

高度成長期以降の環境変容を踏まえた「官から民へ」の実効化戦略序説

楠田浩二

Koji Kusuda

滋賀大学経済学部 / 教授

I 序

日本経済は、平成バブル崩壊後の長期停滞・財政危機を「いざなぎ景気」を上回る景気拡大期に脱却したかにみえたが、その後、世界金融危機、財政肥大化、欧州国債危機、東日本大震災と相次いだ負の衝撃により、遥かに深刻な長期停滞・財政破綻危機に直面している。こうした状況下、日本経済の成長力を回復させ、財政収支を均衡化させる為の経済戦略の策定が喫緊の課題となっている。筆者は、平成バブル崩壊以降、日本経済が成長力を喪失した根本的原因は、高度成長期に確立された日本経済システムが高度成長期以降の環境の変容に適応出来ていないことにあるとみている。

すなわち、高度成長期以降、世界金融経済は、革新的技術の普及・改良期からIT革新主導の開発期へ、冷戦期からグローバル化、資源エネルギー大量利用型から環境配慮型へ、金融資本中心から中産階級資本中心へと転換したほか、「金融革命」が進行する中、世界金融危機を経験したことから新しい金融秩序を模索し始めるなど、変貌を遂げた。また、日本金融経済固有の環境についても、追随型から先導型へ、人口増加・報酬型から人口減少・負荷型へ、高成長・インフレ・資産価格上昇基調から低成長・デフレ・資産価格下落基調へ、為替安定期から大幅変動期へ転換し、財政の肥大化と破綻危機、世代間所得移転の発生と金融資産の高齢者世代への偏在を惹起するなど一変した。かかる環境変容は、我が国の経済成長にとっては、順境から逆境への大転換とみられる。高度成長期の日本経済システムは、革新的技術の普及・改良期、輸入技術と低廉豊富な労働力を利用出来るなどの順境の下、経済成長

の原動力である新結合を企画・実行する企業、新結合を資金面から持続的に支援する金融市場、新結合に労働力を提供する労働市場、これらの企業・市場と補完的關係にある財政・社会保障制度等の各サブシステムが相互補完的關係を築くことによりシステム全体として当時の順境に適応していたと解釈される。然るに、順境から逆境への変容下、当該相互補完的關係自体が適応的变化を困難にしていることなどから、何れのサブシステムも機能不全に陥っており、日本経済システム全体の大規模な機能不全を惹起している。

サブシステムの中でも金融システムは、企業・投融资案件評価・監視・制御、経営者規律付け、企業価値向上、リスク評価・分担等の持続的新結合に必須の機能を有している。1970年代以降のアングロサクソン諸国を中心とする「金融革命」は、世界経済の環境変容下、上記機能を維持・強化する動きと解されるが、我が国では、高度成長期に確立された金融システムが環境の変容に適応出来ていないことから上記諸機能が機能不全に陥っており、これが日本経済の成長力喪失の主因となっている。かかる認識に基づき、1990年代後半から2000年代半にかけて、「官から民へ」「債権の証券化・流動化」「貯蓄から投資へ」「投資立国」「資本開国」等の標語で示される金融再生戦略が提唱され、これを受けて、関連法制の整備、新型金融商品の導入、商品販売形態の高度化・多様化等が図られたにも拘らず、捗々しい進展はみられない。特に「官から民へ」に至っては、停滞に止まらず「民から官へ」の逆流さえも生じており、流れを再度逆流させて「官から民へ」を実現することが上記戦略の中でも戦略的高地と位置付けられる。本稿では、高度成長期以降の日本金

融経済システムの環境変容の本質と日本金融システムの機能不全の態様を明確にし、上記金融再生戦略の必要性を示唆した後、日本金融システムの「官から民へ」の停滞の原因を究明した上で、「官から民へ」の実効化戦略を提案する。

本稿の構成は次の通りである。Ⅱ章で、高度成長期以降の日本金融経済システムの環境変容を説明し、Ⅲ章で、日本金融システムが環境変容への不適応から機能不全に陥っている為、上記金融再生戦略が提唱されたことを解説する。Ⅳ章で、「官から民へ」の停滞の原因を示し、Ⅴ章で、「官から民へ」の実効化戦略を提案する。

Ⅱ 高度成長期以降の 日本金融経済システムの環境変容

本章では、高度成長期以降の我が国の金融経済システムの環境変容を金融再生戦略に関連する変化を中心に、世界金融経済の変容、日本金融経済固有の環境変容の順に説明する。

1: 高度成長期以降の世界金融経済の変容

高度成長期以降の世界金融経済は、革新的技術の普及・改良期からIT革新主導の開発期へ、冷戦期からグローバル化、資源エネルギー大量利用型から環境配慮型へ、金融資本中心から中産階級資本中心へと転換したほか、「金融革命」が進行する中、世界金融危機を経験したことから、現在では新しい金融秩序を模索し始めるなど、変貌を遂げている。以下では、本稿との関連が薄い「冷戦期からグローバル化」と「資源エネルギー大量利用型から環境配慮型へ」を除く四つの変化について敷衍する。

①革新的技術の普及・改良期から

IT革新主導の開発期へ

第二次大戦後の自由主義諸国の高度成長は、20世紀前半、米国中心に開発された革新的技術の商品化・改良、米国を追随する諸国(以下、「追随型国家」)への普及が生み出したものである。当該期は、主導的新結合が20世紀前半迄に開発された製品の品質改良・低価格化であった。かかる革新的技術普及・改良期は、日本、西独等の改良を得意とし追随型の利点を享受出来る国を中心に高成長を実現した。然し、ブレトン・ウッズ体制の崩壊、第一次石油危機を契機として、高成長は終焉し、世界経済は暫く停滞を余儀なくされた。こうした背景下、1980年頃より、米英等のアングロサクソン諸国を中心に、経済思想面での福祉国家主義から新自由主義への転換、民営化・規制緩和等の制度面での自由化、技術面におけるIT革新と、経済観、制度、技術の各面において変貌を遂げた。1980年代後半以降、汎用技術であるIT革新が主導する技術革新(以下、「IT革新」)は生産手段の規模縮小と外部資源利用、金融革命等を通じて高度成長期の閉鎖的な企業組織・金融資本系列の解体を促進しているほか、インターネットに接続されたPC等の生産手段の個人化、人的資本の強化を通じて生産関係を変革しつつある。また、IT革新により、設備に体化された革新的技術の輸入を通じて新興諸国等の追随型国家の急速な追随を容易にし、グローバル化を促進している。さらに、IT革新の果実である持続的生産性向上は持続的成長を通じて先進国の中産階級の更なる資産蓄積を促し、最大の資産家階級に成長させている¹⁾。

②金融資本中心から中産階級資本中心へ

第二次産業革命期は、主導産業は資本集約型産業である重化学工業であり、同革命を先導した国家(以下、「先導型国家」)が産業資本家の資本蓄積が十分に進んでいなかった米独であったことから、産業資本家と金融資本家が結合した金融資本が資本家としての機能(企業・投融資案件評価・監視・制御機能、資本供給機能、リスク分担機能)を主として担った。然し、20世紀前半の経済成長により、当時の先導型国家である米国では家計の大半が中産階級化し、同階級は第二次大戦後の高成長期に最大の資産家階級に成長した。我が国でも、1970年代から80年代にかけて家計の大半が中産階級化し、バブル崩壊後も金融資本家は保有資産を大幅に毀損させたものの、中産階級の保有資産の毀損は比較的軽微に止まったことから、最大の資産家階級に成長した。このように、中産階級が最大の資産家階級となった先進国では、銀行を中心に担われてきた資本供給機能とリスク分担機能を中産階級が中心に担うことが期待されるようになった。然し、中産階級の各家計は、リスク許容度が高くない上、企業・投融資案件評価機能も低いことから、直接金融では、効率的且つ十分な資本供給は困難である。こうした状況下、米英に端を発する金融革命が進行した。

③金融革命

1970年代以降、主として米英に端を発した金融自由化・国際化、派生商品、証券化商品等の新型金融商品と電子金融取引の飛躍的な発展、金融市場の市場型間接金融化等の金融における顕著な変化が全世界に拡がりつつある。このような金融における顕著な変化を筆者は「金融革命」と認識している。金融革命の経緯は次の通りである。

1) これらの変化によって、19世紀の資本主義経済における最大の問題である生産手段を保有する資本家階級と労働力を切売りするしかなかった労働者階級の間に生じる本質的格差は概ね消滅した。一方、こうした旧来の格差問題に代わって、

金融革命以前は、米国においても、銀行が金利規制、州際業務規制等の競争制限的行政により保護されていた結果、相対型間接金融が相当程度の比重を占めていた。然し、資産家階級が金融資本家から中産階級へ移行する中、中産階級が要求する金融資産運用需要や国際競争力低下に喘ぐ企業の低利調達需要に規制下の銀行が応えられなかったことを背景に、規制緩和・撤廃と資本市場の活性化等の金融自由化が済崩しに進展した。一方、金融自由化・国際化に伴い、金融取引が急増したほか、金利・為替・国際市況商品等の変動が激しくなったことから、電子金融取引に対する需要と金利・為替・国際市況商品等の変動リスクに対する保険としての派生商品の需要が急増したのに対し、金融工学とIT革新がこれらの需要増に応えた。こうした中、金融会社が短期約束手形であるCP (Commercial Paper) で調達した資金を企業へ貸し出し、当該CPをMMFが引き受けるとか、銀行が住宅融資等の貸出債権を証券化し売却する²⁾など、金融システムの重心は相対型間接金融から市場型間接金融へ移行し始めた。かかる市場型間接金融への移行は、中産階級が最大の資産家階級に成長した先進国において、銀行・金融会社の企業・投融資案件評価機能を利用しながら、資本供給リスク等を中産階級等の銀行外部の投資家の間で広く薄く分担することを可能にすることから、資本供給機能とリスク分担機能を維持・強化する為の金融機能高度化の動向と解釈出来る。

1980年代後半以降、金融自由化・国際化の進展に伴い銀行間の競争が激化する中、銀行経営の健全性を保持する機能や、相対型間接金融から市場型間接金融へ移行する中、資本市場による

リスク評価、リスク分担、企業・投融資案件評価、監視・制御、経営者規律付け、企業価値向上等の機能の強化がそれぞれ期待されるようになった。こうした中、金融法制度では、銀行に対する自己資本比率規制が1988年にバーゼルIとして導入され、2006年にバーゼルIIに改定されたほか、時価会計として国際会計基準を策定・導入する動きが拡がり、IASB (International Accounting Standards Board: 国際会計基準審議会) により策定されてきたIFRS (International Financial Reporting Standards: 国際財務報告基準) の適用がEUで2005年に義務付けられ、我が国でも2012年にIFRSの強制適用が決定される見通しである。また、米国を中心に、金融市場では、派生・証券化商品、M&A、高利回り債、PE (Private Equity) ファンド等の市場が拡大し、株主に占める機関投資家の比率が上昇した。

これらの動きは上記期待に呼応したものと解釈される。すなわち、自己資本比率規制の導入は銀行経営の健全性保持機能、時価会計の導入は企業・投融資案件評価機能、派生・証券化商品市場の拡大はリスク評価機能と同分担機能、M&A・高利回り債・PEファンド市場の拡大、株主に占める機関投資家の比率上昇は企業・投融資案件評価・監視・制御機能、経営者規律付け機能、新結合支援・企業価値向上機能の維持・強化に資するものと期待される。

④ 世界金融危機の発生と新金融秩序の模索

1990年代以降、日本・北欧におけるバブル崩壊、アジア通貨危機と金融危機が頻発し、遂には今般の世界金融危機に至った。世界金融危機の主因として挙げられた、世界的経常収支不均衡、世界的金融緩和、金融機関(銀行、投資銀行、ヘッ

正規労働者対非正規労働者、官対民、高齢者世代対現役世代等の新しい格差問題が発生し、深刻化している。

2) 銀行の貸出債権の証券化に際しては、信用リスク等を外部に移転出来る為銀行の企業・投融資案件評価機能の低下を惹起する「誘因問題」が懸念されるが、

証券化商品のエクイティ(劣後部分)の銀行保有、格付け機関による格付け、信用補完機関による信用補完の三つの仕組みが、誘因問題を解決すると期待された。

ジファンド、SIV、格付け会社等) に対する監督・規制体制の不備、新型金融商品(証券化商品、店頭派生商品) 取引に対する監視体制・規制の不備、金融機関のリスク管理体制の不備等に対する再発防止策が採られ、新しい金融秩序が模索されている。以下では、紙幅の都合上、金融機関、新型金融商品に対する監視体制・規制の不備に対する新秩序模索の動向について紹介する。

金融機関に対する監督体制・規制の不備については、銀行がバーゼルⅡ規制回避の為、期待ROE重視の経営に基づきレバレッジ拡大を図る投資銀行、ヘッジファンド、SIV等の「影の銀行」を利用し、過大な信用拡大を生み出したほか、時価会計と自己資本比率規制が景気変動を増幅したことなどが世界金融危機の原因とされた。同原因に対する再発防止策として、米国は投資銀行を銀行に転換し銀行規制下に置いたほか、欧米はヘッジファンドを登録制とするなどして監督・規制下に置こうとしている。銀行に対しては、世界金融危機を防止出来なかったバーゼルⅡがバーゼルⅢに改定され、規制対象範囲の拡大(レバレッジ比率、流動性比率)に加え、自己資本比率規制が大幅に強化された³⁾。こうした自己資本比率規制の強化の中で、国債危機が深刻化しているにも拘わらず、国債のリスク・ウェイトは現行通り0%に維持された。これは、大山(2011)が指摘する通り、民間銀行の国債投資への誘因を高める効果があることから、国債危機が深刻化する中、国債管理政策の一環とみられている。

新型金融商品に対する監視体制・規制の不備については、サブプライム・ローン原資の証券化

商品であるRMBS(Residential Mortgage-Backed Security:住宅抵当証券)と社債債務不履行保険派生商品であるCDS(Credit Default Swap)の債務不履行問題が世界金融危機の原因とされた。そこで再発防止策として、証券化商品に対しては、IOSCO(International Organization of Securities Commissions:証券監督者国際機構)により、原債権の一定割合をオリジネーターが保有することを義務付け、格付け会社の証券化商品発行会社からの独立性を求めるなどの提言が為され⁴⁾、CDSに対しては、G20において、中央清算機関の設立を促進することが合意され⁵⁾、各国でIOSCOの提言とG20の合意を具体化することが検討されている。

2: 高度成長期以降の日本金融経済の環境変容

一方、日本金融経済の環境は、高度成長期以降、追随型から先導型へ、人口動態における増加・報酬型から減少・負荷型へ、高成長・インフレ・資産価格上昇基調から低成長・デフレ・資産価格下落基調へ、為替安定期から大幅変動期へ転換し、財政の肥大化と破綻危機、世代間所得移転と金融資産の高齢者世代への偏在を惹起した。以下では、「財政の肥大化と破綻危機」と「為替安定期から大幅変動期へ」を除く四つの変化について説明する。

① 追随型から先導型へ

高度成長期の我が国は、資本蓄積度が低く資本力では劣位にあったものの、技術力では先導型国家からの技術輸入により既存の製品・製造過程を短時間・低費用で模倣・改良出来るほか、安

3) 所要自己資本の増加と質の純化、景気変動増幅効果抑制の為の可変的自己資本の導入が為されたほか、リーマン・ショック、AIG問題を踏まえて、システム上重要な金融機関(SIFIs)に対する追加的資本の賦課が導入された。

4) サブプライム問題では、オリジネーター(原債権者)がRMBSのエクイティを高い格付けを得られるCDOに潜り込ませて売却する「再証券化」の問題や、証券化商品発行者から手数料を得る格付け会社は証券化商品に高い格付けを与える誘因を持つ「利益相反」の問題が有り、「誘因問題」解決と信頼出来る信用リスク評価の仕組みが何れも機能不全に陥っていたことに加え、

価豊富な上、低所得期故の勤勉な労働力を利用出来ることから、技術・労働力では優位にある追随型であった。また、高度成長期は20世紀前半に米国を中心に開発された技術の改良・普及期であり、日本製造業の得意とする製造過程の改善が当該期の主導的新結合である製品の品質改良・低価格化に有効であったことから成長を容易にした。然し、高度成長の結果、我が国は先導型国家へ移行したほか、IT革新等により主導的新結合も新製品の開発に移行した。

②人口動態における増加・報酬型から減少・負荷型へ

我が国では、第二次大戦後の「団塊の世代」の誕生により、出生率が一時的に大幅に増加した。その後、出生率は所得水準の上昇による育児機会費用の増加等を背景に緩やかに低下し始めたほか、戦時中の生産年齢人口の減少により老年人口指数が低位水準で推移したこともあって、高度成長期の人口動態の趨勢は経済成長に適した人口増加・報酬型(従属人口指数の趨勢的低下)であった。これは、追随型の利点である安価豊富で勤勉な労働力の利用期間を延長させたほか、趨勢的人口増大に一人当たり所得の趨勢的増大が加わることで内需の趨勢的な急増を齎し、高度成長に多大な寄与をした。然し乍、少子高齢化により、1990年代半以降は人口分布が人口負荷型(従属人口指数の趨勢的上昇)に転じ、2000年代半には人口自体も減少に転じている。

近年のアジアの新興諸国は輸出主導で成長しているが、我が国の追随期の成長は、内需低迷と円安が重なった1980年代前半等の例外的期間を

除くと、人口増加・報酬型を背景とする内需主導であった。世界金融危機後、日本経済が世界金融危機の発生国よりも落ち込んだことから、経済の安定性を確保する為、内需主導型経済の復活が叫ばれているが、人口増加・報酬型から人口減少・負荷型への移行は、内需主導の成長に限界があることを示している。また、資本についても、アジアの新興諸国とは異なり、内国資本主導で成長してきたが、財政の危機的状況と人口減少・負荷型への移行を考慮すると、資本の量的確保が必要とされ、グローバル化・技術開発期に効率的な新結合を実現することを考慮すると、資本の質的向上が必要とされることから、質量両面において外国資本の利用が必須である。

③高成長・インフレ・資産価格上昇基調から低成長・デフレ・資産価格下落基調へ

高度成長期から1985年のプラザ合意迄の日本経済は、成長率は高く、物価、資産価格とも上昇基調であったが、1985年のプラザ合意後の円高、1990年のバブル崩壊により、成長率は低下し、物価、資産価格とも下落基調へ転じた。特に、デフレ基調は根強く、景気低迷の主因とみられることが少なくない。たとえデフレであっても、金融緩和による金利低下から実質金利が効率的な資本配分を達成する「自然利子率」を実現出来れば、デフレ・スパイラルに陥ることはないが、ゼロ金利制約の為、実質利子率が自然利子率を有意に上回るようになると、デフレ・スパイラルに陥るリスクが高まる。「失われた十年」の間、リフレ派を中心にデフレ・スパイラルのリスクが強調されたほか、「デフレ脱却無くして景気回復無し」といった標語で

証券化商品の引受け者の大半が金融機関等の金融産業内部に止まっており、現在の最大の資産家階級である中産階級に十分に拡がっておらず、リスク分担機能が高まっていなかったことが指摘されている。IOSCOの提案は、「誘因問題」解決と信頼出来る信用リスク評価の仕組みの機能回復を促すものである。

5) CDSについては、その他の店頭派生商品と同様に店頭取引であり、店頭派生商品発行者の債務不履行が取引相手の破綻を通じて連鎖するリスクがあるほか、市場参加者や監督当局が店頭派生商品の純発行残高を把握困難であることが予ねてより懸念されており、中央清算機関の設立が必要と指摘されてきたが、CDS問題により、これが再確認された形である。

デフレ対策の重要性が指摘されたが、結局、デフレ・スパイラルにまで至ることはなかった上、デフレから脱却することなく景気回復の軌道に復することが出来た。然し、今日、長期停滞・財政破綻危機に直面する中、「失われた十年」の際に棄却された「リフレ派」の診断が亡霊のように復活し、デフレ脱却の為、日銀は長期国債の一層の大量購入を実施すべきとの声が高まっている。

④ 世代間所得移転の発生と金融資産の

高齢者世代への偏在

我が国の年金・医療保険制度は、高成長・人口増加・報酬型の環境の継続を前提として設計された低負担中給付型の賦課方式である。低成長・人口減少・負荷型の環境に変容したにも拘らず、同環境に適応する為の年金・医療保険制度の改革の遅れが、現役世代から高齢者世代への多額の所得移転を齎し、深刻な世代間所得移転を生んでいる。また、高度成長期に確立された我が国の労働者の賃金体系は、大企業を中心に年功序列であり、他の先進国に比べて、初任給が低く、その後の賃金上昇カーブの傾きが急である上、生涯給与に占める退職金の比率が高い「後払い賃金体系」であった。かかる賃金体系は、高度成長期に比べるとフラット化したものの、今尚残っている。こうした世代間所得移転と「後払い賃金体系」により、最大の資産家階級である中産階級の金融資産分布は高齢者世代へ偏在している。詳しくはV章で説明するが、高齢者世代はリスク許容度が低いほか、投資知識等が乏しい為、金融資産の高齢者世代への偏在は、現代の最大の資産家階級である中産階級家計の資本供給機能を低下させ、新結合を抑制する方向に歪めていると推測される。

III 高度成長期の日本金融システムの構造と環境変容下の課題

本章では、高度成長期の我が国の金融システムの構造を概観した後、高度成長期以降の世界金融経済と日本金融経済の変容に対し日本金融システムの構造の適応的変化が遅れ、機能不全に陥ったことから「官から民へ」等の金融再生戦略が提唱され始めたことを解説する。

1: 高度成長期の日本金融システムの構造

高度成長期に確立したとされる日本経済システムの構造は、開発型の政策と関係志向的経営に特徴付けられるが、我が国の金融システムは、こうした日本経済システムの基盤であり、補完的關係にあったと解釈される。高度成長期に我が国は、安価豊富な輸入技術、労働力、資源エネルギーを利用出来たが、唯一資本が不足していた。かかる状況下、日本経済の持続的成長に貢献する企業向けに希少資本を低費用で長期供給することを目標として「人為的低金利・資本割当政策」が企図され、同政策の主たる担い手としての銀行を保護する相対型間接金融の過保護行政と、同政策の障害となる資本市場の抑圧行政が採られた。また、同政策を補強する為、郵貯・財投・政府系金融機関から成る政府系金融システムが整備された。人為的低金利・資本割当政策の担い手である銀行の中でも、特に都市銀行は、メインバンクとして大方の優良企業を最大の出資・融資者として支配しながら、利鞘が確保された優良企業向けの担保付き長期貸出を恒常的に預金量を超える規模で行うことが出来た。このような長期貸出は、技術改良期の追従型投資であった為、投資案件の評価

が比較的容易であったほか、高度成長期であったことから不良債権化することも少なかった。偶に不良債権化した場合でも、資産価格上昇基調下、担保価値の増大により回収率が高かったことから、大方の邦銀は安定的収益を実現したほか、保有株式の含み益の増大による資産価値上昇もあって、強固な財務基盤を確立し、金融システムを安定化させた。

一方、我が国の製造業を支えていた企業特殊の熟練労働を敵対的M&Aの脅威等から保護する為、企業間の株式持合は機能したとされているが、これは反面、株式市場の経営規律機能を低下させる。メインバンク制は株式持合に伴う株式市場の経営規律機能の低下を補完したとされている。すなわち、株式持合とメインバンク制は相互補完的な一対の慣行として機能したとの解釈である。

以上より、高度成長期の日本金融システムは、革新的技術の普及・改良期、金融資本中心、追随型、人口増加・報酬型、インフレ・資産価格上昇期等の環境が相当程度高い機能を発揮させたと解釈される。然し乍、その結果、邦銀は、低水準の自己資本比率、株式の大量保有、短期調達・長期貸出という潜在的に脆弱な構造を抱えたほか、企業・投融資案件評価機能を高める教育機会を逸し、上記環境変容への適応を困難にした。

2: 環境の変容と日本金融システムの再生戦略

(1) 環境の変容と日本経済システムの適応的構造変化の遅れ

高度成長期を経て二度の石油危機を乗り切った日本経済は、1980年代に追随型段階を終えて先導型段階へ進んだほか、革新的技術の普及・改良期からIT主導の革新的技術の開発期に直面

した。また、人口動態も増加・報酬型に終りを告げたことから、日本企業は輸入技術模倣・改良型投資に基づく量的拡大路線からIT等の革新的技術の研究開発投資に基づく質的向上路線への転換を、日本経済はIT革新に適応した産業構造への転換を、金融システムはこのような我が国の企業経営と産業構造の転換を促し、新結合を持続的に支援出来るシステムへの転換を、それぞれ求められ始めた。この間、財政についても、1970年代以降、拡大の一途を辿っていたことから、財政改革も必要とされるようになった。その後、1985年のプラザ合意以降の為替円高により円高不況へ突入したことを背景に大幅な金融緩和政策が採られ、景気は回復した。大企業は高度成長期以降の成長により内部留保を積み上げていたほか、国際資本市場からの債券調達等の低利の資本調達手段を利用出来るようになったことから、貸出先に窮していた邦銀は大幅な金融緩和・資産価格上昇の下、安易な建設・不動産融資に走った。その結果、平成バブルが生み出され、我が国の企業経営、産業構造、金融システムの転換は遅れ始めた。

バブル崩壊後、相対型間接金融優位の下、大量の不良債権を抱えたほか、持合株式の価格下落もあって、貸借対照表を毀損した邦銀が、メインバンク制の下、経営構造の転換を図れない企業へ追貸しを続けたほか、バブル崩壊後の景気浮揚策として財政改革路線が棚上げされ公共事業支出等が大幅に拡大し民から官への資本流出が拡大した為、生産性の低い部門から高い部門への資源移動が阻害され、「失われた十年」が齎された。この間、金融システムの転換を促す金融制度改革も遅れたことから、我が国の企業経営、産業構造、金融システムの転換は一層遅れたほか、

財政改革も喫緊の課題として浮上することとなった。一方、「失われた十年」の過程で、日本経済はグローバル化へ転換した世界経済に直面したほか、物価・資産価格は上昇基調から下落基調へ、人口動態は増加・報酬型から減少・負荷型へ転換した。また、バブル崩壊に伴い、金融資本は保有資産価値を大幅に毀損させたのに対し、中産階級の保有資産価値の毀損は軽微であったことから、中産階級が最大の資産家階級となった。その結果、日本経済システムの経済環境への不適応は決定的となり、上記構造転換・改革の必要性は一層高まった。

(2) 環境変容下の日本金融システム再生戦略

1990年代後半から2000年代半にかけて、日本金融システムの再生戦略として、次の五つが提唱されてきた。先ず、財政肥大化・国債大量発行等に伴う民から官への資本流出が民間投資を押し退け、新結合を抑制している状況から脱却する為、郵政民営化・政府系金融機関の統廃合・民営化により①「官から民へ」資本の流れを正常化する。次に、最大の資産家階級となった中産階級が資本家として資本供給機能とリスク分担機能を担えるよう、相対型間接金融から市場型間接金融へ重心を移す為、銀行等の②「債権の流動化・証券化」を促進するほか、中産階級の貯蓄偏重を効率的投資へ誘導する③「貯蓄から投資へ」を実現する。「貯蓄から投資へ」においては、投資知識が乏しい中産階級家計でも効率的な分散投資が可能な「投資信託の普及」を促進するほか、現代技術革新新期に投資の効率性を高め、経済の生産性を高める為、優良企業の効率化、不良企業の再生、新興企業の育成を促進出来る「PEファンド市場の育成」を図る。さらに、人口減少・負荷型への

移行により、従来の内需・内国資本主導型成長は限界が有ることから、グローバル化を利用し内国資本の対外投資の収益率を高める④「投資立国」(経済産業省(2006))と外国資本を積極的に誘致する⑤「資本開国」(野口(2007))を目指す。これらの五つの戦略のうち、①②③については、構造改革路線を標榜した小泉・安倍政権下、実現に向けて、郵政民営化法の成立等に見られる相当程度の政治的努力が払われたが、その後の構造改革路線の見直しにより停滞しており、④⑤についても捗々しい進展はみられない。特に「官から民へ」に至っては、停滞に止まらず「民から官へ」の逆流さえも生じており、流れを再度逆流させて「官から民へ」を実現することが上記戦略の中でも戦略的高地と位置付けられる。次章以降は、高度成長期以降の我が国の金融経済システムの環境変容を念頭に、「官から民へ」の停滞の原因を究明した上で、「官から民へ」の実効化戦略を提案する。

IV 「官から民へ」の停滞の原因

「官から民へ」の停滞の原因としては、郵政民営化と政府系金融機関の統廃合・民営化の停滞、日銀・民間銀行の国債保有の増大による逆流のほか、「貯蓄から投資へ」の停滞、財政・政治問題が挙げられる。

① 郵政民営化と政府系金融機関の統廃合・民営化の停滞

「官から民へ」の具体的戦略は、財政投融资の入口である郵貯の民営化と出口である政府系金融機関の統廃合・民営化であった。前者については2005年に郵政民営化法が成立し、後者については2008年に二つの政府系金融機関と国際協力

銀行における国際金融業務を日本政策金融公庫に統合し、日本政策投資銀行、商工組合中央金庫は将来的な完全民営化を前提に特殊会社化する改革が行われたものの、世界金融危機後の中小企業への貸し渋りの緩和、期待が高まるインフラ輸出の支援等を担える存在として政府系金融機関の役割の再評価の機運が高まり、上記改革を見直す動きが拡がりつつある。

②日銀の国債保有の増大

「失われた十年」のデフレ下、日銀はゼロ金利政策実施後、一層の金融緩和・国債購入を求められる中、量的緩和政策に踏み切った結果、同行の国債保有量は大幅に増加することとなった。かかる状況は、景気回復期に小康状態を保っていたものの、世界金融危機後の景気低迷、デフレ、財政悪化等を背景に再び金融緩和・国債購入の圧力が強まったことなどから日銀は多額の国債購入を余儀なくされた為、同行は巨額の国債を保有することとなっている。日銀が経済成長に応じて長期的に供給量を増加させる成長貨幣は本来民に流れるものであることを踏まえると、日銀の国債大量購入は「民から官へ」に他ならず、「官から民へ」を阻害している。

③民間銀行の国債保有の増大

長期政府債務残高対GDP比率が200%を超え、格付けが下がっても日本国債は安全性が高いとされているが、これは消費税率が低水準に止まっていることから歳入の拡大余地が大きいほか、未だに日本国債の90%以上が国内で消化されているからである。然し、上記政府系金融機関、日銀以外に日本国債を買い支えているのは、最大の資産家階級である中産階級家計ではない。民間銀行を中心とする民間金融機関である。特に最近では、

景気の低迷、企業の手元資金増加等により資金需要が低迷しているほか、持合株式解消の方針から株式運用も出来ずに運用に窮している民間銀行が、自己資本比率規制におけるリスク・ウェイトが0%で自己資本の積増しを要求されない国債購入を増額させており、国債保有比率も高水準に達している。

④「貯蓄から投資へ」の停滞

たとえ民間銀行の保有資産に占める国債保有比率が高まっても、「貯蓄から投資へ」が功を奏し、民間銀行の総預金残高が減少していれば、民間銀行の国債保有額は増大しない訳であるが、「貯蓄から投資へ」も停滞している。現代の最大の資産家階級で有り乍金融知識の乏しい中産階級を「貯蓄から投資へ」誘導する為、容易に効率的な分散投資を実現出来る投資信託(以下、「投信」)の普及に期待が掛かったことを背景に、関連法制が整備され、家計にとって利便性の高い、銀行窓口販売や電話・インターネット取引が可能となったほか、効率性の高いETF(Exchange-Traded Fund: 上場投資信託)、REIT(Real Estate Investment Trust: 不動産投資信託)等が導入された。ETFは通常の株式投資信託よりも取引手数料・信託報酬料負担が低く、REITは、株式、債券との相関が低く、リスク軽減効果の大きい不動産投資を、特段の不動産知識を要することなく、小口で流動性の高い上場証券取引の形で行える。然れど尚、家計の投信を含むリスク資産の投資比率は米国や西欧に比べて低水準に止まっている(祝迫(2006))。次章で説明するが、日本の家計のリスク資産投資比率が低水準に止まっている主因は、相対的リスク許容度が低く、投資知識の乏しい高齢者世代への金融資産の偏在である、と筆者は認識している。

⑤ 財政・政治問題

以上、四つの原因を挙げたが、何れの原因にも財政・政治問題が影を落としている。すなわち、郵政民営化と政府系金融機関の統廃合・民営化の停滞は、旧財投制度の既得権益者による改革への抵抗、日銀への長期国債購入圧力は、国債発行残高増大とデフレの下、国債管理と歳出圧力軽減化の表れである。また、民間銀行の国債保有動機を高める効果を有するバーゼルⅢの導入は、国債管理政策、「貯蓄から投資へ」を抑制している高齢者への金融資産偏在は、財政破綻危機の中、年金・医療保険制度の賦課方式から積立方式への移行が困難であることの表れである。

V 「官から民へ」の実効化戦略

本章では、「官から民へ」の実効化戦略として、郵政民営化と政府系金融機関の統廃合・民営化の推進、日銀の長期国債保有の抑制とリスク資産投資に占める日本株ETF投資比率の向上、年金・医療保険制度改革による世代間所得移転是正を通じた「貯蓄から投資へ」、歳出削減・増税・成長の「三位一体の財政再建」を提案する。

1: 郵政民営化と政府系金融機関の統廃合・民営化の推進

先ず、貸し渋り緩和の為、政府系金融機関が必要との見解に反論する。すなわち、貸し渋りの対象が優良な中小企業であれば、優良大企業が銀行借入に依存しなくなった現在、大方の民間銀行にとって重要な顧客であり、政府系金融機関がこうした優良中小企業への貸出を行うのであれば、官業の民業圧迫に他ならない。一方、貸し渋りの

対象が不良な中小企業であれば、追い貸しを止めて市場から退出してもらう方が望ましい。貸し渋りの対象が優良・不良の見極めが付け難い場合でも、本来は何れかを見極める企業・投融資案件評価機能は民間銀行の方が政府系銀行よりも優れている筈だから、民間銀行に判断を委ねるべきであろう。また、中小企業の資金調達手段については、中小企業が保有する売掛債権を原資にABCP (Asset-Backed CP) を発行する動きや地方公共団体が金融機関と協力し貸出債権を原資にCLO (Collateralized Loan Obligations: 融資担保証券)、CBO (Collateralized Bond Obligations: 社債担保証券) を発行する動きが広がっている。こうした金融市場の機能高度化の動きを注視した上で、なお市場だけでは対応出来ず、且つ政府系金融機関が市場を補完する能力を有することが確認出来る場合・分野にのみ政府系金融機関の役割を限定し、速やかに郵政民営化と政府系金融機関の統廃合・民営化を推進すべきである。

一方、インフラ輸出の支援については、国際間の政府支援競争が激化していることを踏まえると、何等かの支援体制強化は必要であり、その一環として、嘗ての旧輸出入銀行が担っていた輸出支援機能を政府系金融機関が担うことは必要かもしれない。然し、国際競争の激化がインフラ輸出の収益性を低下させつつあることを考慮すると、契約締結が政府支援の費用を含めて安定的な収益を齎す為には高い投融資案件評価機能とリスク分担機能が必要とされる。従って、インフラ輸出の支援においても、安易に政府、政府系金融機関のみに頼るのではなく、民間銀行によるプロジェクトファイナンスや証券化等を利用した資本市場からの調達等を積極的に利用すべきである。

以上、郵政民営化と政府系金融機関の統廃合・民営化を停滞させている経済学的見解に反論したが、かかる停滞は、寧ろ肥大化した旧財投制度の既得権益者が改革に抵抗している表れとみた方が適切であろう。すなわち、郵政民営化と政府系金融機関の統廃合・民営化の停滞の主因は財政・政治問題にあるとみるべきであろう。

2: 日銀の長期国債保有の抑制とリスク資産投資に占める日本株ETF投資比率の向上

日銀が長期国債等のリスク資産を大量に購入することは次の二つの弊害がある。第一は、長期国債はインフレ、長期金利上昇等に脆弱である為、日銀の長期国債大量保有は意図せざるインフレや長期金利上昇に伴い、日銀の貸借対照表を著しく毀損し、国益を損なうほか、日銀のデフレ脱却政策の信認低下を惹起する虞がある、という弊害である。第二は、民から官への資本流出に他ならない日銀の国債購入は、民間投資を押し退けるが、かかる直接的経路に加え、国債発行金利の低下が財政規律を弱め、更なる国債発行残高の増大を招来し、更なる民間投資の押退けを惹起する間接的経路も相俟って、新結合を抑制するほか、民から官への資源配分の移転により資源配分を歪める、というより深刻な弊害である。それ故、中央銀行の長期国債の大量購入は、かかるリスクを冒してまで踏み切るべき意義ある政策なのか、という点を質しておく必要がある。当初、クルーグマン等により提唱されていた量的緩和政策は、中央銀行による長期国債の大量購入に伴う貨幣供給量の大幅な拡大により、市場参加者の予想インフレを上昇させ、実質金利を低下させる効果に期待したものであった。しかし、日銀、FRB等による量的緩和

と政策の結果から、同効果は期待されていたほど高くないことが示されつつあるように見受けられる。上記二弊害の深刻さを併せ考えると、費用対効果の観点から上記リスクを冒してまで踏切るべき政策ではない、というのが筆者の暫定的な結論である。一方、Woodford(1999)やReifschneider and Williams(2000)により提唱されてきた、将来の短期金利の誘導水準を低水準に止めることを約束することにより長期金利を低下させることを企図する「時間軸政策」は、一定の効果が認められるほか、長期国債大量保有に比較すれば弊害が小さいとみられることから期待が高まりつつある。日銀は、デフレは成長力低下の原因ではなく寧ろ結果であること、長期国債大量保有は効果が低く弊害が大きいこと、代替策として時間軸政策が期待出来ることなどを主張することで、政府側の長期国債大量保有の要請に抵抗すべきである。然れど尚、政府側が国債管理政策等の国策として日銀に長期国債等のリスク資産の購入を要求するのであれば、これは実質的に財政政策の領域であるので、国会の議決に基づく損失補填等の財政的保証を提供した上で実施すべきである。

以下では、このような財政的保証を前提に、日銀が量的緩和政策として長期国債等のリスク資産から成るポートフォリオを組成する場合、如何なるポートフォリオが望ましいのかを検討する。尚、かかる財政的保証が有っても、国民資産を預かっている以上、上記インフレ・リスクや長期金利上昇リスクを管理する必要性が有ることは言うまでも無い。先ず長期国債大量保有に伴うインフレ・リスクについては、これを軽減する為、インフレ保険を組み入れるべきである。インフレ保険の機能だけであれば、物価連動国債でも差し支えないが、

これでは、長期国債保有のもう一つのより大きな弊害である民間投資押退け・新結合抑制リスクを軽減出来ないで、インフレと民間投資押退け・新結合抑制の両リスクを軽減する為、保有リスク資産に占める長期国債投資比率を低下させ、代わりに、日本株ETFの投資比率を上昇させるべきである⁶⁾。かかる組み換えは、量的緩和政策の目標である企業借入金利の低下、投資需要の喚起、デフレの脱却という観点からも、より直接的に目標に働きかけられるという意味で適切であるほか、CAPM理論においてシャープ測度が最大という意味で最も効率的な資本市場線上のポートフォリオにより近付くと解釈されることから、国民資産の暗黙裡の運用受託者の立場からも支持される。

一方、長期国債大量保有に伴う長期金利上昇リスクに関しては、より慎重な議論が必要になる。時間軸政策の効果に期待して量的緩和政策を行っている中央銀行が長期金利上昇リスクに保険を掛けるのは、約束の信憑性を低下させることに繋がるからである。従って、日銀が時間軸政策の効果に期待を掛けている限り、長期金利上昇リスクに対しては敢えて保険を掛けるべきではない、ということになるのではないかと。

3：年金・医療保険制度改革による 世代間所得移転は正を通じた 「貯蓄から投資へ」

民間銀行の国債大量保有については、外部から強制的に抑制させることは出来ない。特に、先行きのIFRSの導入により保有株式の価格変動を利益計上しなければならなくなる一方、バーゼルⅢの導入により国債購入の誘因が高まることを踏まえると、民間銀行が持合株式を売却し、国債購入量

を増加させている状況を転換させることは困難である。従って、民間銀行の出口戦略として「債権の証券化・流動化」の促進を通じて民間銀行の資金が国債ではなく貸出に向かうように図るほか、同入口戦略として「貯蓄から投資へ」を実現し、過大な預貯金を減少させることが肝要である。然し、過剰な預金の運用先に窮している邦銀にとって「債権の証券化・流動化」を推進する誘因は余り高くない。邦銀に「債権の証券化・流動化」を推進させる為には、最初に「貯蓄から投資へ」を推進し、邦銀の預金残高を減少させる必要がある。「貯蓄から投資へ」の実現に向けては、投資知識が乏しい中産階級家計でも効率的な分散投資が可能な「投信の普及」を促進するほか、現代技術革新期に投資の効率性を高め、経済の生産性を高める為、優良企業の効率化、不良企業の再生、新興企業の育成を促進出来る「PEファンド市場の育成」を図ることが提唱されてきた。後者の「PEファンド市場の育成」についても、先ずは中産階級家計が「貯蓄から投資へ」運用姿勢を転換させることが前提となる。そこで以下では、「投信の普及」に絞り込んで検討する

「投信」の普及に関しては、銀行窓口販売や電話・インターネット取引等の利便性の高い取引形態が可能となったほか、ETF、REIT等の効率性の高い投信が導入されたにも拘わらず、家計の投信を含むリスク資産投資比率は低水準に止まっている。以下では、家計のリスク資産投資比率が止まっている主因が、相対的リスク許容度が低く投資関連知識が乏しい高齢者世代への金融資産の偏在にあることを主張する。

先ず、現在の高齢者世代が投資関連知識に乏しいことを説明する。一部の高齢者はバブル期に

6) 同様の提案は、既に齊藤(2002)等により為されている。

7) Sundaresan(1989)は、RRA効用に或る近接補完的習慣形成効果を導入した習慣効用関数を仮定した上でマートンの問題を解析的に解き、「相対的リスク許容度は習慣維持余裕度に比例する」との結果を得ている。同結果は、「習慣維持余裕度が上昇するほど、

投資経験があるものの、不適切な非分散投資を証券会社に推奨され大幅な損失を被った結果、投資に対する根深い不信感を有している者が少なくなく、また、大方の高齢者は退職金を手にするまで投資経験が少なく分散投資等の効率的投資に関する知識自体が乏しいことに加え、インターネット取引等の投資関連知識が乏しい、と考えられる。

次に、高齢者の相対的リスク許容度が低い為、金融資産が高齢者に偏在する我が国のリスク資産投資比率が低水準に止まっていることを解説する。まず、年齢とリスク資産投資比率の関係をみると、米・日・西欧では、中年期を頂点とする山形になっていることが報告されている（祝迫(2006)）。そこで、かかる関係の原因を探る為、不確実性下の連続時間モデルにおける最適ポートフォリオ・消費選択問題である「マートンの問題」を参考にする。Merton(1971)は、リスク証券価格は幾何ブラウン運動、安全証券は金利一定との仮定の下、効用関数を特定化することなく、最適制御問題を解き、「リスク資産投資比率は相対的リスク許容度に比例する」との結論を導いている。従って、上記の山形のリスク資産投資比率を同結論に基づいて解釈すると、「中年者に比べ、高齢者は相対的リスク許容度が低い」と「相対的リスク許容度が若年期から中年期に至る過程で高まった後、低下に転じている」ことが示唆される。

最後に、こうした生涯を通じた相対的リスク許容度の変遷の原因をみておく。まず、中年者が高齢者よりもリスク許容度が高い理由としては、平均余命の違いが挙げられる。中年者は高齢者よりも平均余命が長く、投資の損失による生活水準の低下を長い平均余命期間に分散させられることから、高齢者よりも相対的リスク回避度が低い、と

解釈される。次に、若年者が中年者よりもリスク許容度が低い理由としては、リスク資産への投資に際しては投資知識等の固定費を要することが資産蓄積の乏しい若年者に上記リスク許容度上昇効果を上回るリスク許容度低下効果を齎している、と説明される。このほか、相対的リスク許容度が若年期から中年期に至る過程で高まった後、低下に転じていることを統一的に説明する理論として、近年、理論・実証両面から有力視されている「近接補完的習慣形成効用」仮説が挙げられる。同仮説では、「定常消費水準が同じであれば、過去の消費量の加重平均である「習慣消費水準」が大きいほど消費量は大きい」という命題が導かれる（池田(2003)）。ここで、定常所得に対する習慣消費水準の比率を1から差し引いた値を「習慣維持余裕度」と呼ぶことにしよう。このとき、若年期から中年期に至る過程で所得上昇に伴い習慣維持余裕度が上昇し、これに伴い相対的リスク許容度が上昇するが、その後、所得低下に伴い習慣維持余裕度が低下に転じることから、相対的リスク許容度が低下する、との統一的な説明が可能となる⁷⁾。

以上の点を踏まえて、現行の年金・医療保険制度に伴う世代間所得移転を是正し、相対的リスク許容度が低く投資関連知識が乏しい為リスク資産投資比率が低い高齢者世代から相対的リスク許容度が高くリスク資産投資比率が高い現役世代に所得を移転することを提案する。かかる所得移転は、社会全体の資本供給量を拡大するほか、代表的個人の相対的リスク許容度の上昇を通じてリスク・プレミアムを低下させ、企業の資本調達費用も低下させることから、上記資本供給量の拡大とも相俟って新結合を促進すると期待されるからである。また、若年期からのリスク資産投資の

相対的リスク許容度は上昇する」ことを表している。一般的に、若年期から中年期に至る過程で所得が上昇するが、習慣形成効果から、消費水準の増加率は所得上昇を下回り、その結果、習慣維持余裕度が若年期から中年期に至る過程で上昇する。

また、一般的に、中年期以降は、所得は頭打ちとなり、やがては低下に転じ、退職後はさらに低下するが、習慣形成効果から、消費水準の減少率は所得低下を下回り、その結果、習慣維持余裕度が若年期から中年期に至る過程で低下する。

経験が増大することは、投資教育効果が非常に高く、中長期的には全世界のリスク資産投資比率を米国や西欧と同等の水準に上昇させることも期待出来る。

尚、余裕資金を得た現役世代に投資への誘因を高める為にも、また中長期的観点から投資を行うように仕向ける為にも、現行の確定拠出年金の運用枠と金融取引に係る個人向け税制における損益通算の対象・範囲⁸⁾が拡大されるべきである。

4: 「三位一体の財政再建」

国債発行残高が増大し続ける限り、上記戦略を実効化することは困難である。国債発行残高を出来るだけ早期に減少へ転換させられるように、社会保障費削減等による歳出削減、消費税率引上げ等による増税、成長戦略の奏功による増収、すなわち、「無駄削減路線」「増税路線」「上げ潮路線」の何れの路線にも偏しない、歳出削減・増税・成長の「三位一体の財政再建」を図る。

参考文献

- ◎ 池尾和人(2006) / 『開発主義の暴走と保身』 / NTT出版
- ◎ 池尾和人・財務省財務総合政策研究所編著(2006) / 『市場型間接金融の経済分析』 / 日本評論社
- ◎ 池田新介(2003) / 「合理的習慣形成の理論」 / 小野善康・中山幹夫・福田真一・本田佑三編 / 『現代経済学の潮流2003』 / 東洋経済新報社
- ◎ 祝迫得夫(2006) / 「少子高齢化と家計のポートフォリオ選択」 / 高山憲之・斎藤修編 / 『少子化の経済分析』 / 東洋経済新報社
- ◎ 大山剛(2011) / 『バーゼルⅢの衝撃』 / 東洋経済新報社
- ◎ 経済産業省(2006) / 『通商白書2006』 / ぎょうせい
- ◎ 齊藤誠(2002) / 「リスク移転機能からみた日本の金融システム」 / 齊藤誠編著 / 『日本の「金融再生」戦略』 / 中央経済社
- ◎ 白川方明(2008) / 『現代の金融政策』 / 日本経済新聞出版社
- ◎ 野口悠紀雄(2007) / 『資本開国論』 / ダイヤモンド社
- ◎ 藤田勉・野崎浩成(2011) / 『バーゼルⅢは日本の金融機関をどう変えるか』 / 日本経済新聞出版社
- ◎ 淵田康之(2008) / 『グローバル金融新秩序』 / 日本経済新聞出版社
- ◎ Merton, R. C.(1971) / Optimal Consumption and Portfolio Rules in a Continuous Time Model / *Journal of Economic Theory*, Vol. 3, pp.373-413.
- ◎ Reifschneider, D. and J. C. Williams(2000) / Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era / *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.32, Part 2, pp.936-966.
- ◎ Sundaresan, S. M.(1989) / Intertemporally Dependent Preferences and the Volatility of Consumption and Wealth / *Review of Financial Studies*, Vol. 1, pp.73-89.
- ◎ Woodford, M.(1999) / Central-Bank Communication and Policy Effectiveness / Presented at the Conference/ Inflation Targeting: Implementation, Communication and Effectiveness / Sveriges Riksbank, June 10-12.

⁸⁾ 現行の金融取引に係る個人向け税制では、損益通算範囲は上場株式、公募投資信託、配当等に限定されており、同期間は3年間に止まっている。

An Effective Strategic Change in Capital Flow from Public to Private Sector based on Great Changes in the Economic Environment after Japan's Period of Swift Growth

Koji Kusuda

Abstract. The Japanese economic system formed during Japan's period of swift growth has sunk into a malaise under great changes in the economic environment after the period's end. In particular, the financial system, which performs essential functions for sustainable investment in innovation, such as evaluating, monitoring, and controlling firms, enforcing disciplines of management, improving values of firms, risk evaluation, and risk sharing, has sunk into a malaise from its inability to adjust to great changes in the economic environment, and has become the primary reason why the Japanese economy has lost its growth power. Based on such understanding, financial reconstruction strategies included "Changing capital flow from public to private sector," "Securitization and liquidation of credits," "A national commitment to foreign investment," and "An opening of domestic investment." However, these strategies have been delayed, and "Changing capital flow from public to private sector" especially has not only been delayed but also become "Capital flow from private to public sector." It is very difficult to realize the other strategies without attaining "Changing capital flow from public to private sector." This paper clarifies the essence of the great changes in the economic environment after Japan's swift

growth period, and presents the need for financial reconstruction strategies. This paper also reveals the causes of stagnation of "Capital flow from private to public sector," and proposes four strategies to realize "Capital flow from private to public sector."