

# 不透明感を増す世界経済の針路と日本の成長戦略： 2016年度「金融班」研究活動の成果から

ふくだ しんいち  
福田 慎一

東京大学大学院経済学研究科教授 「金融班」主査

## 不透明感を増す世界経済の針路と 日本の成長戦略

世界経済は、緩やかな拡大基調を続けているものの、様々な構造問題を抱えたまま政治的ないし地政学的緊張の高まりに直面しつつあり、先行き不透明感を払拭できずにいる。先進国経済では、最も堅調な米国では保護主義的、排外主義的な政策を掲げたトランプ政権が誕生した。同様の政治的な動きは、英国における欧州連合（EU）離脱の選択など欧州でもみられ、世界経済の新たな不安要素として台頭している。また、中国経済の成熟化に伴う成長減速の程度や影響が見通せないことも、先行き不透明感を高めている。

このような中で、日本経済は、財政再建や社会保障改革といった構造問題の本丸に目をつぶったまま、金融緩和頼みでデフレを脱却するという方向性に限界が見えつつある。金融政策に関しては、これ以上の実験的取り組みを行うことは極めてリスクが高く、これまでの手法の有効性や副作用について学問的な検証が急がれる。構造問題の放置は、日本経済の将来に対する経済主体の悲観的な見通しを通じて、需要面に悪影響を及ぼしている可能性が高く、人口減少社会の中でいかに少子化を食い止め財政再建や社会保障改革を果たすか、またイノベーションの喚起や生産性の向上を実現していくかは、金融研

究者といえども無関心ではいられない極めて重要な課題である。狭い学問的な枠組みにとらわれず、幅広い視点から金融の役割というものを再検討していかなければ、日本経済に対して有効な処方箋を提供することが難しい時代となってきている。

一般財団法人統計研究会と一般財団法人日本経済研究所は、金融の諸問題に関する大学横断的な研究交流・共同研究の場として、わが国トップレベルの金融研究者グループから成る委員会「金融班」を組成し、毎年活発な研究活動を行っている。2016年度は「不透明感を増す世界経済の針路と日本の成長戦略」と題して、金融班委員や外部からの報告者を招いて8回にわたる月例研究会と、海外の研究者も交えて国内外で3回にわたるコンファレンスを実施したほか、東京大学金融教育研究センターと日本政策投資銀行設備投資研究所による共同シンポジウム「日本企業のコーポレートガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望」を共催し<sup>1</sup>、金融経済学の立場から日本経済が直面する様々な課題や関連する幅広い経済事象について研究報告を行い、そこから得られるインプリケーションについて活発に議論した。本稿では、その成果の一端をご紹介します<sup>2</sup>。

## 深刻な財政状況と低金利の共存

日本では低金利が続いているが、深刻な財政状況

<sup>1</sup> このシンポジウムの概要は既に植田和男・福田慎一・大石英生・中村純一編「日本企業のコーポレートガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望－2016年東大・設研共同主催シンポジウム抄録」（経済経営研究 Vol.37 No.2、日本政策投資銀行設備投資研究所）に取りまとめられている。詳細はこれらの資料を参照されたい。

<sup>2</sup> 以下で紹介する研究報告の報告者の所属は、全て報告当時のものである。



月例研究会の光景

との関係で低金利が維持されているメカニズムは必ずしも明らかとなっていない。櫻川昌哉氏（慶應義塾大学）と櫻川幸恵氏（跡見学園大学）は、日本の債務残高が何故現在のような高水準を維持できるのかという問題意識に基づき、OECD23カ国の1980～2014年のデータをもとに各国の債務残高の上限を推定し、投資家が財政リスクをヘッジできる資産へのアクセス度合いとの間に負の相関があることを示した。したがって、日本のように財政リスクをヘッジできる他の安全資産の供給が乏しい国では、公的債務残高が大きく積み上がる中でも、低金利での国債発行が可能になっていると結論づけた<sup>3</sup>。

名目金利＝実質金利＋期待インフレ率＋リスクプレミアムであり、財政の持続性への懸念が増すと、リスクプレミアムが上昇して長期金利も上昇するというのが一般的な考え方である。中村康治氏（日本銀行）は、同じくOECD23カ国のデータを用いて財政状況と長期金利の関係について推計を行い、日

本で債務残高が高水準であるにもかかわらず金利が低く抑えられている要因として、現時点における国民負担率が他の先進国に対して低く将来の負担増を織り込むことで財政リスクに対する懸念が高まっていないこと、基調的に経常黒字すなわち国内貯蓄超過が持続していることから国内で財政赤字の埋め合わせが可能なこと、などが指摘できると報告した<sup>4</sup>。

低金利が続く一方、日本の財政状況が深刻であることには変わりがなく、財政の健全化を着実に進めていくことは不可欠である。歳入増の観点では、世代や対象において広範な課税が可能な消費税が有力な選択肢の1つとして考えられているが、消費税の引き上げは景気の攪乱要因となるため、その影響を踏まえて制度設計することが重要となる。小巻泰之氏（日本大学）は、付加価値税が導入されている欧州の事例の検証から、消費税率の変更が経済に及ぼす影響を考察した。消費税率の変更は、時点間の代替効果と所得効果を通じて消費に影響を与えるが、

<sup>3</sup> “Estimating Fiscal Space in Countries With Large Debt” 2016年8月夏季コンファレンス。

<sup>4</sup> 「財政状況と長期金利」2016年5月月例研究会。



シンポジウムの光景

2000年以降の Euro 加盟国で実施された全ての税率引き上げを対象にした分析の結果、税率の変更幅が大きく、税率の水準が20%未満などの場合には、所得効果が高まることを確認した。一方、税率2%以上かつ軽減税率を変更しない場合には、欧州でも時点間の代替効果が生じると指摘している<sup>5</sup>。

### アベノミクス下の金融政策を巡って

消費者物価の前年比上昇率2%を目標に、アベノミクスの第一の矢として放たれた日銀の異次元金融緩和が開始されて早くも4年が経過した。当初は金融市場に大きなインパクトをもたらしたものの、最近では限界に直面しつつあるとの見方もある実験的手法の有効性や副作用を巡っては早急な学問的検証が必要とされている。なかでも2016年の大きな出来事はマイナス金利政策の導入であった。竹田陽介氏(上智大学)は、マイナス金利政策の導入にもかかわらず預金金利がプラスを維持している理由を考察

し、マイナス金利の適用が超過準備の一部に限られることのほか、預金金利をマイナスにすることに対する法的制約も影響していると指摘した。また、このような条件をモデル化した分析に基づき、金融機関はマイナスあるいは超低金利での貸出よりも日銀への国債売却を選択するため、民間部門に資金が行き渡ることによって成長が促進されるという所期の効果が発揮されにくくなっていると報告した<sup>6</sup>。齊藤誠氏(一橋大学)は、第二次世界大戦前後における日本銀行による国債の引き受けを検証し、現在の異次元金融緩和への含意を探った。第二次世界大戦前後の国民経済計算では所得と支出が大きく乖離していることを指摘し、その背景として当時は厳しい価格統制のもとで地下経済が発展し、それに起因する財政赤字の埋め合わせのために国債の引き受けが行われたと分析する。ただ、当時は国債の国内市場と海外市場が分断され、国債の引き受けに伴い供給された資金の多くは地下経済に流れたため、物価への影響

<sup>5</sup> 「欧州諸国における付加価値税率の変更の影響について」2016年8月夏季コンファレンス。

<sup>6</sup> “It’s Baaack : A Legal Restrictions Theory of Negative Interest Rate Policy” 2016年8月夏季コンファレンス。

はほとんどなかった<sup>7</sup>。一方、異次元金融緩和を受けた円安が近隣窮乏化政策であるという批判について、筆者は株価の動向から東アジア経済に与えた影響を分析してその妥当性を検証し、その結果、東アジア諸国の株価は、当初は下落したが、金融緩和の進捗に伴う日本株上昇の恩恵を受けてその後回復しており、近隣窮乏化政策にはあたらないことを示した<sup>8</sup>。

金融政策を有効に機能させていくためには、市場との円滑な対話が重要である。慶田昌之氏（立正大学）は、中央銀行のコミュニケーション戦略が、期待を制御するための政策手段の1つであるという問題意識のもと、総裁や幹部の記者会見・講演録の潜在意味解析（Latent Semantic Analysis）による日本銀行のコミュニケーション戦略の定量的分析を試みたその結果、マイナス金利政策が導入された2016年1月、包括的検証を行った同9月を境に、コミュニケーション戦略に変化が見られたことを指摘している<sup>9</sup>。

現金流通高は、金融政策の効果に影響を与える重要な変数の1つであるが、近年は電子マネーの急速な普及など現金需要を巡る環境が大きく変化しつつある。藤木裕氏（中央大学）は、支払手段を規定する要因は何か、クレジットカードや電子マネーなどの普及は家計の現金需要を減らすのかという問題意識に立ち、家計の金融リテラシーのレベルや年齢階層による支払手段の違いを検証した。その結果、金融リテラシーの高い家計ほど現金需要が弱く、高齢

家計ほど現金需要が強いことが確認されたとし、現金以外の支払手段の普及と人口高齢化の影響が相殺し合う結果、近い将来の現金需要には大きな変化は見られないと予想するシミュレーション結果を示した<sup>10</sup>。

## 企業統治改革の行方

企業統治改革は、アベノミクスの成長戦略においても一丁目一番地の施策として掲げられており、2つのコードの導入や監査等委員会設置会社の創設など制度的な整備を進めるとともに、稼ぐ力の向上に向けた意識改革を強く促し、投資家や企業も積極的な取り組みを見せ始めている。宮島英昭氏（早稲田大学）は、「安定株主、メインバンク・システム、内部昇進者中心の経営陣、終身雇用」という伝統的な日本企業のガバナンスに変化がみられる中で、その変化が上場企業の社長交代にどの程度影響を与えているかについて分析した。その結果、業績悪化が社長交代のトリガーとなる点は従前と変わらないが、重視される業績指標がROAからROEへと変化していることを示している。メインバンクの影響力が強い企業群ではROAに反応して社長交代が生じ、海外機関投資家の持株比率が高い企業群ではROEへの反応が強いと指摘し、メインバンクの活動範囲の縮小や海外機関投資家の持株比率の増加といったトレンドと整合的な結果になっていると主張した<sup>11</sup>。

井上光太郎氏（東京工業大学）は、株式持ち合い

<sup>7</sup> “On Large-scale Money Finance in Statistics and Practice : A Case of the Japanese Economy during and after World War II” 2016年11月月例会。

<sup>8</sup> “Spillover Effect of Japan’s Quantitative and Qualitative Easing on East Asian Economics” 2016年7月 APEA 第12回年次コンファレンス。

<sup>9</sup> “A Semantic Analysis of Monetary Shamanism : A Case of the BOJ’s Governor Kuroda” 2017年1月月例研究会。

<sup>10</sup> 「わが国家計の支払い手段選択について：家計マイクロデータによる実証分析」2016年9月月例研究会。

<sup>11</sup> “The Presidential Turnover and the Changes of Governance Arrangement in Japan” 2016年12月 NBER-TCER-CEPR コンファレンス。

など安定株主に守られた経営者が、企業価値向上に向けた努力を怠っているのではないかという仮説を検証した。その結果、株主の圧力から遮断された経営者は、機関投資家や社外取締役からの監視を受けたり株価連動型報酬を受け取る経営者に比べて、投資や事業部門の再編などの困難な意思決定を回避する傾向が強いことを示し、この観点からガバナンス改革の余地は大きいと指摘した<sup>12</sup>。

最近では、企業の社会的な役割やそこで企業統治が果たす機能にも注目が集まっている。内田交謙氏（九州大学）は、国連責任投資原則（PRI）と環境省の政策が、機関投資家を通じて企業の社会的責任（CSR）に関する行動をどの程度促進させたかを検証した。その結果、日本企業に関してはPRIだけでなく環境省の政策が効果的であったことを示した<sup>13</sup>。また、自社の収益や株主価値とのバランスとの観点でみると、このような企業の社会的パフォーマンスの向上は株主価値を毀損することはなかったと報告した。今後の企業経営において、サステナビリティ経済・社会への貢献は重要なKPIであり、作道真理氏（日本政策投資銀行）も、CSRと企業の財務的パフォーマンスの関係性について分析・検証を行っている<sup>14</sup>。

コーポレートガバナンスの世界的な潮流を俯瞰することは、経営がグローバル化する日本企業にも有益な視点を提供する。Marc Goergen氏（カーディフ・ビジネススクール）は、世界最大のソブリン・ウェルス・ファンドであるノルウェー政府年金

基金グローバル（NGPF-G）による英国上場企業に対する投資が、特に2008年の世界金融危機以降、雇用に対して与えた影響を分析している。その結果、同様の特質を持つ企業を比較すると、ダウンサイジングが必要とされる状況でもNGPF-Gの投資先企業は雇用や賃金の極端な削減を行わなかったと指摘している<sup>15</sup>。また、Shing-yang Hu氏（国立台湾大学）は、経営者などが個人的な借入のために自社の株式を担保として提供するShare Pledgeについて台湾企業を対象とした分析を行った。その結果、Share Pledgeを行った支配株主は、潜在的な追加担保の発生によるコントロール権の喪失を防ぐため、自社株買いを開始する確率が高まること、投資家はこの誘因を織り込むため自社株買いによる本来のメリットが過小評価されることを示した。一方、Share Pledgeを行った内部者が支配株主でない場合にはこうした効果が優位ではないとも指摘した<sup>16</sup>。さらに、Vikrant Vig氏（ロンドン・ビジネススクール）は、ドイツの貯蓄銀行セクターにおいて意思決定者との距離の近さが銀行救済の意思決定にどのように影響したのかを分析した。地元政治家は問題銀行に関する知識が豊富で、潜在的にはより良い意思決定を行うポテンシャルを持つが、実際には個人的利益により判断が歪められるデメリットが大きいと、距離の遠い意思決定者の方が望ましいと結論づけている<sup>17</sup>。

2016年12月のNBER-TCER-CEPRコンファレンスに続き開催されたシンポジウム「日本企業のコー

<sup>12</sup> “Enjoying Quiet Life Under The Umbrella of Crossshareholding” 2016年12月 NBER-TCER-CEPR コンファレンス。

<sup>13</sup> “Institutional Investors, Corporate Social Responsibility, and Stock Price Performance” 2016年12月 NBER-TCER-CEPR コンファレンス。

<sup>14</sup> “CSR, Disclosure, and Firm Performance” 2016年8月夏季コンファレンス。

<sup>15</sup> “Sovereign Wealth Funds, Productivity and People : The Impact of Norwegian Government Pension Fund-Global Investments in the UK” 2016年12月 NBER-TCER-CEPR コンファレンス。

<sup>16</sup> “Share Pledges and Margin Call Pressure” 2016年12月 NBER-TCER-CEPR コンファレンス。

<sup>17</sup> “The Political Economy of Bank Bailouts” 2016年12月 NBER-TCER-CEPR コンファレンス。

ポレートガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望」では、星岳雄氏（スタンフォード大学・東京財団）が基調講演を行い、その後植田和男氏（東京大学）を座長として星岳雄氏、花崎正晴氏（一橋大学）、志賀俊之氏（産業革新機構・日産自動車）、大石英生（日本政策投資銀行）をパネリストとして、コーポレートガバナンスに関する活発な議論が繰り広げられた。日本企業のコーポレートガバナンスは、金融的側面の改革は進んでいるが雇用の側面を変える動きがないという指摘のほか、雇用面の改革を進めるには経営権市場の整備などが課題であるという問題提起もなされた。

## 企業の持続的な成長に向けて

日本経済が持続的に成長していくためには、企業部門の活性化が重要であるが、それにあたっての課題や論点は多様である。

人手不足が深刻化する日本において、生産性向上は企業が取り組むべき喫緊の課題である。植田健一氏（東京大学）は、企業の生産性の向上が経済成長のキーファクターであるという問題意識のもと、生産性と労働者保護の施策の関係性などを分析している。理論モデルの分析から、基本的な保護の施策は企業の生産性向上に資するが、過度な保護は企業の生産性にネガティブな影響を与えるという逆U字型の関係を導いたうえで、知識集約的な産業においても、労働集約的な産業と同様に労働者保護の基本的な施策が企業の成長力を高めることを実証的に示した<sup>18</sup>。玉井義浩氏（神奈川大学）は、企業のプロ

ジェクトの生産性において確率分布として定量化できない不確実性（いわゆるナイトの不確実性）が存在する場合には、債務者のモラルハザードの観点から不確実性が存在しない場合と全く異なる契約体系が要請されることを示している<sup>19</sup>。

企業の成長資金の調達において、日本では金融機関借入が大きな役割を担ってきたが、近年では内部資金で賄う傾向が強くなっている。安田行宏氏（一橋大学）は、企業グループ内、特に親会社から子会社への資金貸出について分析している。その結果、経済危機が起こった場合には、親会社が子会社に積極的に資金を貸し出し、子会社がグループの中核企業であるほどその傾向が強いことを明らかにした<sup>20</sup>。

岡田羊祐氏（一橋大学）は、日本の競争政策の展望と課題について報告し、市場競争は日本の経済成長に大きな役割を果たし、1990年代からの規制改革は一定の成果を生んだが、グローバル市場における競争法の共通化も視野に入れつつ競争ルールを再構築する必要性が出てきていると指摘している<sup>21</sup>。

企業が持続的な成長に向けた戦略を描くうえで、消費者の行動を正確に把握することが欠かせない。日本では、消費の低迷が続いているが、その背景として日本全体の成長や所得の伸びが鈍化して消費者が貯蓄行動を強めるほか、所得格差の拡大なども挙げられることが多い。寺西重郎氏（日本大学）は、勤儉貯蓄が特徴的な日本で大量生産型の大衆消費社会が戦後に出現したのは何故かという問題意識に基づき、日本の消費低迷の背景を探った。考察の結果、戦後の大衆消費社会は政府の規制政策の結果人為的につくられたものであり、日本の家電販売に

<sup>18</sup> “Monopoly Rights and Economic Growth : An Inverted U-Shaped Relation” 2016年10月月例研究会。

<sup>19</sup> “Investment for Productivity Improvement and Knightian Uncertainty” 2016年7月 APEA 第12回年次コンファレンス。

<sup>20</sup> “Financial Aid from Parents to Children : Lending Inside Japanese Business Groups” 2016年7月月例研究会。

<sup>21</sup> 「日本の競争政策の展望と課題－独禁法審判決の法と経済学－」 2017年2月月例研究会。

みられるような諸問題はグローバルな水平分業への対応の遅れとともに、このような日本の消費社会のミクロ構造の誤解による面が強いと主張している<sup>22</sup>。また、近年は若年層が消費を抑える傾向が強いと指摘される。打田委千弘氏（愛知大学）は、日本の大学生の収入や親の仕送りなどで構成されるデータを構築し、複数のモデル式を比較検討することで親子の労働と仕送りの関係を実証的に検証している。その結果、大学生は親のすねかじりをしているわけではなく、自活するためにアルバイトを行う傾向がみられると指摘している<sup>23</sup>。

## リスク、金融市場と金融規制

金融市場関係者は、米国のトランプ政権の動向など先行き不透明感に敏感に反応し、流動性の確保に走る結果、金融市場のボラティリティが大きくなる。小川英治氏（一橋大学）は、基軸通貨である米ドルの役割に注目し、理論モデルを構築したうえでリーマンショック時や欧州債務問題が顕在化した時に通貨の交換手段や価値保存などの機能の及ぼす効用がどのように変化したかを検証した。その結果、リーマンショックや欧州債務問題が発生した後、米ドルの流動性が極端に不足し、その効用も低減したと報告している<sup>24</sup>。平時において米ドルの基軸通貨としての機能は様々な利便性をもたらすが、リスクが顕在化した場合に米ドルへの大きな依存はネガティブな影響をもたらすことを明らかにし、企業経営における通貨選択に重要な示唆を与えてい

る。一方、田中茉莉子氏（武蔵野大学）は、ドルなどの国際通貨の効用を分析している。自国通貨が国際通貨の場合は他の国際通貨の使用で効用は改善しないが、そうでない場合は国際通貨の使用が効用の改善を促すことを示した<sup>25</sup>。

世界金融危機を契機に、金融規制を再強化する動きが強まっている。花崎正晴氏（一橋大学）は、米国における規制緩和の歴史から世界金融危機に至った背景を整理するとともに、資本規制や流動性規制といった規制再強化の方向性について米国及び世界的な動向とその影響について考察している。金融システムを効率的かつ効果的に機能させるうえで、現在の規制強化の方向性がいくつかの課題を抱えていることも指摘している<sup>26</sup>。また、長田健氏（埼玉大学）は、金融機関が日銀の超過準備を保有し続ける理由について、1990年代から2000年代の金融機関のパネルデータを用いて実証的に検証している。その結果、中核的自己資本比率の水準が超過準備の保有に影響を与えており、自己資本比率と流動比率の二重規制は健全な金融機関にとっては過剰な規制となる可能性があると指摘している<sup>27</sup>。金融システムの安定の要諦は、金融機関の健全性である。さらに、原田喜美枝氏（中央大学）は、1989年から2008年までの日本の信用金庫の合併の効果を分析し、吸収合併した信用金庫の収益や健全性は当初は低下するが、その後改善していくことを示し、合併が生き残りの戦略として有効であると指摘している<sup>28</sup>。

<sup>22</sup> 「歴史としての大衆消費社会」2016年4月月例研究会。

<sup>23</sup> “Live on One’s Hump or Live off One’s Parents? Evidence from the Japanese Undergraduates” 2016年8月夏季コンファレンス。

<sup>24</sup> “Inertia of the US dollar as a Key Currency through the Two Crisis” 2016年7月 APEA 第12回年次コンファレンス。

<sup>25</sup> “The Role of the Third Currency as an International Currency” 2016年7月 APEA 第12回年次コンファレンス。

<sup>26</sup> “Global Financial Crisis and Financial Regulations” 2016年8月夏季コンファレンス。

<sup>27</sup> “The effects of regulatory capital ratios on banks’ liquidity demand” 2016年8月夏季コンファレンス。

## 結 び

米国の政策運営をはじめとして外的な不確実性に枚挙にいとまがない。しかし、日本の企業経営者や消費者にとっては、人口減少に対応した抜本的な経済社会システムの再構築に踏み出せない我が国の政策運営こそが最大の不確実性であり、投資や消費が伸び悩む原因となっている。2016年度の研究報告から示唆されることは、いまこそ我が国は実のある成長戦略や構造改革を着実に進め、マクロとミクロ両面でリスク耐性の強い経済を構築していくことではないだろうか。先送りされている財政再建や社会保

障改革の抜本的な改革、大規模な金融緩和からの出口戦略、人口減少下での需要喚起や人材不足など供給面の課題解決を図っていく必要があり、引き続き成長戦略や構造改革を通して、持続可能な経済社会システムを構築していくことは喫緊の課題である。2017年度の金融班は、不透明感を増す世界の金融経済情勢、そのもとでの日本の成長戦略や日本経済が直面する諸課題について検討すべく、金融経済学の立場から最新の研究成果について議論を深め、必要な知見の蓄積に貢献することを目指して活動してまいりたい。

<sup>28</sup> “Shinkin Banks’ Pre- and Post-Merger Performance--Panel Analysis” 2016年7月 APEA 第12回年次コンファレンス。