

学部卒業者の場合、2007年は卒業者の40%が国内で就職していたが、リーマンショック後の2009年には同比率が25%程度へ低下した。修士課程修了者についても同様の傾向が見られる。その後は上昇に転じているが、そのテンポは緩やかであり、2011年の実績は2009年から上昇しているが、それ以前と比較すると低い水準にとどまっている。他方、博士課程修了者については状況が異なっている。リーマンショック以前の国内就職率はおおむね30%台前半であったが、2006年をピークに緩やかな減少傾向を示しており、2011年は27%となっている（第3-1-28図（2））。こうした動きと対照的に、留学生の出身国での就職率が上昇傾向にあり、学部卒業生は10%程度、修士課程修了者は15%程度が出身国に戻って就職している⁴⁷（第3-1-28図（3））。第3国での就職には大きな傾向的变化はなく、博士課程では2%台半ばになるものの、学部卒業生や修士課程修了者は1%を超えたことがない（第3-1-28図（4））。

第2節 投資資金の供給基盤

我が国では、リーマンショック以前から、家計部門の余剰資金が、民間金融機関などを通じて、将来の富を生み出す民間投資へと向かわず、国債に向かう傾向が続いていた。この背景には投資低迷による資金需要不足があり、投資低迷は長引くデフレによる実質金利高と期待成長の低下によって生じていた面がある。こうした中、日本銀行は物価安定の目標を消費者物価上昇率2%と定め、2013年4月には、デフレ脱却に向けた「次元の違う」政策を実施し始めている。既に、金融資本市場では、期待の変化が見られている。

強い経済、強い日本の実現を図る鍵は、民間投資が主導する経済成長の実現であり、金融はその重要な基盤である。金融を通じて経済の新陳代謝を進め、イノベーションを引き起こすことで、経済全体の生産性を高めることが求められるが、我が国の金融は、こうしたミッションを果たすことができるだろうか。ここでは、求められる変化と解決すべき課題について検討していこう。

1 我が国の資金循環と金融機関の現状

我が国は、90年代から2000年初頭にかけて、不良債権問題を主たる要因とした金融仲介機能の低下にさいなまれてきた。不良債権問題は2008年初まで続いた景気拡張局面でおおむね終息したが、2008年後半のリーマンショック後には、金融危機の発生当事国よりも深い景気後退を経験し、金融機関も一時的に大きなストレスに直面することとなった⁴⁸。以下では、こ

注 (47) 博士課程修了者と比較し、修士課程修了者や学部卒業者の出身国への就業割合は低いが、この要因としては、進学が考えられる。ただし、2011年における国内への進学率は、博士課程で1.9%であるのに対し、修士課程は18.6%、学部は20.4%となっている。リーマンショック以降、国内進学率は低下（2009年における博士課程は3.8%、修士課程は26.0%、学部は28.5%）し、国内就業率が上昇している。

うした金融の状況について、資金フローの動きや主な金融機関の投融资行動から確認していこう。

(1) 国内資金循環の動き

最初は、我が国経済の資金循環の変化に着目することで、投資に向けた資金フローの現状について確認する。特に、郵政や政策金融機関、財政融資制度の改革が実施された2001年度から2011年度の10年間に生じた変化に注目しよう。これら一連の改革は、官中心の資金フローを民間中心に変えることを意図したものだったが、どのような結果を生んだのだろうか。

●民間金融機関への資金フローは拡大するも、財政資金のファイナンスに流出

2001年度と2011年度の二時点間の各主体の資産負債の動きから累積的な資金フローの変化をとらえよう（第3-2-1図）。まず、家計から民間金融機関（ゆうちょ銀等は除く）への預金は120兆円増加したが、家計からゆうちょ銀行・かんぽ生命への貯金等は80兆円減少した。しかし、民間金融機関が受け入れた預金は、貸出の増加とはならず、国債等を通じて政府へ流入することになった。この間、民間非金融法人（民間企業）への貸出は70兆円も減少した。

貯金等の資金減少に直面したゆうちょ銀行・かんぽ生命は、国債等を通じて政府への資金フローを110兆円増加させたが、これには、財政融資資金へ預託していた210兆円の還流資金が充てられている。財政融資資金は、預託金の減少に見合うよう国債購入や貸出規模を圧縮し、政策金融機関や特別法人への貸出等も110兆円の減少となった。

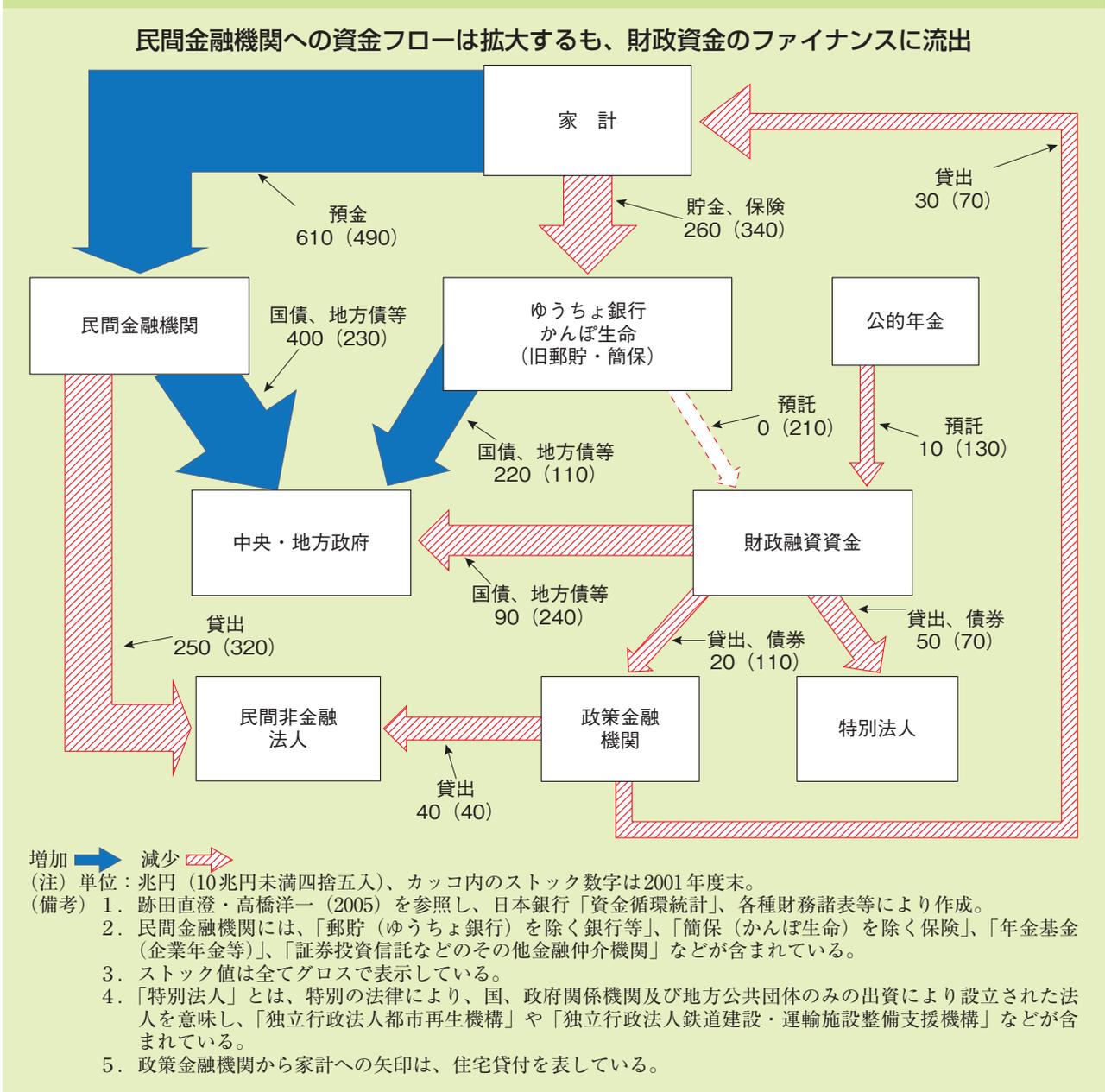
一連の制度改革は、官から民への資金フローのシフトという狙い通り、財政融資資金制度を仲介した資金フローを減少させた。しかし、民間金融機関に向かった家計の預金は、一般政府の赤字ファイナンスに資金が向かい、民間非金融法人の投資へという前向きな資金フローとはなっていない。

●企業の貯蓄超過は債務圧縮に充当

何故、民間中心の資金フローを拡大する流れができたにもかかわらず、金融機関から政府へと資金が流れてしまったのだろうか。金融機関が貸付けを行う先は非金融法人（企業部門）だが、この企業部門が貯蓄超過状態になって久しい（第3-2-2図（1））。元来、企業部門は投資主体であり、80年代前半は5%程度の投資超過状態にあった。その後も、いわゆるバブル期には大幅な投資超過を記録し、90年代前半までは投資超過状態を維持していた。しかし、98年の金融危機を境に貯蓄超過主体となり、その後は5%弱の貯蓄超過が続いている。

注 (48) 西村（2009）は、金融再生法開示債権の増減要因を踏まえ、「金融再生プログラム後3年間の不良債権額の減少原因は、ハードランディング路線による不良債権処理政策の成功というよりは、主として景気回復およびそれにもなう債務者の返済努力、すなわち経済の正常化によると見るのが穏当なのではないか」としている。

第3-2-1図 過去10年の資金循環の変化



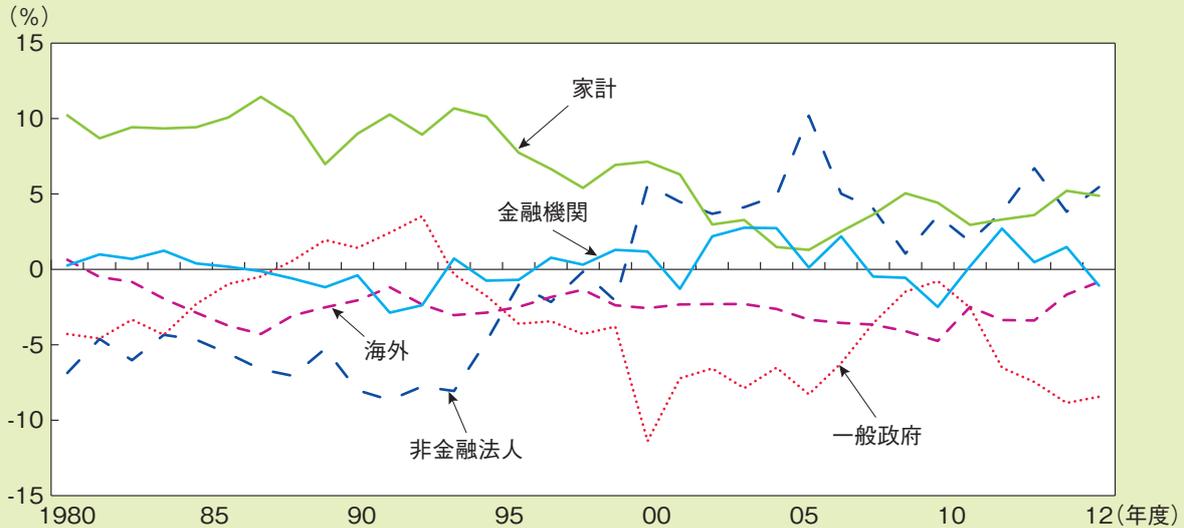
この傾向はリーマンショック後も続いているが、企業部門の黒字は債務を圧縮するために用いられ、95年から2005年の10年間で年平均22兆円、債務残高対比で年率4%相当の債務圧縮が実施された。こうした動きは、いわゆる「三つの過剰（雇用、設備、債務）」を解消する一環であると理解されてきたが、債務圧縮の要因は、デフレによって実質債務負担が上昇し、企業が合理的な対応を行っただけではないかとも見受けられる^{49,50}（第3-2-2図（2））。なお、デフレ下では現金の実質価値が高まることから、企業部門を含む経済主体全てにおいて、必要な流動性を確保する以上に現預金が抱えられ、投資は先送りされる傾向がある。

注 (49) 2000年代を通じ、いわゆるバブル崩壊後に生じていた債務問題の解決を銀行が先送りし、非金融部門の債務が増大したことが「三つの過剰」を大きくし、最終的な処理コストを高める結果となったとの見方は多数示されている。例えば、内閣府（2001）を参照。

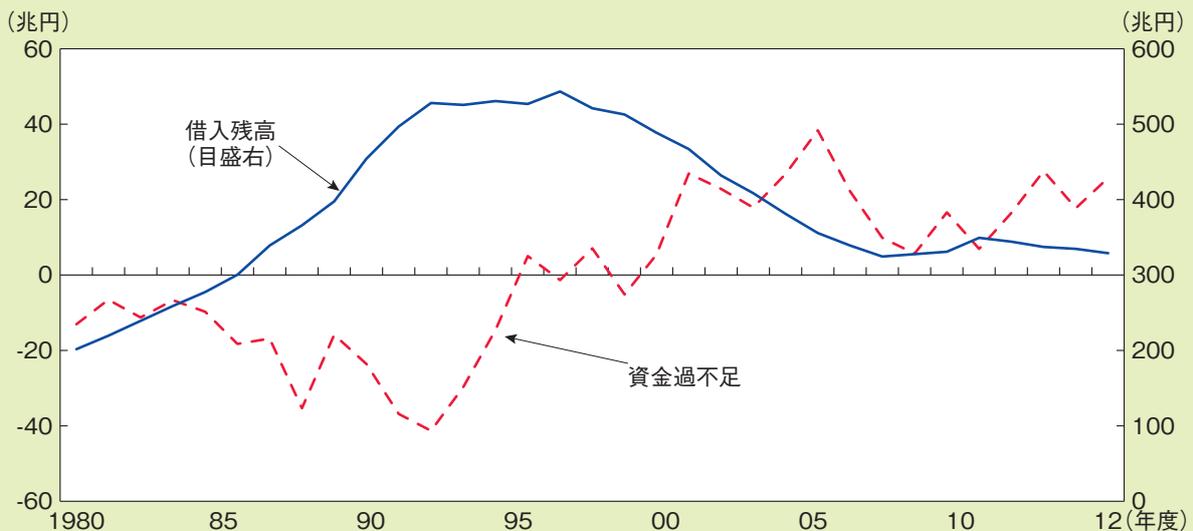
第3-2-2図 主体別ISバランスの推移と背景

企業の貯蓄超過は債務圧縮に充当

(1) 資金過不足の長期推移 (名目GDP比)



(2) 民間非金融法人の借入残高、資金過不足



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」により作成。
 2. 資金過不足の家計部門には対家計民間非営利団体が含まれている。
 3. 名目GDPは伸び率を基に旧基準（1993年以前）の値から新基準の値へと変換を行っている。
 4. 借入残高は資金循環統計の負債残高の「貸出」の数値を参照している。

● 預貸率は低下し、国債へ資金シフト

こうした家計と非金融法人をつなぐ金融機関について業態別に比較すると、2000年代に預

注 (50) 大西・中澤・原田 (2002) では、不良債権を過剰債務と定義して、物価などのマクロ変数との関係を分析している。その結果、1) 企業財務に対しては、財政政策よりも金融政策が与える影響が大きく、2) 国内卸売物価の上昇は企業収益を回復させる、3) マクロ的に見た場合、過剰債務の問題は非製造業中小企業を中心とした問題であり、一部大企業の問題にとどまっていないこと、4) 過剰債務とデフレの関係については、過剰債務の増加が物価を下落させ、物価下落により過剰債務が更に増加するという悪循環がある、5) 過剰債務が実質GDP低迷の原因であることは検証されない、ことを示している。

金取扱金融機関の貯蓄超過傾向が続いている（第3-2-3図（1））。預金取扱金融機関の大部分を占めるのは銀行（2007年度以降のゆうちょ銀を除く）だが、銀行のバランスシートでは、負債側の預金が一定の増加を示す中、貸出は伸び悩み、国債のウエイトが高まっている。預金と貸金の比率（預貸率）は、2000年以降に下方シフトが続いており、特に、都市銀行での下落幅が大きい。2000年以前は80%台半ばで推移していたものの、2010年以降は60%台へと低下した（第3-2-3図（2））。ただし、銀行だけが国債保有を高めているわけではない。2007年以降の動きに注目すると、公的年金が国債保有額を低下させる一方、保険が増加させている。2012年の水準は2007年よりも50%近く高い（第3-2-3図（3））。なお、最近では、デフレ脱却に向けた政策対応もあり、貸出には増加傾向が見られる⁵¹。

（2）資産流動化や証券化の進展度

大手金融機関の破たんも生じた90年代後半には、銀行ではない新たな金融仲介機関の必要性が訴えられ、制度創設が行われた⁵²。当時、新たな金融仲介として位置付けられたのは資産流動化や証券化という仲介手段であるが、どの程度広がっているのかを確認していこう⁵³。

●資産流動化・証券化による資金調達は横ばい

資産流動化・証券化商品には様々なものがあるが、担保資産別に区別すると、住宅担保ローン債権、消費者ローン債権、商業用不動産担保ローン債権などがある。年々の発行実績は、2006年まで続いた増加傾向から下落に転じ、リーマンショック後から現在までおおむね横ばいとなっている（第3-2-4図（1））。

組成商品の主力は住宅ローンを担保にしたRMBS（Residential Mortgage Backed Securities）であり、これには2001年に始まった住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）の証券化ローン債券が大きく寄与している。2004年以降の証券化商品の発行実績を累積すると約46兆円であるが、そのうち、住宅ローン担保証券が約58%を占めている。ただし、与信残高と比べれば、その割合はわずか3%程度に過ぎない（第3-2-4図（2））。また、資産流動化商品残高の市場規模をアメリカと比較すると、アメリカはリーマンショック前には資産流動化商品による資金調達額が与信全体の15~20%相当で推移していたが、2010年以降は、10%程度で横ばいとなっている。一方、我が国では、同ショックがほとんど見受けられないものの、増勢も見られ

注 (51) 国内銀行の企業向け貸出残高の対前年比伸び率は、非製造業がけん引する形で、2012年4-6月期以降、緩やかながらも4四半期連続のプラスとなっている。

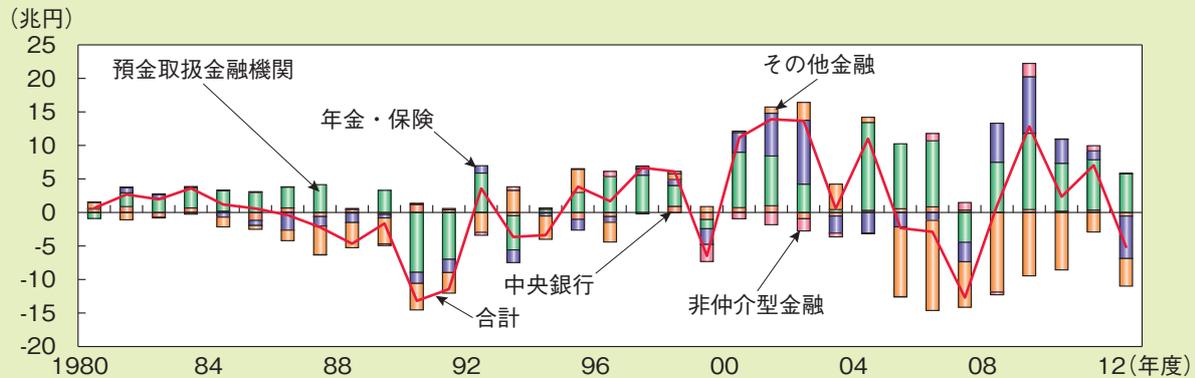
(52) 金融審議会（1998）を参照。

(53) 資産流動化・証券化とは、キャッシュフローの不足や不安定性を補正するため、手元にある固定資産などを信託などの手段を用いることで証券化し、キャッシュフローの流利を変えていくものである。したがって、預貯金の潤沢な我が国においては、銀行与信が円滑に行われている限り、あまりニーズが無いとも考えられていた。しかしながら、我が国においては、不良債権処理によって銀行の与信能力が低下する中、資産を有する事業者の流動性ニーズを満たすため、また、銀行自身が不良債権をオフバランス化して再生を図るための手段として活用されることが期待されたという側面があった。

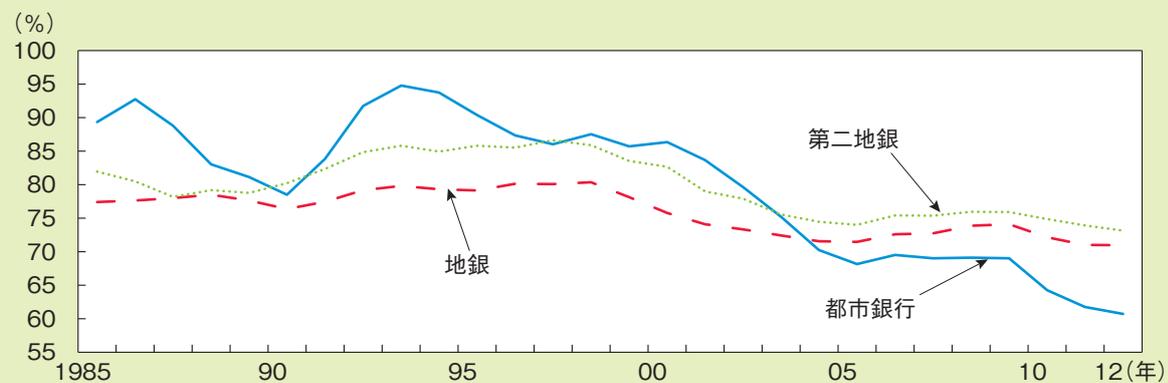
第3-2-3図 金融機関内の資金過不足と与信残の推移

預貸率は低下し、国債へ資金シフト

(1) 金融機関内の資金過不足

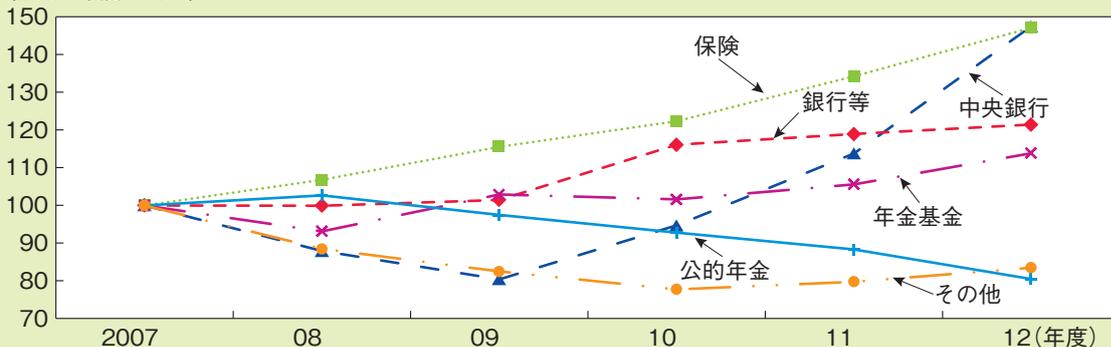


(2) 業態別預貸率の推移



(3) 国債保有への資金シフト

(2007年度=100)



- (備考)
1. 日本銀行「資金循環統計」、「民間金融機関の資産・負債」により作成。
 2. 「預金取扱金融機関」には銀行、郵便貯金（2007年7-9月期まで）、ゆうちょ銀行（2007年10-12月期以降）、合同運用信託の部門などが含まれる。
 3. 「年金・保険」には保険会社、年金基金（公的年金を除く）などが含まれる。
 4. 「その他金融」には証券投資信託、ノンバンク、公的金融機関などが含まれる。
 5. 「非仲介型金融」には預金保険機構、証券取引所、外国為替証拠金取扱業者などが含まれる。
 6. 預貸率 = 貸出 / (預金 + 譲渡性預金 + 債券) として算出。
 7. 2007年度の国債保有額を100とした場合の、各主体の保有額の推移を表している。
 8. 国債保有主体の「銀行等」は郵貯（ゆうちょ銀行）が含まれている。また、「その他」には家計、海外などが含まれている。