたいに8年間も何もやらなくて、いまさら「遅くともやらないよりはまし」もないものだと、からかつて書いておりました。

◆第41回講演会 1997年12月16日 於：氷川会館
ただし、1998年2月下旬現在で、補筆・修文してあります。