

# 久留米大学大学院比較文化研究科博士学位申請論文

アベノミクス下における金融および財務指標の変化

呉 皖蘇

# 目次

はじめに .....	4
第1章 「失われた20年」からアベノミクスへ .....	6
1.1 「失われた10年」と「失われた20年」 .....	6
1.2 バブルとその崩壊 .....	7
1.3 1990年代以降の日本社会の変貌 .....	9
1.4 「失われた20年」の間に起こった転換 .....	11
1.5 リーマンショックと政権交代 .....	13
1.6 第2次安倍内閣の発足と日銀の異次元金融緩和 .....	15
1.7 本章のまとめ .....	17
第2章 アベノミクス下の経済の変化 .....	20
2.1 データについて .....	20
2.2 日銀の異次元金融緩和 .....	20
2.2.1 2015年までの異次元金融緩和 .....	20
2.2.2 2016年以降の異次元金融緩和 .....	24
2.3 異次元金融緩和がもたらしたもの .....	25
2.3.1 ドル円レートと日経平均 .....	25
2.3.2 GDP .....	26
2.3.3 主な景気動向指標 .....	29
2.4 本章のまとめ .....	31
第3章 アベノミクス下の企業財務の変化 .....	33
3.1 財務データについて .....	33
3.2 財務内容の推移 .....	34
3.3 業種別に見た財務内容の推移 .....	36
3.4 本章のまとめ .....	43
第4章 アベノミクス下における株価と財務指標の推移 .....	44
4.1 対象と方法 .....	44
4.2 時価総額と財務指標の推移 .....	44
4.3 業種ごとに見た変化 .....	46
4.4 時価総額と各指標の関連 .....	48
4.5 本章のまとめ .....	51
補足4.1 変数選択法による最適回帰式の探索について .....	52
第5章 議論 .....	54
5.1 アベノミクス下で起こったこと .....	54

5. 2 企業価値と株価について .....	57
おわりに .....	59
参考文献 .....	60

## はじめに

戦後の日本経済は、少なくとも3つの発展段階があった。朝鮮戦争が始まった1950年代からオイルショックが起こった1973年までの高度経済成長段階、それから1990年前後のバブル崩壊までの年率4~5%成長の安定成長段階、そして、現在までの年率0~1%成長の低成長段階である。高度成長段階は米英などからの技術や資金援助によるキャッチアップ過程、続く安定成長段階は次々と家電製品が普及していった大量生産・大量消費社会の完成過程ということで、それほど異論はないと思う。低成長段階は、脱工業化や少子高齢化、人口減少などのキーワードとともに語られることが多いが、他の先進国との比較などから「不当に生産性の伸びが低かった時期」であり、改革や改善によってもっと高い成長率が可能であったはずとする議論も根強い。それは「失われた20年」という言葉の持つ「もっと高い成長が可能でなかったか」というニュアンスと符合する。

日本を除く、1990年以前にOECDに加盟した先進23か国の1990年から2007年までの実質成長率を求めると、平均2.93%、中央値2.72%、下位四分位2.20%、最小値1.45%であり、いずれも日本の1.29%より高い[0-1]。これが1990年以降の日本を「失われた20年」とする根拠の一つとなっている。

このような中、2012年の総選挙において、安倍総裁率いる自自由民主党は「日本を取り戻す」というキャッチコピーのもとに成長の復活を訴えて、圧勝した。その後に打ち出されたのがアベノミクスという壮大な実験であった。

安倍首相がアベノミクスに辿り着いた過程については、軽部が『官僚たちのアベノミクス』[0-2]において記している。彼によれば、それはリフレ派による折伏であり、インフレターゲットを設定した上での大規模金融緩和によって、「金融緩和→円安→株高→企業利益改善→賃金増加→物価上昇」というシナリオを信じこませる過程であったとする。実際に安倍内閣の発足後、日銀との共同でのインフレ宣言、日銀の異次元金融緩和の開始が始まると、円安→株高が続き、企業の業績が改善して、未曾有の人手不足といわれるまでになった。しかしながら、インフレ目標は現在まで達成されておらず、政府の債務は大きく増大し、日銀のバランスシートも歪なまでに肥大化している。

果たしてアベノミクスは成功だったのか、失敗だったのか。この問いはまだ早いかもしれないが、現実起こった「株価の上昇」と「企業業績の改善」の関係については、ある程度実証的な検証が可能な段階にきたと考えられる。当初に始まった「円安」と「株高」は単にインフレ期待によって引き起こされた現象としても、実際にそれが企業業績とどうリンクしていったのか、これは企業価値の捉え方にもかかわる興味深い問題と思われる。

本研究は、このような観点から、企業価値論を視野において、アベノミクス前後のさまざまな経済指標と株価および企業財務の変化を実証的に検証して、何が起こったのかを明らかにすることを目的としている。

本論文の構成は次のとおりである。「第1章 『失われた20年』からアベノミクスへ」では、プラザ合意に始まる円高不況とバブル経済、その崩壊から失われた20年までを概観し、アベノミクスに至った過程を客観的に検証している。「第2章 アベノミクス下の経済の変化」では、異次元金融緩和で引き起こされた変化をまとめている。日銀と民間銀行のバランスシートの変化にも注目し、アベノミクス後も視野に入れている。「第3章 アベノミクス下の企業財務の変化」では、東証一部上場企業の財務内容の変化を検証し、アベノミクスによって企業財務も確実に改善されたことを明らかにしている。「第4章 アベノミクス下における株価と財務指標の推移」では、時価総額と財務指標の変化について分析を行い、株価の動きが財務内容と複雑に関わっていることを導いている。「第5章 議論」ではこれらの結果について考察を行い、アベノミクスの正味のプラス面と、今後に残された問題を論じている。

## 第1章 「失われた20年」からアベノミクスへ

### 1. 1 「失われた10年」と「失われた20年」

図1.1は1970年以降における日本の実質GDPと成長率の推移を示している。戦後の高度経済成長は1973年の第1次オイルショックを契機として終わったが、1975年以降も日本経済は4～5%というかなり高い成長を維持していた。その最終段階が1980年代後半のバブル期であり、バブルが崩壊した1990年代から「失われた10年」、のちに「失われた20年」<sup>1</sup>と呼ばれる長い低迷期に入った。

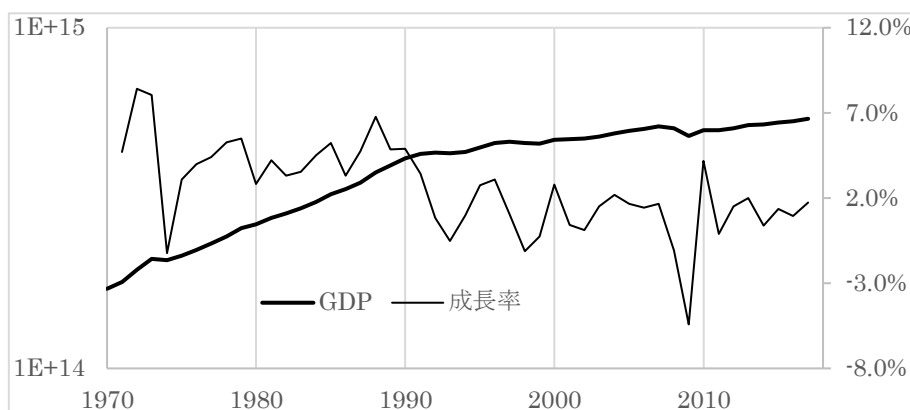


図1.1 1970年以降の実質GDP（2010年価格）と成長率（出所[1-1]）

「失われた10年」および「失われた20年」の原因についてはさまざまな主張がなされている。1990年代は不良債権処理の遅れを挙げるケースが多いが、その後は、生産性上昇鈍化による潜在成長率低下などが指摘されている[1-2]。また、藻谷は『デフレの正体』[1-3]において、失われた20年は人口減少が原因と主張した。人口減少と経済成長の関係についてはそれ以前からさまざまな議論があり、これは現在もなお収束していない[1-4, 1-5, 1-6]。このような中、アメリカの経済学者クルグマンは、「失われた10年」の原因が「流動性の罠」にあると主張した[1-7, 1-8]。これら相反する主張のいずれに与するかで対策は大きく変わり、大幅な金融緩和へと踏み込んだ第2次安倍内閣はクルグマンの主張を選択したといえる。ともあれ、アベノミクスをどう評価するかは、「失われた20年」をどう捉え

<sup>1</sup> 「失われた10年」と「失われた20年」をそれぞれいつからいつまでとするかについては議論が分かれるが、本論ではGDP成長率がほぼゼロまで下がった1992年を出発点として、2002年までとアベノミクスが始まる直前の2012年までとしている。

るかという問題と切り離せない。このことから、本章では「失われた 20 年」について概観する。

## 1. 2 バブルとその崩壊

バブル経済は 1985 年のプラザ合意に端を発している。1981 年、緊縮財政路線のカーター前大統領を破って第 40 代アメリカ大統領となったレーガンは、減税と金融引締めをセットとした経済政策、いわゆるレーガノミクスを開始した。しかし、減税は大幅な財政赤字を、金融引締めによるドル高は貿易赤字をもたらし、このアメリカの「双子の赤字」が世界経済の不安定要因と見なされるに及んで、1985 年にプラザで G5 蔵相・中央銀行総裁会議が開かれ、為替レート安定化に向けた合意、いわゆるプラザ合意が成立した。これを受けて、ドル高是正に向けた G5 による協調介入が実施され、日本は急激な円高に見舞われた。図 1.2 に示しているように、1985 年 9 月 20 日に 1 ドル 240.1 円であったドル円レートは、2 か月後の 11 月 20 日には 15% 高の 203.45 円、半年後の 1986 年 3 月 20 日には 27% 高の 176.37 円まで高騰した。このような急速な円高は輸出産業を直撃し、ピークを過ぎつつあった景気は一気に悪化して、いわゆる円高不況が始まった（図 1.3）。

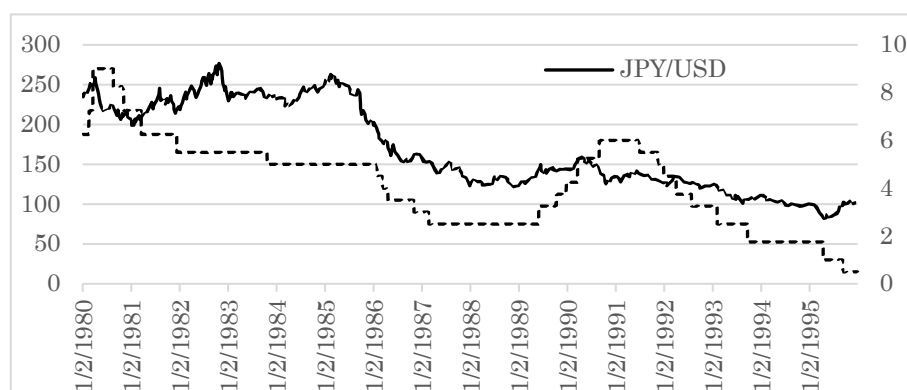


図 1.2 ドル円レート（JPY/USD）と公定歩合の推移（出所[1-9][1-10]）

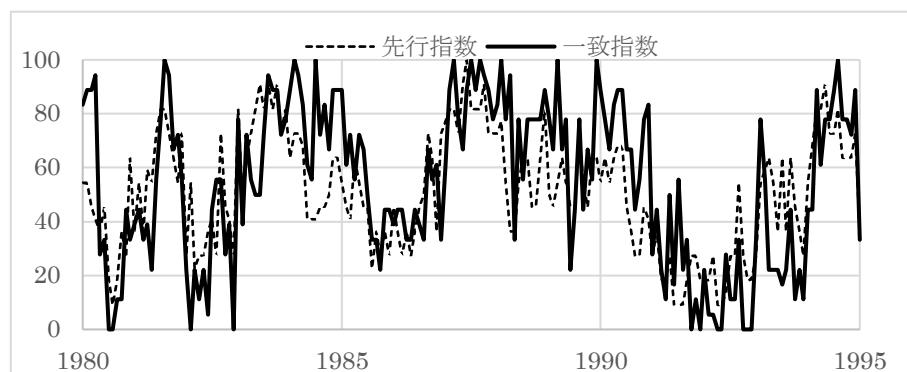


図 1.3 1980～1995 年における景気動向指数の推移（出所[1-11]）

この事態に対して、日銀は 1986 年 3 月から矢継ぎ早に公定歩合の引下げを実施し、1987 年には 2.5% まで下げて、超低金利時代と呼ばれた（図 1.2）。さらに、無担保債を含めた金融規制緩和の実施や、団塊世代が 40 歳代に入って住宅実需が急増したことなどが重なり、大幅な不動産ブームと株式ブームが広がった。

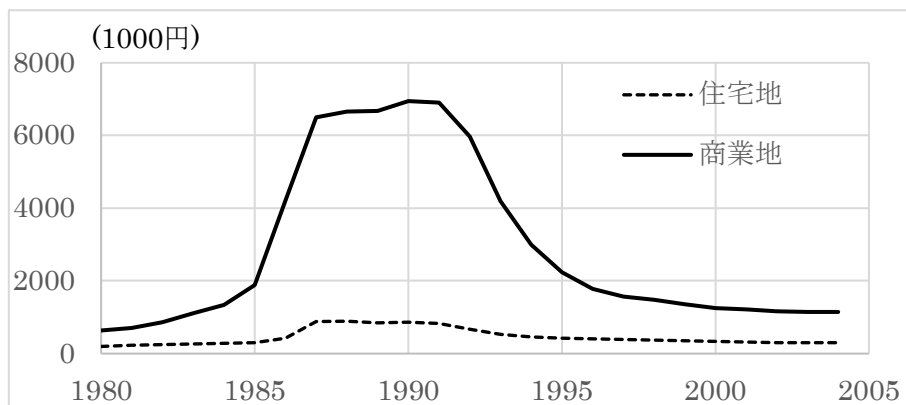


図 1.4 東京都の地価（1 m<sup>2</sup>当たり）の推移（出所[1-12]）

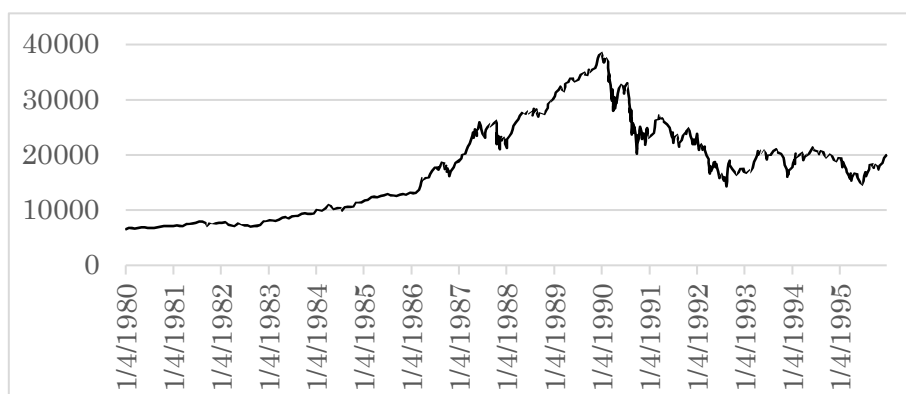


図 1.5 日経平均の推移（出所[1-13]）

図 1.4 は東京都の地価，図 1.5 は日経平均の推移であり，いずれも 2 年から 3 年で 3 倍以上跳ね上がった。このようなバブルを後押ししたのが金融機関であり，土地や有価証券を担保とした貸出が急増した（図 1.6）。1985 年に 237 兆円であった貸出総額は，1990 年に 443 兆円と 2 倍近くにまで跳ね上がった。さらに，住宅専門の金融機関である住専（住宅金融専門会社）なども登場してバブルに踊った。

しかしながら，1990 年に入ると日経平均は急激な反落を示し，次いで不動産価格も下落して，バブルは崩壊した。その原因については，図 1.2 にも示されている日銀の急激な金融引締めのほか，不動産取引の総量規制，国際決済銀行による自己資本規制などさまざまな議論があるが，おそらくはこれらの総合的な結果というべきだろう。数年で地価も株価も元に戻り，後に不良債権が残った。



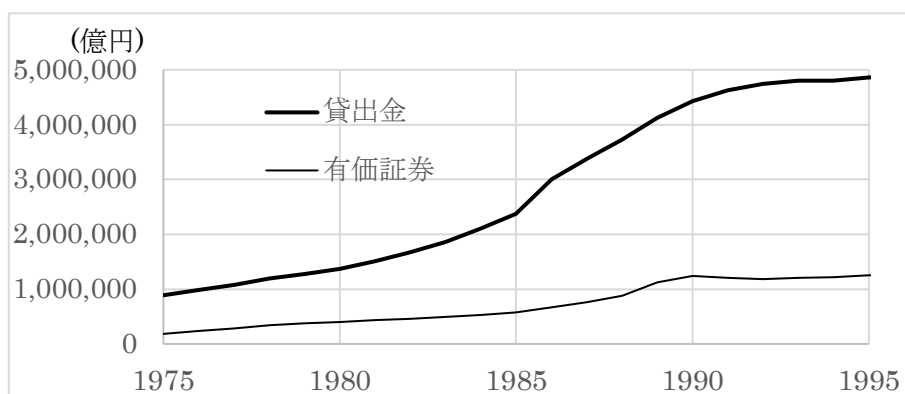


図 1.6 国内銀行の貸出金と有価証券保有高の推移（出所[1-12]）

不良債権とは、地価の下落などによる担保割れの債権であり、その残高は定義などによって変動するが、1993 年から 1995 年は 13 兆円前後であったものが 1998 年には 30 兆円前後まで膨れ上がったとされる[1-14]。その負担は特に不動産融資が多い長期金融機関に深刻で、まず住専が次々とつぶれ、1998 年には日本を代表する 3 大長期金融機関のうちの 2 つ、日本長期信用銀行と日本債券信用銀行が破たんし、北海道拓殖銀行の破たん、4 大証券会社の 1 つである山一証券の廃業とともに、バブル崩壊の余波はピークに達した。このため、国は金融機関の救済に向けて総額 12 兆円を超える公的資金を注入し、これによって不良債権問題は 2000 年代半ばに解決したとされている。

以上のように、少なくとも「失われた 10 年」については、途中で消費税引き上げやアジア通貨危機を挟んで、バブル崩壊後の不良債権処理に要した期間という文脈で語られることが多い。しかしながら、不良債権だけでは「失われた 10 年」が「失われた 20 年」となり、アベノミクスの出動に至った過程は、おそらく捉えられない。

### 1. 3 1990 年代以降の日本社会の変貌

景気が悪くなれば、一般に財政政策と金融政策が実施される。財政政策からいうと、アメリカからの内需拡大要請もあって、政府は大盤振る舞いといえる公共支出を続けてきた。図 1.7 に示すように、日本政府の債務残高は 1995 年の 326 兆円から 2005 年の 827 兆円まで 10 年間で 501 兆円の増加となり、2013 年には 1000 兆円を超えた。

金融政策でも、限界までの努力が続けられた。図 1.8 は公定歩合（後に基準貸付利率・基準割引率に呼称変更）と無担保コールレートオーバーナイト（ON）である。1991 年から公定歩合は速いテンポで引き下げられ、1994 年の金利自由化で新たに政策金利となった無担保コールレート ON も 1995 年には 0.5%以下に抑えられた。さらに、1999 年には日銀総裁が「ゼロでもよい」と評したレベルまで下げられて、いわゆるゼロ金利政策が始められた。

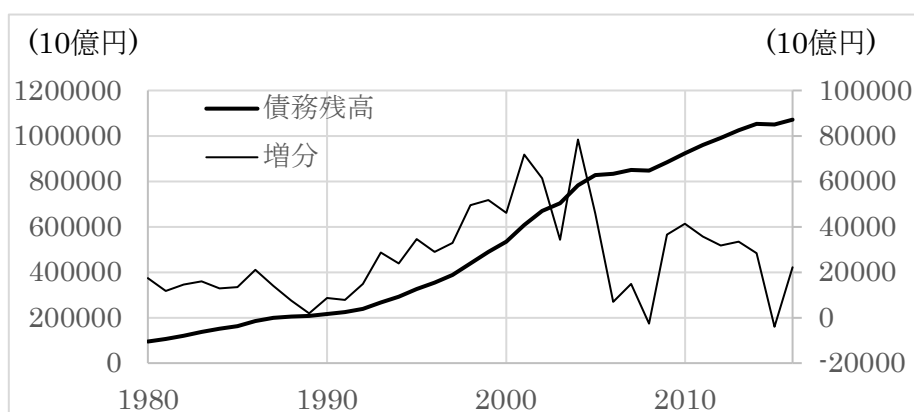


図 1.7 国の累積債務の推移（出所[1-12, 1-15, 1-16]）

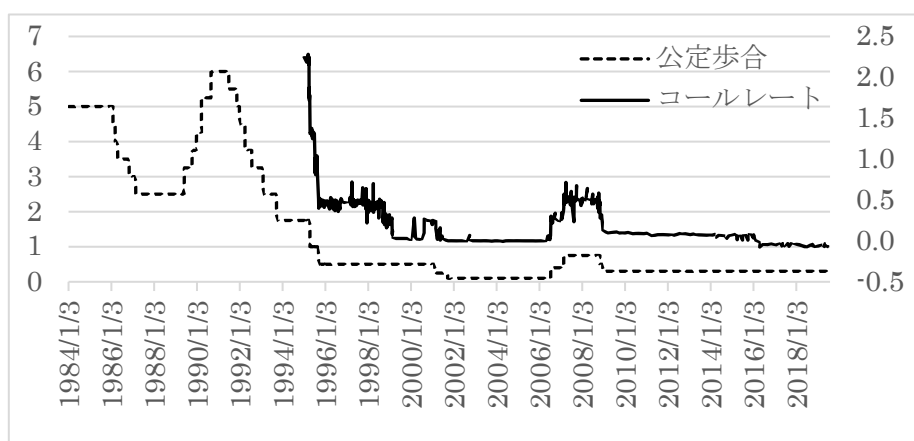


図 1.8 1984 年以降の公定歩合（後に基準貸付利率・基準割引率）と 1995 年以降の無担保コールレートオーバーナイト（右目盛）（出所[1-10, 1-17]）

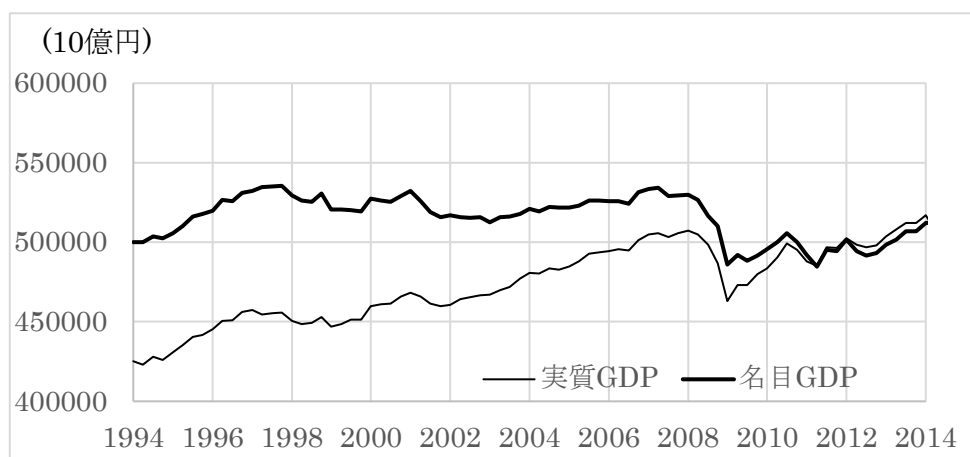


図 1.9 1994 年以降の名目および実質 GDP の推移（出所[1-18]）

図 1.9 は、改めて 1994 年以降の名目および実質 GDP（四半期，季節調整済）を示している。実質の伸びが名目を上回っていることから分かるように，1990 年代から 2000 年代まで物価はマイナスであり，いわゆるデフレスパイラルの状態にあった。図 1.10 はデフレを象徴する年間商品販売額と製造品出荷額で，1991 年をピークに減少トレンドを示している。

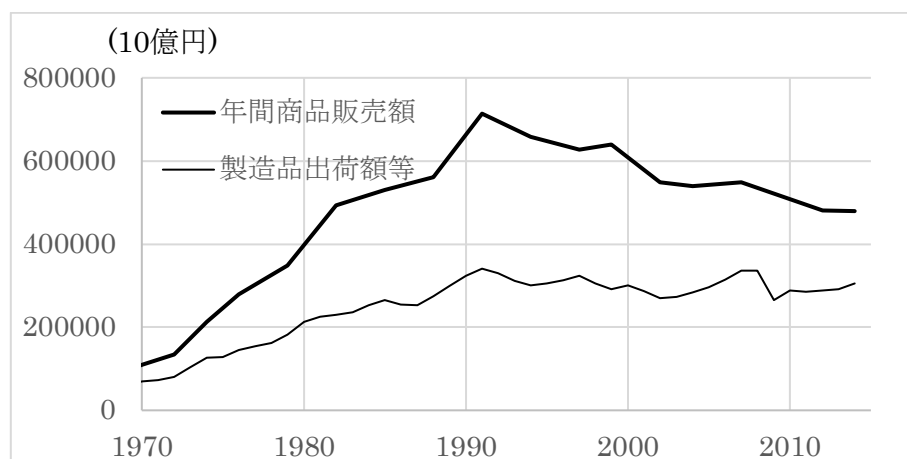


図 1.10 製造品出荷額等および年間商品販売額の推移（出所[1-19, 1-20]）

以上のように，10 年間で 1 年分の GDP に匹敵する国債発行という，いわば身の丈を大きく超えた財政出動と，究極のゼロ金利政策にもかかわらず，失われた 10 年は回復せず，「失われた 20 年」へと広がった。図 1.9 に示されているように，1997 年第 4 四半期に記録された四半期 GDP536 兆円（年計換算）を超えたのに 2016 年第 1 四半期まで待たなければならなかった。

もちろん，それぞれの時期にそれぞれの低迷の理由が存在している。1997 年は消費税引き上げとアジア通貨危機が，1998 年はロシア発の金融危機，2001～2003 年はアメリカの IT バブル崩壊，2007～2008 年はサブプライムに発する金融危機があり，その後に混迷の民主党政権時代が続いた。さらに，これらの低迷期に挟まれた拡張期もさしたる貢献をなし得ず，サブプライムショック前においてさえ，名目成長率は 1%前後でしかなかった。ついに「失われた 20 年」をひきずったまま，第 2 次安倍内閣の誕生を迎えた。

#### 1. 4 「失われた 20 年」の間に起こった転換

バブルが崩壊した後の 1995 年から 1996 年にかけて，名目成長率も実質成長率も 3%前後まで回復したが，行財政改革を掲げて発足した橋本内閣の増税の影響もあって，経済は再び下り坂へと向かった。「消費税引き上げがなければ」「もっと早く不良債権処理に着手しておれば」，経済談話でよく語られる「もしもあのとき」である。

既述したように，藻谷は生産年齢人口の減少がデフレをもたらしたと主張した[1-3]。経

済人口の減少は需要の減少に直結し、それゆえのデフレと見るべきであり、「もしも」で避けられた事態ではないとする指摘である。図 1.11 は人口、生産年齢人口および就業者数の推移である。人口は 2007 年頃、生産年齢人口は 1997 年から減少に転じた。就業者数もバブル崩壊後から伸びなくなっている。ただし、就業者数は女性と高齢者の動向が景気とリンクして変わることから、単純には論じられない。

ともあれ、生産という視点から見た労働が 1990 年代から伸び悩み、これからはかなりのペースで減少する。需要という視点から見ても、人口や生産年齢人口の減少がマイナスの効果をもたらすことは否定できない。

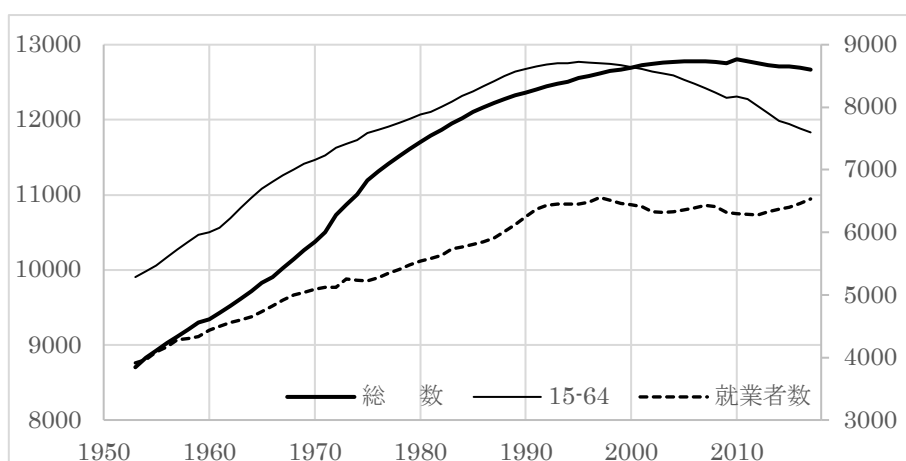


図 1.11 総人口、生産年齢人口（15-64）および就業者数の推移  
(単位：万人，出所[1-21, 1-22])

既述したように、人口減少と経済成長に関する議論はすでに古くから繰り返され、いままなお決着していない。とはいえ、人口減少はモノの消費を縮ませ、製造業の生産性が上昇すると、製造業の雇用は縮小に向かわざるを得ない。

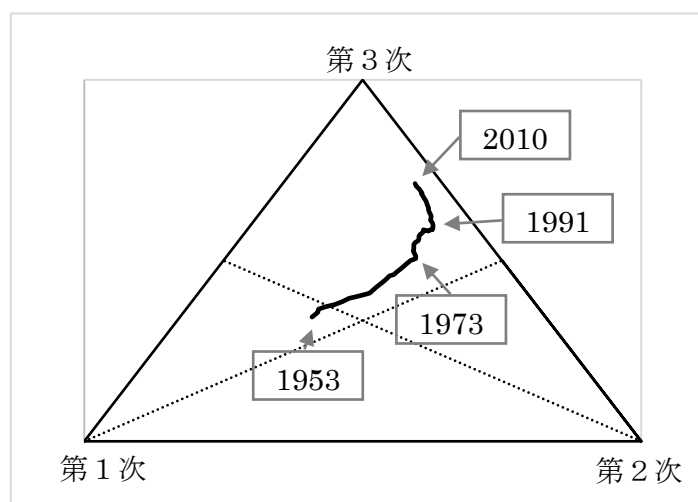


図 1.12 1953～2010 年における 3 産業就業者割合の三角グラフ（出所[1-23]）

図 1.12 は 3 産業構成の変化を表す三角グラフであり、日本では、成長段階の転換が産業構造の転換と密接に結びついてきたことが明瞭に示されている。すなわち、1953 年から 1973 年までの高度成長期は第 2 次産業と第 3 次産業が並行して成長した大量生産大量消費社会の形成過程であり、その後のオイルショックによって脱工業化が始まったものの、本格的な脱工業社会への転換はバブル崩壊によってもたらされた。図に示されているように、1991 年に日本経済は明確に方向転換を遂げている。言い換えるなら、バブル崩壊後の低成長には、高生産性分野である第 2 次産業から低生産性部門を多く含む第 3 次産業への転換が強く関わっている。さらに、低生産性部門の代表であるサービス産業などの需要は人口と直結しており、これからの人口減少の影響を避けられない。多くの楽観論には、この現実認識が抜け落ちている。

このように、「失われた 20 年」の背景には、脱工業化と人口減少もまた深く関わっている可能性がある。しかしながら、第 2 次安倍内閣は、クルグマンの説に沿うかのように、幻かもしれない流動性の罠に果敢に挑戦する道を選んだ。

## 1. 5 リーマンショックと政権交代

アベノミクスに入る前に、2008 と 2012 年の政権交代について触れておきたい。この発端は年金問題であり、2007 年の第 1 次安倍内閣時代に「消えた 5000 万円の年金記録」という旧社会保険庁の不祥事が明るみにでて、その年の参議院選挙で自民党は大敗した。このため、安倍首相は 1 年で退陣し、2009 年の総選挙では民主党（当時、以下同じ）が大勝して政権交代が起こった。

総選挙に当たって、民主党が掲げた公約は「税金の無駄遣いの削減」「子ども手当や公立高校の無償化」「地域主権」「脱官僚・政治主導」などであり、政府予算の見直しが中心となっていた。目玉事業とされた事業仕分けでは、たとえばスーパーコンピュータ開発助成で「2 位じゃ駄目なんですか」という質問が飛び出し、先端技術に対する見識の乏しさを露呈した。

民主党にとっての誤算は、政権交代がリーマンショックと重なったことにある。図 1.9 に示したように、2008 年に起こったリーマンショックによって、2009 年の GDP はマイナス成長となった。このため、当時の麻生内閣は大型予算を編成し、日銀は 0.5%であった政策金利の目標値を 0.1%まで引き下げた。「失われた 10 年」で実施され、かつ、効果が判然としなかったぎりぎりの財政政策と金融政策が再び繰り返されたことになる。このような中で政権を引き継いだ民主党には、選挙で掲げた公約が足かせとなる事態が招来した。

図 1.13 は需要項目別四半期名目 GDP のうち、家計消費（帰属家賃を含まない）、企業設備および純輸出を示している。いずれも 2009 年に大きく落ち込み、純輸出はマイナスとな

った。要するに、経済がかなり縮小したということである。このため、麻生内閣は 2009 年度に補正を含めて 100 兆円を超える大型予算を組み、景気のコ入れを行った（表 1.1）。このような状況で「無駄遣い削減」と「安心年金」を掲げて政権に就いた民主党にとって、財政拡大は禁じ手であり、2010 年度予算は 96.7 兆円、2011 年度当初予算はさらに減らして 92.4 兆円と抑えられた。ところが、今度は東日本大震災が起これ、復旧予算などによって、財政規模は再び 107.5 兆円まで膨れ上がった。

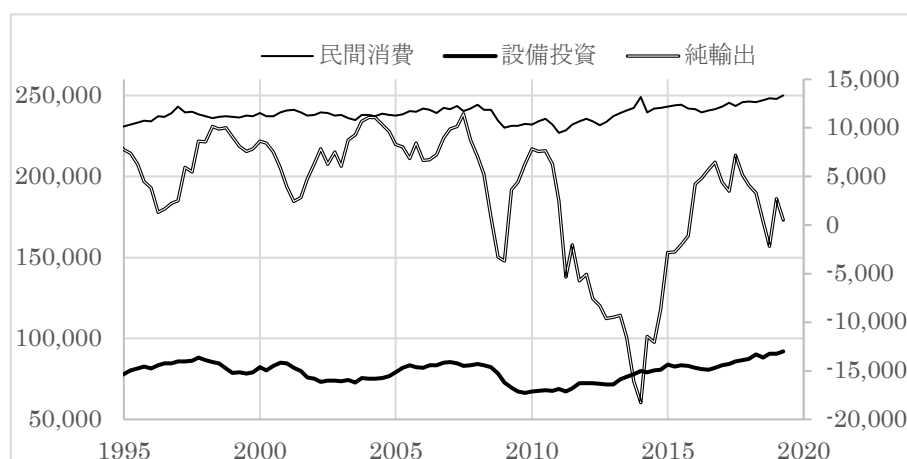


図 1.13 名目民間消費（帰属家賃を含まない）、企業設備投資および純輸出の推移（出所[1-18]）

表 1.1 一般会計経費別予算（補正含む）の推移（単位：兆円，出所[1-24]）

	2007	2008 当初	2008	2009 当初	2009	2010	2011 当初	2011	2012
社会保障関係費	21.4	21.8	22.8	24.8	28.8	28.6	28.7	29.9	29.5
文教及び科学振興費	5.5	5.3	5.6	5.3	6.3	5.8	5.5	6.4	6.4
国債費	20.5	20.2	19.9	20.2	19.3	20.2	21.5	20.3	21.5
地方交付税交付金	14.6	15.1	15.1	16.1	16.1	18.4	16.4	19.1	16.8
防衛関係費	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	5.1	4.8
公共事業関係費	7.4	6.7	7.3	7.1	8.8	6.4	5.0	7.8	7.0
その他	9.6	9.2	13.3	10.2	18.5	12.4	10.5	18.9	14.5
合計	83.8	83.1	88.9	88.5	102.6	96.7	92.4	107.5	100.5

既述したように、民主党政権は年金問題を追い風として政権交代を実現した。それゆえに、財政の健全化と年金制度の安定化が避けて通れない課題であったが、現実には肥大化した財政のために国債発行額を増やさざるを得ず、選択肢はきわめて少なかった。このような中、民主党 3 代目の野田内閣は、基礎年金の持続性を保証するべく、経費の 2 分の 1

を国庫負担とし、その財源として消費税アップを打ち出した。しかしながら、政権交代時に消費税据え置きを公約していたことから、この政策は国民の反発を招き、2012 年末の総選挙で民主党は 230 の議席を 57 に減らす大敗を喫して、第 2 次安倍内閣が誕生した。

## 1. 6 第 2 次安倍内閣の発足と日銀の異次元金融緩和

改めてリーマンショックから安倍内閣発足までの時系列を整理しておこう。

2007 年 10 月	欧米銀行が相次いでサブプライム関連損失を公表，ダウ平均下落開始
2008 年 9 月	リーマンショック
2008 年 12 月	アメリカの FRB がゼロ金利政策実施
2009 年 9 月	「消えた年金」問題などで支持率低下が続いていた自民党が総選挙で大敗，民主党鳩山政権が誕生
2010 年 6 月	菅内閣発足，公約になかった「消費税引き上げ」を掲げて，7 月の参院選で民主党大敗
2011 年 9 月	野田内閣発足
2012 年 2 月	野田内閣，「社会保障・税一体改革大綱」で消費税の引上げを閣議決定
2012 年 8 月	消費税を 2014 年と 2015 年の 2 段階で引き上げる法案が成立
2012 年 9 月	自民党総裁選で安倍総裁選出
2012 年 11 月	衆議院解散 自民党，選挙公約に「デフレ・円高からの脱却最優先」を打ち出す
2012 年 12 月	総選挙で民主党大敗，第 2 次安倍内閣成立へ
2013 年 1 月	安倍首相，記者会見で三本の矢を発表 1 月 21 日 政府・日銀共同声明[9]で 2%のインフレ目標を発表
2013 年 4 月	日銀，異次元金融緩和を公表

リーマンショック後の不況の中で実施された 2009 年総選挙において、民主党は次の 5 つの公約を掲げた。

1. 「ムダづかい」，総予算全面組み替え，天下り根絶，衆院定数 80 削減
2. 「子育て・教育」，中学卒業まで子ども手当，高校実質無償化，奨学金拡充
3. 「年金・医療」，年金制度一元化，月額 7 万円の最低保障年金，医師の数 1.5 倍
4. 「地域主権」，地方の自主財源増，農業の戸別所得補償制度，高速道路の無料化
5. 「雇用・経済」，中小企業法人税率引下げ，手当つき職業訓練制度，新産業育成

ここで経済に係る公約は5つであるが、20年に近くなりつつある「失われた10年」と足元のマイナス成長という状況を考えると、ほぼ無策というしかない。それでも、「消えた年金」に憤る国民は民主党を選択した。

そして3年後の2012年総選挙で、民主党は「2020年度までの平均で、名目成長率で3%程度、実質成長率で2%程度の経済成長をめざす」と目標を掲げ、そのための具体的方策としてグリーンエネルギー革命、第6次産業化など多くの施策を羅列したが、それまで3年間の実績から見るとリアリティに欠けるものでしかなかった。たとえば「政府・日銀一体でデフレ対策を強力に推進し、過度の円高に対しては断固たる措置を講じます」とあるものの、民主党時代は円高トレンドに具体的な対策が講じられないまま、2012年は1ドル70円台という超円高が定着していた（図1.14）。

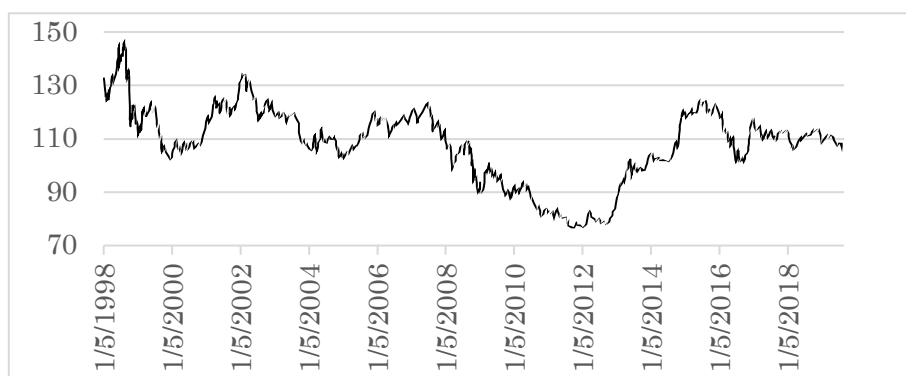


図 1.14 ドル円レート推移（出所[1-9]）

一方の自民党の公約は

「縮小均衡の分配政策」から「成長による富の創出」への転換を図ります。

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。

と明確に「成長」を打ち出した。

結果は自民党の大勝であり、2013年1月に安倍内閣は「大胆な金融緩和」「機動政策」「民間投資を引き出す成長戦略」からなる「3本の矢」を打ち出し、「大胆な金融緩和」については、1月22日の政府・日銀共同声明[1-25]において2%のインフレ目標と期限を定めない資産買入を宣言した。さらに2013年4月4日、2%インフレ実現の具体的な方策として、次の「異次元の金融緩和」[1-26]を発表した。

- 日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する
- 金融市場調節の操作目標を無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリー



ベースに変更し、マネタリーベースが年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う

- イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとともに、長期国債買入れの平均残存期間を現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度に延長する
- 資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF および J-REIT の保有残高がそれぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う
- 本緩和は、「2%の物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する

図 1.15 は無担保コールレートオーバーナイトと 10 年国債金利であるが、すでにゼロ金利政策に慣れていた市場は、この声明にわずかな反応しか示していない。

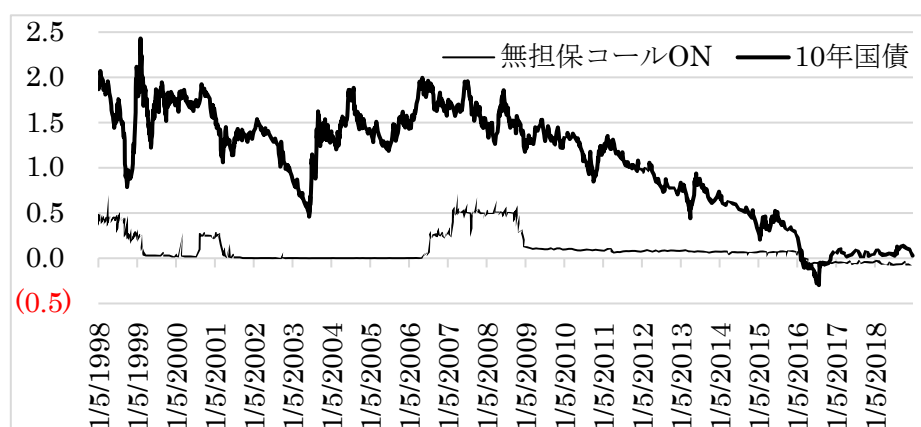


図 1.15 無担保コールレートオーバーナイトと 10 年国債金利（出所[1-9, 2-27]）

このように、政府と日銀ははっきりとインフレターゲット政策あるいはリフレーション政策へと舵を切った。既述したように、2013 年 1 月、政府は日銀との共同声明にインフレ目標を明記し、安倍首相はその実行責任者として、2013 年 3 月に黒田日銀総裁を就任させた。なお、安倍首相がリフレ派へと傾斜していった経緯については、軽部慶介が『官僚たちのアベノミクス』[1-28]に克明に記述している。

## 1. 7 本章のまとめ

本章の内容は次のようにまとめられる。

- ☆ 1980 年代後半、大幅な金融緩和のもとでバブルが進行、銀行の貸出が大きく増えた

- ✧ 1990年代に入ってバブルが崩壊し、経済成長率は低下、商品販売額や製造品出荷額なども減少トレンドに入った
- ✧ 最終的にはゼロ金利に至る徹底した金融政策、債務残高が10年で500兆円も増える大規模な税制政策が実施されたが、GDP成長は回復しなかった
- ✧ 失われた20年の前半は、遅れた不良債権処理なども一因として指定されたが、2000年代に入っても低成長は回復しなかった
- ✧ この間に人口減少や脱工業化が進行し、これも成長を下押しした可能性がある
- ✧ このような中、第2次安倍内閣が誕生し、アベノミクスへの取り組みが始まった

## 補足1 日本の人口減少について

日本の人口という場合、日本人に限らず、日本の居住するすべての人口を指している。したがって、人口の変化要因としては、出生・死亡という自然増減と、入国・出国という社会増減が加わる。

図1.16は統計局の『人口推計』で公表されている毎月の人口である。細かい上下があつて、最高点は見極めにくいだが、数字としては2008年12月の1億2809万9千人が最高値となっている。

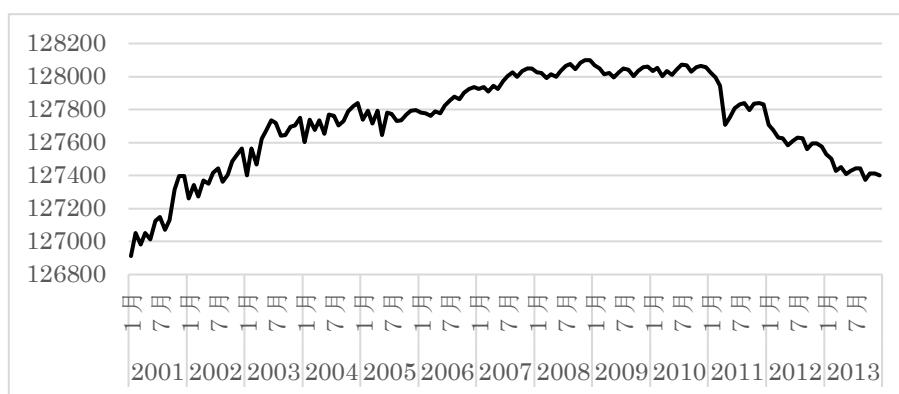


図 1.16 2001 年以降の毎月の推計人口（出所[1-21]）

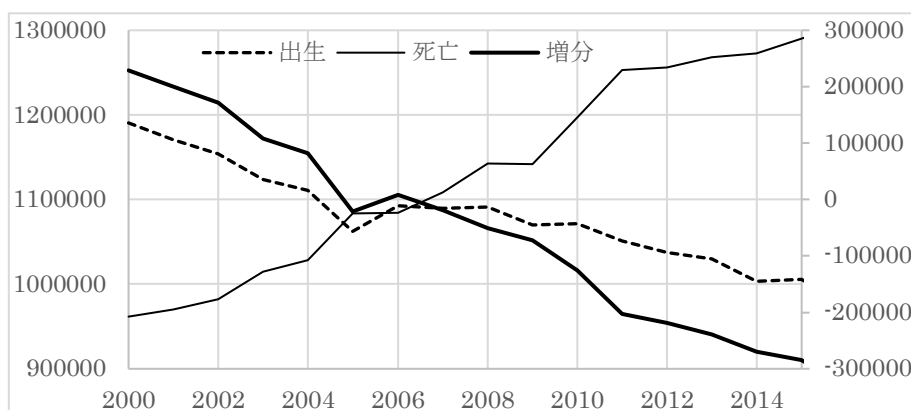


図 1.17 年間出生数、死亡数と増分の推移（出所[1-29]）

図 1.17 に示した自然増減では、2005 年に一度マイナスとなり、2007 年以降が連続してマイナスとなっている。

これらのことから、本論では 2008 年を人口減少開始としたい。

## 第2章 アベノミクス下の経済の変化

### 2. 1 データについて

アベノミクスが始まって6年が経過した。その評価については、なお賛否が分かれている。本論の目的はアベノミクスの採点ではないが、本章では、経済について、どう変化してきたかをできるだけ具体的に点検する。

本章で参照するデータは、以下のとおりである。なお、一部は前章までのデータと重複している。

- ✧ 消費者物価指数（月次）・・・総務省統計局統計センター『消費者物価指数』[2-1]
- ✧ 名目 GDP（四半期季節調整）・・・経済社会総合研究所『国民経済計算』[2-2]
- ✧ 景気動向指標・・・経済社会総合研究所『景気動向指数』[2-3]
- ✧ ドル円レート（日次，17 時）・・・日本銀行『時系列統計データ検索サイト』[2-4]
- ✧ 日経平均（日次終値）・・・Yahoo Finance[2-5]
- ✧ 無担保コールレートオーバーナイト（日次）・・・日本銀行『時系列統計データ検索サイト』[2-4]
- ✧ 10 年国債金利（日次）・・・財務省『国債金利情報』[2-6]
- ✧ マネタリーベース（月次）・・・日本銀行『時系列統計データ検索サイト』[2-4]
- ✧ 日銀バランスシート（月次）・・・日本銀行『時系列統計データ検索サイト』[2-4]
- ✧ 民間銀行バランスシート（月次）・・・日本銀行『時系列統計データ検索サイト』[2-4]

### 2. 2 日銀の異次元金融緩和

#### 2. 2. 1 2015 年までの異次元金融緩和

「3 本の矢」からなるアベノミクスの政策の中で、現実の経済社会に強いインパクトを与えたのは第 1 の矢、いわゆる異次元の金融緩和であることは異論がないと思う。以下、異次元の金融緩和の内容と実際の日銀および民間銀行のバランスシートの推移をまとめる。まず、一部繰り返しとなるが、異次元金融緩和の内容を時系列的に整理しよう。

(2013 年 4 月)

- 本銀行は、消費者物価の前年比上昇率 2 % の物価安定の目標を、2 年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する
- 金融市場調節の操作目標をマネタリーベースに変更し、年間約 60～70 兆円のペースで増加するよう金融市場調節を行う
- 長期国債の保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとともに、長期国債買入れの平均残存期間を 7 年程度に延長する
- ETF および J-REIT の保有残高がそれぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う

(2014 年 10 月)

- マネタリーベースが年間約 80 兆円（約 10～20 兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う
- ETF および J-REIT について、保有残高がそれぞれ年間約 3 兆円（3 倍増）、年間約 900 億円（3 倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う

(2016 年 1 月)

- 金融機関が保有する日本銀行当座預金に－0.1% のマイナス金利を適用し、必要な場合、さらに金利を引き下げる

(2016 年 7 月)

- ETF について、保有残高が年間約 6 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う（現行の約 3.3 兆円からほぼ倍増）。

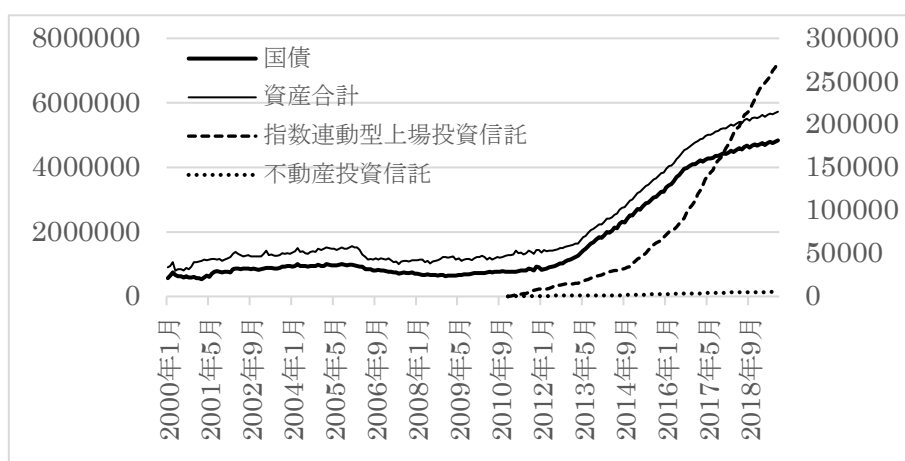


図 2.1 日銀の資産合計と国債（以上左目盛）、指数連動型上場投資信託および不動産投資信託（単位：億円，出所[2-4]）

図 2.1 は日銀の資産とそのうちの国債、指数連動型上場投資信託 (ETF) および不動産投資信託 (J-REIT) の推移を示している。異次元緩和が宣言された 2013 年 4 月末に 134 兆円であった保有国債は 2014 年 3 月に 204 兆円と 70 兆円増え、増加ペースは年 50 兆円という目標値を上回った。同じく、2013 年 4 月に 1.7 兆円であった ETF は 1 年後に 1.2 兆円増えて 2.9 兆円となり、こちらも目標値を超えた。

図 2.2 は日銀が政策対象としたマネタリーベースとマネースtock M3 の推移を示している。2013 年 4 月に 150 兆円であったマネタリーベースは 1 年後に 222 兆円と 72 兆円増、目標値が上積みされた 2014 年 10 月から 1 年間は 83 兆円増と異次元緩和そのものはほぼ計画通りに進められた。開始から 2 年後の 2015 年 4 月のマネタリーベースは 304 兆円、これも目標通り 2 倍に増えた。

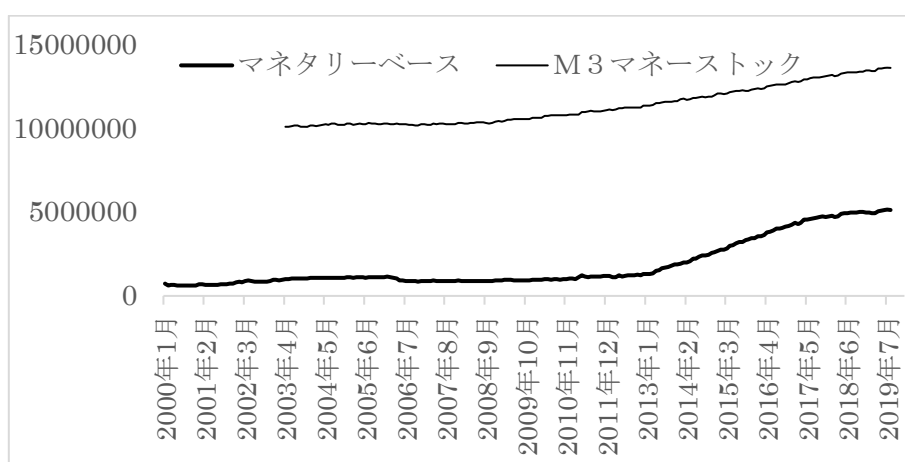


図 2.2 マネタリーベースとマネースtock M3 の推移 (単位：億円，出所[2-4])

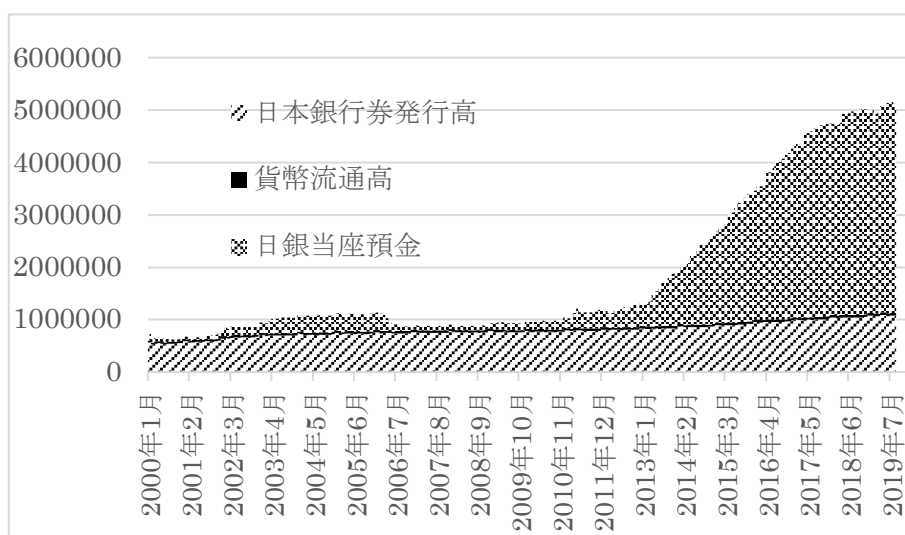


図 2.3 マネタリーベースの内訳の推移 (単位：億円，出所[2-4])

一方、マネースtock M3 の方は、2013 年 4 月の 1,152 兆円から 2015 年 4 月の 1,219 兆

円まで 68 兆円、6%増にとどまった。この理由の一端は、図 2.3 に示したマネタリーベースの内訳から類推できる。2013 年 4 月から 2015 年 4 月まで 151 兆円のマネタリーベース増のうち日銀券の増加は 6 兆円に過ぎず、144 兆円を当座預金に占めた。

この間の民間銀行の資産内容の変化が図 2.4 に示されている。ゼロ金利政策下の 2000 年代、貸付金は減少して、国債が増え、リーマンショック後はさらに増加傾向にあった。しかし、日銀の国債買い入れの開始とともに国債保有高は一転して減少に移り、2013 年 3 月の 167 兆円から 2015 年 10 月には 106 兆円まで減った。この間の貸付金の増加は 35 兆円にとどまり、日銀預け金は 112 兆円の増となった。つまり、金融機関から買い上げた国債の代金は市場に出ることなく、日銀の口座に移ったことになる。ハイパワードマネーの総額は増えたものの、マネーストックの拡大にはつながらなかったといえる。

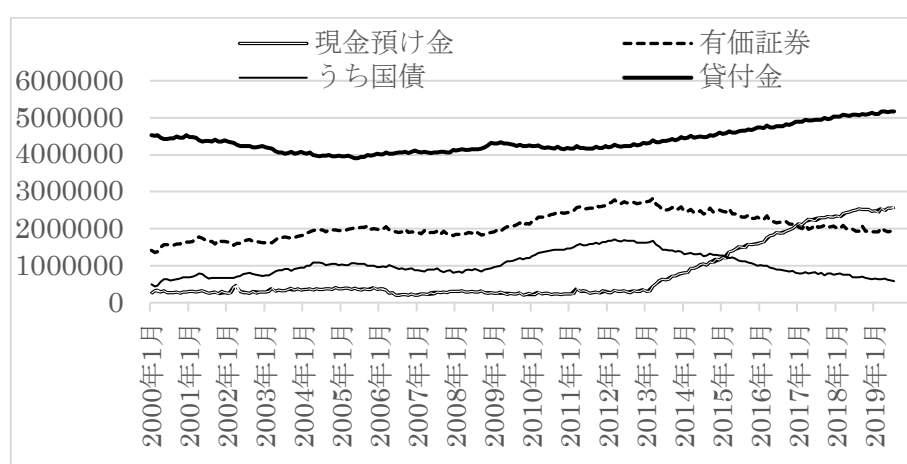


図 2.4 民間銀行の資産と預金の推移（単位：億円，出所[2-4]）



図 2.5 消費者物価指数対前年同月比の推移（出所[2-1]）

改めて異次元緩和の目標に立ち戻ると、日銀声明冒頭部は「消費者物価の前年比上昇率 2%を 2 年程度で」であった。図 2.5 は消費者物価指数の前年比上昇率の推移を示している。2014 年の大きい山は消費税を 5%から 8%に引き上げたことによるもので、アベノミ

クスとは関わらない。2013 年 4 月から 2015 年 4 月までの消費者物価指数の伸びは 4.2%，年率で 2.1%であり，3%の消費税アップを考えると，2%のインフレ目標は達成されなかった。2014 年 10 月に国債買入額が上積みされたのは，この状況を勘案したものと考えられるが，目標未達のまま，アベノミクスは第 2 ステージに入ることとなった。

## 2. 2. 2 2016 年以降の異次元金融緩和

2016 年 1 月，日銀は動かない当座預金に圧力をかけるべく，マイナス金利政策を採用し，さらに 2018 年には 10 年物国債についてもゼロ金利目標を打ち出した。なお，世界的な経済の低迷のもとで，マイナス金利自体は特異なものとはいえず，デンマークは 2012 年から，ヨーロッパ中央銀行は 2014 年からすでにマイナス金利を導入している。それでも，図 2.5 に示したように，2017 年以降も消費者物価の伸び率は 0.5%から 1%強の間を推移しており，2%インフレ実現はなお視野に入っていない。この後，金融緩和に向けた積極的な促進策は見られなくなった。

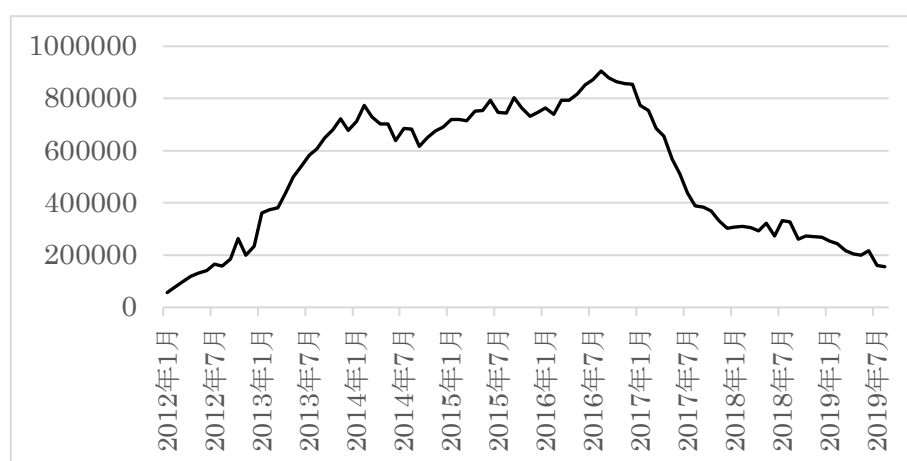


図 2.6 日銀保有国債の対前年同月増分（単位：億円，出所[2-4]）

図 2.6 は日銀の国債保有高の推移を示している。異次元緩和の推進とともに増大し，2016 年 9 月には対前年で 88 兆円もの積み増しとなったが，その後は急速に減り始め，2019 年 8 月の 15.5 兆円はアベノミクス以前の水準まで戻している。

日銀が 2019 年 7 月 30 日付で公表している「当面の金融政策運営について」[2-7]には次のように記載されており，政策変更は伝えられていない。

短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高にマイナス 0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利：10 年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。



その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約 80 兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。

しかしながら、図 2.6 は異次元金融緩和が 2018 年には縮小に向かい、2019 年夏には事実上終了となっていたことを物語っている。

## 2. 3 異次元金融緩和がもたらしたもの

### 2. 3. 1 ドル円レートと日経平均

インフレとは「お金の値打ちが下がる」ことであり、そのもっとも分かりやすい評価の一つが為替レートといえる。図 2.7 はドル円レート<sup>2</sup>と日経平均の推移を示している。円は、インフレ宣言前の 2012 年 11 月頃から対ドルで下がり始め、年明けから変化が加速して、2013 年 5 月 10 日には 100 円を超えた。さらに緩和の規模が拡大された 2014 年 10 月から再度円安に動いて、2014 年 12 月 5 日に 120 円を超えた。このように、ドル円レートは異次元緩和にきわめて素直に反応したといえる。

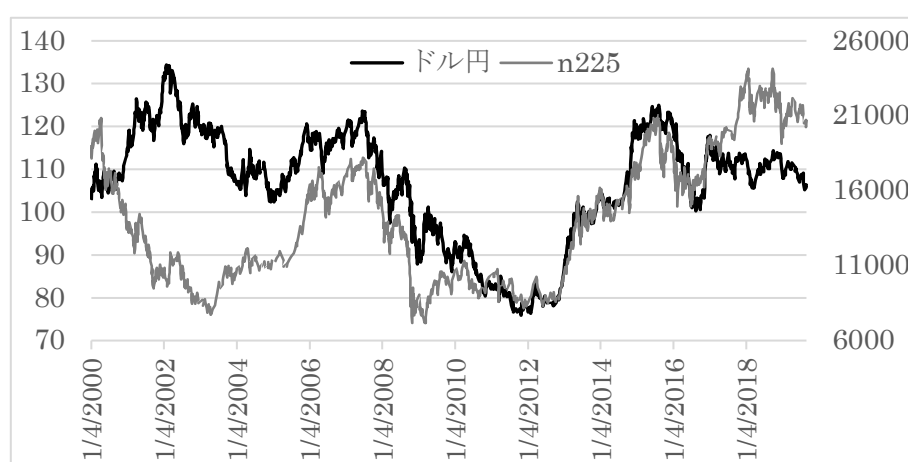


図 2.7 ドル円レートと日経平均(n225)の推移 (出所[2-4])

日経平均もまたドル円に連動する形で、少なくとも 2016 年末まではほぼ並行して動いた。2012 年 12 月 20 日に 1 万円を超えてから 2 年半弱の 2015 年 4 月 22 日に 20133.9 円と 2 万円を超えた。

図 2.8 は、毎日のドル円と日経平均の変動率について、1 か月ごとに求めた相関係数である。なお、傾向を見やすくするために 5 項移動平均を施している。2007 年まで、両者の

<sup>2</sup> 日本時間 17 時の値。

間に相関はほとんど見られないが、2007 年から 2010 年まではかなりの正相関を示し、2013 年以降も正の相関が認められる。ただし、2010 年までの時期は「円高→株安」、2013 年以降は「円安→株高」であって、方向が真逆になっている。すなわち、リーマンショック前後は円が安全資産と見なされて円高株安となり、2013 年以降はインフレ期待の円安株高が起こった。



図 2.8 1 か月ごとに推定したドル円レートと日経平均日次変動の相関係数  
(5 項移動平均を施している)

以上のように、アベノミクス開始前後から敏感に反応したのが為替レートと日経平均であり、急速な株高は景気改善のシグナルとして広く受け取られた。

## 2. 3. 2 GDP

図 2.9 は、改めて 1994～2018 年の名目 GDP と実質 GDP を示している。この間の内閣府による景気判断は表 2.1 のようになっている。

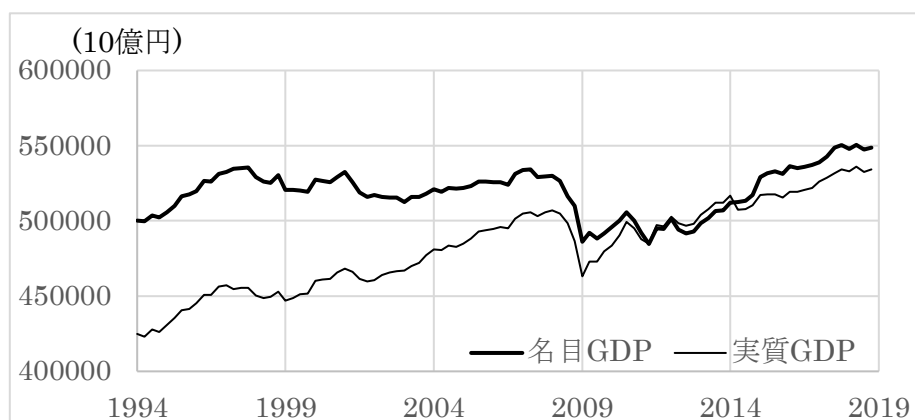


図 2.9 1994 年以降の四半期名目および実質 GDP の推移（季節調整済，出所[2-2]）

表 2.1 第 12 循環以降の景気基準日（出所[2-8]）

	谷	山
第 12 循環	1993 年 10 月	1997 年 5 月
第 13 循環	1999 年 1 月	2000 年 11 月
第 14 循環	2002 年 1 月	2008 年 2 月
第 15 循環	2009 年 3 月	2012 年 3 月
(第 16 循環)	2012 年 12 月	

第 13 循環はアメリカの IT バブルの牽引された短い期間、第 15 循環もリーマンショック後の実感のない回復期であり、ここでは、第 12 循環の後半の 1995～1997 年、第 14 循環の半ばである 2004～2007 年とアベノミクスが始まった 2013 年から 2018 年について、GDP 成長の内容を比較する。

表 2.2 は、各期間の需要項目別の平均寄与度を示している。実質で見ると、最近になるほど成長率は低くなっており、とりわけ民間最終消費支出の寄与が目に見えて減少している。この要因として人口減少、中でも経済人口というべき生産年齢人口の減少が疑われてしかるべきであろう。2013～2018 年についていえば、民間企業設備投資の寄与がもっとも大きく、期待先行型となっている可能性がある。

表 2.2 需要項目別の平均寄与度（出所[2-2]より算出）

	名目			実質		
	95-97	04-07	13-18	95-97	04-07	13-18
国内総生産	2.12%	0.78%	1.73%	2.31%	1.74%	1.14%
民間最終消費支出	1.09%	0.43%	0.49%	1.01%	0.65%	0.26%
民間投資	0.82%	0.55%	0.60%	0.95%	0.61%	0.47%
民間住宅	-0.08%	-0.03%	0.07%	-0.13%	-0.08%	0.02%
民間企業設備	0.71%	0.48%	0.55%	0.87%	0.58%	0.47%
政府支出	0.48%	-0.26%	0.35%	0.37%	-0.28%	0.23%
輸出	0.72%	1.58%	0.95%	0.55%	1.25%	0.64%
輸入	-0.98%	-1.52%	-0.66%	-0.88%	-0.73%	-0.48%

表 2.3 は、生産面からの平均寄与を示している。3 つの期間とも、最大の寄与は製造業であるが、2013～2017 年の実質は 0.40%まで低下し、これに建設業と不動産業を加えて 0.76%を占めている。言い換えるなら、アベノミクス成長は、円安による製造業の底上げと超低金利による不動産建設の活況に支えられている側面が否定できない。

表 2.3 経済活動別の平均寄与度（出所[2-2]より算出）

	名目			実質		
	95-97	04-07	13-17	95-97	04-07	13-17
農林水産業	-0.09%	-0.05%	0.03%	-0.01%	-0.02%	-0.03%
鉱業	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%	0.00%
製造業	0.48%	0.41%	0.60%	0.69%	0.94%	0.40%
電気ガス等	0.12%	-0.13%	0.17%	0.11%	0.02%	0.03%
建設業	-0.06%	-0.18%	0.27%	-0.18%	-0.22%	0.20%
卸小売業	0.33%	0.11%	0.12%	0.49%	-0.01%	0.04%
運輸郵便	-0.01%	0.12%	0.10%	-0.02%	0.17%	0.01%
宿泊飲食	0.10%	-0.05%	0.07%	0.06%	-0.06%	0.04%
情報通信	0.35%	0.03%	0.05%	0.39%	0.08%	0.07%
金融保険	0.07%	-0.04%	0.00%	-0.07%	0.05%	0.14%
不動産業	0.21%	0.18%	0.09%	0.09%	0.16%	0.16%
専門支援	0.22%	0.31%	0.19%	0.24%	0.42%	0.08%
公務	0.16%	0.01%	0.03%	0.12%	0.01%	0.00%
教育	0.08%	0.00%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%
保健社会	0.25%	0.07%	0.15%	0.20%	0.12%	0.13%
他サービス	-0.02%	-0.02%	0.01%	-0.03%	-0.03%	-0.05%
GDP	2.19%	0.77%	1.95%	2.39%	1.79%	1.24%

表 2.4 産業別就業者数の年平均増減率（出所[2-2]より算出）

	94_97	03-07	13-17		94_97	03-07	13-17
農林水産業	-3.40%	-1.34%	-0.60%	金融保険	-1.54%	-0.33%	0.55%
鉱業	-3.49%	-4.62%	-0.62%	不動産業	0.71%	1.79%	3.30%
製造業	-1.50%	0.20%	0.13%	専門支援	1.67%	0.83%	3.29%
電気ガス等	0.97%	0.09%	-0.34%	公務	0.17%	-1.02%	0.74%
建設業	0.56%	-1.48%	-0.08%	教育	0.10%	0.60%	-0.07%
卸小売業	0.60%	0.54%	0.26%	保健社会	3.90%	4.05%	2.57%
運輸郵便	1.30%	1.48%	0.12%	他サービス	3.80%	1.98%	0.39%
宿泊飲食	1.53%	0.14%	0.76%	総数	0.39%	0.72%	0.87%
情報通信	1.64%	4.72%	2.93%				

表 2.4 は就業者数の産業別増減率であり，総数では 2013～2017 年の増加率がもっとも

大きいこと、それを支えているのが不動産業、専門支援<sup>3</sup>、情報通信、保健社会<sup>4</sup>であることが示されている。GDP で寄与している製造業と建設業は、雇用ではそれほど貢献していない。

### 2. 3. 3 主な景気動向指標

第2次安倍内閣が発足して1年後、自民党のホームページにアベノミクスの成果に関するコラムが掲載された[2-9]。うち2つは雇用関係である。

- 株価 8,664 円 (2012/11) →16,291 円 (2013/12), 90%UP
- 円高是正 79.51 円 (2012/11) →105.30 円 (2013/12), 改善
- 失業率 4.2% (2012/12) →4.0% (2013/11), 改善
- 求人倍率 0.83 倍 (2012/12) →1.00 倍 (2013/11), UP
- GDP -3.6% (2012 年第3四半期) →4.5% (2013 年第1四半期), UP

GDP を除いて、2017 年 12 月と比較すると、株価と失業率、求人倍率の改善が際立つ。

- 株価 8,664 円 (2012/11) →22,764 円 (2017/12), 162%UP
- 円高是正 79.51 円 (2012/11) →112.65 円 (2017/12), 改善
- 失業率 4.2% (2012/12) →2.67% (2013/11), 改善
- 求人倍率 0.83 倍 (2012/12) →1.56 倍 (2013/11), UP

以下、雇用関係も含めて、景気動向指数の中のいくつかの指標を見てみよう。1980 年代後半のバブル期、2000 年代半ばの金融バブル期との違いに注目したい。

図 2.10 の最上段は有効求人倍率と営業利益を示している。両者はきわめてよく相関しており、バブル期、金融バブル期、アベノミクス期ともに急上昇している。3 期の中ではアベノミクス期がもっとも高い数字となっているが、有効求人倍率は 2019 年に入って低下の兆しを見せている。

生産指数（鉱工業）と実質機械受注（製造業）は、金融バブル期まではよく相関し、かつ、有効求人倍率、営業利益とも並行した動きとなっているのに対して、アベノミクス期は生産指数がほとんど伸びておらず、実質機械受注の伸びも小さい。

家計消費支出と給与はバブル期に少し山を作ったものの、1990 年代終わりからほぼフラットで、アベノミクス期もさしたる増加を見せていない。

---

<sup>3</sup> 専門・科学技術、業務支援サービス業

<sup>4</sup> 保健衛生・社会事業

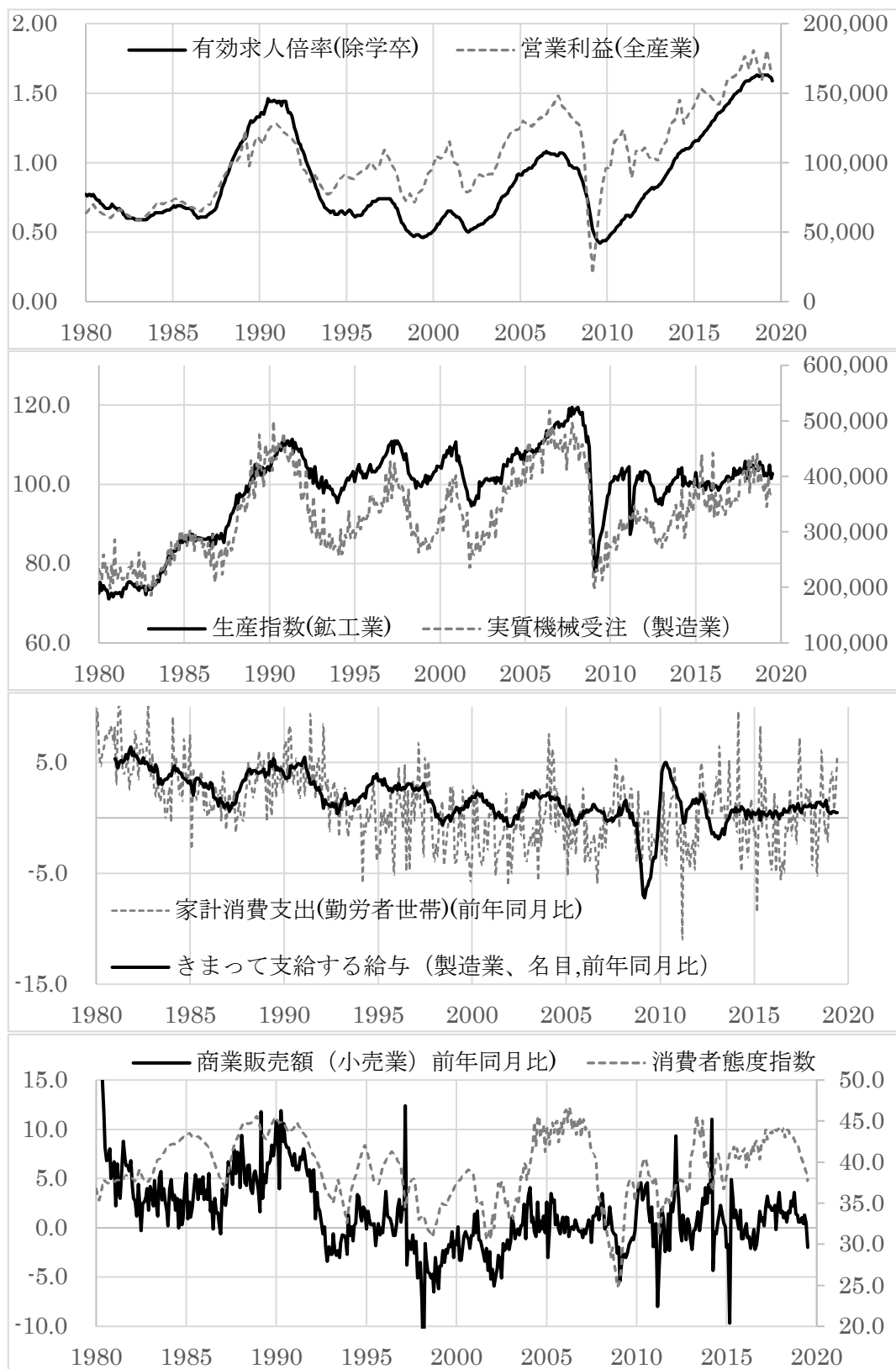


図 2.10 有効求人倍率，営業利益（億円），生産指数（鉱工業），実質機械受注（製造業，100 万円），家計消費支出（前年同月比），きまって支給する給与（前年同月比），商業販売額（前年同月比）および消費者態度指数（いずれも実線は左目盛，点線は右目盛，出所[2-3]）

商業販売額もバブル期には大きく伸びたが、バブル崩壊後はゼロの水準を前後しているだけで、アベノミクス期もさしたる改善は見られない。ただし、消費者態度指数は金融バブル期もアベノミクス期もかなりの山を作っている。収入は伴っていないが、気分は好景気となっている。それでも、2019 年はかなり明確な下降トレンドを描いている。

図 2.11 は実質法人企業設備投資と中小企業売上見通し DI であり、バブル期や金融バブル期ほどではないが、設備投資はアベノミクス期も少し増えている。しかしながら、中小企業売上げ見通し DI は、谷こそ浅くなったものの、山は伸びていない。

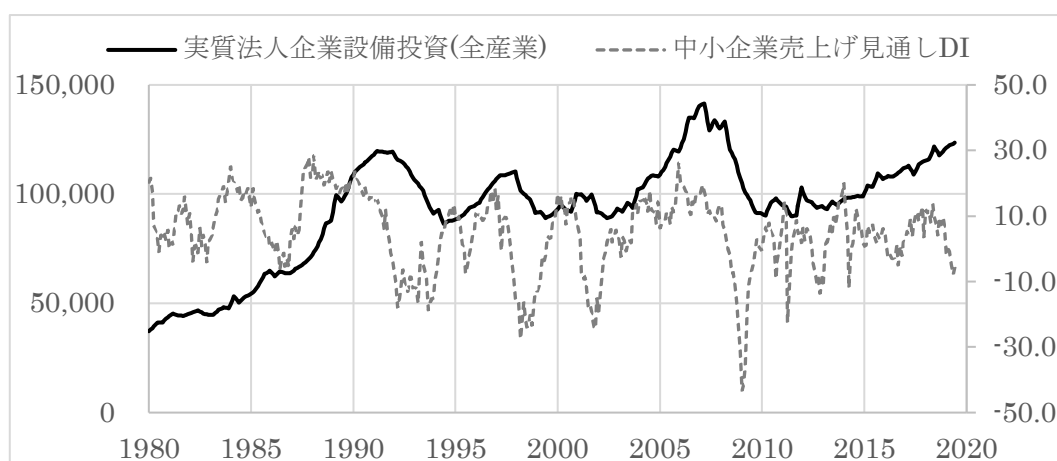


図 2.11 実質法人企業設備投資（億円，左目盛）と中小企業売上見通し DI  
（出所[2-3]）

以上のように、景気動向指標の変化は、単純に「経済の拡大＝好景気」であったバブル期や金融バブル期と比較して、アベノミクス期の好況らしさはいびつに見える。これらの結果は、2013～2018 年の GDP 成長率に係る知見とも整合しているように思われる。この間の平均実質 GDP 成長率 1.14%のうち、民間消費の寄与は 0.26%に過ぎず、企業設備投資が 0.47%と大きい割合を占めている。つまり、消費主導とはいえず、株高などを背景に期待先行という印象が拭えない。

## 2. 4 本章のまとめ

本章の内容は次のようにまとめられる。

- ✧ 2013 年 4 月の異次元金融緩和開始後から、目標通りマネタリーベースは年 70 兆円、2014 年 10 月からは年 80 兆円のペースで引き上げられ
- ✧ ただし、マネースtock M3 は 2 年で 68 兆円の増加にとどまった

- ✧ 日銀のバランスシートは、2年で国債が146兆円増えた一方、当座預金が144兆円増え、国債を買い取った代金はそのまま当座預金に回った
- ✧ 銀行の保有国債は減り、日銀預け金が大きく膨らみ、貸付金の増加は35兆円にとどまった
- ✧ 2年間で年に2%のインフレという目標は未達となり、マイナス金利が導入されたが、インフレ率は上がらなかった
- ✧ 2017年の後半から日銀の国債買入れのペースは大きくダウンしており、異次元緩和自体が収束に向かいつつある
- ✧ 異次元緩和にいち早く反応したのがドル円レートで、2年で1ドル80円から120円まで円安が進んだ
- ✧ これを好感して、1万円前後であった日経平均も2万円台まで急騰した
- ✧ 2013年から2018年までの実質GDP成長率は1.14%まで上がったが、最大の寄与は企業設備投資で、民間消費の寄与は0.26%にとどまった
- ✧ 産業別では円安の追い風を受けた製造業が0.40%の寄与となった
- ✧ 景気動向指数の比較検証では、売上、利益、所得、雇用などすべてが改善し、「経済の拡大」そのもののいえたバブル期と金融バブル期に比べて、アベノミクス期は株高などを背景に期待が先行した実態の薄い回復の可能性が高い



## 第3章 アベノミクス下の企業財務の変化

### 3. 1 財務データについて

本章では、東証一部に上場している企業の財務データについて分析を行う。図 3.1 は、東証に上場している企業数の推移を示している。なお、2012 年の不連続な増加は、東京証券取引所と大阪証券取引所の合併によるもので、一部の場合、37 社が大証から東証一部に移っている。上場企業数は、2008 年のリーマンショック以降に減少傾向にあったが、2013 年からかなりのペースで増加に転じ、2012 年末の 1,695 社から 2018 年末には 2,128 社まで 20% 増となっている。

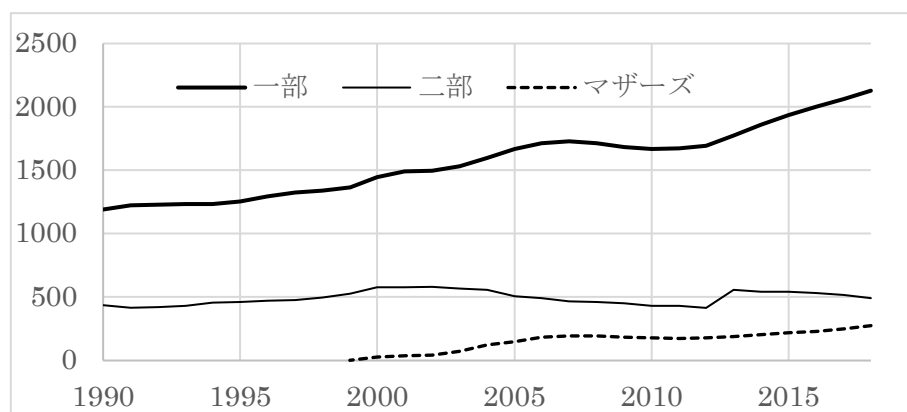


図 3.1 東京証券取引所上場企業数の推移（出所[3-1]）

今回は総合企業情報データベース EOL[3-2]を利用して、2018 年 6 月に 2,082 社の財務データを収集したが、ここでは 2003 年度から 2017 年度までの連結財務データがある程度そろっている 1500 社を対象とした。なお、2003 年に会計基準が変更されたことから、2002 年以前のデータとはうまく接続できないケースが見られる。業種などで一部のデータが欠けているケースもあり、項目によりデータ数は少し変動する。

決算時期については、1500 社のうち 78%にあたる 1168 社が 3 月 31 日となっているが、それ以外はすべての月に広がっている。ここでは 4 月から翌年 3 月までの年度を用い、たとえば 2018 年 3 月 31 日が決算日の場合は 2017 年度の数値とし、決算日が異なる場合は、3 月 31 日が近い方の年度とした。また、2003 年から 2017 年までに決算日が変更されたケースも少なからずあり、この場合は連続性が途切れない限りは長い区間の数字を採用し、365 日の数字に按分した。

### 3. 2 財務内容の推移

図 3.2 は売上高、資産、負債、純資産、純利益および従業者数（臨時従業者を除く）の合計の推移を示し、表 3.1 には 2003 年から 2007 年までと 2012 年から 2017 年までの変化をまとめている。以下、金融バブル期とアベノミクス期と呼ぶ。

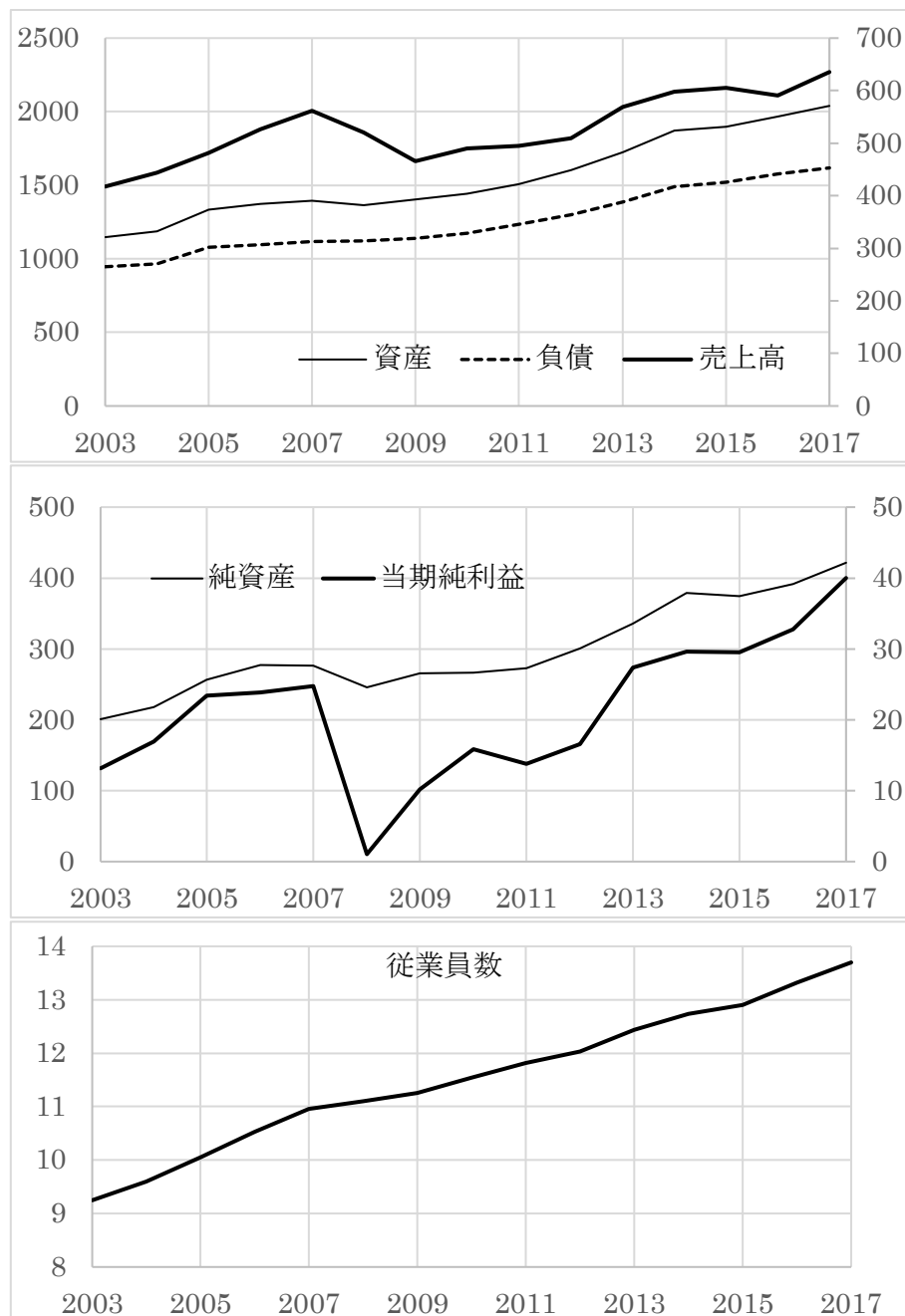


図 3.2 東証一部上場 1500 社の 2003～2017 年度における資産、負債（左目盛）、売上高（右目盛）、純資産（左目盛）、当期純利益（右目盛）、および従業員数（単位：百万人，臨職除く）の推移（単位：兆円，出所[3-2]）

表 3.1 2003～2007 年度と 2012～2017 年度における変化

	2003～2007		2012～2017	
	比率	年率	比率	年率
売上高	1.35	7.7%	1.25	4.5%
純利益	1.88	17.1%	2.41	19.2%
資産	1.18	4.2%	1.25	4.5%
負債	1.18	4.3%	1.24	4.5%
純資産	1.38	8.3%	1.40	7.0%
従業者	1.18	4.3%	1.14	2.6%

売上高、純資産、従業者数の年率は金融バブル期の方が高いが、純利益、資産、負債はアベノミクス期の方が高くなっている。

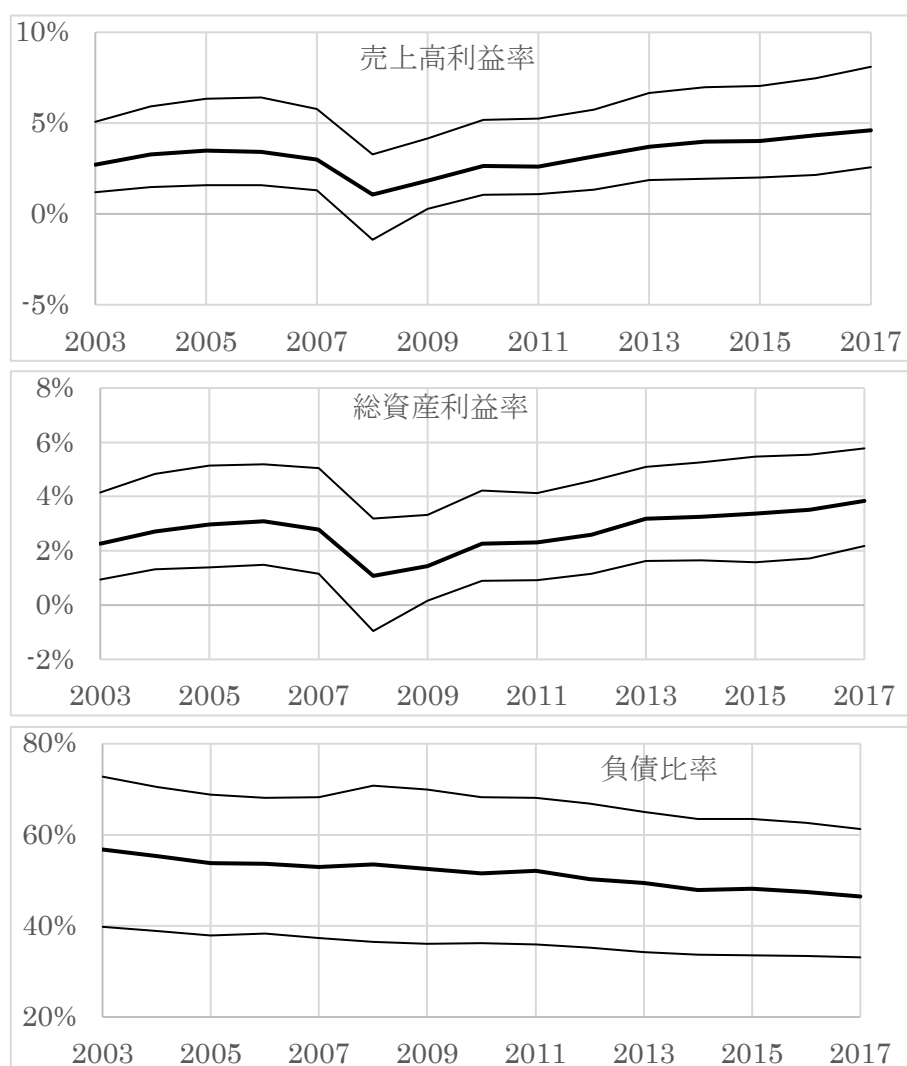


図 3.3 売上高利益率、純資産利益率、負債比率の中央値と上下四分位の推移

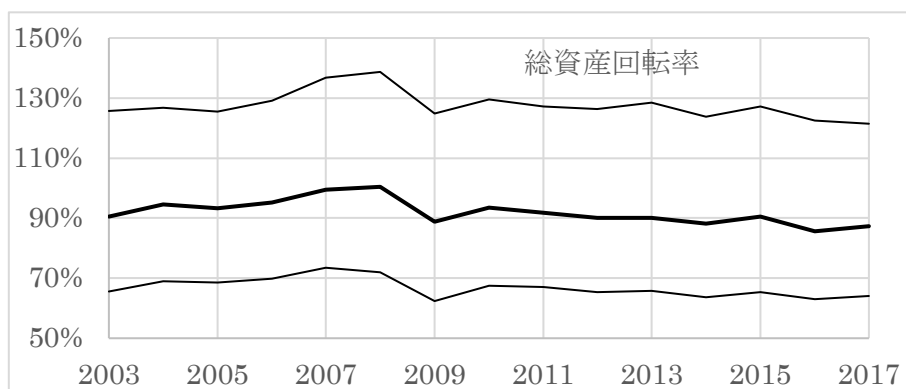


図 3.4 総資産回転率の中央値と上下四分位の推移

図 3.3, 図 3.4 は売上高利益率, 純資産利益率, 負債比率および総資産回転率の中央値と上下四分位の推移を示している。売上高利益率, 総資産利益率ともアベノミクスの方が伸びているのは, 純利益の伸びの大きさによっている。負債比率については, リーマンショック後でもそれほど上がっておらず, 売上と利益が急減しても, 負債の急増は起こらなかったことになる。負債比率の低下は健全性という視点からはプラスに評価されるが, 図 3.2 から分かるように, 負債が減ったというより, 純資産の伸びが大きく, 資産の伸びに負債の増加が及ばなかった結果といえる。総資産回転率の低下が示唆しているように, 効率という視点から見てプラスに動いているのかは疑問が残る。

### 3. 3 業種別に見た財務内容の推移

ここまで 1500 社全体を概観したが, 円安や低金利の功罪は業種によって大きく変わると見なければならない。以下, 16 業種について財務の推移を検証する。なお, エネルギー資源については企業数が少ないことから除外している

図 3.5~図 3.7 は売上高, 売上高利益率および従業員数の推移 (2003 年比), 表 3.2~表 3.7 は金融バブル期とアベノミクス期の売上高, 経常利益, 資産総額, 負債, 純資産および従業員数の年平均増減率を示している。

売上高については多くが N 字型の変化を示しているが, 金融バブル期よりアベノミクス期が上回っている業種は建設・資材と情報通信業しかない。伸びが大きく下がっているのは鉄鋼・非鉄, 商社・卸売, 銀行などである。

経常利益は食品, 建設・資材, 素材・化学, 自動車・輸送機, 電機・精密, 情報通信, 金融 (除く銀行) がアベノミクス期で伸びており, 鉄鋼・非鉄, 機械, 運輸・物流, 商社・卸売, 銀行などで伸びが大きく落ちている。

資産は, 利益が伸びた建設・資材, 電機・精密, 情報通信, 金融 (除く銀行) で金融バブル期より高い伸びとなっているが, 変化はそれほど大きくない。

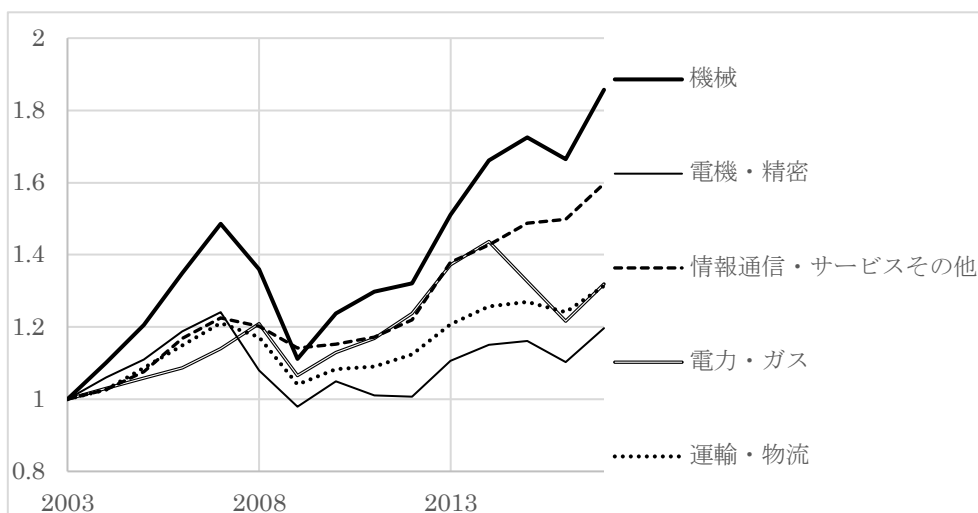
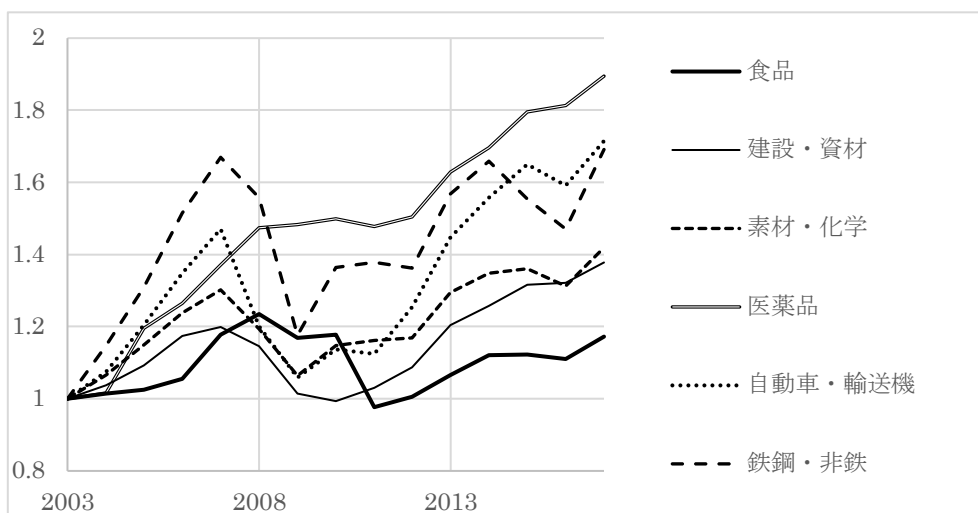


図 3.5 16 業種別売上高合計の推移 (2003 年=1, 出所[3-2]より作成)

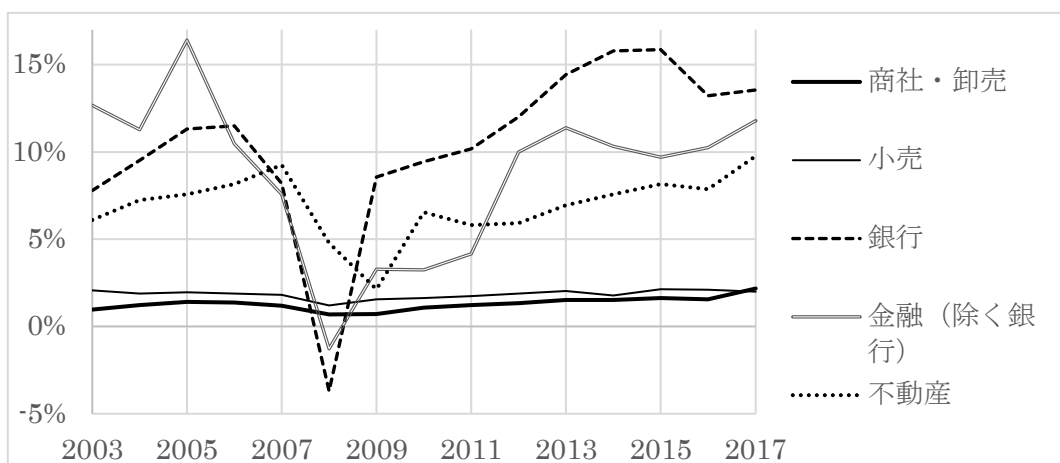
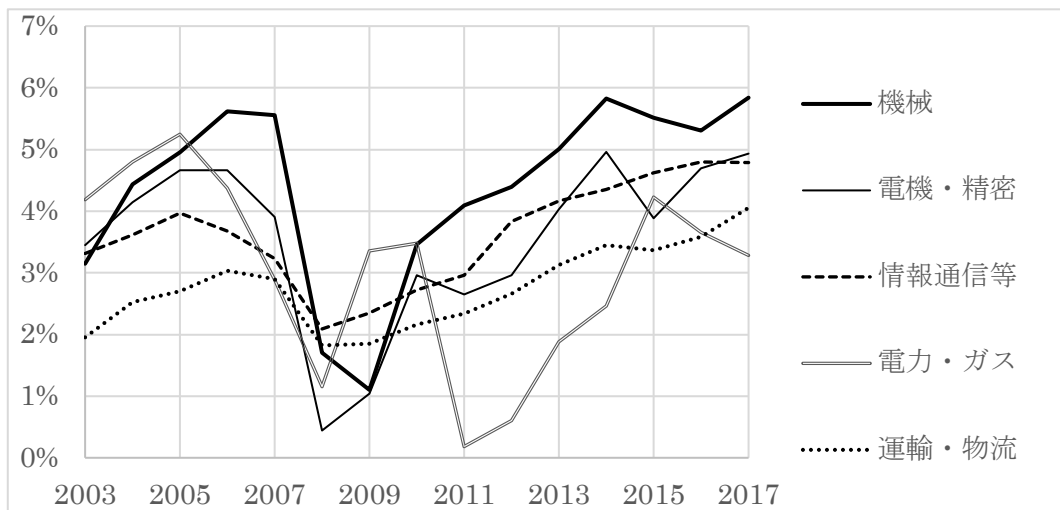
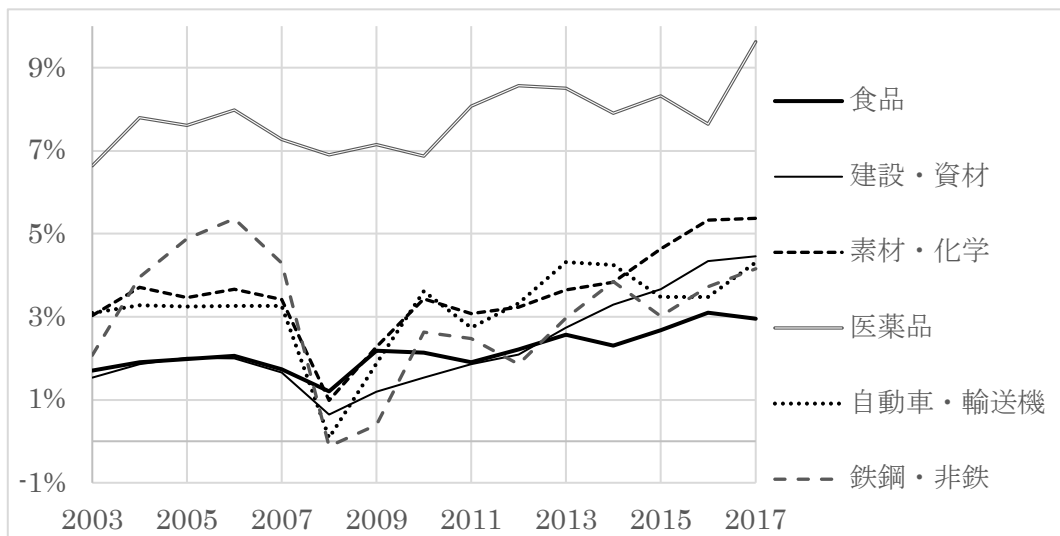


図 3.6 16 業種別売上高利益率の推移（出所[3-2]より作成）

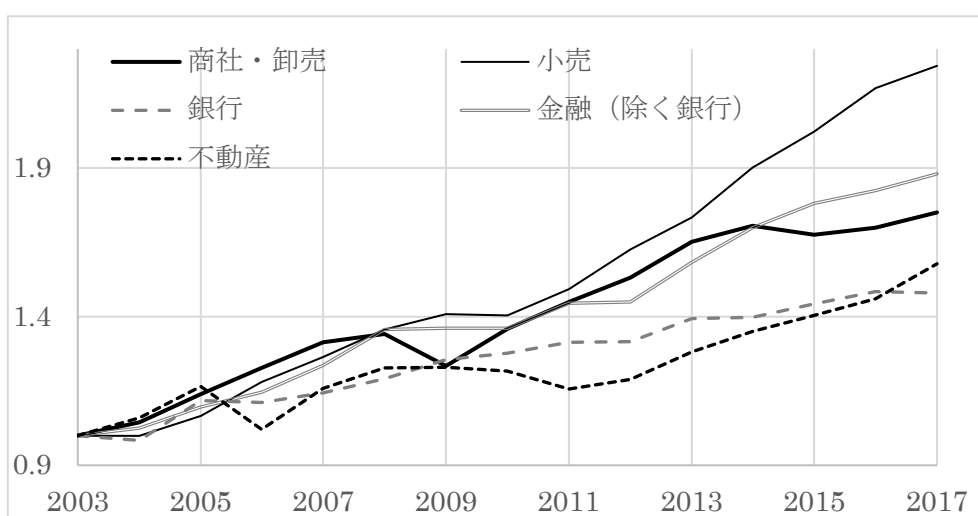
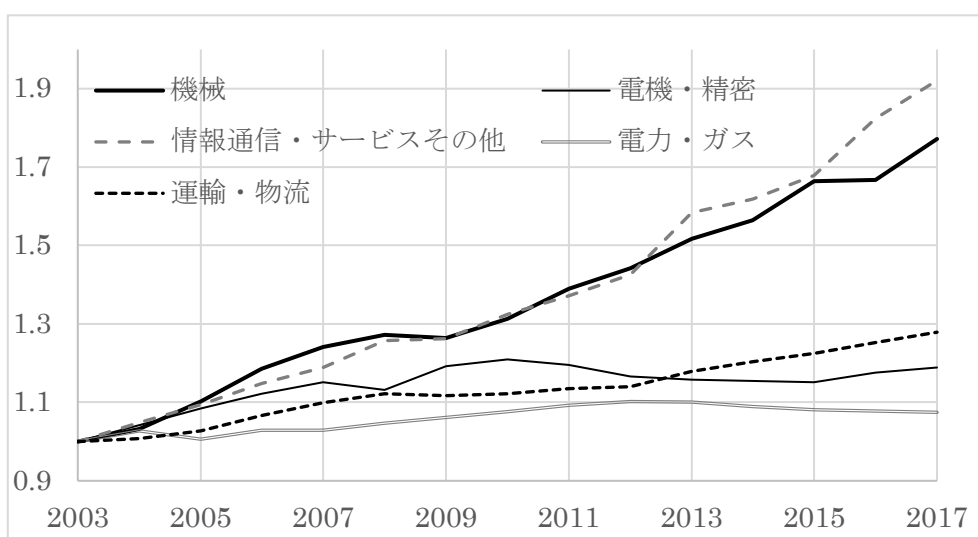
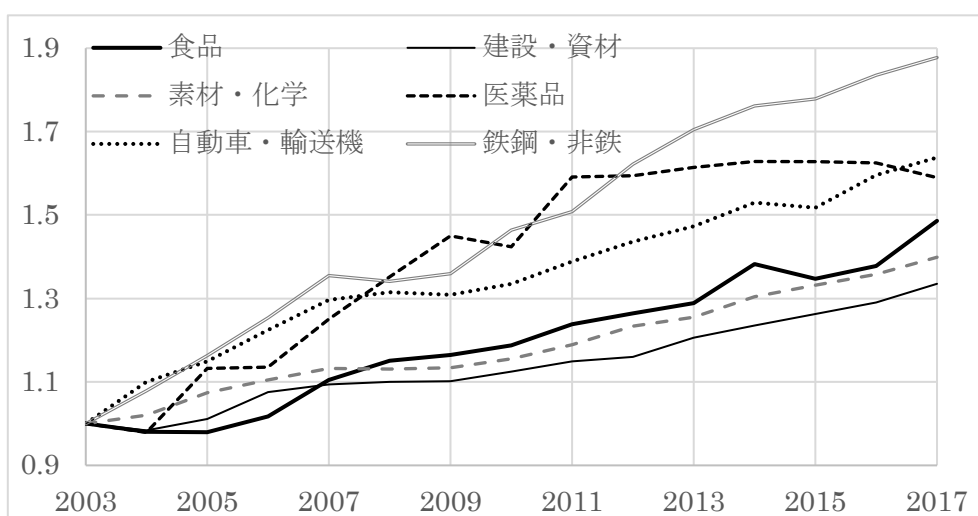


図 3.7 16 業種別従業員合計の推移 (2003 年=1, 出所[3-2]より作成)

表 3.2 業種別に見た金融バブル期とアベノミクス期の平均売上高増加率

	03-07	12-17		03-07	12-17
食品	4.2%	3.1%	情報通信・サービスその他	5.2%	5.5%
建設・資材	4.6%	4.9%	電力・ガス	3.3%	1.3%
素材・化学	6.8%	3.9%	運輸・物流	4.9%	3.2%
医薬品	8.2%	4.7%	商社・卸売	12.0%	3.2%
自動車・輸送機	10.1%	6.5%	小売	7.5%	5.6%
鉄鋼・非鉄	13.7%	4.4%	銀行	10.4%	3.7%
機械	10.4%	7.0%	金融（除く銀行）	7.9%	7.7%
電機・精密	5.5%	3.5%	不動産	7.4%	6.0%

表 3.3 業種別に見た金融バブル期とアベノミクス期の平均経常利益増加率

	03-07	12-17		03-07	12-17
食品	5.3%	6.5%	情報通信・サービスその他	3.1%	7.5%
建設・資材	7.6%	19.0%	電力・ガス	-13.3%	-202.8%
素材・化学	9.8%	13.9%	運輸・物流	14.8%	9.2%
医薬品	8.8%	8.7%	商社・卸売	28.7%	6.6%
自動車・輸送機	10.4%	12.2%	小売	7.7%	3.6%
鉄鋼・非鉄	33.1%	19.7%	銀行	24.5%	0.8%
機械	29.5%	12.2%	金融（除く銀行）	-7.0%	11.2%
電機・精密	14.9%	24.4%	不動産	17.9%	13.3%

表 3.4 業種別に見た金融バブル期とアベノミクス期の平均総資産増加率

	03-07	12-17		03-07	12-17
食品	5.6%	5.3%	情報通信・サービスその他	3.5%	10.8%
建設・資材	1.4%	5.6%	電力・ガス	-0.4%	-0.5%
素材・化学	4.3%	4.7%	運輸・物流	2.0%	3.3%
医薬品	8.4%	4.1%	商社・卸売	7.2%	2.8%
自動車・輸送機	9.2%	7.4%	小売	5.2%	7.8%
鉄鋼・非鉄	6.4%	2.8%	銀行	5.5%	4.8%
機械	6.9%	6.2%	金融（除く銀行）	3.3%	4.2%
電機・精密	3.9%	4.5%	不動産	8.0%	6.6%



表 3.5 業種別に見た金融バブル期とアベノミクス期の平均負債増加率

	03-07	12-17		03-07	12-17
食品	5.4%	3.8%	情報通信・サービスその他	1.5%	14.7%
建設・資材	-0.4%	3.5%	電力・ガス	-1.8%	-2.3%
素材・化学	2.0%	1.9%	運輸・物流	-0.1%	1.7%
医薬品	8.1%	4.9%	商社・卸売	4.8%	1.1%
自動車・輸送機	7.9%	6.0%	小売	3.9%	8.6%
鉄鋼・非鉄	1.4%	0.4%	銀行	5.3%	4.7%
機械	4.7%	4.3%	金融（除く銀行）	3.1%	3.8%
電機・精密	1.5%	2.7%	不動産	6.9%	5.0%

表 3.6 業種別に見た金融バブル期とアベノミクス期の平均純資産増加率

	03-07	12-17		03-07	12-17
食品	5.9%	6.8%	情報通信・サービスその他	5.4%	7.0%
建設・資材	4.6%	8.4%	電力・ガス	4.0%	6.5%
素材・化学	7.0%	7.3%	運輸・物流	9.0%	6.7%
医薬品	8.5%	3.6%	商社・卸売	15.6%	6.4%
自動車・輸送機	11.5%	9.5%	小売	7.0%	6.5%
鉄鋼・非鉄	15.6%	5.7%	銀行	9.8%	5.0%
機械	9.9%	8.1%	金融（除く銀行）	5.4%	7.3%
電機・精密	7.1%	7.0%	不動産	11.0%	10.4%

表 3.7 業種別に見た金融バブル期とアベノミクス期の平均従業者数増加率

	03_07	12_17		03_07	12_17
食品	2.5%	3.3%	情報通信・サービスその他	4.4%	6.1%
建設・資材	2.3%	2.8%	電力・ガス	0.7%	-0.5%
素材・化学	3.2%	2.5%	運輸・物流	2.4%	2.3%
医薬品	5.8%	0.0%	商社・卸売	7.0%	2.7%
自動車・輸送機	6.7%	2.7%	小売	6.0%	6.6%
鉄鋼・非鉄	7.9%	3.0%	銀行	3.4%	2.4%
機械	5.5%	4.2%	金融（除く銀行）	5.4%	5.3%
電機・精密	3.6%	0.4%	不動産	3.8%	5.8%

負債については、資産が増えたところが増える傾向にある。純資産については、それほど大きい変化は見られない。

従業者数は建食品、建設・資材、情報通信等、不動産などがアベノミクス期の伸び率が上がっているのに対して、医薬品、電力・ガスは増えず、自動車・輸送機、鉄鋼・非鉄、電機・精密、商社・卸売などは伸びが逆に低下している。

**表 3.8 金融バブル期とアベノミクス期における業種ごとの各指標の相関係数**

金融バブル期

	売上高	経常利益	資産	負債	純資産	従業者数
売上	1.00	0.75	0.69	0.46	0.86	0.85
経常利益	0.75	1.00	0.56	0.30	0.83	0.52
資産	0.69	0.56	1.00	0.92	0.68	0.71
負債	0.46	0.30	0.92	1.00	0.41	0.50
純資産	0.86	0.83	0.68	0.41	1.00	0.71
従業者数	0.85	0.52	0.71	0.50	0.71	1.00

アベノミクス期

	売上高	経常利益	資産	負債	純資産	従業者数
売上高	1.00	0.05	0.62	0.53	0.42	0.67
経常利益	0.05	1.00	-0.22	-0.39	0.34	-0.32
資産	0.62	-0.22	1.00	0.93	0.36	0.71
負債	0.53	-0.39	0.93	1.00	0.11	0.65
純資産	0.42	0.34	0.36	0.11	1.00	0.42
従業者数	0.67	-0.32	0.71	0.65	0.42	1.00

(経常利益では電力・ガスを除いた相関係数である)

表 3.8 は、金融バブル期とアベノミクス期における業種ごとの各指標の変化について求めた相関係数である。金融バブル期については、強弱の差はあるものの、ほぼすべての指標間に正の相関が認められる。売上高、経常利益、資産、純資産、従業者数がそれぞれにリンクし、負債だけが弱く相関している。

一方、アベノミクス期は様相がかなり変わっている。売上高は経常利益とは相関せず、資産、負債、純資産、従業者数と相関している。つまり、規模の拡大はバランスシートや従業者数を拡大させるが、利益増とは必ずしも結びついていない。経常利益は純資産と弱く相関し、資産、負債、従業者数と弱くマイナス相関しており、利益増が内部留保を増やす一方、規模の拡大はマイナス要因となることを示唆している。したがって、アベノミク

ス期において、規模の拡大と利益の拡大の間が一致していない。

### 3. 4 本章のまとめ

2003 年から 2007 年までを金融バブル期，2012 年から 2017 年までをアベノミクス期と呼ぶと，本章の内容は以下のようにまとめられる。

- ✧ 1550 社のアベノミクス期における売上高，純資産，従業者数の伸びは金融バブル期に及ばなかったが，純利益は上回った
- ✧ 純利益が伸びたことから，売上高利益率，総資産利益率ともアベノミクス期の方が高くなった
- ✧ アベノミクス期において負債比率は一貫して下がっているが，総資産回転率も下がっている
- ✧ 業種別に見ると，アベノミクス期の売上高が金融バブル期を上回ったのは建設・資材と情報通信だけである
- ✧ 経常利益は食品，建設・資材，素材・化学，自動車・輸送機，電機・精密，情報通信，金融（除く銀行）がアベノミクス期で伸びており，鉄鋼・非鉄，機械，運輸・物流，商社・卸売，銀行などで伸びが大きく落ちている
- ✧ 従業者数は食品，建設・資材，情報通信等，不動産などの伸び率が増えているのに対して，医薬品，電力・ガスは増えず，自動車・輸送機，鉄鋼・非鉄，電機・精密，商社・卸売などは伸びが逆に低下している
- ✧ 金融バブル期については，強弱の差はあるものの，ほぼすべての指標間に正の相関が認められる
- ✧ アベノミクス期において，規模の拡大はバランスシートや従業者数を拡大させるが，利益増とは必ずしも結びついていない
- ✧ 利益増が内部留保を増やす一方，規模の拡大はマイナス要因となっている
- ✧ 結論として，アベノミクス期において，規模の拡大と利益の拡大の間が一致していない

## 第4章 アベノミクス下における株価と財務指標の推移

### 4. 1 対象と方法

対象は、前章で扱った東証一部上場企業のうち、2012年以降の財務データと時価総額が入手できた1825社である。そのうち、2002年以降の財務データがそろっているには1441社で、項目によってデータに欠損がある。財務データは総合企業情報データベースEOL[4-1]から2002年以降分を入手し、株価はネット上で公開されている2010年以降のデータ[4-2]を利用した。なお、2002年から2018年5月までに88社が決算月を変更しており、決算期間が1年に満たない、あるいは1年を超える場合、売上高から純利益までを365日に換算した数値に置き換えた。また、株価については、株式分割・併合がきわめて多く、決算日またはその直近の時価総額を分析対象とした。

以下、年数は4月から翌3月までの年度を指し、データはその間の決算日の値である。ちなみに2017年度において、2018年3月を決算月としている企業は71%であった。

### 4. 2 時価総額と財務指標の推移

図4.1は今回対象とした企業の時価総額と日経平均の推移を示している。トレンドとしては一致しており、上昇率は日経平均の方がやや上回っている。

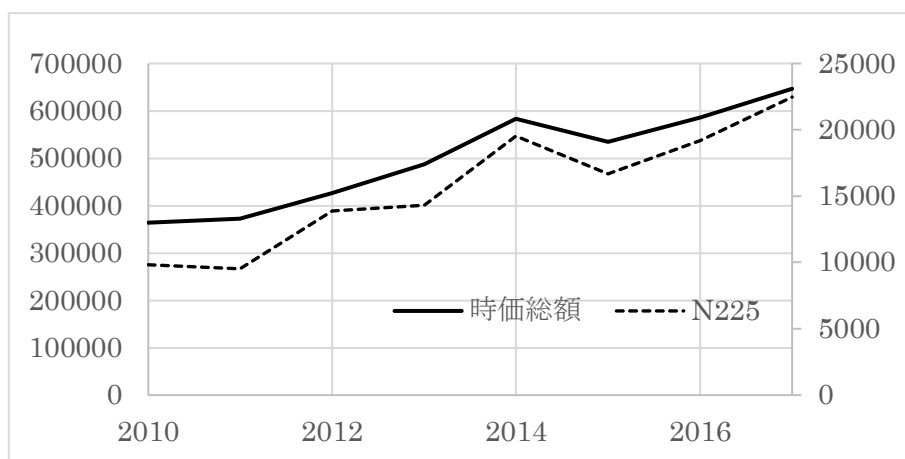


図4.1 1441社の時価総額合計（単位：10億円）と日経平均（N225）の推移

1441社の2012年以降の売上と利益総額の推移を図4.2に示している。いずれも大きく

上昇しており，図 4.1 との比較から，経常利益，純利益とも株価の動きと並行していることが見て取れる。

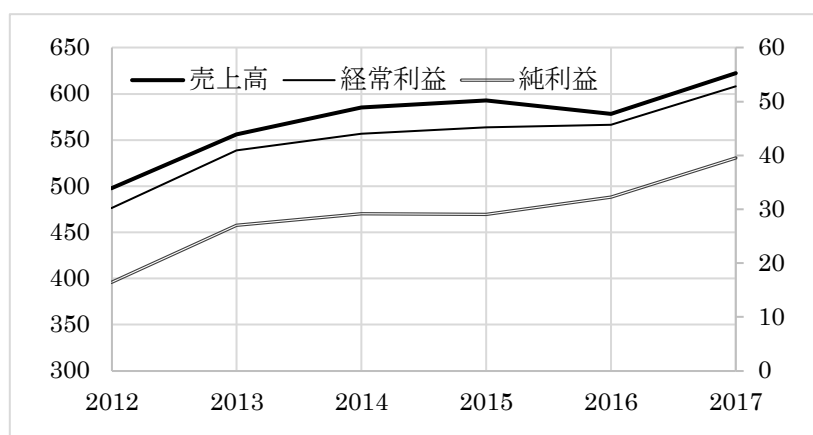


図 4.2 1441 社の売上高（左目盛），経常利益および純利益の推移（単位：兆円）

表 4.1 おもな指標の 2012 年度および 2017 年度の合計とその間の変動比

	12 年度	17 年度	変動比
売上高	576.8	715.3	1.24
経常利益	34.9	59.3	1.70
当期純利益	18.7	43.7	2.34
投資その他の資産	134.0	181.8	1.36
資産合計	1759.2	2296.9	1.31
負債合計	1429.0	1831.7	1.28
純資産合計	330.2	465.3	1.41
時価総額	344.7	606.8	1.76

（兆円）

従業員数	1283.6	1478.7	1.15
------	--------	--------	------

（万人）

（従業員数は臨時従業者を含まない）

表 4.1 は，1825 社の各指標の合計を 2012 年度と 2017 年度について示している。この間，1825 社の時価総額は 1.76 倍増え，そのほかのフローやストックに関する指標もすべて増加している。全体としてみた売上高利益率は 3.2% から 6.1% に，総資産利益率も 1.1% から 1.9% に上がり，純利益の上昇が時価総額のそれを上回っていることから，株価収益率は 18.5 倍から 13.9 倍に下がっている。逆に時価総額の増加は純資産のそれを超えて，株価純資産倍率は 1.04 倍から 1.30 倍に上昇した。

従業員数は 195 万人増となっている。臨時従業者数については 2012 年度の記載がない企業が多く、詳細は不明だが、『日本統計年鑑』[4-3]によれば、この間の総就業者増加は 250 万人であり、「アベノミクスでは非正規雇用が増えただけ」という一部の指摘は当てはまらない可能性がある。

#### 4. 3 業種ごとに見た変化

前節で主要な財務指標が時価総額とともに上昇していることを見たが、円安や金利低下などの影響は業種などで異なるとみなければならない。表 4.2 は 17 業種別の各指標の変化をまとめている。なお、各社の変化の広がりから、ここでは中央値を示している。売上高ではエネルギー資源がマイナス、銀行がほぼ横ばいにとどまり、前者では円安、後者では低金利の影響が考えられるが、そのほかはほぼすべて上昇している。流動比率や負債比率の改善も全業種にわたっており、特定業種で突出しているわけではない。

表 4.2a 業種ごとの各指標の増減比または増減の中央値（2012 年度→2017 年度）

	売上高	流動資産	投資その他の資産	総資産	負債	純資産
食品	1. 17	1. 26	1. 33	1. 26	1. 17	1. 35
エネルギー資源	0. 95	1. 15	1. 23	1. 16	0. 98	1. 23
建設・資材	1. 22	1. 31	1. 30	1. 28	1. 13	1. 52
素材・化学	1. 16	1. 22	1. 43	1. 26	1. 10	1. 40
医薬品	1. 21	1. 27	1. 34	1. 32	1. 27	1. 35
自動車・輸送機	1. 30	1. 39	1. 41	1. 39	1. 31	1. 50
鉄鋼・非鉄	1. 17	1. 26	1. 21	1. 18	1. 07	1. 33
機械	1. 34	1. 33	1. 37	1. 34	1. 21	1. 39
電機・精密	1. 26	1. 27	1. 29	1. 28	1. 19	1. 36
情報通信・サービス 他	1. 32	1. 40	1. 41	1. 40	1. 37	1. 47
電力・ガス	1. 10	1. 13	1. 13	1. 10	1. 02	1. 24
運輸・物流	1. 15	1. 26	1. 30	1. 17	1. 06	1. 37
商社・卸売	1. 18	1. 22	1. 36	1. 22	1. 14	1. 40
小売	1. 22	1. 40	1. 13	1. 31	1. 18	1. 37
銀行	1. 01	1. 15	0. 74	1. 14	1. 14	1. 24
金融（除く銀行）	1. 26	1. 26	1. 22	1. 30	1. 28	1. 35
不動産	1. 44	1. 82	1. 58	1. 56	1. 53	1. 70

表 4.2b 業種ごとの各指標の増減比または増減の中央値（2012 年度→2017 年度）

	従業員 数	時価総 額	売上高 利益率	ROA	流動比 率	負債比 率
食品	1.11	2.01	1.1%	0.8%	18.1%	-4.0%
エネルギー資源	1.09	1.49	2.3%	1.8%	11.0%	-5.1%
建設・資材	1.10	2.01	2.8%	2.4%	20.9%	-5.1%
素材・化学	1.10	1.94	1.6%	1.0%	23.8%	-4.3%
医薬品	1.07	1.53	0.8%	0.1%	13.7%	-0.2%
自動車・輸送機	1.20	1.58	0.9%	1.0%	11.7%	-3.2%
鉄鋼・非鉄	1.11	1.53	2.5%	2.0%	13.2%	-4.2%
機械	1.16	1.81	1.5%	1.2%	10.7%	-3.0%
電機・精密	1.07	2.10	2.3%	2.0%	13.3%	-2.4%
情報通信・サービス 他	1.23	2.36	1.3%	1.1%	12.8%	-1.5%
電力・ガス	1.01	1.30	3.4%	1.6%	4.3%	-4.6%
運輸・物流	1.06	1.41	1.3%	0.8%	12.9%	-4.5%
商社・卸売	1.12	1.92	0.6%	0.8%	8.2%	-3.3%
小売	1.23	1.84	0.0%	-0.5%	18.8%	-2.8%
銀行	0.99	1.03	0.5%	0.0%	0.4%	-0.3%
金融（除く銀行）	1.10	1.26	1.9%	0.3%	1.2%	-0.8%
不動産	1.32	1.94	3.0%	1.0%	50.6%	-3.1%

（たとえば食品の売上高では各社の 2012 年度・2017 年度比，売上高利益率では 2012 年度と 2017 年度の増減について求めた中央値を示している。ROA＝総資産利益率。）

表 4.3 業種別の 2012 年度から 2017 年度まで売上高と時価総額が増加した割合

	売上高	時価総額		売上高	時価総額
食品	84%	99%	情報通信・サービス 他	89%	93%
エネルギー資源	29%	79%	電力・ガス	68%	79%
建設・資材	87%	96%	運輸・物流	89%	80%
素材・化学	84%	93%	商社・卸売	82%	94%
医薬品	91%	91%	小売	78%	91%
自動車・輸送機	99%	93%	銀行	56%	55%
鉄鋼・非鉄	85%	89%	金融（除く銀行）	92%	73%
機械	88%	87%	不動産	88%	92%
電機・精密	84%	91%			

表 4.3 は、同じく業種ごとに、売上高と時価総額について 2012 年度から 2017 年度まで増加した割合を示している。売上ではエネルギー資源でプラスが 29%，銀行で 56%にとどまり、時価総額でも銀行が 55%となり、両者の不振だけが目立っているが、それを除けば、全体に高い数字が並んでいる。

#### 4. 4 時価総額と各指標の関連

時価総額の変化ともっとも関わっている指標はどれなのか、ここではこの問題を検証するが、2012 年度から 2017 年度までの各指標の変化が企業によって大きく広がっていることから、時価総額や売上高などは金融分析で広く使われている。

(4.1) 対数比 =  $\log_e(2017 \text{ 年度} / 2012 \text{ 年度})$

を、純利益などはマイナスの数があることから売上高利益率や総資産利益率などの増減分を分析対象とした。なお、ここでは一部のデータが欠損している 3 社を除外して、1822 社を分析している。

図 4.3～図 4.5 は時価総額と売上高、純資産の対数比および総資産利益率増減のプロット、表 4.4 は時価総額との主な指標との相関係数一覧であり、いずれも正の相関を示し、なかでも純資産、売上高、流動資産、総資産が 0.5 前後の相関を示した。そこで、従業員数を除く 13 項目について、変数減少による重回帰式の探索を行った。

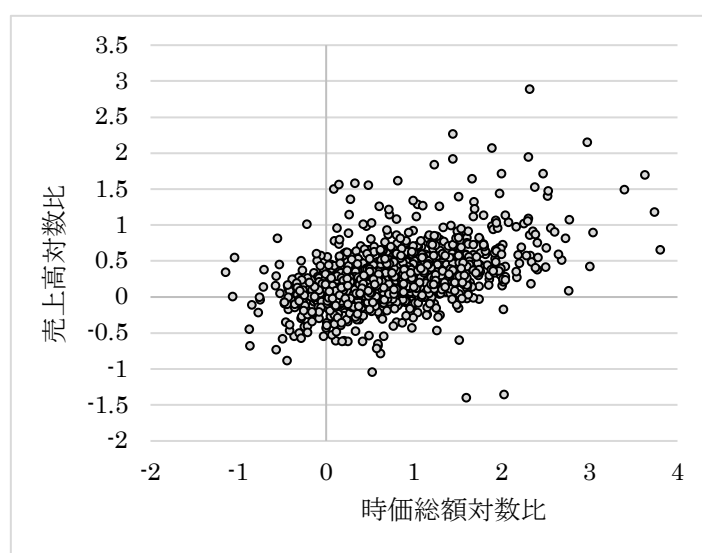


図 4.3 1825 社の 2012～2017 年度における時価総額と売上高の対数比



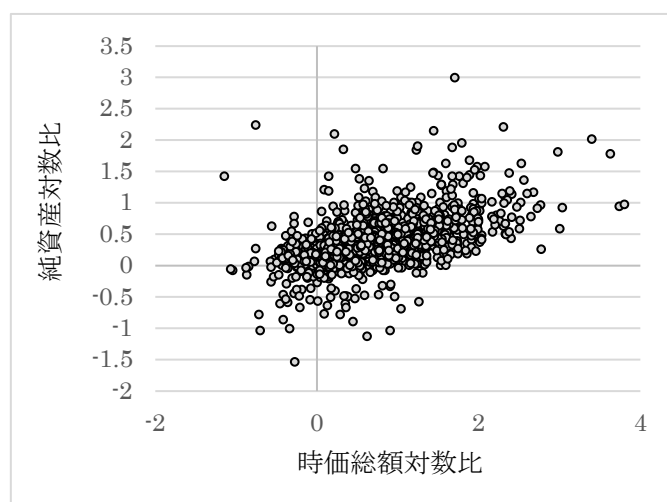


図 4.4 1825 社の 2012～2017 年度における時価総額と純資産の対数比

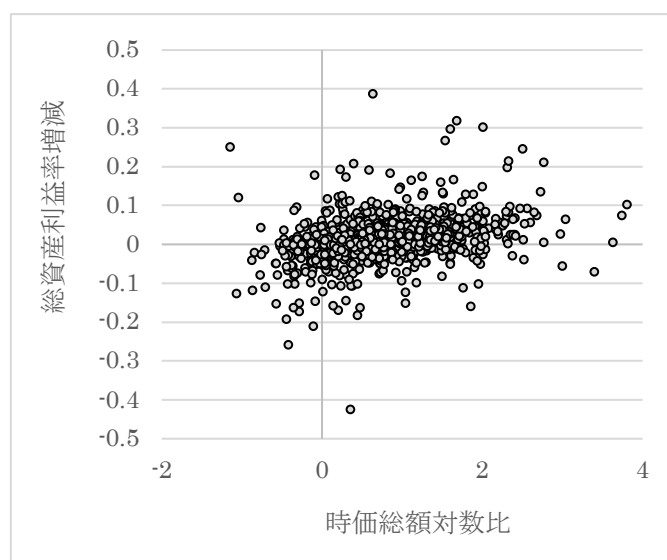


図 4.5 1825 社の 2012～2017 年度における時価総額と総資産利益率の対数比

表 4.4 1822 社から求めた時価総額対数比との相関係数 (r)

	r		r
売上高	0.49	従業員数	0.30
流動資産	0.49	売上高経常利益率	0.30
投資その他資産	0.20	売上高利益率	0.18
総資産	0.49	総資産利益率	0.27
流動負債	0.38	流動比率	0.03
負債合計	0.34	総資産回転率	-0.10
純資産合計	0.52	負債比率	-0.09

結果は次のとおりである。

$$\begin{aligned} (4.2) \quad \text{時価総額対数比} &= 0.841 \times \text{売上高対数比} + 0.242 \times \text{流動資産対数比} \\ &+ 2.369 \times \text{売上高経常利益率増減} - 2.07 \times \text{売上高利益率増減} \\ &+ 2.431 \times \text{総資産利益率増減} - 0.526 \times \text{総資産回転率} \\ &- 1.139 \times \text{負債比率} + 0.322 \\ &(\text{決定係数 } 0.41, \text{ 危険率 } 0.1\% \text{ 以下で有意}) \end{aligned}$$

いずれの係数も危険率 0.1%以下で有意である。

さらに、業種による影響が考えられることから、17 業種についてダミー変数を組み入れた分析も行い、次の回帰式を得た。

$$\begin{aligned} (4.3) \quad \text{時価総額対数比} &= 0.746 \times \text{売上高対数比} + 0.052 \times \text{流動比率増減} \\ &+ 2.552 \times \text{売上高経常利益率増減} - 1.776 \times \text{売上高利益率増減} \\ &+ 2.151 \times \text{総資産利益率増減} - 0.422 \times \text{総資産回転率} \\ &- 1.371 \times \text{負債比率} + 0.282 \times \text{流動負債対数比} \\ &+ 0.322 \\ &(\text{決定係数 } 0.48, \text{ 危険率 } 0.1\% \text{ 以下で有意}) \end{aligned}$$

流動資産対数比が流動比率増減と流動負債対数比に置き換わったが、それ以外の項目の回帰係数に大きい違いはなかった。

いずれの場合についても、明らかに情報の重複が懸念される売上高経常利益率と売上高利益率がともに含まれるなど、7 つもの指標が選択された背景には、1822 社の株価上昇の要因がそれぞれ多岐にわたっていることの反映と考えられる。また、時価総額ともっとも強く相関し、変数増大法では最初に採択される純資産が、変数減少では最初に脱落したことも、各指標と株価の係わりの複雑さを示唆した。

いうまでもなく、輸出企業と輸入企業では円安の影響が相反するなど、株価の反応は業種などにも依存することが考えられる。表 4.5 は、時価総額との相関係数を業種ごとに示している。この中で多くの業種において相関がみられたのは純資産であり、電力・ガス 0.79、不動産 0.66、運輸・物流 0.65、電機・精密 0.64 など 9 業種で高い数字が並んでいる。そのほか、0.5 以上の相関を示したのは流動資産 7 業種、総資産 6 業種、売上高 5 業種などであった。逆に、たとえば投資その他の資産（投資資産）はエネルギー資源だけと強く相関し、負債比率は電力・ガスだけと強いマイナスの相関を示している。また業種別に見ると、電機・精密が 5 指標と相関しているのが最多であり、銀行はほとんど関連を示さず、自動車・輸送機も純資産の 0.49 が目につく程度であった。

これらの結果は、やはり株価と財務指標との関わりの多様さを示唆しており、業種ごとの検証など、より精緻な分析が必要と考えられる。

表 4.5 業種ごとに求めた時価総額対数比と各指標との相関係数

	売上 高	流動 資産	投資 資産	総資 産	流動 負債	負債 総額	純資 産	売上高経 常利益率	総資産 利益率	負債比 率
食品	0.55	0.49	0.16	0.44	0.33	0.13	<b>0.60</b>	0.36	0.29	-0.27
エネ	0.22	0.14	<b>0.79</b>	0.04	0.01	-0.25	0.16	0.41	0.41	-0.21
建設	0.27	0.35	0.14	0.34	0.12	0.11	<b>0.54</b>	0.49	0.36	-0.34
素材	0.45	<b>0.51</b>	0.09	0.42	0.35	0.25	0.39	0.52	0.42	-0.06
医薬	0.25	0.13	0.02	0.01	0.03	-0.08	0.15	0.45	<b>0.53</b>	-0.23
自動	0.13	0.32	0.12	0.34	0.00	0.01	0.49	0.28	0.29	-0.32
鉄鋼	0.33	0.24	0.10	0.27	0.00	-0.11	<b>0.54</b>	<b>0.50</b>	0.48	-0.46
機械	<b>0.70</b>	<b>0.71</b>	0.35	<b>0.68</b>	<b>0.58</b>	0.48	0.45	0.30	0.43	0.06
電機	<b>0.52</b>	<b>0.62</b>	0.14	<b>0.60</b>	0.40	0.28	<b>0.64</b>	0.47	<b>0.53</b>	-0.23
情報	<b>0.56</b>	<b>0.56</b>	0.27	<b>0.56</b>	0.49	0.45	0.48	0.38	0.39	0.08
電力	0.41	0.21	0.20	0.32	-0.10	-0.24	<b>0.79</b>	0.15	0.20	<b>-0.78</b>
運輸	<b>0.52</b>	0.38	0.27	<b>0.63</b>	0.33	0.42	<b>0.65</b>	-0.06	-0.16	-0.20
商社	0.28	<b>0.53</b>	0.28	<b>0.50</b>	0.39	0.33	0.46	<b>0.56</b>	0.49	-0.01
小売	0.48	<b>0.51</b>	0.33	<b>0.53</b>	0.44	0.40	<b>0.58</b>	0.36	0.32	-0.22
銀行	0.16	0.12	0.08	0.12	0.10	0.10	0.22	0.17	0.24	-0.14
金融	0.35	0.36	-0.01	0.34	0.27	0.33	<b>0.59</b>	0.10	-0.06	0.03
不動	<b>0.57</b>	<b>0.53</b>	-0.02	0.48	0.38	0.37	<b>0.66</b>	0.18	0.13	-0.05

(エネ：エネルギー資源，建設：建設・資材，素材：素材・化学，医薬：医薬品，  
自動：自動車・輸送機，鉄鋼：鉄鋼・非鉄，電機：電機・精密，情報：情報通信・  
サービス他，電力：電力・ガス，運輸：運輸・物流，商社：商社・卸売，金融：  
金融（除く銀行）：不動：不動産)

## 4. 5 本章のまとめ

本章の結果は次のようにまとめられる。

- ✧ 2012 年と 2017 年を比較すると、売上高は 1.24 倍，経常利益は 1.70 倍，資産は 1.31 倍，負債は 1.28 倍，純資産は 1.41 倍増え，時価総額は 1.76 倍増えた
- ✧ 重回帰分析により時価総額と関わる指標を探索したところ，互いに相関する売上高対

数比，流動比率増減，売上高経常利益率増減，売上高利益率増減，総資産利益率増減，総資産回転率，負債比率，流動負債対数比という 8 つが有意な説明変数として抽出された

#### 補足 4. 1 変数選択法による最適回帰式の探索について

いま，従属変数 $y$ に対して $p$ 個の説明変数 $x_1, x_2, \dots, x_p$ を考える。説明変数の分散共分散行列を $\mathbf{V}$ ，説明変数と従属変数の共分散ベクトルを $\mathbf{V}_y$ ，回帰係数ベクトルを $\mathbf{a}$ とすると，正規方程式

$$(4.4) \quad \mathbf{V}\mathbf{a} = \mathbf{V}_y$$

によって $\mathbf{a}$ が求められる。このとき，回帰と残差の平方和はそれぞれ

$$(4.5) \quad S_R = \mathbf{a}'\mathbf{V}_y$$

$$(4.6) \quad S_e = S_y - S_e$$

で与えられる。データ数を $n$ とすると，自由度はそれぞれ $p$ と $n-p-1$ である。

ここに，さらに新たに説明変数 $x_{p+1}$ を加えたときの残差平方和を $S_e'$ とすると，「新たな変数の寄与の有意性」は

$$(4.7) \quad F = \frac{S_e - S_e'}{S_e'/(n-p-2)}$$

が自由度（1， $n-p-2$ ）の F 分布に従うことから検証できる。

ここで対象としている指標は互いに相関が強く，これらを説明変数として加えた回帰分析は必ずしも妥当な結果を与えない。

例を挙げよう。2 個の説明変数 $x_1, x_2$ のケースを考える。データ数は 100 個，従属変数との相関係数がそれぞれ 0.91，0.94，説明変数同士の相関係数が 0.97 であり，分散共分散はつぎのようになっているとする。

$$\mathbf{V}_y = \begin{pmatrix} 7515 \\ 5490 \end{pmatrix}, \quad \mathbf{V} = \begin{pmatrix} 6749 & 4651 \\ 4651 & 3374 \end{pmatrix}$$

このとき，回帰分析の結果は次のようになる。

① $x_1$ のみを説明変数としたとき： $S_e=1827$ ，回帰の有意性  $p<0.1\%$

② $x_2$ のみを説明変数としたとき： $S_e=1263$ ，回帰の有意性  $p<0.1\%$

③ $x_1$ ,  $x_2$ を説明変数としたとき： $S_e=1255$ , 回帰の有意性  $p<0.1\%$ ,  
 $x_1$ の有意性 なし,  $x_2$ の有意性  $p<0.1\%$

つまり, 2つの説明変数を同時に入れた回帰分析では「 $x_1$ は有意でなく,  $x_2$ は有意」という結果が得られる。しかしながら, 個別に見るとどちらも有意なわけであり, 「 $x_1$ が従属変数に関してもたらし得る情報は有意であるが, それは $x_2$ でカバーされており,  $x_2$ を説明変数としたとき $x_1$ は除外できる」ということになる。これは単なる「 $x_1$ は有意でなく,  $x_2$ は有意」という結果とは意味が異なる。

このため, 現実の分析では, さまざまな組合せによる残差の変化を細かく検証していく作業が必要となる。一般には次の方法がある。

- 1) 総当たり法 … すべての組合せを検証
- 2) 変数増大法 … もっとも寄与の大きい変数を1個ずつ追加していく
- 3) 変数増減法 … 追加, 除外を繰り返していく
- 4) 変数減少法 … 変数を1個ずつ除外していく
- 5) 変数減増法 … 除外, 追加を繰り返していく

今回は13個の説明変数があり, 組合せの数は次のように増える。

1変数：13組, 2変数：78組, 3変数：286組, 4変数：715組, 5変数：1287組

実行不可能な数ではないとしても, 内容の細かい検証は無理であることから, 本研究では2)と4)で分析を行い, 最終的に4)を採用した。

## 第5章 議論

### 5. 1 アベノミクス下で起こったこと

2013年4月の日銀による「異次元の金融緩和」声明を受けて、円安が進行し、株価が上昇した。さらに2014年10月の「国債買入の上積み」声明によりさらに円安と株価上昇が進行した。まさに特効薬に近い反応といえるが、日銀の国債買入に対して、その売上代金のほとんどが日銀口座に残された。銀行の資産で見ると、保有国債が減った分、預け金が増えて、資産総額自体はそれほど増えていない。2013年4月から2013年10月まで、マネーストックM3はわずかに1%しか増えていないのである。

一般向けには、たとえば「国債買取り→市中に出回るお金の増加→インフレ」などの解説が見受けられるが、現実には「市中に出回るお金」は増えなかった。実際、インフレ目標も未達となった。しかしながら、株価は上がり、企業業績は改善し、雇用が増えて、景気は良くなったように見える。これを成果として安倍首相は3選を果たし、憲法改正に向けて進んでいる。その一方で、否定的な評価も少なくない。浜矩子は『さらばアホノミクス』[5-1]で「はしたない通貨安政策」と一蹴している。また、明石順平は『データが語る日本財政の未来』[5-2]において、現政府の財政に対する楽観的姿勢と姑息なやり方（ソノタノミクス）を批判している。藤田知也は『日銀バブルが日本を蝕む』[5-3]で「歪んだ饗宴」と評し、行き過ぎた緩和がバブルを生んでいると指摘している。

今回、景気動向指標が示すアベノミクス期についても、「経済の拡大＝好景気＝雇用改善」であったバブル期や金融バブル期と比較して、アベノミクスはかなり複雑な顔を見せている。単純化してみると、雇用の改善が所得の上昇につながっておらず、生産や販売の拡大もきわめて限定的となっている。さらに複数の指標が2019年に入って明確な下降トレンドを示している。

ただ、これらのネガティブな評価に対して、ネットなどでは「アベノミクスの成果を不当に貶めている」という趣旨の発言も少なくない。特に若い世代からすれば、欲しいのは分析や警鐘ではなく、安定した雇用というのが正直な思いであろう。この点、アベノミクスが始まって、若年雇用は改善し、大学生の就職状況も大きく好転した。この雇用の改善こそが安倍内閣の高い支持率につながっているものと思われる。

はじめに記したように、本研究の目的は「アベノミクスの採点」ではなく、「何が起こったのか」を実証的に検証することにある。そこで、まずリフレ派が安倍首相に信じ込ませたとされる「金融緩和→円安→株高→企業利益改善→賃金増加→物価上昇」というロジ

ックについて考えてみたい。

第2章の図2.8で示したように、サブプライム問題が明るみに出るまで、ドル円レートと日経平均はほとんど相関していない。その後は安全資産として円高が進み、サブプライムショック、リーマンショックによって株価が下がることによって、両者の相関は大きく上昇した。このときの動きは「株価下落と円高」であり、これから直ちに「円安→株高」が導かれるわけではない。

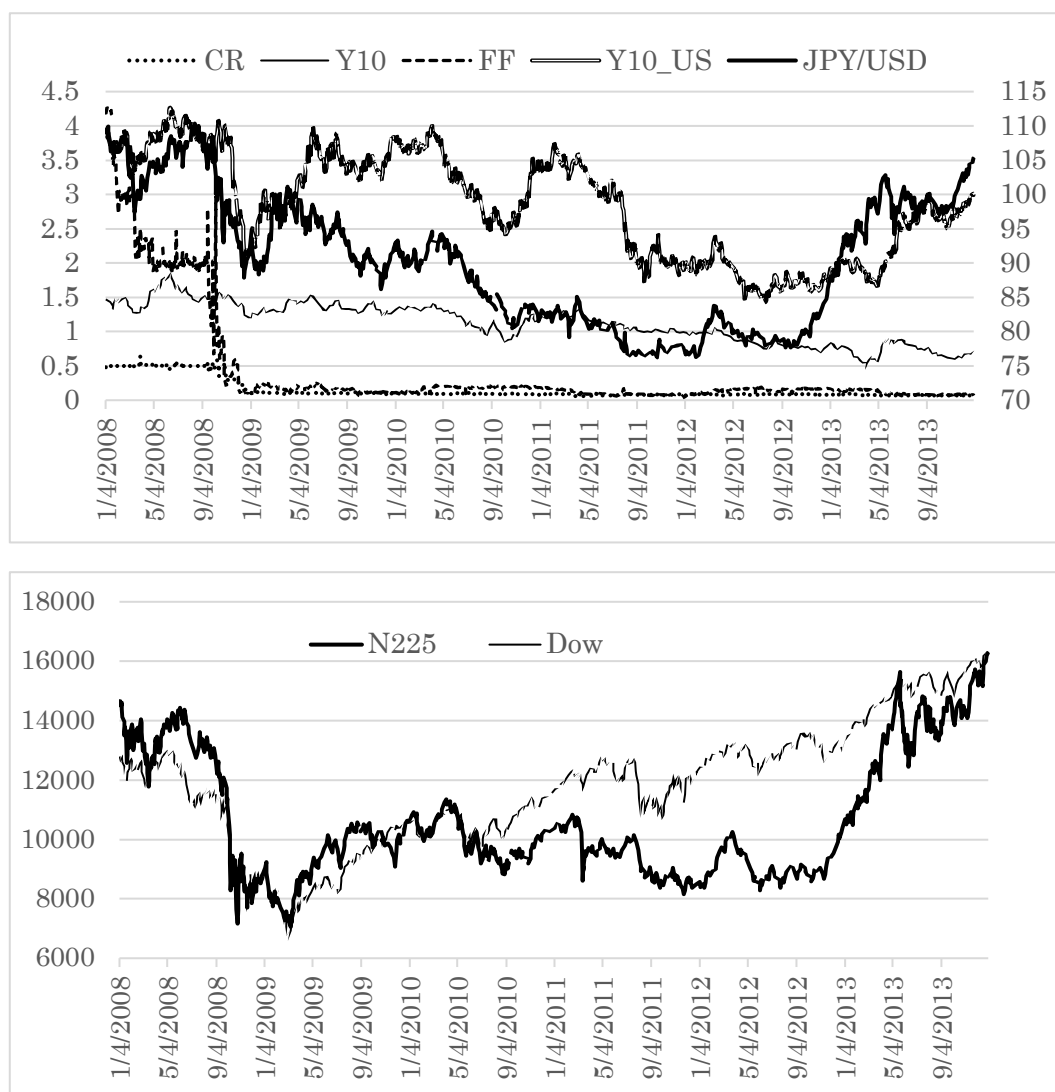


図 5.1 2008～2013 年におけるコールレートオーバーナイト (CR)，10 年国債金利 (Y10)，ドル円レート (JPY/USD)，日経平均 (N225)，アメリカ FF レート，10 年国債金利 (Y10\_US) および Dow 平均 (出所[5-4, 5-5, 5-6])

改めて、異次元緩和宣言前後の動きをデータで確認してみよう。図 5.1 はリーマンショックからアベノミクス開始当初までの日米の金利と株価，およびドル円レートである。リーマンショック後，日米ともゼロ金利政策をとり，長期金利も低下したが，アメリカの 10

年債券金利は持ち直して、2009 年半ばから日米の金利差は拡大した。それでも、円高傾向は止まらず、2011 年に 70 円台まで上昇した。

当時の民主党政権はこの円高をほぼ放置したといえるが、日銀の動きを少しまとめてみると、民主党政権発足直後の 2009 年 9 月 17 日に日銀は「当面の金融政策運営について」において、デフレについての楽観的見通しを述べている[5-7]。さらに、2009 年 12 月 1 日には「日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識している。」[5-8]とデフレ脱却宣言を述べているが、ゼロ金利継続以外に目新しい政策は打ち出されていない。この後、特に目立った動きがないまま、2012 年 2 月 14 日の「金融緩和の強化について」で初めて 1%のインフレ目標が打ち出された。

日本銀行としては、「中長期的な物価安定の目途」は、消費者物価の前年比上昇率で 2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は 1%を目途とする。実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。… 本年末までに残高は 22 兆円程度増加。[5-9]

これに対して長期金利は何の反応も見せなかったが、ドル円レートは 2012 年 2 月 13 日の 77.98 円から 1 か月後の 3 月 15 日には 83.74 円まで下がり、日経平均も上昇した。その後のアメリカの長期金利低下などもあって、為替レートも日経平均ももとに戻ったものの、2009 年後半から続いているドル円と株価の正相関を改めて印象付けたといえる。

2012 年 11 月 16 日に衆議院が解散され、自民党の復帰が確実視される中、自民党は「物価目標 2%」を盛り込んだインフレ戦略を公約に掲げ、12 月 16 日の総選挙で大勝して、12 月 26 日に第 2 次安倍内閣が発足した。その後、2013 年 1 月 21 日の政府・日銀共同声明、4 月 4 日の日銀「異次元金融緩和」と続いた経緯は第 1 章で記したとおりである。

これに対して、ドル円レートは 2012 年 10 月の段階から上昇し始めて、2013 年 5 月 10 日に 100 円を超えるまで順調に下げ続け、これに並行する形で日経平均も上昇した。したがって、この間は「円安＝株高」が成り立っており、2012 年 2 月と 2012 年終わりからは「金融緩和宣言→円安＝株高」が成立している。ここで金融緩和宣言としたのは、実際の異次元緩和は 2013 年 4 月から始まるのであり、円安株高はそれを先取りする形で進行した。あえていえば「金融緩和宣言→インフレ期待→円安＝株高」であろう。

続くりフレ派のロジック「株高→企業業績改善」は、順序が逆のようにも思われるが、時間的には企業業績改善が後に続いた。インフレ期待が実際にどのようにして業績改善に結びついたのか、本研究はこの疑問を出発点としている。結論からいえば、現実には 2012 年から 2017 年まで多くの企業で売上高も利益も増加し、従業員数も増えた。また、業績改善と株高も強く相関していた。「株高＝企業業績改善」は確かに成立したが、因果関係を明らかにできるまでには至らなかった。しかしながら、2003 年から 2007 年までの金融バブル



期と 2013 年以降のアベノミクス期の業績改善には、業種などによって明らかな違いが認められた。

金融バブル期には、売上や資産、負債、従業者数など規模の拡大がそのまま利益の拡大に結び付く傾向にあった。しかし、アベノミクス期は規模の拡大が必ずしも利益の拡大に結び付いていない。それゆえ、株価の上昇と財務指標との関係も複雑に入り組んだ様相を見せた。言い換えるなら、アベノミクス期における「金融緩和宣言→インフレ期待→円安→株高→企業業績改善」には、「期待して拡大したものの、必ずしもうまくはいかなかった」という部分も少なからず含まれている可能性がある。**2.3.3 節**で示したように、企業の設備投資や消費者態度指数は上昇した一方で、実体的な生産指数や出荷指数、商業販売額、消費支出などは総体として増えていない。それは、「企業改善→賃金増加→物価上昇」が起らなかったということにも結び付いている。

## 5. 2 企業価値と株価について

企業財務論の世界では、バランスシートにおける負債と純資産は、金融・資本市場で評価される企業の価値に対応するもの、言い換えると、企業の所有権の価値、あるいは経営に参与する権利の価格とされている[5-10]。

きわめて単純に考えると、現時点で会社を廃業した場合、資産を売却して負債を生産すると純資産が残る。ここには「将来に見込める利益」などは考慮されていないが、純資産が企業価値に係る大きい要素の 1 つであることは確かであろう。

具体的に、企業価値については次の 2 つの式が用いられる。

$$(5.1) \quad \text{企業価値} = \text{株式価値} + \text{負債価値}$$

$$(5.2) \quad \text{企業価値} = \text{事業価値} + \text{事業外資産}$$

(5.1) 式は、会社の権利は債権者と株主に分けられ、負債を除いた分が株主に帰属ということであり、この部分の市場における評価が時価総額となる。ただし、時価総額はさまざまな要因によって大きく変動するため、あくまで市場における評価に過ぎない。

(5.2) 式は、将来も含めた収益力が事業価値であり、これが企業価値の中核を占めるという考え方に沿っている。この事業価値の評価が株式価値を決定する最大の要因と考えられる。

事業価値の評価には、一般にディスカウント・キャッシュフロー方式（以下、DCF と略す）が用いられる。ここでは基本的な考え方だけを示す。

将来のある時点（ $t$  年後とする）のフリーキャッシュフロー  $FCF_t$  は

$$(5.3) \quad FCF_t = \text{税引き後利益} + \text{減価償却} - \text{設備投資等} \pm \text{運転資本等増減}$$

で与えられる。右辺はいずれも  $t$  年後の予想値である。割引率を  $r_t$  としたとき、将来のフリーキャッシュフローの現在価値合計

$$(5.4) \quad \frac{FCF_1}{(1+r_1)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r_2)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r_3)^3} + \frac{FCF_4}{(1+r_4)^4} + \frac{FCF_5}{(1+r_5)^5} + \frac{TM}{(1+r_5)^5}$$

をもって事業価値とするアイデアが DCF である。ここで  $TM$  はターミナルバリューと呼ばれる 6 年以降のキャッシュフローを一括参入した値で、

$$(5.5) \quad TM = \frac{FCF_5 \cdot (1+IR)}{(r_5 - IR)}$$

で求められる。ここに現れた  $IR$  は永久成長率と呼ばれる超長期を想定したときの成長率である。なお、これは事業が永続することを前提とした評価式であるが、有限の期間であれば、そこまでの現在価値を合計する。

ここで登場した割引率については緻密な議論ときわめてラフな議論が存在する。緻密な理論は株主資本コストと負債コストから見積もられる資本コスト WACC (Weighted Average Cost of Capital, 加重平均資本コスト) を用いるもので、支払利息から推定した負債コストと投資家の期待リターンから見積もった株主資本コストを加重平均捨して求められる。

一方のラフな議論の究極が「自分で適当に決める」であり、あるサイトには「10 人の投資家（プロ含む）が DCF 法で企業価値や不動産価値を算定すると、みな違った答えが出るというのが DCF 法というものです。」と記載されている[5-11]。もちろん、WACC をしかるべく算出する手順はあるが、要は将来の不確定なキャッシュフローとコストを現在の値で代用したものでしかない。リスクニュートラルでは「将来の値はいまと同じ、あるいは無裁定の値」を仮定すると同時に、「将来の値はしかるべき確率分布に従って変動する」ことも想定する。こう考えると、DFC に基づいて、きちんとした手順で算定された企業価値であっても、市井で行われている将来の株価予想とそれほど変わらない危うさをはらんでいるように思われる。

このほか、株主価値の推定で用いられる配当還元法などの手法もあるが、考え方は DCF と同じようなものであり、ここでは踏み込まない。

要は、重要な要素は将来の利益とコストであり、これが企業価値や株主価値を左右する。いずれも現状の値を用いるとして、将来変動することも確実なわけで、この判断によって株価は揺れ動くことになる。

今回の分析では、互いに相関し合うさまざまな財務指標の多くが株価の変動とそれぞれに関わりあっているとの結果が得られた。この分析結果の錯綜ぶりこそが、株価をめぐる世界の重層性を示唆しているように思われる。

## おわりに

本研究では、様々な指標から、売上、利益、所得、雇用などすべてが改善し、「経済の拡大」そのもののいえたバブル期と金融バブル期に比べて、アベノミクス期は株高などを背景に期待が先行した実体の薄い回復であることを指摘した上で、実際の企業財務の変化においても、規模と質の変化が必ずしも整合していないことを膨大なデータから明らかにし、これらが財務指標と株価の錯綜した関係をもたらししている可能性を指摘した。残念ながら、企業価値と株価の関係について注目できる知見までには至らなかったが、アベノミクスというかなり極端な政策の下で生じたいびつな財務内容と株価の動きは、なお興味深いテーマではないかと思われる。

このほかにも、積み残された課題は多い。いつの間にか収束しつつある異次元緩和であるが、肥大化した日銀のバランスシートをどう正常化していくのか、金利上昇に伴う債務超過のリスクなどにどう備えるかなど、中央銀行の有りようというヘビー級の課題は荷が重すぎるとしても、景気悪化を示唆するさまざまなシグナルの中で、今後の経済、金融、雇用は依然として喫緊かつ深刻なテーマであり、継続的な分析が求められている。

## 参考文献

はじめに

[0-1] OECD, 「OECD StatExtracts — National Accounts」, <https://stats.oecd.org/>。

[0-2] 軽部謙介, 『官僚たちのアベノミクス』, 岩波新書, 2018 年。

### 第 1 章

[1-1] UN, ” UNData : National Accounts Estimates of Main Aggregates ” , [data.un.org](http://data.un.org)。

[1-2] 内閣府, 『平成 15 年度 年次経済財政報告』, 2003 年。

[1-3] 藻谷浩介, 『デフレの正体 経済は「人口の波」で動く』, 角川書店, 2010 年。

[1-4] 増田寛也編著, 『地方消滅』, 中公新書, 2014 年。

[1-5] 吉川洋, 『人口と日本経済』, 中公新書, 2016 年。

[1-6] 藤波匠, 『人口減が地方を強くする』, 日経プレミアシリーズ, 2016 年。

[1-7] P. Kurgman, ” Japan’ s Trap ” , <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>。

[1-8] P. Krugman (山形浩生訳), 『さっさと不況を終わらせろ』, 早川書房, 2012 年。

[1-9] 日本銀行, 『時系列統計データ検索サイト』,

<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>。

[1-10] 日本銀行, 「基準割引率および基準貸付利率（従来「公定歩合」として掲載されていたもの）の推移公表データ一覧」,

<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/discount/discount.htm/>。

[1-11] 経済社会総合研究所, 『景気統計』, [www.esri.go.jp](http://www.esri.go.jp)。

[1-12] 統計センター, 『日本の長期統計系列』, [www.stat.go.jp](http://www.stat.go.jp)。

[1-13] Yahoo Finance, <https://finance.yahoo.com/quote/%5EN225?p=N225>。

[1-14] 内閣府, 『平成 13 年度 年次経済財政報告』, 2001 年。

[1-15] 財務省, 『統計 … 国債及び借入金並びに政府保証債務現在高』,

<https://www.mof.go.jp/statistics/index.html>。

[1-16] 統計センター, 『日本統計年鑑』。

[1-17] 東京短資株式会社, 『データライブラリ…ヒストリカルデータ』,

[https://www.tokyotanshi.co.jp/data\\_library/historicaldatas.html](https://www.tokyotanshi.co.jp/data_library/historicaldatas.html)。

[1-18] 経済社会総合研究所, 『国民経済計算』, [www.esri.go.jp](http://www.esri.go.jp)。

[1-19] 経済産業省, 『工業統計調査』,

<https://www.meti.go.jp/statistics/tyo/kougyo/library/index.html>

- [1-20]経済産業省、『商業統計調査』,  
<https://www.meti.go.jp/statistics/toppage/jikeiretsu/index.html>
- [1-21]統計センター、『人口推計』, [www.stat.go.jp](http://www.stat.go.jp)。
- [1-22]統計センター、『労働力調査』, [www.stat.go.jp](http://www.stat.go.jp)。
- [1-23]次のデータをもとに作成した。  
 Groningen Growth and Development Centre, ” 10-Sector Database” ,  
<https://www.rug.nl/ggdc/productivity/10-sector/>
- [1-24]財務省、『予算・決算』「関連資料・データ」,  
<https://www.mof.go.jp/budget/reference/statistics/data.htm>。
- [1-25]日本銀行、『政府・日本銀行の共同声明』,  
[https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2013/data/ko130206a2.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130206a2.pdf)。
- [1-26]日本銀行、『「量的・質的金融緩和」の導入について』,  
[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130404a.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf)。
- [1-27]財務省、『国債』「関連資料・データ」,  
[https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest\\_rate/index.htm](https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm)。
- [1-28]軽部謙介、『官僚たちのアベノミクス』, 岩波書店, 2018 年。
- [1-29]国立社会保障・人口問題研究所、『人口統計資料集』, [www.ipss.go.jp](http://www.ipss.go.jp)。

## 第 2 章

- [2-1]総務省統計局統計センター『消費者物価指数』,  
<http://www.stat.go.jp/data/cpi/index.html>。
- [2-2]経済社会総合研究所『国民経済計算』, <http://www.esri.go.jp/>。
- [2-3]経済社会総合研究所『景気統計』, <https://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/menu.html>。
- [2-4]日本銀行『時系列統計データ検索サイト』,  
<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>。
- [2-5]Yahoo Finance, <https://finance.yahoo.com/>
- [2-6]財務省『国債金利情報』,  
[https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest\\_rate/index.htm](https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm)。
- [2-7]日本銀行, 「当面の金融政策運営について (2019 年 7 月 30 日)」,  
[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state\\_2019/k190730a.htm/](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2019/k190730a.htm/)。
- [2-8]内閣府, 「景気基準日」, <https://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/di/150724hiduke.html>。
- [2-9]自民党 Lib Dems, 「数字で見るアベノミクスの成果」,  
<https://www.jimin.jp/activity/colum/123285.html>。

## 第 3 章

- [3-1]東京証券取引所、『上場会社情報』, <https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>。

[3-2] 総合企業情報データベース EOL,  
<http://eoldb.jp/Eoldb/Search/CompanySearch.aspx>。

#### 第 4 章

[4-1] 総合企業情報データベース EOL,  
<http://eoldb.jp/Eoldb/Search/CompanySearch.aspx>。  
[4-2] 株価データ倉庫, [stock-databox.net](http://stock-databox.net)。  
[4-3] 総務省統計局, 『第 68 回日本統計年鑑』,  
<http://www.stat.go.jp/data/nenkan/68nenkan/19.html>。

#### 第 5 章

[5-1] 浜矩子, 『さらばアホノミクス』, 毎日新聞出版, 2015 年。  
[5-2] 明石順平, 『データが語る日本財政の未来』, インターナショナル新書, 2019 年。  
[5-3] 藤田知也, 『日銀バブルが日本を蝕む』, 文春新書, 2018 年。  
[5-4] 日本銀行, 『時系列統計データ検索サイト』,  
<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>。  
[5-5] Yahoo Finance, <https://finance.yahoo.com/quote/%5EN225?p=%5EN225>。  
[5-6] FRB, <https://www.federalreserve.gov/datadownload/>。  
[5-7] 日本銀行, 『金融市場調節方針に関する公表文』「当面の金融政策運営について (2009 年 9 月 17 日)」, [http://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state\\_2009/index.htm/](http://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2009/index.htm/)。  
[5-8] 日本銀行, 『金融市場調節方針に関する公表文』「金融緩和の強化について (2009 年 12 月 1 日)」, [http://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state\\_2009/index.htm/](http://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2009/index.htm/)。  
[5-9] 日本銀行, 『金融市場調節方針に関する公表文』「金融緩和の強化について (2012 年 2 月 14 日)」, [http://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state\\_2012/index.htm/](http://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2012/index.htm/)。  
[5-10] 仁科一彦, 『現代ファイナンス理論入門』, 中央経済社, 1997 年。  
[5-11] <https://oneinvest.jp/dcf/>