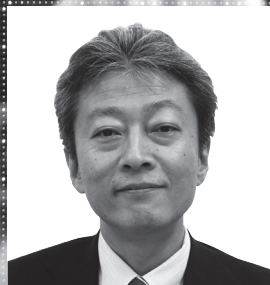


経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授職任。専門はマネジメント。

武藤泰明

2015年の経済書ベストセラーといえは何かといってもピケティ「21世紀の資本」であろう。この本の発見、主張は本の表紙にもあるとおり $r \vee g$ 、つまり投資収益が経済成長より大きくなると（なっている）国民の格差が拡大するということである。加えて、大きな基金や資産家の

私は思っている。以下では、ピケティを土台としつつ、日本の状況を解説してみたい。

○低成長でも企業収益が拡大する理由

常識的には、企業全体としての利益の大きさ

r は大きく、一般国民の r は相対的に小さい。というより平均的な国民には投資収益がほとんどないとする、そのような国民の豊かさは経済成長 $\parallel$ 賃金上昇によってもたらされる。だから $r \vee g$ だと格差が拡大していくということである。この主張は正しいのだが、現在の日本が直面しているのは、もう少し困った事態なのではないか

連載 第11回

ピケティから読む日本の格差

○ $r \vee g \vee$ 総賃金

さて、右に書いた「賃金」とは、日本人一人ひとりの賃金を指すのだが、もう一つ、上がりにくくなっているのが総賃金である。雇用者が受け取る賃金の全国合計だと思ってもらえばよい。これが構造的に上がりにくくなっている。この最大の理由は、正規雇用者の中の高年齢層が激減していることである。第一次ベビーブーム（1947～49年）世代が66～68歳になった。つまり、そのほとんどの人々は、人生でもっとも賃金水準が高い時期をおえている。そして彼らが順次引退していくにつれて総賃金が低下する。

正規雇用者が増えれば、総賃金が上がっていくのではないかと考えることができる。しかし実際には、この人手不足の中で、正規雇用の就業者数はやっと増加に転じたものの、非正規はもっと増えている。少子化によって、正規雇用者が増えにくくなっているのである。結果として、総賃金が上がらず、消費が伸びない。したがって g が大きくならない。

○貯蓄から投資へ？

さて、デフレを前提とすると、個人が保有しているお金の実質的な購買力は高まることになる。預金金利がゼロでもよいことである。しかし、政府・日銀の目論見どおりインフレになるとすると、現在の低金利では預金が目減りしていく。せめてインフレ分程度は自分のお金を増やし

は、長い目で見ると経済成長に比例するはずである。しかし日本の場合、経済はゼロないし低成長なのに、企業収益は好調を続けている。理由はこの連載でも何度か説明しているとおり円安である。円安だと海外投資収益が見た目では「かさ上げ」される。1万ドルの海外利益は、1ドル100円なら100万円だが、120円だと120万

たいと思うなら、預金をやめて株や債券、あるいは投資信託を買えばよいことになる。しかし、日本ではそうする人が少ない。政府はもう10年以上「貯蓄から投資へ」と言い続けているが、株式保有額全体（時価総額）に占める個人投資家の割合は低下し続けている。NISAもあまり伸びていないようである。

ではなぜ日本人の金融資産は投資に向かわないのか。私は、理由が2つあると思っている。第一は、日本人は株のように元本割れする金融商品を好まない。そして第二は、第一の理由の背景でもあるのだが、日本の株価が低いままだからである。

バブル絶頂期の1989年暮れの日経平均は4万円に少し欠ける水準であった。つまり、現在の2倍である。米国にはITバブル崩壊があったが、現在のNYダウはITバブル絶頂期を上回る。日本はまだ、バブル崩壊から回復したと言える状態にはないのである。株式は長期保有すれば資産価値が上がるという「経験的事実」があれば、個人金融資産は株に向かうだろう。しかしそこまで、というより「その入り口」までの道のりは、かなり長い。

○トヨタ種類株の意味

こんな状況の中で、昨年の朗報は、トヨタが個人向けに種類株式を発行したことである。定義としては、普通株式以外のものすべてを種類株式とよぶので、バリエーションは多様なのだが、トヨタが発行した種類株の特徴は、実質的な元本

円になる。

さて、もしそうだとすると、この円安が是正されると、日本企業の利益は小さくなるはずである。そしてそのとおりなのだが、長い目で見ると、円は日本の成熟に伴い安くなっていく。したがって企業の海外投資収益は、実力より拡大していくことになる。

実は英米の企業もこれと同じ経験をしている。たとえば、私が大学生のころの為替レートは1ドル360円だった。これが120円になったことで、米国企業の対日投資収益は、ドルで3倍になっている。つまり、経済成長（ g ）と無関係に、 r が大きくなる構造がビルトインされているのである。無関係にと書いたが、実際には日本の r が大きくなる、つまり円安の前提は経済の成熟なので、 g は長期的には大きくなりにくい。換言すれば、経済の成熟化がそもそも $r \vee g$ と、これによる格差拡大をもたらすということなのである。

○ $r \vee g \vee$ 金利

加えて日本には、ピケティが想定していない「不都合な真実」がある。それは、名目経済が成長しても金利が低いままだという点である。というより、現在の量的緩和は、日銀が国債を買って物価を上げるというもので、物価上昇が低金利を伴う。この政策の一番の被害者は高齢者である。貯蓄は低金利で増えないのに物価が上がる。だから消費が停滞して g も上がらないし、その結果として、働いている現役組の賃金水準も上がりにくい。

保証があり、配当が預金金利より高いという点である。そして5年後には普通株式に転換することもできる。つまり、利子収入が上振れしても下には振れない高金利の貯蓄商品のようなものである。銀行の定期預金と比較すると、夢のような金融商品だということができる。もちろん大人気で、1回の発行で同社は5000億円弱を調達した。応募倍率は10倍程度であった。

日本には、売上高5兆円以上の企業が約20社ある。1兆円以上は100社を優に超える。これらの企業がトヨタにならって種類株式を発行すれば、個人金融資産は一気に投資に向かうものと思われるが今のところその動きは見られない。理由はわからないが、はつきりしているのは、もしそうなると、国債を買ってもらえなくなることである。つまり、前号で説明した個人貯蓄の減少と同じ問題が起きる。そうなれば金利が上がっていく。

○国債の繰り上げ発行

インフレ、というより物価が上昇するなら金利が上がってよいと思うのだが、国はどうもそう考えていないようで、年末の報道によれば、次年度発行予定の国債を繰り上げ発行することになった。日銀が量的緩和で国債を吸収しているため、国債が品薄になったことが直接の背景である。人為（量的緩和）に人為（繰り上げ発行）が重ねられているという印象で、こんなときは失策が起きやすい。景気の不透明感は、さらに高まっているように思われる。