

日本経済の故障箇所

2024/11/13

脇田成

東京都立大学

wakita@tmu.ac.jp

<https://wakitaweb.fpark.tmu.ac.jp/index-j.html>

第1章 総論 企業貯蓄から見る各章の連関

- アベノミクス期の株価は4倍(付1-2)・実質消費横這い(図1-1)
- 設備・賃金は横這い(図1-5, 8)
 - ⇒ 設備資金不要下の金融政策(図5-6)・賃金停滞下の消費(図2-5,5-4)
- 失われた30年の真因 ⇒ 1998年以降の**企業の貯蓄主体化(内部留保増大)**
- 各主体別 IS バランス ⇒ 公的債務増大に加え、海外資産に (付1-4)

[A] 対策は家計に所得を返す(要素分配)こと $F(L, K, M)$ に即すと

[L] (物価上昇ではなく)家計所得増大のための**賃上げ**(第2,3章)

[K] 株式保有促進で**配当**収入増加(第6章)

[M] 金融政策転換・**円高**による輸入物価引き下げ(第4,5章)

- **言いにくい実情**(内部留保・安定株主・円安誘導)と失敗の**糊塗策**としての政策

[B] 考慮すべき背景と経緯

- [未来] 労働節約型**技術進歩** (マナー過剰社会と派閥抗争とAI)
- [現在] **人口減少**と人手不足 (時短・人口比・短観, 図1-9,10 図5-2)
- [現在] エネルギー(米国とGサウス)と国際パワーバランスと財政(図7-1)
- 「ものづくり大国の解体過程」や「家計へのしわ寄せ」と見ることもできる
- (小国化した日本のモデル・実証分析(1国モデル・VAR)とレレレ型のデータ構造)

企業貯蓄と内部留保の再検討

第2章 企業貯蓄の「主源泉」は生産性以下の賃金設定 (付 2-4)

- 98年までの製造業高賃金のスピルオーバー/バラッサ=サミュエルソン効果消滅
⇒ 問題は非製造業・非正規・相場賃金「分裂」
- 停滞主因は**供給**面ではなく、家計への**分配**過少を通じた**需要**面
- ULC を通してサービス価格低下中心の**デフレーション**に(付 2-5)
 - (PPP 裁定範囲拡大で**内外価格差**解消(図 2-1)
 - ①輸出(店) ⇒ ②企業(現地生産) ⇒ ③消費者(モノは通販・サービス裁定なし))
- (**ゾンビ企業**と低生産性?と留保金課税の実体 p.75,245)

第3章 **内部留保**と会計用語、**企業貯蓄**と国民経済計算の関係を整理

- 企業の**バランスシート**拡大で増加項目は、以下の4点(付 3-2)
 - 資産 ① 預貯金(資産運用は?) ② その他投資(海外子会社)
 - 負債・純資産 ③ 利益経由の利益剰余金 ④ 銀行経由の借入
- 企業貯蓄は ② その他投資の中で**一見、高収益**の海外子会社に
- しかし海外直接投資の収益率計算に**キャピタル・ロス**が無視(図 3-3)
- 内部留保はストック毀損(特別損失?図 3-4)、**海外投資立国**成立難

金融政策再検討 伝達ルートは?

第4章 ウクライナ危機以前の**安定期**金融政策 異次元緩和は**円安志向**

- 製造業生産基盤国内回帰など期待されたメリットなし (付 4-6 まず稼働率注目)
- 銀行貸出増加? ①企業預貯金と④銀行借入は産業別・規模別には相関
- FRB の統制下(付 2-5(b))、日米 2%インフレ・名目利子率格差のもと
⇒ 決して到達しないインフレ目標は「微害微益」

第5章 22年2月のウクライナ**危機後**(FRB 失敗下)の**超円安・インフレ**

- 企業資金需要を3分すると
 - [1] **設備**資金不要 ⇒ 1998年以降内部金融で(図 1-4,4-5,5-5,6)
 - [2] **運転**資金潤沢 ⇒ きっかけの**レパトリ**なし(付 5-3)
 - [3] **投機**資金転化 ⇒ 円キャリー?などバブル輸出?
「**危機時の急激な円高**」は過剰に克服されて今回は裏目 ⇒ **超円安**
 - エネルギー危機(1977)ならインフレ阻止で引き締め、世界的金融危機なら金融緩和
- * 岸田内閣の賃上げと経済政策
- 春季生活闘争から構造改革的賃上げへ、しかし転職後月給 10 万円低下(図 5-7)
(ステークホルダー的新しい資本主義との関係は?)
 - 「分配と成長の好循環」からデフレ脱却のための「賃金と物価の『好』循環」へ
⇒ 価格転嫁・円安スパイルオーバーは無理(第2章)・**財サ相対価格調整済**(付 2-5)
⇒ 政府・日銀・学界・マスコミからなる『超円高・予期せざるインフレ』糊塗策が再失敗

GDP 支出項目で考える金融緩和と円安 $C+I+G+X-M, (L, r)$

- × C: 輸入物価悪影響
- △I(r): 国内投資動かず
- △G: 利払い費増大を上回る一般政府の財産所得、ネットはプラス
- △X(e): 輸出数量停滞・企業内貿易・PTM 輸出大企業の利益は海外へ
- × M(e): 石油危機再来で輸入代金増加

⇒ **金融緩和は企業貯蓄超過・家計株主過少**という異例の状態のもとで
国内物価との関係が不明確(物価版フィリップス曲線(付 4-10))になり

初歩の経済学に反して**円安を通して輸入物価上昇・内需削減・需給ギャップにマイナス**

初心忘るべからず (金融政策再検討(2))

- 経済政策の目標は、新古典派的に家計消費最大化であるべき
 - 金融は金融市場や金融機関のためでなく実体経済のためにある
 - 日銀の目標は株価より物価安定であるべきで
 - 物価安定は消費者のためにあり輸入物価を含むと考えるべき
- (番外) なんでもありの政策は日銀になんでも注文になってしまった
- (番外) 日本経済は日本居住者が日本のために考えるべき
- (番外) 超円安と中銀独立性についてはルール変更の議論があつてしかるべき
- (番外) アベノミクスから始まった超円安について政治家の発言はあつてしかるべき

第6章 問題の経緯 企業から家計への機能的分配ルート消滅

98年金融危機の混乱、内部留保増大という歴史的な問題の経緯(付6-1)

戦後改革・財閥解体 ⇒ 利子所得中心のメインバンクガバナンス
⇒ 資本自由化への対抗策としての(広い意味での)株式持ち合い
⇒ バブル崩壊 ⇒ 株主主権への変化が一足飛び

- 98年以前は家計貯蓄率も高いが、企業は一度は家計に返している(図6-2(d))
 - [A] 機動的で便利なボーナス比率は低下(図6-3)
 - [B] 預金金利から配当に変化した財産所得 ⇒ 社員持株会などの活用
 - [C] 自営業縮小・同族会社は?
- **教科書的な経済政策**は当事者が**触れられたくない事情**に抵触
 - ① 内部留保増分は企業貯蓄に
 - ② 持ち合いなど安定株主政策
 - ③ 中央銀行の円安誘導は生産基盤海外移転傾向を無視

第7章 診断体制の整備 人治からデータへ

- みんなでありうべき選択肢を公表データで考える / ● 奇妙な風に納得しない

FAQ

[1] 企業が貯蓄していると考えより、国内投資が採算がとれないため企業は設備投資を控えていると考えることが適当ではないでしょうか。

⇒ 国内向け投資が拡大しない理由は家計に消費余力がないからです。消費余力がない理由はフローの賃金停滞とストックの家計資産過少が理由です。このきっかけは企業にあり、生産性以下の賃金によって永年にわたって生成されてきました。

より正確な起点を言えばバブル後の不良債権処理の特別損失が賃金を押し下げ、小泉構造改革で最終処理がなされた時も是正機運は起こりませんでした。筆者が『手術は成功、リハビリは失敗』と主張してきた理由です。このため賃金停滞が常態化しました。少しずつでも家計の余力を取り戻す必要があります。

[2] 企業がきっかけといっても、一社だけ賃金を上げてても需要は増加しないのではないのでしょうか。賃金は労使交渉で決めるべきものなのではないのでしょうか。

⇒ 問題は合成の誤謬にあり、一社だけの賃上げでは無理があることは確かです。しかしいわば市場の失敗や外部性とも言うべきこの合成の誤謬を克服するために、日本では各社一斉に賃上げをする春闘という統合的メカニズムがあり、そこに公的介入の余地があるのです。

[3] 賃金の上昇率が生産性の上昇率を下回っていることはわかりましたが、やはり生産

性上昇は必要なのではないでしょうか。

⇒ それはその通りです。また個別の職場や企業で生産性上昇の余地が大きいことも事実でしょう。しかし労働生産性が上昇しないから、賃上げができない、という言い訳は困ります。好循環といますが供給能力だけが肥大し、需要がついていかねば経済成長は起こりません。(生産性上昇の鍵はITの活用にあります。日本企業の伝統的ボトムアップ意思決定のままでは、ネット乱立・ID過多に終わるでしょう。)

[4] 消費増大のため企業が賃金を上昇させても社会保障負担が大きく、労働者に回らないのではないのでしょうか。

⇒ そういった面はありますが、最終的な企業の利益水準は上昇しており、賃上げ余力はあります。また家計貯蓄率などを計算する場合、社会保障費が増大すれば、現金・現物給付を通して消費増大に寄与するルートも考慮する必要があります。

[5] 海外現地生産が進み、製造業企業の利益の過半は海外からです。国内の労働者に報いる必要があるのでしょうか。

⇒ 海外投資の原資は賃金支払いを節約した利益剰余金です。この投資のリターンを受け取る権利が国内の労働者にあります。

[6] 衰退した日本の国力は円高に耐えられるのでしょうか。逆に円は暴落しないのでしょうか。

⇒ 為替レートの水準は『国力』というアバウトな要因に左右されがちですが、それは金利や物価というファンダメンタルズに加えたプラスアルファという意味です。通貨の基本は交換手段であり、引換券・商品券と例えられますから、日本という大きなデパートの品ぞろえが縮小して、小さな酒屋になったとしても、円という商品券はビール券の値打ちは残ります。どんな低開発国でも、通貨や商品がただ同然ということはありません。

[7] 長期間の金融緩和で、なぜ国内設備投資は促進されなかったのでしょうか。

⇒ [a] 先述した家計の所得・資産が停滞したことに加えて、日本の状況は

[b] バブル崩壊後、稼働率が下がって、設備過剰が永く続いたため、いくら金利が下がっても(1995年に既に政策金利は0.5%)投資は刺激されませんでした。標準的な生産関数のもとで資本の限界生産性が緩やかに逡減する教科書的理論モデルを念頭に置くより、非可逆的な投資が失敗した過剰設備の状況で、企業が金利に反応しない状況を考える必要がありました。

[c] 日本は自動車・家電など機械中心の輸出大国だったため、当時の政治的状況から海外現地生産が不可避だったという理由があります。さらに輸出促進のための円安志向がかえって輸入費用増大をもたらし内需を削減した側面もあります。

[8] 植田日銀の利上げについて、どう考えますか。

⇒ 適切だがペースが遅いと考えます。物価上昇の起点は輸入物価にあり、金融緩和は

企業の運転資金や投機資金に回っています。標準的な理論モデルは金融緩和の効果、物価上昇を伴いつつ設備が刺激されると想定しますが、そのような状況ではありません。また筆者はインフレ目標にもともと賛成ではありませんし、需給ギャップが利上げにより悪化するとも考えません。

- × 標準的考え方: 利上げ ⇒ 内需低下 ⇒ 物価下落
- 日本の現状: 利上げ ⇒ 円高 ⇒ 輸入物価下落 ⇒ 消費拡大

[9] アベノミクスや岸田政権の経済政策について、どう考えますか。

⇒ まとめて考えることはできません。適切なものもあり、疑問のある政策もあります。ただし一連の超金融緩和政策は望ましくありません。これを始めた安倍政権の責任は大きいし、岸田内閣はその是正が遅れ、超円安からインフレを招いて政権の命取りになったと考えています。

[補] インフレになる理由 — 需給と信用に3分

[A: **信用**] 貨幣の信用毀損に基づく**ハイパーインフレーション(万能引換券と考える)**

[B: **需要**] **デマンドプル・インフレーション** (消費加熱・賃金高の好循環?)

[C: **供給**] **コストプッシュ・インフレーション** (資源高の輸入インフレ・賃金高の国内インフレ)

日本経済にとっては以下の2つの区別が必要

- 世界経済の拡大に伴って**世界的デマンドプル**で資源高が生じ、一次産品輸入国である日本にとって輸入インフレである**コストプッシュ・インフレ**が生じる時期 (グレートモデレーション期)
- 資源高などが産出国の都合で一方向的に生じ、**世界的コストプッシュ・インフレ**が日本の**コストプッシュ・インフレ**をもたらす時期 (70年代石油危機やウクライナ侵攻などスタグフレーション期)

現在のインフレーションは国内デマンドプル要因か、輸入コストプッシュ要因か

- 国内要因 労働市場(物価版フィリップス曲線とまだら模様の労働市場)
- 対外要因 輸入インフレ(食料・エネルギー)

輸入インフレの4要因

[1] ドルなど契約通貨ベースでの資源食料価格の世界的な高騰が起点

(この部分は[1a]世界景気(需要要因)と[1b]産油国プラスロシア(供給要因)次第)

[2] 日米の名目金利差による円安増幅部分

(この部分は金融政策の[2a]米国要因と[2b]日本要因次第)

* 米国内の論争: 経済学者は国内・労働市場中心の考え方でトランプは1bの考え方

表 7-1 教科書的経済政策の副作用

	教科書的政策	副作用	実情の見落とし	治療策
企業	<ul style="list-style-type: none"> ● コスト削減 	<ul style="list-style-type: none"> ● 賃金停滞 	<ul style="list-style-type: none"> ● 合成の誤謬 	<ul style="list-style-type: none"> ● 賃上げ促進
財務省 「終活」	<ul style="list-style-type: none"> ● 消費増税 (● 法人減税) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 家計消費低下 ● 家計困窮から少子化促進 	<ul style="list-style-type: none"> ● 株式保有構造 ● 政府保有資産 	<ul style="list-style-type: none"> ● 現金給付・減税
	<ul style="list-style-type: none"> ● 人口減少放置 			<ul style="list-style-type: none"> ● 少子化対策
経産省 「植民地」	<ul style="list-style-type: none"> ● 企業ガバナンス強化 	<ul style="list-style-type: none"> ● 賃金低下 ● 配当増加 ● 外国人株主増大 	<ul style="list-style-type: none"> ● 安定株主工作 	<ul style="list-style-type: none"> ● 家計の株式保有促進
	<ul style="list-style-type: none"> ● 海外進出促進 	<ul style="list-style-type: none"> ● 国内生産減少 	<ul style="list-style-type: none"> ● 特別損失 	<ul style="list-style-type: none"> ● 生活文化輸出 ● (新産業育成)
日銀 「日本売り」	<ul style="list-style-type: none"> ● 金融緩和 	<ul style="list-style-type: none"> ● 家計受取金利低下 (● 企業ガバナンス・財政規律低下) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 設備に回らず運転資金過剰 ● 企業受取利子多く、投機資金に 	<ul style="list-style-type: none"> ● 融資収益確保のための利上げ
	<ul style="list-style-type: none"> ● 円安誘導 	<ul style="list-style-type: none"> ● 貿易赤字拡大 ● 輸入インフレ 	<ul style="list-style-type: none"> ● 円安誘導そのものの ● 設備稼働率低下 	<ul style="list-style-type: none"> ● 利上げ

[補] 非伝統的金融政策と失われた 30 年

- [0] 金融ショックと企業貯蓄増大・企業の利払い費低下
- [1] バブル崩壊後の銀行融資減少 = 銀行の国債購入増加・マクロ経済停滞
⇒ 1999 年 2 月 **ゼロ金利政策** (金利を下げたい・問題は名目金利のゼロバウンド)
- [2] 2001 年 3 月-2006 年 6 月 **量的緩和政策**
 - 最終的な目標は銀行融資を増やし、銀行預金などマネーストックを増やしたい
 - 国債買い取りで日銀当座預金残高増大 ⇒ 通貨主義なら比例的に融資は増えるもくろみ
 - 90 年代から 2000 年代は**金融危機**頻発期、余分のお金が欲しいので効果あり
- [3] 2013 年 4 月 黒田新総裁**異次元緩和**(量的質的金融緩和)**開始**・日銀は国債他大規模買取
(**銀行融資**・円安株高・設備や賃金増えず)
- [4] 2016 年 1 月 増加した銀行の日銀当座預金付利の一部に**マイナス金利**
(**金融機関苦境**・日銀利子負担軽減)
- [5] 2016 年 9 月 **イールドカーブコントロール**(**短期金利マイナス/長期 0%**)と利子率調整回帰
(**運転資金はさらに豊富になり平均的に無借金企業に・新規設備貸出減少**)
 - [i] 国債保有「量的緩和(500 兆円)」・[ii] 上場投資信託 (ETF) など保有「質的緩和(37 兆円)」[iii] 翌日物短期金利をマイナス(本来の金融政策)・
 - [iv] 長期金利に上限設定 (0.5%) をし、無制限に国債を買う政策
- [6] 2022 年 2 月 ロシアのウクライナ侵攻・超円安開始・2022 年 12 月 長期金利上限緩和
- [7] 2023 年 4 月 植田新総裁 •[8] 2024 年 3 月 マイナス金利・YCC 終了

補論 マクロ経済循環の基本的な考え方

マクロ経済分析において最重要問題は生産物を

- 現在、消費する部分と
- 将来のために家計が貯蓄し企業が投資する部分に分割すること。

モデル 1 (ロビンソン・クルーソー経済)

自家生産の農家(クルーソーという個人)で農産物しかない単純な経済(1セクター経済)を仮想的に考える。

農産物をいま食べて消費する部分が多いとタネまきという投資が少なく将来の経済成長はできないが、逆に貯め込むばかりでは消費から得られる満足は少。

モデル 2 (企業と家計の3つのやりとりと新古典派モデル)

自家生産の農家を、今度は「家計」と「企業」を分離して考えてみよう。ここでの貯蓄と投資は

- 家計が「貯蓄」したタネ(資本・資金)を
- 企業が借りて「(設備)投資」を行う

と想定できる。タネは生産のための物的資本財であり現実には機械や工場が対応する。この資本財を家計が企業に預けている状態が資本主義である。現実には工場や機械などの物的資産はそのままやりとりできないので、「引換券」つまり金融資産を導入して、物的資産とその収益の請求権とする。

このような資本財に加えて、消費財と労働の3つを家計と企業はやりとりをする。家計は貯蓄と労働を企業に提供し、賃金と利子を獲得する。この賃金と利子からなる家計所得を元に、消費財を購入し貯蓄を行う。これらのやりとりを調整するのは、消費財の価格である物価、労働の対価である賃金、資本の対価である利子という3つの価格である。

うまく3つの価格の調整を元に市場メカニズムが動いて、マクロ経済が自由放任のもとで成長するという考え方が、新古典派的な考え方であり、時として新自由主義などとも呼ばれる。

モデル 3 (ケインズ派)

価格メカニズムが円滑に進まずマクロ経済が失速してしまうと考えるのがケインズ派である。名目価格体系が動かず、家計の貯蓄過剰になったとする。貯蓄過剰は消費過少を意味し、生産が停滞し、失業者が生まれると家計消費はますます減って悪循環になる。処方箋は政府が行う金融財政政策である。日本ではそれをやり過ぎて、公的債務は巨額になり、日本銀行の金利操作はゼロ金利やマイナス金利で極限まで行われている。