

国民皆株主でコロナショックの経済対策を ～インベストメントチェーン実現で成長の果実を国民に～

岡三証券 岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト

高田 創



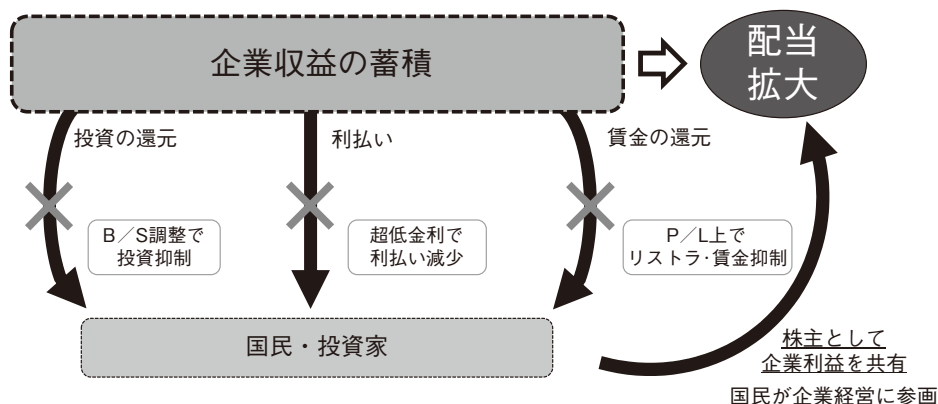
目次

1. 「2,000万円問題」から1年、「貯蓄から投資へ」はどうなったか
2. 企業は3ルートで資金を溜め込む状況に
3. 超低金利も企業に資金が溜まる一因に
4. どうして国民に資金を還流させるか
5. 企業が唯一拡大させる配当に注目
6. コーポレートガバナンスとは企業収益を拡大させる成長戦略
7. 「国民皆株主」で株式の大衆化
8. コロナ対策で国民の株式を分与することも
9. 資産市場への安心感が重要に
10. 資産デフレの回避と資本の充実が基本
11. 日本の家計の現預金比率は50%以上
12. 日本人は「雪の世界」での成功体験がなかった
13. 米国では車の両輪が揃っていた
14. アベノミクス以降、日本は「普通の国」に
15. 格差是正に向けても、「貯蓄から投資へ」の好循環を
16. コロナ後の新常態では格差是正の制度構築と国民が富を共有する仕組みに

1. 「2,000万円問題」から1年、「貯蓄から投資へ」はどうなったか

昨年2019年、金融庁の金融審議会で策定されて話題になった、いわゆる「老後資金の2,000万円問題」の報告書から1年が経過する。筆者も同審議会に委員として参加しただけに感慨深いものがある。その後、株式相場はコロナショックを経て大きな変動が生じたなか、「貯蓄から投資へ」の動きを振り返る必要がある。コロナショックに伴い今年3月に生じた恐慌に近い市場環境では、投資よりもキャッシュが重視されやすい。一方、長い視野に立てば、経済成長が続くなか、その果実を株式投資や海外も含め幅広い分散投資によって享受する発想は揺るがない。こうした危機的局面での再生に向けては政府の支援と同時に、国を挙げて資産形成を行うことへの国民合意が重要と考える。

(図表 1) どうしたら国民は企業収益に与れるか



(出所) 筆者作成

2. 企業は3ルートで資金を溜め込む状況に

バブル崩壊後、長い年月が経過しても国民が回復の実感を得られなかった要因に、これまで日本企業が作り上げたキャッシュが国民や投資家に行き渡りにくかった点があった。以下の図表1は、従来、企業が作り上げたキャッシュが国民・投資家に向かう3ルートを示した概念図である。その3ルートのどれもが今日、滞っている現実がある。第1は、バランスシート(B/S)上の投資の抑制、第2は損益計算書上(P/L)のリストラ、第3は金融政策面でのマイナス金利政策にある。以上の3ルートが滞った結果、企業はキャッシュを溜め込む状況になり、そのキャッシュの水準は空前の水準になり、2019年段階で上場企業では6割近くの企業が事実上の無

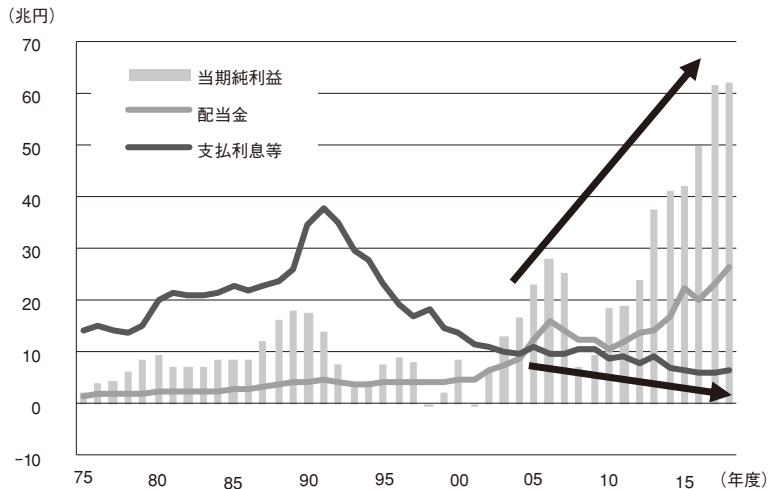
借金状態、中堅中小でも4割近くが無借金とされている。

今日、コロナショックが生じて、大企業の多くでは予備的なキャッシュが危機対応上のクッションになっており、大企業については財務的安定が維持されやすい面はあるものの、企業の富が国民レベルまで行き渡りにくいことに問題があった。そこには、企業が投資を行うことによる実体経済を通じた好循環に加え、インベストメントチェーン実現による好循環によって国民に成長の果実が届く仕組みが重要であり、それを通じた成長戦略を実現する必要がある。

3. 超低金利も企業に資金が溜まる一因に

先述の3ルートのなか、第1の投資に関しては、平成のバブル崩壊後、企業はバランス

(図表 2) 法人企業統計での企業業績と投資家への収益還元



(出所) 財務総合政策研究所「法人企業統計」、直近は2018年度

シート調整のなかで、バランスシートに「持たない経営」を行い、バランスシートを圧縮し、投資を抑制する動きを続けた。こうした傾向は、バブル崩壊から転換した今日も根強く残っている。第2のリストラの動きは、バブル崩壊後も続いた超円高環境で、国際競争力を確保すべく価格を上げないために、人件費を中心として経費を圧縮する動きが強まったことによる。1990年代の金融危機や2000年代に入ったリーマンショックと10年おきに危機が生じたなか、資金を潤沢に保有しておくことが長らく財務担当者の「家訓」になっていた面もあった。今回のコロナショックでキャッシュ保有のメリットが確認されたことで、また新たな「家訓」ができた面もある。

第3はマイナス金利も含めた超低金利に伴う利払いの圧縮である。以下の図表2で示し

た法人企業統計では、2018年度で企業収益は空前の高水準にあるのに対し、利払いは1990年度と比べて1／6程度まで縮小している。超低金利政策が金融機関や預金者の利益を企業に移転させる効果を持っている。図表2に示されるように、90年と比べて利払いが約30兆円低下し、企業利益は40兆円程度上昇しており、企業利益増加の大層は利払い減少によるとも考えられる。

4. どうして国民に資金を還流させるか

こうした環境下、いかに企業に溜まった資金を経済全体に還元させるかについての議論が長年、繰り返されてきた。企業の内部留保課税議論が政治の世界で幾度となく生じたの

も以上の企業が溜め込む状況への対応だった。ただし、内部留保課税は議論されたものの、実際には行われず、実際には法人税引き下げで税制面からも企業収益拡大となった。人件費について安倍政権下では政労使会議を通じて人件費引き上げ意図されたが、実際には賃上げは十分には進まなかった。さらに、金利低下が続くなか、利払いを通じたルートも殆ど機能しない状況にある。マイナス金利も含めた超低金利政策は、金融機関と家計が企業に対して事実上の補助金を与える経済効果をもたらし、構造上、企業と政府を「勝ち組」とした。同時に、金融機関と家計が「負け組」となり、政府から課税を受けるような状況にある。

以上、企業や資本家に富が集まる構造は日本よりもむしろ欧米諸国で深刻な問題となっていた。こうした状況に対しすでにフランスの著名経済学者であるピケティは世界的ベストセラー「21世紀の資本論」を通じ、富の集中による格差拡大に警鐘を鳴らしてきた。

■ 5. 企業が唯一拡大させる配当に注目

先の図表2の法人企業統計で、2018年度の配当額は26兆円と1990年度の6倍以上である。先に示した3ルートの資金還流が不全なか、唯一拡大が示される配当に期待が集まっている。これまで、企業の利益を無理やり吸い上げようとする動きがありながらも実際

には実現していないなか、企業収益を国民全体に還元させるために、税制等による国民への再配分策も検討された。

国民が企業収益の拡大に預かりつつも、企業も同時に発展する成長戦略が望ましく、その一つが、株式市場を通じて株主になることも考えられる。企業は配当を通じ株主還元のルートには報いている。コロナショックによる企業収益低下で、今後、配当が減少する可能性はあるものの、企業収益を国民が共有する仕組みとして、国民も同じ船の上に乗るべく株式市場を通じて株主になることは重要な選択肢であろう。

■ 6. コーポレートガバナンスとは企業収益を拡大させる成長戦略

8年近くが経過するアベノミクスにおける企業を巡る変化として重要なのはコーポレートガバナンスを通じた企業収益拡大への圧力、さらに公的年金を預かる年金積立金運用管理独立行政法人（GPIF）を通じて株式市場や海外市場への資産配分を大幅に拡大させたことだ。この2つの動きは企業収益の拡大を国民に還元させる第一歩だ。投資家もスチュワードシップコードで企業の統治に関するモニタリングを強めることによって資金還流を促すことになる。そこで大事なものは国民一人一人が株主として企業収益に関与する仕組み、「インベストメントチェーン」の実現で

ある。同時に、GPIFは国民に代わって資産の多様化による果実を国民に還元させる役目を果たしている。

■ 7. 「国民皆株主」で株式の大衆化

国民一人一人をつなぐ「インベストメントチェーン」実現には幅広く国民が株主になって日本経済に参画することが必要になる。1967年にパナソニックの創業者である故・松下幸之助氏は「株式の大衆化が日本人を豊かにする」と主張した。第二次大戦後、GHQも株式市場の敷居を下げ一般国民の隅々まで行き渡るべきだと考えていたとされる。

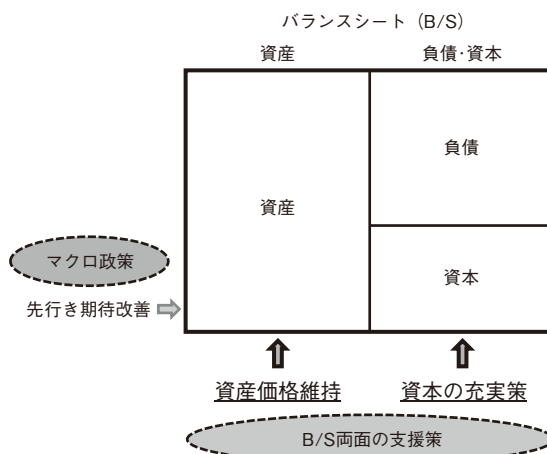
戦後、日本が敗戦で苦しい時期、広島で広島球団を支えたのは、広島市民による資金支援であった。終戦から間もない1951年に存続の危機にあった広島カープを支えたのが市民を中心とした支援者からの拠出金であり、広島市民が株主となって自らのチームとして支援したことが今日の姿をもたらしている。こうした「広島カープモデル」をコロナショック後の新常態として日本経済の底上げにつながることも一案だ。国民が日本の経済状況を「ヒトゴト」でなく、自らも日本企業の経営に参画し、建設的な注文も付けることが持続的な経済発展に向けたガバナンスにつながる。同時に、企業に溜まった資金を国民に還元することになる。

■ 8. コロナ対策で国民の株式を分与することも

京都大学大学院特任教授の川北英隆氏はコロナ危機対策として、日銀が保有する株式ETFを政府が買い付けて国民に付与する提言を行っている。今年、コロナ対策で決まった10万円の特別定額給付金の給付に加えて株式を付与すること、もしくは現金給付の一定部分を株式で受け取る選択肢もある。それは国が供給するストックオプションのようなもので、こうした動きを通じ国民が「貯蓄から投資へ」の潮流への第一歩を示すこともできる。

経済対策として政府が買い上げた株式のETFを国民に分与し、国民すべてに株式を保有してもらおうということは、行動経済学での「ナッジング」としてデフォルト状態が株式保有となるべく「ひと押し」することにつながる。今日の日本のように運用上、現預金がデフォルト状態である状況からの発想転換を促すことになる。実際に、コロナショック以降、ネット証券を中心に株式市場に個人の参加が急に増加しているとの統計もある。そうした動きがNISA市場や確定拠出年金等の拡大につながっていることを重視すべきだ。

(図表 3) バランスシート調整における対応の基本形



(出所) 筆者作成

9. 資産市場への安心感が重要に

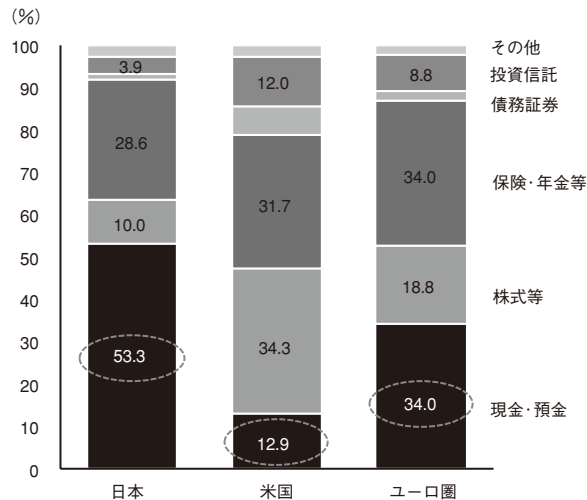
草の根の自助努力による底上げで日本の株式市場を支えるという動きが日本の再生にとって重要であり、コロナ後の新常态ともなる。同時に、それが「2,000万円問題」で問題提起された「貯蓄から投資へ」の第一歩につながる。ただし、それに対しては長年、資産運用の「雪の世界」で「雪に閉ざされた」国民意識の変容が必要になる。ここで重要なのは、国民の動きを支える面から欠かせないのが資産デフレにならないとの国としての強いコミットメントである。日銀が志向するデフレ脱却は単に消費者物価の2%の物価目標到達に加えて、むしろ物価の広い概念として資産価格の安定が重要である。

10. 資産デフレの回避と資本の充実が基本

筆者が今年、コロナショック下で議論してきたのは、バブル崩壊もコロナショックもバランスシートの両サイドへの対策が重要との点だった。以下の図表3はバランスシート調整における対応の基本形を示している。どちらも、B/S左側の資産デフレを回避しつつ、B/S右側の資本の充実をはかることが重要だ。バブル崩壊もコロナショックも、資産が債務対比で不足することで生じる現象であるだけに、資産価格の下落を防ぎつつ、資本充実策を実行するプロセスが基本となる。こうした資産市場対策はバブル崩壊後の反省に立ったものである。

コロナショックで資産デフレに至るのを遮

(図表 4) 日米欧の金融資産の構成比比較



(出所) 日本銀行「資金循環の日米欧比較」

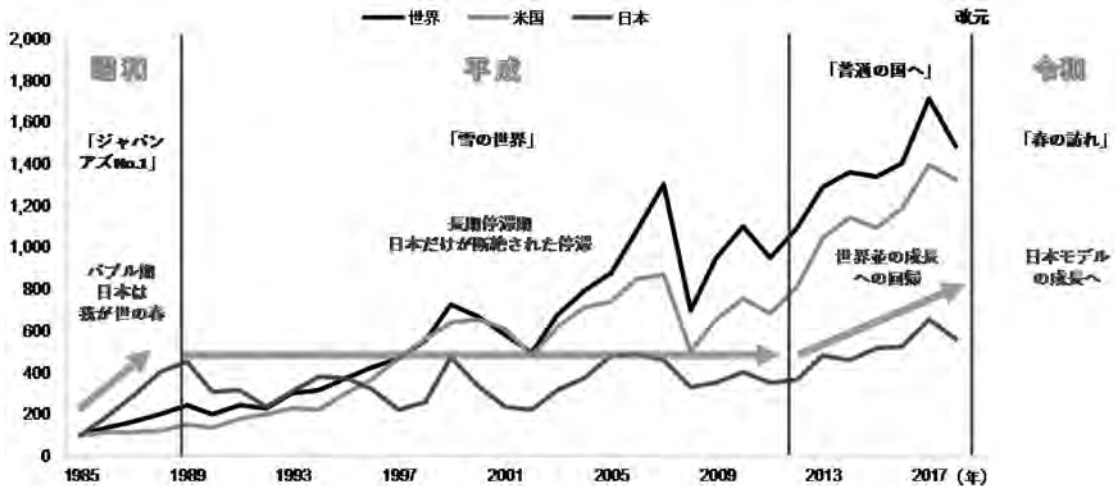
断するには、直接市場に介入する日本銀行のETF買いやREITの購入が大きな機能を果たしてきた。公的年金であるGPIFの株式の購入も公的資金の一つと考えることができる。今年、経済対策で導入された家賃支援給付金は事実上の不動産市場への公的資金注入に等しい効果を持っている。コロナショックでは暗黙裡に資産価格を支えるべく多面的な政策が行われた点は重要である。

コロナショックで重要なのは公的サポートと同時に、国民が皆で日本の資産市場を支えることで、自助・共助・公助が一体として国富を支える動きだ。こうした資産価格支持政策は格差をもたらす面もあるが、同時に国民が資産を保有することで格差を是正させる面もあることに注目する必要がある。

11. 日本の家計の現預金比率は50%以上

日本の家計の資産保有状況を以下の図表4で振り返ってみよう。日本の家計の金融資産は1,900兆円に近く、過去最高水準にある。一方、その金融資産構成比を欧米と比較すると日本の現預金比率の高さは50%を上回り、欧米と大きな隔たりがある。資産運用業も欧米に比べて30年近い遅れがあると長年指摘されてきた。こうした欧米との差の背景には、日本人の金融リテラシーが不足していたとされることも多いが、実際にはバブル崩壊後の経験則による面も大きいと考えられる。

(図表 5) 世界の株式時価総額の推移



(出所) WFE (国際取引所連合)、世界銀行
※1985年末 = 100として指数化

12. 日本人は「雪の世界」での成功体験がなかった

筆者は、日本人の現預金比率の高さから日本人の能力や知識が不足しているという評価は一面的な解釈に過ぎないと考えてきた。むしろ個人はプロと呼ばれる金融機関以上に適切な投資行動をとっており、日本の家計行動は過去の状況下、一定の合理性があった。以下の図表 5 は、株式の時価総額を1980年代から海外と比較したものだ。1989年、平成元年をピークとした株式市場は、平成のバブル崩壊後、海外では右肩上がりの上昇が続いたなか、日本だけは海外から隔絶された停滞状況が続いた。さらに、資産デフレに加えて円高

というダブルパンチとなった。以上の資産デフレと超円高が重なる「雪の世界」において、日本国民は円で、しかも現預金で資産を保有してきたのは極めて合理的な行動だった。日本人は長らくリスク性資産に投資しても成功体験が得られる環境ではなかったことから、円の現預金で資産を保有するのは自然でもあった。

13. 米国では車の両輪が揃っていた

日本とは対照的に、米国では1970年代から預金からリスク性商品への資金シフトが進行していた。米国で「貯蓄から投資」への潮流の背景には、同時代にかけて官民一体になっ

た取り組み、制度改革による制度要因に加え、1980年代以降のグリーンズパンFRB議長の「金融にやさしい時代」で資産価格上昇の市場要因が加わっていた。具体的には、米国では確定拠出年金「401K」やIRAとされる個人退職勘定等が整備された。欧米では制度要因に加えて資産運用のフォローな市場環境、「車の両輪」が揃ったことが重要で、しかもそれが30年以上もかけて定着する歴史が存在した。

■14. アベノミクス以降、日本は「普通の国」に

長らく続いた日本の資本市場の「雪の世界」を経て、過去8年余、アベノミクス以降の円安・株高環境でようやく日本でも、市場環境と制度要因の両者の要因が揃いかけてきた。資産運用に関する制度的メニューも欧米とそん色ない状況になってきた。今回、コロナショックは生じたものの、日本のように現預金中心では、コロナショックによる影響は欧米に比べ限られる。さらに、2019年の老後資金の「2,000万円問題」とは、こうした状況のままで高齢化社会を迎えるには個人の資産形成は十分でないことを再認識させるものだった。

先の図表5にあるように、平成の「雪の世界」のように世界から隔絶された状況から、ようやく、少なくとも世界並みの「普通の国」に戻る状況になってきた。今後もコロナショ

ックで世界の株式市場は不安定な状況を余儀なくされるだろうが、今日、日本だけが隔絶され停滞した平成モードのような環境ではない。米国中心に過度に底上げされていた世界的な株式市場に調整が生じて、日本については企業も家計もその影響は限られる状況にある。

■15. 格差是正に向けても、「貯蓄から投資へ」の好循環を

今日の世界的な問題は格差にある。コロナショックによって「コロナ7業種」（陸運、小売り、宿泊、飲食、生活関連、娯楽、医療福祉）を中心とした経済弱者に深刻な負担が集まるなか、マイナス金利も含めた金融緩和やコロナ対策での経済対策で、大企業を中心とした企業収益や株・不動産の資産価格も高止まる状態にある。コロナショックは従来からあった格差を一段と拡大させる側面を持つ。以上で生じた格差に対処すべく企業のキャッシュフローを国民に分配させる手段として、税制を活用した法人税引き上げ、内部留保課税等、さらに資産課税等がある。また、再配分に向けた対応に所得税の累進課税強化やベーシックインカムの議論もある。

一方、国民が自ら、企業収益に与る対応の一つが株主として企業経営に参加することもある。「貯蓄から投資へ」の潮流は国民が企業経営に参加し、同時にガバナンスを発揮することによるインベストメントチェーンの好

循環を意味する。国民が国富を実感するためにも国民皆株主で国民への富の還流が重要になる。なかでも、これまで資産運用の恩恵に浴してこなかった若者世代がNISA等を利用して長期・積立・分散の運用メリットを活かすことは重要である。

■ 16. コロナ後の新常態では格差是正の制度構築と国民が富を共有する仕組みに

以上、格差問題を抱えたなかでの課題は、企業利益を税等の政策によって人為的に再配分するか、それとも、インベストメントチェーンを活用して国民参加型で企業がもたらす利益配分を体現するかを選択を意味する。同時に、コロナ後の新常態では格差拡大を所与にしつつも、以上の組み合わせによって企業と国民全体で国富を拡大させる投資立国として新たな成長戦略の実現という第三の道に向かうことも重要な選択肢となる。

今後、2020年11月に予定される米国大統領選、日本でもアベノミクス以降の政治の潮流を展望するにも格差問題のなかでの国民の富の再分配をどのように行うかの議論が重要になる。コロナ後の新常態においては、資産運用が新たな成長戦略として位置付けられる可能性もあり、資産運用を投資立国として新たな成長産業として位置付ける国民合意がコロナ後の新常態に求められる。

