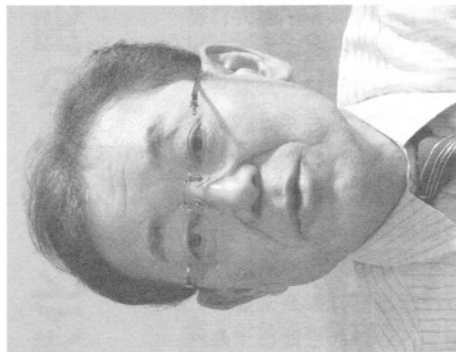


武者リサーチ代表

武者 陵司

1949年長野県生まれ。73年横浜国立大学経済学部卒、大和証券入社。97年ドイツ・モルガン・グレンフェル証券（現ドイツ証券）入社。チーフ・ストラテジスト兼株式調査部長、副会長兼CIOを経て、2009年武者リサーチ設立。著書に「失われた20年」の終わり」「日本株大復活」など。



日本経済 再生への転機

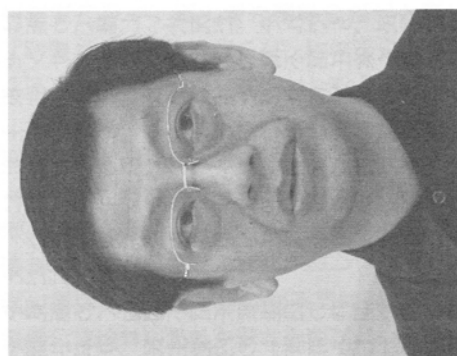
東日本大震災から約2カ月。

日本経済が受けた影響は必ずしもマイナス面だけではない。

龍谷大学経済学部教授

竹中 正治

1956年東京生まれ。79年東京大学経済学部卒、東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）入行。調査部次長、ワシントンDC駐在員事務所長、国際通貨研究所チーフエコノミストを経て、2009年より現職。著書に「なぜ人は市場に踊らされるのか?」、「2011年の世界情勢」（共著）など。



デフレの終焉

武者 今回の東日本大震災は大変に不幸なことです、私は日本が変わる転換点になるのではないかと思います。日本経済の大きな制約要因であったデフレがたぶん終わるのではないかと。

その第一の要因は、需給ギャップの縮小とリフレ政策の本格化です。国債発行か増税か、財源はどうであれ十六・二十五兆円の災害被害の復旧には大型の財政出動は必須です。また企業は復旧投資だけではなくサプライチェーンの再構築、ジャスト・イン・タイムの見直しに伴う在庫積み増し等により大幅な投資増加を迫られるでしょう。電力供給不安が緩和してくれば、萎縮していた消費需要も復活するはず。また、緊急の流動性供給も待たなしになってくると考えられます。つまり平時では小出しであったリフレ政策が本腰を入れて行われようとしているのです。

第二に、震災によって誘導された意外性のあるG7による協調介入は、長期円高トレンドを転換させるものとなるでしょう。過去G7の協調介入は五回あり、いずれも協調介入は為替の長期トレンドの転換点となってきましたが、今回も介入はファンダメンタルズに合致しているので、成

功する可能性が高いと思われます。日本が震災でさらなる金融緩和を迫られているのに対して、米国や欧州は金融緩和と政策の出口が検討され始め、金利差の拡大が視野に入ってきました。

円高が終焉すれば、日本の「失われた二十年」も終わる可能性が高いでしょう。一九九〇年代以降、円は購買力平価の二倍という異常な過大評価となり、日本企業のコストを一気に国際水準の二倍に押し上げました。日本の労働者の賃金も国際比較で二倍となったために、企業は雇用削減、正社員から非正規雇用へのシフト、生産の海外移転など劇的なコスト引き下げを迫られました。その結果、企業競争力は維持されましたが、労働賃金はその犠牲となり、日本は長期デフレに陥ったのです。二〇〇八年のリーマン・ショック以降、日本が再びデフレに陥ったのも、円高再発によるものです。しかし、円安になれば日本の賃金は割安になるので、引き上げの余地が出てきます。

デフレが終わると、負の遺産を支払いながら走り続けるということがなくなります。株式や不動産などの資産価格が長期的な下落から上昇トレンドに入っていく可能性があります。

そもそも日本のデフレは、「二つのデフレ」によってもたらされました。一つは大幅な円高によってもたらされた賃金デフレ、二つ目は資産価格の下落です。時価で計算す

日本の戦略的重要性が変わった

竹中 武者さんの最近のレポートの中で私が一番共感したのは、米国の日本に対する見方、あるいは日本の戦略的な重要性がここ数年で大きく変わったという見解です。

オバマ政権の日本に対する当初のスタンスはあいまいなところがありました。それが中国のGDPがとうとう日本を超える水準になって、中国ファクターに対応するために日本の戦略的な重要性が明確になったのだと思います。

その結果出てきたのが、例えば今回の震災で実施された最大一万数千人の兵士と空母を使った「トモダチ・オペレーション」です。これは「一緒にやっつけていこう」という日本に対する強いメッセージです。日本としてはこうした米国の戦略的なスタンスを最大限利用すべきですが、それをきちんとやれる政治的なリーダーシップが日本側に欠けているのは残念ですね。

ただ、武者さんの議論の中に違和感を覚える部分もあります。武者さんは米国から見た日本の戦略的な位置づけという地政学的なファクターでドル円の為替相場も説明できると書かれていますね。エコノミストとしての観点から言うと、ちよつと地政学的なファクターを強調され過ぎてい

ると二十年間で一千五百兆円前後の株式、不動産価値が消えました。毎年百兆円弱、GDPの二〇%近い富がなくなってきたわけですから、深刻な負の資産効果を経済に与えた。極端なリスク回避が行われたり、国民の金融所得の減少は内需に深刻な影響を及ぼしました。

しかし、現在の資産価格は、妥当な水準よりも大幅に下がっています。私はかねてからこれを「マイナスのバブル」と呼んでいますが、今回の震災によって打ち出されるであろう本腰を入れたリフレ政策は、資産デフレを資産インフレに転換させる可能性があると思います。

加えて今回の震災は、日本人の心理にも大きな影響を与えました。地震前は「さて、これからどうしたものか」というように方向感を見失って、やや虚無的になっていたように思います。そういう場面で地震に襲われた。自分たちの生活を守るための問題をどのように解決するべきかという地に足のついた心持ちに、もう一度なり始めている。これも大きな転換を支える要因になります。日本人は戦後の復興や米国へのキャッチアップの過程など、目標が明確になったときにはベクトルが驚くほど揃い、驚異的な力を発揮してきました。今回も政府のゴタゴタはいずれ解決され、力強いリーダーシップが構築されてゆくでしょう。

そういうことで、私はやはりこの震災が日本の転換期となる可能性が強いと考えているわけです。

る気がします。

武者 おっしゃるように、私は地政学を重視しています。歴史的に振り返りますと、日本は一九五一年のサンフランシスコ条約以降、米国との同盟関係に入ったわけですが、九〇年までの日米同盟は、共産主義に対する自由主義の防衛という共通の利益と価値観に基づいて米国が日本を守るという同盟でした。

ところが、九〇年を前後してソビエト連邦と国際共産主義体制が崩壊して、日米の軍事的同盟の必要性が薄くなりました。またソ連という敵がいなくなった米国にとっては、日本の異常に強化された産業競争力が最大の脅威になりました。こうした軍事的、政治的な環境ならびに経済的な要請の変化によって、日米同盟の実態が日本を守る同盟から、日本を抑え込む同盟、あるいは日本の肥大化を抑制する同盟に移行した。いわゆる「安保」ビンのふた論¹です。日本は軍事的には米国に従属していたので、そのような戦略の転換を受け入れざるを得なかったわけですね。

そうして戦略的な封じ込め対象となった日本は、地政学的な要請に見合うかたちで長期にわたる経済停滞とデフレに陥りました。その両者を媒介してきたのが日米貿易摩擦の結果もたらされた制度の枠組みの変化と異常な円高だったと思います。

もちろん為替水準が地政学的な要請によってすべて決定

されることはあり得ませんが、日本の円高は他の主要国通貨とは異質でした。変動相場制以降の推移を振り返ると、主要国通貨は長期的には購買力平価に対してプラスマイナス三〇%のレンジ内で循環してきました。その中で日本円だけは一九八〇年代半ばから二〇〇〇年前後の二十年以上にわたって購買力平価から四割、五割——場合によっては二倍の円高になったわけですね。このような極端な乖離は日本円以外ではほとんど起こっていません。その背景にはやはり地政学的な要請があり、それを市場参加者が一つのロジックとして受け入れたということだと思います。

いずれにしても、通常のマクロ的なフレームワークでは考えにくい異常な円高によって、一九九〇年以降の地政学的な環境の変化に連動して日本経済が停滞したというのが今日までの動きです。

そして、ここ一、二年で米国の日本に対する地政学的な要請が劇的に変わりました。日本は抑え込まなければならない対象から中国封じ込めのための重要な同盟国に変わり、日米同盟が再び米国にとってきわめて重要になった。メディアの報道を見ているとね、米国が日本に対して急にやさしくなりました。

竹中 そう、急にやさしくなった(笑)。

武者 それが通貨や通商関係、災害に対する手厚い支援などさまざまなかたちであらわれています。そして、国際

投資すべきは外貨債券物ではなく株式なんです。



世論も米国のそういった地政学的な要因に影響を受けて形成されているように感じます。

米国は為替に無頓着？

竹中 話が円相場の方向に展開しましたが、武者さんのお話にやや異論があるのがその点です。購買力平価比で極端な円高が長期にわたっているというお話でしたが、恐らく消費者物価をベースにして購買力を考えられているのだと思います。ただ、消費者物価指数を購買力平価として、為替相場がそれを中心に動くのが普通の姿かと言うと、私はちよつと違うと思います。消費者物価指数というのは非貿易財あるいはサービスの比重が圧倒的に多いので、必ずしも現実的为替相場の中心にはなりません。

一般的には貿易財の比率が高い企業物価、あるいは米国の場合は生産者物価で計算した購買力平価を見るほうが妥当です。そこで、日本は企業物価、米国は生産者物価でつくったグラフを見ると、今の一ドル＝八〇円は、実質で見

ると確かに円高の方向に振れてはいますが、一九九五年前後の時期のような極端な円高ではなくて、そこそこの円高水準にとどまっています。これが一点です。

二点目は、米国の日本に対する戦略的な思惑、地政学的なファクターで為替相場がすべて米国の思惑どおりに動いているというのはやや単純化されすぎていると思います。

例えば七九―八五年はドル高の時代で、これは実質で見ても極端なドル高円安です。武者さんは七〇年代のインフレを鎮静化させるためにドル高が望ましかつたのでドル高になったと説明されていますが、私は米国は為替相場に関してわりと無頓着なところがあるのだと思います。

と言うのは、この八〇年代前半のドル高は政策としての通貨高というよりも、小さな政府が望ましいというレーガン大統領のイデオロギイ的な発想に基づいた大規模な減税と、ソ連と対決するための軍事費の大幅な伸びで拡大した財政赤字によつてもたらされた面があります。それに加えて、七〇年代のインフレ体質を収束させるためにFRBのボルカー議長が非常に厳しい金融引き締め策を実施しました。その結果、米ドル金利が短期金利も長期金利も二桁に

上昇した。拡大した金利格差に誘引されて西欧や日本から米国債に投資マネーが流れ込み、ドル高になった。つまり、マンデルフレミング理論が示唆する通り、拡張的な財政政策と引締めの金融政策の組み合わせが大幅なドル高をもたらしたと考えられます。これはある意味では、米国政府にとつても意図せざるドル高だったと思います。

八五年のプラザ合意で、過大評価されたドル相場の修正が意図されたことは確かですが、八〇年後半の極端なドル高は政策的な意図を超えていたと思います。また、九〇年から九五年まで続いた円高は、恒常的に日本の経常収支が黒字という環境の中、八〇年代は外貨投資の担い手（外貨の買い手）だった日本の生損保が日本のバブル崩壊で財務内容が悪化してリスクテイクの能力を低下させ、外貨ポートフォリオのダウンサイジングに走ったことが大きい。

逆に、二〇〇七年前半まで続いた円安は、二〇〇〇年代に始まったFXトレードのような円キャリートレードや、〇四年から個人投資家層が大規模に買うようになった外貨建ての債券に投資する投資信託という円安ファクターが出てきた結果であり、〇七年前半には百二十円を超える円安水準に進みました。

ただ、こういうものはあくまでも投資家のリスク許容度に依存しているものですから、〇七年夏のサブプライム危機と〇八年九月のリーマン・ショックによつて投資家のリ

スク許容度が縮小すると、既存の円売り持高の巻き戻しが起こつて急速な円高になる局面に転換したわけです。

ただし、円相場の現状認識については武者さんとほとんど同じです。購買力平価から見ても、いまの水準は円高に傾いているし、ここからは投資としては外貨買いに合理性がある。震災によつて日本の輸出は短期的に落ち込むから、貿易収支黒字も今年はある程度縮まざるを得ないでしょう。そう考えると、中期的には円安トレンドということでおそらく間違いないと思います。

武者 私も、米国が為替そのものを政策のゴールとして操作しているわけではないと思います。ただ、さまざまな経済の政策の合理性の結果として為替の水準が決まり、その為替の水準は米国の国益とはつきり整合性がとれていると見るべきだと思います。そこは竹中さんと意見が違ふところですね。

竹中 ちよつと微妙に。強弱の問題かもしれませんが。

武者 もう一つ、アナリスト出身という立場から強調したいのは、為替相場とは、それぞれの国の労働の価格を決定するものです。労働というのはそれぞれの国固有のコストですから、その価格は為替によつて容易に変わる。しかし、為替が変わったからと言って労働の価値は変わりません。労働の価値は、基本的に生産性によつて決まります。そうすると、為替水準が変化することによつて労働

の価値と価格の間に何らかのギャップ——先ほどの購買力平価からの乖離率も、それと近似の存在ですけれども——が出てきます。そうしたギャップによって、それぞれの国の国民経済に賃金を引き上げようという圧力を与えるか、あるいは引き下げようという圧力を与えるか、どちらかの影響が出てくる。

特に一九九〇年以降の「失われた二十年」を考える時、長期にわたる賃金の停滞あるいは下落が経済の最大の病気でした。それをもたらしたのは、労働が生み出す生産性はるかに上回る円高によって、国際水準から見ても非常に高くなってしまった賃金です。そして、円高が定着する中で、高くなった賃金水準を名目的に引き下げる圧力が働き続けてきました。

日本の賃金デフレに焦点を当てて分析する場合、購買力平価から乖離した円高がもたらした影響は重要です。日本経済がデフレから脱却できるかどうかを考える際も、このことを考慮せざるを得ません。

竹中 おっしゃるとおりですね。デフレからの脱却と過度な円高の修正はセットで進めるしかないと思います。

——武者さんは、G7による協調介入を転換点だとおっしゃっています。協調介入の時、米国とEUに円高傾向から円安傾向に変わっていいという意識があったと思われませんか。

武者 主要国当局のコンセンサスはそうだったと思いま

多くの悲観的な人と私の違いは、米国経済あるいは米国という国の将来に対する見方でしょう。長期的に円安が定着するという私の想定は、地政学や被災した日本に対する世界的な人道的配慮以上に、米国経済がある程度持続的な回復力を持つということ、そして米国が世界経済における唯一の超大国としてのプレゼンスを維持し続けることを前提にしています。

ステイグリッツのような米国人学者ですら、どちらかと言うと米国が衰退に向かうという見方をしています。しかし、過去三十年間米国をウォッチし続けた立場から見ると、それは正しくないと思います。ベトナム戦争に負けた一九七〇年代も、双子の赤字に悩んだ一九八〇年代も米国衰退論が盛んでしたが、それらは間違っていました。

竹中 私は米国のワシントンに銀行の駐在で勤務していた二〇〇五年、〇六年頃から米国の住宅市場はバブルだと確信し、警戒的なレポートを書いていた。だから、〇七年の夏以降にサブプライム危機として始まった一連の金融危機の展開に意外感はありませんでした。しかし、米国経済は復元力が強い。米国はいまでも、先進国では例外的に毎年一%ぐらいずつ人口が増えています。労働生産性の伸びも長期的に一%ぐらい見込める。そうすると、三%ぐらいの趨勢的な成長率が期待できると思います。

「雇用の回復が遅れている」と言う人もいますが、雇用

す。これには二つの要素があります。一つは、経済の合理性から見ても、いまの円高は行き過ぎであるという主要国の合意を得られた。

もう一つは、主要国の国益にとって円高がいいのか、円安がいいのかという点です。日本の貿易相手国にとつては円安よりも円高のほうが有利ですが、そういう理由によって円高が必要とされる時代はもう過去になりました。それよりも、日本がデフレに陥ることによって連鎖的に起こる世界経済の縮小圧力のほうが大きなリスクとなつています。日本は依然として貿易黒字国ですが、もつと黒字を減らすためには国内需要が拡大し、輸入が大幅に増加する必要があります。そのためには円安にしてデフレを止める必要がある。それは対日輸出の増加というかたちで、各国の利益となります。

米国のリーダーシップは維持されるか

武者 私は為替の動向を考える上でグローバルゼーションの行方、あるいは将来の政治の秩序をどう見るかが重要だと思います。ドルが復活できるかどうかは、結局、米国経済が持続的に回復できるかどうか、米国の世界的リーダーシップが維持されるかどうかにかかわってきます。

——武者さんは日本の株は割安であるとおっしゃっていますね。

武者 日本の株式の益回りはいま六、七%あります。それに対して日本の国債の金利は一%ですから、株式には五%強の利鞘がある。これはリスクプレミアムと言っているのですが、五%ものリスクプレミアムというのは、かつてない大きさです。なぜ株価がこれほど割安な状態にありながら長期にわたって是正されてこなかったのか。二つの考え方があってと思います。

一つは、現在の企業利益は一過性の、例えばバブルなどの特殊な要因によって支えられているので、いずれ企業収益が半分、あるいは三分の一になるという考え方です。仮に企業収益が三分の一になれば、五%のリスクプレミアムが一%になってしまう。このように景気や企業収益の持続性に疑問を持つと、株式が割安だとは言えませんね。

二〇〇六—〇七年に同じような状況が起こったとき、