

2012年11月2日 全10頁

失われた20年～資本市場停滞の要因 ⑦

政策立案における問題～環境変化に対応していない行動原理

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4節では、「失われた20年」の間における国の政策立案に問題はなかったのか、いくつかの観点から検討する。観点として、①政策立案の土台となる環境の認識が不足していて、正しい施策が打てなかったのではないかと、②底流にある先送り体質を背景に、構造転換が遅れたのではないかと、③世界で急進展するグローバル化への対応が遅れたのではないかと、④金融資本市場の施策に関して、一律に銀行中心の考え方に偏ってはいなかったかと、⑤行政全体として変化を好まない風潮があるのではないかと、⑥施策を打つときに予算獲得の観点から“箱作り”が優先されてきたのではないかと、などを挙げた。
- 現状からの脱却のためには、本質的な課題をしっかりと把握した上で、対策を講じることが必要である。本節での検討からは、具体的な施策として、企業の業態転換や雇用問題、間接金融偏重のシステム改善、インフラ整備・運営の官民連携、等々を見直していくことが重要と考えられる。

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) …………… (④)
- 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) …………… **3**
- 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)

3-4. 政策立案における問題

本節では、国の政策立案における問題点について検討する。日本の金融・資本市場の長期低迷は様々な要因が重なったものであるが、国際的な経済環境変化への認識不足、それに伴う適切な戦略の欠如といった政策立案における問題も多分に影響していると考ええる。

(1) 日本の立ち位置の変化や世界的な転換点への対応に関する認識の不足

20世紀最後の四半世紀に、日本は近代産業的観点で世界のフロントランナー群の一角に入った。明治維新以降、日本は欧米主要国を先行モデルとして、自国の実情に適合させつつ、経済産業政策を推進してきた側面がある。そうした先行モデルへの追随に有益な産業等に優先的に資金を投じる国家政策のもと、戦後のいわゆるメインバンクシステムを軸にした産業金融モデルが有効に機能したと考えられる。しかし、1970年代の二度の石油危機を乗り越えた辺りから、先行モデルと目すべき存在はなくなり、経済的活力を持続させるためには自ら新しい経済産業モデルを構築することが必要となった。そのための試行錯誤・模索の場として、資金面からは金融・資本市場が積極的に活用されるべきであった。しかし、金融・資本市場が本来備えているはずの目利き機能及び資金配分機能が十分に発揮されていなかったのではなかろうか。

また、アジア諸国をはじめとする新興国経済の台頭と東西冷戦終結といった大きな変化に対し、日本は自らの強みを活かせるように世界に働きかけを行うべきであったかもしれない。例えば、様々な国際的な金融規制や国際的な品質基準について、日本が国内で達成した成果を世界標準とするように積極的に活動しただろうか。それには、官民の連携が欠かせないが、日本では米国との長年の経済摩擦の反復効果からか、政府は積極的に民間ビジネスを支援することを躊躇う傾向にあったと思われる。官民が前向きに連携することが様々な経済的成果を生み出すことは明らかと考えられるが、経済摩擦を通じて日本の官民連携を批判していた米国も、別の局面では積極的に官民一体となって経済外交を推進している。

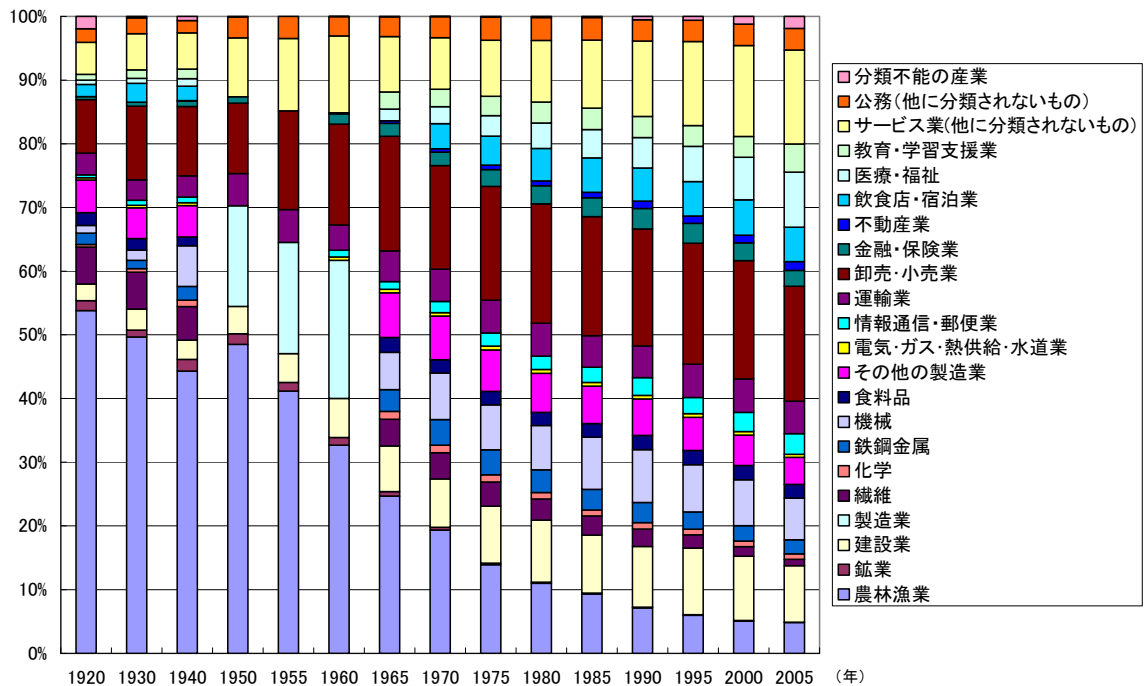
バブルの崩壊とそれに伴う不良債権処理に追われていたとはいえ、世界的な政治経済環境の変化に主体的に対応していかなかったことが、その後の日本における金融・資本市場の相対的な地位低下につながっている。そして、その相対的な地位低下が市場停滞の一因となる悪循環に陥っていると思われる。

新しい経済産業モデルを自ら構築することの必要性や、世界の中で日本が置かれている状況が大きく変わっていることへの認識不足が、その後の対応を遅らせてしまったといえよう。

なお、新興国経済の台頭及び東西冷戦終結は、世界経済全体にとって需要拡大をもたらすと同時に、新たな生産要素（労働、資本、土地（あるいは資源））による供給過剰をもたらした。後者の影響、いわゆるデフレが真っ先に顕著に現れたのが日本と言えるが、21世紀に入って、欧米諸国でも噴出しつつある。デフレの発端は供給能力過剰・有効需要不足であり、その認識

に欠けた構造改革が需給ギャップを一層拡大させる方向に機能した可能性がある²。

図表 3-4-1 産業別就業者数の比率



(注 1) 1970 年以前は 1970 年国勢調査で用いられた産業分類、1975 年と 1980 年は 2000 年国勢調査で用いられた産業分類、1985 年以降は調査時点の産業分類によって組み替えたものを大和総研でさらに統合等している。

(注 2) 1950 年、1955 年、1960 年は製造業の中分類以下のデータが示されていないため、「製造業」として図示している。同様に電気・ガス・熱供給・水道業、情報通信・郵便業、金融・保険業、不動産業、飲食店・宿泊業、医療・福祉、教育・学習支援業、分類不能の産業が示されていない年があり、該当年度ではそれらはサービス業（他に分類されないもの）として取り扱っていることとなる。

(出所) 総務省「国勢調査」より大和総研作成

(2) 停滞・衰退企業の単純な延命（先送り体質）

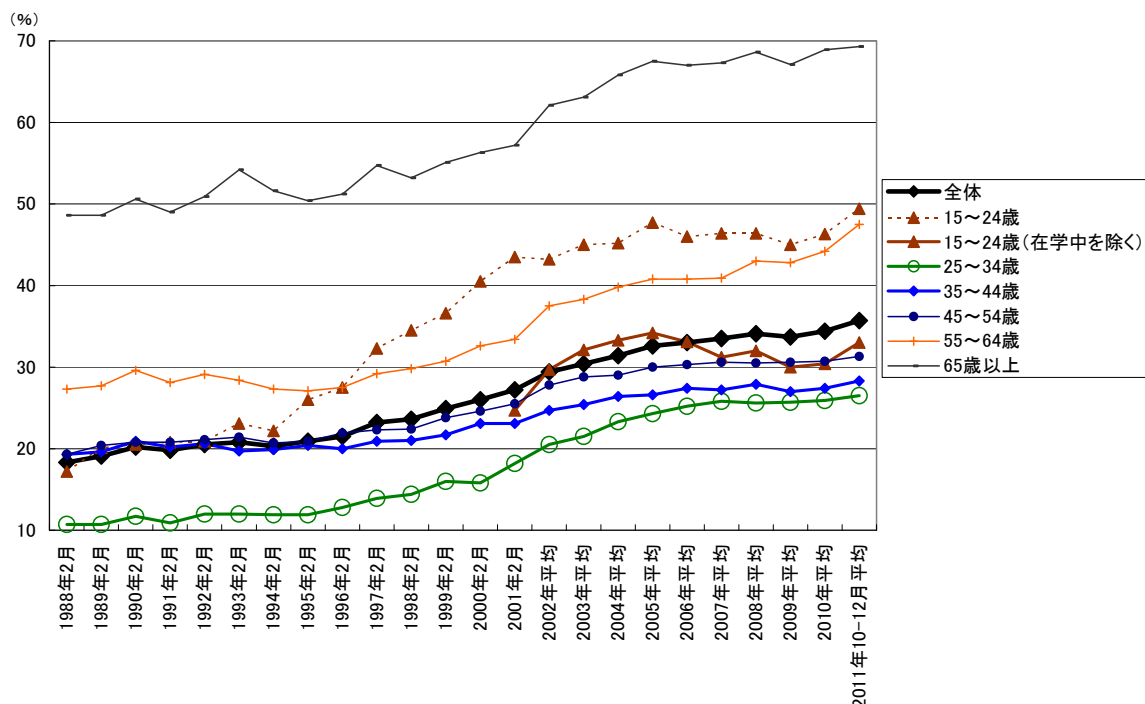
前述したように、日本においては新しい経済産業モデルを自ら構築することが求められている。それを個別の企業や労働者の視点で見ると、既存企業の多角化や事業転換、新規起業や新規産業への転職などを意味することになる。

日本の労働市場や企業観からすると、企業そのものの新陳代謝（とくに競争力を失った企業の淘汰）を活性化する方向は、社会の不安定化を助長する可能性がある。新陳代謝が活発とされる米国でも、それが盛んであるのは特定分野であり、一般的な社会では生産要素（労働、資本、土地（あるいは資源））は安定的である方が、市場経済が有効に機能しやすいと考えられる。日本の場合、企業の淘汰や労働市場の流動性を高めることが難しいのであれば、既存企業

² ここでいう構造改革は、「新自由主義イデオロギー」に基づく主として供給サイドの効率化を図るための競争促進と格差容認的な各種の改革であり、日米構造協議などを契機に 1990 年代を通じて程度の差はあれ推進され、小泉内閣時代にさらに推進された。佐伯啓思『経済学の犯罪—稀少性の経済から過剰性の経済へ』（講談社現代新書、2012 年）第 1 章など参照。

の事業転換を積極的に推し進めるという選択肢もあったはずだが、結局はソフトランディングと称して、停滞・衰退企業の単なる延命を図ることに終始したようにも見受けられる。

図表 3-4-2 非正規の職員・従業員数の割合



(注 1) 2001 年以前は「労働力特別調査」、2002 年以降は「労働力調査」であり、調査方法、調査月などが相違する。

(注 2) 「非正規の職員・従業員」について、2008 年以前の数値は「パート・アルバイト」、「労働者派遣事業所の派遣社員」、「契約社員・嘱託」及び「その他」の合計。2009 年以降は、新たにこの項目を設けて集計した数値。

(注 3) 東日本大震災の影響により、岩手県、宮城県及び福島県において調査実施が一時困難となったことに伴い、2011 年 3 月分から 8 月分までの期間を含む全国及び東北地域の結果については集計していないため、2011 年については 10-12 月平均のデータを図示した。

(出所) 総務省「労働力特別調査」、「労働力調査」より大和総研作成

一方、雇用政策においても迷走した感がある。この 20 年において、正規雇用市場における雇用流動化が限られている中で、非正規雇用が拡大した。その際、非正規雇用と正規雇用のある程度の均衡を図る観点が疎かにされたため、全般としての賃金の低迷が生じ、国内需要の低迷、それに基づくデフレの深刻化へと波及した。非正規雇用の拡大は、企業側からみれば雇用の調整手法の拡充であり、生産性向上の強化につながる可能性もある。しかし、生産性向上は売上が伴ってこそ話である。さらに、現状の非正規雇用の在り方は被雇用者自身の経験蓄積に資してないケースも多いとみられ、長期的にみれば生産性向上に資する熟練労働者が減少していくことにも繋がりがかねない。日本の場合は正規雇用と非正規雇用の賃金格差の問題もあり、また非正規雇用が調整的に使われることは不安定性を高めることでもあり、総じて需要低迷の方向に寄与したと考えられる。つまり個々の企業にとっては合理的と考えられた雇用手法が合成の誤謬を生み、需給ギャップの拡大に拍車をかけた可能性がある。

一般的に衰退産業に属している企業や経営力に疑問があるような企業は、こうした需給ギャ

ップが拡大している局面では淘汰されるのが市場経済ではある。しかし、政治的な要請やその他地域社会的な要請もあり、淘汰するよりも延命策を講じてきたのがバブル崩壊以降の政策対応の中心であったと思われる。いずれ景気が回復し、当該企業の収益が回復することを期待して、その間の資金供給が図られてきた。前述したように企業そのものの淘汰を進めるという考え方を、日本の社会が受け入れるのは難しい面もある。しかしながら、そうであるならば、単なる延命策ではなく、企業が自ら活路を見いだせるように働きかける（ような支援策を取る）べきである。一方、既存企業の業態転換等への支援と並行して、新規参入や新事業への挑戦者が起業しやすい環境を整備することも重要であろう（その際、失敗した場合でも再挑戦しやすい環境を整えることも挑戦を促すことに資する）。こうした施策は、リスクマネーの流れを円滑にすることも意味し、資本市場の活性化にも資することとなるはずである。例えば、公共投資減少により市場縮小に直面している地方の建設会社が、地元の農林漁業や観光業、その周辺産業に進出するというアイデアが考えられる³。過去においても、日本の紡績業等が業態転換して成功した事例はいくつもある。

（3）主体性無きグローバル化対応（遅れた国内規制改革）

1990年代初頭の東西冷戦終結と2000年代以降の中国を始めとした新興国の急成長は、経済環境のグローバル化を急進展させた。グローバル化した経済環境に対し、日本が優位性を持っていると考えられていた経済的慣行や品質基準などのソフト面を積極的に打ち出していく施策が貧弱であったように見受けられる。その際、市場競争を積極的に進めて行くべき分野ではそのための規制緩和をより積極化し、安定性が求められる分野では適切な規制改革の視点が重要であったが、闇雲な規制撤廃派と頑なな規制維持派の不毛な議論が多かったのではないだろうか。グローバル化への主体的対応というよりは、海外からの要求や競争圧力に受動的に対応するケースが多かったのではないか。こうした対外経済戦略の欠如が競争力低下の一因になった可能性がある。

市場競争を積極的に進める分野としては、グローバルな均質性が本質的に備わっている機械類などの工業製品、ネットワークの拡大そのものが価値を高めるようなネットワーク関連産業（例えば、情報通信、物流、交通など）などが挙げられる。一方、経済の土台である生産要素（労働、資本、土地（あるいは資源））は安定的であることが重要であり、労働市場等に関わる規制等は単なる緩和ではなく適切な改革がなされるべきであった。しかし、生産要素の安定性は、グローバル化の進展の中でなし崩し的に失われていったと考えられる。

日本を魅力的にして、国内にどのように資金や企業を呼び込むかという発想が少なくとも東西冷戦終結前後の頃は希薄であったと思われる。1990年代後半にはそのような議論や施策も行われるようになったが、必ずしも十分に取組んできたとは言えない。

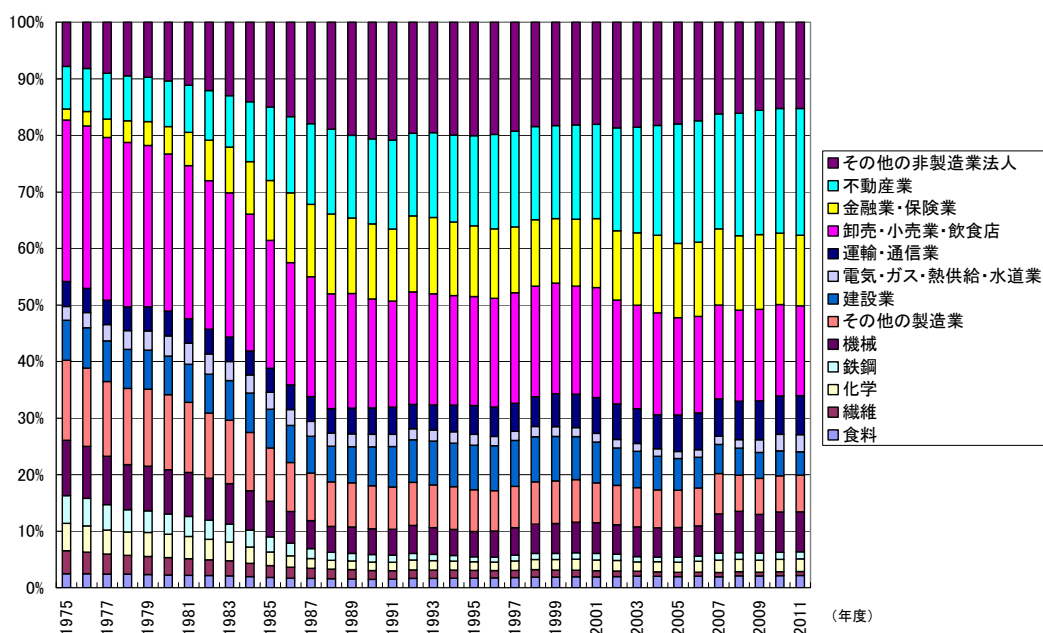
³ 米田雅子「建設業の力を活かした地域産業おこし」（内閣府経済財政諮問会議、第5回「地域力再生機構（仮称）」研究会（2007年11月2日）資料）に詳しい。

(4) 銀行中心の発想の持続

銀行の基本的行動原理として、資産保全あるいは担保主義が継続しており、未知の産業へのリスク資金の供給については期待しがたい状況が続いている。さらに1990年代後半以降、大企業では資金需要が低迷したため、預金者から集めた資金は公的部門へ提供（要は国債購入）される割合が拡大していった。この銀行を中心とした資金の流れの偏りが、経済及び金融・資本市場の活力低下の一因になったとすることができる。

日本では、戦後、金融システム全体が銀行を中心として設計、運営され続けてきた。高度成長期には長期信用銀行などが長期性資金の供給機能を果たしていたと考えられるが、長短分離を廃止した際に、証券会社あるいは投資銀行（的な機能）を十分に育成する発想に欠けていた可能性もある。日本の金融機能は間接金融に偏重したまま模索期に突入してしまったといえよう。

図表 3-4-3 国内銀行の主要業種別貸出金の割合

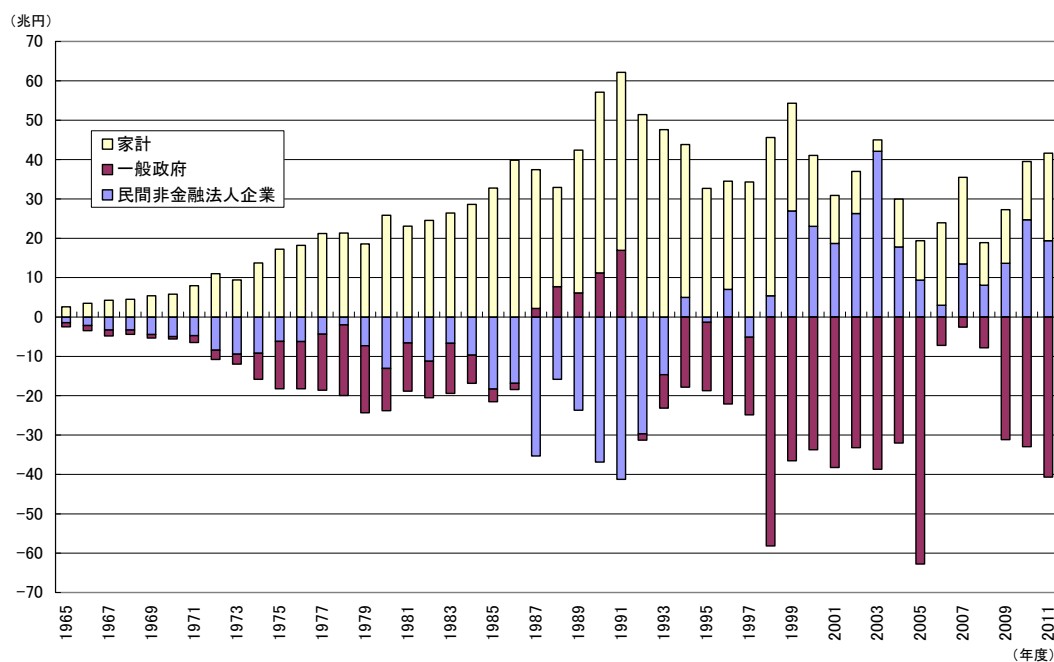


(注1) 年度末値。法人計に対する割合。

(注2) 2002年度以降は、「運輸・通信業」は「通信業」+「運輸業、郵便業」、「卸売・小売業・飲食店」は「卸売業」+「小売業」+「飲食業」の値。

(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

図表 3-4-4 主要経済主体の資金過不足（フロー）

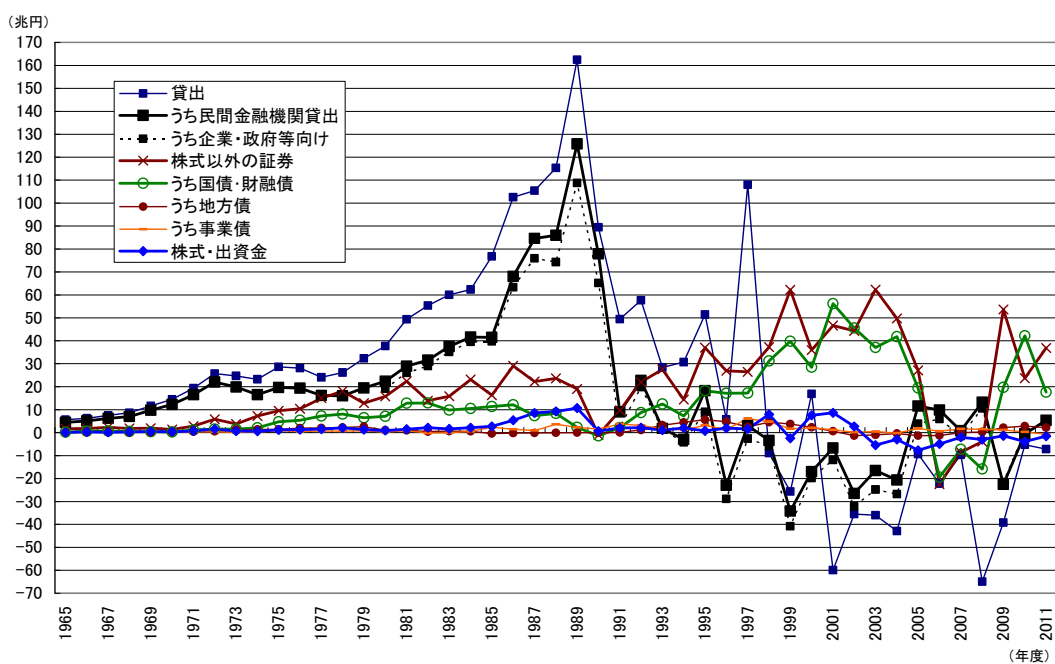


(注 1) 1980 年度以降は 93SNA ベース、それ以前は 68SNA ベース。

(注 2) 「一般政府」に含まれる「中央政府」は、1979 年度以前は「中央政府」+「公団・地方公共団体」の値。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

図表 3-4-5 広義の金融機関の貸出、証券関連の主な資産（フロー）



(注) 1980 年度以降は 93SNA ベース、それ以前は 68SNA ベース。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

(5) 変化を嫌う（既得権益を守る）官僚システムの行動原理

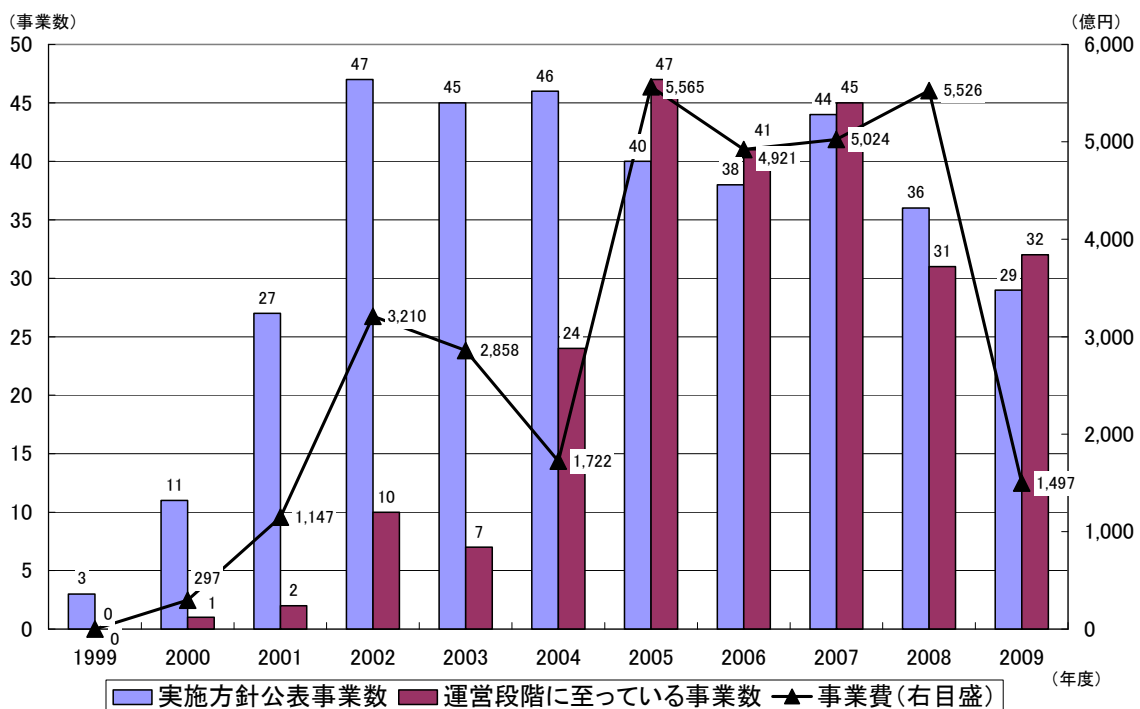
官僚システムに典型的に観察される前例踏襲主義が、新しいシステムや方法の導入を阻害した側面もある。1990年代から様々な規制改革が試みられ、「事前規制から事後規制（監視）へ」とのスローガンもあったが、事前規制も事後規制も中途半端なものとなったと思われる。

縦割りの官僚システムの中では、国益全体の発想は生まれにくかったと考えられる。つまり、全体としてバランスの取れた視野には欠けていた可能性が指摘される。金融行政にかかわる分野では、銀行システムを保護することが優先され、成長の観点から証券や保険などの分野の成長を促進するという発想が相対的に希薄であったようにもみえる。また、不祥事等が発生した場合には、管理・規制の強化に向かいやすく、ビジネスが円滑に遂行されるという点への配慮は十分でなかったようにも思われる。

(6) 箱作り（予算獲得）が優先される政策志向

インフラ等の整備建設に集中し、運営・維持・更新・廃棄まで総合的に考えて実施する発想は希薄であった。まずは予算を獲得することが優先され、そのために事業を実施する傾向が少なからずあったようにも見受けられる。また、そのインフラをどのように有効活用すれば経済の活性化に資するかという観点が曖昧なまま、いわゆる箱作りに貴重な財源を振り向けてきたのではないだろうか。

図表 3-4-6 日本における PFI 事業数及び事業費の対前年度増加数の推移



(注) 事業費については、実施方針を公表した事業のうち、事業者選定により公共費負担額が決定した事業の落札金額又は当初契約金額であり、内閣府において把握しているものの合計額。

(出所) 内閣府「PFIに関する年次報告」より大和総研作成

インフラ等を設計・建設から運営・廃棄まで総合的に考えた場合、官民連携は様々な効用を実現し得る。民の創意工夫が活かされ、そうした工夫の成功が民の報酬増加に結び付くような形での官民連携であれば、自ずと民側は当該インフラが経済的に成功するよう知恵を絞るであろう。そうであれば、貴重な財源を用いて建設されたインフラは単なる箱モノではなく、経済活性化に資するモノとなる。しかし、官民連携で試行錯誤を繰り返してきた英仏などの他国に比べ、日本では官民連携の多様なあり方について本気で検討してこなかったように思われる。官からも民からも使い勝手の悪い施策が多く、1999年公布のPFI法（民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律）施行後も民間からの投資対象として魅力的な案件が少なかった⁴。

インフラ等の整備が経済活性化に長期的に資するものであるならば良いが、そうでない場合、民間の投資機会を行政が阻害していたことになる。一方、民間が国内で十分な投資機会を発掘できていなかった側面も大きい。それは、官民双方に日本の潜在力への認識不足が背景にあると思われる。

（7）本節のまとめ

本節冒頭に記したように、日本の金融・資本市場の長期低迷は様々な要因が重なったものではあるが、現在、我々が渦中にある大きな変化に対する認識不足、それに伴う適切な戦略の欠如といった側面が多分に影響していると考えられる。東西冷戦終結から続くグローバル経済システムの再構築の過程は、日本の近現代史的視点からは、幕末明治維新、第二次世界大戦終戦に並ぶ大きな変化といえよう。しかし、官民共に平成バブルの夢とその後始末にあまりにも囚われ過ぎていて、大局的な見地からの根本的な改革の必要性の認識が希薄すぎたのではないだろうか。

こうした現状からの脱却のためには、本質的な課題をしっかりと把握し、その課題解決のための対策を講じることが必要である。日本経済が置かれている課題の核心が供給能力過剰・有効需要不足にあると考えれば、特に有効需要を喚起するような様々な施策が求められている。本節で検討した項目からすれば、企業の業態転換や雇用問題、間接金融偏重のシステム改善、インフラ整備・運営の官民連携、等々の具体的な施策を有効需要喚起の視点から見直し、実施していくことが重要であろう。

（中里 幸聖）

⁴ PFI法施行後に実際に行われた事業などの課題等を踏まえて、2011年に改正PFI法が公布された。この改正によって、「公共施設等運営権」という権利が新たに追加され、いわゆるコンセッション方式が法的に位置づけられた。フランスの水道事業など、成功しているとみられる官民連携ではコンセッション方式を採用している事例も多く、今後の動向が期待されている。