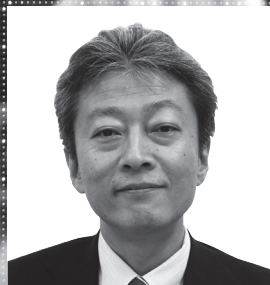


経営者目線 で読む 景気動向



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嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

将棋界の最近の話題は、14歳の藤井聡太（四段）と、77歳の加藤一二三（九段）である。将棋は天才のゲームで、加藤九段は最近はいくバラエティ番組にも出演していて、可愛らしいキャラなのだが、中学生のころは「神武以来の天才」と言われた。神武天皇は紀元前7世紀の人で（という

気が良くなった。そうすると、ネーミングとしては神武天皇より時代を遡らなければならない。つけられた名前は「岩戸景気」。天照大神（アマテラスオオミカミ）がスサノオノミコトの狼藉に腹を立てて隠れたのが天岩戸（あまのいわと）である。そしてさらに、高度経済成長がはじまり、1

連載
第28回

なぎ（風）の景況

ことになっている）、簡単に言えば初代天皇。つまり、「神武以来」の加藤九段は有史以来の天才だということである。少し前までの日本人はこの表現が好きで、1954年から始まった好況に「神武景気」という名前をつけた。有史以来の好況ということだ。

ただ困ったことに、1958年からはもったと景

965年からもっと景気がよくなる。この名前はもって過って「いざなぎ景気」。イザナギノミコトは妻のイザナミとともに日本の国土を作った。つまり天地創造の神様で、神武天皇、アマテラスと同様、古事記、日本書紀に登場する。ついでに言うと、日本の神話ではイザナギ、イザナミは7代目の神である。つまり、天地創造より前にも神

る。そして、円が買われて円高になると日本株はドルで考えると割高になるので、日本株が敬遠されることになる。

また、株とは本来変動することに価値があるはずなのだが、年金資産を運用する機関投資家は変動を嫌う。現在の日本株は世界の不安定化に伴う「円高」と「変動」によって、二重に下押し圧力を受けているということである。結果として、企業業績が良い割に株価が伸びない。

日本株の強みの一つは、公的年金基金と日銀が買い支えてくれている点である。日銀は株を買うわけではなく、ETF（上場投資信託）を買うのだが、少なくとも間接的には、すでに日本企業の「最大の株主」になっている。東証（日本取引所グループ）の上場株式の時価総額はおよそ600兆円で、国の債務より小さい。日銀は国債を400兆円持っているのだが、同じようにETFを400兆円保有することはできない。もはやあまり買えないということである。当面は年金と日銀が下押し圧力に対抗するが、そう長くは続かない。「いやな感じの静けさ」が、市場に漂っているように思われる。

③2016年度の経常収支は20兆円を超え、リマン・ショック前の2007年の水準まで回復した。とくに、貿易黒字が5兆7600億円余、前年度の17倍になったことが寄与した。

ただし、貿易収支の改善は、円高と原油価格下落のお陰である。これにより、輸入が前年より10・9%減少した。いっぽう輸出は円高もあり3・4%減少している。つまり、輸出増によらない、というより「輸入減少による経常黒字拡大」

である。勢いのある話ではない。

ついでに言うと、経常黒字の中で多額なのは貿易黒字ではなく、一次所得収支で、中心は海外子会社等からの配当金や利息である。金額は18兆円に上る。円高のために、こちらは対前年比13・7%減少したが、経常収支の「主役」であることに変わりはない。つまり、日本の経常収支は、国の外で起きた変化に依存するという性格のものになっている。

④日経新聞の調査（5月22日朝刊）によれば、2017年の賃上げ率は2・08%。4年連続で2%台の伸びとなった。ただし伸び率は昨年に続いて小さくなっている。ポナナス（中間集計）は非製造業は前年から微減、製造業は3%減少した。

状態としてはそれほど悪くないのだが、企業の多くが収益力を高めていることと比べると、賃金は動きが鈍い。この理由は、海外収益の貢献がおきいたためである。海外収益を国内の賃金に回すというのは、論理的におかしい。それに、海外収益の一定割合は海外で再投資される。意外にキャッシュは残らないのである。

○日本政府による海外投資ファンド

突飛な話に聞こえるかもしれないが、私は、この閉塞的な状況を打開する手段は「日本政府による海外投資ファンド」なのではないかと考えている。国内の成長可能性が低い期待できる投資収益率が低いのであれば、有効なのは海外投資（事業子会社設立などによる直接投資、あるいは外国株式などの金融投資）である。民間企業は直

が存在するというのが独特のところであろう。

○底割れしないうが伸びない景気

話は現代に戻る。今の景況は、よくもなく、悪くもない。イザナギならぬ、ナギ（風）の状態だと言つてよいだろう。底割れしそうにないところは安心できるが、成長する気配もない。少しデーターを拾ってみよう。

①実質GDPは、安倍総理の就任以来継続的に伸びている。2017年第1四半期は、年率換算で2%強の伸びとなった。

しかし、名目のほうはいくゼロ成長である。つまり、デフレに戻っている。2%のインフレ目標はいつの間にかどこかに行つてしまった。主要なマスコミは、このことを取り上げないし批判しない。何だか不思議な状態である。

また日本の潜在成長率は現在1%を下回っている。したがって、実質GDPの2%成長というのは実力ではなく、為替（と輸出増）のおかげなのである。為替次第で下にも触れる。つまりマクロ経済は、為替の影響をならせば、デフレ下の超低成長という、動きの少ない状態になっている。

②日本株は、変動が大きくなっている。そしてこまったことに、変動を嫌って資金が少し逃げ始めている。

フランス大統領選は保守中道のマクロン氏が勝利した。閣僚経験者だが非主流である。米国はトランプ大統領、そして英国はBREXIT（EU離脱）である。何だか主要国は「不安定の見本市」みたいになっている。そしてこのような環境下では、安全資産である円が買われ、株は嫌われ

接投資をしていて、だから日本の経常収支が黒字になっている。政府は事業投資はしないだろうから、外国株式を買えばよい。

そんなことをしている国があるのか。ある。カタル政府は一時ドイツ・フォルクスワーゲン社の株式の10%を保有していた。ノルウェーの政府系ファンドは2016年に主に新興市場とフロンティア市場への投資拡大により、6兆円の収益を計上した。中東とノルウェーの共通点は「石油立国」で、国が石油であげた収入の投資先が国内にないという点である。

これまで日銀が国債や日本株のETFを買ってきたのは、国内で回るお金を増やすためである。外国株式に投資するファンドは、これと正反対の動きをする。つまり、国内の投資資金が海外に出て行くので、金利は上昇し、物価は上がりにくくなるかもしれない。しかし、現金の流通を増やしたところでインフレにならないことははっきりし始めている。現金を減らしてもデフレにならないかもしれないということである。また金利が上昇すれば企業は淘汰され生産性があることが期待できる。政府が投資収益を海外に再投資しないなら、国債の償還（借金の返済）や減税などに使うことができる。そして減税が消費を増やすなら、国内景気は良くなっていくのである。

問題は、日本は国としては莫大な借金（国債である）を抱えているので、投資したくてもその原資がないという点である。しかし、政府、というより日銀は、これまで量的緩和で国債やETFを買うという「前衛的」な政策を進めてきた。やろうと思えばできるのではないか。