

第二回 成長資金の供給促進に関する検討会 資料

戦後日本が成長資金を創出したメカニズムの転換とその再生

2014年10月21日

みずほ総合研究所

常務執行役員 チーフエコノミスト

高田 創



日本の成長資金に関する9つの問題意識

- なぜ、日本に成長資金がなくなったのか、どうしたらまた再生できるか
- なぜ、企業に心のガードができたのか

- 日本の戦後の金融システムは壮大なSWFだったのでは
- 日本の主力銀行は日本経済のPEファンドだったのでは

- 「アナと雪の女王」、日本の失われた20年とはなんだったか
- 「南極でも売れる氷」とはなにか

- 日本の金融仲介の特色はなにか
- 複線型の金融システムはなぜ必要か
- 金融を成長戦略に含めることの重要性

なぜ日本企業は心にガードができたのか

なぜ日本企業は心にガードができたのか

○ 戦後の信用拡大を支えた企業金融の前提の転換

- ・バブル崩壊後、銀行からの「エクイティ性」を有した融資が変質
- ・2000年前後の不良債権処理で銀行貸出しの返済不安
- ・2007年以降のミニバブル転換期でも再び銀行貸出しに返済不安
- ・以上の背景にはバブル崩壊後の不良債権処理圧力の高まり

○ 戦後の「企業—銀行—金融当局」を巡る関係の変化

○ 日本の人工的な成長資金創出システムの喪失

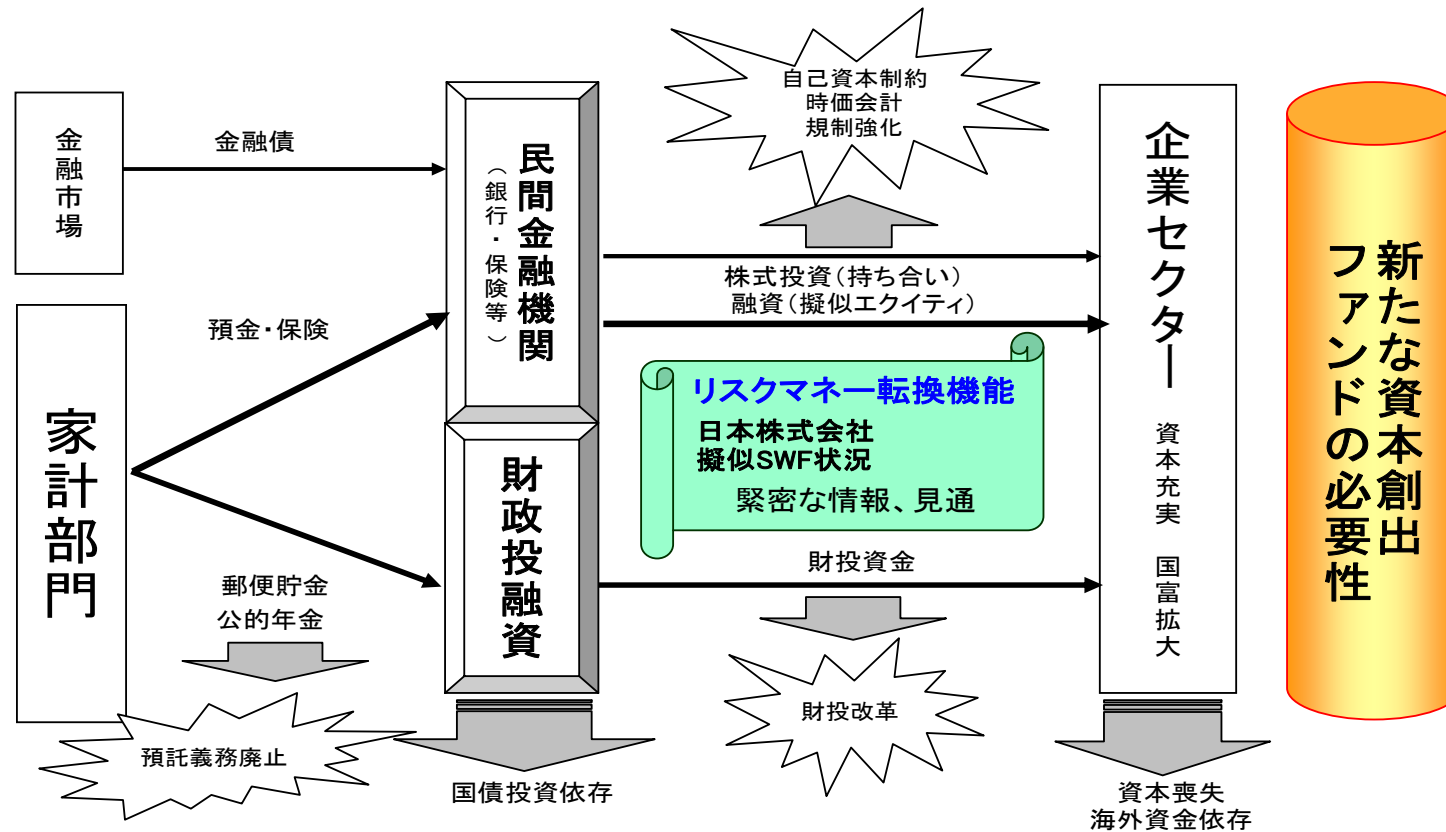
○ いまや、銀行や政府の姿勢は変わったが、「企業の心のガード」はすぐには変わりにくい現実

○ バブル崩壊を転機に、企業は「心にガード」を作りバランスシートを圧縮、金融機関は「国際金融センター」から「国債金融センター」化

日本の戦後の金融システムは成長資金に転換する壮大なSWFだった

- 戦後の金融システムは国全体としてエクイティ性資金、長期性資金を創出するソブリンウェルスファンド (SWF) のような構造。今日は、その機能が喪失し、エクイティ性資金を国債に転じる、エクイティ・デットスワップ、「国債金融センター化」

【日本の戦後のリスクマネー供給とその転換の概念図】



(資料) みずほ総合研究所

日本の主力銀行はPEファンドだった

日本の主力銀行はPEファンド

- 日本の主力銀行の貸出は疑似エクイティだった
 - ・ 預金(デット)を長期・安定のリスク資金に転化するシステム
 - ・ 企業危機には支援も行う、実質的に劣後性をもった性格
 - ・ 持合い株式も含めた「アップワード・ポテンシャル」も有した側面
 - ・ 地域の有力銀行も同様の性格をもった

- 疑似エクイティ性を支えた「企業—銀行—政府」の緊密な関係

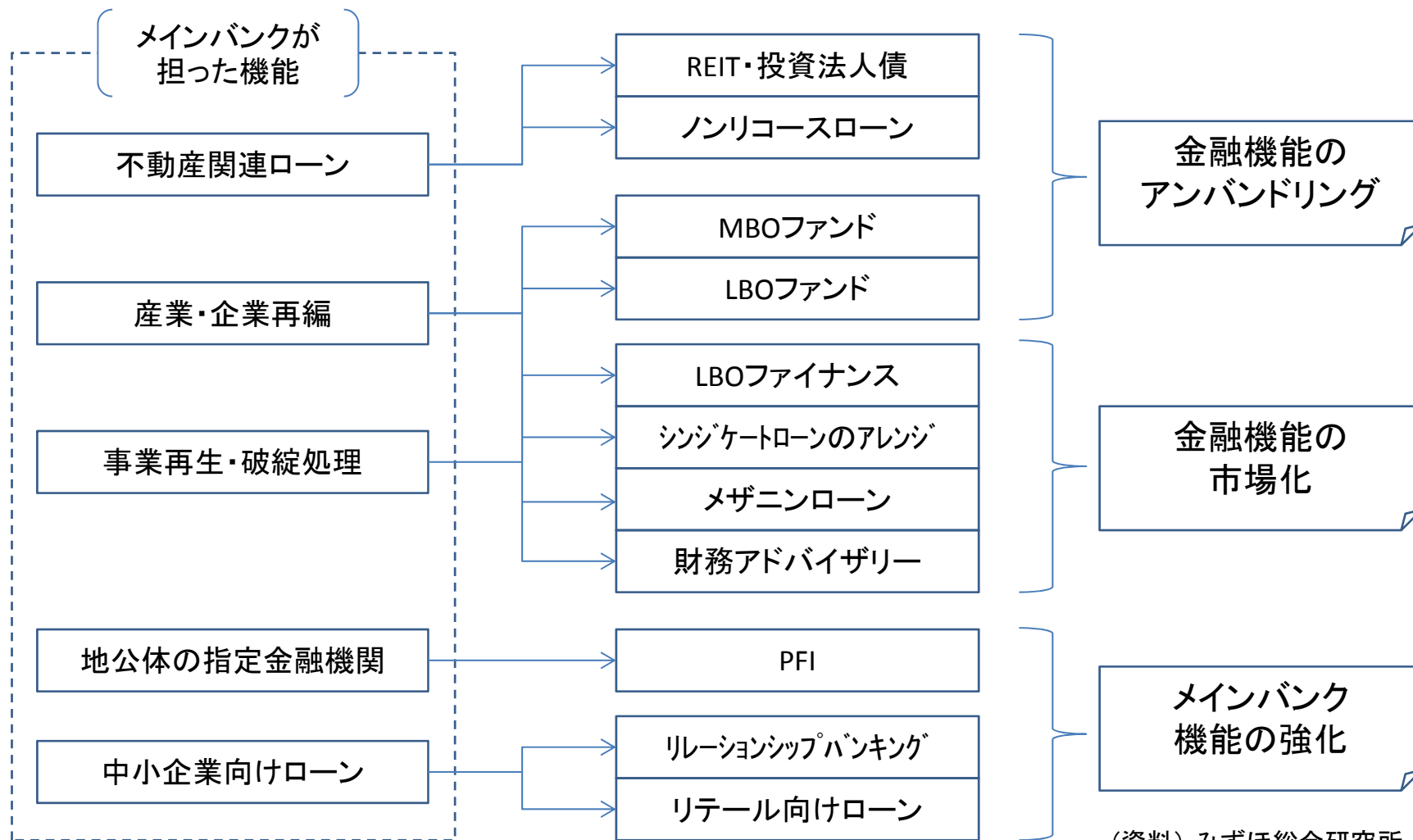
- 日本の銀行は経済のインデックスファンドだったが、一体性が強い中、出口戦略がとれなかったバブル崩壊後、劣後性の負担だけを背負う「割にあわない」構造も

- バブル崩壊後は主力銀行の機能が分解(アンバンドリング)するプロセス
ただし、従来の機能が完全には代替されていない面も

- バブル崩壊後、集まる資金は国債という無リスク商品に資金シフトする「国債金融センター」化

主力銀行の機能はどう分解されたか

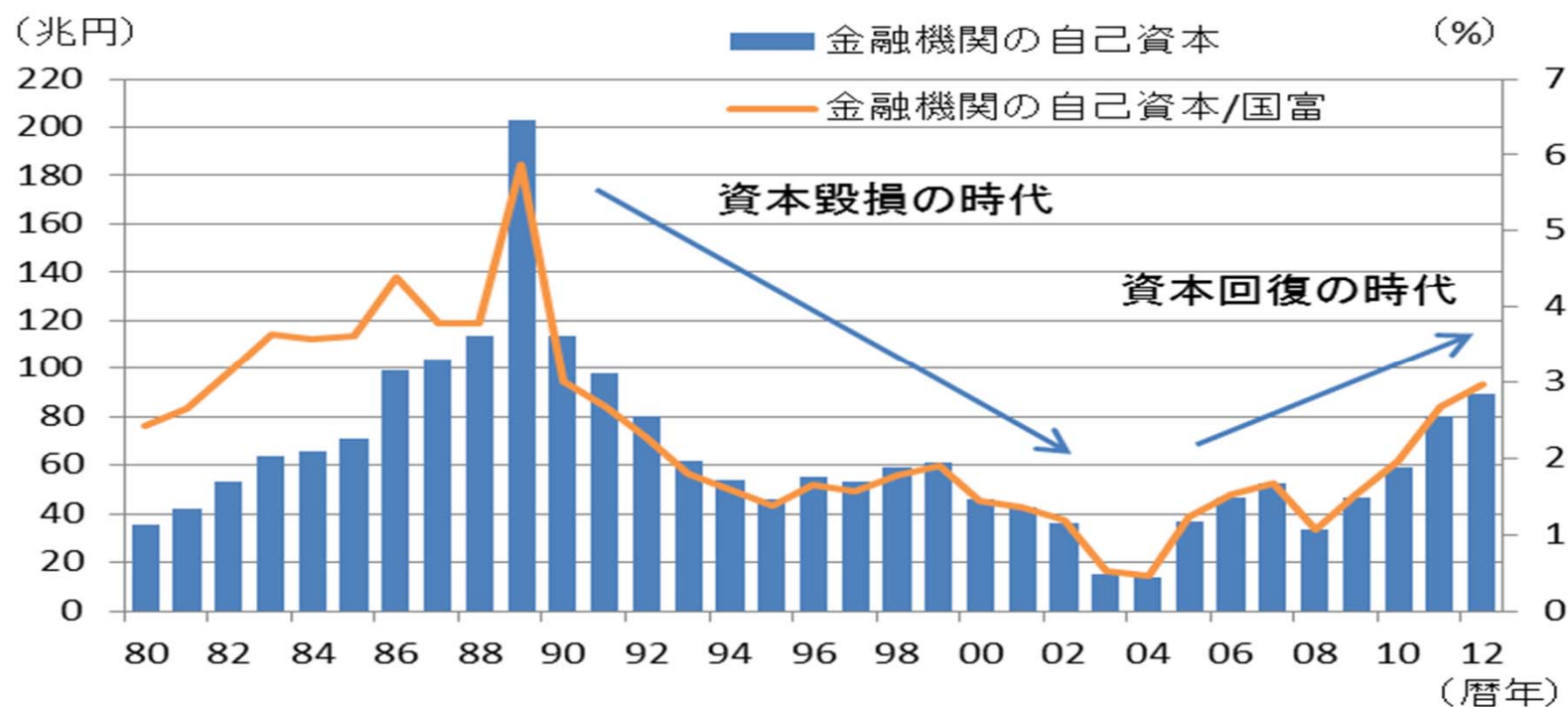
【メインバンク機能のアンバンドリング化】



金融機関は資本を回復

- ・ バブル崩壊で資本を喪失した金融機関は80年代半ばの水準まで資本を回復
- ・ 資本制約はなくなったなか、いかに成長資金を担うかが問われる段階に

【金融機関の自己資本と日本の国富】

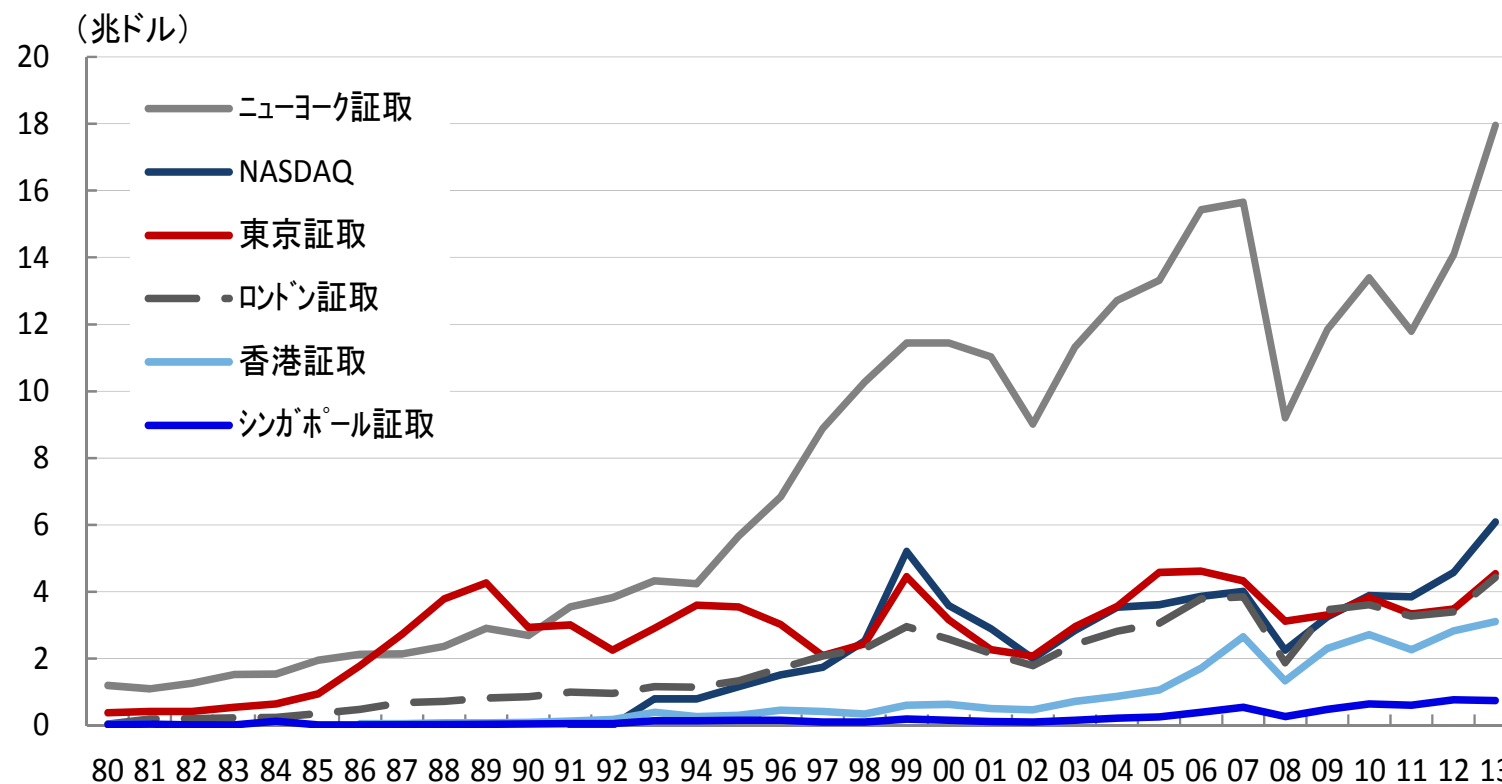


(資料)内閣府よりみずほ総合研究所作成

「アナと雪の女王」と世界から取り残された日本

- ・他の株式時価総額は1990年代対比で大きく増加しているのに対し(ニューヨーク:6.6倍、ロンドン:5.2倍、香港:37倍、シンガポール:21倍)、東京市場の株式時価総額は1990年の水準とほぼ同水準(約4兆ドル)で推移

【 主要な金融センターの株式時価総額の推移 】



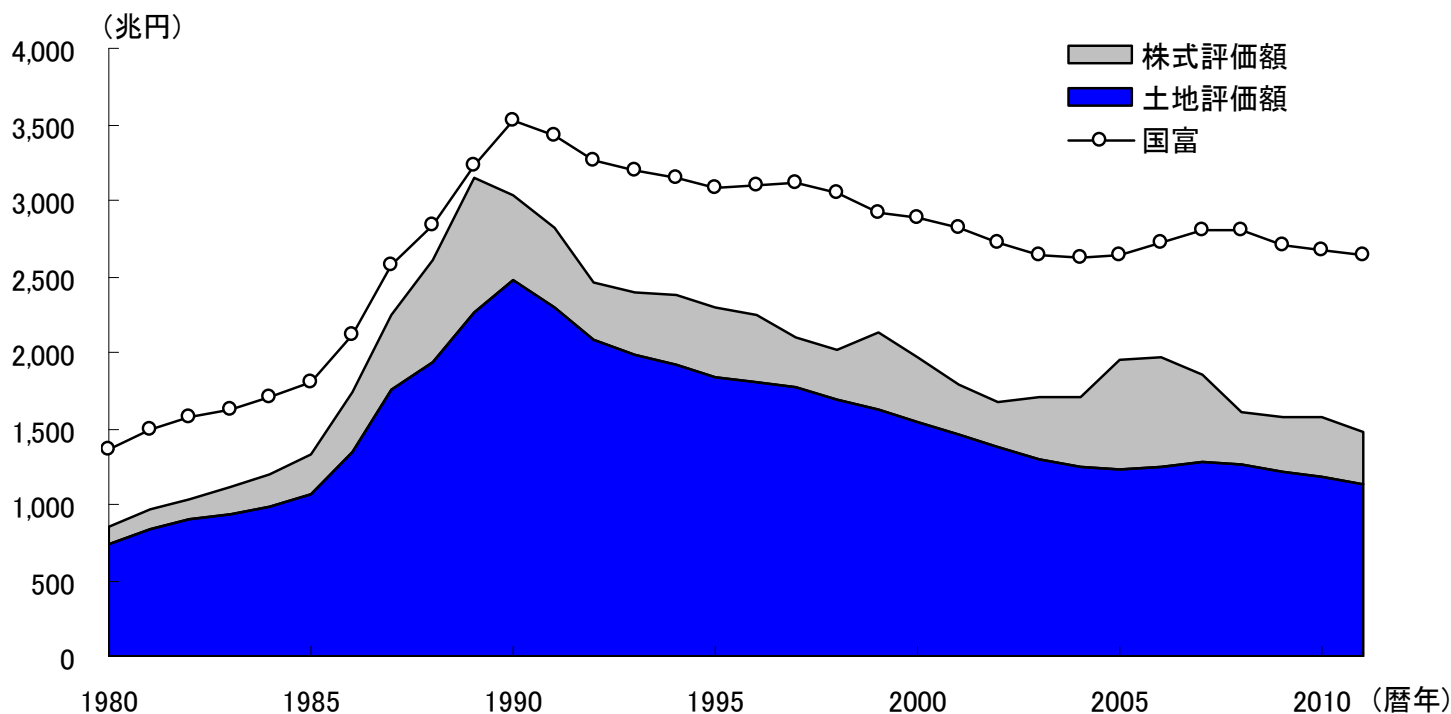
(資料)World Federations of Exchanges

日本のバブル崩壊、「第二の敗戦」と資産デフレ

○ バランスシート調整は資産デフレによって生じた

- ・ 土地評価額はバブル崩壊後、1000兆円(GDP2年分)の消失に(第二の敗戦)
- ・ 資産価格の安定が金融の安定に不可欠

【 国富と土地、株式の評価額 】



(注) データは2005年基準。ただし、2000年以前については2000年基準の前年比を利用して推計。

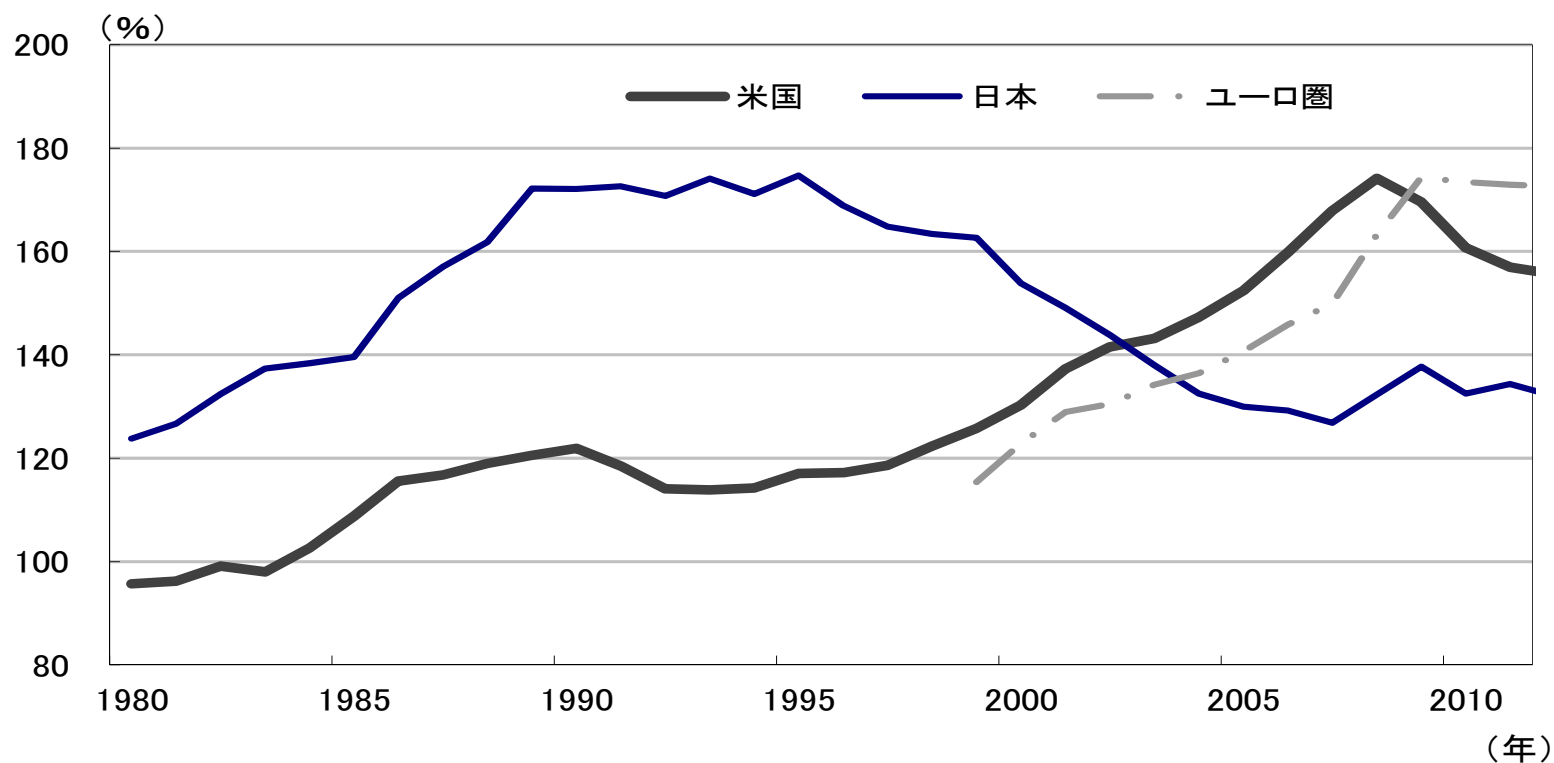
(資料) 内閣府経済社会総合研究所

バブル崩壊でバランスシート調整が生じた1990年

○ 80年代の過度な信用拡張の頂点がバブル経済とした90年

・反動としてのバランスシート調整が90年代以降の貸出市場の縮小として継続

【 民間債務対名目GDP比率 】

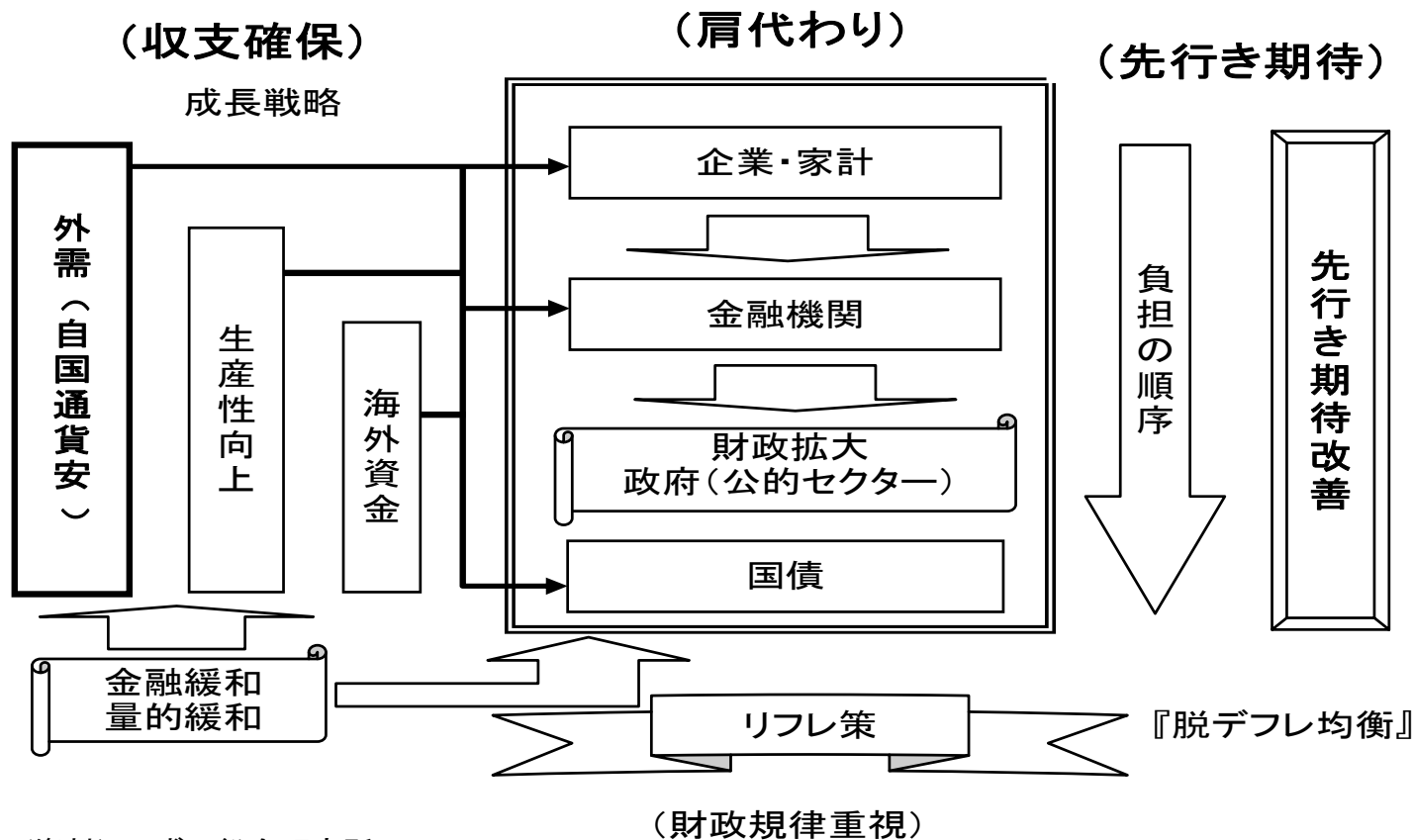


(注) 米国・ユーロ圏は暦年、日本は年度。民間は民間非金融法人企業+家計として算出
(資料) Haver、内閣府、Eurostat、欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

バランスシート調整の3原則

- バランスシート調整の基本は、肩代わり、自国通貨安、先行き改善
 - ・日本は肩代わり完了、残る課題は、成長戦略(円高回避)と期待の改善

【債務処理過程における「負担」と「処理原資」の概念図】

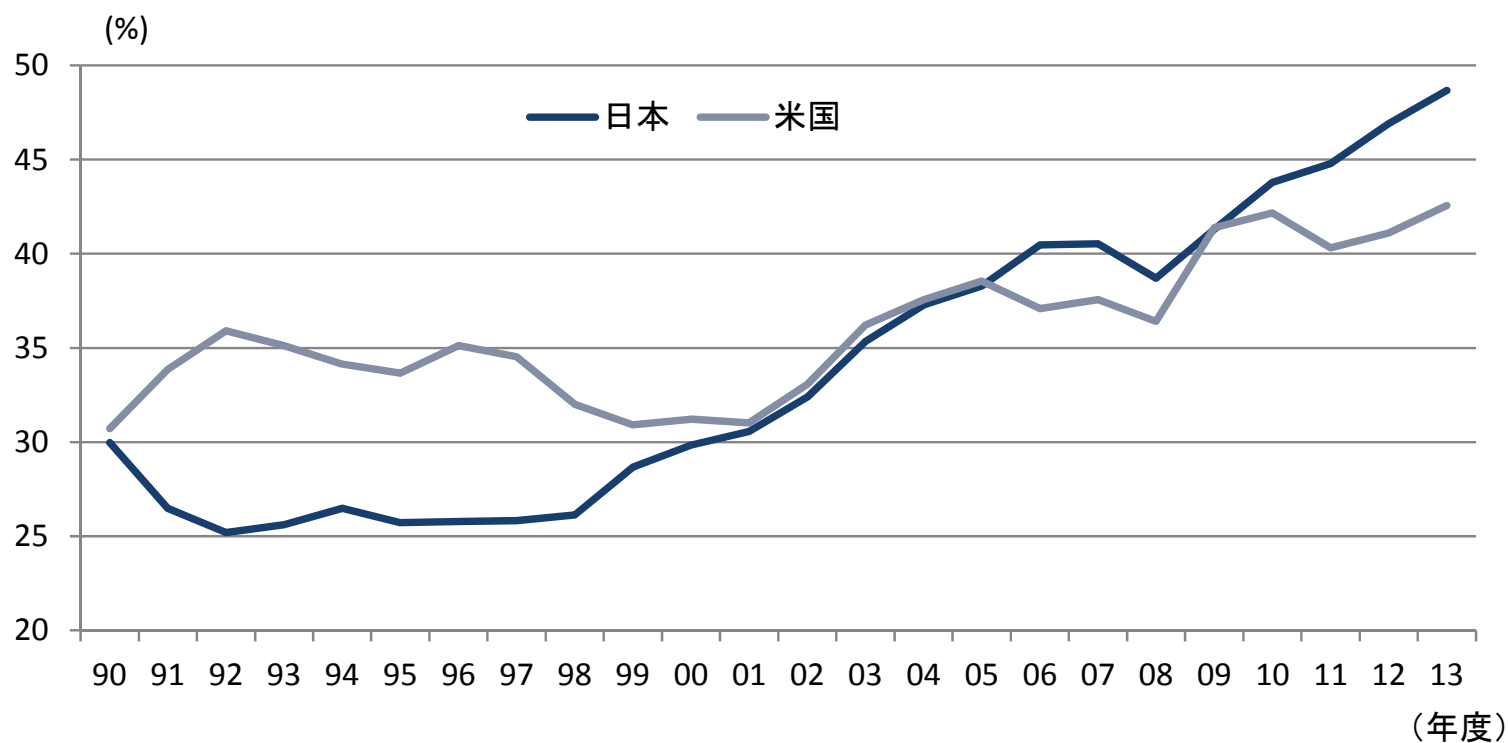


(資料) みずほ総合研究所

日本企業の財務体質は今や世界一

- 日本企業はデレバレッジを続け、上場企業は半分近くが実質無借金となり、無借金企業比率では米国を上回る
- 日本企業の債務調整は完了。しかし、企業がレバレッジ拡大にはなかなか向かわず

【日米の実質無借金企業比率推移】



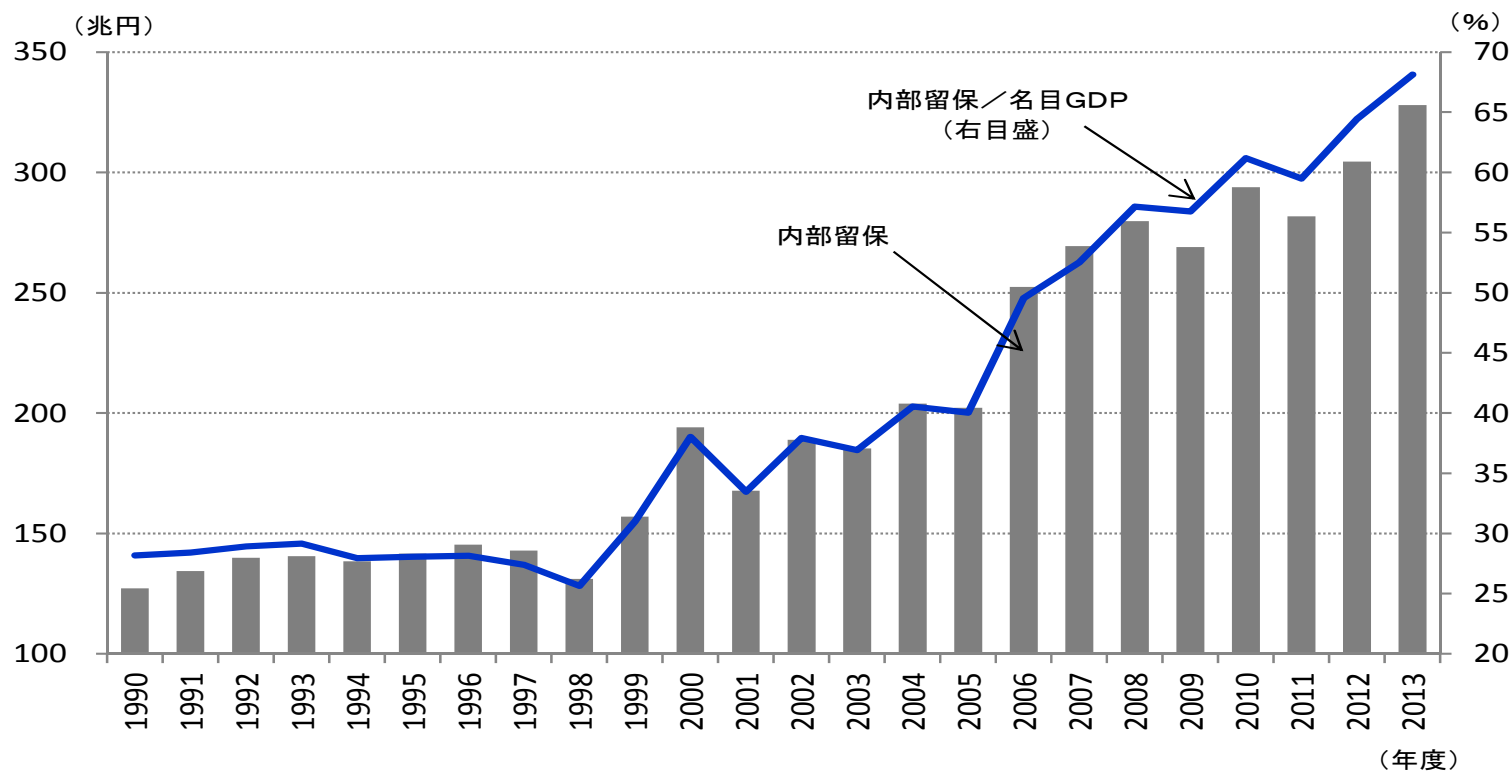
(注) 調査対象は金融を除く上場企業。日本: 1,695社、米国: 1,022社。
(資料) NEEDS-FQ、OSIRISよりみずほ総合研究所作成

日本企業の内部留保は2000年代後半より増加の一途

○ 日本企業の内部留保は2000年代後半より増加を続ける

・内部留保額の対名目GDP比率は、2003年度:37%→2013年度:68%へと大きく上昇

【日本企業:内部留保の推移】



(注) 1.全規模・全産業(金融・保険業を除く)。内部留保は、「利益準備金」・「積立金」・「繰越利益剰余金」の合算。

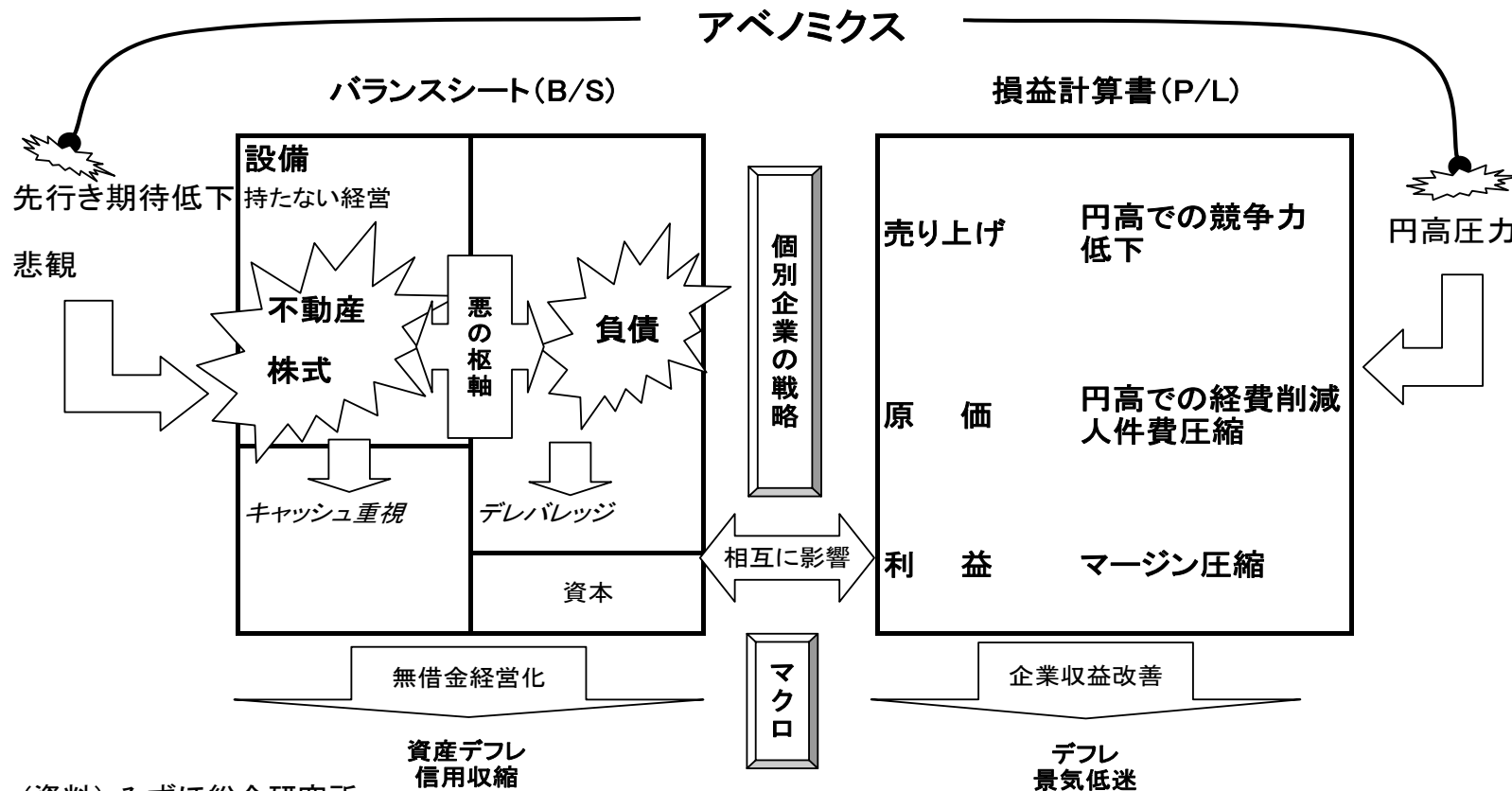
2.名目GDPは、1990～1993年度は2000年基準、1994～2013年度は2005年基準。

(資料)財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」よりみずほ総合研究所作成

なぜ企業は心にガードができたか、「アベと雪の女王」で企業は変わるか

- ・ 企業金融の氷河期、資産デフレと円高環境での生き残りがバランスシートの圧縮とリストラ
- ・ アベノミクスのポイントは企業行動を変えるべく、円高是正と成長戦略による資産デフレ払拭
- ・ 転換に向け必要なマインド改善に至る政策総動員策

【バランスシート調整における企業財務の概念図】



(資料) みずほ総合研究所

「アベと雪の女王」、雪を解かすことはできるのか

成長資金はどうしたら生まれるか

- アベノミクスの総動員でデフレ脱却と成長資金の供給を
 - ・アベノミクス「3本の矢」の総動員で、円高不安・資産デフレ不安の払拭
 - ・総動員を行うコミットでマインドセットの転換を

- 成長資金の創出には先行き期待改善が不可欠

- 「アベと雪の女王」の雪を解かすのは、金融・民間・国によるお互いのコミットメント(愛)
「企業の心のガード」を解くのも、金融・企業・国の一体としてのコミットメント

- バブル崩壊後は主力銀行の機能が分解(アンバンドリング)するプロセス
新たに成長資金に転化する機能をいかに作り上げるか

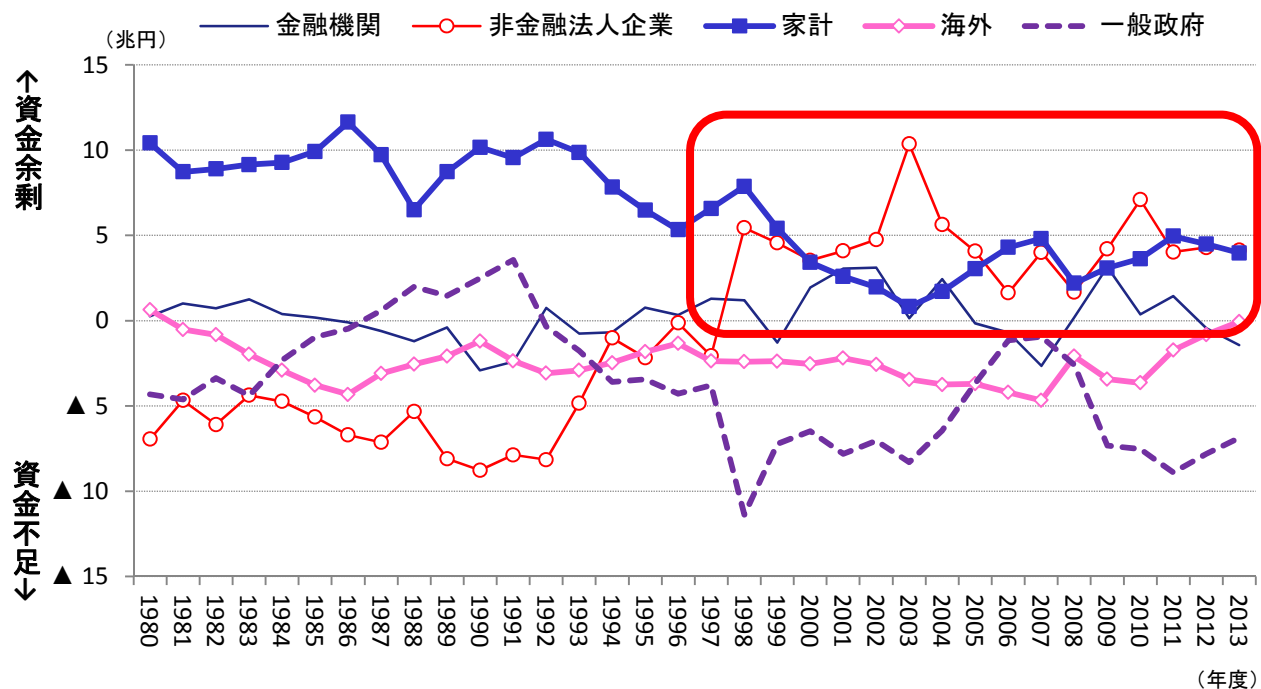
- 銀行が供給した疑似エクイティ性はコンサル機能も含めた情報提供と安定リレーション

日本企業の資金余剰での貸出しは「南極で氷を売る」ようなもの

○ 企業は、1990年代後半から資金余剰傾向が継続

- ・資金余剰の企業への貸出しは「南極で氷を売る」ようなもの、その結果、貸出金利が史上最低水準に
- ・企業が欲しいのはデットではなく、むしろ資本性資金だったので

【 日本の主体別資金過不足状況推移(対名目GDP比) 】



企業は、1990年代後半から資金余剰傾向が継続

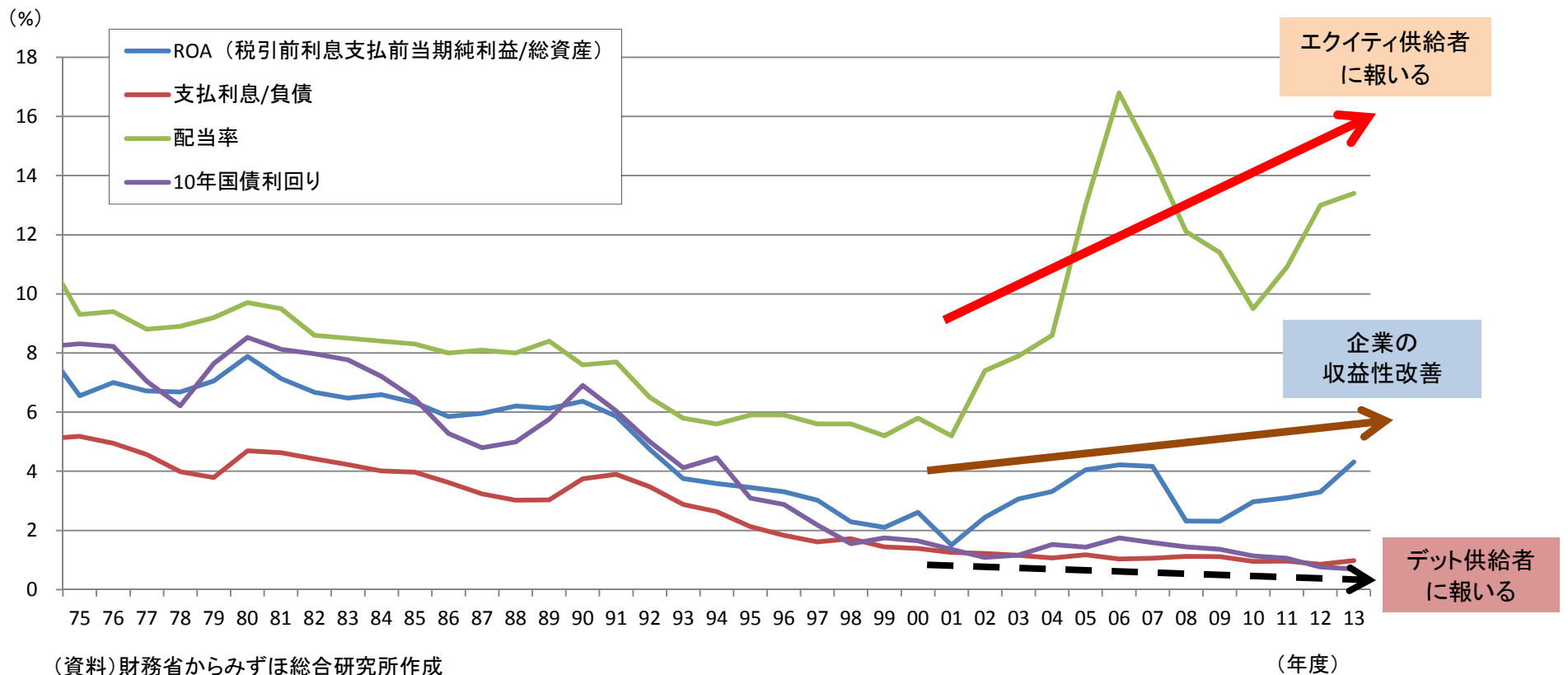
(資料) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」よりみずほ総合研究所作成

「南極でも売れる氷」はエクイティ、デットホルダーは報われなかった

○ 2000年代以降、企業の収益性は改善

- ・ただし、企業はエクイティ供給者には報いるが、デット供給者には報いていない
- ・2000年代以降の総合商社の収益改善は投融資(エクイティ供給者)であったことが大きい

【長期金利と企業の財務諸表推移】

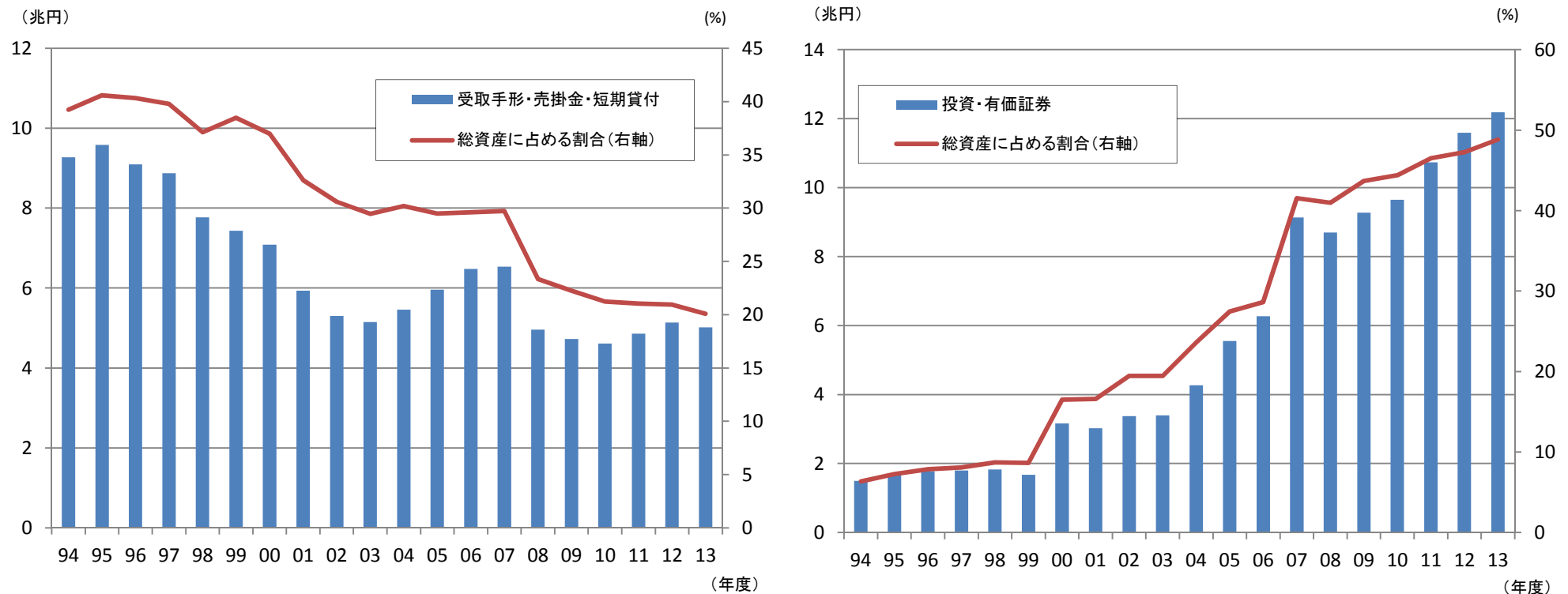


日本の総合商社のビジネスモデルの転換

○ 商社のビジネスモデルは商流を扱う機能から投融資の機能へとシフト

- ・世界でも類をみない「ヒト、モノ、カネ」の揃った「プライベート・エクイティ・ファンド」機能
- ・しかも、グローバルにも金融規制の網にかかりにくいフリーハンドをもったことも重要

【 商社大手5社の商社金融と投融資 】

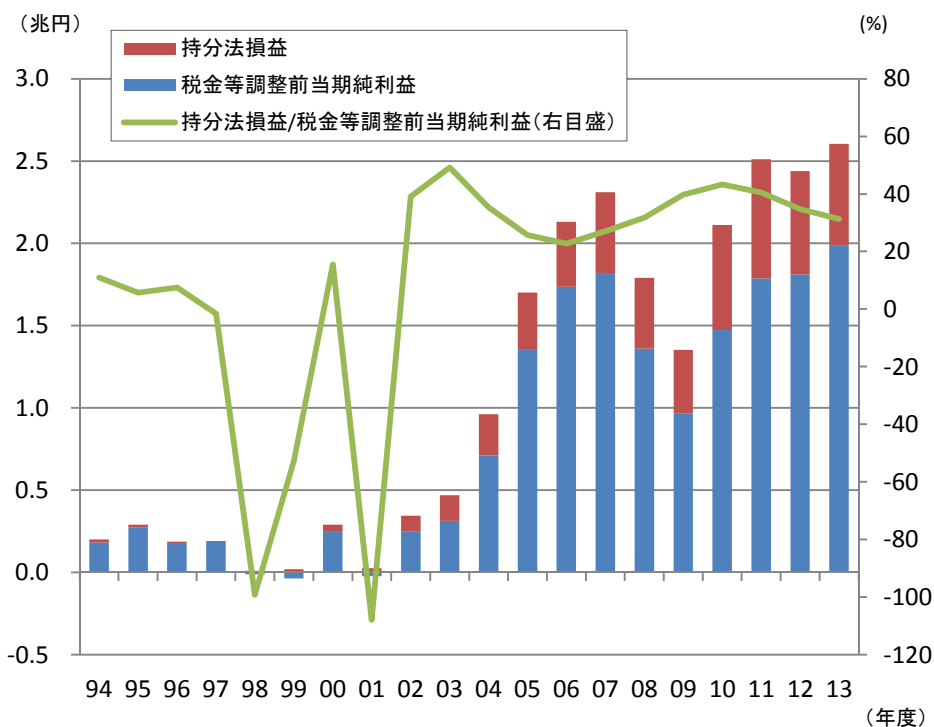


(資料)各社有価証券報告書よりみずほ総合研究所作成

日本の総合商社はなぜ「勝者」になったか

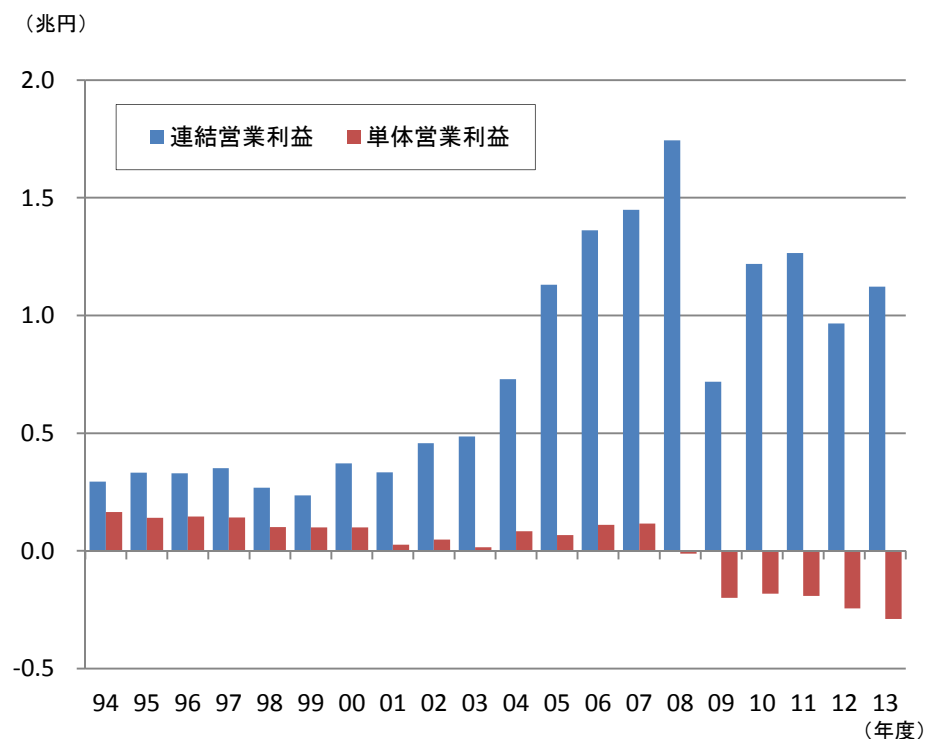
- 2000年代以降の収益拡大の源は投融資を中心とした連結収益
- 日本では一部の大企業も投資収益を拡大するファンドモデルに転化(GNPからGDIに)

【 商社大手5社の持分法損益 】



(資料) 各社有価証券報告書よりみずほ総合研究所作成

【 商社大手5社の営業利益(連結・単体比較) 】

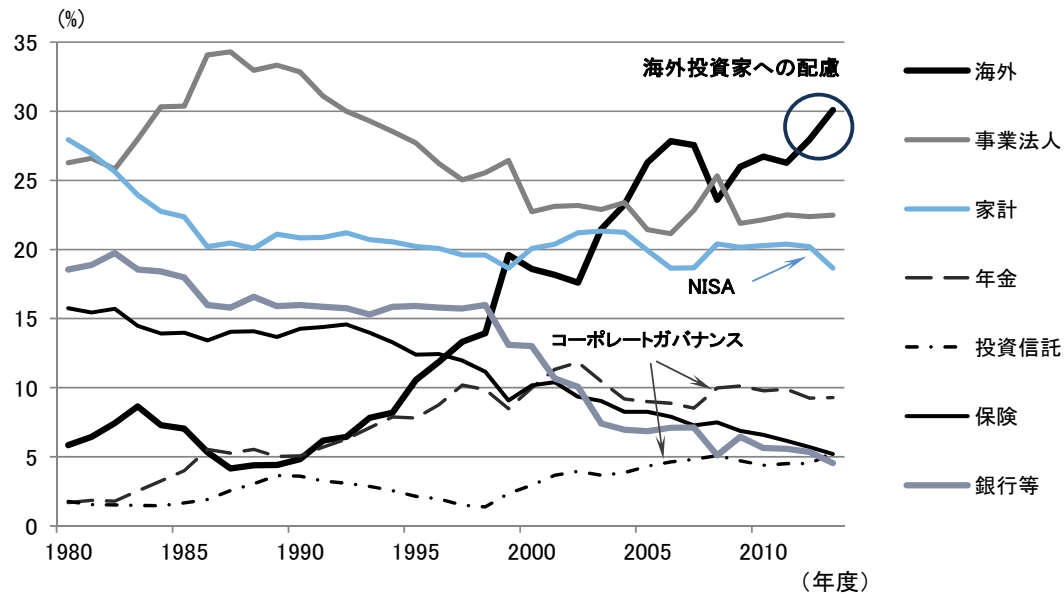


(資料) 各社有価証券報告書よりみずほ総合研究所作成

日本はだれが株を持つのか

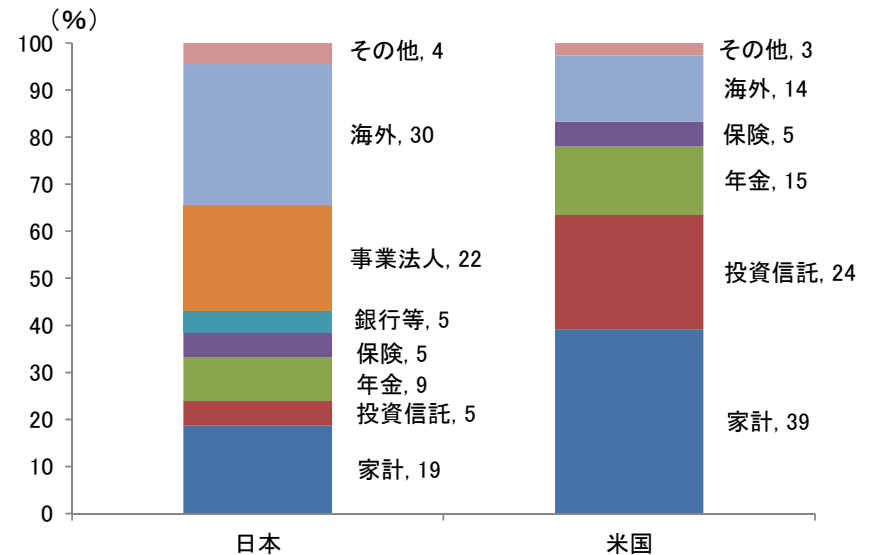
- 日本ではバブル崩壊後、株の保有手不在、海外投資家に保有を委ねる状況に
 - ・コーポレートガバナンス強化や法人減税で、海外投資家からの評価向上を意図
 - ・新たな国内投資家層確保に向け、投信・年金などアセットマネジメント業重視(そのためにもコーポレートガバナンス重視が必要)、複線型の金融仲介
 - ・NISAの非課税枠拡大で個人の株式保有拡大へ

【日本株の投資主体別保有比率の推移】



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

【株式の投資主体別保有比率】



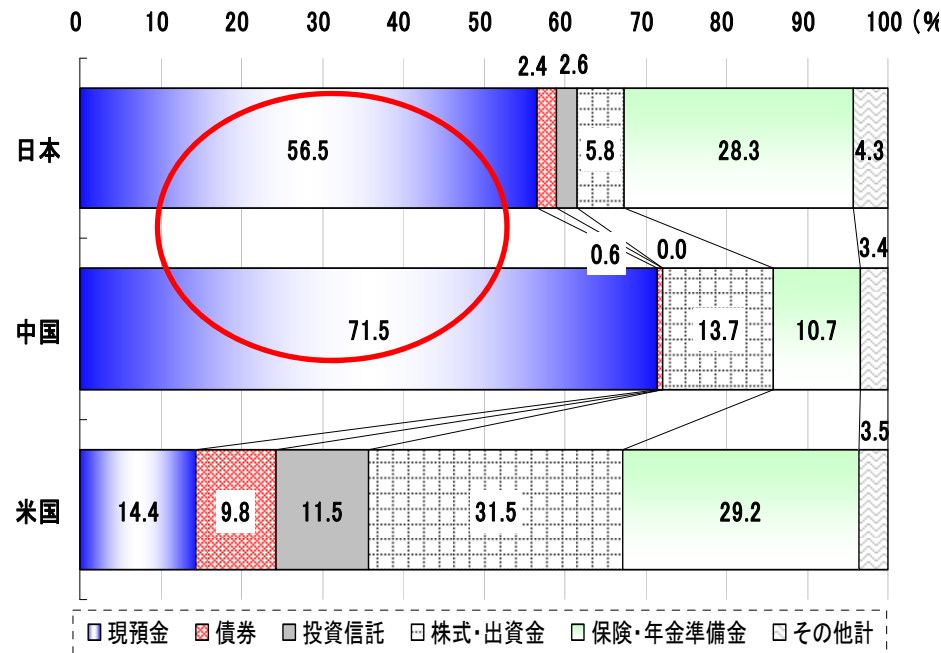
(注) 2014年3月末時点。

(資料) 日本銀行「資金循環統計」、FRB “Flow of Funds”

欧米型金融市場と日本型金融市場

- ・入り口として間接金融機関に資金が集まるなかでは間接金融機関の信用仲介が基本に
- ・預金からの資金流出、ディスインターミディエーションが生じていない日本の金融仲介の在り方
- ・資本市場を活用したアセットマネジメントの重要性

【 個人金融資産の内訳 】

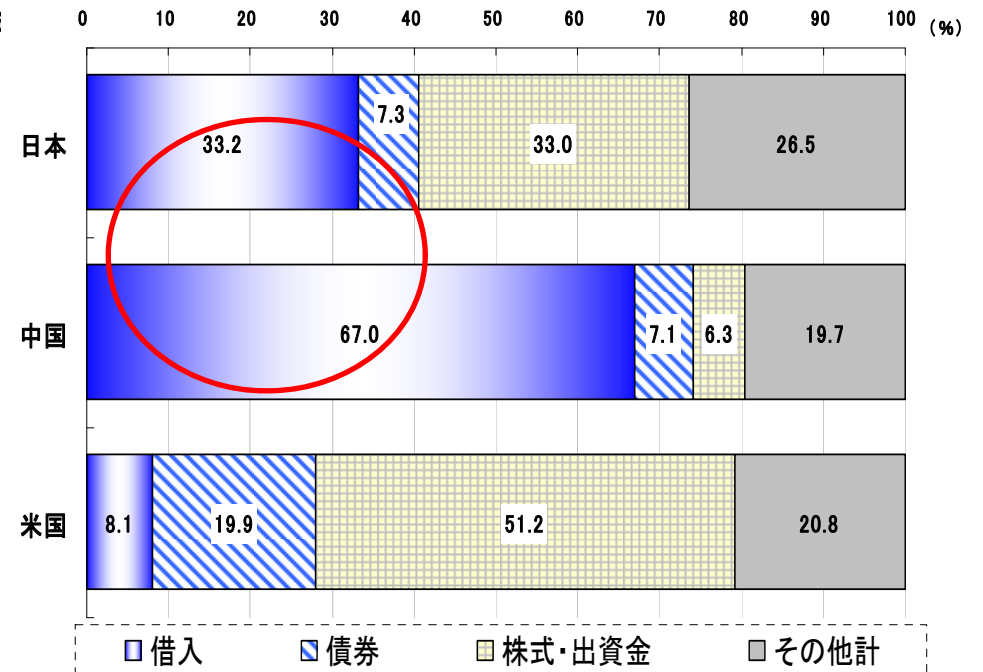


(注) 中国は暫定値

(資料) 日本銀行(2011/12)、FRB(2011/12)

経済科学出版社『中国居民収入分配年度報告(2011)』

【 企業の資金調達構造 】

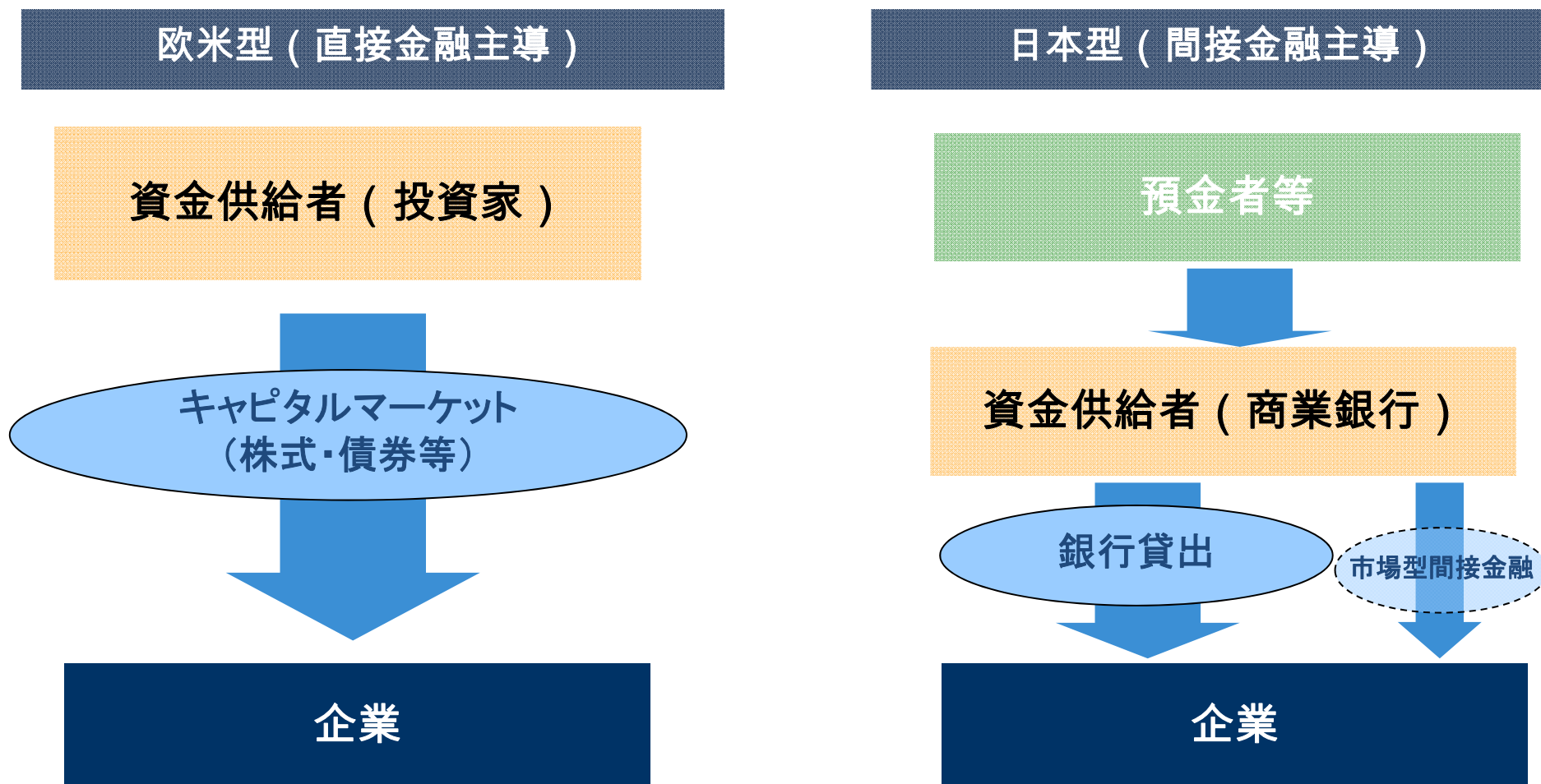


(注) 中国は2000~2010年の負債増分(フロー)の合計に占める割合

(資料) 日本銀行(2011/12)、中国人民銀行、FRB(2011/12)、ECB(2011/12)

欧米型金融市場・日本型金融市場、市場型間接金融

- ・日本は、欧米型の直接金融主導でなく間接金融主導の市場、金融規制が金融機能を直撃する不安も



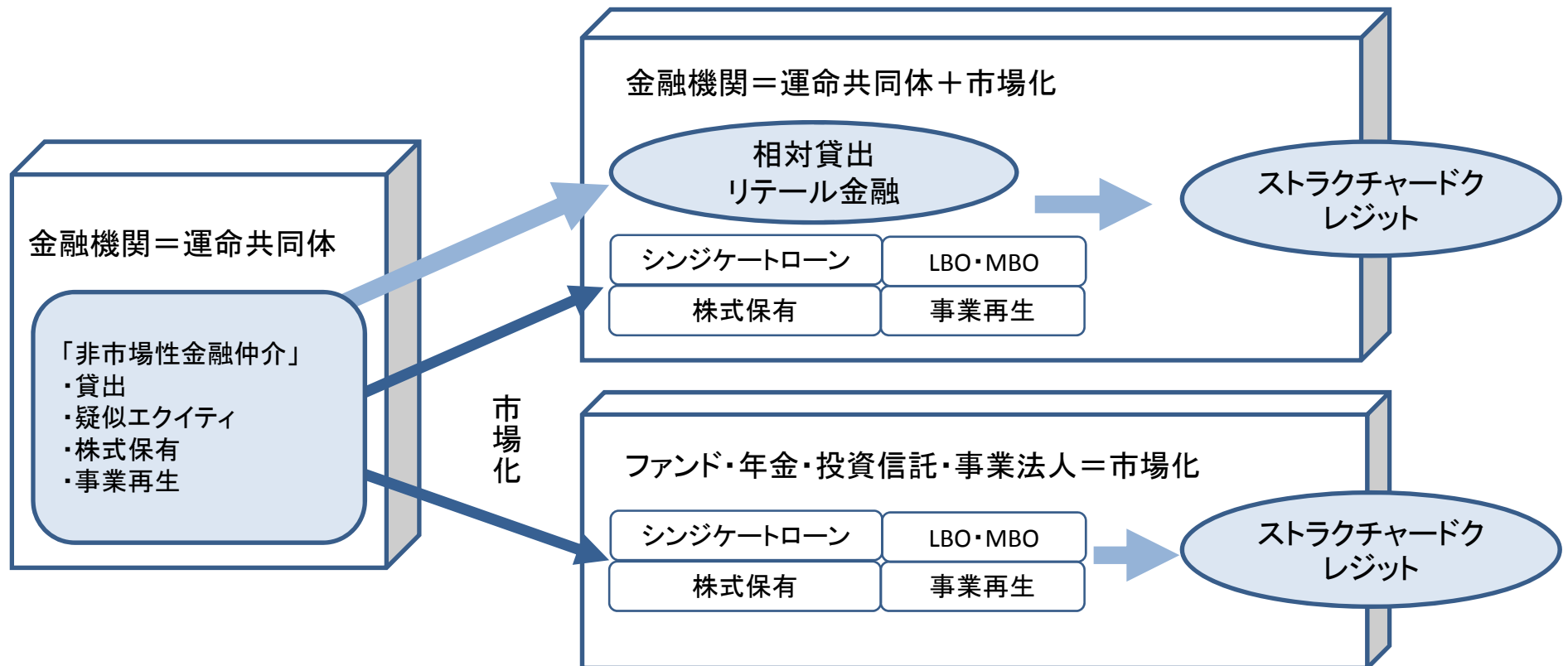
(資料) みずほ総合研究所

金融仲介の複線化と市場型間接金融

【金融仲介の複線化】

【1990年代前半まで】

【1990年代後半以降】

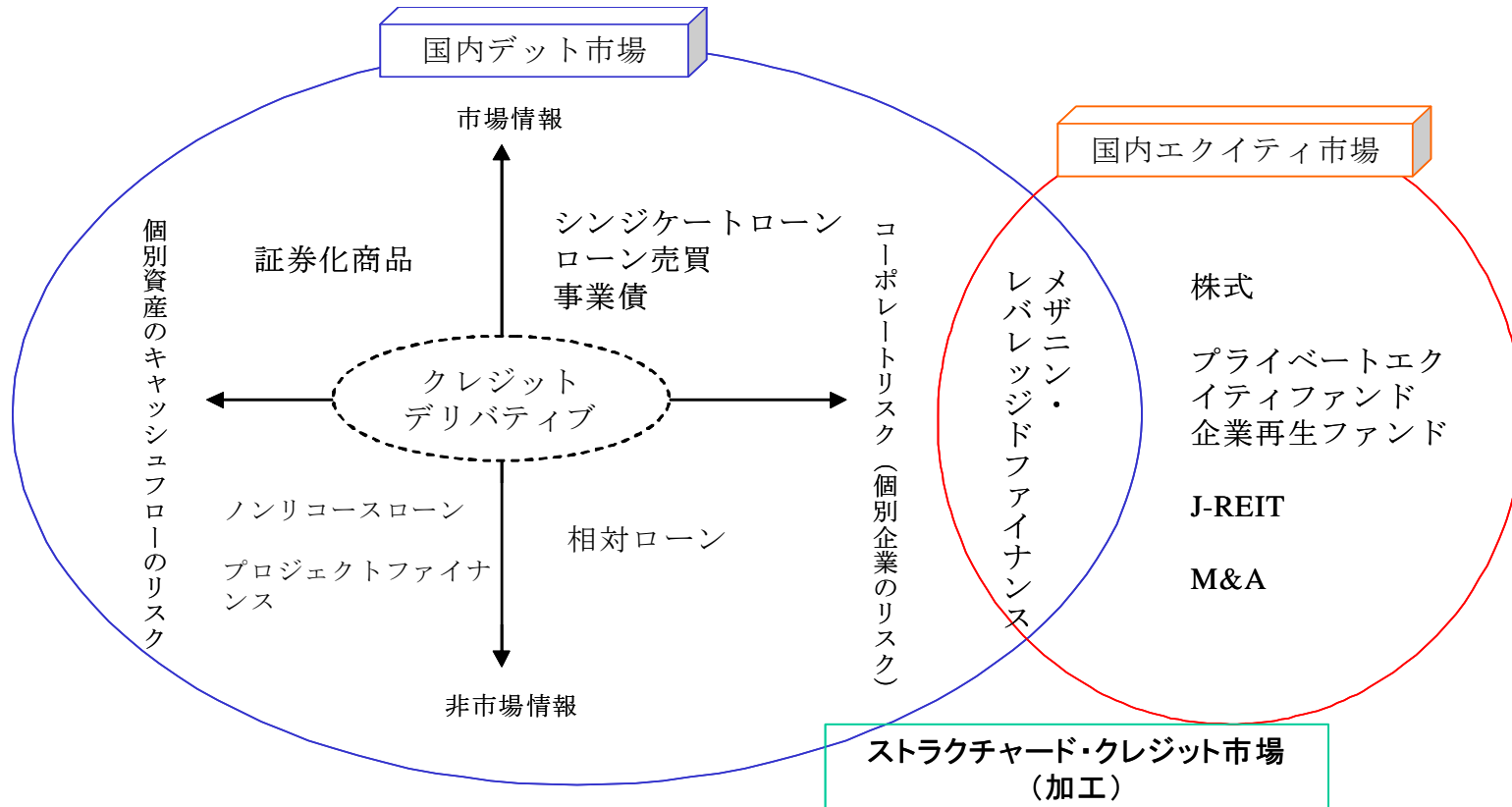


(資料) みずほ総合研究所

シームレス、複線型の資本市場の必要性

- ・ 資本市場はシームレスにデットとエクイティの存在
- ・ 複線型の市場型間接金融機能の重要性

【 デットとエクイティ市場 】

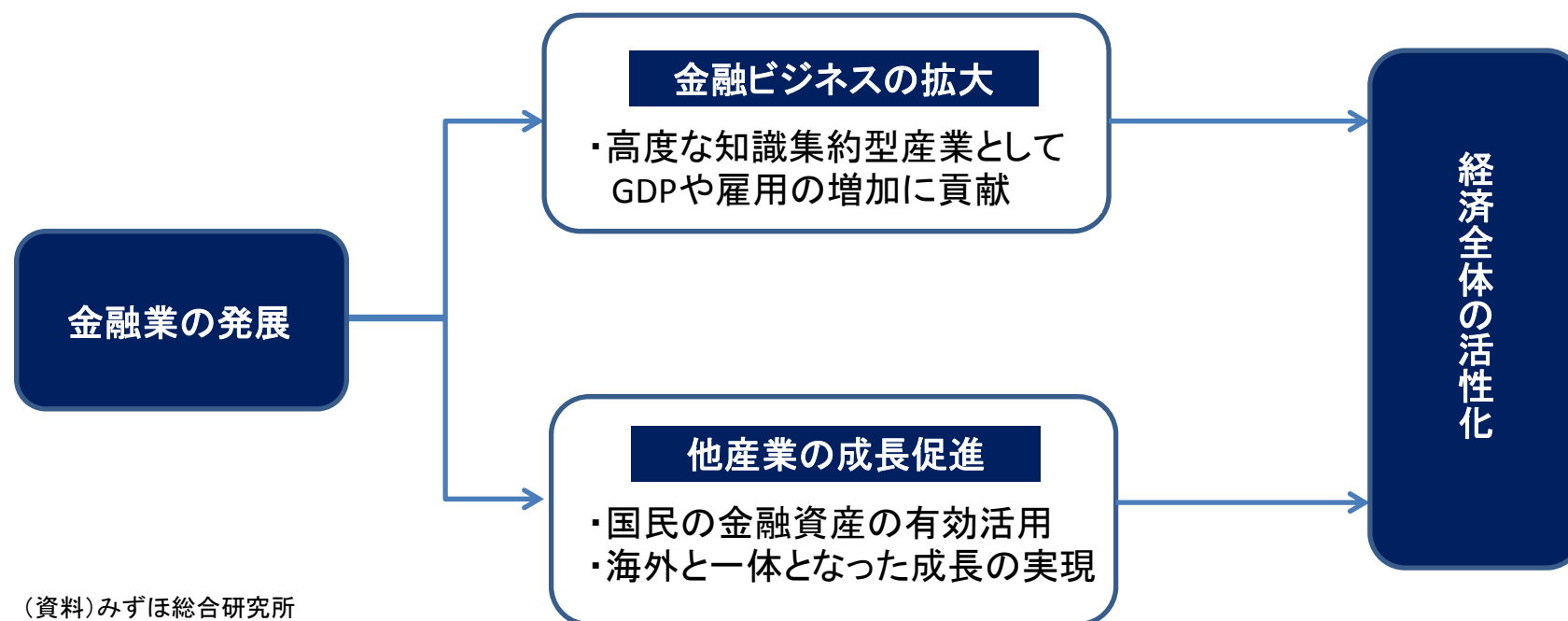


(資料) みずほ総合研究所

成長戦略における「金融」の重要性、成長資金を創出

- 経済のサービス化やグローバル化が進み、国家間の競争が激化する中、日本経済の持続的な成長を実現していくためには、高度な知識集約型産業である金融業の発展が不可欠
- 金融業の発展は、金融ビジネス拡大を通じたGDPや雇用の増加等にとどまらず、経済全体の活性化にも寄与
 - ー アジアの金融ハブとなることで、海外からの資金や人の呼び込みを促し、海外と一体となった成長を実現

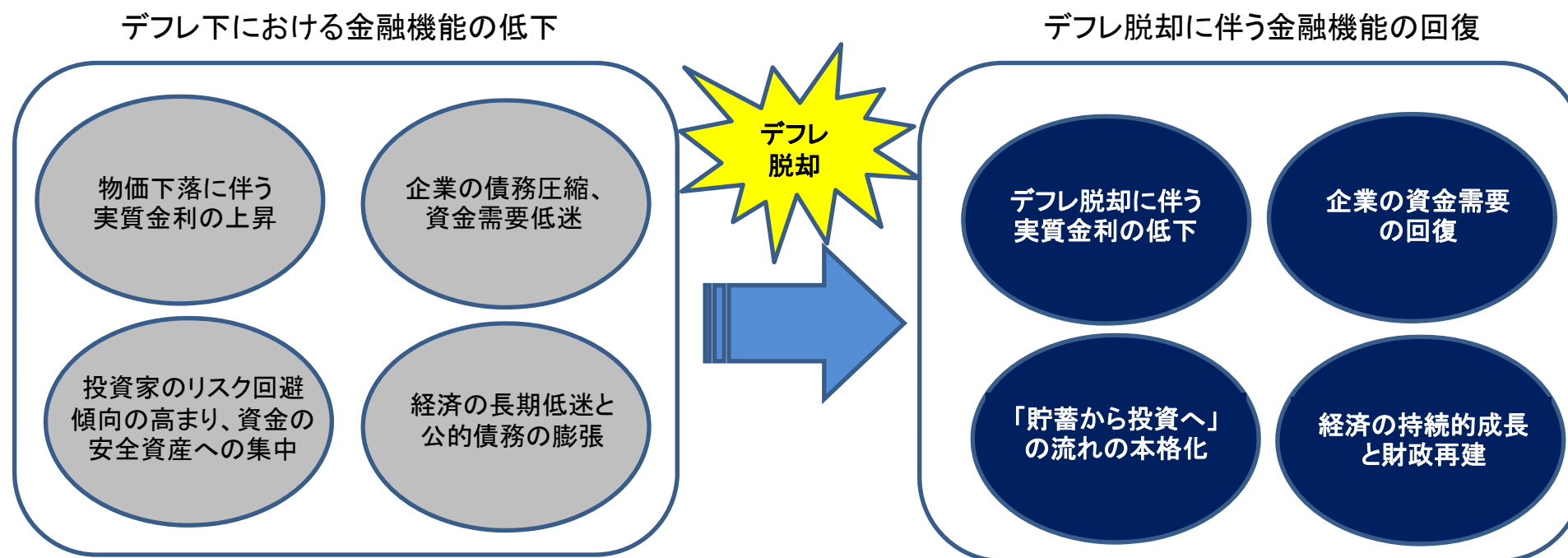
【 成長戦略における「金融」の重要性 】



デフレ脱却が視野に入った今こそ成長資金を創出する好機

- 日本経済が長期にわたるデフレに苦しむ中、東京市場は「国際」金融センターを志向するという次元よりも、安全資産である「国債」金融センター化した状況が継続
- アベノミクスの「三本の矢」によりデフレ脱却が視野に入り、金融を巡る環境にも変化の兆し。先行き期待の改善がない限り、レバレッジ活用も含め成長資金の創出は困難

【 デフレ脱却による金融環境の変化 】



(資料)みずほ総合研究所

本日のまとめ: 成長資金は再生するか

- 金融を成長戦略に含めることの重要性
- 今こそ、金融から変える発想の転換

- 戦後の成長資金供給システムが転換したことを認識したうえでの対応の必要
- 改めて成長資金を作りあげるために必要なことはなにか

- 銀行が保有していた疑似エクイティ性を代替する成長資金の創出をどうするか
- 日本のなかで成長資金、エクイティ性資金を作り出すには
- 金融市場の商社、勝者を作り上げる
- 銀行機能を活用した市場型間接金融、複線型の金融とは

- 「企業の心のガードを解く」のは、企業・金融・政府の強いコミットメント
- アベノミクスの総動員でデフレ脱却と成長資金の創出を

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。