



『三耕探究』集中連載 ⑫  
大塚耕平 参議院議員・早稲田大学客員教授

# 危うい「資産運用立国」

「骨太の方針」の「資産運用立国」は、それに付随して懸念される  
為替や金利への影響、資金循環構造の変化への洞察が足りない。

経済財政諮問会議で「骨太の方針」を公表した岸田文雄首相（左は後藤茂之内閣府特命担当大臣、HPより）

米経済紙ウォール・ストリート・ジャーナルは2020年1月3日付電子版で「日本の『失われた数十年』から学ぶ教訓」と題する記事を掲載した。「失われた30年」の原因は日本が構造改革を行わなかったためと結論づけている。現状打開には企業や社会の「古い体質」が変われない組織風土

当時「バランスシート調整」という表現は斬新であり、「バブル後遺症」「不良債権問題」の始まりだった。

大阪万博開催を提唱し、主導したことで知られる堺屋太一氏が経済企画庁長官に就任したのは98年。その堺屋長官の下での99年版経済白書に「3つの過剰」という言葉が登場。土地神話、消費神話、完全雇用神話という「3つの神話」が消滅し、雇用・設備・債務の「3つの過剰」を解消する必要があるとの文脈だ。以下、原文（一部中略）である。

「設備過剰感」は雇用過剰感と密接に関係している。過剰設備の維持費のかかりの部分がそこで働いている人々の人件費であり、長期雇用慣行のもとでこれが固定費と企業に認識されている。雇用が別の方向で活用される途が開ければ、設備の処理も進み易くなる。逆に設備の売却などの企業再編に伴う障壁を低下させることが雇用の有効活用につながる。企業の債務の中にも、結果的には過大となった設備投資をファイナンスしてきた部分がある。債務の重圧が軽減されれば、これまでのいきさつにとらわれずに企業活動の再構築が進め易くなる。」

堺屋氏本人がこの論理や文章の作成にどの程度関わっていたかはわからないが、バブル崩壊後の不良債権処理に焦点を当てた「バランスシート調整」論が、雇用・設備・債務の過剰を適正

【「三耕探究」とは？】「学有り、論優れども、心貧すれば、任に能わず」という考えから、「耕学」「耕論」「耕心」すなわち「三耕」の「探究」の重要性を示す筆者の造語

等の打破が必要だ。「原因」と「結果」の関係は誤解せず、着実に改革に取り組まないと「失われた40年」への道に迷い込む。いや、もう迷い込んでいると認識して、脱出経路を考えるべきだろう。毎年7月には経済財政白書が公開されている。この原稿は今年白書の内容も踏まえて書くことを企図したが、内閣府に確認したところ内容確定及び公表が8月下旬に遅れるという。

岸田政権になって漸く「30年間給料が上がっていないこと」を政府として認めた。現状打開のためには現実を直視することが先決であり、「現状認識なくして現状打開なし」である。この点は評価すべきだろう。そのうえで、その原因をどのように分析し、打開策としてどのような論理と政策手段を訴えるか。白書の内容次第で岸田政権の可能性と限界が明確になる。読者がこの原稿を読む頃には公表されていることを想定しつつ、その際の参考になるように過去をレビューする。「経済白書」は1947（昭和22）年から毎年公表されている。経済白書は通称であり、

水準に抑制するという「3つの過剰」論に進化した。しかし、結果的にこの判断が「失われた30年」の原因のひとつとなった。言わば「後ろ向き経営」「消極経営」路線であり、「雇用も設備もコスト」という潜在的意識を浸透させた。

企業は設備投資の規模をキャッシュフローの範囲内に収め、労働者に対する設備整備率は低下し、技術革新への取り組みも世界に後れを取る契機となった。将来需要を創造、獲得するための「前向き投資」を抑制し、「積極経営」にチャレンジしないので収益も売上も伸びず、労働者数で除した労働生産性は低下。つまり、労働生産性低下は経済低迷の「原因」ではなく「結果」である。

こうした状況下、企業の雇用対策は安い労働力を得ることに傾斜。このことが、既に広がっていた非正規雇用や技能実習生の社会問題を深化させた。この間、企業収益力は超低金利政策に下支えされていた。法人企業統計から利払い前ベースの売上高経常利益率を算出してみると、2000年代はバブル崩壊後の1990年代の水準をも下回っている。つまり「バランスシート調整」を終え「3つの過剰」を解消しても、利益率は改善していないため、計算結果として算出される労働

正式名称は年次経済報告だ。省庁再編を機に内閣府が発足した2001（平成13）年以降は、「財政」が加わり、正式名称は年次経済財政報告、通称は「経済財政白書」となった。1947年7月4日、第1回の経済白書のタイトルは「財政も企業も家庭も赤字」。なるほど、その時点の国の経済状況を端的に示している。56年の第10回経済白書「日本経済の成長と近代化」に記された「もはや『戦後』ではない」という表現は大流行語になった。

## 経済低迷もたらした「3つの過剰」論

90年代のバブル崩壊後、通常の景気循環では説明できない回復の遅れについて、94年版経済白書は以下のように分析した。要約すると、80年代のバブル期に企業が資産・負債を両建てで増加させた結果、バブル崩壊で資産価格が下落して企業資産が減少する一方、負債はそのまま残り、残った過大な負債を調整していく過程が「バランスシート調整」であり、この調整を終わるまでは企業が投資を抑制して経済全体にマイナスの影響が及ぶ、との分析であった。

生産性が低いのは当たり前である。この時期、技術革新の進化やそれに伴う世界の変化は劇的に加速。日本はそれにより、状況認識ができず、2010年代も「井の中の蛙」状態が続いた。

08年リーマンショック後の論壇では「3つの過剰」を乗り越えていた日本企業への影響は欧米中企業に比べて軽微」との論調すら聞かれた。リーマンショックで新陳代謝が高まった欧米中企業界では、10年代にIT系を中心とした新興企業がさらに勃興。次々とユニコーンが誕生していった。日本では、00年代の対応の失敗と認識の齟齬は10年代のさらなる失敗を誘発した。

## 「3つの不足」をどう乗り越えるか

高度成長期真っ只中の1960年度の付加価値額を見ると、製造業3・9兆円が非製造業3・0兆円を上回っている。しかし、以後は産業のサービス化、第3次産業化が進行した。



「3つの過剰」論を浸透させた平成11（1999）年版経済白書

中国の工業化が進み始めた80年代以降、日本の製造業の付加価値額は停滞。90年代から2000年代半ばまでは停滞どころか減少。21年の製造業と非製造業の付加価値額は81・3兆円と218・7兆円。非製造業が製造業の2・7倍になっている。

ベンチャー、スタートアップ云々と言われ始めて久しいが、産業のサービス化を踏まえれば、それに呼応した技術とビジネスモデル（ライフモデル）の2つが揃って初めてブレイクする。

「スマホ」という新たなビジネスモデルを創造したからこそ、スマホをプラットフォームとした様々なサービスが普及した。日本の企業や霞が関、いや政官財学を含む社会全体が「その点」を著しく苦手としている。

「その点」とは「新たなビジネスモデルを創造すること」及び「それを目指して技術を開発し、活用すること」だ。

経済政策、産業政策のみならず、人材育成を担う教育政策も20世紀型製造業全盛期の構造が前提となっている。20世紀型モデルの遺伝子が色濃く残っている。

コロナ禍で雇用調整助成金が役立つという評価がある一方、20世紀型の企業退職金制度や雇用調整助成金が労働人材流動化の障害となった面もある。

デジタル人材不足も深刻だ。現役層のリスクリングだけでは不十分であり、20世紀型の

円の現預金（円建て）を保有していた。このうち10%がドル等外貨預金に移ると、110兆円規模の円売りになる。これは22年の経常黒字の約10倍に相当する。

現在再び円安が進んでいる。資産運用を企図してドル外貨預金をする家計にとって、円安ドル高は資産形成にはプラスである。政府が資産運用立国を推奨したからドル資産に運用する一方で、政府・日銀がドル売り介入する事態は論理矛盾である。「骨太の方針」はこの点が咀嚼されていない。

第2は、資金循環構造あるいは金利に対する懸念である。家計が円建て現預金という運用形態を指向してきた背景には日本経済の期待成長率が低いことも影響している。要するに今の日本経済において現預金を選択することは合理的な行動だった。

デフレ下、あるいは物価安定下においては、理論的に最もリスクが小さい資産であるため、現預金運用には合理性があったと言える。

しかし、異次元緩和、コロナ緩和、さらにはウクライナ戦争の影響から、ここにかけてインフレ傾向が顕現化。この環境変化に対応して、現預金から他の資産へ運用シフトを奨める資産運用立国は論理的には理解できる。

家計や企業の現預金は銀行部門に貯蓄され、銀行がそのまま現預金を滞留させているわけではない。民間（家計・企業）の現預金は、政府が

教育政策・教育制度の基本構造を改めることが必要だろう。その取り組みは、将来の日本経済や産業構造に必要な人材を創造する。

雇用・設備・債務の「3つの過剰」論が生み出した日本経済の現状だが、今は人材・資金・技術の「3つの不足」をどう乗り越えるかが課題だ。

人材・資金・技術の「順番」が大事である。技術を生み出せと大号令をかけても、それを生み出すのは人材である。開発には資金が必要であり、その先に技術が誕生する。

その技術をブレイクさせるためには、新しいビジネスモデルを生み出す分析力、想像力、創造力が必要だ。それらを備えた人材育成こそが、「失われた30年」を脱し、「失われた40年」に迷い込まないための鍵と言える。

### リスクを伴う「資産運用立国」

筆者はこの原稿をアムステルダムで書いている。一昨日は半導体製造装置で世界を牛耳るASMLの立地するアイントホフフェンを訪問した。ASMLの周辺は自然豊かで閑静な住宅街が広がり、多彩な人種の住民が暮らしている。他国から流入している多くのASMLエンジニアも含まれる。

画一的で時代遅れの教育や産業経済政策に固執する日本に残された時間はあまりない。経済財政白書が「もはや先進国ではない」と自虐的な事実を認めるのに再び30年かかれば



政府・日銀がドル売り介入する事態は論理矛盾（財務省）

国債を銀行に買い取ってもらう格好で転用され、それを政府部門の消費・投資に充てている。平たく言うと、銀行は預かった現預金を国債に投資している。そうすることで日本経済の資金循環構造はバランスしている。

### 「現預金偏重は低成長の原因」か

国民に資産運用を奨めるということは、現預金が他の資産にシフトし、現在の資金循環構造が変わることを意味する。国債の買い手が減れば、国債市場の需給バランスに影響し、金利が上昇する。政府は円滑な国債発行に窮することになるだろう。

「骨太の方針」は「家計金融資産の開放が持続的成長に貢献する」という論理で組み立て

「失われた60年」である。日本は世界の後進国となっていることだろう。

経済財政白書に先立ち、「骨太の方針」すなわち「経済財政運営と改革の基本方針2023」が6月16日に閣議決定された。

タイトルは「加速する新しい資本主義」「未来への投資の拡大と構造的賃上げの実現」。要約すると、高水準の賃上げや企業投資意欲盛り上がり等の前向きな動きを拡大すべく、「新しい資本主義」を実現し、「新時代にふさわしい経済社会」の創造を目指す、という。

「新しい資本主義」とは何か、「新時代にふさわしい経済社会」とは何か。それらが明確に定義されているわけではなく、言葉が躍っているが、それ以上に気になるのは次の点だ。「骨太の方針」には、家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する「資産運用立国」を実現すると記されている。現預金偏重の家計金融資産を投資に振り向けるとしている。

従来から言われている「貯蓄から投資へ」と何が違うかは別にして、なぜ現預金偏重になっているかの背景認識が的確でない場合、リスクを伴う方針である。

懸念はいくつかあるが、2点指摘しておく。第1は為替。現在、約2千兆円の家計金融資産の95%以上は円建てである。このうちの一定割合が外貨建て資産にシフトすると大きな円安圧力を生み出す。例えば、22年末時点で家計は約1110兆

られている。

逆に言えば「家計金融資産が開放されなかったため、持続的成長が損なわれてきた」ということを主張している。つまり「家計の現預金偏重は低成長の原因」という見方だ。

しかし、日本の期待成長率が低いので家計は現預金偏重なのである。現預金偏重は低成長の「原因」ではなく「結果」という見方もできる。

銀行による国債投資は、低成長の結果として資金余剰部門となった家計や企業から預貯金が集まり、資金不足部門である政府へ銀行が資金を融通するという資金循環構造である。円建て現預金を中心とする家計金融資産の構成も、それを原資として低位安定する国債利回りも、日本経済の実情を反映した結果である。

「骨太の方針」の「資産運用立国」は、それに付随して懸念される為替や金利への影響、資金循環構造の変化への洞察が足りないと言わざるをえない。今後公表される「経済財政白書」とともに、現状認識と分析に再び失敗すれば、日本の低迷は続く。

日本経済の将来は、政府を頼みとしないアニマルスピリッツ旺盛な個人や企業の台頭にかかっている。



■筆者紹介 おおつかこうへい  
日本銀行を経て参議院議員。早稲田大学客員教授。早大博士。藤田医科大学客員教授を兼務。仏教研究者、歴史研究者としても活動中。