

ストックから見た日本経済の課題

～求められる投資効率の改善～



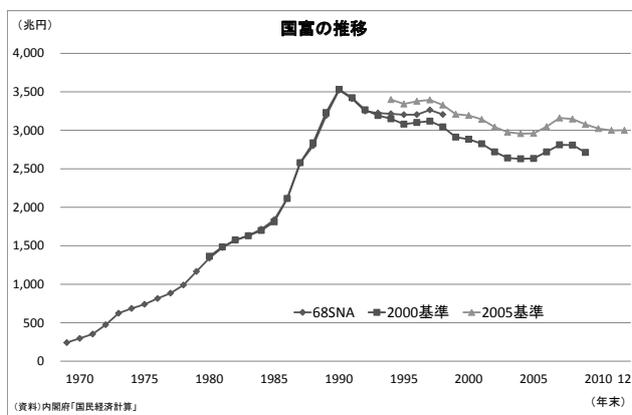
専務理事 樋 (はじ) 浩一
haji@nli-research.co.jp

1——減少傾向の国富

1 | 土地資産の減少

2012年度の国民経済計算確報によれば、2012年末の日本の国富は3000兆円だった。2011年末の2999兆円からは増加したものの、減少傾向が止まったとはいいがたい。1969年末の国富は、現在とは違う古い体系で推計された数字があり242兆円であった。残念なことに日本では長期的に比較可能な国富の統計が発表されていない(注1)。本稿では厳密に言えば比較はできないものの、3つの異なる基準(68SNA、93SNA2000年基準、93SNA2005年基準)による統計数値を使った推移をみることで、長期的な傾向を読み取ろうと試みている。

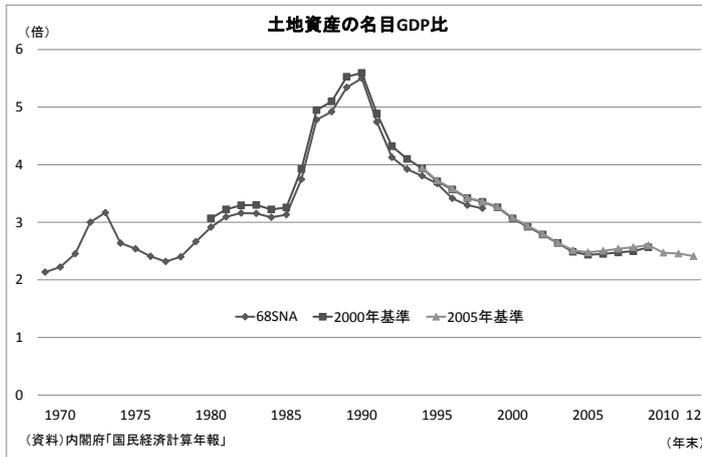
消費者物価がこの間に約3倍に上昇していることや、統計の基準の差などを考慮しても、日本の国富は大幅に増加してきたことは間違いない。国富が次第に増加していくという傾向が大きく変わったのは、1990年代初めにバブル景気が崩壊してからである。1980年代後半のバブル景気の時期に国富は急速に増加して、1990年には3500兆円程度にまで達したが、バブル崩壊後は減少基調が続いてきた。



バブル崩壊後に日本の国富が減少傾向となった原因は、土地資産が減少してきたことだ。土地資産は1969年末の132.8兆円から1990年末に2365兆円に増加し、その後は減少傾向となっている(68SNA)。バブル前後の時期が比較可能な統計(93SNA2000年基準)では、1990年末の2477兆円をピークとして2005年末には1221.9兆円へ、ほぼ二分の一に減少している。

土地資産が減少したということの意味は、道

路や橋などの実物資産の増減に比べると分かりにくいところがある。物の価値であれば、自動車1台の価値は価格が高くなって安くなっても、自動車1台分で変わらないはずだから物価の変動分を除いた方がより真実に近いと考えられる。一方、金融資産や土地資産の増減を建物や機械などの実物資産と同じように扱うわけには行かない。土地資産の場合には、日本の国土面積が拡大したり縮小したりしているわけではないし、土地は建物や機械のように老朽化して使えなくなって減ってしまうということもないので、物理的な土地の量は基本的に変わらない。国富が物価の変動を含めた名目で論じられるのは、このような理由があるものと考えられる。

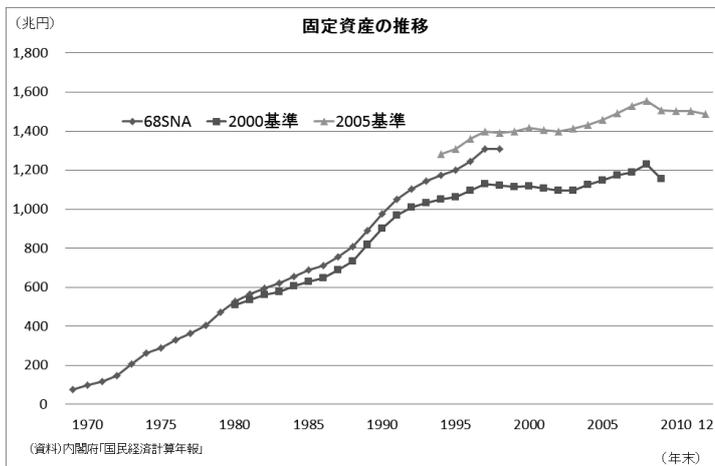


土地資産が大きく減少して国富が減少したことをどう考えるべきだろうか？土地のような資産の価値を考える際の基本は、資産の価値はその資産が将来生み出す価値の合計だという考え方だ。この考え方に基づいて、名目GDPの一定割合が地代として土地所有者に支払われ名目経済成長率も金利も一定だという条件で土地の理論価格を考えれば、日本国内の土地資産総額の名目GDPに対する比率は一定となる。
(注2)

日本国内の土地資産額の名目GDP比が1980年代後半に急上昇したことは、当時は名目経済成長率が高まったり、これまで考えられていたよりも金利が低い水準で推移したりすると予想されたためだと考えられる。その後の土地資産額が大幅に減少してしまったのは、1994年時点で考えていたほどには日本経済が成長せず土地が生み出す利益が増えなかったためだと解釈することができる。

2 | 増加を続ける固定資産

国富の中から金融資産と土地や在庫を除いて、住宅や建物、工場の機械設備などの固定資産だけを取り出してみると、土地のような大きな資産額の変動は見られず、ほぼ一貫して増加傾向にある。国富の減少という見かけとは異なって、日本経済は着実に実物資産を蓄積してきたと言える。



ただし、1990年代末以降は物価が下落基調となったこともあって、名目価格で評価されている固定資産の金額は増加が非常に緩やかになっている。

実物資産の中で国富に計上されるのは生産に使われるものだけで、普通は財産だと考えられている自家用車やテレビ、パソコン、家具などの耐久消費財は入っていない。国民経済計算確報では、家計が保有している主要な耐久消費財

の残高を2012年末で130兆円余りと推計している。耐久消費財の資産額は約3000兆円という国富全体の規模に比べると大きなものではない。ちなみに持ち家は国富の一部だが、所有者が自宅に家賃を支払っていると見なす「帰属家賃」という考え方をし家賃相当額がGDPに計上されている。

2——低下する資産効率

1 | 日米の資産効率の比較

ビルや住宅などの建物をどんどん建設し、工場に生産設備を設置していけば、物理的には有形固定資産は増える。しかし、それだけで日本経済が豊かになるというものではない。入居者のいないビルや生産が行われていない工場は、確かに実物の資産はあるが、何も生み出さなければ経済的な価値は無いからだ。1980年代後半のバブル景気で大量に建設された工場やリゾートホテルなどが、過剰設備となって日本経済の重荷になってきたことは明らかだ。

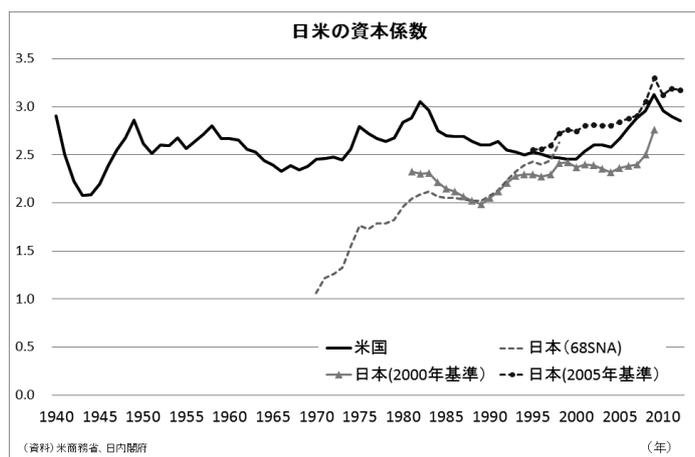
資産に価値があるのは、そこから生まれるモノやサービスに価値があるからで、資産そのものに固有の価値があるわけではない。ビルを建設したり機械を制作したりする費用で資産の価値が決まるわけでもない。都心の高層ビルは高い賃料を得ることができるので価値があるが、山奥に高層ビルを建てたとしても、建設するのは都心よりも多くの費用がかかるものの、誰も利用しないので価値はほとんどゼロだ。

さて、有形・無形の固定資産は、富であると同時に生産に使われる手段だ。1円のGDPを生み出すために、どれだけの固定資産が使われているかは資本係数と呼ばれるが、日米の資本係数の長期的な推移はかなり違った動きをしている。

米国の資本係数は第二次世界大戦後投資ブームや景気変動の影響を受けて多少の上下はあるものの、長期的にはほぼ横ばいといえるだろう。最近では2007、8年頃の住宅バブルの時期に3を超える

水準に上昇したが、この時期には過剰な住宅投資が行われるなど効率の悪い投資が行われて資産の効率が低下している。住宅バブル崩壊後は米国の住宅投資が大きく落ち込んでいるなど固定資産への投資が減少したので、米国の資本係数は今後もう少し低下し、横ばいのトレンドに回帰する可能性が高いだろう。

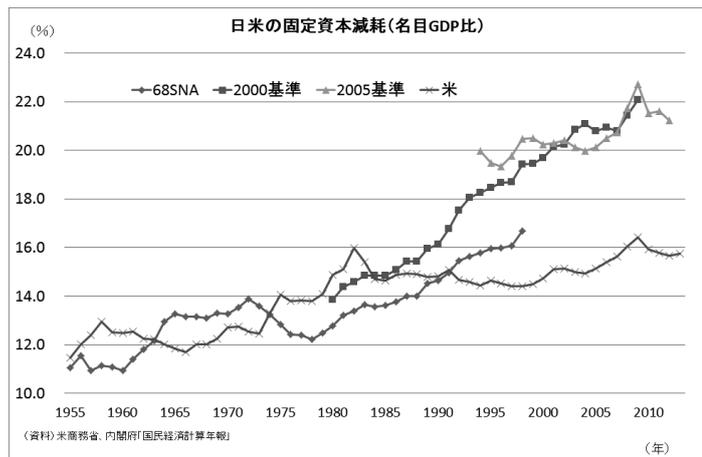
一方日本の資本係数は明らかに長期的に上昇傾向にある。1970年頃には米国よりもはるかに低い水準にあったものの、2012年には3.17となって米国を上回った。日本の資本係数が米国よりもはるかに低かった時代には、同じ1兆円の設備で日本は米国よりも多くのGDPを生み出していたということであり、日本の方が投資の効率が高かったことを意味している。高度成長期に日本の設備投資が非常に活発であったことは国内の豊富な貯蓄のおかげであるが、企業側にも投資による収益が大



きいという誘因が大きかったことを意味している。一方日本の資本係数が米国よりも高くなったということは、日本の投資効率が米国よりも低くなっていることを意味している。

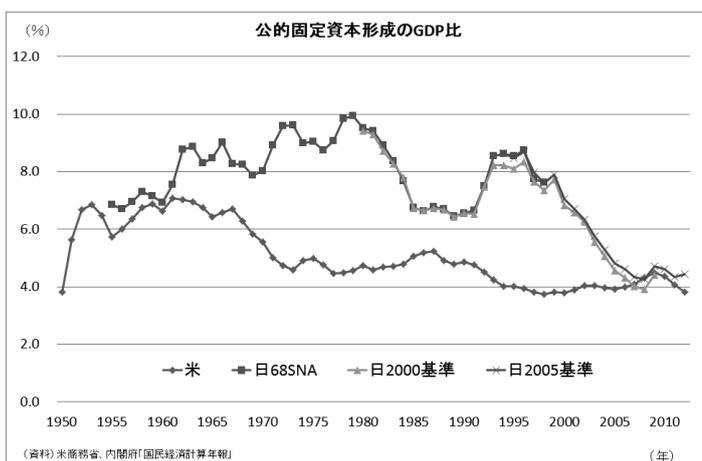
日本経済の投資効率の低下は、固定資本減耗の GDP に対する比率が長年にわたって上昇していることにもうかがわれる。日米の動きを比較すると、1980 年代半ば頃から日本と米国の固定資本減耗の名目 GDP 比はかい離が目立つようになり、2012 年では日本が 21.2%に達しているのに対して、米国は 15.8%とかなりの差が生じている。

固定資本減耗は、建物や設備などのような固定資産を生産に使うことで摩損や損傷が生じ価値が低下することを評価した額である。企業の会計で言えば減価償却費に相当する項目であり、設備などを維持・更新するためのコストだ。名目 GDP に占める固定資本減耗の割合が上昇していることは、GDP のより多くが既存の生産設備を維持することだけに費やされていて、国民の生活を豊かにする生産や消費の拡大に使えない部分が増えていることを意味している。



2 | 投資効率低下の原因

日本の方が米国に比べて資本係数や固定資本減耗の GDP 比が高いことの原因として、第一には、1960 年頃から 2000 年頃まで、ほぼ一貫して日本の方が公的固定資本形成の GDP 比が高かったことが考えられる。公共投資で建設した社会資本も毎年 GDP を生み出しているが、民間企業の資本に比べれば同じ 1 円の資産が生み出す GDP は少なく、経済成長には寄与しない可能性が高い。

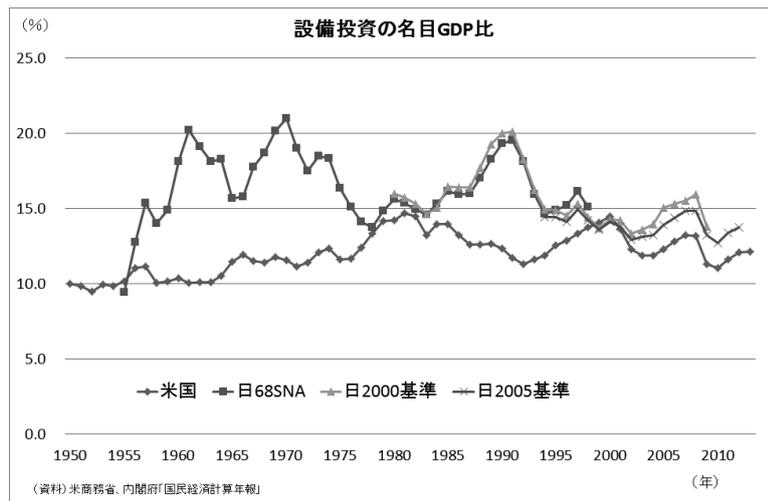


企業活動に伴って原材料や製品の輸送に道路が使われるなど、社会資本の利用が経済活動に貢献していることは明らかだが、これを推計することは難しい。このため国民経済計算では、道路、ダム等などの社会資本も利用によって磨耗・損傷するものと考えて、毎年固定資本減耗を計測し、同額を政府最終消費支出に計上している（注3）。

社会資本の生み出す GDP について、道路や橋などの利用から国民が得ている利益を正確に計算することができれば、現在行われている推計方法よりも大きな GDP を生み出しているとされる可能性がある。しかし、企業活動で使われた社会資本の生産分は、企業の生産活動に投入されたことになるので、社会資本の生み出す生産物が計測できたとしても、日本経済の GDP を大

大きく増やすことにはならないと考えられる。また、極めて利用度の低い社会資本では、そもそも国民は建設費用に見合うような便益を得ていないだろうから、推計方法の変更がむしろ GDP を縮小させる可能性もある。

第二に考えられる原因は、日本の方が米国よりも設備投資の比率が高いことである。1970年代半ば頃までは、日本の経済成長率は名目でも実質でも米国に比べてはるかに高かった。日本の経済成長率が米国よりも高かった時代には、企業の設備投資が米国に比べてはるかに高い水準であったことは、経済成長を支えるために必要であった。しかし、日米の経済成長率は1980年代にはほぼ同水準となり、1990年代以降は日本の方がむしろ低くなっている。



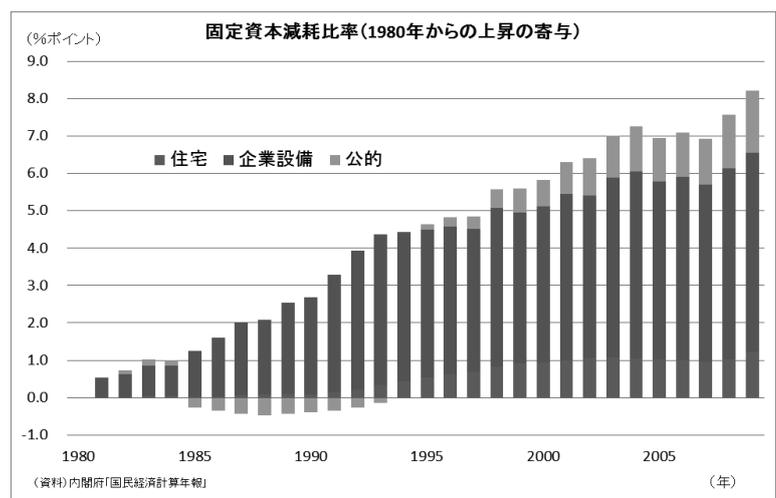
高度成長期の設備投資は、資本係数が低かったことに見られるように、効率の高いものであったが、日本経済の資本蓄積が進んだため、次第に投資の効率は低下していったと見られる。特にバブル景気の1980年代後半に企業の設備投資の名目GDP比が高度成長期並の20%程度にまで達したことが、過剰な投資であったことは明らかだ。企業会計では減価償却費が、国民経済計算では固定資本減耗が、日本の所得を圧迫する原因

となった。バブル崩壊後の1990年代以降は、日本の方が米国よりも多くの設備投資を行いながら生産の伸びは低かったため、結果的には設備投資が経済成長に繋がらず投資効率はさらに低下する原因となった。

日米の固定資本減耗比率が1980年代半ばからかい離した原因を見るために、この時期をカバーしている日本の統計データ(93SNA2000年基準)で、1980年を基準にして住宅、企業設備、公的のそれぞれがどれだけ寄与したかをみたのが右図である。

1980年から2009年までの間に、固定資本減耗の名目GDP比は8.2ポイント上昇している。このうち企業設備によるものは5.3ポイント分で、

これが最も大きい要因だ。景気循環によるプラス・マイナスはあるものの、ほぼ全期間にわたって



企業設備は上昇要因となっているが、1980年代半ばから1990年代初めにかけての上昇が大きかった。バブル崩壊によって設備投資が低迷した1990年代半ばは、若干比率を押し下げる方向に寄与している。

公的部門による上昇は、1.7ポイント分である。1980年代後半に公共投資が抑制されていたことから、1980年代半ばから1990年代初めにかけては押し下げ方向に寄与していた。1990年代初めにバブル景気が崩壊した後に、景気対策として公共事業が実施されたことから、1990年代後半からは押し上げ要因になっている。

民間の住宅による上昇は1.2ポイント分で、1990年代と2008、09年に押し上げが大きかった。これは、この時期に景気対策として住宅投資の刺激が行われたためと考えられる。

3——人口減少と投資

1995年頃をピークに日本の生産年齢人口が減少に転じ、2008年頃からは総人口も減少し始めた。人口が増加を続けている米国のような国に比べて低い設備投資水準でも、日本の一人当たりの生産設備ストックの量は高い伸び率になる。人口高齢化でおこる労働力の不足を単純に機械設備の増加で補おうとすると投資効率の低下を招くことになる。

しばしば指摘されるように、一人当たり生産設備を増加させても投資効率が低下しないようにして高い経済成長を実現するには、技術進歩が必要である。この際に科学や工学的な技術も、より新しい技術の発明・発見により経済的な価値が低下することには留意が必要であり、経済成長戦略では慎重な検討が必要であろう。

以上みてきたように、日本の設備投資は米国に比べて効率が悪いことが示唆されるが、日本の国民経済計算では、長期にわたって整合性のある推計が行われていないため、米国との厳密な比較は困難だ。長期的な構造問題の分析には長期にわたる統計の整備を期待したい。

(注1) 国民経済計算は、生産・分配・支出・資本蓄積といったフロー面や、資産・負債といったストック面も含めた経済の全体像を体系的に記録したものである。国連で定められた国際基準(SNA)に準拠して作成されており、5年に一度基準年の変更が行われる。現在日本で公表されているものは、93SNAに基づく2005年基準の統計である。

(注2) 日本の土地資産額を W としたとき、GDPの一定割合 k が地代に分配されるとすると、経済成長率を g 、金利を r 、リスクプレミアムを ρ とすると、理論的な日本の土地資産総額は

$$W = k \times \text{GDP} / (r + \rho - g) \text{ となる。}$$

(注3) 68SNAでは固定資産にはコンピューターのソフトウェアのような無形固定資産が含まれておらず、道路やダムなどの社会資本の減耗は推計されておらず、直接GDPを生み出さないという取り扱いをしていた。