

少子高齢化社会の進展下での 金融セクターの役割

2016年7月21日

一橋大学政策フォーラム

一橋大学大学院商学研究科

花崎正晴



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

問題意識



- 少子高齢化が、日本の家計貯蓄に与える影響は？
- 家計貯蓄と企業投資を仲介する金融機関の役割は、どうなるか？
- 「貯蓄から投資へ」をどのように評価すべきか？
- 金融セクターに今後期待される役割とは？

少子高齢化社会の進展と家計貯蓄動向

- 家計消費(貯蓄)の標準的な理論

消費のライフサイクル仮説

Ando & Modigliani (1963), Modigliani (1970, 75, 76)

- 日本の1980年代から90年代前半にかけての高貯蓄率



ダイナスティ・モデル by Hayashi (1986),

Hayashi, Ando and Ferris (1988)

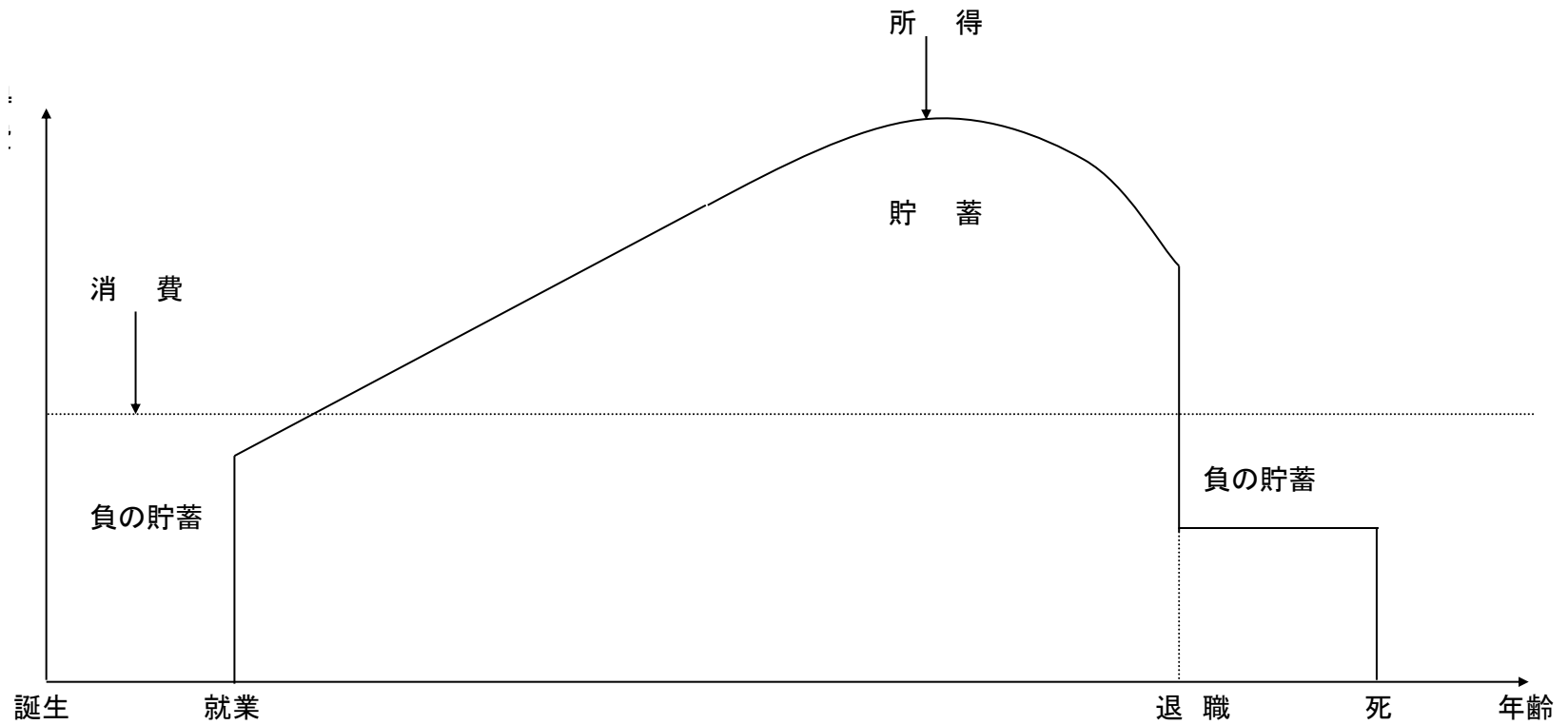
日本の家計は、老年期においても貯蓄を積み増す。

- 最近の研究

Horioka(1995, 2002, 2010)

日本でもライフサイクル仮説が妥当する。

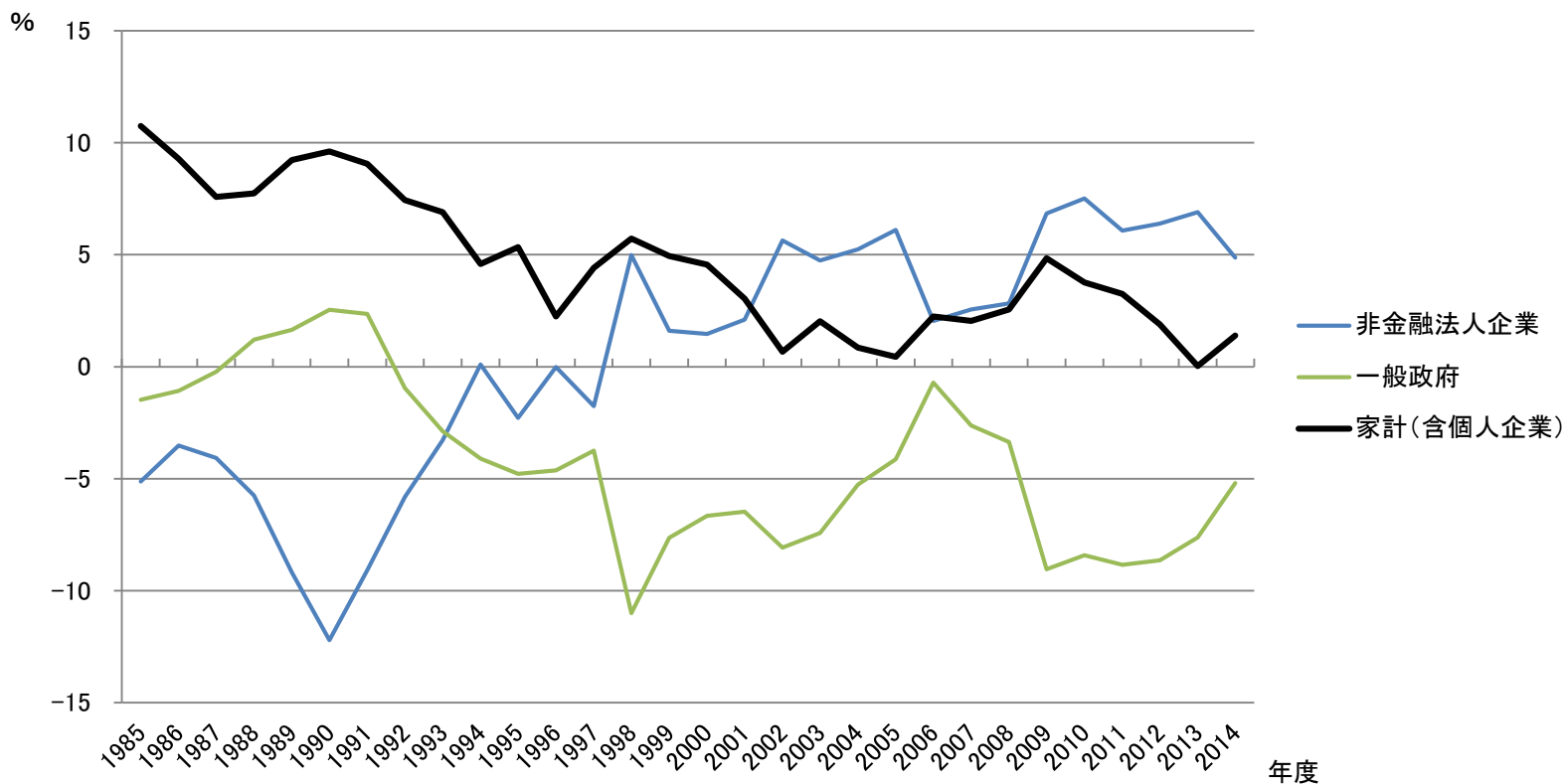
ライフサイクル仮説の基本的考え方



部門別資金過不足の推移



(純貸出(+)/純借入(-))対名目GDP比率の推移



出所) 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算年報』

通説

- 戦後の日本の経済発展プロセスにおいては、銀行を中核とする金融機関が、家計部門の貯蓄を吸収しその資金を非金融企業部門に提供する役割を果たしてきた。

銀行を中心とする金融システム

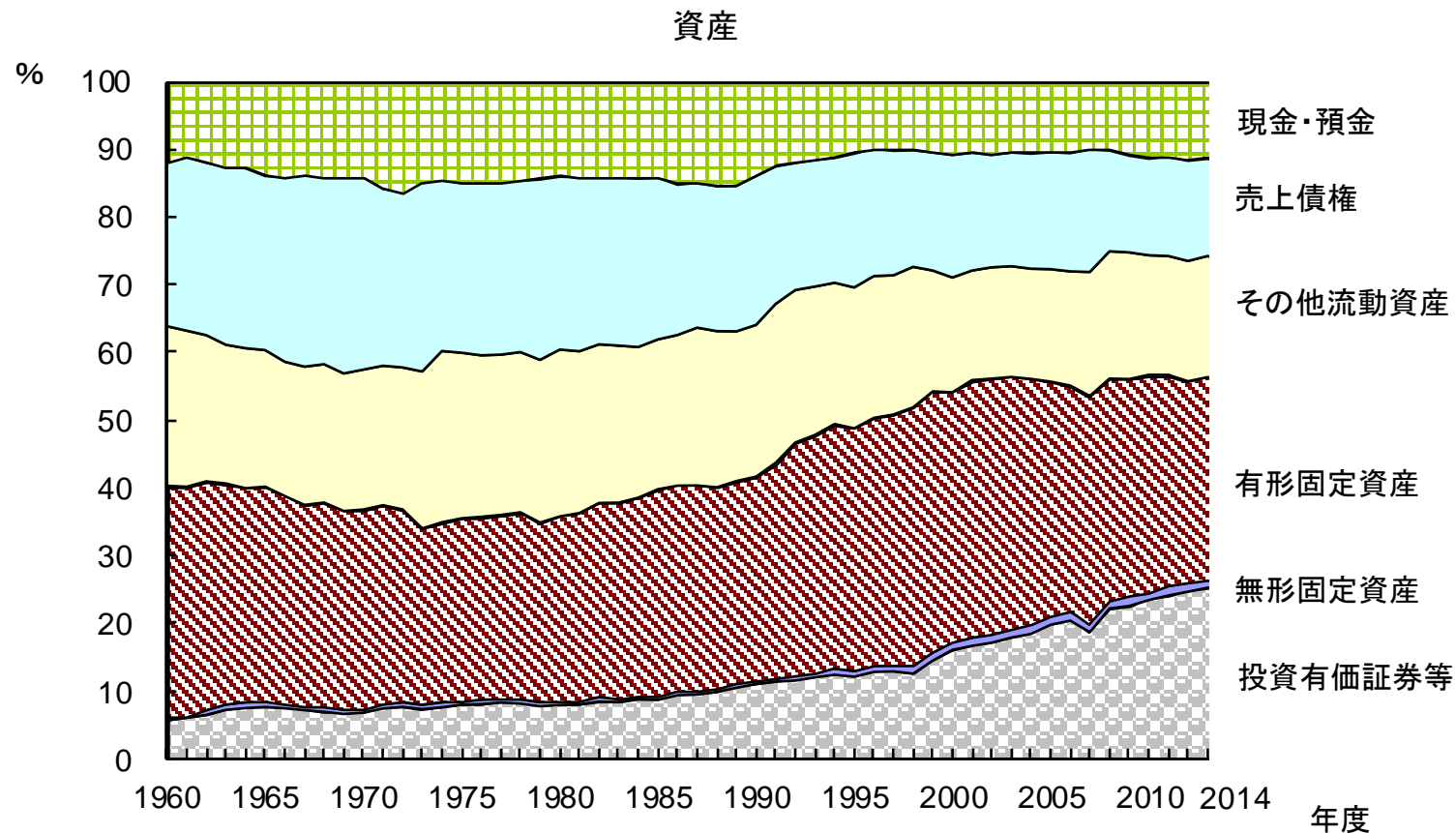
(bank-centered financial system)

- 高度成長が終焉した1970年代後半以降には、金融・資本市場の自由化や国際化が進展した結果、旧来の銀行中心のシステムは陳腐化し、必然的に銀行を中心とするシステムから資本市場の機能に依拠した金融システムへの移行が進んでいる。

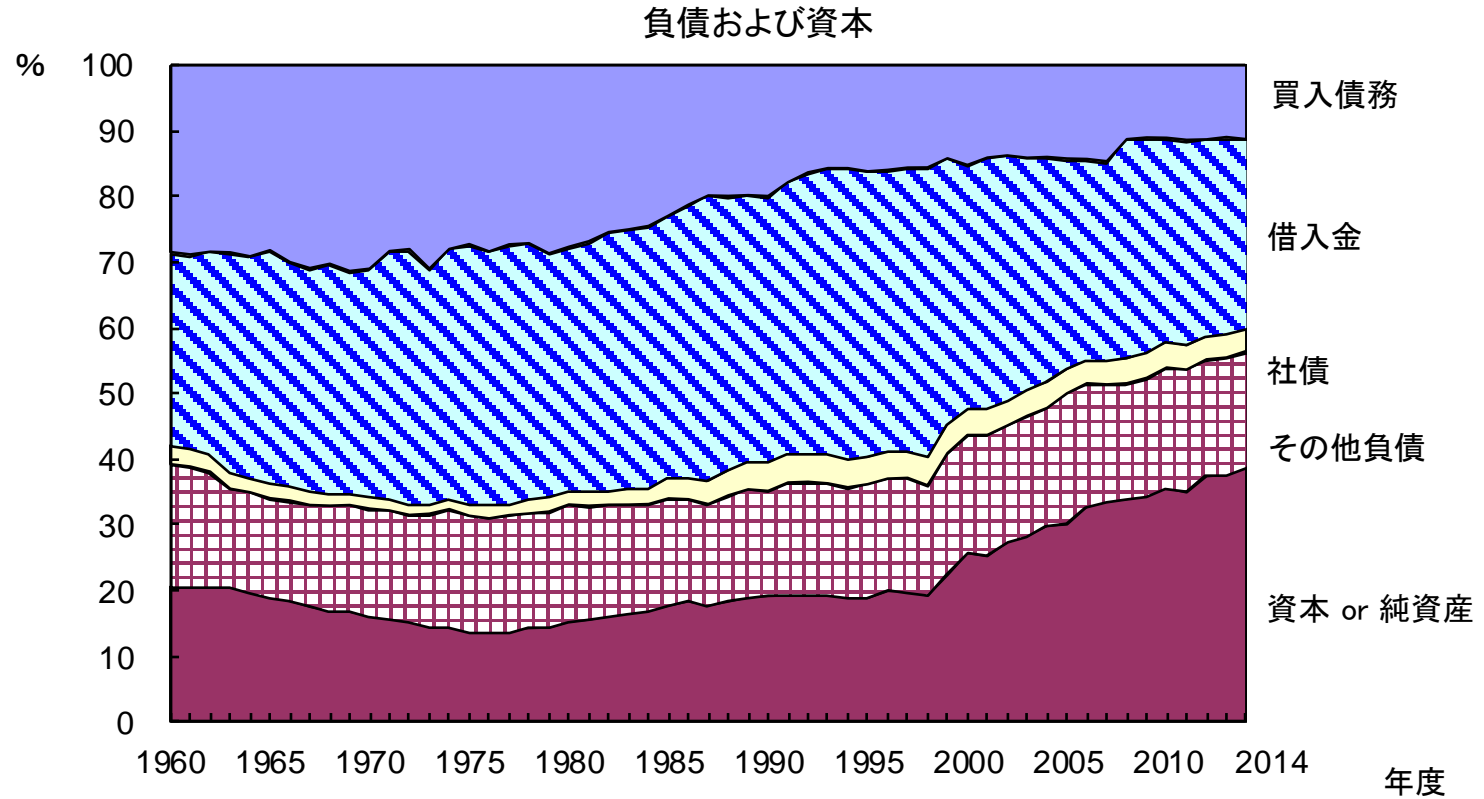


この通説は正しいか？

法人企業バランス・シートの構成比推移



出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

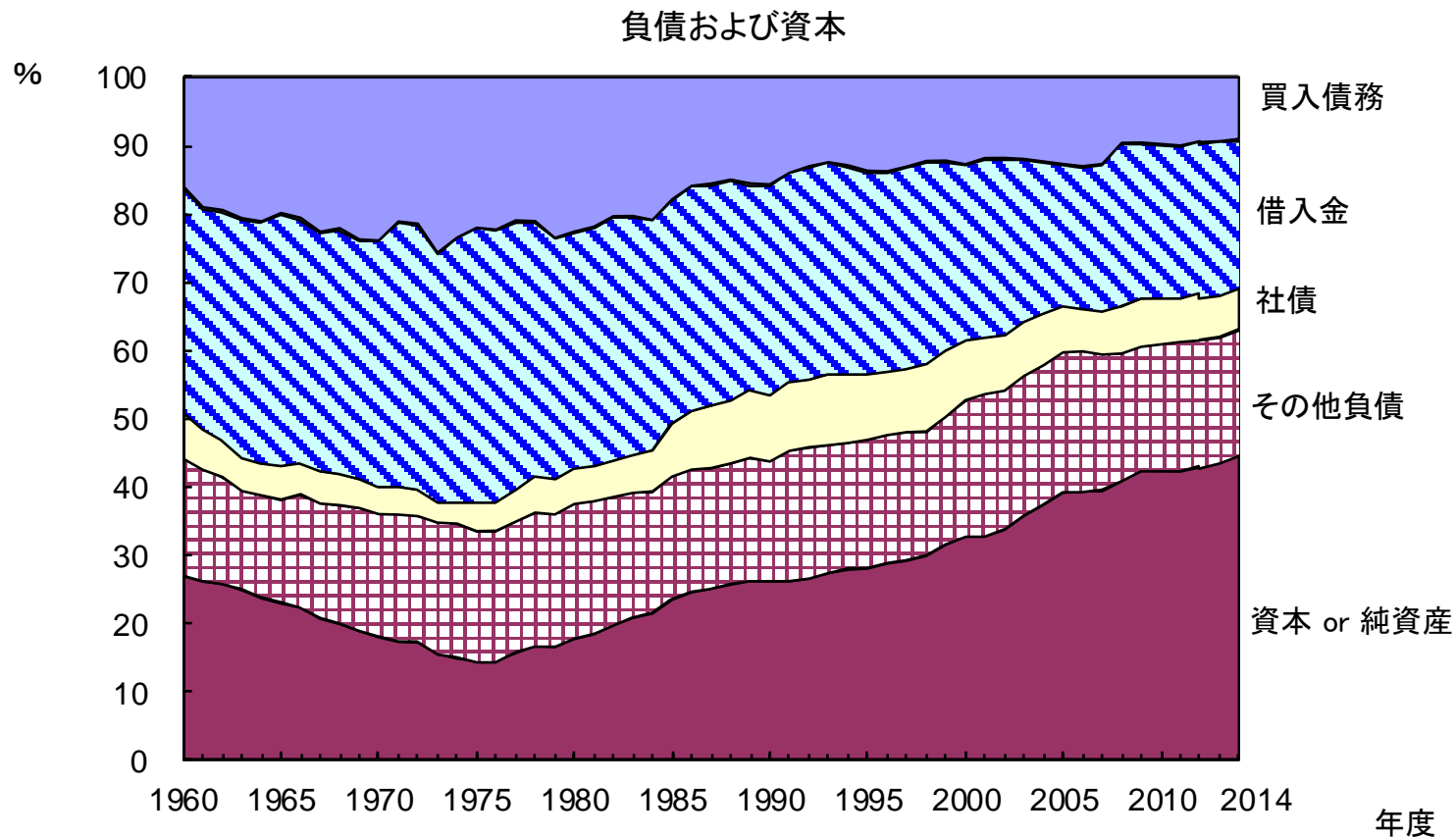


出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

規模別バランス・シート推移



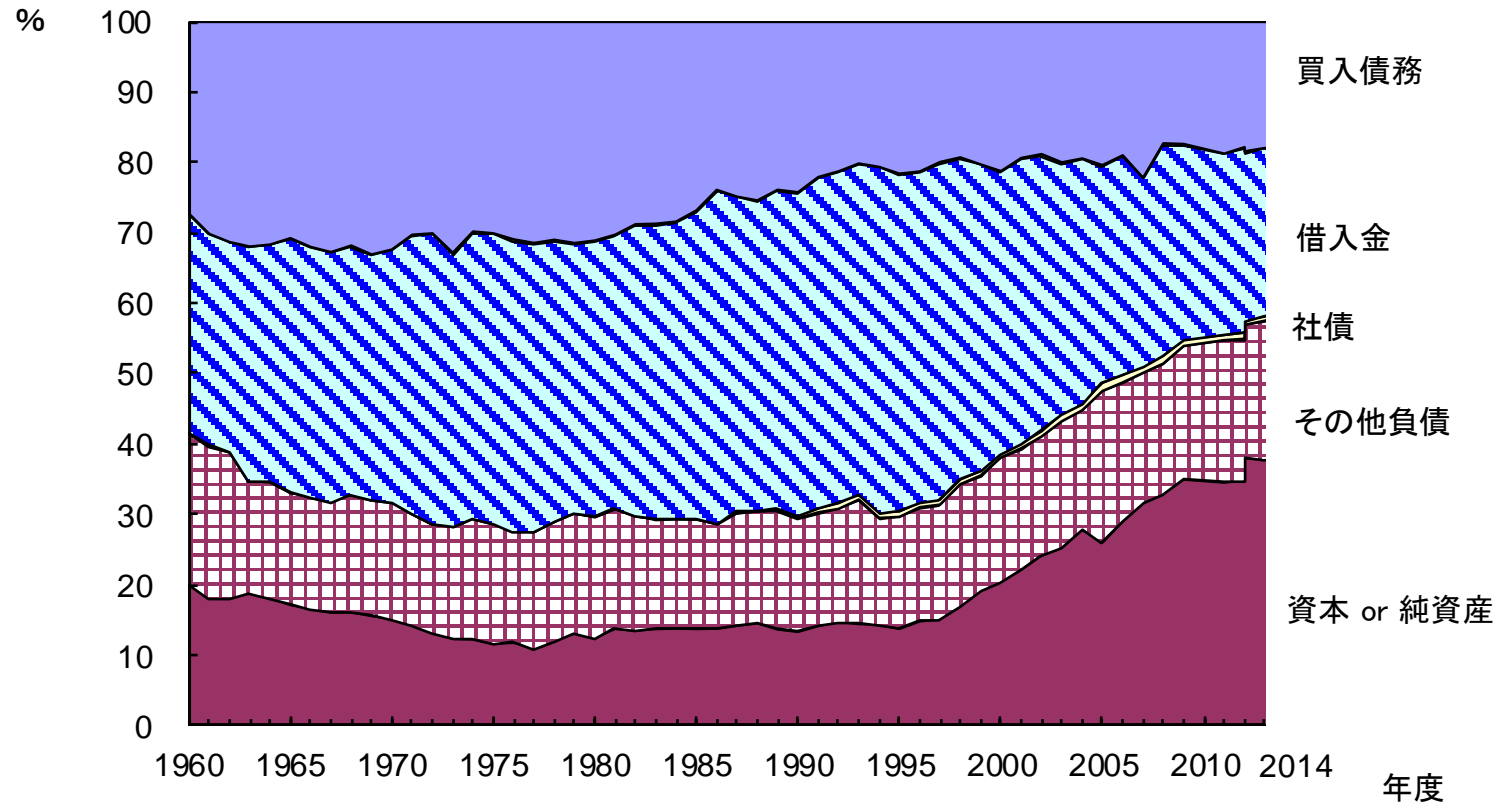
(1) 資本金10億円以上



出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

(2) 資本金1億円以上10億円未満

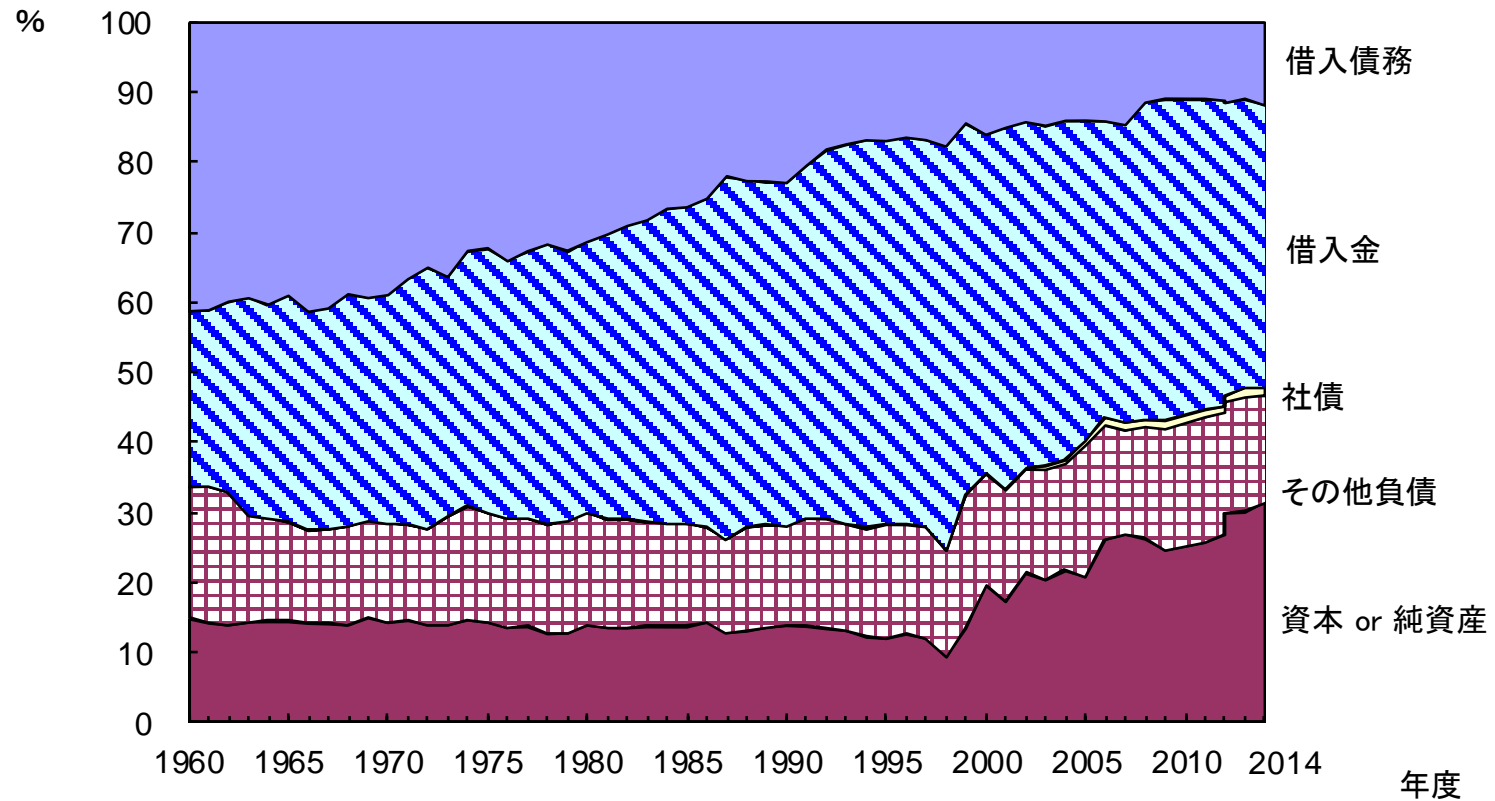
負債および資本



出所) 財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

(3) 資本金1億円未満

負債および資本

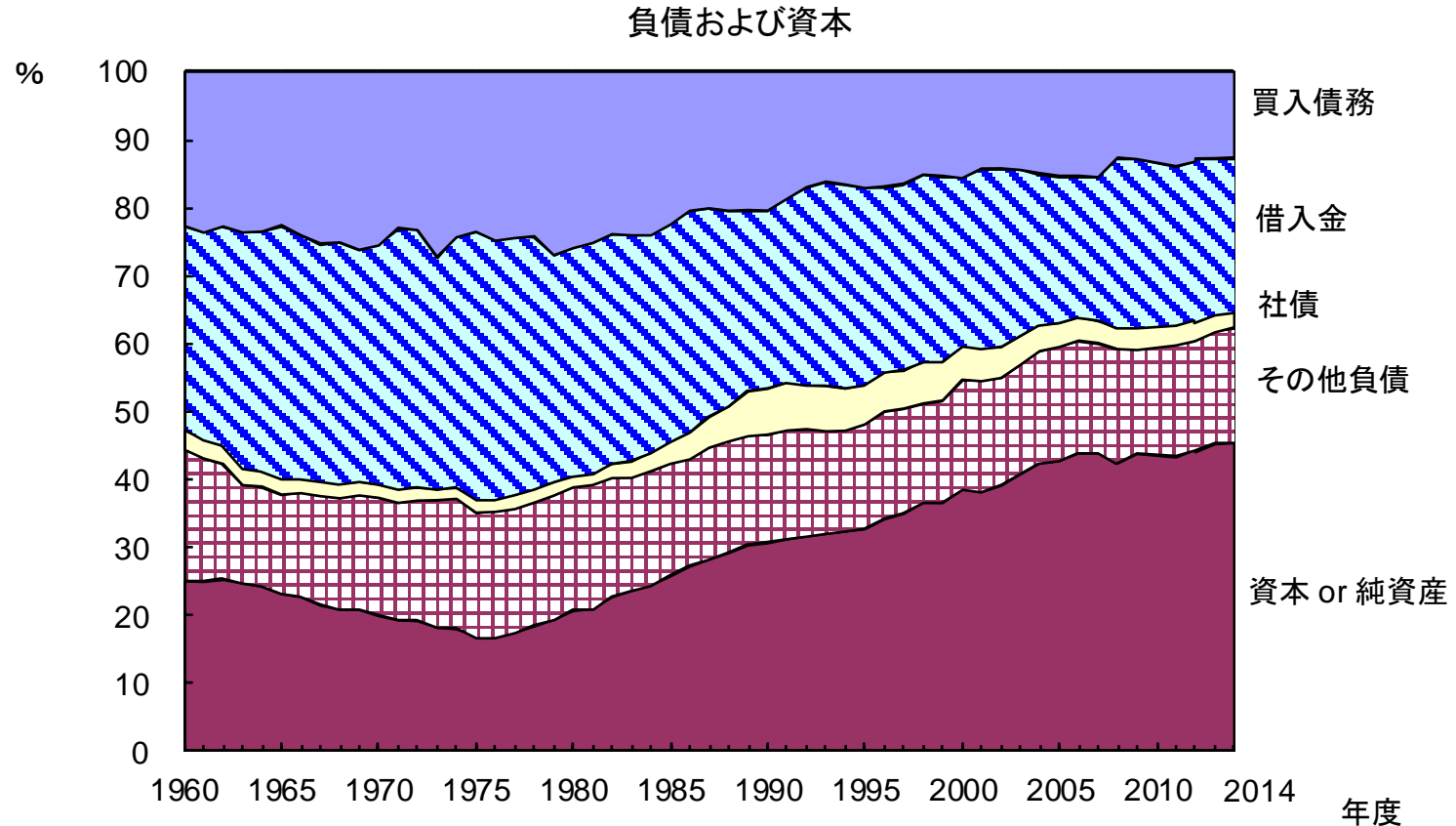


出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

製造業・非製造業別バランス・シート推移

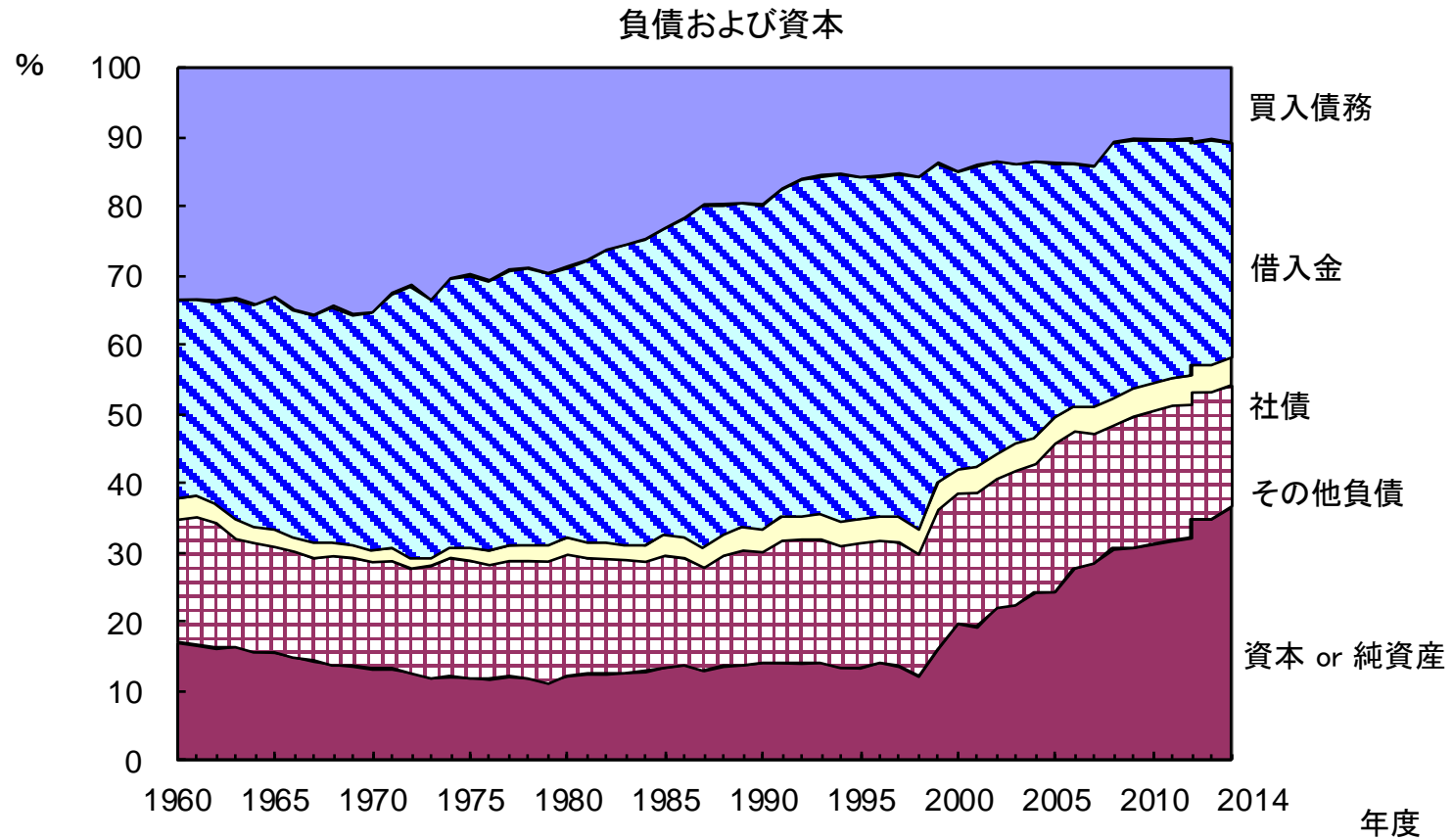


(1) 製造業



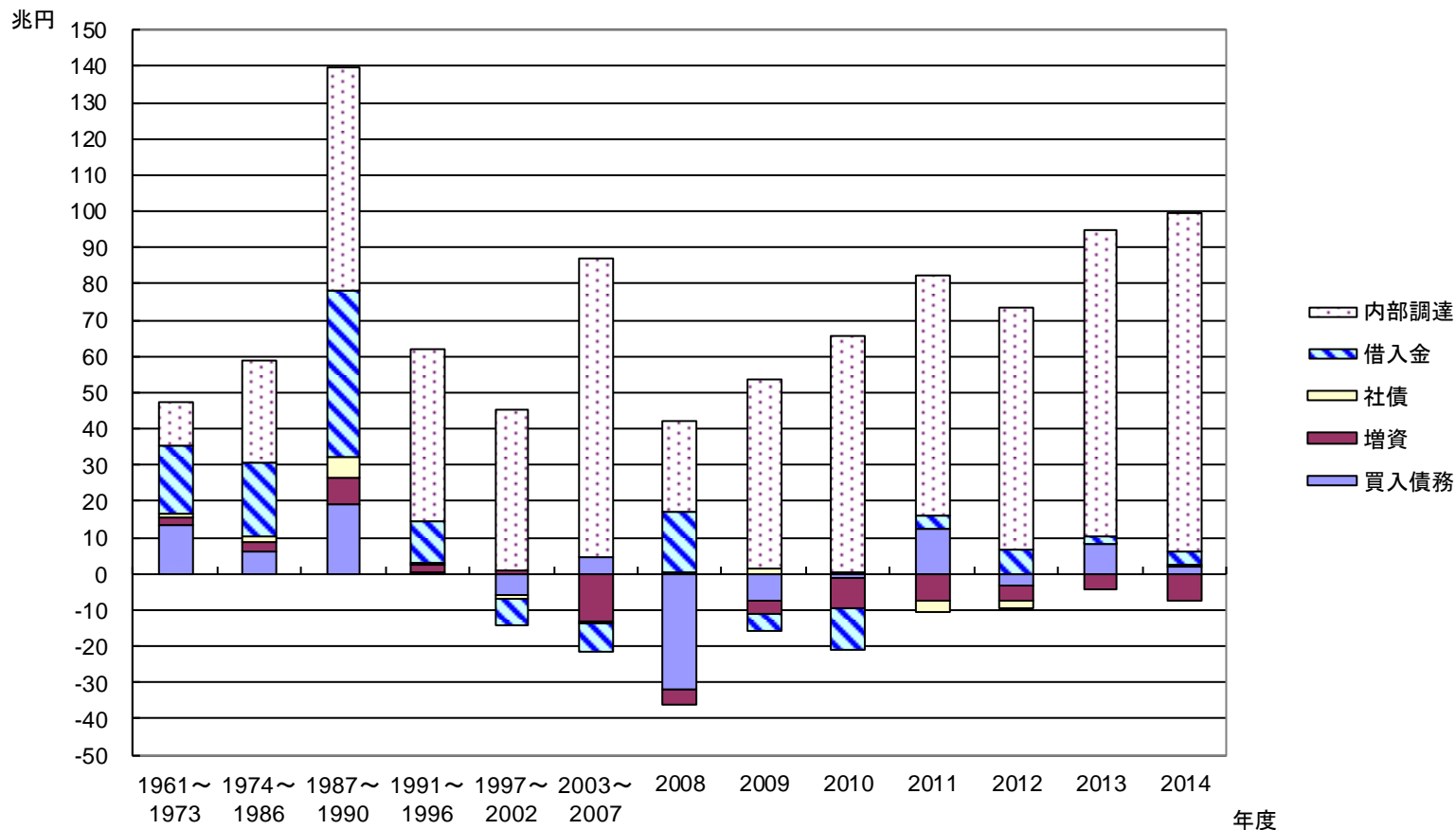
出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

(2) 非製造業



出所) 財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

法人企業の資金調達動向



注)各年度末の残高の増減額をGDPデフレータを用いて実質化したのち当該期間で集計し、1年度平均に換算して示している。

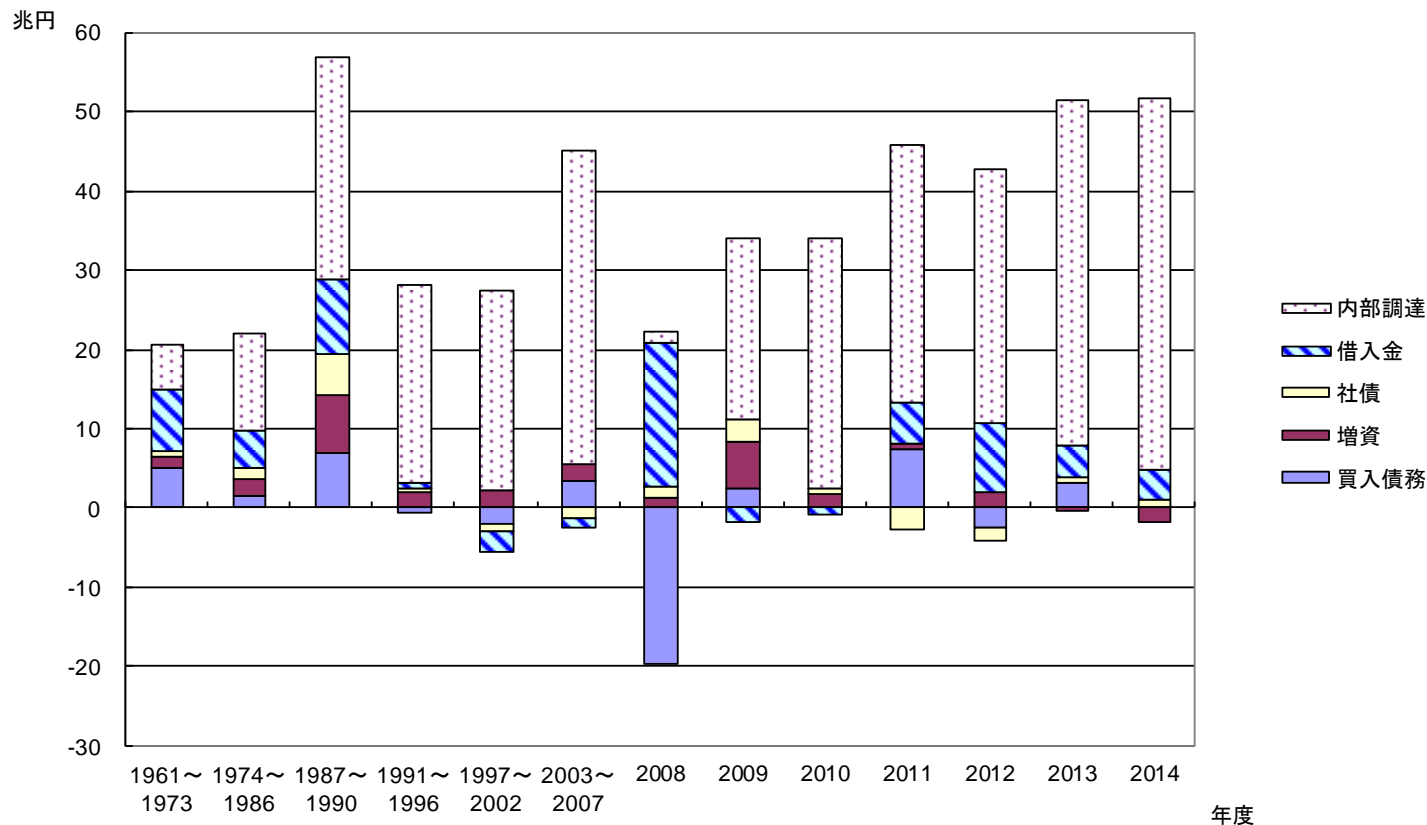
ただし、内部調達は、内部留保と減価償却の合計。増資は、資本金と資本準備金の増減額の合計。

出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

規模別資金調達動向



(1) 資本金10億円以上

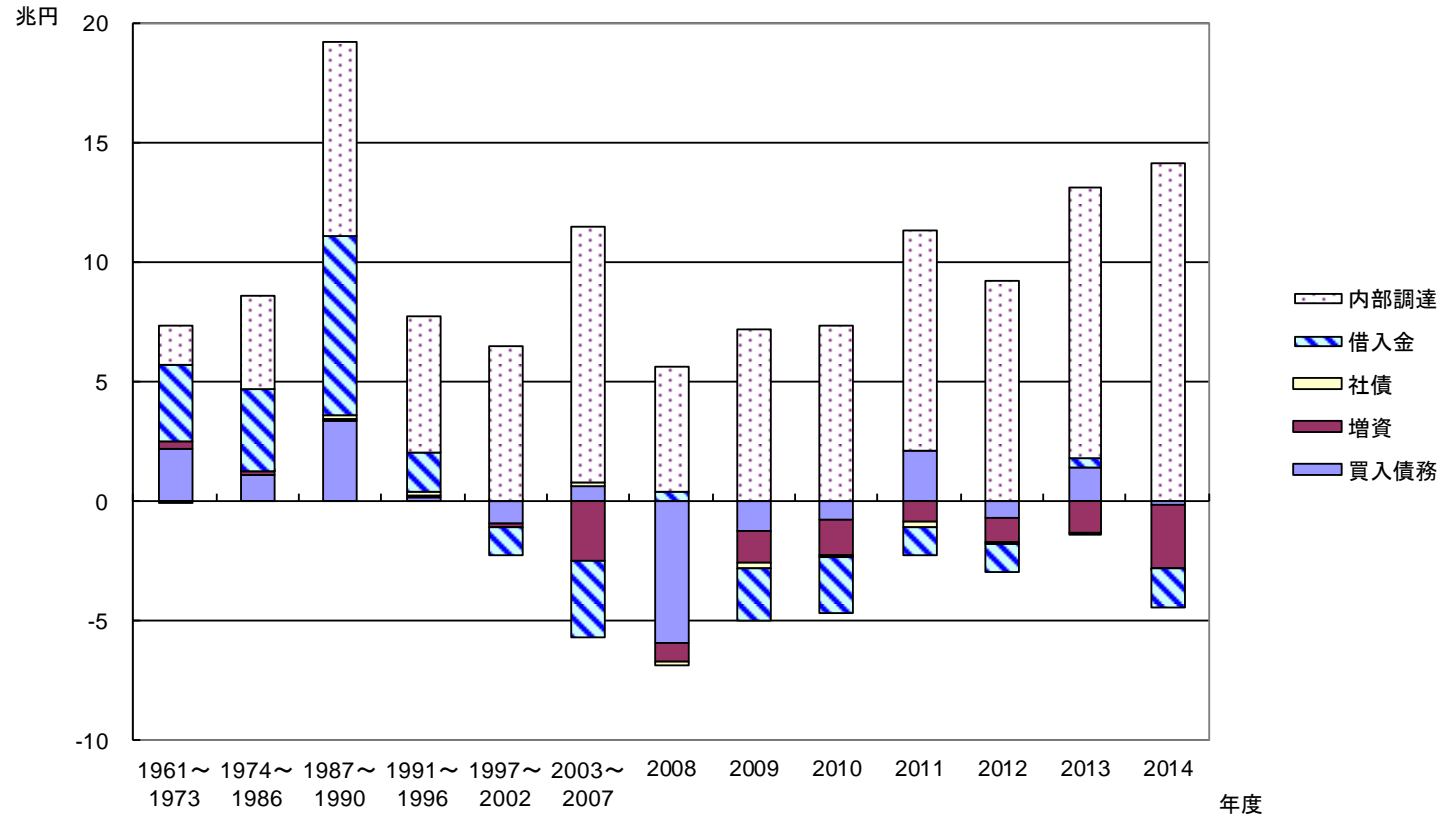


注)各年度末の残高の増減額をGDPデフレーターを用いて実質化したのち当該期間で集計し、1年度平均に換算して示している。

ただし、内部調達は、内部留保と減価償却の合計。増資は、資本金と資本準備金の増減額の合計。

出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

(2) 資本金1億円以上10億円未満

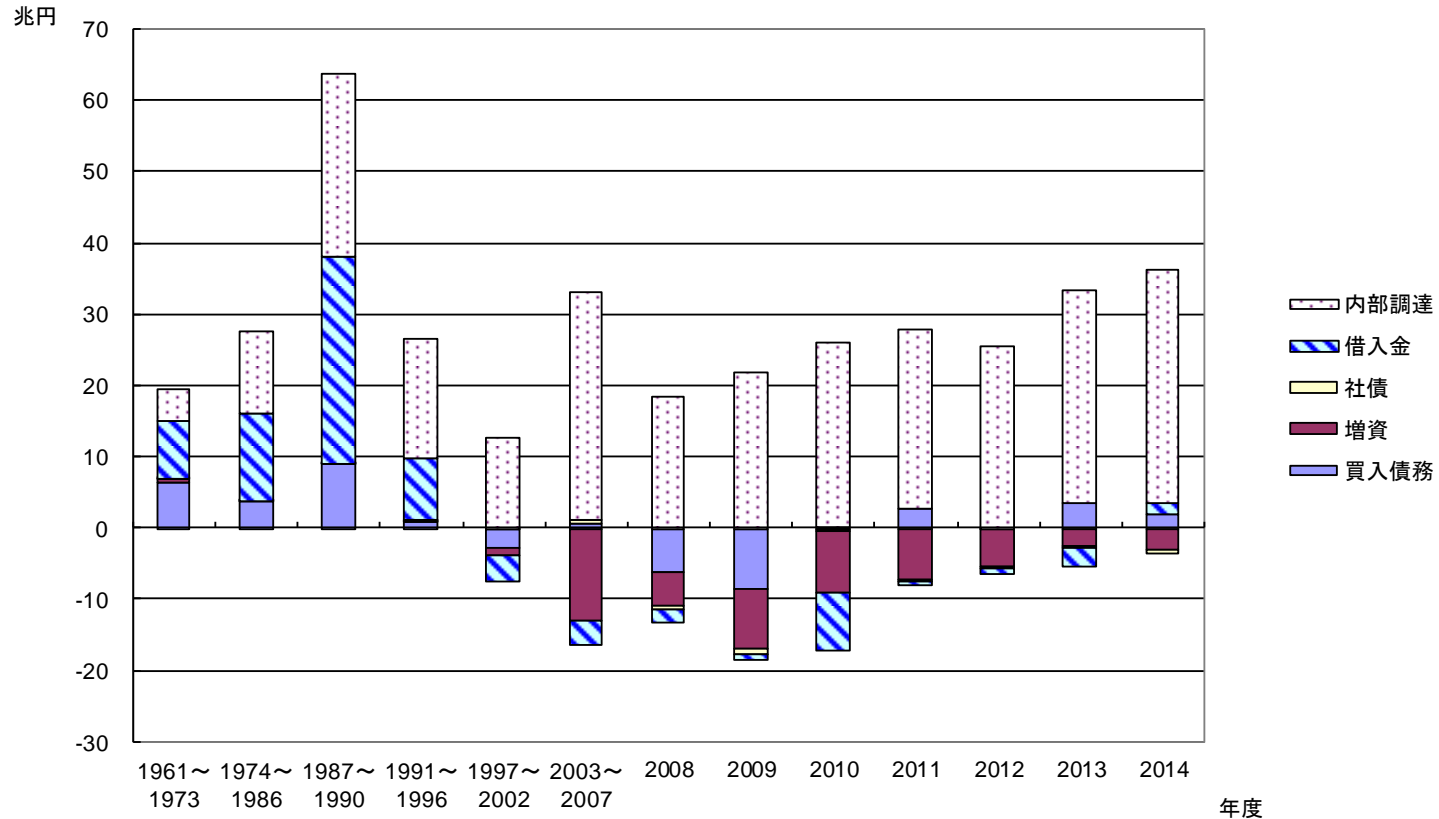


注)各年度末の残高の増減額をGDPデフレーターを用いて実質化したのち当該期間で集計し、1年度平均に換算して示している。

ただし、内部調達は、内部留保と減価償却の合計。増資は、資本金と資本準備金の増減額の合計。

出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

(3) 資本金1億円未満



注)各年度末の残高の増減額をGDPデフレーターを用いて実質化したのち当該期間で集計し、1年度平均に換算して示している。

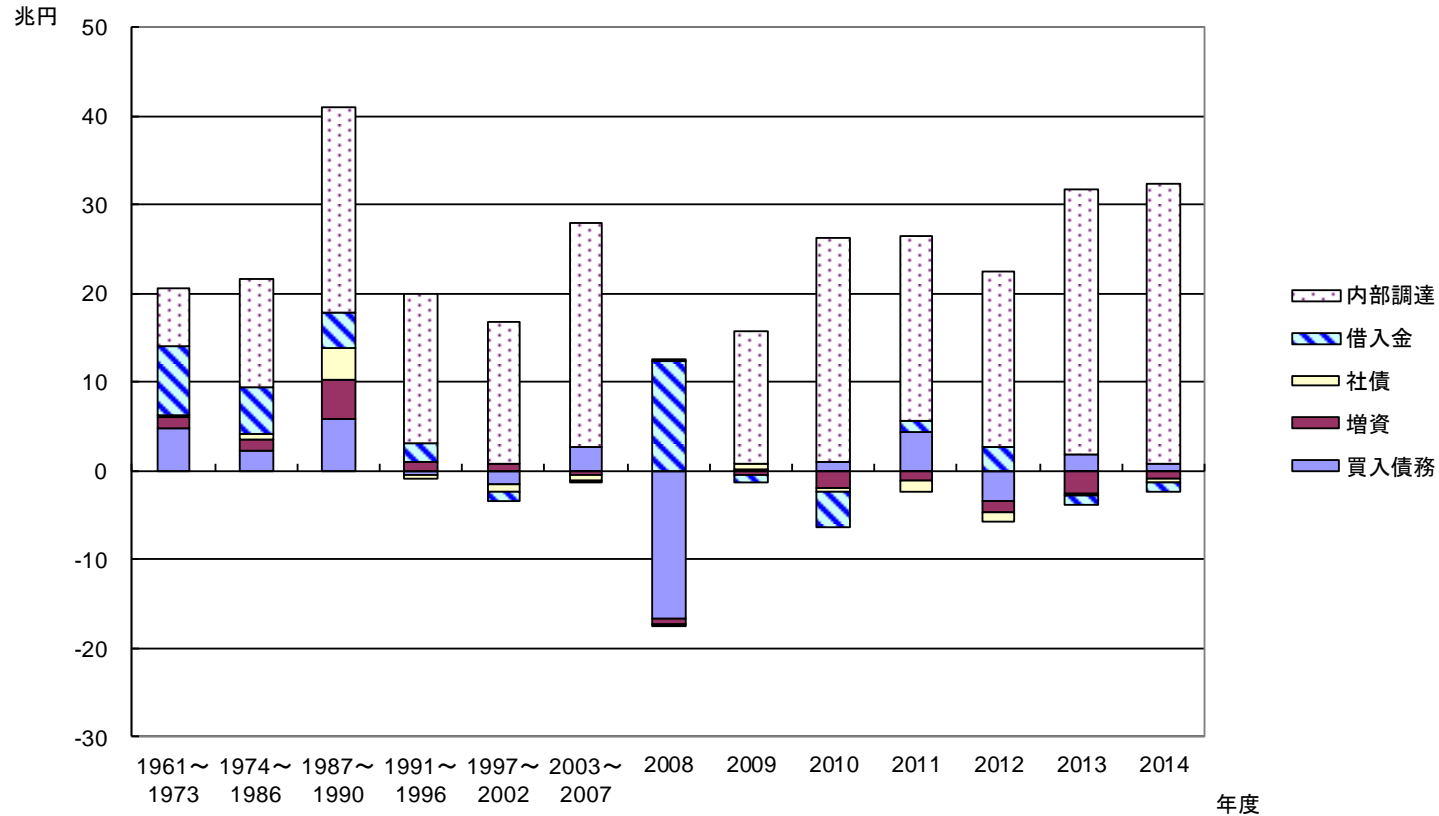
ただし、内部調達は、内部留保と減価償却の合計。増資は、資本金と資本準備金の増減額の合計。

出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

製造業・非製造業別資金調達動向



(1) 製造業

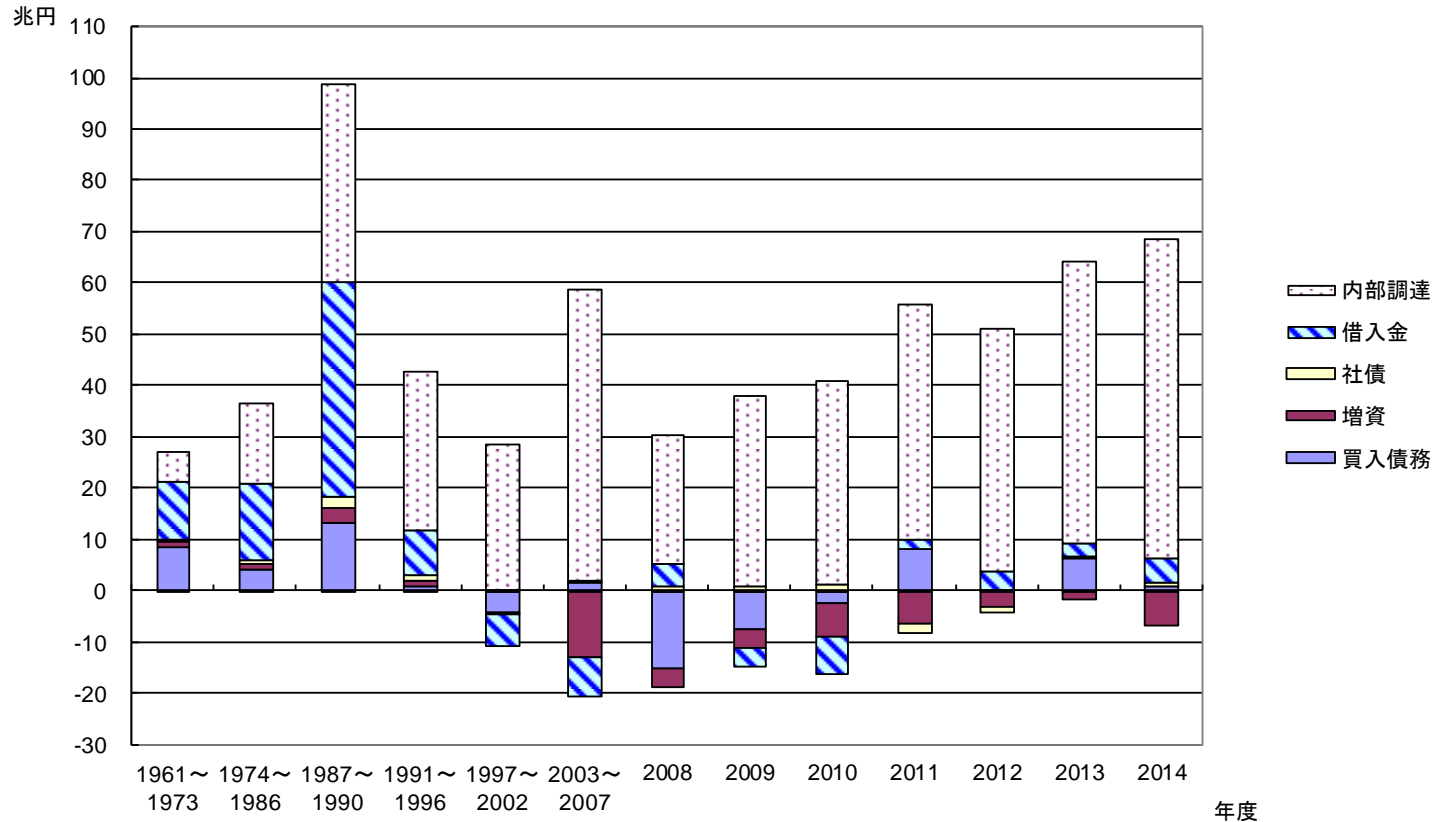


注)各年度末の残高の増減額をGDPデフレーターを用いて実質化したのち当該期間で集計し、1年度平均に換算して示している。

ただし、内部調達は、内部留保と減価償却の合計。増資は、資本金と資本準備金の増減額の合計。

出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

(2) 非製造業



注)各年度末の残高の増減額をGDPデフレーターを用いて実質化したのち当該期間で集計し、1年度平均に換算して示している。

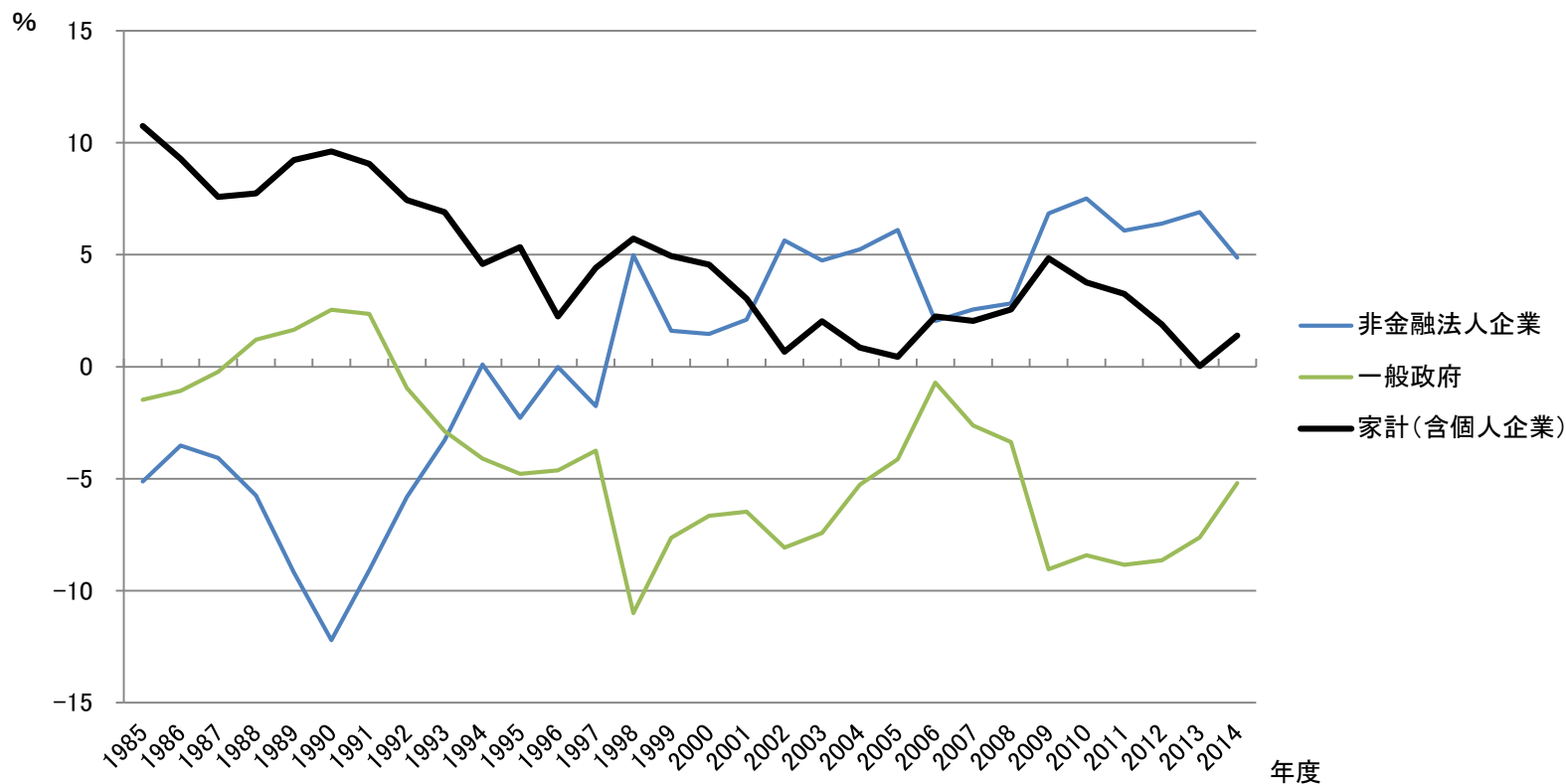
ただし、内部調達は、内部留保と減価償却の合計。増資は、資本金と資本準備金の増減額の合計。

出所)財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。

金融仲介機能はもはや不要か

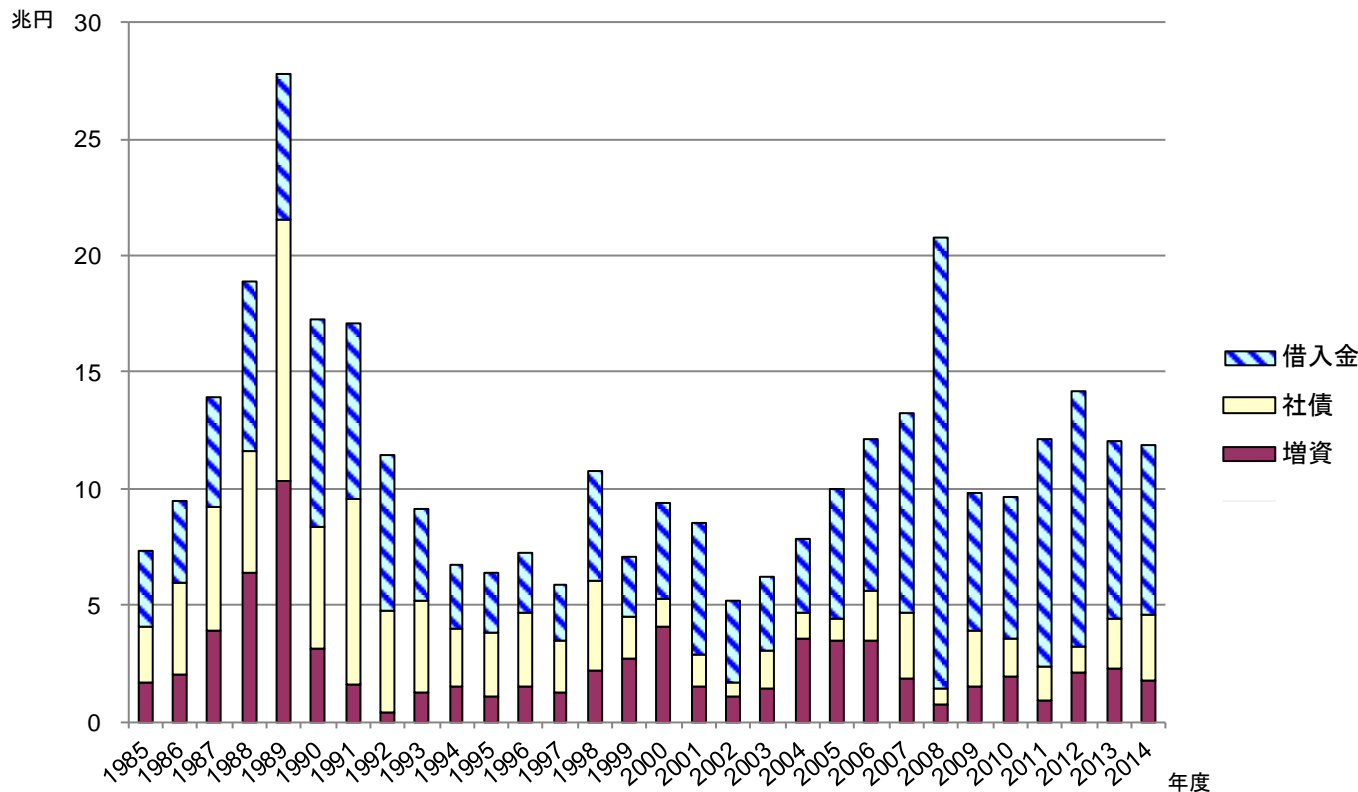


(純貸出(+)/純借入(-))対名目GDP比率の推移



出所) 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算年報』

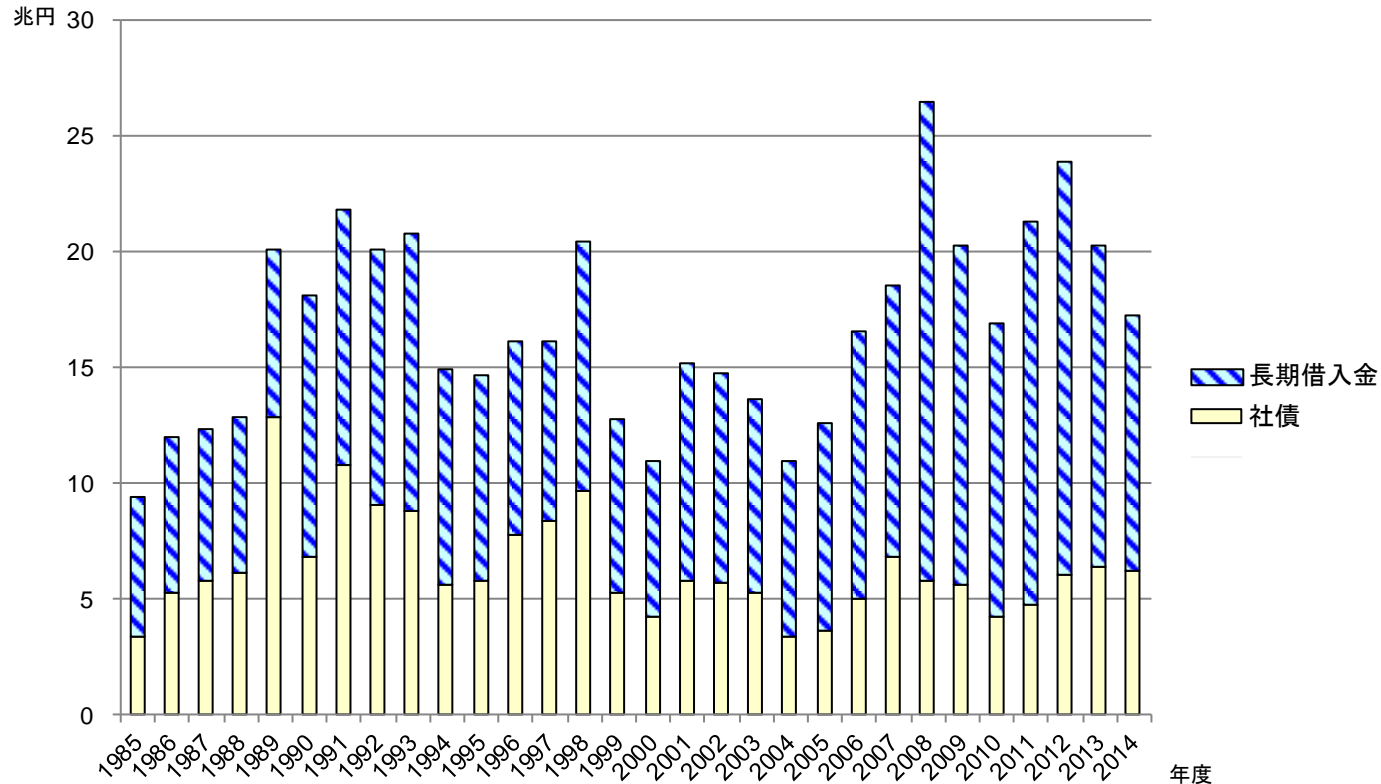
外部資金調達がプラスの企業の動向



注) 上場企業(一部、二部、新興市場)を対象に、純増ベースで外部資金調達がプラスの企業を抽出し、資金調達動向を集計した。

出所) 日本政策投資銀行企業財務データに基づき、筆者作成。

長期借入金と社債による新規調達動向



注) 推計方式は次の通り。

長期借入金残高: L , 1年以内返済予定の長期借入金残高: S , 長期借入金の新規調達: F として、前期末の1年以内返済予定の長期借入金残高が当期に約定通り返却されると仮定すると、次式が成り立つ。

$$L_t + S_t = L_{t-1} + S_{t-1} + F_t - S_{t-1}$$

ゆえに、 $F_t = L_t + S_t - L_{t-1}$ で、新規調達額が推計できる。

社債についても同様である。

出所) 日本政策投資銀行企業財務データに基づき、筆者作成。

市場型金融システム (market-based financial system)
アメリカ、イギリス

仲介型金融システム (intermediary-based financial system)
or 銀行を中核とする金融システム (bank-centered financial system)
日本、ドイツ

「貯蓄から投資へ」



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

小泉内閣が発足後の2001年6月に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」(いわゆる骨太方針2001)において、「21世紀にふさわしい安定した金融システムを構築する。直接金融を重視したシステムに円滑に移行するために個人の株式投資にかかる環境整備を行うなど証券市場を活性化する。」とされたのが始まり。

2003年～2013年：証券優遇税制(20%→10%)

2014年～：NISA(年間投資120万円(当初100万円)までの利益が最長5年間非課税)

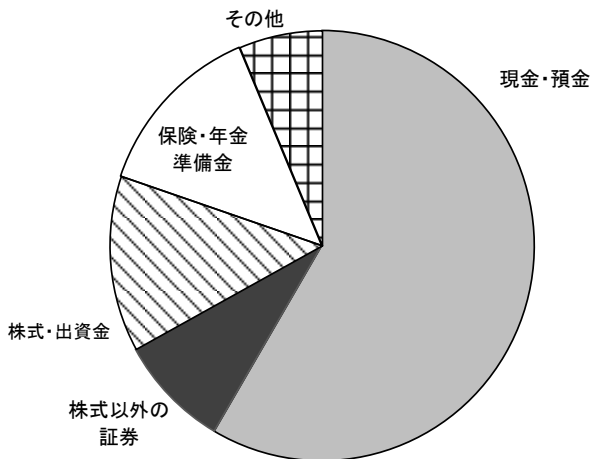
2016年～：ジュニアNISA(19歳まで、年間投資80万円までの利益が最長5年間非課税)

家計部門の金融資産保有割合

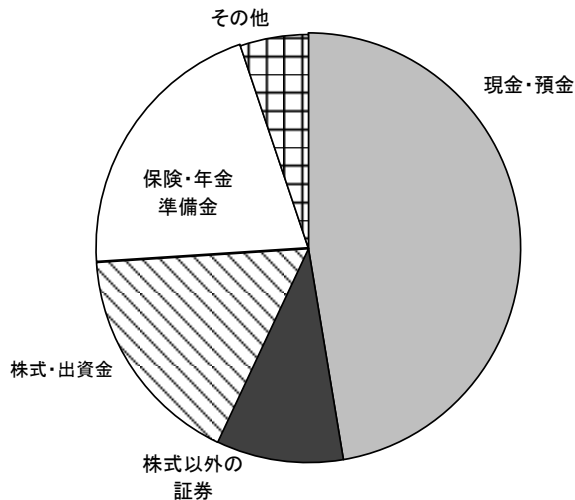


HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

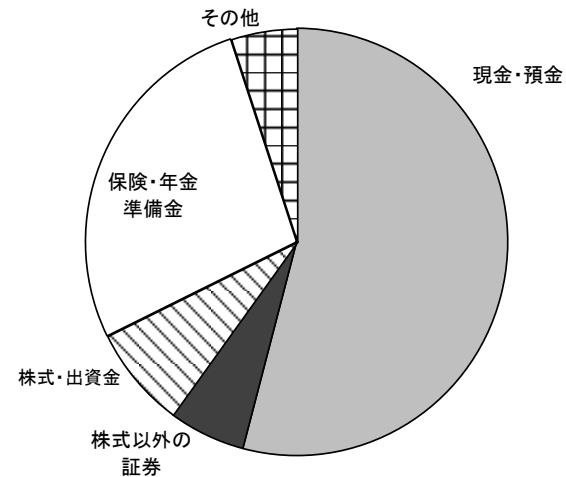
1980年度末



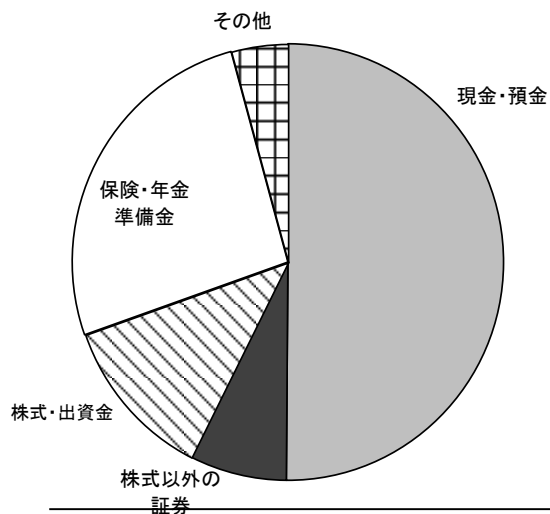
1990年度末



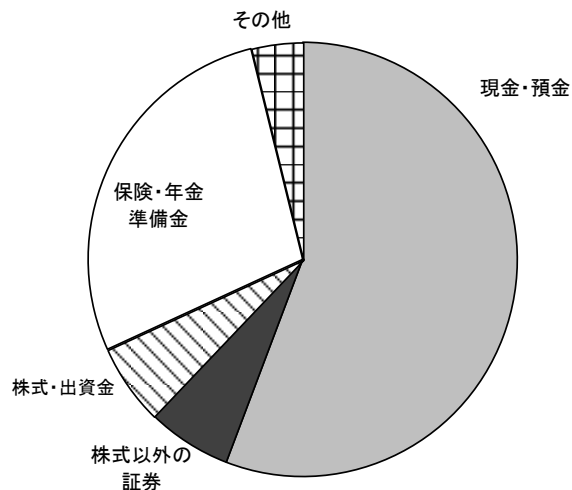
2000年度末



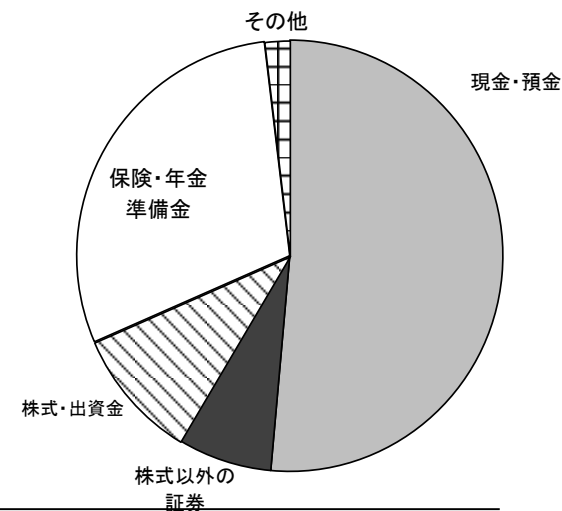
2006年度末



2008年度末

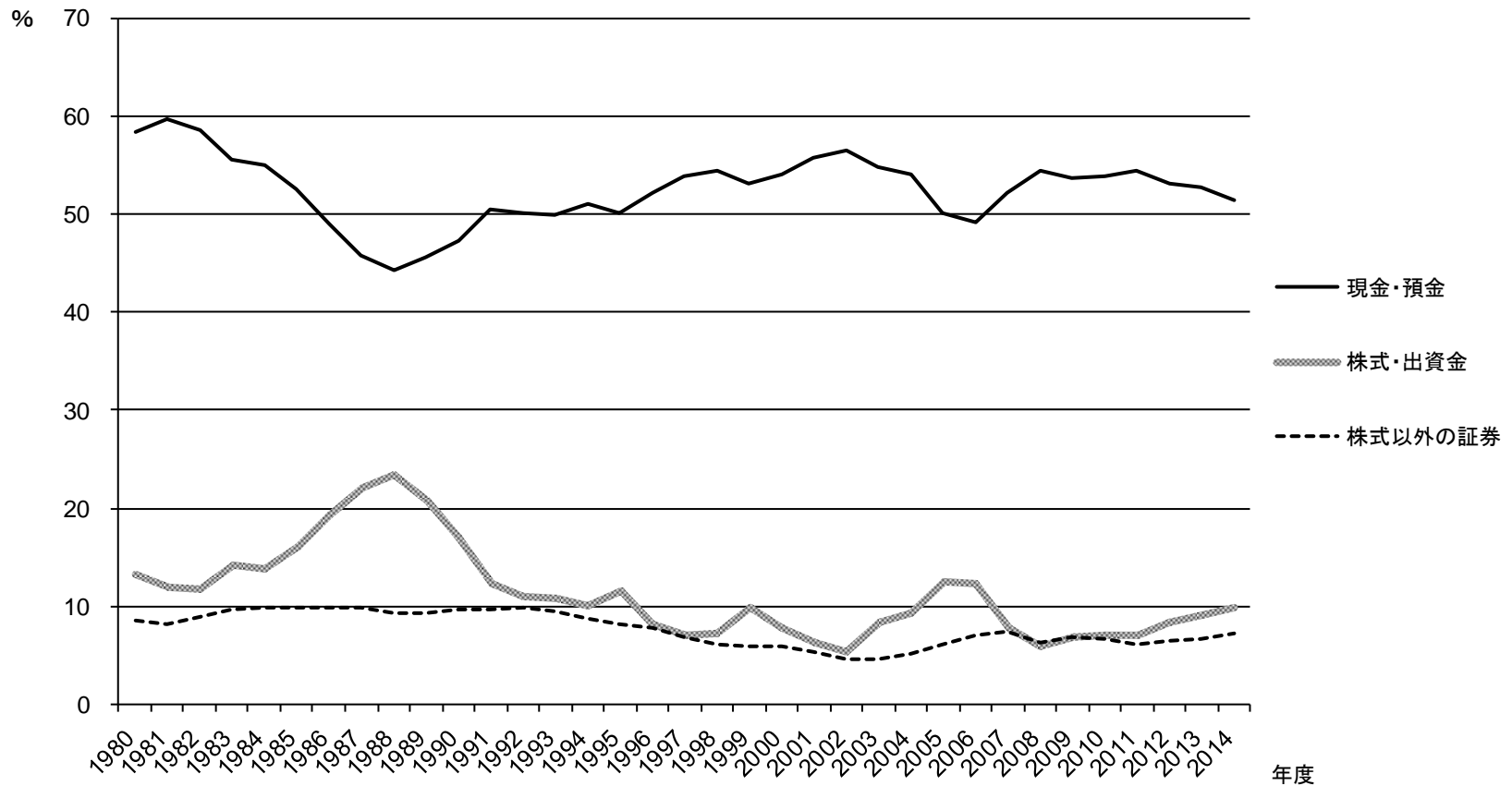


2014年度末



出所) 日本銀行「資金循環統計」に基づき、筆者作成。

家計部門の主要金融資産構成比の推移



出所) 日本銀行「資金循環統計」に基づき、筆者作成。

金融取引の新しいパラダイム



Allen and Santomero (1998) : 金融仲介機能を巡るパラダイムの変化を指摘。
金融仲介の伝統的機能・・・取引費用 (transaction cost) の引き下げ、借り手との
情報の非対称性の問題の緩和。

金融技術の進歩で、取引費用は低下。ただし、デリバティブ取引の普及などによ
り、金融取引におけるリスク管理の困難性は増大。

情報の非対称性の問題は深刻化。



個人や一般企業にとって、金融市場への参加費用 (participation cost) が上昇。
直接金融は困難化。



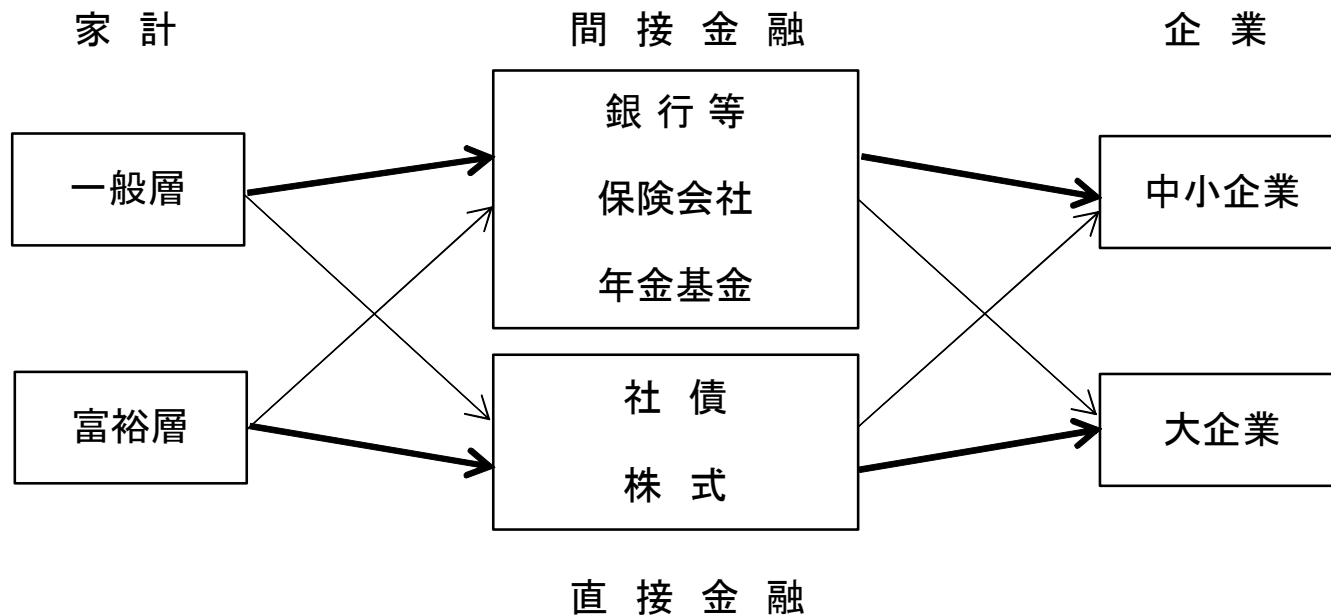
金融仲介機関の役割が増大。

高度な金融技術力を駆使し多様な市場を利用して、リスクを移転、変形、そして
再配分する機能。

金融取引のパラダイム変化



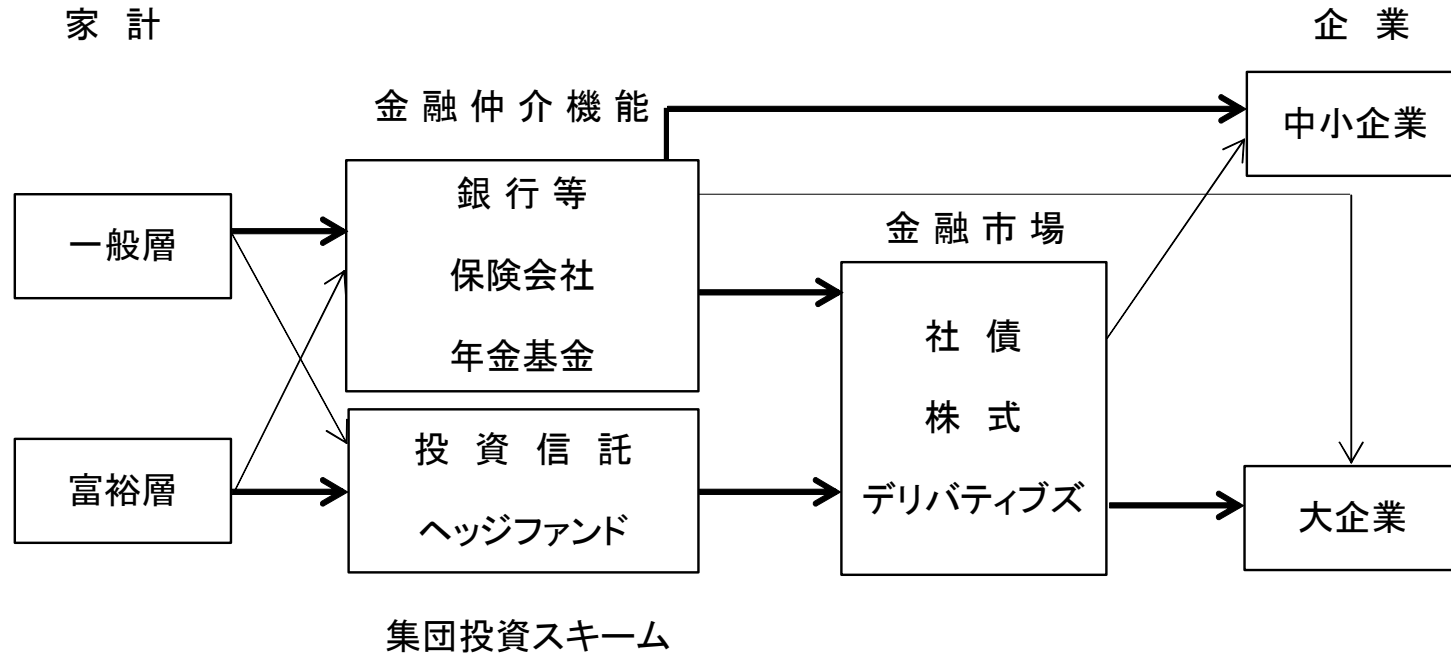
(1) 伝統的パラダイム



注) 矢印は、資金の流れを示す。

出所) Allen and Gale (2000) 図15. 1および図15. 2を参考にして、筆者作成。

(2)新しいパラダイム



注) 矢印は、資金の流れを示す。

出所) Allen and Gale (2000) 図15. 1および図15. 2を参考にして、筆者作成。

I. 長期的視野

1. 銀行業務

リレーションシップ・バンキングの重要性の再認識

- 長期的情報蓄積やモニタリング
- 信頼や評判の形成

2. 投資銀行業務

- 顧客企業の価値向上のための資金調達支援
- 「セルサイド」から「顧客企業サイド」へ

Ⅱ. 情報生産能力の深化

1. 長期的コミットメントを可能とする情報生産
 - 当該経済・産業・企業に係る長期的情報蓄積

 2. 長期的視点に立った調査
 - グローバルなマクロ経済動向調査
 - 企業金融、設備投資動向調査
 - マクロ経済動向を踏まえた産業調査
 - 新分野に着目した調査
 - 経済社会のサステナビリティに関する基礎研究
(環境、社会的共通資本、地域問題、格差問題等)

 3. 金融機関同士、自治体等との連携も重要
-

Ⅲ. 多様な投融資手段

1. 伝統的手法

ローン+ 再交渉

2. 企業および事業特性に応じた金融商品設計

- シンジケート・ローン
- ストラクチャードファイナンス
- アセットファイナンス
- Asset-based Lending(資産担保融資)

3. リスクマネーの供給

- エクイティ
- DIPファイナンス
- メザニンファイナンス / ハイブリッドファイナンス

4. 新金融手法、新分野

- 環境配慮型ローン
- マイクロファイナンス、ソーシャル・ファイナンス

金融セクターの使命

- 金融は、社会的共通資本(制度資本)の重要な構成要素。
- 金融機関は、社会性や公共性が高い。

I. 長期的視野

II. 情報生産能力の深化

III. 多様な投融資手段



企業(or 事業主体)の資金調達支援(経営資源を含む)。



- 実体経済への付加価値創出
- 社会貢献
- 経済社会のサステナビリティ確保



ご清聴ありがとうございました。