

## 日本経済・停滞30年の原因

### ＜調和が取れないバブル崩壊後の経済の仕組み＞

黒沢 義孝\*

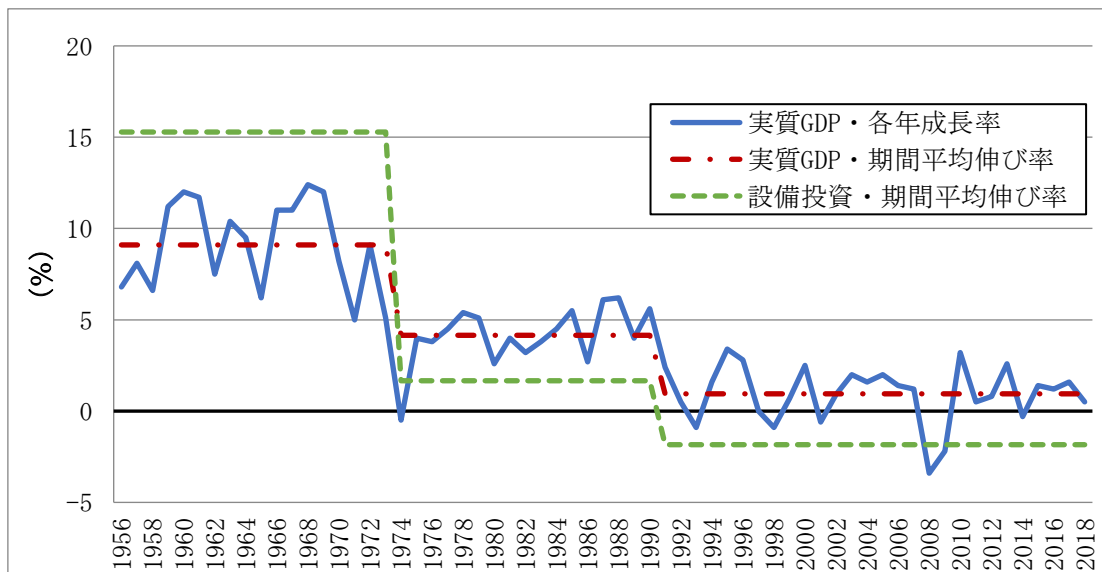
戦後の日本経済は目覚ましい発展を遂げ1964年には先進国の仲間入り（OECD加盟）を果たしたが、1990年のバブル崩壊後、経済停滞が約30年続いている。本論では約30年の停滞が高度成長期の成長フレームワークとどう違ったのかについて検討した。結論を先に述べれば、高度成長期にはよし悪しは別として「行政」と「企業」と「銀行」が産業政策や護送船団方式などで密接に連携して成長を遂げたのに対し、バブル崩壊後は先発先進国からの要請で行政と企業の関係が断ち切れ、中途半端な金融の自由化が行われた結果、経済成長についての調和のとれた仕組みが壊されたままになっていることが長期的経済停滞の原因の一つになっていると考えられる。特に、企業と銀行の関係が温存され、企業は銀行に課せられた「安全、保守的な経営」の視点の中で成長を意図するリスク・テークの志向に制約がかかったまま世界のグローバル競争に放り出された状態にあることが経済成長の足かせとなっている。

図表1の折れ線グラフは日本のGDP(実質)の対前年伸び率(%)であり、石油ショック(1973、79年)により平均水準の低下はあったもののバブル崩壊(1990年)までは実質GDP平均6.7%(名目平均12.0%)で伸びてきた。しかしバブル崩壊以降1991年～2018年までの28年間の実質GDP成長率は平均0.95%(名目平均0.6%)で、マイナス成長の年(回数)が実質で8回、名目で6回もあった。経済が成熟すれば成長率が低下するのは当然の成り行きではあるが、日本を除く先進国は概ね実質GDP成長率2～3%で成長を続けていることを考えれば、バブル崩壊以降の日本の成長率は明らかに低く、何か長期にわたっての基本的な原因があるに違いないという仮説を建てざるを得ない。GDP統計(国内で生産された付加価値の合計)は3つの面から測定されているが、生産面からのGDP統計を見るとGDPの35%程度のウェイトを占めていた付加価値率の高い2次産業(製造業)が25%以下に下がり、分配面のCDP統計では雇用者報酬(人件費)と企業所得の合計で7%程度低下、支出面では総資本形成(企業投資など)が7%低下していることから企業活動(特に製造業)の低下がGDPの低成長の原因になっている

\* 日本大学名誉教授・埼玉学園大学客員教授

ことが想像される。そこで本論では実質GDPの成長・停滞をもたらす基本的な要素の一つとして企業の設備投資に焦点を当て検討した。図表1の点線は一定期間の設備投資の伸び率の平均値で、1956年～73年（18年間）は平均15.3%、オイル・ショック後の1974年～90年（17年間）は1.7%、バブル崩壊後の1991年～2018年（28年間）はマイナス1.8%であった。設備投資と同じ期間対応のGDP成長率（実質）の平均伸び率（一点鎖線）は、それぞれ9.1%、4.1%、0.95%であったことから、設備投資とGDP（実質）の伸び率は密接な関係があるものと考えられる。各年の設備投資とGDPの伸び率の数値を対応させた全期間（63年間）の相関係数を計算すると0.76と高い相関関係がみられることから、設備投資の伸び率の低下がGDP伸び率の低下に関係していることが実証的にも推定できる。

図表1：GDP・設備投資の対前年伸び率（%）

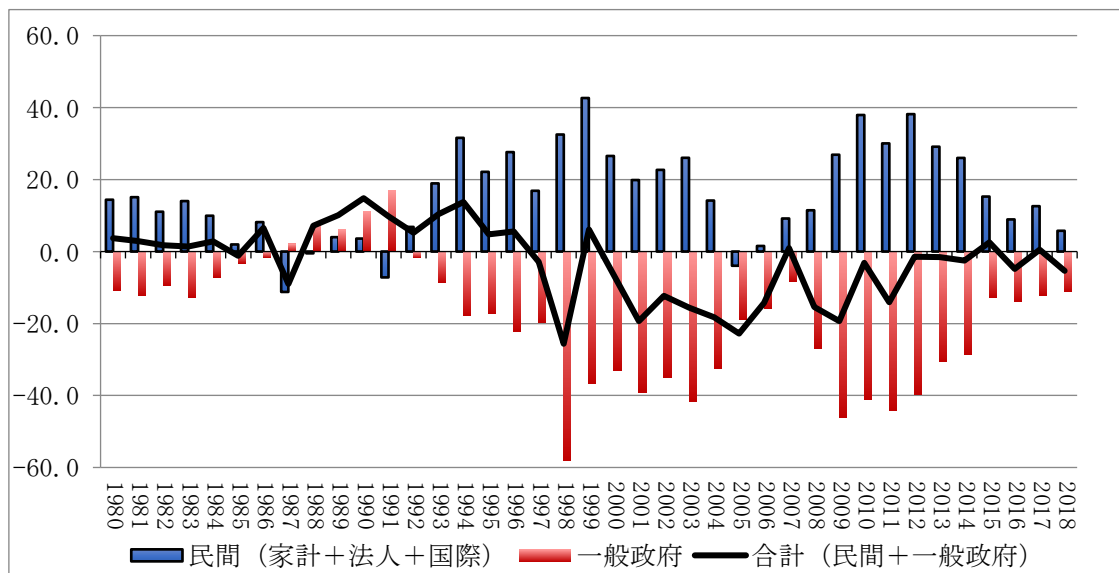


(データ出所) 内閣府「国民経済統計」

GDP成長率低下の第一の原因として設備投資とマクロ経済における資金循環の変化との関係を検討する。資金循環は家計、法人企業、一般政府、海外（経常収支）などの部門別の金融取引における資金過不足を集計したもので、部門ごとの資金不足（即ち資金調達）、資金余剰（即ち貯蓄超過）が金額で示されている。バブル崩壊によって債務返済に問題を抱えた多くの企業は設備投資を抑制したことから法人企業部門の資金ポジションは貯蓄超過の状態になった。経済成長のためのマクロ的な資金循環は、家計部門が貯蓄超過で企業部門がその貯蓄を吸収し先行的な設備投資を行って付加価値（GDP）を生み出してゆく形で成立する。家計部門と企業部門の貯蓄超過を全て海外投資（直接投資及び金融投資）に振り向ければ為替リスク・ビジネスリスク・信用リスク等に晒されてマクロ経済の混乱を起こす可能性があり、他方黒字（貯蓄超過）を国内の民間部門に留めておけば金融的な混乱を招くことも予想される。そこで日本政府が国債を発行してこの貯蓄超過を吸収することは、政府にその意図

があったかどうかは別として、財政政策出動の自然の姿でもある。図表2の棒グラフは民間3部門（家計・企業・経常収支の合計）と一般政府の資金過不足を表したものであり、折れ線は民間3部門と一般政府の資金過不足との合計を時系列で示したものである<sup>1</sup>。したがって折れ線は政府が民間部門の黒字（資金余剰）を吸収した後の政府赤字（1996年までは概ね政府黒字）を示している。企業部門の貯蓄超過によって民間3部門合計の貯蓄超過が定着した1994年以降2018年までの25年間の3部門の貯蓄超過額は532兆円（年平均21.3兆円）であり、同期間の国債発行純増額は703兆円であったので計算上は国債純増額の約76%が民間部門の超過貯蓄を吸収するために使われたことになる。即ち、国債発行残高897兆円（2019年末、GDP比158%）のうち実質的な国債残高は365兆円（GDP比66%）となる。しかし政府が国債を発行して民間部門の貯蓄を活用しても景気停滞の中での限界消費性向は小さいので財政政策（乗数）の効果<sup>2</sup>には限界があり、政府が生み出す付加価値額は民間企業活動には及ばないことがGDPの成長停滞の原因になっていることが推論される。即ち、設備投資によって牽引される第二次産業のGDPウェイトが10%以上低下（1980年代までの生産面のGDP30%台から1990年代後半以降20%台に低下）したことが民間部門の貯蓄超過状態を生み出し、その貯蓄を政府部門が吸収して政府活動を拡大（同時期の支出面の政府部門GDPウェイトは約14%から20%台に上昇）しても全体としてのGDPを上昇させることは困難であることが示されている。

図表2：民間部門と一般政府の資金循環勘定（兆円）



(データ出所) 日本銀行「資金循環勘定統計」

<sup>1</sup> 家計部門と企業部門の合計に経常収支を加えた理由は家計部門や企業部門の行動の一部が経常収支として計上されているためである。  
<sup>2</sup> マクロ経済において、期待される財政政策の効果は、 $GDP \text{ 増加額} = \text{財政支出増加額} \div (1 - \text{限界消費性向})$ となる。

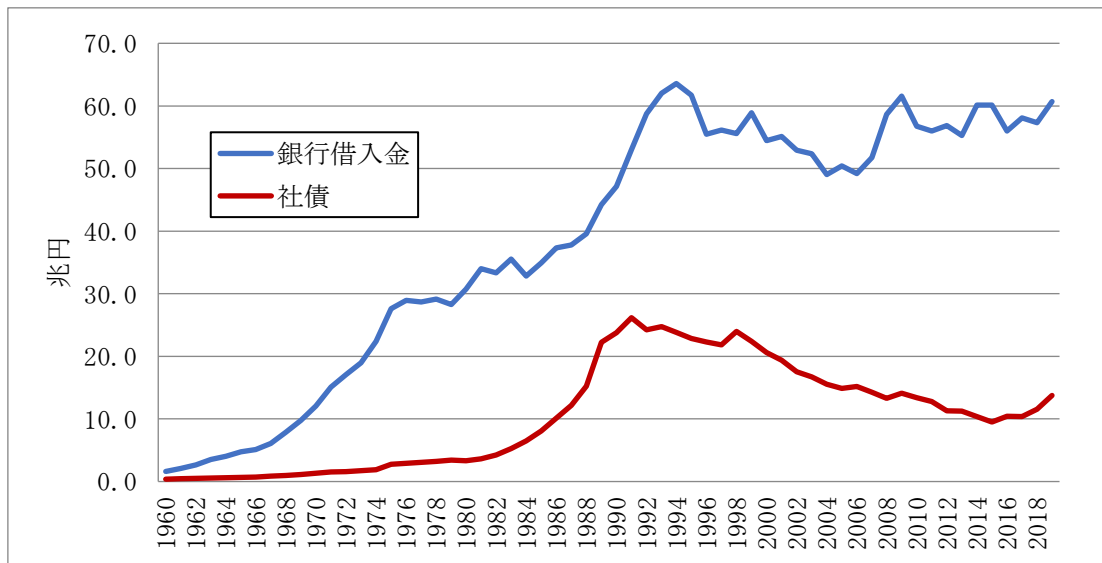
GDP成長停滞の第二の原因は企業の設備投資を動かす主体が誰であるかについての問題である。1990年代以降、日本企業を取り巻く環境は大きく変わったが銀行と企業の基本的な関係は変化していない。証券取引審議会による間接金融（銀行融資）から直接金融（社債発行）への転換促進についての答申（1977年10月<sup>3</sup>）以降も企業に対する長期ファイナンスの先導役は銀行の掌中に残されている。バブル期（1985～1990）以前の上場企業約3,000社についての長期資金調達比率は銀行借入が約6割、社債発行が約4割であったが、1990年代以降（約4,000社）は銀行約7割、社債約3割と銀行の比率が上昇しており、発行された社債の約半分（47%）は銀行が保有している<sup>4</sup>。図表3は製造業の長期債務残高（財務省・法人企業統計、2019年末の企業数は約33万社）を示したものであるが設備投資が停滞した1990年以降も、社債調達が減少している一方で銀行からの長期借入金が高い水準が続いている（残高約60兆円）。銀行は銀行法によって「信用の維持・預金者保護の確保」（銀行法第1条）など保守的な業務運営が義務付けられ、銀行経営の安定性を維持するための「バーゼル規制」（銀行法第14条の2）が課せられているため、貸出先の企業に対してリスクテイクの抑制を要求する志向が働きやすい。一方、企業側も銀行との密接な関係に安住すれば、リスクを伴う新たな分野開拓へのインセンティブが働かない。格付会社であるS&P（スタンダード・アンド・プアーズ・グローバルレーティング）が行った世界の社債発行企業約5,500社に対する格付けのうち、ある程度の安全を保ちながら高いリスクを取っているBB（ダブルB格付け）企業は約900社（全体のうち16%：2010年以降）であったのに対して日本におけるBB格付けは734社中20社（2.7%）であり日本企業の保守的な企業経営傾向は現在ますます鮮明になっている（2021年1月現在697社中BB格付け7社・1.0%）。社債の信用格付けについては投資家の安全性から見れば高い方が良いに越したことはないが、超安全主義も企業の発展にブレーキをかけることになる。したがって企業の設備投資を活発化してGDPを成長させるには、銀行による長期貸出と社債保有を極力抑制して、中長期的でグローバルな成長を視野に入れる機関投資家（年金ファンド、投資信託、生損保、大口ファンド等）に企業の長期ファイナンスを委ねる方向に変更する必要がある。米国の銀行は企業への長期貸し出しや株式保有が制限されているので、企業経営の方針は株主や社債投資家などの影響を受けて広い視野から積極的なビジネス展開がしやすい。銀行が多くの企業の株式を保有し長期資金の貸出しも行ってきたドイツでは1998年のシュレーダー政権下で、融資先に保守的な経営を求めてきた銀行保有株の売却を促して、グローバル化による国際的な競争圧力に対処するため、新たな株主となった機関投資家に企業の成長戦略を求めさせるように変更された<sup>5</sup>。

<sup>3</sup> 証券取引審議会基本問題委員会「望ましい公社債市場のあり方」1977年10月18日。

<sup>4</sup> 日経 NEEDS 財務データから算出。株式保有（東京証券取引所2019年度末）については金融機関29.5%（都銀・地銀2.9、信託銀行21.7、生保3.2、損保1.0、その他0.7）、外国法人29.6%、事業法人22.3%、個人16.6%、証券会社2.0%、政府・地方公共団体2.0%である。

<sup>5</sup> 日本経済新聞2020年12月29日朝刊「Opinion 梶原 誠」、及び齋田温子「ドイツの金融機関による株式保有の経緯と現状」野村資本市場クォーターリー2011 Spring。

図表3：製造業の長期債務残高（兆円）



(データ出所) 財務省「法人企業統計」

バブル崩壊前までの日本企業の行動は、産業政策や金融機関の護送船団方式などの枠の中において、善し悪しは別として行政・金融機関・企業間の連携と「調和」を保ちながら行われてきた。即ち「市場機能」が十分に機能する前の状況の中で、消費者よりも生産者（企業）を優先して企業間の過当競争を排除しサック・コスト（企業倒産による社会的コスト）を最小限に抑えて、目的とする産業に銀行を通じて資金が供給されてきた。言わば産・官・金融における水も漏らさぬ「人為的調和」が作り上げた経済成長であったと見ることができる。しかし日米円ドル委員会（1984年）、日米構造協議（1989年）及びOECDや新古典派経済学の市場メカニズムを原則とする政策思想が日本にも浸透した1990年頃以降、生産者優先の仕組みから消費者（生活者）を優先する経済へと変化した。したがって「人為的調和」の多くが「市場的調和」に変化した仕組みの中で、設備投資についても銀行による長期貸出・社債保有のウェイトを大幅に縮小しグローバルな事業展開がしやすい機関投資家によるファイナンスに変更する必要がある。

## 【編集委員会からの質問】

Q 1：長年、金融に携わってきたものとして深く考えさせられる論文です。高度経済成長期に企業部門の資金不足を補うために、長期の金融機関が機能して日本経済を押し上げてきた経緯からすれば隔世の感があります。第一の質問は、わが国で間接金融から直接金融へのシフトが言われて長いですが、論稿の中でわが国社債市場が未だに充分発展していないと述べておられます。この原因はいかなるものがあるとお考えでしょうか。

A 1：基本的な考え方は、経済が投資超過である状況においては資金割り当てが必要（金利の上昇を抑えて必要な分野に資金を振り向けるため）であり銀行ファイナンス（間接金融）主導が望ましく、経済が少し成熟し投資超過が緩和し貯蓄超過の状況になってきた状態においては投資先の選択を市場に任せる直接金融（社債等の投資家が直接リスクを取り利益も享受する）が望ましいとされている。1930年代の金融恐慌以来、日本の企業金融は銀行をメインバンクとする資金割り当てが行われ社債についても銀行を受託者とする起債会による人為的管理が行われてきたが、1970年代後半以降、間接金融から直接金融への変換が求められるようになった（本文4頁・1977年証券取引審議会答申）ことは理にかなった政策転換の提言であったと思われる。ところが直接金融へのシフトは進まず、その理由として（1）銀行部門が社債の4割超を保有しており投資家層が偏っている、（2）流通市場の厚みがなく流動性がかけている、（3）財務安定性の高い企業しか社債発行ができないなどが指摘されている（「我が国社債市場の位置付けと活性化策～日本社債市場の構造的な問題」大和総研調査季報など）がそれは末節の事項であると思われる。本質的な問題として下表のとおり日本の家計貯蓄の半分以上が銀行預金となっており銀行が資金の出し手として企業にファイナンスをつけざるを得ない状況（銀行の社債保有も含めて）となっていることが最大の理由であると考えられる。ユーロ通過圏19カ国も家計部門の銀行預金比率が高く、企業の資金調達も銀行借入れの比率が高く日本と同様の問題を抱えている。日本の家計部門がなぜ貯蓄を銀行預金に集中させるかの原因（リスク回避、所得階層の問題など）を究明して適切な対策を立てる必要がある（下表から米国が日本・Euro19と対照的であることがわかる）。

|       | 日本  | 米国  | Euro 19 |
|-------|-----|-----|---------|
| 現・預金  | 54  | 14  | 35      |
| 株式    | 10  | 33  | 17      |
| 保険・年金 | 28  | 32  | 35      |
| 投資信託  | 4   | 12  | 9       |
| 社債等   | 1   | 6   | 2       |
| その他   | 3   | 3   | 2       |
| 合計    | 100 | 100 | 100     |

|        | 日本   | 米国   | Euro 19 |
|--------|------|------|---------|
| 金融機関借入 | 25.8 | 6.8  | 30.3    |
| 社債     | 4.6  | 12.3 | 4.0     |
| 株式     | 50.1 | 48   | 52.4    |
| その他    | 19.5 | 32.9 | 13.3    |
| 合計     | 100  | 100  | 100     |

(データ出所) 日本銀行、FRB、Euro Area Accounts等より作成

**Q 2** : 経済成長には、研究開発投資⇒設備増強・新商品開発投資⇒消費増⇒賃金増⇒消費増といった好サイクルが理想ですが、企業ビヘイビアがバブル崩壊、更にはリーマンショック以降収縮している感があります。設備投資も能力増強や新商品関連投資よりは、維持更新・合理化投資が多くなっております。金融サイドの体制整備も必要だと思いますが、企業サイドのビヘイビアをもっとアクティブにしない限り設備投資による経済成長は中々難しいとも思われます。設備投資への税制・金融面の措置も縮小されている感がします。企業が思い切って設備投資を行える環境を整備することも必要かと思いますが、どうお考えでしょうか。

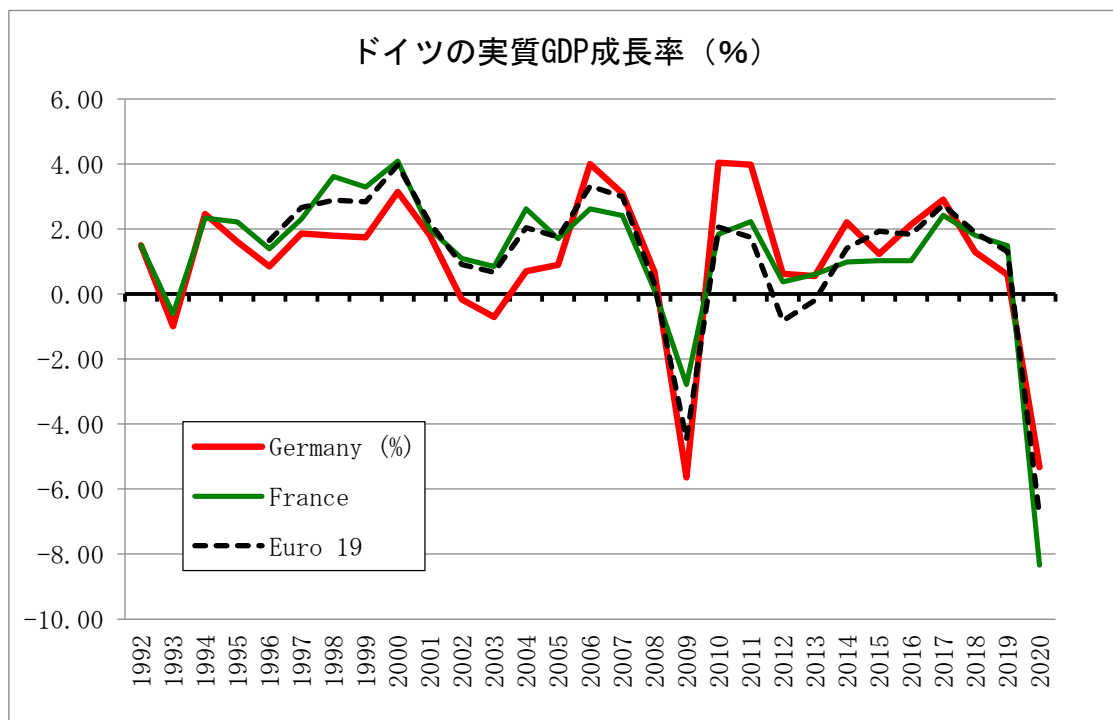
**A 2** : 「企業が思い切って設備投資を行える環境を整備する」ためには安全・保守的な銀行の影響力を極力小さくして、株主や社債権者の声が企業の経営姿勢に反映され、成長しない企業の役員はどんどん交代させられるような仕組みにする必要があると思います。そのためにもディスカッション1の図表で示した家計資産の5割を占める銀行預金を投資信託や社債などに振り向け年金・保険も加えた機関投資家と企業のパイプを太く強固にすることが重要だと思います。さらに勤労者の4割を占めると言われる非正規雇用者を正規雇用者に戻し中間層の所得を増やして企業活動に関心を持ってもらうことが必要だろうと思います。

**Q 3** : 長期金融機関には経済や企業・事業を長期的視点で見ていく能力が必要だと思います。設備投資を活発化してGDPを成長させるには機関投資家に企業の長期ファイナンスを委ねるべきと述べておられますが、現状の機関投資家は短期的成果を要求されており長期の企業ファイナンスが可能か疑問にも思えます。また、長期ファイナンスを行う企業審査的なノウハウがあるかどうか懸念されます。ドイツにおける機関投資家への企業の成長戦略への対応はうまくいっているのでしょうか。

**A 3** : 企業の経営方針・利益追及・中長期的成長を志向するガバナンス等について、銀行による影響力が良いか機関投資家による「物言う投資家（株式・社債保有者）」の関与が良いかについては家計部門の貯蓄や年金・保険の資産規模の拡大などと大きく関係していることがあると思います。家計部門の現・預金のウェイト（ディスカッション1の表参照）が5割超とはいえ機関投資家による運用資産も32%（年金・保険・投資信託の合計）まで増加してきており「機関投資家の行動が企業の成長戦略などに影響を与えるようになってきており」（宮島英昭「多様化する日本企業の統治構造・高まる機関投資家への期待とガバナンス評価の試み」）、「機関投資家は企業の設備投資に積極的であり」（小林毅「機関投資家がコーポレートガバナンスに与える影響」）等の報告（論文）もされていることから世界の機関投資家の動き（BISレポート「世界の機関投資家の動向」）に近づいてくることも期待される。機関投資家（Institutional Investors: II）が保有する資金は中長期の貯蓄資金でありIIの保有資金が増加すれば企業審査能力も備わってくるでしょう。銀行預金は基本的には短期であ

り、現状においても商業銀行に長期を見据えた企業審査能力があるとは思えない。

銀行の力が圧倒的に強かったドイツ(銀行と証券を兼営するユニバーサルバンキング制度)の場合、預金に加えて個人が保有する株式の株主行使権限も銀行に集中していたため日本以上に銀行の企業に対する影響力は強かったと思います。シュレーダー政権(1998-2005年)はドイツ経済の長期低迷(欧州の病人と揶揄されていた)打開のための構造改革の一つとして銀行が保有する株式の売却益を免税とすることによって株式を売却させ銀行の企業に対する影響力を下げることに成功しました。そのことも加味されて、2006年以降は下図に見られる通りユーロ圏19カ国及びフランスと比較しても実質GDP成長率のパフォーマンスは改善されています(2008年のリーマンショック及び2020年コロナ不況は特殊要因と考える)。しかしドイツのマクロ経済の改善は銀行保有の株式放出に加えて、労働市場の改革(ハルツ改革)や中小企業(ミッテルスタン)の競争力強化策など複数の政策が「調和のとれた」形で進んだものであることも考慮する必要がある。



(データ出所) EuroSTAT (EU) より作成