

2012年10月30日 全10頁

失われた20年～資本市場停滞の要因 ④

マクロ経済的な背景～資金需要と供給の同時停滞

金融調査部¹

[要約]

- バブル崩壊後、日本経済は成長が滞り、「失われた20年」と評されることも多い。その中でも、資本市場の停滞は目を覆うばかりである。資本市場の活性化の必要性については、幾度となく問題意識が提起されたにもかかわらず、いまだ抜本的な解決策は見つけ出せていない。
- 今回、大和総研金融調査部では、資本市場における「失われた20年」を振り返り、停滞要因の整理を試みた。本質的な問題点を洗い出し、今後、実効性のある活性化策を議論する際の土台とすることが目的である。
- 第3章では、資本市場停滞の原因を探る。まず1節においては、資本市場低迷のマクロ的背景について、資金需要者側である企業と、資金供給者側である家計の両側面から概観した。資金調達場として機能していない最大の背景として、企業が資金余剰に陥っていて、資金調達を欲していないことが挙げられるが、この状況は日本だけのものではなくなりつつある。一方で、最大の資金供給者である家計がリスク回避的な姿勢を続けていることも概観している。
- また、マクロ的に見て、資本市場とくに株式市場が経済実態を正しく反映しているかの検討を行った。産業構成を見る限りにおいて、新興市場のほうが、より近年の日本経済を表している可能性があり、投資家は、必ずしも正しくない“鏡”を見て様々な判断を下してしまっている可能性も否定できない。

¹ 執筆者は、保志泰、中里幸聖、菅野泰夫、太田珠美、奥谷貴彦、佐川あぐり、矢作大祐（以上、金融調査部金融調査課）、鳥毛拓馬（金融調査部制度調査課）、島津洋隆（調査提言企画室兼金融調査部金融調査課）

[レポートの構成]

第1章 序論

- 1-1. 資本市場の現状に対する問題意識 (保志 泰) …………… (①)
- 1-2. 資本市場活性化の必要性 (保志 泰) …………… (①)

第2章 資本市場の「失われた20年」を振り返る

- 2-1. 資本市場および経済環境の変化 (佐川 あぐり) …………… (②)
- 2-2. 市場参加者の行動変化 (矢作 大祐) …………… (②)
- 2-3. リスクマネー供給停滞の影響 (奥谷 貴彦) …………… (②)
- 2-4. 政策対応の足取り (鳥毛 拓馬) …………… (③)

第3章 「失われた20年」の原因を探る

- 3-1. **マクロ経済的な背景** (太田 珠美) …………… **3**
- 3-2. 金融機関行動が引き起こした影響 (菅野 泰夫) …………… (⑤)
- 3-3. 公的金融システムが及ぼした影響 (島津 洋隆) …………… (⑥)
- 3-4. 政策立案における問題 (中里 幸聖) …………… (⑦)
- 3-5. 日本人の経済行動に内在する要因 (保志 泰) …………… (⑧)

第4章 突破口に関する検討

- 突破口を探る上で重要な視点 (保志 泰) …………… (⑨)

(当レポートは分割版であり、ページ番号に括弧書きをしているものは、当該番号のレポートを参照されたい)

第3章 「失われた20年」の原因を探る

3-1. マクロ経済的な背景

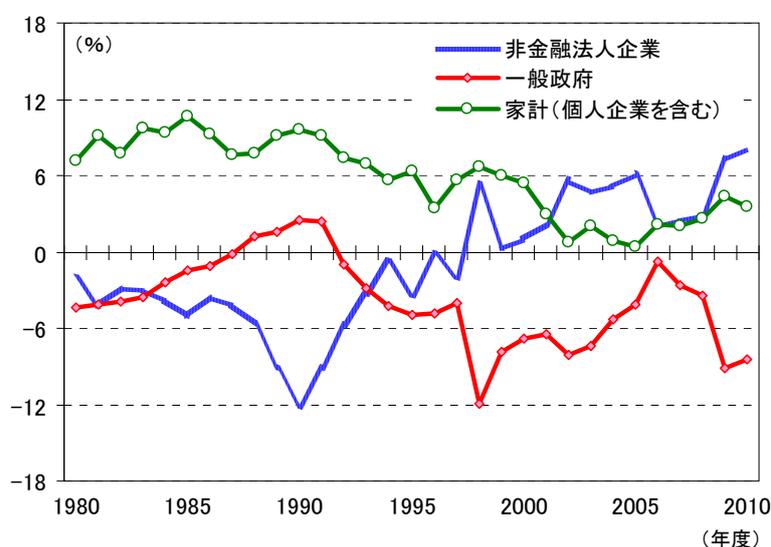
資本市場の機能は「資金を調達したい」という主体と、「資金を運用したい」という主体を結びつけることである。裏を返せば、資金需要と運用需要、どちらが欠けても資本市場は有効に機能しない。本節では、「失われた20年」をマクロ経済的な視点から概観し、資本市場が停滞した背景を探ることとする。

(1) 資金需要者側からの視点（企業）

(a) バブル崩壊を機に企業の資金需要が低迷

経済成長をもたらすエンジンの一つとして、企業の設備投資がある。企業は成長するために設備投資を行うが、そのために資金を必要とする。しかし、各主体別の資金過不足の推移を過去からみていくと、1990年代半ば以降、現在に至るまで、企業は全体として資金余剰の状態が続いている（図表3-1-1）。代わりに資金不足となっているのは一般政府である。企業の資金調達が低迷する一方、一般政府の資金調達は増加が続いている。一般政府の資金調達とは、すなわち国債の発行であるが、国債発行ばかりが増えて民間の資金調達が停滞している状況がここに表れている。

図表3-1-1 主体別の資金過不足 対名目GDP比



(注) 1980年度～2000年度までは平成12年基準、2001年度以降は平成17年基準。

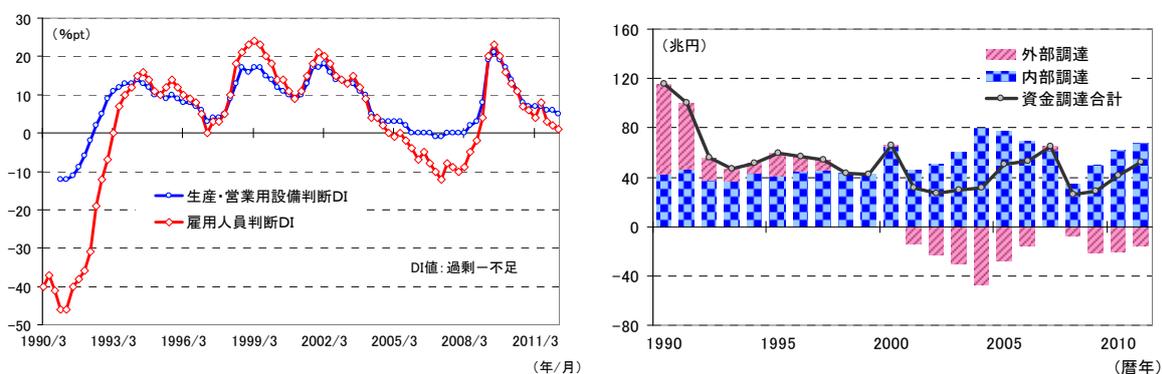
(出所) 内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

1980年代末から1990年代初め、企業は事業拡大や本業以外への金融資産投資（いわゆる“財テク”）を積極的に行った。しかし、バブル崩壊以降、株式や不動産などをはじめとする資産価格の下落が続き、企業は“3つの過剰（負債・設備・雇用）”を抱えることになった。1990年代において“3つの過剰”の整理は企業の重要課題となり、新たな設備投資を控えたり、借

入れを返済したり、解消に向けての動きは2000年代半ばまで続き、10年以上の時間を要した²(図表3-1-2)。

“3つの過剰”を抱えた企業は、新たな設備投資は控え、借入れを返済してきた。企業が設備投資に対して消極的になった結果、外部からの資金調達(借入や社債発行・増資など)は減少(返済)が続いている(図表3-1-2)。企業部門全体として、外部からの資金調達は行わず、内部調達(内部留保等)で資金繰りを行っているのが1990年代半ばから現在までの状況である。

図表3-1-2 生産・営業用設備判断DI・雇用人員判断DI(左図)と企業の資金調達状況(右図)



(注) 外部調達は資本・資本準備金・社債・借入金の前年比増減額。内部調達は内部留保額・減価償却費。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、財務省「法人企業統計」より大和総研作成

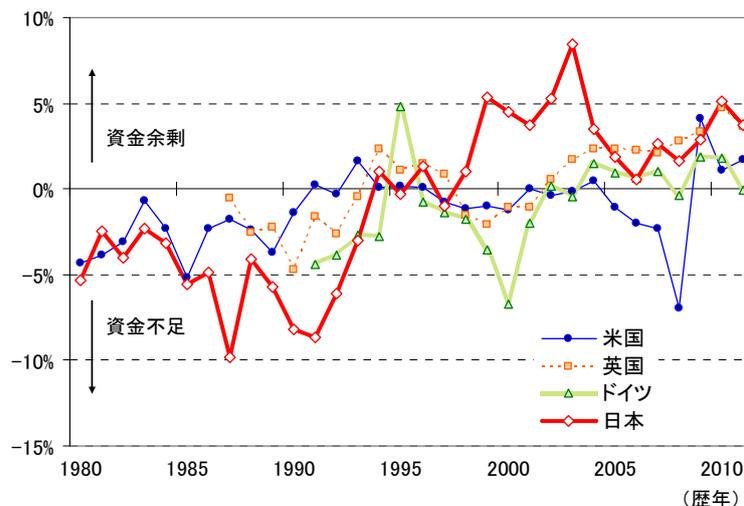
(b) “3つの過剰”解消後も増えない企業の資金需要

しかし“3つの過剰”解消後も国内需要の伸び悩みや円高、東日本大震災といった国内要因に加え、サブプライム・ローン問題に端を発する世界金融危機、欧州債務問題など海外情勢の不透明感もあり、企業の設備・雇用は再び過剰感が強まっている。また、企業の資金調達にも積極化の兆しは見られない。

2000年代後半における企業の資金需要の伸び悩みは、それまでのような日本独自の“3つの過剰”解消の頃とは異なり、他の先進国に共通してみられる事象である。図表3-1-3に見られるように、企業における資金過不足は英国においては2000年代前半、ドイツでは同年代半ば、米国では同年代後半からそれぞれ資金余剰に転じている。

² 内閣府の「平成17年度年次経済財政報告(経済財政白書)」において「バブル崩壊以降、日本経済は3つの過剰問題が成長の大きな制約となってきた。それは過剰雇用、過剰設備、過剰債務であり、これらはほぼ解消したと考えられる。」と記載されている。

図表 3-1-3 非金融法人企業の資金過不足 対名目 GDP 比

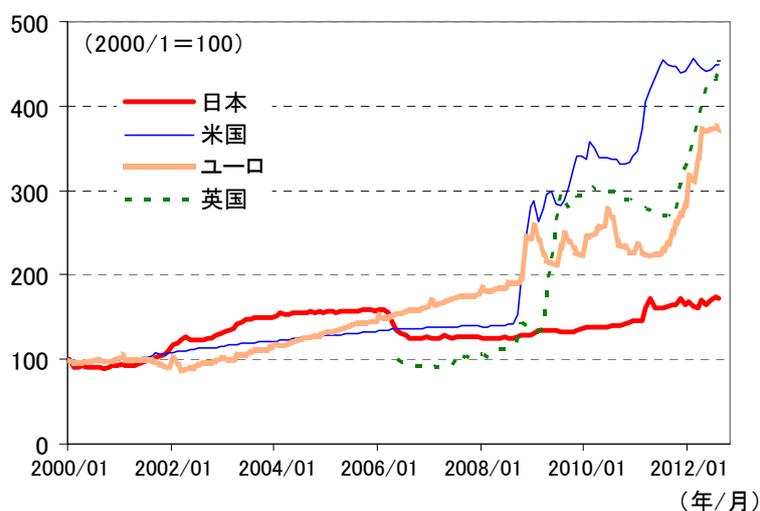


(注) 日本以外は個人企業を含んだ数値。

(出所) Haver Analytics、イギリス国家統計局、日本銀行「資金循環統計」より
大和総研作成

サブプライム・ローン問題に端を発する世界金融危機以降、先進国は軒並み金融緩和を強めており、市中に出回る資金量は大幅に増加している(図表 3-1-4)。金融緩和の結果、金利も低下しており、企業の資金調達コストも併せて低下している。資金調達しやすい環境ではあるものの、先進国の経済回復は鈍い。投資も金融危機前の水準には戻っていない(図表 3-1-5)。新興国経済は相対的に堅調であるため、先進国から新興国への直接投資は堅調な回復をみせているものの、勢いはやや低下気みである(図表 3-1-6)。これらを合わせ考えると、2000 年代後半以降の企業の投資鈍化・資金需要停滞は、各国固有の要因よりも、世界経済全体の先行き不透明感や、世界の銀行部門で進んでいるデレバレッジの影響が大きいと言えそうだ。

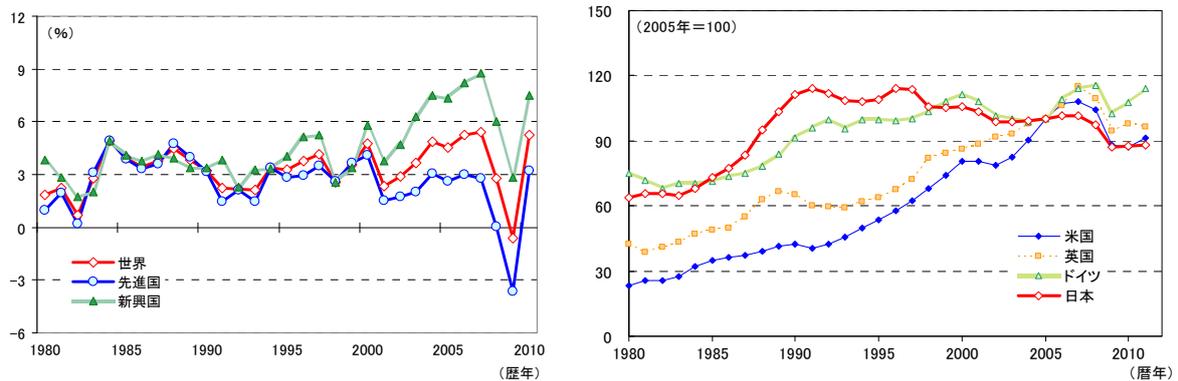
図表 3-1-4 各国のマネタリーベース



(注) 英国は 2006 年 5 月を 100 としている。

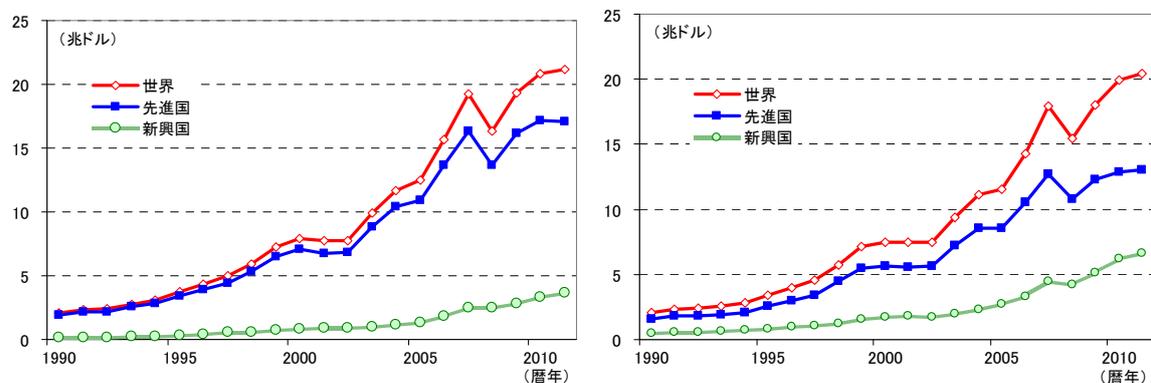
(出所) 日本銀行、FRB、ECB、イングランド銀行より大和総研作成

図表 3-1-5 実質 GDP 成長率（左図）および総固定資本形成（実質）（右図）の推移



(出所) IMF「World Economic Outlook Database」、Haver Analytics より大和総研作成

図表 3-1-6 対外直接投資残高（左図）および対内直接投資残高（右図）



(注) 集計のタイミング等により、対外直接投資残高と対内直接投資残高の合計値は一致していない。

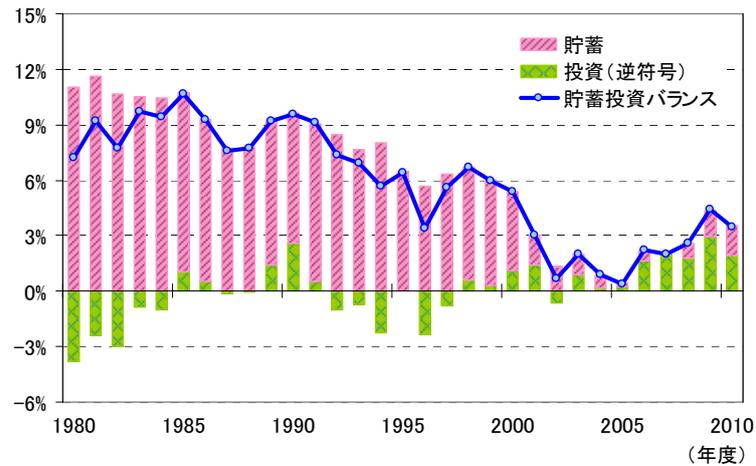
(出所) UNCTAD より大和総研作成

(2) 資金供給者側からの視点（家計）

(a) 少子高齢化に伴う将来への不安

日本における資金供給主体は家計部門である。家計は直接、または金融機関を通して間接的に、資金需要主体（企業や政府など）に資金を供給してきた。しかし、過去と比べると家計の資金供給主体としての役割は低下しつつある。2000年代後半に家計の貯蓄超過幅が拡大傾向にあるが、これは、家計における投資（住宅や土地の購入など）の減少によるところが大きい（図表 3-1-7）。

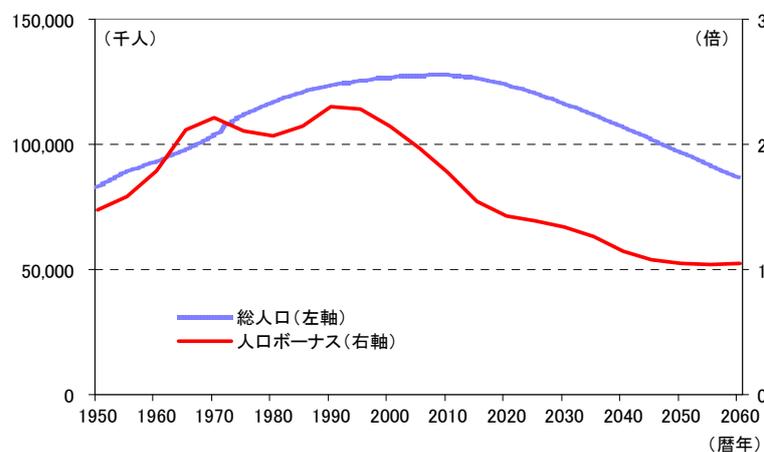
図表 3-1-7 家計の貯蓄投資バランス 対名目GDP比



(注) 1980年度～2000年度までは平成12年基準、2001年度以降は平成17年基準。
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

家計の貯蓄超過が今後も続くかは不透明である。というのは、生産年齢人口と従属年齢人口の比率は1990年台前半をピークにすでに低下を始めており、このまま少子高齢化に伴う労働人口の減少が続けば、消費が所得（収入）を超過する世帯が増え、貯蓄できる世帯が相対的に少なくなっていくことが予想されるためである（図表 3-1-8）。

図表 3-1-8 日本の総人口と人口ボーナス



(注) 人口ボーナスは生産年齢人口（15歳～64歳）を従属人口（15歳未満および65歳以上）で割った数値。2012年以降の総人口、2015年以降の人口ボーナスは推計値。

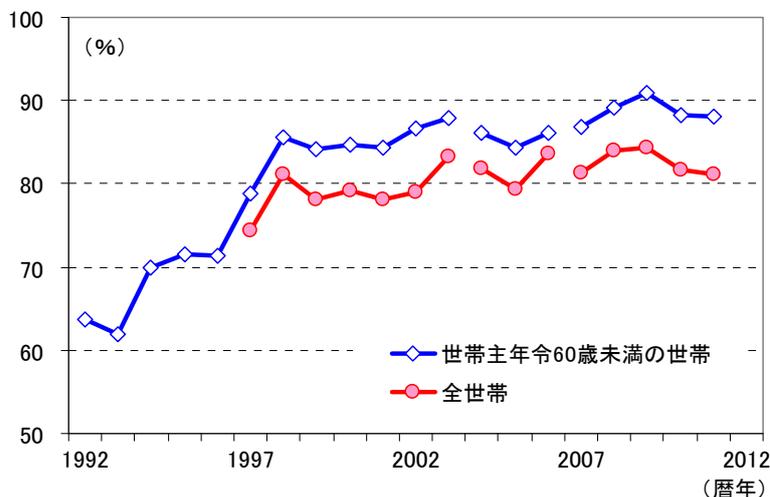
(出所) 国際連合、国立社会保障・人口問題研究所より大和総研作成

金融広報中央委員会の「家計の金融行動に関する世論調査」によれば、8割強の世帯が「老後の生活が心配である」と回答し、そのうちの約7割がその理由を「十分な金融資産がないから」と回答している³。また、世帯主年齢60歳未満の世帯に関しては、近年特に不安感が強まっている

³ 平成23年調査結果より。（二人以上世帯調査および単身世帯調査。）

るようである。同世帯の1992年時点では老後の生活について心配であるとの回答が6割程度であったのに対し、2011年では9割近くが心配であると回答している（図表3-1-9）。

図表3-1-9 老後の生活が心配であると回答した比率



(注) 二人以上世帯の数値。調査方法の見直し等により、2003年調査と2004年調査の間、2006年調査と2007年調査の間においてデータが不連続となっている。

(出所) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」より大和総研作成

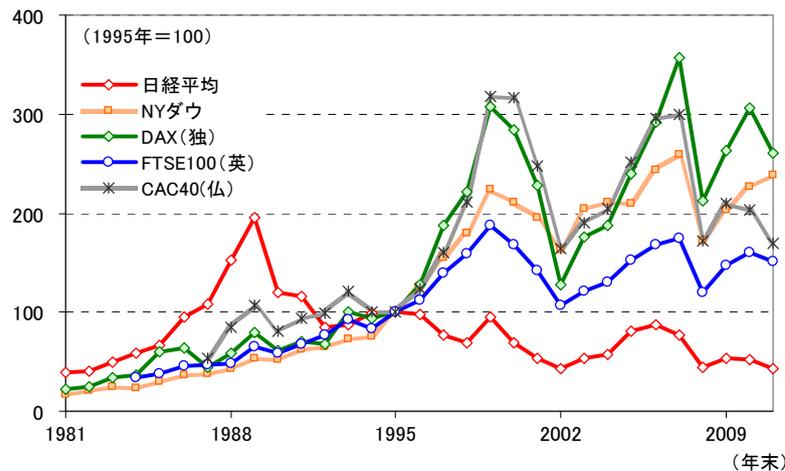
心配であると回答した理由としては、十分な金融資産がない、年金や保険が十分ではない、ということが多く挙げられているが、特に近年回答の割合が増えているのは、年金や保険に対する不安である。

(b) リスク許容度が低下

世帯における将来への不安の高まりの背景が、十分な金融資産がないことや年金・保険に不安があることであるならば、資産運用により金利や配当収入などを得るインセンティブが働くはずではある。しかし、多くの世帯はリスクを回避する傾向にある。先述の調査においては約8割の世帯が「元本割れを起こす可能性があるが、収益性の高いと見込まれる金融商品」について「そうした商品を保有しようとは全く思わない」と回答している。

日本株式市場は過去20年を通じて下落傾向にあり、世界の中でも株価指数の低迷が目立つ(図表3-1-10)。個別の銘柄をみていけば、上昇している銘柄も存在するのだが、自動車や電気機器、金融をはじめとした主力銘柄の多くが下落している。2000年代前半にはITバブルの崩壊、2000年代後半の世界金融危機の発生など、株式市場が大きく変動する局面も少なくなかった。家計が資金供給の役割を果たしていくことに当面変わりはないだろうが、資本市場活性化のためには、これまで以上に、家計のリスク許容度に応じた多様な供給経路が必要となろう。

図表 3-1-10 各国の株価指数

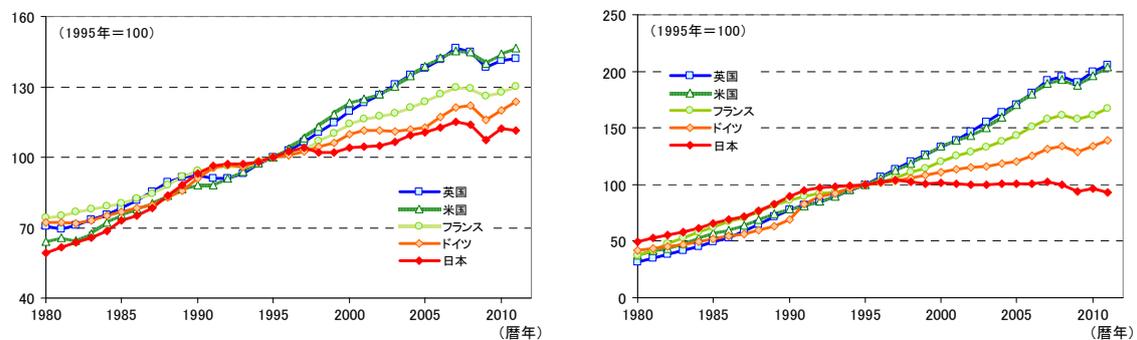


(出所) Bloomberg より大和総研作成

(3) 実体経済と資本市場の関係

バブル崩壊以降、日本の GDP 成長率は他の先進国と比べ鈍化した（図表 3-1-11）。株式市場は“経済の鏡”といわれ、将来的な成長が見込めれば資金を投じる投資家が増え、そうでなければ資金は引き揚げられてしまう。基本的には国の経済成長なくして株式市場の成長もない⁴。

図表 3-1-11 各国の GDP (左図：実質、右図：名目)



(出所) IMF「World Economic Outlook Database」より大和総研作成

しかし、その“鏡”が正しく経済の姿を映していない可能性もある。日本においては戦後復興から高度経済成長期にかけて第二次産業が大きな役割を担った。しかし、1970年代以降は第三次産業が徐々にそのウェイトを高めており、現在は第三次産業がGDPの約7割を占めている。一方、株式市場の方をみると、第三次産業は東京証券取引所の市場第一部で時価総額の4割強を占めるに止まり、そのウェイトはむしろ1990年代半ばから低下している。現在でも第二次産業が大きな存在感を示している。新興企業を中心に、将来の高い成長が期待される企業が上場対象である東証マザーズにおいては、時価総額全体の約8割を第三次産業が占めており、現在の経済状況とも合致している。

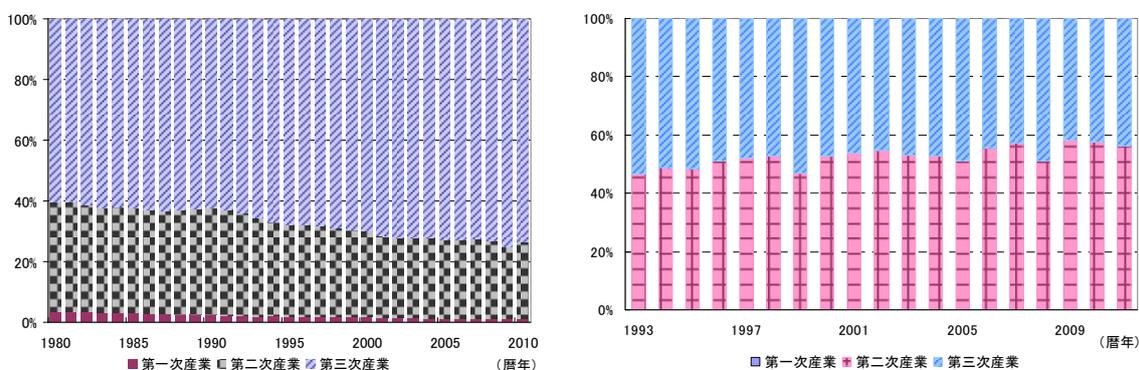
市場の指標が正しい“鏡”の役割を果たしていないとどうなるだろうか。例えば、リーマン・

⁴ シンガポールや英国のように、金融を強化することにより経済成長を目指そうとする国もある。

ショック後、輸出製造業（第二次産業）が大幅に落ち込んだことを背景に日本の株価指標は激しく下落した。その指標を見て、投資家の萎縮も強まるという悪循環が起こった可能性も考えられるだろう。

ところで、2000年代の新興市場では、ライブドアショックをはじめ、様々な問題が噴出し投資家の信頼を失う場面もあった。しかし、こうした一部の企業の不祥事によって、将来性のある企業が株式市場から資金調達できない状態が続けば、日本経済にとってマイナスにしかならない。発行体、証券会社、その他すべての市場関係者によるモラルの維持・向上、そして投資家による長期的な企業育成の視点が、企業の成長、そして日本経済の発展につながるのではないだろうか。

図表 3-1-12 産業別名目 GDP 構成比（左図）および産業別東証一部時価総額構成比（右図）



(注) 名目 GDP 構成比に関しては 2000 年までは平成 12 年基準、2001 年以降は平成 17 年基準。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、Quick より大和総研作成

(4) まとめ

本節では資本市場の低迷について、企業の資金需要が低迷していること、家計の資産運用が安全性を求める傾向にあること、また資本市場が経済実態を反映しきれていない可能性があることを述べた。

2000 年代後半における企業の資金需要低迷に関しては、日本独自のものというより先進国共通の事象である。一部に資金需要が活発な分野もあるが、全体として資金需要が回復するには世界経済に対する成長期待の回復が必要だろう。家計に関しては相対的に安全性の高い金融商品への誘導などが考えられるが、そもそも年金の持続性を含め老後の生活資金に不安が残ればリスク回避姿勢は続くため、資本市場のみで解決できる問題ではない。

一方、資本市場が経済実態を反映しきれていない可能性に関しては、第 2 章 3 節で述べられているように、ベンチャー企業へのリスクマネーの供給がネックとなり、可能性を秘めた企業であっても資本市場に参入できていない可能性がある。新興市場が厚みを増せば、その後市場第 2 部、第 1 部へと市場替えする企業が増える。将来性のある企業へ長期資金を供給するという、資本市場本来の機能を取り戻せるよう、市場関係者が同じ方向を向いて取り組んでいく必要がある。

(太田 珠美)