

企業の声が示す日本経済の課題

日銀のヒアリング情報を生成AIに整理させてみた

調査部 経済調査チーム
主席エコノミスト

河田 皓史
080-2074-8973
hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp

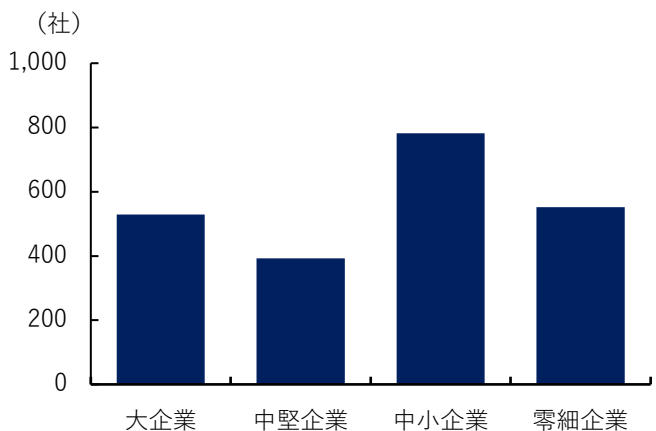
- 日銀が多角的レビューの一環で実施した「企業行動等に関するアンケート調査」に関連して、過去25年間の経済・物価等に関する企業の声が収集され、そのうち100以上が公表されている
- こうした企業の声をもとに日本経済の問題点を生成AIに整理させると、デフレ的な価値観が企業と消費者の双方に染み付いたことなどが問題点として挙げられた
- 金融政策面では「金利」と「為替」のトレードオフにどのように向き合うべきか、改めて問われていると言える

1. 過去 25 年間の日本経済に関する「企業の声」

日本銀行が多角的レビューの一環で実施した「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査¹⁾」は、2,000社以上の国内企業を対象とした、その名の通り企業行動についてのアンケートである²⁾。日銀短観の調査対象とならない資本金2,000万円未満の企業（同アンケートでは「零細企業」と呼称）も調査対象となっており、日銀としてはかなりの労力を投入して実施したアンケートであることが窺われる（図表1）。このアンケート自体は択一式の設問が中心だが、併せて企業へのヒアリングも多数実施されたとのことで、日本銀行（2024）にはその際に得られた「企業の声」が100以上掲載されている³⁾。

このアンケートおよびヒアリングの結果は日本銀行（2024）に整理されているが、これは日銀の公式刊行物であるため良くも悪くも無難にまとめられている。それはそれで有益だと思うが、紹介されている企業の声をつぶさに確認すると、日銀による整理とは違った姿も見えてくる。本稿では、生成AI（ChatGPT）も用いながら、企業の声が示す日本経済の課題について考えてみたい。

図表 1 企業規模別にみた回答企業数



(注) 企業規模は資本金基準（10億円以上が大企業、2,000万円未満が零細企業）

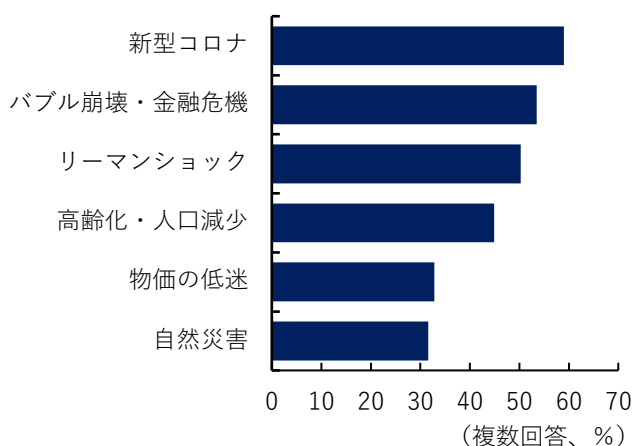
(出所) 日本銀行（2024）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2. 「企業の声」が示す日本経済の課題

個別の「企業の声」の分析に立ち入る前に、全体感をつかむ観点から、アンケート結果について簡単に紹介しておきたい。まず、「国内事業の積極化／消極化に繋がった事象」という設問の回答をみよう。国内事業の「消極化」に繋がった事象としては、①新型コロナ、②リーマンショック、③バブル崩壊・金融危機、④高齢化・人口減少、が多く挙げられている（図表2）。これはいずれも大事件であり、企業のビジネスマインドに大きな影響を与えたことは想像に難くない。ただ、「①新型コロナ」と「②リーマンショック」はグローバルな事件であり、日本だけの事件ではないため、主要国の中で日本だけが長期的に低迷してきたことの説明にはなりにくい。日本固有の要因としては、「③バブル崩壊・金融危機」と「④高齢化・人口減少」になる。時系列順に言えば、「③バブル崩壊・金融危機」により痛手を負い自信を失ったところに、「④高齢化・人口減少」がやってきて、将来に対して前向きなイメージが持てなくなる中で、消極的な事業運営が徐々に定着していったという流れだろう。

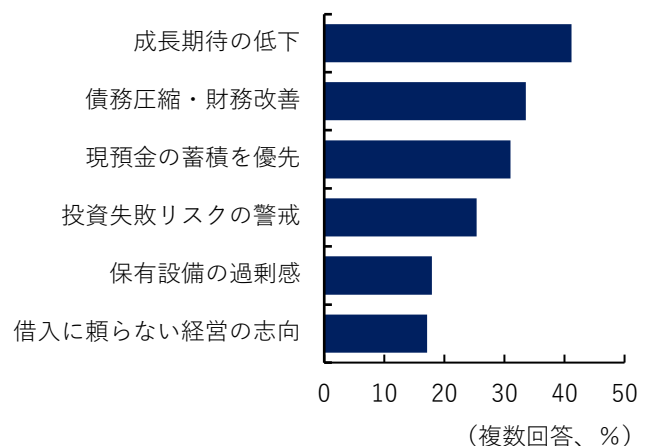
国内事業の消極化は、主として国内設備投資の減少という形で現れる。「国内の設備投資がキャッシュフローの改善対比緩やかだった理由」については、「①成長期待の低下」、「②債務圧縮・財務改善」、「③現預金の蓄積を優先」、「④投資失敗リスクの警戒」が多く挙げられている（図表3）。このうち「②債務圧縮・財務改善」と「③現預金の蓄積を優先」については、バブル崩壊から金融危機にかけての景気後退＋信用収縮の過程で資金繰りが悪化した経験によるものとみられる。特に、金融危機の最中には銀行破綻も複数生じたため、「もう銀行には頼れない」との意識が企業の財務運営スタンスを大きく変えた面もあるだろう。こうした動きは、企業財務の安定性向上をもたらしたものの、キャッシュアウト抑制傾向の中で設備投資が減少し、結果として生産性の改善ペース鈍化に繋がった面もあるとみられる。「①成長期待の低下」と「④投資失敗リスクの警戒」については、「国内事業の消極化」と同様に、「バブル崩壊＋金融危機」と「高齢化＋人口減少」の合わせ技で、企業が自信を喪失してしまったことを表しているとみられる。

図表2 国内事業の消極化に繋がった事象



(出所) 日本銀行 (2024) より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 設備投資を抑制した理由



(注) 「前半」(1990年代半ば～2000年代頃)と「後半」(2010年代頃)の平均

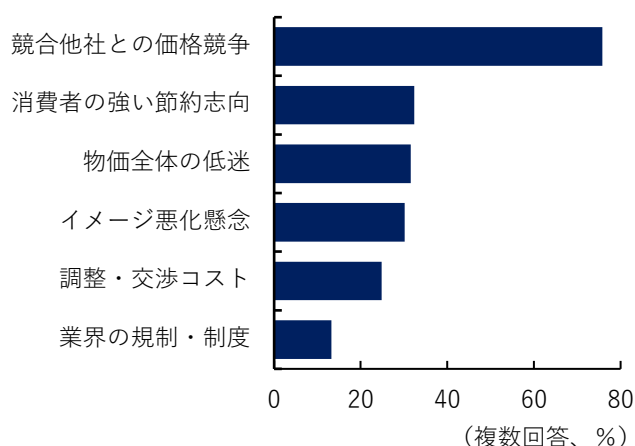
(出所) 日本銀行 (2024) より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

価格設定に関してはどうか。「コスト上昇の価格転嫁が難しかった理由」としては、「競合他社との価格競争」が圧倒的に多く挙げられている（図表4）。それはその通りだろうが、「なぜ日本だけがデフレや長期停滞に陥ったのか」という問いについては、価格競争だけでは説明し切れないと思われる（価格競争があること自体は日本に限ったことではない）。この点については、「価格転嫁の難しさが緩和している理由」がヒントを与えてくれるかもしれない。この設問では、「①値上げは仕方ないとの認識の広がり」、「②物価全体の大幅な上昇」、「③競合他社の値上げ増加」という回答が多い（図表5）。すなわち、企業は「他社が値上げするなら自社も値上げしやすい」と考えているし、どの企業も値上げせざるを得ないような状況なら、消費者も値上げを「仕方ない」とみてくれると考えているわけである。逆に言えば、「他社が値下げをしている」あるいは「他社が値下げをするかもしれない」状況で自社だけが値上げをすることは消費者が許してくれないし、結果としてほとんど不可能との認識だったのだろう。こうした姿勢は企業の萎縮・消極化を表している面もあるだろうが、消費者が闇雲に「安さ」を求めた結果という面もある（詳細は後述）。

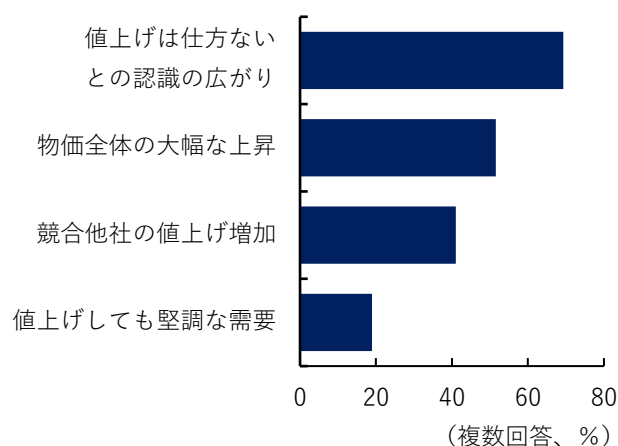
こうしたアンケート結果も踏まえつつ、「企業の声」に耳を傾けよう。冒頭で紹介した通り「企業の声」は100以上掲載されており、細かくみていくのは紙幅の都合もあり難しい（時間と関心のある方は日本銀行（2024）を参照されたい）。そこで本稿では、生成AI（ChatGPT）に「企業の声」を要約してもらおうというアプローチをとることにしたい。

100以上の「企業の声」に基づき生成AIが整理した「日本経済の問題点と課題」が図表6である。ここには、企業と消費者が相互に痛みを強いる形でデフレが定着した姿が端的に示されている。人口減少や高齢化もあって成長力に陰りがみられた中で、「生活防衛」の観点から消費者は企業に「低価格」を要求した一方、「企業存続」の観点から企業は労働者（≒消費者）に「賃金・雇用の調整可能性」（具体的には、賃上げの停止と非正規雇用へのシフト）を要求した。こうした流れの中で、コストを削って価格を抑えることができた企業が称賛されるようになり、「安さ＝正義」あるいは「値上げ＝悪」という価値観（ノルム）が社会全体に浸透したのだろう。

図表4 価格転嫁が難しかった理由



図表5 価格転嫁の難しさが緩和している理由



（注）「前半」（1990年代半ば～2000年代頃）と「後半」（2010年代頃）の平均

（出所）日本銀行（2024）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

（出所）日本銀行（2024）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

上記の「問題点」に対する「課題」については、素直なものが挙げられている印象である（一般的過ぎて目新しさがなくとも否めないが）。問題点②に対応する「正規雇用の拡大と賃金の引き上げ」のうち賃上げは今まさに推進されているところであるし、それが今後も継続されていけば、問題点③に対応する「国内市場の活性化と地域経済の振興」もある程度は実現されていくだろう。

一方、問題点①（低価格志向の消費者行動）を解決するのは容易ではない。課題としての「高付加価値商品の開発と販売」はその通りだと思うが、それ以上に「消費者にその価値を訴求」することが重要（かつ困難）とみられる。なぜなら、過去25年間の日本経済（日本企業）の問題は、高付加価値商品を生み出す技術力等が衰えたというより、「高付加価値商品に対してその品質に見合う価格設定ができなかった」ことに起因するとみられるためである。デフレ期に「安さ＝正義」との価値観が日本社会にビルトインされた（されてしまった）ものと思われるが、「皆が欲しがるとは『良いもの』

図表6 企業の声から示唆される日本経済の問題点と課題（生成AIによる整理）

問題点①: 低価格志向の消費者行動	→課題: 高付加価値商品の開発と販売 消費者が安価な商品に価値を見出しているため、企業は高付加価値商品の開発と販売を強化し、消費者にその価値を訴求することで、価格競争から脱却し、適正な利益を確保する必要があります。
問題点②: 賃金の低迷と非正規雇用の増加	→課題: 正規雇用の拡大と賃金の引き上げ 原材料価格の上昇に対して価格転嫁ができず、非正規雇用が増加しているため、労働者の賃金を引き上げ、正規雇用を拡大することで消費を刺激し、内需を拡大することが必要です。
問題点③: 人口減少と高齢化	→課題: 国内市場の活性化と地域経済の振興 国内市場の縮小と成長期待の低下により、企業が国内投資に消極的になっているため、人口減少対策を強化し、国内市場の活性化を図ることが重要です。また、地域経済の振興も必要です。
問題点④: デフレと値下げ競争	→課題: 適正価格の維持と新製品開発の推進 低価格競争が続く中で、企業は適正な利益を確保できずにいます。これを改善するためには、適正価格を維持しつつ、新製品開発を推進し、企業の成長と競争力を強化することが求められます。

（注）日本銀行（2024）に掲載されている企業の声やChatGPT4-oに与えた上で「日本経済の問題点とそれに対応する課題」を指摘させた際に出力されたもの。赤字は筆者による

（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

にはそれなりの値段がつくのが当たり前」という価値観は改めて共有されるべきではないだろうか(商品の価格だけでなく、労働者の賃金、経営者の報酬についても言えることである)。

昔から「日本の消費者は厳しい」とよく言われてきたし、そうした厳しい消費者が日本企業の競争力向上を促した面もあると思うが、行き過ぎた厳しさは単に有害であるし、「お客様は神様」などの言葉で「客の言うことに逆らわない」姿勢を正当化したことにも問題があったのではないだろうか。それは、昨今「カスハラ」(カスタマー・ハラスメント)が目立っているのと同根の問題である。企業には「この商品・サービスにはこの価格が妥当」という覚悟が必要と思われる。

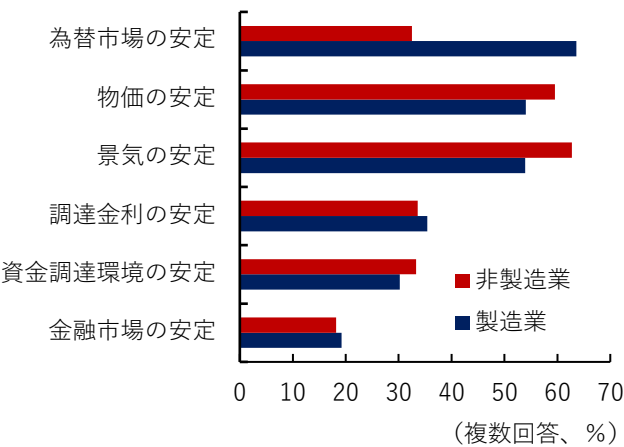
3. 金融政策面での課題：「金利」と「為替」のトレードオフにどう向き合うか

本稿では「日本経済の問題・課題」に焦点を当ててきたが、日本銀行(2024)には金融政策に関する企業の声も多数紹介されている。このうち「金融政策に求めるもの」という設問について、「物価の安定」や「景気の安定」と同じくらい「為替市場の安定」との回答が多かったのは興味深い事実である(図表7)。特に、製造業では「物価の安定」や「景気の安定」を抑えてトップとなっている。

政府・日銀の標準的理解(およびそれに基づく国会答弁等)では、そもそも為替の安定のために金融政策を用いることは想定されていないため、特に日銀としては「そんなことを言われても…」というのが率直な感想だろう。さらに言えば、これは政府・日銀の理解云々の問題ですらなく、そもそも為替と物価を同時に安定させること自体が根本的に「無理筋」という面がある。

「国際金融のトリレンマ」という言葉・概念をご存じの方も多いだろう。これは、①金融政策の自由度、②為替の安定、③自由な資本移動、は3つ同時には実現できず、どれか1つを諦めなければならないという命題である。日本も含めほとんどの先進国は、①と③を得る代わりに、②を諦めているわけである。「③自由な資本移動」を所与とすれば、「②為替の安定」のためには「①金融政策の自由度」を犠牲にする必要があるわけだが、上記のアンケート結果も含めて、それを望むかのような声が少なからずあったのはなかなか衝撃的である(図表8)。なぜなら、金融政策の自由度を放棄しても為替を安定させてほしいというのは、「金融政策は大して自分たちの役に立っていない」という不信任表明に

図表 7 金融政策に求めるもの



(出所) 日本銀行(2024)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 8 金融政策と為替に関する企業の声

金融緩和には円高解消等の一定の効果があった一方で、緩和が長引いたことで内外金利差が生じ、円安の定着や輸入価格の上昇といったデメリットもあった(鉄鋼 [中堅])

この間の金融政策運営を受けて為替変動がしばしばみられたが、特に短期間の大きな為替変動は、事業計画の策定の支障となった(食料品 [大])

(注) 赤字は筆者による
(出所) 日本銀行(2024)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

近いためである。もちろん、為替の変動は物価の変動につながるので、為替の安定は物価の安定に資するものであるとの解釈もできるし、その意味で為替の安定目的で金融政策を動かすこと自体は頭から否定されるものではない。ただし、(例えば) 過度な円安が問題となっている局面において、為替の安定を実現するために、経済の「実力」以上に金利を上げてしまうと、企業部門へのダメージを通じて国内需要が冷え込む可能性が高いため、結局は為替と金利を両にらみした「総合判断」にならざるを得ない。そして「総合判断」を許容することは、日銀のフリーハンドを増すことを通じて、金融政策運営の透明性低下につながる可能性が高い点には留意が必要だろう。

もちろん、このアンケートは円安が社会問題となっていた最中に実施されたものであるため、回答がそちらに寄るバイアスはあると思うが、日本企業が過去数十年間にわたって為替変動に翻弄されてきたことは歴史的事実である。「金利」と「為替」のどちらが大事か、それぞれを望ましい水準にコントロールするために、金融政策・財政政策・為替介入・各種制度等をどのように使い分けるべきか、政策手段と政策目標の関係をどのように整理するのが改めて問われているのかもしれない⁴。

[参考文献]

日本銀行 (2024) 「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査の集計結果について—企業からみた過去25年間の経済・物価情勢と金融政策—」、地域経済報告 (さくらレポート) 別冊シリーズ、2024年5月20日

服部直樹・酒井才介・河田皓史・坂中弥生・中信達彦・坂本明日香 (2024) 「変革を迫られる日本企業—ヒト・モノ・カネの変化で生じるリスクとチャンス—」、みずほレポート、2024年3月27日

門間一夫 (2024a) 「物価から「好循環」は生まれない—日銀の企業アンケートをどうみるか—」、門間一夫の経済深読み、2024年6月24日

門間一夫 (2024b) 「「物価の安定」を金融政策に任せることのコスト—非対称な分配効果をどう考える—」、門間一夫の経済深読み、2024年7月24日

¹ 門間（2024a）がこのアンケートを用いた論考を行っているので、そちらも参照されたい。

² 日本企業の過去の問題点や最近の変化については、服部他（2024）を参照。

³ 伝統的に日銀は「ヒアリング」（インテリジェンス）を重視する組織である。FRB や ECB などの海外中銀においては、経済学に依拠したモデル分析や実証分析が重視されているが、日銀はそういった「小難しい分析」をやりつつも、どちらかと言えば企業ヒアリングなどの「手触り感」を重視して金融経済情勢を考えることが多いように見受けられる。この理由の1つとして、幹部が必ずしも経済学に基づく議論を好まないことが挙げられるだろう。例えば、現在の金融政策ラインの幹部（企画担当理事、企画局長）はいずれも法学部出身であるし、民間企業における執行役員に相当する「理事」も近年は法学部出身者が多い。法学部出身だから経済学を好まないとは一概に言えないが、どちらかと言えばそういう傾向はあるだろう。経済学を好まない幹部に何かを「納得してもらおう」ためには、経済学を駆使した「小難しい分析」よりも、ヒアリング情報などの「手触り感のあるお話」のほうが便利であるため、結果として、組織全体がヒアリング情報を重視するようになっている面があると考えられる。

⁴ 金融政策と「物価の安定」の関係について、門間（2024b）が分かりやすく論じている。

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。