

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員 徳 島 勝 幸 CMA

少子高齢化が進み、生産年齢人口が減少に転じている日本経済の先行きを考えると、移民の導入や出産奨励策の拡大等人口そのものに働きかける政策が求められるだけでなく、同時に、経済成長を実現するための着実な生産性の向上が必要である。産業革命に匹敵するような技術革新による爆発的な生産性の向上が望めない以上、労働や技術、資本といった様々な側面から生産性を高めることが求められているのではなかろうか。2014年6月にまとめられた『「日本再興戦略」改訂2014—未来への挑戦—』においても、冒頭の「改訂に当たって」で、“経済の好循環を引き続き回転させていくためには、日本人や日本企業が本来有している潜在力を覚醒し、日本経済全体としての生産性を向上させ、「稼ぐ力（＝収益力）」を強化していくことが不可欠である”と指摘し、改訂戦略における鍵となる施策の第一として“日本の「稼ぐ力」を取り戻す”を掲げている。

今月号の特集においては、経済産業省に設けられた『日本の「稼ぐ力」創出研究会』における議論を土台にしつつ、新春にふさわしく日本の将来を明るくするための取り組みについて考えてみたい。同研究会の第1回会合においては、日本の「稼ぐ力」創出に向けた視座および前提として、次の3点が挙げられている。

- ・ アベノミクスの効果によって景況感は回復。賃上げも含めて一定の好循環は実現しつつある。
- ・ 他方、我が国経済はグローバル化と人口減少という内外の構造変化に直面しており、これらを両にらみしつつ、「より骨太な好循環構造」を実現するための議論が必要ではないか。
- ・ その際、グローバル経済圏とローカル経済圏という競争環境の異なる2つの経済圏に区分し、「一国二制度」的なアプローチで検討を行うことが必要ではないか。

3点目に関して、昨今話題の考え方であるG型L型の二分法で詳しく述べると、グローバル経済圏におけるアプローチとしては、“グローバルな競争下で、我が国産業の収益力（「稼ぐ力」）をいかに高めていくか”が課題として提示されており、その問題および方向性としては“足下において、マクロ面では成長率の低下や経常収支構造の変化が、また、ミクロ面においては我が国企業の低収益性が指摘されている”ことおよび“これらの現象の背景にある問題点を明らかにし、我が国産業が中長期的に高い収益をあげていく体質に転換するための処方箋を明らかにする”こととしている。

ローカル経済圏におけるアプローチとしては、“人口減少に直面する地域経済の持続可能性をいかに確保していくか”が課題とされ、“グローバ

ル市場での収益を国内に還流する上で、受け皿となる地域経済が健全に機能し、雇用と生活関連サービスが適切に供給されることが必要”と指摘されている他、“一方で、特に地方圏においては、急速な人口減少が進み、地域コミュニティの維持もが懸念されている”といった問題点が提示され、“地域経済圏の将来見通しを踏まえつつ、その持続可能性を確保するための方策を明らかにする”と今後の議論の方向性が示されている。

当初の予定では、本特集の各論文執筆後となる2014年12月に研究会の最終とりまとめが公表されることになっている。しかし、9月の内閣改造等による経済産業大臣の交代劇や衆議院の解散総選挙に伴う予算編成の遅れ等もあり、最終とりまとめが当初予定通りに公表されていない可能性もある。各論文については、2014年晩秋までの議論を踏まえたものであることを、予めお断りしておきたい。

今回の特集は4本の論文で構成している。まず、冒頭の**翁論文「日本の「稼ぐ力」と新しい金融像の模索」**は、経済産業省の『日本の「稼ぐ力」創出研究会』での議論における「稼ぐ力」創出と金融の関わり方について、概括的な論考を行うものとなっている。同研究会での議論は、決して金融に絞られたものではない。考え方としては、製造業等日本企業の「稼ぐ力」を取り戻し、新たな成長エンジンと地域の支え手となる産業の育成を図るためには、従来の枠組みを超えた金融のあり方が望ましいとするものである。同時に、既存の様々な金融業態のあり方を見直すことで、日本企業全般の「稼ぐ力」の向上を目指すと考え。本ジャーナルの編集会議においても、日本における金融関連産業の「稼ぐ力」は対外的に見ても低いので、金融を除いて考えるべきだとの意見も見られた。

確かに、日本の金融関連産業の生産性は、欧米諸国の生産性と比較すると低いものであるとされている。しかし、直接的に金融の収益性を高めることを目標にするのではなく、むしろ製造業を中心とする日本企業の「稼ぐ力」を高める観点から、金融がこういった形で貢献できるかといった観点から金融を取り上げ、あり方や役割の見直しを考えることが、有意義であると考え。つまり、企業の「稼ぐ力」を支え伸ばす観点からの産業と金融の関わり方について、新しい展開を展望するのである。

翁論文においては、同研究会委員という立場から概括的な観点で産業と金融のあり方について触れられており、直接的に後続の論文で触れられることのなかったコーポレートガバナンスのあり方や、公的・私的年金改革による成長マネーの供給といった広範囲の金融に関する論点についてもカバーされている。本特集の全般的な問題意識を確認し、その他の論文をより深く理解して頂くための導入として、わかり易い内容となっている。

まず、日本企業を取り巻く環境と「稼ぐ力」を評価することによって、問題の所在を明確にしてくれる。続いて、企業活動を支える金融の存在について、資金仲介等による成長のサポートと、円滑な決済システムの提供という二つの主要な役割を提示している。金融が効率的な資金配分を促進し経済成長を支えているという視点は、自らを卑下しがちな金融・証券マンにとって、必要な自負ではなかろうか。金融システムに関しては、市場型間接金融のルートが太く育っていないという指摘が耳に痛い。募集手数料の獲得が中心となって、成長資金の供給はおろか長期投資のツールとすらなっていない投資信託や、欧米ではリーマンショックを経ても再活性化しているのに日本では“あつものに懲りてなますを吹く”状態が続いている

証券化商品等、市場型間接金融をいかに機能させるかは、今後の日本の金融にとって大きな課題となるだろう。公的金融や銀行の役割といった、後続く論文への頭出しもされており、同時に、企業価値の向上に向けた様々な課題も提示されている。この論文で提示された課題は、必ずしも全てが後の論文でカバーされていないが、日本の金融にとって中期的な意味で重要な課題の多くが網羅されており、今後とも探求を続けて行くべきものばかりである。

続く、川北論文「京都企業は世界を意識してきた」は、本年度京都大学経済学部で行われた調査を元に、日本の中でもやや特異な発展を見せている京都に本社を置く企業群の特徴等を分析することで、「稼ぐ力」の源泉を探求するものである。全国やグローバルで事業展開を行っている企業の中で、京都に本社を置く企業としては、オムロン・島津製作所・日本電産・堀場製作所・京セラ・ワークホールディングス・ローム・任天堂等多くの名前を挙げることができる。これらが、東京や大阪に本社を置く典型的な日本企業と、どのように異なる点を有しているのか。なぜ東京等に本社を置く企業よりも元気に見えるのか。京都に本社を置いていることは、単なる偶然なのか、それとも、何らかの因果関係を有するのか。経営陣へのインタビューを含め企業哲学や経営方針といったレベルまで含んで考察した内容である。

今回の特集では、主に日本の「稼ぐ力」を支える金融という形で取り上げているが、経済産業省の『日本の「稼ぐ力」創出研究会』においては、メーカー等産業界で「稼ぐ力」を創出・向上させることがより長期的な重要な課題であると認識されており、京都に本社を置く企業群の分析を通じて、何らかの示唆が抽出できないかという意欲的

な取り組みである。京都企業の特徴としては、例えば、“独自の技術を用い、精度の高い製品を作っている”ことを指摘する中で、その背景にあるものを、文化の伝承・オリジナリティの追及とグローバルな意識・技術志向クラスターの形成といった要素で整理している。また、これらの産業界における特徴の背景にあるものとして、政治や金融との関わりについても言及されている。こうした指摘が、京都以外に本社を置く企業との優位な差になっているのかどうか、参考になるものがあるのかどうか、一考の価値はありそうである。

再び、特集は金融に焦点を当てる。「**公的金融と民間金融の役割分担再論**」を扱う土居論文では、財政学者であると同時に『日本の「稼ぐ力」創出研究会』委員という立場から、新しい時代における公的金融と民間金融の役割分担について論じている。かつての小泉改革において政府系金融機関は大規模な見直しを受けた。しかし、その後のリーマンショックや東日本大震災等の影響があり、政府系金融機関への依存や信用保証協会による特別保証、官民ファンドの乱立等現状では、再び公的金融のプレゼンスは大きくなっている。

近年における公的金融と民間金融の役割分担に関する議論について、その多くに関与して来た筆者による整理は、極めて有用である。特に、小泉政権下で平時を意識して行われて来た政策金融改革の理想形が、金融危機等の局面で実際のニーズに合わせて変容し、各々の政策金融機関が自らの役割を再認識する過程については、現在進行形に近いものでもある。今後の政策金融改革に関する議論に際しての、一つの方向性を指し示す可能性もあると考えられる。

一方で、こうした公的金融の存続が、銀行による目利き能力の低下に影響していないか、という

問題も存在する。また、中央政府も地方公共団体も財政赤字が拡大する中で、財政面での圧迫からPFI／PPP等による民間資金の活用が注目されている。更に、官民ファンドの乱立に関しても、公的機関を導管とした民間による成長資金投入のツールとして積極的な評価がされる一方で、責任の明確化と目的遂行時の解散が必要であることが明示される。

本論文においては、詳細な理論モデルによって社会厚生を最大化する公的金融のシェア水準が提示されており、その水準を超えて公的金融が肥大した場合には、民業圧迫に伴う経済的損失が発生すると警鐘を鳴らしている。果たして現状の日本では、公的金融がこのシェア水準を超えているのだろうか。より適切な公的金融と民間金融のあり方を考えることが、日本の「稼ぐ力」を創出・向上するためになるのではないかという観点からの論考である。

最後に、**村本論文「地域金融機関の統合・再編は必要か」**においては、地域金融機関の問題について取り扱う。金融庁が地域金融機関の統合について積極的な動きをはじめており、実際に、2014年夏から秋にかけても複数の地域金融機関が具体的な統合を発表している。今後とも、同様の動きが継続することは、必至であると考えられる。人口減少と都市への集中が進む日本において、これまで既存の枠組みに縛られてきた地域金融についても、新しい姿を模索する必要があるのではないだろうか。本論文では、地域金融機関の役割を再確認するとともに、地域金融機関の抱える課題を

抽出している。中でも、預貸率の低さから生じた国債残高の積み上がりによる金利リスクの問題については、金利上昇による経営への影響を考えると見逃すことが出来ない。

安倍政権の掲げてきた「地方創生」に対して地域金融機関に期待される役割は大きいのが、そのことが既存の地域金融機関を今の姿のままで存続させる理由にはならないだろう。むしろ新しい地域金融機関としてのあり方が、問われているのではなかろうか。オーバーバンキングやリレーションシップバンキングといった問題の検証が、長年、地域金融機関のあり方を研究して来た筆者によって手堅くまとめられている。将来に向けた道州制の議論や広域地銀の誕生等をにらみつつ、今後の地域金融機関について幾つかの方向性が提示されており、それらについて落ち着いて考える論考となっているのである。

今回の特集は、持続的な日本経済の成長を図る上で産業における収益性・生産性の向上（＝「稼ぐ力」）が必要であると考えた観点から、産業における「稼ぐ力」の種を概観した。同時に、産業を支える存在としての金融の役割を再評価する観点からは、従来から金融に関連する複数の構造的な問題を、新しい視点から取り上げる内容としている。低成長経済下では、従来の発想から一歩踏み出すことが必要であり、新しい年の初めにあって日本の経済と金融の中期的な行く末に思いを馳せてみてはどうだろうか。この特集が、日本経済及び金融の抱える課題を考えるに際しての一助になれば幸いである。