

地域経済と地域金融の在り方

～儲かる資金配分論でいいのか～

羊頭狗肉でない
としても羊頭豚
肉ぐらい、ご案内
内の表題とは違
うかもしれません
がご容赦を！

金融・労働ネットワーク
研究会(24年11月3日)
静岡大学名誉教授 鳥畑与一

はじめに：「金融の正常化」論で強まる新陳代謝促進論

◆アベノミクス「異次元の金融緩和」の失敗と「異次元の負の遺産」

- ①財政規律の崩壊：財政ファイナンスによる債務の膨張
- ②実体経済の脆弱化：金融緩和&低金利に依存した債務の膨張
- ③株式市場の歪み：株価維持政策への依存（中央銀行の役割変化 MMLR）
- ④日銀信用の危機：保有国債&マネタリーベースの膨張



日銀の金融政策の自立性低下：欧米の金融政策への柔軟な金融政策が困難に
→金利格差拡大下の円安への対応力低下

失敗が証明したもの：マイナス金利が効かない実体経済の衰退（自然金利低下）

◆植田日銀の課題：「異次元の金融緩和」清算＝「金融の正常化」

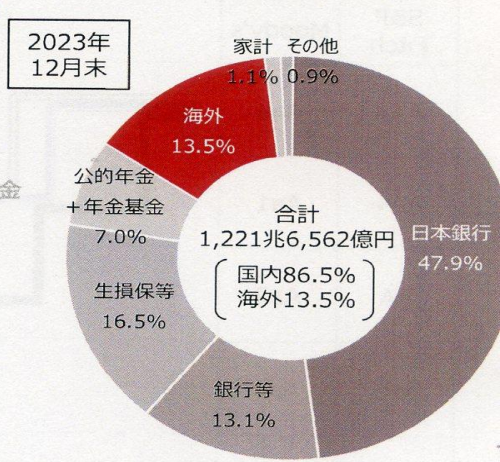
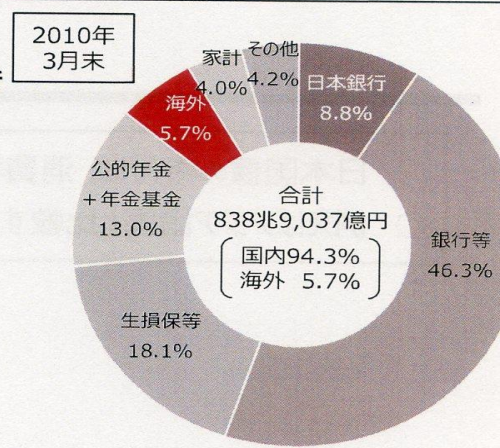
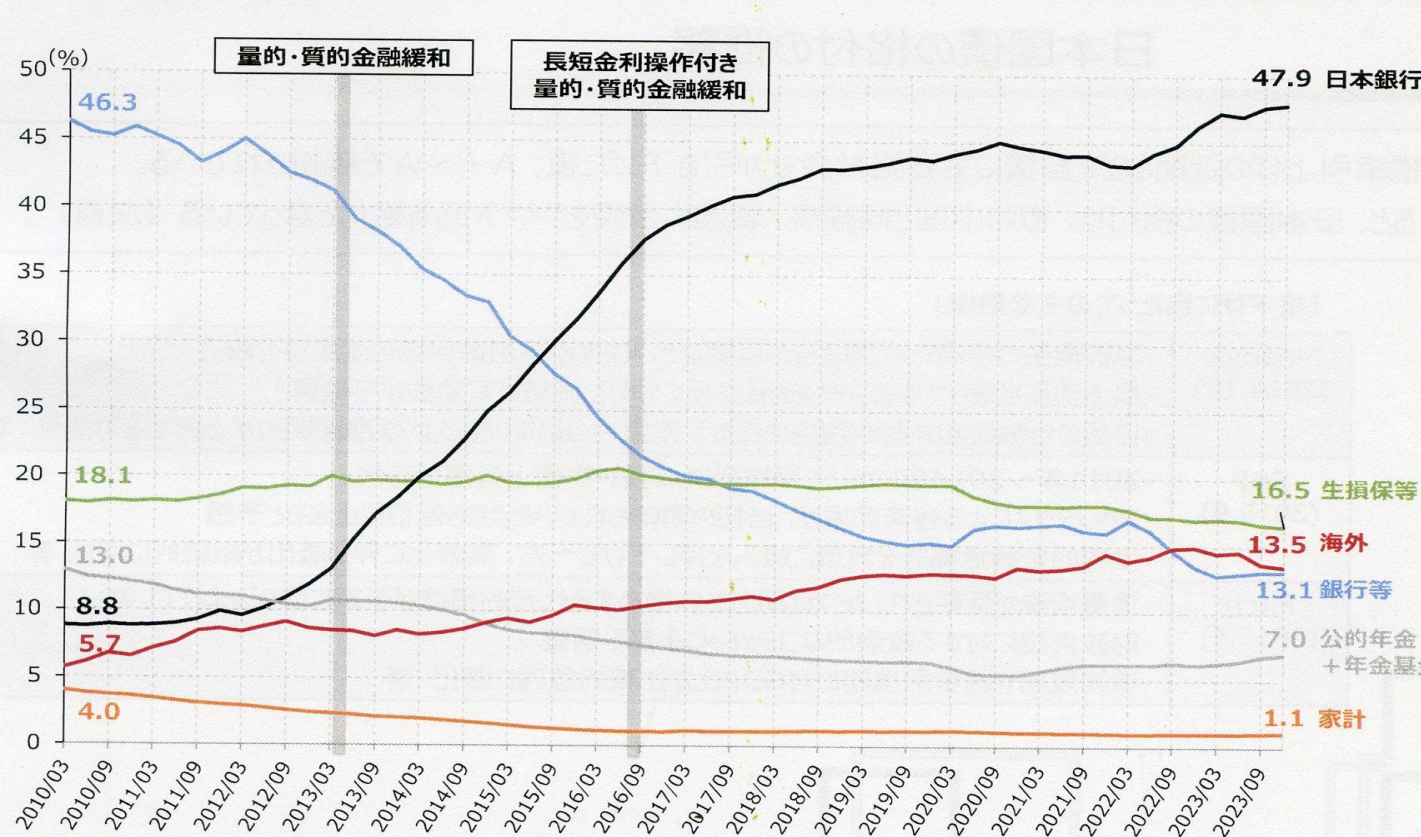
普通の金融政策（短期金利操作）の復活（マイナス金利から金利のある世界へ）
では「金利のある世界」とは何か？何が期待されているのか？



- ①金利機能を通じた金融資源の適正配分：低生産企業淘汰＝新陳代謝活性化
- ②金融政策の自立性の回復：インフレ対応（円安含めて）
- ③緩和的な金融環境の維持（財政赤字と株式市場の支援継続）

➡ 超過準備型金融政策：当座預金への付利操作による金利誘導と量的緩和維持

- 量的・質的金融緩和の導入以降、日本銀行の保有割合が高まる一方、銀行等の割合は減少。また、海外の割合も緩やかに増加
- 令和6年3月には金融政策の見直しが行われた中で、今後とも国債の安定的な発行を図っていくため、財政に対する市場の信頼を引き続き維持していく必要。

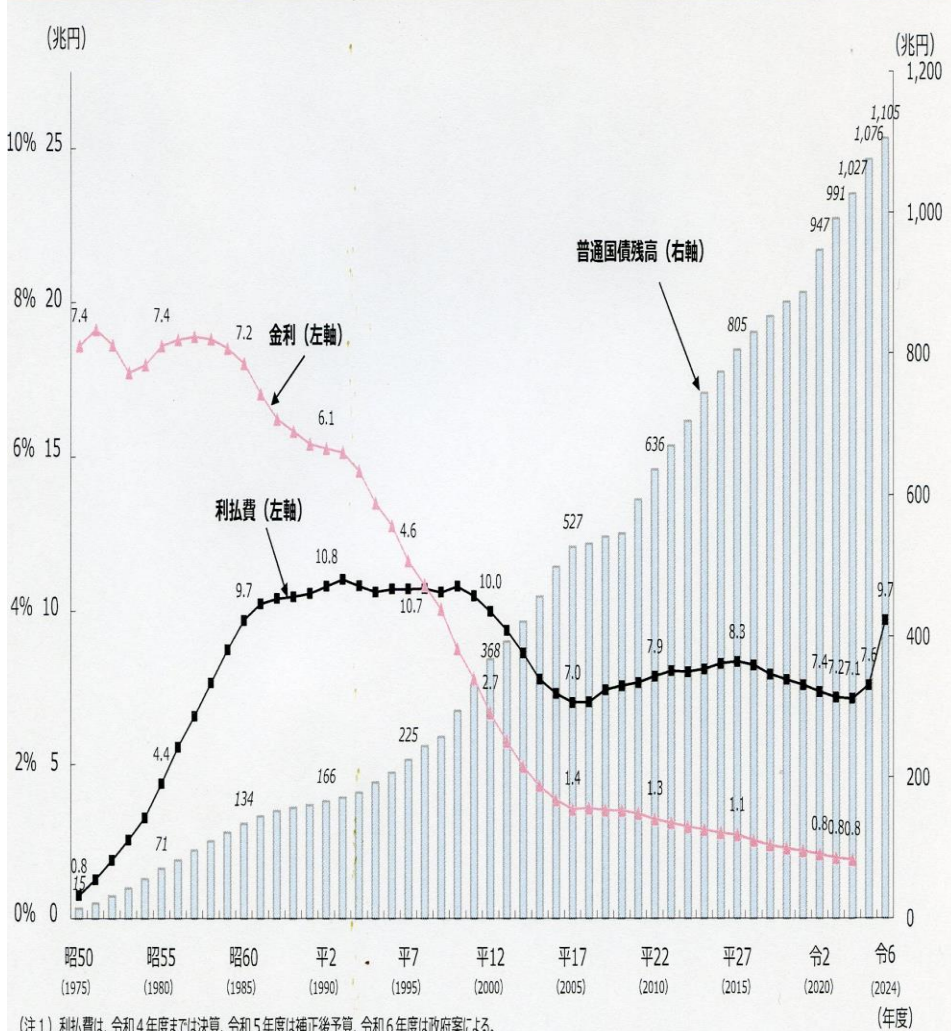


(出所) 日本銀行「資金循環統計」
 (注1) 「国債」は「財投債」や「国庫短期証券(T-Bill)」を含む。
 (注2) 「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。
 (注3) 「生損保等」は「かんぽ生命」を含む。

銀行引受後の日銀買取で直接引受ではないし金融緩和が目的で、財政ファイナンスではないというが・・・銀行のリスク引受の役割も果たす。

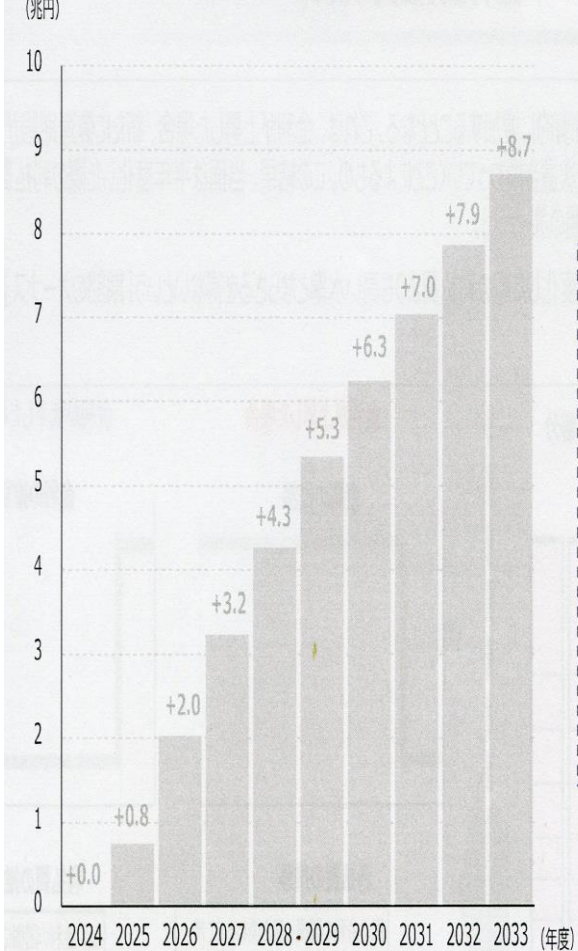
量的緩和 & 財政ファイナンスによる財政規律の崩壊

○ 普通国債残高は1,000兆円を超えており、金利が上昇すれば利払費が大幅に増えることになる。



(注1) 利払費は、令和4年度までは決算、令和5年度は補正後予算、令和6年度は政府案による。
 (注2) 金利は、普通国債の利率加重平均の値を使用。
 (注3) 普通国債残高は各年度3月末現在高。ただし、令和5年度は補正後予算、令和6年度は政府案に基づく見込み。

令和7年度以降金利が1%上昇した場合の利払費の増額の推移
 (令和6年度後年度影響試算 [試算-1] の延伸)



【令和6年度後年度影響試算の考え方】

- 一定の経済前提を仮置きした上で、令和6年度当初予算の制度・施策を前提として、その後3年間(令和7~9年度)の国の一般会計の姿を機械的に試算。
- [試算-1]においては、令和6(2024)年度を予算積算金利、令和7(2025)年度以降をインプライド・フォワード・レート(市場に織り込まれた金利の将来予想)を加味した金利に設定。

(注1) 新規国債発行額は、令和10(2028)年度以降、令和9(2027)年度の額と同額で推移すると仮定。
 (注2) 令和6年度後年度影響試算では、債務償還費も含んだ国債費でストレステストを行っているが、上記の利払費はその内数。

「令和7(2025)年度以降**金利が1%上昇した場合の利払費の増加幅を機械的に延伸**すると、令和15(2033)年度の**利払費の増額は+8.7兆円**となる」財政総論より

米国FRBの場合：量的緩和下の大幅な金利上げの実現

表 FRB：量的緩和下の金利引上げ

単位：億ドル

	22.2	22.3	22.6	23.7	増減
金利 %	0-0.25	0.25-0.5	1.5-1.75	5.25-5.5	5.25
FRB与信	88,275	88,663	88,790	82,213	-6,451
保有証券	83,838	84,423	84,802	76,122	-8,301
財務省証券	57,206	57,448	57,704	50,812	-6,636
MBS	26,608	26,951	27,074	25,287	-1,664
MB 億ドル	60,400	61,345	55,916	55,172	-6,173
M2 億ドル	218,118	218,097	217,542	209,027	-9,070

資料：FRB"Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions

"Money Stock Measures"

米中央銀行FRBが2008年に導入
当座預金(超過準備)に付利することで
短期金利操作する手法

金利引上げと量的緩和の両立が可能
になった！

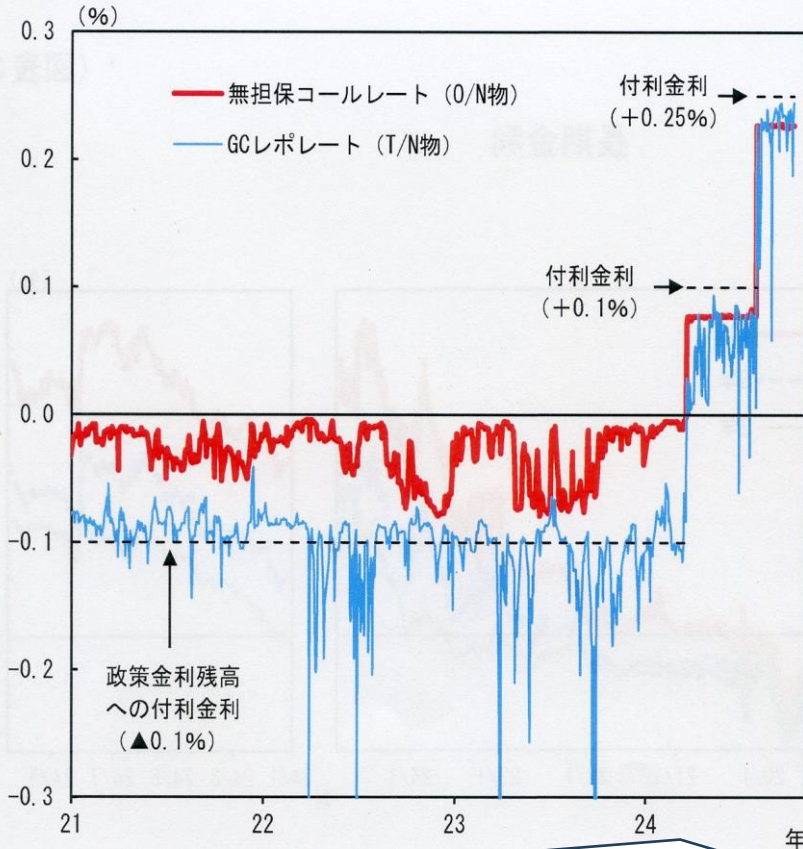
* FRB 08.10.6 Press Release
"Paying interest on excess
balance should help to **establish
a lower bound on the federal
fund rate.**"

"The payment of interest on
excess reserve will permit the
Federal Reserve to **expand its
balance sheet as necessary to
provide the liquidity necessary
to support financial stability**"

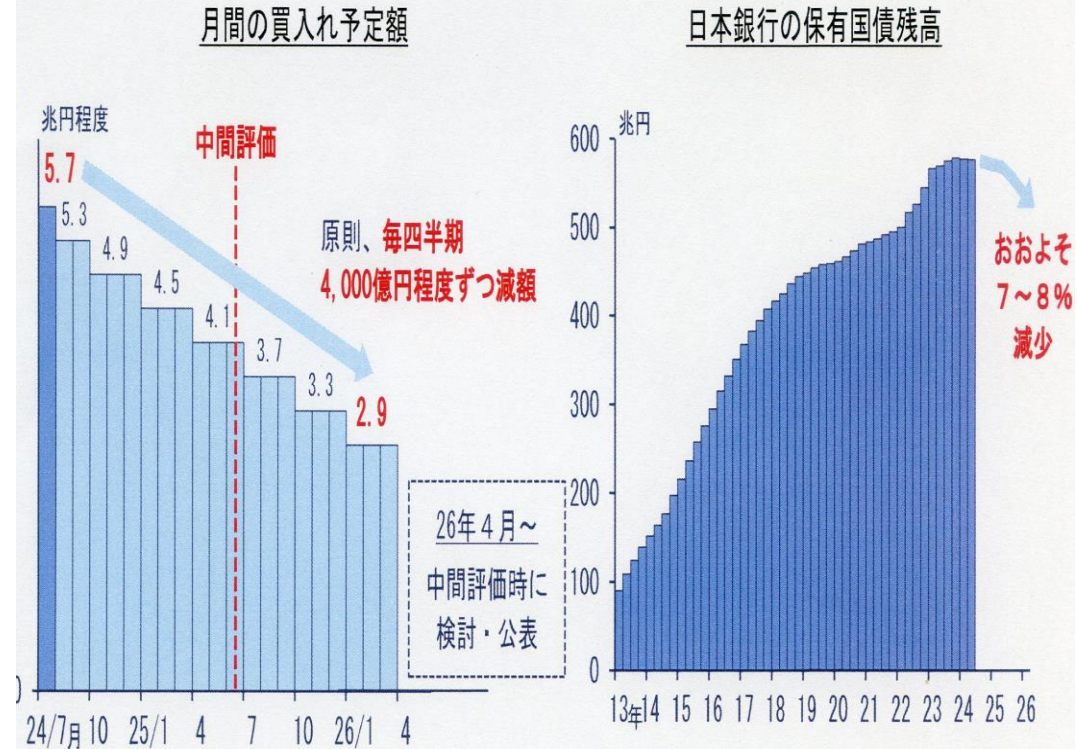
FRBは高インフレに急激な短期金利引上げで対応したが、量的緩和の縮小
幅はわずかに留まっており、量的緩和継続でも大幅な金利引上げが可能で
あることを示している。日銀も国債購入減額を決定しているが、国債市場
の安定や長期金利上昇抑制のため量的緩和の自由は確保している

付利型金融政策（補完当座預金制度）：量的緩和と金利引き上げの両立

(1) 短期金利



<予見可能な形での減額>



従来の短期金利操作：オペレーションを通じたコール市場の需給調整
(金利引き上げには量的引き締めが必要)

付利型金利操作：当座預金への付利を通じた短期金利操作
(当座預金が金利下限として機能)

安達日銀審議委員「緩和続けながら利上げ」(10.16講演会高松)

* 金融機関は金融市場で資金運用する場合、付利金利を上回る金利を要求するため、市場金利は付利金利に合わせて上昇していく→量的緩和との両立が可能だが、付利コストが発生

金利引上げで日本銀行は破綻する？

◆河村小百合『日本銀行 我が国に迫る危機』23年3月

付利 + 大規模な資金吸収オペで金利引上げ可能？（付利金利が下限として機能）
日銀が「短期金利をわずか0.2%引き上げるだけで、・・・逆ザヤ状態に陥る」P45
逆ザヤ1%で5兆円のコスト発生！



日銀「中央銀行の財務と金融政策運営」23年12月

「金融政策が引き締め方向に向かい、バランスシートが縮小していく局面では、資産側では国債が、負債側では超過準備が減少していくことが想定される。その際、中央銀行が付利金利を引き上げると、支払利息が増加し、収益を下押しする。もっとも、その後は、超過準備が減少するにつれて支払利息は減少する。さらに、保有国債が利回りの高い国債に順次入れ替わっていくため、受取利息が増加することが見込まれる。こうした過程で、一時的に赤字が発生する可能性はあるが、その場合でも、通常、いずれは収益が回復していく」P1

「管理通貨制度のもとで、通貨の信認は、中央銀行の保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるのではなく、適切な金融政策運営により「物価の安定」を図ることを通じて確保される。・・・従って、一時的に赤字または債務超過になっても、政策運営能力に支障は生じない」P2

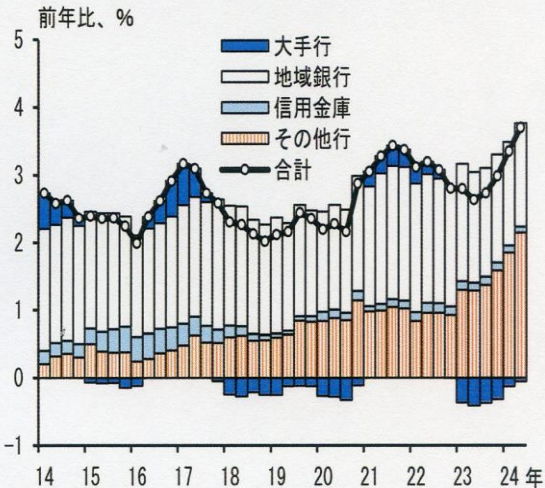
* 日銀資産の6割が5年以内満期 = 5年以内に6割の資産が高利回り資産に代替する

低金利環境のもたらしたものは？

日銀「金融システムレポート」24.10 住宅ローンの脆弱性の増大 P37

「家計債務の大半を占める住宅ローン残高は、増加が続いている(前掲図表Ⅲ-1-9)。債務特性についてしてみると、まず、物件価格が上昇するもとの、年収に対するローン残高の比率(LTI)が、若年世代を中心に上昇している(図表Ⅲ-3-11)。年収に対する年間返済額の比率(DSR)については、ローン実行時点のDSRが高め(30%以上)の貸出の割合が高まっている。金利タイプの内訳について(図表Ⅲ-3-12)、引き続き、変動金利型ローンが8割程度であることとも併せて考えると、所得減少や金利上昇に対するストレス耐性が相対的に低い住宅ローン債務者が増えていることを示唆している」

図表Ⅲ-1-9 金融機関の住宅ローン

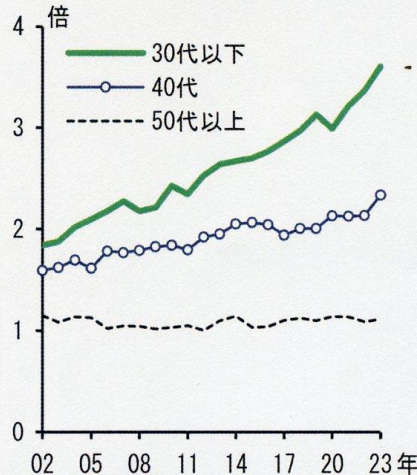


(注) 末残前年比。「その他」は、大手行・地域銀行を除く国内銀行。直近は2024年6月末。

(資料) 日本銀行

図表Ⅲ-3-11 住宅ローンのLTI・DSR

年齢階層別のLTI

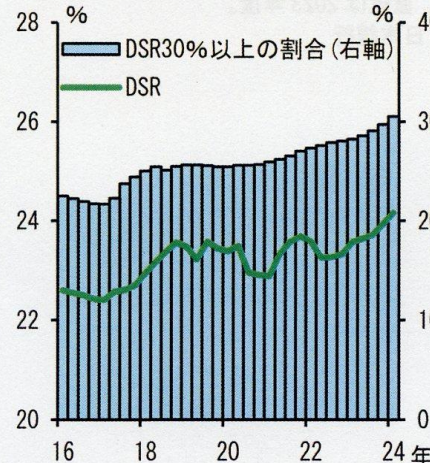


(注) 1. 左図の集計対象は二人以上世帯のうち負債保有世帯。

2. 右図の集計対象は大手行、地域銀行、信用金庫。後方4期移動平均。直近は2024年1~3月。

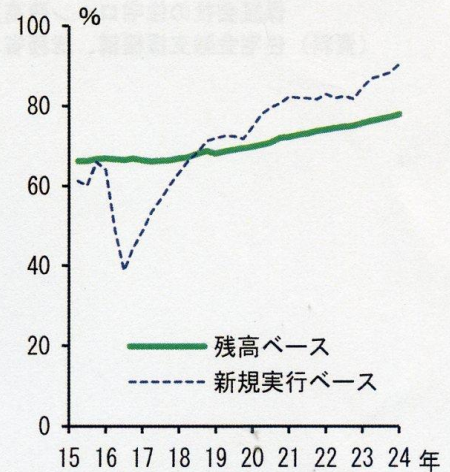
(資料) 総務省、日本銀行

住宅ローン実行時点のDSR



図表Ⅲ-3-12 変動金利型

住宅ローンの割合



(注) 集計対象は大手行、地域銀行。直近は、残高ベースが2024年3月末、新規実行ベースが2024年1~3月。

(資料) 日本銀行

1 異次元の金融緩和を巡る幾つかの論点について

(1) 金融緩和（低金利）が経済効率化を妨げてきたというウソ

低生産性企業の温存を招き(ゾンビ企業の増大)、潜在成長率を停滞させてきた！？

→「金融正常化」の目的：金利機能による金融資源配分の効率化(新陳代謝)

*日銀WP「低金利環境と企業の利払い負担・生産性の関係」(24年9月)他

「今回の分析結果を踏まえて、例えば、わが国経済が低金利環境から脱することができれば、すなわち低生産性企業が減少すると考えるのは短絡的であり、上記のような構造問題も併せて議論していく必要がある。」P19

→低金利環境は成長企業を支えるのであり、問題は成長産業が生まれなかったことにある！

(2) 物価と景気的好循環のウソ

リフレ派等の論理：インフレによる実質金利 & 実質債務 & と実質賃金の低下

→利益増大で投資増大→雇用拡大(総量としての賃金増大)

供給側の経済学においてはインフレを上回る賃金上昇 = 実質賃金上昇は成長の条件ではない。ミクロの合理性としては利益増大が投資増大の前提条件であり、労働組合の交渉力含めて実質賃金上昇は成長の阻害要因と見なされる

(3) 生産性上昇が賃上げをもたらすのウソ

賃上げ下の労働分配率低下：生産性上昇や利益増大の一部しか賃上げや単価引き上げに回していない（生産性上昇分すら賃金に回していない）！

*安達日銀審議委員講演(24年10月)「賃上げはあくまでも業績拡大の範囲内で実施されており、その結果、労働分配率はなお低下しています」P5
→株主資本主義の弊害：需要減で投資意欲がない中でPBR（株価純資産倍率）等引上げ圧力＝株主還元の優先

(4) 中小零細企業の低生産性（付加価値生産性）のウソ

下請け単価切り下げ等は中小企業の低生産性と大企業の高生産性を結果する円安によるコスト増加の価格転嫁ができないと生産性低下となる。

*日商会頭の批判「中小＝低生産性は誤り」（日経直言）

大企業が価格転嫁を認めず、為替ヘッジに利用するため中小の生産性上昇が吸い取られ低生産に見えてしまう！

↓

問題は、自然金利低下に象徴される实体经济の停滞にあるが・・・

主流派経済学（サプライサイド）は、生産側における低生産性＝潜在成長率の低下にしか原因を求めることができず、生産性上昇＝コストカット＝需要抑制の悪循環から抜け出せない　　L・サマーズの長期停滞論

自然金利（中立金利）の低下について

◆非伝統的金融政策の背景：伝統的金融政策（短期金利引下げ）の有効性の消失
ゼロ金利政策が景気刺激効果を発揮しない！ 流動性の罠？

自然金利がマイナス状態の場合、デフレ下でゼロ金利制約

自然金利 -1% < 実質金利 1% （名目 0% - 消費者物価 -1% ）

実質金利をマイナスにするためのインフレ目標

名目 0% - 消費者物価 2% なら実質 -2%



自然金利がマイナス状態という仮定のもとに、実質金利を引き下げるためにインフレ目標やマイナス金利政策が導入されてきたが効果がなかった！問題は、推計方法がないとされる自然金利なるものの低下を生み出した实体经济の歪み！



L・サマーズ：景気循環を前提とするマクロ経済学の想定外の長期停滞が発生要因

- ①生産年齢人口の減少
- ②ITによる資本設備の価格減少と必要な固定資本の減少による投資額の縮小
- ③富の集中と偏在による過剰貯蓄の形成などによる自然金利低下を指摘

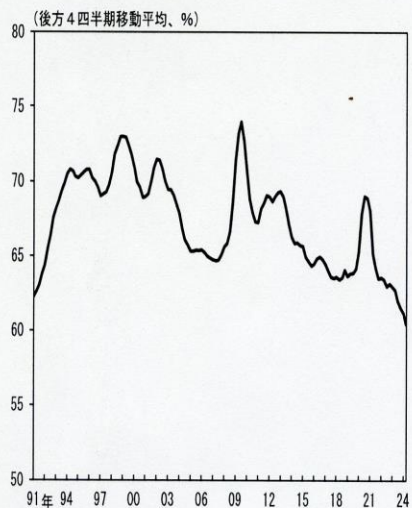
日本の实体经济がなぜわずかの金利負担にも耐えられない構造になったのか？

投資家がいかに儲かるかを最優先した新自由主義改革の結果ならば、金融政策の正常化は日本経済の歪みを一層拡大していくことになる！

利益増大を労働者や下請けに還元しない大企業

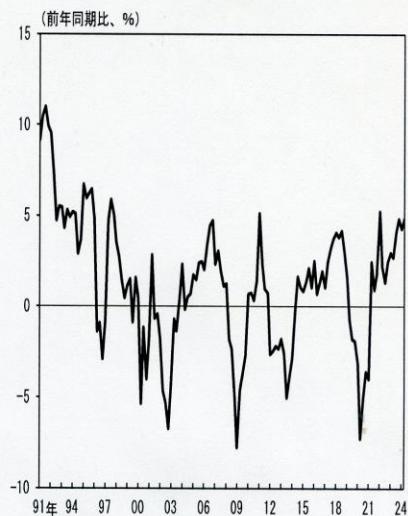
労働分配率と賃上げ率の推移

労働分配率



(注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。
2. 労働分配率=人件費/付加価値額。付加価値額は、
営業利益+人件費+減価償却費。
(出所) 財務省

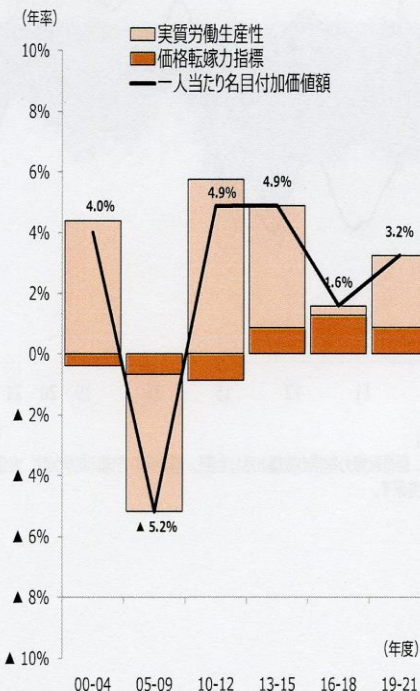
人件費の伸び率



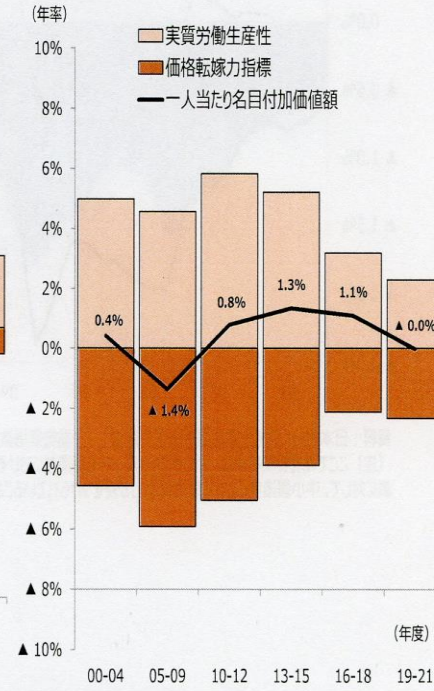
(注) 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。
(出所) 財務省

第1-3-3図 一人当たり名目付加価値額上昇率とその変動要因

大企業製造業



中小製造業



資料：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、「企業物価指数」、財務省「法人企業統計年報」
(注) 資本金1千万円以上1億円未満を中小製造業、資本金10億円以上を大企業製造業とした。

『中小企業白書2023』 19-21年 大企業 中小企業

実質労働生産性	2.4%	2.3%
価格転嫁力指数	0.8%	-2.3%
付加価値増加	3.2%	0%

「中小企業では価格転嫁力の低下が一人当たり名目付加価値額の低下に寄与している。また、中小製造業においては、2019年から2021年において価格転嫁力が低下していることが分かる」P93

デフレギャップが成長の壁なのだけれど・・・

◆翁百合(第30回新しい資本主義実現会議、10.30)

「実質賃金の持続的引上げは、物価高への短期的な対応のみならず、成長と分配の好循環の持続のためにも不可欠」「特に、日本の最低賃金水準は、最低限の生活を営めるいわゆる「生活賃金」水準より3割程度低い。生活賃金に着目した賃金引上げは、23年夏より国連グローバル・コンパクトが、気候変動対策、ジェンダー平等などとともに、SDGs加速のために各国企業にその改善を促している重要5分野の一つであり、海外機関投資家も注目し始めている。低賃金の非正規雇用の多い日本企業にとって、今後経営評価上のアキレス腱になり得る」

*問題の混在 成長の阻害要因としての需要減と人口減が絡まっている。低賃金が総需要減を招いているだけでなく労働力の再生産を困難にしている現実が重要



◆岩田規久男『デフレの経済学』

「問題の本質は、マイルドインフレの下でも、名目賃金と名目金利とが下がりにくいいため、実質賃金と実質金利が高止まりし、雇用と投資の減少を招くという点にある」 v

「実質賃金が低下すれば、製品価格は変わらなくても、企業は以前よりも利益が増えるので、供給量を増やそうとするであろう」 P93

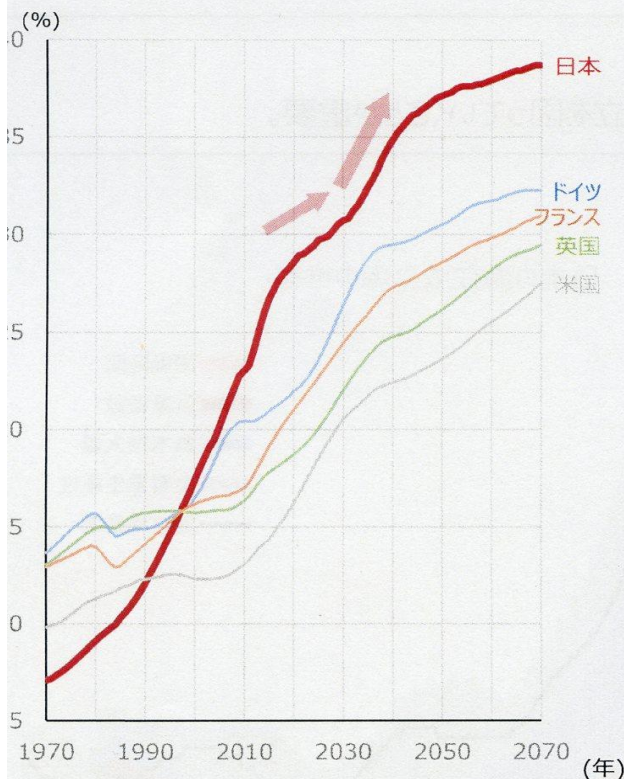
◆大西広『バブルと資本主義が日本をつぶす』

「ではなぜ、ここで物価が上昇しなければならないのだろうか.それはこの総供給の増が雇用の増によってまかなわれなければならないため、それが私企業体制の下でなされるためには雇用増を許すほどの実質賃金の下落がなければならないから」 P54

***実質賃金低下が、投資増を促進しない一方で人口減を招いたことが成長阻害要因化**

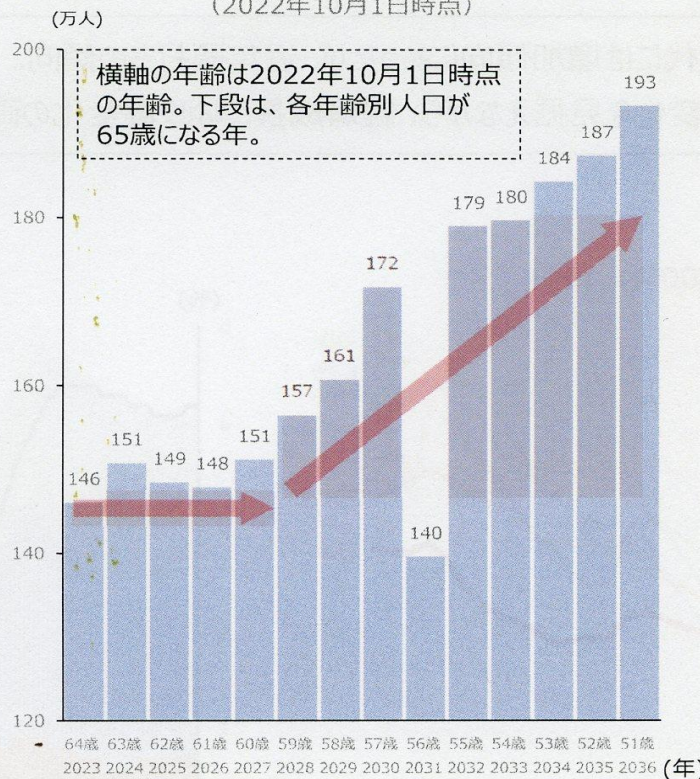
- 我が国の高齢者比率は、足元ではやや伸び率が鈍化しているが、2030年前後より再び大きく増加し、その後も増加していく見通し
- 生産年齢人口比率は、足元では概ね横ばいとなっているが、2030年前後から再び大きく減少する見通し。

高齢者（65歳以上）の割合

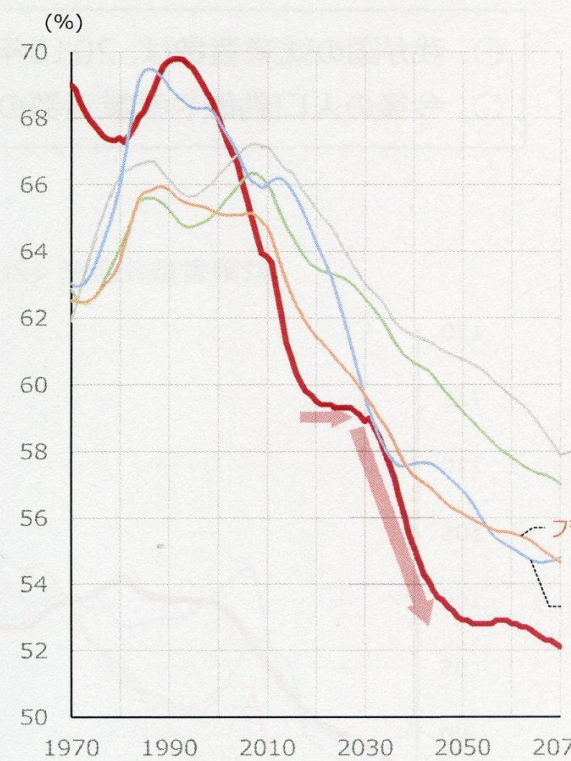


各年齢別人口

(2022年10月1日時点)



生産年齢人口（15～64歳）の割合



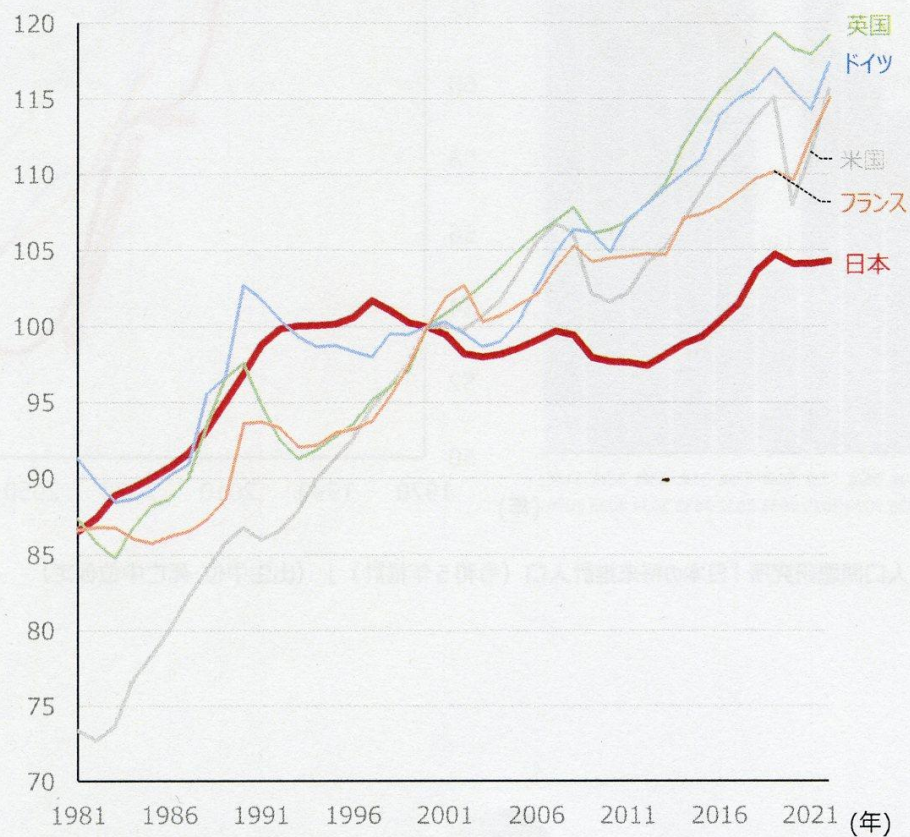
(出所) UN "World Population Prospects 2022"、総務省「人口推計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）」（出生中位・死亡中位仮定）

日銀審議委員講演では国内労働力不足で海外に工場移転という事例紹介も

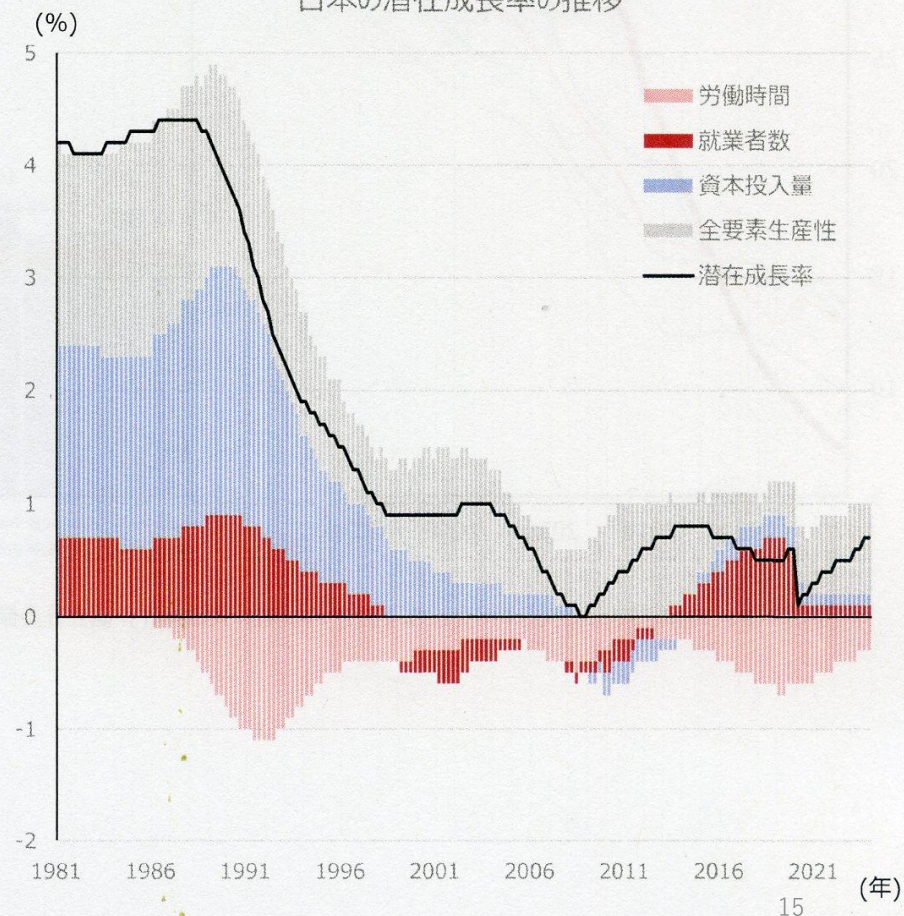
労働力を再生産できず、再生産拡大が困難化している日本の現実

- 我が国の就業者数は、2010年代には増加傾向にあったが、近年頭打ちの傾向。
- 今後の人口動態や就業者数の変化を見据えながら、経済成長と財政健全化の両立を図っていくことが重要。

就業者数の推移 (2000年 = 100)

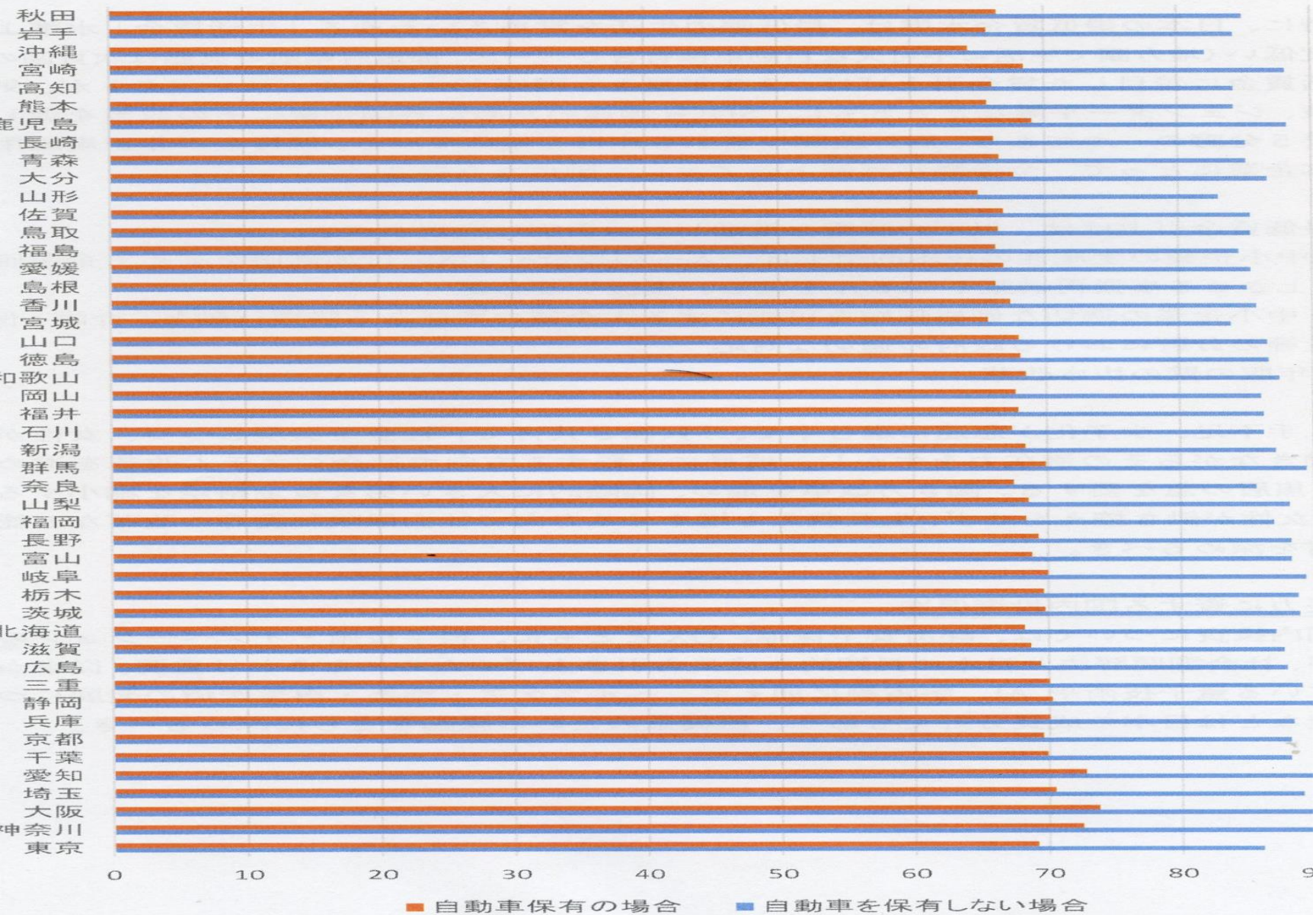


日本の潜在成長率の推移



成長障害要因としての人口減の背景 新しい資本主義実現会議資料

最低賃金による生活賃金のカバー率（都道府県別、24年）



新しい資本主義実現検討会議重要施策

- ・大企業における高い賃上げの動きが中小企業・小規模企業に広がっていくためには、**労務費の価格転嫁**が鍵の一つ。
- ・中小・小規模企業の取引適正化のため、価格転嫁の基本的な法律である**下請代金法の制度改革**も含め検討を進める。
- ・中小・小規模企業の生産性向上を図る上で、AI、ロボットなどの自動化技術の利用・活用が不可欠。また、こうした自動化技術は省力化に資することから、人手不足対策としても有効。政府を挙げて支援を加速する。
- ・**後継者が不在の企業のうち7割以上は黒字企業**であり、黒字企業であっても、後継者が不在であるために廃業に至る可能性がある。承継者については、近年、同族承継が低下し、企業内部からの昇格やM&Aによる外部からの就任が増加している。
- ・勤労所得の拡大に加えて、金融資産所得を増やしていくため、**資産運用立国の取組を推進**する。家計、金融商品の販売会社、企業、資産運用会社、アセットオーナー等、インベストメント・チェーンを構成する各主体をターゲットとした取組をパッケージとして推進すべく、昨年12月に策定した「資産運用立国実現プラン」の着実な実行を図る。



資産運用立国は家計を豊かにするのか？ 株主重視の経営を強めるだけでは？

PBR（投資家が期待する収益率）をどう評価するか

◆PBR（株価純資産倍率）

株価／一株当たり純資産 > 1 株価でみた企業価値最大化の推奨



①株価を高める

(ア) 長期的な収益力を高める（研究開発&人的投資を増大）

(イ) 短期的な利益（ROE）を高める（研究開発&投資を削減、低収益事業売却、財務レバレッジの引上げ・・・）

(ウ) 株主還元を高める（自社株購入と配当金を増大）

②一株当たり純資産を抑制する

純資産／株式数 株式数を減らす（自社株購入）

純資産を減らす？



銀行の場合どうなるのか？

山梨中央銀行（日経10.25） PBR0.2台→政策保有株の圧縮、株主還元強化、利益率の高い取引先（地域）の拡大、新たな収益機会の追求

預金・貸出を中核業務とする地域金融機関にとって、ROEやPBRといった株主からみた儲ける力の向上は、借り手（金融サービスの受け手）の利益と相反する

2 日本経済の長期停滞の原因は何か

◆新自由主義の破綻と片づけてしまうのは簡単だが、ではなぜ日本だけが？

(1) 日本経済の「資金循環の歪み」

財務省「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」の一面性

対外直接投資の収益が海外に滞留して還流してこない！だから対内直接投資に魅力的な日本の規制緩和が必要という論理の繰返し



直接投資だけではなく証券投資含めて日本のマネーが米国ファンドに流れ、そのファンドが株主重視の経営へと日本を変えていった＝米国型資金循環の中に日本が組み込まれていったのが日本の金融自由化&新自由主義改革

→対外直接投資：海外生産比率の増大→国内経済空洞化＝GDP停滞
海外収益の国外滞留 現地売上（23年362兆円）

→対外証券投資：家計金融資産のみならず日銀マネーが米系ファンドの資金源となり、それがROE重視＝コストカット型経済促進



日本の対外純資産が増大するほど日本が貧しくなる構造

儲かる日本造りは「東京一極集中」を促進し、地域金融機関の越境貸出等で地域循環型金融が衰退していった

(2) なぜ日本経済が長期停滞に陥ったのか？

① グローバル化の失敗

自国通貨が基軸通貨である米国：対外投資の高収益が米国内に還流する構造
外為リスクなし 国際収支赤字で流出したドルが還流する構造
→世界最大の債務国なのに、いやそれだから繁栄する仕組み



日本：ドル依存の国内コストカットの輸出産業育成：直接投資の収益が還流しない
外為リスクあり 国内経済の空洞化で円安効果消失
→世界最大の債権国なのに、いやそれだから停滞する仕組み

② コストカット依存の生産性（収益性）追求の失敗

労働組合の交渉力が機能している欧米：レイオフはあるが収益を分配させる仕組みは機能？

移民による豊富な低賃金労働力の供給の仕組み

* 貧困格差が激しい現実がある一方で中産階級を維持する仕組みが機能？



労働組合の交渉力が機能していない日本：サービス残業や非正規化のコストカットで収益実現

下請け中小企業を踏み台にした収益追求の仕組み：下請けの生産性向上の成果を吸収

③市場重視の経済改革の失敗：日本型経営解体の功罪

株主重視の弊害を踏まえて成長重視の米国：株主還元を後回しに研究開発投資に集中する



株主重視偏重の日本：海外ファンドの短期的利益追求、株主還元の最優先
米国ファンドにとって儲かる日本への構造改革

* 市場に評価される政治や経済はいい政治であり経済なのか？

④「創造的破壊」の勘違い：政策形成の失敗

インフレで好景気は「景気と賃金の好循環」でという嘘

対米従属型の経済成長で、国内農業を犠牲にしてきた

核保有能力維持のための原発産業への固執で再生エネルギーへの転換停滞



対米従属と大企業本位の政治経済の仕組みが日本経済停滞の根幹にある

換言すれば、政治の新陳代謝停滞が長期停滞の原因

この停滞をどうやって乗り越えようとしているのか？

軍需産業の成長産業化：大学の研究力の動員

海外労働力の動員で少子化労働力不足の克服

国際観光立国 & カジノ

（1）急速に進む少子化と人口減少を招いた貧困化政策

(1)少子化の進行 生産年齢人口 95年8716万人→21年7450万人

- ①未婚率の上昇：非正規雇用の増大、実質賃金低下による貧困格差の拡大
- ②子育ての困難化：教育・住宅・育児の家庭形成を阻む基本的社会条件の欠如

（2）貧困化政策の推進

- ①労働規制緩和による労働者の権利はく奪、非正規雇用の拡大・自由化
- ②高等教育、住宅の自己責任、市場原理主義政策
- ③長時間労働、「過労死」合法化政策
- ④増税・社会保険料の引上げ、社会保障の削減
- ⑤自給率低下を招いた農業・エネルギー政策

（3）利権財政と財政破綻

- ①租税政策の失敗：消費税引き上げと法人税引き下げによる富の不均衡促進
- ②財界・大企業のための歳出拡大
- ③軍事予算の膨張

（2）貿易・サービス収支赤字に示される産業力の低下

（3）日本経済の地盤低下を招く政策の推進

別稿で扱う・・・

(1) 自動車に匹敵する黒字の担い手の不在

「自動車等の輸送用機器が一貫して大幅な黒字を計上し、これに続き半導体製造装置等の一般機械が安定的に黒字を計上している。他方、かつては自動車と並ぶ黒字の稼ぎ頭であった電気機器(家電、スマホ等)は、2022年度に初の輸入超過を記録した」P4 デジタル赤字の拡大

(2) 鉱物性燃料の輸入依存

「化石燃料依存からの脱却は、気候変動対策・脱炭素化に資することはもちろん、貿易収支構造の強靱化の観点からも極めて重要」

(3) 海外生産シフトに伴う産業空洞化

「日本の製造業は、過去の円高局面への対応や生産立地の最適化を進める過程で、海外での生産割合を一貫して増加させてきた」

(4) 輸出企業の価格戦略の変化

「輸出企業は、製品の高品質化・ブランド化を背景に、円安になっても、輸出先での現地通貨建ての販売価格を引き下げなくなっており、このことは、前述の産業空洞化と併せて、近年の円安傾向にも関わらず輸出量が伸びない要因となっている」P5

「直接投資収益については、配当として還流されるのは約半分であり、残りは再投資収益として海外拠点での事業拡大に充てられている。このように我が国企業は、海外収益も原資として「国境の外側」での事業を拡大する一方、日本が投資対象としての魅力に乏しいことを反映し、「国境の内側」での設備投資は長らく停滞してきた」P6



国内の生産性を上げて輸出競争力向上と対内投資を促進するという処方箋

生産性上げるために新陳代謝を促進するという主張の繰返し

国際収支から見た処方箋：新陳代謝の促進

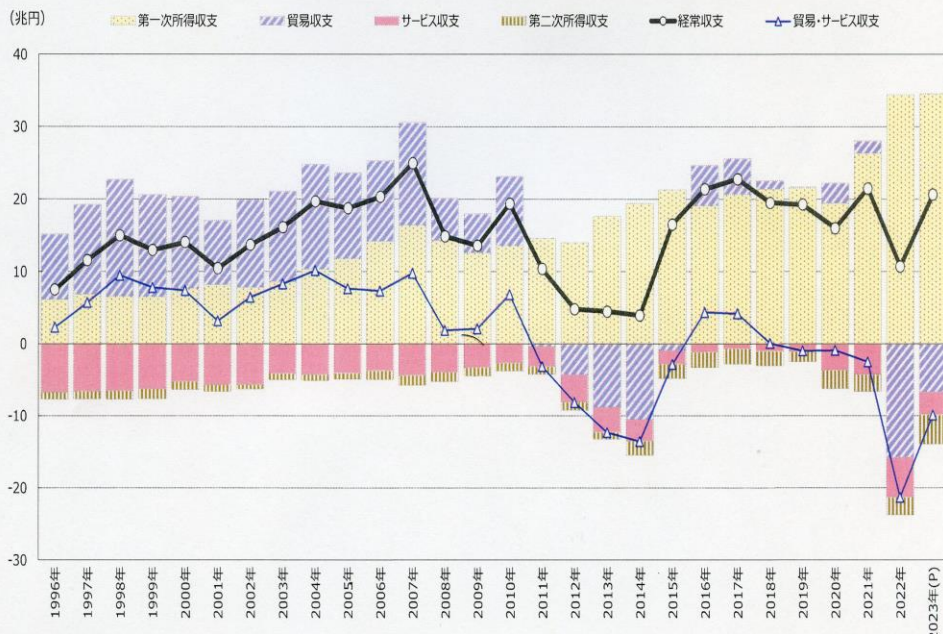
収支項目	課題	処方箋
貿易 サービス 収支	①輸出産業の国際競争力低下、 デジタル赤字の拡大	(1) 新陳代謝促進・労働移動円滑化による 生産性向上
	②鉱物性燃料の輸入依存	
	③産業空洞化	(2) 人的資本への投資、 技術の開発・活用（含む再エネ、原発）
所得収支	④積極的な対外直接投資に比して、 [> 低迷する国内投資 [> 著しく低い対内直接投資	(3) 国内投資・対内直接投資の促進 [・上記1、2などを通じた期待成長率引き上げ [・賃上げと設備投資の好循環
金融収支	⑤個人金融資産の海外流出	(4) 財政健全化
	⑥更なる金利上昇への備え	

「既存の雇用や企業を守ることに主眼を置いた支援策が長らく実施されたこと等から、資本・労働が生産性の低い分野に固定され、賃金上昇や設備高度化が総じて停滞してきた。その結果、技術革新や新興国の台頭等により世界経済が大きく変容・拡大する中であっても、日本では賃金や設備ストック、そして経済規模が概ね横ばいとなり、日本の国際競争力は継続的に低下するとともに、日本経済が世界経済に占めるシェアは劇的に落ち込んだ（1994年:17.8%、2023年:4.0%）」P8

貿易立国から資本輸出立国へ？

経常収支の推移

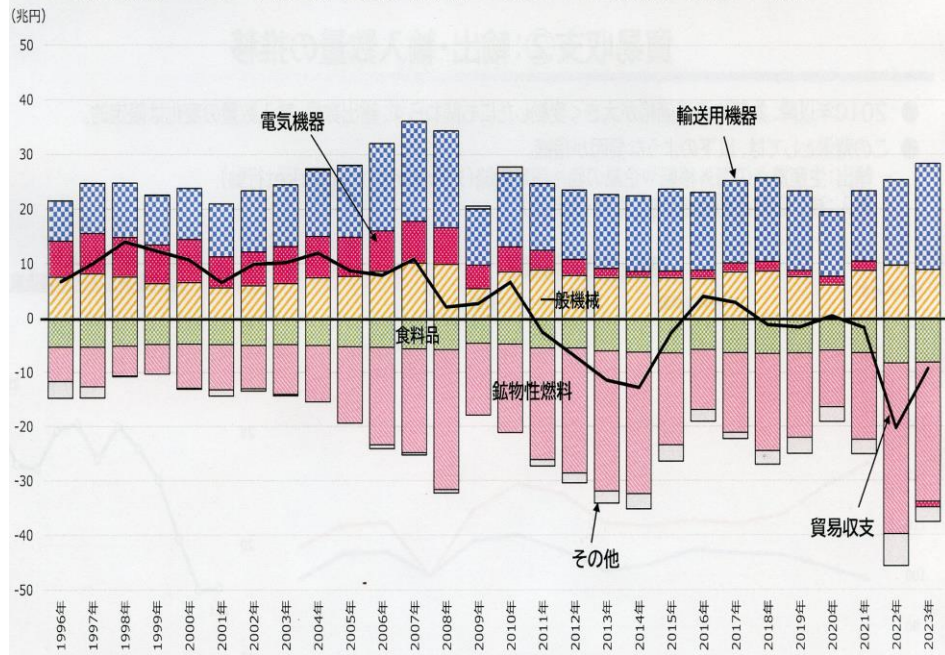
- 経常収支黒字の主因は、貿易収支から所得収支へと変化。
- 2023年については、①資源高の一面に伴う貿易赤字の縮小、②過去最大の旅行収支黒字を背景としたサービス収支赤字の縮小、③海外金利上昇等による過去最大の第一次所得収支黒字を背景に、経常黒字が拡大。



貿易収支①:主要品目別

近年は、貿易赤字傾向。主要品目別に見ると、

- 自動車等の輸送用機器が一貫して大幅な黒字。他方、電気機器は、2023年、初の輸入超過を記録。
- 鉱物性燃料が一貫して大幅な輸入超過。資源価格が上昇した年は貿易収支が悪化する傾向。



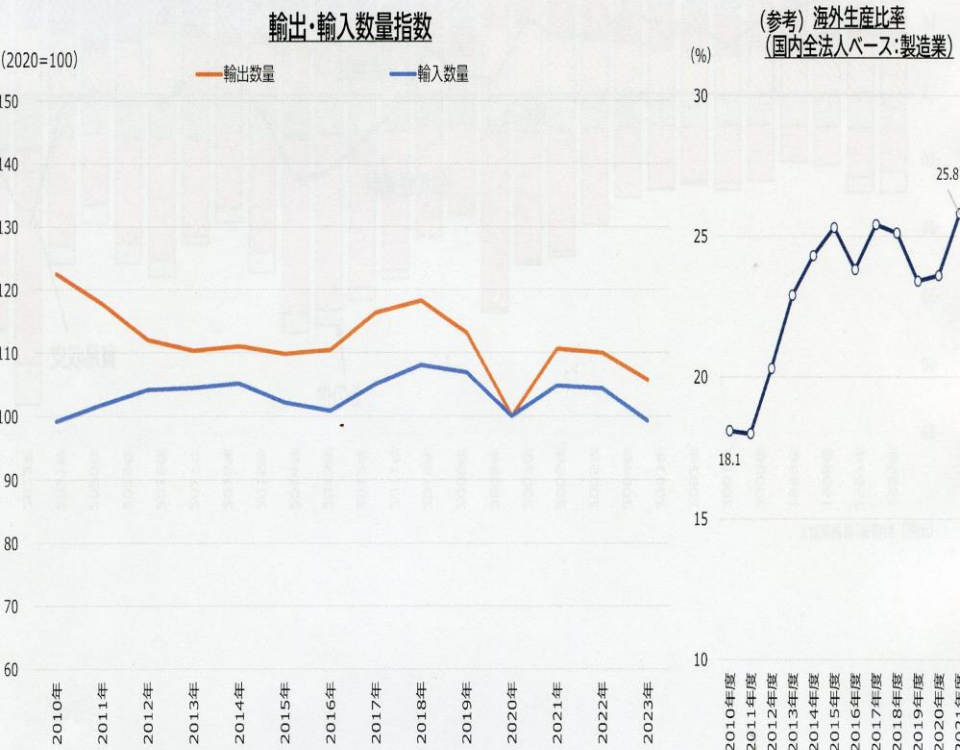
第2回伊藤報告 (24.4)

- ・ 貿易額で上位1%の企業が全貿易額の8割前後を占める
- ・ 高い企業内貿易比率と多国籍企業の価格設定行動（外貨建て取引が多く、為替レートの変動に対する輸出数量の反応が小さい）
- ・ 過去30年間、政府・民間ともに研究開発投資や人的投資によって収益性を上げる努力を十分に行わず、低金利によって低収益企業を甘やかしてきたツケ

企業内国際分業の進行と空洞化

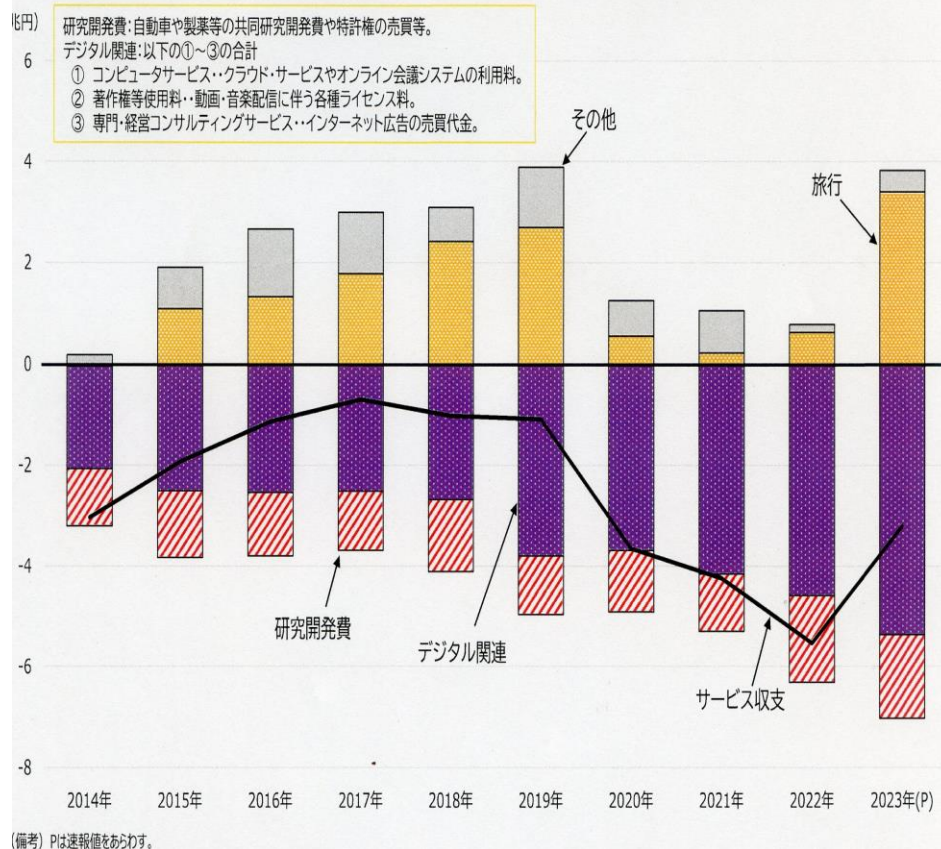
貿易収支②:輸出・輸入数量の推移

- 2010年以降、為替や資源価格が大きく変動したにもかかわらず、輸出数量・輸入数量の変化は限定的。
- この背景としては、以下のような要因が指摘。
 - ・ 輸出:生産拠点の海外移転や企業の価格設定戦略(※Pricing-to-Market行動)
 - ・ 輸入:高い必需品割合(鉱物性燃料・食料品)



サービス収支

- 好調なインバウンドを背景に、旅行収支の黒字は2023年には過去最大規模に。
- 他方、デジタル分野や研究開発関連といった先進的な分野では、赤字が拡大している。

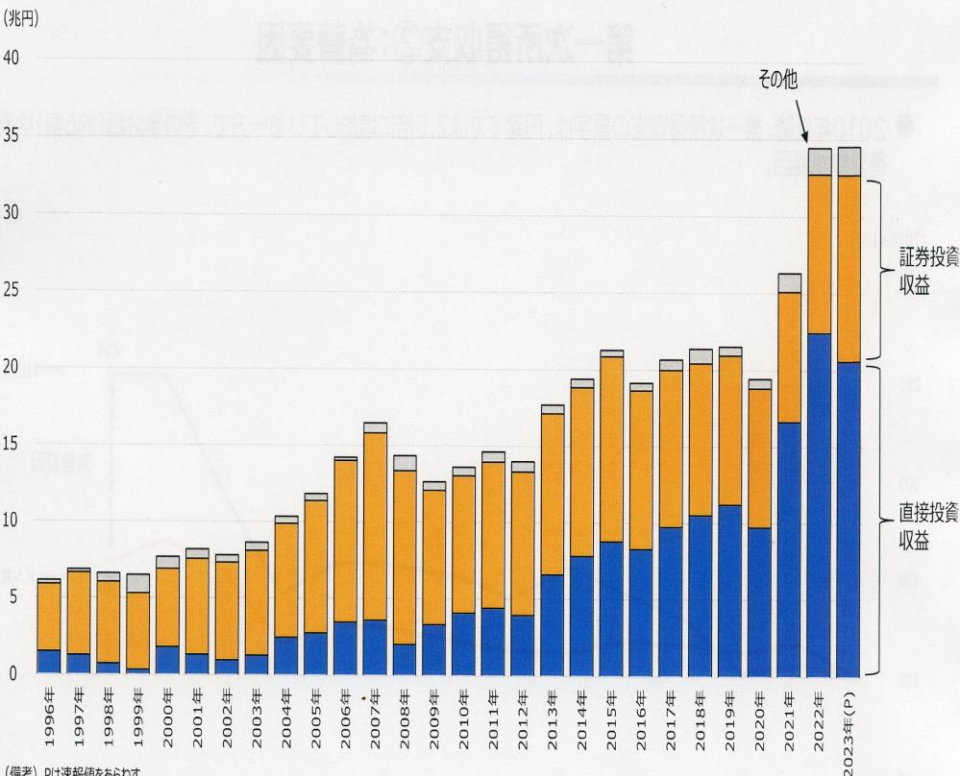


海外生産比率の増大と企業内国際分業等の進展で円安で輸出が増える効果が減少。円安のデメリット面が増大している

資本輸出立国の現実

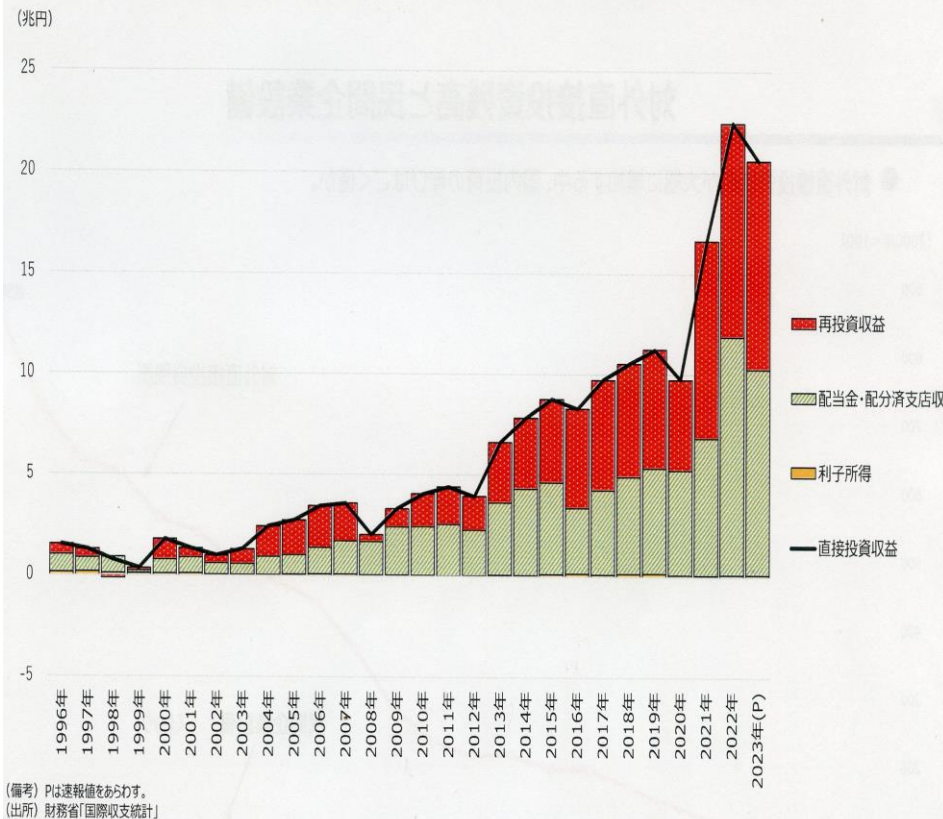
第一次所得収支①: 推移

- 第一次所得収支の黒字は一貫して増加しており、2021年以降、毎年過去最高を更新。
- 内訳を見ると、対外直接投資残高が拡大していく中で、2018年以降、直接投資収益が証券投資収益を上回っている。



第一次所得収支③: 海外での留保

- 対外直接投資収益のうち、配当金は約半分。残りは再投資収益として海外拠点で留保されている。



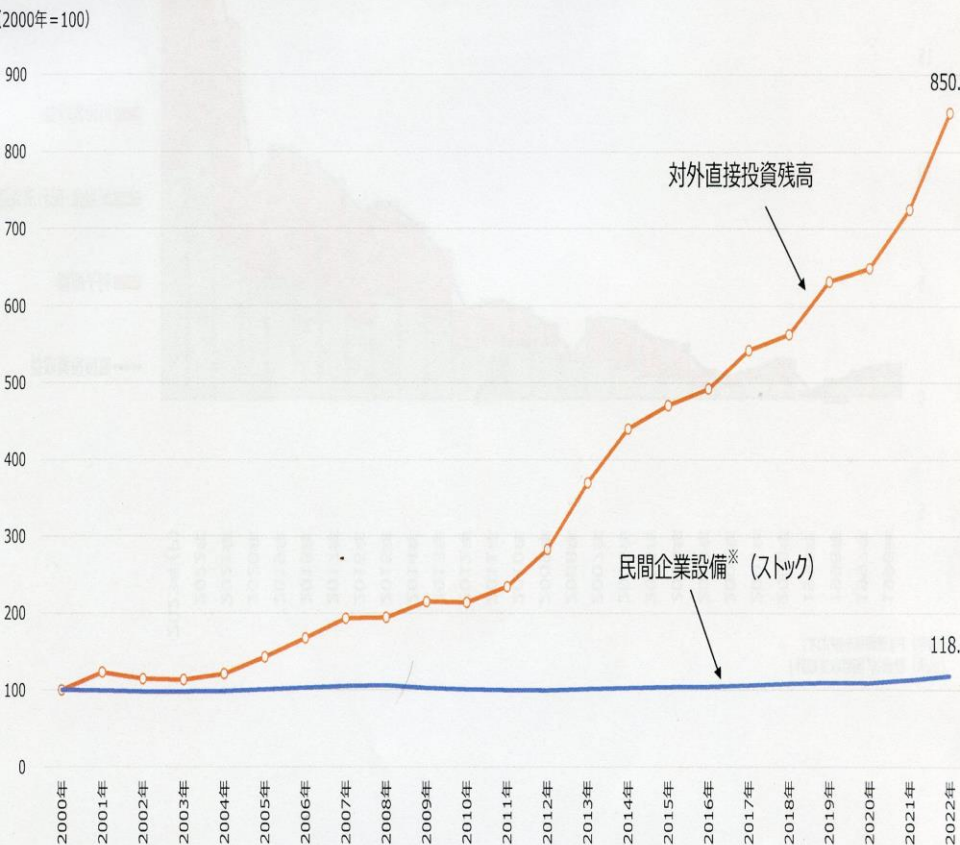
IMF「金融安定報告書」24年10月

「海外勢による銀行からの円建て資金の借入残高は約200兆円まで膨らみ」過去2年間で倍増。→円キャリートレードへ

グローバル化の現実

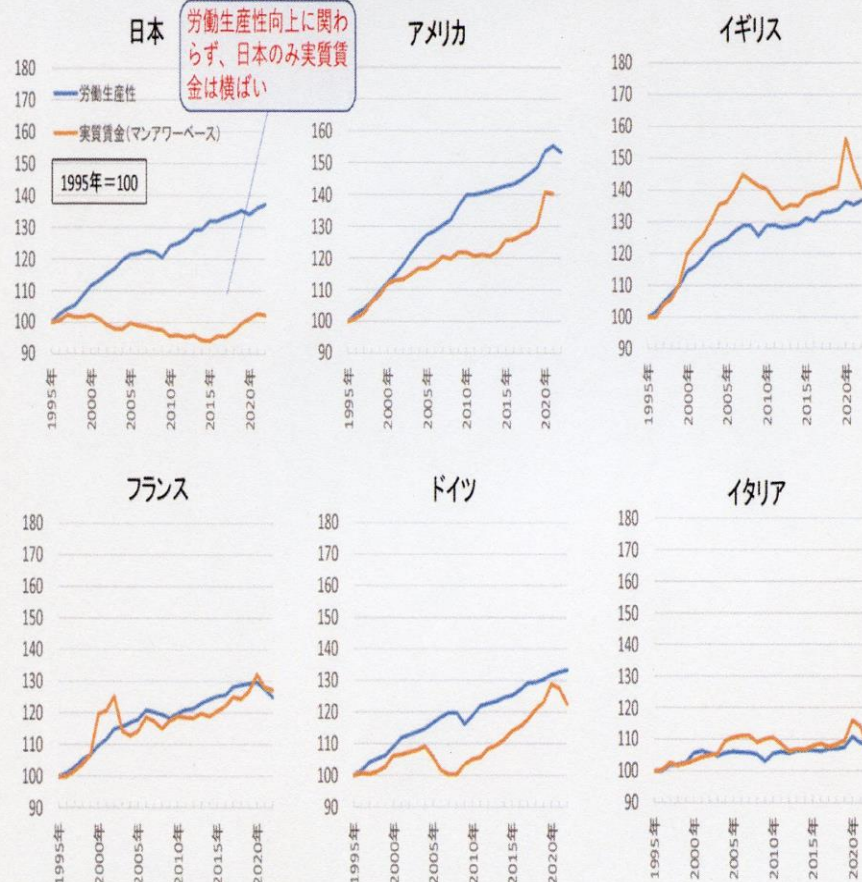
対外直接投資残高と民間企業設備

● 対外直接投資残高が大幅に増加する中、国内投資の伸びはごく僅か。



対外直接投資増大 = 現地生産現地販売 & 再投資で、国内に利益は還流せず。
海外間接投資は米系ファンドを經由して株主重視の経営圧力を高めてコスト
カット型の生産性増大の恩恵も還元されない日本を促進した

労働生産性と実質賃金の推移の国際比較①



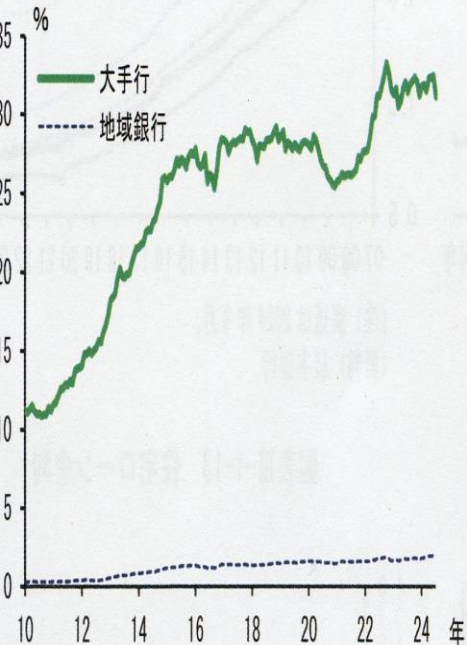
(資料) 「OECD Stat (令和6年3月時点)」を用いて年金額数値にて作成。
 (注1) 賃金(マンアワーベース)については、賃金・給付を雇用者数及び雇用者1人当たり労働時間で除することにより算出している。
 (注2) 日本の雇用者数はOECDのデータからは取得できないため、内閣府の国民経済計算の公表値で代替している。
 (注3) アメリカの2022年の労働生産性及び実質賃金(マンアワーベース)について、OECDのデータから取得できないため、2021年までとしている。

資金循環のほころび

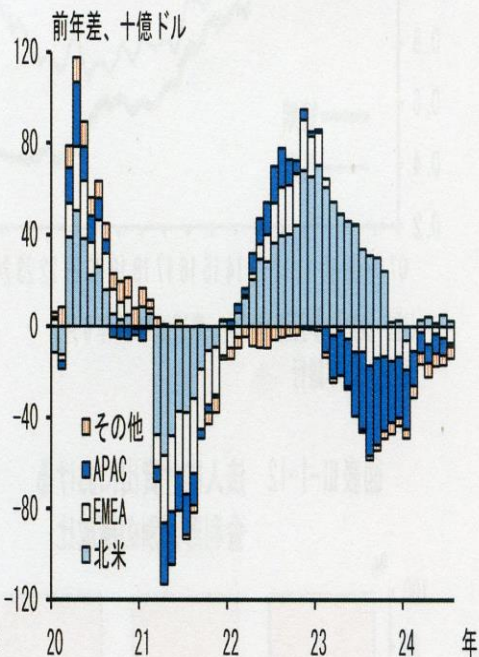
Ⅲ. 金融仲介活動

1. 銀行部門の金融仲介活動

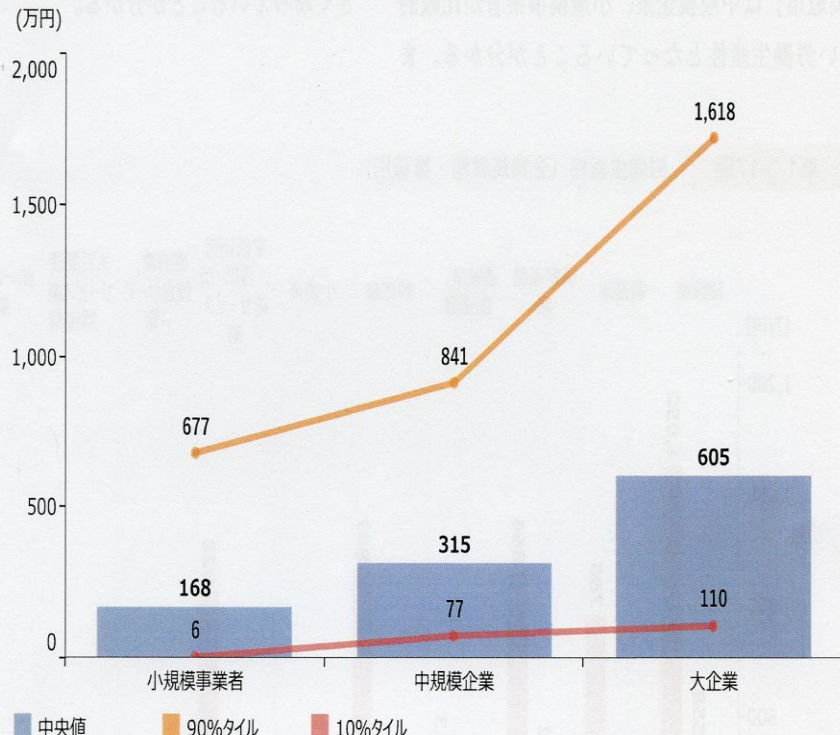
図表Ⅲ-1-14 海外貸出比率



図表Ⅲ-1-15 3メガ行の地域別海外貸出



第1-3-16図 労働生産性 (企業規模別・%タイル)



資料：総務省・経済産業省「令和3年経済センサス-活動調査」再編加工

(注) 1.ここでいう「小規模事業者」とは、中小企業基本法に定める「小規模企業者」のことを指し、「中規模企業」とは、中小企業基本法に定める「中小企業者」のうち、「小規模企業者」を除いた者をいう。「大企業」とは、「中規模企業」と「小規模事業者」以外の企業をいう。

2.ここでいう労働生産性とは、企業ベースの「純付加価値額/従業員数」とする。

3.非一次産業の値を集計している。

異次元の金融緩和で増大したマネーはどこに流れたのか？ キャリートレードや大手銀の海外貸出を通じて海外に流れていき、国内経済では活用されず。大企業はコストカット = 下請けを踏み台に生産性 = 収益向上

3. 新陳代謝活性化論について

◆ゾンビ企業論批判

主流経済学（マクロ経済学）の欠陥：供給側の生産性 & 潜在成長力をいかに高めるかの視点に囚われ、生産性（付加価値生産性）で中小零細企業の評価を行う：株主資本主義では収益性基準となってしまう



そもそもシュンペーターの創造的破壊は基幹産業 & 大企業が対象であった。
欧米の新陳代謝論も大企業を対象にした分析であった

Caballero, Hoshi Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan(2008)

B.Hoffman(BIS2018) 「listed firm」 ↑ 不良債権化した企業が分析対象！



中小企業支援がゾンビ企業の存続を許し、生産性の低下を招いているのか？

日経24.7.2 小林洋之 「ゾンビの延命に終止符を」 ゼロゼロ融資がゾンビの延命に手を貸した

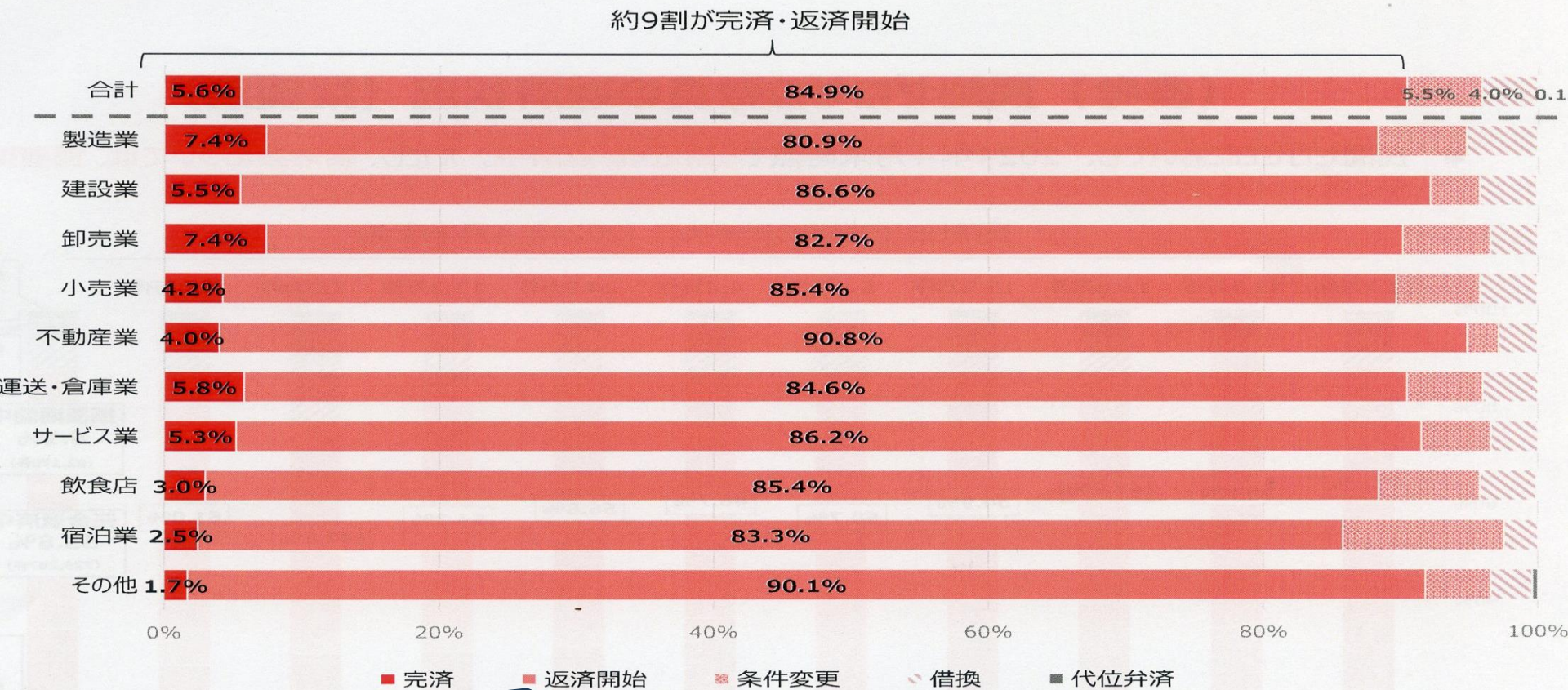
信用保証制度の役割とは 100%保証はモラルハザードを招いているのか
責任共有制度がその防止に貢献しているのか
代位弁済比率の違いをどう評価するか

そもそも信用保証制度や協同組織金融は、市場機能からは排除されてしまう経営基盤の脆弱な中小企業の特徴に合わせた支援策であり、倒産確率や代位弁済率が比較的に高くなるのは当然ではないか。市場主義に基づいて信用保証制度を評価するのは本末転倒

ゼロゼロ融資が成長を阻害？

2024年4月に民間ゼロゼロ融資の返済開始時期を迎えた事業者の状況

- 2024年4月に民間ゼロゼロ融資の返済開始時期を迎えた案件（約4万件）のうち、**約9割が完済・返済を開始**している。



- 「止まらぬ『コロナ破産』」日経10.10 「返済できない公的資金は事実上の補助金とも言える。企業に新陳代謝を迫る反面、金融機関は救済する・・・」
- 代位弁済率上昇を強調するが、救われたことの経済効果は無視する論者

◆中小企業淘汰論としての「ゾンビ企業論」

「昨今の論調としては、ゾンビ化することへの批判がもっぱら中小企業に向けられていることに特徴がある。・・・「ゾンビ企業」論を振りかざして中小企業の存在意義を考慮することなく市場から退出を促したり、中小企業政策を委縮させたりするようなことがあってはならない」P125

「ゾンビ企業論を振り返ると、研究の初期の時期においては、上場企業を対象として分析が行われていた」P127

「中小企業に関するゾンビ企業の分析は、経営情報を把握することが難しいということもあり、依然として不明な点が残されている。それにもかかわらず・・・」P128

◆中小企業支援批判に対する反論

①生産性の高い企業への労働力移動を阻害！

非正規雇用が多く完全雇用未達成下では低生産性企業労働者は失業者のまま

②生産性の高い企業への金融資源移動を阻害

金融緩和・資金余剰状態では資金調達を阻害しない

③地域経済を破壊してしまう

生産性が低いからと中小企業を淘汰すれば地域での雇用が失われる

支援による再生が重要

低生産性企業の退出と高生産性企業の誕生は別問題！

◆先行研究の前提

- ①先進国の「上場企業」のデータに基づくモデル分析
- ②単純な市場モデル(一つの市場&競争市場)
- ③中小企業と言っても「生業」を特質とする小企業の独自性は対象外




生産性の低い企業の退出により経済資源が生産性の高い企業に移動すれば、マクロレベルの生産性が向上するという結論



- ①小企業から解放された経済資源は、大企業等に移動するのか？
- ②地場産業等地域性の高い中小企業の淘汰による経済資源の移動は地域間の経済資源の移動となり地域社会全体の衰退を招く(地域間格差拡大)
- ③資本コストに基づく効率性のモデルが該当しない中小零細企業
投資家から見て収益性(生産性)が低くても、地域経済・社会から見れば循環型地域経済の不可欠の担い手である中小企業の重要性

結局、投資家＝資本市場が資本の最適配分を実現するという想定であり、投資利益中心の世界観(自己資本比率が高ければ良い銀行の論理)

 株主重視の経営からステークホルダー重視の持続可能な経済へ

「被資金支援企業がマクロ経済に与える波及効果（資源配分の歪み）を分析したところ、近年の大企業について、その存在が他の企業の生産性を押し下げる影響までは確認できなかった。」「以上のように、低金利環境が企業の新陳代謝や資源配分（被資金支援企業の発生・温存）に与える影響についての見方は、必ずしも定まっていない。」 P2

「被資金支援企業の実産性は低いものの、近年の大企業において、その存在が他の企業の生産性に悪影響を及ぼしている一資源配分を歪ませている一とまではいえない。つまり、わが国では、そもそも被資金支援企業の数に限られており、他の企業の資源配分に影響を与えるほどのインパクトはないことが窺える。ただし、・・大企業対比で被資金支援企業が多い中小企業については、被資金支援企業の存在が他の企業の生産性に悪影響を及ぼしている可能性を否定はできない。」 P14

「低金利環境と被資金支援企業・低生産性企業に関する分析結果からは、次のことが指摘できる。第1に、低金利環境と被資金支援企業の間、直接的な関係は窺えないこの点は「銀行等による支援なしでは事業を継続できない」ような被資金支援企業について、2000年代以降の低金利環境下で増加していない事実と整合的である。」 P18

「つまり、今回の分析結果を踏まえて、例えば、わが国経済が低金利環境から脱することができれば、すなわち低生産性企業が減少すると考えるのは短絡的であり、上記のような構造問題も併せて議論していく必要がある。」 P19

OECDとBISのゾンビ企業の定義とは

◆OECD：創業10年以上で、営業収入による利払いが3年連続で出来ていない企業

BIS：“firms that are unable to cover debt servicing costs from current profits over an extended period” *The rise of zombie firms:causes and consequences* 2018

◆OECD：**Zombie firms and weak productivity** サイト

Blogpost: **Zombie firms and weak productivity: what role for policy?**

“An important, but often ignored, source of the productivity slowdown is the increasing prevalence of weakly productive firms and, among them, “**zombie firms**” – i.e. firms that would typically exit or be forced to restructure in a competitive market. In this context, a new OECD study shows that this prevalence is closely related to weaknesses in the banking system and insolvency regimes.

→ゾンビ企業の退出とリストラを通じた銀行の健全性強化が生産性向上に重要

→生産性の高い企業への資本と人的資源の移動が生産性を向上させる

◆BIS WP No 987：**Zombies on the brink: Evidence from Japan on the reversal of monetary policy effectiveness.2022.1**

- ・イールドカーブのフラット化は、投資増大ではなく、長期借入による短期返済や金利負担の軽減を通じてゾンビ企業の継続と増大をもたらす
- ・日本の量的金融緩和と銀行の融資継続や信用保証制度は中小企業のゾンビ化を通じて生産性の停滞を結果

◆日本経済のグローバル化の歪みが顕在化するもとで、地域経済をいかに維持活性化させていくか？

地域内経済循環における役割を基準とした中小企業評価：米国CRA
地域内資金循環と持続可能性を重視した資金配分



地域循環型経済の担い手としての地域金融機関（地方銀行＆協同組織金融）

- ①上場＝株主還元で地域資源の流出 PBRの呪縛からの解放
- ②合併再編＝広域化による地域密着の後退 株主支配からの脱却



金融力発揮のために金融機関に何を支援すべきか？

株主還元の制限
地域内金融循環の強化

事例1：欧州中央銀行：銀行の社会的責任を果たすために配当と自社株購入の制限
2020年3月に「実体経済を支える役割が、配当や自社株買いなどより優先されるべきだ」として一時停止を求める。*[ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20200312/capital-and-operational-relief-in-reaction-to-coronavirus/index.en.html) 2020年3月12日

事例2：米国「インフレ抑制法 2022」で、自社株買いに対して1%の課税
10年で740億ドルの税収