

# 不透明感を増す世界経済の針路と日本の成長戦略： 2017年度「金融班」研究活動の成果から

ふくだ しんいち  
福田 慎一

東京大学大学院経済学研究科教授 「金融班」主査

## 不透明感を増す世界経済の針路と 日本の成長戦略

2017年度の世界経済は、各国・地域で同時に回復基調が続く一方、金融政策のレジームチェンジと保護主義の台頭というリスクが顕在化した一年であった。金融政策のレジームチェンジについては、米国が先陣を切って利上げに踏み切ったほか、欧州でも金融政策の出口戦略が議論されている。また、保護主義の台頭については、米国が貿易面などで保護主義的な政策を打ち出し、中国などとの間で貿易戦争に発展しかねない危うさをはらんでいる。その結果、新興国などからの資金流出や世界貿易の停滞を招くことが懸念され、世界経済の先行き不透明感が高まっている。

このようななかで、日本経済は、財政再建や社会保障改革といった構造問題の本丸に十分に目を向けることがないまま、これまで通り金融緩和頼みでデフレを脱却するという方向性にも限界が見えつつある。金融政策に関しては、これ以上実験的な取り組みを行うことは極めてリスクが高いという指摘は少なくなく、これまでの手法の有効性や副作用についての学問的な検証が急がれる。構造問題の放置は、日本経済の将来に対する経済主体の悲観的な見通しを通じて、需要面に悪影響を及ぼしている可能性が高く、人口減少社会のなかでいかに少子化を食い止め財政再建や社会保障改革を果たすか、またイノベーションの喚起や生産性の向上を実現していくかは、金融研究者といえども無関心ではいられない極

めて重要な課題である。狭い学問的な枠組みにとらわれず、幅広い視点から金融の役割というものを再検討していかなければ、日本経済に対して有効な処方箋を提供することが難しい時代となってきている。

一般財団法人統計研究会と一般財団法人日本経済研究所は、金融の諸問題に関する大学横断的な研究交流・共同研究の場として、わが国トップレベルの金融研究者グループから成る委員会「金融班」を組成し、毎年活発な研究活動を行ってきた。2017年度は「不透明感を増す世界経済の針路と日本の成長戦略」と題して、金融班委員や外部からの報告者を招いて9回にわたる月例研究会と、海外の研究者も交えて国内外で2回にわたるコンファレンスを実施したほか、金融経済学の立場から日本経済が直面するさまざまな課題や関連する幅広い経済事象について研究報告を行い、そこから得られるインプリケーションについて活発に議論した。本稿では、その成果の一端をご紹介します<sup>1</sup>。

## 物価と金融政策を巡る状況

日本の消費者物価（除く生鮮食品）は、企業の賃金や価格設定のスタンスが依然慎重なことなどを背景に、緩慢な伸びにとどまっている。また、これに対して政府と日本銀行はアベノミクスの第1の矢の大胆な金融政策などでデフレ克服に向けた取り組みを進めている。

家計や企業の物価予想は、現実の物価の動きに大きな影響を及ぼす。服部正純氏（一橋大学）<sup>2</sup>は、日本のエコノミストの物価予想の特徴とそれが実際の

<sup>1</sup> 以降で紹介する研究報告の報告者の所属は、全て報告当時のものである。



月例研究会の光景

物価動向に及ぼす影響について分析した。近年は物価予想のばらつきが拡大しており、エコノミストの将来の物価の見方が多様化していると指摘した。また、中長期の物価予想には下方の圧力がかかっており、中長期のインフレ期待はカナダや米国と比較してもかなり低い状況にあることを確認した。

日本では物価の伸びの低い状況が続いているが、深刻な財政状況のなかで低インフレが続いているメカニズムは必ずしも明らかにされていない。中嶋智之氏（東京大学）<sup>3</sup>は、政府債務を購入する主体及びその購入資金を貸与する主体が存在する経済のもとで、物価に低下圧力がかかる状況を理論的に明らかにした。この結果を踏まえ、日本では家計が直接政府債務を所有せず、預金を通じて銀行が政府債務を取得する結果、低インフレの状況が続いていると指摘している。

物価が伸び悩むなか、日本銀行は安定的な2%の

物価上昇の実現を目指して長短金利操作付き量的・質的金融緩和を継続しているが、その有効性や副作用に関する学問的な検証が必要とされている。大瀧雅之氏（東京大学）<sup>4</sup>は、貨幣数量説では説明できない顕著なマクロ経済現象、すなわち長期にわたる量的金融緩和政策、また、同時に労働生産性の上昇が鈍化しているにもかかわらずデフレが続いている点について、世代重複モデルを構築して理論的に考察した。その結果、労働生産性の伸びが鈍化すると財やサービスの需要が減少するため、量的金融緩和政策を行ってもデフレが続くことを明らかにしている。

小枝淳子氏（早稲田大学）<sup>5</sup>は、多変量時系列モデルを用いて日本の金融政策の有効性を考察し、日本銀行当座預金の超過分へのマイナス金利適用のマクロ経済の拡張効果はそれほど大きくないが、長短金利の操作によるイールドカーブ・コントロールは一定の効果を発揮していると報告した。

<sup>2</sup> “The evolution of inflation expectations in Japan” 2017年4月月例研究会。

<sup>3</sup> “Leveraged purchases of government debt and deflation” 2018年1月月例研究会。

<sup>4</sup> “Labor productivity stagnation, the radical quantitative easing monetary policy and disinflation” 2017年9月夏季コンファレンス。

<sup>5</sup> “Macroeconomic effects of quantitative and qualitative monetary easing measures” 2018年2月月例研究会。

金融政策が実体経済に及ぼす影響は各国で異なる。筆者と田中茉莉子氏（武蔵野大学）<sup>6</sup>は、世界金融危機後においてオーストラリアドルとニュージーランドドルの為替予約の金利が米ドルより低い点について、資金の流動性リスクが増大すると実体金利がカバー付き金利平価から乖離する状況を描写した理論モデルを構築し、先進主要6ヶ国の通貨の日次データを用いた実証分析を行うことで、その要因を探った。その結果、政策金利の水準が実体金利のカバー付き金利平価からの乖離に大きな影響を及ぼし、このためオーストラリアドルやニュージーランドドルの為替予約の金利が米ドルより低いと指摘した。

## 企業の持続的な成長に向けて

金融政策に依存する成長には限界があり、日本経済が持続的に成長していくためには、企業部門の活性化が必要である。脇田成氏（首都大学東京）<sup>7</sup>は、世代重複モデル上で組合契約を考察するモデルに企業貯蓄の視点を導入して、日本経済の長期停滞の要因を探った。このモデルでは、企業利潤や賃金のみならず企業貯蓄が労使交渉により内生的に決定され、その交渉力や威嚇点など多くの変数と関連づけて分析することが可能となる。同氏によれば、このモデルを用いてバブル崩壊後の「失われた10年」を考察すると、長期停滞の主因は、不良債権問題で失われたメインバンクの事後的な救済機能が、企業の自己資本比率の上昇で代替されたためであるという結論が得られるとした。

急速に少子高齢化が進行する日本では、労働力の量的な拡大には困難が伴い、企業が持続的に成長するためには人材の質を向上させることが必要である。石原真三子氏（武蔵野大学）<sup>8</sup>は企業の教育訓練の男女間格差を分析し、オン・ザ・ジョブ・トレーニングにおける男女間の平等を図るためには、法制度の整備だけでなく、企業自らが内規の制定等の取り組みを推進しなければ実効的な効果は得られないと指摘した。

田中茉莉子氏（武蔵野大学）<sup>9</sup>は、リカレント教育を通じて人的資本が蓄積される世代重複モデルを分析した。その結果、高等教育の水準が高いほどリカレント教育の効果が大きい（小さい）ケースでは、死亡率の低下がリカレント教育の促進（抑制）を通して人的資本を向上（低下）させると指摘している。

法人実効税率の引き下げを目玉とする法人税改革は、企業の成長を高めるものとして、政府の成長戦略の柱の1つに位置付けられている。一方、日本の財政は深刻な状況にあるため、その実施にあたってはより効果的な方策を模索する必要がある。

土居丈朗氏（慶應義塾大学）<sup>10</sup>は、法人課税の転嫁と帰着について、動学的な一般均衡モデルに基づくシミュレーション分析を試みた。それによると近年の日本企業の状況をよりよく描写できるパラメータの下では、法人税改革によって生じる租税負担の変化分は時間の経過に伴い労働所得に帰着する割合が高まり、長期（定常状態）では8割近くに達する。また、今次法人税改革の効果を、法人実効税率の引

<sup>6</sup> “Monetary policy and covered interest parity in the post GFC period : Evidence from the Australian dollar and the NZ dollar” 2017年7月 APEA 第13回年次コンファレンス。

<sup>7</sup> 「企業貯蓄と賃金上昇の世代重複モデル」 2017年5月月例研究会。

<sup>8</sup> 「企業における訓練と離職率の男女比較」 2017年9月夏季コンファレンス。

<sup>9</sup> 「リカレント教育を通じた人的資本の蓄積」 2017年9月夏季コンファレンス。

<sup>10</sup> “Incidence of corporate tax and optimal capital structure : Simulation of dynamic effects of tax reform in Japan” 2017年9月月例研究会。

き下げの影響と事業税付加価値割税率及び事業税資本割税率の引き上げによる影響とに分けて分析し、法人実効税率の引き下げにより限界的に増える労働所得が、事業税付加価値割税率だけでなく広義の資本課税である事業税資本割によっても減殺されることなどを明らかにした。

企業活動はライバル企業の行動特性の影響を受け、それに伴い企業の成長も左右される。中島賢太郎氏（一橋大学）<sup>11</sup>は、仲卸業者の異質性とクジで店舗の位置が決定されるという東京築地市場の特徴に注目して、買い物の外部性と近隣の店舗が及ぼす効果について実証的に分析した。その結果、近隣の店舗の多様性が増すほど小規模な店舗の業績にプラスの効果が及び、逆に大規模な店舗にはそのような効果がみられないことを示した。また、その効果は、同じ通路に面して買い物客の流れを共有できる近隣の店舗間でみられることも明らかにした。

## アジア新興国の動向と展望

アジア新興国では堅調な成長が続き、生産拠点や消費市場としてのプレゼンスが高まっている。今後の日本の成長を考えるうえで、競争相手であると同時にパートナーでもあるアジア新興国とどのように向き合っていけば良いかは重要な論点の1つである。

なかでも2010年に日本を抜いて米国に次ぐ世界第二位の経済大国となった中国の台頭は世界経済や日本経済に大きな影響を与えている。Doo Won Lee氏（延世大学）<sup>12</sup>は、中所得国の仲間入りをした中国

について、日本や韓国などの高所得国との比較を通して中所得国の罠に陥らないための要件を提言した。それによれば、中国は安い労働力などのアドバンテージをいつまでも維持することはできず、既存の生産要素のより効率的な活用、生産要素の新産業への円滑な移動、労働者1人当たりの資本ストック量の増加に伴う資本の深化、イノベーションの促進、が中所得国の罠を回避するための鍵であるとした。

中国経済の拡大に伴い人民元の国際化は徐々に進んでいるが、近年は資本流出の懸念や元安圧力などを背景にそのペースが鈍化している。Nathalie Aminian氏（ルーアン大学）<sup>13</sup>は、古代シルクロードにおける交易で中国の通貨が価値交換媒体として重要な役割を担っていた歴史を検証しつつ、現在中国が推し進める一帯一路構想が人民元の国際化に寄与するのかを検討した。集積と地理研究の新しい潮流を踏まえたモデルによって一帯一路構想地帯におけるインフラ整備が生産や貿易に及ぼす影響を分析した結果、貿易の拡大やインフラ整備に伴う投資の拡大が人民元の需要を喚起すると結論づけている。

視点をミクロレベルに転じると、中国企業は日本企業のパートナーであると同時に有力な競争相手として台頭している。中国では、政府の意向が強く働く国有企業が大きな存在感を発揮しているが、その実体は明らかになっていない部分も多い。花崎正晴氏（一橋大学）<sup>14</sup>は、中国の上場企業について株主や取締役会における政府のプレゼンスと企業のパフォーマンスの関係を分析した結果、政府の持株比率は企業業績と非線形なU字関係にあることを示し

<sup>11</sup> “Identifying neighborhood effects among firms : Evidence from location lotteries of the Tokyo tsukiji fish market” 2017年10月月例研究会。

<sup>12</sup> “Revisiting China’s MIT (middle-income-trap) argument” 2017年11月月例研究会。

<sup>13</sup> “Internationalization of the use of Chinese currency : Perspectives from the new and the ancient silk roads” 2017年12月月例研究会。

<sup>14</sup> “Corporate governance and corporate performance under market socialism : Empirical analysis of listed companies in China” 2017年9月夏季コンファレンス。



月例研究会の光景

た。また、企業の CEO 及び独立取締役を政府と関係性を有しているか否かという基準で分類して、その属性と企業業績の関係を分析した結果、独立取締役の属性が業績に与える影響は軽微である点も指摘した。

アジア経済の存在感が高まるにつれて、その動向が世界経済に及ぼす影響も大きくなる。筆者と田中茉莉子氏（武蔵野大学）<sup>15</sup>は、過去20年においてアジアの金融市場の変動が世界経済に及ぼす影響について検証した。株式市場を対象にグローバル・ベクトル自己回帰モデル（GVAR モデル）を用いて分析した結果、世界金融危機以降アジア新興国の株式市場の変動が世界の株式市場に及ぼすインパクトは大きくなっており、その波及効果は金融セクターよりむしろ製造業で大きいとの結論を得た。また、為替市場についても分析し、世界金融危機以降でアジア新興国の為替市場の変動が世界の為替市場に及ぼす影響が大きくなり、特に中国の金融政策は先進国の為替市場にプラスの効果を与えていることも明らかにした。

## リスクの把握と管理の重要性

2018年はリーマンショックが起きてからちょうど10年の節目の年にあたる。世界金融危機発生の背景となった金融面のリスクはもとより、経済を取り巻くさまざまなリスクを適切に管理することは、実体経済の発展にとっても極めて重要である。

2008年の世界金融危機の背景にあったバブル経済の膨張が経済全般の現象であったのか、あるいは一部のマーケットで起きた特異な事象であったのかという問題は、バブル経済の本質を理解するにあたっての重要な論点である。山本庸平氏（一橋大学）<sup>16</sup>は、バブル経済の実態を探るための統計的な分析アプローチを検討し、標準的に用いられる分析手法である PANIC（panel analysis of non-stationarity in idiosyncratic and common component）の問題点を指摘したうえで、その課題を克服する分析手法として CS approach（new cross-sectional approach）を提案した。

金融危機などを発端とする経済ショックやイベント

<sup>15</sup> “The impacts of asian financial markets on global economies” 2017年7月 APEA 第13回年次コンファレンス。

<sup>16</sup> “Testing for speculative bubbles in large-dimensional financial panel data sets” 2017年7月月例研究会。

トは、経済にさまざまな影響を及ぼす。小川英治氏（一橋大学）<sup>17</sup>は、1999年の欧州単一通貨ユーロの導入や2008年の世界金融危機が、主要先進国通貨の交換手段や価値保存などを包含する効用にどのような影響を与えたのかを分析した。同氏によればユーロ導入以降米ドルと比較してユーロの効用が相対的に上昇する一方、日本円の効用は低下基調にあったことを示している。また、日本円の効用は世界金融危機後にさらに低下し、国際通貨としての地位が低下している。

櫻川昌哉氏（慶応義塾大学）と櫻川幸恵氏（跡見学園大学）<sup>18</sup>は、先進国の債務残高がなぜ高水準を維持できるのかという問題意識に基づき、1985～2014年のデータをもとに非線形反応関数を用いて先進23カ国の財政的な余地（fiscal space）を推計した。その結果、日本、ポルトガル、ギリシャを除く国は財政的な余地を有し、実質GDP成長率と比較して相対的に低い実質金利がそれを可能にしていると指摘した。そのうえで、日本では財政リスクをヘッジできる他の安全資産の供給が乏しいことや実質金利がマイナスとなっていることを背景に、高水準の債務残高の維持が可能になっていると結論づけた。

近年は一般社会において環境意識が高まっている。環境規制が厳しくなると同時に環境に対する企業の責任も厳しく問われるようになり、環境問題や環境リスクへの取り組みが企業経営の1つのポイントとなっている。作道真理氏（日本政策投資銀行）<sup>19</sup>は、個人へのアンケート結果に基づき、勤務先企業の環境保護への取り組み度合い（環境マネジメントシステム）と家庭での環境保護の取り組みの関係に

ついて分析している。その結果、環境保護の活発な企業に勤務する家庭ほど環境保護への取り組みが積極的であり、企業の環境マネジメントシステムが家庭の環境保護活動を促進していると指摘している。

## 結 び

先進国を中心とする金融政策のレジームチェンジや保護主義の台頭をはじめとする外的な不確実性は高まっている。しかし、日本の企業経営者や消費者にとっては、人口減少に対応した抜本的な経済社会システムの再構築に踏み出せない我が国の政策運営こそが最大の不確実性であり、投資や消費が伸び悩む原因となっている。2017年度の研究報告から示唆されることは、いまこそ我が国は実のある成長戦略や構造改革を着実に進め、マクロとミクロ両面でリスク耐性の強い経済を構築していくことではないだろうか。先送りされている財政再建や社会保障改革の抜本的な改革、大規模な金融緩和からの出口戦略、人口減少下での需要喚起や人材不足など供給面の課題解決を図っていく必要があり、引き続き成長戦略や構造改革を通して、持続可能な経済社会システムを構築していくことは喫緊の課題である。これまで「金融班」の研究活動の母体となってきた一般財団法人統計研究会は2018年3月末をもって解散することとなったが、今後も新たな体制で「金融班」研究活動は継続する。不透明感を増す世界の金融経済情勢、そのもとでの日本の成長戦略や日本経済が直面する諸課題について検討すべく、金融経済学の立場から最新の研究成果について議論を深め、必要な知見の蓄積に引き続き貢献して参りたい。

<sup>17</sup> “Declining Japanese yen and inertia of the US dollar” 2017年7月 APEA 第13回年次コンファレンス。

<sup>18</sup> “Absence of safe assets, large sovereign debt, and low bond yields” 2017年7月 APEA 第13回年次コンファレンス。

<sup>19</sup> “Seemingly unrelated intervention : Environmental management systems at workplaces and energy conservation behaviors at home” 2017年9月夏季コンファレンス。