

# 設備投資研究所設立50周年記念シンポジウム議事録

## 第1部 金融・経済篇\*

日本政策投資銀行設備投資研究所  
金融経済研究センター

---

\* 本議事録の作成にあたっては、パネリスト、講演者の方々に改めて多大なご協力を賜った。記して感謝申し上げたい。なお、本議事録に掲載された発言者の見解は、すべて個人に属するものであり、各人が所属する組織とは一切関係のないものである。

Proceedings of RICF 50th Anniversary Symposium  
Part I Financial Economy  
Economics Today, Vol.35, No.3, February, 2015

Research Center on Financial Economics  
Research Institute of Capital Formation  
Development Bank of Japan

## ご挨拶

1964年、下村治博士を初代所長に迎え、日本政策投資銀行の前身である日本開発銀行の一部局として設立された設備投資研究所は、おかげさまで昨年7月1日をもって設立50周年を迎え、記念事業として約3年をかけて準備した日本経済に関する2冊の論文集「日本経済変革期の金融と企業行動」「日本経済 社会的共通資本と持続的発展」を刊行するとともに、9月25日にそのお披露目も兼ねた記念シンポジウムを開催した。

シンポジウムは、「金融・経済」「経営・会計」「社会的共通資本」という当研究所の各研究部門に対応した3つのパネルディスカッションと、コンカレントセッションとして実施した2つの特別講演から構成され、延べ300名を超えるオーディエンスの方にお集まりいただいた。

どのセッションも、各分野で日本を代表する学者・有識者の方々をお招きし、一つ一つが単独のイベントとして実施されても全く不思議のない、クオリティの高いものであったが、それを1日のプログラムに満載した、極めて贅沢なシンポジウムとなった。しかも、ご登壇者の皆様は、どなたも高名な論客であるだけでなく、これまで縁あって様々な形で当研究所の活動をご指導・ご支援くださった方ばかりであり、正に50年に及ぶ当研究所の歴史を記念するに相応しいプログラムであったと自負している。このシンポジウムのために、タイトなスケジュールの中を縫ってご準備いただいた先生方には、この場をお借りして改めて厚く御礼申し上げたい。

所員一同、このように価値の高い議論・講演の内容を、その場限りで終わらせるのは誠にもったいないことであると感じ、ご登壇者の皆様のご協力により、このたびセッションを企画した研究部門ごとに議事録をとりまとめ、当研究所の研究誌「経済経営研究」特別号3分冊として刊行の運びとなった。より多くの方のご参考になれば幸いである。

本シンポジウムの翌日、設立間もない頃から顧問として当研究所をご指導賜り、大きく育ててくださった宇沢弘文先生の訃報が公表された。議事録の中でも、いくつも宇沢先生に言及した発言が出てくるが、そのことが当研究所にとっての宇沢先生の存在の大きさを図らずも浮き彫りにしているように思う。この日まで、所員一同、またご登壇いただいた皆様も、宇沢先生のご快復を信じてやまなかったが、誠に残念ながらその願いは叶わなかった。当研究所は新たな半世紀に一歩を踏み出したが、これまでの感謝の気持ちとともに、宇沢先生のご期待に沿える、よりよい研究所を目指して精進してまいりたい。

2015年2月

日本政策投資銀行設備投資研究所長  
薄井充裕

## はじめに

金融経済研究センターは、設備投資研究所の原点でもある設備投資など経済全般の研究に、従来から進めてきた企業金融を中心とする金融分野の研究を融合し、さらに強化・発展させるため、2009年6月に設置された。

昨年9月25日に行われた設備投資研究所設立50周年記念シンポジウムにおいて、当センターは、パネルディスカッションⅠ「日本経済は長期低迷から脱却できるのかー金融セクターの果たすべき役割ー」（金融・経済パネル）と、特別講演Ⅱ「日本経済の現状と金融政策運営」の企画を担当した（シンポジウムの全体像については、p.94の全体プログラムを参照されたい）。

金融・経済パネルでは、ちょうどシンポジウムの当日に東京大学出版会から刊行された記念論文集「日本経済 変革期の金融と企業行動」にご寄稿を賜った先生方の中から、植田和男東京大学教授、花崎正晴一橋大学教授、福田慎一東京大学教授、村瀬英彰学習院大学教授の各先生をパネリストとしてお迎えした。論文集では、設立25周年以来の本格的な記念論文集ということで、過去25年間の日本経済を金融と企業行動の側面から振り返るといふ大きな枠組みは設けたが、各章の内容は独立した学術研究として執筆されたのに対し、パネルディスカッションでは、論文集の内容を踏まえながらも、①日本の長期停滞とダイナミズム、②異次元金融緩和とデフレ脱却の可能性、③成長戦略と金融セクターの果たすべき役割、の3点にテーマを絞り、旗幟鮮明に、白熱した議論を展開していただいた。論文集と併せてお読みいただければ、議論の背後にある理論的・実証的裏付けとともに、日本経済に対する碩学の卓見を、より深く味わっていただけるのではないかと思う。

また、特別講演Ⅱでは、岩田規久男日本銀行副総裁を講師にお迎えし、金融・経済パネルでも議論した異次元金融緩和、正式には量的・質的金融緩和政策（Quantitative and Qualitative Easing, QQE）についてお話しいただいた。言うまでもなく、岩田副総裁は学者として長年いわゆるリフレ政策の必要性を主張され、現在は日銀執行部として黒田総裁、中曽副総裁とともに、QQEを推進されている。ご講演は、昨年11月のQQEⅡを実施する少し前の時点での、日本経済の現状とQQEの政策効果に関する岩田副総裁のお考えを知ることのできる貴重な記録である。

このシンポジウムのため、準備段階から多くのお時間を割いてご登壇くださった先生方には、改めて厚く御礼申し上げたい。当センターの日常の研究活動も、このように高名な先生方が快く協力してくださる研究所の歴史と伝統の上に成立しているものであり、これからもそのことに対する感謝の気持ちを忘れずに研究に取り組んでまいりたい。

2015年2月

日本政策投資銀行設備投資研究所  
副所長兼金融経済研究センター長  
中村純一

# 目 次

I. パネルディスカッション I (金融・経済パネル)	
「日本経済は長期低迷から脱却できるのかー金融セクターの果たすべき役割ー」	
1. 議事録 .....	1
2. 参照資料 (進行順) .....	24
2.1. 花崎正晴教授資料①	
2.2. 村瀬英彰教授資料①	
2.3. 植田和男教授資料	
2.4. 福田慎一教授資料	
2.5. 村瀬英彰教授資料②	
2.6. 花崎正晴教授資料②	
3. パネリストのご略歴 .....	72
II. 特別講演 II 「日本経済の現状と金融政策運営」 (岩田規久男日本銀行副総裁)	
1. 講演録 .....	73
2. 参照資料 .....	84
3. 講師のご略歴 .....	93
III. 全体プログラム .....	94

設備投資研究所設立50周年記念シンポジウム

パネルディスカッション I (金融・経済パネル)

テーマ 日本経済は長期低迷から脱却できるのかー金融セクターの果たすべき役割ー

パネリスト

植田 和男 東京大学大学院経済学研究科教授

花崎 正晴 一橋大学大学院商学研究科教授

福田 慎一 東京大学大学院経済学研究科教授

村瀬 英彰 学習院大学経済学部教授

モデレーター 中村 純一 設備投資研究所副所長兼金融経済研究センター長

日時 2014年9月25日(木) 10:30-12:00

会場 大手町フィナンシャルシティ サウスタワー3F カンファレンスセンター

中村

本日は、日本政策投資銀行設備投資研究所設立50周年記念シンポジウムにご多用のなか大勢の皆様にご来場を賜り、厚く御礼申し上げます。

私どもでは、50周年を記念するもう1つのプロジェクトとして、長年にわたり設備投資研究所(設研)をご指導いただいている先生方と研究員のコラボレーションによる研究成果を厳選した2冊の論文集を作成し、このたび東京大学出版会より刊行の運びとなりました。本パネルでは、このうち金融経済の問題に焦点を当てた『日本経済 変革期の金融と企業行動』にご寄稿を賜りました4人の先生方をパネリストにお迎えして、果たして日本経済は長期低迷から脱却できるのか、そのために金融セクターが果たすべき役割は何かということについて、議論してまいりたいと思います。

設研が25周年を記念して日本経済に関する論文集を刊行したのが、奇しくもバブル経済の最盛期、1989年です。そこで、今回の記念論文集では、その後の四半世紀の日本経済を分析対象としました。書籍の方は学術論文ですので、基本的には過去を分析したものとなりますが、本日のパネルディスカッションでは、その内容を敷衍しつつ、日本経済の将来像を考えていくディスカッションにしたいと思っております。皆様どうぞご期待ください。

本日のディスカッションは、3つのラウンドを予定しております。第1ラウンドでは「日本の長期停滞とダイナミズム」と題しまして、一般には「失われた20年」と言われる日本経済のこの四半世紀を、独自の視点から振り返っていただきたいと思います。第2ラウンドでは、アベノミクス以降の足下の状況に目を転じまして、異次元金融緩和の効果あるいは副作用や、デフレ脱却への道筋などについて、どのような評価ができるのか、専門家である先生方の見方を伺いたいと思います。そして、第3ラウンドでは、日本経済が直面する構造的な課題を整理した上で、成長戦略の方向性、そして金融セクターの果たすべき役割や将来展望について、設研ならではの的中長期的な視点から議論してい

たきます。

それでは、さっそく第1ラウンドのディスカッションを始めたいと思います。花崎先生は、論文集の中でも、この四半世紀の日本経済は単なる長期停滞ではなく、企業セクターを中心に、様々なダイナミズムが見られる変革期と捉えるのが適切だと論じられています。これが『日本経済 変革期の金融と企業行動』という書名の由来でもあります。その意味するところも含めまして、データに基づいて振り返っていただきたいと思

**花崎（資料① p.24～）**

この度は設備投資研究所が50周年を迎えられ、本当におめでとうございます。私の最初のプレゼンは、「日本の長期停滞とダイナミズム」ということなのですが、先ほどご紹介にもありましたが、設備投資研究所では1989年に設立25周年の記念論文集『日本経済—蓄積と成長の軌跡』を刊行しております。今回、私がお話しするのは、その頃から最近までのマクロ経済動向や企業動向に関連することです。

最初はGDPの推移です。スライド2のグラフは、名目GDPと実質GDPの変化率を示していますが、名目GDPは、1987年の358兆円から徐々に増加し、1997年に523兆円とピークに達しています。その後は低迷して、一時期、2007年に513兆円と少し盛り返したのですが、その後リーマンショックがありまして、2009年には471兆円と大きく落ち込んでいます。直近の2013年が478兆円で、ピークである1997年のおよそ91%となっています。もちろん、デフレの影響もありますが、これが長期の停滞を最も象徴的に表す指標ではないかと思っています。

スライド3のグラフは景気動向指数の推移ですが、この長期停滞の期間もかなり景気の循環的な変動は見られ、比較的景気の良い時と悪い時があります。とりわけリーマンショック後の落ち込みが極めて大きかったことが見て取れます。

スライド4のグラフは鉱工業生産指数と第3次産業活動指数の推移です。鉱工業生産指数はかなり循環的に変動していますが、第3次産業活動指数は比較的安定的に推移していることが見て取れます。

スライド5のグラフは設備投資研究所のメインテーマにもなっている設備投資の推移です。棒グラフが実質の設備投資水準で、折れ線グラフは前年同期比です。棒グラフをご覧いただくと、1987年を100とした指数で表されていますが、ピークはバブル期の1991年で157とかなり高い水準にありましたが、バブル崩壊後の設備投資は急激に落ち込んでいます。2013年には112とピークの7割強にとどまっており、設備投資は長期的に見て、低迷が続いている状況です。

スライド6のグラフは資本ストック・ヴィンテージの推移です。これは設備の平均年齢という概念ですが、設備投資が活発で既存設備の除却も活発に行われればヴィンテージは下がります。逆に設備投資が低迷して除却もあまりなされない場合にはヴィンテージは上がっていくということです。設備の平均年齢がとりわけ重要なのは製造業だと思

います。新技術を採り入れた設備をどの程度保有しているのかということは、国際競争力の面でも非常に重要だからです。しかし製造業のヴァンテージは、一貫して上昇しており、2012年では16.1年まで上昇しています。これも日本経済の長期低迷を裏付ける指標の1つと言えます。

スライド7のグラフは資本係数の推移です。資本係数とは資本ストックと国内総生産との比率で、産出係数の逆数でもあります。高度成長期に設備投資研究所の初代所長を務められた下村治博士はこの資本係数を巡って様々な議論を展開しました。下村博士は、この値が1の近傍に保たれることを根拠として高度成長はまだ続くと主張され、結果的に1970年初頭まで高度成長が続きました。したがって、設備投資研究所にとっても大変思い出深い指標ですが、残念ながら、この資本係数は近年、トレンドとしてずっと上がっていき、直近の2013年では2.44になっています。これは、省資源・省エネルギー投資や代替エネルギー投資、環境関連投資等、生産に直結しない投資が増えていることが1つの要因であり、資本ストックの効率性が低下しているということが如実に現れていると思います。

続いてスライド8～10の表で、産業構造について見ていきます。まず経済活動別の国内総生産で見ると、1980年代前半は製造業が28%程度だったのがどんどん低下して、近年では20%を下回り、その分、非製造業が8割を上回るどころまで上昇しています。就業者数で見るとより顕著で、製造業は近年では15.7%とかなり低いウェイトにとどまっているのに対して、「サービス業ほか」だけで4割を超えるという構造になっています。ところが、設備投資で産業構造を測ってみると、若干違う様子が見られ、製造業のウェイトはずっと3割をキープして近年では31.3%です。サービス業が26.3%ですから、設備投資面では製造業がいまだに重要な業種であることが見て取れます。

スライド11～16のグラフは、企業のパフォーマンス、収益性と成長性について、DBJ（日本政策投資銀行）企業財務データバンクという企業ごとのマイクロデータを用いたいくつかの指標を紹介します。まずスライド11は、ROA（総資産収益率）の動向を製造業、非製造業別に見たものです。バブル期以降、企業の収益性は長期にわたって低迷していることが見て取れます。スライド12は、ROAの各パーセンタイル値の推移です。25パーセンタイルというのは、企業のROAを並べた際、下から25%の位置にある企業の収益性、50パーセンタイルというのはちょうど半分の位置にある企業、75パーセンタイルは下から75%、上から25%のところの企業がどういう推移を示しているかという意味です。注目していただきたいのは75パーセンタイルの推移です。ほかのところはバブル期に比べてかなり下がっているのですが、75パーセンタイルのところは近年2005年から2007年にかけては比較的高いということが見て取れます。また、スライド13のグラフはROAの企業間のばらつきを標準偏差という指標で見たものですが、この標準偏差は1990年代の後半以降、大幅に上昇しています。これを私は非常に興味深いと思っています。平均としてみれば低迷しているけれども、収益性の高い企業もあって、それだけ企



業間の格差があるということが言えますし、企業ごとに違う、一種のダイナミズムが見て取れるということも言えるのではないかと思います。スライド 14~16 のグラフは、企業の成長性を売上高の伸び率で捉えたグラフですが、景気に合わせて循環的に成長している、変化していることが見て取れます。また、売上高の伸び率の標準偏差を取りますと、これもかなり上がっていきまして、そういう面で企業ごとの違いが大きくなっている、ある種のダイナミズムが表れているのではないかと思います。

最後にスライド 17 のグラフは投資部門別の株式保有比率の推移です。これは 1987 年度から 2012 年度まで東証の上場企業の株式がどういう主体によって保有されているかということで、大きく 4 つに大別されていますが、金融機関の保有比率は 1987 年では 44.8% ですが近年では 30% まで下がっています。事業法人も 3 割から 21.7% に下がっています。個人その他はだいたい 2 割程度ということで安定しています。一番大きく変化しているのは外国法人等で、1987 年に 4.1% だった所有比率が 28% まで上がっています。特に 1990 年代後半から外国法人等の所有が非常に増えていきまして、とりわけアクティビストと言われている投資ファンドが日本の企業の株式をかなり積極的に投資しているということが見て取れます。企業の株式保有比率は、いわゆるコーポレート・ガバナンスの問題に直結するような非常に重要な数字であり、コーポレート・ガバナンスの構造も近年、非常に大きく変わっているということだと思います。

#### 中村

花崎先生、多岐にわたる統計をわかりやすく解説していただきありがとうございます。健闘している企業も少なくない一方で全体としては資本の収益性が低迷しているというお話が印象的でした。そこで、今度は村瀬先生から、この四半世紀の経済の低迷の背後にどういった構造があって、それに対する処方箋がなぜ機能してこなかったのかという点についてお話を伺いたいと思います。

#### 村瀬（資料① p.33~）

日本の長期停滞に関しては、需要側の問題と供給側の問題、どちらが重要なのかということで非常に激しい論争が行われてきました。そうした論争の中であって、私からは新しい見方として「弱い企業統治のマクロ経済学」という、企業統治を軸にしてマクロ経済を考える試みについてお話をしたいと思います。企業統治というと、個別企業の「稼ぐ力」などミクロ的な側面に着目した議論がよくなされますが、私の関心は企業統治の話をマクロ経済学にはめ込んで考えたら何が言えるのだろうか、ということです。

折しも、今年になってから、アベノミクスの第 3 の矢の中で、企業統治の強化という課題がクローズアップされるようになってきました。第 3 の矢は重要であると言われてきましたが、具体的にどのようにそれを射たらよいのかという段階になって、企業統治の問題が浮かび上がってきたのです。これは、企業統治の強化が日本経済の成長戦略の鍵を握るのではないか、あるいはマクロ経済の困難の解消につながっていくのではないかという期待が強くなるためと考えられます。

なぜ、いま企業統治に着目するのかということですが、逆にいうと、われわれは常に企業統治に着目する必要はないのです。言い換えると、企業統治に着目すべきは経済がある特定の局面にあるときだということです。スライド3のグラフは、マクロの労働供給曲線と労働需要曲線を示していますが、資本蓄積の進展、すなわち経済発展に伴って労働需要曲線は徐々に右の方へシフトしていきます。よく二重経済とか余剰労働経済などといわれますが、非常に労働需要が低い段階では、農村に人口が滞留しており、労働需要曲線は労働供給曲線の水平部分と交わります。これが段階Ⅰです。次に、資本蓄積が進んでくると、労働需要曲線は転換点と呼ばれる右上がりの部分で労働供給曲線と交わります。これが段階Ⅱです。さらに資本蓄積が進むと経済は労働供給の制約にぶつかります。最近、日本でも人手不足が問題となっていますが、先進国は海外から移民などを入れない限り、労働供給の制約にぶつかることとなります。これが段階Ⅲです。

このⅠ、Ⅱ、Ⅲの各段階を考えてみると、それぞれ企業統治の役割が異なります。段階Ⅰ、すなわち二重経済は労働が余っている経済ですから、黙っていても資本が儲けられる時代ということが出来ます。逆に、労働は弱い立場であり、労働組合に団結して争議を行って何とか賃金を獲得しようとする時代です。これが段階Ⅱ、労働供給曲線が右上がりの部分になると、資本蓄積に伴い確かに資本の方も儲けられるのですが、労働の方も賃金が上がって儲けられる時代が来ます。いってみれば両者の利害が一致する時代です。この利害が一致する時代というのが、われわれがかつて日本は素晴らしいと言って日本的経営を称賛していた時代に当たり、資本と労働の協調が成立する時代になります。ところが、それを過ぎて段階Ⅲになると、ハネムーンが終わって、またもう1つの対立が起きてくる時代になるのです。これは新古典派経済とっていますが、企業統治をしっかりとしないと、資本が儲けられなくなる、資本で運用しようとしても運用難が起きてくる時代が到来します。いまの日本経済は、ちょうどここに当たっています。いままで需要が少なかったのであまり話題になりませんでした。需要が増えてくると人手不足が発生します。一方で、資本の方はどうするかというと、人手不足を放っておくと賃金が上がってしまいますから、非正規雇用などといった賃金が低い、新しい労働形態に頼って賃金を抑制しようとしています。

非常に逆説的なのですが、労働争議があった時代というのは、弱い労働（労働が弱い立場）だったから、労働は戦闘的に活動しなければならなかったのです。弱いか強いか、見かけと実態は違うということです。いまはどうなっているかというと、実態は弱い資本なのです。資本がなかなか儲けられない、運用もできない。だから強気に出てくるのです。だから株主主権ということを声高に主張する、だから賃金抑制の方法を考える、弱い者が強く出る、そういう逆説的な状況がそこにはあります。

スライド4にも示した通り、先進国の経済はどうしてもこういう新古典派経済の壁にぶつかりますので、アメリカやヨーロッパでは地道に企業統治改革を行ってきました。一方、日本は、このような壁にぶつかったときに、従来のメインバンク等を中心とした

銀行規律が衰退して、それに替わる市場規律がないまま、長期停滞が起こってしまいました。企業統治がまさに必要となる局面で企業統治の空白が起こってしまったこと、これが「弱い企業統治のマクロ経済学」という視点から日本の長期停滞の原因を考える際のポイントになります。

**スライド5**には、弱い企業統治と長期停滞の間にある関係を示しました。マクロで見えた場合、弱い企業統治は資本収益率を低下させます。儲けられない資本にお金を回しても仕方がありませんから、貨幣で持つ。すると貨幣の需要が高まりますから、デフレが発生する。それから国債で持つ、その他のバブル資産（不動産やコモディティ）で持つ。そうした状況が起きてきます。例えば、皆が国債で持つと国債の需要が高まりますので、超低金利が起きます。一方、実体経済へはなかなかお金が回らなくなってくるため、資本蓄積や、技術・技能の蓄積にも支障が生じてきます。すなわち、物的資本だけでなく、人的資本の蓄積も衰えてくるのです。さらに短期的には賃金が硬直的ですので、成長率が下がっているのに賃金がなかなか下がらず、資本収益率がさらに下がっていきます。また、金融機関のビジネスモデルも、収益を求めて物的・人的資本の蓄積支援からバブル資産創出へと変化していきます。

こうした変化の中で重要だと思う点を3つ、**スライド6～9**にまとめました。1点目はポートフォリオの歪み、すなわち、リスクマネーが必要なタイミングでリスクマネーが消えていくという問題です。この問題により、企業セクターへの資金フローが衰退し、実体経済がマイナス成長となります。一方、政府セクターへの資金フローは非常に隆盛となり、貨幣や国債といった自分では価値を生産できない資産、つまり広義のバブル資産にお金が流れてしまいます。資本の収益率が下がるので実質金利が下がる一方、貨幣の収益率は上がるのでデフレが進み、実質金利の低下とデフレによってゼロ金利が生み出され永続してしまうのです。結果、ゼロ金利ならば貨幣や国債を持っても構わないではないかという自己合理化も起こることになります。さらにまずいのは、経済成長の原動力となる資本・技術・技能の原資である貯蓄が弱ってくることです。非生産的な資産である広義のバブル資産にお金が流れますと、例えば国債なら国債を買った人は、自分では貯蓄したつもりになっています。しかし、国債を買った代金はどこへ行くか考えてみると、政府支出や所得再分配を通じてほかの誰かに渡っていきます。資本と国債の違いは、国債は自分では貯蓄したつもりになっていても、その裏に誰かの消費があるかもしれないことです。いわば、貯蓄と消費が相殺する形でマクロで見ると貯蓄が消えているかもしれないのです。これが財・サービスを生産して最後はお金を返さなければいけない資本と違うところです。国債は将来時点の税金で返すわけですから、現時点でその代金は消費できてしまいます。このことが人口要因に加えてさらにマクロの貯蓄率を低下させる要因となります。

2点目は、金融機関の行動規範の変質です。当然、金融機関はビジネスとしてポートフォリオの歪みに対応していきますので、統治を必要としないバブル資産にお金を流す

ビジネスモデルが優勢になってきます。さらにまずいことは、そういうタイプの金融が優勢になると、何も企業統治のようなコストのかかる活動をしなくてもよいではないかと、倫理も退廃していきます。いわば、企業統治が弱体化すると、生産的な資産、つまり企業セクターへの資金フローが弱まると同時に、企業セクターへの資金フローが弱まると、企業統治が弱体化してくるという自己合理化が生まれることになります。そういう意味では、バブル資産にお金を流すマネーゲームというのは、安定した均衡とも言えます。ある意味で居心地のいい、そこに入ると、企業統治のようなコストのかかる活動の必要性を感じなくなる感覚麻痺がどんどん進んでいってしまうのです。

3点目は、経済政策の機能不全です。マクロ経済に問題が起こると、われわれは何とか政策でそれを解決しようとするわけですが、弱い企業統治の下では、政策の効果が大きく低下してしまいます。教科書の世界は、強い企業統治、すなわち、所有権がしっかりして世の中が基本的に上手く回っている状況ですので、例えば、貨幣供給を増加させる金融緩和を実施すると、ポートフォリオにリバランスが起こって民間投資が盛り上がり成長率が上がることになります。ところが、弱い企業統治の下では、このメカニズムによる民間投資つまり企業セクターへの資金フローが発生せず、貨幣供給の増加が貨幣需要の増加に吸収されてしまいます。あるいは、企業セクターへ流れないでバブル資産に流れてしまう。つまり資産バブルの原因を作ってしまう可能性が出てくるのです。金融緩和をどんどん拡大していくとインフレになるという話がありますが、貨幣需要が増加する、つまりデフレの状態では、インフレよりもむしろ資産バブルを心配した方がよいのではないかと思います。ただし、現在日本で行われているアベノミクスの金融緩和については、プロビジネス政策のシグナリングとしての効果はあると思っています。どういうことかと言うと、安倍政権になってそれまでの政権と異なりプロビジネス政策を推進していくというとき、現在の金融政策がその象徴としての役割を果たしているのではないかということです。少し比喩的な話をしますと、たとえば、わたしはあなたを愛してるということを相手に伝えたい場合、100万円のダイヤモンドの指輪を買ってあげるよりは200万円の指輪を買ってあげた方がよいわけです。さらに、愛してると呼びながらバンジージャンプでもすればなおさらよいわけで、お金も、バンジージャンプも、愛とはもともと何の関係もないわけですが、そうすることによって相手は愛を信じてくれます(笑)。つまり、コストやリスクがあるような政策を行えば行うほど、そこまでやるのか、これは真剣なんだ、と信頼性が高まって来る面があると思います。よく、金融緩和はリスクがあるからいけないという意見もありますが、少し皮肉な見方をすると、リスクがあるようないけない政策だからこそ、そこまでやるのか、これは本気だぞ、とその政策が信用されていくという面があるわけです。これは、かつてのイギリスのサッチャー政権のケースと非常に類似性があるように感じています。サッチャー政権の場合は、むしろインフレを抑え込むということだったので、金融政策に関しては反対の状況だったのですけれども、サッチャー首相もそこまでやるのか、そこまでリスクを冒して

やるのなら、これは本気だ、信じてみようという気になってくるわけです。それと同じように、日本もいまリスクのある金融政策といわれていますが、リスクがあるからこそ信用されるという面があることを指摘しておきたいと思います。

次に財政政策について考えてみますと、財政政策も弱い企業統治の下では非常に問題含みのものになるといえます。通常、教科書の世界では、政府支出が呼び水となって民間投資が拡大するからこそ、好循環が生まれ景気回復が起こるという話なのですが、弱い企業統治の下では、民間の企業セクターにお金が流れませんから、呼び水効果が非常に弱いのです。ではどうなるかという、政府支出を増やしても、再び景気が沈滞しますから、すぐ政府支出を追加しなければいけない。つまり、政府支出の拡大というのは本来短期的に終了すべきもので、景気回復を担う役割をできるだけ早く民間投資にバトンタッチをしなければいけないのですが、弱い企業統治の下ではそのバトンタッチができないという状況が起きてきます。すると、次々と政府支出を拡大せねばならず財政赤字が膨らんでいくこととなります。

最後に、規制緩和政策について考えてみますと、経済学の世界では規制緩和を善と考えることが多いと思います。確かに教科書の世界では、規制緩和のおかげで企業収益が増加して、民間の投資と雇用が増加して生産が増加していくというプロセスが生じます。しかし、弱い企業統治の下では、企業収益の増加が企業貯蓄（フリーキャッシュフロー）の増加につながるだけに終わるかもしれません。さらに問題なのは、弱いものがさらに弱いものを探して、あたかも自分が強いものになったかのような状況を作り出す現象が起きてくることです。つまり、資本が弱いので、資本はどうするかという、正社員のような企業のインサイダーとのコンフリクトを避けて、むしろアウトサイダー、たとえば非正規労働者とか新卒者とかに負担を押しつけようとしています。すると、景気は回復するけれども、格差問題が増大してしまうこととなります。

このように、弱い企業統治の世界というのは、通常の教科書的な世界とは非常に対照的で、われわれが教科書で、こういう政策はこういう形で効きますよと言っている話がすべて覆ってくることとなります。そこにいまの日本の経済政策の難しさ、あるいは政策の機能不全をもたらしている根本的な原因があるといえます。

中村

村瀬先生、ありがとうございました。資本収益率の低迷そして政策不全の背後にある構造について、政治経済学的な観点も含めて非常にオリジナルな見方をご提示いただきました。企業統治強化が長期停滞脱却のキーワードとなるかどうか、そこが焦点かと思いますが、この点は第3ラウンドで再び取り上げることといたしまして、ちょうどアベノミクスの話も出たところですので、引き続き第2ラウンド「異次元金融緩和とデフレ脱却の可能性」のディスカッションに移りたいと思います。皆様よくご存じのように、植田先生はかつて日銀審議委員として、今や非伝統的金融政策の手法として世界的に定着したフォワードガイダンス、時間軸政策の考え方を提唱された先生でもいらっしゃる

ます。そこで、まず植田先生に、ここ数カ月の展開も踏まえて、異次元金融緩和、正式には量的・質的金融緩和政策（Quantitative and Qualitative Easing、QQE）に対する現時点でのご評価についてお聞かせいただきたいと思います。

#### 植田（資料 p.38～）

村瀬先生が最後の方で、政策は大きなリスクを取ると信頼される面があるというお話をされましたので、今回の日本銀行による金融緩和、あるいはそれを含むアベノミクスにもそういう面があるということをお話ししてみたいと思います。

ジャーナリストには、あるいは一部の投資家やエコノミストには、ベースマネーを非常に伸ばしているの、その結果、今良いことが起こっているのだという論調があります。しかし、**スライド3**のグラフにある過去20年間の日本のベースマネー（赤い線）と消費者物価指数（青い線）の推移を一見すれば、両者がまったく無相関であることがわかります。ベースマネーは2000年代半ばにかけて1990年の3倍になっていますが、物価はほとんど動いていないですし、その後も両者に連動は見られません。これは日本だけの現象ではありません。**スライド4**のアメリカについてのグラフを見ても、2000年代半ば以降ベースマネーおよび消費者物価指数はともに上昇していますが、両者の伸びに関連は見られません。教科書的には両者に強い相関があると書いてあり、実際、そういう時代がなかったわけではありません。**スライド5**はアメリカの1960年代から1980年代のグラフで、両者は非常に密接な相関を持っていたことがわかります。深入りはしませんが、今はそういう時代ではないということの背景としては、金利がゼロになってしまってそれ以上下がらなくなっていること、厳しい金融危機の後で民間セクターがバランスシート調整の過程にあること等があるのだと思います。従って、金融緩和の効き目が弱くなっていると言えます。

**スライド6**のグラフは、日本銀行による2000年代初めの量的緩和（Quantitative Easing, QE）開始後のマネタリーベースの動きを赤線で、また、今回のQQE開始後のマネタリーベースの動きを青線で示し、その程度を比べてみたものです（開始時の水準を100とする指数）。確かに今回の方がより速いペースでマネタリーベースを伸ばしていますが、伸び方に質的な違いがあると言うほどではないような気がします。しかし、市場の反応は両者で全く違ったわけです。では、何が違うのかということは、非常に難しい問題で、私自身もこの1年半の市場の反応に驚いている一人です。1つ大きく違えば、単純にベースマネーを伸ばしているということではなくて、その裏側で買っている金融資産、特に国債の中身が変わっているということです。**スライド7**のグラフは、買っている国債のデュレーション別構成比を示したものです。2012年頃までは年限0～3年のものがほとんどでした。それが最近では、それより長いものを買うようになってきました。もちろん年限が長い国債ほど金利が高いですから、それを買えば金利を少し引き下げる効果があり、ポートフォリオ・リバランス効果により経済にポジティブな影響が及ぶという理屈が立てられるわけですが、10年国債の金利は、こういう政策を実施する前にすで

に1%を切っていました。したがって、もう少し金利を下げたからと言って、ものすごい効果があるとはなかなか考えにくいわけです。

それでは何が変わったのかということ、日本銀行はなぜ暫く前まで超長期国債を買わなかったか、あるいは躊躇していたかという観点から考えてみます。1998年に日本銀行の独立性を強める法律改正があった後、伝統的には中央銀行の独立性を弱めるような政策である財源赤字の尻ぬぐいをするということになるべくしたくないという意識的あるいは無意識的な傾向があったかと思えます。したがって、国債を買うにしてもなるべく短い国債を買って済ませたいということでやってきました。それが大きく変わったということでもあります。極端な例としては、ヘリコプターマネーという話があります。これは金融緩和だけでなく、財政を拡張的に運営して、場合によっては赤字国債を中央銀行が買って貨幣を市中に供給するという政策パッケージです。これはもちろん、過去のほとんどのハイパーインフレーションの原因です。理屈上も、誰が考えても、そういうところまで日本がやればインフレになるのは間違いありません。そういうところまで考えて、投資をした外国人投資家はある程度はいたと思われます。しかし、それであれば、期待インフレ率が急速に上がり、債券の利回りが急上昇しても不思議はなかったのですが、**スライド8**にあるように、なぜか日本人投資家はそういう行動を取らないで、行動を取ったのは外国人投資家だけであったということが一部、幸いしているようにも思えます。

では、本当にヘリコプターマネーをやるのかと考えてみますと、財政はこういう状態ですので、中長期的にもものすごいばらまきを続けることはできないように思います。それではヘリコプターマネーはできないのかと言うと、日本銀行だけで、ヘリコプターマネーに準ずるような政策をできなくもないという言い方はできるかもしれませんが。たとえば、今は少しずつしか買っていませんが、日本株を2倍、3倍、4倍という率で買い始めたとします。おそらく、短期的には株価は上がると思われれます。ある程度以上のところに行きますと、明らかにファンダメンタルズを超えた株価上昇ということになります。株式保有者に対する、ある種の所得移転に近い政策になります。ヘリコプターマネーで減税をしてやる、お金を使ってものを買うのに非常に近いような政策を、場合によっては日本銀行が自分でできるという面があります。もちろん、普通は日銀自身のバランスシートへの配慮、あるいは経済に対するマイナスの影響等を考えてそういうことはしないわけですが、安倍首相から「日本銀行、何をしてもいいから自分で2%インフレに持って行ってくださいね」と言われたとたんに、そういう世界まで踏み込まざるを得ない、あるいは踏み込んでいいよというお墨付きをもらったようなものです。これは擬似的なヘリコプターマネー政策だと言えます。まだそこまでは行っていないわけですが、現在の大量な長期国債購入のすぐ先にある政策と考えることもできるわけであります。こういう政策は明らかに一時的には資産価格を上げるであろうと考えられます。その先には場合によってはインフレがあるかもしれないというような政策です。おそらく日本

銀行は、そういうところまではやりたくないと考えているとは思いますが、そういう姿勢は見せずに、やるかもしれないという脅しをちらつかせながら、そこまで言わずにマーケットに勝手に思わせる中で良い動きが続き、最終的にはインフレ率が上がるといいと思っていると解釈できなくもありません。

#### 中村

植田先生、ありがとうございました。今回の異次元金融緩和が円安、株高という形で資産価格に対し短期間で非常に大きな影響を与えた理由について、大変わかりやすく解説していただきました。異次元緩和はもちろんのこと、非伝統的金融政策全般に、壮大な社会実験とも言われますように、まだ定説が確立していない分野でもあります。そこで、同じくマクロ経済学や金融をご専門とする福田先生にも、今回の異次元緩和の評価、それからデフレ脱却の実現可能性、緩和の副作用といった観点からお話を伺いたいと思います。

#### 福田（資料 p.47～）

アベノミクスの大きな特徴はレジームチェンジにあると思います。先ほど植田先生から、規模や国債の満期構造が異なるものの、金融緩和は以前からやっていたというご指摘がありました。なぜ今回ここまで大きな効果があったのかということを考える上では、レジームチェンジを考えることが重要だと私は思っています。デフレ脱却に関してはあまり知られていませんが、経済学では、インフレ抑制に関してはレジームチェンジがかなり重要だということが知られています。トーマス・サージェントという 2011 年にノーベル賞を受賞した経済学者は、第 1 次世界大戦後のドイツ、ハンガリーで起きたハイパーインフレーションを典型例として、過去に起こった大きなインフレがどういう経緯で終わったかということ进行分析しました。もちろん元々の原因はお金の刷り過ぎにあるわけですが、その後、お金を刷り過ぎた人がインフレを抑えるために貨幣の量を抑制しても全然インフレは収まらなかったということをサージェント教授は指摘しています。一方、レジームチェンジを行って、インフレを起こしたメンバーを一新し、今までと全く違う政策を行うことにより、ハイパーインフレーションが収まったということをサージェント教授は指摘しています。

これと同じことかどうかというのは議論が分かれるところですが、私はアベノミクスにはこのような側面があって、今までも金融緩和はかなりやられてはいたけれど、結果的にデフレは収まらなかった中で、やはり根本的に違う政策をやると言うメンバーに一新したこと、かなり大きなレジームチェンジが政策決定者の中に起きたことが期待を変える 1 つのメカニズムとして働いたのではないかと私は思います。

ただ、これは植田先生のご指摘の通りなのですが、レジームチェンジに期待が踊ったのは、全ての人たちではなく、投資家の中でも外国人投資家のみだったという点がもう 1 つの特徴です。そういう意味では、レジームチェンジで期待を変えることには成功したのですが、それは外国人投資家を中心に変わったということです。もちろん、アベノ



ミクスで株価が高くなり円安にもなったので、そういった市場の変化が徐々に実体経済にも波及していく中で国内の人々の期待も上向きにはなっていますが、最初のきっかけは外国人投資家であったと思います。

期待先行というのは、いつから市場が変わったのかということを見ると非常に明らかで、安倍政権が誕生する1カ月以上も前から期待が変わっています。具体的には、野田首相が突然解散表明をした2012年11月14日あるいはその翌日から日本経済は確実に変わり始めたと言えます。翌年の5月23日までほぼ一本調子に株価が上昇し円安になっています。これがアベノミクスの第1の矢、あるいは部分的には第2の矢による刺激によって日本経済を変える大きなきっかけになったのだらうと思っていますし、それは今までの閉塞感を打破する上では一定の効果があったのではないかと私は思います。ただし、**スライド3**のグラフを見ても明らかなように、2013年5月23日以降は株や為替レートは一進一退の状況が続いているというのがアベノミクスの現状で、そこからさらにもう一步をどう進めればいいのかというのが今、われわれが直面している問題だと思います。

そういう意味では、実体経済も少しずつ回復してきてはいるのだけれども、まだまだこれからだという面はあるので、アベノミクスの最初のフェーズはまさに期待先行で進んだのだと思います。今の金融政策が始まる前は、当の日本銀行自身が「金融緩和をしてもあまり効果はないですよ」というようなメッセージを市場に対して発信していた面がなくはなかったと思います。しかし、現在の日本銀行の立場はこれをやっていけば確実に効果はあるんですよということはかなり強く言っていて、このコミュニケーション戦略あるいはレジームチェンジの戦略が、少なくとも当初は外国人投資家の期待を動かすのに効果を上げたということではないかと思っています。

ただ、このところ若干その様相は変わってきています。**スライド7**のグラフは、誰が日本株を買い越したのかということを表しており、黄緑色の線が外国人投資家の買い越しを示しています。これを見ても明らかなように、2012年の年末から2013年の年末くらいにかけては外国人投資家の買い越しがずっと続いていました。しかし、今年になって外国人投資家中心の相場は少しずつ終わりを見せています。現在、消費税も上がって景気も非常に不透明だという中で、これからアベノミクスは正念場を迎えるのではないかという見方は重要であると思っています。

なぜ外国人投資家がアベノミクスに踊ったのかという理由は、**スライド8**に示した安倍政権のアドバイザーである浜田宏一先生の『アメリカは日本経済の復活を知っている』という本のタイトルが象徴していると思います。投資家に限らず、外国の経済学者の間には、日本の20年に及ぶ長い間の政策に不満を持っている人たちがかなりいたと思います。日本の政策は少なすぎて遅すぎる (too little, too late) というのが、外国人エコノミストの間では指摘されてきたことです。その指摘が正しいかどうかの評価は留保したいと思いますが、少なくともそういう見方が、外国人の間ではかなり一般的なものになっていたのは事実です。しかし、アベノミクスの開始によって、これまでの too little, too late

の日本の政策が変わるのではないかという期待が外国人を中心に広まりました。これがアベノミクスの1つの特徴です。

ただ、確かに変わり始めてはいるのだけれども、ものすごく変わったかというところまでは変わっていないのが実情だということ、アベノミクスの評価をさらに難しくしているところだと思います。実際、インフレは少しずつ起こっているわけです。スライド10のグラフは、アベノミス前後における消費者物価指数の増加率の推移を示しています。アベノミス以前は、物価が一定かむしろ下がり気味だったことは明白です。一方、直近は消費税率引き上げの影響がありますので若干割り引かなければいけません。それでもやはり物価が上がり始めていることは事実だろうと思います。なおかつ、食品及びエネルギーの影響を取り除いたコアコア消費者物価指数もプラスの領域に入っている、効果は出ているということです。しかし、先ほども言ったように2%が簡単に実現できるかというところ、必ずしもそうではありません。実際、円安で原材料価格などが上がっていても、それを価格に上乗せできない状況は依然として続いていると思います。賃金も少しずつ足下では上がってきています。しかし、物価の上昇を上回る形で賃上げが起こっているのかというところ、それもまだです。レジームチェンジへの期待から始まったけれども、ものすごい効果が上がっているのかというところ、そうではないというのが現状なのだと思います。

金融面を見ても、いくつか重要な指標はあると思います。スライド12のグラフの青線は貸出の推移を示したもので、かつてずっと減少していた貸出がアベノミスで少しずつ増え始めていることがわかります。しかし、それを上回る形で、赤線で示した預金が増えていることから、銀行の預貸率はむしろ下落傾向にあります。また、スライド13に示した通り、貸出金利はどんどん下がっており、それに応じて日本の銀行の貸出利ざやも縮小しています。したがって、困難な状況は依然として続いているのであって、多くの人たちが指摘するように、第3の矢で生産性を高めていかなければ、レジームチェンジによる期待はやがてしぼんでしまいます。つまり、期待を裏付けるような変化が日本の中で起こっていかなければいけないのです。少しずつは起こっているかもしれませんが、まだまだ道半ばだと思います。

また、現在の金融政策はかなりのリスクがあるものだというところは間違いありません。元々、今回のアベノミスが始まる前から、非常に極端な金融政策をやっていますので、金融市場の歪みはかなり深刻なものになっていると思います。特に、ここまで財政赤字が大きいにもかかわらず国債の価格が非常に高い、すなわち金利は非常に低い理由についてはよく考えなければいけません。また、政策が日々の株価の動きなどにあまりにも左右されすぎている点は、中長期的な政策を考える上で問題だろうと思います。

今回の非伝統的金融政策、量的・質的金融緩和は、インフレ率の明確な目標を実現するための施策でした。私は、ある程度インフレを許容するということは全く構わないと思っていますし、インフレを過度に懸念して金融緩和をすべきではないという主張には

必ずしも与しません。しかし、現在抱えているリスクというのは、インフレではなく、資産価格のバブルです。ポール・クルーグマンは4～5%のインフレは構わないということを出張してあり、私もその発言自体には賛成する立場でした。しかし、資産価格が異常な形で動くことのコストは非常に大きく、これはアベノミクスに限らず全世界的に行われている過度の金融緩和が現在抱えている大きなリスクと考えるべきだろうと思っています。

#### 中村

福田先生、ありがとうございました。異次元金融緩和だけで日本経済を持続可能な成長経路に持っていくことはなかなか難しいというご指摘をいただきました。そこで、最終ラウンドに移りまして、引き続き福田先生から日本経済の中長期的課題あるいは実効性のある成長戦略の可能性といったことについてお話を伺いたいと思います。

#### 福田（資料 p.55～）

日本経済は中長期的に非常に大きな課題を抱えていると言えます。以前からデフレ経済であったわけですが、そこでの大きな課題は今なお、ほとんど解消されていないというのが実情だろうと思います。とりわけ、やはり少子高齢化と財政赤字の2つの問題が大きく、それをどう克服していくかが最大の焦点だろうと思います。スライド 18 のグラフは、2050 年の日本の人口構成を表していますが、かなり多くの比率の人がリタイアし、生産年齢人口は非常に少なくなってしまうことがわかります。このような状況は日本経済の中長期的な課題として極めて深刻なものであることは間違いないと思います。その最大の原因は出生率の低下です。スライド 19 に示した合計特殊出生率の推移を見ると、団塊の世代が生まれた戦後間もない時期には4を超えていて、その後急速に低下したものの、いったん下げ止まって、1970 年代半ばまでは丙午の年を除き概ね2を超えており、人口を保ってきました。しかし1970 年代後半以降、合計特殊出生率は再び下がり続けて、現在の状況になっています。特に大きいのは、団塊ジュニアの世代が子供を全然産まなかったことです。なおかつ、この世代はだんだん子供を産めない年齢になってきていますので、事態はなかなか厳しいだろうと思います。特に出生率の落ち込みが深刻なのは東京です。最近、若干回復しているというデータもありますが、沖縄の1.86 に対して、東京は1.06 です。なおかつ、地方から若い女性がどんどん東京に流入してきて、子供を産まないという状況が日本では起こっていて、これが日本の少子化を促進してしまったということだと思います。

今、アベノミクスで言われているのは、高齢者や女性を活用するということです。私はそれ自体に決して反対しているわけではありませんし、重要なことだろうとは思いますが、どのくらい効果があるのかということは客観的に考えなければいけません。スライド 21 のグラフは高齢男性の活用に関するもので、点線は現状の労働力率、実線は今のアベノミクスが主張していることを実現したらどうなるかを示しています。現状では、60 代以降になると、かなり労働力率が下がっていますので、高齢者に働いてもらえば、

労働力率が増えるという効果は存在します。また、より大きな効果が期待できそうなのは女性です。スライド 22 のグラフは女性労働力の活用に関するもので、点線が現状の労働力率、実線はアベノミクスが描く成長シナリオです。幅広い年代で女性の労働力率が高まり、当面、労働力の減少に歯止めをかけるのに、より多くの効果が期待できます。これらがすべて実現したら、日本の労働人口にどのくらいの効果が全体としてあるのかを示したのがスライド 23 のグラフです。点線が現状のまま労働力率が推移した場合の日本の労働力人口の推移です。実線は高齢者の活用、女性の活用をかなり積極的に行った場合の労働力人口の推移です。この結果については、見方が分かれると思います。実際、点線よりも実線の方が上にあるので、労働力人口がそれによって増えることは間違いないのですが、他方、大きなトレンドとしてみた場合、日本の労働力人口が減るという事実は全く変わらないと読み取ることもできます。その意味では、子供が生まれないうちで高齢者や女性の労働力を活用することはもちろん重要なことではありますが、日本の労働力人口がどんどん減っていくという基本的な流れを変えられるものでは決してないという厳然たる事実をわれわれは深刻に捉えなければいけません。

では、それをカバーするにはどうすればいいのかというと、よく指摘されるのが生産性の向上、経済学では全要素生産性（TFP）を引き上げていくということです。現状では 1%あるかないかという TFP を向上させることがアベノミクスには期待されています。しかし、人口成長がプラスであるアメリカ等と同程度の経済成長率を達成するためには、それらの国以上に TFP を高めなければならず、これは決して簡単なことではないと思います。

最後に指摘したいのは、そうした中で、日本が抱えているもう 1 つの大きな問題が巨額の財政赤字だということです。スライド 25 のグラフは、政府の普通国債残高の推移ですが、これに地方債や借入金等を加えた長期債務の合計で見れば、GDP の 2 倍を超える借金が溜まっている状況であり、極めて深刻な問題です。そしてその最大の要因は、社会保障費が増え続けていることです。その意味では、少子高齢化とセットになっている問題で、これをどう削減するのかは日本の将来にとって非常に重要になってくると思います。

金融面からこの問題を考えると、村瀬先生の話とも多少関係があるかもしれませんが、本来の望ましい資金の流れというのは、家計部門の貯蓄が金融機関を通じて生産性の高い非金融法人に流れて、それが設備投資等に回って経済が成長していくというものです。スライド 27 のように高度成長期あるいはバブル崩壊前の日本経済では、そういう資金の流れがあったわけです。ところが、スライド 28 のように現在の資金の流れはそうになっていません。家計部門は、足元では貯蓄を減らす傾向にあります。残高で見れば依然として巨額の預金の担い手です。ただ、その大半は、生産性が潜在的に高いと思われる企業部門には全然流れず、政府部門に大量に流れ込んでいます。なおかつ、その政府部門のやっていることというのは、社会保障費中心の歳出であり、少なくとも生産性の向上

には全く寄与しそうな分野に非常に多くの資金が使われていると言えます。また、このような資金の流れを日本銀行が実質的にはサポートしていることも事実です。金融面からは、これが日本の生産性の低迷をもたらしているという非常に深刻な問題があると言えます。

人口が減っていくことはやむを得ないとすれば、海外需要の取り込みということも潜在的には重要な課題だと思いますが、これは時間が長くなってしまいますので、割愛させていただきます。

中村

福田先生、ありがとうございます。第1ラウンドで村瀬先生は、第3の矢としての企業統治強化の重要性を指摘されていました。そこで、村瀬先生からその点をもう少し敷衍していただき、また、アベノミクスの成長戦略では、企業統治強化に関して、日本版スチュワードシップコードですとか社外取締役の選任促進といった具体策が盛り込まれているわけですが、それらに対するご評価も含めてお話を伺いたいと思います。

村瀬（資料② p.62～）

福田先生のお話にあった資金フローの歪みを正すとか、あるいは生産性を上げるとかいった課題解決の出発点として、企業統治の強化はアベノミクスの第3の矢の中心になるべきテーマであると思います。実際、私のスライド2にもありますように、昨年日本再興戦略に対して、今年改定版では企業統治の問題が核心の1つとして位置付けられています。有り体に申しますと、資金フローの歪みを正すにしても、生産性を上げるにしても、やはりそこに利益がなければ、人々は動きません。つまり、資金フローの歪みを正すにしても、生産性を上げるにしても、そうすることがメリットになるということが重要なのです。そうしたメリットを実現する方法として、企業統治の強化が重要であると思います。他の先進国や新興国は、企業統治の強化にそれなりに時間をかけて取り組んできました。これに対し、日本においては、企業統治の強化がこれまで必ずしも成長戦略の中心的なトピックにならなかったことが非常に大きな問題だと思います。その意味では、企業統治の強化を積極的に進めていくことが、課題解決の出発点になるのではないかと思います。

日本はダメだったという話ばかりしても仕方がないので、前へ進むために、スライド3～4で、日本についてポジティブな面を考えてみたいと思います。先ほど、弱い企業統治によって日本は悪循環に陥ってしまったというお話をしましたが、冷静に考えると、悪循環は矢印を逆転させさえすれば好循環になります。つまり、悪循環というのは実は好循環の源であり、企業統治の強化が成長戦略で述べられているような方向に進んでいって、矢印を逆転させることができれば、人々のポートフォリオも次第に変化していくでしょうし、企業や金融機関も他の先進国並みの前向きさを十分に持てるのではないかと思います。

さらに重要なのは、企業統治の強化によって、経済政策そのものが有効性を取り戻す

可能性があるという点です。例えば、金融政策というのは、資金需要、資金供給という観点からいうと、資金供給を増やして、お願いだから資金需要を何とか増やしてくださいと言っているようなものです。企業統治の強化というのは、そうではなくて、ダイレクトに資金需要の増加を働きかけるという意味で、ゼロ金利であろうと、流動性の罣であろうと、効く政策です。そして、企業統治の強化を出発点として、ゼロ金利の制約を脱出できれば、通常の金融政策が有効性を取り戻し、さらに経済を好転させる。こういう好循環が生まれてくると、企業統治の強化への政治的な支持もやがて高まるのではないかと思います。これまで企業統治の強化が進まなかった背景には、なかなかそれに政治的支持が得られなかったという問題がありました。しかし、結果として利益が出るとなれば、人々の心も変わって行って、他の先進国も頑張っているんだということで、次第に企業統治の強化の方向に支持が集まっていくと思います。いわば、企業統治に関して、日本は不思議の国だったわけです。その意味では、今まで工夫や努力が足りない面があったので、日本は非常に伸びしろが大きいともいえます。先ほどスチュワードシップコードや社外取締役の選任の話がありましたが、まだ日本には色々な手段が残されているということです。中には、結果として国民経済にとってよくないものもあるかもしれません。しかし、まだやってもいないうちからあれはダメ、これはダメと言って躊躇すべきではないと思います。

こうした観点からは、そもそも第3の矢というものを、政府の政策と位置付けて頼るという姿勢を止めた方がよいのではないかと思います。第3の矢を推進するインセンティブがあるのは民間です。政府ができることは、民間を邪魔しないことだと思います。そういう意味では、統治改革によって企業収益が増える、いわば第3の矢の恩恵が目に見えてくるようになると、そこで政府の邪魔が入らなければ、早く行動できる人から順番に動いていくことができるようになるわけです。誰かが動くようになると先に述べた好循環が生まれてきますので、それを見てそれまで動かなかった人も動くようになっていきます。そういう形で、企業統治の強化が次々と引き出してくる第3の矢推進の真のインセンティブに期待していきたいというのが私の結論です。

中村

村瀬先生、ありがとうございました。さて、企業統治改革が重要ということになりますと、やはり金融機関あるいは金融セクターの役割も重要になって来る面もあるかと思えます。最後に、第3ラウンドとして、当行もその一員である金融セクターの果たすべき役割について考えていきたいと思えます。まず、企業金融の分野を中心に花崎先生から、今の企業統治改革に絡めたお話しも含めてお願いいたします。

花崎（資料② p.64～）

それでは、日本の企業金融動向と金融セクターの役割についてお話しいたします。最初にスライド2で法人企業の資金調達動向について長期的な推移を見ます。物価水準を調整した後に1年度平均に換算して比較可能な形にしてあります。高度成長期あるいは

バブル期までは外部資金にかなり依存するような資金調達がなされていたわけですが、バブル崩壊後は一転して内部調達に大幅にシフトしています。一般に、直接金融から間接金融、すなわち、借入金から社債や株式の方に調達が移っているということがよく言われていますが、データを見るとそうではありません。むしろ、外部資金から内部資金金融にシフトしているという見方が正しいのではないかと思います。

**スライド3**のグラフはマクロのセクター別の資金の余剰・不足分を表しています。昔は、企業部門が資金不足で、家計部門が資金余剰になっており、この家計部門の余剰資金を金融機関が吸収して企業部門に貸しているという形の資金フローだったのですが、近年は、企業部門自体も資金余剰になっています。したがって、家計部門・企業部門が資金余剰、政府部門が資金不足という形になっており、これだけ見ますと、政府が国債等を発行して、それを家計と企業が購入すれば資金の過不足は調整できますので、その意味では金融仲介機能というのはいもう必要ないのではないかという見方がマクロ的にはできるわけです。ところが、そうではないということをお話しします。

先ほど、第1ラウンドで企業部門のばらつきが非常に大きくなっていると言いましたが、資金調達についても同じです。こういう問題は企業のマイクロデータに当たるとある程度わかってくるのですが、**スライド4**のグラフは、上場企業のうち外部資金を調達している企業だけをピックアップしてその調達構造を見たものです。これを見ますと、バブル期が一番調達は多いのですが、近年もかなり外部資金の調達がなされています。しかも最近では、社債や増資よりも、むしろ借入金による調達が増えていることが見て取れます。**スライド5**のグラフは長期借入金と社債の新規発行を推計したのですが、長期借入金による調達が依然として主軸であることがわかります。そういう面では、金融仲介機関にとって、現在の環境は非常に良いのではないかと私自身は思っています。

金融システムについて簡単に述べますと、伝統的にアメリカやイギリスが市場型システムで、ドイツや日本は仲介型システムだと言われています。それを受けて、日本も市場型システムを目指すべきだということで、貯蓄から投資へという政策がずっとなされているわけです。2001年、小泉政権における「骨太の方針」で、直接金融を重視したシステムへの円滑な移行を表明したことにより、2003年から昨年までは証券の優遇税制、2014年からNISA（少額投資非課税制度）が導入されました。ところが、**スライド8**に示した家計部門の金融資産保有割合の推移を見ると、必ずしも株式・出資金は長期的に見て増えているわけではありません。貯蓄から投資へというスローガンにもかかわらず、必ずしも実体経済ではそれが進んでいないということです。そもそも、そういう貯蓄から投資へという政策が本当に正しいのかという点について簡単に触れますと、ペンシルベニア大学のフランクリン・アレン教授が金融取引のパラダイム変化という話をしています。アレン教授らの論文によりますと、金融の最も重要な伝統的機能は取引費用を引き下げて、情報の非対称性の問題を緩和することです。実際、金融の技術進歩を背景に、とりわけ直接金融では取引費用が格段に低下しています。例を挙げると、ネット証券等

の台頭により、株式取引の手数料などはゼロに近い水準になっています。ところが、金融デリバティブ取引の普及などグローバルな金融マーケットの問題もあり、金融取引におけるリスク管理の困難性はむしろ増大しており、個人や一般企業にとって金融市場へ直接アクセスするコストは上昇して、むしろ直接金融が困難になっています。アレン教授が指摘しているのは、このような流れの中で、金融取引のパラダイムが変化しており、金融仲介機関の役割がますます重要になっているということです。スライド 11 に示した伝統的なパラダイムというのは、間接金融か直接金融かという二分法ですが、スライド 12 に示したアレン教授が指摘している新しいパラダイムにおいては、金融のマーケットはやはり重要ですが、それは、貯蓄から投資へということではなく、金融仲介機関が金融市場にアクセスするような形でマーケットの機能をより発展させていくことが重要ではないかということなのです。つまり、金融仲介機能と金融マーケットの機能が有機的に結びつくという意味であり、金融システムはこういう方向に向かうのが望ましいと私自身は思っています。DBJ（日本政策投資銀行）は現在、投融資一体型の金融ビジネスモデルを推進していると思いますので、新しいパラダイムは、DBJ の考え方と統合的なモデルではないかと思っています。

以上の諸点やリーマンショックの色々な反省も踏まえて、金融セクターの役割がどうあるべきかということについて3つの点を指摘しておきたいと思います。スライド 13 以下をご覧ください。1つ目は、長期的な視野を持つことの重要性です。銀行業務においては、リレーションシップ・バンキングの重要性が再認識されるべきです。市場型の金融システムにおいて優勢なトランザクション型の（長期継続的な取引関係に基づく情報生産を前提としない）銀行モデルはリーマンショックの一因であったと言えます。また投資銀行業務においては、顧客企業の価値向上のための資金調達支援という投資銀行の原点にもう一度戻っていくことが重要です。2つ目は、情報生産能力をより深化すべきということです。たとえば経済社会のサステナビリティに関する基礎的な研究なども重要です。設備投資研究所はこういうことを伝統的にやってきていますが、それをより強化していくことが必要だと思っています。3つ目は、多様な投融資手段の提供が求められるということです。伝統的なローンの提供と金融支援としての再交渉は1つの有用なツールですが、リスクマネーを供給する上では、様々な企業特性に応じた金融商品の設計が必要になってくると思います。こういった面でも DBJ は非常に先端的な取り組みを行っており、新金融手法の1つである環境格付融資は DBJ の1つの看板として、累計で現在 7,000 億円くらいの融資実績を誇るのではないかと思います。それから、まだ日本の金融機関で十分なされていないのが、マイクロファイナンスの分野です。日本は零細企業向けの震災復興ファンドといったものはある程度整備されていますが、純粋な個人向けのマイクロファイナンスはなかなか整備されていません。マイクロファイナンスを充実させて、新しい起業家を支援することが必要なのではないかと思います。

金融は、宇沢弘文先生が提唱されている、社会的共通資本の重要な構成要素で、金融



機関というのは社会性や公共性が強い存在です。そのため、金融機関には、長期的視野に立ち、多様な投融資手段と情報生産能力の深化によって企業の資金調達を支援して、実体経済の付加価値創出、社会貢献、経済社会のサステナビリティ確保を行う使命があると思っています。

最後に、先ほど村瀬先生がお話くださった企業統治改革の問題について、私なりの見方を述べさせていただきます。私自身は、1990年代後半以降、日本はこれまでも企業統治改革を積極的に実施してきたと思っています。その結果、第1ラウンドでのプレゼンで示したとおり、物言う株主の増加、特に海外投資家の日本企業への投資が進みました。しかしそういった、ひたすら ROE（株主資本利益率）の向上を要求するような投資家の姿勢が、企業を過度な収益志向に走らせ、あるいは経営のタイムホライズン（時間的視野）を近視眼的なものにし、リーマンショック等の一因にもなったのではないのでしょうか。また、そういった市場のプレッシャーに耐えられなくて、マネジメントバイアウトによって非上場化するような企業も増えています。それから、社外取締役を重視した委員会設置会社の制度も導入されて10年以上経っています。ところが、この委員会設置会社の数はむしろ最近では減っていて、上場会社の中で数十社しかないといった現実があります。したがって、企業統治というのは細かい面も含めれば色々と改革すべき点は残されていると思いますが、成長戦略の中で、過度にそれに期待するというのはどうなのかという感じが実はしています。むしろ投資家には、短期的な収益ばかりを追求するのではなく、企業活動を通じて経済社会のサステナビリティをどのように確保していくのかという観点が求められているのではないのでしょうか。つまり SRI（社会的責任投資）型の投資を通じて CSR（企業の社会的責任）を支援するような投資家の存在によって、経済社会がよりサステナブルなものになっていくことが期待されているのではないかと思います。

#### 中村

花崎先生、当行および設備投資研究所に対する示唆も含めてお話しいただき、ありがとうございました。時間も残り少なくなってきましたので、最後に植田先生から、今後の金融仲介の在り方や日本におけるリスクマネーの担い手といったことについて、総括的なお話を賜りたいと思います。

#### 植田（資料 p.46）

先ほど、足下の話だけしましたので、今度は、QQE（量的・質的金融緩和）が出口の方へ向かっていったときにどういうことを考えなければいけないかということをお話しします。先ほど、福田先生がインフレリスクよりも資産価格がバブル的になるリスクを恐れるべきだということをおっしゃいました。ある意味でそれは正しいのだと思いますが、私が先ほど申し上げたような話で若干の真理があるとしみますと、今やっている政策は資産価格バブルを作ることによって経済を刺激することを期待している政策であると考えられると思います。したがって、その政策によって実際すでにバブルがあるように

も見えます。たとえば、国債のマーケットにはバブル的な傾向が見られますし、収益との関係でバブルだと断定することは難しいですが、株価も急上昇しています。それから為替も購買力平価の観点から見れば円安に振れすぎているとも言えます。このように若干のバブル的兆候があるわけですが、これが実体経済を刺激すれば、QQEは成功であると言えます。一方、成功しなければ、このバブルはむしろ崩壊するリスクがあるということでもあります。たとえば、インフレ率や成長率をもっと上がらなければ、株価はやがて暴落するだろうと考えられます。ただ、難しいのは、リスクは両サイドにあるということかと思えます。すなわち、このバブル的な動きが経済、特にインフレ率を引き上げるという方向に働いた場合、国債価格のバブルが崩壊するリスクを日本は大きく抱えているということです。財政の維持可能性との絡みにおいても、日本は大変なことになるリスクを抱えています。そういう意味でQQEは、うまく行くというシナリオの両サイドに、いくつかの資産価格が暴落するというリスクを抱えた非常に難しい実験であるという点を1つ指摘したいと思えます。

2番目に、インフレ率がたとえば2%くらいでうまく安定した場合に経済は良くなるのかということを考えてみます。経済理論的に第1番目に出てくる答えは、経済には中立的であるというものです。インフレ率が低い均衡から高い均衡に行くだけです、その分、マネーの伸び率は高まりますし、賃金の上昇率も高まりますが、全ての価格が同じように2%上昇すれば、実体的な影響はないわけです。もちろん、日本銀行にとっては、金利が平均的に高い水準となりますので、将来にわたって金利を引き下げる余地が高まるというメリットがあるわけですが、第一義的には中立的です。

しかし、本当に中立的であるとしみますと、先程来のお話しにありましたように、第3の矢のような政策の実施には、様々な困難や不確実性が予想されますので、アベノミクスに効果はないということになってしまいます。しかし、普通はインフレ率が上がるということだけでは経済に大したプラスはないのですが、長い間のデフレ期から若干のプラスのインフレに行くということで、デフレ期に止まっていたリスク資産投資のようなものが大幅に復活して、そこから経済に前向きな循環が生まれる可能性は考えられます。これは、前もってどちらであると言うことはなかなか難しいですが、1つの論点であるかと思えます。

それから、金融仲介の話に移りますと、**スライド 17**ですが、世界的によく考えておかななくてはいけないことは、金融仲介機関がリスクを取るのが極めて難しくなりつつあるということです。言うまでもなく、金融危機後、金融規制は格段に強化されつつあります。アメリカでは傘下に預金取扱金融機関を持っている投資銀行を含めてですが、預金取扱金融機関によるリスクテイクが難しくなっています。もちろん、規制強化は金融の安定性を高めるのが狙いですが、一方で、リスクプレミアムの上昇やマーケットの流動性の低下といった悪影響をもたらす可能性があるわけです。現状は、多くの国において、こういう悪影響が異例の金融緩和策によって隠蔽されているように思えます。金融緩

和が出口を迎えた時、悪影響が一挙に顕在化するリスクについては、頭に置いておかななくてはいけないことかと思えます。

最後に、リスクテイキングが難しくなりつつあるということについては、今お話しした世界的な潮流とは別に、日本では独特の問題点があることを指摘したいと思います。それは今日、パネリストの皆さんがおっしゃっていたことと一部重なるように思いますが、現状、日本ではリスクテイキングにある種の空白が発生しているという認識です。いささか古い話になりますが、明治が始まってから第2次世界大戦前、日中戦争くらいまでの時期は、個人のお金持ちがある程度たくさんいまして、この人たちが資本市場を通じて企業にお金を流すという構造がありました。その後、銀行を中心に戦争のための資金供給体制が作られ、戦後も、資金供給先を高度成長企業として、この体制が継続されました。この体制においては、銀行だけではなく、政府や日本銀行も一緒になってリスクを取っていました。同時に、銀行を中心に企業に対するガバナンスも非常に力を発揮していたわけです。しかし、村瀬先生のお話にもあったとおり、バブル崩壊後、こういう体制が壊滅してしまいました。外国人投資家によるガバナンスは一部ありますが、日本人の投資家、貯蓄主体によるリスクテイキング、あるいは企業ガバナンスがもっと盛んになる必要があります。しかし、リスクテイカーになる候補を考えると、一部の新興企業の経営者を除き、富裕層は高齢者であるという点が問題になります。そう考えてきますと、機関投資家あたりが適任かと思えますが、現状は、たとえば GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）がどういうふうに動くかということを見て、それをフォローするようなパターンになっています。そういう中で政府主導のリスクテイキング促進策というの、若干の効き目はあるかと思えますが、村瀬先生がご指摘になりましたように、若干、そういう構造には情けないという気持ちを持たざるを得ません。

ただ、もう1つここで付け加えますと、企業統治やリスクテイキングについて、日本で大きく問題になってくるのは、やはり、企業は誰が保有するものであるかという論点であります。純粋に株主のものであるという言い方が定着していれば、そちらの方向に進みやすいわけですが、必ずしもそうではなくて、企業で働く労働者のものでもあるという認識は日本では依然として非常に強いものであるように思います。そういう中で、投資家によるリスクテイキングや企業統治がどのくらい進むのかといった問題は、労働市場の流動性が今後、どれくらい上昇していくのかという論点とも密接に関連してきます。今の時点で私の答えはありませんが、非常に重要なポイントかと思えます。

中村

植田先生、どうもありがとうございました。先生方の見方の違いも少しずつ明らかになってまいりまして、ここからが本来であれば、パネルディスカッションの面白いところだったかもしれませんが、すでに時間を大幅に超過してしまいましたので、この辺で第1部はお開きにさせていただきます。日本経済が長期停滞から脱却するために簡単な答えはないと思いますが、パネリストの先生方には、その糸口はどこにあるのか、色々

な論点を教えていただけたと思います。お忙しいなか、駆けつけて熱心にご議論いただいた先生方、ご静聴いただきましたオーディエンスの皆様に改めて厚くお礼を申し上げます。どうもありがとうございました。

# 日本の長期停滞とダイナミズム

資料①

2014年9月25日

日本政策投資銀行設備投資研究所  
設立50周年記念シンポジウム

一橋大学大学院商学研究科  
花崎正晴

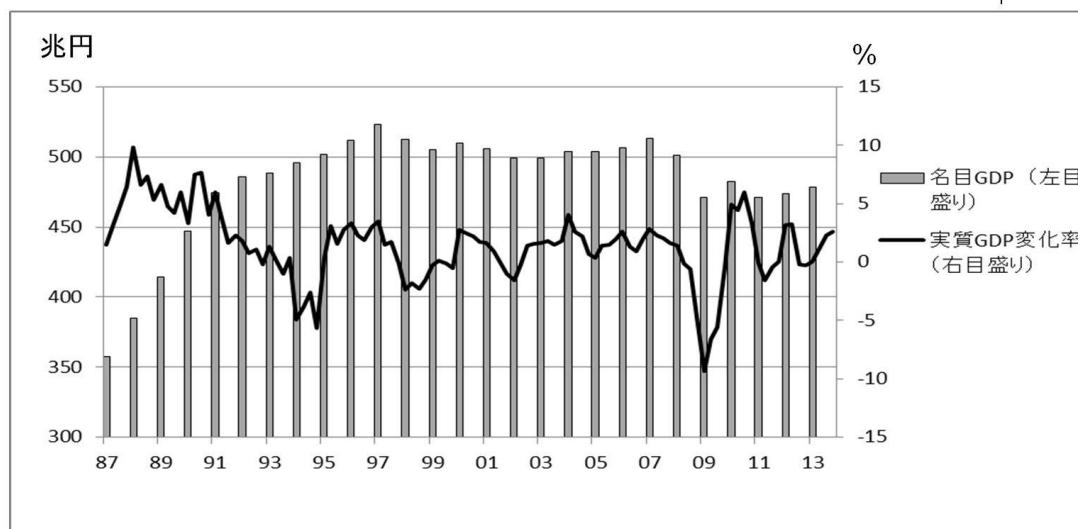


HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

## GDPの推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

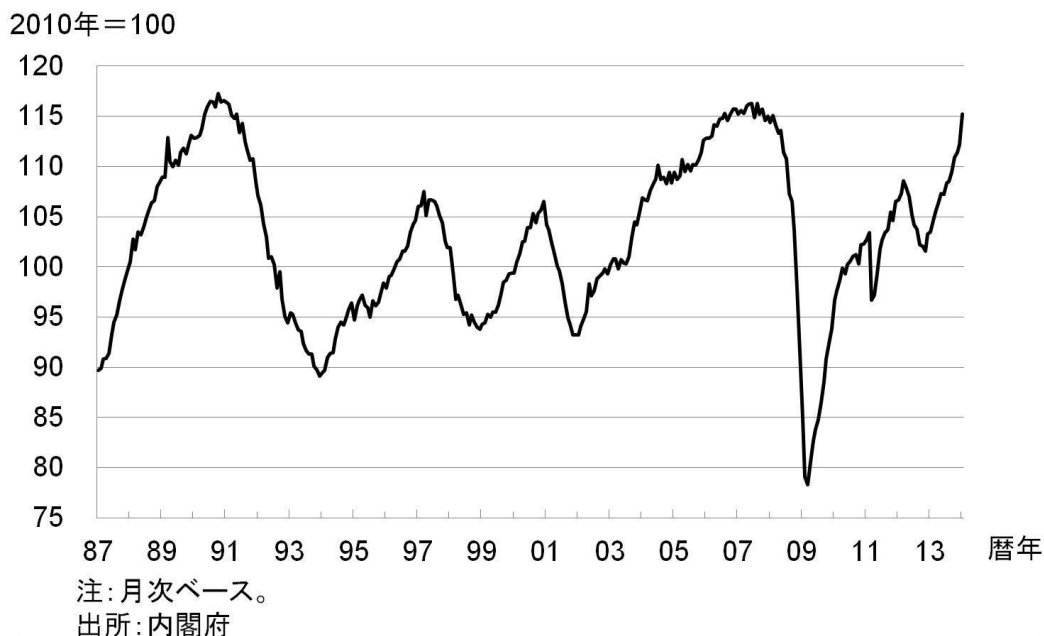


注: 名目GDP実額は暦年ベース。実質GDP変化率は暦年四半期ベース。  
出所: 内閣府

## 景気動向指数(CI, 一致指数)の推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

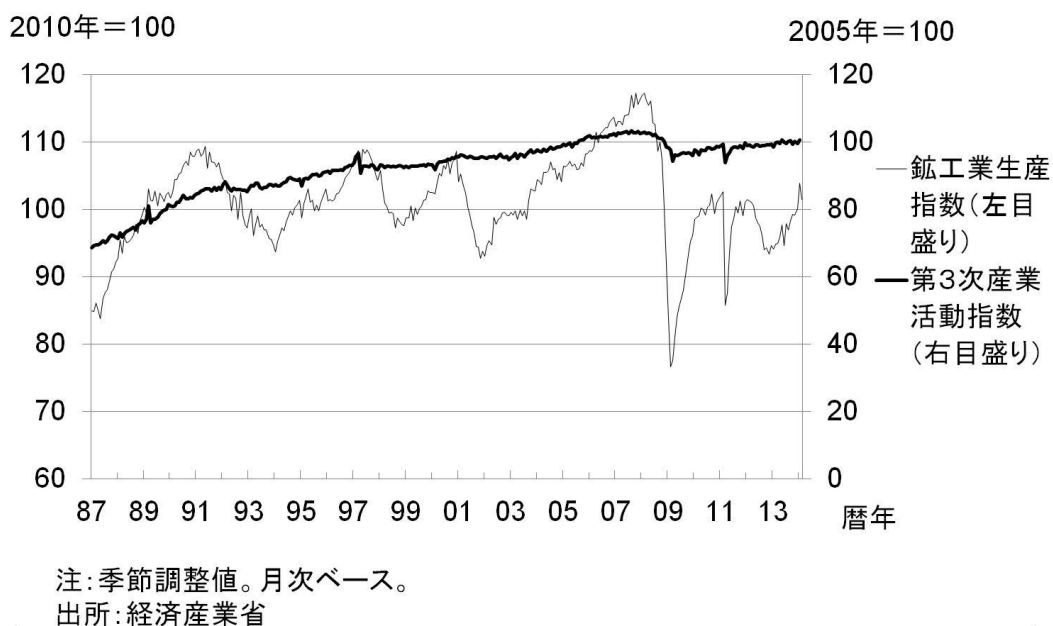


3

## 鉱工業生産指数と第3次活動指数の推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

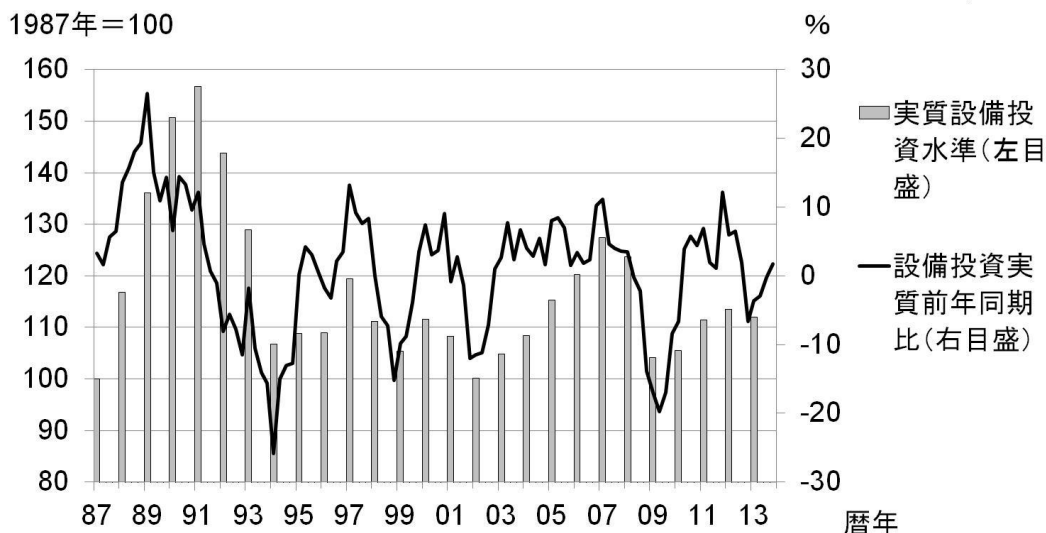


4



HITOTSUBASHI UNIVERSITY

## 設備投資の推移



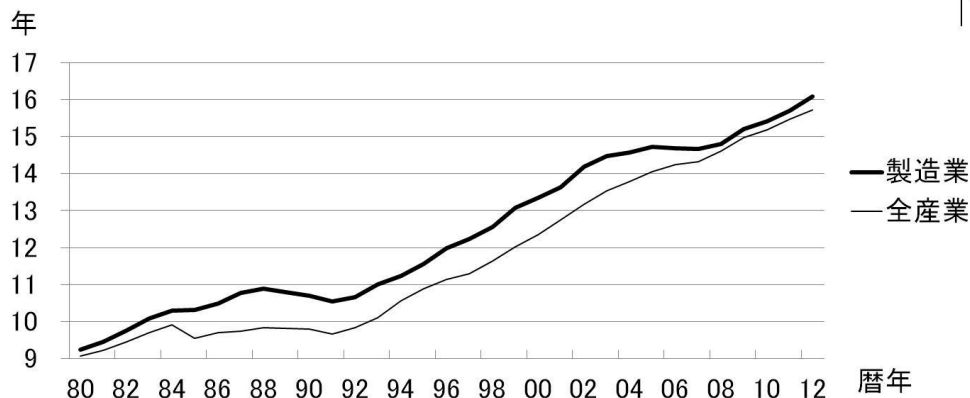
注: 実質 設備投資水準は暦年ベース。設備投資 実質 前年同期比は暦年四半期ベース。  
 出所: 内閣府「民間企業資本ストック統計」

5



HITOTSUBASHI UNIVERSITY

## 資本ストック・ヴィンテージの推移



注: 算出式は下記の通り。

$$V_t = (V_{t-1} + 1)(K_{t-1} - R_t) + 0.5 \times I_t / K_t$$

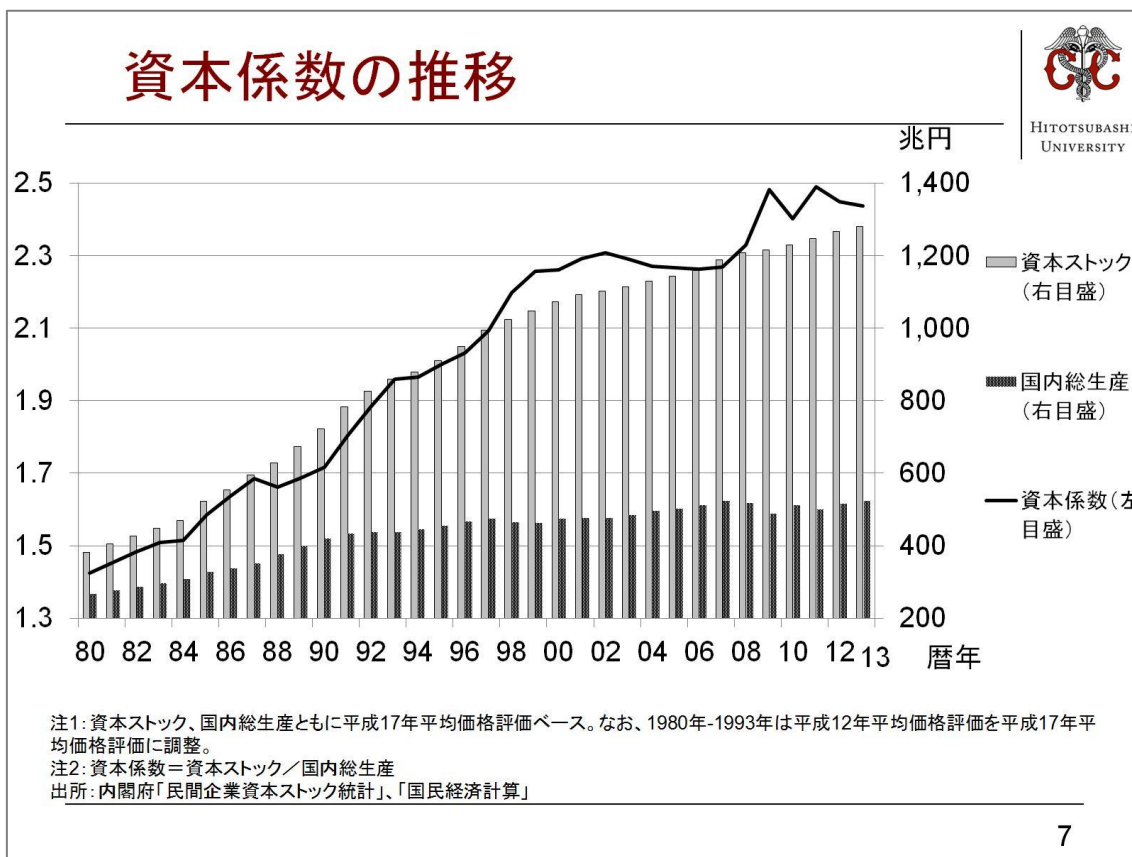
$V$ : ヴィンテージ、 $K$ : 期末資本ストック、 $R$ : 除却額、 $I$ : 設備投資額、 $t$ : 時点

ベンチマークとして昭和45年末時点の「国富調査」を利用。同時点のヴィンテージは全産業が8.2年、製造業が7.0年である。

資本ストックおよび設備投資額は平成17年平均価格評価および進捗ベース。なお、1980年-1993年は平成12年平均価格評価を平成17年平均価格評価に調整して算出している。

出所: 経済企画庁「国富調査」、内閣府「民間企業資本ストック統計」

6



## 産業構造

(1) 経済活動別 国内総生産(構成比) 単位: %

	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2012
製造業	27.9	27.1	25.2	22.8	20.4	19.4	18.7
食料品	3.4	3.2	2.7	2.7	2.8	2.5	2.7
繊維	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1
パルプ・紙	0.8	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
化学	2.2	2.3	2.0	1.9	1.8	1.5	1.6
石油・石炭製品	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
窯業・土石製品	1.1	1.1	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
一次金属	2.8	2.2	1.9	1.5	1.3	1.6	1.7
金属製品	1.3	1.4	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
一般機械	2.7	2.5	2.7	2.4	2.1	2.2	2.1
電気機械	3.5	4.0	4.1	3.9	3.3	3.1	2.6
輸送用機械	2.9	2.9	2.4	2.3	2.3	2.5	2.4
精密機械	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3
その他製造業	4.8	4.6	4.2	3.6	3.0	2.3	2.1
非製造業	72.1	72.9	74.8	77.2	79.6	80.6	81.3
農林水産業	3.4	2.8	2.2	1.9	1.5	1.2	1.2
鉱業	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
建設業	8.5	8.5	9.4	8.0	6.6	5.7	5.5
卸売・小売業	14.6	13.1	14.2	14.9	14.0	14.0	14.1
金融・保険業	5.3	6.1	6.5	6.2	6.0	5.6	4.8
不動産業	9.2	9.8	10.1	11.1	10.9	11.2	12.0
運輸業	4.9	5.1	5.1	5.0	4.8	5.0	4.9
通信業	1.7	1.6	1.6	2.1	2.1	5.4	5.4
電気・ガス・水道業	2.9	3.1	2.6	2.7	2.6	2.2	1.9
サービス業ほか	21.2	22.5	22.8	25.3	31.1	30.2	31.3
全産業	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注1: 1980年-1993年までは2000年基準、1994年以降は2005年基準の値で作成。  
 注2: 通信業は、1994年より、「情報通信業」という項目に変更。その中には、.通信業のほか、放送業、情報サービス・映像文字情報制作業が含まれる。  
 出所: 内閣府「国民経済計算」

8



(2) 経済活動別 就業者数(構成比) 単位: %

	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2012
製造業	23.1	23.1	22.6	19.7	17.9	16.8	15.7
食料品	2.3	2.5	2.5	2.4	2.5	2.4	2.2
繊維	1.6	1.2	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3
パルプ・紙	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
化学	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
石油・石炭製品	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
窯業・土石製品	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
一次金属	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
金属製品	1.8	1.8	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
一般機械	2.2	2.3	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
電気機械	3.0	3.6	3.6	3.1	2.7	2.4	2.3
輸送用機械	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.9	1.9
精密機械	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
その他の製造業	6.0	6.0	5.9	4.8	4.0	3.5	2.9
非製造業	76.9	76.9	77.4	80.3	82.1	83.2	84.3
農林水産業	12.0	10.1	8.0	6.6	5.7	5.3	4.9
鉱業	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
建設業	9.6	9.2	9.9	10.2	9.5	8.7	8.1
卸売・小売業	17.9	17.8	17.2	17.5	17.5	17.9	18.1
金融・保険業	3.1	3.2	3.2	3.0	2.8	2.8	2.9
不動産業	1.1	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
運輸業	5.7	5.6	5.6	5.2	5.3	5.4	5.5
情報通信業				2.3	2.5	2.9	2.9
電気・ガス・水道業	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
サービス業ほか	26.5	28.8	31.1	33.3	36.5	38.0	39.6
全産業	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注1: 1980年-1993年までは2000年基準、1994以降のデータは、2005年基準の値で作成。  
 注2: 運輸業および通信業は、1993年までは運輸通信業として、1994年より運輸業と情報通信業に分けて掲載される。但し、1990年-1994年の平均値の算出には、1994年の運輸通信業を用いている。  
 出所: 内閣府「国民経済計算」

9

(3) 産業別 新設投資額 進捗ベース(構成比) 単位: %

	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2012
製造業	36.3	32.9	30.2	31.1	31.2	35.5	31.3
食料品	3.0	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.9
繊維	1.1	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3	0.2
パルプ・紙	1.4	1.3	1.0	1.0	0.9	1.0	0.7
化学	4.3	3.7	3.0	3.0	3.1	3.1	3.4
石油・石炭製品	1.4	1.0	1.0	0.8	0.4	0.6	0.5
窯業・土石製品	1.7	1.4	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1
一次金属	5.7	4.1	3.4	3.0	2.6	3.0	3.7
金属製品	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6	1.7	1.4
一般機械	3.4	3.1	2.6	2.8	2.9	4.5	3.7
電気機械	3.8	4.8	4.8	6.4	6.8	6.9	5.6
輸送用機械	4.1	4.0	3.7	3.8	4.4	5.4	3.8
精密機械	0.8	0.8	0.6	0.6	0.8	1.0	0.9
その他製造業	3.4	3.3	3.4	3.6	3.6	4.1	3.6
非製造業	63.7	67.1	69.8	68.9	68.8	64.5	68.7
農林水産業	12.6	8.2	6.8	6.0	4.2	2.8	2.7
鉱業	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
建設業	5.8	4.7	6.1	4.5	3.4	2.7	2.9
卸売・小売業	12.5	12.1	9.8	8.6	8.7	8.9	9.5
金融・保険業	3.5	3.5	2.5	1.5	1.8	2.6	3.2
不動産業	3.2	5.2	4.6	3.8	3.8	3.6	4.1
運輸・通信業	7.3	10.4	10.5	11.6	11.9	11.7	12.9
電気・ガス・水道業	11.4	7.5	10.4	9.8	6.9	5.4	7.0
サービス業	6.8	15.2	18.9	22.8	27.8	26.5	26.3
全産業	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注: 1980年-1993年までは2000年基準、1994以降は2005年基準の値で作成。  
 出所: 内閣府「民間企業資本ストック年報」

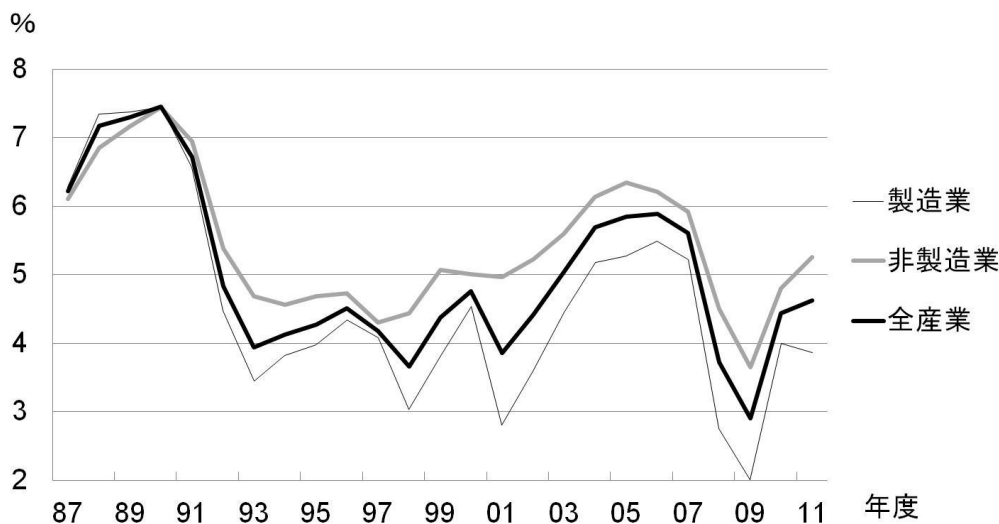
10

## 企業の収益性(ROA)の動向



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

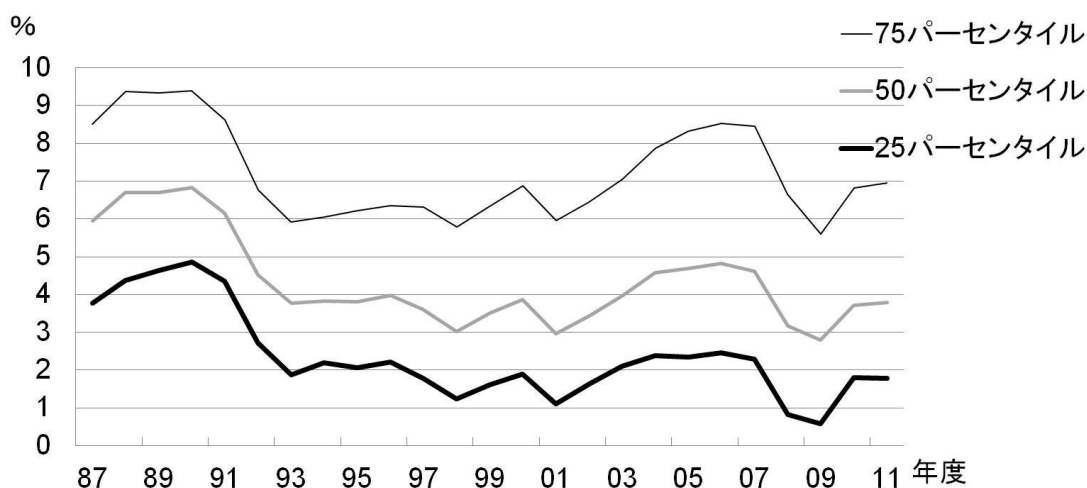
(1) 平均値



出所: 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」(2012年版)

11

(2) パーセンタイル値(全産業)

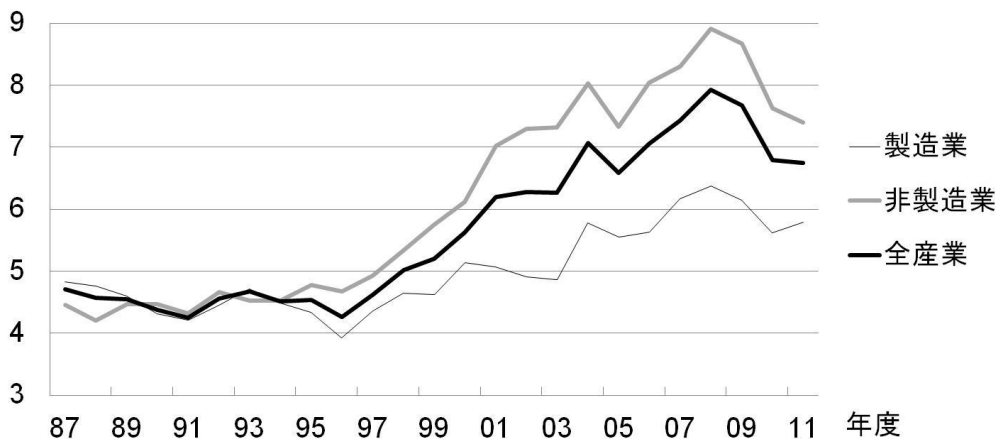


出所: 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」(2012年版)

12

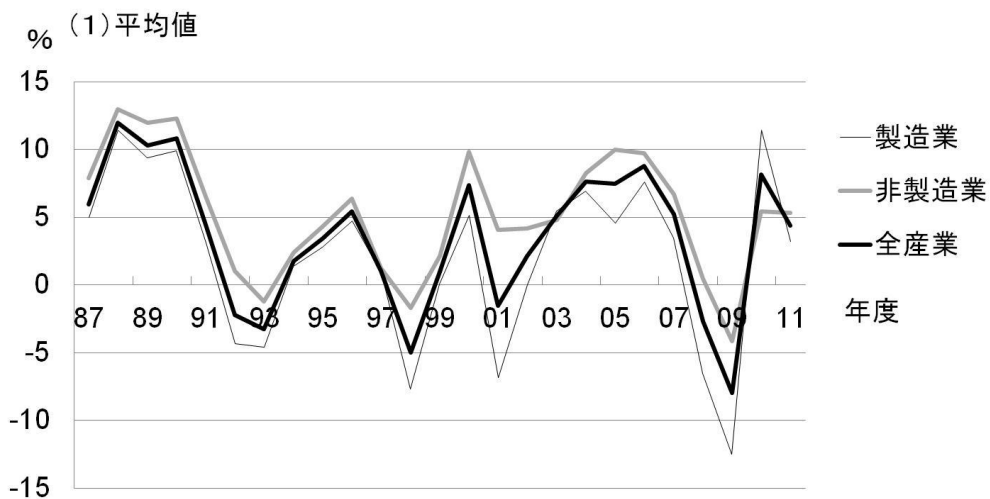


(3) 標準偏差

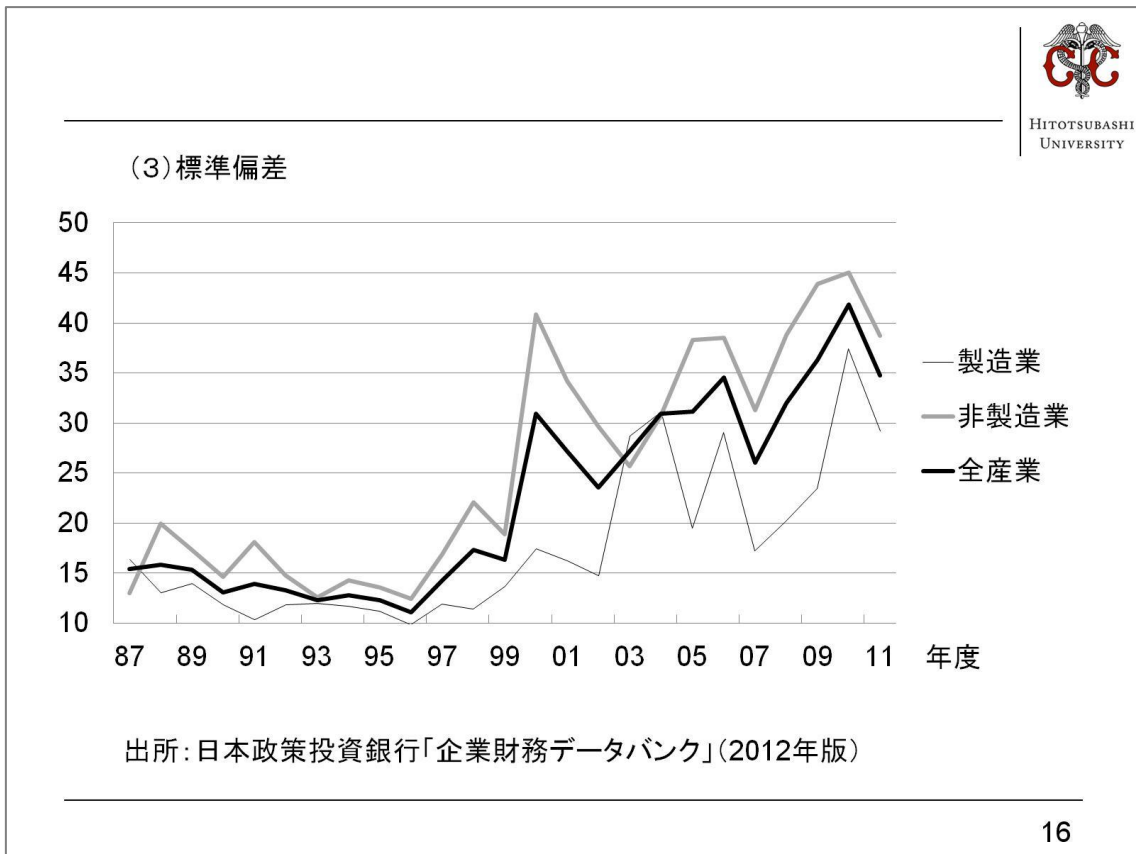
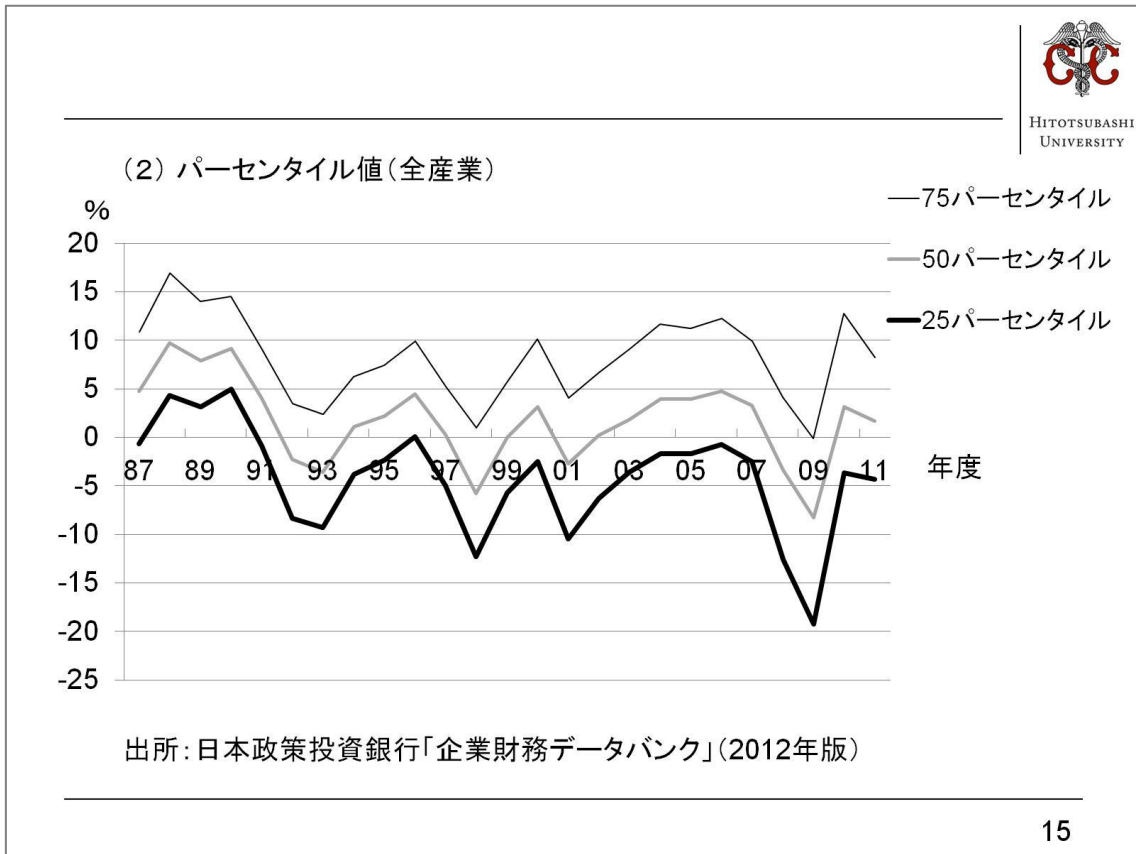


出所: 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」(2012年版)

## 企業の成長性(売上高伸び率)の動向



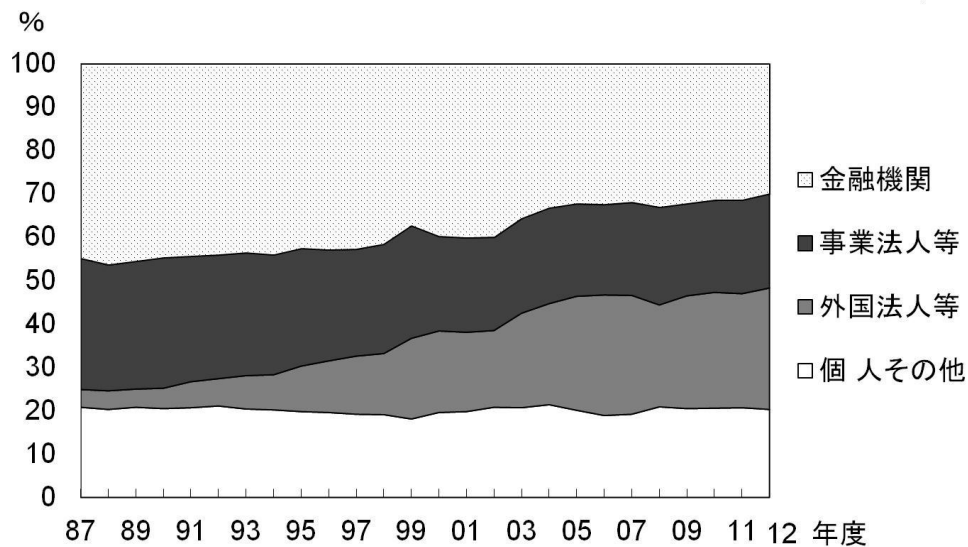
出所: 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」(2012年版)



## 投資部門別株式保有比率の推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



注: 金融機関には証券会社を含む。個人・その他には、政府・地方公共団体を含む。

出所: 平成24年株式分布状況調査

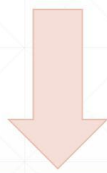
# 長期停滞の構造と 政策不全

## 弱い企業統治のマクロ経済学による分析

村瀬英彰（学習院大学）

### 第三の矢 「企業統治強化」が要として浮上

「日本再興戦略」(平成25年6月14日)



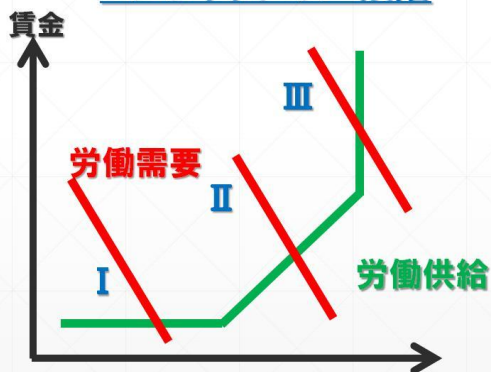
シュレーダー前首相「アベノミクスへの提言」  
「経済再生ビジョン」(自民党版の成長戦略)

「日本再興戦略 改訂2014」(平成26年6月24日)

「弱い企業統治」が問題の核心の1つであると  
認識されるようになった

## なぜ、企業統治強化？

### 資本蓄積に伴う コンフリクトの三段階



**I 二重経済(余剰労働経済)**  
~1960年代 労働争議の時代(対立)

**II 転換点から新古典派経済へ**  
70~80年代前半 労資協調の時代  
(日本的経営・Japan as No.1)

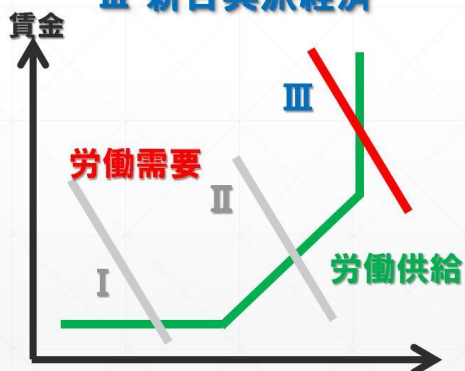
**III 新古典派経済**  
80年代後半~ 企業統治の時代  
(もう1つの対立)

3

## なぜ、企業統治強化？

先進国経済は、統治強化をしないと、資本収益率の低下  
⇒ 「新古典派」停滞 (+バブル経済) に陥る

### III 新古典派経済

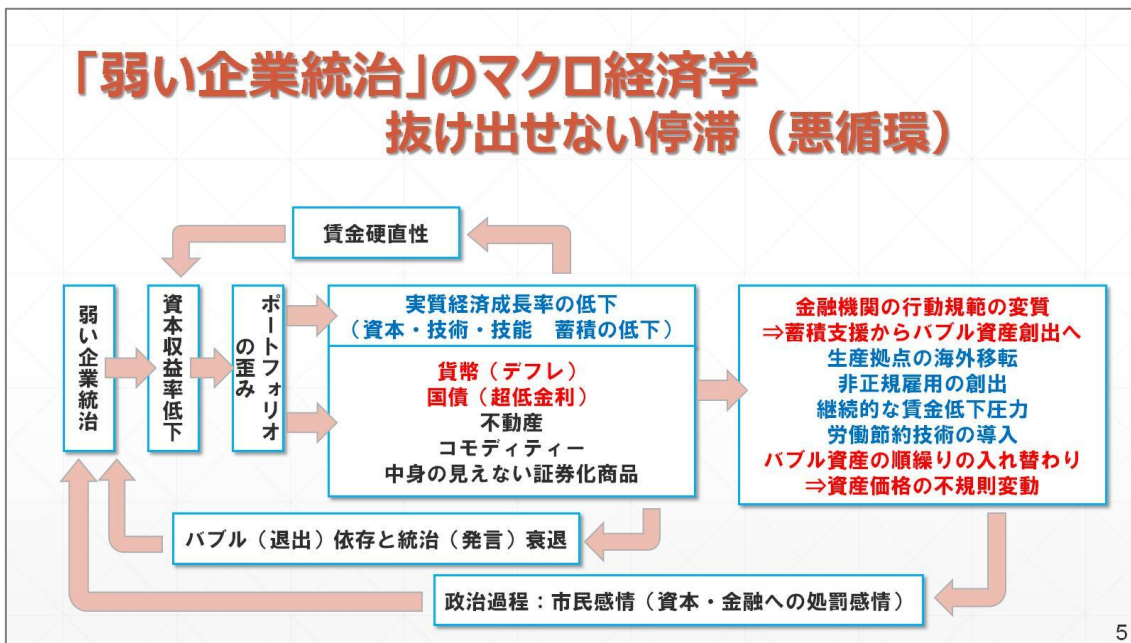


アメリカ(70年代から順次ルール強化)  
ドイツ(シュレーダー改革)



日本(市場規律が未成熟なまま、  
銀行規律が衰退: 統治の空白)

4



## ポートフォリオの歪み (リスクマネーが必要なタイミングでリスクマネーが消失)

**企業セクターへの資金フローの衰退**  
生産的アセット = 資本、技術、人的資本の蓄積 ↓ ⇒ 成長率 ↓

**政府セクターへの資金フローの隆盛**  
自身では価値を生成できないアセット = 広義のバブル ↑  
⇒ 大量発行でも値崩れしない貨幣、国債 = デフレ、超低金利

**資本収益率(実質金利) ↓ - 貨幣収益率(デフレ) ↑ = ゼロ名目金利**  
政府セクターへの資金フローの隆盛を自己合理化

**広義のバブル(Ex.国債)による貯蓄「誰かの貯蓄は誰かの消費！」**  
人口要因に加えて、さらにマクロの貯蓄率 ↓

6



## 金融機関の行動規範の変質 (運用難が招くマネーゲーム的金融資本主義)

企業統治の弱体化⇒「生産的アセットへの資金提供」から退出

⇒資金回収に統治を必要とする企業セクターへの資金提供ではなく、  
統治を必要としない非生産的アセットへの資金提供やその創出を行う  
(Ex.国債や証券化商品への投資に傾斜)

退出が招く発言の衰退

「生産的アセットへの資金提供」から退出⇒企業統治の弱体化

⇒悪循環が作り出す悪い均衡

(マネーゲームは、悪いとわかっているにもかかわらず容易に抜け出せない)

7

## 政策不全

教科書的世界 (「強い企業統治」の世界) では  
効くはずの政策が効かない

### 1. 金融緩和政策

#### 教科書的世界

貨幣供給の増加⇒民間投資 (資本、技術、人的資本の蓄積) ↑⇒成長率 ↑

#### 「弱い企業統治」

貨幣供給の増加⇒貨幣需要の増加に吸収

⇒非生産的アセットへの資金フロー ↑⇒ 資産バブル ↑

プロ・ビジネス政策パッケージのシグナリングとしては効き目あり

⇒ コスト (リスク) があるほど本気を示せる  
(かつてのサッチャー政権などについても同様の視点の分析あり)

8

## 2. 財政拡張政策

### 教科書的世界

政府支出⇒ 民間投資（呼び水効果）↑ ⇒ 好循環、成長率↑

### 「弱い企業統治」

政府支出⇒ 民間投資（呼び水効果）弱い ⇒ 政府支出 ⇒ 財政赤字↑  
（日本：1990年代。2000年代は抑制。最近は再び。。。）

## 3. 規制緩和政策

### 教科書的世界

企業収益の増加 ⇒ 民間投資・雇用の増加 ⇒ 生産増加

### 「弱い企業統治」

企業収益の増加 ⇒ 企業貯蓄（フリー・キャッシュ・フロー）の増加  
企業インサイダーとのコンフリクトを避け、アウトサイダーに負担押し付け  
⇒ 非正規雇用の増加 ⇒ （景気回復下の）平均賃金の停滞、格差問題

# QQE、これまでの評価と今後

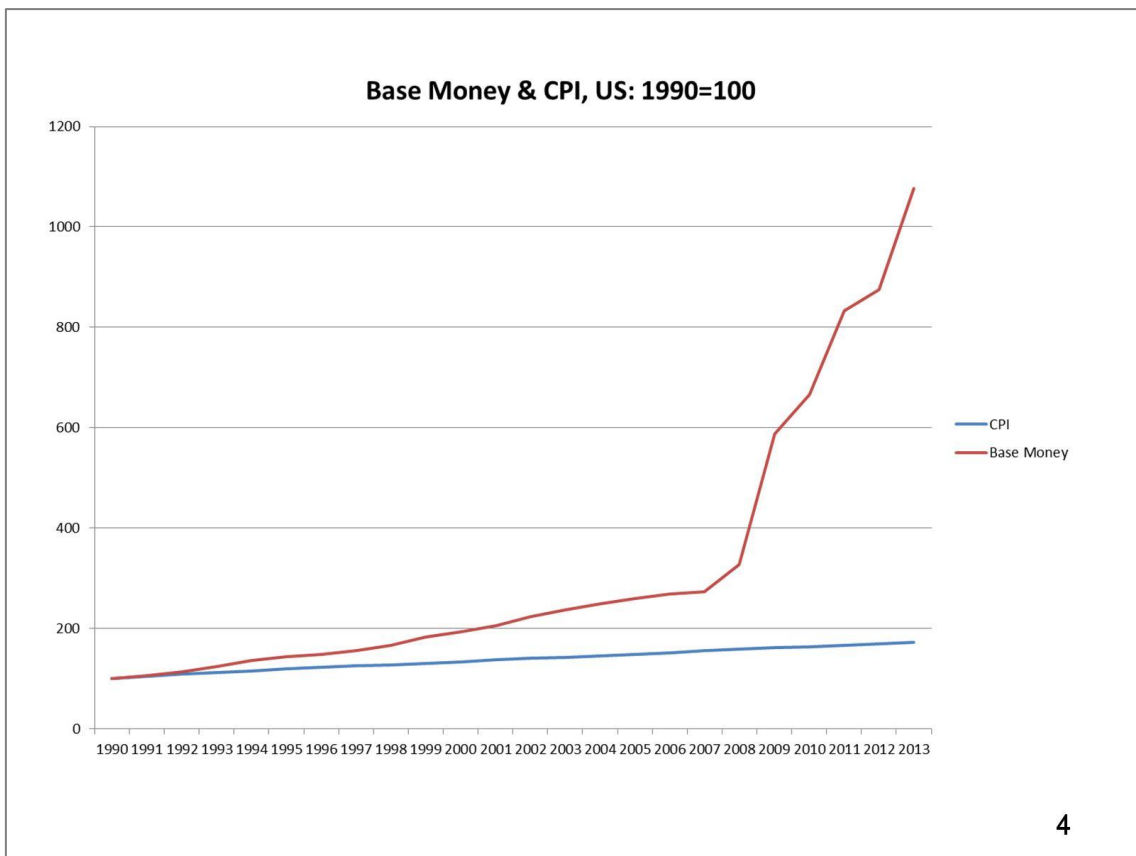
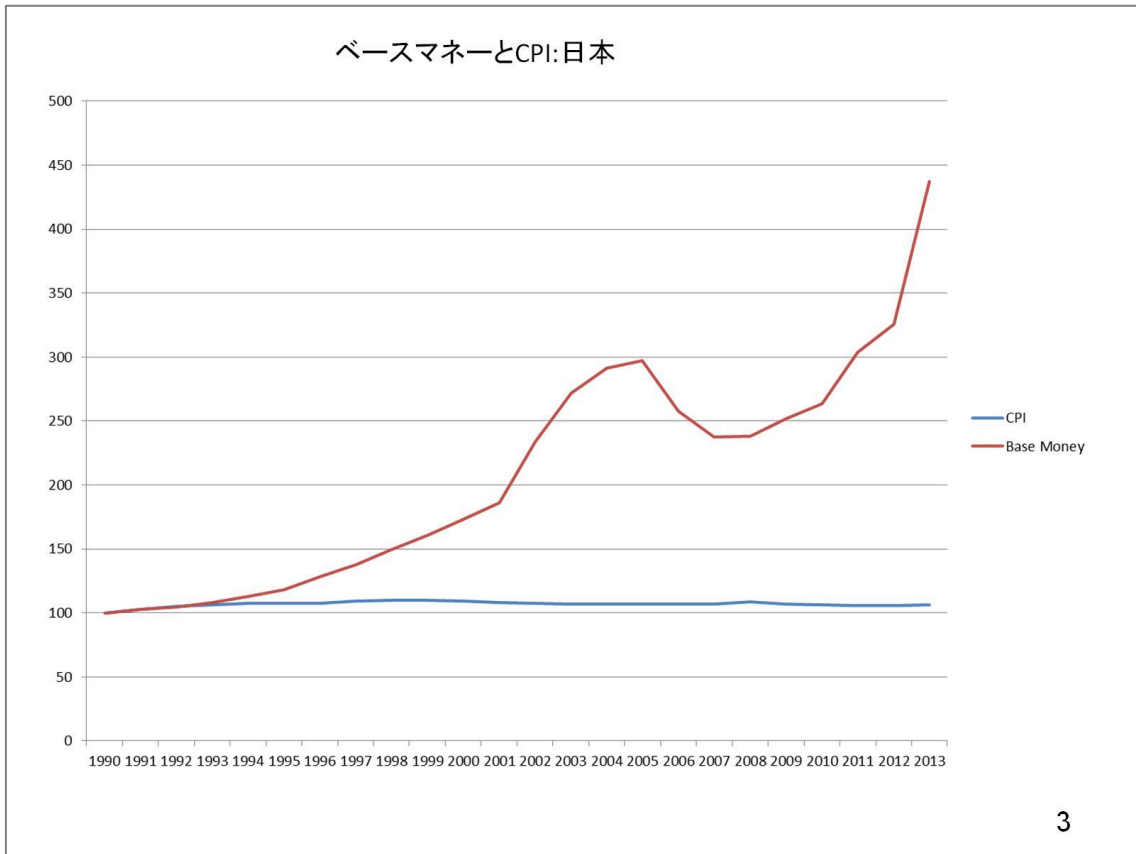
2014年9月

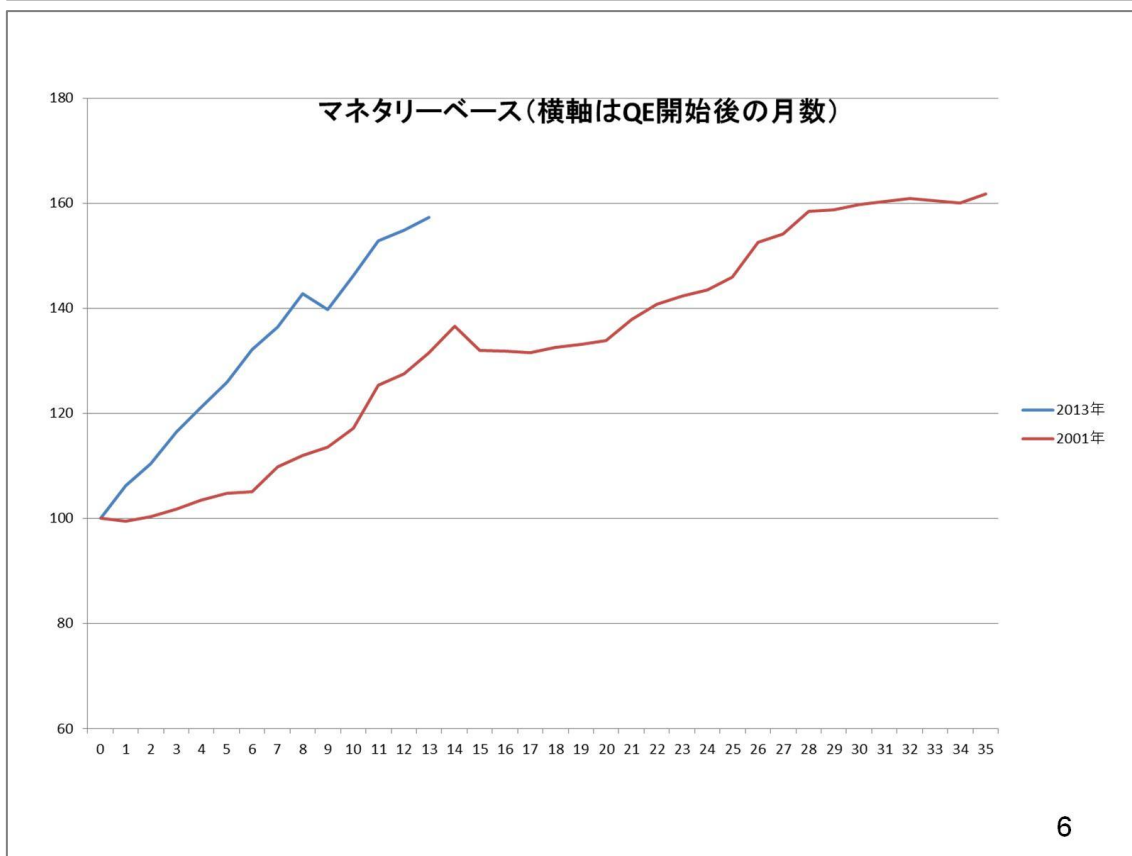
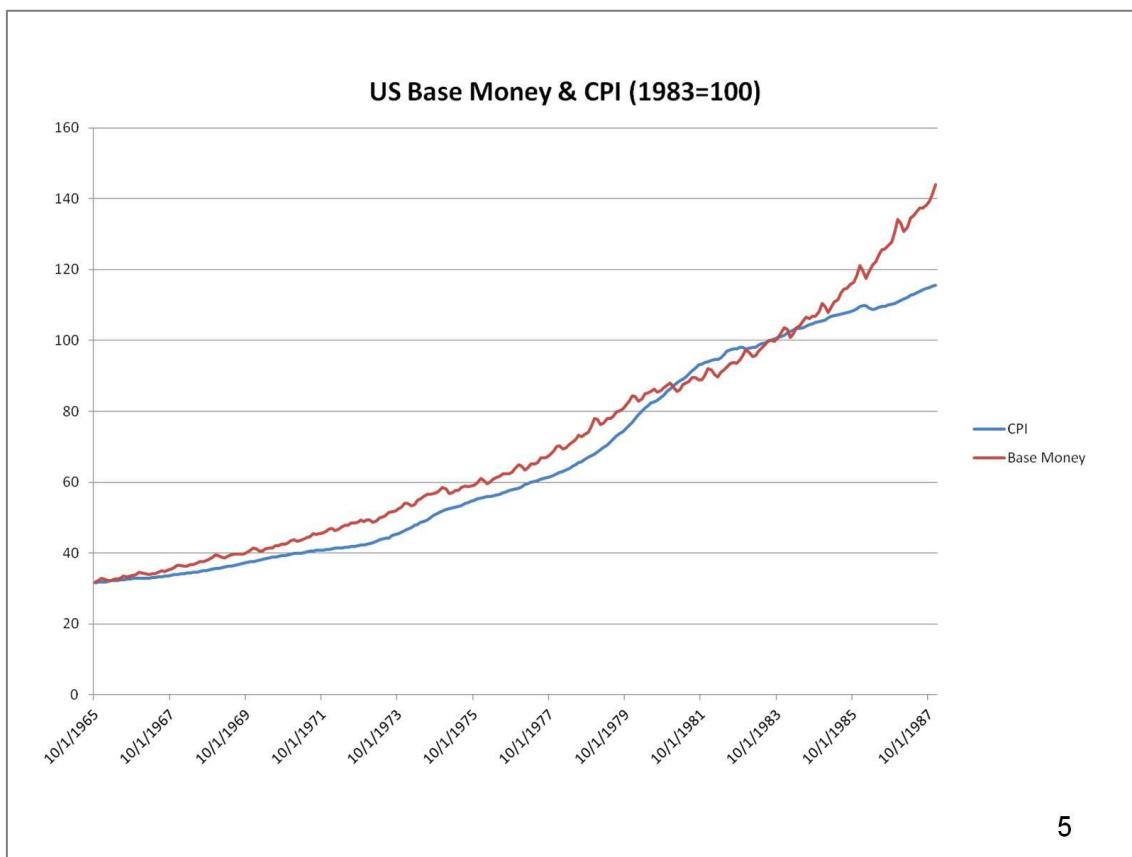
東京大学経済学部

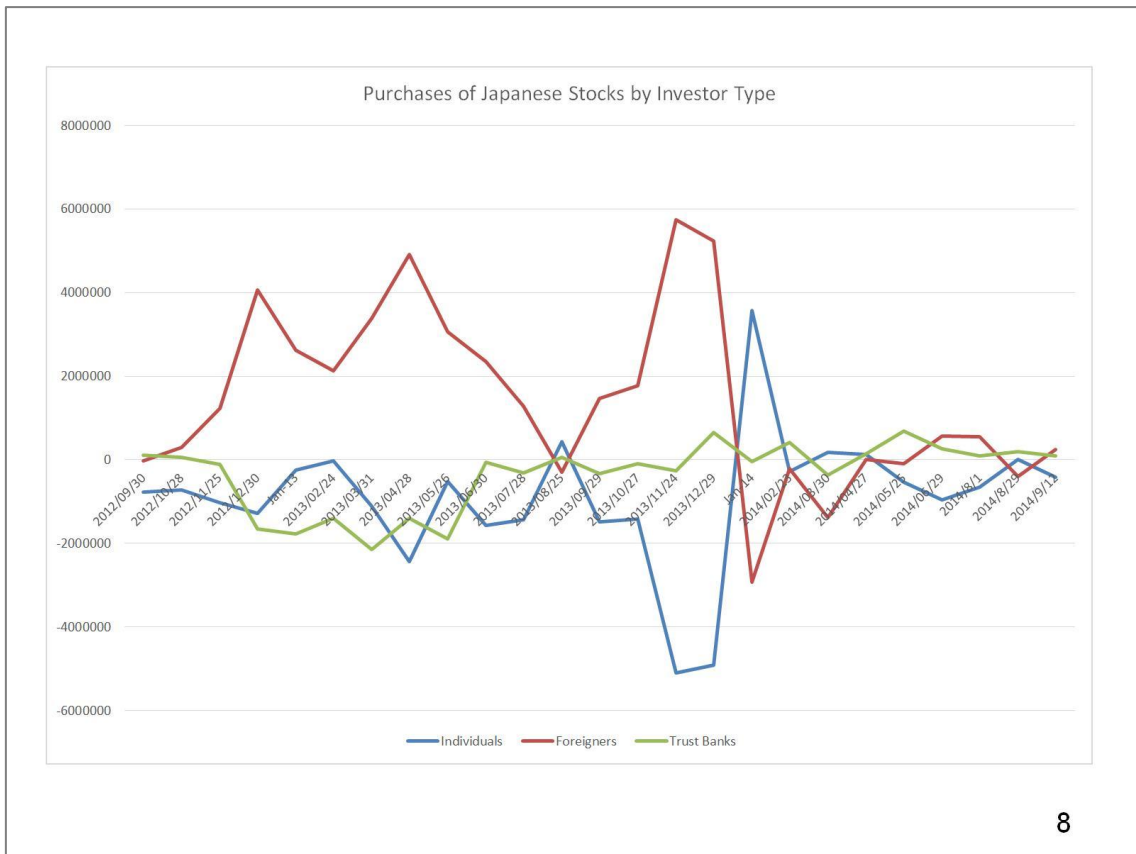
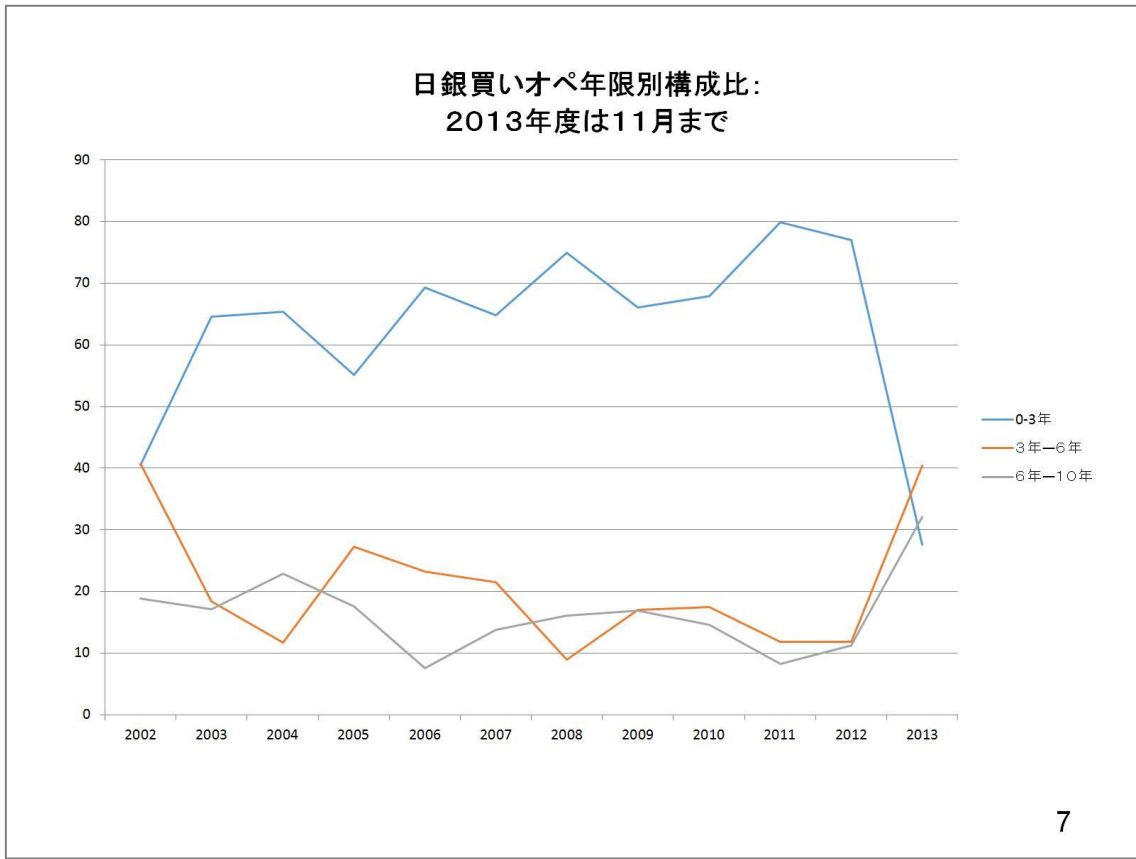
植田和男

## QQEの評価

- 理論的にはQE0(ゼロ金利下の一段の流動性供給)は無効、QE1(金融危機時の特定資産購入)は有効、QE2(平時の特定資産購入)は？
- QQEは、BS政策としては、QE0+QE2。後者と見ると、以前に比べて劇的に増大させたlong-dated JGBオペが効いたと見るべきなのか。
- むしろ、政府からの強い圧力の存在のため、極限までの金融緩和(大規模な株、不動産、貸出債権購入等)あるいはヘリコプターマネーの連想等が「期待」を動かしたのではないか。
  - long-dated JGBオペはこうした方向感の象徴となった？
- 特に反応したのは、日本人のインフレ期待というよりは、fast money communityの資産価格変動予想。
  - 欧米のQE1の経験が大きかった。QE2も効くという「幻想」へ。
  - 外人投資家は日本人投資家によるポートフォリオ・リバランスを期待したが。
  - 資産価格上昇期待の維持に政府も努力→GPIF等の活用案。
    - インフレ率引き上げにも政府は協力：
      - 消費税引き上げのマイナスを財政支出増で緩和
      - 企業への賃金引き上げ圧力





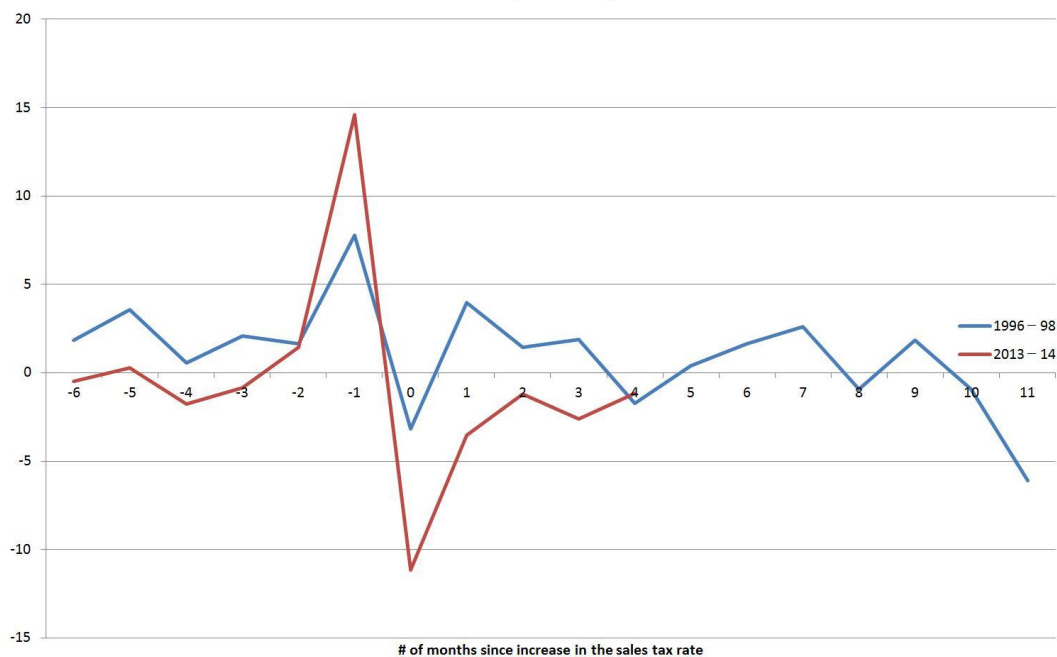


## その後の経緯

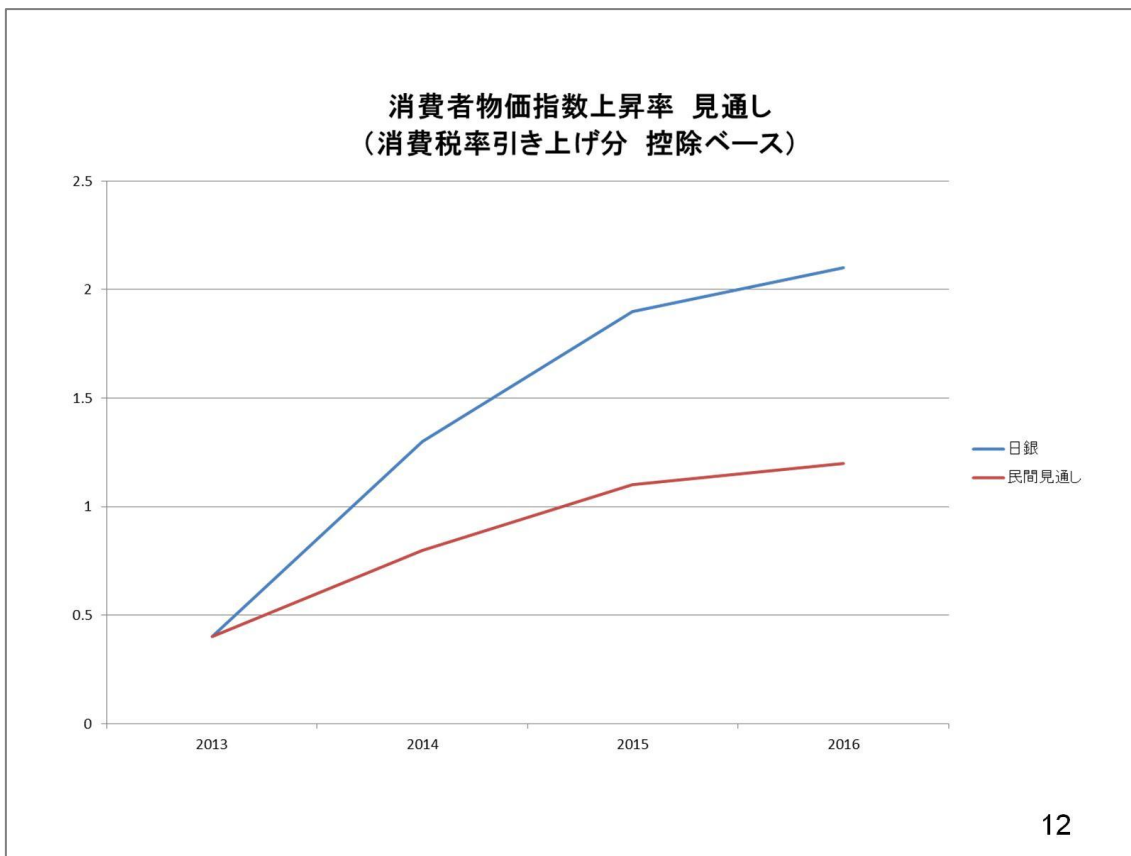
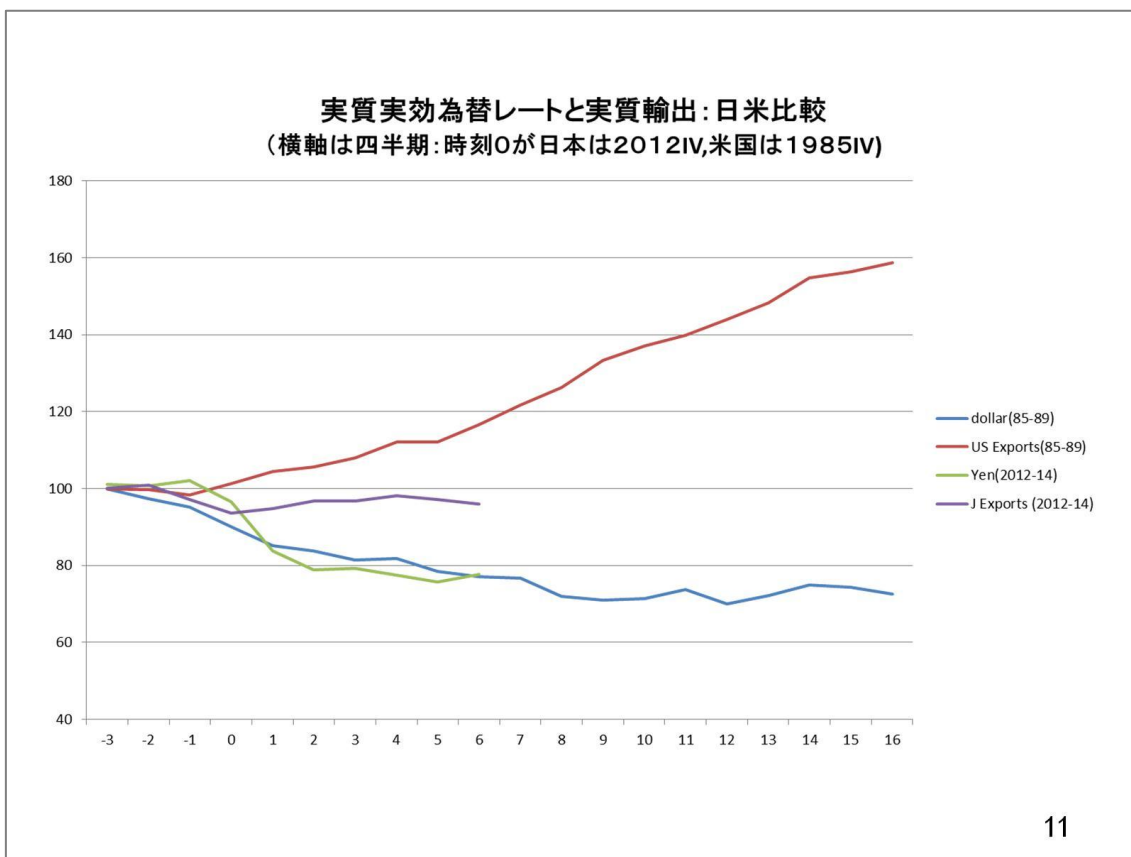
- 大幅な円安となったことが大きい。
  - 株高、その後の総需要増へ。供給サイドからインフレ率上昇へ。
  - ただし、インフレ率上昇はこれまでのところは一過性のもの。
  - 賃金とスパイラル的に上昇して初めて維持可能に。
- 円安の輸出への効果はこれまでのところ期待外れ。
  - 予想以上に深い消費税率引き上げ後の落ち込みと相まって、景気の先行きに不透明感。
- やはり期待外れの「ポートフォリオ・リバランス効果」とともにアベノミックスに暗雲。
- 8月以降、従前の予想よりも早めの米国の利上げを市場が織り込みに→日本にとっては、一段の円安・株高という追い風。

9

YOY growth rate of supermarket sales  
(UOT Daily Price Project)



10





## 今後

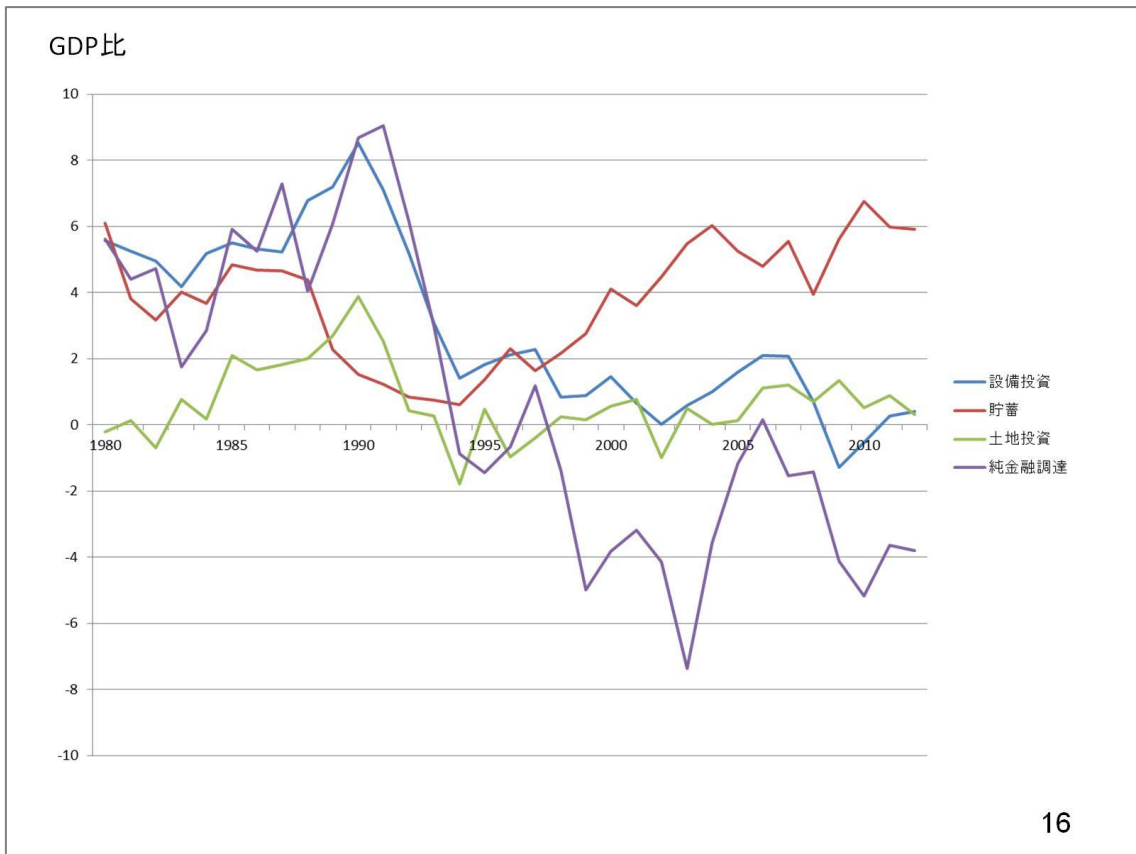
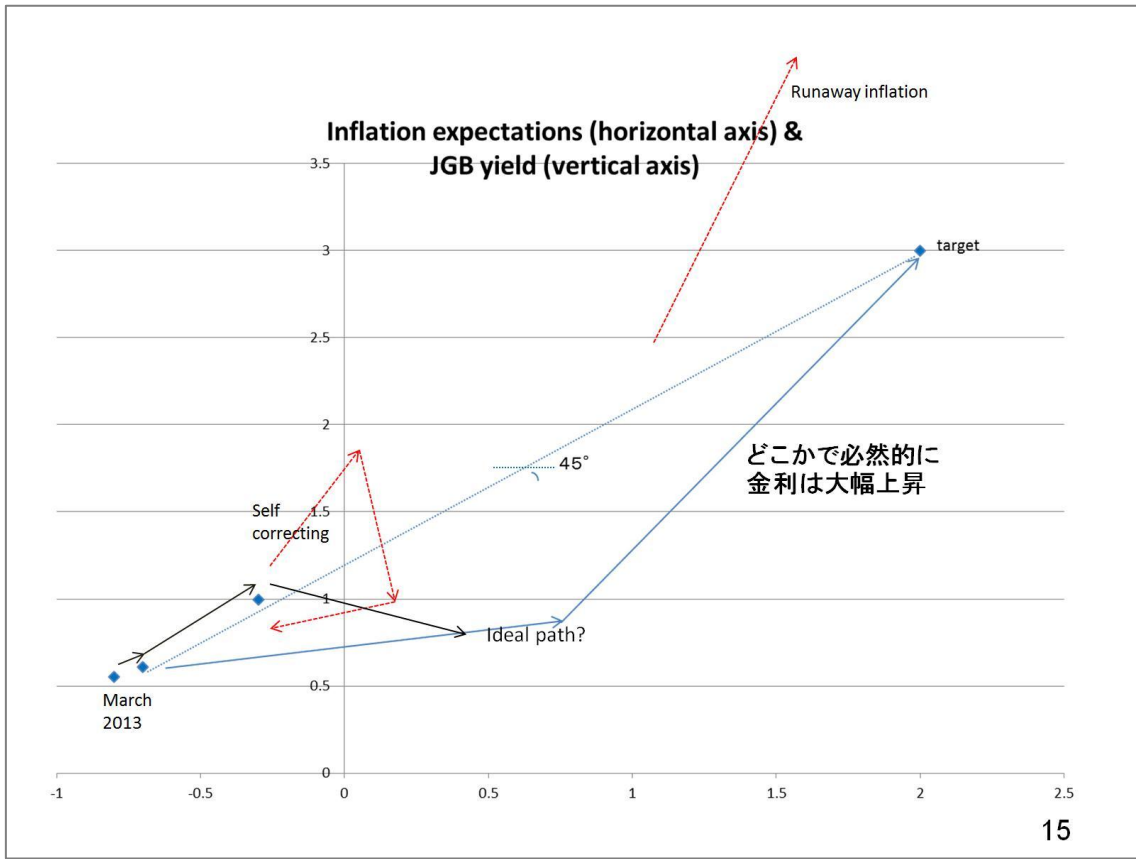
- 決定的に重要な米国経済動向
  - 「弱すぎても、強すぎても。」
- 米国以上にbi-modalなリスク。
  - 世界で過去に例のないインフレ期待を大幅に引きあげるという実験。
  - 金利リスクを不十分にしか織り込めていないJGB市場。
  - これまでの経緯から、出口周辺での政治の金融政策への関与の在り方に市場は強い関心を持つ可能性。
- 経済理論的にはインフレ率を-0.5%から2%に引き上げても大まかには中立的。
  - 金融緩和政策の余地は高まる。
  - 一時的に景気は上昇。
  - しかし、デフレ期に委縮していた「リスク資産選好」が回復し、強い前向きな循環が誕生するのか？

13

当面の経済情勢と資産価格(両者の仲介項として金融政策)

			日本	
		下降局面入り	緩やかな上昇継続	加速局面入り
	下降局面入り			
米国	緩やかな上昇継続		米国 15年央に利上げ 日本 遅れて出口へ	
			金利 緩やかに上昇 株 緩やかに上昇 為替 緩やかな円安	
	加速局面入り			

14



## QE後の金融仲介

- 金融危機により世界的に金融規制強化
  - 自己資本比率規制、レバレッジ規制、流動性規制、Volcker rule等。
  - 預金取扱金融機関はリスクテークが難しく。
  - 市場流動性にも悪影響へ。
- 現状は、こうした問題点がゼロ金利、過剰流動性供給により表面化していない。
  - 異例の金融緩和後の金融仲介の姿はきわめて不透明。

17

## 日本におけるリスクテッキング

- 日中戦争までは個人富裕層(株・債券で企業に資金供給)。
- 戦後インフレ(+農地改革)で富裕層は壊滅。
- 政府・日銀・銀行によるリスクテーク(成長産業への資金供給)
- バブル崩壊後の一連の動きでこの体制も衰退。
- 新しいリスクテーカー？
  - 富裕層は老人、機関投資家？

18

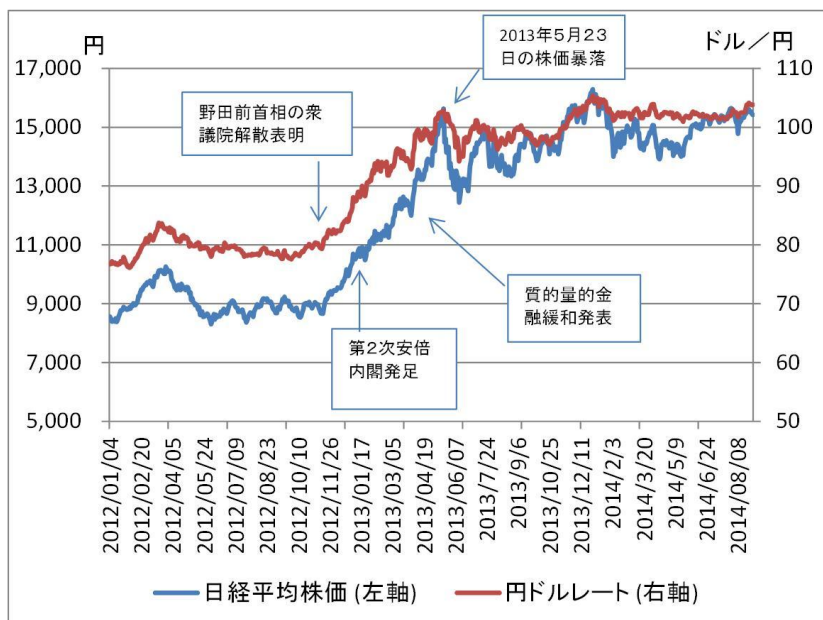
# 設研50周年 パネルディスカッション資料

福田慎一  
(東京大学)

## アベノミックス

- レジーム・チェンジを印象付けることで、期待を上向かせることに大成功
- 市場(特に、外国人投資家)の期待はドラスティックに変化
- 最近では、市場だけでなく、一般の人々(特に家計部門)の期待も上向き
- ただし、実体経済は、消費を中心に回復傾向が見られるものの、設備投資などそのスピードはゆるやか
- 資産価格の動きもこのところ一進一退

最初に反応したのは市場、12年末から昨年5月にかけて急上昇  
ただし、今年5月23日以降は一進一退



3

## ゆるやかな実体経済の持ち直し

- 生産指数の回復は緩やか
- 貸出の伸びも限定的
- 賃金の上昇は、ボーナスなど「特別に支払われた給与」や残業時間の増加に伴う「所定外給与」の増加が中心で、「所定内給与」の増加は限定的
- 雇用の増加も非正規雇用が中心
- 現状は期待先行の景気回復といえる

4

## 4月第一週の金融政策決定

- マネタリーベース・コントロールの採用
- 長期国債買入れの拡大と年限長期化  
⇒ コミットメントを強化する一つの方法
- ETF、J-REITの買入れの拡大  
⇒ 平時の信用緩和政策
- 「量的・質的金融緩和」の継続  
⇒ 時間軸政策
- 個々の仕組み自体は、目新しいものではない
- しかし、コミュニケーション戦略の成功(何ができないかではなく、何ができるかを訴える)

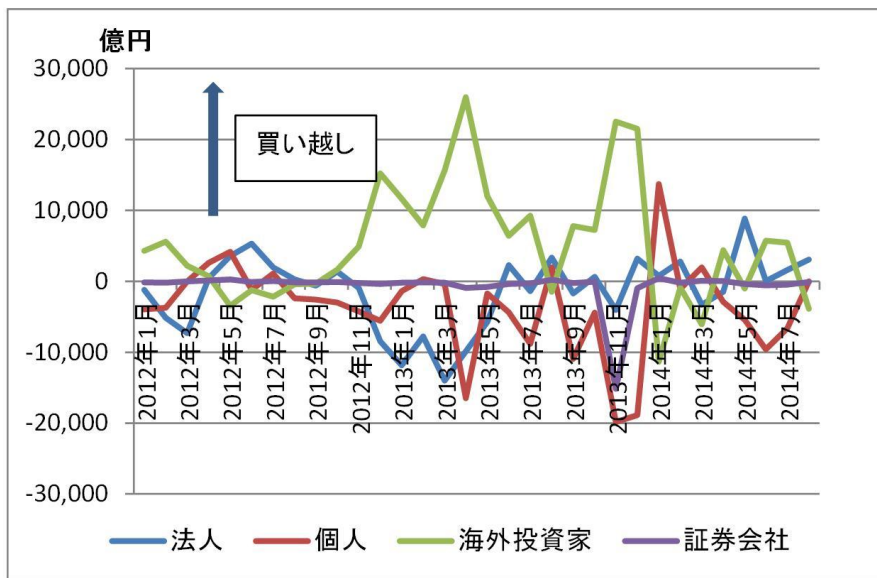
5

## なぜ期待は変わったのか？

- 異次元の金融政策
- レジームチェンジ
- ただし、主導したのは外国人投資家
- しかも、レジームチェンジへの期待は、金融政策だけでなく、新政権による経済政策全般への期待
- このところ、外国人投資家の買いも弱含み

6

## 投資部門別株式売買状況 東証一部



出所) 東京証券取引所

イェール大学名誉教授  
**浜田宏一**

アメリカは日本経済の  
復活を知っている

**アメリカは  
復活を知っ  
ている**

日本経済の  
復活を知っ  
ている

9784062181518

1920095016009

ISBN978-4-06-218151-8

C0095 ¥1600E (0)

講談社  
定価: 本体1600円(税別)

私の研究生活の集大成として、なぜ経済政策が、そして特に日本の金融政策がこうも間違えるのかに関して、インタビューを行っている。すでに60人以上から聞き取りを行っているが、そのなかには、教科書でも有名なクレコリー・マンキュー、ウィリアム・ノードハウス、ベンジャミン・フリードマン、マルティン・フェルドスタイン、デール・ジョルゲンソン、ロバート・シラー等の泰斗が含まれる。そこであらためて分かったことがある。外国人学者のほとんどすべては、潜在成長率のはるか下で運営されている日本経済を「ナンセンスだ」と考えているのだ。そう、アメリカはいや世界は、日本経済が普通の法則に則って運営されさえすれば直ちに復活し、成長著しいアジア経済を取り込み、再び輝きを放つことができることを知っている。――(まえ書きより要約)

**浜田宏一** イェール大学名誉教授  
講談社

**ノーベル経済学賞に  
最も近いといわれる  
巨人の、救国の書だ!!**

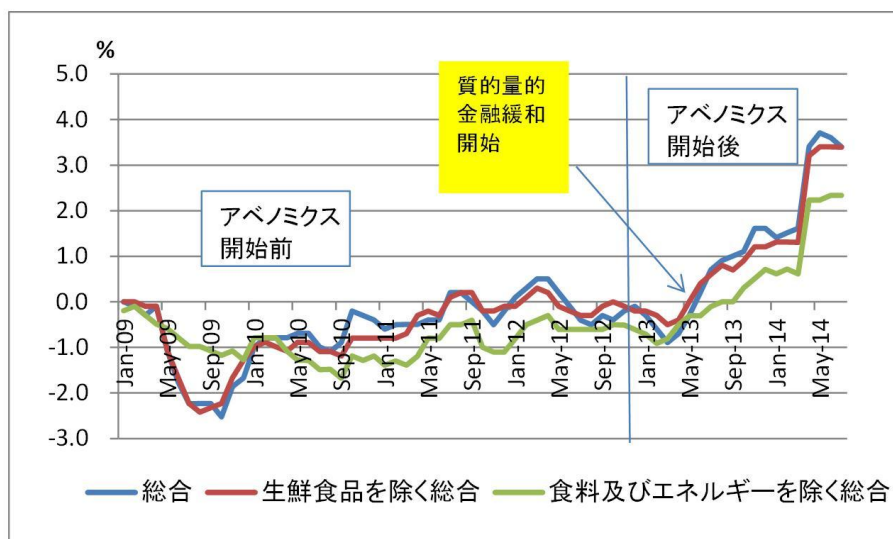
(嘉悦大学教授・高橋洋一)

## 2%目標の実現可能性

- 物価上昇の兆しは見えているが、厳しい道のり
  - 円安による輸入物価の上昇が一般物価を押し上げてきた、原材料価格の上昇を価格に転嫁できていない
  - 賃金の引き上げは物価を引き上げる一要因だが、それに加えて、企業が価格マージンを上乘せすることも、インフレが起こるためには重要
  - コスト上昇を価格転嫁できる経済状況が必要
  - それには企業の価格競争力を高めることが重要
- ⇒ アベノミクスの「第3の矢」の重要性

9

## CPI増加率(対前年同期比)はプラスに転じる 最近では、低迷していたコアコアも

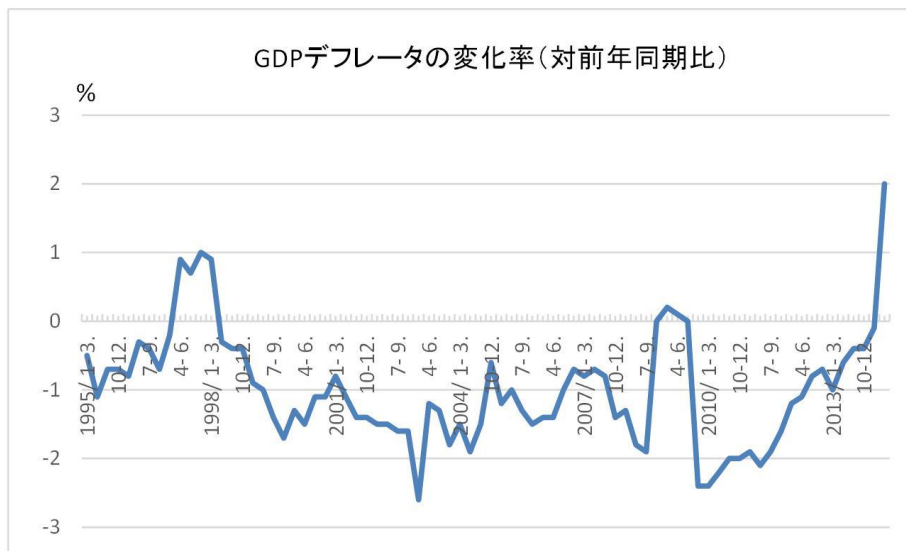


出所)総務省統計局

10



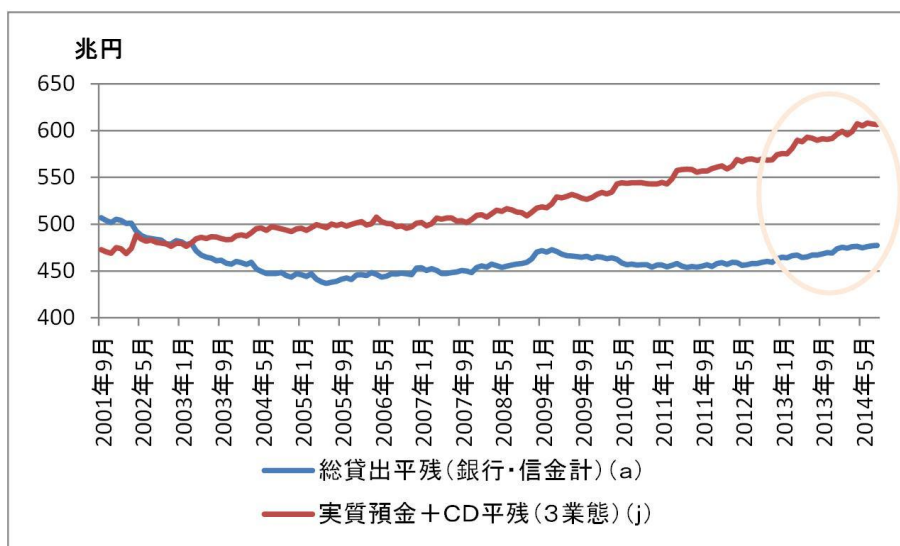
## アベノミクスの下でもGDPデフレーター 下落は続いてきたが...



出所)内閣府

11

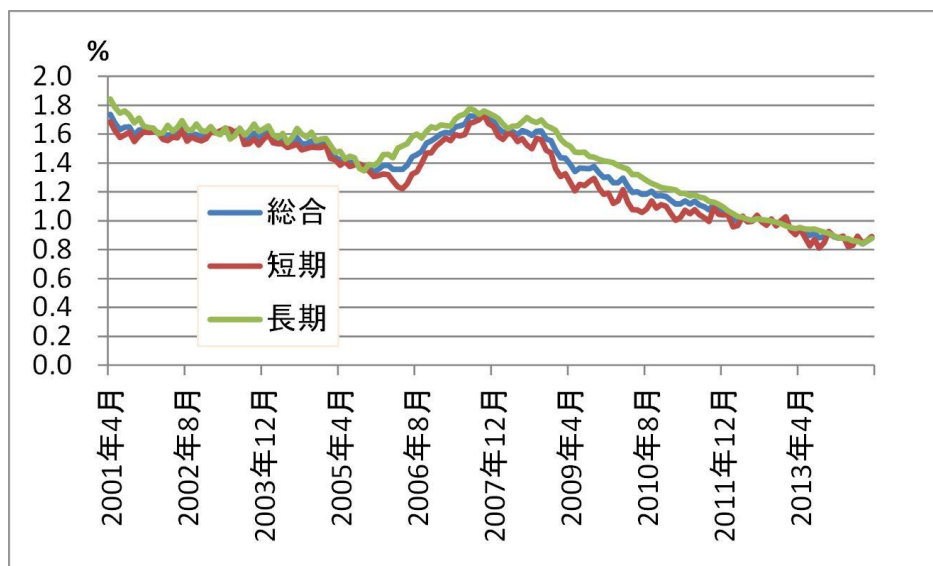
## 貸出の伸びもプラスに転じているが、その回復 スピードは緩やか。一方、預金は堅調に増加。



出所)日本銀行

12

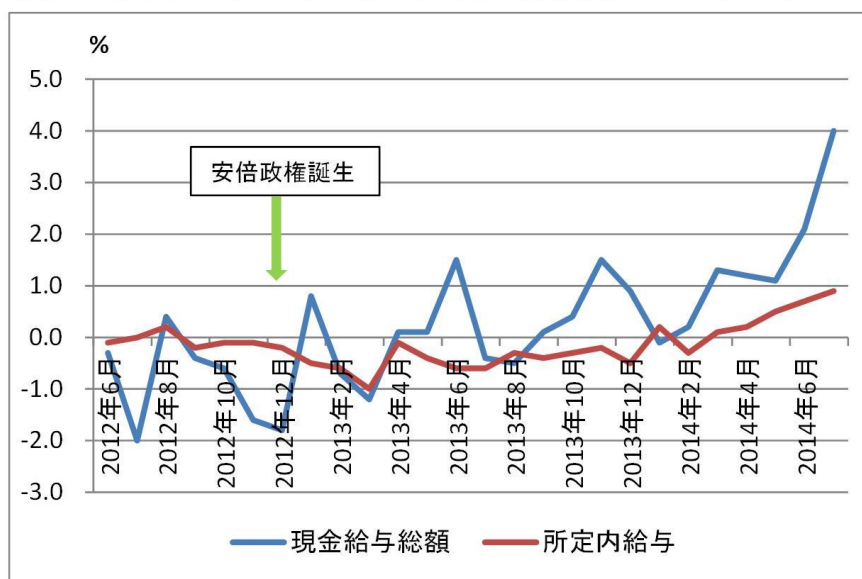
## 新規貸出金利も下落が続く 国内銀行(新規貸出)



出所) 日本銀行

13

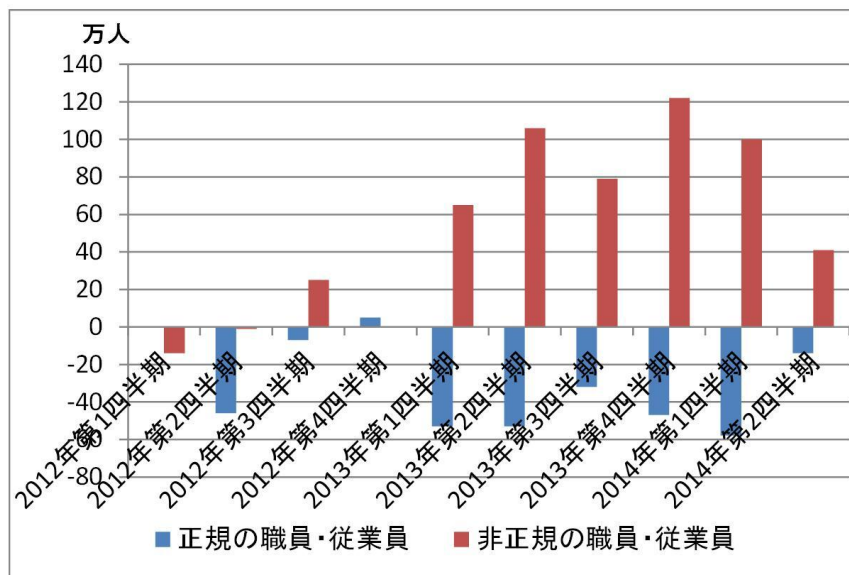
## 賃金の上昇はボーナスや残業代が牽引 賃金変化率 (全産業、規模30人以上)



出典) 厚生労働省『毎月勤労統計調査』

14

## 雇用の増加は非正規労働者が牽引 雇用形態別雇用者数の増減(対前年同期)



注)総務省統計局『労働力調査(詳細集計)』より作成。

15

## アベノミックスの副作用

- 市場の歪み、特に債券市場
- ⇒ 2つのタイプのモラル・ハザード
- 財政ファイナンスの問題
- ⇒ 国債金利高騰(国債価格暴落)のリスク
- 事実上の通貨切り下げ競争
- 株価ターゲットの問題点
- 期待が裏切られた時の混乱
- 出口戦略はこれまで以上に困難
- ⇒インフレが止まらなくなることのリスクよりも、潜在的には資産バブルの可能性

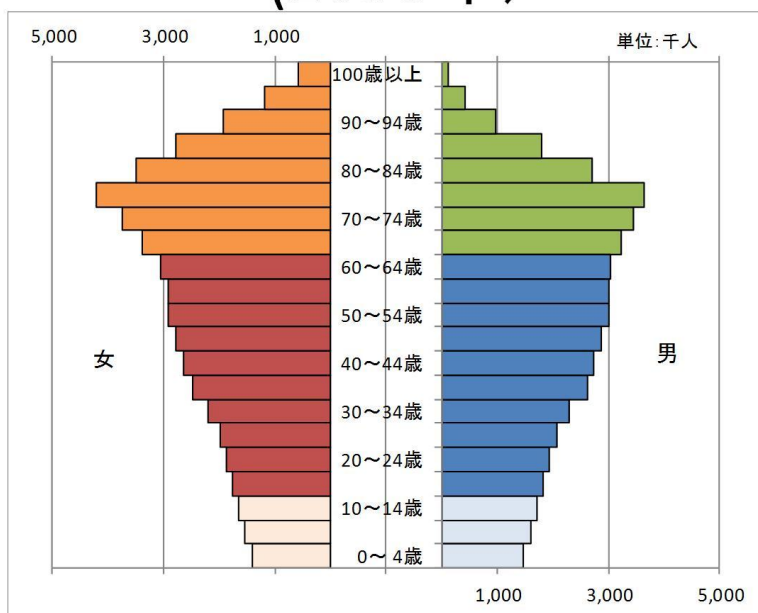
16

## 中長期的な課題

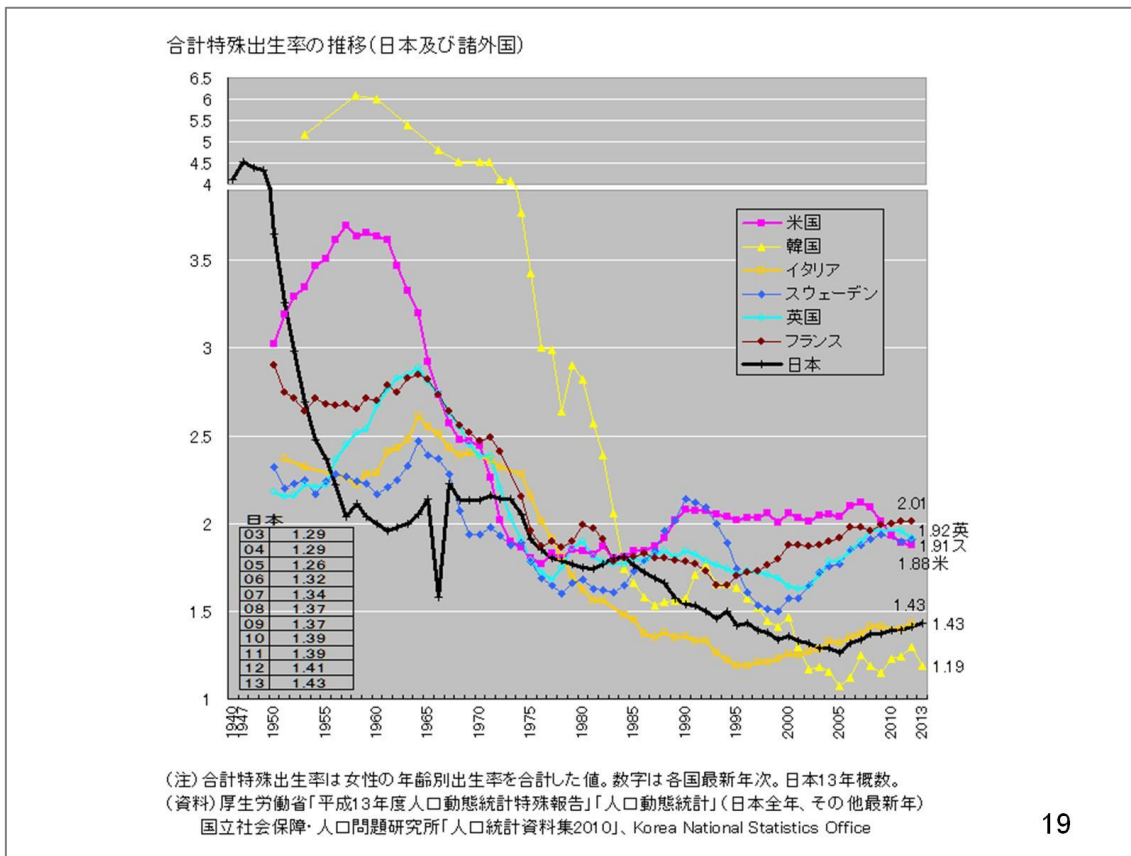
- 少子高齢化など、中長期的な日本経済に対する従来からの懸念材料が払しょくされたわけではない。
- ⇒ 「第三の矢」の重要性：  
規制緩和、構造改革
- 日本経済の担い手となる人材育成は課題

17

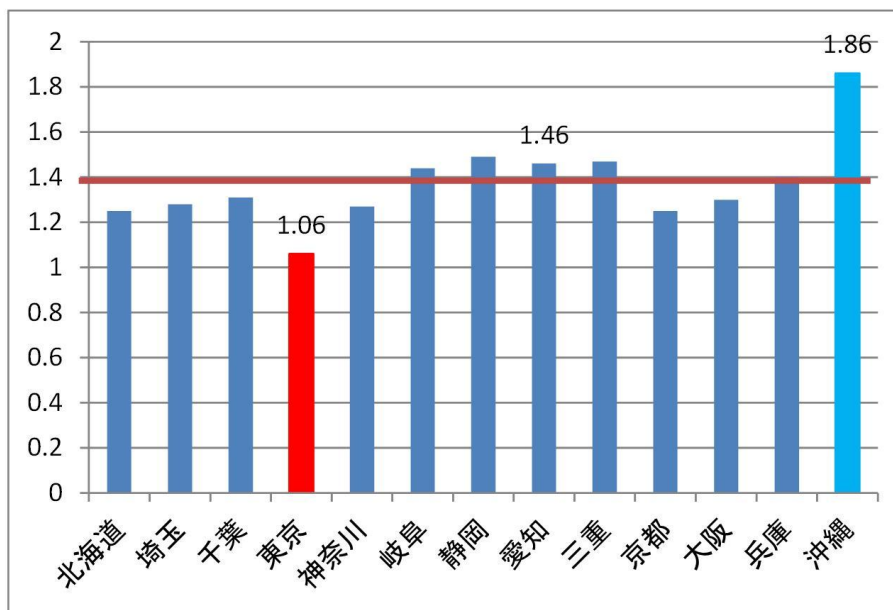
## 男女年齢5歳階級別人口ピラミッド (2050年)



18

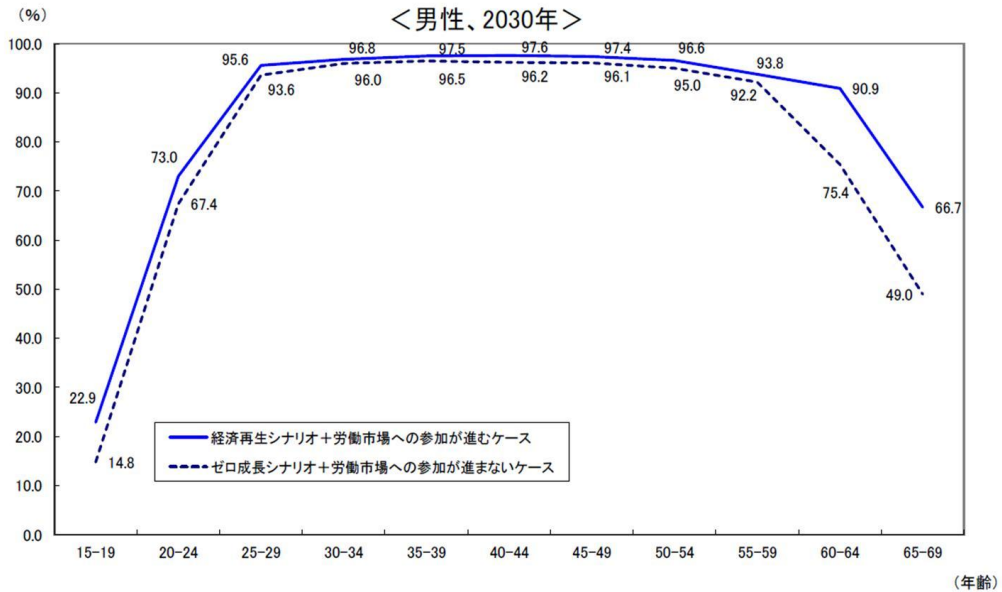


## 都道府県別合計特殊出生率(2011)



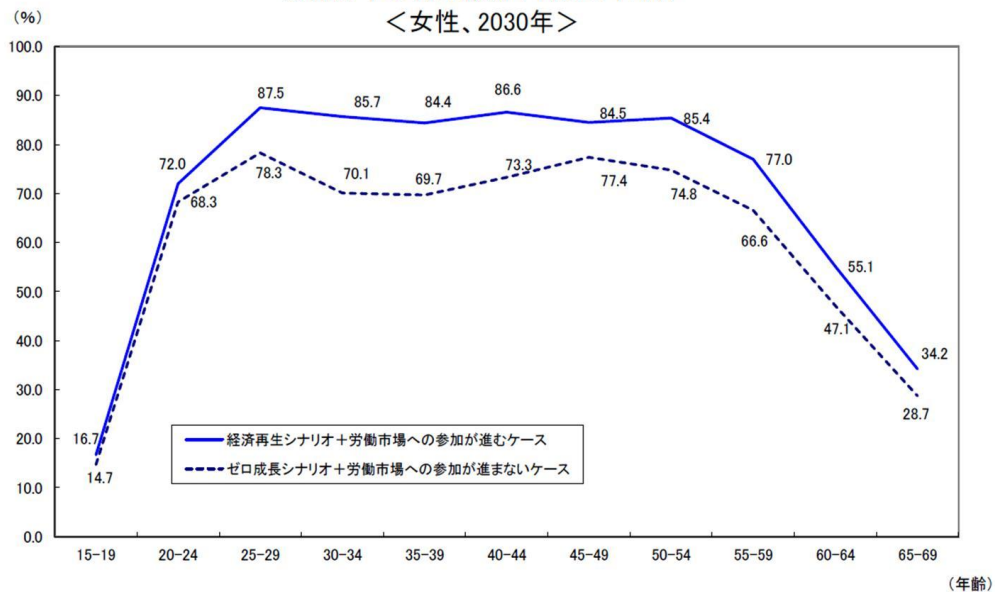
# 高齢者の活用

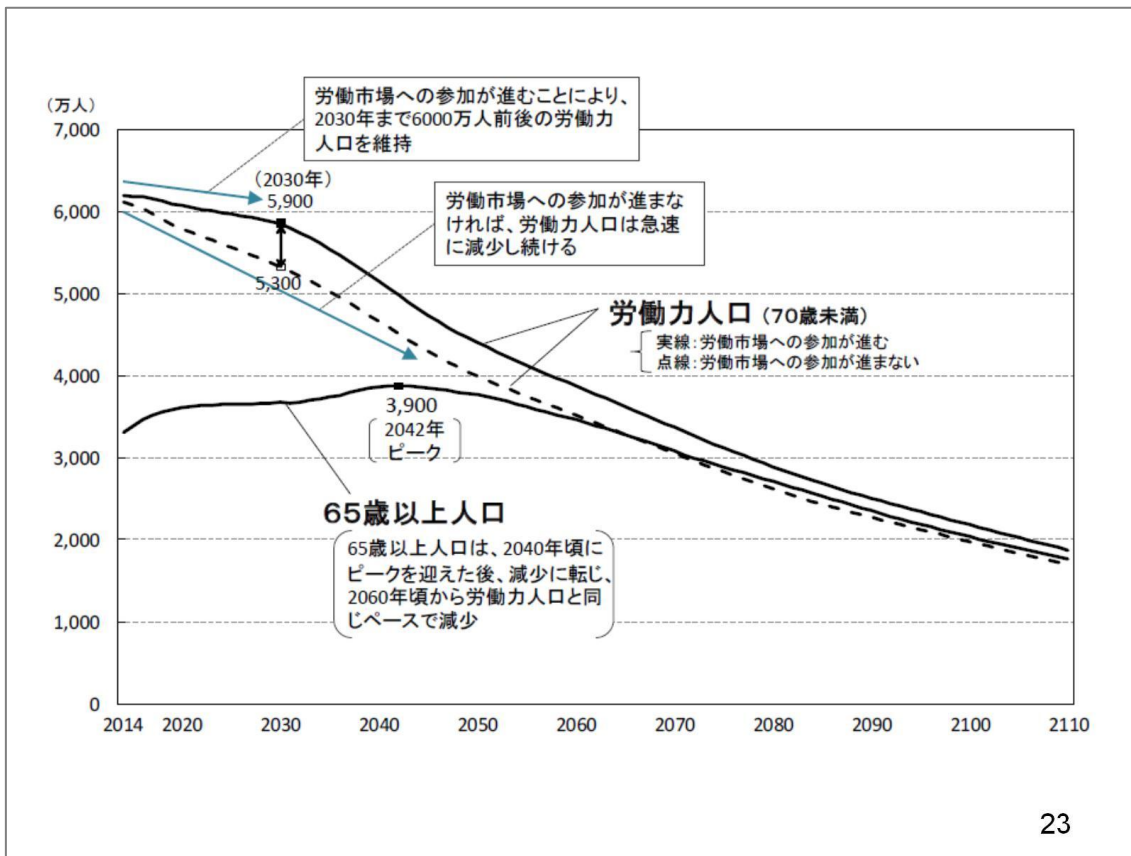
労働力率の将来推計(平成26年2月)  
 <男性、2030年>



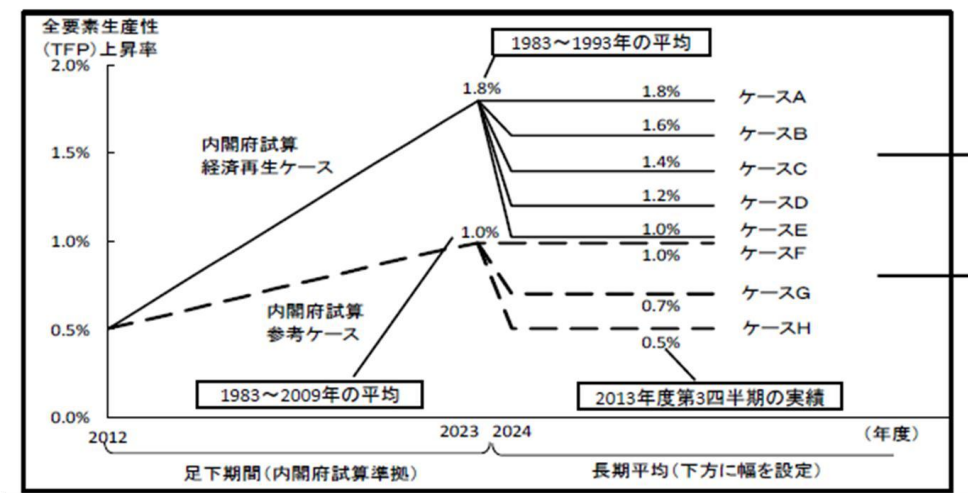
# 女性労働力の活用

労働力率の将来推計(平成26年2月)  
 <女性、2030年>

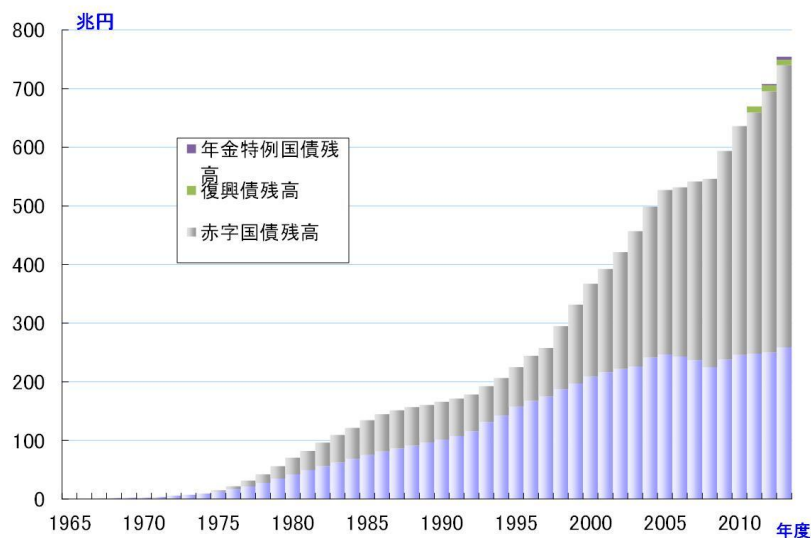




## 平成26年財政検証結果 TFP成長率に関するシナリオ

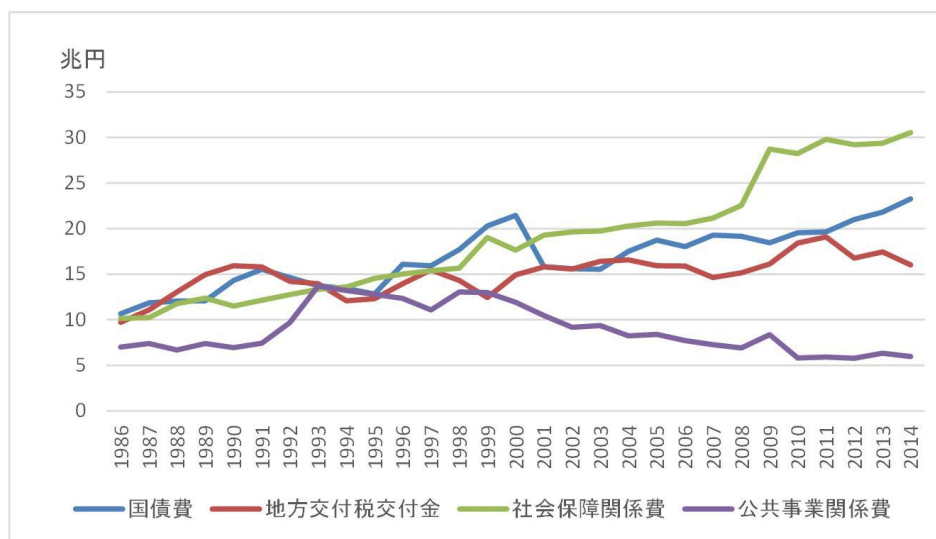


## 国債残高の推移



25

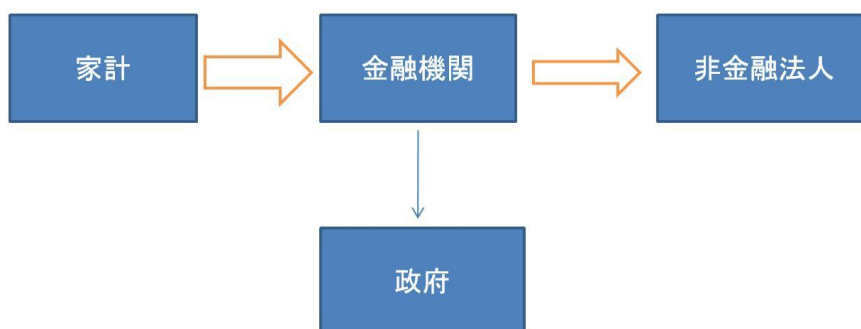
## 一般会計歳出決算主要経費別分類



26

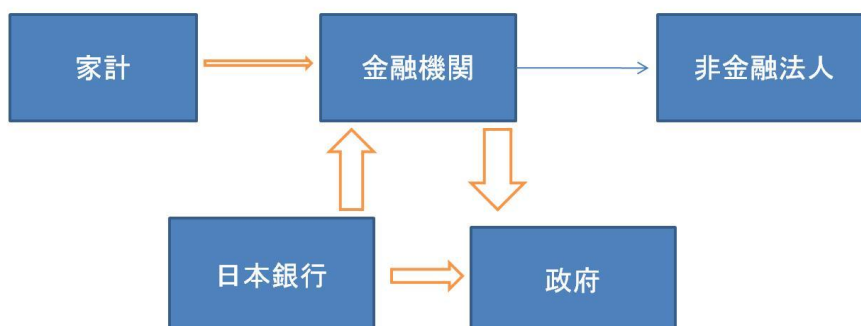


## わが国の資金フロー(概念図) バブル崩壊以前



27

## わが国の資金フロー(概念図) 2000年代



28

## 成長を続けるアジア経済を どのように取り込むか？

- 輸出先としてのアジア(アジア内需):  
魅力ある製品や商品をいかに売り込むか  
輸出ルートの開拓
- 観光客の受け入れ:  
受け入れ態勢をいかに充実させるか
- 労働力の担い手

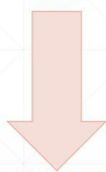
# 停滞から抜け出せるか？

企業統治強化を起点として

---

## 第三の矢 「企業統治強化」が要として浮上

「日本再興戦略」(平成25年6月14日)



シュレーダー前首相「アベノミクスへの提言」  
「経済再生ビジョン」(自民党版の成長戦略)

「日本再興戦略 改訂2014」(平成26年6月24日)

「弱い企業統治」が問題の核心の1つであると  
認識されるようになった

---

## 成長戦略の起点としての「企業統治強化」

悪循環は、矢印が逆転すれば、好循環

⇒強力な効果を持つ戦略になりうる

家計：ポートフォリオの変化

企業：生産的アセット（資本、技術、人的資本）の蓄積再開

金融機関：蓄積支援のビジネスモデル、統治へのコミットメント

政府：政策が有効性を取り戻す、統治強化への政治的支持

企業経営に 現在よりほんの少し投資家を意識する緊張感がある  
ようになるだけでも、日本にとっては大変化、好転の契機となる

3

## 成長戦略の起点としての「企業統治強化」

停滞していた日本の統治改革 — 伸びしろが大きい

短期的には、統治改革が「需給」要因として宣伝されよう。しかし、

長期的には、需要維持装置ではなくインセンティブ装置としての側面が重要

「第三の矢」の推進主体は、そこからメリットを受ける主体

インセンティブ面では、必ずしも政府が推進主体とはいえない

統治改革によって、資金供給者、その他のステークホルダーが、

「第三の矢」（企業収益の増加）の恩恵を実感できるようになる

⇒ 「第三の矢」推進の真のインセンティブが生まれる

4

# 日本の企業金融動向と 金融セクターの役割

資料②

2014年9月25日

日本政策投資銀行設備投資研究所  
設立50周年記念シンポジウム

一橋大学大学院商学研究科  
花崎正晴

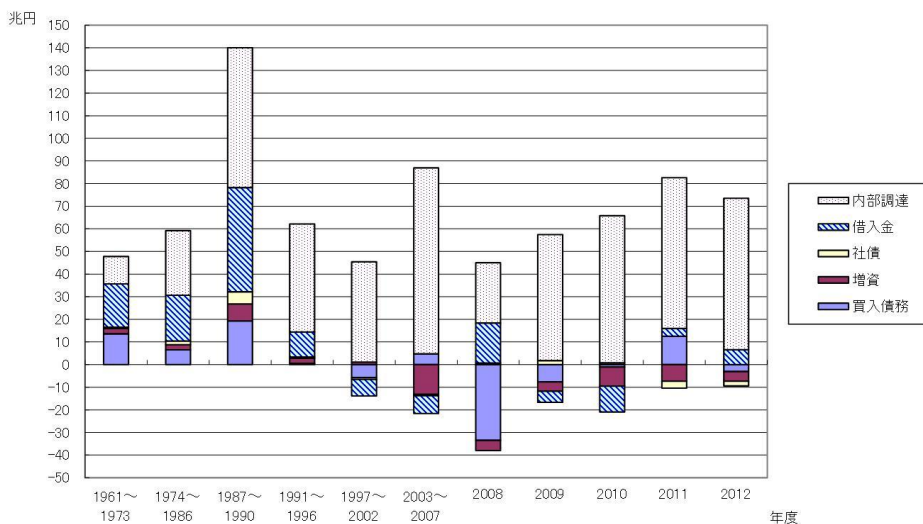


HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

## 法人企業の資金調達動向



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



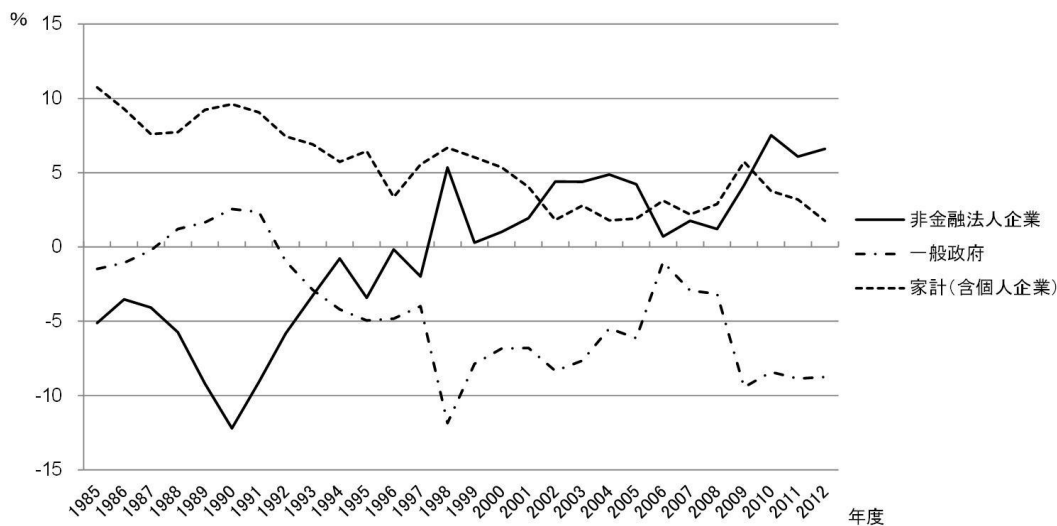
注) 各年度末の残高の増減額をGDPデフレーターを用いて実質化したのち当該期間で集計し、1年度平均に換算して示している。  
ただし、内部調達は、内部留保と減価償却の合計。増資は、資本金と資本準備金の増減額の合計。  
出所) 財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

## 金融仲介機能はもはや不要か



HITOTSUBASHI UNIVERSITY

(純貸出(+)/純借入(-))対名目GDP比率の推移



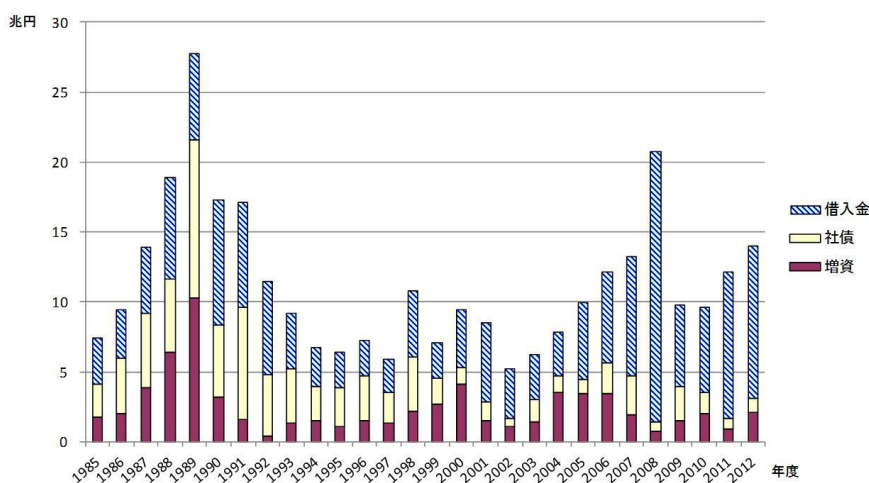
出所) 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算年報』

3

## 外部資金調達がプラスの企業の動向



HITOTSUBASHI UNIVERSITY



注) 上場企業(一部、二部、新興市場)を対象に、純増ベースで外部資金調達がプラスの企業を抽出し、資金調達動向を集計した。

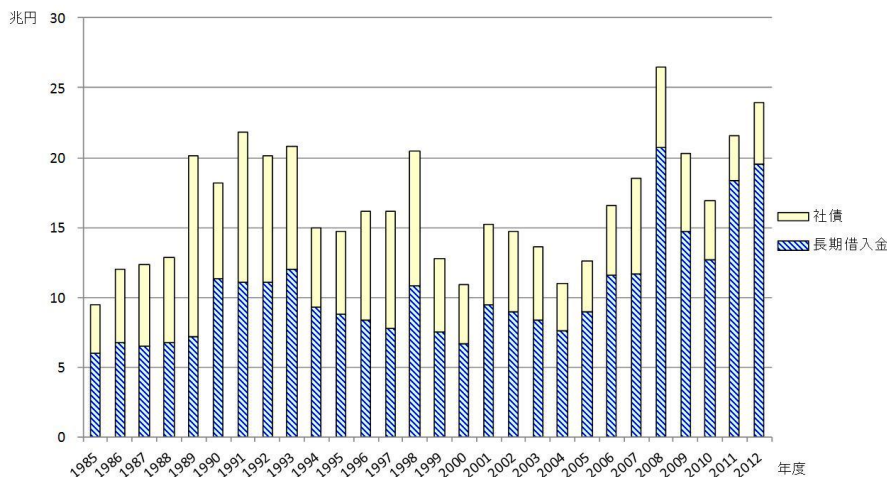
出所) 日本政策投資銀行企業財務データに基づき、筆者作成。

4

## 長期借入金と社債による新規調達動向



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



注) 推計方式は次の通り。

長期借入金残高:  $L_t$ 、1年以内返済予定の長期借入金残高:  $S_t$ 、長期借入金の新規調達:  $F_t$ として、前期末の1年以内返済予定の長期借入金残高が当期に約定通り返済されると仮定すると、次式が成り立つ。

$$L_t + S_t = L_{t-1} + S_{t-1} + F_t - S_{t-1}$$

ゆえに、 $F_t = L_t + S_t - L_{t-1}$ で、新規調達額が推計できる。

社債についても同様である。

出所) 日本政策投資銀行企業財務データに基づき、筆者作成。

5

## 日本の金融システムの行方



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

### 市場型と仲介型の比較

#### 市場型金融システム (market-based financial system)

アメリカ、イギリス

#### 仲介型金融システム (intermediary-based financial system)

or 銀行を中核とする金融システム (bank-centered financial system)

日本、ドイツ

6

## 「貯蓄から投資へ」を巡る論点



HITOTSUBASHI UNIVERSITY

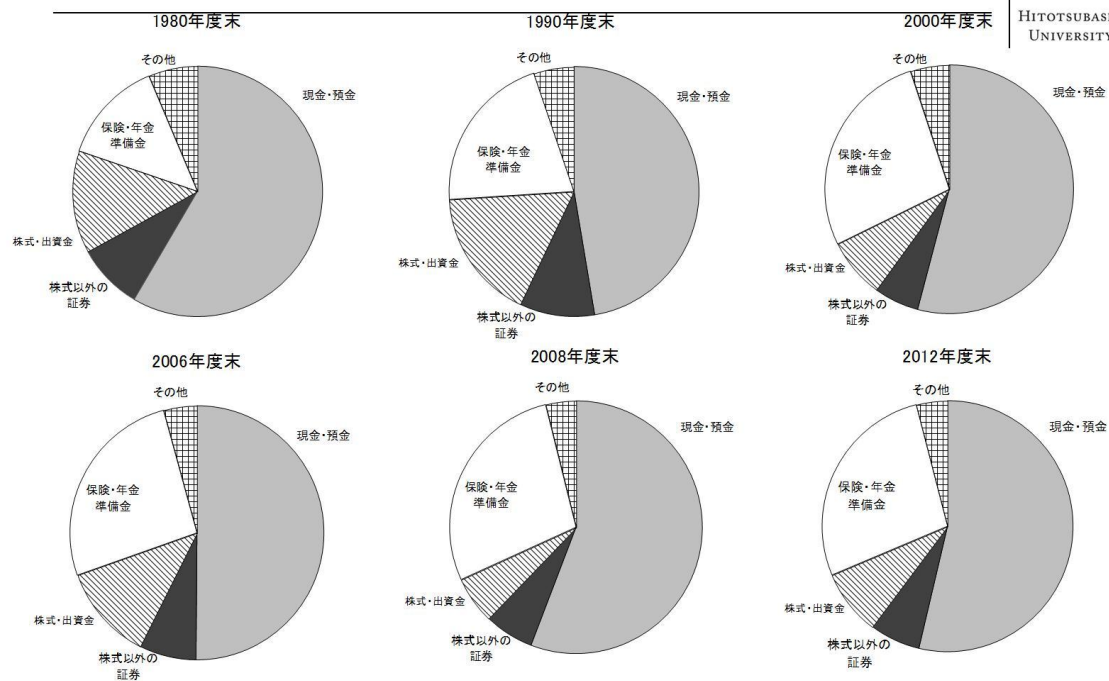
小泉内閣が発足後の2001年6月に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」(いわゆる骨太方針2001)において、「21世紀にふさわしい安定した金融システムを構築する。直接金融を重視したシステムに円滑に移行するために個人の株式投資にかかる環境整備を行うなど証券市場を活性化する。」とされたのが始まり。

2003年～2013年：証券優遇税制  
2014年～：NISA

## 家計部門の金融資産保有割合



HITOTSUBASHI UNIVERSITY



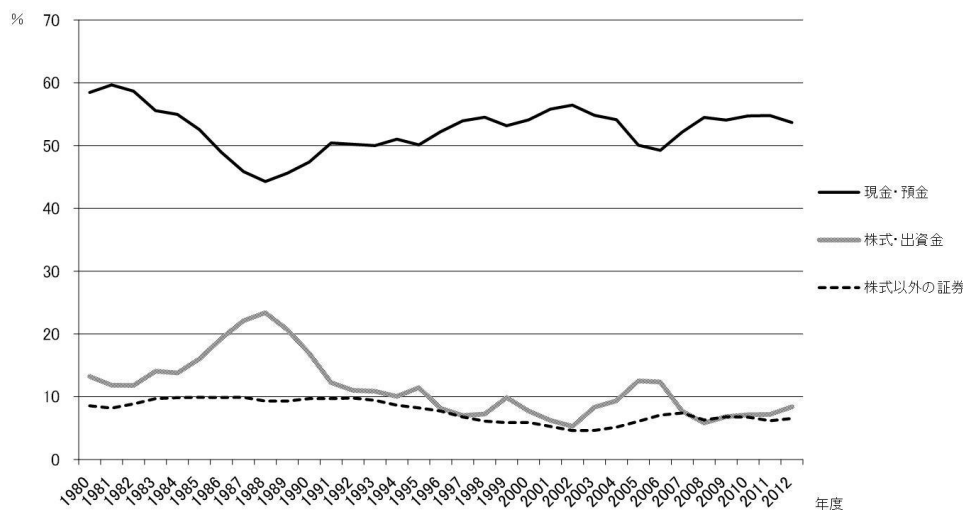
出所) 日本銀行「資金循環統計」に基づき、筆者作成。



## 家計部門の主要金融資産構成比の推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



出所) 日本銀行「資金循環統計」に基づき、筆者作成。

9

## 金融取引の新しいパラダイム



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

Allen and Santomero (1998) : 金融仲介機能を巡るパラダイムの変化を指摘。  
金融の伝統的機能・・・取引費用 (transaction cost) の引き下げ、情報の非対称性の問題の緩和。

金融技術の進歩で、とりわけ直接金融における取引費用は低下。ただし、デリバティブ取引の普及などにより、金融取引におけるリスク管理の困難性は増大。情報の非対称性の問題は深刻化。

↓

個人や一般企業にとって、金融市場への参加費用 (participation cost) が上昇。直接金融は困難化。

↓

金融仲介機関の役割が増大。

高度な金融技術力を駆使し多様な市場を利用して、リスクを移転、変形、そして再配分する機能。

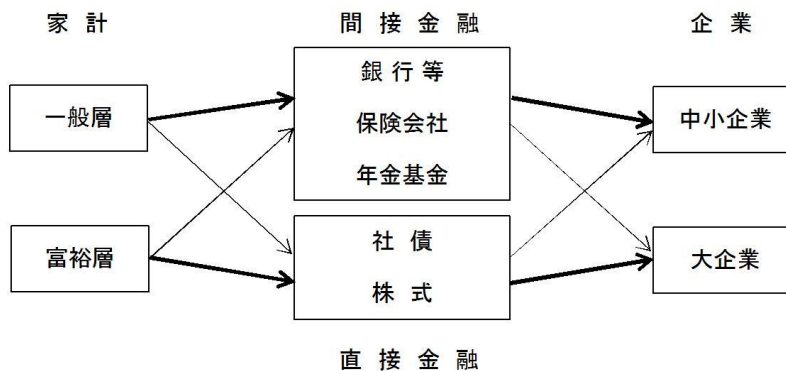
10



HITOTSUBASHI UNIVERSITY

## 金融取引のパラダイム変化

### (1) 伝統的パラダイム



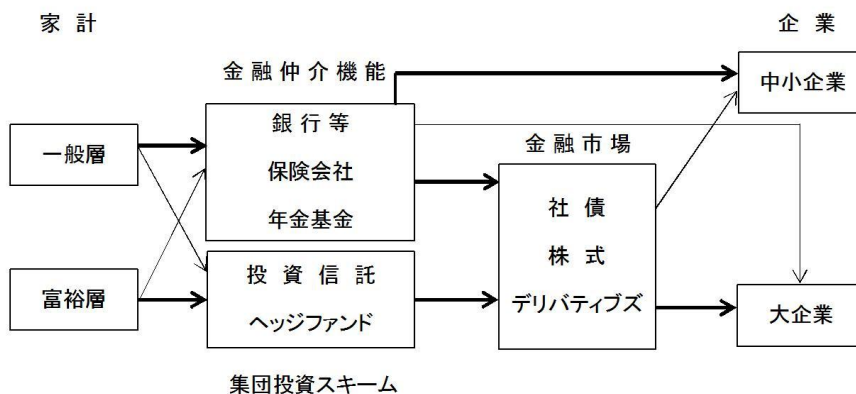
注) 矢印は、資金の流れを示す。

出所) Allen and Gale (2000) 図15. 1および図15. 2を参考にして、筆者作成。



HITOTSUBASHI UNIVERSITY

### (2) 新しいパラダイム



注) 矢印は、資金の流れを示す。

出所) Allen and Gale (2000) 図15. 1および図15. 2を参考にして、筆者作成。

## 金融セクターの役割



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

### I. 長期的視野

#### 1. 銀行業務

リレーションシップ・バンキングの重要性の再認識

- 長期的情報蓄積やモニタリング
- 信頼や評判の形成

#### 2. 投資銀行業務

- 顧客企業の価値向上のための資金調達支援
- 「セルサイド」から「顧客企業サイド」へ

13

### II. 情報生産能力の深化



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

#### 1. 長期的コミットメントを可能とする情報生産

- 当該経済・産業・企業に係る長期的情報蓄積

#### 2. 長期的視点に立った調査

- グローバルなマクロ経済動向調査
- 企業金融、設備投資動向調査
- マクロ経済動向を踏まえた産業調査
- 新分野に着目した調査
- 経済社会のサステナビリティに関する基礎研究  
(環境、社会的共通資本、地域問題、格差問題等)

#### 3. 金融機関同士、自治体等との連携も重要

14



### Ⅲ. 多様な投融資手段

1. 伝統的手法
  - ローン+ 再交渉
2. 企業および事業特性に応じた金融商品設計
  - シンジケート・ローン
  - ストラクチャードファイナンス
  - アセットファイナンス
  - Asset-based Lending(売掛債権、棚卸資産、知的資産などを担保とする貸付)
  - DIPファイナンス
  - メザニンファイナンス、など
3. 新金融手法
  - 環境格付融資、BCM格付融資などの認証型ローン
  - マイクロファイナンス、など

### 金融セクターの使命



- 金融は、社会的共通資本(制度資本)の重要な構成要素。
- 金融機関は、社会性や公共性が高い。

- I. 長期的視野
- II. 情報生産能力の深化
- III. 多様な投融資手段



企業(or 事業主体)の資金調達支援(経営資源を含む)。



- 実体経済への付加価値創出
- 社会貢献
- 経済社会のサステナビリティ確保

---

## パネリストのご略歴

---

### 植田 和男 氏

東京大学大学院経済学研究科教授

1974年東京大学理学部卒業、マサチューセッツ工科大学Ph.D. (Economics)。ブリティッシュコロンビア大学経済学部助教授、大阪大学経済学部助教授、東京大学経済学部助教授、同教授、日本銀行政策委員会審議委員を経て、2005年4月より現職。この間、大蔵省財政金融研究所主任研究官、GPIF運用委員長なども務める。2008年10月より当行社外取締役。主な著書に『ゼロ金利との闘い—日銀の金融政策を総括する』（日本経済新聞社）など。

### 花崎 正晴 氏

一橋大学大学院商学研究科教授

1979年早稲田大学政治経済学部卒業、早稲田大学博士（経済学）。1979年日本開発銀行（現・日本政策投資銀行）入行。設備投資研究所、OECD経済統計局派遣、調査部、総務部、ブルッキングス研究所派遣、一橋大学経済研究所派遣などを経て、2007年10月より2012年3月まで設備投資研究所長。2012年4月より現職。主な著書に『企業金融とコーポレート・ガバナンス—情報と制度からのアプローチ』（東京大学出版会）など。

### 福田 慎一 氏

東京大学大学院経済学研究科教授

1984年東京大学経済学部卒業、イェール大学Ph.D.(Economics)。横浜国立大学経済学部助教授、一橋大学経済研究所助教授、東京大学大学院経済学研究科助教授を経て、2001年12月より現職。現在、金融審議会委員も務める。主な編著書に『価格変動のマクロ経済学』（東京大学出版会）、『マクロ経済学・入門』（共著、有斐閣）、『日本の長期金融』（編著、有斐閣）、『金融論—市場と経済政策の有効性』（有斐閣）など。

### 村瀬 英彰 氏

学習院大学経済学部教授

1986年東京大学経済学部卒業。1991年東京大学大学院経済学研究科博士課程を退学し、横浜国立大学経済学部助教授に就任。以後、名古屋市立大学経済学部助教授、同教授を経て、2013年4月より現職。主な著書・論文に『シリーズ新エコノミクス 金融論』（日本評論社）、『ゼミナール国際金融 基礎と現実』（共著、東洋経済新報社）、「権利の束としての不動産：オプション理論による解明」（日本経済新聞社『不動産市場の経済分析』所収）など。

## 設備投資研究所設立 50 周年記念シンポジウム

## 特別講演Ⅱ

演 題 日本経済の現状と金融政策運営

講 師 岩田規久男 日本銀行副総裁

日 時 2014 年 9 月 25 日（木）16:50－17:30

会 場 大手町フィナンシャルシティ サウスタワー3F カンファレンスセンター

日本銀行の岩田でございます。本日は、日本政策投資銀行設備投資研究所設立 50 周年記念シンポジウムにお招きいただきありがとうございます。

私は、政策投資銀行の前身の日本開発銀行の設備投資研究所に、大学院の博士課程 1 年の時から 4 年間もお世話になりました。4 年もお世話になった人は、正社員以外ではあまりいないのではないかと思います。私の研究生活の出発を支えていただいた日本開発銀行に、改めてお礼を申し上げたいと思います。

今日は、日本銀行が昨年来、採用している金融政策について、それが日本経済とどのような関わりを持って今に至っているかということをお話ししたいと思います。

2013 年の 4 月 4 日、日本銀行は「量的・質的金融緩和」という政策を始めております。その前年の 2012 年の 11 月に安倍首相が「異次元緩和」あるいは「レジームチェンジ」ということをおっしゃったと思うのですが、その言葉が一番大事だと私も思っております。資料 (p.84～) の図表 1 にありますとおり、インフレ目標を採用して、その目標を達成するために必要な政策を実行する、そういう枠組みへレジームチェンジしたということです。この「レジームチェンジ」ということが実は一番大事なのです。今まであまり言わなかったもので、今日はそのこと、レジームチェンジについて最初にお話ししたいと思います。

「アンシャンレジーム（旧体制）」などと世界史で学んだと思いますが、「レジーム」というのはなかなか日本語に訳せない言葉です。「体制」というと少し違和感がありますので、「レジーム」という言葉をそのまま使わせていただきます。経済政策に関してレジームということを経験したのは、おそらくトーマス・サージェント教授だと思えます。サージェント教授は、合理的期待形成の研究で有名な方で、2011 年にノーベル経済学賞を受賞しましたが、財政政策や金融政策が実体経済に効果をもたらすメカニズムに関して、次のようなことを主張しました。

人々は、政策当局が考えているレジームに反応する（その結果、経済政策は有効性を持つ）。レジームというのは何かというと、要するに、日本銀行なら金融政策の運営にあたって、何を目的にどういう方針でやろうとしているかという全体の枠組み（「枠組み」という言葉も「フレームワーク」の訳語で少し違和感があるのですが）、そういうものである。人々は、日本銀行なら日本銀行、あるいは政府なら政府がどういうレジームに立っているのかを見ながら、それに反応する。レジーム以外のことをたまたまやっただとしても、それは信じない。少なくとも強い反応はしない。そういう意味で、レジームに人々は反応する

のだということです。

日本銀行が現在採用しているレジームは、「インフレ目標を設定し、その達成に強くコミットする」というレジームです。インフレ率を数値目標として設定し、それに対してコミットをするということは、基本的に金融政策によって物価を安定させられる、あるいは物価をコントロールできるという考え方に立っているということです。それがレジームです。

もちろん、インフレやデフレというのは、金融政策以外にも様々な要因で起こります。しかし、それは短期的なものであって、中長期的に考えると、最終的にはインフレやデフレは貨幣的な現象なのだ、したがって、金融政策によって制御可能なのだという考え方は、インフレやデフレは、中長期的に見ると貨幣的な現象なので、物価は金融政策によってコントロール可能なのだという立場、それが、今われわれが採用しているレジームです。

しかも、その物価安定に関して、数値目標を設定したということです。今、その数値目標、中長期目標は「消費者物価の前年比上昇率2%」ということで、2年程度をメドにしなが、できるだけ早い時期に達成することにコミットしているわけです。

次に、**図表2**を見ていただきたいのですが、そのレジームをチェンジしたことを、「量的・質的金融緩和」という名で呼んでいるわけです。

この政策は2本の柱から成り立っているというのが私のまとめであります。1つ目の柱は、「目標を数値できちんと設定して、その達成にコミットする」ということです。具体的には、先ほど言いましたように、「消費者物価の前年比上昇率2%という物価安定目標を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現すること」を、日本銀行は明確に約束したということです。

2つ目の柱として、その目標を達成するための手段も具体的に示しています。1つは「量の拡大」として、マネタリーベースを年間60兆~70兆円のペースで増やしていくこと。目標を安定的に達成するまでそういうことを続けるということです。それから、「質の変化」としては、マネタリーベースを供給するのは日本銀行のバランスシートでいうと、負債サイドですが、負債サイドを変化させるには資産を買っていかねばならないので、リスクのより大きな資産を購入する。国債でいえば、満期の長いものの方が、価格の変動幅すなわちリスクが大きいので、そういうものを買う。あるいは、ETFとかJ-REITといったものを買っていく。こうした2つの面をとらえて「量的・質的金融緩和」と呼んでいるわけです。

同じマネタリーベースを増やすのでも、たとえば3カ月物の短期国債を買って、日銀が当座預金を供給するというのは、ほとんどゼロ金利になってきますと、同じものを交換しているようなもので、実は、民間のポートフォリオバランスは変わらないから効果があまりない。ということで、われわれが当座預金を供給するときに、たとえば30年物国債まで買うというように、日銀当座預金を、まったく質の異なる資産と交換しているということです。

そのような2つの枠組みでやっているのですが、目標の2%は明確です。もう1つ、具体的な行動も明確です。年間60兆～70兆円ですから、月にすると5～6兆円のペースでマネタリーベースが増えていく。長期国債の保有残高も年間50兆円のペースで増やしていくということですから、月々だいたい5～6兆円、多い時で7兆円（の長期国債を購入する）とはっきりしているわけです。

要するに、そのようにして、どれだけマネタリーベースが増え、あるいは、どれだけ長期国債を買っていったって、1年間でこうなるのだということが非常に明確で透明だということです。したがって、マーケットは、金融政策の先行きや色々なことを予想しやすくなっているということです。そのように非常に透明でわかりやすくした、それがこの金融政策の大きな特色です。もちろん、マーケットはいつも追加緩和、追加緩和と言いがちなのですけれども、しかし、よくよく見ていけば、どういう時に金融政策がこうなるだろうということも実は予想がしやすいはずなのです。そのような枠組みになっているということです。

図表3は、具体的には予想実質金利への働きかけが大事なのだということを説明したものです。「予想実質金利」というのは、名目金利から予想インフレ率を引いたものです。量的・質的金融緩和によって長期国債をたくさん買っていますので、まず、長期の名目金利に引き下げ圧力が働いています。もちろん、デフレ時代も名目金利は低かったのですが、この15年ほどデフレが続いたことで、みなさんにデフレマインド、デフレ予想が染みついていて、名目金利からデフレ予想（マイナスの予想インフレ率）を差し引いた予想実質金利は高くなっていたのです。

人々の行動、特に実物的な消費や設備投資の決定に影響を与えるのは予想実質金利ですから、このような状況では、デフレマインドを払拭して、デフレ予想をインフレ予想に変えてやる、転換することが非常に重要です。予想インフレ率が上がり、予想実質金利が下がるというメカニズムが起点となって、实体经济に大きな影響を与えることができます。

図表4は、こうした量的・質的金融緩和の波及経路をまとめたものです。2%のインフレ目標にコミットし、マネタリーベースを増やしていく。マネタリーベースは量と質の両面で、その増やし方が決まっているということです。この2つの枠組みの中で、レジームチェンジとして、こういう形で明確に2%のインフレ目標をできるだけ早期に実現するのだというスタンス、レジームが示されている。

こういうことをすると予想インフレ率は上がる傾向があります。なぜなら非常に長期間、金融緩和を継続することにコミットすると、長期的には将来どこかの時点で必ずマネーストックが増えてきて、それがインフレ率を上げていくのだということを市場が予想する。そういうことで予想インフレ率が上がってくる。

他方、量的・質的金融緩和には名目金利を下げる力があるので、名目金利と予想インフレ率の両方の面から予想実質金利は下がります。予想実質金利が下がるということは、預



金を持っていても金利が低い上にインフレで目減りする。したがって、現金はもちろん、円預金などは運用手段として非常に不利になってくるわけです。要するに、利息が一定のものはインフレが予想される場合は不利になってくる。そういう状況であれば、人々はインフレヘッジできるということで、株式や不動産を買うという行動に出始める。すると、資産価格が上がるという効果が出てくる。資産効果から消費が伸びる。あるいは資産価格が上がると、企業や家計のバランスシートが良くなりますので、それが設備投資や住宅投資にも好影響を与えるという効果もあります。

また、予想実質金利が下がるということは、外貨や外貨預金に比べて円や円預金が不利になるので、外貨建ての資産を買う人が増え、その結果、円高が修正されて円安ドル高、ユーロ高という傾向になる。今まで資産をドル建てで持っていて、たとえばドルが70円台だったところが100円台になれば、円換算した価値は30円も上がってくる。そういうことで資産効果があり消費が伸びる。あるいは外貨建ての資産を持っている企業や家計のバランスシートも良くなるということで、設備投資や住宅投資を刺激する効果がある。

円高修正にはもう一つ、輸出促進効果も期待されますが、**図表5**で見てもみますと、輸出は、この政策を始めた頃は割と良かったのですが、2013年7-9月期は前期比マイナスになり、10-12月期は0.3%しか伸びず、2014年1-3月期は（統計作成上の技術的要因もあって）6.5%増と大きく増えますが、4-6月期は反動があつてまた減りました。このように、円高修正が輸出を伸ばすという経路は今のところ十分働いていませんが、企業収益を拡大する方向には大きく働いています。企業収益が良くなれば設備投資にプラスの影響を持つということになります。

そのようにして、消費、設備投資、住宅投資が増えて一輸出も今後増えると期待しているのですが一供給能力に追いついてくる。このように需給ギャップが縮小すると、生産が拡大する。生産が拡大すれば雇用需要が増え、失業率が低下し、有効求人倍率が上がってくる。それが続けば、やがて賃金も上がり出すということで、雇用と賃金を掛け合わせた雇用者所得が増える。そうなれば、消費を引き上げることになります。そして、賃金が上がってくると、後ほど説明しますフィリップス曲線が上方ヘシフトする、あるいはスティープ化することになります。先ほど述べた予想インフレ率が上がれば、フィリップス曲線は上方ヘシフトしていく。それが実際の物価をまた上げていくという状況になり、やがてインフレ目標を達成するというメカニズムになります。

**図表5**で実質GDP成長率の推移を見ますと、2013年以降、景気は拡大基調を続けてきました。2014年1-3月期の消費増税前の駆け込み需要と4-6月期の反動減があつて、少し先行きが不透明な感じになっているのですが、消費税の影響を除けばある程度順調な成長を続けている。消費税の影響がどうなるかについては後で少し触れたいと思います。

政府も経済対策として公共投資を増やしており、最初の頃は非常に伸びが大きかったのですが、だんだん成長に対する貢献度は低くなっています。最近はむしろマイナスになって足を引っ張っている状況で、やはり建設労働者の人手不足が背景にあると考えられます。

それから、輸入が非常に増える傾向があります。これは、原発が稼働しないのでエネルギー需要が増えていることや、原油などエネルギー価格が高いということで増えている面もあるのですが、それだけでなく全般的に非常に増えています。これは内需の強さの現れで、内需が強いために輸入をしている。

次に、先ほど述べた「生産が増えると雇用需要が増える」というのはどういう状況なのかについて、**図表 6**で見たいと思います。まず完全失業率は、2000年代の中頃にずっと景気が良くて下がってきたわけですが、リーマンショックの影響で、2009年7月には5.5%まで急上昇しました。そこから少しずつ下がっていたのですが、それが量的・質的金融緩和によってさらに下がりました。最近ちょっと上がって、一時3.5%まで下がったのが7月に3.8%まで上がりました。失業率は月々の振れがあるので、トレンドを見た方がいいと思いますが、少し上がった理由は労働参加率の増加です。要するに、雇用状況が良くなっているわけです。特に女性や高齢者はそうですが、職を見つけやすい今までより有利だということになると、労働市場で職を探す人が増えて、職が見つかるまでの間は失業ということになりますので、どうしても景気が良くなると失業率は逆にある程度上がるという傾向があります。今は、そういう状況になっていると思います。

有効求人倍率も2000年代半ば、要するに小泉内閣時代は非常に調子が良かったのですが、リーマンショックで状況が急変して、2009年7月には0.43倍まで下がりました。その結果、就職氷河期などと言われる時代があったわけですが、それが現在は1.10倍、要するに求職数よりも求人数の方が多いう状況になり、労働需給はかなり労働者側に有利になってきたと思います。

少し具体的に見ますと、完全失業率は、2000年から2003～04年までは非常に高かったわけですが、もう少し遡ると1998年くらいから非常に高くなるわけですが、2000年になっても高いまま推移して、さらに高くなる。有効求人倍率も1倍を大きく割り込む状況が続いていたわけですが、小泉内閣の時に少し良くなりましたが、その後リーマンショックでまた悪くなったわけですが。

私が上智大学から学習院大学に移ったのが1998年ですが、その頃から学生も非常に就職難ということで、就職氷河期とか超氷河期と言われて、学生の中には「40社回ったけれどもどこも決まらない。もう諦めました。大学院に行かせてください」「大学院は遊びに来るところではない」というやりとりがあったのですが（笑）、労働需給はそんな厳しい状況でした。

これはよくよく考えてみると非常におかしな状況です。というのも、2000年くらいから日本は生産年齢人口が減っているわけですが、働き手が減っているのですから、普通の経済であれば労働力不足になって売り手市場にならなければいけない。それが逆に超氷河期だとか、学生が40社回っても就職先が見つからないとか、まったく逆なことが起きていたわけですが。

したがって、今、有効求人倍率が1倍を超えてきた、あるいは失業率が3%台まで低下

してきたというのは、普通の経済に戻ったということです。生産年齢人口が減っている経済は、こういう状況でなければおかしいのです。もっと失業率が下がり、有効求人倍率が上がってもおかしくない。つまり、売り手市場になって、賃金が上がるというのが普通の経済です。ですから、レジームチェンジをしたということは、要するに普通の経済に戻すということをやっているに過ぎないのです。前が異常だったということなのです。それを今、普通の経済に戻そうということをやっているということなのです。

今やっているのはアベノミクスの中の「第1の矢」の金融政策と、もう一つ「第2の矢」の財政政策です。公共事業を小泉さんの時にぐっと減らしましたが、今それを増やしているわけです。最初の頃は公共投資は良かったのですが、最近では、労働需給で見えますと、雇用が逼迫し、特に建設労働者は小泉内閣の時にどんどん公共事業を減らしたために熟練した人がいないということで、公共事業の進捗は遅れています。2014年4-6月期は消費税増税による景気下押し圧力に対抗するために経済対策を追加したのですが、**図表5**に戻りますと、公共投資は4-6月期がマイナス0.5%、その前の1-3月期もマイナス2.5%と、前期比では逆に経済の足を引っ張る状況になっており、公共投資にはなかなか頼れない。そういうところまで人手不足は来ている。人手不足が最も現れているのは、建設業と、小売業など第三次産業全般です。

それでは、雇用と賃金を合わせた雇用者所得はどうなのか。**図表7**で見たいと思います。名目賃金は、2013年より前はずっと下がっていましたが。量的・質的金融緩和を始めても、2013年7-9月はまだマイナスだったわけですが、それが10-12月期にやっとプラスに転換するという状況になります。そして2014年7月には、名目賃金は前年比プラス2.4%まで上がってきています。この時、消費税増税の影響を除くと、消費者物価の上昇は前年比1.3%にとどまっていますので(**図表8**)、実は、実質賃金はもう上がり出している、プラスの段階に入ってきているということです。

所定内給与はなかなか伸びないと言われていたわけですが、5月くらいからゼロになって、今はプラスの方に展開しています。所定内給与が上がらない、長らくむしろ下がってきたのは、量的・質的金融緩和の効果で雇用が増え始めても、最初はパートなど非正規社員を増やすからです。正社員はいったん雇うと、景気が悪くなっても簡単に辞めてもらうことはできませんので、企業は本当に経済状況が良くなるという確信が持てない限り、正社員はなかなか雇えない。どうしても非正規社員が先に増える。しかし非正規社員は正規社員よりも賃金が低いために、雇用が伸びる時、当初の段階では平均的な賃金、所定内給与はむしろ下がってしまう。それでも雇用状況の改善が続けば、パートの賃金も徐々に上がるし、正社員も雇うようになる。所定内給与が5月でやっと下げ止まりというのは、そういう状況になったということです。

所定外給与というのは、いわゆる労働時間とリンクするものですが、これも着実に伸びている。労働需給が逼迫しているので、残業を増やしてもらわなければいけないということです。ボーナスなどの特別給与も今年の4月は前年比プラス16.1%とすごい勢いで伸び

ましたし、7月もかなりよくて7.3%の伸びでした。

雇用者数も着実に増えていきますから、名目賃金とかけ算すると、雇用者所得は前年比プラス4.1%まで増えています。また、物価上昇の影響を差し引いた実質で見ても、消費税増税の影響を除けば、雇用者所得はこの4月辺りからプラスに転じています。一般労働者もそうですし、パートの時給もこの6月には、消費税増税の影響を除くとすでに上昇に転じています。新聞ではよく実質賃金は下がったと言うのですが、それは消費税増税の影響が2%あるからです。この2%を急激に取り返す、金融政策で明日までに何とかするというのは、なかなか無い物ねだりで、できない相談です（笑）。したがって、この増税の2%分をさらにカバーするだけ名目賃金を上げるくらいの効果を今後、経済政策は発揮する必要があるということです。

われわれの目標は消費者物価の上昇率が2%で安定するということですが、もちろん、消費者物価だけが安定しても仕方ない。雇用者数が安定的に推移して実質賃金も増える、あるいは労働需給で言えば、完全失業率が3%台前半くらいまでに下がる、おそらく完全雇用はその辺にあるのではないかと私は推測していますが、そういう状況に経済を持っていくということが重要です。

そういう状況では、経験的な話ですが、おそらく消費者物価の上昇率は2%くらいというのがだいたい世界の標準で、インフレ率が2%くらいの国は比較的雇用も安定しているし、実質GDPと名目GDPもバランス良く順調に成長している。そういう経験もあって、今、2%くらいの消費者物価を目指しているということです。それより低い、たとえば消費者物価上昇率1%を目標にしてしまうと、ちょっとしたきっかけですぐにデフレに陥る恐れがあります。

また、消費者物価指数という統計は基準年から時間が経つとともに上方バイアスが出てくることが知られています。なぜなら指数を計算するための消費バスケットは基準年で固定されていますが、実際には、みなさんはバスケットの中でだんだん安いものにシフトしていく。安いもののウェイトが増えていくはずなのです。ですから、実際の感覚としては、消費者物価は実はあまり上がっていないのです。しかし消費者物価指数の世界では、バスケットは昔のままなので、安くなった品目もウェイトは増えません。このために消費者物価は基準年から時間が経つに従って上方バイアスがかかってくる。ですから、先ほどご紹介した1.3%という数字にも、実際は少し上方バイアスがかかっている可能性もあります。

基準年は5年ごとの更新ですから、基準年から5年近く経過すると0.6%とか、人によっては1%くらいになると言う人もいますが、そのくらいは上方にバイアスがかかってきます。つまり1%くらいの目標でやっていると、基準年から5年経つ頃には実質ゼロインフレが目標になってしまう可能性もあるわけで、したがってデフレに陥りやすいということになります。それもあって、世界ではだいたい2%上下1%くらいが許容範囲、主要先進国での経験でもそれくらいが最も安定しているというのが共通認識になっています。

日本銀行がこの政策を始めた時、除く生鮮食品で見た消費者物価の上昇率はマイナス

0.5%でした。それが今年の4月には消費税増税の影響を除いてプラス1.5%、今は少し下がって1.3%くらいになっています。自画自賛するわけではないのですが、マイナス0.5%からプラス1.3%になったというのは、ほぼ1年で実は1.8%ポイントも引き上げたということなのです。ですから、目標を2%としましたが、もともと出発点を0%とニュートラルにしてくれれば、もう2%を達成しているのだなというのが、実は本心であります（笑）。これはオフレコですが（会場 笑）。そういうことで、やはり金融政策というのは、レジームチェンジをして**図表4**のようなことをやれば、予想以上に実際のインフレ率も上がってくるということなのです。

それでは、予想物価上昇率がどうなるかという、これは色々な指標があつてなかなか難しいのですが、企業のインフレ予想に関しては日銀の短観で調査しています（**図表9上**）。それによると2014年6月から1年後はだいたい1.5%を予想し、3年後は1.6%、5年後は1.7%ということで、5年後になると全規模では企業は2%に近づくと考えているようです。

注目すべきなのは、大企業は低くて中小企業は高いということです。中小企業は1年後には1.7%ですから、かなり2%に近くなっています。3年後には1.8~1.9%です。これに対して、大企業は1年後で1.1%と非常に低い。5年後でようやく上がってくるけれども、それでも1.2%にしかならない。

会場のみなさんはだいたい大企業の方だと思いますが、中小企業の経営者はビビッドにご自身で物価を予想するのだけれども、大企業はたいていリサーチ部門があつて、エコノミストの人に聞くわけです。するとエコノミストのみなさんはだいたい低く言う。またデフレに戻るかもしれないというようなエコノミストの意見に大企業の方は耳を傾けるようですね。このために低くなるのだというのが私の感想です（笑）。

実際、**図表10**左のエコノミストの予想インフレ率は、大企業の予想と非常に近い数字になっています。一方、家計を対象にした調査では、1年後には2%を超えるくらいまで予想しているという結果になっています（**図表9下**）。

それから、市場参加者のインフレ予想は物価連動国債の利回りに反映されると考えられますが、4年ものの旧物価連動国債の利回りが示唆する予想インフレ率はすでに2%を超えています（**図表10右**）。それに対して、10年ものの新物価連動国債の利回りが示唆する予想インフレ率は1%ちょっとくらいです。私は、市場参加者は4年後くらいには物価目標2%を達成していると考えているのだと、良いように解釈しています。それが実現できたら、レジームがまた逆にチェンジしていると予想していることになりますが、それはよくわかりません。いずれにしても、5年くらいのタームですと、予想インフレ率はかなり上がっていると言うことはできると思います。

**図表11**は、先ほどフィリップス曲線のシフトということを行いました、本当にシフトしているかどうかを見たものです。横軸が失業率で、縦軸が消費者物価の前年比ですが、1998年4月に新日本銀行法が施行されて、図の右の方に横長の楕円形がありますが、これが日銀法改正以降、量的・質的金融緩和を実施する直前までのフィリップス曲線です。非

常に傾きが緩くて縦軸（消費者物価上昇率）のゼロ水準から下の方にある。それが2013年4月を始点として、楕円が急な傾きになり、その位置も縦軸のゼロ水準から上の方に移動しています。これは量的・質的金融緩和以降、失業率が低くなれば物価も上がるという状況が出てきていることの現れだと思えます。

かつては失業率が下がっても、必ずしも物価が上がらない状況でした。それが最もよくわかるのは「07年4月～07年9月、失業率下がってもデフレ」と表示されている部分、ゼロインフレを表す横軸の線と平行になっている4つの点があります。このとき、失業率は3.9%から3.5%くらいまで低下しました。それでも物価は全然上がらなかったのです。

今度は、もう一度、2013年4月を始点とする楕円を見てください。失業率が3.9%から3.5%くらいまで下がると、物価上昇率は1%弱から1.5%くらいまで上がる。今は、フィリップス曲線が上方にシフトして、角度が急になっている。つまり失業率が下がれば、物価が上がるという状況になってきたということです。

このように、量的・質的金融緩和以降は、フィリップス曲線がシフトして、ステイプ化しているということで、物価が上がりやすくなる。物価が足下で上がると、人々の予想インフレ率も上がるというメカニズムが存在していると言えるのではないかと思います。

先ほどご紹介したエコノミストのインフレ予想は、ESPフォーキャストというグループの人たちの予想なのですが、この人たちが言うのは、最初に円安があったから、消費者物価が上がったのだ。円安がこれからなくなると、消費者物価の上昇率が低下する。むしろデフレに逆戻りするということを言っているわけです。

そこで、量的・質的金融緩和以前の円ドルレートと消費者物価はどう展開していたかを、**図表 13** で見てみます。横軸は円ドルレート（ドル／円）の前年比で、右に行くほど円安、左に行くほど円高ということです。縦軸は消費者物価です。エコノミストたちは円安になるから消費者物価が上がると言っていたわけです。ところが、量的・質的金融緩和以前は、全体にはあまり相関がないのです。

次に、レジームチェンジした後を見てみます。**図表 14** です。2013年4月以降、暫くは急に円安が進みました。円安とともに確かに消費者物価上昇率は上がっています。しかし、その後は左回りで、円安の程度は小さくなっているけれども、物価上昇率は緩やかに上がっている。初期の段階だけを見れば、円安のおかげで物価が上がったように見えますが、その後、円安の程度が小さくなっても物価上昇は続いているということでもあります。

つまり、量的・質的金融緩和以前と以後では、円ドルレートと消費者物価の関係が違うということです。どうしてかという、量的・質的金融緩和は円ドルレートという要因以外に何か物価を上げる、そういう作用を持っているからです。ESPエコノミストの悪口ばかり言うようですが（笑）、円ドルレートで円安になればなるほど消費者物価が上がるという考え、この考えは中長期的には当てはまらないということです。

量的・質的金融緩和以前、**図表 13** に戻りますが、円安になると、たとえば石油価格などがドル建てになっていると、円ベースの石油価格は上がるわけです。あるいは輸入製品の

価格も上がります。すると、エネルギーは特にそうですが、人々の消費の中で占める割合が大きいものですから、それが上がると実質的な所得が減ってしまうわけです。

名目所得が変わらない状況で、エネルギーに対する支出が多くなってしまいます。これは実質所得が減ることと同じです。そうすると、人々は他のものを節約しようとする。したがって、エネルギー以外の、他の財価格に対しては、下押し圧力が働いてしまう。このとき、量的・質的金融緩和のように、それ以外で物価を上げる力が加わらないと、エネルギー価格の上昇圧力と他の財価格の下押し圧力は相殺し合って、物価は上がらない可能性もあるし、少し上がる可能性もあるし、下がる可能性すらあるということで、どちらに動くかよくわかりません。

もちろん短期的には、今言った、人々の調整はすぐ起こりません。エネルギー価格が上がった、実質所得が下がった、他のものを節約しようと言って、そうすぐにはできません。だんだんと節約が出てくるということですから、短期的には確かにエネルギー価格が上がると物価は上がる。他の財の価格は下がらないからです。しかし、もう少し長い目で人々の調整、あるいは企業の調整を見ていると、他の財価格に下がる力が働いてくるということです。

円ドルレートだけで物価を占おうとすると、短期的には当たるかもしれないけれども、中長期的には当たらなくなる。長い目で見れば**図表 13**のように、色々なところに点は散らばってしまっていて、相関係数はマイナス 0.15 ですから、ほとんど相関はない。

したがって、消費者物価が上がるメカニズムは、**図表 15**の需給ギャップを縮めることと、もう一つ、**図表 4**で見たように、需要を増やして需給ギャップを縮めることで雇用も増え、賃金も上がってくるということ、そして、賃金とともに物価も上がってくると、予想インフレ率が上がる。それがフィリップス曲線をシフトさせて、失業率が下がれば物価が上がりやすくなる。このようなメカニズムを想定せずに、円ドルレートだけを見ていると、物価の様相を見誤るということです。

申し上げたいのは、量的・質的金融緩和は、なにも円安にして、その直接的な効果によって物価を上げようとしているのではない、ということです。もちろん、円安にはなるけれども、それが物価に影響を及ぼす基本的なメカニズムは**図表 4**を念頭に置いています。円安というのは円高修正ですから、企業収益を増やし、需給ギャップを小さくするという面では物価を上げる要素になるのですが、これは決してコストプッシュではない。それに対して、エコノミストが言っているのはコストプッシュ型のインフレなのです。

コスト要因だけで物価が上がる場合、生産はむしろ縮小します。他方、量的・質的金融緩和の採用以降は、生産は拡大し、雇用も拡大し、物価が上がっているということです。つまり、今起こっていることは、コストプッシュ型ではなく、デマンドプル型のインフレです。

デマンドプル型であるからこそ、デフレを脱却して、実際の生活も良くなる。生産が縮小して雇用も減ってしまうコストプッシュ型であれば、2%の物価上昇率を達成しても決

して私たちの生活は良くなるわけではありません。われわれが今考えているのは、需給ギャップを縮めて、デマンドプル型のインフレでもって2%の物価上昇率を達成し安定させようとしているということでもあります。

みなさんのご理解をぜひいただきたいと思っております。

どうもご静聴ありがとうございました。



## 日本経済の現状と金融政策運営

(日本政策投資銀行設備投資研究所 設立50周年シンポジウム)

2014年9月25日

日本銀行 副総裁

岩田規久男

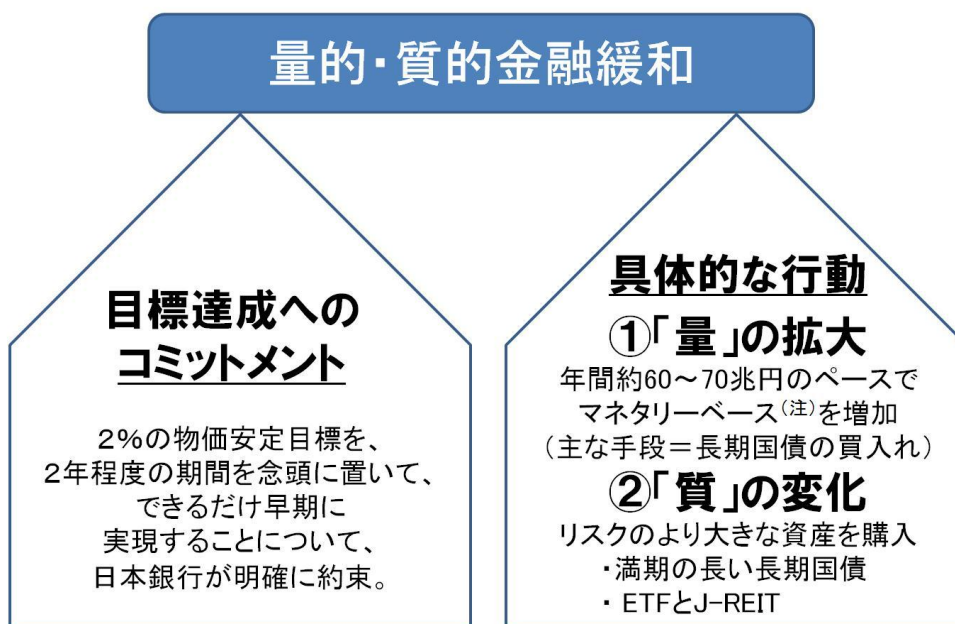
図表 1

### インフレ目標政策へのレジームチェンジ

- 経済政策の「レジーム」とは
- インフレ・デフレは、最終的には「貨幣的現象」  
⇒ 物価の安定は金融政策によって可能
- 物価安定の数値目標の設定  
「消費者物価の前年比上昇率2%」

図表 2

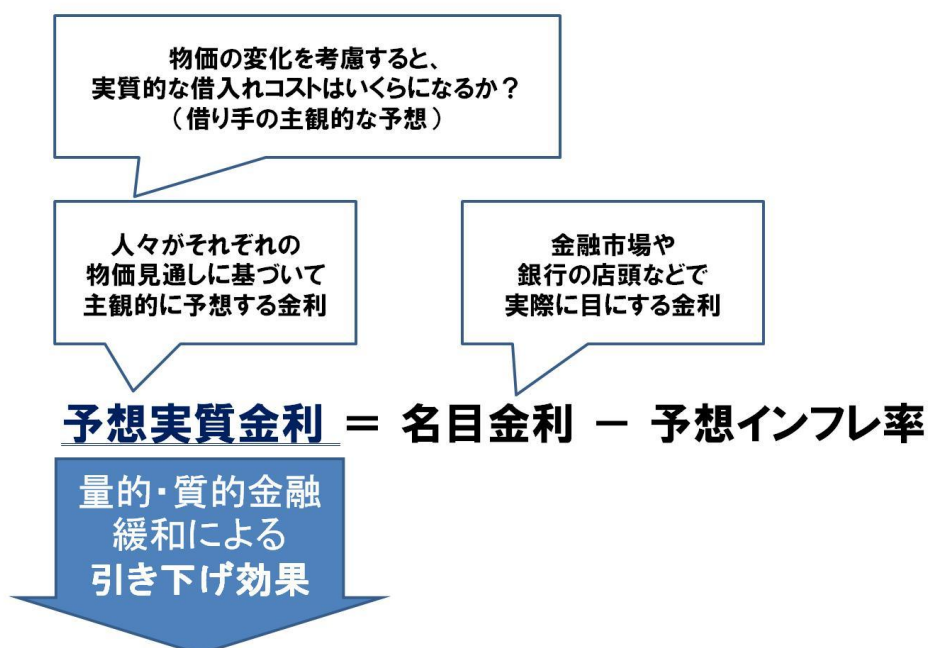
## 「量的・質的金融緩和」の2つの柱



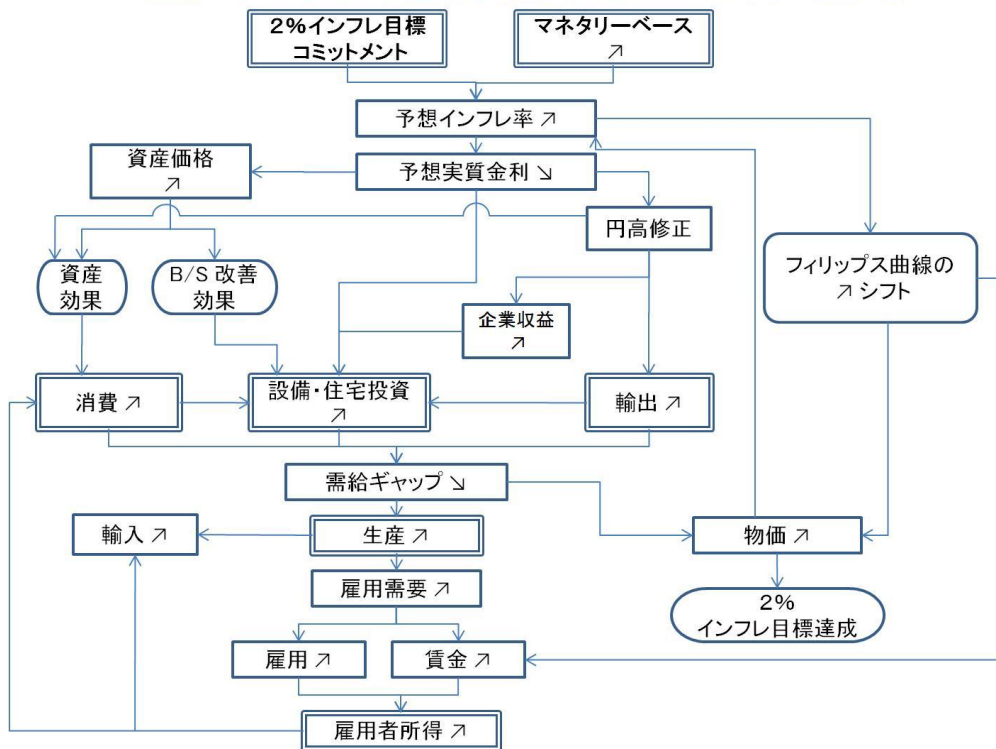
(注)中央銀行から金融システムに直接供給するお金

図表 3

## 予想実質金利への働きかけ



図表4 「量的・質的金融緩和」の波及経路



図表5

### 実質GDPの成長率

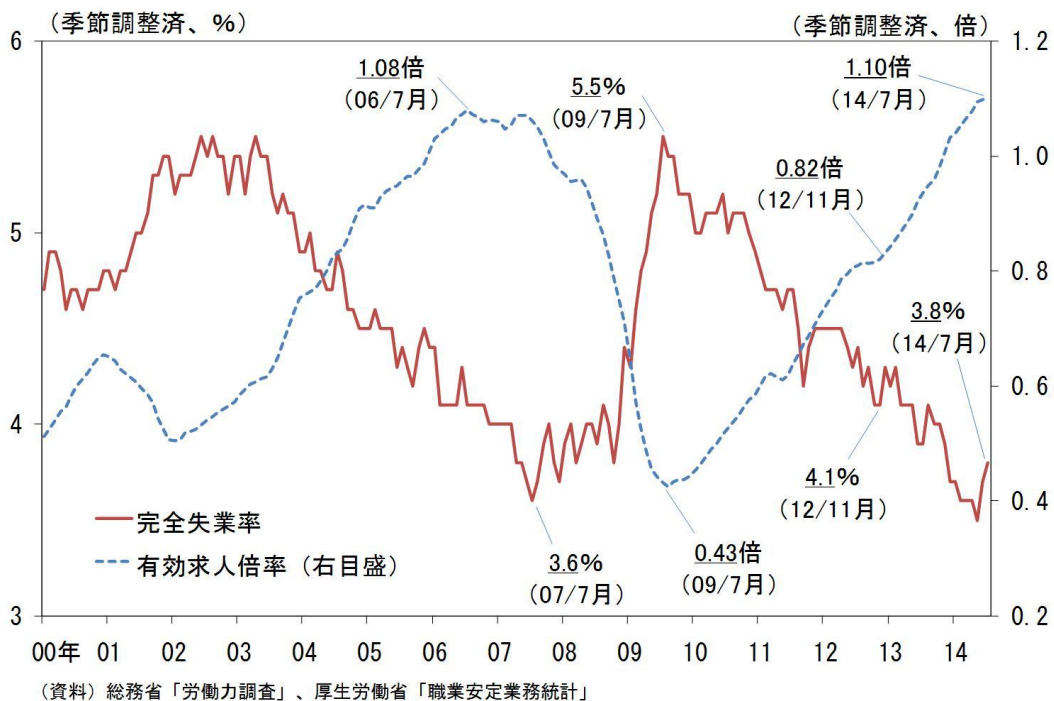
(季節調整済前期比、%)

	2013年				2014年	
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月
実質GDP	1.2	0.8	0.4	▲0.1	1.5	▲1.8
<年率換算>	<5.1>	<3.4>	<1.8>	<▲0.5>	<6.0>	<▲7.1>
個人消費	1.0	0.7	0.2	0.4	2.0	▲5.1
住宅投資	0.8	2.1	4.7	2.4	2.0	▲10.4
設備投資	▲2.0	1.8	0.5	1.0	7.8	▲5.1
政府消費	0.9	0.6	0.1	0.2	▲0.2	0.1
公共投資	4.7	5.8	7.1	1.4	▲2.5	▲0.5
輸出	4.3	3.1	▲0.7	0.3	6.5	▲0.5
輸入	1.2	2.3	1.8	3.7	6.4	▲5.6

(資料) 内閣府「国民経済計算」

図表6

### 労働需給



図表7

### 雇用者所得

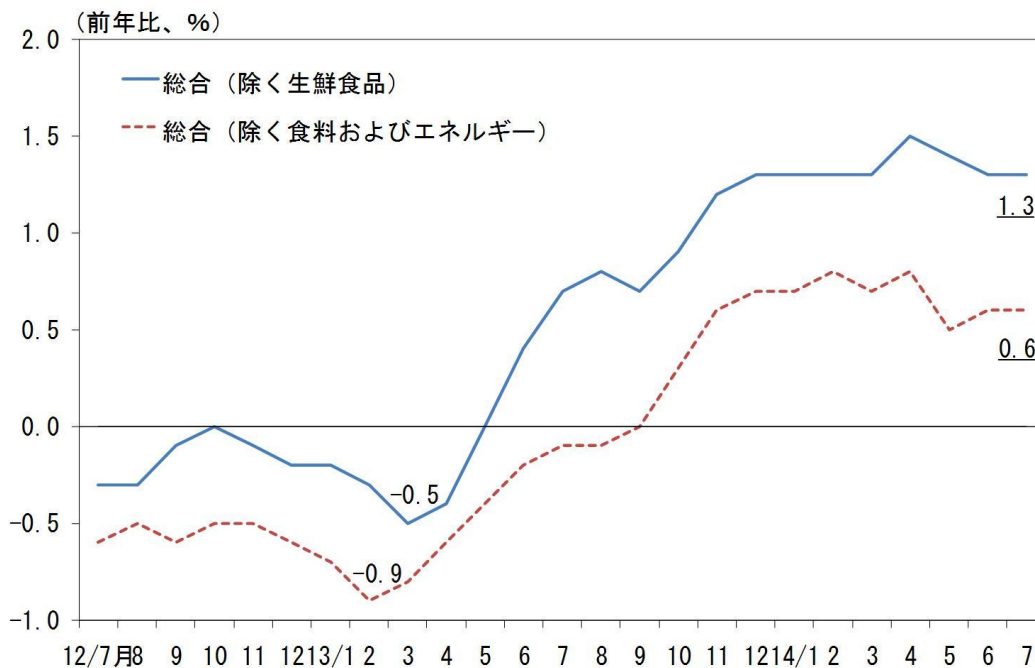
(前年比、%)

	2013年		2014年				
	7-9月	10-12月	1-3月	4月	5月	6月	7月
名目賃金(W)	▲0.4	0.4	0.1	0.7	0.6	1.0	2.4
所定内給与	▲0.7	▲0.7	▲0.4	▲0.3	0.0	0.2	0.3
所定外給与	3.0	5.5	5.0	6.0	4.0	3.1	3.6
特別給与	0.3	1.9	0.8	16.1	8.0	2.0	7.3
常用労働者数(L)	0.9	1.1	1.2	1.4	1.4	1.5	1.7
雇用者所得(W×L)	0.5	1.5	1.3	2.1	2.0	2.5	4.1

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

図表 8

### 消費者物価



(注) 2014/4月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整したベース。  
 (資料) 総務省「消費者物価指数」

図表 9

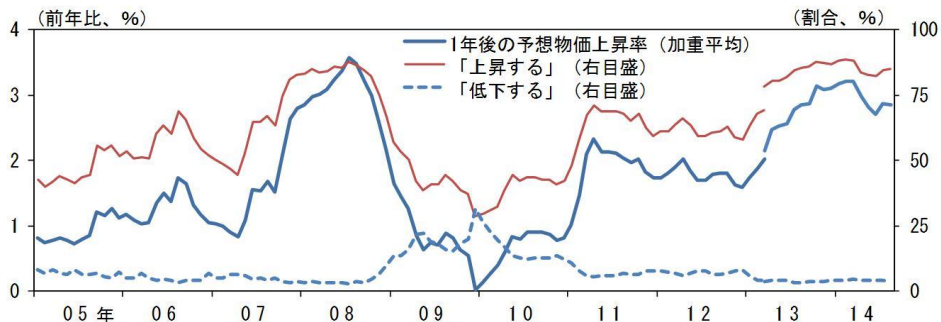
### 予想物価上昇率 (1)

▽ 企業のインフレ予想 (短観)

(各年後の前年比<全産業、平均値>、%)

	1年後			3年後			5年後		
	全規模	大企業	中小企業	全規模	大企業	中小企業	全規模	大企業	中小企業
14/3月	1.5	1.1	1.7	1.7	1.3	1.9	1.7	1.3	1.9
14/6月	1.5	1.1	1.7	1.6	1.2	1.8	1.7	1.2	1.9

▽ 家計のインフレ予想



(注) 総世帯ベース。加重平均は、「-5%以上低下」は-5%、「-5%~-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「2%未満上昇」は+1%、「2%~5%上昇」は+3.5%、「5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して計算したもの。  
 (資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「消費動向調査」

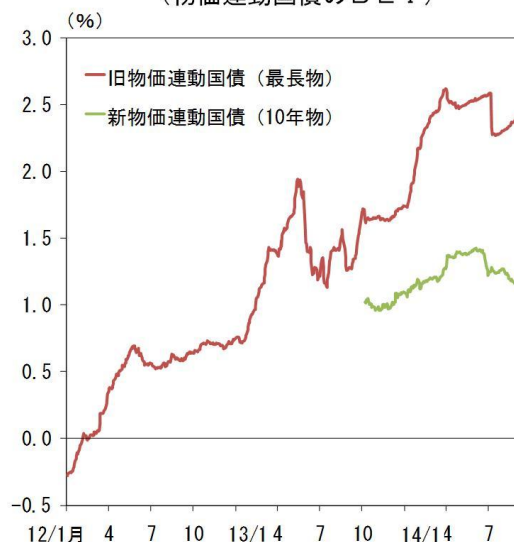
図表 1 0

## 予想物価上昇率 (2)

▽ エコノミストのインフレ予想  
(ESPフォーキャスト)

	(%)		
	2014年度	2015年度	2016年度
14/3月調査	2.95 <0.95>	1.68 <1.01>	-
4月調査	2.97 <0.97>	1.69 <1.03>	-
5月調査	2.99 <0.99>	1.70 <1.05>	-
6月調査	3.08 <1.08>	1.78 <1.10>	2.00 <1.32>
7月調査	3.12 <1.11>	1.79 <1.12>	2.01 <1.30>
8月調査	3.15 <1.14>	1.82 <1.16>	2.00 <1.29>
9月調査	3.17 <1.17>	1.82 <1.16>	1.94 <1.28>

▽ 市場参加者のインフレ予想  
(物価連動国債のBEI)

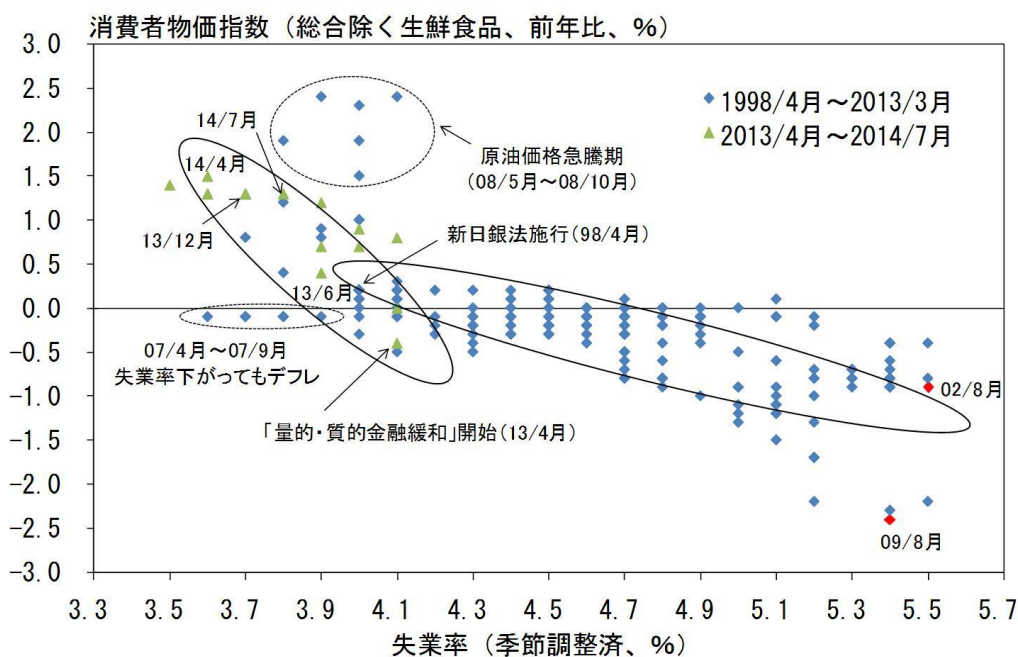


(注) 1. ESPフォーキャストの<>内は、消費税率引き上げの影響を除くベース。  
2. BEIは、固定利付国債利回り-物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債(2018/6月償還の銘柄)の利回りを用いて算出。

(資料) J CER「ESPフォーキャスト調査」、Bloomberg

図表 1 1

## 失業率と消費者物価



(注) 2014/4月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整したベース。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、「労働力調査」

図表 1 2

## 政策委員の見通し

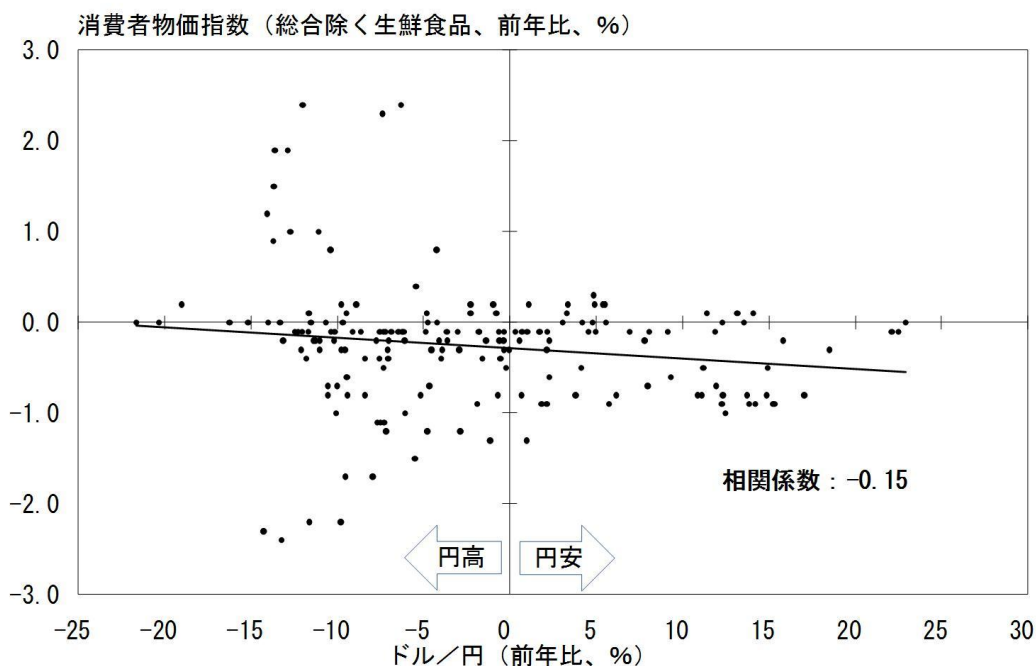
(対前年度比、%、2014/7月時点の政策委員見通しの中央値)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	
	消費税率引き上げの 影響を除くベース		
2014年度	+1.0	+3.3	+1.3
2015年度	+1.5	+2.6	+1.9
2016年度	+1.3	+2.8	+2.1

図表 1 3

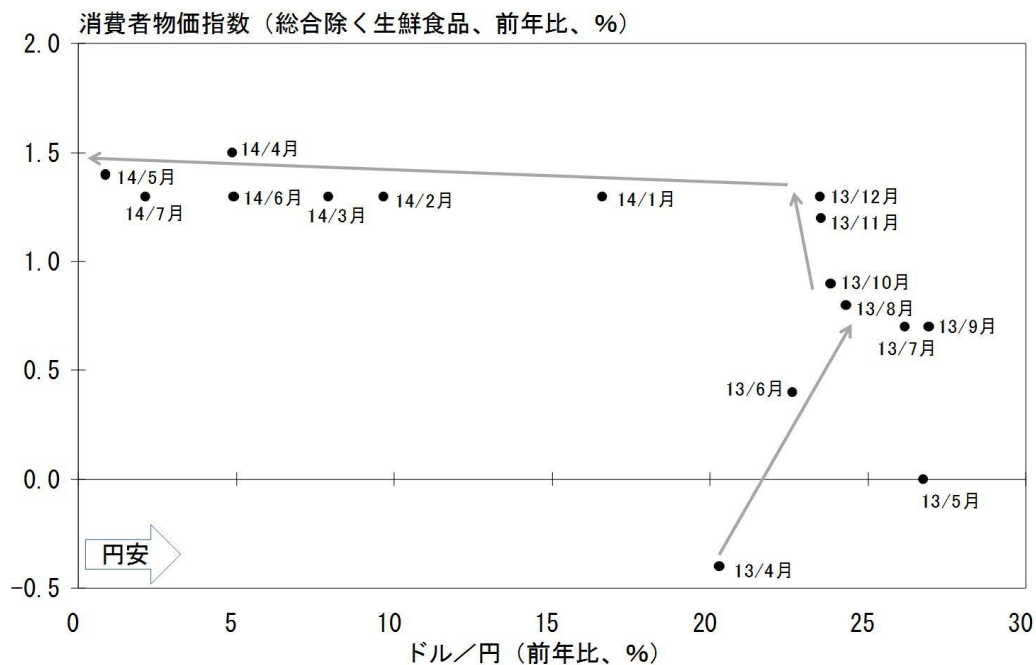
## 円ドルレートと消費者物価

— 「量的・質的金融緩和」以前 (1998/4月～2013/3月) —



(資料) 総務省「消費者物価指数」、Bloomberg

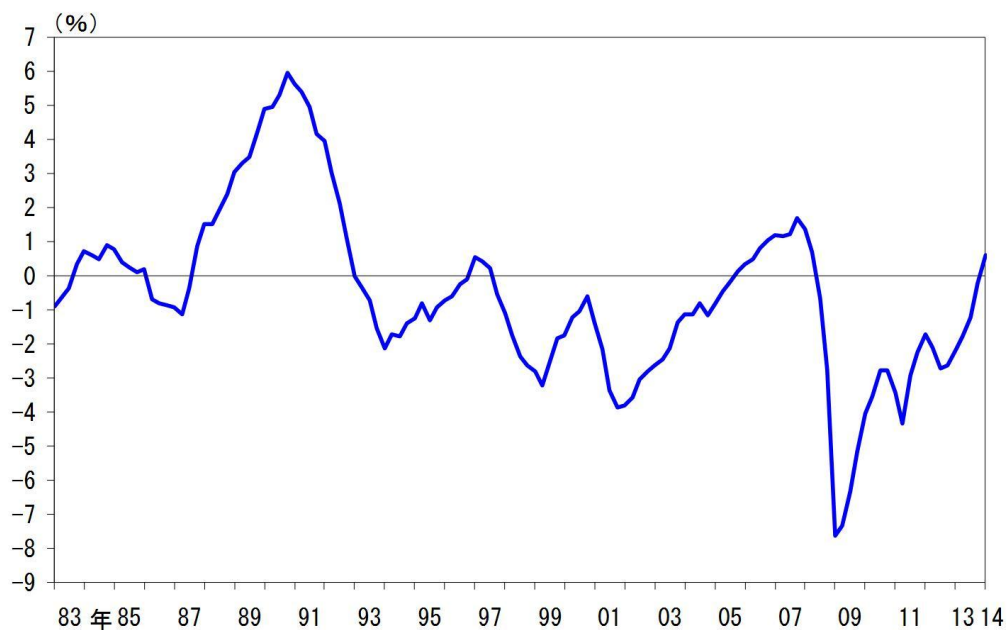
図表 1 4 円ドルレートと消費者物価  
 — 「量的・質的金融緩和」以降 (2013/4月～2014/7月) —



(注) 2014/4月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整したベース。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、Bloomberg

図表 1 5 需給ギャップ



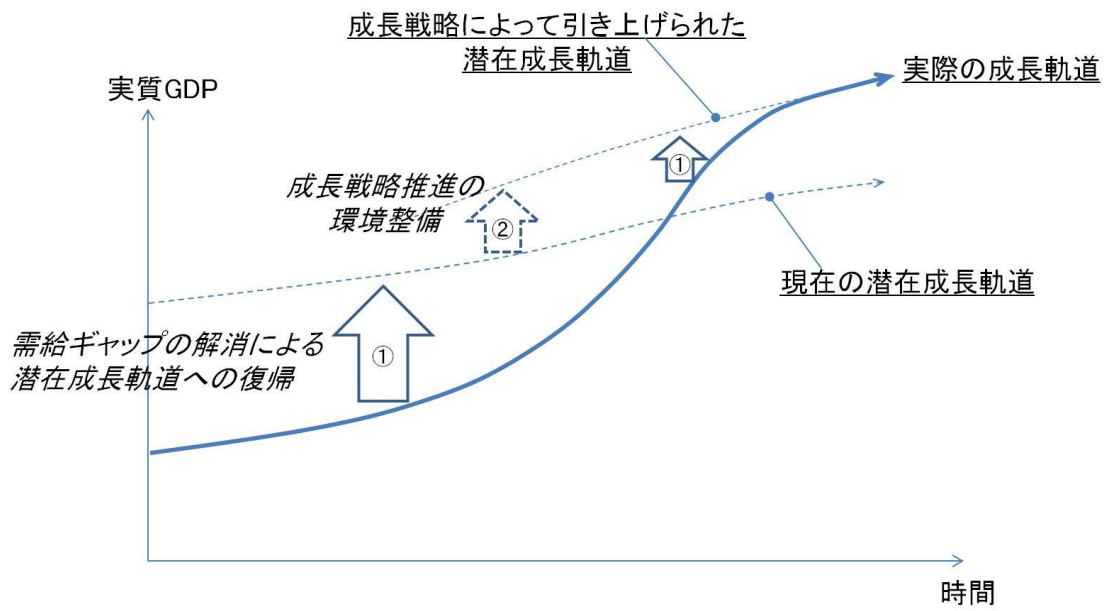
(注) 需給ギャップは、日本銀行調査統計局による推計値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。

(資料) 内閣府「国民経済計算」等



図表 1 6

## 成長戦略との役割分担



---

**講師のご略歴**

---

**岩田 規久男 氏****日本銀行副総裁**

1966年東京大学経済学部卒業、1973年東京大学大学院経済学研究科博士課程修了。上智大学経済学部専任講師、同助教授、同教授、学習院大学経済学部教授を経て、2013年3月より現職。この間、U.C.バークレー、サセックス大学、オーストラリア国立大学などで客員研究員を歴任。主な編著書に、『企業金融の理論』（共著、日本経済新聞社）、『金融入門』『国際金融入門』（いずれも岩波新書）、『デフレの経済学』（東洋経済新報社）、『昭和恐慌の研究』（編著、東洋経済新報社）、『日本経済再生 まずデフレをとめよ』（日本経済新聞出版社）など。

設備投資研究所設立50周年記念シンポジウム

日時：2014年9月25日（木）10:30-17:30

会場：大手町フィナンシャルシティ サウスタワー3F カンファレンスセンター

主催：日本政策投資銀行設備投資研究所

パネルディスカッション 第1会場【ホール1・2】

パネルディスカッションⅠ

10:30-12:00 日本経済は長期低迷から脱却できるのか？－金融セクターの果たすべき役割－

- 【パネリスト】 植田 和男 氏（東京大学大学院経済学研究科教授）  
花崎 正晴 氏（一橋大学大学院商学研究科教授）  
福田 慎一 氏（東京大学大学院経済学研究科教授）  
村瀬 英彰 氏（学習院大学経済学部教授）

【モデレーター】 中村 純一（設備投資研究所副所長兼金融経済研究センター長）

パネルディスカッションⅡ

13:30-15:00 グローバル新時代における経済・経営・会計の一体的改革

- 【パネリスト】 八田 進二 氏（青山学院大学大学院会計プロフェッション研究科教授）  
大瀧 雅之 氏（東京大学社会科学研究所教授）  
小西 範幸 氏（青山学院大学大学院会計プロフェッション研究科教授）  
安藤 聡 氏（オムロン株式会社執行役員経営IR室長）

【モデレーター】 神藤 浩明（設備投資研究所副所長兼経営会計研究室長）

パネルディスカッションⅢ

15:10-16:40 持続的発展実現のための社会的共通資本

- 【パネリスト】 間宮 陽介 氏（京都大学名誉教授）  
國則 守生 氏（法政大学人間環境学部教授）  
岡部 明子 氏（千葉大学大学院工学研究科教授）  
諸富 徹 氏（京都大学大学院経済学研究科教授）  
薄井 充裕（設備投資研究所長）

【モデレーター】 内山 勝久（設備投資研究所地球温暖化研究センター長）

特別講演 第2会場【会議室C・D・E】

特別講演Ⅰ

13:45-14:45 人口減少時代のまちづくり

- 【講師】 大西 隆 氏（豊橋技術科学大学学長・日本学術会議会長・東京大学名誉教授）

特別講演Ⅱ

16:50-17:30 日本経済の現状と金融政策運営

- 【講師】 岩田 規久男 氏（日本銀行副総裁）