

経済を読む眼

日本経済を豊かにするための処方箋^{*1}

2024年9月26日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 関東享佑

要旨

1. 日本経済は、名目成長率が高まるようになったが、実質成長率は低いままである。1990年以降、危機が来る度に危機前の成長経路に一度も戻らないことが、日本経済が長期停滞を脱却していないことを示唆。
2. 日本の経済成長トレンドが低かった第1の背景に、低成長期待の下で企業の慎重な投資姿勢の持続がある。最近、この傾向に歯止めが掛かりつつある。今後は、有形資産とAIをはじめとする無形資産への投資双方が蓄積される好循環に向けて、両資産の補完性を考慮した投資促進策が望まれる。
3. 第2に、賃金上昇と雇用の流動化が生産性を押し上げる経路は、緒に就いたばかりである。企業は賃金の引き上げに加え、転職の制度的充実と、人的資本への投資を増やしてリスクリングの充実を図ることが重要である。
4. 第3に、労働人口が絶対的に不足しているため、上記の施策に加え、高技能者を中心に外国人労働者数を増やす必要性を避けて通れない。
5. 第4に、企業の保守的な経営姿勢の背後にあったリスクマネーが金融仲介機能を通じて企業に効率的に到達しないという問題は、金融市場の機能向上と家計のリスク資産投資の開始によってかなり改善されつつある。それでも、コーポレートガバナンスの強化には注力を続ける必要がある。
6. これらはいずれも一朝一夕には解決できないものの、避けて通れない問題である。これらが改善すれば、経済成長期待も上昇し、その前提の下で活発な投資・支出を行うという好循環を期待できる。もうすぐ発足する新政権にはこうした課題にこれまで以上に強く取り組むことが期待される。
7. しかし、活力のあった日本経済を知らない若い世代には、生活の豊かさで満足する考え方もあり、(過去に戻る意図ではなくても) 上述の提言は響きにくい。生活の豊かさまで包含し、それを提供する基盤となる民間資本、社会インフラ、自然資本、人的資本の組み合わせを政策目標として考えていくことは一考に値しよう。

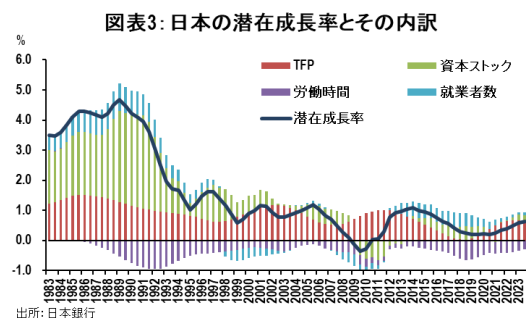
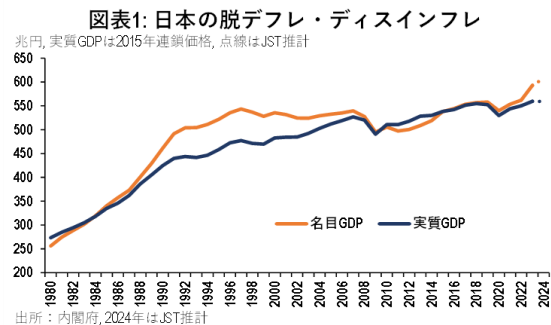
* 本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、JSTの公式見解を示すものではない。

¹ 本稿は、2024年9月17日現在のデータに基づいている。

1. はじめに～名目経済活動の変化、実体経済活動の無変化

日本では、物価・賃金上昇率が1991年
以来の上昇を見せており、このため、名
目 GDP は1990年代以降ずっと横這いで
推移してきたのが、2023年度に再上昇
し、2024年度も上昇を続ける見通しであ
る（図表1）。

しかし、実質経済成長率は、そのよう
な変化をみせてはいない。米国はコロナショックが来た後も、コロナショック前の成
長経路に復帰しているのに対し、日本ではこれまでも危機が到来する度に危機前の成
長経路には戻らず、コロナショック後も同様にショック前の成長経路に戻っていない
（図表2）。本来、危機はGDPの水準を恒常的に下落させるものではないため、これこ
そが長期停滞の症状を表しているとみることができるだろう。また、日本経済の潜在
成長率も、コロナショックで一旦0%程度まで低下した後、漸く回復してきているが、
それでも0%台後半である（図表3）。企業も日本の人口が減少を続ける中で、市場の拡
大を見通すことができないでいる。



企業は1990年代以降、コロナショックに至るまで、こうした縮小均衡の中で、コス
トカットによって利益を最大化する傾向があった。それがここに来て、価格の転嫁や
賃金の引き上げを積極化させるようになってきている。企業が今後、価格転嫁によって得
られた収益をベースとして積極的な投資・支出による利益最大化行動に変わり、更
には賃金が上昇した家計の消費も活発化するという好循環が生じれば、日本経済が活
性化する可能性がある。実際、日銀が実施した企業アンケート²でも、物価と賃金がとも
に緩やかに上昇する状態が好ましいとの回答が多く、その背景として、価格転嫁を行
えるようになると「コストカットが不要になるため前向きな投資などを行いやすいか
ら」という声が少なからず聞かれている。実際には賃金と物価がともに上昇するだけ

² 日本銀行(2024)「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」の集計結果について」地域経済報告—さくらレポート—(別冊シリーズ)を参照。

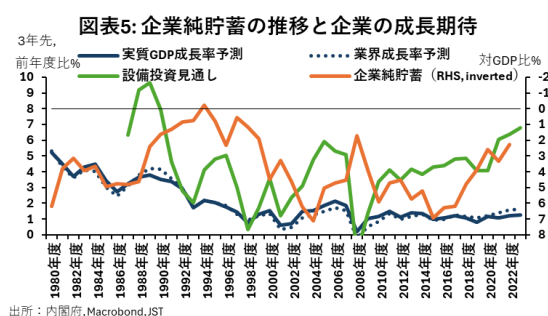
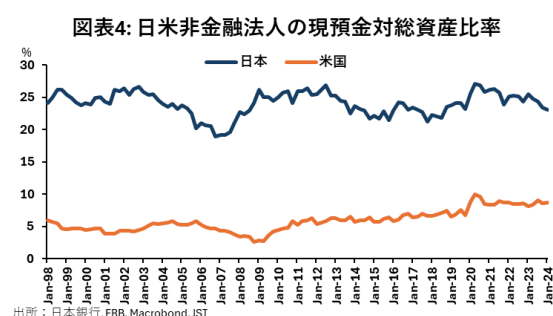
でそうなる訳ではないが、企業の活動の選択肢を増やしたという意味はあるであろうし、また後述するように企業の投資や支出姿勢が変わることで経済の生産性を向上させられるのであれば、日本経済の先行きの成長期待が上昇し、これが投資や支出を加速させることも可能になる筈だ。

本稿では、日本の企業・家計の支出行動とそれを支える金融機能に焦点を当て、コロナショックやその後のペントアップ需要一巡後の2023年以降までみて、こうした変化がみられ始めているのか、経済成長トレンドを押し上げるには更にどのような施策が必要か、を論じる。一口に成長戦略と言っても、百家争鳴状態であるので、ここではできるだけ原因に立ち返り、構造変化の方向性を示唆することにする。なお、金融政策や短期的な財政政策といったマクロ経済政策は扱わない。

2. 経済成長トレンドが低かった要因 I : 低成長期待の下での企業の慎重な投資姿勢は変わったか？

日本企業は、コロナショックの前から長い間、流動性資産を積み上げてきた（図表4）。この結果、企業の貯蓄率は1990年代末頃から上昇し、暫く非常に高い状況が続いてきた（図表5）。この背後には多くの構造要因がある。具体的には、人口減少期待を映じた国内市場への鈍い成長期待、倒産回避を何より優先する企業の保守的な経営姿勢等がある。

しかし、最近、変化の芽も見られ始めている。企業の貯蓄超過幅が縮小に転じている中、企業の成長期待が底を打ち、企業の中期的な設備投資計画も増加し始めている（前掲図表5）。但し、企業が投資超過に転じるころまでは至っていない。

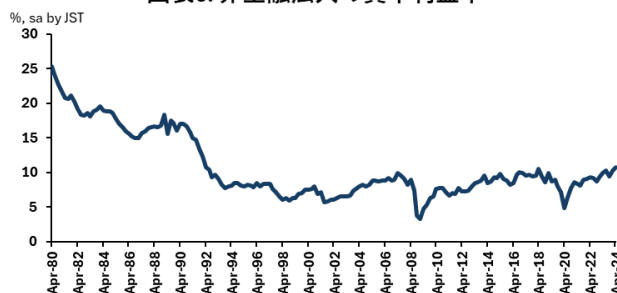


この企業貯蓄は、効率的に株主利益を最大化するためには使われず、資本利益率³（企業利益/資本ストック）を押し下げたため、日本の経済成長を抑制する方向に働いてきた。このため、日本企業の資本利益率は、90年代以降、低下を続けてきたが、最近になって若干上昇に転じているように見える（図表6）。これまでの低下トレンドは、

資本の生産性（付加価値額/資本ストック）の一貫した低下と、資本分配率（企業利益/付加価値額、資本シェアとも呼称）の低下、すなわち企業の利潤が圧縮されてきたことの両方を反映していたと思われる（図表7、8）。一般に、賃金に硬直性が存在する時、資本分配率は不況期に下落し好況期に上昇するという循環性が

みられる筈であるのに、1990年代は一本調子で落ちていった。この時は、資本利益率の低下が経済成長を阻害したため、賃金の硬直性による資本分配率の下落が更なる資本利益率の低下を招いていた。それが、2000年代に低下ペースが鈍り、2018年度からリセッションに入ったために更に低下した後、コロナショックを経て2022年度にやっと下げ止まった。コロナショックを経た後の最新のデータはまだないものの、法人企業の経常利益が史上最高益になっていることからみて、資本分配率は最近では反転していると推測される。また、資本の生産性も極めて低水準だが下げ止まりから上昇に転じつつある。総じて、悪化のスパイラルには歯止めが掛かったが、構造的に反転したかはまだ分からない状況である。

図表6: 非金融法人の資本利益率



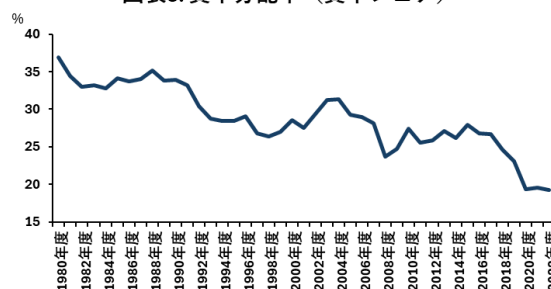
注：資本利益率=利払い前経常利益/固定資産<有形+無形>。出所：財務省,Macrobond,JST

図表7: 非金融法人資本生産性



注：付加価値額（営業利益+人件費）/固定資産<有形+無形>。出所：財務省,Macrobond,JST

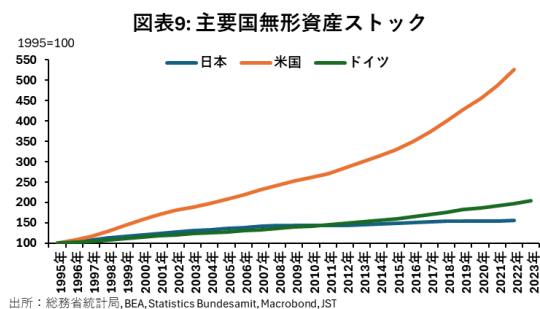
図表8: 資本分配率（資本シェア）



注：（営業余剰+混合所得）/要表示国民所得。出所：内閣府,JST

³ ここでは直近までデータを拾うために各々の定義がやや異なるが、概念的には「資本利益率=資本生産性*資本分配率」となる。

やや長い目でみると、日本ではDX（デジタル・トランスフォーメーション）を推進し、脱炭素に転換していくための投資の潜在需要が大きい。中でも無形固定資産投資、すなわち研究開発活動による知識の蓄積やソフトウェアの購入、様々な分野での新たな価値創造の部分が、これからより必要になってくるだろう。特にAIの最近の進化は特筆に値する。しかし、日本の（住宅以外の）全投資に占める無形資産投資の比率はドイツにはやや劣後している程度であるが、米国では全投資の半分近くが既に無形資産投資になっており、日本とは蓄積に大きな差が出ている⁴（図表9）。今後、日本がサービス業の強化やDX化を推進していくためには、有形資産に比べて収益性が高く、生産性上昇効果を期待できる無形資産投資を推進すべきであり、現時点ではまだその端緒についての段階に過ぎない。



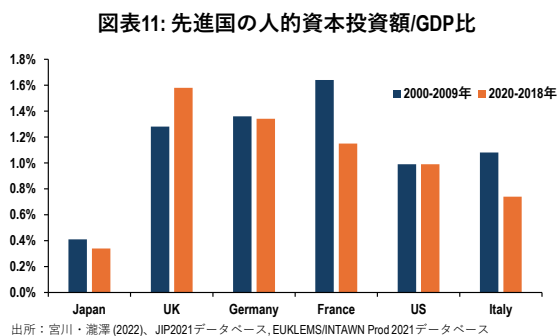
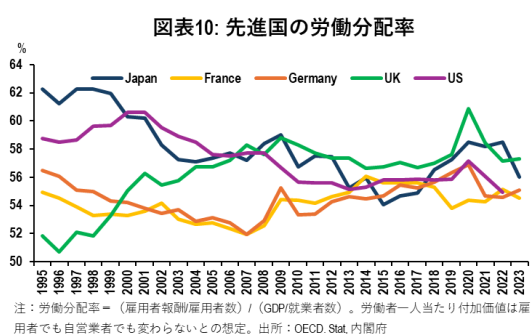
日本企業が生産性を向上させていくためには、コロナショックの影響から完全に抜け出した今こそ、資本の成長分野への再配置が必要である。その際、無形資産には（業種によって差はあるが）有形資産、特にICT関連資産と補完性をもって生産性の向上に寄与するものが多い⁵ことに目を向けると、両資産を一体として考えた投資促進策の推進が重要であり、幅広い分野で資本を効果的に活用していくことが望まれる。その中でも、GX（グリーン・トランスフォーメーション）のように、今後需要の増大が望める一方で市場の失敗のコストが大きい分野では、国が主体となった投資誘発策が重要であり、日本は現にその方向で動いている。しかし同時に、成長分野を特定しないでインセンティブに働きかけることも考慮すべきである。日本では既にDX投資促進税制があるが、用途をここまで限定しないような使い勝手の良い制度も一つの方向性であろう。また、万一危機が来た場合という、いざという時に備えて常に余剰資金を厚めに準備しておく日本企業の傾向を牽制するようなコーポレートガバナンスの更なる強化も、また一つの方向性であろう。

⁴ この点の議論は、宮川努・石川貴幸 (2021) 「資本蓄積の低迷と無形資産の役割—産業別データを利用した実証分析—」 RIETI Discussion Paper Series 21-J-020 を参照。なお、無形資産の把握は、例えばサービス産業の費用のどこまでが研究開発によって生み出された知識資産であるか等、定義が難しいものも多く、各国のGDP統計では不十分である点には留意が必要である。EU KLEMSのように国際的に統一した定義でデータを補完しつつ構築しているデータベースもあるが、まだ不十分であろう。ただ、ここでは大きな傾向を捉えることに限定してデータを使用しているため、この点を問わない。

⁵ 例えば、Chun, H., Miyagawa, T., Pyo, H., and K. Tonogi (2015) “Do Intangibles Contribute to Productivity Growth in East Asian Countries? Evidence from Japan and Korea,” RIETI Discussion Paper Series 15—055 では、日本では韓国とは異なり、ICT資産の伸びと無形資産の伸びに連関性がみられないことを実証し、日本の企業がまだ無形資産投資の補完性を認識せず、それぞれの資産について独立した投資決定をしているため、その投資が生産性向上に繋がらないという課題があることを明らかにしている。

3. 経済成長トレンドが低かった要因Ⅱ：賃金上昇と雇用の流動化が生産性を押し上げるか？

同じように重要な問題として、人的資本の生産性が低いという問題がある。そもそも衰退する国家は、制度が収奪的であり、一部の社会的勝者が富を独占するのに対し、繁栄する国家は、包摂的であり、幅広い人々が政治プロセスに参加し、権力が分散されて自由競争と技術革新が奨励されるような国であるというのが歴史的事実である⁶。日本は、米国のように一部の富裕層が国の資産の過半を占めるような世界ではないが、それでも 1990 年代以降、企業が実質賃金を 30 年間にわたってほぼ横ばいに抑制することを主体にコストを削減し、期せずして徐々に収奪的な社会に向かいつつあったように思える。また、人的資本論で論じられてきた、「摩擦の大きい労働市場で企業が従業員を囲い込むことで投資インセンティブが生じる」という囲い込みパラダイムは、「摩擦の無い労働市場でも一般的研修を施し、他社よりも高い生涯所得をもたらす企業に労働者が集まるので、人材獲得競争が投資インセンティブをもたらす」という採用競争パラダイム⁷に負けていることが、長年の実績の積み重ねで明らかになったように思う。実際、日本の労働分配率は囲い込みパラダイムの下で 1990 年代以降低下を続け（図表 10）、今では他の先進国と同程度にまで低下しているほか、従業員に対する人的資本投資額も、GDP 比でみて先進国の中でも最低水準になっている（図表 11）。



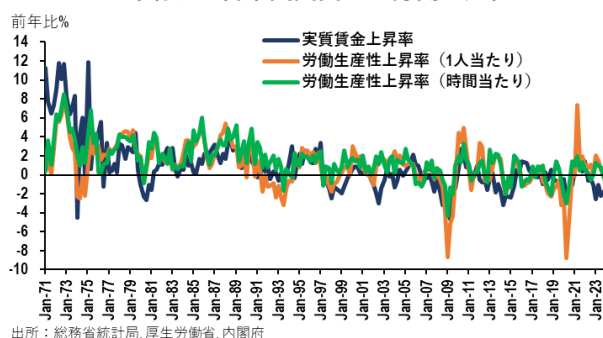
しかし、今や日本は労働人口が減少を続け、高齢者・女性の労働参加率が先進国間でもかなり高くなって上昇余地が乏しくなっている状況にあり、人手不足が構造的に本格化している。人手不足による成長制約を乗り越える方策は、一つは上述した設備投資の積極化であるが、もう一つは、人的資本の更なる活用である。これには、複数の意味が込められている。

⁶ ダロン・アセモグル、ジェイムズ・ロビンソン (2013)「国家はなぜ衰退するのか 権力・繁栄・貧困の起源」早川書房が、この点を明らかにした。なお、彼らはこの定義を権威主義国家と民主主義的国家の対比として用いているが、民主主義的国家の中でも同じような定義を用いることができる。

⁷ この定義は、大湾秀雄 (2024)「労働市場改革、人的資本投資高める政策を」日本経済新聞経済教室を使用した。

第 1 は、実質賃金を上昇させることによって、労働生産性を上げていこうとすることだ。例えば深尾・牧野 (2021)⁸は、日本の労働生産性と実質賃金を引き上げるには、歴史的な停滞状況にある物的・人的資本への投資を増やすことが第一の課題としている。しかし、実質賃金と労働生産性のグレンジャーの意味での因果関係を計測すると、時間当たり労働生産性と実質賃金の間には双方向に因果関係が検出され、実質賃金を上昇させることから、労働生産性を上昇させる道もあることが示唆されている⁹。上記の深尾 (2021)¹⁰も別の機会において、非正規の労働供給や高齢者の再雇用で労働の供給が増えていることが賃金の安い状態を続けさせ、企業に労働を節約するような投資を阻害してきた可能性はやはりあるだろうとの意見を述べていた。日本の実質賃金は、本年度のベアが 1991 年度以来の高さになり、実質賃金が最近になって漸くプラスに転じ始めたところである (図表 12)。

図表 12: 日本実質賃金と労働生産性



出所：総務省統計局, 厚生労働省, 内閣府

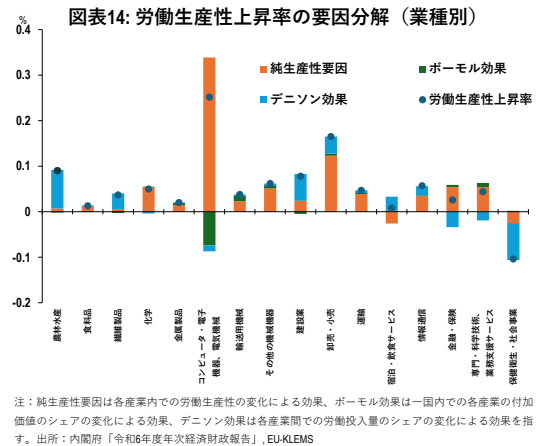
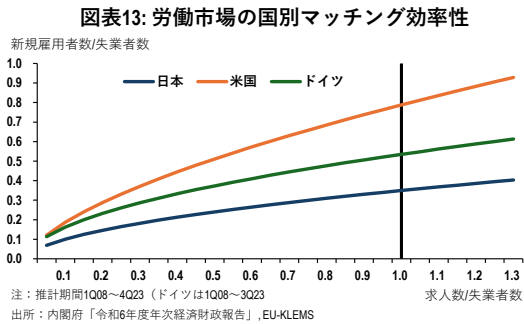
日本は、労働市場において、他の先進国に比べて就業確率が相対的に低く、就業を希望しても失業状態が 1 年以上続く長期失業者の割合が相対的に高い等、資源配分の効率性が低い。この点を本年度の経済財政白書で試算されている労働市場におけるマッチング効率性（新規雇用者数、失業者数、求人数を用いてマッチングのしやすさを計算）でみると、米国では 1 か月以内に失業者の 8 割程度が新規雇用に結びついているのに対し、日本は 3 割強に過ぎず、また欧州よりも低い (図表 13)。そもそも日本の方が失業に至るハードルが米国等より高いだけにそこで失業した人が次の職を見つけるのがそもそも難しいという面はあるにしても、総じて日本の労働移動の円滑度が低いことが窺われる。更に、同じ経済財政白書では、2001～2019 年の約 20 年間について日本の労働生産性上昇率の推移を、業種毎の労働生産性の上昇率（純生産性要因）、業種毎の名目付加価値のシェアの変化による影響（ボーモル効果）、業種毎の労働投入量のシェアの変化による影響（デニソン効果）の 3 つに分解している。結果を見ると、どの業種も基本的には各業種の労働生産性の上昇によって労働生産性が引き上げられており、業種間の労働の移動（デニソン効果）が労働生産性を押し上げている業種は限定的であった (図表 14)。特に生産性が最も高い IT 業種は、転職が元々それ程容易ではないことに加え、日本では DX 化を行う IT のユーザー企業側も内生で DX 化を進めようと人員をため込むこともあって、こうした分野での労働移動が進みにくく、デ

⁸ 深尾京司・牧野達治 (2021) 「賃金長期停滞の背景(上) 製造業・公的部門の低迷響く」日本経済新聞経済教室を参照。

⁹ この点の詳細は、鶴飼博史・丸山泰斗・関東享佑 (2024) 「日本のインフレ率はゼロよりもプラスが望ましい積極的な理由」経済を読む眼第 20 回、科学技術振興機構、を参照。

¹⁰ 深尾京司 (2021) 「労働生産性と実質賃金の長期停滞：JIP データベース 2021 および事業所・企業データによる分析」RIETI におけるセミナー、を参照。

ニソン効果がマイナスに効いている。こうした傾向は必ずしも業種間だけでなく、企業間の移動についても同様の傾向がみられる。



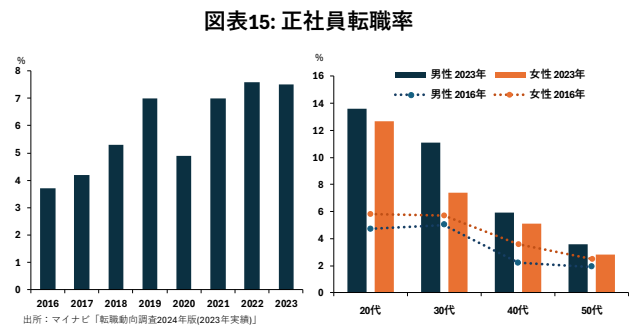
したがって、第2に、企業は労働移動をより円滑化させる必要がある。よく言われているように、メンバーシップ型雇用（職務内容や職種を限定せず、会社主導で職務を変動させながら長期的に雇用するシステム）からジョブ型雇用（会社と個人が合意した職務内容<ジョブ>にもとづく雇用システム）へと移行しなければならない。岸田政権では、①リスクリング、②ジョブ型人事、③成長分野への労働移動のための「三位一体の労働市場改革」に取り組み、職務給（ジョブ型雇用）の日本企業の人材確保の上での目的、ジョブの整理・括り方、これらに基づく人材の配置・育成・評価方法、ポスティング制度、賃金制度、休暇制度などについて、企業が制度の導入を行うために参考となるよう、ジョブ型人事指針を示す段階に漸く達したところだ。また、経済界では、経団連がジョブ型雇用を推奨するようになってきているが、メンバーシップ型雇用のメリットを活かしながら、各企業が最適な「自社型雇用システム」の確立を目指していくべき、と日本的な玉虫色の経営姿勢を崩すには至っていない。しかし、AIの活用が進むにつれて、多くの職で職務内容が変わり、職種転換が必要となることを考えても、恐らく、多くの日本企業がこれまで考えてきた以上に、この方向性を積極的に進めなければならないと考えられる。

その際、雇用者の整理解雇についても考えておく必要がある。そもそも整理解雇は、大企業と中小企業で大きく異なっており、メンバーシップ型雇用を採用している大企業では解雇規制が厳しい日本の解雇法制・判例の下で、雇用者の仕事内容を雇用契約上定義していないために、雇用者が満足に機能していなくても他の仕事を試していないために解雇は非常に難しくなっている。その反面、中小企業においては、むしろ安易に解雇が行われている面がある。したがって、ジョブ型雇用制度が根付くまでは、どちらに対しても、解雇をした際に無効と判断された場合に金銭解決制度の道を拓く必要があるだろう。この点は、安倍政権がまとめた成長戦略「日本再興戦略改訂 2015」に具体的な検討が盛り込まれたのであるが、労働組合側がリストラに悪用されると反

発したために導入を断念した経緯がある。しかし、これは適切な補償金が必要になれば企業はみだりに解雇できないことを考えても、必ずしも労働者は不利にならない筈である。しかも、構造的な不採算部門の整理・縮小でいずれ人員のリストラが避けられない場合、好況期に整理解雇を行った方が、失職する人が新たな仕事を見つけやすい。欧米の企業ではこうした整理解雇が有効なケースが一般的であるが、日本では企業が一方的に正社員の仕事内容を変えられることから、好況期の不採算部門撤退による整理解雇は認められていないという問題がある。

幸い、日本の転職市場は徐々に活発化はしてきた（図表15）。この流れを大きくプッシュしていくことが望まれる。

もちろん、解雇され易くするだけでは社会が不安定化しかねず、不十分である。日本ではこうした



意見に対して、就職氷河期が再び来るとか、日本の風土になじみにくいといった反対意見が多いことも確かである。しかし、人手がこれから絶対的に不足していく日本経済は、就職氷河期が来ることは考えにくいというえ、雇用の流動化を進めて生産性を上げていかないと立ちいかなくなるので、この潜在的な社会不安を顕在化させない方策を考えることが重要なのだと考えている。この観点から、筆者は米国型ではなく、北欧型の雇用制度に近い方向を目指すべきなのではないかと考えている¹¹。例えばスウェーデンを例にとると、その労働市場の特徴は、①就労を促す社会的規範・社会保障制度、②高い労働組合の組織率を背景とした労使協約重視の労使関係、③労働移動を促進する様々な仕組みの存在、に集約できる。その中で労働移動を促進する仕組みとしては、同一労働同一賃金に基づいて企業・産業間の賃金格差を小さくする連帯的賃金政策により、低生産部門の利益を圧縮して高生産性部門への移動を促しており、しかも解雇規制も労働移動に制約的ではない。日本よりも雇用者の解雇はずっと容易であり、雇用はより流動的になっている。しかしその一方で、積極的労働市場政策を採用し、企業が離職者の再就職に対して責任を果たすところがポイントである。具体的には、労働市場訓練、雇用助成、就業体験を組み合わせてきた。こうした労働政策は時代と共に不断の見直しが行われて現在に至っているが、いずれにしても、スウェーデンを含む北欧では、労・使・国の三者が統一的社会理念の下で社会連帯を前提とした行動をとり、地域や企業が解雇された人を再教育し、次の職場へ送り出している。米国では雇用はもっと流動的であるが、その反面、解雇された人は自ら動かない限り、再教育されることはないのので、日本には採り入れにくい。

¹¹ 北欧型雇用制度については、山田久 (2016)「失業なき雇用流動化—成長への新たな労働市場改革」慶應義塾大学出版会が参考になる。

この再教育を含め、第 3 の重要な概念がリスクリング（企業が教育によって人的資本の水準を上昇すること）である。ジョブ型雇用制度とリスクリングは補完的な関係にあり、生産性向上のためには、ジョブ型でキャリアの自律性を高めることと、リスクリングによって企業内、あるいは企業間で成長分野への移動が実現することが有効だと考えられるからだ。現在、岸田政権ではリスクリングの充実に取り組み始めているが、最近の日本企業の分析でも、リスクリングが特にジョブ型雇用と組み合わせさせた時に、労働生産性の上昇につながっていることが実証されつつある（図表 16）。DX 化、AI 等のように新たなテクノロジー関連で、企業が主導的に教育・訓練を行う場合、様々なメニュー（カフェテリア型訓練・研修制度）を用意し、被雇用者各自の必要なリスクリングを選択できるような仕組みを用意すべきであろう。その際、企業は雇用者が転職すれば、投資が回収できないと懸念するよりも、魅力的な研修制度が優秀な人材を引き付ける吸引力になるという発想の転換が必要になるのだろう。しかし、これを企業だけに押し付けることは適当ではない。そのためには、賃上げと訓練費用に対する税額控除の組み合わせも、より人的資本の蓄積に重点を置いたものにして積極的に活用できるようにしていくべきであろう。現在のように賃上げが漸く実現しても、賃金水準が労働生産性に見合わなければ、持続的ではない。将来の賃金上昇につなげるためにも、政府としても、付加価値のせめて 1%程度を生産性向上要因である人材育成費に使うことを奨励すべきだろう（前掲図表 11）。

図表 16: ジョブ型雇用・リスクリングと生産性の関係

	1年後の労働生産性
ジョブ型雇用 (特定の業務のプロフェッショナル としての職務限定制度がある)	***
リスクリング (カフェテリアプランによる教育支援 などの導入)	*
リスクリング × ジョブ型雇用	***

注：OLS推計。***は1%で統計的に有意、**は5%有意、*は10%有意。

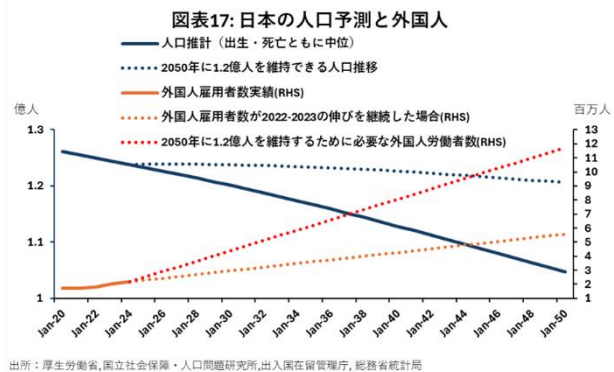
出所：鶴・滝澤 (2024) 「ジョブ型・リスクリングと生産性の関係」

(日経「スマートワーク経営」調査研究講演会)

4. 経済成長トレンドが低かった要因Ⅲ：やはり外国人労働者の受け入れが不十分ではないか？

上述のように労働の移動が盛んになったり、無形固定資産を含む設備投資を活発化させても、なお労働人口の減少スピードが急激という問題は克服し切れない。このため、高技能者を中心に外国人労働者の受け入れの大幅な拡大が必要であることを改めて主張しておきたい。日本の総人口は、出生率・死亡率ともに中位推計を用いると、現在の 1 億 2 千万人強から 2050 年には 1 億人強、2070 年には 86 百万人にまで減少する。これは外国人の 2022 年から 2023 年までの増え方 (+16 万人) が今後も続くと仮定している。仮に 2050 年でも現在の人数に近い 1 億 2 千万人を維持しようとする、外国人が毎年 61 万人程度入る必要がある（図表 17）。これは最近のドイツへの移民流入

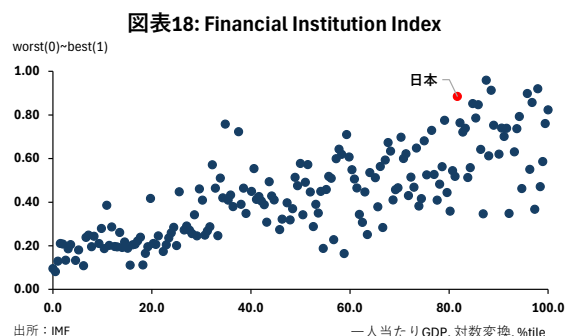
に近い規模なので、ここまでは難しいだろうが、それでも外国人労働者の流入をかなりペースアップしないと、日本経済は縮小の一途を辿ってしまう。しかし、今や、東南・東アジア全体で人手不足感が強まっており、日本はアジアの中でも高賃金国でもなくなっていること、業種によっては日本語の要求水準が非常に高い下で、外国人労働者を大量に呼び込むこと自体が難しくなっている。したがって、高技能者を中心に、外国人が長く日本で働いてもらえるための支援を行うと共に、外国人を単なる労働力とみるのではなく、定着を支援することも重要である。



5. 経済成長トレンドが低かった要因Ⅳ：リスク資産が金融仲介機能を通じて企業に効率的に到達しているか？

企業の行動が最近になって変化したかどうかを判断するには、日本における弱い企業統治（コーポレートガバナンス）の問題が解消に向かっているかどうかにも目を向ける必要がある¹²。日本では間接金融が金融仲介の主役である。1960年代から1980年代まで、日本の金融仲介は、銀行が家計の現預金選好を企業への貸出につなげる形で経済成長を支援してきた。1980年代までは、日本の銀行は株式持ち合いも用いつつ非金融法人企業に貸出のみならずリスク資本も供与する、一種のプライベート・エクイティのような働きまでしていた。しかし、1990年代初に資産価格バブルが崩壊した後、銀行は不良債権問題に直面し、リスク資本を供与できなくなった。2005年をもって不良債権問題を克服した後は、現在に至るまで持ち合い株式を処分してきた。

現在の日本の銀行による金融仲介機能が弱いと言っている訳ではない。金融機関の機能向上のメリットは、低所得段階の国にとって大きい。高所得である日本でも、その機能度（深み、アクセス、効率性で評価）はスイス、米国、豪州、カナダの4ヶ国に劣っているだけで、世界最高水準の範囲に入っている¹³（図表18）。しかし、現在は銀行がリスク資本を供与

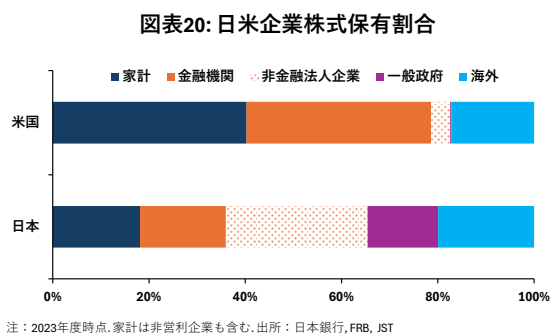
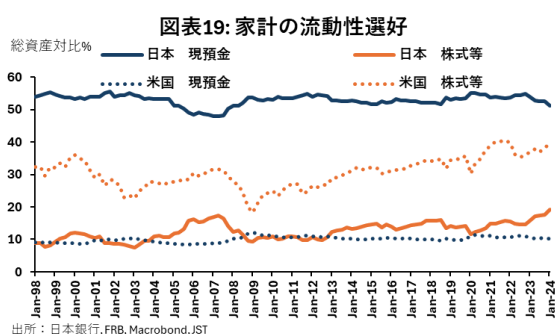


¹² この議論は、村瀬・安藤 (2014) 「日本の長期停滞：『弱い企業統治』のマクロ経済学による分析」 堀内・花崎・中村編 日本経済 変革期の金融と企業行動 (2014)、東京大学出版会所収を参照。

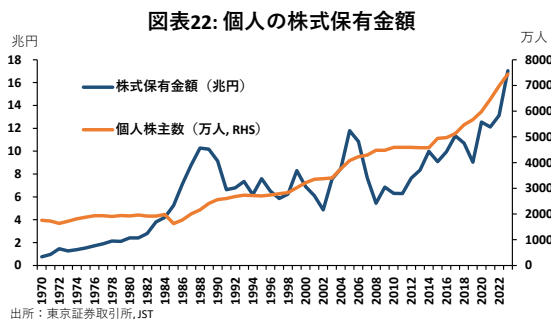
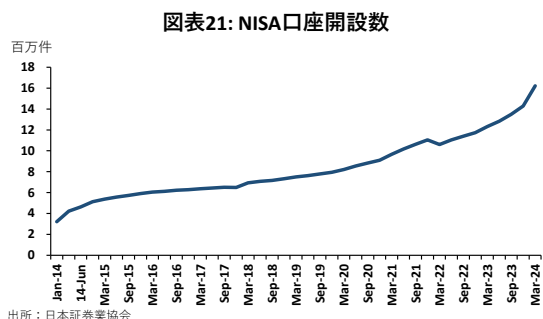
¹³ 金融機関の機能度の評価方法やデータは、Sahay, R., Cihak, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Pena, D., Bi, R., Gao, Y., Kyobe, A., Nguyen, L., Saborowski, C., Svirydzenka, K., and R. Yousefi (2015) “Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets,” IMF Staff Discussion Note, SDN/15/08 を参照。

する主体でないだけに、ビジネスのリスクが銀行のバランスシートに集中してきた状況から、社会がバランスよくリスクとリターンを取る状況にシフトする必要がでてきた。こうした状況を背景に、政府や日本銀行は家計に対して「貯蓄から資産形成へ」という旗を振ってきたのである。

日本企業は、アベノミクスが 2013 年に始まって以来、株式市場からの資金調達を増やし、債務に占める銀行貸出のシェアを徐々に減らしている。しかし、これは必ずしも直接金融の比重の高まりを意味しない。今でも、家計はこれまで金融資産を主として預貯金で保有していたため年金・保険、投資信託や家計の保有シェアが現在も米国とは違って小さく、企業の株式保有者は、最もシェアが大きいのが他企業という姿が一般的である（図表 19、20）。

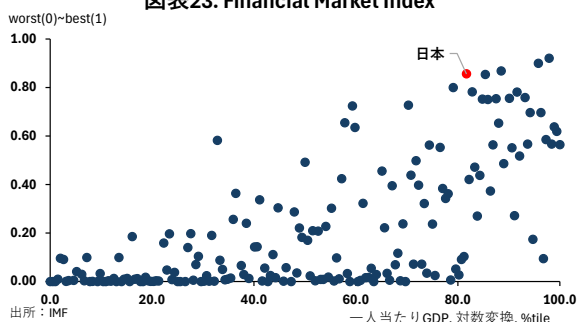


しかし、本年から家計向けに NISA を拡充した新 NISA も始まり、家計の株式保有額は今のところ急激に伸び始めている（図表 21、22）。家計から企業へリスク資本を供与する仕組みが機能し始めている訳だ。また、金銭教育も、金融庁が、日本銀行がこれまで事務局を務めてきた金融広報中央委員会等を発展させ、J-FLEC(金融経済教育推進機構)を立ち上げたばかりである。家計の金融資産運用の多様化と、金融リテラシーの強化は、これから更に注力していくべき分野であろう。



しかも、これを支える直接金融、すなわち金融市場の機能もこのところ向上している。金融市場は低所得国ではなかなか発展せず、高所得国で発展しているものである。日本は高所得国の中では少し前までは必ずしも高い機能度と言いきれなかったのが、2021年には図表23のように日本より高い機能度（深み、アクセス、効率性で評価）を示している国がスイス、米国、豪州の僅か3ヶ国になっている。そして市場の監視の下、株式市場における日本のガバナンスは、2000年代初から徐々に改善し、アベノミクスの下で、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードが導入されて大きく改善した。それでもアジアの中でも5位程度に位置していたのだが、2023年には遂に2位まで躍進した（図表24）。例えば米国では、低ROE企業に対してROEを向上させるためにM&Aを含めた方法を企業に提示することが非常に一般的であるが、日本も最近になって遂にそうした圧力がみられるようになってきた。とは言え、コーポレートガバナンスにはまだ改善すべき点も多いので、政策的にもさらに推進していくことが望まれる。

図表23: Financial Market Index



図表24: アジアのコーポレートガバナンスランキング

	2016	2018	2020	2023
Australia	1	1	1	1
Japan	4	7	5	2
Singapore	2	3	2	3
Taiwan	5	5	4	3
Malaysia	7	4	5	5
Hong Kong	3	2	2	6
India	8	7	7	6
Korea	9	9	9	8
Thailand	6	6	8	9
China	10	10	10	10
Philippines	11	11	11	11
Indonesia	12	12	12	12

出所：AGCI, JST

また、直接金融の側面からは、資金が絶対的に不足している分野としてスタートアップ企業の育成のための資金供給を挙げておきたい。日本のスタートアップ企業の数は米中と比較しても極端に少ないが、彼らへ資本投資を提供する日本のベンチャーキャピタルやエンジェル投資家の機能が、日本では取り組みが始まっているとは言え、まだ大幅に不足している。日本ではスタートアップ支援施策として2023年度からオープンイノベーション促進税制やスピンオフ税制が開始された。しかし、エンジェル税制にしても、適格企業としての確認申請が必要で手続きが煩雑であるほか、個人によるVCファンド等への投資に対する税制優遇策が未導入である。更には、米国のQualified Small Business Stockのように売却で得た利益のキャピタルゲイン税率の軽減・廃止も検討に値する筈だ。税制的な支援の迅速な拡大が必要であろう。

6. おわりにかえて～新政権への期待

以上、日本経済の構造的な問題点がどの程度改善されつつあるのかを概観してきた。しかし、今回の議論で明らかになったように、どの点も問題点が解消されるには至っ

ていない。特に日本のように人口が減少を続ける国においては、有形・無形の固定資産と人的資本の両方の活用を促進し、日本経済の生産性を向上させていかなければならない。こうした問題が解決すれば、日本経済の成長期待も上昇し、その前提の下では投資・支出が活発化するという好循環を期待できるようになる筈だが、現状はそのための努力がまだ不足している。

岸田政権が掲げた「新しい資本主義」は、どちらかと言えば所得再分配に焦点を当てていたと思われる。日本経済を活性化させるにはそれだけでは済まないため、企業の投資も扱うようになったが、全体的なコンセプトに曖昧さを残したまま政権の交代を迎えることになった。まもなく発足する新政権には、本稿で触れた問題意識を念頭に、こうした課題に強く取り組むことを期待したい。

こうした従来型構造改革はこれまでも様々な角度から主張されていながら、改革の歩みは極めてゆっくりとしか進んでおらず、我々としても、改革が進めば日本経済が再度繁栄するとの確信を以前ほど強く持てなくなっている。しかし、イノベーションが不足する国を放置すると、人的資本・物的資本・そして金融資本も海外にどんどん向かってしまうリスクがある。これが進めば進むほど、国内では政府への依存度が増すという悪循環が生じかねない。

しかし、そもそも今回提示したいわば従来型の構造改革の強化だけでは、日本が低成長を経験した時代しか知らない若い世代にとっては、改革後の高い成長のイメージすら浮かばないのではないか。彼ら/彼女達にとって、日本は経済の活力の面で世界的に優れた国ではないため、経済的豊かさを優先したこうしたシナリオは魅力的でなくなっている可能性がある。もちろん、日本経済を 1970～80 年代の姿に戻せと言っている訳ではない。とは言え、日本経済の衰退を放置しておくと、上記の様々な資本が海外に逃げていくリスクを払拭できない。そこで、こうした状況への対処策として、生活の豊かさまで包含したビジョンが必要という考え方は、注目に値する¹⁴。そのための経済学的アプローチが、最近になって英国政府が提示してきている「資本アプローチ」¹⁵である。生活の豊かさまで包含し、人々の生活を豊かにするサービスを市場経済から供給されるサービスに限らず、環境を含めた市場外のサービス（自然資本）にまで拡張してとらえ、それを提供する基盤となる民間資本、社会インフラ、自然資本、人的資本の組み合わせを政策目標として考えていくことが求められる。経済的に繁栄していた過去への単なる回帰を目指すのではなく、経済的のみならず生活まで含めた豊かさの実現に向けた戦略を考えるという方向性は、一考に値するだろう。

¹⁴ 以下の議論は、宮川努・木内康裕 (2024) 「生産性停滞、要因と対策 「豊かさ」への新たな戦略探れ」経済教室、日本経済新聞を参考にしている。

¹⁵ P. Dasgupta (2021) “The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review,” HM Treasury (日本語要約としては、「日本語版生物多様性の経済学：ダスグプタ・レビュー要約版」WWF ジャパン)を参照。但し、Dasgupta の議論の出発点は、経済は自然の内部に組み込まれているとして、自然に対する需要がその供給能力を上回らないようにすることにあるので、そのまま適用することもやや難しい。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

関東享佑

福岡県警察科学捜査研究所を経て、2018年から科学技術振興機構に入構。現在、同資金運用本部に在籍し、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。
当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。
当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。