



## 日本経済を拡大均衡に導く コストカット型の経済と金融情勢からの歴史的転換

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

政府は近日中に経済対策を発表する。岸田総理は9月24日にその目的を「物価高に苦しむ国民に成長の成果を還元し、コストカット型の経済から歴史的転換を図る」と述べた。この「コストカット型の経済から歴史的転換」は時代認識として正しいと考えられる。経済が歴史的に転換すれば、それを反映する金融情勢が同様に転換するのは当然だ。ここには投資の面で大きな含意があると考えられる。

内生的経済成長理論が教えるように経済、社会、金融情勢はお互いに影響を及ぼし合い、全体で1つの体系(システム)を成す。従ってごく一部だけを取り出して、つまみ食いのように論ずるのは難しい。だが外的ショックが大きい場合には、外的要因として、そのイベントとインパクトを起点に論ずるのが正しい。池に石を投げると、波紋が起点から広がるのと同じ理屈だ。

以上の意味において、コストカット型経済の起点は、1985年のプラザ合意に始まる円高だった。円高そのものは、1ドル360円の固定相場制から変動相場制に移行した1971年のニクソンショック以降、趨勢的に続いていた。しかし、外的ショックが極端に大きくなったのは、自由な市場での価格形成を軽視する人為的な取り決めを政治主導で実現したプラザ合意、そして、その後の日米構造協議からだ。

コストカット型経済とその転換後の姿を主要項目別にまとめたのが右表だ。まず、コストカット型経済の体系を図式的に示すと、日米貿易摩擦→米国政治主導の外的円高→安い輸入品流入→輸入品に押された国産品は値下げと停滞→デフレ(流行語は「価格破壊」)→企業は存亡のため賃下げと下請け叩き→企業の設備投資は高い日本を避けて安い海外へ→賃下げで個人消費はより縮小→企業は売上げ減少で生産を縮小、だった。この一連の流れがコストカット型経済だ。その顕著な特徴は、減少が減少、値下げが値下げを呼ぶ縮小均衡のスパイラルにある。政府は巨額の総需要刺激策(財政政策)で縮小均衡に歯止めをかけ、拡大均衡に転換しようと何度も試みた。しかし、総需要刺激策の中身は、例えば「熊しか通らない道路」などと揶揄されるような公共投資が多かった。これにより普通の人々のマインドは逆に萎縮して消費は落ち込んだ。財政赤字という犠牲を原資に縮小均衡に歯止めはかかって、拡大均衡への転換は実現しなかった(次頁図)。

時代	1985-2017年	2018年頃以降
円相場	円高	円安
物価比較	国内>海外	国内<海外
国内需給	デフレギャップ	インフレギャップ
国内物価	デフレ(価格破壊)	インフレ
企業行動	値下げ	値上げ
賃金	賃下げ(人手余剰)	賃上げ(人手不足)
設備投資	安い海外へ	安い日本へ
正しい政策	総需要刺激策	サプライサイド強化策
金利	世界最低	水準訂正へ
株価	低迷	バブル後最高値圏
経済	コストカット型経済 (縮小均衡)	拡大均衡型経済再生 (拡大均衡)

出所:各種統計データをもとに当社作成

この悪循環が2013年頃から始まった円安で転換し始めた。円安の契機は、2012年12月の安倍政権誕生と2013年に黒田日銀総裁が誕生し金融政策を大転換したことだった。2012年末の円相場は約80円、IMFの購買力平価は104円だった。この転換は本質的に、円高時代の縮小均衡から円安時代の拡大均衡へのシフトを意味した。

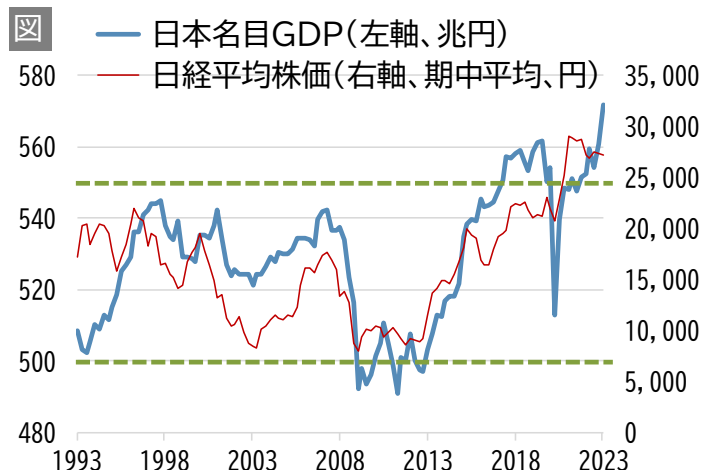
※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

この流れは、2020年以降にコロナ禍で一時的に中断したものの、その後も続いている。一連の動きを図式的に示すと、米国から見た貿易紛争の相手国が日本から中国に交代→米国は政治主導での円高への誘導を停止→自然な経済メカニズムで円安示現→内外価格差が逆転して日本の物価が主要先進国より安値へ→企業は原材料を高い輸入品から安い国産品に人切り替え→安い日本を求めてインバウンドが急増→国内物価水準の上昇→企業部門は史上最高益→部分的な利益の還元で賃上げ、同時に人手不足顕在化→TSMC やマイクロンなどが安い日本で投資、日本企業もコストの高い中国工場を閉鎖して安い日本へ移管、だ。この流れはコストカット型経済とは正反対であり、増加が増加、値上げが値上げを呼ぶという意味で拡大再生産のスパイラルに入ったことを意味する。

この動きは、価格破壊とは正反対の動きと言う意味で逆価格破壊と言っても良いだろう。TSMC は九州で高賃金で人材を募集している。大卒の初任給は 29 万円、昼の食堂のパート職員の時給は 3,500 円と伝えられている。既に賃金面では逆価格破壊は始まっているのだ。もっと言うなら、日本の寿司職人は海外に転職すれば、給料が 2-3 倍になるのが相場だ。賃金は労働力の価格である。逆価格破壊は緒に就いたと見るべきだろう。

経済情勢が変われば金融情勢が変わるのは当然だ。円高時代の中でも特に 1990-2012 年には、趨勢的に日本の金利は世界最低を更新し続け、株価は世界中が史上最高値を更新し続ける中、日本だけはバブル後最安値を更新し続けた。また、世界経済はグローバル化の進展で一体化が進んだ。各国の景気循環は一体化し、金利と株価の連動性も高まった。にもかかわらず、世界の中で日本だけ金利と株価の方向性が真逆の時代が長く続いたのだ。これがコストカット型経済の金融面での帰結だ。しかし、以上で見たように、この異常な状況からの歴史的転換が既に始動しており、定着し始めた可能性が高い。

日本がコストカット型経済に陥った 1990-2012 年の名目GDPは500-550兆円の間で推移した(図)。財政政策で縮小均衡に歯止めをかけた成果で、確かに500兆円の底は割れなかった。しかし、拡大均衡に入らなかったため、550兆円の天井も抜けなかった。よく日本人の給料は30年間上がらなかったと言われるが、GDP≒国民所得が伸びないのだから当然だ。そして、GDPと株価は総じて連動して動いた。しかし、コストカット型経済からの歴史的転換によって、名目GDPが550兆円の天井をやぶり、上昇トレンドに30年ぶりに回帰する道筋が付きつつある。



【出所】Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

ただし、懸念もある。景気対策は、デフレギャップの時代の総需要刺激策からサプライサイド強化策に軸足を移すべきである。そのために特定産業に巨額の補助金をつぎ込む産業政策が世界的に復活している。もともと日本は、日本人の国民性にフィットする産業政策が、開国以来、一貫して得意だった。日本経済が歴史的転換を迎える中、この流れを後押しする要因として、もはや世界の潮流になっている産業政策をもっと活用すべきである。近日中に発表される経済政策が、世界の失笑を買うような時代錯誤な内容ではないことを期待したい。(脱稿 10 月 20 日)

以上

#### <当資料に関するご留意事項>

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。