

# 日本型経済システムの崩壊と貨幣愛

須藤 時 仁

## 1. はじめに

2017年5月18日に発表された1次速報によれば、16年の実質 GDP は前年比で1.0%の増加した。第2次安倍政権による「アベノミックス」の効果が騒がれた13年以降の平均成長率を計算すると1.1%である。一方、バブル経済が崩壊した1992年以降の平均成長率は約1.0%であり、政府はアベノミックスの経済効果を強調しているが、結局はバブル崩壊後の「失われた25年」が続いている<sup>1</sup>。

なぜ、これほど長きにわたる経済の低迷が続いているのだろうか。ケインズは貨幣経済の下で将来に対する不確実性や不安が高まったとき、安全資産としての貨幣を保蔵する性向が強まり、これが不況の原因となることを示唆している<sup>2</sup>。

ここで「将来に対する不確実性や不安の高まり」というのは、何も将来の経済成長に対する不安だけを指すのではない。むしろ、これまで企業経営や個人生活の安定を支えていた広義の制度（法制度のみならず取引や雇用にかかわる慣行なども含む）が崩れたとき、企業や個人は将来を見通すための礎を失うことから貨幣をはじめとする安全資産の保蔵性向

（いわゆる「貨幣愛」）が強まり、それが需要不足につながることで結果的に経済は低成長から脱せなくなるのである。こうしたケインズの見解は日本経済の長期停滞に当てはまるのだろうか。この論点を検証することが本稿の目的である。

同じ問題意識に基づきバブル崩壊後の不況の原因を考察した先行研究に小野（1994、2007）がある。小野は不況の長期化・深刻化の要因として家計（消費者）による流動性選好（貨幣愛）の強まりに焦点を絞っているが、本稿では、家計だけでなく金融機関（主に預金取扱機関）と非金融法人企業の貨幣愛にも考察の対象を広げる。

また、規制の緩和や撤廃につながる新自由主義思想の浸透が日本経済の長期不況に与えた影響については、Lechevalier（2011）、松原（2003、2005）、佐伯（2016）が分析している。しかし、これらの先行研究では、新自由主義思想の浸透による制度や慣行の変化と経済主体の貨幣愛との関係につき明示的に考察していない。

---

1 15年度の国民経済計算確報から2008SNA基準に改定され、デフレーター基準年も11年基準となった。内閣府はこの基準でのGDP統計を94年までしか遡及、公表していない。したがって、13-16年の平均成長率は幾何平均により計算したが、92-16年の平均成長率は93年までの旧統計と94年以降の新統計による各年の成長率を単純平均して計算した。

2 Keynes（1936）は『雇用、利子および貨幣の一般理論』（以下、一般理論）の中で「失業が発生するのは、人々が月を欲しがるからである一人々が雇用されることがないのは欲しがっているのが月（すなわち貨幣）であって、生産されるものでもなく、また、それに対する欲求を簡単に消してしまうことができないからである。」（p.235）と述べている。また、一般理論の刊行後に書かれた論文「雇用の一般理論」（Keynes（1937））では、さらに具体的に、「合理的でもありまた本能的でもあるが、富の貯蔵として貨幣を保有したいという欲求は、われわれが将来に関する自分自身の予想や慣習を信じていない程度を示すバロメーターだからである。たとえ貨幣に対するこの感覚自体が慣習的かつ本能的であるとしても、それはわれわれの動機のいわば深層部に作用している。より上位のより当てにならない慣習の力が弱まった瞬間に、貨幣が代わりを引き受けるのである。現に貨幣を保有しているということは不安を和らげる。」（p.116）と述べている。なお、これらの訳は、Keynes（1936）については宇沢（2008、276頁）、Keynes（1937）については清水・柿原・細谷（2016、147-48頁）に依った。

## 2. 1990年代前半までの日本型経済システムの概要

岡崎・奥野編（1993）によれば、日本における戦後の経済システム（以下、日本型経済システム）の原型は37年から45年にかけての戦時経済体制のなかで形づくられた。日本型経済システムの骨子を素描すると図表1のようになろう。本節では、この図に基づき、90年代前半までの日本経済が日本型経済システムによってどのように支えられてきたのかを説明する。

なお、ここで「90年代前半まで」と言ったのは次の理由による。後述するように、日本型経済システムが崩壊する契機となったのは、90年代初頭の資産価格下落とそれに伴う景気悪化、いわゆるバブル崩壊である。しかし、バブル崩壊と同時に日本型経済システムも崩壊したわけではなく、97-98年にかけての金融危機のピークを迎えるまでは、日本型経済システムがそれなりに機能していたと考えられるためである。

### (1) 金融システムの安定

37年以來の戦時経済体制が整備されていくなかで、日本の金融システムの重心は戦前の直接金融方式から銀行を中心とする間接金融方式に移行し、その流れが戦後もそのまま保持された。さらに、金融市場の基本的な枠組みとして、戦前からあった金融規制（預金金利の上限規制、貸出金利の上・下限規制）に加え、業務分野規制（長短金融の分離、銀行・信託の分離、銀行・証券の分離）と内外市場分断規制（対外的な資本取引の原則禁止）が戦後に整備された<sup>3</sup>。資金配分につき市場競争原理が働きにくい相対型の間接金融方式を中心とし、金融機関間の競争を制限する規制で固められた金融システムが戦後の特徴となったのである。

こうした金融システムの枠組みの下で、大蔵省（現財務省、金融庁）による金融行政（規制・監督）は、金融機関の市場参入をコントロールしたうえで、最

も経営効率が劣る金融機関でも経営が維持できるように行われた。最も速度の遅い船の航行に合わせて船団が進んでいく姿に見立て、この金融行政のやり方は「護送船団方式（行政）」と呼ばれた。

この方式の下では、経営基盤の弱い金融機関が保護される一方で、それが強い金融機関には超過利潤が保障されることになる。したがって、仮に大規模な経済危機により経営基盤の脆弱な金融機関が経営危機に陥っても、経営余力のある金融機関が合併や事業譲渡といった形でそれを吸収することにより、破綻した金融機関の顧客が保護されるとともに、決済を中心とする金融システムの安定も維持されたのである。

### (2) 非金融法人企業の経営の安定

間接金融方式を中心とした金融システムの下で金融機関（特に預金取扱機関）の経営が安定することは、メインバンク制度の維持を通じて、非金融法人企業（以下、企業）の経営安定にも大きく寄与した。

メインバンクとは、「ある企業に対して貸し出しを行っている銀行のうち、長期的継続的取引関係を持ち最大の貸出シェアを持つもの」（寺西（1993、61頁））をいうが、こうした特定の銀行と企業との特別な関係が形成されるようになった契機はやはり戦時経済体制を通じてであった。メインバンクの機能には様々なものがあるが、企業経営の安定化の観点からは次のメリットが目される<sup>4</sup>。

第1に、最も重要なメリットは、企業の経営資金が安定的に調達できることである。特に、不況時、さらには経営危機のときには運転資金の確保や金利減免などの措置によりメインバンクが企業のリスクを分担した。一方、メインバンクが貸出しに対して大きなリスクが取れた背景には資産価格、特に地価の持続的な上昇（いわゆる「土地神話」）があったことも大きかった。つまり、土地神話が実現している間は、不動産を担保に取っておけば貸出しのリスクをかなり軽減できたのである。

3 これらの規制は、60年代以降の金融取引の拡大・自由化と経済取引の国際化が進むなかで漸次緩和されていった。最終的に、金利規制は94年の預金金利の完全自由化で、内外市場分断規制は98年の外国為替及び外国貿易法の施行で完全に撤廃された。また、業務分野規制も92年の金融制度改革法と97年の独占禁止法改正および金融持株会社解禁により、業態間の相互参入がかなり容易になった。

4 メインバンク機能についての簡略なサーベイは寺西（1993）を参照されたい。

第2に、メインバンク（さらには取引先企業）との株式相互持合いにより、企業は経営の自由度を高めることができた。なぜならば、まず、メインバンクの主目的は貸出しに係る元利金の回収と、預金取扱いなど企業との取引拡大であるため、企業の経営が順調である限り配当政策などの企業経営に介入してこなかったのである。さらに、持合いにより安定株主が確保できるうえに株式市場における浮動株数が少なくなるため、買収の脅威を避けることもできた。

こうしたメインバンク制度の維持を通じた経営の安定化効果は当該企業にのみ及ぶものではなかった。当該企業の経営が安定することにより、それに連なる子会社や取引先企業（特に中小企業）の安定にも結びついた。日本型経済システムが機能している時代には、企業グループや系列取引という形で特定の大企業—中堅企業—中小企業が強く結びついていたため、メインバンク制度の維持は直接・間接に中小企業の経営安定にも寄与していたのである

### (3) 雇用の安定から内需の安定へ

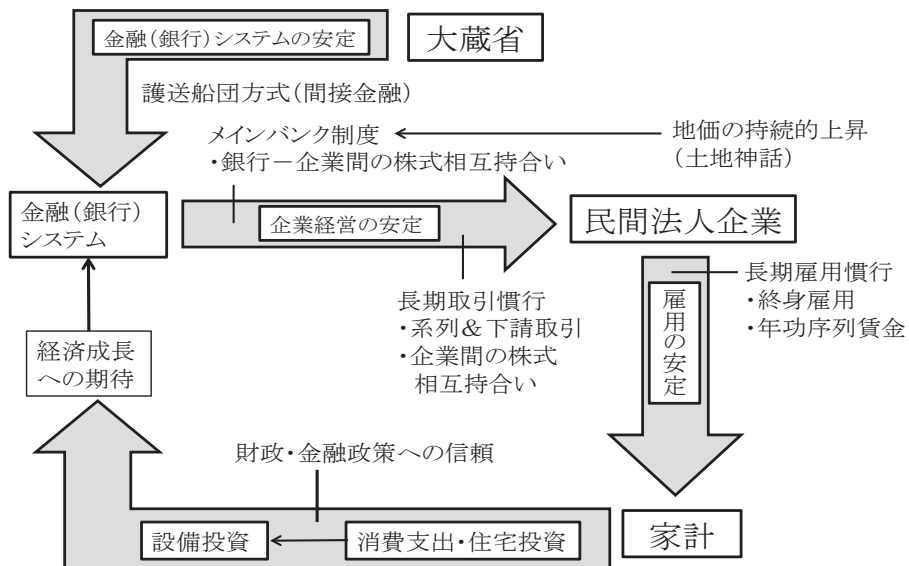
金融システムの安定に支えられた企業経営の安定は、当然のように雇用の安定につながった。日本の場合、基本的に毎年4月に学卒正社員として一括採

用され、その後は終身雇用制、年功序列賃金制を中心とした長期雇用慣行の下で個人（家計）は安定的な雇用と所得を享受していた。一方、企業側も、経営が安定していたこともあり、長期雇用を前提とした企業内訓練（OJT）などにより人材の能力向上に力を注いだのである。

こうした雇用の安定が家計による消費と住宅投資に対する支出を支え、そうした支出拡大が企業の設備投資を促すことにより内需の安定成長が続いたのである。この経済の持続的成長は企業と個人に対して日本経済の成長に対する「期待」という心理的効果をもたらし、さらにはこの期待が不況期における金融・財政政策の効果に対する信頼とも相まって、資産価格の持続的上昇と金融システムの安定にフィードバックした。

つまり、図表1に描かれている日本経済システムの下での経済循環を要約すれば、次のように表せよう。日本型経済システムの維持により企業と個人（家計）の将来に対する不確実性と不安が軽減され、それが内需拡大と経済成長への期待に結びついていた。さらに、その経済成長に対する期待が経済政策への信頼を促すと同時に、資産価格の持続的な上昇と金融システムの安定につながり、日本型経済システムを支えるという閉じたループが形成されていた

図表1 日本型経済システムによる経済循環



出所：筆者作成

のである。

### 3. 日本型経済システムの崩壊と経済主体の貨幣愛

前節で説明した日本型経済システムは、現在ではほとんど崩壊したと言ってよい状態にある。そのきっかけは、周知のように90年代初頭のバブル崩壊であった。本節では、日本型経済システムの崩壊に伴い、金融機関（預金取扱機関）、企業、家計といった経済主体の経済行動がどのように変化したかを考察していこう。結論を先取りして述べると、ケインズが見通したように、いずれの経済主体も貨幣を中心とする安全資産への依存、いわゆる「貨幣愛」を強めていったことが示される。

#### (1) 金融システムと金融機関

株価は98年末、地価は91年中（9月末）をピークに下落に転じ、景気も91年2月をピークに下降局面に入った。景気の変調を受けて日本銀行（以下、日銀）は91年7月から公定歩合（現在では「基準割引率および基準貸付利率」に名称変更）を引き下げ、政府も92年8月から矢継ぎ早に大型経済対策を講じた。このため、これまでの不況期と同様にやがて経済は従来の成長軌道に戻るであろうと、90年代の前半には楽観視されていた。実際、景気循環のうえでは景気は93年10月に底を打ち97年5月まで拡張期が続いたが、その間の実質成長率は前年比2%前後であり、80年代以前の成長率には遠く及ばなかった。さらに同期間中も地価は下落を続け、株価もピーク時の5割強の水準に止まっていたのである。

こうした状況下で、預金取扱機関によるバブル期の貸出しはノンバンクをはじめ不動産業、建設業、卸小売業向けを中心に不良債権となっていき、95

年以降には信用組合、第二地方銀行を中心に破綻する預金取扱機関が現れるようになった。預金保険機構の資料では、バブル崩壊後の91年から、りそな銀行と足利銀行に対して最後の公的資金が注入され不良債権問題に解消の目途が立った03年までの期間に181の預金取扱機関が破綻した<sup>5</sup>。

一方で経営余力がある預金取扱機関は大手機関でも減ったため、前述した護送船団方式の維持は不可能となっていった。それを象徴するのが、97年から98年にかけての北海道拓殖銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の破綻であり、その後の大手銀行も含めた金融機関への大規模な公的資金の注入である<sup>6</sup>。ちなみに、先の資料で預金取扱機関の破綻件数を年度別にみると、91-96年度合計の19に対して、97-01年度の合計は161にもものぼる<sup>7</sup>。

護送船団方式が崩壊したことにより、預金取扱機関は経営安定の強力な枠組みを失った。しかも、貸出しの元利金回収を側面から支えていた担保（資産）価値、特に地価に対する持続的な上昇神話も消失したため、預金取扱機関は経営の維持・安定を図る術を考えなければならなくなった。その証拠に、不動産および財団抵当を担保とする貸出残高は、地価の動向に少し遅れるものの、地価の下落ときれいに連動して減少している（図表2）。なお、融資残高は06年度末以降緩やかな増加基調に転じているが、これは、6大都市圏（東京区部、横浜、名古屋、京都、大阪、神戸）の地価（特に商業地）が04年度末を底に下げ止まりの傾向を見せており、それに応じたものと考えられる<sup>8</sup>。

さらに注目されるのが銀行による金融資産の構成比の変化である。日銀の「資金循環勘定」で国内銀行の金融資産の構成比を見ると、金融危機のピークであった98年度末を境に明確な変化を示している（図表3）。金融資産のうち現金・預金、公共債、対

5 破綻した預金取扱機関181の内訳は、銀行20、信用金庫27、信用組合134となっている。

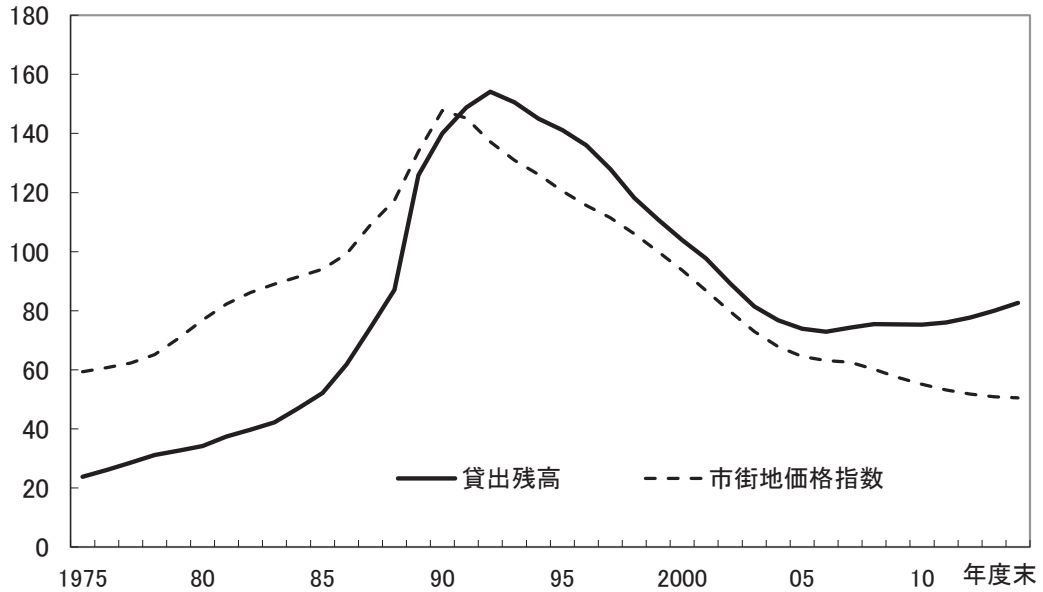
6 預金取扱機関以外にも、三洋証券、山一証券といった準大手・大手証券会社が97年に破綻している。

7 年度別には97年度17、98年度30、99年度44、2000年度14、01年度56となっている。

8 また、特に近年では、相続税制の変更に伴う節税目的としてのアパートローン（土地を所有する個人を対象としたアパート建設資金の融資）や高層マンションの部屋を投資用に購入する個人を対象とした貸出しを中心に不動産融資が大幅に増加しているようである（2016年12月14日付および2017年2月10日付日本経済新聞（朝刊））。これは危険な兆候といえよう。

9 国内銀行による対外直接投資と対外証券投資の対象は格付けの高い先進国国債が中心と考えられるため、ここでは安全資産に分類した。

図表2 地価と不動産・財団抵当を担保とする貸出残高の推移

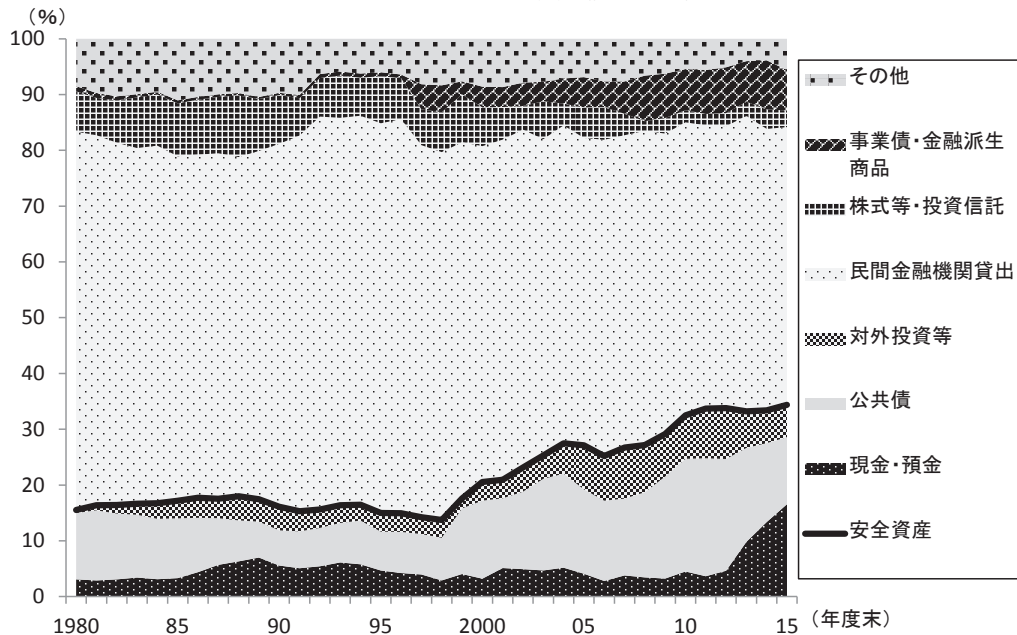


注：1. 貸出残高は不動産・財団抵当を担保とする貸出残高であり、単位は兆円。

2. 市街地価格指数は全国市街地の全用途平均であり、単位は1999年度末（2000年3月末）を100とする指数。

出所：日本銀行「日本銀行統計」、日本不動産研究所「市街地価格指数」より作成。

図表3 国内銀行の資産構成の推移



注：1. 2003年度以前は93SNAベース、04年度以降は08SNAベースの計数。

2. 「民間金融機関貸出」とは住宅貸付、消費者信用、企業・政府等向け貸出の合計、「対外投資等」とは対外直接投資、証券投資、その他対外債権債務の合計、「その他」とは表記以外のすべての資産の合計をいう。

出所：日本銀行ホームページに掲載の「資金循環勘定」統計より作成。

外直接投資・対外証券投資（図表では「対外投資等」と表示）を安全資産とみなすと、それらの構成比の合計は98年度末の14%を底に15年度末の34%までほぼ一貫して上昇している<sup>9</sup>。

一方、民間部門への貸出しと株式等・投資信託の構成比は、逆に一貫して低下した（貸出し：98年度末66%→15年度末50%、株式等・投資信託：同7%→3%）。もちろん、民間への貸出残高の構成比が低下した要因の1つに、企業（特に中小企業）が財務体質の強化を図って、不良債権問題解消の目的がたった2000年代半ばまでの期間を中心に借入返済に努力したこともあろう。しかし、2000年代後半以降も民間貸出の構成比が低下した反面、安全資産の構成比が上昇し続けているという事実は、銀行の安全経営志向を表している。

さらに、信用金庫、信用組合などの中小企業金融機関だけで見るとこの傾向が一層顕著であり、安全資産の構成比は98年度末の25%から15年度末には50%（推定）にまで高まっている<sup>10</sup>。一方で、民間貸出の構成比は、同期間に61%から42%（推定）へと大幅に低下している。

## (2) 非金融法人企業

バブル崩壊に伴う経済成長率の低下、資産価格（特に地価）の崩落、そして不良債権問題の悪化による護送船団方式の崩壊は、預金取扱機関によるメインバンク機能を当然のことながら弱体化させた。それは前述したように預金取扱機関による民間向け貸出の構成比低下に現れているが、さらに銀行と企業との株式持合比率の低下にも象徴されている<sup>11</sup>。これにより企業は、経営不振に陥っても従来のような預金取扱機関による経営支援は受けられないことを前提にした経営体制を整えなければならなくなった。そこで、本項ではこの経営体制の変化を、経営活動

により得た付加価値の分配という観点から分析してみたい。

ここで、付加価値の分配とは、企業側への分配としての内部留保と、労働側の分配としての人件費に対する分配をいう。ただし本項では次の点に留意して分析を進める。メインバンク機能の弱体化の影響はすべての企業に対して平等に及ぶわけではない。特に、株式発行や社債発行による資本市場からの資金調達に制約がある中小企業にはその影響が強く及ぶであろう。したがって、以下では資本金に応じて中小企業（資本金1億円未満）と大・中堅企業（同1億円以上）に分けて分析する。

### (a) 内部留保の考察

財務省財務総合政策研究所の『法人企業統計年報』では、内部留保は当期純利益から年間配当金（06年度以前はさらに役員賞与）を控除したものと定義している。しかし、ここでは企業内に実質的に留保される内部資金を考察の対象とするため、このように定義された内部留保額に減価償却費を加えたものを「内部留保」とする。

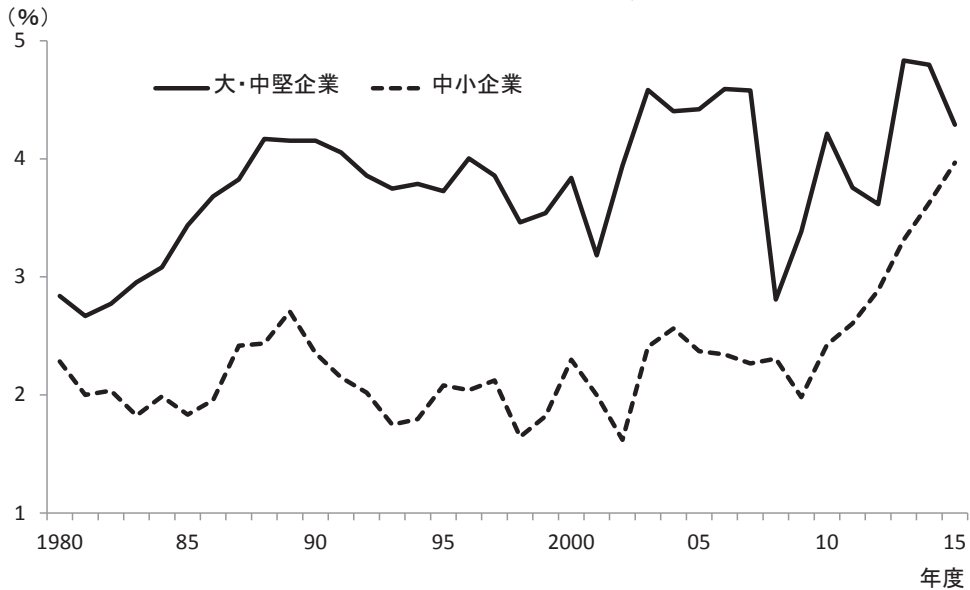
図表4で売上高に対する内部留保の比率（以下、内部留保率）を見ると、当然のごとく中小企業の水準は大・中堅企業の水準を下回っている。内部留保率はいずれの規模もバブル崩壊以前にピークを打ち、低下基調に転じた。しかし、大・中堅企業は01年度までその傾向が続いているのに対し、中小企業の場合には金融危機のピークである98年度で下げ止まっている。これはメインバンク機能の弱体化が中小企業の危機意識を逸早く喚起したことの表れであろう。

不良債権問題の解消に目的が付く直前の01-02年度頃までは、内部留保率が大・中堅企業では低下、中小企業でも一進一退の動きが続いていたが、そ

10 日銀の「資金循環勘定」では、07年度以降、ゆうちょ銀行が中小企業金融機関等に分類されるようになったため、統計が不連続となった。そこで、ゆうちょ銀行のディスクローージャ誌に基づいて図表3の各項目に該当する数値を推計し、それらの値を「資金循環勘定」の中小企業金融機関等の実数から控除することにより、統計の連続性を保持した。

11 銀行による株式持合比率はニッセイ基礎研究所が推計し公表していたが、04年度以降はその公表が停止された。同研究所による推計値と、日本取引所グループが公表している銀行による株式の保有比率（投資信託と年金信託を除く時価総額ベース）とは、その水準が異なるものの時系列の動きは酷似している。そこで、この保有比率を持合比率の代理変数とみなすと、96年度の21.9%をピークに07年度の13.7%まで低下した。その後はやや持ち直したものの15年度でも15.4%に止まっている。なお、法人企業間の株式持合比率も事情は同じであり、代理変数である事業会社の株式保有比率をみると、90年度の30.1%から07年度の21.4%まで低下し、15年度でも22.6%に止まっている。

図表 4 売上高内部留保比率



- 注：1. 金融・保険業を除く全産業ベース。  
 2. 大・中堅企業は資本金 1 億円以上、中小企業は同 1 億円未満の企業をいう。  
 3. 内部留保には減価償却費を含む。

出所：財務省財務総合政策研究所「法人企業統計年報」より作成。

の後はいずれの規模の企業でも上昇に転じている。02年度以降で見ると、特に大・中堅企業での上昇が急であり、08年のリーマン・ショックによる一時的な落ち込みはあったものの、09年度以降は急速に回復している。一方、中小企業の場合は、03-04年度にかけて急上昇した後に緩やかな低下傾向を示したものの、リーマン・ショック後の経済危機による落ち込みも軽微であった<sup>12</sup>。しかも、10年度以降の上昇には目を見張るものがある。これも、リーマン・ショック後の経済危機を経て一段と危機意識が高まったためと推測される。

#### (b) 資産内容の考察

企業は内部留保を重視するよう経営政策を転換してきたわけだが、それでは留保された資金はどのよ

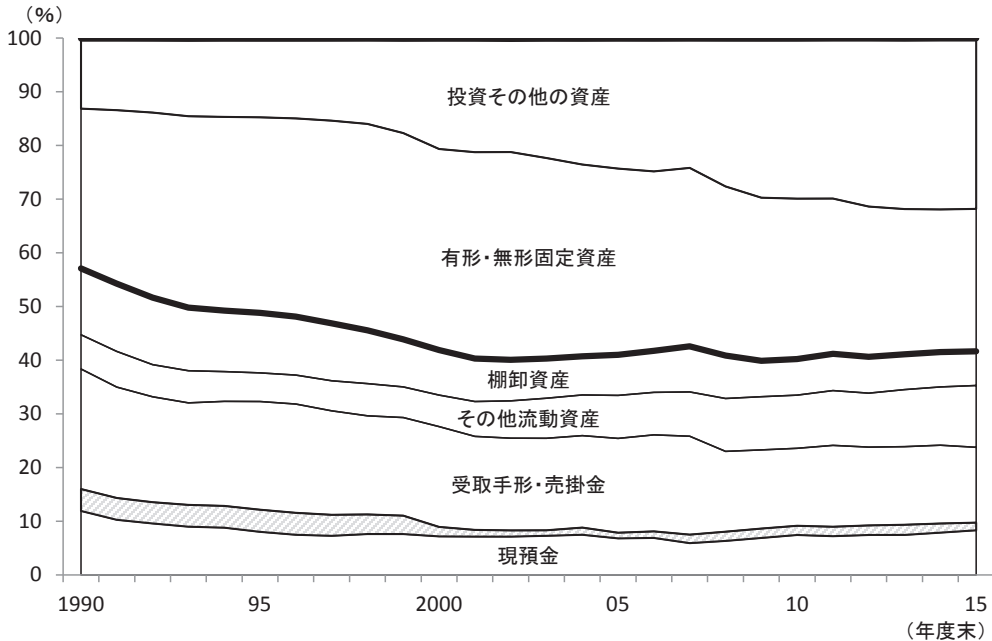
うに使われたのだろうか。この点を明らかにするために、次に資産構成の変化を分析しよう。留保された資金が資産の獲得のみならず負債返済や自己株式取得のために使われることは十分承知しているが、こうした行動は安全資産重視の裏返しといえる。したがって負債と純資産の変化は資産構成の変化に反映されると考え、ここでは資産内容の変化に分析の焦点を絞る。

まず、大・中堅企業の資産の構成比を見ると図表 5 のようになっている。特徴的なのは、内部留保率が底打ち反転した01年度末を境に流動資産全体の構成比が下げ止まっていることである。

流動資産の内容を見ると、その他流動資産の構成比が上昇している。その内訳は不明だが、税効果会計導入に伴い短期繰延税金資産がその他流動資産と

12 会計ビッグバンの一環として99年3月期決算から税効果会計が適用（強制適用は2000年3月期決算から）されるようになった。財務省財務総合政策研究所の『法人企業統計年報』では04年度の統計から「法人税等調整額」の計数が公表されている。この数値を見る限り、ネットベースではあるが、税効果会計の導入により当期純利益が押し上げられたのは大・中堅企業で09年度のみ、中小企業でも04-05年度と10年度のみである。したがって、中小企業の04-05年度を除き、図表 4 にみられる内部留保率の急上昇に税効果会計導入が大きく影響しているとは考えられない。

図表5 大・中堅企業の資産構成



注：1. 金融・保険業を除く全産業ベース。大・中堅企業の定義は図表4に同じ。  
 2. 網掛け部分は流動資産に計上されている有価証券を表し、太い実線は流動資産全体の構成比を表す。また、最上部の太い実線のように表れている部分は繰延資産である。

出所：財務省財務総合政策研究所「法人企業統計年報」より作成。

して計上されるようになったことも影響していると推測される<sup>13</sup>。さらに、01年度末から現預金と流動資産に計上される有価証券を合計した手元流動性の構成比が下げ止まり、08年度以降は上昇していることは注目すべきである。これは制度変更の影響を受けたものではなく、純粋に安全資産への志向（貨幣愛）を反映したものと考えられる。

一方、構成比の上昇が止まった固定資産の内容に目を向けると、その主因は明らかに有形・無形固定資産の構成比が縮小したことにある。反対に、2000年度末から投資その他の資産の構成比は上昇基調を強めている。原資料である『法人企業統計年報』で投資その他の資産の内容を調べてみると、特に増加が著しいのが投資有価証券の内の株式であ

る。同資料ではこの株式の詳細を調べることができない。そこで日銀の「資金循環勘定」で非金融法人企業の金融資産の内容を時系列で確認すると、資産合計に占める対外証券投資と対外直接投資の比率が一貫して上昇している。このことから判断すると、投資有価証券の中で特に増大している株式の内容は、対外証券投資、対外直接投資としての株式と推測される<sup>14</sup>。こうした固定資産の内容の変化は、大・中堅企業が国内の設備投資を縮小し、日本より高い経済成長が期待される海外への投資に重点を移していることを示している。

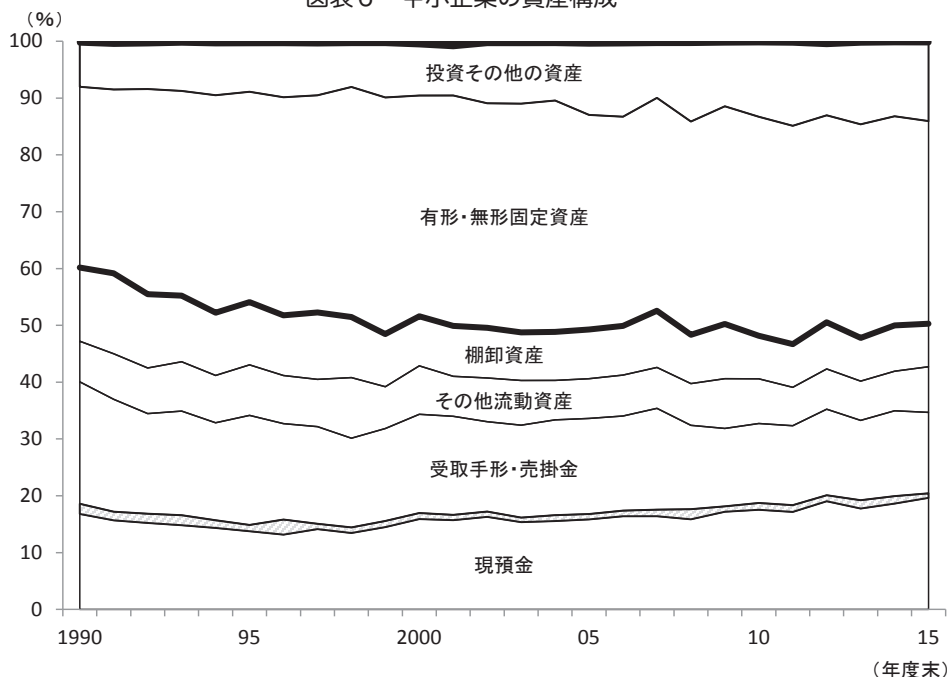
次に、中小企業の資産構成の変化を見ていこう(図表6)。中小企業の場合も内部留保率の下げ止まりと軌を一にして流動資産全体の構成比の低下が止ん

13 損益計算書では個別企業が計上している法人税等調整額のプラスの計数とマイナスの計数が合算され、ネットベースの法人税等調整額が表示される。この数値は脚注12で述べたようにほとんどの年度でプラスであり、当期純利益を引き下げる要因となっている。しかし、法人税等調整額にマイナスを計上した個別企業はその額を繰延税金資産として、またプラスを計上した個別企業はその額を繰延税金負債として貸借対照表に計上するため、損益計算書と異なり貸借対照表の数値は税効果会計導入の影響が相殺されない。

14 小林(2012)、太田(2014)も同様の見解を示している。



図表6 中小企業の資産構成



注、出所とも図表5に同じ。

だ。しかも流動資産の内訳をみると、金融危機のピークである98年度末を底に、手元流動性の構成比が明確な上昇基調に転じている。これは、メインバンク制度の弱体化の影響を直接に受けた中小企業が、経営安定化を図るために手元資金を重視せざるを得なくなったことを示している。中小企業による貨幣愛が真に強まっているといえる。

一方、固定資産に目を転じると、大・中堅企業の場合と同様に、90年代末以降は有形・無形固定資産の構成比が縮小する反面、投資その他の資産の構成比が着実に拡大している。投資その他の資産の内訳を調べてみると、投資有価証券(株式、債券)も増加しているが、それ以上にその他資産が増加している。しかし、資料の制約から、中小企業におけるその他資産の内容を精査することができず、どのような項目が増加しているのかは不明である。

以上、バブル崩壊以降に企業側への付加価値分配がどのように変化したかを探るため、内部留保と資産構成を企業規模別に考察してきた。その結果、まず、中小企業は97-98年の金融危機のピーク以降に手元資金を重視する方向に変化したことが明らかとなった。これは、明らかにメインバンク機能の

弱体化により促された中小企業の経営安定化策であろう。また、資本市場からの資金調達道が開かれている大・中堅企業の場合には、海外投資の拡大のために2000年代初頭から内部留保を重視するようになったものの、経営の安全志向(貨幣愛)を高める契機となったのは08年のリーマン・ショックによる経済危機であった。これは大・中堅企業の市場ターゲットが国内より海外に向いていたためである。

こうした貨幣愛の強まりは企業による国内の財・サービスの購入が抑制されることを意味する。さらに、大・中堅企業においては投資の重点が国内から海外に移っているため、この点からも内需拡大の足枷となっている。

### (c) 人件費の考察

次に労働側への分配、つまり人件費について分析しよう。前述した法人企業統計では、人件費は従業員給与、従業員賞与、役員給与、役員賞与、福利厚生費で構成される。そこで以下では従業員の給与と賞与を合計したものの「従業員報酬」と呼び、役員の給与と賞与を合計したものの「役員報酬」と呼ぶこと

とする。

売上高に対する人件費の比率（以下、人件費比率）を従前と同じ企業規模別に示したものが図表7である。大・中堅企業の人件費比率に対して、中小企業の人件費比率には次のような特徴がある。まず、人件費比率の水準を比べると一貫して中小企業が高い。中小企業には労働集約型の非製造業（特にサービス業）が占める割合が高いことが影響しているようが、いずれにせよ労働生産性が低いことを示している。

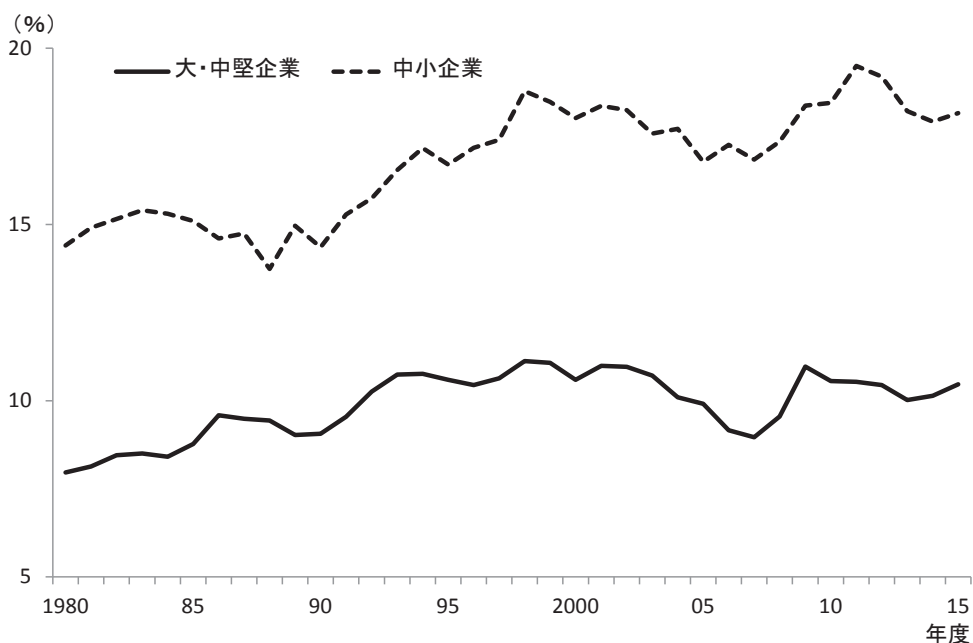
ただし、この水準比較には留意すべき点がある。人件費比率を従業員報酬、役員報酬、福利厚生費の各項目に分解してみると、大・中堅企業に比べて中小企業では役員報酬の対売上高比率が顕著に高い（バブル崩壊後の92-15年度平均で大・中堅企業0.3%に対して中小企業4.0%）。後述するように中小企業1社当りの平均役員数は約2名であり、中小企業の大半は家族経営的なオーナー企業と考えられる。したがって、中小企業の人件費比率は国民経済計

算という混合所得の性格が強いと考えられ、そうであれば役員報酬の対売上高比率がバブル崩壊後も高いのは、不測の事態に備えた影の内部留保を確保するという意図もあるのではないだろうか。

次に、人件費比率の推移を比較すると、金融危機のピークである98年度をピークに低下基調に転じ、07年度に底を打った点ではいずれも規模の企業でも同じである。しかし、中小企業では08年度以降に急回復を示し、11年度には98年度のピークを越えた<sup>15</sup>。これに対して大・中堅企業の回復は鈍く、10年度以降はむしろ低下基調に戻っている。

このように人件費率は98年頃を境に、いずれの規模の企業もトレンドが変化するわけだが、これは労働者数、1人当たり報酬単価のいずれによって引き起こされたのだろうか。または、その双方によって引き起こされたのだろうか。この点を明らかにするために、1社当りの平均従業員数、同役員数、1人当たり従業員報酬、同役員報酬を指数化（98年度＝

図表7 売上高人件費比率



注：金融・保険業を除く全産業ベース。大・中堅企業と中小企業の定義は図表4に同じ。

出所：財務省財務総合政策研究所「法人企業統計年報」より作成。

15 中小企業について、役員報酬を除いた人件費比率で見ても同じ動向を示している。

100) して、それらの推移を見てみよう<sup>16</sup>。

まず1社当りの平均従業員数は、バブル崩壊後で見ると、いずれの規模の企業も2000年代前半まで減少基調を示した(図表8)。不良債権問題の解消に目途が立ち始めた03年頃を画期として増加に転じたが、中小企業の場合にはそれが続かず、06年度をピークに再び減少基調に戻ってしまっている。一方、大・中堅企業ではトレンド転換後現在まで増加基調が続いている。この大きな要因として、04年3月の労働者派遣法改正で派遣対象業務に製造業務が追加されたことにより、中堅規模の労働派遣企業で従業員が大幅に増加したためと推測される<sup>17</sup>。

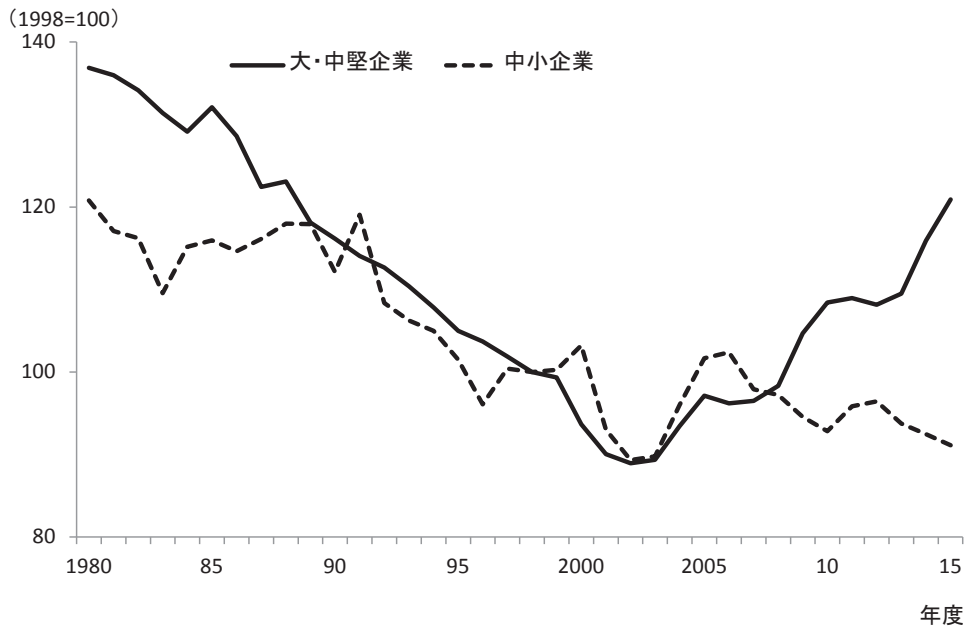
この推測を裏付けるのが、大・中堅企業の従業員報酬の動きである(図表9)。従業員報酬は97年度をピークに09年度まで低下基調が続いた。従業員数が増加に転じた後にも低下し続けたのである。し

かも09年度で底を打った後の回復は鈍く、指数ベースではあるが中小企業の水準を下回っている。

逆に、中小企業の場合には95年度のピークからの下落テンポはきつかったものの、04年度には底打ち、その後は緩やかながらも上昇基調を維持している。もともと中小企業従業員の報酬水準は大・中堅企業従業員の水準に比べて低いため、報酬水準を引き上げないと事業継続に必要な労働力が確保できないためであろう。

次に、1社当りの役員数は大・中堅企業、中小企業ともバブル崩壊前からほぼ一貫して減少している(図表10)。ただし、実数を見ると、中小企業では80年代前半の2.4人から15年度でも1.9人になっているだけで、2人前後という意味では実質的な変化はない。一方、大・中堅企業では同期間に7.4人から5.0人に減少(特に大企業では13.7人から9.1人に

図表8 1社当たり平均従業員数の推移



注：1. 金融・保険業を除く全産業ベース。大・中堅企業と中小企業の定義は図表4に同じ。

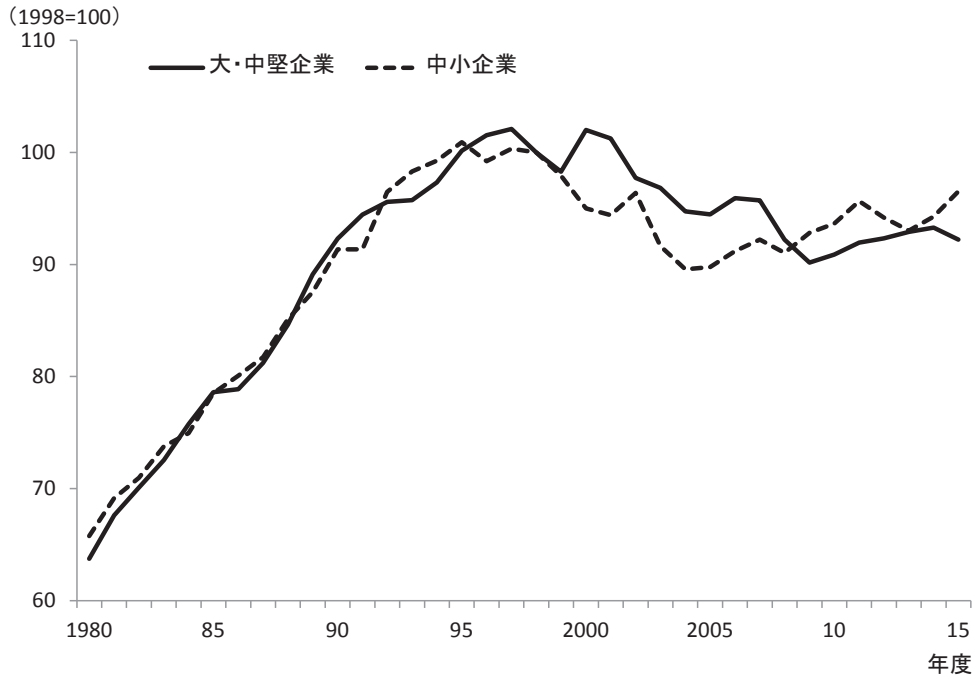
2. 1998年度の数値を100として指数化している。

出所：財務省財務総合政策研究所「法人企業統計年報」より作成。

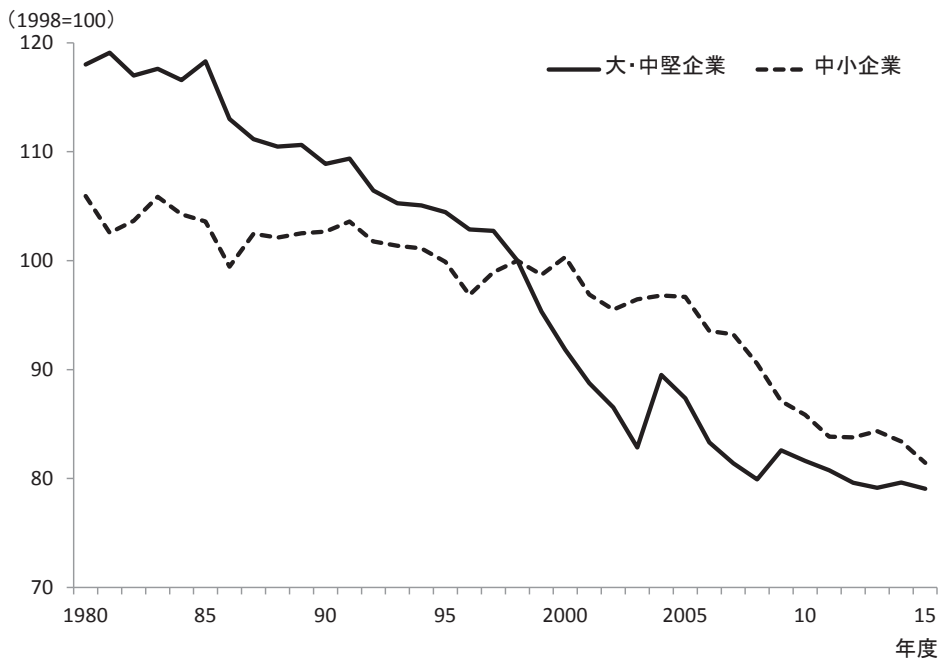
16 財務省財務総合政策研究所の法人企業統計では、臨時・パート職員の総従事時間を常用従業員の平均就業時間で割ることにより常用従業員ベースに換算したうえで、臨時・パート職員も従業員数に含んでいる。また、派遣労働者は、その他のサービス業(08年度以前)または職業紹介・労働派遣業(09年度以降)の従業員数に含まれる。

17 逆に中小規模の労働派遣企業の従業員が減少していることから、派遣労働者が中小企業から中堅企業に転職したことも、中小企業の従業員数が07年度以降減少し続けている一因と推測される。

図表9 1人当り平均従業員報酬の推移



図表10 1社当り役員数



減少)しており、実質的にも役員数は減っている。

しかし、中小企業と大・中堅企業とでは1人当たり役員報酬の動きに顕著な相違が見られる(図表11)。中小企業では、バブル崩壊後から2000年代前半にかけて減少が続き、2000年代後半以降も横ばいに止まっている。対して大・中堅企業の場合には、役員報酬がバブル崩壊後も96年度まで上昇し続けた。その後わずかに低下したものの、02年度から急上昇に転じている。

以上、人件費の内訳として1社当りの従業員数と役員数、1人当たりの従業員報酬と役員報酬の変化を分析してきた。この分析に基づくと、前述した大・中堅企業と中小企業における人件費比率の動きの相違は従業員報酬の動きが大きく影響しているといえよう。つまり、大・中堅企業は従業員数を増加させる反面、その1人当たり報酬を抑えることによって人件費比率を抑制している<sup>18</sup>。ただし、役員報酬は大

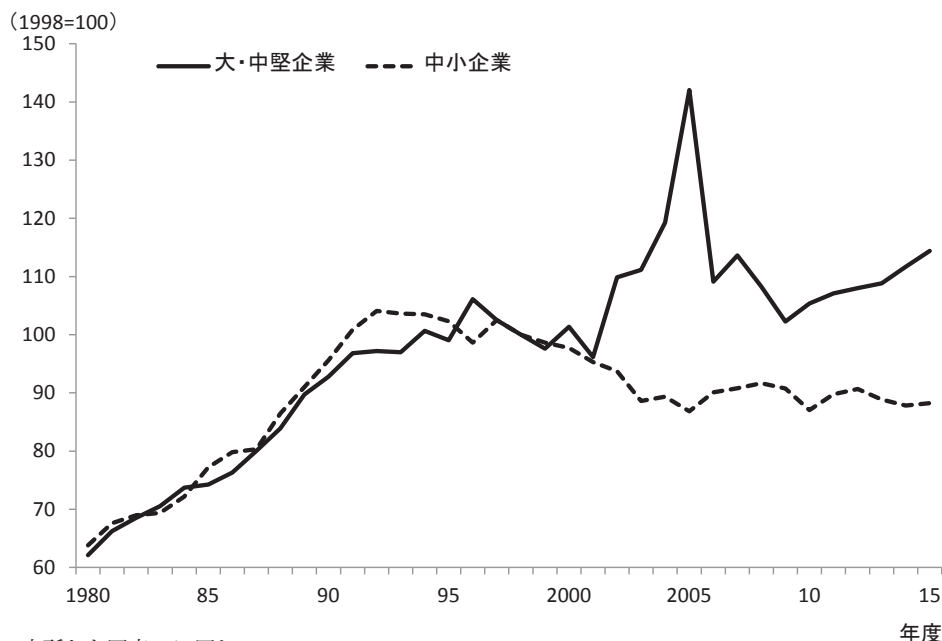
幅に引き上げられている。一方、中小企業では従業員数が減少しているものの、事業継続に必要な労働力を確保するため役員報酬を削減して従業員報酬を緩やかながらも上昇させているため人件費比率が低下しにくくなっているのである。

### (3) 家計

前項(2)で示したように、98年の金融危機のピーク以降、企業は主に従業員報酬の抑制を通じて内部留保を(大・中堅企業では役員報酬も)確保するよう経営政策を転換した。大・中堅企業で従業員数が増えているといっても、その中心は労働派遣企業の従業員と推測される。

経営政策の変化は、日本型経済システムにしっかりと組み込まれていた長期雇用慣行(終身雇用制、年功序列賃金制)が崩れてきていること示している<sup>19</sup>。こうした雇用慣行の削弱は、労働を通じて所

図表11 1人当たり役員報酬



注、出所とも図表8に同じ。

18 大・中堅企業における従業員報酬抑制の背景には、90年代半ば以降の外国人株主の増加とそれに伴うROE(株主資本利益率)重視の経営への転換も影響している。その詳細は須藤・野村(2014)の第2章を参照されたい。

19 雇用者数に占める非正規雇用者数の割合は95年以降に上昇基調を強め、15年には38%にまで達している。さらに、日本経済新聞社と日経リサーチが実施した「働き方改革をめぐる意識調査」(2016年12月下旬に上場企業301社の人事・労務担当者を対象に実施)によれば、将来の賃金体系で重視する項目として75%の企業が「個人の成果」を重視すると答え、「年功」を重視する企業は極めて少なかった(2017年1月12日付日本経済新聞朝刊)。

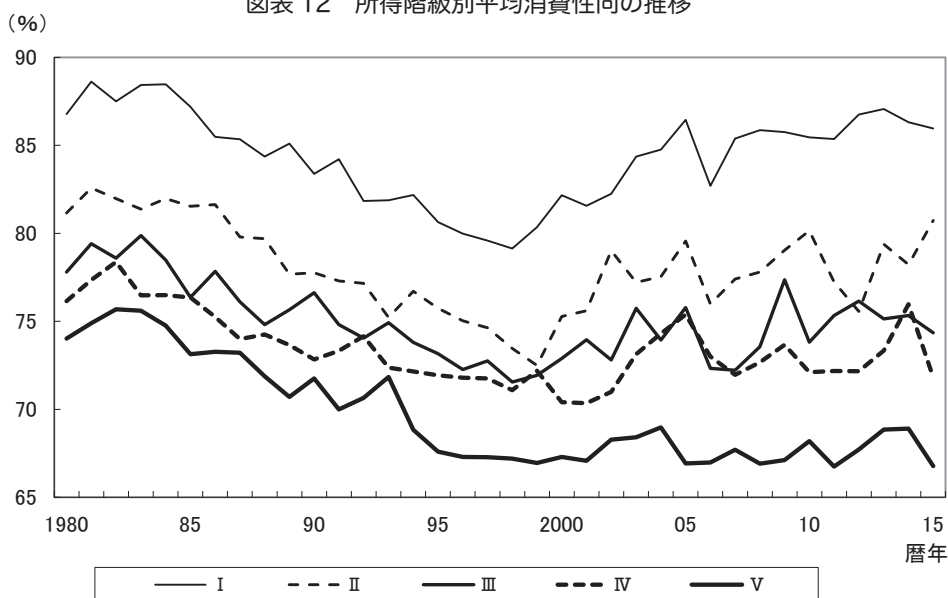
得を得ている家計の消費行動に影響を及ぼすであろう。そこで、以下では消費行動の変化を考えてみたい。ただし、一言で家計の消費行動といっても、所得階級によって相違があろう。したがって、ここでは総務省『家計調査年報』による年間収入五分位階級別データに基づき、所得階級別（第Ⅰ階級：最下位20%～第Ⅴ階級：最上位20%）に消費行動の変化を見ていこう。

まず所得階級別の可処分所得（月額）の推移を調べてみた。すると、どの階級でも97年または98年をピークに所得は低下基調に転じている。しかも、ピーク時の所得に対する15年の所得を測ると、第Ⅰ・Ⅴ階級で約13%、第Ⅱ・Ⅲ・Ⅳ階級で約15%減少しており、その減少率はいずれの階級でも驚くほど類似している。前項(2)の(c)で大・中堅企業の1人当たり役員報酬が2000年代に入り上昇していることを示したが、家計調査のデータによる最上位階級（第Ⅴ階級）の可処分所得は月額で70万円前後であり、この水準から判断すると、最上位階級に含まれる家計の多くは大・中堅企業の従業員ということであろう。

理論的にも、また常識的にも可処分所得が減少すると平均消費性向（可処分所得に対する消費支出の割合）は上昇すると考えられる。消費支出は生活水準と相関するため、所得の減少に直面してもいきなり生活水準を引き下げることが難しいからである。そこで、次に平均消費性向を所得階級別に比較してみた（図表12）。

すると、98年頃まではすべての階級で平均消費性向が連動していたが、99年以降は高所得階級と低所得階級とで傾向に明らかな違いが現れている。つまり、第Ⅰ・Ⅱ階級といった低所得階級の平均消費性向は理論どおり所得減少に伴い上昇傾向を示している。しかし、ピーク時の所得に対する比率にして同程度の所得減少に直面しながらも、所得階級が上位になるにつれて平均消費性向の上昇傾向は鈍くなり、最上位の第Ⅴ階級では全く上昇していない。これは、中所得以上の階級に含まれる家計は所得が減少してもその分だけ消費支出を節約し、貯蓄していることを表している。その背景には、長期雇用慣行の削弱と将来の年金（さらには増税）に対する不安に備えた予備的貯蓄志向の高まりがあると考えられ

図表 12 所得階級別平均消費性向の推移



注：1. 所得階級は年収をⅠ（最下位20%）～Ⅴ（最上位20%）の5分位に分けている。  
 2. 1999年以前は農林漁家を除く2人以上の勤労者世帯。それ以降はそれを含めた2人以上の勤労者世帯。  
 3. 平均消費性向は消費支出額÷可処分所得×100で計算した。  
 出所：総務省「家計調査年報（家計収支編）」より作成。

る。つまり、日本型経済システムの崩壊による貨幣愛の高まりが家計に見られるということである。

実際、日銀の「資金循環勘定」統計で家計の金融資産残高の内訳を構成比でみると、92年度末から15年度末にかけて現預金は50.2%から51.9%へと上昇し、また、保険・年金に至っては23.4%から29.8%にまで上昇している。反対に、有価証券（株式、債券、投資信託など）の構成比は同期間に16.7%から15.3%へ低下した。有価証券投資に積極的なのは高所得階級の一部であり、大多数の家計は預金や保険・年金といった安全資産への志向を強めているのである。

一方、低所得階級も、本来であれば同様に貯蓄を志向したいであろう。しかし、所得が低くなりすぎたため、食料品や住居関係費を中心とした生活必需的な支出を削ることができず、結果として平均消費性向が上昇せざるを得ない状況に追い込まれていると考えられる。実際、第I階級を例に取れば、その可処分所得（月額）は97年の約29.2万円から15年には約25.4万円へ13%減少しているのに対し、食料・住居・光熱水道の3項目への支出合計額は約10.4万円から約9.9万円へと5%の減少に止まった。その結果、可処分所得に占めるそれら3項目の支出合計額の割合は36%から39%まで上昇している。これら3項目への支出が抑制しにくい要因として、もちろん生活に必需的な支出であるというほかに、これらの価格が下がりにくいことも影響している。消費者物価指数でみると、97-15年平均の総合指数が97年の値に対して1.6%低下しているのに対し、これら3項目の指数を合成した指数は同じ比較で0.7%上昇しているのである。

#### 4. 結論

前節では、バブル崩壊を契機に90年代後半から日本型経済システムが崩れ、それに代わる防衛手段として各経済主体がいかに貨幣愛（安全資産志向）を強めていったかを示してきた。その経済的影響は、ケインズが見通したように、国内需要の低迷となって現れている。実際、図表5、6、12で確認できるように、企業による設備投資と家計による消費はバブル崩壊後基本的に低迷している。

結果的に、第1節で記したように、92-16年の

平均成長率は約1%しかない。これだけ長期にわたり低成長が続けば、企業や家計の日本経済の将来に対する考え方も変わってこよう。つまり、90年代前半まで保持されていた「経済成長への期待」は「低成長への確信」に変わり、同時に金融・財政政策に対する信頼と期待も崩壊した。

日本経済の将来と経済政策への不信が強まる一方で、従来は金融機関と家計、企業を守ってくれた日本型経済システムもほとんど崩壊したとなれば、頼るのは安全資産（貨幣）しかない。貨幣愛が強まれば消費や設備投資といった国内需要はますます抑制されるといったループが日本経済の長期停滞の基本的な構図である。

また大・中堅企業に限ってみれば、90年代後半以降に貨幣愛が必ずしも強まっているわけではない。しかし、日本経済の将来を悲観的に考えていることは中小企業や家計と変わりがない。その証拠に国内での設備投資を縮小し、代わりに対外直接投資という形で海外での投資を増やしているのだ。これも、当然、内需低迷を促し長期停滞に結びついている。

このような状況下で日本経済は長期停滞から抜け出すためにはどうしたらよいのだろうか。上述したように、日本経済の長期停滞の本質的な原因は、企業と家計、金融機関といった民間経済主体の経済活動の拠り所が「日本型経済システム」から「安全資産（貨幣）」に代わってしまったことに求められるのだから、再び従来の日本型経済システムに戻せばよいことになる。しかし、戦時のように非常事態でもない限り、民間の経済活動の枠組みを合理的な理由もなく国家が強制的に変えることはできないだろう。特に、現在では大・中堅企業において外国人株主が増えているだけに、企業部門に対して政府が強制的に介入したとなれば、外国人投資家が日本から資本を引き揚げて資本市場が大混乱するだけでなく、日本企業は国際取引から排除されかねない。したがって、長期停滞を脱するには、あくまで正当な経済政策に基づかなければならない。

これまでの日本の経験から、金融政策だけに頼るには限界がある。経済主体の貨幣愛が強い状況で流動性をいくら供給しても、安全資産（または海外投資）に吸収されてしまうからだ。ケインズも『一般理論』で指摘しているように財政政策も有効に組み合わせなければならない。

ではどのような財政政策が有効だろうか。国内の設備投資が低迷している要因として消費の低迷がある。前節の(3)で述べたように、消費を抑制しているのは主として中・高所得層である一方、低所得層は平均消費性向が高い。したがって、個人所得への累進課税を強化して、高所得層から低所得層に所得移転することにより消費全体を活性化するということが考えられる<sup>20</sup>。この考え方は須藤・野村(2014)で提案されている。

もう1つの考え方が、国債残高の一部のマネタイゼーション(貨幣化)と財政赤字のマネタリー・ファイナンス(貨幣による調達)である。俗に古くから言われている「ヘリコプターマネー」の考え方である。前節の(3)で述べたように、中・高所得層の消費抑制には、将来の増税や年金に対する不安も大きく影響している。この不安要因は低所得層とて同じことである。そこで政府が無利子の永久国債を発行して日銀が保有する国債と交換する(実質的には日銀保有国債の償却である)。さらに、一般会計の社会保障関係費に係る支出については、同じく政府が無利子の永久国債を発行して、それを日銀に引き受けてもらうことによりファイナンスするのである。つまり、現在、国家が担っている社会保障に関わる部分は「国民」が負担するのではなく「国家」が負担するという考え方である<sup>21</sup>。このように財政制度が変更されれば、将来の増税と年金に対する不安も緩和され、中・高所得層の消費も喚起されるであろう。また、社会保障関係の支出が増えて低所得層の所得が拡大すれば、消費全体のさらなる増加につながる。

以上、長期停滞からの脱け出るために有効と考えられる財政政策について述べた。もちろん、これらはいずれも容易に実現できる制度変更ではない。特に後者の政策は財政規律にかかわるだけに、その実現は極めてハードルが高いことは十分に承知している。しかし、英金融サービス機構(FSA)で長官を務めていたTurner(2015)は、イギリスの経済政策(金融規制)の重要な立場にいたにもかかわらず、

この政策について真剣に議論している。これまで禁忌とされてきた政策にも目を向け、日本経済の実情に応じた財政政策の在り方を真剣に検討すべきではないだろうか。そのためには、市場経済を支えるための「国家の役割」を再考することも必要であろう。

## 参考文献

- 宇沢弘文(2008)『ケインズ「一般理論」を読む』(岩波現代文庫)、岩波書店。
- 太田珠美(2014)「拡大する企業の「投資」、大和総研リサーチ・レポート(金融資本市場)、2014年月26日。(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140226\_008261.pdf#search=%27%E6%8B%A1%E5%A4%A7%E3%81%99%E3%82%8B%E4%BC%81%E6%A5%AD%E3%81%AE%E6%8A%95%E8%B3%87%27)
- 岡崎哲二・奥野正寛編(1993)『現代日本経済システムの源流』、日本経済新聞社。
- 小野善康(1994)『不況の経済学—甦るケインズ』、日本経済新聞社。
- 小野善康(2007)『不況のメカニズム』(中公新書)、中央公論新社。
- 小林真一郎(2012)「銀行の貸出動向と企業の資金需要—企業のバランスシートは再拡大していくのか—」、『日本経済ウォッチ』2012年5月号、3—13頁。
- 佐伯啓思(2016)『大転換—脱成長社会へ』(中公新書)、中央公論新社。
- 須藤時仁・野村容康(2014)『日本経済の構造変化—長期停滞からなぜ抜け出せないのか』、岩波書店。
- 寺西重郎(1993)「第3章 メインバンク・システム」、『現代日本経済システムの源流』、日本経済新聞社、61—95頁。
- 松原隆一郎(2003)『長期不況論—信頼の崩壊から再生へ』(NHK ブックス)、日本放送出版協会。
- 松原隆一郎(2005)『分断される経済—バブルと不況が共存する時代』(NHK ブックス)、日本放

20 法人に対する課税を強化するという考え方もあるが、前節で考察した企業の人事政策を前提にすると、法人課税の強化は従業員報酬の抑制につながる可能性が高い。したがって、累進課税強化のほうが望ましいと考えられる。

21 現行制度において、社会保障関係費の財源は税金または国債発行収入である。ここで、発行された国債の償還財源は究極的には税金であるという意味では、社会保障に関わる部分はすべて国民が負担していることになる。



送出版協会。

- Keynes, J.M. (1936) The General Theory of Employment, Interest and Money, (in) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol.VII, London: Macmillan, 1973. (塩野谷祐一訳 (1983) 『ケインズ全集第7巻 雇用・利子および貨幣の一般理論』、東洋経済新報社)
- Keynes, J.M. (1936) The General Theory of Employment, *Quarterly Journal of Economics*, vol.51, no.2, pp.209-223, (in) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV (The General Theory and After: Part II : Defence and Development) , pp.109-123, London: Macmillan, 1973. (清水啓典・柿原和夫・細谷圭訳 (2016) 「雇用の一般理論」『ケインズ全集第14巻 一般理論とその後—第II部 弁護と発展』、140—154 頁、東洋経済新報社)
- Lechevalier, S (2011) *La grande transformation du capitalisme japonais*, Paris: Presses de Sciences Po. (新川敏光監訳 (2015) 『日本資本主義の大転換』、岩波書店)
- Turner, A (2015) *Between Debt and the Devil*, New Jersey: Princeton University Press. (高遠裕子訳 (2016) 『債務、さもなくば悪魔—ヘリコプターマネーは世界を救うか?』、日経BP社)