

経済産業研究所 BBLセミナー 講演資料

日本経済の見えない真実 ——成長戦略に必要な視点——

2023.5.26

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫

kazuo.momma@mizuho-rt.co.jp



低成長・低金利の「出口」はあるか

門間一夫
MONMA Kazuo

日本経済の 見えない 真実

低成長と資金余剰は
ニューノーマル。
その前提で
経済政策論の書き換えを。

- ▶ 経済成長を確実に高める方法は未発見
- ▶ 国民的議論が必要な2%物価目標
- ▶ 政府の借金は減らせば良いというものでもない

2022年9月20日発行
日経BP 308ページ

第1章 アベノミクス景気の日本経済

金融政策の大転換
成長率が最低の景気回復
ゼロに近づく潜在成長率
誠実さを欠く「中長期試算」
内部留保のため込み批判は的外れ
個人消費はなぜ弱い
人手不足でも上がらない賃金
格差のマクロ経済的な含意

第2章 正しい「成長戦略」の難しさ

日本の生産性は低いという通説
生産性上昇率は米欧も低い
ミクロからはわからないマクロ
財政金融政策が成長を弱めているのか
中小企業への政策支援には課題あり
デジタルやグリーンは成長戦略なのか
労働者の対抗力は高められるのか

第3章 2%物価目標と異次元緩和

「日銀は変わった」というメッセージ
本当は異次元ではなかった異次元緩和
その「歴史的な功績」は何だったのか
1%でも珍しい日本の低インフレ
物価が上がりにくい本当の理由
短期決戦から持久戦への大転換
イールドカーブ・コントロールの光と影
2%物価目標をやめられない理由

第4章 強まる金融政策の限界

自然利子率の低下
金利の実効下限とリバーサルレート
現金をなくしても金融緩和の地平は広がらない
「日本化」を恐れたFRB
金融緩和はバブルを生むか
「中立性」が金融政策の限界を画す

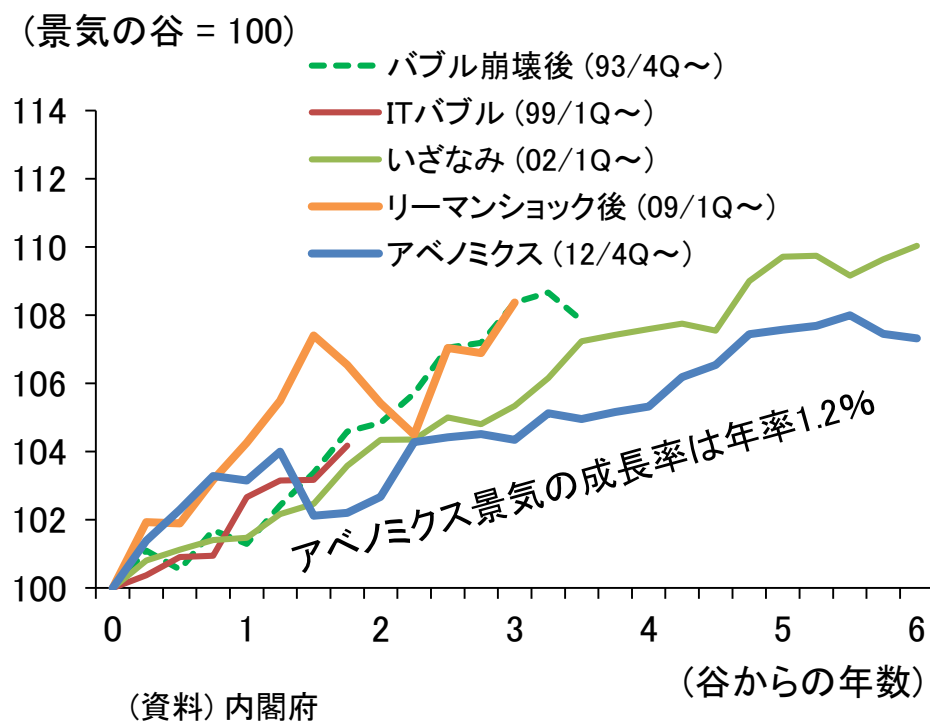
第5章 重要性を増す財政の役割

日本の財政は破綻するのか
金利が上昇する「何らかの理由」とは
政府債務残高は減らすべきなのか
「賢い支出」への違和感
MMTに欠けている視点
真の財政規律に向けて

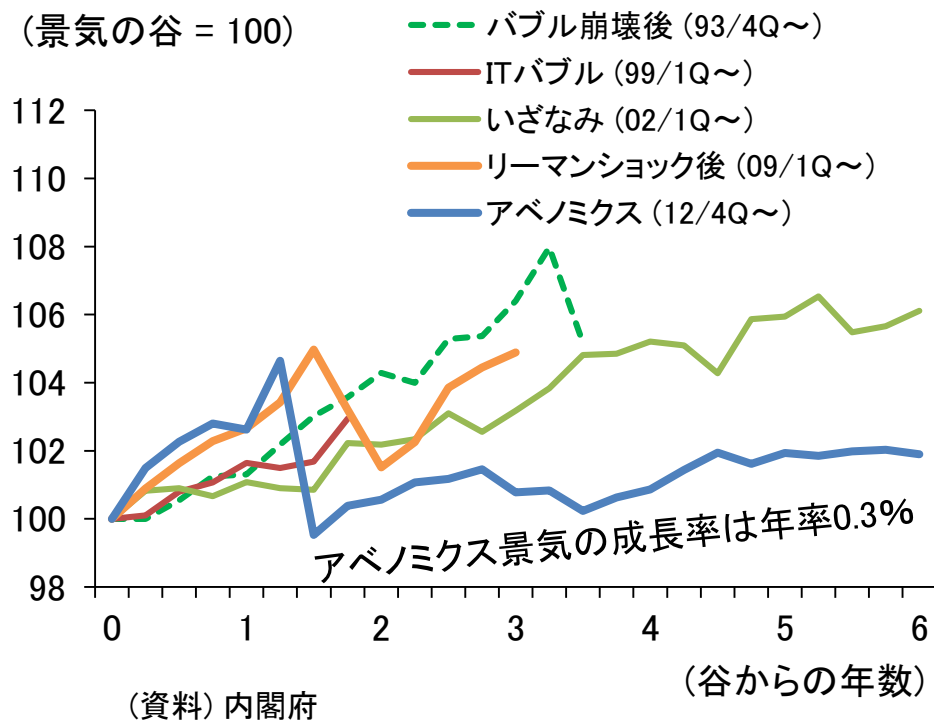
アベノミクス景気は戦後最も緩やかな景気回復。足を引っ張ったのは個人消費。

- アベノミクス景気は長さでは戦後2番目の71か月だったが(いざなぎ景気に2か月及ばず)、成長率は年平均+1.2%で**戦後最低**だった。
- とくに**個人消費**が年平均わずか+0.3%と**ほぼゼロ成長**だった。弱さの背景は、①**賃金の伸び悩み**、②**税・社会保障の負担増**、③**将来不安**。

【 実質GDPの局面比較 】



【 個人消費(実質)の局面比較 】



アベノミクス以降、為替は円安、株価は上昇

- 株価に関する限り、「失われた20年」が「失われた30年」にはならなかった。
- それがアベノミクスの成果だったのかは不明。株主ガバナンスが強まり、企業が国内を諦め海外で稼ぐ志向を強めたことが、企業価値を高める一方、国内競争力の低下(→貿易黒字の喪失→円安)をもたらした可能性もある。

【 株価 】



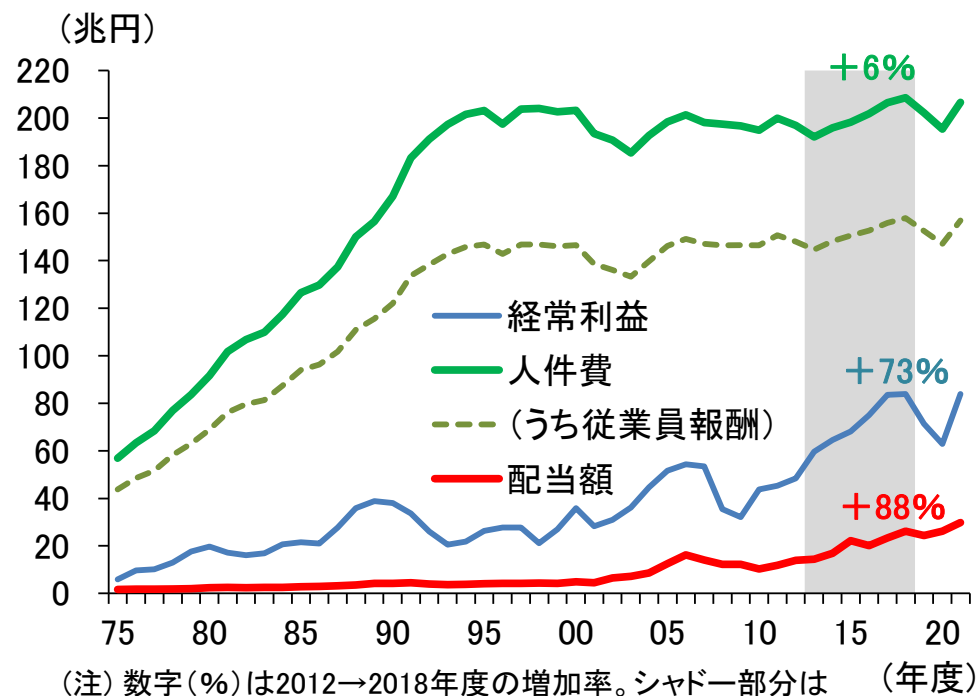
【 為替相場 】



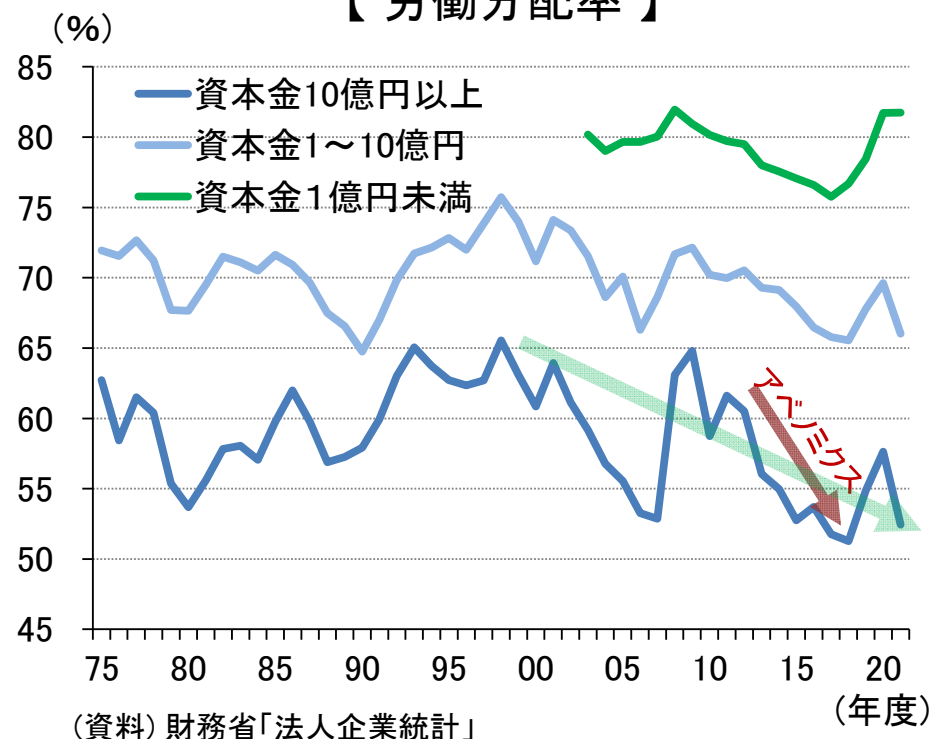
アベノミクスのもとで株主還元は強まったが、家計へのトリクルダウンは限定的だった

- アベノミクス景気の6年間で経常利益と株主配当は大幅に増加。企業の「稼ぐ力」と「株主還元」は改善したが、**人件費**を通じる家計へのトリクルダウンは**限定的**だった。
- この結果、法人企業統計ベースの労働分配率は低下。アベノミクス局面で大きく低下しただけでなく、海外投資が増え始めた2000年ごろから長期トレンドとしても低下。

【利益・人件費・配当】



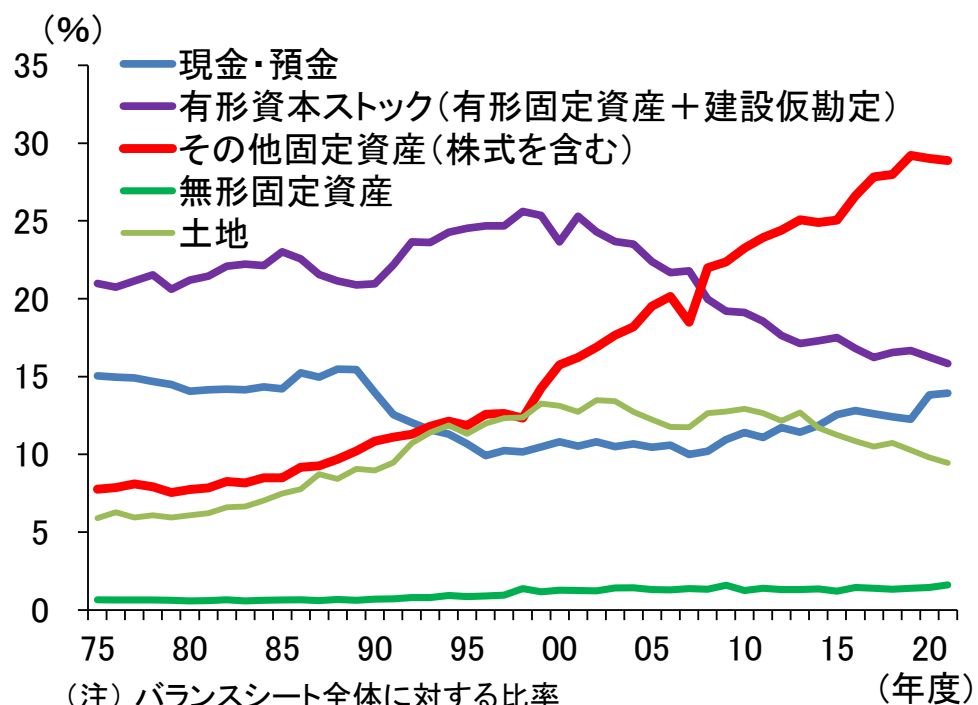
【労働分配率】



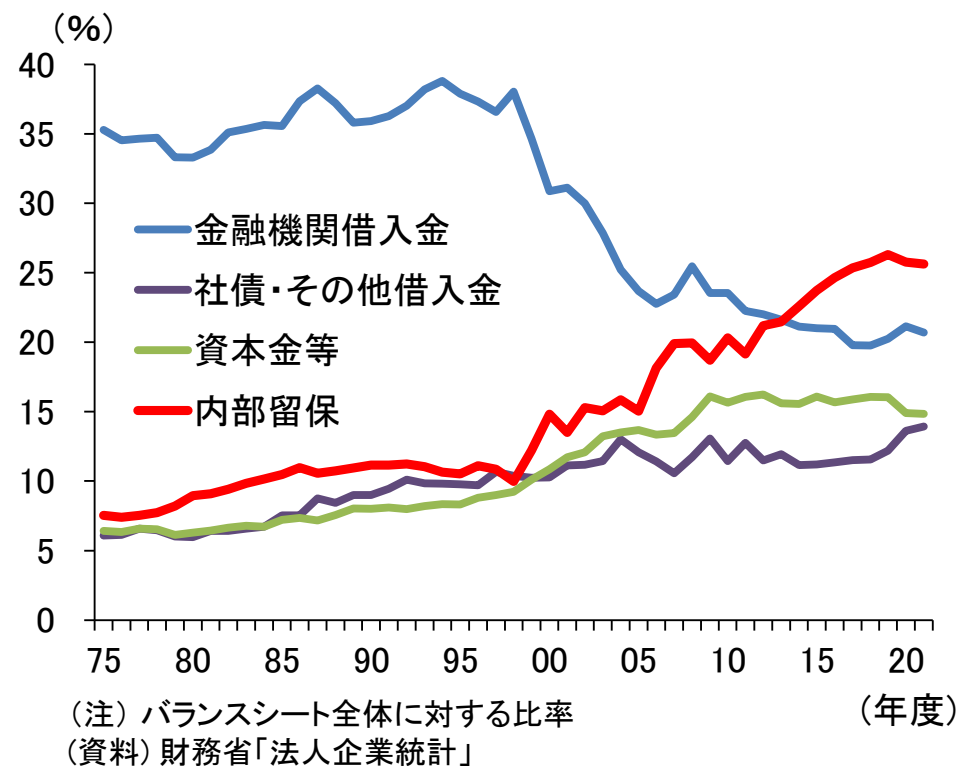
企業が「内部留保を使わずにため込んでいる」という批判は必ずしも正しくない

- 企業の資産で大幅に増加しているのは「その他固定投資」。ここには、**海外直接投資**やM&Aなどが含まれている。内部留保はこれらの原資として使われている。
- 現預金も確かに増加しているが、内部留保の増加トレンドに比べればはるかに緩やか（超低金利にもかかわらず）。

【 企業の資産（構成比） 】



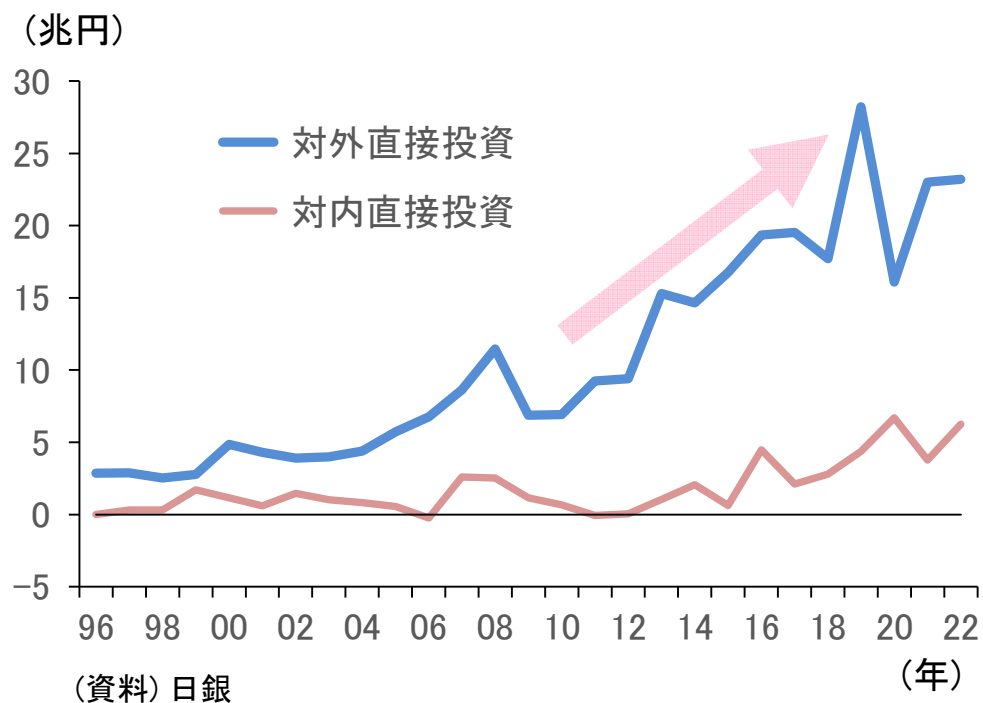
【 企業の負債・資本（構成比） 】



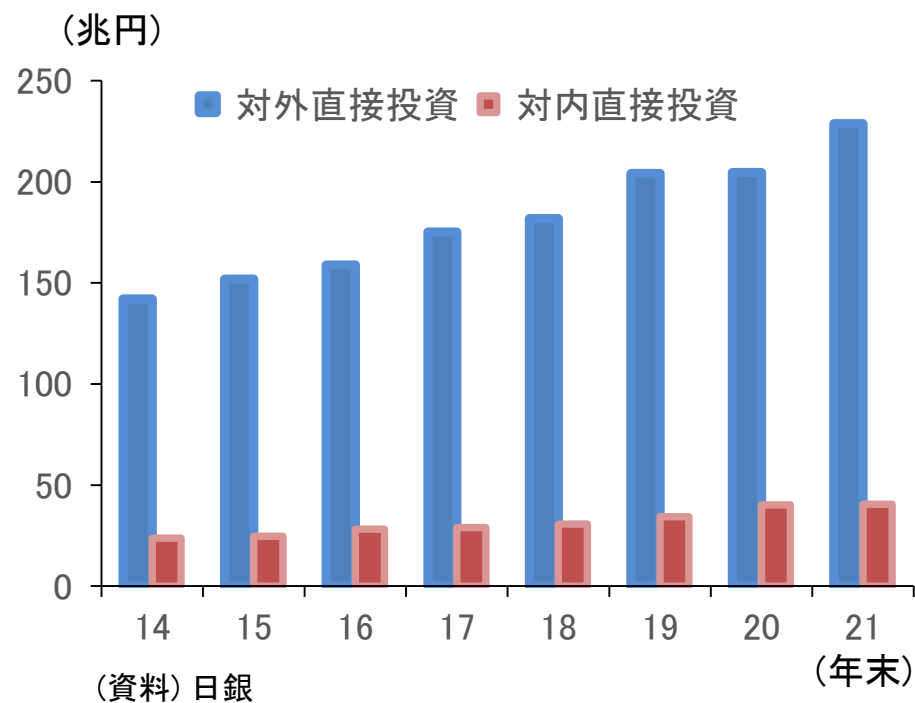
対外・対内直接投資

- **対外直接投資**は2000年代に入ったあたりから大幅に増加、とくに**2010年代に加速**。①成長する海外市場の獲得、②生産拠点の最適化、③円高耐性の強化、などが背景。
- 対内直接投資の増加は限定的。日本企業が投資しない日本には海外企業も投資しない。

【 対外・対内直接投資(ネットフロー) 】



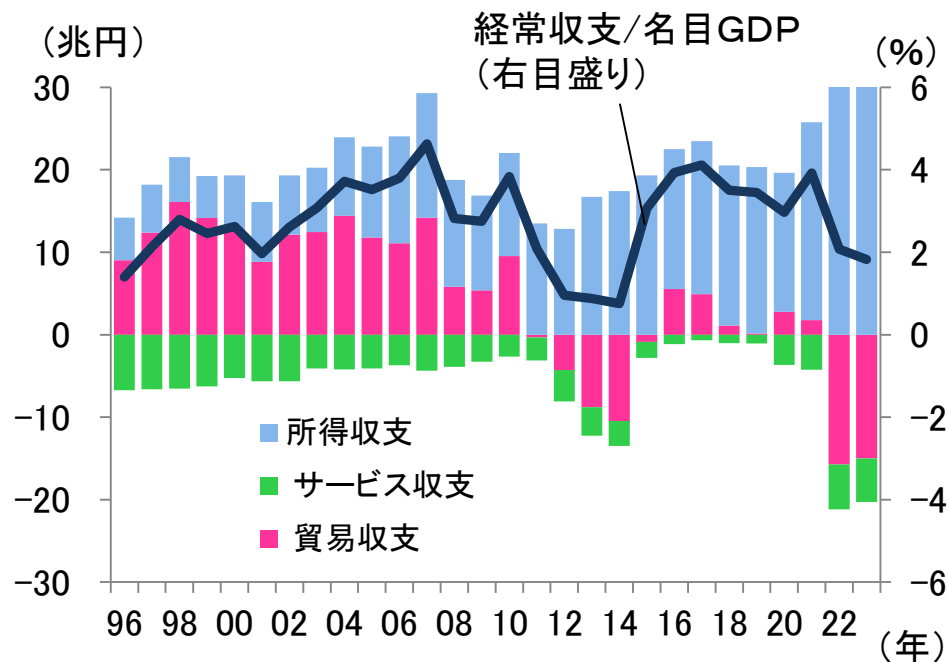
【 対外・対内直接投資(ストック) 】



経常収支の構造は大きく変化

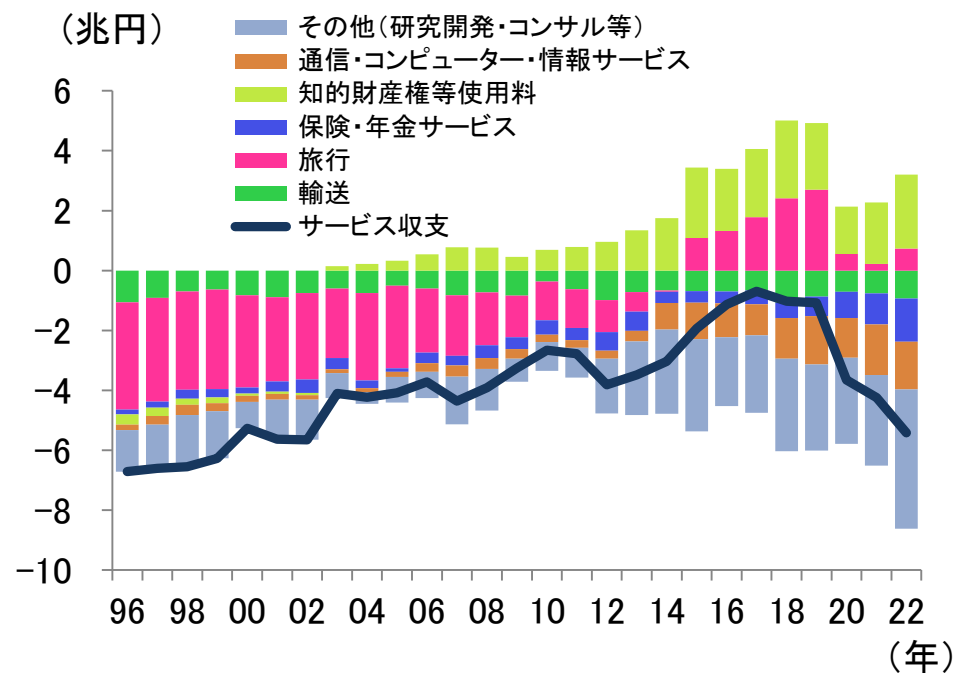
- 2010年代以降は日本は貿易収支で黒字を稼げなくなっている。拡大した海外投資からのリターンで所得収支は黒字が拡大しているが、国内の産業基盤は衰退。
- サービス収支も明るいのはインバウンドの拡大ぐらいであり、デジタル関連や研究開発関連のサービスでは日本の競争力は低下。

【 経常収支 】



(注) 2023年は1～3月の季節調整済み年換算、GDPは2022年を使用。
(資料) 日本銀行、内閣府

【 サービス収支の内訳 】

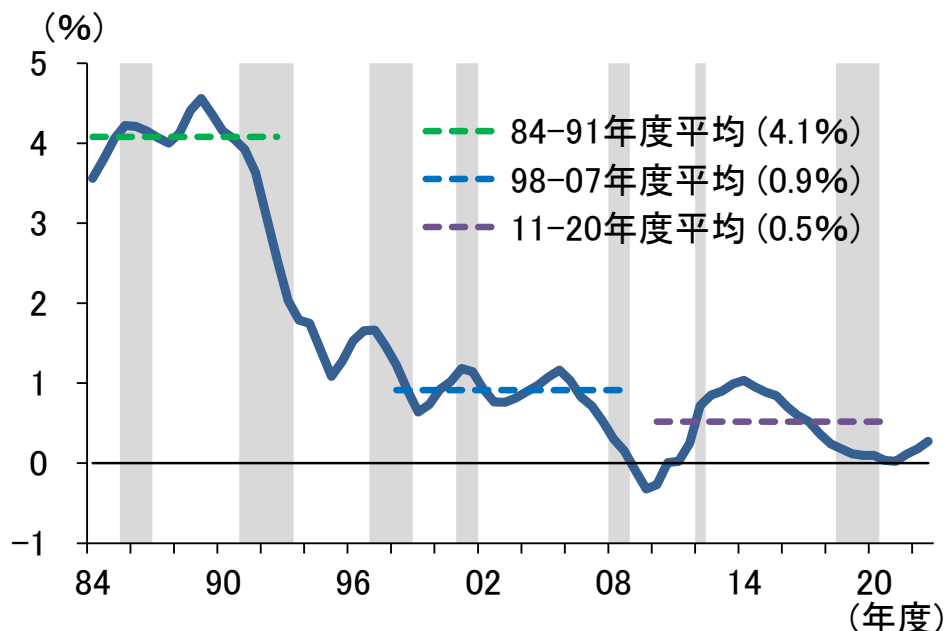


(資料) 日本銀行

2010年代の日本： 潜在成長率や企業の期待成長率は高まらなかった

- アベノミクスは当初、潜在成長率を従来の1%程度から2倍の2%に引き上げることを目指したが、むしろ**半分の0.5%程度に低下**してしまった。
- 企業の中長期的な期待成長率も全く高まらなかった。2000年代には景気が好調な局面では期待成長率の一時的な高まりも見られたが、2010年代以降はそれもなくなった。

【 潜在成長率 】



(注) シャドーは景気後退期。直近シャドー終期は講演者が設定。
(資料) 日銀

【 企業の期待成長率 】

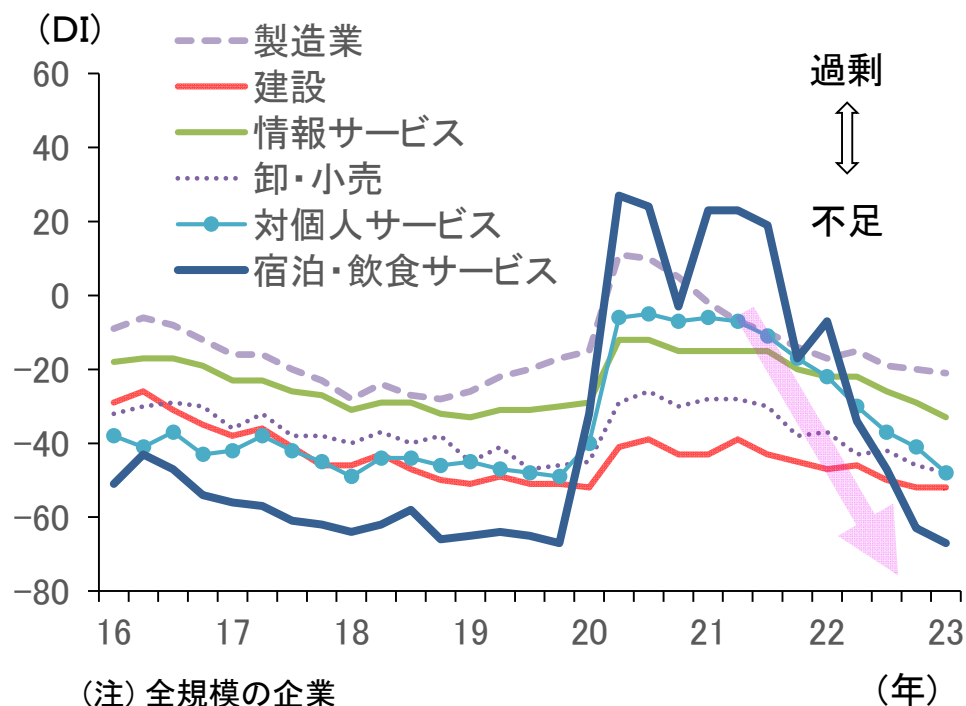


(注) 上場企業、全産業
(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

2020年代は人口動態が一段と厳しくなるため、このままでは潜在成長率はさらに低下する

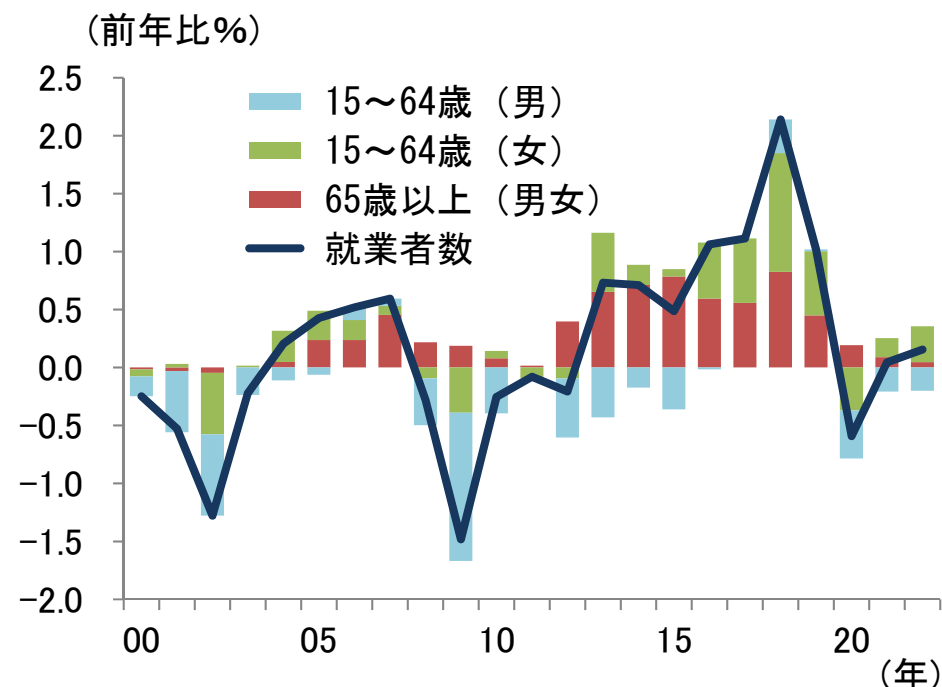
- 2010年代は女性や高齢層が労働供給の天井を引き上げたが、その後、①高齡化がさらに進み、②M字カーブも解消に近づいているため、**2020年代は労働供給の制約が強まる**。
- 構造的な人手不足は賃金上昇の要因としてポジティブに捉えられがちだが、**生産性を高められなければ実質賃金の上昇は持続可能でない**。

【業種別雇用判断DI】



(注) 全規模の企業
(資料) 日銀「短観」

【就業者数】

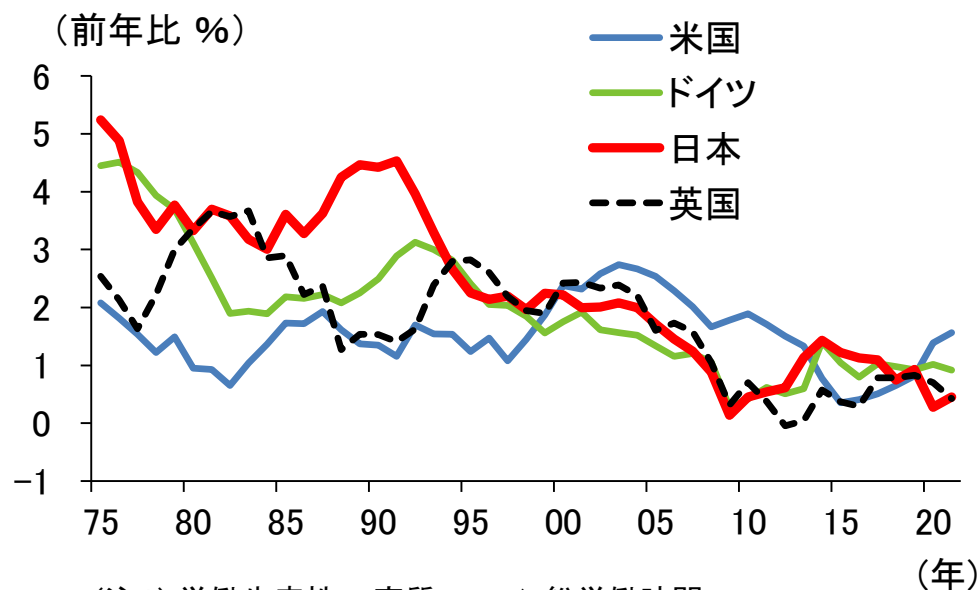


(資料) 総務省

時間当たり労働生産性の上昇率は日本だけがとくに低いわけではない

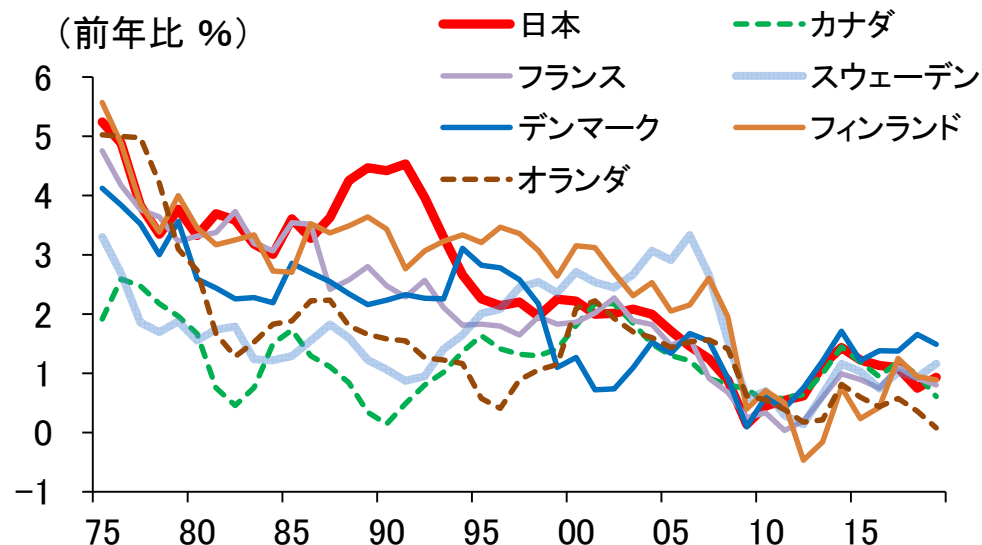
- 数十年単位で見ると、**先進国**の生産性上昇率は低下傾向。経済の成熟化や新興国の台頭により**成長のハードル**は上がっている。
- **米国**のコロナ禍での生産性上昇は一時的なものである可能性(コロナバブル)。
- **スウェーデン**など労働市場の機能が強く評価されている北欧諸国も、リーマンショック後は生産性上昇率が低下。

【生産性上昇率の国際比較(その1)】



(注1) 労働生産性 = 実質GDP / 総労働時間
(注2) 後方5年移動平均
(資料) OECD

【生産性上昇率の国際比較(その2)】



(注1) 労働生産性 = 実質GDP / 総労働時間
(注2) 後方5年移動平均
(資料) OECD

ミクロとマクロの間には様々な要素が介在(ミクロの努力がマクロの成長にならない理由)

ミクロでは: 生産性=その企業の付加価値/その企業の労働投入量 マクロでは: 生産性=実質GDP/総労働投入量

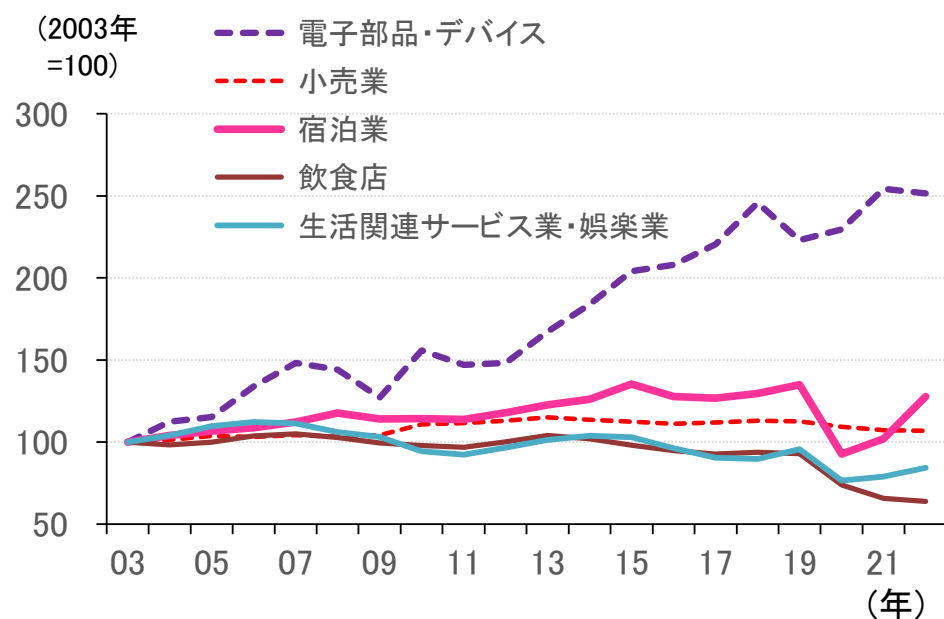
1. そもそも**お金**にならなければ「生産性」の改善ではない(日常会話の「生産性」とは違う)。
 - 「テレワークで生産性が上がった」などによく言うが。
2. 企業の生産性は**効率化**(=労働投入量の削減)によって上げることもできる(たとえばロボットで人を減らす)が、**余剰となった労働力が生産性の低い**新たな産業・企業を**生み出す**可能性。
3. 企業は競争相手から**市場を奪う**ことでも付加価値を増やせるが、それだけでは**国全体の付加価値**がネットで増加することにはつながらない。
4. **生産性の上昇**で稼ぐ業種(例えば製造業)と**交易条件(=相対価格)の上昇**で稼ぐ業種(例えばサービス業)の最適な組み合わせ(=**分業**)が、経済全体の成長には不可欠。
5. 「生産性の高い産業へ**労働を移すべき**」という考え方は**ミスリーディング**。
 - 生産要素(労働・資本)の移動を動機づけるのは「**名目**」の収益率など。「**実質**」の生産性(ないしその上昇率)が高い業種への生産要素の移動が望ましいとは理論的にも言えない。
 - 労働集約的な(ないしその度合いを低下させにくい)産業にはどうしても「人」が必要(**介護**、**保育**など)。
6. **競争の度合い**にもマクロの生産性を上げるための「最適な度合い」があるかもしれない。
 - 競争が激しすぎても生産性は上がりにくい(日本の中小企業)。しかし独占もイノベーションを阻害。
7. **総需要**が伸びなければマクロの生産性は伸びない(企業が海外で稼いでもGDPは増えない)。
8. **分配の偏り**が総需要に悪影響を与える可能性。
 - 「成長と分配の好循環」は正しい問題意識。(所得・資産の)格差も総需要に与える影響がある。

業種特性により生産性が上がりやすい業種とそうでない業種がある

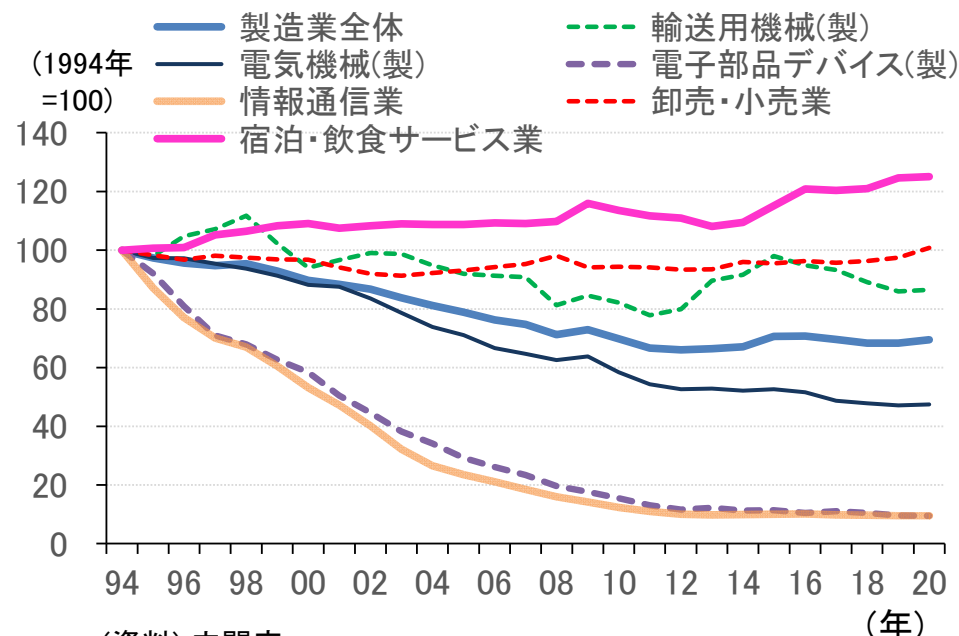
- 生産性が**上がりやすい業種**(例えば電子部品・デバイス)は概して価格が低下し、業種としての**交易条件が悪化**する傾向(逆は逆)。
- 生産性が上がりにくい業種の実産性を引き上げることだけにこだわるのは不適當。生産性を高められる業種がさらにそれを高め、その成果が交易条件を通じて他業種に波及する循環を強めることが、**マクロの実産性**の観点からは重要。

【業種別労働生産性(時間当たり)】

【業種別デフレーター】



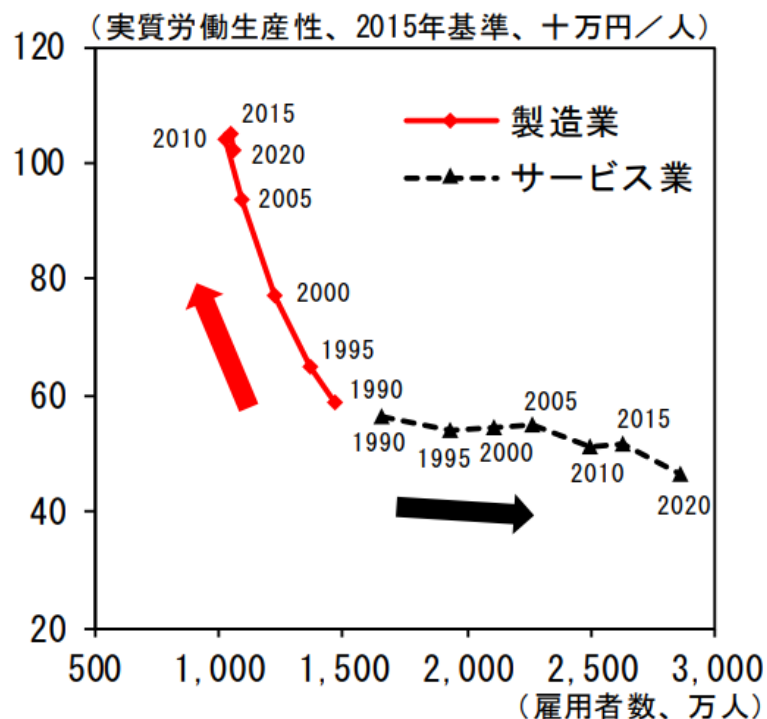
(資料) 日本生産性本部



(資料) 内閣府

「生産性の高い業種に雇用を移す」という考え方でマクロの生産性を論じることはできない

(図表 19) 産業別の雇用者と生産性



(注) 日本の値。

(出所) 内閣府

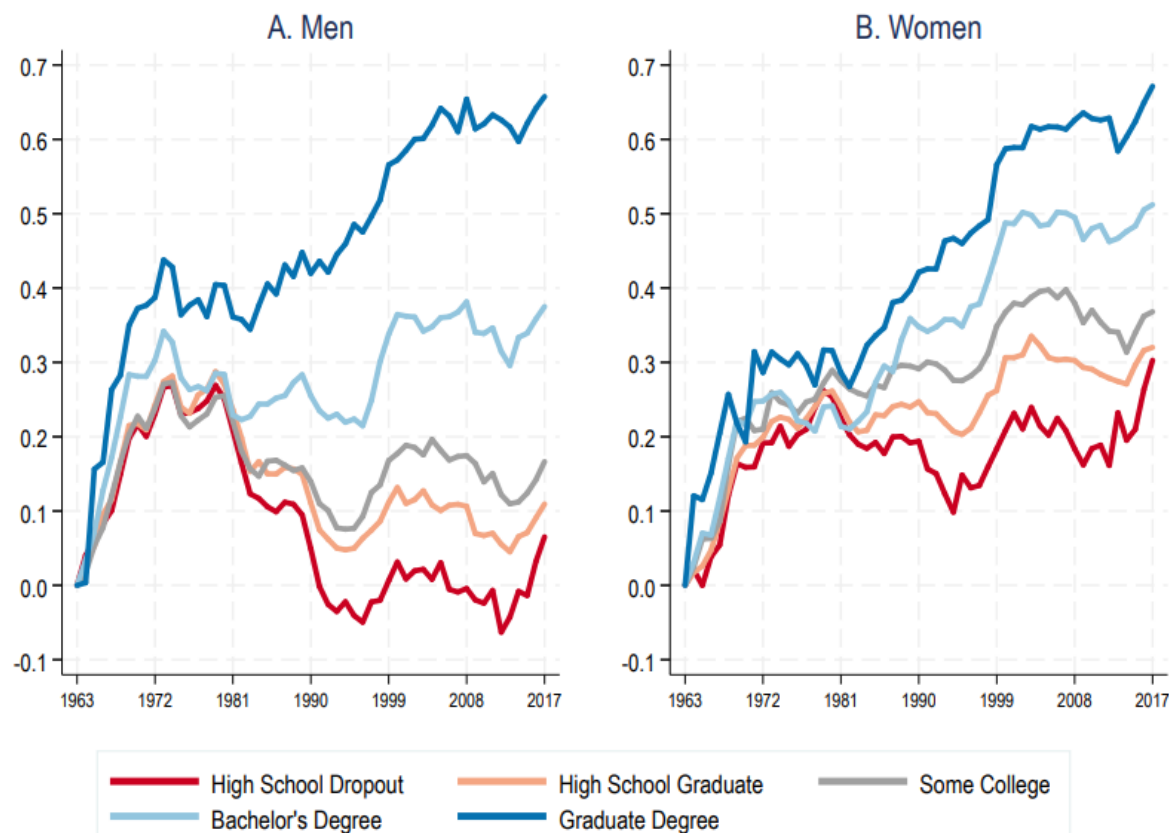
(資料) 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ「わが国の賃金動向に関する論点整理」(2023年2月)より転載。

- 「**実質**」の生産性は**業種別のデフレーター**を用いて計算される。急速な技術革新が起こりやすい業種(半導体・電子部品など)では、デフレーターは急速に低下し「**実質**」付加価値が急成長する形に計算される。
- 一方、資本や労働の移動にとって意味のある比較は、あくまで**名目値**(名目の投資リターン、名目賃金)。
- さらに、同じ名目付加価値が得られる場合でも、**資本集約的**な産業では労働生産性が高く、**労働集約的**な産業では労働生産性が低くなる。付加価値を創造する力において両者に優劣はなくても、**雇用吸収力**はおのずから異なる。
- また、付加価値を生めるかどうかは結局は**需要次第**。どんな業種でも過剰供給になれば、稼働率が低下し労働生産性は落ちる。
- 結局、各セクターの**需要と供給がかみ合いバランスがとれた**状態のときに、経済は最も発展・成長する。

断続的に生じる各種のショックに対して、**速やかにバランスを回復できる**経済が強い。新陳代謝やリスクリングが重要であるのはその通り。

米国の階層別賃金： 技術進歩で実質賃金がかえって低下する人たちもいる

Figure 1: Cumulative Change in Real Weekly Earnings of Working Age Adults Ages 18-64, 1963-2017



Autorのペーパーでは、技術進歩やグローバル化の影響により、中程度のスキルを持っていた人たちがより単純労働の職しか得られなくなり、中間層の実質賃金が低下したと主張。

David Autor "WORK OF THE PAST, WORK OF THE FUTURE", Working Paper 25588, February 2019 より転載

アセモグル教授の指摘

In Search of a New Political Economy (Daron Acemoglu, Project Syndicate April 7, 2023)

- 米国がソ連を凌駕したのは必ずしも市場メカニズムのおかげではない。米国では**政府がイノベーションを積極的に支援**した。研究開発に単に補助金を与えるだけでなく、技術革新の方向性にも影響を与えた。
- (繁栄していた頃の米国は)強い労働組合と最低賃金により、労働者への**公正な分配が制度化**されていたし、**財政の再分配機能**により格差拡大が防がれていた。
- 完全に自由な市場が**社会的に望ましいイノベーション**を生み出すとは限らない。**適切に規制**されてこそ市場経済は最も良く機能する。
- 技術で労働を置き換えれば**生産性は上昇**するが、それが**繁栄の共有 (shared prosperity)**につながるとは限らない。制度的に許される限り、企業(資本)側には、**労働を代替する技術**を開発して自分たちだけが**利益を得ようとするインセンティブ**が働く。
- したがって、繁栄の共有には正しい技術(technology)、制度(institutions)、規範(norms)が必要である。
- 市場メカニズムでは、**技術で労働を置き換える投資が過剰に促進**され、働くことの価値を高める投資が過小になる可能性→気候変動問題と同種の「**市場の失敗**」が起きている可能性→**政策でインセンティブを変える**必要性。

アセモグル教授は共著の新刊でも市場メカニズムの限界を強調

Power and Progress, Daron Acemoglu and Simon Johnson

(以下はラナ・フォルーハーのFTコラム(2023年4月10日)で紹介された内容)

- 一般に新古典派理論では、①技術進歩は平均賃金の上昇をもたらす、②格差が生じるとしても低所得層の賃金も上がる、と考える。「生産性バンドワゴン」とでも呼ぶべきこの考え方は正しくない。
- 労働節約型の技術革新は、それによって余剰になる労働力を再教育and/or再雇用する社会的なインセンティブないし強制力が備わっていない限り、ROEを高めても賃金や雇用は低下させる可能性がある。

(講演者注) 総需要を常に強めにして慢性的な人手不足状態を維持できれば、再教育and/or再雇用のインセンティブが高まるとは言えるかもしれない。いわゆる「高圧経済論」。ただ、その状態が持続可能かどうかの問題がある(なお、高圧経済論は低インフレ・長期停滞の米国で注目された議論)。

- 「電力」のようなイノベーションはミドルクラスを生み出し賃金の上昇を促進した。実際、1920～60年代はニューディール政策や労働組合の強化とあいまって、賃金が上昇。
- 1970年代以降は「そこそこの自動化(so-so automation)」により、生産性の上昇ほどは賃金が上がらない状況に。それをもたらしたのは、労働組合の弱体化、反トラスト法の骨抜き化、負債優遇の会計基準、アウトソースの活発化など。

なぜ今「人的資本経営」なのか： ミクロ(企業経営)の視点

人的資本経営とは

人材を「資本」として捉え、その価値を最大限に引き出すことで、中長期的な企業価値向上につなげる経営の在り方

企業を取り巻く環境の変化

- 第四次産業革命などによる産業構造の急激な変化
- 少子高齢化や人生100年時代の到来
- 個人のキャリア観の変化
- デジタル化や脱炭素化
- コロナ禍における人々の意識の変化

投資家との対話環境の変化

- 企業価値向上に向けた**人的資本**の**非財務情報**の活用
- 2021年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂(人的資本に関する記載)

経営戦略と適合的な人材戦略(経営戦略と人材戦略の連動)

- 事業ポートフォリオの変化を見据えた人材ポートフォリオの構築
- イノベーションや付加価値を生み出す人材の確保・育成、組織の構築

⇒ 人材版伊藤レポート(2020年9月)、同2.0(2022年5月)

(資料) 経済産業省ウェブサイトより講演者作成

なぜ今「人的資本経営」なのか： マクロ(経済成長)の視点

人への投資と分配(新しい資本主義に向けた計画的な重点投資の一項目)

1. 賃金引き上げの推進
2. **スキルアップ**を通じた**労働移動の円滑化**
3. 貯蓄から投資のための「資産所得倍増プラン」の策定
4. 子供・現役世代・高齢者まで幅広い世代の活躍を応援
5. 多様性の尊重と選択肢の柔軟性
6. 人的資本等の非財務情報の株式市場への**開示強化**と指針整備

成長分野への円滑な労働移動

労働生産性の向上

更なる賃金上昇

➤ 従業員、経営者、教育サービス事業者などから募集したアイデアを踏まえ、3年間で4,000億円規模の施策パッケージ。

5年間で1兆円に拡充

- 非正規雇用を含め、能力開発支援、**再就職支援**、**他社への移動**によるステップアップ支援
- 約100万人程度が利益を受けると想定。
- **Off-JT**の研修費用を早期に少なくとも**倍増**させ、更にその上を目指す。

デジタル分野中心の人的投資

付加価値の向上

賃上げ

地域が抱える課題の解決を牽引するデジタル人材

現在100万人

2026年度までに330万人

2022年度末までに年間25万人、2024年度末までに年間45万人育成できる体制を構築

(資料)「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」(2022年6月)等をもとに講演者作成

労働移動の円滑化を巡る論点

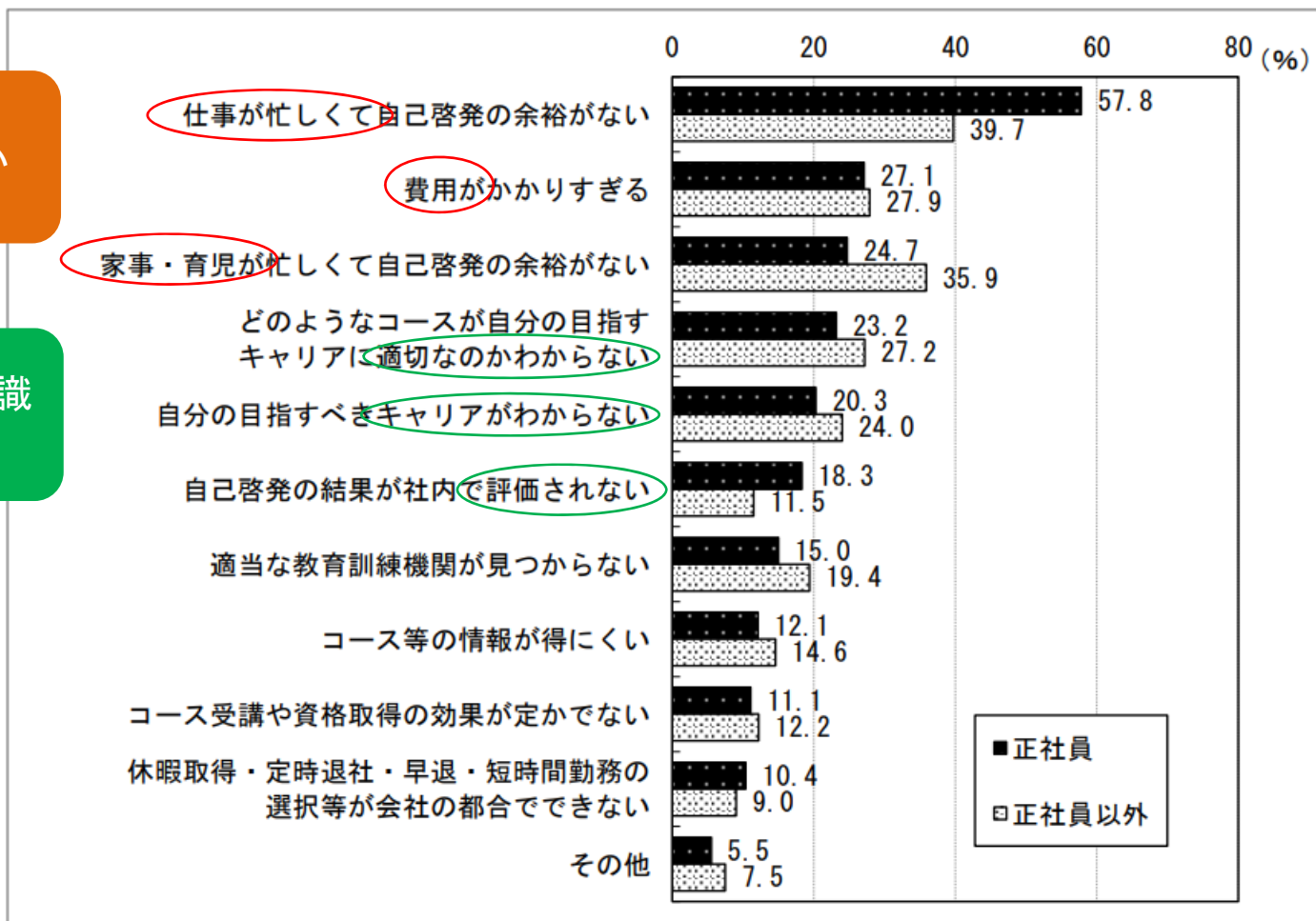
- 経済全体として限られた労働資源を適切に配置することの重要性は一段と増していく。したがって、一般論として「労働移動の円滑化」や「ジョブ型雇用システムへの移行」にマクロの生産性を高めるひとつの鍵があると考えerことは、おそらく正しい。
 - 特別のスキルアップがなくても、ミスマッチの解消だけでもマクロの生産性にはプラス寄与。
 - 一方、ジョブ型に過大な期待を抱くわけにもいかない。日本以外の先進国は基本的にジョブ型だが、それでも生産性上昇率に有意な違いは見出せない(スライド10)。移動するだけではだめ。
- リスキリングにはお金も時間もかかる。勉強したことが実際にキャリアアップにつながるのかなど、中身もその人・状況に応じて適切でなければならない。
- 既にメンバーシップ型でキャリアを積んできた人々をどうするのかという「過渡期問題」。
 - ①企業特種的なスキル(その企業で長く頑張ってきた、残業・転勤をいとわない、忠誠心・協調性が高い)が評価されてきた人の評価が相対的に下がる、②優秀な中途採用者に仕事・ポストを奪われる人も出てくる、などの問題。⇒中高年の賃金問題
- ジョブ型の「入口問題」をどうするのか。
 - ジョブ型は新卒時点で一定のスキルがある(即戦力である)ことが前提。
 - メンバーシップ型のもとで企業が担ってきた事実上の若年教育機能を誰が担うのか。
 - 社会が求めるスキルと新卒者スキルのミスマッチをどう最小化するか(学校のあり方)。

従業員の自己啓発任せでは、時間がないうえに効果も認識しにくい

図82 自己啓発を行う上での問題点の内訳（正社員、正社員以外）（複数回答）

時間と費用
(コスト)がかかる

メリットが認識
できない

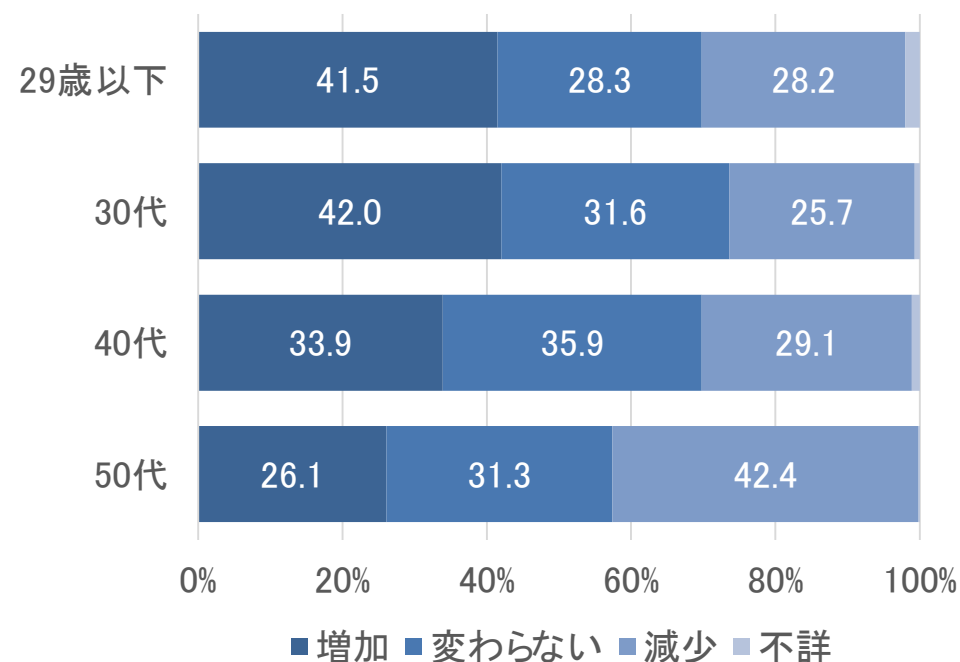


(資料) 厚生労働省「能力開発基本調査」(令和3年度)より転載

年齢別にみると、若年層の転職は賃金にプラスだが中高年層はむしろマイナス

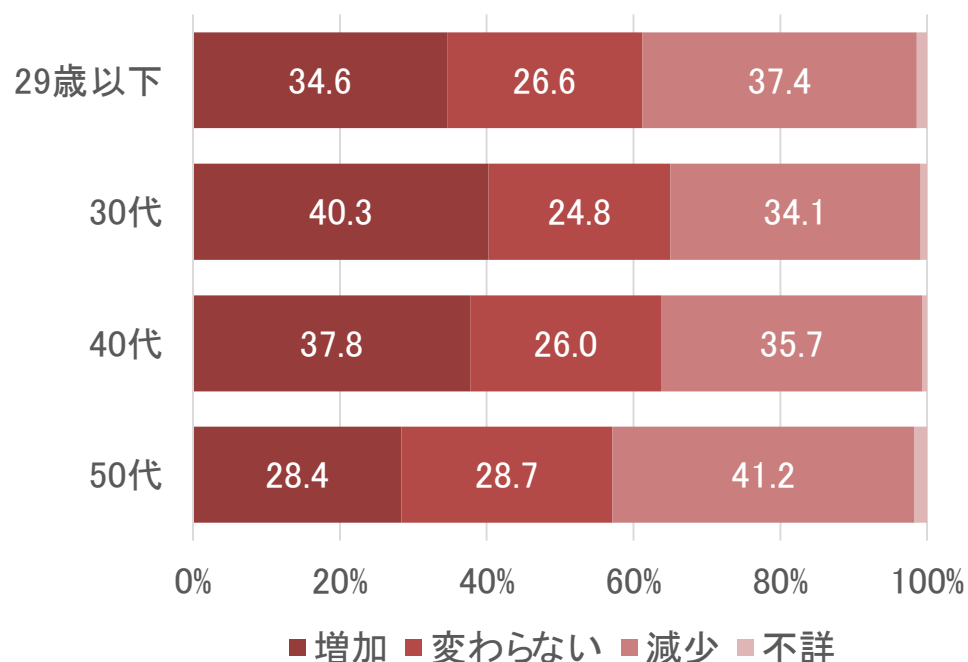
- 若年層はキャリア形成の途上にある一方、いったん賃金の上昇した中高年層は転職によるさらなる賃金上昇が困難（事実上は非自発的な転職も多い）。
- 転職率も中高年層の方が低い。白書では「こうした年齢層の人材が十分に活躍できているか」が今後の重要な課題としている。

【 転職による賃金変動(男性) 】



(資料) 経済財政白書2022年度版

【 転職による賃金変動(女性) 】



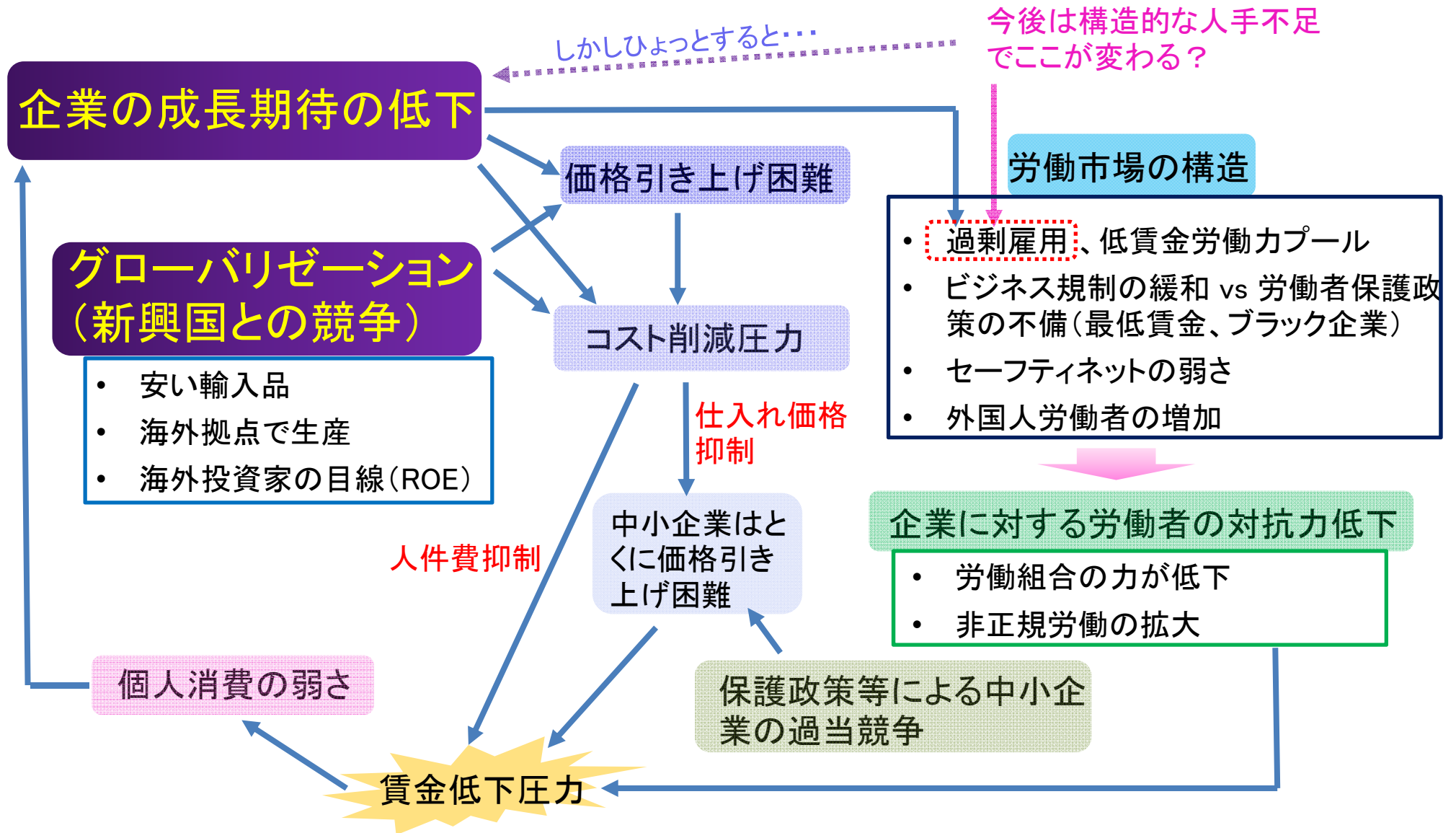
(資料) 経済財政白書2022年度版

人手不足でも賃金(実質賃金)が上がらない理由:たくさんの仮説

玄田有史編『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶応義塾大学出版会、2017年

1. 介護報酬制度における**介護職**の賃金抑制。
2. 企業が直面する**需要**の弱さ(人手は足りていないが、これ以上賃金を上げると採算が取れない)。
3. **下方硬直性**があるので**上方硬直性**もある。
4. **成果主義的**な賃金の普及。
5. コーポレートガバナンス、**株主重視**経営の強まり。
6. 就職氷河期世代(1993~2005)の賃金上がりにくい(**世代効果**)。
7. 企業がほしい人材がない(スキルの**ミスマッチ**)。
8. 平均賃金データには**構成変化**の影響も(パート、有期雇用、女性、高齢層)。
9. 非正規労働者の**技能形成**の場がない(時間がない、お金がない……)。
10. **社会保険料**の雇主負担が増加している。
11. **メンバーシップ型企業**の中高年賃金は転職で低下。

賃金の上がりにくさの背景には様々な要因が絡み合っているが、**企業の成長期待**は重要



マクロの生産性はミクロの延長線上にはない。**国内市場全体の成長期待**が重要。

➤ マクロの生産性 = $\frac{\text{実質GDP}}{\text{労働投入量}}$

企業レベルの生産性については様々な処方箋があるが、「マクロ」はまた別

効率化等で労働投入量を減らせば、人々の所得が減り分子の実質GDPも減ってしまう。⇒マクロの生産性は上がらない。

GDPは需要と供給の双方で決まる。

生産性を供給サイドの強化と位置付けるのはミスリーディング。**総需要を増やす**という視点なくして「マクロの生産性」は上がらない。

成長と賃金の好循環を実現すべき

- 「デジタル」やイノベーションがマクロの生産性を引き上げるとは限らない(米国！)
- 「グリーン」はいずれにせよ進めなければならない課題。
- 脱炭素化、インフラの維持、災害に強い国づくり、医療・教育・介護の充実など、人口減少社会にも**様々なニーズ**がある。それを**国内市場の成長ストーリー**につなげていくことができるかが重要。
- 「**高い賃金を払ってでも、海外に出ていくより日本でビジネスを拡大せよ**」と株主から圧力がかかるぐらいの国にすれば、賃金は必ず上がる。

- 日本は個人消費の弱さが成長のネック
- 好循環を強めるには**家計所得の継続的上昇**が必要
- 介護・育児などへの公的支援は十分か
- 賃金の全般的な上昇には、セーフティネット、リカレント教育、職業訓練などの拡充が不可欠

ご清聴ありがとうございました！

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。