

日本経済長期低迷の背景

大和総研顧問

新保生二

1. 低迷した90年代
2. 長期低迷の三つの原因
3. カギを握る構造改革
4. 量的緩和によるデフレの解消

2002. 1.16

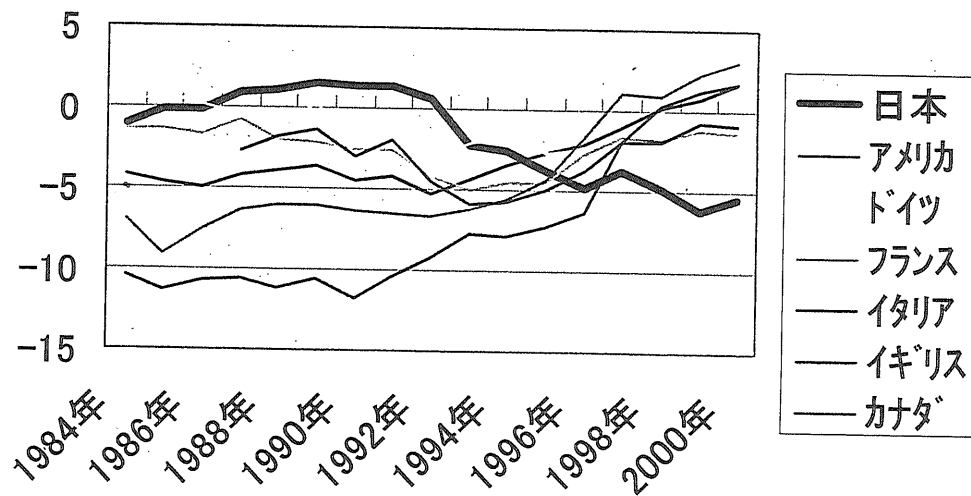
1. 低迷した90年代

積極財政の日本の成長率
が最も低迷した

91-00年平均

米国	3.2%
カナダ	2.7
ドイツ	2.7
イギリス	2.1
フランス	1.7
イタリア	1.5
日本	1.4

主要国の構造財政収支(対名目潜在GDP
比、%)



2. 長期低迷の三つの原因

(1) 資産価格下落の影響

(a) 資産価値が減少したため、企業や家計の投資・消費態度が慎重化した

(b) 地価の下落により金融機関の貸出態度が慎重化した

	バブル崩壊による資産の減少(兆円、 カッコ内はGDP比%)			
	1990年末		1999年末	
国民総資産	7939	(1800)	8574	(1675)
うち土地	2454	(556)	1612	(315)
うち株式	519	(118)	501	(98)
負債	4384	(994)	5583	(1090)
正味資産	3554	(805)	2990	(584)

地価下落が貸出態度慎重化をもたらした

地価下落が情報の非対称性がもたらす問題を深刻化させる(ミシキンの説)

逆選択(質の悪い貸し手を選んでしまう)

モラル・ハザード(一発逆転を狙ってリスクの高い投資に手を出す)

$$LAS = 29.7 - 4.2rc + 1.5dPL$$

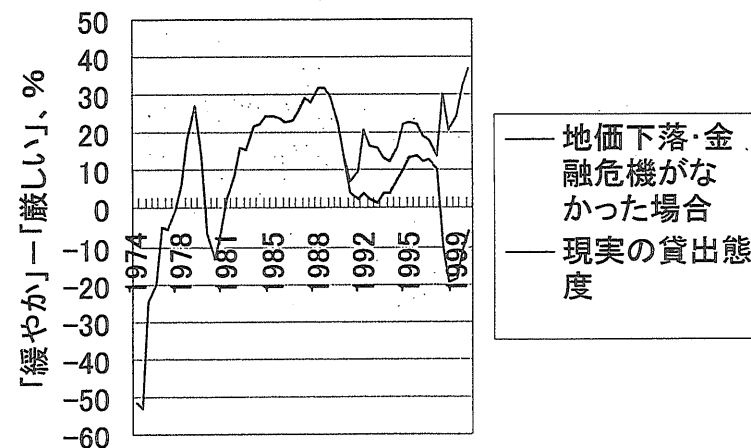
(9.4) (8.5) (6.9)

$$-36.1DUM \quad R^2 = 0.712$$

(5.5)

LAS : 貸出態度DI(中小企業) rc : コールレート
dPL : 地価下落率 DUM : 97年度下期以降1

貸出態度への地価下落の影響

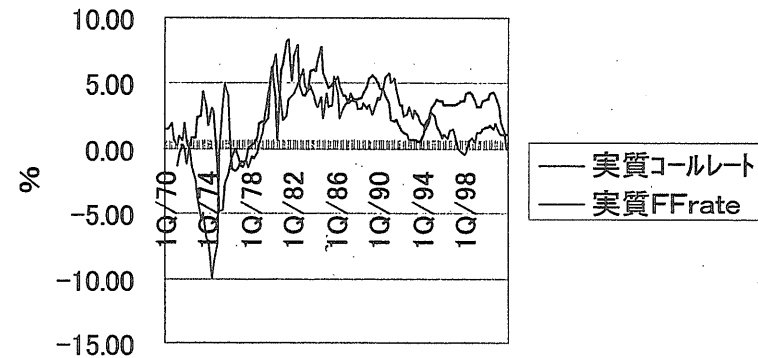


(2) 不十分だった金融緩和

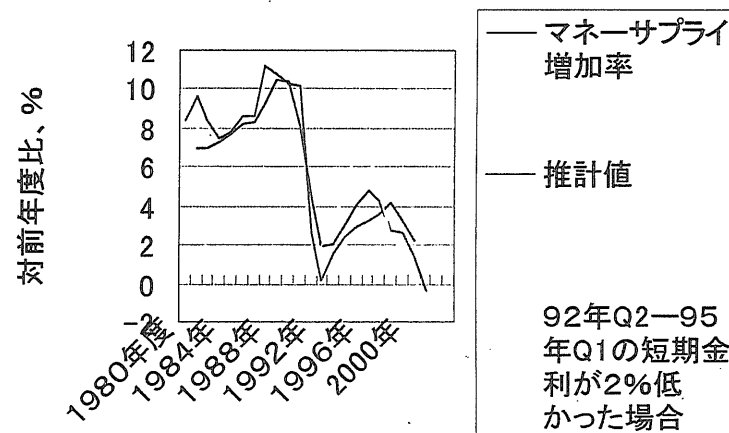
(a) 米はいち早く実質金利をゼロにしたが、日本は95年前半まで2%台

(b) 95年後半から始まった超低金利政策を92年半ばから始めていたら、マネーサプライ増加率は大きく高まっていた

日米の実質短期金利



マネーサプライ関数



92年Q2—95年Q1の短期金利が2%低かった場合

「超低金利政策」の導入早ければ、名目成長率も高まった

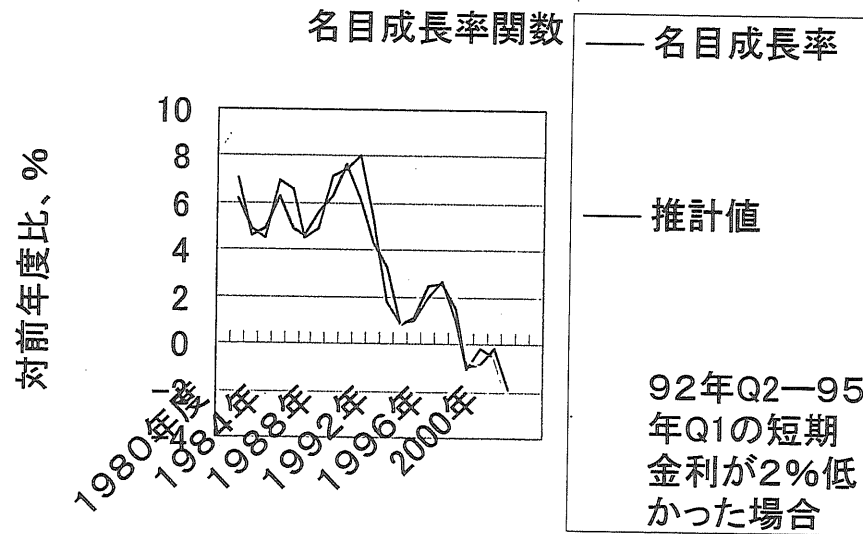
94-97年度平均の名目成長率

実績 1.6%
3年早い超低金利 2.7%

名目成長率関数(推定期間 1981-01年)

$$\begin{aligned} \text{名目成長率} = & -1.01 + 0.40(\text{M2+CD増加率}) - 1 \\ & (2.2) \quad (5.1) \\ & + 0.13\text{政府支出増加率} + 0.08\text{輸出増加率} \\ & (1.5) \quad (3.2) \\ & + 0.085\text{貸出態度} + 0.32(\text{インフレ率}) - 1 \\ & (3.7) \quad (2.1) \end{aligned}$$

R²=0.92 S.E.=0.88



(3) 構造改革、リストラの先送り

(a) 日本は二重構造の経済

米国を100とした日本産業の労働生産性

輸出部門 (高生産性部門)	自動車 145 (93)	貿易財で活発な国際競争にさらされている
	金属製品 119 (100)	
	家電 115 (62)	
	鉄鋼 110 (100)	
	半導体 43	…高付加価値分野へのシフトが遅れた
それ以外 (低生産性部門)	ビール 69 (44)	保護や規制(土地利用、開業時間、各種の
	食品加工 35 (95)	許認可)のために競争が不十分
	通信 82 (51)	
	小売 54 (96)	
	建設 45 (70)	(注)カッコ内はドイツの水準

90年代の日本経済の問題は、低生産性部門の問題が未解決のままであるのに、高生産性部門の生産性上昇が鈍ってきたこと

(b) 生産性上昇率低下の要因

- ア. リストラの遅れ
- イ. IT化の立ち遅れ
- ウ. 非製造業の構造問題
- エ. 海外へ生産シフト

日、米、欧の労働生産性上昇率(時間当たり)				
	70年代	80年代	90-95年	95-99年
日本	4.7%	3.7%	2.3%	2.1%
EU		2.3%	2.0%	1.5%
	(73-90年平均)			
米国		1.4%	1.5%	2.6%

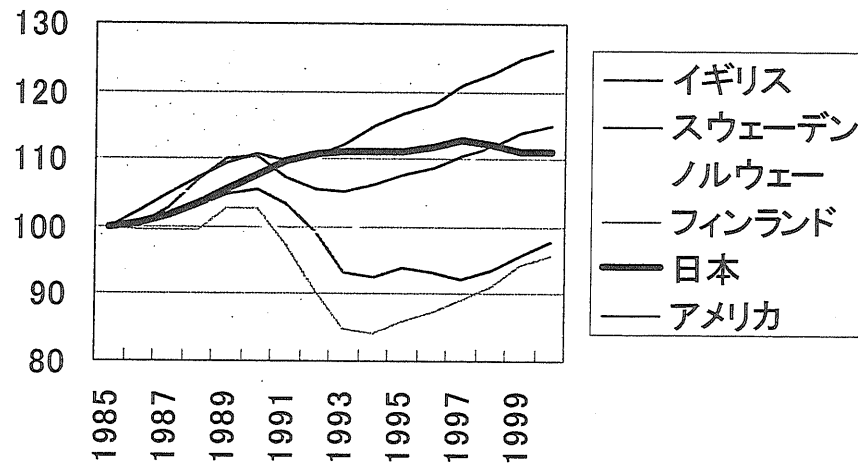
ア. リストラの遅れ

バブル崩壊国の中で生産、雇用下落がなく回復が鈍かった日本経済……………雇用が維持できたのは長期雇用制度の成果、しかし、立ち遅れた生産性の向上

就業者一人当り実質GDP上昇率

	1986-90年	91-00年
フィンランド	2.8%	2.9%
スウェーデン	1.2	2.4
アメリカ	1.1	1.9
イギリス	1.3	1.8
日本	3.4	1.0

バブル崩壊国の就業者数(1985年=100)



対照的な80-90年代の日米の リストラ

- 日本・・・開発国家モデル
ステイクホルダー・キャピタリズム
間接金融中心
護送船団行政
メイン・バンク・システムと株式持合い
・・・いずれも機能不全
- ↓
- 経営者に対する規律不足
雇用維持最優先
- ↓
- 労使協調の甘いリストラ、内部補助
- ↓
- 衰退産業から有望産業への資本を移動させるのは、企業の業種転換(日、欧)より、「株主」や「市場」(米)の方が優れている

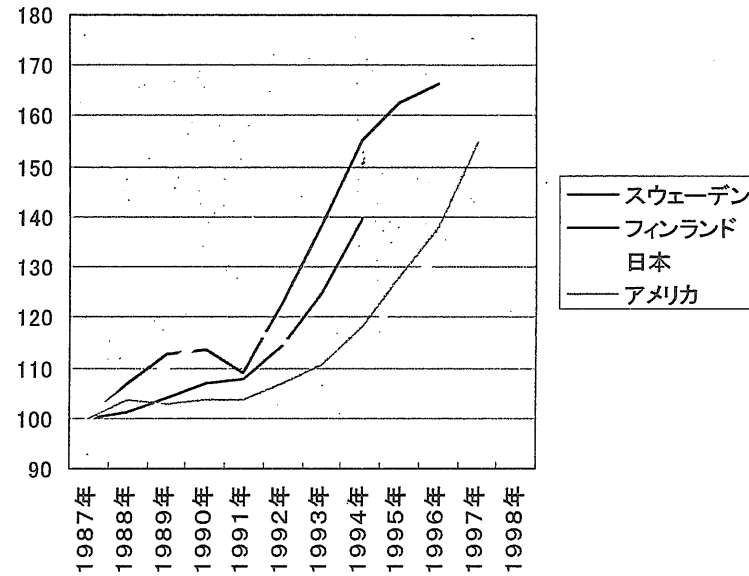
- 米国・・・資本市場の活用
- 規制緩和 IT革命
- ↓ ↓
- 潜在的可能性と現実のギャップ拡大
- ↓
- 資本市場の活性化(借入と敵対性)
- ↓
- 株式文化
- ↓
- 経営者に対する規律
- ↓
- 厳しいリストラ
- ↓
- 金融の民主化(401K, ジャンク・ボンド)
- 機関投資家の成長
- 合併、敵対的買収
- ベンチャー・キャピタル
- ↓
- ストック・オプション・・・リストラは経営者の利益

製造業でも生産性の相対的な立ち遅れ

製造業の雇用(万人)

	バブルのピーク年	4年後
イギリス	592	487 (-18%)
スウェーデン	97	72 (-25)
フィンランド	52	39 (-25)
日本	1550	1456 (-6)
アメリカ	2165	1971 (-9)

製造業の生産性(1987年=100)



イ. IT化の立ち遅れ

- ・ 米国に立ち遅れた日本とEU
IT部門が小さく、IT投資の伸びが小さい、他のマイナス要因

米国	90-95年	95-98年
IT関連資本ストック	18%	34%
その他の資本	1.8%	2.9%
日本	90-95年	95-99年
IT関連資本ストック	4.7%	11.2%

- ・ 立ち遅れの理由

労働市場の硬直性、
非競争的な市場環境
不十分なリスクマネーの供給
弱い企業家精神

- ・ 90年代後半の生産性上昇加速へのITの寄与

米国 0.4-0.8%ポイント

IT資本装備率の上昇 0.2-0.5%
コンピュータ・半導体部門の生産性
上昇率の高まりの寄与 0.2-0.3%

EU 0.2-0.3%ポイント

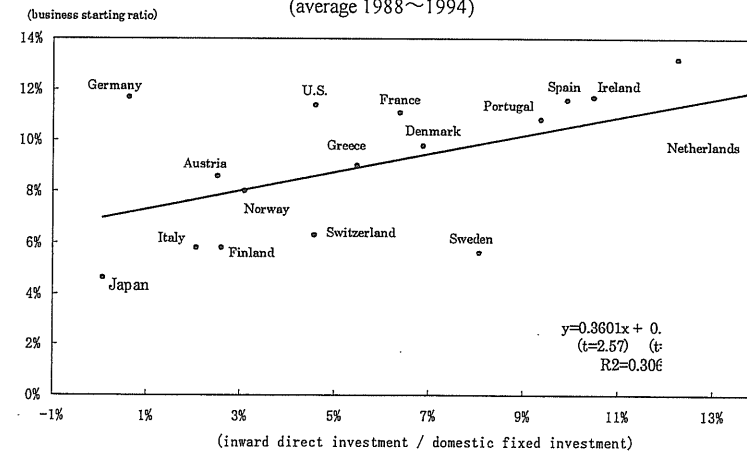
IT資本装備率の上昇 0.1-0.2%
IT部門の生産性上昇率の高まりの寄与 0.1%

日本 0.14%ポイント

構造改革の立ち遅れ・・・低い開業率と 対内直接投資比率

- (1) 開業率は4.6%と、先進国の中では最も低い
- (2) 同様に、対内直接投資の設備投資に対する比率も、0.07%と先進国の中で最も低い

Figure 6 Regression of business starting and inward direct investment
(average 1988~1994)



(Source) European Commission, "Survey on small and medium-sized companies"(1997)
IMF, "International Financial Statistics"

3. カギを握る構造改革

…(1)競争力のなくなった企業は生残れない(ex. 社会主義国の国営企業)

• 日本は調整不十分な選手ばかりのサッカーチーム

最盛期を過ぎた選手(衰退産業)

給料に見合う働きができない選手(生産性に比べ賃金が高すぎる企業)

故障を抱えた選手(過大債務に苦しむ企業)

絞込み不足の選手(リストラが不十分な企業)

創造性に欠ける選手(十分な戦略のない企業)

選手の技量を見抜けないコーチ陣(貯蓄をうまく運用できない金融機関)

指導力のない監督(税金の無駄使いと構造改革の先送りをする政府)



J1に上がってきたばかりの勢いのあるチーム(ex. 中国、アイルランド)

給料は安いが育ち盛りの選手(新規産業の発展)

若い有望な外国人選手(直接投資の受け入れ)

(2) 雇用維持最優先でなく新陳代謝が重要 …より株主価値重視でより労働流動性の高い新しい日本モデルの構築

(1) 重要なリストラの推進

効率的に資金や労働力を使えない企業や、技術革新や消費者の嗜好の変化に対応できない企業の退出(ex. 北欧における低生産性企業の閉鎖)

新規企業の参入しやすい環境の整備
(規制緩和、
個人保証なしで融資が受けられる態勢)

生産性上昇率の向上

(2) 思い切った不良債権の処理(徹底した検査、RCC活用、公的資金)

新規産業への融資のためにリスクが取れる態勢
貯蓄を効率的に運用できない金融機関の退出
地価の底値の確認

(3) 金融の民主化…メインバンクでなく投資家による経営の監視

大手金融機関中心から家計や中小企業も参加できるシステム…企業は株主の権利を最優先させるよう企業統治を改善すること、透明性を高め株主資本利益率を向上させること、日本版401Kの拡充

(4) 労働の流動化 終身雇用制にこだわるべきではない(解雇のルール明確化)。職業訓練を条件とする支援、

(3) 自由化が進んだ国ほど良好な経済実績

いわゆる「市場原理主義批判」の問題点

90年代の日本経済の低迷は規制緩和や自由化の行き過ぎのせいか？それとも、それらが不十分だったせいか？

言うまでもなく、規制緩和を遅らせ、手術(不良債権の処理、護送船団行政の見直し、本格的なリストラなど)を先送りしてきたことにこそ真の原因がある

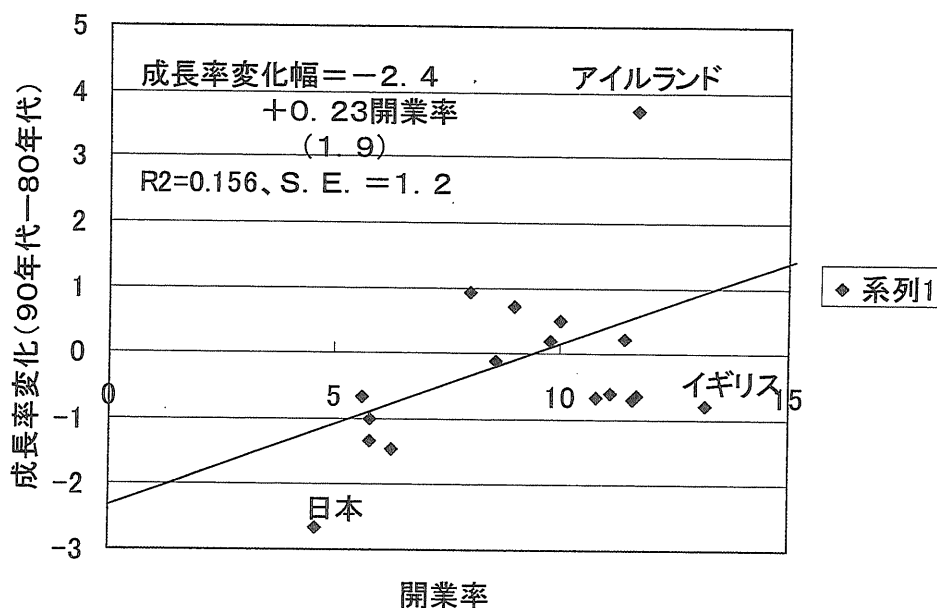
自由化努力の大きかった国の成長率

改革開始前5年	開始後5年	その後
3.7%	3.3%	3.2%

自由化努力の小さかった国の成長率

改革開始前5年	開始後5年	その後
3.3%	2.5%	2.1%

開業率と成長率変化



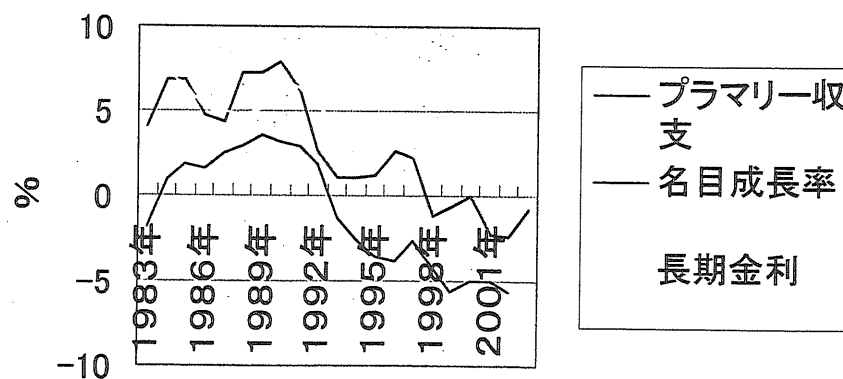
4. 量的緩和によるデフレの解消

(1) 大規模財政政策の発動は避ける…… 公的債務が雪だるま式に膨らむ恐れ

- 2001年の一般政府債務残高（OECD推計値）は、対GDP比で130%。ネットでも57%まで上昇。

- 名目成長率が長期金利を上回っていれば債務残高比率は発散することはない。しかし、90年代の名目成長率の低下により、名目成長率が長期金利を一貫して下回っている（2002年、2003年はOECD予測）。

名目成長率、長期金利とプライマリー収支（対GDP比）



(2) 思い切った量的緩和でマネーの伸びは高まる

(ケース1) 量的緩和・・・2001年10-12月
期以降マネタリーベースの前年比増加
率を10%で維持

(ケース2) 量的緩和せず・・・2001年度以
降マネタリーベースの伸びを1.2%で
維持

マネーサプライ関数(推定期間 1974-2000
年度)

$$\ln M2 + CD = 0.39 + 0.39 \ln Mb$$

(3.9) (9.1)

$$-0.0009 DUMT * \ln Mb$$

(7.3)

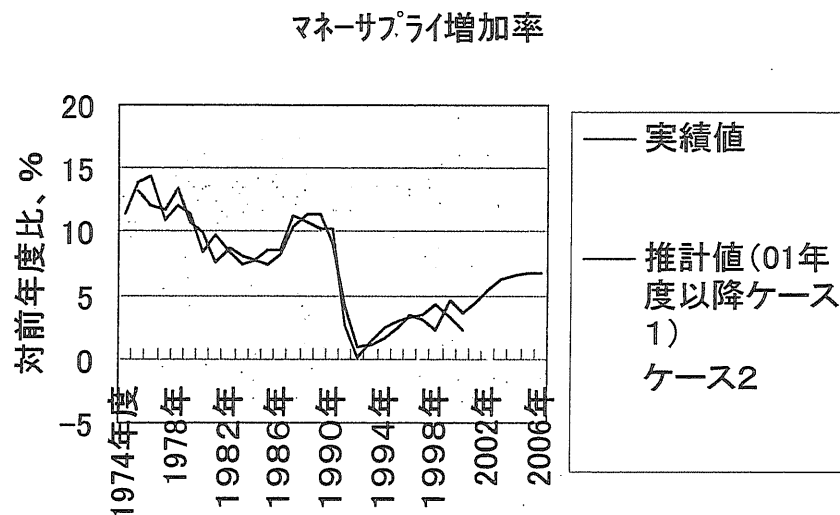
$$+0.0007 LAS$$

(5.0)

$$+0.64 (\ln M2 + CD)_{-1}$$

(19.8)

$$R^2 = 0.999 \quad S. E. = 0.009$$



マネーサプライが伸びれば、名目成長率高まる

実質成長率も高まる

	2002年	2003-4年	2005-6年
量的緩和	1.6%	2.0%	1.5%
量的緩和せず	0.5%	1.2%	1.5%
公共投資追加	0.9%	1.3%	1.5%

インフレ率関数(推定期間:1959-2000年度)

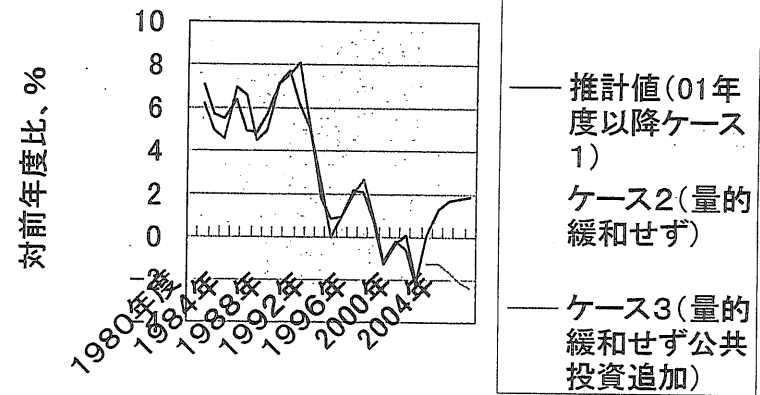
$$dP = 1.78 + 16.7DTVM_{-1} + 0.43GDPgap_{-1} \quad (3.2) \quad (3.0) \quad (3.4)$$

$$+ 0.08dPm + 0.45(dP_{-1} + dP_{-2} + dP_{-3}) \quad (3.5) \quad (4.1)$$

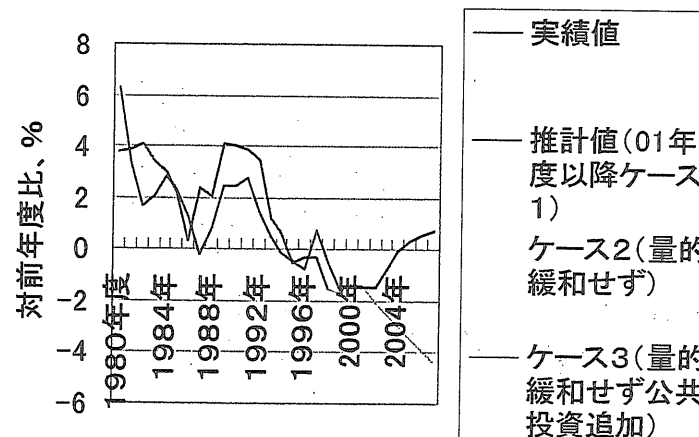
$$R^2=0.73 \quad S.E.=2.0$$

dP : インフレ率 GDPgap : ギャップ率
 DTVM : 流通速度のトレンドからの乖離幅
 dPm : 輸入物価変化率

名目成長率関数



インフレ率関数



量的緩和をすれば、財政収支の悪化が止められる

量的緩和しない場合(ケース2)や量的緩和せずに公共投資追加(ケース3)の場合は、名目成長率がマイナスを続けるので、税収が伸びず、財政収支が悪化し続ける

ケース3 公共投資の対GDP比率を7%で維持(ケース1では2000年度の7%から2006年度の4.6%まで段階的に引下げ)

政府債務の対GDP比率

	2001年度	2006年度
ケース1	147%	191%
ケース2		226%
ケース3		219%

一般政府財政収支

