

何故アベノミクスは 成功する可能性が高いのか

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

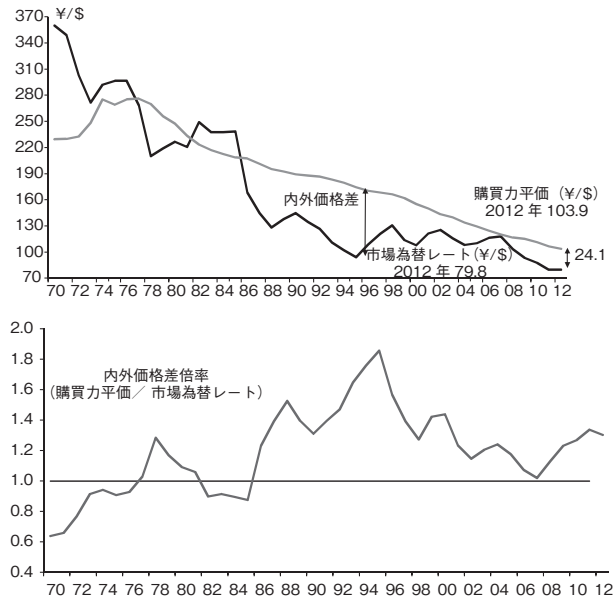
(1) デフレの原因、過剰円高と過剰株安の是正に照準
日本だけがかかった病ともいえる「失われた20年」の特徴は長期デフレであり、その2大原因は円高と株・不動産の過剰値下がりであった。為替も資産価格も本来は循環的なもの、それが20年間継続したことは日本にだけ起こった特異な現象である。長期円高と長期資産価格下落が世界中で唯一日本においてだけ20年に及ぶ賃金下落をもたらし、長期停滞を形づくった。

円も株価・不動産価格も1990年のバブルピーク時においては行きすぎであり、是正は当然であった。1980年代末、日本の特異な産業競争力の高まりの結果円は不当に安くなった。

また戦後の土地担保金融と過剰貯蓄が自己実現的にもたらした資産バブルも、どのような理論によっても正当化できないものであった。つまり1990年代前半の円高と資産価格下落は戦後日本経済の過剰成功がもたらした歪みの是正としての正当な意味があった。しかしその是正が行き過ぎた。過剰な円高と過剰な資産価格下落の継続が、相乗効果となって日本企業に異常な賃金下落圧力をかけ続けた。

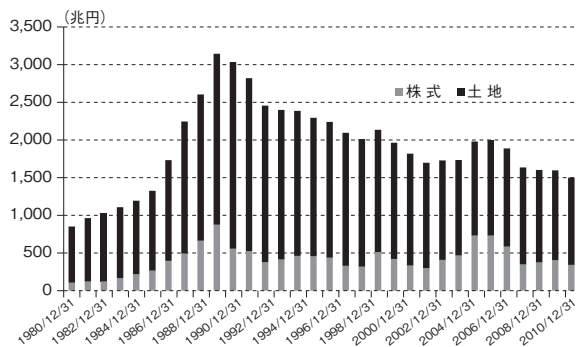
世界の労働市場は一物一価、同一労働同一賃金の原則が貫徹しつつある。生産性を上げぬままに賃金を引き上げても、それはインフレ→通貨安となって逆襲される、つまり世界賃金に回帰する。同様に生産性を上げぬままに通貨高になっても、国内賃金下落を引き起こし世界賃金に収斂する。過去20年間の執拗な円高は国内賃金の下落圧力を定着させ、日

(図表1) 購買力平価レートと実際の円ドルレート



(出所) 経済協力開発機構 (OECD)、武者リサーチ

(図表2) 日本の株+土地時価推移

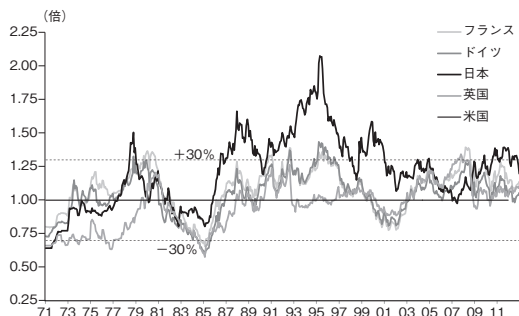


(注) 2010年は武者リサーチによる推定

(出所) 内閣府 (国民経済計算年報)、武者リサーチ

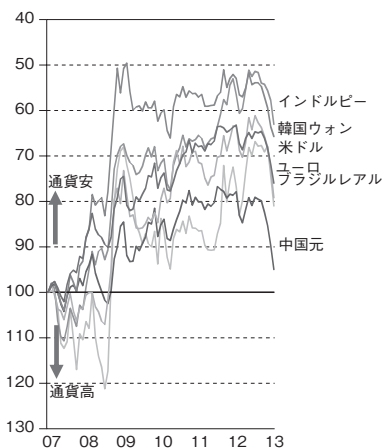
本に世界唯一のデフレをもたらした。一般的な通貨変動は購買力平価と比べてプラス・マイナス30%程度の為替変動が限度なのに、円の場合は一時2倍という異常な評価が与えられた。それによって国際水準に対して日本企業のコストは2倍となり、賃金も2倍となったために、企業は雇用削減、非正規雇用へのシフト、海外移転などを進めた。この結果、

(図表3) 主要国通貨の購買力平価からのかい離率



(出所) 経済協力開発機構 (OECD)、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表4) 主要通貨の対円レート推移 (2007年1月=100)



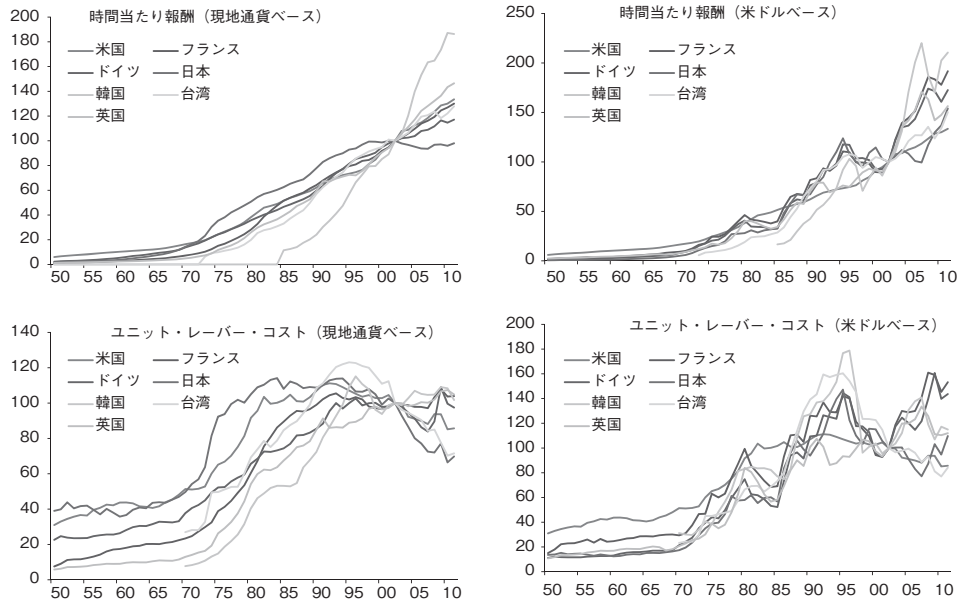
(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

労働コストは大きく低下し、かろうじて競争力を維持できたものの、日本の労働者の賃金はいわばその犠牲となり、長期にわたって低下し日本にデフレをもたらしてきたと言える。

ちなみに、多くの経済学者が「実質実効為替レートで見れば歴史的円高ではない」と主張するが、それは因果関係をはき違えた議論である。そもそも実質実効為替レートで90年代前半ほど円高になっていないのは、円の名目為替レートがドルなどの主要通貨に対して上昇する中で、製造業を中心に単位労働コストが相対的に低下したためである。実質実効レートは事後的に均衡したにすぎない。むしろ、円高が進行したことで、日本の労働者の賃金は、他国に劣らない労働生産性の伸びが続いたにもかかわらず、大幅に下落してきたと捉えるのが正しい理解だろう。(図表5)は現地通貨ベースとドルベースで見た時間当たり賃金およびユニットレバーコストの比較(製造業)だが、日本の賃金は大きく下落したのにドルベースでは大きく上昇し、日本の競争力を阻害したことが鮮明である。円高は修正すべき対象であり、容認すべき対象ではないと言える。

なお、アカデミズムで大きな影響力を持ち2012年時点での円はことさら円高ではないと主張している吉川洋東大教授は、近著『デフレーション』(2013年1月刊、日本経済出版社)で「インフレは金融引き締めによる不況で抑制できるが、デフレは金融政策では抑制できない(何故ならゼロ金利下での超過準備引き上げに効果はない)、つまりデフレは原因ではなく結果である」と述べたうえで「日本のデフレ原因は1990年代に起こった大企業の雇用システム変貌、賃下げに原因がある。」と主張している。確かに企業の賃下げはデフレ

(図表5) 主要国製造業時給、単位労働コストの比較



(出所) 米国労働省、武者リサーチ

の原因というよりデフレそのものであるが、なぜ企業が賃下げを余儀なくされたかの原因究明がなされていず、隔靴搔痒の議論である。

資産価格の下落による負の資産効果の影響も大きかった。バブルのピーク1992年の日本の株式と不動産の合計時価総額は3,100兆円（対GDP比6倍）に達したが、それが2011年には1,500兆円（対GDP比3倍）へと半減した。この下落は年間平均80兆円に達し、それは名目GDPの16%に相当する。この資産価格下落は、直ちに企業と金融機関の問題資産償却コストや担保価値下落による信用収縮となり、企業の収益とアニマルスピリットを奪った。負の波及効果は金融や不動産など内需関連業種に連鎖し、企業のコスト引き下げ=賃下げ圧力を高めた。企業が空前の貯蓄余剰を抱えているのも資産価格下落に際しての財務バッファを確保するためという面が強い。

(2) デフレが構造変化を阻害した、脱デフレは最良の構造政策である

デフレは財・サービス市場における価格メカニズムのマヒ、金融市場における貨幣の偏愛=リスクキャピタルの喪失、という二つの経路の遮断を通じて、資源配分の変化=構造変化を阻害した。鍵は国内の成長セクター（=需要・雇用拡大が見込めるセクター）に如

何に資源配分するか（＝儲けさせ資本を集めるか）にあるが、デフレが最適資源配分の最大の障害になってきた。所得を再配分するためにはインフレが決定的に重要である。言うまでもなく市場における「神の見えざる手」というのは価格メカニズムであるが、デフレ（より端的に言えばサービス価格デフレ＝後述）によりそれが機能しなくなったのである。

それは日本の高度成長期の歴史を振り返ればはっきり分かる。技術革新と生産性向上によって国民生活は急速に向上し、都市と農村間、製造業とサービス業間の所得格差が縮小したが、それは製造業等の高生産性セクターが稼いだ所得が、サービス価格インフレ、農産物価格インフレとなってサービス産業や農業に移転することによって可能となった。いわゆる「生産性上昇率格差インフレ」である。

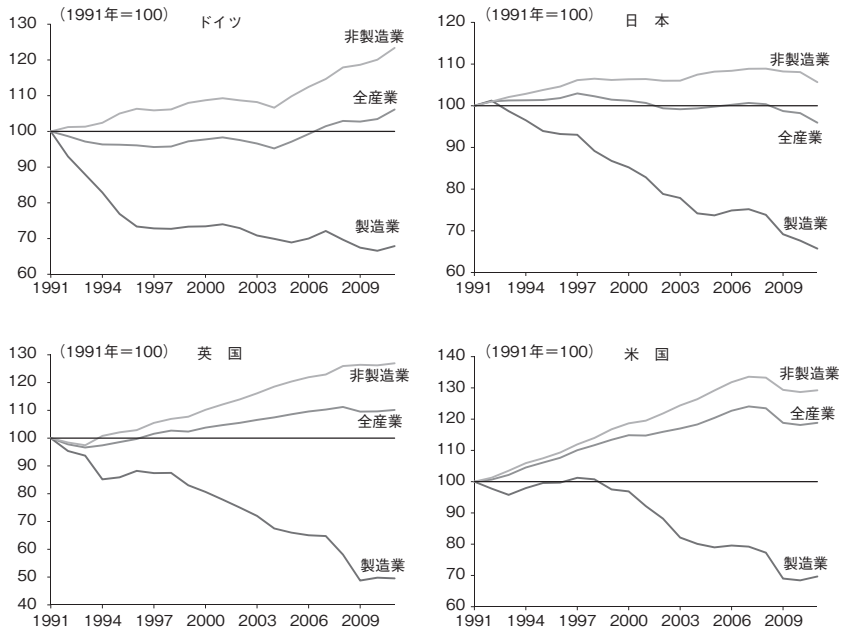
このサービス価格インフレが停止した結果、日本では所得の再配分が停止し、サービス業の成長と雇用が止まった。（図表6）は日・米・独・英の製造業と非製造業の雇用推移だが、日本だけが非製造業の雇用停滞に陥っていることが分かる。そしてその原因はサービス価格のデフレにある。（図表8）の項目別物価の各国比較を見ると、製造業製品価格は各国共通で低下傾向なのに、サービス価格は日本だけが低下、他は上昇と著しい相違があることが分かる。そして（図表7）によって賃金推移を見ると日本だけ賃金が下落しており、特に非製造業の下落が大きいことが明瞭である。つまり世界中で日本だけが「サービス価格デフレ→サービス産業の収益悪化・賃金下落・雇用悪化」という悪循環に陥っていることが明瞭である。

（図表9）に1995年以降の米国のセクター別雇用数推移を示す。過去15年間米国では、労働生産性（物的生産性）が大きく上昇し所得創造＝経済成長をけん引した製造業、情報産業で雇用が大きく減少した一方、労働生産性（物的生産性）が余り上昇したとは思われない教育医療、娯楽、サービス等の産業群で雇用が大きく増加した。所得が製造業・情報産業からサービス産業に向けて移転し、サービス産業では雇用増加を可能にする所得が確保され続けたのである。その所得移転の主たる経路は、サービス価格インフレであった。

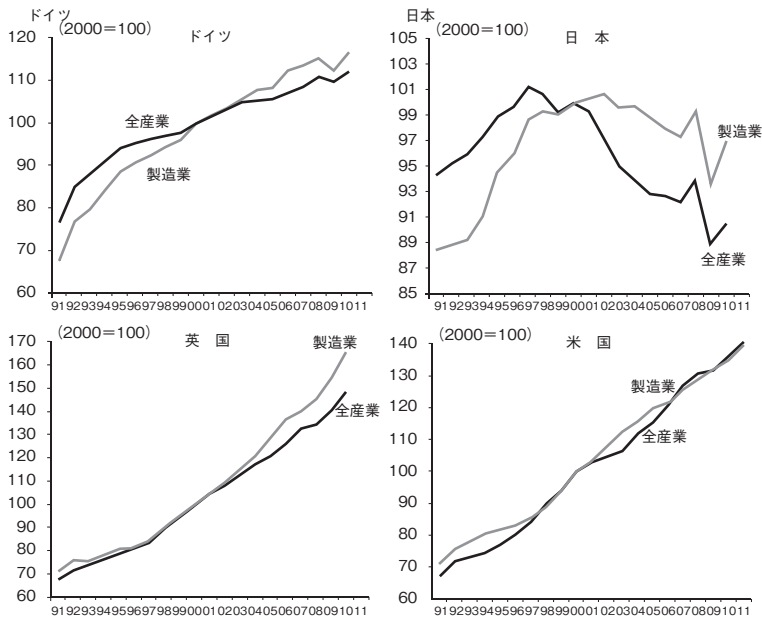
（注） 中国などからの低コスト輸入品デフレ、ハイテク製品や通信費など技術革新デフレは世界共通。

デフレはまた究極の貨幣偏愛をもたらし、金融市場がリスクキャピタル提供の場として機能することを阻害した。20年間のデフレと株価、地価など資産価格の下落により、cash is kingメンタリティーが定着した。その結果極端なリスク回避がおき、リスク資産に全く資金が配分されなくなっている。株式益回りは7～8％と社債利回り1％の7～8倍もあるのに、資本が向かわない。いわば資本は現金として死蔵され、金利裁定は停止した。

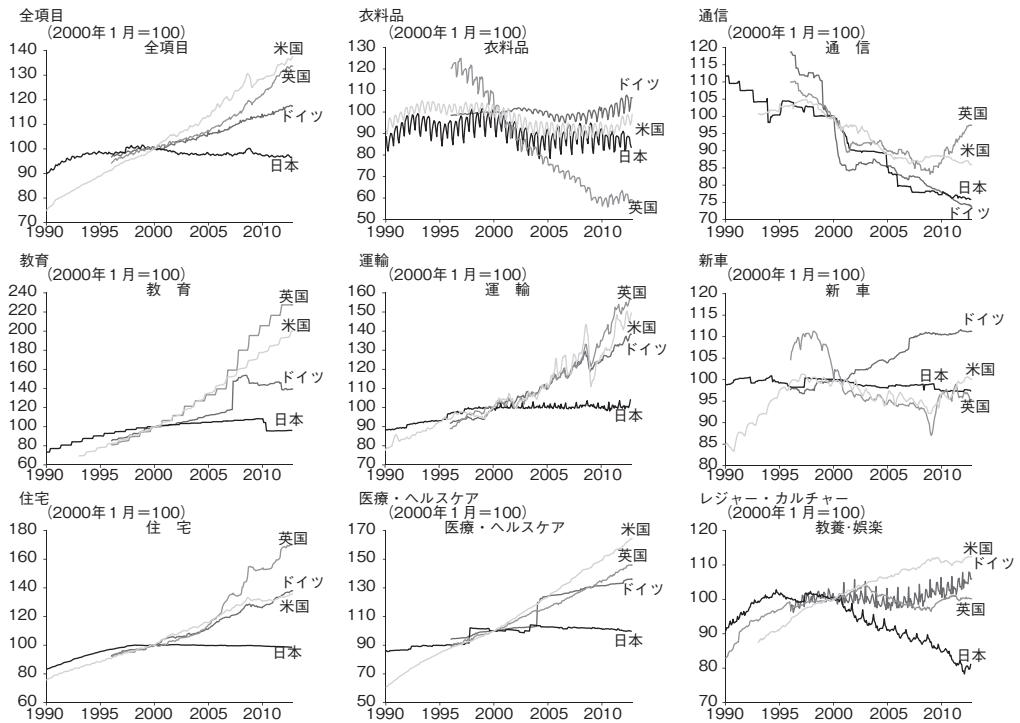
(図表6) 日・米・独・英のセクター別雇用数



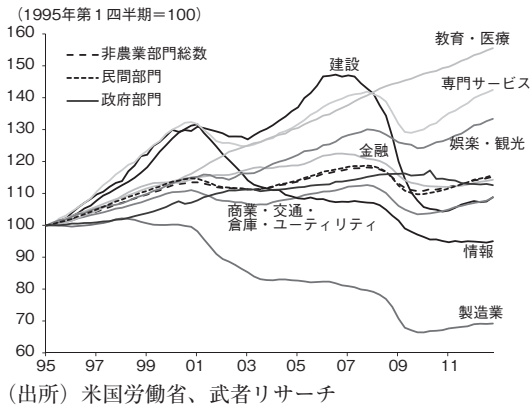
(図表7) 日・米・独・英のセクター平均賃金推移



(図表8) 日・米・独・英の項目(セクター)別物価推移



(図表9) 米国のセクター別雇用者数推移 (1995年第1四半期=100)



このように見てくるとハイエクが言うように、デフレの定着（＝相対価格の歪み）は、セクター間の資源配分を完全に停止させ、経済を困難に陥れたことが明白となる。この状態を「デフレ下の安定」（中前忠氏「日本経済は市場の日本売りにやられる」週刊エコノミスト2月19日号）、などと美化する人々がいるが、それは事態の深刻さを見誤っている。デフレによる市場機構の麻痺は経済にとって死に至る病である。一見安定して見えているのは、グローバル経済の成長と財政による需要補填という、特殊なミルク補給があったからにすぎない。

(3) アベノミクスの妥当性

日本の「失われた20年」の原因は、長期円高と資産（株・不動産）価格下落が、企業に賃下げ圧力をかけ続けたことにある。その是正に照準を合わせたアベノミクスは妥当である。円安と資産価格高で企業採算が向上し正常な賃金上昇が復活すればデフレは終わる。そしてデフレ終焉はそれ自体が構造政策である。「金融政策だけでは成長は戻らない」、「デフレだけが日本停滞の原因ではない」、等のアベノミクス批判は間違いである。金融政策でデフレは終わり、デフレ終焉は自動的に成長率を高める。2月12日安倍首相が企業経営者に対して、円安等による収益向上の一部を賃上げによって労働者に還元するように求めたが、それはまさしく今、日本経済が求めていることである。

今後の日本を二段階で考えるべきだろう。先ずアベノミクスで円高デフレ脱却、その先の改革で世界の経済大国日本復活へ、である。日本の成長分野である医療、教育、農業は既得権益の巢窟、それらを規制緩和自由化し、競争を導入し、資源を誘導しなければならない。TPP参加を梃子とした構造改革、社会保障と労働の規制改革推進が実現できれば日本は再度世界に冠たる、高生産性経済大国になるであろう。第一段階だけでも日経平均は20,000円、第二段階が進展すれば日経平均は30,000円から40,000円への展望が開けていくだろう。

