

長期経済停滞を脱するための方策 ～まずは前向きな意識を持つことから～

放送大学
井上知行
2021年3月

目 次

1. はじめに	… 3
2. 潜在成長率の三要素からみたバブル破裂後の長期停滞	… 4
3. 長期停滞がもたらした保守的な考え方	… 18
4. 統計数値からみるポジティブ思考への変化の芽生え	… 30
5. 変革の時代を生き抜くために何をすべきか(課題)	… 52
6. おわりに	… 60

1 はじめに

バブル破裂後の日本経済は、多数の大企業を含む倒産や金融危機を引き起こし、長期にわたる経済停滞の時代に入った。生産年齢人口もバブル破裂から数年遅れでピークアウトし、長期にわたる減少期に入ったこともあり、潜在成長率も低下トレンドが鮮明になった。その結果、長期にわたる一人当たりGDPの伸び悩み、社会保障制度の持続性懸念、巨額の公的財政赤字という課題を惹起した。人々の意識も、保守的な方向に変化した。

バブル破裂から30年余が経過し、ミレニアル世代とZ世代と呼ばれる人々が総人口の35%を占め社会の中核となってきた。この世代は、バブル破裂時の社会経験はなくデジタル社会の中で成長している。この世代交代の中で、望ましい方向に変化しつつある事実をみつけだす。成功体験は自信につながり、チャレンジ精神を持つことができる。

3

2. 潜在成長率の三要素からみたバブル破裂後の長期停滞

4

2 まとめ

バブル破裂(1990年)を機に日本経済は長期停滞。潜在成長率も急落後に低迷。潜在成長率を構成する労働投入量、資本投資、全要素生産性ともに低迷

2-1 日本の経済成長率 - 長期停滞

- ✓ 21世紀に入り先進主要国の経済成長率低下
- ✓ 米・英・独と比べても日本の停滞ぶりが目立つ

2-2 日本の潜在成長率 - 低下トレンド

- ✓ 実質GDPは潜在成長率を中心に推移
- ✓ 潜在成長率は、バブル破裂を機に大きく低下
- ✓ 潜在成長率の3要素とも低下
- ✓ 労働投入量は主要国の中で唯一マイナス寄与

2-3 労働投入量 - 生産年齢人口減少推移

- ✓ 生産年齢人口は90年代半ばに減少期入り
- ✓ 生産年齢人口減に応じて潜在成長率も低下
- ✓ アベノミクス期も生産年齢人口減だが、潜在成長率は横這い

2-4 資本投資 - バブル破裂後は急減し低迷

- ✓ バブルのピークが分水嶺
- ✓ アベノミクス前期(2014~15)に一時的な回復
- ✓ 円高/円安にも影響を受ける傾向

2-5 全要素生産性(TFP) - バブル破裂後から急減し低迷

- ✓ バブル期のピークから波形を描きながら低下

5

2-1-1 低成長が続くG7

- ✓ 21世紀に入り、新興国に比べて主要先進国の低成長が目立つ

■ 先進7か国と新興/発展途上国の平均経済成長率推移



出所: IMFのデータをもとに筆者作成

6

2-1-2 バブル破裂以降低成長が続く日本経済

- ✓バブル破裂後の日本の経済成長率は、先進主要国の中でも低レベルで推移
- ✓景気後退期にはマイナス成長

■実質GDP成長率の推移(前年比)



7

2-2-1 経済成長率を左右する潜在成長率は1%前後に低下

- ✓実質GDPは潜在成長率を中心に推移
- ✓潜在成長率の構成要素は、労働力生産性、資本生産性、全要素生産性
- ✓1981-90年4.23%、91-2012年1.09%、13-19年0.86%

■実質GDPと潜在GDP成長率の推移 長期にわたる低下トレンド



8

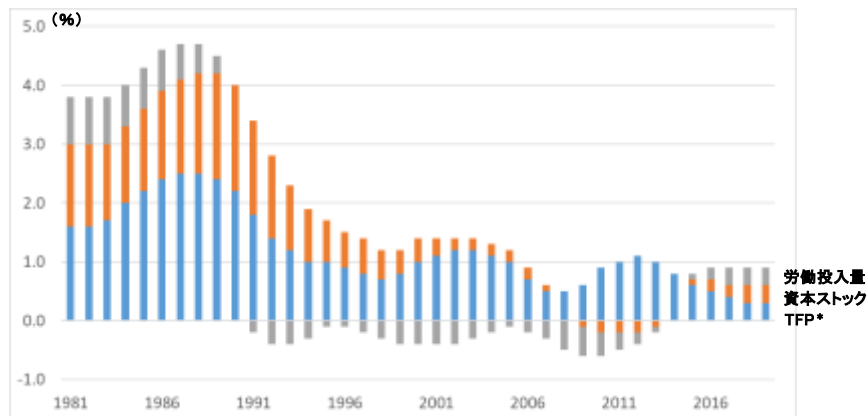
2-2-2 潜在成長率の分解

- ✓資本ストックは、バブル破裂を機に減少トレンド
- ✓TFP*も、バブル破裂とともに低下
- ✓労働投入量はマイナス寄与の年が多い

ゼロ%台中心の推移へ

■ 要素別の潜在成長率推移(前年比、寄与率)

*全要素生産性
Total Factor Productivity



出所:内閣府「潜在成長率」のデータをもとに筆者作成

9

2-2-3 労働投入の減少がGDP成長率を引き下げ

- ✓日本は6か国で唯一、労働投入増加の寄与がマイナス
- ✓資本投入増加の寄与度は低いドイツ並
- ✓TFP*の寄与度も低い英・ドイツ並

*全要素生産性

■ 日・米・中・韓・英・ドイツとの生産性要素寄与度比較

(単位:%)

	日本	米国	中国	韓国	英国	ドイツ
GDP成長率	0.86	1.96	9.47	4.44	1.84	1.23
労働投入増加の寄与	-0.22	0.18	0.61	0.28	0.54	0.13
資本投資の寄与	0.46	0.88	5.41	1.58	0.66	0.47
TFPの寄与	0.62	0.90	3.45	2.58	0.64	0.63

注: 2000~14年の平均的な伸び率

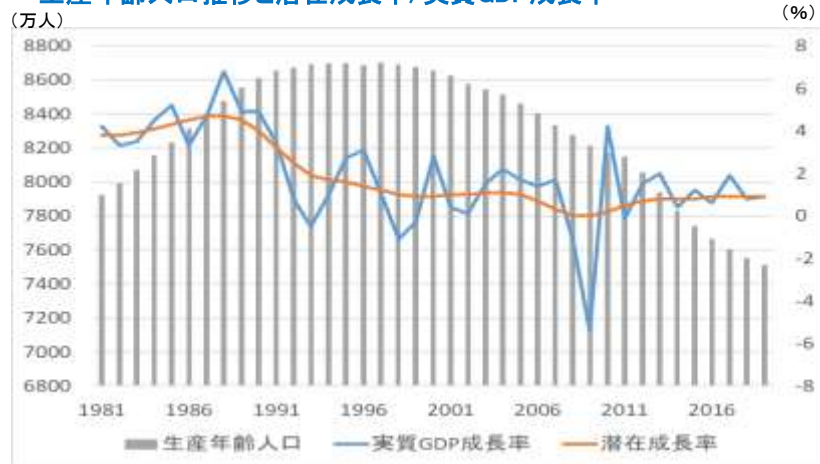
出所: 中国以外は、「OECD Compendium of Productivity Indicators 2019」、
中国は、宮川努 2018/11 p60, 62 「生産性とは何か - 日本経済の活力を問いなおす」のデータをもとに筆者作成

10

2-3-1 生産年齢人口は長期逡減時代入り

- ✓日本の生産年齢人口は、90年代半ばをピークに毎年減少する
- ✓1981-90年0.90%、91-2012年-0.30%、13-19年-1.00%
- ✓2000～19年の平均減少率0.74%

■生産年齢人口推移と潜在成長率/実質GDP成長率



11

2-3-2 生産年齢人口減に呼応して潜在成長率も低下

- ✓生産年齢人口が1%減少すると潜在成長率は1.8%下押し
- ✓アベノミクス期も生産年齢人口減だが潜在成長率維持

■生産年齢人口伸び率と潜在成長率の関係(1981～2019年)



12

2-4-1 資本投資も停滞

✓1981-90年8.8%、91-2012年0.3%、13-19年1.4%

バブル破裂後は資本投資が停滞

プラザ合意(1985)後と
リーマン危機時の円高

■減価償却費と減価償却費伸び率



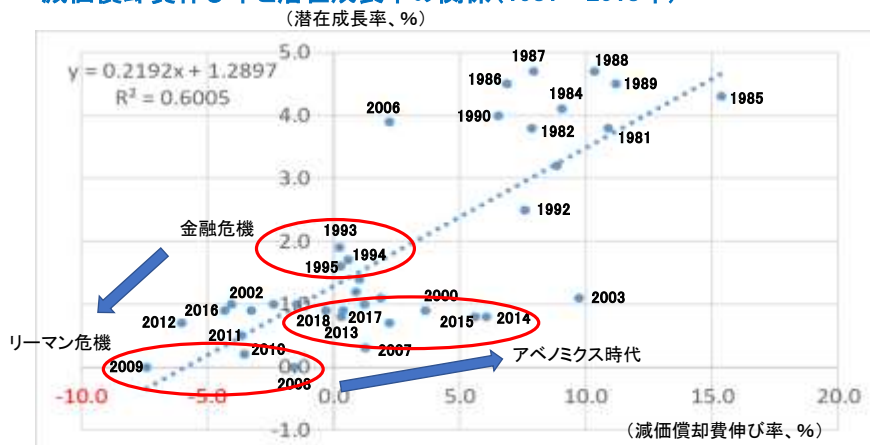
13

2-4-2 低下傾向の減価償却費伸び率はアベノミクス前期に若干持ち直し

- ✓減価償却費1%増につき潜在成長率は0.2%上昇
- ✓バブル期→金融危機→リーマン危機と低下トレンド
- ✓アベノミクス前期は5%台まで戻した
- ✓アベノミクス後期はゼロ%台に逆戻り

期待感が強かったア
ベノミクス前期は資本
投資も回復傾向

■減価償却費伸び率と潜在成長率の関係(1981~2018年)



14

2-4-3 為替レートにも影響を受ける資本投資

- ✓円安期には資本投資が増える
- ✓円高期には資本投資は減る

円安は資本投資増を通じて生産性向上に寄与

■減価償却費伸び率と円ドル為替レート変化率



出所：財務総合政策研究所の法人企業統計と三菱UFJ銀行の円/ドル為替レートTTM年平均データを使用して筆者作成

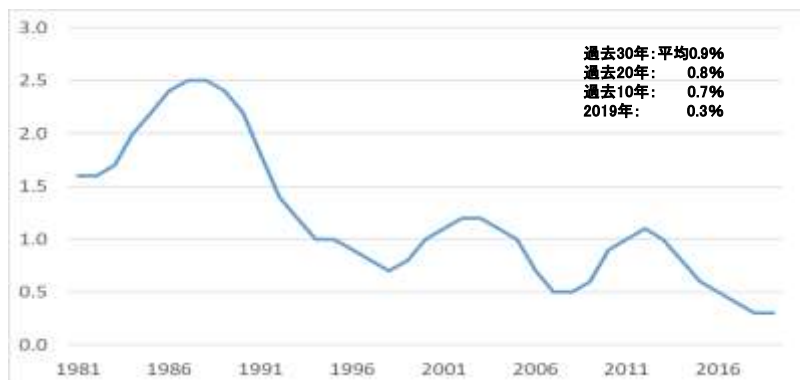
15

2-5-1 低下トレンドが続く全要素生産性

- ✓TFPのピークは87-88年の2.5%
- ✓10年前後の波長で下降トレンド
- ✓2019年は0.3%に低下

デジタル化の遅れ
労働力増は女性/高齢者
設備年齢上昇

■全要素生産性上昇率の推移



出所：内閣府「潜在成長率」のデータをもとに筆者作成

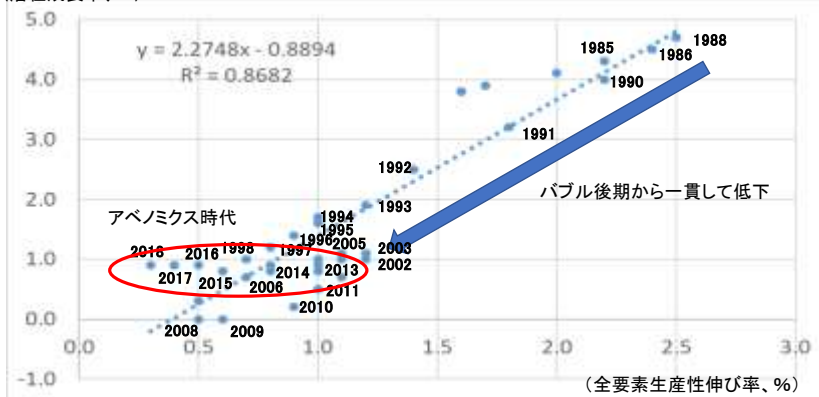
16

2-6-2 アベノミクス期もTFPは低下トレンド

- ✓TFP1%増につき潜在成長率は2.2%上昇
- ✓TFPは1988年をピークに一貫して低下
- ✓アベノミクス時代もTFPは低下

■全要素生産性伸び率と潜在成長率の関係(1981~2019年)

(潜在成長率、%)



出所: 内閣府「潜在成長率」のデータをもとに筆者作成

17

3. 長期停滞がもたらした保守的な考え方

18

3 まとめ

バブル破裂(1990年)と金融危機(1997-8年)に加え、生産年齢人口の減少期入り(1995年)をきっかけにした経済の長期低迷により、企業/家計ともに経済成長について保守的な考え方が定着

3-1 直線本能 - 新規事業や設備投資を抑制

- ✓生産年齢人口は減少に転じ長期労働生産性低下し続けるという推量
- ✓ファンダメンタルズ悪化により経済成長率1%前後の低迷が続くという推量
- ✓肯定的な経営マインドを持つ経営者の割合は主要国に比べ低率
- ✓保守的な経営方針は、企業の設備投資計画を押下げ

3-2 ネガティブ本能 - 増税懸念や財政赤字の持続性懸念

- ✓GDPの2倍を超える国債残高は一層拡大するという考え
- ✓基礎的財政収支は黒字化しないという考え
- ✓世界的にも突出した一般政府債務は持続的ではないという考え

3-3 恐怖本能 - 国内消費を抑制

- ✓現行の公的年金調整制度を維持できなかった場合の恐怖
- ✓十分な準備なく老後を迎えてしまう恐怖

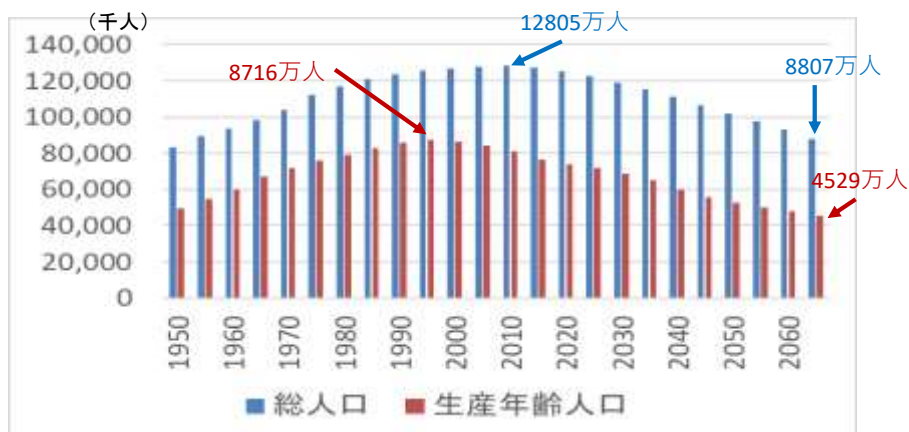
19

3-1-1 長期減少トレンドの生産年齢人口と総人口

- ✓生産年齢人口は1995年頃をピークに長期減少期入り
- ✓総人口も2010年頃に減少期入り

確信に近い直線本能

■ 生産年齢人口と総人口の推移



出所: 国立社会保障・人口問題研究所のデータをもとに筆者作成

20

3-1-2 低成長の継続は固定概念化

✓企業の向こう3年の成長期待は1990年末以来ずっと1%程度

↑
直線本能

■ 上場企業による今後3年間の実質経済成長率見通し



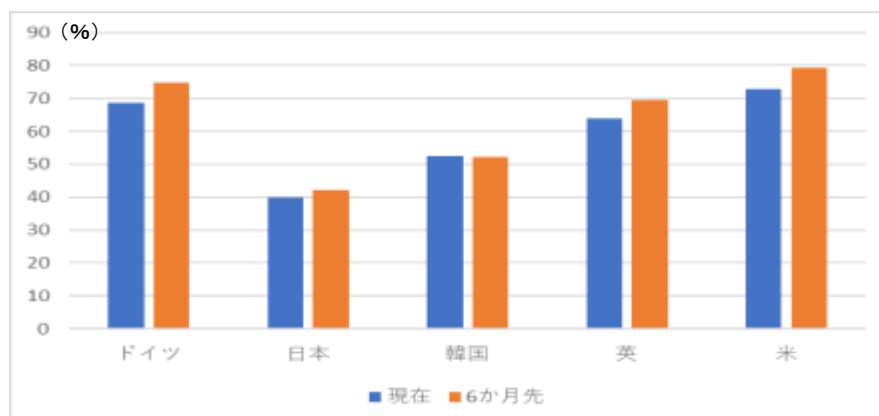
出所: 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」のデータをもとに筆者作成

21

3-1-3 日本の経営者マインドは保守的

✓日本の経営者は先行き見通しについて最も慎重

■ 現状と6か月見通しに肯定的な経営者の割合(男性経営者)



出所: OECD "Running a business current state / future outlook, % of positive answers, 2018-2019" データをもとに筆者作成

22

3-1-4 保守的な経営方針は企業の設備投資に影響

- ✓企業の向こう3年の設備投資計画は過去3年の実績値より低い
- ✓設備投資計画と実績には1～2年程度のタイムラグがある

■ 上場企業による過去及び今後3年間の設備投資



出所: 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」のデータをもとに筆者作成

23

3-2-1 国家財政の持続懸念

- ✓国債残高は2021年度1129兆円に達する
- ✓コロナ禍により21年度予算以降も追加財政出動の可能性

国家財政の持続懸念

■ 国債発行額と残高の推移



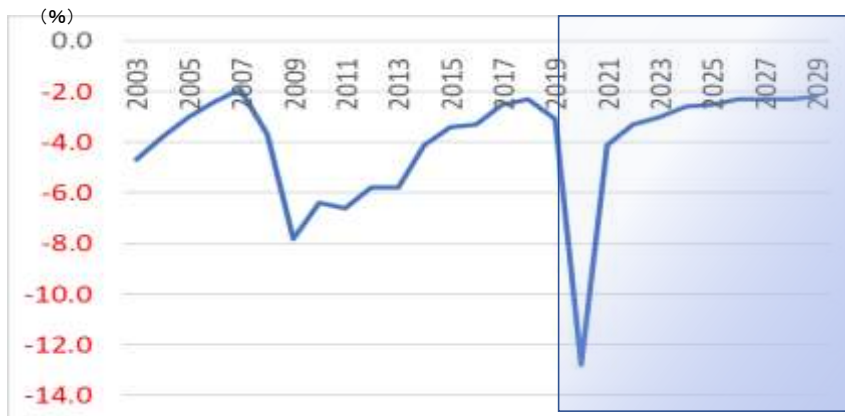
注: 2020年度は第3次補正、2021年度は一般会計予算を反映した発行計画と残高
出所: 財務省「国債管理レポート2020」と「令和3年度国債発行計画の概要」をもとに筆者作成

24

3-2-2 財政赤字は将来にわたり継続

- ✓基礎的財政収支は長期に渡り赤字を継続してきた
- ✓基礎的財政収支は黒字化しない

■ 基礎的財政収支の推移(ベースラインケース=GDP成長率1.5%)



注：2020年度の第2次補正までを反映

出所：財務省「国債管理レポート2020」と「中長期の経済財政に関する資産 令和2年7月」をもとに筆者作成

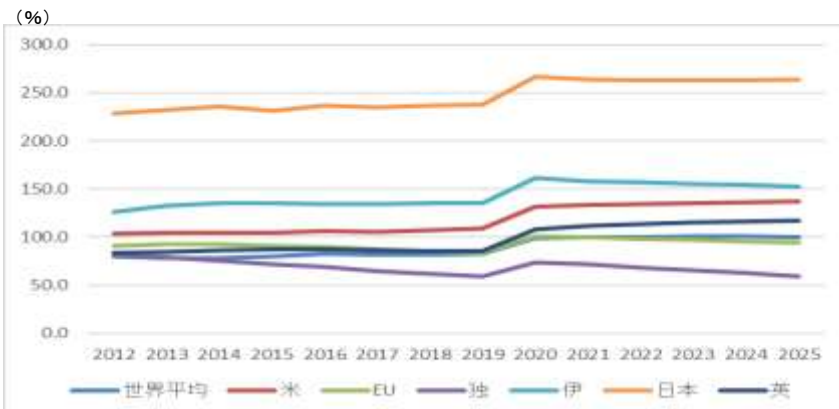
25

3-2-3 国家財政の持続懸念

- ✓日本の一般政府債務はGDPの260%超
- ✓日本の債務残高は、主要国と比べても突出して高い水準

国家財政の持続懸念

■ 一般政府債務の推移(対GDP比)



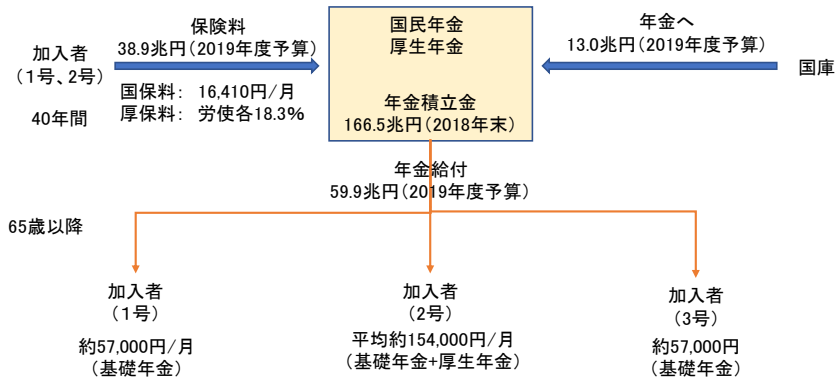
出所：IMF「World Economic Outlook Database」のデータをもとに筆者作成

26

3-3-1 年金制度への2つの恐怖

- ✓現行年金制度が存続するかどうか不明
- ✓公的年金給付のみでは老後生活費不足。特に、1・3号世帯

■公的年金の収支構造と年金給付



出所:厚生労働省「公的年金の規模と役割」をもとに筆者作成

27

3-3-2 現行の給付調整制度を維持できない恐怖

- ✓所得代替率50% **を下回ることなくマクロ経済調整終了するには、最低ケースⅢが必要
- ✓ケースⅢは、TFP0.3%が上昇して23年度以降は1.2%になり、29年度以降0.9%が前提

TFP1.2%は挑戦的な目標

**「次期財政検証までの間に所得代替率50%を下回ると見込まれる場合には、給付水準調整を終了し、給付と費用負担の在り方について検討を行う」(2004年改正法附則第2条)

■年金財政検証結果まとめ表

(単位:万円)

	全要素生産性上昇率	物価上昇率	名目賃金上昇率	実質運用利回り	実質経済成長率	所得代替率	夫婦基礎	夫厚年	年度	現役男子取り収入月額	夫婦*の年金月額
ケースⅠ	1.3%	2.0%	1.6%	3.0%	0.9%	51.9%	26.7%	25.3%	2046	50.6	26.3
ケースⅡ	1.1%	1.6%	1.4%	2.9%	0.6%	51.6%	26.6%	25.0%	2046	49.0	25.3
ケースⅢ	0.9%	1.2%	1.1%	2.8%	0.4%	50.8%	26.2%	24.6%	2047	47.2	24.0
ケースⅣ	0.8%	1.1%	1.0%	2.1%	0.2%	46.5%	23.4%	23.1%	2053	47.0	21.9
ケースⅤ	0.6%	0.8%	0.8%	2.0%	0.0%	44.5%	21.9%	22.6%	2058	46.7	20.8
ケースⅥ	0.3%	0.5%	0.5%	0.8%	-0.5%	38-36%	27.3%	18.8%	2052	40.7	18.8

2019 35.7 万円 現役男子の平均手取り収入月額

22.0 万円 夫:厚生年金 (25.3%*)、夫婦:基礎年金 (36.4%*)

夫婦の年金は、夫:厚生年金、夫婦:基礎年金として計算

人口の前提は、出生中位:1.44、平均寿命中位:男84.95、女91.35 (2065年)

*対現役男子の平均手取り収入月額

全要素生産性上昇率は、0.3%から徐々に上昇し、23~28年度はⅠ~Ⅲ1.2%、Ⅳ~Ⅵ0.8%。29年度以降は表中

出所:第9回社会保険審議会(2019年8月27日)資料1をもとに筆者作成

28

3-3-3 公的年金のみの老後準備で定年を迎える恐怖

- ✓公的年金額は、世帯によって大きな差
- ✓夫婦とも1号被保険者世帯の場合は、公的年金額が低い
- ✓年金支給開始までの繋ぎ資金を考慮する必要

定年後の家計に係る恐怖

■ 年金月額階級別厚生年金

受給者数:18,087,287人
平均年金月額:143,761円



■ 年金月額階級別老齢年金

受給者数:32,664,448人
平均年金月額:55,708円



注:2018年度末、厚生年金月額には基礎年金部分を含む

出所:厚生労働省「厚生年金保険・国民年金事業年報(平成30年度版)」のデータをもとに筆者作成

29

4. 統計数値からみるポジティブ思考への変化の芽生え

30

4 まとめ

ミレニアル世代とZ世代で総人口の35%を占めるようになり、経済主体の考え方が変化しつつある。日銀は金融政策総動員により資産デフレ解消を図り、自信回復を支援している。その結果、投資未経験層による証券投資やVBの設立とIPOが増加した。この動きは、巨額財政赤字の持続性向上と個人の定年後に備えた行動を可能にした。

4-1 世代交代 - 新しい考え方やスキルの人たちの増加

- ✓両世代ともバブル破裂やそれに続く金融危機の社会経験はない
- ✓両世代ともデジタルとの親和性が高い

4-2 金融政策総動員 - 財政赤字の持続と資産デフレの修復

- ✓マイナス金利政策
- ✓イールドカーブコントロール
- ✓国債等買入れ
- ✓ETFとREIT買入れ

4-3～6 肯定的な動き - 起業+新規株式公開(IPO)、資本市場

- ✓低い負債コストと巨額の成功報酬もあり起業と新規株式公開が盛んになってきた
- ✓投資未経験層の投資への前向きな取り組みがみられる
- ✓巨額財政赤字の持続性向上
- ✓定年後に備えた行動が可能になってきた

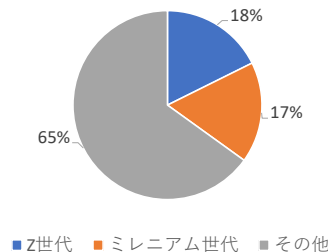
31

4-1 世代交代 ～ミレニアル世代とZ世代が経済活動の中心へ

- ✓ミレニウム世代とZ世代を合わせると総人口の35%を占める
- ✓両世代ともデジタルへの親和性が高い
- ✓両世代ともバブル破裂とその後の資産価値下落を体験していない

経済主体の考え方が変化しつつある可能性

■ミレニアル世代とZ世代の総人口(1.25億人)に占める比率



ミレニアル世代: 1980年から1995年の間に生まれた世代。2020年に25歳から40歳。その成長がデジタルの台頭とともにあった世代。インターネット環境の整備が飛躍的に進んだ時代に育ち、情報リテラシーに優れ、インターネットでの情報検索やSNSを利用したコミュニケーションを使いこなす、ITに高い親和性を持った世代。

Z世代: 1996年から2015年の間に生まれた世代。デジタルが当たり前の時代に生まれてきたことから「デジタルネイティブ」とも呼ばれる。2020年に5歳から24歳。

出所: 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口、出生一定、死亡中位2000年推計」をもとに筆者作成

32

4-2-1 マイナス金利+イールドカーブコントロール政策の継続

- ✓無担保コール翌日物は、マイナス誘導を継続
- ✓10年債利回りはゼロ%近辺でコントロール

■ 日本の政策金利と10年国債利回りの推移



出所：財務省と日本銀行のデータをもとに筆者作成

33

4-2-2 質的量的金融緩和政策の継続

- ✓日銀の資産規模は、GDPを凌駕

■ 日本銀行の質的量的金融緩和



出所：日本銀行のデータをもとに筆者作成

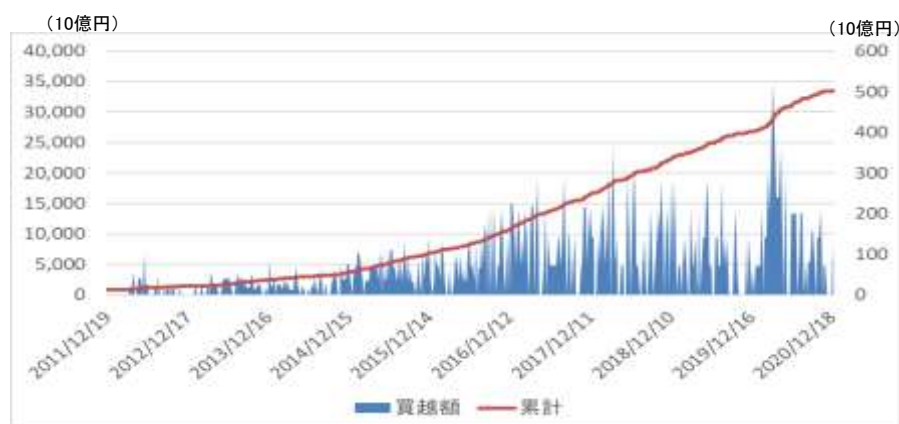
34

4-2-3 日銀はETF等買入により質的緩和

- ✓2011年から質的緩和スタート
- ✓2013年から買入量増
- ✓コロナ禍勃発時は大量買い

株式市場の自信回復

■日本銀行のETF買い入れ推移



35

4-2-4 資本市場 ～株式市場の自信回復

- ✓株式市場の時価総額は、GDPを明確に凌駕
- ✓80年代後半のバブル形成期以来の動き

株式市場の自信回復

■株式時価総額と名目GDP



36

4-2-5 為替は安定推移

- ✓安倍政権の成立と同時に円安に転じた
- ✓対米ドルで125～100のレンジで8年程度推移

■対米ドル為替レート推移



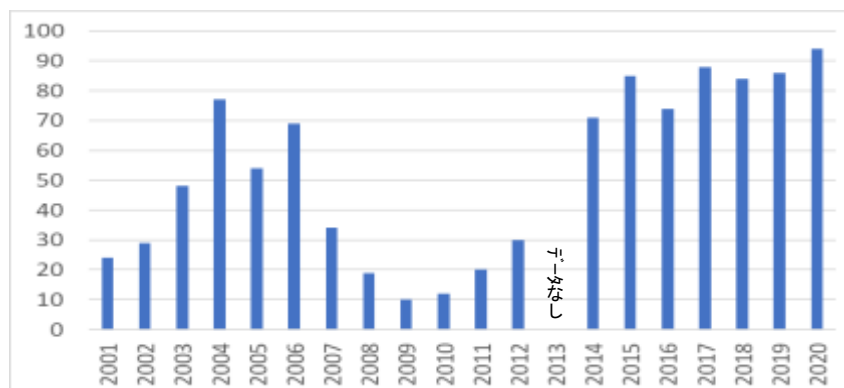
注： 実質実効為替レートは2010年を100とした指数
出所： 日本銀行のデータをもとに筆者作成

37

4-3-1 明るい経済環境下が続きIPOは増加

- ✓2014年以降は高水準かつ増加傾向で推移

■新規株式公開(IPO)件数推移(東京証券取引所)



注：東京証券取引所各市場への新規公開社数合計
出所：東京証券取引所のデータをもとに筆者作成

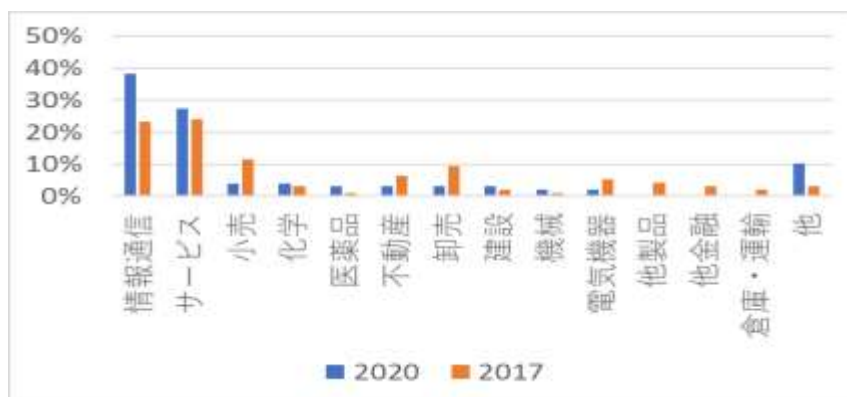
38

4-3-2 新規株式公開企業の業種は情報通信が圧倒的

- ✓情報通信とサービス業に集中(2020年65%)
- ✓情報通信業への集中度は高い伸び(2020年38%)

デジタルの実装や応用段階

■ 新規公開(IPO)企業数の業種比率



出所:東京証券取引所のデータをもとに筆者作成

39

4-3-3 デジタル変革(DX)関連企業が時価総額/会社数ともに上位

- ✓新規公開企業の時価総額上位は1000億円超

■ 2020年新規公開(IPO)企業の時価総額上位銘柄

会社名	市場	業種	事業内容	時価総額		増加率
				公開価格	2021/2/4	
ブレイド	マザーズ	情報・通信	クラウド型CXプラットフォームの提供	59,089	131,840	123%
ウエルスナビ	マザーズ	証券	ロボアドの開発提供	51,712	125,908	143%
ローランド	第一部	その他製品	電子楽器、電子機器の製造販売/輸出入	84,766	107,458	27%
SunAsterisk	マザーズ	情報・通信	デジタルクリエイティブスタジオ	25,347	94,310	272%
モダリス	マザーズ	医薬品	クリスパー技術を用いた遺伝子治療薬の研究開発	32,640	92,892	185%
カーブス	第一部	サービス	女性向けフィットネス	83,535	85,691	35%
GMOフィナンシャルゲート	マザーズ	情報・通信	クレジットC、デビットC、電子マネー、ポイント等対面決済	9,741	81,526	737%
ニューラルポケット	マザーズ	情報・通信	AIエンジニアリング	12,408	80,613	550%
雪国まいたけ	第一部	水産農林	キノコの生産、加工販売	87,670	75,277	-14%
ヤブリ	マザーズ	情報・通信	スマホアプリの開発運用分析アプリの開発運営	36,857	74,180	101%
ダイレクトマーケットミックス	第一部	サービス	ダイレクトマーケの営業ソリューション提供	54,136	64,862	20%
プレミアムエイジング	マザーズ	化学	基礎化粧品品の製造販売	36,018	60,720	69%
ココベリ	マザーズ	情報・通信	中小企業向け経営支援システム開発提供	11,589	49,832	330%
Fast Fitness Japan	マザーズ	サービス	エニタイムフィットネスのメインフランチャイズ	24,413	46,250	89%
ビザスク	マザーズ	情報・通信	レッスンマッチングプラットフォームの運営	12,278	36,835	200%
サイバーセキュリティクラウド	マザーズ	情報・通信	AIを活用したサイバーセキュリティ	10,373	36,134	248%
ロコガイド	マザーズ	情報・通信	ファッション情報サービス運営	18,773	33,306	77%
アイキューブ	マザーズ	情報・通信	法人向けモバイルデバイス管理	16,103	33,026	105%
クリーム	マザーズ	情報・通信	ハンドメイドマーケットプレースの運営	21,738	30,286	39%
I-ne	マザーズ	化学	ヘアケア、美容家電、化粧品、健康食品ファブレスメーカー	24,026	30,219	26%
Speed	JQS	情報・通信	MarTechとX-Tech	28,096	29,753	6%
他				529,520	817,351	54%
合計				1,250,827	2,218,288	77%

出所:東京証券取引所のデータをもとに筆者作成

40

4-4-1 証券投資口座を持つ人が増加

✓NISA/つみたてNISA口座数の伸び率は10%



証券投資未経験者の証券投資参入

■ NISAとつみたてNISAの口座数



注: 各年とも3月末の口座数。成長率は前年3月末比

出所: 金融庁「NISA・ジュニアNISA利用状況調査」のデータをもとに筆者作成

41

4-4-2 ミレニアム世代とZ世代は証券投資に前向き

✓20歳代～40歳代のNISA口座保有者比率は増加

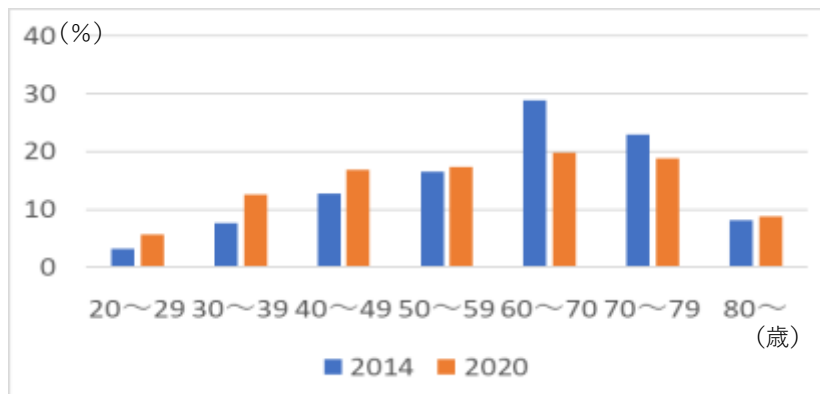
✓60歳代以上のNISA口座保有者比率は減少



✓ミレニアム世代はバブル破裂後の株式市場の記憶/体験はない

✓Z世代の株式市場の記憶/体験はアベノミクス期だけ

■ NISA口座の年齢層別保有比率



注: 各年とも3月末の口座数を用いて計算

出所: 金融庁「NISA・ジュニアNISA利用状況調査」のデータをもとに筆者作成

42

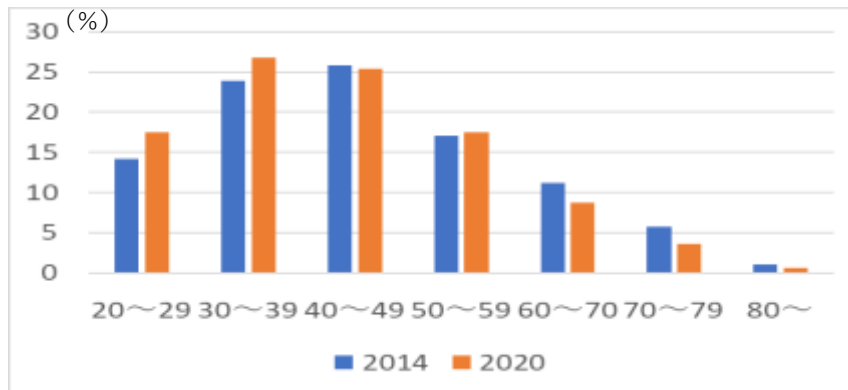
4-4-3 ミレニウム/Z世代はつみたて型の株式投資に一層前向き

- ✓20歳代～40歳代の口座保有者比率は70%を占める(2020年9月末)
- ✓20歳代～30歳代の口座保有者比率は更に上昇



- ✓20歳代の株式投資は一層伸びる可能性

■ つみたてNISA口座の年齢層別保有比率



注: 2014年は3月末の口座数、2020年は9月末の数字をもとに計算

出所: 金融庁「NISA・ジュニアNISA利用状況調査」のデータをもとに筆者作成

43

4-5-1 国債保有主体構成をみると財政赤字持続可能

- ✓日銀の保有残高は、9%から44%に急上昇
- ✓海外の保有残高も、7%から13%に上昇
- ✓銀行の保有残高は、46%から15%へ急減
- ✓公的年金の保有残高も、9%から4%に減少



海外の保有残高は145兆円(13%)

日銀の国債評価は償却原価法

■主体別国債保有割合(%)



出所: 財務省「国債管理レポート2020」のデータをもとに筆者作成

44

4-5-2 財政状況は若干改善方向

- ✓歳出はリーマン危機時に急伸したものの、2010年以降は伸び鈍化
- ✓税収は2009年を底に上昇トレンド
- ✓国債発行額は2009年をピークに低下傾向

■ 国の歳入/歳出と国債発行額の推移



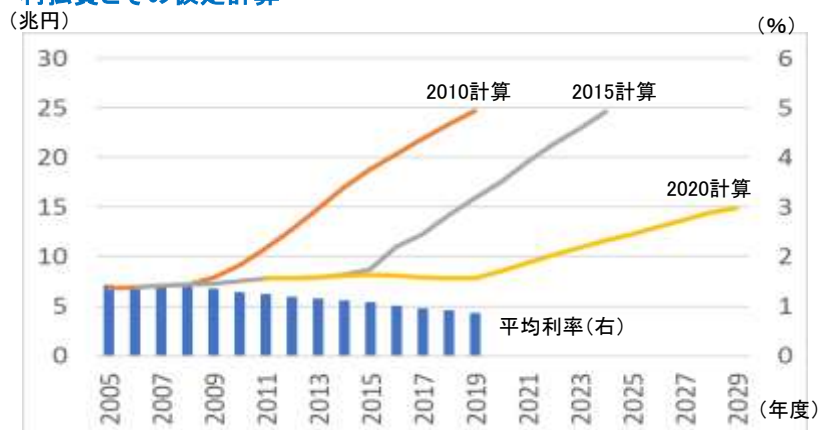
出所：財務省「国債管理レポート2020」のデータをもとに筆者作成

45

4-5-3 利払費は横這い推移

- ✓実際の利払費は横這い推移
 - ✓利払費の仮定計算も増加スピードが低下
 - ✓国債の平均利率が年を追うごとに低下しているため
- ← 平均利率は流通利回りを緩やかに反映

■ 利払費とその仮定計算

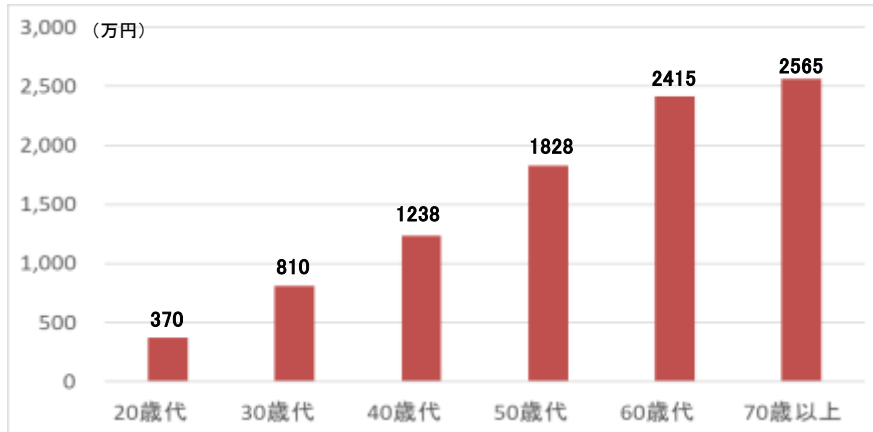


出所：財務省「国債管理レポート」のデータをもとに筆者作成

4-5-4 多額の金融資産を保有する高齢者

- ✓ 資産価格上昇により金融資産保有層を中心に保有資産総額増
- ✓ 60歳代、70歳代以上は2000万円台の金融資産を保有
- ✓ 使い残した資産は次世代へ遺贈

■年代別の金融商品保有額(金融資産保有世帯の平均)



出所: 財務省 2018「家計の金融行動に関する世論調査(二人以上世帯調査)」をもとに筆者作成

47

4-5-5 増加する相続税額

- ✓ 正味資産価格が増えれば、相続税額も増える
- ✓ 2015年から基礎控除下げと最高税率上げ

■家計の正味資産と相続税額の推移



出所: 内閣府「国民経済計算」と国税庁「相続税課税状況」をもとに筆者作成

48

4-6-1 勤労者世帯は将来/老後に備えて貯蓄

- ✓雇用者報酬は2013年度から上昇を継続中
- ✓黒字率も2014年度(24.7%)を底に上昇を始めて2019年度は32.0%

近年の雇用者報酬増は将来のための貯蓄へまわった

■名目雇用者報酬と黒字率の推移



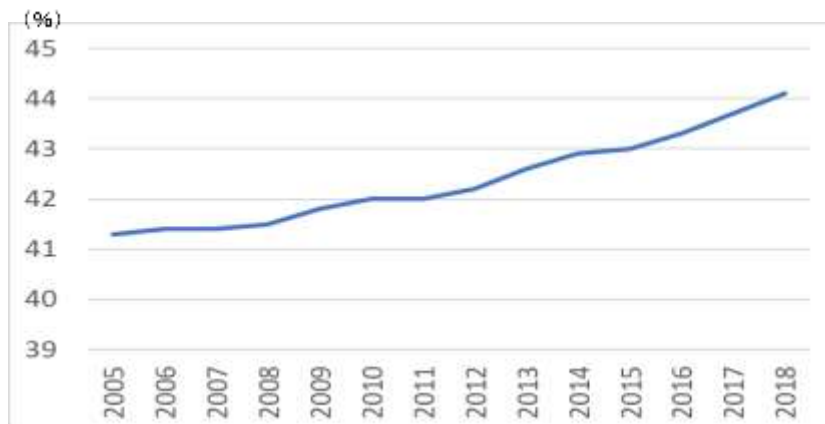
出所：内閣府の国民経済計算のデータをもとに筆者作成

49

4-6-2 女性の就業は増加

- ✓労働力に占める女性の占有率は上昇トレンド
- ✓夫婦とも厚生年金に加入していれば公的年金収入増

■労働力人口に占める女性占有率の推移



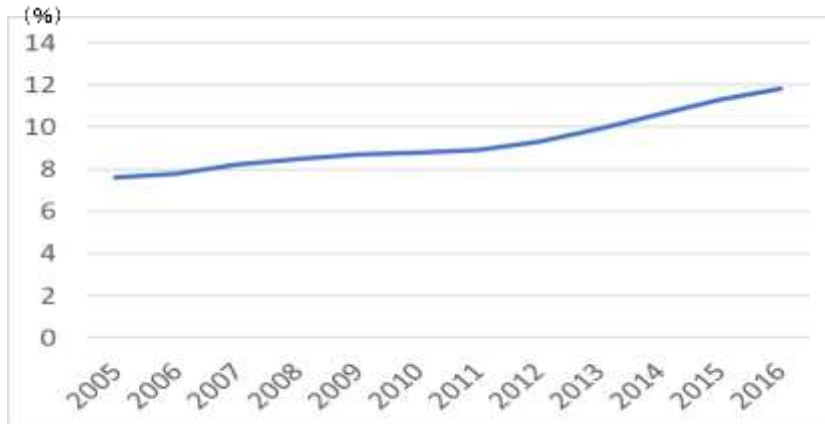
出所：総務省「労働力調査」をもとに筆者作成

50

4-6-3 高齢者の就業も増加

- ✓労働力に占める65歳以上の割合は上昇トレンド
- ✓年金開始時点までのつなぎ資金額を減らすことができる
- ✓年金の繰り下げ受給を選択できれば公的年金受給額(終身)を増額できる

■労働力人口に占める65歳以上の割合



出所：総務省「労働力調査」をもとに筆者作成

51

5. 変革の時代を生き抜くために何をすべきか(課題)

52

5 まとめ

まず必要なのは出生率の上昇。また、すでに変わりつつある環境に合わせて、旧態然とした労働者意識と労働制度および慣行の改革が必要。さらに日銀の現在の金融政策は長期化するので、その弊害を顕在化させないためにも成長力の回復が必要。

5-1 出生率の上昇

- ・ 日本の出生者数は1973年203万人から2018年には91万人に減少
- ・ 減少に転じた人口が上昇に転じるには長期間必要
- ・ 出生率の向上は今すぐ取り組むべき最重要課題

5-2 労働者意識と制度・慣行の改革

- ・ デジタル変革(DX)の実装、多様化、健康寿命の延伸でオフィスの仕事も変化中
- ・ 大量生産時代の労働制度・慣行を変える必要
- ・ 中堅層の学び直し
- ・ 女性のキャリア形成
- ・ 定年の延長

5-3 現金融政策長期化の弊害への備え

- ・ 日本は現在の金融政策を続けざるを得ない
- ・ 金利を上げることができない弊害を顕在化させないためにも経済成長力の回復が必要

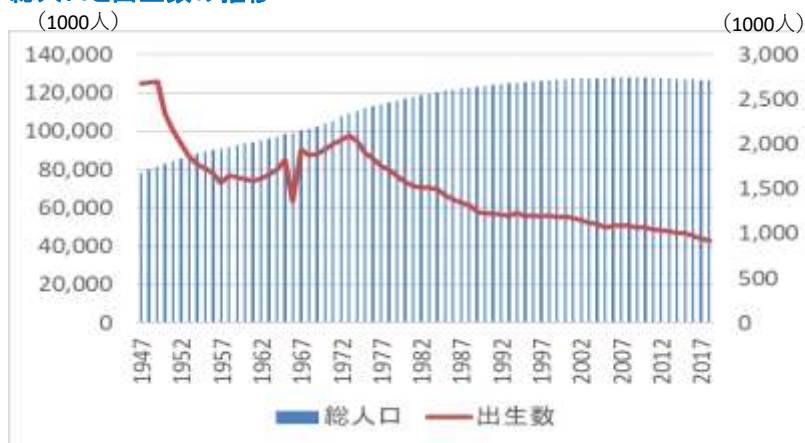
53

5-1 長期間放置された出生率の低下トレンド

- ✓ 出生数は、1973年の209万人以来45年間右肩下がり
- ✓ 2016年に100万人を割り、18年は91万人に低下
- ✓ 直近の出生数は、1947～49年の出生者数260万人/年の35%

出生率増が最大の課題

■ 総人口と出生数の推移



出所：国立社会保障・人口問題研究所「人口統計資料集」のデータをもとに筆者作成

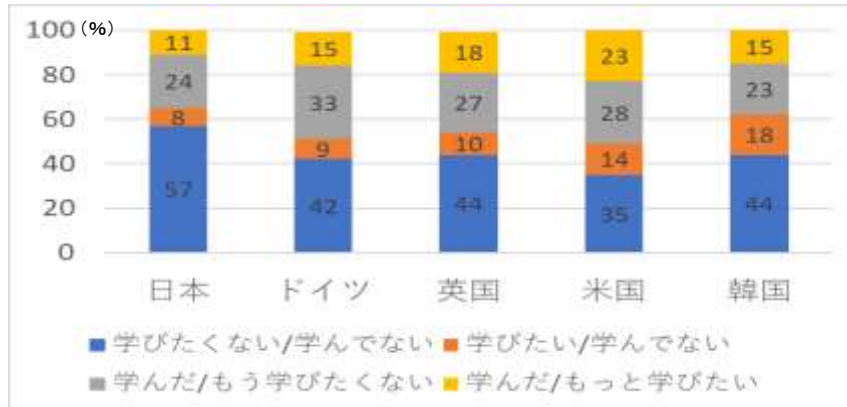
54

5-2-1 日本は学びなおしが必要

- ✓日本は、学びたくない/もう学びたくない意識が81%と高率
- ✓日本の「学んだ」(35%)は最低

学び直しせずには、変革の時代の流れについていけない

■労働者の仕事に係る学びなおし意識と実践度



出所: OECD 2019 "Future-Ready Adult Learning System"をもとに筆者作成

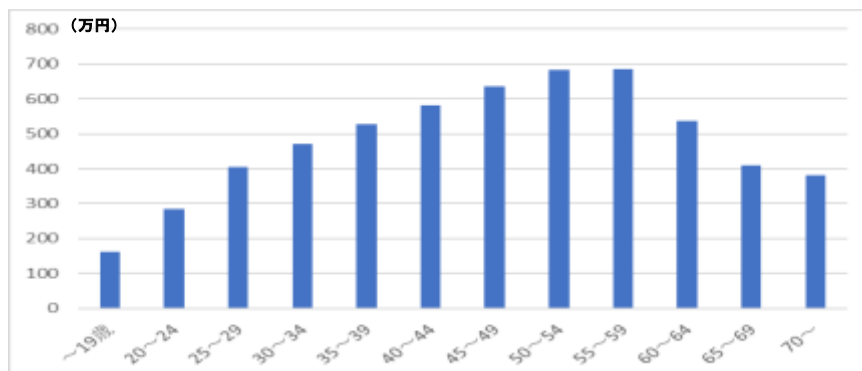
55

5-2-2 貢献時点と一致する報酬体系への移行

- ✓年齢に準じた給与体系となっている

労働者の貢献に合わせた給与体系へ変更する必要

■給与階級別給与所得者構成比(2018年、男)



出所: 国税庁「民間給与実態統計調査」をもとに筆者作成

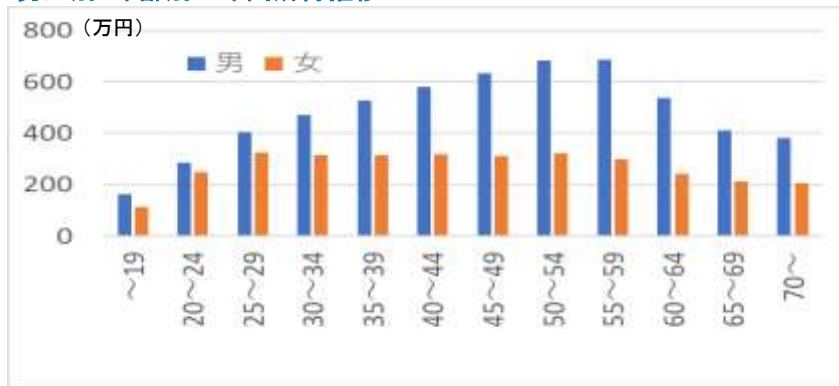
56

5-2-3 女性のキャリア形成/能力発揮できる環境整備が必要

- ✓ 女性は、20歳代後半に326万円でピークに達し、以降はほぼ横ばい
=>20歳代後半以降の女性労働力に付加価値を高めることができる可能性

女性のライフイベント(結婚、出産、子育て等)を考慮して、
キャリア形成できる環境を構築

■男女別/年齢別の年間所得推移



出所: 関根敏隆 2018 「日本経済・物価の現状と今後の展望」をもとに筆者作成

57

5-3-1 現在の金融政策の更なる長期化による弊害

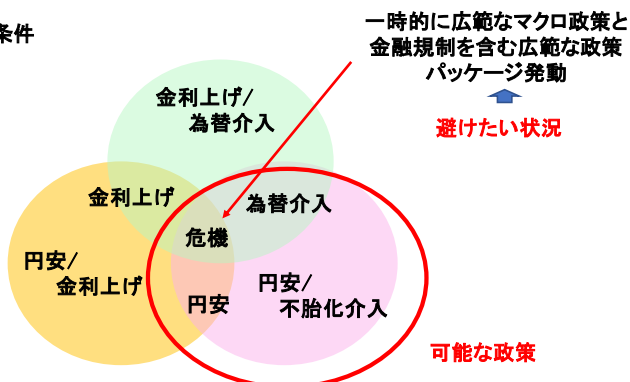
- ✓ 内外金利差により資本流出が起きても長期の円金利大幅上げはできない

資本流出の条件を揃えない

■ 資本流出発生的前提条件と、発生時に選択できる政策対応手段

資本流出発生リスクの前提条件

- ① 為替レートの水準
- ② 外貨準備の水準
- ③ 実体経済の状況



出所: IMF December 2016 "Capital Flows - Review of Experience with the Institutional View" をもとに筆者作成

58

5-3-2 資本フロー規制が発動された例

- ✓ 資本フロー管理政策は、近年ではアジア通貨危機、リーマンショック、欧州債務危機等でみられた

■ 資本流出制限のための方策

アルゼンチン	2011年	銀行預金引き出し制限 外貨建て送金やローンに制限
アイスランド	2008年	国内通貨勘定の資本取引のための兌換停止
マレーシア	1998年	非居住者に対し、マレーシアの証券売却代金について12ヶ月の転換待ち期間
ウクライナ	2008年	非居住者に対し、自国通貨建投資の売却代金の外貨転換について5日間の待ち期間
タイ	1997年	フォワード取引についてポジション制限 輸出回収用要求の導入

出所:IMF November 2012 “The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional Views” をもとに筆者作成

6. おわりに

バブル破裂から30年余を経て、デジタル変革(DX)の成果を実装する時代に入ってきた。社会の中核は、バブル破裂を経験していない新しい世代が占めるようになってきた。軌を一にして、日銀の金融政策総動員や当局の新しい投資制度創設により、資産価格の回復が明瞭になってきた。

この環境変化を背景に、デジタル時代に育ったミレニウム世代とZ世代は、情報通信業を中心とした新しい産業を起業し、IPOにより成功を手にする事例が増えてきた。IPOに成功した起業家は、新たな起業家による起業への動機となり、メンターとしての役目を果たし、成功への道筋を示す。株式市場の回復は、起業家とベンチャーキャピタルにIPOという目標を提供している。

ミレニウム世代とZ世代は、将来や自身の老後のためのNISAやイデコといった制度の利用にも積極さをみせている。株式や投資信託への投資はリスクマネーを長期に渡って供給するという面もっており、企業の投資を支える。資産価格の回復は、配当収入や売却益、資産相続の際の課税を通じて政府債務や年金資産の持続性に好影響を及ぼす。

私たちは日本経済の明るくなってきた面に目を向けて好循環を構想しつつ、早急な出生率増加策の構築/実施と、学び直しに取り組む必要がある。経済成長率が回復すれば、低金利の長期化による資本流出リスクの顕在化も回避できる。

年金財政検証における前提条件

Appendix

■生産性上昇率

成長と労働参加が
・進む

現在 0.3% 2020年代 1.2% 2029年以降 1.3%

・一定程度進む

0.8 0.8

・進まない

0.6 0.3

付加価値生
産性向上

■労働力人口と65歳以上人口

・労働力人口(70歳未満)

2030年 6000万人 2040年 5600万人 2060年 4400万人

・65歳以上人口

3700 3900 3500

労働力減

■人口(中位推計)

・総人口

2015 1.27億人

2065 0.88億人

・合計特殊出生率

1.45

1.44

・平均寿命 男
女

80.75歳
86.99

84.95歳
91.35

← 究極的には出生率向上要

← 65歳以上も労働参加

出所: 第9回社会保障審議会(2019年8月27日)資料2-1をもとに筆者作成

61

出生率1.65継続で生産年齢人口占率は30年後に反転

Appendix

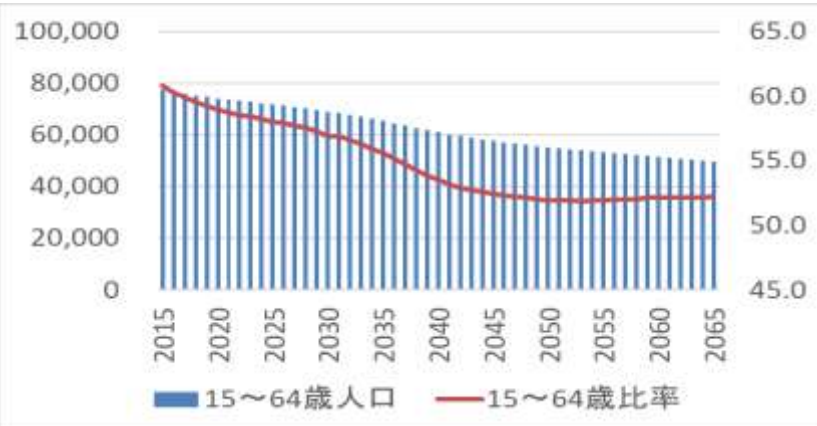
✓2020年の生産年齢人口は74,058千人(占率58.9%)

✓2050年の55,082千人(同51.9%)を底に、占率は上昇に転じる

■生産年齢人口及び増加率の将来推計(合計特殊出生率高位1.65仮定)

(万人)

(%)



注: 2015年の実績値は1.45

出所: 国立社会保障・人口問題研究所「人口統計資料集」のデータをもとに筆者作成

62

Glossary

Appendix

潜在成長率	資本、生産性、労働力という生産活動に必要な3つの要素をフルに利用した場合に達成される成長率。生産活動に必要な設備などの資本、労働力人口と労働時間から求められる労働力、技術進歩によって伸びる生産性の3つの伸び率の合計値。
生産性	生産性＝アウトプット(産出)÷インプット(投入)の関係を示し、効率性を測る指標。
労働生産性	労働者1人当たりまたは1時間あたりに生産できる成果を数値化したもの。次の2種類がある。 付加価値労働生産性は、生み出した成果に対しての付加価値を表す。 労働による成果＝付加価値額＝営業利益＋人件費＋減価償却費＝粗利益 従業員が付加価値を生み出すためにどのくらい効率的な働きができていいるか確認できる。 ＝付加価値額/労働者数＝付加価値額/(労働者数×労働時間) 物的労働生産性は、労働者1人につき、どのくらい効率的にモノやサービスを生産しているかを示す。 ＝生産量/労働者数＝生産量/(労働者数×労働時間)
資本生産性	保有している機械や設備、土地等の資本がどれだけ効率的に成果を生み出したかを定量的に数値化したもの。 この値が高いと生産設備を効率的に使用できていると考えられる。 設備の利用頻度や稼働率向上、効率改善に向けた努力等によって向上する。 ＝付加価値額/資本ストック ＝生産量÷有形固定資産
資本装備率	機械や設備への投資の程度を示す。総資本を労働力で除した指標。高ければ高いほど資本集約的となり、低ければ労働集約的と評価できる。 ＝資本ストック/労働力
労働生産性と資本生産性	労働生産性＝付加価値額/労働力 ＝資本ストック/労働力×付加価値額/資本ストック ＝資本装備率×資本生産性
全要素生産性 (Total Factor Productivity)	一定期間における付加価値額の伸び率のうち、資本投入の寄与分と労働投入の寄与分を除いたすべての部分を全要素生産性と考えて計算。付加価値額の伸び率のうち、資本投入や労働投入といった量的な成長要因以外の、投入要素の質の向上や技術進歩、イノベーションの結果等の合計を表す。通常は緩やかに上昇するが、交通革命やIT革命などの技術革新の際に高い上昇を見せる。 生産量＝全生産要素投入量×TFP 生産量の伸び率＝全生産要素の伸び率+TFPの伸び率 生産量の伸び率＝(労働投入の伸び率+資本投入の伸び率+原材料投入の伸び率)+TFPの伸び率 生産量の伸び率-原材料投入の伸び率＝労働投入の伸び率+資本投入の伸び率+TFPの伸び率 GDPの伸び率＝労働投入の伸び率+資本投入の伸び率+TFPの伸び率 GDP＝付加価値の総和

出所：中小企業白書 2016「第3章 中小企業の生産性分析」

63

Glossary

Appendix

付加価値	生産によって加えられた価値。総生産額から原材料費・燃料費・減価償却費等を差し引いた額。 生産活動によって作り出された生産額から、その企業などの生産者が購入した原材料や燃料等の中間投入物を差し引いたもの。 「控除法」付加価値＝売上高－外部購入価値 「積上法」付加価値＝人件費＋経常利益＋賃借料＋金融費用＋租税公課 例えば、原価1500円の製品を2000円で販売した場合、生産された付加価値は500円となる。
付加価値率	売上高に対する付加価値の割合を示す数値。企業の生産性の状況を表す。 付加価値率(%)＝付加価値÷売上高×100
付加価値生産性	企業が作った生産物が売れた際、企業に入ってくる金額ベースの付加価値を単位とする生産性。 企業の労働生産性を判断するときの指標。 労働者1人あたりの付加価値生産性を求める場合、付加価値生産性＝付加価値額÷従業員数 例えば、原価1500円の製品を2名の従業員で加工して2000円で販売すると、付加価値生産性は250円/1時間あたりの付加価値生産性は、付加価値額÷(従業員数×労働時間)
物的生産性	生産するものの大きさ、重さ、個数といった物量を単位として測定する生産性。
製造業	原材料などを加工することによって製品を生産し提供する産業。中分類では、木材・木製品、家具・装飾品、パルプ・紙・紙加工品、印刷、化学、石油・石炭製品、プラスチック製品、ゴム製品、窯業・土石製品、コンクリート製品、鉄鋼業、金属製品、非鉄金属、機会、電子部品・デバイス・電子回路、電気機械器具、情報通信機械器具、輸送用機械器具、その他に分かれる。
非製造業	農・林・漁業、水産養殖業、鉱業、建設業、卸売・小売業、金融・保険業、不動産業、運輸通信及び公益事業、サービス業、公務、その他からなる。
サービス業	個人及び法人に対してサービスを行う事業所で、大分類に分類されない事業所。宿泊・娯楽、専門サービス、教育、宗教、NPO等、主な収入はサービスから生じる事業所得。
新規株式公開 Initial Public Offering (IPO)	創業者等の特定の株主だけが株式を保有している状態から、株式が市場で売買できる状態にすること。一般的には、従来の株主保有していた株式を市場に放出する売出と、新たに株式を発行して市場から資金を調達する公募が行われることが多い。
国際金融のトリレンマ	1980年代に徐々に認知されるようになった国際金融論上の一説。一国が対外的な通貨政策を取るときに、①為替相場安定、②金融政策の独立性、③自由な資本移動、のうちどれか一つをあきらめなければならないというもの。①をあきらめたのが、今日のほとんどの先進国。②をあきらめたのは、ユーロ圏国と香港。③をあきらめたのは、中国。

64

Glossary

Appendix

ルイスの転換点	経済学者アーサー・ルイスにより提唱された開発経済学上の概念。工業化が進むと、工業部門における労働力不足が発生し、賃金が高くなる。農業の余剰労働者は、高い賃金を求めて工業へ移っていく。余剰がなくなった地点がルイスの転換点。ルイスの転換点を超えると、他部門の労働力を減らす形で労働力を確保するしかなく、さらに賃金水準を上げる必要。
黒字率	可処分所得に対する黒字の割合。可処分所得に対する消費支出の割合を合計すると100%になる。可処分所得は、実収入から税金や社会保険料等の非消費支出を差し引いた手取り収入。
デジタルトランスフォーメーション(DX)	エリック・ストルターマン（スウェーデンのウメオ大学教授）が主張した「ITの浸透が、人々の生活をあらゆる面でより良い方向に変化させる」という概念。近年では、「最新のデジタル技術を駆使した、デジタル化時代に対応するための企業の変革」という意味合いで使われている。経済産業省が2018年に発表した、「デジタルトランスフォーメーションを推進するためのガイドライン（DX推進ガイドライン）」では、「企業がビジネス環境の激しい変化に対応し、データとデジタル技術を活用して、顧客や社会のニーズを基に、製品やサービス、ビジネスモデルを変革するとともに、業務そのものや、組織、プロセス、企業文化・風土を変革し、競争上の優位性を確立すること」と定義されている。
基礎的財政収支	税収・税外収入と、国債費（国債の元本返済や利子の支払いに充てられる費用）を除く歳出との収支のことを表し、その時点で必要とされる政策的経費を、その時点での税収等でどれだけ賄えるかを示す指標。
マクロ経済スライド	現役人口の減少や平均余命の伸びに合わせて、年金の給付水準を自動的に調整する仕組み。年金額は、賃金や物価の上昇に合わせて増えていくが、一定期間、賃金や物価が上昇するほどには増やさない。
所得代替率	厚生年金の標準的な年金額÷男子被保険者の平均手取り収入
不胎化介入	外国為替市場への介入で生じたマネタリーベースの変化を、国債などの売買で相殺する為替介入。為替介入で増減した自国通貨の量を、金融調節により介入後も通貨量が変化しないようにする介入手法

65

謝 辞

本資料の作成に際して、お茶の水女子大学名誉教授の増田優先生からたくさんのすばらしい意見や助言をいただいた。

ここに改めて感謝申し上げたい。

参考文献

野口悠紀雄	2019年11月「野口悠紀雄の経済データ分析講座」
ジョナサン・ハスケル/スティアン・ウエストレイク	2020年1月「無形資産が経済を支配する 資本のない資本主義の正体」
大田康夫	2019年12月「日本銀行 失敗の本質」
山家悠紀夫	2019年10月「日本経済30年史 バブルからアベノミクスまで」
デヴィット・ウォルシュ	2020年1月「ポール・ローマと経済成長の謎」
鈴木貴博	2020年7月「日本経済 予言の書」
宮川努	2018年11月「生産性とは何か ー日本経済の活力を問い直す」
丸山俊一他	2020年3月「岩井克人『欲望の貨幣論』を語る」
岩村充	2020年2月「国家・企業・通貨 グローバルの不都合な未来」 2020年6月「グローバリズム下の世界と漂流する通貨たち」
森川正之	2019年12月「生産性 誤解と真実」
鶴光太郎他	2019年11月「日本経済のマクロ分析 ～低成長経済のパズルを解く～」
小峰隆夫	2019年4月「平成の経済」
ハンス・ロスリング他	2019年6月「ファクトフルネス」
ミシェル・バデリー	2019年2月「行動経済学 エssenシャル版」

67

参考文献

内閣府	「国民経済計算」 「企業行動に関するアンケート調査」
総務省統計局	「家計調査」 「労働力調査」
金融庁	「NISA・ジュニアNISA利用状況調査」
財務省	「法人企業統計調査」 「国債管理リポート」 「令和3年度国債発行計画の概要」 「家計の金融行動に関する世論調査」
2018年	
国税庁	2019年9月 「民間給与実態統計調査」 「相続税課税状況」
財務総合政策研究所	2019年11月 「法人企業統計年報」
経済産業省	「産業連関表」
経済産業研究所	「JIPデータベース2018」
厚生労働省	2019年8月 「第9回社会保障審議会 資料」 2020年3月 「資金基本構造調査」 「国民生活基礎調査」 「労働統計要覧」 「厚生年金保険・国民年金保険事業年報」 「公的年金の規模と役割」
日本銀行	「需給ギャップと潜在成長率」
国立社会保障・人口問題研究所	「人口統計資料集」
日本取引所グループ	「統計月報」 「新規上場会社情報」
International Monetary Fund	“World Economic Outlook Database”
経済協力開発機構(OECD)	“OECD Data”

68

参考文献

- | | | |
|---|----------------------|--|
| 植浩一 | 2020年2月 | 「社会資本の高齢化 陰鬱な科学が迫る苦渋の決断」 |
| 野口悠紀雄 | 2020年2月 | 「韓国に1人当たりGDPや労働生産性で追い抜かれた日本の行く末」 |
| 武田洋子 | 2019年3月 | 「内外の経済情勢と展望」 |
| 小林慶一郎 | 2019年9月 | 「経済成長はなぜ必要なのか ～デフレ、長期停滞、人工知能～」 |
| 小黒一正 | 2019年11月 | 「日本財政を巡る課題 ―消費税10%以後の改革に向けて―」 |
| 木内登英 | 2020年1月 | 「海外要因に翻弄される日本経済と政策対応の余地」 |
| 山田久 | 2018年4月 | 「労働分配率の低下をどう見るか ～国際比較からのアプローチとわが国への示唆～」 |
| 村上由美子 | 2019年9月 | 「世界経済のメガトレンドと日本」 |
| 牧田健 | 2020年3月 | 「わが国の労働生産性のどこが問題なのか ―無形固定資産の積み増しと薄利多売・過剰サービスの是正を―」 |
| 各務茂夫 | 2018年11月 | 「大学発ベンチャーとイノベーション・エコシステム」 |
| 村上由美子 | 2019年9月 | 「世界経済のメガトレンド」 |
| 岩村充 | 2020年6月 | 「グローバリズム下の世界と漂流する通貨たち」 |
| 小峰隆夫 | 2019年7月 | 「三選後の安倍政権の課題(上) 社会保障改革論 超党派で」 |
| 関根敏隆 | 2018年8月 | 「日本経済・物価の現状と今後の展望」 |
| 河村小百合 | 2017年5月 | 「超金融緩和の潮流変化と資本フロー急変時の課題」 |
| 財務省「国債管理レポート2020」と「令和3年度国債発行計画の概要」をもとに筆者作成 | | |
| 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 | | 「我が国のコーポレートベンチャリング・デベロPMENTに関する調査研究
～CVC・スタートアップM&A活動実態調査ならびに国際比較～」 |
| 日経新聞 | 2019年9月 | 「無形資産 成長の源に」 |
| International Monetary Fund | 2016年12月
2012年11月 | “Capital Flows – Review of Experience with the Institutional View”
“The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional Views” |
| Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) | 2019年2月
2019年3月 | “Future-Ready Adult Learning Systems”
“Measuring Digital Transformation” |