

論文

# 日本社会とアベノミクスの金融政策

藤波 大三郎

Japanese Society and the Monetary Policy of Abenomics

FUJINAMI Daisaburo

## 要 旨

アベノミクスの金融政策によりわが国はデフレを脱却しつつあり、物価は徐々に上昇し、円高と呼ばれる状況はなくなった。デフレの原因については様々な論争があるがインフレ目標を設定した大胆な金融緩和政策が物価の上昇と雇用情勢、企業利益等に効果があった点からはデフレは短期的にも基本的には貨幣的現象であるが、賃金が上がりにくく、インフレ目標が未達の点からは金融市場と労働市場等の制度的問題と言える。労働市場が流動性の高い市場に変化すれば賃金は上昇しやすくなるが、かつての日本的経営を支えた株式持合いの解消、株主の声の復活を踏まえて、新しい企業経営、雇用制度、公的保障等の総合的な見直しと再構築が求められている。

## キーワード

デフレ 円高 インフレ目標 株式持合い 終身雇用

## 目 次

- I. はじめに
- II. デフレについて
- III. 円高について
- IV. アベノミクスの金融政策
- V. わが国の制度について
- VI. おわりに

文献

## I. はじめに

本稿では金融市場、企業制度、労働市場を中心とした日本社会の制度とアベノミクスの金融政策、そしてインフレ目標の達成が遅れている要因とその対処策について整理・検討を試みたい。

2012年の秋、安倍晋三自由民主党総裁のブレーンであった浜田宏一(現内閣参与)は、安倍から国際電話で、「野田首相が、金融政策で経済を運営するのは非常識と言われるがどうですか」との質問を受けた。浜田は電話とファックスで説明し、そのファックスの最後に「世界の常識は野田さんではなく安倍さんにある」と書き加えたと言われるが<sup>1)</sup>、安倍は第一次安倍内閣退陣後の5年間で大胆な金融緩和で期待インフレ率を高め、デフレ脱却を目指す「リフレーション政策」に傾倒し、政治信念と呼ぶほどに昇華させていた<sup>2)</sup>。

2008年のリーマンショックの後、わが国は金融緩和政策を取り、また財政政策の面においても需要の減少に対応する対策を行った。そして日本銀行は2012年2月に物価上昇の目途を年率1%とし、2012年9月には資産買い入れ基金を80兆円にまで増額した。これらの効果もあって景気はある程度の回復を見たが、東日本大震災、そして欧州債務危機など世界経済の問題から景気は改善を続けながらも低迷していた。

当時、円高、法人税の高さ、労働規制の厳しさ、自由貿易協定締結の遅れ等は「六重苦」と呼ばれ、わが国の産業の空洞化が言われていた。そこへ第2次安倍政権が誕生し、2013年にいわゆるアベノミクスの第1の矢としての大胆な金融緩和が日銀によって開始された。

アベノミクスという言葉は、第1次安倍内閣の経済成長と財政再建は矛盾しないとする経済政策に対して、経済成長で財政健全化を目指す「上げ潮」路線の立場をとる自民党の中川秀直政調会長(当時)が使ったのが最初とされていて、正確には第2次安倍内閣の政策についてではない<sup>3)</sup>。中川

は竹中平蔵総務大臣(当時)と共にインフレ目標を採用して2%程度の物価上昇を実現するよう日銀に迫っていた。なぜなら潜在成長率が2%程度と見られる日本でプライマリーバランスを均衡させるために必要な4%の名目成長率を実現するには物価が2%ほど上昇しなければならないからであった<sup>4)</sup>。

大胆な金融緩和政策の導入と政策レジームの転換が予見された2012年9月末頃、つまり安倍が自民党総裁に復帰した頃から為替相場は円安傾向となり、株価は上昇し、物価は上昇傾向となった。しかし、2014年の消費税の引き上げが大きな影響を与え、デフレ脱却の流れは一時完全にとまり、その後、消費者物価の上昇幅はまだ目標の年率2%に達していない。

2014年の消費税の引き上げの影響について宮前耕也は、「消費増税に円安が相まって、コアCPI(生鮮食品を除く消費者物価指数)は、一時的に前年比プラス3%台半ばの伸びを記録」し、実質賃金は前年比マイナス4%近くまで落ち込み、「これほど大きく実質賃金が落ち込んだのは第2次石油危機以来のこと」であり、「現役層は経験したことのないショック的な物価上昇・実質賃金下落に直面し、節約志向を強めたとみられ」と指摘している<sup>5)</sup>。そして増税の影響はその後消費性向の低下として現われており、「ショック的な物価上昇が将来不安を引き起こした」と述べている<sup>6)</sup>。

だが大胆な金融緩和政策は雇用の面では結果を出しており、失業率、有効求人倍率共に大きく改善している。また企業の業績も大幅に改善しており、経常利益は過去最高の84兆円(2017年度、前年比11.4%増)となっている。

安倍にリフレ政策を助言した本田悦郎(現スイス大使)は、金融緩和→円安→株高→企業利益改善→賃金増加→物価上昇という波及経路についても説明したと言われるが<sup>7)</sup>、本田の説明によればわが国の現状は物価上昇の直前まで来ていると言える。

このバブル期以来の雇用の改善を成し遂げたアベノミクスの金融緩和政策について、野口旭は、「これを成功と呼ばないのなら、いったい何が成功なのだろうか」<sup>8)</sup>と述べている。しかし、雇用情勢の統計数値については非正規雇用が全体就業者の40%程度の現在の値は、それが20%程度であった1990年代半ばの値と同じに扱うことは出来ないだろう。従って完全雇用の水準は失業率2.0%前後ではないかとも考えられる点にも注意が必要である。

ただし服部茂幸は、「支出と生産が停滞している中で雇用のみが増加しているとするならば、論理的に考えて、1人あたりの労働時間が減少しているか、労働生産性が低下しているかのいずれか、あるいは両方である」と問題点を指摘している<sup>9)</sup>。

本稿ではこのような様々な意見を踏まえながら金融市場、企業制度、労働市場を中心とした日本社会の制度とアベノミクスの金融政策、そしてインフレ目標が大胆な金融緩和政策の開始から5年経過しても達成しない要因等について整理・検討を行いたい。

## II. デフレについて

野口旭は、わが国は1997年の「消費税増税による景気後退と、それによって引き起こされた金融危機によって、日本経済は物価が持続的に下落する真性のデフレーションに陥ることになった」と指摘している<sup>10)</sup>。しかし、わが国のデフレの原因については様々な説があり、その一つに中国からの安価な製品が流入したように新興国からの安価な製品輸入が物価を引き下げたという輸入デフレ説がある。確かに安価な製品の輸入は、その額が増大していることから有力な説とされた。こうした「価格破壊」と呼ばれた物価の下落を捉えて「良いデフレ」といった考え方もあったが、経済成長が停滞している中での物価下落が良いというのは言えないだろうし、1998年から賃金が下落し始める

とそうした声も小さくなった。

また中国からの製品は世界各国に輸出されている。その中で長期にわたり明らかな物価下落を続けていたのはわが国だけであった。仮に中国からの製品輸入がデフレの原因であれば中国の輸出先は欧米各国であり、そうした国々でデフレが相当前から起こっていたはずである。しかし、実際にはデフレはわが国でのみ観察され、他の先進国では起こっていないか、起こっていてもデフインフレというレベルでしかなかった。

岩田規久男は1995年から2000年までの中国からの輸入の対国内総生産比と物価の関係をOECD加盟国について比較し、IMFのデフレの定義である「2年以上にわたって物価が下落」した国は日本以外になかったと指摘していた<sup>11)</sup>。

また岩田は更に1998年以降、一時期を除いてサービスのような非輸入競争財の価格が下がっていることを指摘し、「非輸入競争財に対しては、安値輸入品によって価格上昇圧力が働くはずなのに、実際には、その上昇圧力を打ち消すような『力』が働いていることを示している」<sup>12)</sup>と述べ、日本銀行の金融緩和策が取られていないことをその原因として挙げていた。このサービス物価が低いという状況は現在でも継続しており、わが国の物価は財物価では米国、ユーロ圏と同水準であるがサービス物価では米国、ユーロ圏を下回っている。

原田泰も、「なぜデフレになったかと言えば、バブル崩壊後、金融緩和が遅れ、デフレ期待が根付いてしまったからだ。一度根付いたデフレ期待を反転させるためには、大胆な金融緩和が必要となる」<sup>13)</sup>と述べ、2001年以降の日銀の量的緩和によって経済成長が2%台に戻ったことがこのストーリーの正しさを示していると主張していた。

更に原田は、高度成長時代のように投資効果の大きいインフラを作れば経済全体の所得も増えて需要も増えるが、現在はそのようなインフラ投資はないので政府にできることは再配分に過ぎないと指摘し、「自民党政権下で成長できなかったのは、

需要を増やすのは金融政策の仕事で、経済を効率化し、所得分配を是正するのが政府の仕事であることを理解できなかったからだ」と金融政策の重要性を主張していた<sup>14)</sup>。

これに対して野口悠紀雄は、わが国は経済学的な意味でのデフレではないと主張していた。つまり、わが国のデフレは工業製品の価格下落が主であり相対的な価格の変化であるとし、「デフレは、貨幣供給量が過小であるなどのマクロ経済的要因によって引き起こされる。したがって、それに対処するには、貨幣供給量の増大などのマクロ政策が必要だ。それに対して、相対価格が変化する場合に必要なのは、産業構造や経済行動を変えることである<sup>15)</sup>と述べていた。

また白川方明も、「少子高齢化という構造変化への対応が遅れたこと、さらには、同時に進行したグローバル化という大きな構造変化への対応が遅れていることが、低成長、ひいてはデフレの基本的な原因」と主張していた<sup>16)</sup>。

そして生産性の低さを指摘する立場もあり、それからは構造改革が経済的な処方箋として主張された。つまり、生産性を向上させて自然利子率を引き上げるべきという考え方である。生産性を向上させる構造改革が必要であり、生産性の低下が失業率の上昇を引き起こし、賃金の下落を招いていると考える説である。しかし、吉川洋は、『技術進歩』は高成長のときは高くなり低成長のときには低くなる傾向がある」と述べて、むしろ、景気の「結果」として決まると述べている<sup>17)</sup>。また、プレスコットは全要素生産性が労働の質も資本装備率も決めると主張しており、国際的な経済成長の差における全要素生産性の重要性を指摘している<sup>18)</sup>。

白川は、金融政策の効果について日本銀行が2001年から開始した量的緩和策について日銀総裁となる前に、「信用乗数理論に基づくマネタリスト的なチャネルは観察されなかった」と述べ、現実の物価上昇率の推移等からみて量の拡大によ

ってインフレ予想が高まるという効果が生まれたとは考えにくいという意見を述べていた<sup>19)</sup>。

この量的緩和政策は2013年からの量的・質的金融緩和とは異なるものであり、嶋津洋樹は、マネタリーベースと長期金利の関係を検証し、2001年3月～2006年2月の「量的緩和」期にその決定係数は0.02に過ぎない一方、「量的・質的金融緩和」導入以降では0.76と高い点を指摘して、その違いを検証している<sup>20)</sup>。

そして岩田は、量的緩和は「民間におカネが回り、それがモノの購入に使われる結果、物価を引き上げる」のではなく、将来の貨幣の供給経路や物価に関する市場の予想を変えることによって、まずは、為替相場や株価に影響を与えることから、その効果を発揮し始めるとしていた<sup>21)</sup>。実際、先述の通り、安倍が自民党総裁に復帰した2012年9月以降の為替相場と株価は政策の変更を早期に織り込んで円安、株高へと転換した。

また岩田はいわゆる2001年の量的緩和の時にあったいわゆる「ブタ積み」批判を排して、デフレもインフレも貨幣的現象であるということについて、「現在のデフレやインフレと現在の貨幣供給量の変化との間に1対1の関係があることを意味しない」と述べ、「現代の経済学界では『単純な貨幣数量説』を唱える人はほとんどいない」のであり、「現代の経済学では、人々の現在から将来にかけての貨幣供給の経路に関する予想が物価に影響を及ぼすと考える」と述べている<sup>22)</sup>。

そして米国当局も、「デフレは貨幣的現象であり、デフレ脱却のためには非伝統的手段(長期国債の大量買い切り、外貨建て債券の購入など)を用いても日銀による資金供給量(ベースマネー)を大幅に拡大すべきだ」というマネタリストの人たちの主張」を大体支持していたと言われる<sup>23)</sup>。

わが国では貨幣数量理論の評判はあまりよくないとも言われるが、若田部昌澄は、「経済学者の主流派の間では受け入れられているとあって良い」と述べつつ、その理解は「現在の物価水準が現在



の名目貨幣供給ばかりでなく、将来の名目貨幣供給プロセスにも左右される」というものであると指摘している<sup>24)</sup>。

岩田によれば長期的には貨幣数量説は妥当するのであり、わが国のデータ(1901年～1999年)でマネーサプライと消費者物価指数に高い相関があることを検証している<sup>25)</sup>。若田部も、「一部の経済学者を除いて長期においては、貨幣数量理論が物価を説明できることについては合意があるというべき」と述べ、「バーナンキFRB議長が、2012年1月25日の声明で、『中長期的にはインフレ、デフレは金融政策できまる』といったのは、この合意を反映している」と指摘している<sup>26)</sup>。

しかし、吉川は、「20世紀を代表する二人の経済学者、ケインズとシュンペーターは、いずれも貨幣数量説を否定した。19世紀末、イギリス経済が大不況に陥ったとき、貨幣数量説の信奉者であったはずのマーシャルも、デフレの原因としてはマネーサプライを退けた」と指摘し、データ(1986年～2005年)を点検して、『結果』をみる限り、貨幣数量の増大の効果が定量的にきわめて限られたものだったことは、データを素直に見れば明らかである」と岩田より短期のわが国のデータに基

づいて述べている<sup>27)</sup>。

しかし、実際に1980年から2017年について調べると図1のような相関がある。

デフレは貨幣的現象であるとする浜田は、ゼロ金利の状態では日本銀行が貨幣を増やそうとして短期国債を買っても人々の経済行動にあまり変化は与えない可能性があるとし、「ゼロ金利下では短期国債や残存期間の短い長期国債を買うのではなくて、長期国債や民間の株式・債券の購入、外為市場における円売り介入が、デフレを止めるためにより大きな力を発揮しうる<sup>28)</sup>」とし、「広義の買いオペ」を提唱していた。

この考え方の内、株式についてはETFの購入で実現されたと考えられる。外為市場における円売り介入は日本では財務省の権限であり日銀にはできないことであったが、GPIF、年金積立金管理運用独立行政法人の運用内容が2014年に変更され、外国債券、外国株式合計で運用資産の40%を運用するように変更された。従来は外国債券、外国株式合計で23%であったので大幅な海外投資の増加となっており、約69兆円(2018年9月)の海外投資が行われている。

ベースマネーからマネーストックへの影響を示

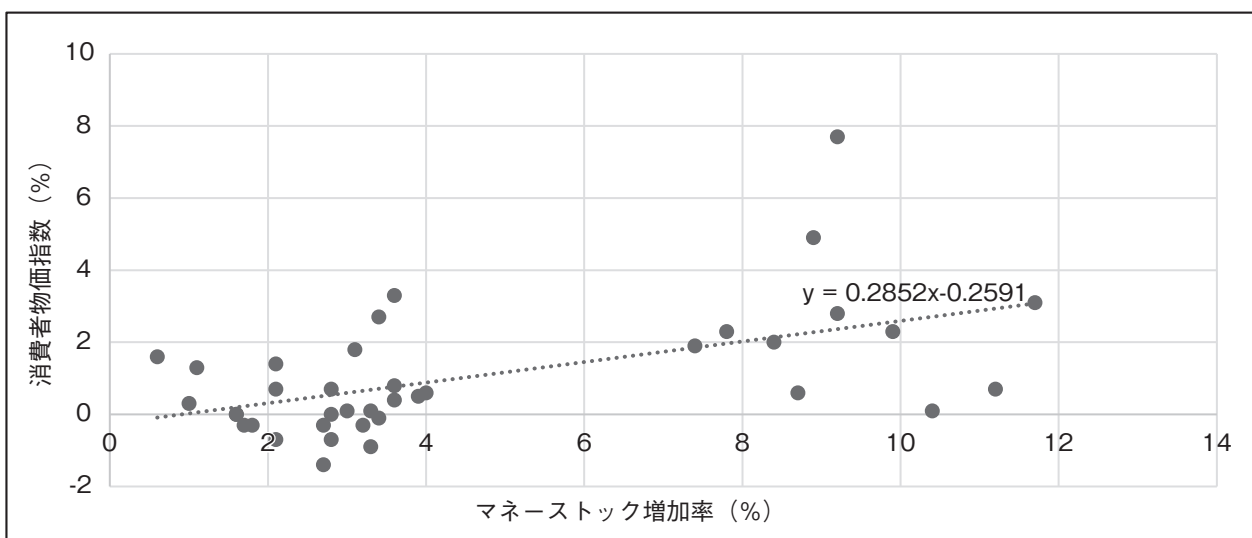


図1. マネーストック増加率と消費者物価上昇率の関係(1980～2017年)

注) 相関係数: 0.53(p値<0.05)。

資料: 内閣府『平成30年版経済財政白書』

す信用乗数の考え方は、銀行がベースマネーを貸出に用い、その貸し出された資金が銀行組織に還流し、そしてまた貸出がなされることを想定するわけであるが、先述の通り、岩田はそうした信用乗数の効果によって通貨供給が増えなくてもベースマネーを増やす金融政策は効果があると述べている。すなわち、昭和恐慌からの脱出をみると銀行貸出は1934年まで減り続けて1935年に入って少しずつ増加し始めたのであり、銀行貸出は金融政策のレジーム転換後、3年から4年近くもたつてようやく増加したと指摘している。そして、その理由は、企業は金余りの状況で資金余剰であって企業は全体としては資金が不足していないからだとしている<sup>29)</sup>。

こうした説に対してデフレの原因は実物経済における需要の縮小にあるという意見がある。藻谷浩介は、わが国は1990年代半ばを境に「生産年齢人口の波」の減少局面に突入し、定年退職者の増加、就業者数の減少によって内需は構造的な縮小を始めた」と指摘した<sup>30)</sup>。

そして金融緩和政策については、「日本が実質的なゼロ金利状態になってから10数年、景気の悪かった時期はともかく、『戦後最長の好景気』だった02—07年にも、その中でも個人所得の大幅な増

加が起きた04—07年においてさえ、一向にインフレ傾向にならなかった」と述べていた<sup>31)</sup>。実際、図2のように人口の増減率と物価上昇率には相関がみられる。

なお福田慎一は、「わが国では、近い将来、生産年齢人口の減少が経済成長の重荷となる『人口オーナス』の時代が到来する」として、「中長期的な観点から外国人の本格的な受け入れを議論することが必要である」と述べている<sup>32)</sup>。実際、図3のように人口の増減率と実質GDP成長率については図表3のように相関がある。

しかし、先進国の経済成長は人口が主な要因ではない。吉川は、「先進国の経済成長は、人口の成長というよりも、主として『一人当たり』GDPの成長によってもたらされるものなのである」と指摘している。そして、「労働生産性の上昇は、労働者の頑張り、やる気、体力ではなく、広い意味での『技術進歩』つまり『イノベーション』、資本蓄積、産業構造の変化などによってもたらされる」と指摘している<sup>33)</sup>。実際、高度成長期(1955～1970年)の実質GDPの伸び率は年平均9.6%であったが、労働人口の伸びは年平均1.3%であったのであり、高度経済成長は人口の伸びで達成されたものではない。

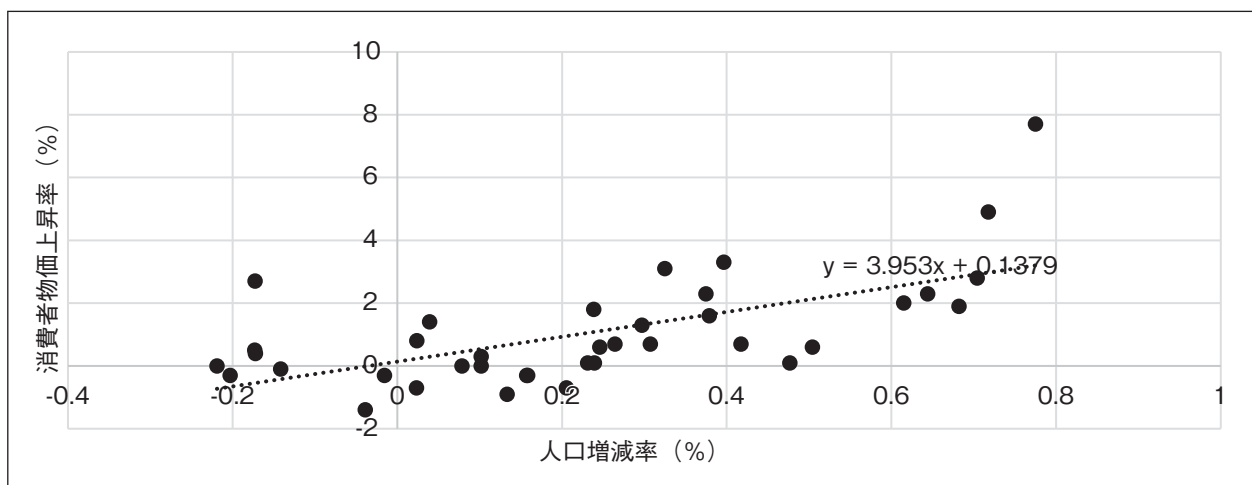


図2. 人口増減率と消費者物価上昇率の関係(1980～2017年)

注) 相関係数0.63(p値<0.01)。

資料：内閣府『平成30年版経済財政白書』

また高橋洋一は藻谷への反論として2000年から2008年の世界銀行のデータベースから各国の人口増加率とインフレ率の相関性を調べ、デフレと人口減少、デフレと潜在成長率には相関がないことを指摘している<sup>34)</sup>。こうしてみると、わが国のデフレが人口減少による需要の縮小によって発生しているとは言えない可能性がある。

別の構造的な見方として榊原英輔は、『失われた10年』の最大の失敗は、デフレが構造的であり、政策によって逆転できないという冷厳な現実を認識できなかったところにあるのではないだろうか<sup>35)</sup>と述べていた。榊原は、デフレはグローバルなものであり、その原因は、「第3次産業革命とでも呼ぶべき巨大な技術革新の波と、冷戦崩壊後に加速度的に進展したグローバリゼーションの流れである」と指摘していた<sup>36)</sup>。つまり、技術的な革新と世界的な産業構造の変化が構造的デフレをもたらすと整理していた。

上野泰也も、「日本経済には構造的なデフレ圧力が加わり続けており、このトレンドは今後も続くと考えている<sup>37)</sup>と述べていた。上野は海外でどれだけ原材料価格が高騰しても、それが日本国内のインフレに結びつかないと指摘し、国内での

需給が非常に緩んでいるとして「需要面からの構造的なデフレ要因である『人口減少』と『少子化』、そして政府が推進している様々な『規制緩和』。これらがサービス分野の硬直的な価格をさらに破壊する流れは今後も続く」と指摘していた<sup>38)</sup>。

しかし、先述の通り、供給力の増大であればデフレと共にGDPの増大が起こるはずだが、それはほとんど起こっていなかった。上野は需要の縮小も原因に挙げているのでGDPの停滞は説明できるが、その理由は藻谷と同じ人口減少を要因として挙げていた。

一方で構造変化を金融から捉える立場もある。水野和男は、「インフレ率がマネーサプライの増減に応じて決定されるというのは、実物経済が金融経済に対して優位に立っていたときの話である<sup>39)</sup>と指摘していた。そして、グローバル化時代になると、「貨幣数量説」が前提とする「実質貨幣需要は所得に比例する」という世界は消滅しており、1990年代以降、国際資本の完全移動性が成立するようになったので国内でマネーサプライが増加していなくても外国人投資家は日本の株式を大量に購入でき、IT技術の革新で金融取引慣行も従来と異なり、貨幣数量説が想定するような「貨幣の

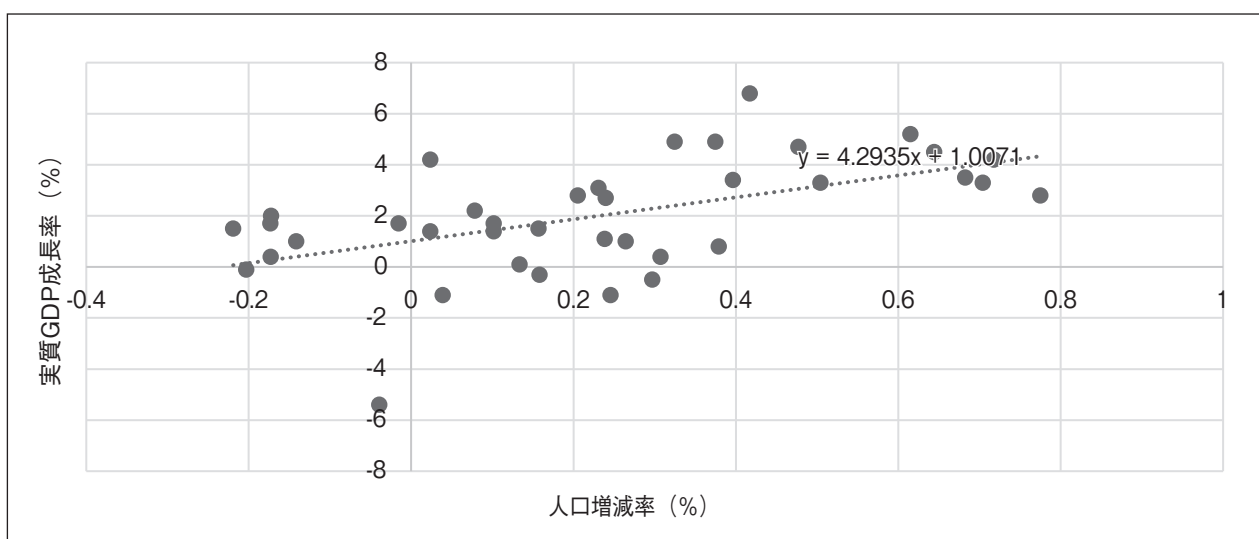


図3.人口増減率と実質GDP成長率の関係(1980~2017年)

注) 相関係数0.54(p値<0.01)。

資料：内閣府『平成30年版経済財政白書』

流通速度が一定」ということも成立しないと指摘していた。

なお、民主党(当時)は、2012年7月に発表された文書では、「デフレから脱却するためには、適切なマクロ経済政策とともに、生産、分配、支出にわたる経済の円滑な循環を妨げている構造的要因の改革が必要である」としてデフレは構造的現象と見ていた<sup>40)</sup>。

以上のようにデフレについては原因と対応策について様々な議論があった。しかし、2013年に異次元の金融緩和が開始されて5年経過してみるとその金融緩和政策の効果はあったと言えるのであり、現時点において消費者物価の上昇については目標を達成していないが、先述の通り、為替相場は円安となり、株価は上昇し、失業率は低下し(2.3%、2018年9月)、人手不足が言われ(正社員有効求人倍率1.14倍、2018年9月、集計を開始した2004年11月以降過去最高)、新卒の就職状況が売り手市場とされるようになったように雇用情勢も改善しており、そして過去最高となった企業利益の改善を考えると適切な金融政策であったことは間違いない。問題は、賃金改善の効果が不十分なものとなっており、物価の十分な上昇が起こらないことである(消費者物価指数上昇率1.0%、2018年)。

この物価上昇が十分に起こらないことについて飯田泰之は、「政権も、私を含め多くのエコノミストも、『日本経済の供給能力』を低く見積もり過ぎていた可能性」があるとして、当初予想していた2年を経ても雇用の伸びは止まらず、日本国内には当初予想していたよりも遥かに多くの「職があれば働くことができる人、働きたい人」がいたと指摘している。そして、このような潜在的な労働力を小さく見積もり過ぎていたために、デフレ脱却までの期間を短く予想してしまったことがアベノミクスの足踏みの原因であるとしている<sup>41)</sup>。実際、雇用者数は、69ヶ月連続増加して5,966万人で過去最高、うち正規の職員・従業員数は46ヶ

月連続増加して3,490万人(過去のピークは1997年の3,812万人、2018年9月)となっている。

野口旭も、完全雇用が達成されれば賃金と物価は必ず上昇し始めるはずであるから、それは2%のインフレ目標が達成されるということとほぼ同義であるとして「日本銀行が当初想定していた『完全雇用と考えられる失業率』が現実の完全雇用失業率よりも高すぎた」ことがインフレ目標未達の理由であると説明している<sup>42)</sup>。

この労働力の供給についてピーター・タスカは、日本はまだ大量の移民労働者を受け入れてはいないが労働市場では似たような構造的変化が起こっているとし、それは「女性と高齢者の労働力の拡大現象である」とする。そして「アメリカやイギリスで移民が果たした役割を、日本では女性と高齢者が担いつつある」と述べて、女性と高齢者の労働参加を指摘し、「女性や高齢者が労働力として果す新しい役割が賃金の伸びを抑制するという構造は、今後も変わらないと予想される」として賃金が上昇しない理由を述べている<sup>43)</sup>。

また、川口大司と原ひろみは、「非正規社員の賃金が上昇したときに、それに反応して非正規社員の労働供給を増やす人々が日本の労働市場には多数存していたため、(中略)、非正規社員の労働供給曲線が弾力的で傾きが緩やかだったことである。このことは非正規社員の賃金上昇を限定的なものとし、結果として労働需要における非正規社員から正社員への代替が起こりづらくなり、正社員賃金の上昇をも阻んだと考えられる<sup>44)</sup>と述べている。

2007~2017年で見ると、雇用者に自営業主と家族従業者とを加えた就業者の数は268万人増加しているが、65歳以上の男性は145万人、女性は194万人増えている。一方、15~24歳の若年就業者は41万人減少している。就業者数は過去ピークの6,557万人(1997年)に対して6,664万人(2018年)となっており、過去ピークを更新している。

わが国女性の労働参加拡大の可能性は大きいと



思われる。北欧の女性労働参加率は、男性と同程度(7割)であり、日本(5割)よりも高い。北欧各国政府の家族関連支出額のGDP比は平均3.5%程度であり、日本の約1.7%を大きく引き離している。日本もこうした女性への支援が行われれば女性の労働参加は更に増加するだろう。米良有加は、北欧諸国は一人当たりGDP購買力平価とジニ係数でみて、日本より経済効率は良く、格差は小さいがその背景には「大きな政府に支えられて女性労働力の活用が進んでいる」ことがあると指摘している<sup>45)</sup>。

また、失業率が改善しても物価が上昇しない点について、宮前は、「フィリップス曲線のフラット化が観察され、景気に対して物価が反応しづらくなっている」と指摘している<sup>46)</sup>

野口旭は、2015年までの物価上昇は、「おそらくその時期まで続いた為替の円安効果によるものである」として、「一時的な上ぶれに過ぎなかった」とし、そもそも、3%台の失業率というのは、2001年以前の日本であれば、インフレ率がゼロ%強程度の「水平」領域であったとして、「2016年以降のインフレ率の低下は、その『本来のフィリッ

プスカーブ』への回帰と解釈できる<sup>47)</sup>とし、フィリップス曲線の下方シフトは米国、ドイツでも見られる現象であるが、現在の失業率ではフィリップス曲線からみて物価上昇が起こるには不十分として、より一層の失業率の低下があれば物価は上昇するとしている。1980年から2017年を調べるとフィリップス曲線は図4のようにになっている。

こうしてアベノミクスの金融政策はインフレ目標の未達と賃金上昇が不十分である点以外は効果的であった。次にデフレと同様に問題とされることの多かった円高について改めて検討、整理する。円高についてはアベノミクスの金融政策の効果がでているが、デフレが円高の要因であったという意見もあり、物価上昇が不十分な現在、デフレと同時に検討すべき事項と思われる。

### Ⅲ. 円高について

2012年の総選挙における自民党の公約には、「デフレ・円高からの脱却を最優先に、名目3%以上の経済成長を達成します」との文言が記載され、第2次安倍政権は円高からの脱却を目指した<sup>48)</sup>。

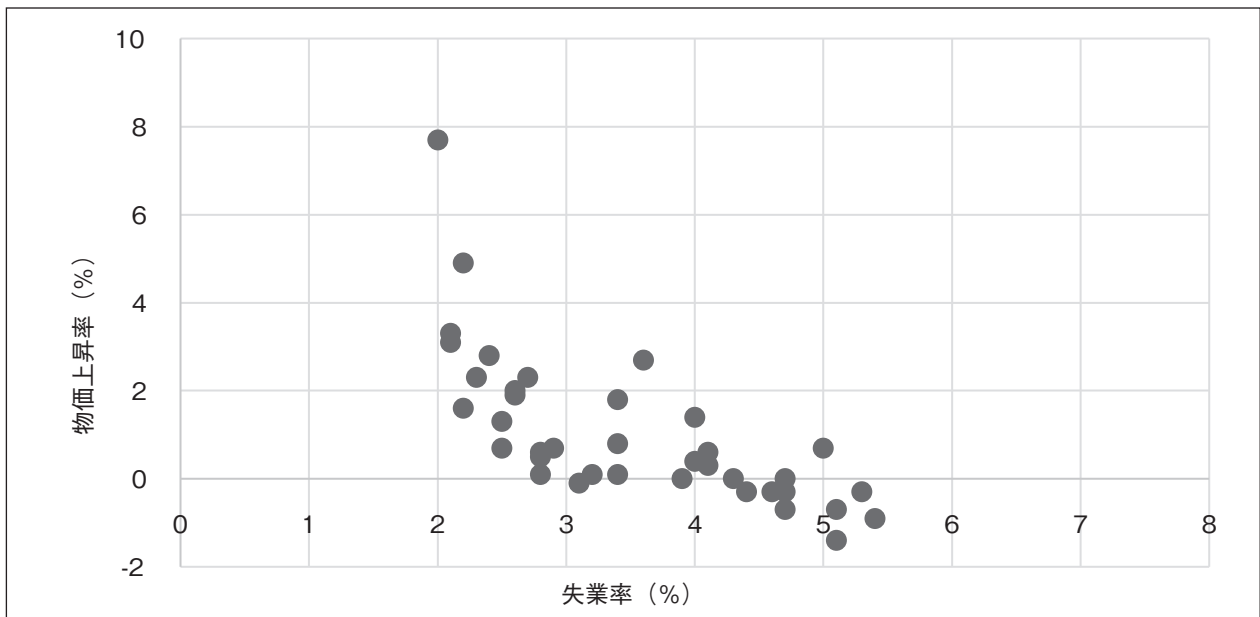


図4. 日本のフィリップス曲線(1980~2017年)

資料：内閣府『平成30年版経済財政白書』

2012年以前の円高についてはサブプライムローン問題、そしていわゆるリーマンショックに始まる世界金融危機の時から起きたと考えられ、それ以前は円安と言われる状況であった。つまり、当時わが国はゼロ金利政策をとっていたので諸外国との金利差が拡大し、いわゆる円キャリートレードが行われていた。安達誠司は、『ミセス・ワタナベ』という言葉に象徴的にみられるように、低金利で魅力のない国内資産を、為替リスクをとって、新興国の金融資産に投資する動きが当たりまえのように普及した」と述べている<sup>49)</sup>。こうした円キャリートレードが円売りを引き起こし、円安が発生していたと思われる。

野口悠紀雄はこの円安を起こした円キャリートレードについて、「これは、円売り・ドル買いの取引なので、円安を加速する。つまり、投機を自己増殖させる。『投機が投機を呼ぶ』というのはバブルである。つまり、ここ数年の異常な円安は、バブルである」<sup>50)</sup>とし、リーマンショック前のわが国の経済成長はバブルであったとしている。

なお野口悠紀雄は、日本銀行の金融緩和政策そのものに問題があり、「超緩和政策の誤りは、いまや明らかだ」<sup>51)</sup>と主張していた。そして仮に日本が異常な金融政策を継続していなければ円キャリートレードが大規模に行われることはなく、その巻き戻しによる急激な円高が起こることもなかったとし、また、輸出産業中心の経済構造から脱却していれば、為替レートが円高に振れたところで日本企業の収益が大きな打撃を受けることはなかったとしている<sup>52)</sup>。

この円キャリートレードの巻き戻しについて安達は、「リーマンショックの経済に与える影響については、一致した意見がなく、そのため、日本は、米、英、中国等が実施した協調緩和に参加しなかった」のであり、この「リーマンショック直後の金融緩和のタイミングの先進主要国に比べて遅れたことが、円高を短期間で加速化させ、『キャリートレードクラッシュ』をもたらした可能性

がある」としている<sup>53)</sup>。

なお円高のわが国経済の影響の受け方であるが、近年増加している経常収支の大半は第1次所得収支(20兆円)であり、貿易収支(5兆円、2017年)への影響は減少している。つまり、現在では「海外子会社の収益が日本経済の稼ぎ頭」<sup>54)</sup>となっており、これが円高の影響を受けることになる。

一方、服部は、「そもそも安倍政権前の円高といっても、消費者物価で調整すれば、日本の為替レート水準は1980年代半ばの水準である」と述べ、「急速な工業化が進む東アジアの新興国の主たる武器は低賃金である」として円安では日本は新興国には対抗できず、円安による輸出促進政策は中途半端となる」と指摘していた<sup>55)</sup>。

また株価と為替相場の関係を調べると、日経平均株価が1ドル=85円以上では時の経過とともに右肩上がりになり、80円以下では下がり気味になるという分析もある<sup>56)</sup>。これでは1ドル=80~85円までの円高は問題がないことになる。しかし、先述の通り野口悠紀雄はそうした円高が問題となる輸出依存の産業構造の転換が問題であり、それが真の円高対策だと指摘していた。つまり、「中国が工業化し、安価な工業製品を大量に生産することが可能となったため、日本が従来のタイプの製造業中心の産業構造を維持できなくなった」とし、「本来必要な『構造改革』とは産業構造の改革であったにもかかわらず、それが閑却され、従来の構造のまま輸出に依存する景気回復がなされたのである」としていた<sup>57)</sup>。

もっとも、先述の通り、わが国の製造業は生産拠点の多くを海外に移転させているので輸出依存で景気が回復したのではないが為替相場の影響が寄与したことは間違いない。なお、製造拠点の海外移転については、例えば自動車産業についてみれば、国内生産台数は919万台だが海外における生産台数は1927万台(2017年)となっており、海外生産へのシフトは大きい。

そして岩田は、実効実質レートが変わらないの

は世界中の国がインフレであるのに対して日本だけがデフレで物価が下がり続けているからであるとし、円高が実効実質レートの点から円高ではないとするのは、『それはデフレが良い』あるいは少なくとも『デフレは問題ではない』と述べているに等しい」と反論していた<sup>58)</sup>。そしてなぜ円高が起こるかについては、日米金利差から日米予想インフレ率を引いた日米予想実質金利差が大きくなると円高・ドル安が起こるとし、「これが、現代の経済学における、為替レート決定理論の基本である」<sup>59)</sup>としていた。つまり、わが国がデフレであれば米国よりわが国の予想実質金利は高いのであるから円高が必然的に起こるのであり、円高対策はデフレ対策に帰着するという主張であった。

一方、榊原は先述の通り、いわゆるデフレは構造的なものであるという立場をとり、小泉政権時代の物価について景気拡大下の物価安定であるのに、「デフレ脱却」を主張するという状況判断の誤りは、小泉・竹中だけでなく、かなり多くのマクロ・エコノミストやメディアの人々に共有されていたとした。そして、彼らは大きな構造変化を見落としていたのであり、「この誤った『デフレ脱却』政策が円安バブルを生み、それが、いよいよサブプライム問題をきっかけに崩壊のプロセスに入ってきた」と指摘していた<sup>60)</sup>。

すなわち榊原は、東アジアはハイテク輸出国となり、このネットワークのなかで日本は素材・半製品の輸出国として圧倒的な地位を占めることになり、他方、中国、香港、台湾など東アジア諸国からの輸入は日本の物価を押し下げ、その結果、物価が安定していると指摘した。そして、こうした構造変化による物価安定下(いわゆるデフレ)での景気拡大はマクロ経済モデルではよく分析できないので、「多くのマクロ・エコノミストはデフレを問題にし、デフレ脱却を経済政策の主要目標に据えた」<sup>61)</sup>と述べ、円高の問題を従来の立場で見ること批判的であった。

なお、輸出産業について原田は、「日本の製造

業の先行きを企業業績の面から眺めると、大企業に関しては悲観する状況でもない。なぜなら、中国などアジア経済の台頭により拡大する需要を、売上高や利益の増加へと結びつけることが可能とみている。今後も海外の需要(外需)を取り込む大企業・製造業が日本を主導してゆくことになるだろう」という意見を持っていた<sup>62)</sup>。

これらとは別に、野口悠紀雄はわが国の政府債務残高の問題からやがて円高もデフレもなくなると指摘していた。IMFは2009年7月の対日審査で、2020年頃までに国債の国内消化が行き詰まるというレポートを出しており、国債の海外消化が問題となってくるとしていた。しかし、日本は海外消化の能力は持っておらず、「その結果、日本国債は買い叩かれ、国債価格が一気に暴落して、金利の上昇が起きる。同時に、海外の消化分で買い叩かれるというのは、円安になるということ」<sup>63)</sup>と述べ、国債の信用問題からの円の価値下落の可能性が高いことを警告し、円高を議論している間にその円高がなくなるという立場をとっていた。

しかし、野口旭は「日本国債の価格は、暴落するどころか、傾向的に上昇してきたのである。小淵政権以降に生じたいわゆる『日本の財政悪化』は国債市場にはほとんど何の影響も与えなかった」<sup>64)</sup>と指摘し、国債の暴落ということはありませんとしている。国債の国内消化率の低下への懸念は多く示されていたが、2018年3月時点での海外投資家の保有率は6.0%であり、近い将来に国内消化が行き詰まる可能性は低いと思われる。

為替レートの決定は長期的にはインフレ率の差、金利の差、経常収支の動向によるとされるのが一般的であろう。従ってデフレのわが国の通貨である円が他の国に比べて高く評価されることになる傾向があることは否定できない。デフレと円高は並行して現れる現象と考える。

こうして円高について検討してきたが、次にデフレ・円高への対処策として行われたアベノミクスの金融政策について検討、整理していきたい。



## IV. アベノミクスの金融政策

### 1. デフレ不況の仕組み

デフレ不況については概ね岩田の記述を参考に整理する<sup>65)</sup>。1980年代後半に発生したバブルが1990年代に入って崩壊すると、わが国の経済はインフレ率の大幅低下について長期にわたるデフレと激しい資産デフレ、すなわち株価と地価の持続的下落とに陥った。バブル崩壊前の日本経済は、どのような不況期でも失業率が3%を超えたことはほとんどなかったが、バブル崩壊後は逆に1995年以降の20年以上にわたって失業率が3%を下回ったこと一度もなかった<sup>66)</sup>。

こうした現象が起こる理由としては一般的に名目賃金の下方硬直性と借入金の実質的負担の増加が指摘されている。実際、多くのモノの価格が下落する中で時間当たり賃金は1997年まで上昇を続け、1998年からようやく下落し始めた。そして1998年以降も実際の時間当たりの賃金の下落率は物価の下落率よりも小さかった。

人件費は企業の費用の中でも大きな割合を占めるため企業の利益は減少することになる。この人件費が増加すると企業は残業時間を減らしたり、非正規雇用を雇い止めとし、新規採用を抑制し、やがて終身雇用制があるとは言え中高年労働者のリストラも行わないと企業は存続が難しくなる。こうして失業率は上昇し、雇用されている人々もいつリストラされるかも知れないという不安から消費を抑制し、貯蓄を増やして将来に備えようとする。これにより個人消費全体が減るため生産が減少し、ますます失業率は上昇することになる。

この賃金の1998年からの下落について吉川は、「かつて『終身雇用』といわれた日本の大企業における『雇用』も根本的に変わった。本格的なリストラが行われる中、『雇用か、賃金か』という選択に直面した労働者は、名目賃金の低下を受け入れた」として、高度成長期に確立された旧来の雇

用システムが崩壊したことが賃金下落の原因としている<sup>67)</sup>。つまり、終身雇用制で中途採用市場の小さいわが国では、従業員は賃金の引き下げ、具体的にはボーナスのカットを受け入れるしかなかったとしている。

これについて黒田祥子と山本勲は、「OJTによる企業特殊的人的資本が重視される傾向のあるわが国では、名目賃金が年功的に上昇し、長期雇用契約が成立しやすい。こうした状況では、企業特殊的人的資本を蓄積した労働者が別の企業で職を探す場合、その企業特殊的人的資本を高く評価してくれる企業を見つけることは難しく、また、企業特殊的人的資本が評価されない企業に転職すると、大幅な賃下げを余儀なくされる」と述べ、その結果わが国の従業員は大幅な賃金引下げを受け入れることになるとしている<sup>68)</sup>。

吉川は、わが国だけがデフレなのはわが国だけが名目賃金が減少したからだとしており、これは財務省にも受け入れられたようであり、その幹部は、「デフレの真の原因は、90年代から企業が雇用を守るかわりに実質賃金を下げた合成の誤謬にある。3本の矢は政策手段でしかなく、アベノミクスの本丸は賃金デフレの脱却だ」と述べたとされる<sup>69)</sup>。

終身雇用という雇用システムは戦前の労働争議の多発した時代に発生し、高度経済成長期の人手不足の雇用情勢の下で確立したのであり、野口旭は、日本の終身雇用制度は従業員の雇用を守るものというよりは企業が人材を『囲い込む』ためのものとして定着したと述べている。従って、バブル崩壊後の雇用情勢では成り立たないものであり、成果主義を導入して賃金の引き下げを行ったり、非正規従業員を増やしたのは、「企業にとって必然的対応でもあった」としている<sup>70)</sup>。

市川眞一は、G7各国の最高失業率と賃金には緩やかながら正の相関が認められるとして、「不況下において企業が事業の見直しを迫られた際、人員整理の進む国は総じて賃金上昇率が大きい。



企業にとり雇用の柔軟性が担保されていることで、好況期には思い切った賃上げを行うからと推測される」と述べている<sup>71)</sup>。流動性の高い労働市場のある国は賃金の上昇が大きいということである。この意見からすれば終身雇用制という流動性の低い雇用慣行の変化なくして賃金は上昇せず、その結果として物価も上昇しないことになる。市川は、大企業における雇用の硬直化は、社会に安定をもたらす一方で、「賃上げを阻害し、デフレの温床になっている」と述べている<sup>72)</sup>。しかし、現在のように人手不足が深刻化すると、再び終身雇用制による人手の囲い込みが起こることになり、労働市場の硬直化が進むことになるとも考えられる。

また、先述の消費が減少することに関してだが、デフレで企業の販売する商品価格は下がるので借入金を返済するためにはより多くの売上を得る必要が生じ、借入金の負担はデフレで重たくなる。この状況は住宅ローンのある家計も同じであり、リストラや残業の減少により所得が減れば住宅ローンの負担はますます重くなる。このようにして消費は更に減るのであり、デフレは一層加速される。

デフレで銀行の融資先の売上が減少すれば融資先は返済が困難になるが、これは銀行にとってみれば不良債権の発生を意味する。不良債権が増えれば銀行の資産の価値は減少し、一方負債である預金の負債価値は減少しないので銀行の自己資本が減少する。またわが国では、後述するように、減少したとは言え銀行と企業が株式持合いを行っているので株価が下落すれば銀行の保有株式の価値も下落し、これによっても銀行の自己資本は減少してしまう。そうすると銀行は信用リスクの大きい企業、主として中小企業への貸出を減らすことになり、いわゆる「貸し渋り、貸し剥がし」の現象が起こる。バーナンキは、1930年代の米国の大恐慌を分析し、金融仲介費用の増大がマクロ経済の需要を減少させたと分析している<sup>73)</sup>。銀行の経営動向は景気を左右する可能性は小さくないと

思われ、実際、こうした考えに基づいて小泉内閣の時代に大手銀行の不良債権の処理が強力に押し進められた。

銀行からの借入が困難になると銀行借入への依存度の高い中小企業及び個人は設備投資、住宅投資を減少させ、更にデフレが進む。こうしてデフレと資産デフレは消費や設備投資を抑制することによってデフレ不況を招くとされる。

なお、株式持合いについては2018年に改訂されたコーポレート・ガバナンス・コード(企業統治指針)において、株式持合いは縮減する方向が示されている。2017年度の上場企業の株式持合い比率(安定株主としての生命保険会社を含む)は9.5%と1990年度の約50%と比較して大きく減少している。

## 2. インフレ目標政策

デフレへの対策としてアベノクミスで取り入れられたのがインフレ目標である。わが国の経済がデフレ下で低迷する一方で1~3%程度にインフレ率を維持している国々の経済状況、すなわち実質経済成長率や失業率は良好であった。こうした経験から判断してデフレは1%程度のマイルドなものであっても望ましくなく、インフレ率を1~3%程度に維持することが望ましいと考えられる。

そして、金利がゼロでも金融政策によってマネーストックを十分に増やせばデフレは止まると考えられている。クルーグマンは、「将来」は流動性の罨に陥っていないので、「将来」、マネーサプライが十分に増えることを市場に知らせるシグナルとして、「現在」の「量的緩和」を提案していた<sup>74)</sup>。

日本銀行も安倍政権の意向を受けて、先述の通り、2013年に2%のインフレ目標政策を導入した。インフレ目標政策は1990年代にニュージーランドをはじめとする多くの国が採用するようになっていく。しかし、インフレ目標は諸外国ではインフレ対策で採用されてきたのであり、わが国の場合

のようにデフレ対策に効果があるのかという問題が指摘されたが、現在は米国のFRB、ユーロ圏のECBもデシインフレへの対応としてインフレ目標を導入している。

なお、上川龍之進は、1980年代後半には地価と株価の高騰にもかかわらず、一般物価の上昇率は1%以下であったために利上げのタイミングが遅れたという苦い経験が日本銀行にはあり、「このため日本銀行は、資産価格の影響を除いた消費者物価上昇率の数値に金融政策が拘束されることになるインフレ目標の導入を受け入れることは断固として反対だった」と述べている<sup>75)</sup>。

また、このインフレ目標についてはインフレだけが目標でよいのか、という点がある。具体的には中東情勢の緊迫化による原油価格の上昇などでインフレ目標が達成できた時に中央銀行がなにもしなくて良いのかという問題である。

そして、わが国の公的年金はマクロ経済スライドによってインフレ率より原則として0.9%追いつかないように抑制する制度であり、企業年金にはそもそもインフレスライドがないので多くの元サラリーマンの高齢者の生活が苦しくなるという点もインフレ目標に関連して問題となる。しかし、公的年金も企業年金も経済状態が悪化すればその財政状態は更に悪化するので、デフレ脱却は制度維持のためには必要なことと言えるだろう。なお、企業年金は退職金の延払いの性格をもち、わが国の大企業の従業員は退職後も元の勤務先に依存していると言え、その意味では大企業の従業員はまさに「終身雇用」となっている。もっとも、その企業年金は近年では確定拠出型年金への移行が起こっており、従業員が退職金の原資を自分で運用し、そのリスクを引き受けるケースも増えている。

わが国のインフレ目標の数値である2%は米国でもユーロ圏でも採用されている数値であって国際標準と言われるが、その理由としてはラスパイル方式で算出される消費者物価指数にはバイアス(個別の価格の上昇幅を過剰に反映すること)が

あって、物価上昇の実情よりも1%程度高いということがある。このバイアスを取り除くとわが国のデフレは1994年から始まっている<sup>76)</sup>。

そして、大きな負の経済的なショックが起こってもデフレに陥らないためには、ある程度の方へのゆとり、バッファが必要だからとされる。また、産業や企業の盛衰でそれぞれ生産するモノの相対価格が変化する必要があるが、実際には賃金や価格には下方硬直性があるので経済全体としてはインフレ率がプラスになる必要がある。

わが国のインフレ目標は白川が日銀総裁の時に政府とのアコードによって宣言されたわけであるが、当時の日銀は2%という数値ではなく、当初「当面1%、次に2%」を主張したが、安倍が強い反発を示し、「1%という数字は書かせないといっている」ということが交渉当事者たちに伝わり、その結果2%で決着した経緯があると言われている<sup>77)</sup>。このように2%という数値は政治主導で決定したと言えるが、国際的に見れば妥当な数値である。

このインフレ目標による金融緩和政策は2つの経路を通じてデフレからの脱却を可能にするとされている。その一つは外貨建て資産を含めた各種資産の価格上昇を通じる経路である。この政策では中央銀行が民間銀行から長期国債を買い取り、他方で民間銀行が発行市場や流通市場で長期国債を購入することが大規模に行われる。民間銀行が長期国債を購入することによって預金が供給され、世の中のマネーは増える。

マネーが増え続けると投資家が資産に求めている流動性プレミアムが低下する。流動性プレミアムが低下するとマネーの一部は国債などの債券や株式、投資信託、更に外貨建ての預金や国債などの購入に向かう。そうなればそれらの資産価格は上昇し、名目金利は低下することになる。

マネーが株式や株式投資信託の購入に向かえば株価は上昇し、不動産投資信託や不動産の購入に向かえば地価も下げ止まり、やがて緩やかな上昇に転じる。実際、2018年7月1日の土地の基準価格

は27年ぶりに0.1%(全用途ベース、住宅地はマイナス0.3%、商業地はプラス1.1%)の上昇となった。

資産価格の情報は様々な経済主体の純資産価値を高めることになり、これを「バランスシートの改善」と言うが、家計のバランスシートが改善すれば貯蓄は減少し、住宅購入も増えることになる。新設住宅着工戸数は、956千戸(2017年)となり過去5年で82千戸増加した。

また地価が上昇に転じれば土地の担保価値が上がるため、企業の銀行からの借入は容易になり、中小企業を中心として設備投資が活発化すると考えられる。そして株価、地価の上昇は株式、土地を保有する人々の消費を高める資産効果を持っている。こうした資産価格の変化が借り手の自己資本や担保評価に影響を与えることによって外部資金の調達コストを変化させ、投資など実体経済に影響を与える。

また、外貨建ての預金や国債などが購入されれば為替レートは円安となり輸出の増加と輸入の減少を引き起こし、貿易収支を改善する。実際、先述の通り、貿易収支は、マイナス4.3兆円(2012年)からプラス5.0兆円(2017年)と改善した。このような貿易収支の改善は総需要の増加なので景気を刺激する。そして円安は外貨建て債権の円建てでの価値を上げることになり、これは先述の資産効果で景気を刺激する。

伝統的な金融政策では株価や為替レートは目標ではないが、デフレ下で採用される非伝統的な金融政策では伝統的な銀行貸出拡大のトランスミッション・チャンネルに代わって、資産効果(株価上昇)、為替レート(円安)を通じた輸出増加のチャンネルが重要となる。ただし、円安による景気浮揚策は外国経済に悪影響を与えるので近隣窮乏化策政策であり、海外への配慮が必要となると言われる。

しかし、中川藍と原田は、「2013年以降の実際の動向をみても、輸出価格引下げによる輸出数量拡大の明確な動きは確認できず、輸入についてはかえって増加しており、近隣窮乏化効果が発現し

ているようには見えない」と述べている<sup>78)</sup>。なお、輸出が増えていない点について服部は、「輸出拡大なき円安は、円安インフレによって、実質賃金と実質所得を削減した。それによって消費が停滞する」と指摘している<sup>79)</sup>。

この金融政策は、先述の通り、デフレ予想が終息してマイルドなインフレ予想が定着する将来のインフレ期待に働きかけるチャンネルで効果を発揮する。日本銀行が大量の長期国債を購入しつづけることを市場が確信すればデフレ予想が払拭され、マイルドなインフレ予想が形成されると言われる。そうすれば企業の借入金の実質金利、つまり名目金利から期待インフレ率をひいたものが低下するため企業は設備投資を増やそうとするであろう。また個人は住宅ローンを借りて住宅を購入するであろう。実際、住宅ローン残高(国内銀行ベース)は、2012年12月に109兆円であったが、2018年6月には126兆円となっている。

これらによりGDPと雇用が拡大し、デフレはとまり、やがて物価は緩やかに上昇を始めるとされている。実際、雇用者数は、5,330万人(2012年)から5,819万人(2017年)に増加した。ただし、正規雇用の割合は、64.8%から62.8%に低下している。名目GDPは、495兆円(2012)から547兆円(2017年)へと増加した。

バブル崩壊後長期間にわたってわが国の経済の課題の一つとなっていたのは「雇用の過剰」であったのであり、これを解決するために企業は終身雇用制の入り口である新卒の採用を減少させてきた。しかし、これは解決し、現在では新卒は売り手市場となった。また、円安と、1980年代半ばの「逆オイルショック」の再来とも言われ、米国のシェール革命と新興国の経済成長の鈍化から生じた原油安によって企業利益も大企業を中心に過去最高の水準となっている。銀行総貸出残高も427兆円(2013年3月)から491兆円(2018年3月、国内銀行ベース)へと5年間で64兆円増加し、デフレに入る前の1997年12月の残高を回復した。しかし、イ



インフレ目標の達成時期については不透明な状況が続いている。

## V. わが国の制度について

### 1. 金融市場と労働市場

インフレ目標が5年経っても達成しないというように賃金上昇が遅く、物価上昇も遅くなっている原因の一つは、わが国の企業の賃金決定の制度にあると思われる。瀧澤弘和は、「賃金は企業内で決定されていると言えるが、雇用者所得は今日のGDPの70%ほどにものぼっている。企業組織内部で行われる取引の規模は相当大きい」と述べて、市場以外の制度の部分に注目すべきことを指摘している<sup>80)</sup>。ここで言う制度とは、例えば米国の労働市場は流動性が高く、中途も新卒もない単一の労働市場であるのに対して日本では終身雇用を踏まえた新卒一括採用が行われていることなどのように、その国において市場取引を支えている社会における様々な仕組み、規範のことを指す。中井雅之も、「日本的雇用慣行とよばれる長期雇用慣行の影響の下、労働市場が内部労働市場と外部労働市場に分断されている」と述べている<sup>81)</sup>。わが国の賃金は毎年の春闘で大手企業とその組合の交渉によって世間相場が決定され、それに沿う形で個々の企業の業績をベースに賃金が決定されている。

わが国の企業のあり方についてみると、戦後、日本的経営の軸の一つであった株式持合いが1990年代から株価の下落と共に解消しはじめ、従業員の代表としての経営者の力は小さくなり、また、大企業におけるメインバンク制の衰退によって銀行の発言力も小さくなり、結果として株主の発言力、経営参加権が回復し、株主重視の経営が行われるようになってきている。

この株式持合いについて岩井克人は、株式持合い「によって外部の株主の影響力から大きく自由

になった日本の多くの会社は、人本主義的／労働者管理企業的／共同体的と呼ばれるにふさわしいあり方を実現することができた」と述べ、「株式持合いなどを通じて、少なくとも戦後の50年間、法人実在説を現実化し、従業員組織の自律性を重視する会社システムを作り上げてきた」と評価している<sup>82)</sup>。

またメインバンク制について鹿野嘉昭は、「借り手企業が経営危機に瀕した際にはメインバンクを中心に融資銀行が一丸となって支援するという、わが国に独特の慣行であるメインバンク関係は2000年前後を境として姿を消しており、その意味でメインバンク関係はなんらかの構造変化を遂げた可能性を否定することはできない」と指摘している。そして、現在では、「メインバンクという言葉自体、運命共同体的な関係に代えて、通常の取引においては当該銀行との取引を優先するというコアバンクないしリレーションシップバンクを指すようになりつつある」と述べている<sup>83)</sup>。

上場企業の株主は外国人投資家が増えており、その割合は30.3% (2018年3月) であり、1990年代からの銀行の株式持合解消の受け皿となってきた。比較制度分析でいえば、後述するように米国のような流動的資本市場と流動的労働市場は制度的補完性があり、わが国の銀行中心の金融システムは終身雇用制の流動性の低い労働市場と制度的補完性がある。その意味では銀行の株式持合いの解消により資本市場が本来の力を取り戻し、金融システムと労働市場に制度的な折り合いの悪さが生じていると考えられる。

その折り合いの悪さの一つとして、金融緩和政策の下で賃金の上昇が遅れているのは、株式持合いの解消とメインバンク制の揺らぎによって企業統治において株主の発言力が強まることを受けて株主重視に経営がシフトし、かつて従業員主権とも言われた終身雇用制の下にある従業員の発言力が相対的に弱くなっていると考えられる点がある。

終身雇用の制度ではデフレになると過去に採用



した従業員の給与が、賃金の下方硬直性のために切り下げにくいことから将来の賃金の支払い負担の実質的な負担が重くなるため、どの企業も賃金支払いの負担から逃れようとして、賃金の引き上げを見送り、ボーナスはカットをするようになる。その点では賃金の下方硬直性はさほどではないことになる。そして、それは企業利益が回復し、インフレが始まって物価上昇率がわずかであれば、後述の通り、賃上げにあまり影響しない。しかし、終身雇用は年功序列とセットであるので新卒の採用は再開し、従業員の序列は維持・回復しようとすることになる。こうして賃金上昇が起こらないまま新卒の売り手市場が起こり、正社員の雇用の拡大が起こることになると考えられる。

なお、日本と同様に長期雇用の慣行がある欧州諸国でも失業率が低下しても賃金が上昇しないという状況が起きている。山口勝義は、その理由は、「グローバル化の進展による競争激化を通じた企業のコスト抑制指向の強まり、経済の第3次産業化やデジタル化の中での賃金に対する下方圧力、規制緩和の進行に伴う労働者の交渉力の弱体化、相次ぐ危機後の企業投資の低迷や教育訓練の拡充の遅れによる生産性や収益性の停滞、低金利環境下での不採算企業の生き残り、などである。また、表面には現れにくい労働需給の緩みも、この要因のひとつとして注目されている」<sup>84)</sup>と述べている。これらはわが国にも当てはまり、わが国ではより強く賃金抑制の現象が現れていると思われる。

しかし、正社員には年功賃金制の効果からデフレ下でも正社員個々人の賃金が上昇するという現象が起こる。これが消費を下支えしてデフレ不況の深刻化を防止し、マイルドなデフレが起こることになり、また、企業利益が回復しても賃上げ交渉でより妥協的になる理由であろう。

佐々木融は、物価が概ね横ばいで賃金はわずかに上昇した1990年代から2000年代の20年間について、「通常の社会人の場合、この間に一定程度は昇給しているであろうから、実質的な購買力は増

加し、ほとんどの人が年齢を重ねるごとに豊かになっているはずである」と指摘していた<sup>85)</sup>。佐々木の言う通常の社会人とは正社員を指していると思われる。

鈴木明彦によれば年功賃金制の仕組みである定期昇給は年率1.8%程度で安定しているが<sup>86)</sup>、この定期昇給が、企業利益が過去最高益を更新する近年の状況でもベアがないという状況を従業員が受け入れている理由と考えられる。それはアベノミクスの前の賃金引下げの時期においても同様であったと思われる。図5のように賃金の変動率と春季賃上げ(定昇込み)率を合計するとITバブル崩壊時とリーマン・ショックの時を除いてプラスとなっている。従って、従業員全体として賃金の低下が発生していても、定期昇給のある正社員個人はその痛みをあまり感じていないことが推察できる。そして定期昇給のない非正規社員は、企業別労働組合のメンバーではないので、組合対経営陣の交渉では組合は妥協的になりやすい。

また、従業員がインフレに反応するのは、先述の通り定期昇給が年率1.8%程度であれば、物価上昇率が1.8%を超えた時であるので、それ以下の物価上昇率では強い賃上げ要求には至らないと言える。更に先述の消費者物価指数のバイアスも考えれば、1.8%を大きく上回り、3%近い物価上昇が発生して初めて従業員はベアの必要性を強く感じるようになる。

行動経済学のプロスペクト理論によれば、人は現在の賃金カットには強く損失感を持つが、わが国の従業員は終身雇用制で転職の条件が不利となりがちであるため、賃金カットを受け入れ易く、また、賃金上昇の局面でも少ない賃金上昇率を受け入れるのではないかと考えられる。

失業者のうち、1年以上の長期失業者の割合は米国が13.3%であるのに対してわが国は39.5%と高く(2016年)、転職の困難度合いは米国に比較して大きく、こうした状況ではベアがゼロ、または少額のベアであっても賃金交渉を受け入れること

になる。

これについて黒田と山本は、プロスペクト理論の枠組みで考えれば転職すると不利になるわが国の労働者の価値関数はそうでない国の労働者に比べて名目賃金の下方硬直性の度合いが小さくなり、大きな賃金カットを受け入れ易いと述べている<sup>87)</sup>。これを賃金の上昇局面に当てはめると転職すると不利になるわが国の労働者の価値関数は、図6のようにそうでない国の労働者に比べて賃金のわずかな上昇で満足を感じることになり、転職を避けることになる。

これを確かめるために転職者が比較的多い中小企業と転職者が少ない大企業の賃金上昇率を比較すると、図7のように景気がよくなり(2005、2006、2007年頃と現在)、転職者が多くなると中小企業の方が大企業より賃金の上昇率が高くなっている。つまり転職を選ぶと損をする大企業の従業員はわずかな賃金の上昇を受け入れるが、転職

を選んでもそれほど損のないと思われる中小企業の従業員はより多くの賃金の上昇を求めており、その結果、中小企業は賃金を引き上げて従業員の引止めを図ると考えられる。ただし、景気が悪化すると転職は困難になるので中小企業の従業員も賃金上昇率の低下を受け入れている。図7はそのように解釈できる。

また、行動経済学において、「金銭の錯覚」とはインフレやデフレを十分理解せず、実質よりも名目基準の数字にこだわることを言うのであるが、角田康夫は、「名目の価値は労せずして知ることができるし、また目立つが、実質価値は計算しなければわからないからだ」と述べている<sup>88)</sup>。定期昇給によって個々人の収入が改善されるが、実際の状況は図5のような計算をしないとわからず、個々の従業員にあまり意識されないのではないか。このような行動経済学で説明される現象によってわが国の賃金の引き上げはわずかなものとなって

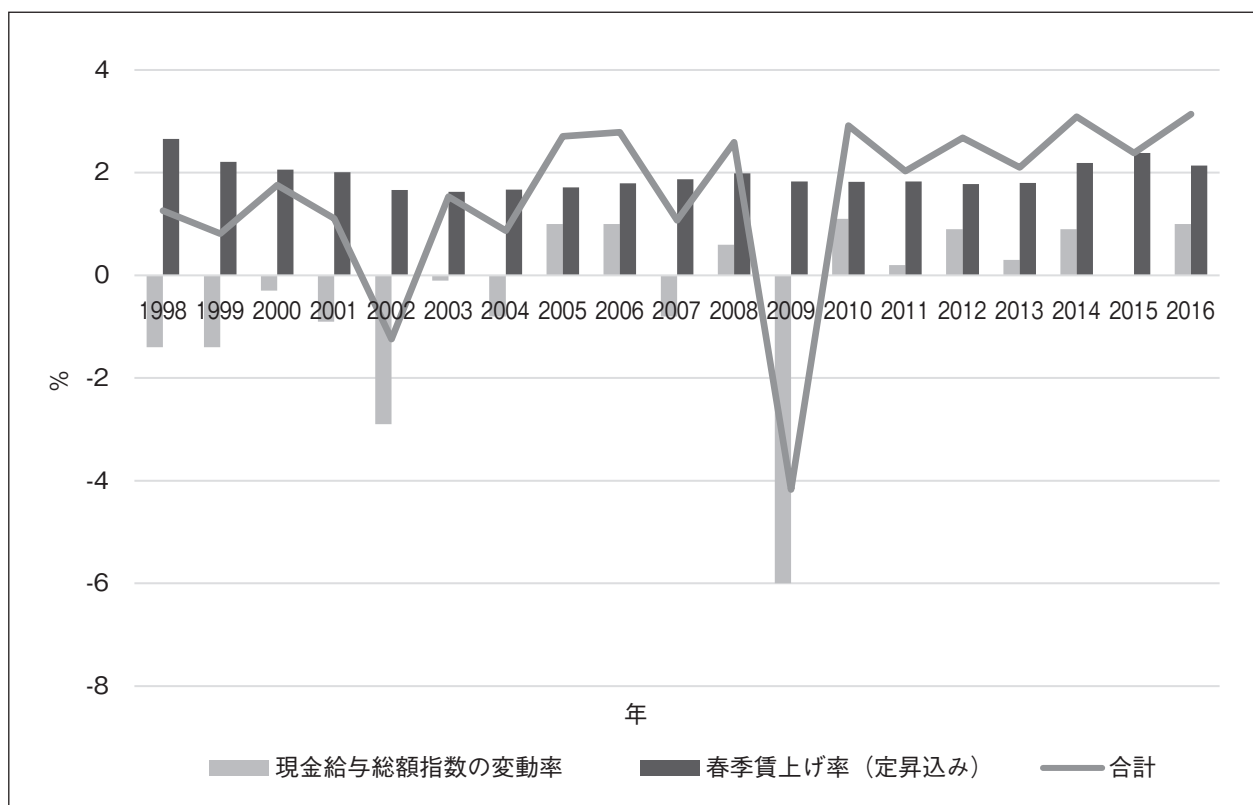


図5. 給与の変動率と春季賃上げ率(定昇込み)の推移

資料：活用労働統計(2018年版)

いると考えられる。

労働市場のあり方についてみれば、2001年に掲げられた「貯蓄から投資へ」という政府の標語が示すように、今後、わが国の金融システムとして市場中心の金融システムが占める割合を大きくすることはキャッチアップ経済が終わりトップランナーとなった現在の日本では必要なことであると

考えられており、それに対応して労働市場の制度も流動性を高めてゆかないと制度的には安定しないと言われている。

しかし青木昌彦は、「日本の制度体系の根幹にあったのはなんといっても終身雇用制で、その他の制度はそれを補強する、あるいはそれによって補強されるという関係にあ」ったとし、これが変

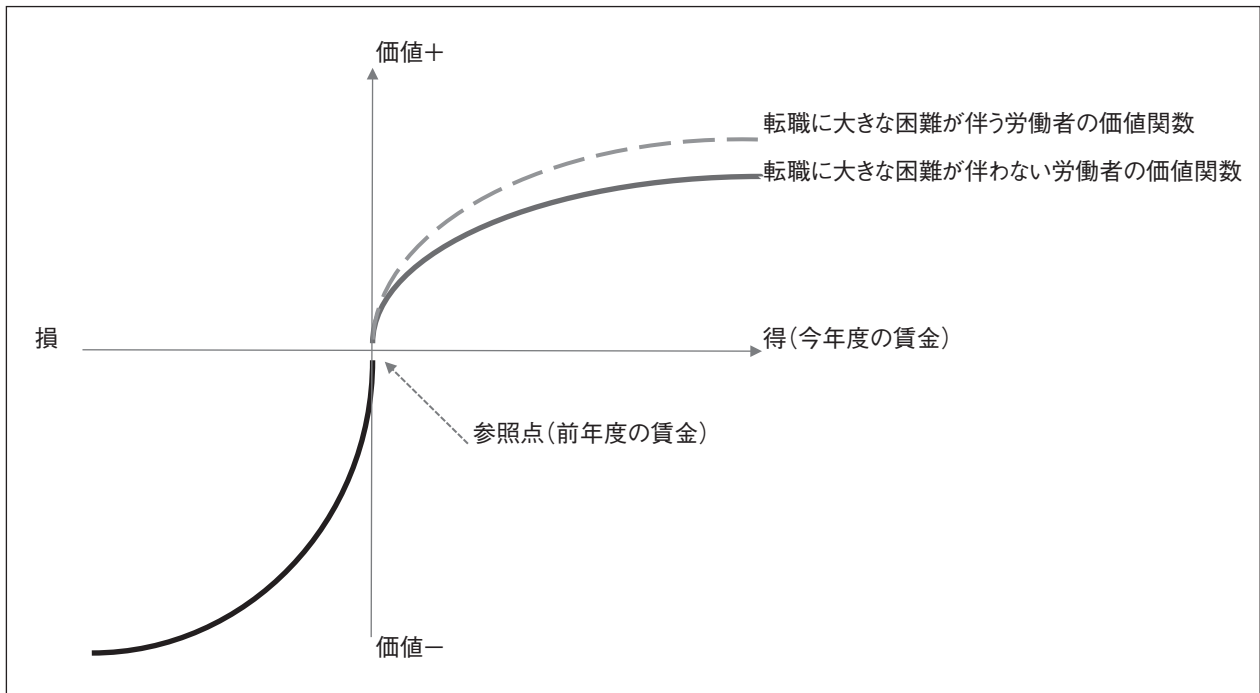


図6. 価値関数の形状変化

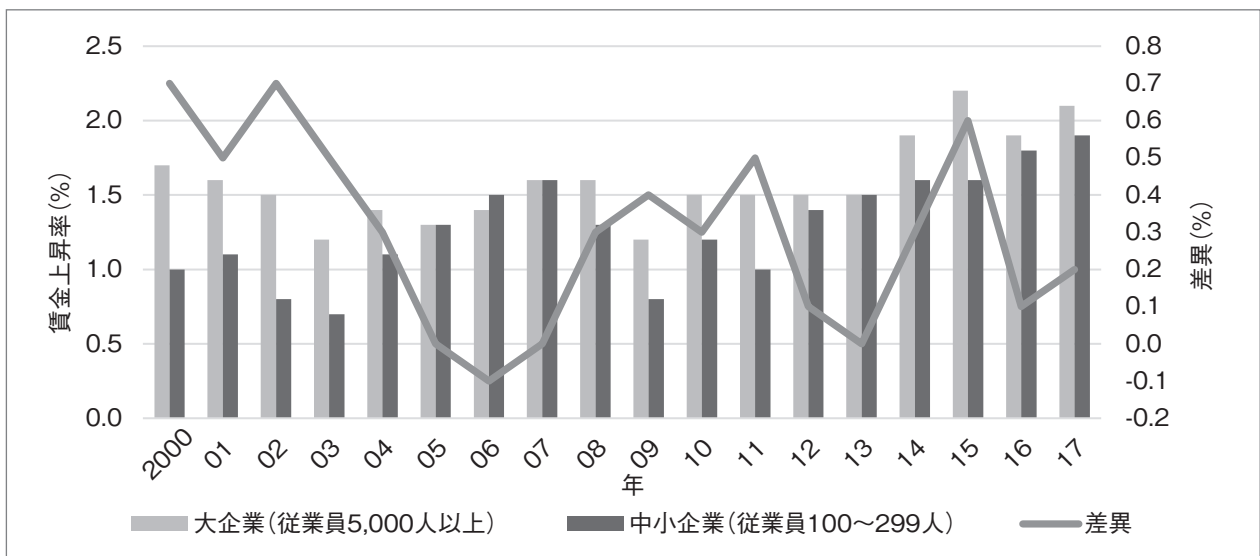


図7. 大企業と中小企業の賃金上昇率

資料：2018年版中小企業白書(原資料：厚生労働省「賃金引き上げ等の実態に関する調査」)

化するとしても、一世代、30年はかかるとし、そこでも「終身雇用制度は部分的な選択の対象として残る」と指摘している<sup>89)</sup>。

中根千枝は、「家」は、「居住(共同生活)あるいは(そして)経営体という枠の設定によって構成される社会集団の一つである」とするが<sup>90)</sup>、この「家」にあらわれている集団としての特色は大企業にもみられるとし、「終身雇用制によって、仕事を中心とした従業員による封鎖的な社会集団が構成される(新規採用者はちょうど新しく生まれた家族構成員、あるいはあらに嫁入りして加わった者の位置に立っている)ばかりでなく、社宅生活、従業員家族慰安会、結婚・出産その他の慶祝金・弔慰金の制度などをみてもわかるように、従業員の私生活、すなわち家族にまで会社の機能が及んでいる」と指摘していた<sup>91)</sup>。

そして、「こうした企業体に働く者は、好むと好まざるを問わず、その集団にいつづけることとなり(戦前は一方的に首にされることはあったが)、他の会社に移りたくとも、そのルートがない(たとえ年功序列賃金体制がないとしても)」と述べていた<sup>92)</sup>。

また年功序列制については、「いうまでもなく終身雇用制と密接な関係に立つもので、戦争中の非常時体制という特殊条件のもとにいつそう助長され、更に戦後の組合運動(首切り反対)によって、いやが上にも徹底した形に発達したのであるが、明治以来の日本の近代化への歴史全体を通じて、(労働者の不足、過剰にかかわらず)年功序列制—終身雇用制への志向がみられる」としていた<sup>93)</sup>。

また中根は、年功序列制は日本人の能力平等観と相関関係にあるとし、日本人には「『誰でもやればできるんだ』という能力平等観が非常に根強く存在している」とする。そして新卒採用の基準となる学歴について、「学歴で能力が違うということは、誰でも在学した一定年数分だけ能力をもつということになるから、個人の能力差を無視した考えである」と述べている。そして、「この能

力平等観にたてばたつほど、その結果として序列偏重に偏らざるをえない」と指摘していた<sup>94)</sup>。

堺屋太一も、「共同体を心地よく維持する一番の要は、仲間内の競争を減らして仲間意識を強めることだ。そのためには、能力や実績による抜擢人事をせず、誰にでも分かりやすい基準で、人事を行うのがよい。その最たるものが、何よりも分かり易い入社順序で役職に就ける年功序列である」としている<sup>95)</sup>。

しかし、西村純は、年功賃金について、「各国の賃金プロフィールを調べた研究によると、年齢と賃金額の関係をみれば、欧米ホワイトカラーの賃金も、年功的なカーブを描いている。年功賃金カーブそれ自体は、なにも日本特殊なものではない」と指摘している<sup>96)</sup>。

また梅崎修も、1990年代以前は、「米国大企業は、コア人材については終身雇用や年功序列といわれる日本的雇用慣行と似ている特徴をそなえていた」と述べている<sup>97)</sup>。

太田聡一と橋本俊詔も、「長期雇用慣行は程度の差はあれ、国際的に観察されるものであり、日本の文化に根差したものと考えすることはできない」とし、その国際的に共通する経済合理性は、「企業特殊技能」の存在であると述べている<sup>98)</sup>。

年功賃金の考え方は、能力は教育・訓練と共に増大すると考え方が背景にあり、若いうちは教育を受けつつ能力より低い賃金をもらい、年齢が高まるとそれを取り戻すために能力より高い賃金をもらおうというものである。その点では日本に限った制度ではないが、わが国では更に戦後、年齢に応じた生活給という能力とは関係のない考え方も取り入れられている。

濱口桂一郎は、生活給制度を縮小廃止するのであれば、「これまで生活給が担ってきた生活保障機能(年齢とともに増加する生計費をまかなう仕組み)への対策が必要となるのを忘れてはな」らないと指摘し、「とりわけ、こどもの養育・教育コストを社会的に負担するシステムが不可欠とな



ると述べている<sup>99)</sup>。そして、「日本のような過度に年功的な賃金制度を持たない欧州諸国では、ある時期以降、フラットな賃金カーブと家族の必要生計費の隙間を埋めるために、手厚い児童手当や住宅手当が支給され、また教育費の公的負担や公営住宅が充実してい」と指摘している。

先述のように中根は日本人の能力平等観に支えられて年功序列制と終身雇用制があるとしているが、この能力平等観は明治以来の人々の上昇志向を作り、現代では学歴を求めて幼少期からの受験競争社会を作り上げていると言えるだろう。なお、太田は、学校教育で蓄積される基礎学力とは、その上に企業内訓練による能力向上を開花させるための土台であり、その弱体化は企業にとって大きなダメージであるとして、学校教育で涵養される「一般的スキル」と企業内の訓練で身につける「企業特殊なスキル」は補完性があるとしている<sup>100)</sup>。

このように教育制度まで検討するとわが国において米国のように流動性の高い雇用制度を築くことは短期間では困難なことであると思われる。

そして、米国のような資本市場中心の金融システムにおいては株主の立場が強化されることによって企業の他のステークホルダーの利益を侵害することがあるが、その内、企業特殊な人的資本を蓄積する労働者について大きな問題があるとされる<sup>101)</sup>。例えば企業が買収されたような場合、新しい株主は大幅なリストラを行う場合がある。そうすると労働者は人的資本の蓄積のインセンティブを失ってしまう。そこで株主と従業員の利害の調整が問題となる。

わが国では、先述の通り、戦後、株式持合いによって企業買収から企業を防衛し、結果として株主の立場を弱くすること、つまり、株主の経営参加権の希薄化が行われてきた。そして、企業の経営者は従業員の中から選ばれている。つまりわが国の企業経営者は従業員の代表なのである。戦前の日本では経営陣は大株主の意向で外からくることが多かったのであり、野口悠紀雄は、「戦時期

における企業改革で大株主の影響が排除された結果、大企業経営者のほとんどすべてが内部昇進者になった」と指摘している<sup>102)</sup>。

株式持合いによるこうした企業の仕組みは十分理解されるものである。なぜなら現代の大企業では先述の企業特殊な技能の蓄積の重要性が高まっているが、池尾和人は、望ましい熟練の蓄積が実現され、企業価値の最大化が達成されるには、中核従業員と株主の役割を逆転させることが必要であるとする。そして、「まさに株式持合いこそが、こうした役割逆転を可能にしているものであり、日本的経営を可能にしている最も重要な制度的装置である」と指摘している<sup>103)</sup>。実際、上場企業の株主が株式市場で一瞬にして株式を売却して企業との関係を断ち切れること、つまり高い流動性を持っていることに比較すると、転職が困難な企業特殊な技能を持つ流動性の低い従業員の方が企業の大きなステークホルダーになっていると言えるだろう。

しかし、従業員の代表が経営権を握ることは企業統治の点から問題がある。例えば、従業員には経営危機にあっても雇用の部分にメスを入れるような経営判断が出来ないことはよく言われることである。わが国の場合、先述の通り、デット・ガバナンスとしてメインバンクによる経営監視が厳重に行われていた時代はメインバンクによって経営規律がコントロールされていた。だがメインバンク制は資本不足の時代において機能した制度であって1980年代以降はその経済的背景を失い、いわゆる「大企業の銀行離れ」のため、大企業ではメインバンクの経営監視は機能不全となっている。そこで企業経営の規律は基本的に資本市場によるものにしようという考え方が1990年代から強くなっている。資本市場の重要性は成熟経済になったわが国にとっては高まっている。以下、村瀬英彰の記述に沿って整理する。

キャッチアップ成長をする段階の発展途上国では、いまだその国に活用されていない既存技術の

大きな蓄積がある。この時、こうした国では既存技術を基に資本蓄積をする成長が最適となり、先進国を戦略的に「模倣」した量的拡大が主たる経済成長の要因となる。しかし、成長が続けば既存技術の取り尽くしによって投資の収益性は落ちてくる。そこで研究開発活動による「革新」、イノベーションを目指す投資の収益性が相対的に高まり、資金をこうした革新的投資に向けることが望ましくなる。

これは成長エンジンの転換、投資機会の質的变化であり、これが経済成長を続ける上で不可欠となる。そして模倣的な投資と革新的な投資のための資金調達にはそれぞれに適した金融システムも異なると言われている。銀行中心の金融システムは、「いまだ資金が希少である一方、有望な投資機会がはっきり見えている」状況で銀行の情報生産機能を活かして有効に機能する。

キャッチアップ時代が終わってトップランナーとなった時代の経済成長のためには革新的な投資への資金提供ができるかが課題となるわけだが、革新的な投資の有望さやその成否は銀行のような立場からの判断は容易ではない。したがって、その優劣はむしろ多様な参加者から構成される公開市場を通じて多角的な観点からチェックしていく方が効率的な場合があるとされる。また、リスク分散の点からも銀行貸出による資金提供より市場による方が幅広い投資家によるリスクシェアリングが可能となり好ましい。

市場中心の金融システムは試行錯誤を可能とするとされるが、最先端の革新的な投資は過去のデータがなくその成否は、「実際にやってみなければわからない」、といった性質を持つ。そうした投資への資金提供はやってみてうまくいかなければそこから撤退する機動性が必要であり、この機動性がないと資金提供において躊躇が生じるとされる。この点では銀行中心の金融システムは機動性のある金融システムとは言えないのであり、たとえば投資の失敗の可能性が大きくなっても銀行は「追

い貸し」を行う傾向がある。

これに対して市場中心の金融システムによる資金は「逃げ足の速い資金」と言われている。投資機会が有望でない可能性がわかった時、そこに資金を追加提供する動機はほとんどないとされる。市場中心の金融システムは、資金提供者がリスクを引き受けるので、不安があれば資金は転売によって引き上げられて現金化されるが、現金化できるという明確な出口を用意し、入り口での躊躇を軽減するというメリットを持っていると言われる。このため試行錯誤が必要な革新的な投資への資金供給は銀行中心の金融システムより市場中心の金融システムの方が適している。

こうした市場中心の金融システムには労働市場も流動性が高くないと企業経営が困難に遭遇した時にいわば「逃げることの困難な従業員」はホールドアップ問題にさらされることになる。村瀬は、「金融システムが『市場中心のシステム』に転換するならば、同時に企業間の労働移動を許容する労働市場の柔軟性を確保しておくことが、経済システムを全体として効率的に機能させるために必要になる」と述べている<sup>104)</sup>。この点からすれば株式持合いだけが概ね解消したわが国の金融市場と労働市場のあり方は、整合性がとれていないことになる。

## 2. これからの企業経営と雇用

政府の成長戦略について熊谷亮丸は、「正社員の流動性が低いと、企業は景気の悪化を心配して賃上げできない」と指摘する。日本経済新聞の中島裕介は熊谷の意見を受けて、「既得権益に切り込み、潜在成長率を高める改革をスピーディーに進めてゆくことが求められる」と述べてアベノミクスの雇用政策の遂行を支持している<sup>105)</sup>。

しかし、岩井はドイツのライン川の経営と日本の経営を評価し、「おカネが支配力を失っていくポスト産業資本主義の時代には、会社システムの

中途半端な形態は、法人名目説＝株主主権的会社から法人実在説＝組織自立的会社へと変化していく傾向がある」と述べている<sup>106)</sup>。そして従来の日本の経営における会社システムについて、「株主主権論から距離を置いてきたその歴史は、経済学や法学界における多数派とは逆に、ポスト産業資本主義という新たな時代と親和性をもっている」のであり、一方、「ポスト産業資本主義における会社の命運は、もはや機械制工場の脇役としての能力や知識の育成と発展」ではなく、会社の中で、従業員や技術者や経営者がみずから率先して差異性を生み出し続けていくことのできるような人的組織－そういう組織をいかにして育成し発展させるかにかかっている」としている<sup>107)</sup>。

岩井は、「日本的経営とは、ドイツの企業体制とならんで、このような組織特殊的人的資産の育成のために、たいへん有効にはたらいてきた経営システムだった」とし、「終身雇用制と年功序列制と会社内組合制」が重要だったとする。しかし、「農村の過剰人口の枯渇によって、産業資本主義の原理がはたらかなくなったポスト資本主義の時代において、その役割を終えつつある」と指摘する<sup>108)</sup>。そして、「産業資本主義時代には、株主ではなくメイン・バンクがおカネの供給者としての支配権をにぎっていた日本(そしてドイツ)の場合には、ポスト産業資本主義がもたらすおカネの支配力の衰退は、そのまま、メイン・バンク制度の衰退というかたちをとることにな」ったとしている<sup>109)</sup>。

また、岩井は、「アメリカの金融システムが1980年代には早くもポスト産業資本主義的な仕組みに向けて体勢を整え始めていたのに、日本の金融システムは、バブルの崩壊が残した大量の不良債権の重圧によって、つい最近まで、産業資本主義的な仕組みから脱却できないままだった」と述べている<sup>110)</sup>。もっとも、ここで岩井の言う米国のシステムとは株主主権を標榜するものではなく、バンキヤ・キャピタル等の「ヒトを信用しておカネを貸すという本来の意味での金融活動」<sup>111)</sup>と

している点に注意が必要である。

こうした考えからすると、トップランナーとなったわが国において企業の従業員を大切にする日本的経営の長所を失うことはできないのであり、メインバンク制と株式持合いに代わって短期的利益を追求しがちな株主に対峙できるような会社経営の制度が望まれることになる。

また、メインバンク制が機能しなくなった時代における株主の発言力の回復は従業員への賃金の支払い方に影響しており、実際、図8及び9のように株式持合いの解消と大企業(製造業)の付加価値における従業員給与、そして労働分配率(雇用者一人当たり雇用者報酬÷就業者一人当たりGDP)には強い相関がある。なお、労働分配率の測定方法にはいくつかの種類があるが、ここでは、自営業主と家族従業者の所得を雇用者と同じとみなす方法によっている。

また、図10のように大企業は一般に株式を上場しており、1990年代から株式持合い解消の影響を受けて労働分配率が低下傾向にあるが、株式を上場していない中小企業の労働分配率は従来と変わらない水準を維持しており、この比較からも株式持合いの解消の影響としての株主重視の経営からの賃金カットや賃上げ抑制の圧力が推定できる。

野田知宏と阿部正浩は、「金融機関と密接な関係をもつ旧来型の日本型ガバナンスがなされている企業では賃金が相対的に高く、逆に、外国人株主の影響が強い企業ほど、賃金が低くなる」ことを実証研究の結果として得ており、「1990年代中盤、とりわけ1997年の金融危機発生以降急速に進行した企業間における株式持合いの解消を背景として企業の株式保有構造の変化の影響があげられる」と指摘している<sup>112)</sup>。

壺内慎二は2004～2011年度で2期連続経常赤字となった東証1部上場企業からサンプルをとり、その損失の負担状況を調査したところ、サンプル企業全体を変化率の平均で見た場合、損失を共有しているかに見えたが、外国人株主の比率が高い

企業ではこの関係は崩れるとし、「外国人株主の比率の高い企業では、外国人株主の増大とともに株主重視の経営になっており、外国人株主が低い

企業では従業員が重視される傾向はみられるものの、どちらかといえば景気の変動に合わせて配当や雇用を柔軟に変えていくことが明らかとなった」

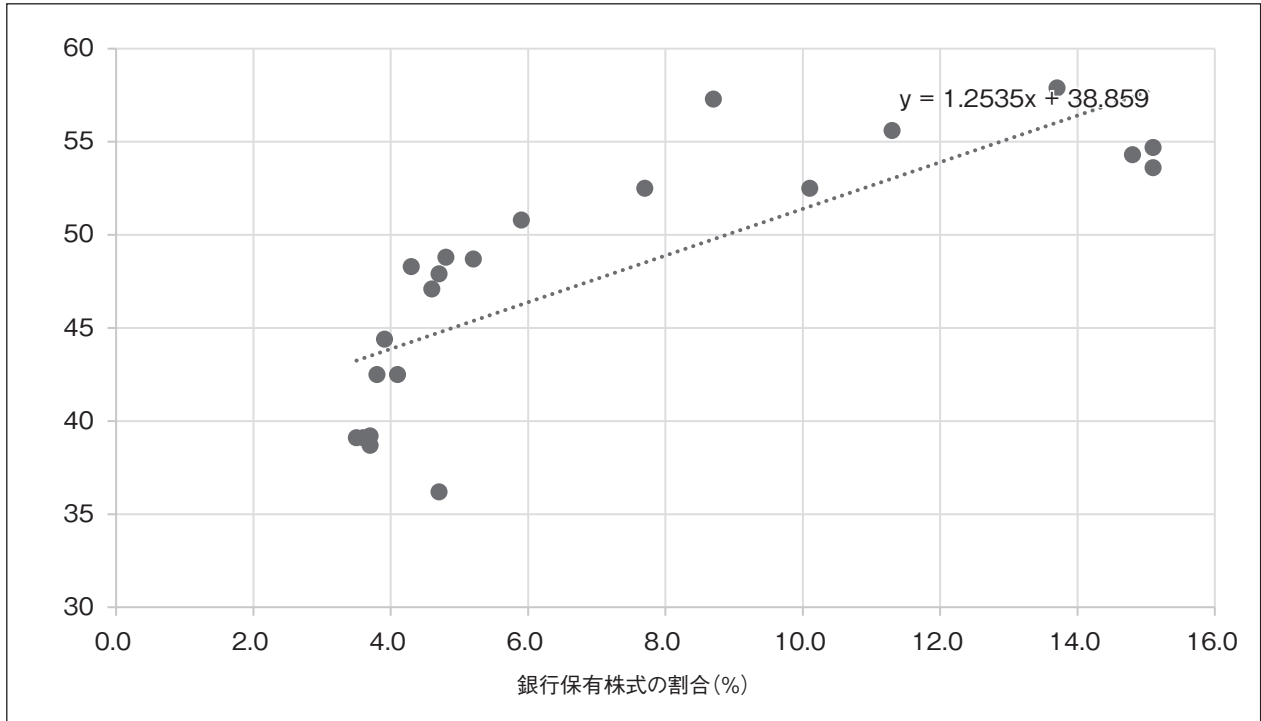


図8. 大企業(製造業)の付加価値における給与の割合と銀行保有株式の割合の関係 (1995~2016年)

注)大企業(製造業)は資本金10億円以上。相関係数0.79(p値<0.01)。  
資料：活用労働統計(2018年版)、労働政策研究・研修機構ホームページ

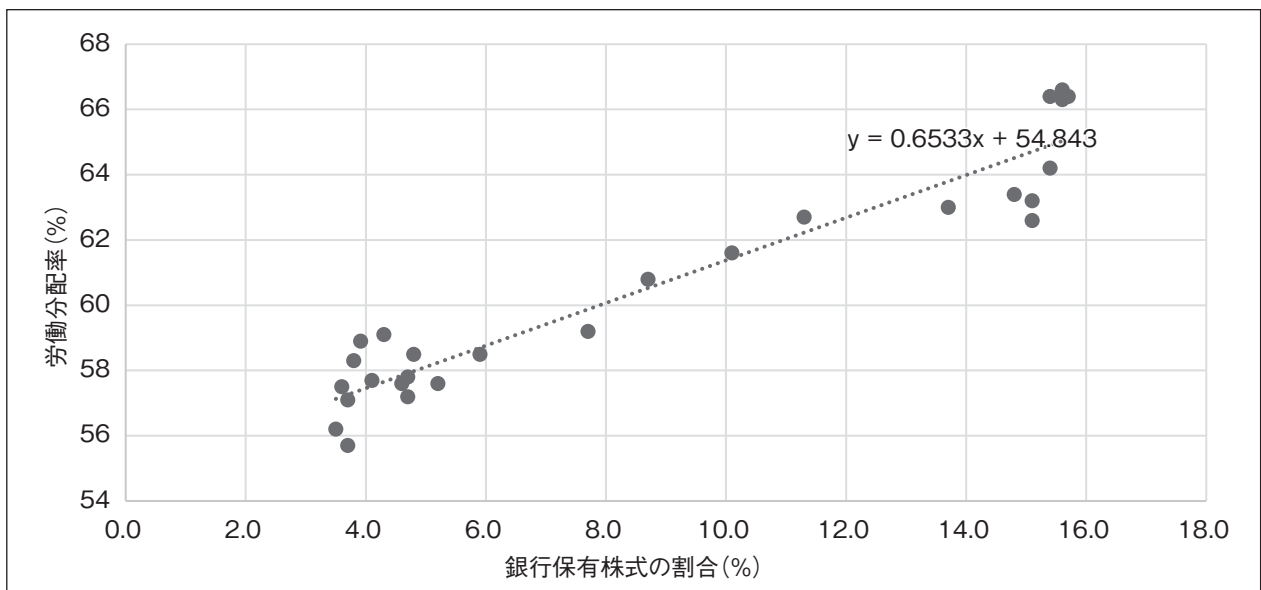


図9. 銀行保有株式の割合と労働分配率の関係(1990~2016年)

注)労働分配率は雇用者一人当たり雇用者報酬÷就業者一人当たりGDP。相関係数0.95(p値<0.01)。  
資料：労働政策研究・研修機構ホームページ、活用労働統計(2018年版)



と述べている<sup>113)</sup>。

また、川本卓司と篠崎公昭は、2002～2007年の景気拡大期の大企業についての実証研究の結果として、「外国人持株比率の上昇に代表される、近年の株主構成の変化は、株主の経営に対する監視を強め、従業員の取り分である労働分配率の低下をもたらした可能性が高い」と述べている<sup>114)</sup>。

そして、茨木秀行、井上裕介、有馬基行そして中野貴比呂は、実証分析から「企業がバナンスと賃金の関係についてみると、経営に対する株主の影響が相対的に強い企業では、債務比率の高まりによって賃金が抑制される効果が大きい一方、株式持合い等によって株主の経営に対する影響力が相対的に弱い企業では、内部者である従業員の利害が優先され、債務比率が高くとも賃金がそれほど抑制されないという可能性が示唆される」との結果を得ている<sup>115)</sup>。

なお労働分配率について堺屋は、「日本式経営には、3つの柱がある。第1は終身雇用と年功賃金

に象徴される閉鎖的雇用慣行だ。終身雇用とは、いわば労働投入量一定の経営だから、これを実現するためには生産量が常に増加しなければならない。その上、年功賃金を保つとなれば、常に若年層が多いのがのぞましい。つまり、年々従業員が増加する成長が欠かせない。このため日本の企業は、第2の柱として、労働分配率を低めに抑え、株式配当を低くして、内部留保を厚くする『先行投資型財務体質』を築き上げた」と指摘している<sup>116)</sup>。実際、日本の内部留保比率は10%を超えており、米国の約4%、ドイツの約7%に比較して高いが、株主等分配率は近年でも約8%と米国の約12%、ドイツの約16%に比較して低くなっている(2015年)。高田創は、わが国の企業は、「内部留保比率を下げて、労働分配率の低下を回避すべき」と指摘しているが<sup>117)</sup>、わが国の労働分配率(雇用者報酬÷国民総所得ベース)は、米英独仏と比較して最低の48.4%(2016年)となっている。なお、ここで用いている分配率の測定方法は多くの文献で引

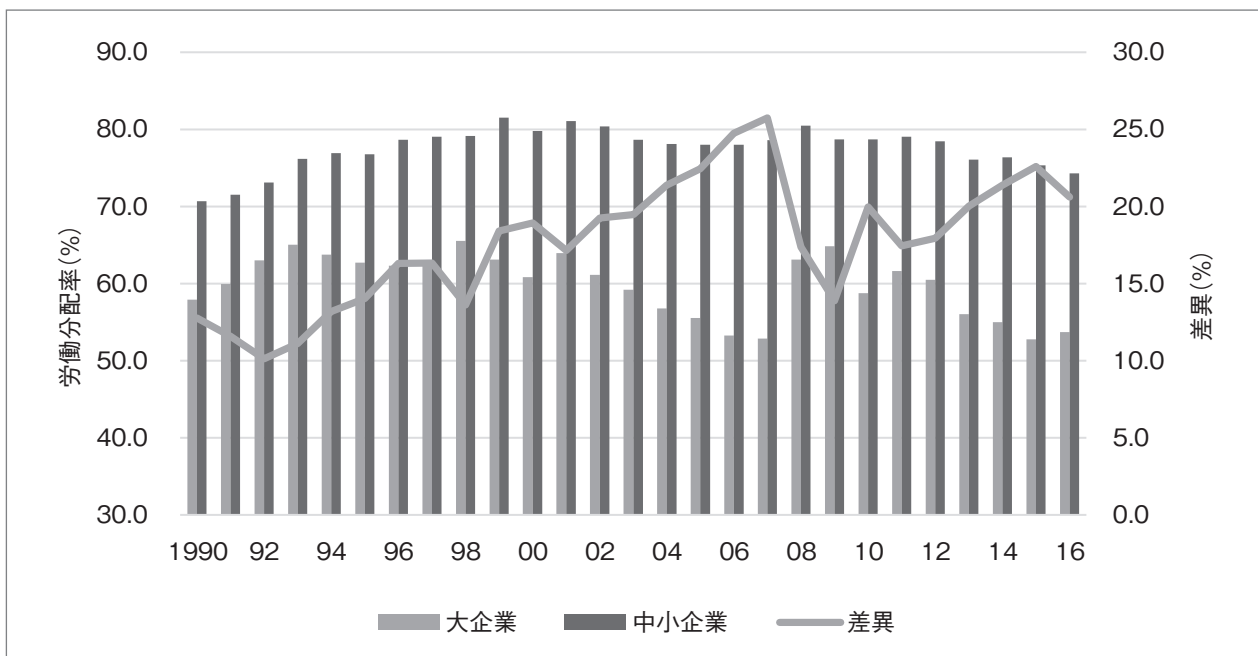


図10. 大企業と中小企業の労働分配率の推移

注1) 大企業とは資本金10億円以上の企業、中小企業とは資本金1千万円以上1億円未満の企業。

注2) 労働分配率 = 人件費(役員給与+役員賞与+従業員給与+従業員賞与+福利厚生費) /

付加価値額(人件費+支払利息等+動産・不動産賃借料+租税公課+営業純益)。

資料：2018年版中小企業白書(原資料：財務省「法人企業統計調査年報」)

用されるものであるが、国民総所得には自営業主や家族従業者の所得も含まれているので自営業比率の長期的な低下傾向による影響を受けている。本稿で用いている労働分配率の測定方法は各箇所ですべて用いているデータで異なっているが、全て、所得の分配の中で労働側の受け取る分け前の割合、という意味である。

一方、吉川は、「日本の労働分配率は90年代に入って経済が長期的に低迷する中で異常にたかまった。統計のとり方により、労働分配率の絶対水準にはいろいろな数値がある。しかし90年代以降の労働分配率が、維持不可能なほどに高い水準に達していることは事実だ」と述べて、賃下げ、賃金抑制が行われることは自然なこととしている<sup>118)</sup>。

資本市場と労働市場、株主と従業員の企業統治における利害の調整の問題について岩井はゲグル社を評価している。岩井によると、同社のホームページを見ると短期的な利益は追わないと書いてあり、事実、2004年の上場に際し、公開された株式の議決権を創業者が所有する株式の10分の1にし、経営が株主の短期的な視野に左右されない工夫をしていると言う。また週の一日は自分のために使うことを勧める20%ルールなど社員に自由を与えることによって、逆に長く勤めるインセンティブを高めているとする。岩井は、「ここに『ライン川の経営』の新しい形を見出すことができる」とし、継続的にイノベーションを起こすことで他社との差別化を図る必要があるポスト産業資本主義において、長期的視点に立って仕事ができる「ヒトとしての会社」を重視する仕組みが威力を発揮していると指摘している。そして、「今後は終身雇用や年功賃金によらないGoogleのような方法で社員をつなぎとめる会社が一般的になるだろう」と述べている<sup>119)</sup>。

日本の組織について中根は、「序列偏重で一見非常に弾力性がなく、硬直した組織のようであるが、これは同時に、驚くほど自由な活動の場を個人に与えている組織である」と見ていた。それは日

本の企業で一般的な「稟議制」に現れていて、「上の者の発想を下の者におしつけるのではなく、反対に下の者が上司に意見を具申して取ってもらう」仕組みは、「企業内においては、従業員の創意を活用するという点にあらわれている」としていた<sup>120)</sup>。櫻井克彦は、この「稟議制に代表されるボトム・アップ的にしてコンセンサス重視的な経営意思決定」も日本的経営の特色として「かねてより日本の経営学者によって指摘されている」と述べている<sup>121)</sup>。

堺屋も日本企業の「権限を下部まで分散し、社員みんなの雰囲気や企業での意思決定をする『集団的意思決定機構』」の存在を指摘し、「終身雇用で囲い込んだ従業員に参加意識を持たせることで、労働分配率の低さを補った」としている<sup>122)</sup>。

しかし一方で堺屋は、「職場共同体に封じ込められた人々からは、その企業の枠を超えた発想の飛躍を期待できない」として終身雇用制のマイナス面を指摘している<sup>123)</sup>。そして、終身雇用は従業員を途中で解雇しない人間重視の経営と言われているが、「企業に雇用される者は、18歳か、22、3歳で行った職場選択の責任を一生おわされることにもなる。自分が期待していたような仕事や人間関係に恵まれなくなったとしても、職場を容易に替われない。そんな苦痛が生涯伴う仕組みである」と述べている<sup>124)</sup>。

石田潤一郎も、「終身雇用の最大の問題点は、労働者と企業のミスマッチが解消されにくいという点にある」と述べて、「就職してから実は仕事内容が自分の興味や特性と合致していないことに気づくということはよくあること」であるが、「転職のコストが大きければ、労働者は我慢して同じ企業で働き続けなければならず、「こうしたミスマッチは、いずれも労働者の生産性を低下させたり、追加の費用が必要になったりという意味で企業にコストをかけ」と指摘している<sup>125)</sup>。

実際、わが国の労働生産性は低く、OECDデータに基づく2016年の日本の時間当たり労働生産性

(就業1時間当たり付加価値)は、46.0ドル(4,694円／購買力平価換算)であり、米国の3分の2の水準にあたり、順位はOECD加盟35カ国中20位である。名目ベースで見ると前年度から1.2%上昇したものの、順位に変動はなかった。主要先進7カ国で見るとデータが取得可能な1970年以降、最下位の状況が続いている<sup>126)</sup>。

中根も、「日本の組織というものは、序列を守り、人間関係をうまく保っていれば、能力に応じてどんなにでも羽をのばせるし、なまけようと思えば、どんなにでもなまけることができ、タレントも能なしも同じように養っていける性質をもっている」と日本の組織の柔軟性と共にそこに余剰人員がいることを指摘している<sup>127)</sup>。

なお、服部は経済成長率がゼロの場合でも1%の労働生産性の上昇が可能であることを試算した上で、「労働生産性上昇率が低迷している現状では、中長期的に実質賃金を引き上げていくことが無理であろう」と述べている<sup>128)</sup>。

また、産業構造の変化に合わせて雇用が流動化することがなければ労働生産性が高まることはないと言われるが、米良は、「この点、北欧には、政府の積極労働市場政策(職業訓練などによる就労促進で失業者を減らす政策)の推進により、衰退産業から成長産業への速やかな労働移動を促す仕組みがある」と述べ、「雇用維持による失業抑制を優先する日本では、政府の積極雇用関連支出(対GDP比)が、0.3%にすぎないのに対し、北欧では平均1.8%程度に達する」と指摘している<sup>129)</sup>。国民負担率の差を考えてもわが国の積極雇用関連支出は少ない。わが国の現状の制度の下で、雇用の流動化を急速に行なうことはできないだろうと思われる。

石田は、終身雇用のような制度は社会の多くの制度とお互いに補完しあう形で共存しているとし、どのように人的資本を蓄積するのかという意味で教育制度のあり方にまで関連してくる可能性もあり、「企業のあるべき姿を、こうしたさまざまな

レベルの補完性を考慮してより大きなスケールの社会問題として捉える視点はきわめて重要となると述べている<sup>130)</sup>。

## VI. おわりに

アベノミクスの大胆な金融緩和政策、すなわち日本銀行の量的・質的金融緩和政策を成功したとする立場は雇用情勢と企業利益の改善に注目し、失敗しているとする立場は賃金の上昇が少なく、消費者物価の上昇の程度がインフレ目標に達していない点に注目している。しかし、インフレ目標は実体経済改善のための手段としての金融政策の一つなのであるから、消費者物価がある程度上昇したことと、実体経済が賃金の上昇を除いて改善したことを合わせて考えればかなり成功していると考える。デフレは長期的にみれば貨幣的現象であるが、わが国のデフレは短期的にみても基本的には貨幣的現象と考えられるものである。しかし、賃金上がるのに時間がかかり、5年経過しても消費者物価指数の上昇幅がインフレ目標に達していない点については制度的な要因を含んだ現象である。すなわち、わが国のデフレの原因を究極的原因である遠因とより手前の直接的原因である近因に分けて考えれば、遠因は貨幣の問題であり、近因としては制度の問題があると言える。遠因への対処策としての量的・質的金融緩和の実施がなければデフレから1.0%(2018年)のインフレへの転換はなかった。しかし、2%のインフレ目標の実現には時間を要しており、その理由は株式持合いの解消、終身雇用制度等の制度的な問題が近因としてボトルネック、すなわち持続的なインフレ発生のプロセスを滞らせる隘路になっていると考えられる。そして、円高については大胆な金融政策の実施によるデフレ解消の期待が為替相場を動かしたと考えられる。

現状の雇用制度からすれば賃金の上昇は真に完全雇用が実現してからということになる。これは



ケインジアンAD-AS分析のように完全雇用が実現するまではAS曲線は水平に近い傾きとなるとも言えるだろう。もっとも雇用者報酬は276兆円(2017年)とデフレ前の1997年の279兆円(過去ピーク)に近づいているのであり、アベノミクスで賃金が全体として増加していないわけではない。しかし、非正規雇用の拡大を考えると実際の雇用状況は統計の数値ほどには改善されていない可能性があり、本当に完全雇用が達成されるのを待つ必要がある<sup>131)</sup>。つまり、株主からの強い声があっても労働市場の圧力に押されて企業が賃金を引き上げ、物価が上昇する状況が実現するまで待つ必要がある。川口と原は、「それは、女性や高齢者といった伝統的に就業率が低かった層の枯渇である。これが起これば、賃金は上がり始めることになる」と述べ、これは「ルイスの転換点」の話に似ていると指摘している<sup>132)</sup>。

株式持合いが概ねなくなり、上場企業においては株主の経営参加権が力を取り戻した現在、いわゆる市場主義的な考えからは従業員は流動性の高い労働市場にならないと強い株主の経営監視に対応した株主重視の企業経営は続き、賃金は上がりにくいと考えられる。たしかに流動性の高い労働市場に移行すれば労働市場からの圧力で賃金は上昇し、インフレ目標は早期に達成すると思われる。しかし、平均勤続年数が約4年の米国のような高い流動性の雇用制度は、青木の意見のようにわが国の社会制度には合わない面があるし、長期雇用、年功賃金はOJTによる企業特殊技能の習得により労働者の能力を開発するなどの優れた面がある。

とはいえ、ビル・エモットは、今後は「純粋な年功序列制度ではなくて、業績給や能力主義を取り入れる傾向」が現れるとし、その理由は、収益をあげて高い配当を支払わなければならないという経営者へのプレッシャーが強まるからで、経営者には優れた労働者や管理者に報いることで生産性を上げ、他企業と競いあって高技能労働者や生産性の高い労働者を確保しなければならないという

強いインセンティブが働くからであるとし、「1980年代のようなきわめて平等主義的な給与制度に逆戻りすることはまず考えられない」と述べている<sup>133)</sup>。

たしかに従来のような雇用制度に戻ることはないと思われるが、太田と橋木は、今後は長期雇用コミットする労働者と、短期で離転職を繰り返す労働者に分化する「『二極化』現象が予想される」と述べている<sup>134)</sup>。

また、中根は、「こういう社会構造というのは時代が変わってもかわらないもの」としつつ、現代では「タテの関係を認めつつ、もう少し柔軟なシステムが望ましい」と述べている<sup>135)</sup>、少子高齢化の人口構造の中で様々な見直しと模索が続くのではないか。

そして、社会保障制度と切り離れた雇用制度、賃金制度の変更は困難であろう。1974年の労働白書では、どの国でもライフサイクルによる家計消費支出は似通っているにもかかわらず、年齢別賃金構造は大きく異なることを示し、欧州諸国ではそのギャップは児童手当や住宅手当などの公的な制度によって支えられていると指摘していた<sup>136)</sup>。企業の雇用制度、賃金制度だけの議論では解決しない部分が多いと思われる。

アベノミクスの金融政策を日銀副総裁として推進した岩田は、「雇用の流動化が進めば、企業はその企業にとって最も必要とする人材を中途採用できる道が開け、企業の生産性も高まり、その人に対して高い賃金を支払うことができるようになる」として、岩盤規制といわれる規制の改革がなければ、「企業収益が高い一方で、正社員の賃金はあまり上がらないという状況が続くと述べている<sup>137)</sup>。

岩田の指摘の通り、終身雇用と年功序列制は衰退産業から成長産業への速やかな労働移動を困難にしている。また、不況になれば新卒採用に門戸を閉じていわゆる「就職氷河期」を作り、景気悪化の負担を若年者に負わせてしまう問題もある。そしてそれらの若年者は企業の中途採用忌避のた



めにその後も良い職場に就職することができないことが多い。これらのデメリットに対処しながら、岩井の言う人本主義的な経営、新たな日本的経営を考えていくことが求められる。そして、その時には、先述の通り、社会保障等の制度も変えていかなければならないことは間違いない。

これは困難なことと思われるが、青木は、「制度補完性がある場合には、全体の経済システムは一つの大きなパズル絵みたいなので、簡単に崩れない頑健性をもっている」が、「反面、そういう補完性があるがゆえに、どこかで変化が起きると、その変化が芽づる式に他の変化を呼び起こすメカニズムも駆動しうる」と述べている<sup>138)</sup>。

かつての日本的経営を支えた株式持合いの解消による株主の経営参加権の復活を踏まえて、企業経営と労働市場、そして社会保障等の制度を、制度的補完性を考慮しつつ総合的に修正し、再構築する具体的手法についての理論的研究、そして実務的政策提言が行われることを期待したい。

## 文献

- 1) 軽部謙介, 『官僚たちのアベノクミス』岩波書店, p.29-30(2018).
- 2) 清水真人, 『財務省と政治』中央公論新社, p.228(2015).
- 3) 清水, 前掲書, P168.
- 4) 上川龍之進, 『日本銀行と政治』中央公論新社, p.125(2014).
- 5) 宮前耕也, 『アベノミクス2020』エネルギーフォーラム, p.97(2018).
- 6) 宮前, 前掲書, p.101.
- 7) 軽部, 前掲書, p.27.
- 8) 野口旭, 『アベノミクスが変えた日本経済』筑摩書房, p.122(2018).
- 9) 服部茂幸, 『偽りの経済政策』岩波書店, p.9(2017).
- 10) 野口旭, 前掲書, pp.33-34.
- 11) 岩田規久男, 『デフレと超円高』講談社, pp.97-98(2011).
- 12) 岩田, 前掲書, pp.100-101.
- 13) 原田泰, 『なぜ日本経済はうまくゆかないのか』新潮社, p.54(2011).
- 14) 原田, 前掲書, p.61-62.
- 15) 野口悠紀雄, 『日本を破滅から救うための経済学』ダイヤモンド社, p.10(2010).
- 16) 野口旭, 「構造問題とデフレーション」『まずデフレをとめよ』日本経済新聞出版社, p.130(2013).
- 17) 吉川洋, 『日本経済と構造改革』岩波書店, p.80(2003).
- 18) Prescott, Edward C., "Needed: A Theory of Total Factor Productivity," *International Economic Review*, Vol.39, No.3, p.526(1998).
- 19) 白川方明, 『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社, pp.358-359(2008).
- 20) 嶋津洋樹, 「マネタリーベースの拡大と金利暴騰」『アベノミクスは進化する』中央経済社, p.47(2017)
- 21) 岩田, 前掲書, pp.143-144.
- 22) 岩田, 前掲書, pp.136-137.
- 23) 上川, 前掲書, p.119(2014).
- 24) 若田部昌澄, 『解剖 アベノミクス』日本経済新聞出版社, pp.70-71(2013).
- 25) 岩田規久男, 『金融』放送大学教育振興会, pp.154-155(2004).
- 26) 若田部, 前掲書, p.71.
- 27) 吉川洋, 『デフレーション』日本経済新聞出版社, pp.120,198(2013).
- 28) 浜田宏一, 若田部昌澄, 勝間和代, 『伝説の教授に学べ! 本当の経済学がわかる本』東洋経済新報社, pp.23-24(2010).
- 29) 岩田規久男, 「金融政策を大転換せよ」『まずデフレをとめよ』日本経済新聞出版社, pp.30-31.
- 30) 藻谷浩介, 『デフレの正体』角川書店, p.142(2010).
- 31) 藻谷, 前掲書, p.183.
- 32) 福田慎一, 「今を読み解く」『日本経済新聞』

- 2018年9月22日朝刊12版27面(2018).
- 33) 吉川洋, 『人口と日本経済』中央公論新社, p.85 (2016).
- 34) 高橋洋一, 『バランスシートで考えれば世界のしくみが分かる』光文社, pp.123-129(2010).
- 35) 榊原英輔, 『構造デフレの世紀』中央公論新社, pp.3-4(2003).
- 36) 榊原, 前掲書, p.44.
- 37) 上野泰也, 『デフレは終わらない』東洋経済新報社, p.20(2008).
- 38) 上野, 前掲書, pp.40-41.
- 39) 水野和男, 『人々はなぜグローバル経済の本質を見誤るのか』日本経済新聞出版社, p.211(2007).
- 40) 軽部, 前掲書, p.80.
- 41) 飯田泰之, 『マクロ経済学の核心』光文社, pp.237-239(2017).
- 42) 野口旭, 前掲書, p.156.
- 43) エモットB, タスカP, 『日本の選択』講談社インターナショナル, pp.21-23(2007).
- 44) 川口大司, 原ひろみ, 「人手不足と賃金停滞の並存は経済理論で説明できる」玄田有史編『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶應義塾大学出版会, p.109(2017).
- 45) 米良有加, 「平等と成長を同時に実現する北欧の労働市場」『週刊金融財政事情』金融財政事情研究会第69巻第36号, p.56(2008).
- 46) 宮前, 前掲書, p.110.
- 47) 野口旭, 前掲書, pp.158-160.
- 48) 軽部, 前掲書, pp.27-47.
- 49) 安達誠司, 「金融政策と円暴落」『アベノミクスは進化する』中央経済社, P24(2017).
- 50) 野口悠紀雄, 『円安バブル崩壊 金融緩和政策の大失敗』ダイヤモンド社, p.13(2008).
- 51) 野口悠紀雄, 『円安バブル崩壊 金融緩和政策の大失敗』, p.12.
- 52) 野口悠紀雄, 『円安バブル崩壊 金融緩和政策の大失敗』, p.40.
- 53) 安達, 前掲書, pp.36-37.
- 54) 飯田, 前掲書, p.52.
- 55) 服部, 前掲書, pp.27-28.
- 56) 『日本経済新聞』2012年9月13日朝刊2面14版.
- 57) 野口悠紀雄, 『円安バブル崩壊 金融緩和政策の大失敗』, p.247.
- 58) 岩田, 『デフレと超円高』講談社, p.62.
- 59) 岩田, 『デフレと超円高』講談社, p.26.
- 60) 榊原英輔, 『間違いだらけの経済政策』日本経済新聞出版社, pp.131-132(2008).
- 61) 榊原, 前掲書, p.96.
- 62) 原田泰, 大和総研, 『データで見抜く日本経済の真相』日本実業出版社, p.128(2010).
- 63) 野口悠紀雄, 幸田真音, 『日本人が知らない日本経済の大問題』三笠書房, p.82(2010).
- 64) 野口旭, 前掲書, p.222.
- 65) 岩田, 『金融論』, pp.157-161.
- 66) 野口旭, 前掲書, p.164.
- 67) 吉川, 『デフレーション』, p.212.
- 68) 黒田祥子=山本勲, 「なぜ名目賃金には下方硬直性があり、わが国ではその度合いが小さいのか? : 行動経済学と労働市場特性・マクロ経済環境の違いによる説明」日本銀行金融研究所『金融研究』2005年12月(2005)  
<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk24-4-2.pdf#search=%27%E8%B3%83%E9%87%91+%E3%83%97%E3%83%AD%E3%82%B9%E3%83%9A%E3%82%AF%E3%83%88%E7%90%86%E8%AB%96%27> ( 閲覧日 2018.10.5).
- 69) 清水, 前掲書, p.243.
- 70) 野口旭, 前掲書, pp.174-175.
- 71) 市川眞一, 『あなたはアベノミクスで幸せになれるか?』日本経済新聞出版社, pp.107-108(2017).
- 72) 市川, 前掲書, p.112.
- 73) Bernanke, Ben S. , “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, *The American Economic Review*, Vol.73, No.3, p.268(1983).
- 74) Krugman, P., “It’s baaak: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp.137-203(1998).  
[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1998/06/1998b\\_bpea\\_krugman\\_dominquez\\_rogooff.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1998/06/1998b_bpea_krugman_dominquez_rogooff.pdf)(閲覧日2018.09.11).
- 75) 上川, 前掲書, pp.131-132.
- 76) 岩田, 『デフレの経済学』東洋経済新報社, p.9.
- 77) 軽部, 前掲書, p.130.
- 78) 中川藍=原田泰, 「金融緩和と政策、通貨安競争、交易条件」『アベノミクスは進化する』中央経済社, p.146.
- 79) 服部, 前掲書, p.176.
- 80) 瀧澤弘和, 『現代経済学』中央公論新社, p.180(2018).
- 81) 中井雅之, 「マクロ経済からみる労働需給と賃金の関係」玄田有史編『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶應義塾大学出版会, p.183(2017).
- 82) 岩井, 『経済学の宇宙』日本経済新聞出版社, pp.302-304(2015).
- 83) 鹿野嘉昭, 『日本の金融制度 第3版』東洋経済新報社, pp.222-225(2013).
- 84) 山口勝義, 「ユーロ圏の労働力不足は物価上昇につながるのか」『金融市場』2018年5月号農林中金総合研究所(2018)  
<https://www.nochuri.co.jp/report/pdf/fl805ar1.pdf#search=%27%E6%AC%A7%E5%B7%9E+%E5%A4%B1%E6%A5%AD%E7%8E%87%E4%BD%8E%E4%B8%8B+%E8%B3%83%E9%87%91%E4%B8%8A%E6%98%87%27> ( 閲覧日2018.10.3).
- 85) 佐々木融, 『弱い日本の強い円』日本経済新聞出版社, p.107(2011).
- 86) 鈴木明彦「今月のグラフ(2018年3月)賃金が3%上がるとどうなるのか」三菱UFJリサーチ&コ

- ンサルティング『調査レポート』(2018)  
[http://www.murc.jp/thinktank/economy/overall/japan\\_reg/watch\\_1803.pdf#search=%27E4%B8%AD%E5%A4%AE%E5%8A%B4%E5%83%8D%E5%A7%94%E5%93%A1%E4%BC%9A++++E5%AE%9A%E6%9C%9F%E6%98%87%E7%B5%A6+%EF%BC%92%EF%BC%85%27](http://www.murc.jp/thinktank/economy/overall/japan_reg/watch_1803.pdf#search=%27E4%B8%AD%E5%A4%AE%E5%8A%B4%E5%83%8D%E5%A7%94%E5%93%A1%E4%BC%9A++++E5%AE%9A%E6%9C%9F%E6%98%87%E7%B5%A6+%EF%BC%92%EF%BC%85%27)(閲覧日2018.10.4).
- 87) 黒田, 山本, 前掲論文.
- 88) 角田康夫, 『行動ファイナンス』金融財政事情研究会, P.48(2001).
- 89) 青木昌彦, 『青木昌彦の経済学入門』筑摩書房, p.105(2014).
- 90) 中根千枝, 『タテ社会の人間関係』講談社, p.32(1967).
- 91) 中根, 前掲書, pp.42-43.
- 92) 中根, 前掲書, p.45.
- 93) 中根, 前掲書, p.76.
- 94) 中根, 前掲書, pp.77-79.
- 95) 堺屋太一, 『堺屋太一の見方』PHP研究所, p.148(2004).
- 96) 西村純, 「賃金表の変化から考える賃金が上がりにくい理由」玄田有史編『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶應義塾大学出版会, p.210.
- 97) 梅崎修, 「人材育成力の低下による『分厚い中間層』の崩壊」玄田有史編『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶應義塾大学出版会, p.88.
- 98) 太田聰一, 橋木俊詔, 『労働経済学入門 新版』有斐閣, p.108(2012).
- 99) 濱口桂一郎, 『新しい労働社会』岩波書店, p.142(2009).
- 100) 太田聰一, 『若年就業の経済学』日本経済新聞出版社, p.243(2010).
- 101) 藤波大三郎, 『入門テキスト 金融論』三恵社, pp.139-143(2018).
- 102) 野口悠紀雄, 『戦後日本経済史』新潮社, p.79(2008).
- 103) 池尾和人, 『現代の金融入門 新版』筑摩書房, pp.174-177(2010).
- 104) 村瀬英彰, 『金融論 第2版』日本評論社, pp.114-115(2016).
- 105) 日本経済新聞, 「経済政策に3つの注文」2018年9月22日朝刊13版3面(2018).
- 106) 岩井, 前掲書, p.322.
- 107) 岩井, 前掲書, p.323.
- 108) 岩井克人他, 『会社はだれのものか』平凡社, pp.47-48(2005).
- 109) 岩井, 『会社はだれのものか』平凡社, p.56.
- 110) 岩井, 『会社はだれのものか』平凡社, p.76.
- 111) 岩井, 『会社はだれのものか』平凡社, p.79.
- 112) 野田正宏 = 阿部正浩, 「労働分配率、賃金低下」樋口美雄編『労働市場と所得分配(シリーズ「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」第6巻)』慶應義塾大学出版, pp.3-45(2011).  
[http://www.esri.go.jp/jp/others/kanko\\_sbubble/analysis\\_06.html](http://www.esri.go.jp/jp/others/kanko_sbubble/analysis_06.html)(閲覧日2018.9.21).
- 113) 壺内慎二, 「外国人株主が雇用と配当に及ぼす影響」『証券経済学会年報』第50号分冊, pp.1-5-1-1-5-6(2015)  
[http://www.sess.jp/publish/annual\\_sv/pdf/sv50/m83\\_05.pdf#search=%27%E8%B3%83%E9%87%91+%E3%83%87%E3%83%95%E3%83%AC+%E5%A4%96%E5%9B%BD%E4%BA%BA%E6%A0%AA%E4%B8%BB%27](http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m83_05.pdf#search=%27%E8%B3%83%E9%87%91+%E3%83%87%E3%83%95%E3%83%AC+%E5%A4%96%E5%9B%BD%E4%BA%BA%E6%A0%AA%E4%B8%BB%27)(閲覧日2018.9.22).
- 114) 川本卓司, 篠崎公昭, 「賃金はぜ上がらなかったのか?—2002~2007年の景気拡大期における大企業人件費の抑制要因に関する一考察—」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』(2009)  
[https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/wps\\_2009/data/wp09j05.pdf#search=%27%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E6%8C%81%E5%90%88%E3%81%84+%E8%B3%83%E9%87%91%27](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2009/data/wp09j05.pdf#search=%27%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E6%8C%81%E5%90%88%E3%81%84+%E8%B3%83%E9%87%91%27)(閲覧日2018.10.11).
- 115) 茨木秀行, 井上裕介, 有馬基行, 中野貴比呂, 「企業の賃金決定行動の変化とその背景」『日本労働研究雑誌』No.560.(2007)  
<https://www.jil.go.jp/institute/zassi/backnumber/2007/special/pdf/031-040.pdf>(閲覧日2018.10.22).
- 116) 堺屋, 前掲書, p.145.
- 117) 高田創, 「日本の賃金はなぜ上がらないのかにこたえる」『リサーチTODAY』みずほ総合研究所2017年10月26日, (2017)  
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/today/rt171026.pdf#search=%27%E8%B3%83%E9%87%91%E3%81%AF%E3%81%AA%E3%81%9C%E4%B8%8A%E3%81%8C%E3%82%89%E3%81%AA%E3%81%84%E3%81%AE%E3%81%8B%27>(閲覧日2018.10.3).
- 118) 吉川, 『デフレーション』, pp.173-174.
- 119) 「経済学者・岩井克人氏にきく 会社はどう変化するのか」『慶應塾生新聞』  
<http://www.jukushin.com/archives/27451>(閲覧日2018.09.11).
- 120) 中根, 前掲書, pp.147-153.
- 121) 櫻井克彦, 「経営の基礎」菊池敏夫 = 櫻井克彦 = 田尾雅夫 = 城田吉孝編著『現代の経営』税務経理協会, p.24(2018).
- 122) 堺屋, 前掲書, p.145.
- 123) 堺屋, 前掲書, p.149.
- 124) 堺屋, 前掲書, pp.146-147.
- 125) 石田潤一郎, 「現代の内部労働市場」中林真幸 = 石黒真吾編『比較制度分析・入門』有斐閣, p.234(2010).
- 126) 日本生産性本部「労働生産性の国際比較 2017年版」  
[https://www.jpcc-net.jp/intl\\_comparison/intl\\_comparison\\_2017\\_press.pdf](https://www.jpcc-net.jp/intl_comparison/intl_comparison_2017_press.pdf)(閲覧日2018.9.27).
- 127) 中根, 前掲書, p.153.
- 128) 服部, 前掲書, p.92.
- 129) 米良, 前掲書, p.56.

- <sup>130)</sup> 石田, 前掲書, pp.235-236.
- <sup>131)</sup> 野口旭, 前掲書, pp.188-189.
- <sup>132)</sup> 川口, 原, 前掲論文, p.112.
- <sup>133)</sup> エモットB, (吉田利子訳)『日はまた昇る』草思社, pp.138-139(2006).
- <sup>134)</sup> 太田, 橘木, 前掲書, p.218.
- <sup>135)</sup> 産経ニュース「『タテ社会の人間関係』ソトから見えた日本の構造とは 中根千枝さん」(2014)  
<https://www.sankei.com/life/news/141124/lif1411240024-n1.html>(閲覧日2018.11.8).
- <sup>136)</sup> 濱口, 前掲書, p.150.
- <sup>137)</sup> 岩田, 『日銀日記』筑摩書房, pp.372-373(2018).
- <sup>138)</sup> 青木, 前掲書, p.69.