

## KAMIYAMA Reports vol. 246

# クララ(日本経済)の病気は何か？

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



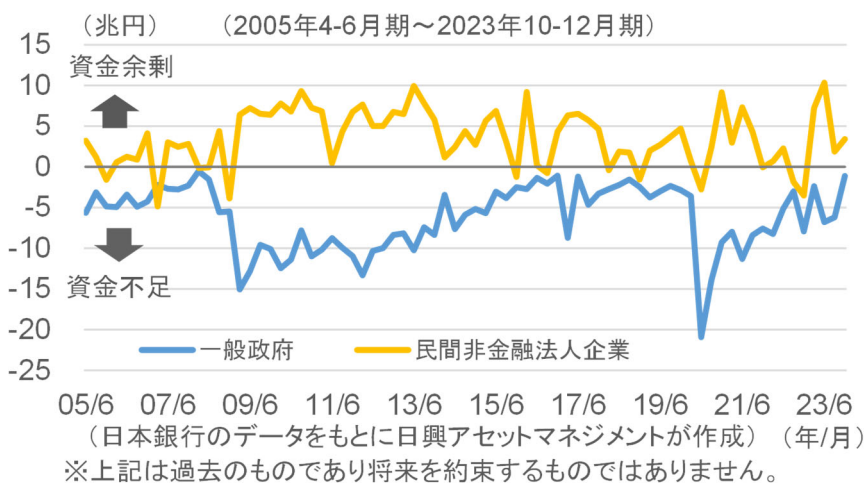
### ここがポイント！

- ✓ 病因と症状の違い: 変化を嫌ってデフレになる
- ✓ 立ち上がるクララ(日本経済)の千載一遇のチャンス
- ✓ 症状への対応(金融緩和)と体質改善への処方箋

## 病因と症状の違い: 変化を嫌ってデフレになる

日本経済を実質輸出で見れば、少なくとも輸出産業は、海外需要の拡大でリーマン・ショック前から余り気味だった設備や人員が不足に転じている。また、コロナ禍からの回復に伴い国内需要も拡大していることから、ヒト・モノ・カネの不足が強まっている。ヒト・モノ・カネの不足は、賃金上昇、設備投資増加、金利上昇をもたらし、デフレという症状からの脱却につながるはずだ。

### 主体別資金過不足(季節調整済)の推移



このところ、日本経済をクララ(スイスの作家ヨハンナ・シュピリが執筆した「ハイジ」に登場する主人公の友人で車いすに乗る女の子)に例え、クララは「病気が治っていることに気づいていないが、実は立ち上がって歩くことができる人」という比喻として使い、日本経済が立ち上がるというレポートを書いてきた(2月28日付「クララは立ち上がるのか? 日経平均株価は最高値、健康になる日本」、3月26日付「立ち上がるクララ: 賃金・設備投資そして金利上昇」、5月21日付「クララ(日本経済)と円安」)。その中で、クララ(日本経済)は、設備投資増大と賃金上昇期待を背景に立ち上がることが期待されると主張してきた。

では、これまでの日本はいかなる病であったのか。ひとつにはデフレが挙げられるが、“物価が下がるという症状”の何が悪いのかが分かりにくい。その原因は日本経済の余剰体質にあった。余剰とは、生産量に対して人員や設備が余り気味であることだ。バブル崩壊後の生産力の余剰の払しょくもそこそこにリーマン・ショックが起こり、これに対して、需要量の低下を受けての生産量の削減で黒字化したものの、人員や既存設備は残った。このような状態では、労働市場でヒトが余り、企業業績が黒字であっても賃金を引き上げる理由に乏しい。また、生産調整するのであるから、新鋭の設備を導入して生産力を上げ、人員削減の余地を生み出すわけにもいかない。結果、おカネは余り、企業は預金を増やす。余剰資金の一部を配当などで株主に還元したケースはあるが、それでも企業は資金を余らせ続けてきた。そして、金利はマイナス領域に入ることになる。

さらにその理由は何か。日本経済が、リーマン・ショックのような事態に機動的対応ができない体質にあったことに原因がある。具体的には、退職金の税優遇を含む終身雇用を前提としていることや、コロナ禍での雇用調整金でみたように、失業者へのセーフティネットではなく、企業が雇用を維持し、社会保障の主体となる価値観などが企業のショック

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等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。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)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、元金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。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

への対応力を奪い、ひたすら経済環境の改善を待つ経営体質にしたことだ。そうなれば、企業経営者はできるだけ負債を減らして事業リスクを取らずに雇用を維持するが、賃金を引き上げようとせず、設備も増やさずに現状維持を重視する。利益が出れば、将来のリスクに対応するために現預金を増やし、企業が社会に求められるような事業の拡大や成長を重視しなくなる。つまり、日本経済の停滞という病気は、戦後の高度経済成長期に適した仕組みであった終身雇用という制度の変化を嫌って温存し、それに依存しながら経済危機に立ち向かったことで、ヒト・モノ・カネの余剰、具体的には賃金停滞、設備投資の先送り、デフレ(物価の下落あるいは横ばい)と低金利という症状をもたらした。

## 立ち上がるクララ(日本経済)の千載一遇のチャンス

コロナ禍と、それへの各国政府の財政拡大による対応が、千載一遇のチャンスを生み出した。急激な需要拡大への対応で、余剰から不足に転換した。これは、日本企業が体質改善の努力をし、アニマルスピリッツ(野心的な意欲)を発揮して事業リスクを取り始めたということではなく、余剰の生産能力を利用したに過ぎないので、症状は改善したがショックに弱い体質に変わりはないということだ。しかし、日本経済にとって、今はまさに体質改善により筋肉質となって次の景気悪化に備えるチャンスである。誰であれ病床にある患者に、今のうちに体質改善のためにスクワットをしないとは言わないだろう。先送りしてきた問題の解決を急ぎたい。

現時点での日本経済の回復は、国外を中心とした需要拡大で、いわば症状としてのデフレからの脱却、人手不足と賃金上昇、設備投資拡大、金利の正常化が進みつつある。これだけでも、ある程度は設備投資などで生産性が改善し、賃金上昇が消費拡大をもたらす、企業の商品開発などを背景とした新規投資につながるだろう。しかし、このまま放置すれば、再び供給の調整力がない(筋肉質になっていない)ままに景気が悪化し、長い停滞に戻る恐れがある。供給側の調整力を高めるためには、企業経営者の努力とともに、政府主導の政策対応と改革の空気の醸成が望まれる。

## 症状への対応(金融緩和)と体質改善への処方箋

日本経済が病で臥せっている時、デフレなどの症状の緩和は、金融緩和で対処してきた。特にアベノミクスで日銀が実施した異次元緩和政策は、結果として行き過ぎた円高から円安への修正と株式市場の安心感醸成に寄与した。しかし、円安だけでは量的な需要拡大につながらず、企業経営者が設備投資や人材確保を強化するには至らなかった。規制緩和のような構造改革も、供給過剰を解決する手段としては弱かったと考える。安倍政権下での財政拡大はカンフル剤としては不十分で、コロナ禍への各国政府による財政拡大が輸出を中心に日本の需要を回復させた。

日本が体質改善で優先すべきことは、規制緩和よりも労働市場の流動性改善である。労働市場の流動性を高める改革、例えば退職金の税優遇をやめて給与として早期に従業員に支払う、年収103万円の壁と言われる配偶者特別控除などをやめて働きたいだけ働けるインセンティブを高める、雇用調整助成金を縮小する、失業保険を強化する(失業保険の自己都合での支払い)などは、ヒトが余剰の時には難しいし適切でもない。需要が回復した時期にこそ、人手が余る産業から不足する成長産業に給与改善を伴って転職しやすくすることに着手できる。これらの処方箋は、おおむね岸田政権の政策セットの中に含まれており、(反対方向の政策もあるが)進んでいる部分もある。クララが病床にある時ではなく、立ち上がる時に次の経済成長の調整期を迎える準備を強化することが望まれる。

企業は、労働に関わる政策の進展とともに、人的資本経営、従業員のウェルビーイング(生活の満足度や幸福感)などの観点から、人事システムや労働市場の状況に合わせた求人、給与水準設定、退職金などの制度変更を行うことになるだろう。これは、景気拡大期において、強い企業がさらに多くの良い人材を集め、設備を増やし、さらに強くなるきっかけになる。一方で、社会保障などのセーフティネットや所得の再分配は、会社経由ではなく公的機関経由で強化する必要がある。分かりやすい例として、従業員のリスキリング(学び直し)は、特殊な知識については企業内で行うことが望ましいが、より一般的な知識やスキルについては、政府が社会人の教育訓練給付制度を拡張するなどが好ましい。これが、より筋肉質の経済を目指す空気の醸成につながるだろう。

<KAMIYAMA View コーナー> [www.nikkoam.com/market/kamiyama-view](http://www.nikkoam.com/market/kamiyama-view)

- ★KAMIYAMA Reports (レポート、投資の参考となるテーマを解説)
- ★KAMIYAMA Seconds! (動画、90秒でマーケットニュースをズバリ解説)
- ★投資ってなんだ!?(レポート、上手にお金に働いてもらう方法や投資の不安を解消するためのヒントなどをご紹介します)

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等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。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)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、元金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。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。