

日本の長期停滞と経済政策 ー安全資産の需給をめぐってー

学習院大学経済学部
村瀬英彰

3つの「低」

様変わりした日本経済：

低インフレ、低金利、低成長の持続

- ✓ 3つの「低」はどこまで続くのか？
- ✓ 3つの「低」が続く中で経済政策の効果や副作用はどのように出現するか？

安全資産の需給をめぐる論点から考えてみよう

2021年9月10日 日経新聞「経済教室」

低インフレ、低金利、低成長。日本経済は様変わりした。変化の根底には貨幣・国債を中心とする安全資産への需要の膨張がある。それは貨幣・国債の大量発行にもかかわらず、歴史的な低インフレ、低金利をもたらしている(図参照)。また低成長の原因にもなり、金融政策に期待される機能にも変化を生み出している。

貨幣・国債といった安全資産の需要が異例の膨張をしたきっかけは、1980年代に遡る。その時期、日本は欧米諸国にキャッチアップした。だがフロントランナーになると、成長の成果として蓄えた膨大な資金をどこに投資すべきがわからなくなった。行き場を失った資金はバブルの狂乱を生み、バブル崩壊後の不良債権処理の遅延は銀行のリスク負担能力を奪っていった。

銀行融資中心の日本の金融では、銀行こそがリスクマネーの供給者であり、資本市場のリスク負担能力は十分でなかった。日本はフロントランナーになりリスクマネーを必要とするタイ



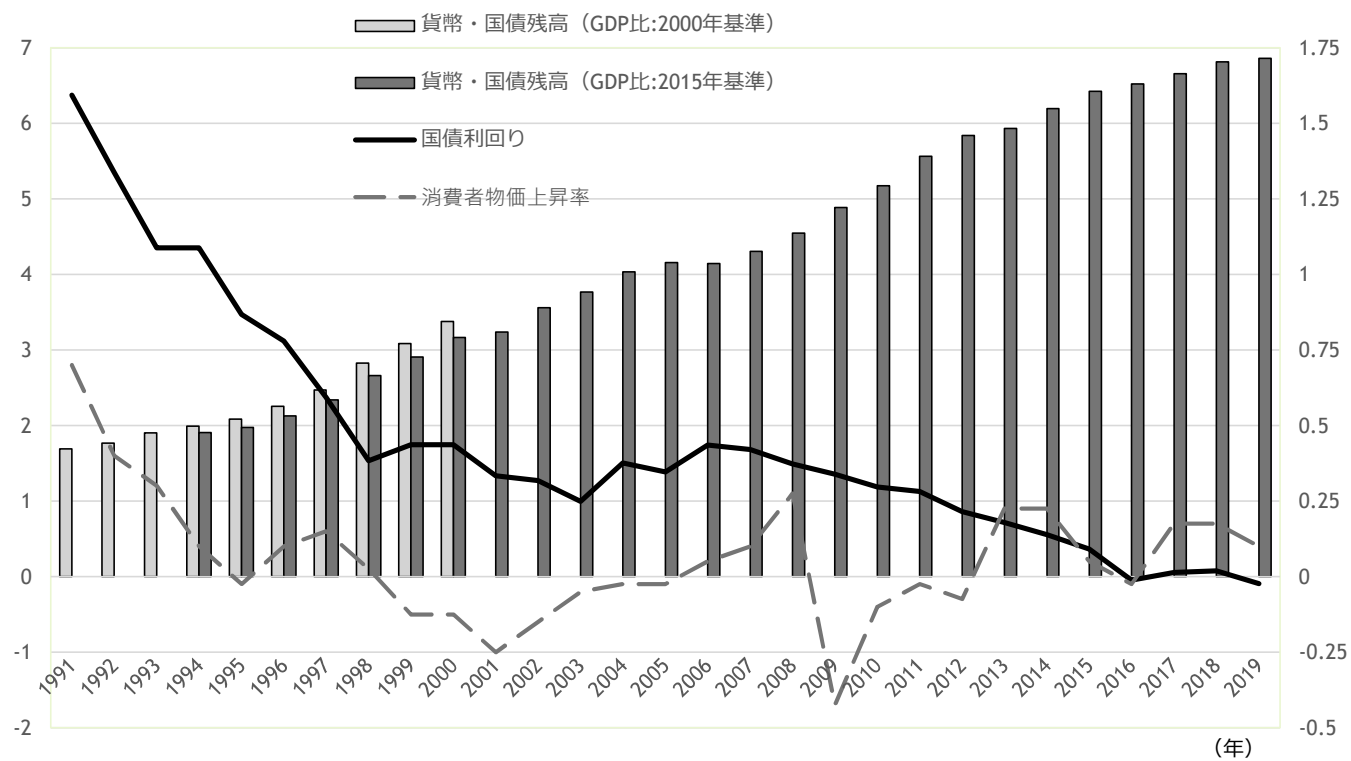
村瀬英彰 学習院大学教授

金融緩和の功罪 ④

政策に期待する機能 熟考を

名目金利、インフレ率、および安全資産残高

(%)



貨幣・国債残高はマネタリーベース残高と日銀保有分の除く国債残高より計算
(資料) 日銀、財務省、内閣府、総務省

安全資産供給増加時の安全資産価格上昇

⇒「安全資産需要が激増した」ことを意味している

日本の経済主体は以前に比べて圧倒的に安全志向になった
(経済環境が以前に比べて圧倒的にリスクになったことも含む)

- 安全資産需要の激増：3つの「低」を同時に説明するメカニズム
- 他の先進国にも多かれ少なかれみられるが、日本はとくに深刻

安全資産の需要膨張

■ 先進国共通の理由

- ✓ 安全資産を創出できない資金余剰の新興工業国・資源輸出国の出現

安全資産を求めて先進国になだれ込む資金 (Global imbalance)

- ✓ リスク資産や安全資産を装った資産のバブルが崩壊するとより原始的な安全資産へ需要がシフト

■ 日本固有の理由 日本の3つの「低」がとくに深刻なわけ

- ✓ キャッチアップ成長の終焉

投資先がわからなくなった膨大な資金⇒バブル経済

- ✓ 銀行中心のシステム

バブル崩壊⇒不良債権問題⇒銀行のリスク負担能力低下

資本市場の不十分な発達： リスクマネー供給源の欠如

- ✓ 最悪のタイミング

フロントランナーになったところでフロントランナーに必要なリスクマネーを喪失
⇒成長への急ブレーキ

安全志向の強化メカニズム

銀行：国債購入、超過準備

「銀行というリスクマネー供給者を失った」

企業：投資主体から貯蓄主体へ、現預金形態の企業貯蓄増加

「企業からバッファーとして扱われる（非正規雇用の増加など）」

家計：安全資産指向

資本市場も未だ銀行の代替物として
十分に機能しているとはいえない

安全資産需要の増大は、なぜ経済にダメージを与えるのか？

- リスク・リターンのトレードオフ
 - ・ 「挑戦がないところに成長はない」
 - イノベーションは、未知、不確実、リスクを伴う
- 非生産的資産：なぜ、安全資産は安全たり得るのか？
 - ・ 背景に生産活動がない
 - 生産活動という実体に伴うリスクがない

資産

■ 安全資産 $\equiv$ 非生産的資産

■ リスク資産 { 生産的資産 = 資本
非生産的資産 = バブル

「安全資産はバブルの一種」：実体がない
安全資産 = 安全神話資産

非生産的資産から生産的資産へのシフト：3つの解決策

- 安全資産（非生産的資産）の需要を減らす
- 安全資産（非生産的資産）の供給を増やす
- リスク資産（生産的資産）の需要を増やす

1番目の解決策：安全資産（非生産的資産） 需要減少策

■ リフレーション政策

✓ インフレ予想の喚起—安全資産の収益率の低下⇒需要減少

インフレ予想の継続性が乏しく政策効果の発揮に苦戦

2番目の解決策：安全資産（非生産的資産） 需要充足策

■ 安全資産の供給増加により需要を充足する

- ✓ 財政赤字（国債供給）
- ✓ 非伝統的金融緩和（中央銀行によるリスク資産購入、信用緩和）

（⇔伝統的オペは安全資産同士の交換であり、安全資産の供給増加にならない）

1番目、2番目の解決策の欠点

■ 生産的資産（＝資本）の資金吸引力向上策ではない

- ✓ 安全資産からの需要シフトは緩慢 政策は持久戦を強いられている
- ✓ 安全資産から非生産的なリスク資産への需要シフト
暗号資産、不動産、資源、美術品などのバブル
- ✓ 安全資産需要の（外生的）減少の危険
安全資産の膨大な超過供給 巨大な政策の巻き返し(通貨・国債の回収) が必要
インフレと金利の急激な上昇

3番目の解決策：リスク資産（生産的資産=資本） 需要増加策

■ 資本収益率の向上

企業の「稼ぐ力」の向上

✓ 企業統治強化

- ・ スチュワードシップコード
- ・ コーポレートガバナンスコード
- ・ ROE目標
- ・ 株主還元策強化

税制

✓ 法人税減税

✓ 資本所得減税

3番目の解決策の欠点

■ 格差拡大を助長（？）

- ✓ トリクルダウンのメカニズムはうまく働かない
- ✓ 資本家と労働者の格差を拡大
「資本収益率＞経済成長率」（トマ・ピケティ「21世紀の資本」）

（⇔「現実には、資本への分配も労働への分配も低下」という面がある
3番目の解決策を実行した上で、格差縮小には別政策をとという案も）

「格差」と「成長」のトレードオフへの 対照的な2つの解決策：資本主義のあり方を規定

■ 投資の「大衆化」

リスク資産保有者の偏在と各人の保有金融資産構成の偏向を是正する

- ・ 少額投資優遇税制 ・ 金融機関の受託者責任（顧客本位の資産運用）
 - ・ 情報開示の充実と公平化 ・ 公的年金のリスク資産運用の拡大
-
- ✓ 労働所得＋資本所得：所得源泉の複数化
 - ✓ 労働・資本の利害調和（古典的対立の解消）
 - ✓ 資本収益率上昇の歓迎とリスク資産選好の上昇の循環
-
- People's capitalism 1950年代の“プロパガンダ”（⇔Socialism）
 - 松下幸之助「株式の大衆化で新たな繁栄を」1967年
 - 岸田文雄首相「一億総株主」2022年

「格差」と「成長」のトレードオフへの 対照的な2つの解決策：資本主義のあり方を規定

■ 投資の「社会化」

「公共目的」投資による成長

- ・ イノベーション促進や産業構造転換への政府関与
 - ・ 産業政策の再構築
 - ・ グリーンオペ
 - ・ 増税成長
 - ・ ミッション・エコノミー
-
- ✓ 利益を目的としない政府：資本収益率をいたずらに上昇させる必要がない
 - ✓ 資本収益率が低く資金が非生産的資産に向かうなら政府が吸い上げて「賢い投資」
 - ✓ 国家vs. 企業ではない。連携（巨大な不確実性に対処、ムーンショット、安全保障）
-
- State capitalism
 - グリーンニューディール
 - 岸田文雄首相「人への投資、DX, GX」 2022年

対照的な解決策→政策評価：正邪が揺れ動く社会

■（例）インフレーション 善か？悪か？

- ・ リフレ政策（インフレの発生に賭けていた）
安全資産（非生産的資産）収益率を下げ生産的資産の蓄積を促進
- ・ 財政拡張政策（インフレの不発に賭けている）
国債価格・通貨価値の安定による財政支出のファイナンス

■ 円安 金融所得課税 賃上げ誘導 新しい産業政策

岸田政権「新しい資本主義」には、対照的な解決策が同居
矛盾しているように見えるが、必然性がある

参考文献

- 村瀬英彰（2006）「共有地の悲劇としての日本経済：資産価格形成の病根と長期停滞」『資産評価政策学』Vol. 9, pp. 1-5.
- 村瀬英彰（2009）「企業統治のマクロ経済学—投資家からみた失われた10年」『経済研究』（一橋大学経済研究所）Vol. 60, pp. 228-240.
- 村瀬英彰（2010）「バブル経済が映し出す資本市場の弱さ」『週刊エコノミスト』（毎日新聞社）Vol. 88, No. 51, pp. 48-51.
- 村瀬英彰（2011）「停滞の真相：投機優先の資金の流れが日本の資本収益力を歪めた」『週刊エコノミスト』（毎日新聞社）Vol. 89, No. 21, pp. 47-49.
- 村瀬英彰（2012）「日本の長期停滞と弱い企業統治のマクロ経済学」青木玲子・浅子和美編『効率と公正の経済分析—企業・開発・環境』pp. 127-170（ミネルヴァ書房）.
- Murase, H. (2012) Macroeconomics of weak corporate governance: An alternative theory of Japan's lost decade. *Review of Monetary and Financial Studies*, Vol. 34, pp. 64-80.
- 村瀬英彰・安藤浩一（2014）「日本の長期停滞と蓄積レジームの転換—弱い企業統治のマクロ経済学による分析」堀内昭義・花崎正晴・中村純一編『日本経済 変革期の金融と企業行動』pp. 269-313（東京大学出版会）.
- 村瀬英彰（2015）「リフレもケインズも限界、株式市場に個人資金を」日経新聞電子版（3月26日）.
- 村瀬英彰（2018）「バブル経済と崩壊：リスクマネーの消失、内部留保蓄積の悪循環」『週刊エコノミスト』（毎日新聞社）Vol. 96, No. 2, p. 83.
- 村瀬英彰（2021）「政策に期待する機能、熟考を、金融緩和の功罪」日経新聞「経済教室」（9月10日）.
- 村瀬英彰（2021）「新古典派均衡モデルにおけるMMT支持的なケース：2つのマクロ経済学の統合に向けて」『金融経済研究』Vol. 44, pp. 3-28.