

「日本株を積極的に買うことができない」と言っていた人の多くは、企業収益の持続性に対して懸念を抱いていました。その後のリーマン・ショックによって企業収益が激減したので、直後においてその観測は正しかったわけです。

しかし、リーマン・ショックから二年経ったいま、今回の震災でちよつと変わりましたが、再び企業収益が大きく上昇しています。となると、企業収益は持続性があり、1%の低金利も続いているので、5%という異常に高いリスクプレミアムは変わっていないのです。この5%のリスクプレミアムを正当化する理由が一体どこにあるのかというのが今の状況ですね。

私は、恐らく5%ぐらいのリスクプレミアムがないと、株式を買うことができないと多くの人が思っているのだと思います。過去二十年間で日本株は三分の一に暴落したわけですね。年率で計算すると、大体5%ずつ値下がりしている。二十年間にわたって毎年5%値下がりしているからには、5%プラスアルファのリターンがなければ株を買うことができない。そういう意味で、5%の値下がり準備金が織り込まれているのがいまの評価と言えます。

ただし、これはこれまで続いてきた長期的な株価下落がこれからも続くという前提のもとでの議論です。もうこれ以上企業収益は落ち込まないとか、世界経済が持続的な拡大軌道に入っていくと考えれば、いま日本の株は相当割安

な水準にあると言えます。

加えて、日本でデフレが終わると、長期金利は上昇過程に入っていくわけです。つまり、今までは預金や現金を持っていることで十分に資産が守られるし、国債は値上がりするからそれでよかった。しかし、金利が上昇しデフレが終わると、そういう極端な安全志向はかえって大きなリスクになります。安全資産とされている国債などから、インフレに対して抵抗力があり、かつ高いリターンが期待できる株などのリスク資産に資金がシフトする。こういうことになる、資産価格に大きな変化をもたらします。

冒頭申し上げたように資産デフレが終わり、資産インフレが始まれば、家計に新たな所得の源泉がもたらされるようになります。そういう転換がこれから起こるのではないかと期待しています。

デフレ解消には 賃金インフレが必要

——デフレマインドが解消されるのがその前提になりますが、これは容易に起こり得るのでしょうか。

武者 やはり、賃金インフレが起こることが必要です。その賃金インフレを起こすためには、円安という環境が不可欠だと思います。賃金インフレと資産デフレ解消が、同

時に進行していく。その条件ができつつあるのではないかと。地政学的な環境が変化して、異常な円高が起きにくい環境になってきているということもあります。

——水準的にはどのぐらいの円安でデフレ傾向がなくなっていくとお考えですか。

武者 たとえば円が二割安くなってドル100円になれば、賃金は二割上げられます。こういうふうに単純に考えられるのではないのでしょうか。

竹中 私は長期的に解決できない経済問題はないと考えている楽観論者です。日本経済に関しても基本的には楽観しているんですが、財政赤字の問題はやはり重大です。

武者さんは財政赤字なんていま始まったわけじゃないし、それは株価にすでに織り込まれているとおっしゃっていますね。それはそのとおりだと思いますが、日本の実体経済のこれからの十年を考えた時、財政赤字問題は軽視できません。

二〇〇三年三月決算で日本の大手銀行が不良債権の大規模処理を行い、最後までリスク要因だったりそな銀行が国有化され、日本株が外人投資家の大規模購入で上昇し始め

た〇三年夏頃、私は日本経済については短期も長期も楽観に転じました。今は、その時ほどは楽観的な気持ちになれません。例えば、一九九〇年と二〇〇〇年を比べると、家計の持っている金融資産は一千兆円から一千四百兆円になっていて、十年間で四百兆円も増えています。一方、財政赤字もその間三百数十兆円増えました。家計の金融資産の増加と政府債務の増加はおおむね見合っていたのです。

ところが二〇〇〇年代半ば以降、家計の金融資産は一千四百兆円から一千五百兆円と横這いになる一方、財政赤字はリーマン・ショック以降の不況と民主党のバラマキ政策で加速して増えています。このトレンドが延長されると十年後には財政赤字が家計の金融資産を超えてしまう。

そういう状況になってから、じゃあ増税しようとか、歳出削減しようとか腰を上げて、それはあまりにも遅すぎる。財政を長期にわたって持続可能なコースに戻すためには強い政治のリーダーシップを必要としますが、そのリーダーシップが何しろ脆弱だから、腰の据わったことができない。民主党政権もバラマキ政策から軌道修正に入ったようですが、菅内閣で抜本的な立て直し改革が実現

金融を罪悪視することは、本来の所得をうまく使わないだけでなく、
グローバルな世界観において考え違いを起こす可能性がある。

RYO MUSE



できるという期待はほとんどないですね。

これが大きなリスク要因として残っているの、二〇〇〇年代前半に感じていたような水準よりは、一段階低い樂觀という程度に、私はとどめております。

武者 財政問題や政治のリーダーシップの欠如という問題点は、ご指摘のとおりだと思います。ただ二〇〇〇年代初頭に比べて、今の日本経済にとって大きくポジティブに変わった要素が企業の競争力と収益力だと思います。

過去二十年を振り返ると、日本の企業——特に輸出主体のグローバル企業のコスト削減によって競争力が回復し、円高に対応したグローバルなプラットフォームを完全に築き終えました。また今回の震災で明らかになったように、ハイテク分野での独占技術製品が多く生まれ、絶大な非価格競争力を打ちたてました。『ウォールストリートジャーナル』紙は、日本の世界シェアはGDPでは八・七%に過ぎないのに、半導体では二〇%、シリコンウエハでは六〇%、プリント基板用樹脂は九〇%と、機能部品や機能素材などが主となる部分で圧倒的強みを持ち、世界の分業の要を担っていると報じています。

二十年前の日本は、国内で生産した製品を海外に輸出する、外国にとっては雇用を奪う存在であったわけですが、今、今の日本企業はむしろ国内で雇用削減しても海外で雇用を増やして、グローバルな雇用を創造するサイド

に立っています。こういう意味で、日本企業——特にグローバル企業の強さははつきりしてきたと思います。

私は経済を考える上で最初にかかる変化は、企業の収益だと思います。企業の収益が回復して健全になれば、雇用や投資など次の好循環が生まれる。企業に生まれたポジティブな変化は日本経済の大きなエンジンになり得ると思います。

しかし、その企業の収益が完全に回復できておらず、さらにはそれが国民経済の中で投資や消費という需要の好循環に向かわなかった理由は、やはりデフレにあったと思います。そういった意味でも、デフレが終われば、企業の所得が労働賃金となって国民経済全体に還流していく。今まで資産デフレが家計の所得に与えていたマイナスの影響もなくなる。政府、あるいは社会保険などの財政が、大幅な赤字になっていますが、これも税収が減るのに社会保険や公務員賃金が減らせないという意味で、デフレがもたらした結果と言つていい。そういったネガティブな要素が、これから全て好循環の方向に変わり始めるわけです。

最初は微々たる変化だと思います。しかし、ひとたび軌道が定まれば、赤字削減と所得増加という好循環に入っていくことで、長期的に状況が改善されていく。ただ、それは何も手を下さず自律的に実現できるようなものではありません。やはり政策による誘導は必要だと思います。

かなかわりませんね。

国民に反映されない グローバル化の果実

武者 グローバリゼーションとはどういうことか。端的に言うと、世界の人々が分業しつつ力を合わせて経済を発展させていくことです。先進国である日本や米国、新興国である中国やインドがそれぞれ持っているものを出し合って成長を追求していく。新興国が提供するのはい安労働力です。グローバル化が進むと、安い労働力を提供した中国やインドはその対価としての労働賃金が上がって、豊かになっていく。一方で、新興国がビジネスを運営していく上で必要な技術、資本、経営ノウハウ、グローバルなマーケティングなどの経済資源は基本的に先進国が提供しています。

グローバル化の成果には新興国の労働者の賃金上昇だけでなく、先進国が寄与しているそうした要素に対するリターンも当然あるわけです。実際、日本も米国もヨーロッパもグローバル企業の収益はここ二十年ぐらいい劇的に向上しています。リーマン・ショックから二年も経たないうちに米国の企業利益が過去最高に達したほど回復したのは、まさしくグローバル化の賜物ですね。

竹中 この点が変われば、日本の好循環が強くなるというのが投資家行動——特に家計の金融資産です。日本の株はいまリスクプレミアムが高くて割安なんだからもっと買えばいいの、というのは武者さんがおっしゃったとおりです。もう一つは、外貨投資のやり方ですね。日本はゼロ金利が長引いて、金利差がある外国の国債などに投資する「グローバルソブリン」などの投資信託がずいぶん流行りましたが、これは非合理的な投資です。投資家相手にレクチャーする時に必ず強調するのですが、日本の国債と海外の国債の名目の金利差は、長期的には為替の変動で必ず相殺されてしまうんです。一時的には金利差を享受できるかもしれないが、その後円高で長期的には相殺される。これは国際金融論が教える金利平価の原理です。

では海外への投資は意味がないのかと言うと、そんなことはない。要は投資するものを間違っている。投資すべき対象は株式なんです。

為替相場による損失を十分に上回るリターンを長期で実現できるのは、外国株に対する分散投資だけです。ところが、外国株には相対的にわずかな投資しか回っていない。ほとんどの投資家が証券会社や銀行の営業に乗せられて外貨債券ばかり買っている。これはすこくもつたいないことです。これを変えるためには金融投資のリテラシーの教育を徹底的にやっていくしかないのかもしれませんが、な

では、先進国にグローバリゼーションの果実として配分される企業の所得はどのようなかたちで、それぞれの国民経済の中で再配分されているのでしょうか。

企業の利潤率は、日本だけでなく米国やヨーロッパにしても、その企業が必要とする借金のコスト、つまり長期金利をはるかに上回る水準です。それから、竹中さんがおっしゃるように先進国あるいはグローバルな投資対象を考えれば、債券ではなくグローバルな成功を収めている企業の株を買うことは先進国における最大の収益の、ある意味では付加価値の源泉となる。米国はその付加価値の源泉を金融産業に育て上げ、そして金融という大きな所得の源泉をつくることで国民経済に還流させているわけです。

企業が儲かっていることで米国株のS P五百種指数は大幅に値上がりし、株主も利益を得ている。米国の家計における労働賃金は、年金や保険などのフレンジベネフィットを除くと、大体年間六兆ドルぐらいです。それに対して利息や配当、賃貸料などの資産所得は二兆ドルぐらい。つまり労働賃金の三分の一ぐらいの資産所得がある。

つまり、米国の企業がグローバルな活動によつて収益を上げれば、雇用、労働というチャンネルを通さなくても、資本の出し手、預金者としての国民に所得が再配分されて家計が豊かになるわけです。そのチャンネルの間で、米国の金融産業は利益を上げています。

それでは日本はどうかと言うと、一部の企業は儲かっています。しかし、それが金融資産に対する所得として還元されることもなければ、家計に配分されることもない。結局、グローバリゼーションの果実が、国民経済にほとんど反映されていません。

もちろん、米国には持てる者はより豊かになるという格差問題があります。しかし、国民生活を押し上げる所得の源泉もある。日本にそうしたチャンネルが欠けているというのは大きな問題です。

金融性悪論という病弊

竹中 日本も一九八〇年代と比べると、家計における所得に対する金融資産の規模はぐんと大きくなっています。それは米国やヨーロッパでもそうですが、日本の家計の金融資産は、ほかの先進国と比べてもかなり大きいほうです。ところが、その貯蓄のほとんどが預貯金、あるいは郵便局を通じて国債に投入されるものだから、グローバルな企業成長が生み出す富が、家計にチャンネルされないような不幸な結果を自ら生み出してしまっている。もし、これが変わると、武者さんのシナリオは一段と強気の楽観シナリオにスイッチすると思うのですが、そういう変化がなか

なか生まれませんね。

武者 たとえば先ほどの話ですけど、株を買えば六%の益回りがある。企業収益が大きく落ち込まないとすれば、リスクプレミアム——つまり値下がり準備金が5%から3%に低下するだけで株式時価総額は今の三百兆円から四百五十兆円へと五割、金額で百五十兆円増加することになります。百五十兆円というのはGDPの三〇%です。

つまり、人々の行動が変わるだけで、あつと言う間に多くの富が得られる。これは考え次第でどうにでもなる話だと思います。いまそういう局面に来ているんです。

そうした観点からすると、いまメディアや専門家に共有されている「金融性悪説」が日本人にわりと受け入れられやすいのは問題ですね。「米国は金融帝国主義で崩壊しようとしている」という議論もそうです。

グローバリゼーションが進んだいま、先進国が享受する国際分業からもたらされる収益の源泉が労働ではないならば、技術や資本しかないわけです。先進国の企業はグローバルに展開して人を雇っていますが、先進国で雇う労働者の数は、新興国よりもはるかに少ない。そうすると、先進国は企業活動の成果を国民経済に再配分するというかたちで、新たな雇用や需要を国内でつくっていくことが必要です。だから差し当たって、企業の稼いだ所得を資産所得、金融所得として、いかに有効に国民が分かち合い、いかに

需要の循環につなげるかを考える必要があります。

竹中 おっしゃるとおりだと思います。金融所得を罪悪視する日本人は多い。そういう人達は二〇〇八年の米国の金融危機を「金融資本主義の崩壊」とか言つて喝采していますが、一体いつまで間違え続ければ気が済むのだろうと思いますね。

米国凋落論とマネー供給の歴史

竹中 一九五〇、六〇年代の日本は資産なんてあまりなかったから、働くことに没頭して、あとはひたすら預金するという行動パターンは一定の適合性がありました。しかし今、日本のGDPの三倍もの金融資産が家計にあるのに、その半分以上を預貯金し、郵便銀行や民間銀行を通じて国債が買われています。これは明らかにおかしい。

国債というのは、政府が見合いとなる資産を何も持っていない、言うならば「がらんどう」です。企業の社債や株式は、その見合いとなる企業の資産があつて、この資産が付加価値を作り出すわけです。従つて、社債や株式を保有する家計と企業の資産が両建てで伸びていくのが国富が増加する望ましい姿です。赤字国債がマネーを吸収している限りは将来より豊かになることはない。

想定外

論

soteigai-ron

西和久

賞味期限切れ

「Wanted Dead or Alive」という表現は、ずいぶん昔、ステイブ・マックイーン主演のテレビシリーズ（邦題は『拳銃無宿』）が人気になって以来、日本人にもなじみのある言葉だ。米国のブッシュ前大統領がかつて、ビンラディン容疑者を「必ず捕まえる」と宣言したときに、「dead or alive」の表現を使ったのに、当時は半ば驚かされたが、そんな西部の荒つぽさを地で行くビンラディン殺害劇だった。

おそらく、生きてまま逮捕する選択はなかっただろう。それはよくわかる。生きていれば、身柄奪還のためのテロを

招くだろう。また、今回の米軍による襲撃は、国際法にても、おそらく米国の国内法でも、とても合法的な司法手続きをとったとはいえない。犯罪の立証も含め、裁判になれば面倒くさいことになると考えて不思議はない。国際政治とはいまだに西部劇の世界らしい。

しかし、十年の歳月とイラク戦争を含めて約二兆ドルといわれるコストをかけて行つたビンラディンの殺害にもかかわらず、米国にとって、内実は氣勢が上がるものではなかったようだ。ある地政学の専門家に言わせると、ビンラディンはすでに「賞味期限切れ」だったのだそう。

ビンラディンを殺したからといって、テロがなくなると考える人はいない。それでも、イスラム過激派の勢いはこれまでに以上に小さくなるだろう。だが、それは指導者がなくなったからではなく、「アラブの春」民主化運動によって、すでにビンラディンが掲げてきたイデオロギーへの信頼は大きく失墜してい

一九七〇年代末まで一千ドル前後だったニューヨークダウ株価指数が、レーガン政権以降急上昇し、あつと言う間に一万ドルになった。この背景には情報化革命による技術革新がありましたが、技術革新は当然生産性を大きく向上させ、供給力を著しく増加させます。この供給力増加に見合う需要創造をサポートしたのがグローバル・ペーパー・マネーシステム——つまりニクソン・ショックによるドルの垂れ流しです。このドルの垂れ流しは米国の借金の際限のない増加ではありますが、このグローバルマネーの供給のお蔭で供給力増加に見合う需要が生まれ、世界経済が大きく飛躍し、米国の株価を十倍にしたとも言えるのです。

やはり、マネーの供給の変化というのはその時の供給力、生産性の上昇に見合いの、固有の意味合いがあるわけです。仮にそれが起こらなかつたら、過剰生産、過剰供給力による大恐慌にならざるを得ない。金本位制をやめてペーパーマネーを開発したのは、今から思うと大変な発明ですが、当時はモラルハザードの極致という評価でした。

そう考えると、米国がたどつた過去数十年のマネー供給の歴史は決して無意味だつたり、あるいは頽廢に至るプロセスで起こつたことではありません。そういう意味で米国の金融、ドル、あるいは金融制度についての日本人のコンセンサスには大きな勘違いがあるのではないのでしょうか。

（終）

る」（レイ・タキー、米外交問題評議会中東担当シニア・フェロー、「フォーリン・アフェアーズ・リポート」）からだ。

米国はこれまで、ただイスラム過激派を抑えるために中東の独裁者や権威主義的政権を支援してきた。その一方で、テロリストを産む温床となつた抑圧された政治・社会状況は放置したままだった。それを中東の民衆が自分たちの手で変え始めたのだ。

中東の民主化を求める、新しい動きは、世界にとって歓迎すべきことなのに、それに対する米国の対応は非常に中途半端なものだ。もう一つのテロの温床であるパレスティナ問題が絡んでくるから。そこには、かつてアフガニスタンのタリバン政権を追放し（現在は復活しているが）、イラクを無理矢理に民主化させた勇ましさはない。この十年で西部開拓の時代は終わり、米国のパワーも賞味期限が切れたということか。それも悪いことではないけれど……。

（客員編集委員、帝京平成大学教授）