

# 不況対策の第三の道を求めて

## 新古典派とケインズ派の不況対策を超えて

副所長 丸尾 直美

### 目次

1. 不況対策第三の道とは	5
2. 不況と不況対策の原因別類型	8
3. 資産重視の不況対策	11
4. 資産政策の経済安定化効果	13
5. 資産政策と資産分配の公正	16
6. スウェーデンの金融危機克服の教訓 - 公的資金投入の有効性	17
7. オランダのポルダー・モデル	22
8. ドイツの勤労者資産所有重視の経済活性化	24
9. 資産重視の経済政策	24
10. 日本の不況対策示唆	26

### 要旨

1990年に始まる今回の不況は、資産価値の崩壊に起因する資産型不況である。国民総資産は国民所得の20倍近くある。その資産の配分( allocation )、分配( distribution )、変動とそれに対する政策が景気と国民生活に重大な影響を与える。ケインズ的な公共事業拡大を中心とする総需要拡大のための介入主義的不況対策も、規制緩和などで市場機能を働かせることによって景気の回復を図る非介入主義の新古典派的政策も今日の資産型不況の対策には適さない。「資産政策を中心とする不況対策第三の道」をとることが必要である。すなわち、

新古典派的財政収支均衡策自体は、景気を一層悪化させる。スウェーデンなどの経験を参考に、金融機関の不良債権という資産の処理に適切かつ大規模に公的資金を投入して、不良債権処理に伴う痛みを緩和し、速やかに金融機関の正常な市場機能を回復させるべきである。

1400兆円に近い個人金融資産と公私の年金資産を、株式市場などリスク・マネー市場に誘導し、資産の配分を変える誘導的資産大移動(資産配分)政策によって経済を活性化する。経済の市場化、とくに資産市場の自由化・市場化は資産分配の累積的不平等化をもたらすので、勤労者株式支援を中心とする国民皆株主化政策で資産分配を公正化する。401(k)型年金・ESOP型年金を広く大規模に行えば、資産型不況克服と不平等の緩和の両方に役立つ。

福祉ミックス型年金(公私年金プラス勤労者資産形成)の長期計画を確立して、国民に安心感を与え消費を増やし、景気回復を促す。

オランダのポルダー・モデル等を参考に労働市場を弾力化し、ポジティブな福祉・雇用政策をとり、福祉・環境・IT関連の雇用拡大を行う。

名目GNP成長率と名目金融資産の成長率が正常値と著しく乖離する場合には、正常な市場機能を回復させるためにも資産政策が必要である。

キーワード：  
第三の道、資産型不況と資産政策、公的資金投入、金融資産の大移動、労働市場弾力化、国民皆株主化

## 1. 不況対策第三の道とは

1990年の経済バブル崩壊後10年以上続く不況からの脱出を日本はたびたび試みたが成功しなかった

第一回は、1993年、宮沢内閣が行った10兆円と言われた公共事業中心の総需要拡大である。それは政府が総供給能力に見合う需要をつくり景気を刺激するケインズの不況対策であった。第二次大戦後の先進諸国ではこれが当然の不況対策だった。かつての日本の不況はこの政策で立ち直ることができたが、90年代の不況にはあまり有効でなかった。国際的経済学の流れもケインズ派から新古典派へと動いていた。

1996年には景気回復の兆しが見えたが、橋本内閣は、火だるまになっても規制緩和と市場化への改革を行うとの決意で消費税の引き上げも含む財政構造改革を行った。決意は見あげたものだったが、経済の論理は非情であった。需要不足期の新古典派的需要抑制は立ち直り過程の経済を停滞に引き戻した。

小泉内閣の構造改革は不況脱却の三度目の挑戦であり、今度こそ一時的犠牲は覚悟の上で経済と財政を構造改革しようとの決意のほどが感じられる。

日本が不況対策において二つの道の選択で迷っている間に、欧米諸国は不況対策の第三の道を取り、平均株価が1990年の50%以下に低迷している日本をしり目に、昨年まで近年まれなほど順調な経済成長を記録した。好景気を反映して2000年には米英、スウェーデン、オランダ、ドイツ等では平均株価が一時、1990年の4~5倍にな

った。2001年に入って欧米の株価も景気も後退局面に入ったが、日本の場合のようにバブル崩壊が生じ、資産型の不況に陥るかどうかを見極めることが、1990年代半ば以降の欧米の経済政策を正しく評価するために必要である。

本稿では1990年代にそれらの国に何が起こったか、どうして経済活性化に成功したかの原因を中心に検討し、景気対策の第三の道を示す。

### 公的資金と勤労者資産を生かせ

確かにケインズ政策的カンフル注射で手術(構造改革)を繰り返すことなく、今度こそ市場競争に耐えうるように金融機関や産業の構造改革を行うことが必要である。しかし、10年余の不況の苦しみで体が弱っている病人に大手術をするには、手術時の痛みを和らげるためにも欧米で成功した不況対策第三の道をいま一度見直し、日本でも取り入れ始めた擬似的政策との違いを認識し、よりの確な政策を取るべきである。

第一に、金融機関への大規模かつ早期の公的資金投入により不良債権を分離し、淘汰される企業と支援して健全経営に戻す企業との仕分けを敏速に行って、金融を正常な市場機能に戻すことである。スウェーデンはこれを行い、3年続きのマイナス成長から2年で脱却し、GDPの13%の財政赤字も克服し、投入した公的資金をもほとんど回収した。この政策のやり方と効果をきちと再把握すべきである。サッチャー政権がかつて導入した新古典派的構造改革は、今日では高く評価されているが、1979年に導入してから景気回復に効果が出て、実質GDPが1979年水準に戻ったのは5年後

の1984年であり、その間に、失業者は1979年の107.6万人から1986年の310.7万人まで3倍近くに上昇し続けた。イギリス人は気長であり、国会の総選挙も5年ごとだからサッチャー政権は景気が悪化する段階でも政権を維持できたが、日本ではそれまで待てないだろう。幸いスウェーデンのように短期間で景気回復に成功した国があるのだから、その政策を参考にすべきである。

第二に、預貯金等、安全第一の資産から株式・社債投資への資産配分の転換である。アメリカでは401(k)やESOP(従業員株式所有プラン)を通じての株式市場への資産の大移動が株価を上げ経済活性化に寄与した。ドイツでも個人世帯による株及び基金による株式所有は90年代に6倍に増加した。ドイツ政府はより多くの労働者が株式を所有し資本参加する経済構造を確立するとの方針で労働者の株式所有を税制上、優遇してきた。スウェーデンでも年金基金と個人資産の株式市場への大移動を促した。

### 三位一体の不況対策を

第三に、ポルダー(新開地)・モデルと呼ばれるオランダで行われたような労働市場の改革である。労働市場の弾力化は、新古典派好みの政策であるが、この政策をも第三の道と呼ぶのは、市場の自動的回復に待つのでなく、労使政同数の代表から構成される委員会の合意に基づいて実行したためである。さらに労働市場と福祉政策を連携させ、ブレア政権のように、「就業を促す福祉(welfare to work)をイギリス以上に強力に推進したことである。その後、1985年に9.2%だった失業率は95年に7%以下になり、2000年には、3%以下にまで下がった。

民間資産の大移動と公的資金の導入で不良債権処理時の痛みを和らげ、個人資産・年金資産を大移動させ、それでも増加する雇用不安を雇用政策で吸収するのが、三位一体の不況対策第三の道の骨太な骨格である。

社会経済生産性本部は、6月に「不況対策は第三の道で」と題する同主旨の政策を提言したが、小泉内閣の政策はどちらかといえば第二の道の新古典派的構造改革である。橋本内閣の二の舞いになることなく、改革を成功させるために第三の道の三位一体政策を不況対策にも、福祉政策にも、積極的に取り入れることが、この長期経済停滞からの早期脱却の道である。

### 市場のフレームワーク政策としての独占対策と資産政策

1980年代の経済の成功におごっていた日本は資産変動の重要性を見逃し、不況対策を誤った。たしかに日本経済は総需要不足状態にある。しかし、需要不足は資産価値の下落の結果だから、フローの需要拡大政策は対症療法であり、治療効果は一時的である。不況脱却には不況の根元である資産不安をなくす資産安定化政策が必要である。スウェーデンは日本と同じころバブル崩壊を経験したが、1993年には公的資金を金融機関に投入する資産政策を大規模に行って不況から敏速に脱却し、財政赤字もほぼ克服した。資産市場は生産物市場以上に累積的不均衡をもたらしやすいので、市場の失敗を防ぐ公的枠組みが必要であることを彼らは知っていた。資産市場への国際的投資家として著名なJ.ソロスは資産市場が自動的に均衡に向かうとの

市場原理主義を強く批判しているが、資産市場を操った資本家の言葉だけに説得力がある。

反独占政策が自由市場維持に必要なように、資産市場が累積的不均衡や累積的不平等を生じさせないためにはルールに基づいて行われる資産・金融政策が必要であり、そうした政策自体をルールとして確立することが重要である。自由市場を守る独占対策と資産政策の枠があってこそ生産物市場でも、資産・金融市場でも、自由市場機能を安んじて発揮できる。

### だれもが資産を持つ社会へ

金融の市場化・民営化と景気対策としての資産政策それ自身は、資産分配の不平等化をもたらすので、資産分配政策を併せて導入するのが良心的自由市場化論である。新自由主義の信念に基づいて、市場化政策を先導したイギリスのサッチャー保守政権の市場化政策が勤労者の支持をも得た一つの理由は、市場化と並行して勤労者の株式所有と持ち家化などの資産所有の分散化政策を積極的に進めたからである。少数の資本家と資産を持たない勤労者が対決する階級社会を変革して、多くの勤労者が資産を持つ階級なき社会をつくるというサッチャー首相の政策には筋の通った理念があった。

日本の資産・金融の市場化政策はグローバル・スタンダードだから行うという感じであり、説得力のある確たる理念と理論を欠く。日本でも金融機関への公的資金の導入という資産政策と401(k)やESOPのような形で勤労者資産形成政策を欧米がやったから小規模に実験的に導入するというので

なく、確たる理論的根拠に基づいて、効果があるように大規模に行うべきである。資産分配政策を大規模に進めれば、資産市場の安定成長にも役立つ上に、公的年金資産に個人資産が上積みされて将来の生活不安が緩和され消費も上向く。資産市場の自由化、資産安定政策、資産分配政策の三つの資産政策を体系的に行えば、政策にも筋が通り、国民の政策支持も高まるであろう。

ノーベル経済学賞受賞者のJ.E.ミードは、新古典派的経済学の立場に立ちつつ、二つの点で、新古典派とは異なる政策を主張しており、サッチャー政権にも影響を与えたと言われている。

第一に、勤労者資産所有政策を提唱し、その理論的基礎を提供していることである(J.E.Meade, 1983、その紹介と筆者の考えは、丸尾、1996年)。

第二に、ミルトン・フリードマンの貨幣供給伸び率を一定パーセントに維持するというkパーセント・ルールを修正して、名目経済成長率を一定に維持するルールを政策目標にすることを提唱していることである(Meade, 1983および丸尾、1996年)。

筆者もこれら二つの政策の賛同者であるが(丸尾、1996年他)この二つの政策は今日の資産型不況にも有効であろう。GDPというフローの名目経済成長率の維持を目標にするだけでなく、名目資産価値、特に株式資産価値の増加率も趨勢線(名目経済成長率より少し高め)からの大きな乖離には、資産安定政策で対処する政策が必要になる。これは市場に介入して市場の均衡化メカニズムを損なう政策でなく、むしろ市場メカニズムを回復させ、正常機能に戻すための介入である。

## 2. 不況と不況対策の原因別類型

不況対策は不況の原因に対応して図表1、2に示すように、需要サイドに起因する不況と供給サイドに起因する不況に分類できる。図表2のように、縦軸に物価、横軸に実質国民所得を示すマクロ総需給曲線で表せば、総需要が過小でマクロ需要曲線の位置が左下方にありすぎるか、何らかの原因で単位コストが高くて総供給曲線が左上方の高過ぎる位置にとどまる場合には不況に陥るということになる。

### 供給重視か需要重視か

基本的にはこの二つの要因が不況の原因であるが、その背景になる原因までさかのぼれば、さらにいくつかの説に分かれる(図表1参照)。供給の単位コスト(供給量/コスト)が高すぎる場合についてもいくつかの論がある。図表1の aの最近の新古典派経済学では政府規制等の市場介入が市場競争を妨げて単位コスト(コスト/実質生産高)を高くしている(図表2の総供給曲線が左上方にとどまっている)と考える。したがって規制緩和・小さい政府・市場競争の活性化がその対策になる。供給サイドを重視する立場でも、 bは供給面の労働コスト高を問題とする。

1930年代の景気論争でA.C.ピグーは賃金が高すぎて伸縮的でないことが労働市場における均衡化機能を損ない、コスト高と不況をもたらすと考えた。つまり景気が回復しないのは労働市場が市場の需給調整を果たしていないからだとして、賃金が市場メカニズムによって落ち着くべきところに引

き下げられるべきであると論じた。

後にみるようにオランダのポルダー・モデルは第三の不況対策として紹介しているが、労働市場と賃金を弾力化するという点では、新古典派的であり、ピグーの論点に通ずるところがある。しかし、オランダの経済活性化政策が第三の道と呼ばれるゆえんは労働市場の弾力化・市場化を市場の自動的メカニズムによってでなく、労使、政府の社会契約的合意によって行っているところにある。

他方、ケインズ理論を理論的に発展させた新ケインズ派は、ケインズ理論のミクロ的基礎付けを行い、もろもろの理由により、賃金や商品の価格が合理的理由(取引費用論、メニュー・コスト論など)で硬直的で不完全になることを基礎づけて、市場が不完全である以上、放置すれば不完全雇用と経済停滞はある程度不可避であると主張する。したがって、ケインズの介入と場合によっては所得政策も必要であると考えられる。

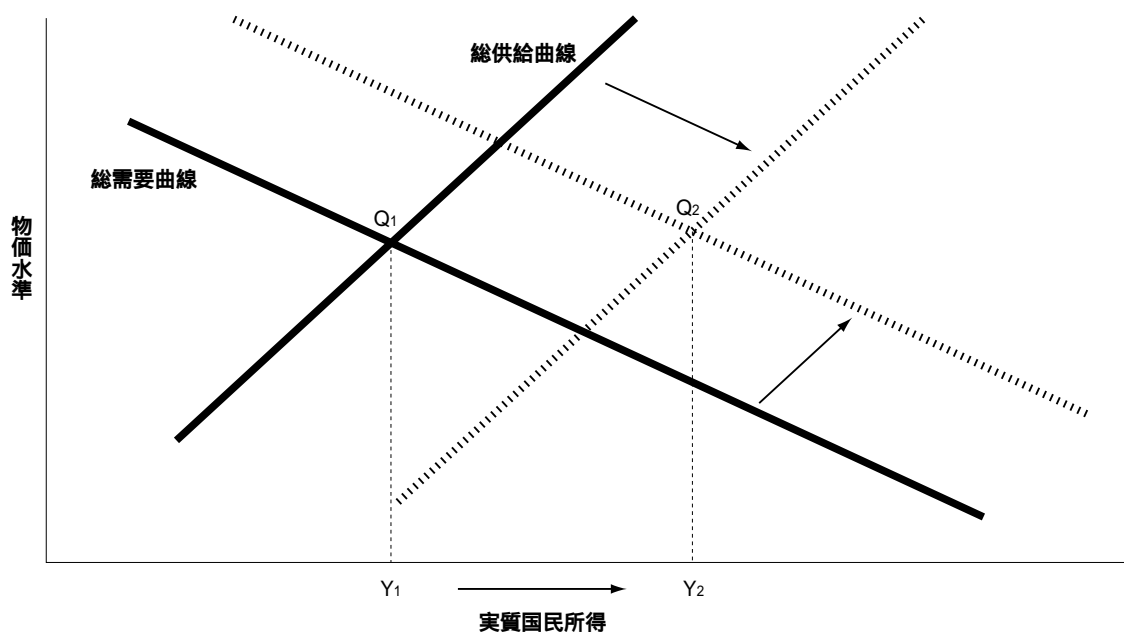
しかし、賃金も労働力の価格と考えれば、価格が需給関係によって伸縮的でなく硬直的なために、市場の自動調節力が働かなくて、ときには不況を、ときにはインフレを生じさせるという点では共通している。

かつて古典派あるいは新古典派は労働市場における賃金の硬直性を不況の主原因と考え、賃金が伸縮的であれば長期不況にはならないと考えた。これに対して最近の新古典派は政府の介入の結果、公的部門や規制部門の生産性が低く、諸価格が下方硬直的であることを、非効率と経済停滞の主原因と考える傾向がある。したがって公的独占と政府規制を縮小し、小さい政府にして市場メカニズムを機能させて経

図表1 不況の原因と対策の分類

不況の原因	重視する不況対策	学派名あるいは事例
総需要サイドに起因する不況 民間消費・民間投資などの総需要の不足	総需要の拡大 公共事業拡大・減税 金融三政策の導入	ケインズ派 (需要面重視)
供給サイドに起因する不況 a 政府規制、公的独占、大きな政府などによる市場機能の不全 b 賃金の下方硬直性、過大な賃上げ c 勤労意欲の低下、貯蓄の低下による生産性の停滞	a 規制緩和・小さい政府の実現などによる単位コストと価格の引き下げ b 労働市場の弾力化、賃金抑制 ・社会契約による労働市場弾力化 c 生産や技術革新への貢献が報いられるインセンティブの導入	新古典派 (供給面重視) ・最近の新古典派が重視 ・A C ピグー ・ポルダー・モデル(オランダ) ・供給サイドの経済学
資産市場の機能不全に起因する資産型不況	資産政策 a 金融機関への公的資金投入 b 勤労者資産などの個人金融資産の株式・債券市場への誘導	不況対策第三の道 スウェーデンの不況対策 ドイツなどの政策

図表2 総需要曲線と総供給曲線



注: Y<sub>1</sub>は不況下の実質国民所得、Y<sub>2</sub>は総需要が拡大し、単位供給コストが下がったときの実質国民所得

済停滞から脱しようとする試みは最近の新古典派経済政策の中心的政策である。

また、アメリカのレーガン政権下で主張された供給サイドの経済学は、経済停滞期に供給曲線が右下方に下がらない理由を単位コスト(コスト/生産高)の分子のコストよりも分母の生産高が生産性の低迷のために伸びないこととした。そこで、生産性を高めるために貯蓄・投資と労働へのインセンティブとして減税を主張した。

1990年代のアメリカでは、新古典派政策の成功というよりも、IT革命の推進によって生産性が向上したことが経済を活性化する結果になったと言える。それに加えて株式市場に年金資金・個人投資・外資が流入したことが株式市場と経済の活性化をもたらすのに貢献した。このように資金の流れをより効率的なITビジネス部門等に向かわせたという点と、規制緩和でIT関連などの技術革新のためにリスクに挑戦するベンチャー・ビジネスに、成長と成功の機会とインセンティブを与えたという点で、新古典派的市場重視の政策は経済活性化に貢献したといえよう。

### フロー重視かストック重視か

従来の不況論はいずれにしてもフローの生産物市場、労働市場、金融市場における需給から不況を説明するものであった。株式市場や不動産市場のようなストック市場はフロー市場の結果を反映するものと考えられがちであった。

しかし、1980年代のバブル経済とその崩壊はストック市場がフロー市場に重大な影響を与えることを経験させることになった。ストックの経済変動に与える影響が大きくな

ったのは、ストックの価値がフローの価値に対して相対的に大きくなった上に、ストック市場が国際的になったことによるところが大きい。

日本の場合、国民総資産のGDPに対する比率は、1970年代の6~7倍から1990年代には一時、18倍近くになり、その後、バブル崩壊で低下したとはいえ15倍前後(対国民所得では19倍以上)にとどまっている。それゆえストックの資産のフロー経済への影響は20~30年前に比べればはるかに大きい。国民総資産は7500兆円前後であるから、例えば国民資産価値が1%上昇すれば、約75兆円のキャピタル・ゲインが生ずるという計算になる。また、個人金融資産だけでも1400兆円近くあるから、個人金融資産の価値が1%上昇すれば14兆円近くのキャピタル・ゲインが発生する。資産価値が下がればその逆で膨大なキャピタル・ロスが発生する。その上、金融資産の市場化・グローバル化のため経済変動に応じて強大な資産が国際的に大移動してその国の資産市場の需給と資産価値に大きな影響を与え、経済変動に影響するようになった。

景気変動が資産の変動や配分によって影響される程度が数十年前に比べて比較にならないほど大きくなったことは、こうした常識的なことを考えただけでも明白である。にもかかわらず、経済学理論でも、実際の経済政策でも、資産変動の景気への影響を過小評価している。このことが近年のバブル崩壊と不況の長期化の最大原因である。

### 3. 資産重視の不況対策

株式の景気変動への影響を重視して、経済変動対策として資産市場への政府介入を行う不況対策は景気対策第三の道といえることができる。第三の道という、かつては資本主義と社会主義の中間をいく福祉国家が第三の道と呼ばれ、最近では従来型の福祉国家と新自由主義の中間をいくアンソニー・ギデンス＝トニー・ブレアの政策路線が第三の道と呼ばれる( Giddens, 1994 ; Giddens, 2000 ; ギデンス, 1999年 ; Blair, 1998 ; Blair and Schroeder, 1999 )。あるいは東欧のオタ・シクは、資本を資本家が所有する資本主義と国家が所有する社会主義に対して、労働者個人が所有する社会を第三の道と呼んだ。

しかし、本稿でいう不況対策第三の道とは不況対策における第三の道であり、新古典派的対策でもケインズ派的対策でもない独自の不況対策のことである。スウェーデンもかつて、政府の予算書の中で、不況と財政赤字に苦しむ当時のスウェーデンがとろうとしている経済活性化のための政策を第三の道と呼んだことがある。経済システムにおいて第三の道を取る国が、不況対策においても第三の道を取るとは限らないが、第三の経済社会システムを選択する国が不況対策においても第三の道を選ぶ傾向がある。

1990年にバブルが崩壊して不況に陥った日本は、まず1993年に宮沢内閣のもとで、ケインズ的不況対策を取り、橋本内閣下の1996～97年に新古典派的政策をとった。

両方の政策が互いに影響を与えずに独立的に行うことが可能であれば、両曲線

のシフトにより実質GDP(国内総生産)は相乗的に増加するはずである。しかし、新古典派的な小さい政府政策は、短期的には明らかにケインズ的大きな政府政策と矛盾する。小さい政府への移行は総需要曲線を少なくとも一時的に再び左下方にシフトさせるからである。その場合は、車のアクセルとブレーキを同時あるいは交互に踏んで、アクセルの効果を減殺する結果になる。

ケインズ派の景気対策も新古典派的対策も有効でないと実感した日本政府は、1999年から金融・資産市場への本格的介入が必要であると認識するようになり、その方向の政策もとった。さらに2000年に成立した小泉内閣は、「構造改革なくして景気回復なし」というスローガンを掲げて、基本的には市場機能を回復させるための新古典派的政策をとろうとしている。ただし、不良債権の処理という資産政策に重点を置いた不況対策である点と、不況対策に成功した第三の道の政策を参考にして取り入れようとの意図が見られるという点で、第三の道の不況対策の一部を志向しているところもある。

本稿で言う不況対策第三の道とは、新古典派ともケインズ派とも異なる新しい不況対策の総称であるが、特にフローでなく資産の構成や資産市場に介入する資産政策を第三の不況対策として重視する。また経済の一層の市場化・活性化を重視するが、市場至上論ではなくて福祉ミックス論に立つ(丸尾、2001年3月)。

#### 資産政策とは

資産政策という言葉はまだ定着した経済用語ではないが、資産の配分( asset allocation )、資産安定( stabilization )

資産分配( distribution )政策の総称である( 図表3 )。資産配分政策は、資産配分をより効率的に、ときには経済変動の安定にも役立つように配分する政策である。

不況対策としては、例えば個人金融資産の多くを郵便貯金あるいは銀行預金として預金しておくのと、この資金を株式市場へ誘導するのでは、資金の効率も株式市場や経済への影響も景気の局面では大いに違ってくる。この個人資産の配分を経済活性化と不況回復に役立つ方向に、税金などの政策手段で誘導する政策は、従来のケインズの需要拡大政策でなく、本稿でいう資産政策である。

1990年代の不況対策第三の道として注目される資産政策は、個人の資産や公私の年金資産を間接金融方式から直接金融方式へ誘導することによって、株式市場を活性化し、企業及び投資への資産効果を

通じて経済を活性化する政策である。とくに勤労者に株を持つように助成して、勤労者の資産所有参加と資産配分の平等化を促しつつ、経済を活性化する一石二鳥あるいは一石三鳥を狙うものである。

もう一つは 公的資金を資産状態の悪化のため危機的な状況にある金融機関に投入して金融機関を健全化する政策である。この政策に関してはスウェーデンの経験( 後述 ) 破産状態の金融機関を国有化( その金融機関の株式を公的機関で買い上げる ) のも、公的支援をバックにして不良債権処理の金融機関を設立して、金融機関の不良債権や持ち株を買い上げて、金融機関の資金ポジションを改善させ、金融機関に本来の市場的金融機能を回復させる政策も資産政策である。この 、 の二つの政策はむしろ資産市場の活性化と資産安定化のため

図表3 資産政策の目的と手段

資産政策の種類	政策目的	政策手段
資産配分政策	効率性( 生産性・収益性とリスクを考慮に入れた最適の配分 ) を改善することを目的とする	a 年金積立金、郵便貯金、簡易保険の資金の効率的配分と利用を促す
資産安定政策	資産市場における資産価値の暴落・暴騰・停滞などを防除して、資産市場と経済の安定成長を目的とする	a 公的資金を金融機関の救済のために投入する政策 b 個人金融資産と公私年金積立金を直接金融( 主に株式所有 ) に誘導する政策 c 資産価格が暴騰するときは資産価格抑制のための金利引き上げ、貨幣供給抑制など
資産分配政策	資産分配の公正化を目的とする	a 勤労者株式所有を助成する制度を作り税制上の優遇を与える b 公、私の年金資産の形成 c 資産に対する総合累進課税

の政策であり、1990年代の第三の道としてヨーロッパのいくつかの国で重要な役割を演じた政策である。

資産政策によって株価が上昇すれば、資産価値の上昇の消費への資産効果によって、消費が増えるだけでなく、金融機関及び企業の経営状態が改善されて投資をも促す。

資産分配(distribution)政策とは、市場経済化と共に金融・資産市場の自由化にともなって生ずる資産分配の不平等に対処するために、資産分配の平等化をはかる政策である。勤労者あるいは低所得者が、資産と共に株式を所有できるように支援する政策が、資産所有助成政策として、あるいは年金政策として欧米の先進諸国で進められている。こうした政策はやり方次第で資産分配の平等化、少なくとも資産所有の分配の不平等化の緩和に役立つ。資産市場の自由化が資産分配の不平等化をもたらす上に、資産型不況に際しての公的資金の金融市場への投入を行う場合、国民の合意を得るためにも資産分配の公正化政策を同時に行うことが必要である。

そうした政策の第1は、ドイツのように勤労者資産形成助成政策の対象に株式をも含め、税制上の優遇を積極的に与え、大規模に行うことである。第2の政策はストック・オプション制度の対象に一般従業員をも含めて、その普及を進めることである。第3に、確定拠出年金制度としてアメリカの401(k)型やESOP型の職域年金(ただし、企業に確定拠出年金がない場合には、個人の勤労者も加入できる)を導入して、税制上の優遇の対象となる拠出の上限をアメリカ並みに大きくすることである。

これらの政策に対する税制上の優遇の上限に関しては、資産市場の不況期には大きくし、好況が続き、株価が上昇してオーバー・シュートするおそれがある場合は、優遇対象額を引き下げることルール化しておけばよいであろう。

市場化時代に資産政策を導入することは市場化の流れに逆行する政策であるとの反論もあるが、資産市場は通常の生産物市場と異なり、キャピタル・ゲインあるいはキャピタル・ロスの期待のために均衡からの乖離が累積的に進行するおそれがある。それに一般の国民は金融資産市場での売買になれていないので市場における情報弱者である。それゆえ金融・資産取引を市場化・自由化する場合には、累積的パブルや累積的不況に陥り、市場メカニズムによって自動的に脱出できない場合や資産分配の累積的不平等が生ずる場合には、そうした累積過程を抑制する資産政策が必要になる。また情報弱者を支援しないならば、情報弱者は最適な資産選択もできないので、最適配分のためにも、分配公正のためにも、資産政策が必要である。

反独占政策が市場を機能させるために必要なように、資産政策は、生産物市場と資産市場の累積的不均衡過程に介入して、市場の正常な均衡化機能を回復させるのに必要な政策である。

#### 4. 資産政策の経済安定化効果

##### 資産価値上昇の投資への資産効果

資産政策によって株価が上昇すれば、金融機関や企業が所有する株式の市場価値

が上がるので、含み資産が増える。また金融機関が抱える不良資産の担保の市場価値が高まり、不良資産が不良でなくなり、不良債権の処理が容易になる。このことが金融機関や企業の貸借対照表の内容を改善し、信用を回復して投資を促す。

公的資金の金融機関への投入は、さらには金融機関への企業や国民の信用を回復し、資金ポジションを回復して、金融本来の貸し付け機能を高め、金融機関から企業及び家計への貸し付けを増加させる(丸尾、1998年12月、1999年3月)。

ケインズの需要拡大政策の効果が弱くなっている理由の一つは、公共投資が増えても、図表4が示すように貨幣乗数が低下しているからである(詳細は丸尾、1999年3月)。従って、金融機関から企業や家計への貸し付けが増えないので、民間投資が増加

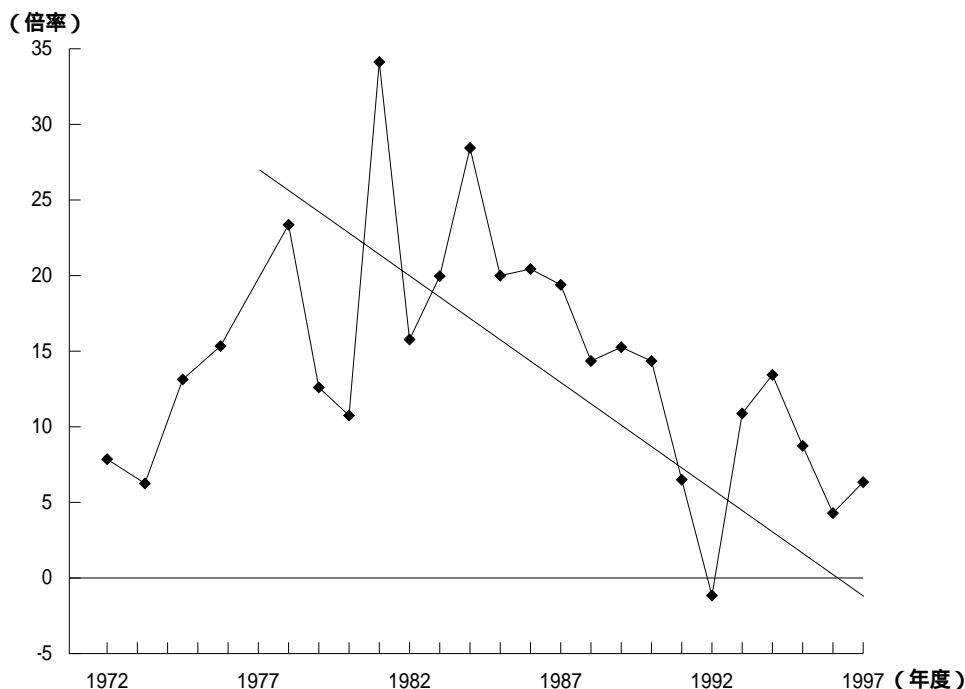
しないのである。

金融機関の機能が回復して貸し出しが増えれば、貨幣量供給も増加し、株式市場も活性化する。そして株価が上昇すれば、金融機関の資金状況はさらに改善されるという好循環に転ずる。

### 資産価値上昇の民間消費への効果

資産価値変動の消費への効果に関しては、いわゆる逆資産効果論がある。A・C・ピグーのいう資産効果は本来、資産価値が不変の前提でフローの消費者物価が下がると、資産所有者の購買力が増えて消費が促される効果である。しかし、1990年代の日本で言われている資産効果は、逆に資産価値の方が上がって消費が促される効果であり、逆資産効果というのは資産価値が下がって消費が停滞する現象を指している。その他、民間消費額は、所得、税金、

図表4 1990年代における日本の貨幣乗数低下の傾向



資料:日本銀行金融統計局『金融経済統計』

消費者物価、前年の民間消費額に影響されるとみられている。すなわち次式のような関数関係が想定される。

$$\text{民間消費額} = \beta \{ Y(1 - \alpha), C_{1-t}, p, A / Y \} \quad (1)$$

ただし、Y：国民(または個人)所得、  
 $C_{1-t}$ ：一期前の民間消費、 $\alpha$ ：個人所得にかかる税率、p：消費者物価上昇率、A：国民(または個人)資産

実際にそのような資産効果があるかどうか

かを1960年～1999年の年次データを用いて、資産価値のフローの価値に対する相対的価値の変動を国民総資産/GDP比率で代表することにして、これを説明変数を含む重回帰式を作成する。すると図表5のように、国民総資産/GDP比率の回帰係数のt値は8.0～9.0程度で十分高く、決定係数もこの変数を入れない場合よりもかなり改善して、自由度調整済み決定係数も0.999を上回る。

図表5 回帰分析の結果 消費関数:民間消費への資産価値変動の影響

説明変数 被説明変数	雇用者所得 名目	資産/GDP比	1年前の民間消費 名目	公的年金の 対国民所得比	消費者物価 上昇率
1 民間消費支出					
回帰係数	0.5552	1.7577	0.3849	1.4481	
標準回帰係数	0.5264	0.0596	0.3774	0.0407	
t値	12.3877	9.1166	8.8621	4.2064	
2 民間消費支出					
回帰係数	0.9557	1.7221		0.9110	-0.5170
標準回帰係数	0.9061	0.0584		0.0910	-0.0231
t値	70.8171	8.5128		2.4302	-8.5128
3 実質民間消費支出	雇用者所得	資産/GDP比	消費者物価 上昇率	雇用失業率	平均世帯人員
回帰係数	0.8431	2.0255	-1.0219	-2.226	-11.3575
標準回帰係数	0.8499	0.0961	-0.0592	-0.0204	-0.0463
t値	27.5856	5.8613	-10.7562	-2.6608	-2.5573

1式 自由度調整済み決定係数 = 0.999867 ダービン・ワトソン比 = 1.570

RMS残差 = 1.06126兆円

2式 自由度調整済み決定係数 = 0.99985 ダービン・ワトソン比 = 1.634

RMS残差 = 1.11098兆円

3式 自由度調整済み決定係数 = 0.99943 ダービン・ワトソン比 = 1.266

RMS残差 = 1.61788兆円

(注) 当年と一年前の値との平均値

また、国民総資産 / GDPの標準回帰係数(被説明変数への影響度のウエイトを示す)も無視できない大きさである。

これらの指標が示す限りでは民間消費への資産効果がかなり示唆される。時系列分析なので消費への資産効果をこの式で裏づけることができたということはないが、消費への資産効果があることはいろいろな分析によって推定されている。

## 5. 資産政策と資産分配の公正

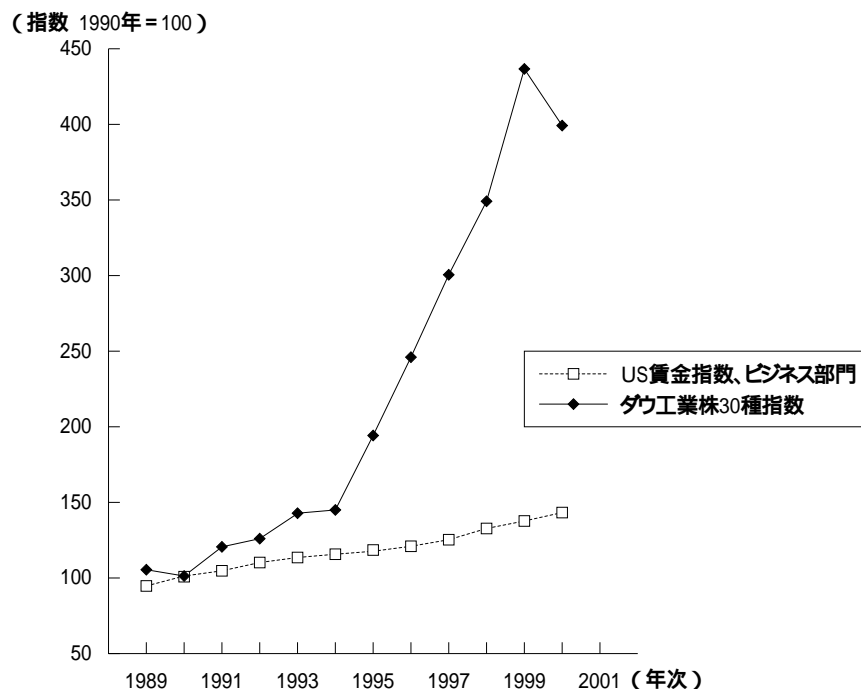
### アメリカにおける資産所有の不平等

アメリカにおいても株式の資産価値が近年上昇した。アメリカにおける近年の資産価値の増加と資産所有の不平等を指摘している文献は多いが、アメリカでも資産分

配に関する実証的統計は少ない。さいわい Lisa A. Keisterが不十分な部分をモデルによるシミュレーションを用いて、厳密にアメリカの資産分配の動向を分析して、資産所有の不平等化の実態を明らかにしている。この点に関しては本誌2001年1月号で紹介した通りである。

1995年には上位1%の世帯の所有するnet worth(純資産)は全世帯の所有する純資産の35.8%、金融資産の47.2%を占めている。特に1992年以降のバブル期に不平等がより顕著になっている。この統計にはその後の数値がないが、アメリカでは1995年以後も好景気が続き、株価がとくに上昇したので、その後、金融資産の不平等度は更に増加したと推定される。他方、賃金は1989年の441.86ドルから1999年の580.05ドルと1.31倍しか上昇していない。

図表6 アメリカの株価指数と平均賃金指数



資料:IMF, International Financial Statistics, April, 2001.

図表6のように、1990年代のバブル経済のもとで、2000年のニューヨークの平均株価(ダウ=ジョーンズ工業平均株価)は1990年の4倍前後になったことを示している。図表が示すように株を所有していない人は、相対的に貧しくなることを意味する。「かくて富者はますます富み、貧者はますます貧困化する」とL.ケイスターは言う。

ジニ係数は分配の不平等度を示す指標であり、完全平等ならばゼロ、完全不平等ならば1.0になるが、アメリカにおける近年の金融資産の不平等度は1.0に近づいている。ただ、この1990年代のアメリカは、1980年代の日本のように、右肩上がり経済の時代であり、大部分の人が成長の恩恵にあずかされたので、不公正が進行していたにもかかわらず、不満はそれほど表面化しなかった。資産分配の不平等への不満を緩和したと推定されるもう一つの理由は、中産勤労階級が高騰する株式資産の所有に参加するようになったことである。

「中産階級家族が1980年代と90年代に株式やミューチュアル・ファンドを購入する傾向が高まったことがその期間の富の分配に影響したと思われる。おそらく数十年間にわたって、富の蓄積と分配に影響し続けるであろう」(Keister, 2000, p.133)。Keisterのシミュレーション実験も「中産階級の株式投資を助成するプランは貯蓄を増加させ、富の分配を改善するであろう」(Keister, 2000, p.262)ことを示唆している。

以下の節では不況対策第三の道をとったと考えられる国のうちから、スウェーデン、オランダ、ドイツの場合を例に挙げて、それがどのような背景で、どのように行われ、どのような効果があり、どこに問題がある

かを検討する。そして最後に、日本における不況対策第三の道を示唆する。

## 6. スウェーデンの金融危機克服の教訓 - 公的資金投入の有効性

公的資金を投入するのであれば、それを総需要拡大に用いるだけでなく、不況のもっと早い段階で金融資産の優先株を購入するなどの形で、金融機関の自己資本を充実させ、同時に不良債権の処理を支援し、金融機関の貸し付けを高め、貨幣供給と投資を促す政策を行うべきであった。この点に関してスウェーデンの政策実験が参考になる。

北欧、特にスウェーデンは、日本と同じ1990年にバブル経済の崩壊を経験して深刻な金融危機と不況に陥ったが、ケインズの政策とも新古典派的政策とも異なる資産構造への介入によって深刻な不況を短期間に克服した。その経験に日本は学ぶべきである。

1980年代後半のスウェーデンは、日本と同じような不動産価格と株価の高騰でバブル経済を経験した。ところが1989年から90年にかけてバブルが崩壊し、マイナス経済成長に転じて、金融機関は多額の貸し付け損失を被った。1980年代には銀行の貸し付け損失は、15~20億クローナで、貸付額の0.2~0.5%程度であった。1989年でも、30億クローナで、貸付額の0.3%に過ぎなかった。ところがバブル崩壊で貸し付け損失が急増し、1992年にはピークの750億クローナに達した。金融機関のローン(貸し付け)損失をもたらした最大のものは不動産会社を含む融資会社であった。スウェーデンでも最初の危機は不動産価格の暴落に

よってもたらされ、首都圏の不動産価格は、バブル崩壊2年間で、不動産価格は50%、レントは30%下落した。

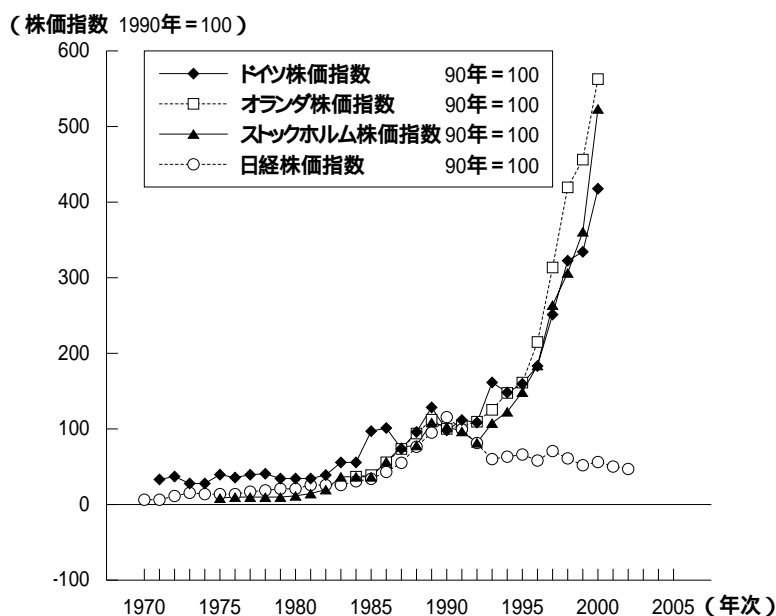
こうした危機に直面して、政府はその時の野党であった社会民主党との論議を経て、1992年9月に貸し付け危機に対処する法案を作ることを宣言し、12月に金融制度強化法案を成立させた。12月と1992年末に、ノルド(北欧)銀行とゴータ(ヨータ)銀行の株式取得(国有化)するとともに、不良債権処理に650億クローナの公的資金を投入して救済した。650億クローナと言えは1993年のGDP1兆3951億クローナの4.66%である。いまの日本のGDP規模に換算すると、GDPの4.66%といえは23兆円に相当する金額である。

このように不良債権処理の金融機関を、破産した金融機関から分離して設立して不良債権を購入し、その不良債権をできる限

り、公的資金の回収に役立つように考慮して処理した。膨大な公的資金を金融危機救済に投入したが、一方、政府支出は1992年の3942億クローナから1994年の3924億クローナに削減させているから、これは明らかにケインズの政策ではない。スウェーデン政府はこうした政策と為替レート低落による輸出の増加により、不況を克服して1994年に3.3%、95年に3.9%の実質経済成長率を実現し、その後も平均2%台の成長をしている。

スウェーデンは1932~33年に世界最初にケインズの景気対策を導入した国であるが、今回の新しい資産金融型の不況に際して世界に先駆けて、公的資金を公共事業にでなく、金融機関に重点的に投入して金融危機を救い、景気と株価の回復に成功した。株価は図表7が示すように1990年を100とすると、2000年には一時、500と5

図表7 スウェーデン(ストックホルム)、オランダ、ドイツ、日経の株価指数



資料:IMF、International Financial Statistics, April 2000.

倍に上昇した。スウェーデンは貨幣と資産の経済均衡に果たす役割を重視するG・G・クヌート・ヴィクセル、G・ミュルダール、E・R・リンダールなどの北欧学派の伝統があること、小さい国なので不況を生む原因と政策の効果が見えやすいこと、金融機関も政府も情報の透明度が高いこと、金融機関と政府の癒着が少ないこと、公的投資の金融機関救済のための投入が雇用の増加に役立つこと、分配が公正な国であること、多数派の政府の政策が野党の社民党との協議を経た上で決定したこと等の理由のために、新しい不況対策が受け入れられやすかったものと推察される\*。

\* G・ミュルダール、リンダールは資産価値の変動が経済的不均衡に影響することを重視した。「北欧学派の金融政策はその背後にある理論を反映して、資産価格を人為的に変動させるという経路を経て実物経済に影響を与えることを意図したものである。そしてそのための直接的な手段として、中央銀行が金融資産市場に直接的に介入してその売買に参加することが行われる」(辻村和祐、1998年、pp 158 - 159)

政府の金融機関救済のための公的資金投入後、景気と株価は上向きに転じ、経済成長率も2000年までスウェーデンとしては高い水準が続いた。株式市場は特に活況を呈し、図表7のように1990年のバブル崩壊後も、それ以前の水準をはるかに上回る上昇を最近まで続けて、2000年には一時、5倍以上になった。株価が上昇すると金融機関の抱える不良債権の処理も容易になり、2~3年で景気も回復した。ただ一時、8%台に達した失業率が4%台になるには

2000年までかかった。

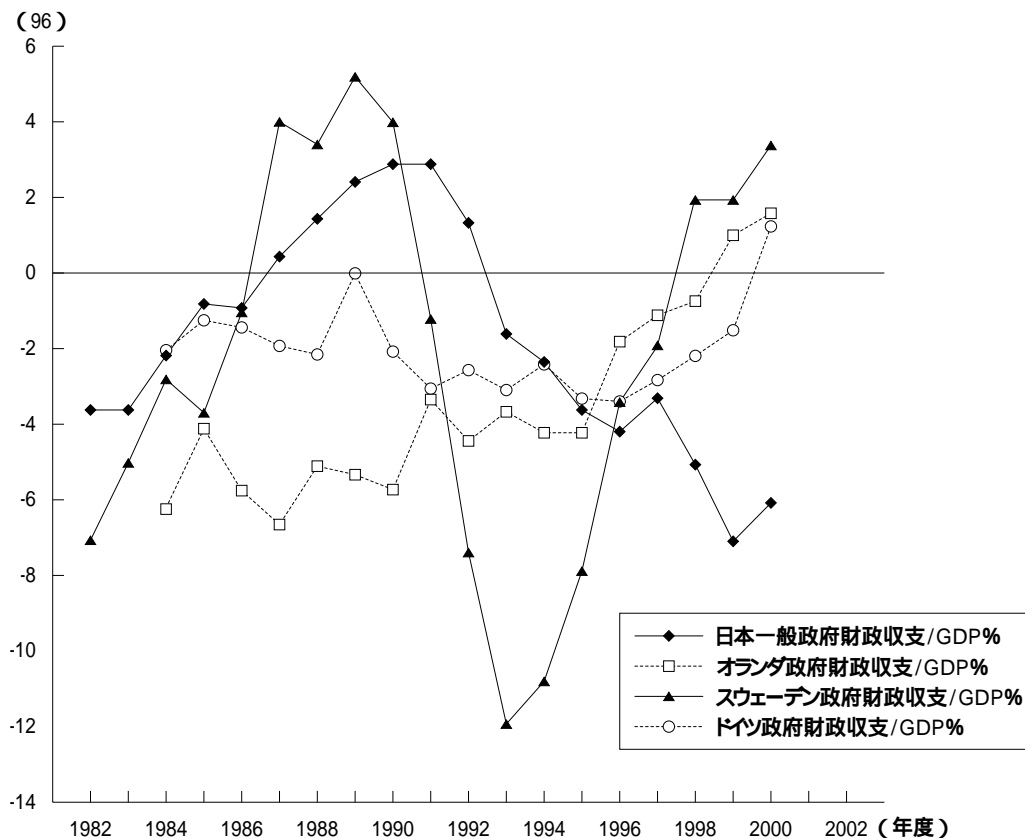
株価上昇は金融不安が解消したことによることはもちろんであるが、年金資産や個人資産が株式投資に流入したことの影響が大きい。株式投資専門の第4の公的年金投資基金所有の株式の市場価値は1991年の194.31億クローナから1997年には744.62億クローナに増加した。

個人の株式の直接、あるいはミューチュアル・ファンドを通じての所有も急増し、「スウェーデンの成人人口の半分はミューチュアル・ファンドに貯蓄している」(Financial Market and Financial Firms Trends in Development, 1998)といわれる。そしてそのミューチュアル・ファンドの貯蓄の65~70%は株式所有であるといふ(同書)。家計の金融資産総額に対する株式資産(equity)の比重は1993年の46.6%から2000年の139.9%に上昇した。

政府は投入した公的資金の2/3はノルド銀行の利潤、同銀行の民有化、不良債権処理会社(Securum/Retrivia)による資産売却によって政府に返済できると想定していたが、1997年までにそれ以上の額が返済された。経済も不況を脱し、GDPも増加した。したがって税金の無駄遣いどころか景気を立て直し、一時はGDPの12%に達した財政赤字も1998年には黒字に転じた(図表8参照)

かつてケインズの公共事業は無駄遣いと批判されたが、それが景気を回復させ公共事業に使った何倍かのGDPの増加をもたらすことが理解されてから、その批判は少なくなり、公共事業が、景気の回復とGDPの成長に有効でなくなってくると批判は再び高まった。

図表8 日本とドイツ、スウェーデン、オランダの財政収支の対GDP比、%



公的基金の金融危機克服のための投入が景気の敏速な回復と国民経済に役立つことが認識されれば、その政策への支持が高まるであろう。

1980年代の末のバブル期から今日にいたるスウェーデンの経済危機と、その対策の概要を年を追って示すと図表9のようになる。

銀行への政府支援の形態と支援金額の約束額、実際に支給された額、政府の予算執行額は図表10に示す通りである。

**銀行への公的資金投入の損益計算**

結局、政府が銀行支援のために準備した公的資金が845億5500万クローナ、実際に銀行に支払われた額が635億500万クローナ、その一部は政府予算からでなく、国債

局からのローンであったから、投入された政府予算額は605億500万クローナであり、1993年のGDPの4.66%に相当する。

他方、政府が1995年までの時点で見返りとして得た金額は、支援した銀行からの配当（ノルド銀行からの配当36億クローナ）とノルド銀行の株式34.5%の売却額約64億クローナ）である。これに政府資金投入で得た銀行の株式の価値が1995年時点でもノルド銀行の政府所有株100億クローナ相当（市場価値はもっと高い）、Securumの株120億クローナ、Retrivaの株40億クローナである。これだけで360億クローナである。

その後のこれらの銀行からの配当、株式高騰等を考慮すれば政府支出の純損失

図表9 スウェーデンにおけるバブル崩壊後の不況対策

1990年	バブル崩壊の始まり
1991年	<p>ノルト銀行(Nordbanken)規定の資本比率を維持するためには追加出資が必要であることが分かり、主要株主でもある政府は、新しい経営者を任命し、新たに50億クローナを出資した。</p> <p>Första Sparbanken(第一貯蓄銀行)も大きな損失を被り、政府に支援を求めた。政府は1991年12月銀行再建のためのローンとして、資金を投入した。1~2ヶ月後、それでは不足なことが分かり、更に追加資金を政府が保障し、最初のローンは補助付きローンに転換された。</p>
1992年 秋	スウェーデン・クローナの為替危機を救うために、政府は一時的に銀行利子率を500%に引き上げる(事実上の禁止)。
11・12月	<p>金融制度強化のための法案が国会で可決される。</p> <p>この法により政府は銀行その他の融資機関はその債務の履行を保証した。</p> <p>同時に政府はこれら金融機関を支援する方策を決める権限が与えられた。政府のこの支援事業は金融機関の安定が損なわれなくなるまで続けられると、明記された。</p>
12月	銀行及びその他の金融機関への一時的信用保証を国会で決定
同月	Göta銀行が債務超過(支払不能)に陥るおそれが生じたので、同銀行の株をすべて政府が買い取った。
同月	スカンジナビア・エンシルダ(商業)銀行が政府支援要請の可能性を示唆。
1993年 2月	スカンジナビア・エンシルダ(商業)銀行が政府支援を申請。
同月	Swed銀行が支援庁に政府支援を申請。
春	銀行及びその他の金融機関の支援法制定。
5月	銀行支援庁業務開始。
8月	スカンジナビア・エンシルダ(商業)銀行は新株発行で対処できることが分かり、申請を取り下げる。
11月	Swed銀行支援申請を取り下げ。新株発行で対処。
12月	銀行支援庁はGöta銀行の債権部分をノルト銀行に移し、政府は両銀行を所有することになった。その親会社のGöta ABは再建されず、破産するに委ねた。
同年	<p>銀行支援要請を受け入れるかどうかを評価する委員会(board)設置。</p> <p>企業損失のための減税法制定。</p> <p>Göta銀行への損失に対しては保証がなされ、再建されて売却に備えた。</p> <p>再建に当っては、不履行債権を新しい会社Retrivalに移し、Retrivalに対して銀行支援庁が38億クローナの株を出資した。それに加えて政府は35億クローナの社債貸し付けをRetrivalに供与した。計算の結果、Göta銀行のバランス・シートに200億クローナの欠損があることが分かったので、政府は不履行の債権をRetrivalに移す前にその欠損を埋めた。Göta銀行が再建された後、売却することになった。そこで外資も含む購入希望会社の入札金額と、Göta銀行をノルト銀行と合併させることによる利益と、政府にとってどちらが得かを比べてどちらにするかを決定することになり、三人のアドバイザーが評価を行った。そして再度入札を行ない、入札金額はノルト銀行と合併する場合の利益に及ばないと判断。</p> <p>Förenings(連合)銀行に対して銀行支援に支援がFörenings銀行の自己資本比率が9%以下になったら銀行支援庁の支援が行なわれるという政府保証の形の支援を行なった。この保証は1994~1996年の期間、25億クローナを上限として保証するという保証であり、その場合は政府が優先株を受け取るという条件になっていた。しかし、その後の景気回復のためあって、自己資本比率が9%を切ることが無く、この保証には政府資金は結局、投入されなかった。</p>
1995年10月	ノルト銀行を再建後、民営化するとのあらかじめの決定に基づき、同銀行の株の34.5%を1株92クローナで売りに出した。結局、販売コストとディスカウント分を引いた64億クローナが政府の予算に返還された。
11月	銀行及びその他の金融機関の支援法の廃止法を1996年7月1日で終焉を宣言。
1996年 6月施行	1993年制定の企業損失のための減税法の修正

図表10 金融危機における政府の銀行支援( 公的資金投入 )の形態と金額の一覧

( 単位:百万クローナ )

	支援約束の額	実際に支払われた額	政府予算からの支出額
<b>貯蓄銀行</b>			
政府保証	3,250	0	0
利子補給	1,028	1,028	1,028
<b>ノルド銀行</b>			
株式応募 1991年	4,191	4,191	4,191
株式購入 1992年	2,055	2,055	2,055
出 資 1992年	10,000	10,000	10,000
<b>Securum</b>			
政府保証 <sup>1</sup> 1992年	9,850	9,850	9,850
政府保証 <sup>1</sup> 1992年	13,150	13,150	13,150
株式購入 1993年	1,000	1,000	0
政府保証 1993年	1,000	0	0
<b>Gota銀行</b>			
出 資 1993年	20,000	20,000	20,000
株主の株の政府保証	231	231	231
<b>Retriva</b>			
出 資 1993年	3,800	3,800	0
政府保証 1993年	3,500	0	0
<b>Föreningbanken</b>			
自己資本比率政府保証	2,500	0	0
<b>総 計</b>	<b>84,555</b>	<b>65,305</b>	<b>60,505</b>

出所:Ministry of finance, 1995, p.25

は少ない。更に公的資金の投入で経済成長率がマイナスから、年平均+2~3%へ転換したことによる国民経済の利益と政府の財政が赤字から黒字に転換したことによる政府財政へのプラスの貢献を計算すると、スウェーデンの場合、金融機関への投入は明らかに経済的に成功であったといえる。1930年代にケインズの景気回復政策を世界で最初に行なったことで知られるスウェーデンが、1990年代の不況には公的資金を公共事業に投入するのではなく、危機に直面していた金融機関に投入して成功したという経験的事実を、日本のエコノミストも政府もはっきりと認識すべきである。

## 7. オランダのポルダー・モデル

オランダは、スウェーデンとはいくぶん違った型の経済活性化政策によって景気を回復した。オランダの第三の道ポルダー・モデルに基づく政策は、労働市場の自由化・伸縮化によって景気を回復したという点で、かつてA.C. ピグーが主張した新古典派のもう一つの不況対策に通ずる。

こうした政策を導入した後、経済は好転し、1980年代前半には10%を超した失業率は2000年には一時、2%台にまで下がった。まさに新古典派的構造改革であった。ポルダー( polder )とは開拓地とか新開地の意味

であり、その新路線を第三の道と呼ぶこともある。このように本質的に新古典派であるオランダの景気対策を第三の道と呼ぶのは、単に市場にゆだねて自動的回復をもたらしたのでなく、労働側に有利な改革と、市場の弾力化に必要で経営側には有利だが労働側に不利な政策とをパッケージにして、を労使政同数の代表から構成される委員会の合意に基づいて政策的に導入して実行したことである。すなわちフルタイム労働とパートタイム労働との時間当たり賃金や社会保障の差を無くし、常勤労働者の労働時間を40時間から36時間へ短縮し、公務員などでは週休三日制も導入する等、労働側に有利な政策と、職安の民営化、派遣事業の許可制廃止、解雇予告期間の短縮等、労働市場の弾力化に役立つ経営側の望む政策とをパッケージにして社会契約的合意に達して、実行した点にある。

ポルダー・モデルのもう一つの特徴は、労働市場と福祉政策を連携させ、第三の道を提唱するブレア政権のように、welfare to work をイギリスよりも強力に推進したことである。

その結果かどうかはまだ計量的には確認できないが、失業率は1985年の9.2%から1995年以降7%以下になり、1998年には4.2%、1999年には3%台、2000年には一時2%台まで下がった。しかし、2001年には景気後退の国際的影響もあり、再びいくぶん上昇している。

雇用は1987年から1997年の間に20%上昇した。その間のOECDの平均上昇率が3%であったから、オランダの雇用増加率は高かったといえる。雇用数は1997年から1999年には年率3%以上、上昇した(Sociale

Note, 2001)。さらに、その間の労働市場参加率(labour participation ratio)の上昇もOECD国中第1位であった。ただし労働参加率の水準は67%であり、デンマーク、スウェーデン、イギリス、オーストリアにはまだ及ばない。また、1980年代から1998年までほとんどの年が政府の財政収支が赤字であったが、1999年から黒字に転じている(図表8)。

このほか、オランダでは有給休暇を貯蓄したり売買できる制度の導入を弾力的に採れる制度を計画している。このことは余暇と労働による収入とを本人の選択によって最適配分することを可能にする制度を作るということであり、低所得者の過剰労働を制限するなどを配慮して行えば、画期的制度になるであろう\*。

\* 1ヵ月20時間以上、3ヵ月にわたって同じ使用者のもとで働くと雇用契約を締結したものとみなされる(Ministry van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, December 1999)。

実質経済成長率も高くなり、株価も1990年を基準に見るとやはり一時、約5倍になっている(図表7参照)。労働市場の変化にも注目すべき変化が起きている(図表11参照)。

オランダ政府はオランダの政策路線も第三の道と呼んでいるが、労働市場の市場化という新古典派好みの政策を社会契約によって行ったという点で、資産政策を不況対策として重視したスウェーデンの不況対策とは重点の置きどころが異なる。

それは「積極的福祉政策に向けての労働市場政策と社会政策のパラダイム・シフト」(Vissel, 2001)である。しかし、労働市場政策はスウェーデンがとってきたレーン型労働市

場政策と共通するところが多く、オランダのエコノミストのVisselによれば、男女の雇用率、高齢者雇用率等ではスウェーデンにまだ及ばないが、「オランダとスウェーデンの最近の発展を比較すると、オランダの方がずっとうまくやってきたということはほとんど疑い無い」(Vissel, p.257 - 259)という。

## 8. ドイツの勤労者資産所有重視の経済活性化

ドイツは第二次大戦後、市場経済を計画経済の枠組みの中で行う社会的市場経済を提唱したり、勤労者財産形成・株式所有助成政策を積極的に導入したり、更には労働者の経営参加制度を導入するなど世界の注目を浴びる政策をいくつか実行してきた。

ドイツは勤労者財形制度を重視してきた国ではあるが、株式市場は英米などに比べると未発達であった。日本と似ていて会社相互の株の持ち合いと、銀行による所有が多く、個人が直接、あるいは投資信託を通じて株を所有する比率はむしろ低かった。

しかし、1990年代になると企業と金融機関との関係が発展して、株式市場が著しく進展した。従業員の株式所有を労働インセンティブとして用いる企業も増えた。特に1997年以降の発展は目覚ましく、株式市場価値総額の対GDP比は1997年に39.5%だったのが1999年には68.1%になった。アメリカの182%(1998年)やイギリスの198%(1998年)、日本の80%前後と比べるとその比率はまだ低い、基金を通じての株式所

有が顕著に増えたことが特徴的である。個人世帯による株及び基金による株式所有は、1991年の2040億マルクから1999年には1兆2570億マルクへと6倍に増加した。投資基金を通しての株式所有者数も1997年から2000年第1四半期だけでも、560.1万人から1132万人に増加した。

政府(当時西独)は、1983年により多くの労働者が株式を所有し資本参加することにより、個人の株式所有・資本参加の基礎を置いた経済構造を確立すると、経済年次報告の中で述べている。近年その方針をますます重視して労働者が、株式を取得する時の税制上の優遇を拡大している。「ドイツの勤労者は今や共同企業家になった」と評する論まである。

ドイツは金融・資産市場の自由化・グローバル化へ徐々に進み、企業も株式の持ち合い解消を進めながらも、他方で、勤労者による投資基金等で株式需要を大幅に増やし、株式市場を活性化することができた。

## 9. 資産重視の経済政策

以上の国々について次のようなことが共通に言える。

いずれの国においても、市場化政策が進められ、とくに資産市場の自由化・グローバル化が進められたこと。

これだけならば新古典派の政策にほかならないが、同時にこれと並行して次のような動きが見られる。

いずれの国においても、年金や種々の形

態の金融資産が株式市場に流れ、資産構成の中での株式所有が増加していること。

平均株価が1990年と比較して2000年には4倍以上に上昇していること。

公私の年金資産の中での株式投資への配分比重が高まったこと。

勤労者の直接、あるいは投資信託などを通じての株式所有が顕著に増えており、個人金融資産に占める株式の直接間接所有の比率が顕著に上昇しており、株式所有民主主義ともいえる現象が生じたこと。そしてこのことを促す政策が取られていること。

IT関係中心の企業による資金調達の間接市場が金融市場自由化によって拡大し、これが株式市場と経済を活性化したことである。スウェーデンの場合には、IT関連の人材育成にも非常に力を入れていること。

同様のことはアメリカはじめ、経済が比較的好調の国に多かれ少なかれ共通に言えることであり、経済が好調ならば株価が上がり、株式所有の比重が増え、年金基金からの株式投資が多くなるのは当然ともいえる。しかし、これを促す政策がとられたことと、株式市場の活性化で資産価値が高まり、勤労者の株式所有が拡大し、このことが経済を活性化した面もあることが注目される。

主要先進国の中で一人日本だけが、金融・資産市場の自由化とともに進行したこうした動きに気付かず、金融・資産市場の自由化・グローバル化だけを進めた。その結果、金融・資産市場の自由化・グローバル化は、日本経済を活性化するどころか停

滞させる結果になったのである。

### 勤労者資金の活用と資産所有のナショナル・ミニマム

イギリスでもアメリカでも1980年代以降、経済の市場化が進行し、資産市場の自由化も進んだが、同時に勤労者の株式所有も発達した。サッチャー政権成立以前(1979年)には、株を持つ勤労者は勤労者の7%程度と推計されていたが、保守党政権下で、1980年代に20数%に増えた。

アメリカではESOPと401(k)の形の確定拠出年金制度が発達して、その積立資産残高は約2兆ドルに達した。この制度を通じて従業員株式所有も大いに進行した。また、個人の株式所有も増えており、全個人金融資産の20%程度になった(日本では1997年に5.1%、2000年には4.6%)。

金融の市場化・民営化と景気対策としての資産政策を導入する場合には、所得のナショナル・ミニマム保障に加え、資産所有のナショナル・ミニマムとして勤労者の資産形成政策を併せて導入することを条件とすることが資産所有の不平等化の進行に対する一つの歯止めになるであろう。また、資産分配政策をとまなわぬ金融・資産市場の自由化と景気対策だけの資産政策(公的資金の金融機関投入など)に勤労者の多くが批判的になるのは当然であるが、他方で、資産分配の公正化を伴う資産政策ならば、勤労者の合意を得やすくなるであろう。企業年金などで勤労者資産の形成・所有が進められることになれば、公的年金の給付と負担の将来に不安を抱く国民の不安感も緩和される。

公的資金の金融機関への投入と、勤労

者資産の形成と株式市場への投入などの資産政策は、金融不安の克服・貨幣供給の拡大・株式需要の拡大をもたらし、景気回復に寄与するばかりでなく、勤労者株式所有の助成という資産分配政策を伴う場合には、株式所有の平等化、公的年金の補完による老後保障の補完という三つの目的に役立つであろう。それは同時に民間消費を促す要因にもなるであろう。

## 10.日本の不況対策示唆

以上の考察に基づき従来のケインズ派的政策とも新古典派的政策とも異なる第三の道の不況対策が必要であることが示唆される。すなわち、

### 1 資産の配分を預貯金から株式・信託へ誘導し、株式市場の活性化を促すこと

金融・資産市場の自由化に際しては、金融・財政市場における情報弱者である勤労者が、金融・財政市場の自由化に際して、資産と賃金を安心して株式に投資(所有)できるような制度的財政的な支援をして、間接金融から直接金融への誘導を進めること。

### 2 公私の年金資金の株式市場への誘導を

公私の年金資金のより多くの部分が、直接間接に株式所有に回るような制度的改革を行うこと。

### 3 株式市場に流入する資金をITビジネスが利用しやすくすること

上記のような政策誘導で資金が株式市場に流れるようにすると同時に、その拡大する株式市場などで、リスクをおかし

てIT事業などのベンチャー・ビジネスに参入する起業家精神を持つ人が報いられるような環境を作り、株式市場と経済の活性化をはかること。同時にIT関連の人材育成のための学校教育、社会教育、ビジネス教育を推進すること。

### 4 必要に応じて不良債権処理機構に公的資金を投入すること

金融危機が続くおそれがある場合は、公的資金を金融機関支援の機構に投入して、金融機関の正常な市場機能を回復させること。不良債権処理は必要であるが、処理過程で株式市場と経済を悪化させることを避けるため、公的支援のもと不良債権処理の金融機関による不良債権の買い取りと販売を行って金融機関の貸し付け機能と貨幣乗数の正常化を促す。

そして資産市場の改善を待って購入した不良債権をできる限り有利に処理して、公的資金の償還をはかること。アメリカもかつての金融危機のとき、この方式で金融危機を救った。この点でスウェーデンやアメリカの不良債権処理方式を参考にすべきである。

政府がコントロールできるハイパワード・マネーを増加させても貨幣乗数の低下のため、貨幣供給量が増えないから貨幣供給量を増加させ景気を刺激するためには、金融機関の資金ポジションを改善する政策(公的資金の金融機関への投入等)が必要になる場合もある。

### 5 国民皆株主の実現で資産分配の不平等化の緩和を

勤労者の資産所有を促すために、企業年金、勤労者財産形成促進制度、ストッ

ク・オプション制度、従業員持ち株制度などを改革して、国民皆年金・皆株主化を目標に勤労者の資産所有を助成すること。

#### 6 労働市場の弾力化で労働市場の活性化を

財・サービス、金融・資産市場に加えて、労働市場も伸縮的になり、需給均衡メカニズムが働くことが望ましいが、これを実現するにはオランダのポルダー・モデルの場合のように、労使が大きな利益のために、互いに譲歩すべきところは譲歩して社会契約的合意に達することが好ましい。

・パート労働者と常勤労働者の差別を無くし、パート労働者も社会保険への加入を促し、高齢者、子育て期の働く女性、障害者等を「福祉から仕事へ」誘導すること。このことによって社会保障

財政も改善する。

#### 7 福祉ミックス年金で安心して生活できる生涯設計を可能に

公私の年金(公的年金、企業年金、個人年金)の組み合わせ(ミックス)によって、老後の安心を確信できるような年金制度を確立すること。そのことによって国民の消費も増加する。

#### 8 明確な政策理念に基づく政策決定を

以上の経済・福祉政策に加えて、政治と政策決定・遂行機構が明確な政策理念と理論に基づいて筋の通った政策を断固行うことが不況対策の成功のためにも福祉政策の改革のためにも必要であることを強調したい。

(ライフデザイン研究所 副所長)

#### 【参考文献】

- ・小川一夫・北沢真一、1998、『資産市場と景気変動』日本経済新聞社。
- ・小川一夫・竹中平蔵、2001、『政策危機と日本経済：90年代の経済昏迷の原因を探る』日本評論社。
- ・小野善康、1994、『不況の経済学：蘇るケインズ』日本経済新聞社。
- ・ギデンス、アンソニー著、佐和隆光訳、1999、『第三の道：効率と公正の新たな同盟』日本経済社。
- ・小林慶一郎・加藤創太、2001、『日本経済の罨』日本経済新聞社。
- ・財形福祉協会編、2001、『ドイツ、オランダ、スウェーデンにおける勤労者財産形成と年金制度に関する研究』財形福祉協会。
- ・ソロス、ジョージ、大塚進訳、1999、『グローバル資本主義の危機』日本経済新聞社。
- ・辻村和祐、1998、『資産価格と経済政策』東洋経済新報社。
- ・丹羽春喜、1999、『日本経済再興の経済学』原書房。
- ・藤森克彦、2000、『英国のブレア労働党政権の『第三の道』と社会保障改革』『富士総研論集』 号。
- ・堀内昭義、1999、『日本経済と金融』岩波書店。
- ・丸尾直美、2001、『21世紀社会経済システムの展望：第三の道を求めて』『中央大学経済学研究年報』。

- ・丸尾直美、1999、「90年代の不況と資産政策：ケインズの不況対策と資産の意義と効果」『中央大学経済研究所年報』中央大学出版部。
  - ・丸尾直美、1998、「資産と勤労者の資産形成」一河秀洋・吉牟田勲・田中啓一・米原七郎編『資産と資産課税』有斐閣。
  - ・丸尾直美、1998、「平成不況と国民生活」『LDIレポート』。
  - ・丸尾直美、1998、「平成不況克服政策と有効性」、飯塚繁太郎・片岡寛光・坂上順夫・富田信男、『政治理論と公共政策』新評論者。
  - ・丸尾直美、1997、『市場指向の福祉政策』有斐閣。
  - ・丸尾直美、1996、「資産政策と勤労者の資産形成」『LDIレポート』。
  - ・マンキュー・N.グレゴリー、足立英之他訳、1996、『マクロ経済学』東洋経済新報社。
  - ・水島治郎、2001、「オランダ「オランダ・モデル」と労組の役割」『生活経済政策』No.51。
  - ・宮崎義一、1992、『複合不況』中公新書。
  - ・矢口和宏、1999、「自己資本規制下の銀行の貸出行動」『LDIレポート』。
- 
- ・Finansinspektionen Government Report, 1998, Financial Markets and Financial Firms : Trend in Development, Finansinspektionen.
  - ・Blair, Tony, 1998, The Third Way : New Politics for the New Century, Fabian Pamphlet 588.
  - ・Blair, Tony and Gerhard Schroeder, 1999, Europe: The Third Way.
  - ・De Kracht van Overleg, 1997, The Dutch Model: The Power of Consultation in the Netherlands, Frank van Empel, Hague.
  - ・Empel van Frank, 1997, The Dutch Model: The Power of Consultation in the Netherlands, Labour Foundation, Netherland.
  - ・Gates, Jeff, 1998, The Ownership Solution : Toward a Shared Capitalism for the Twenty-First Century, The Penguin Press.
  - ・Giddens, Anthony, 2000, The Third Way and its Critics, Polity Press.
  - ・Giddens, Anthony, 1994, Beyond Left and Right: The Future of Radical Politics, Polity Press.
  - ・Meade, J.E., 1993, Liberty, Equality and Efficiency, Macmillan.
  - ・Meade, J.E., 1983, Stagflation Volume , Demand Management, Wage Fixing, allen & Unuin.
  - ・Ministry of Finance, 1995, Ending Bank Support, Fritzes.
  - ・Ministry van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 1999, Flexibility and Security for Employers and( Temporary )Employees.
  - ・Ministry of Finance, 1995, Ending the Bank Support, Fritzes, Stockholm.
  - ・OECD, 1998, OECD Economic Survey: Sweden.
  - ・OECD, 2000, OECD Economic Survey: Netherlands.
  - ・Vines, David, Jan Maciejowski and James Meade, 1983, Stagflation, Gerge Allen &Unwin.
  - ・Vissel Jelle, "G\_sta Rehn, the Swedish Model and the Dutch Miracle", in Milner, Henry and Eskil Wadensjo eds., G\_sta Rehn, 2001, the Swedish Model and Labour Market Policies:International Perspective, Ashgate.