

太陽グラントソントン

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：コロナ後の日本経済の宿題

執筆者：元三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社
執行役員調査本部長 五十嵐 敬喜 氏

要 旨 （以下の要旨は2分30秒でお読みいただけます。）

岸田総理は5月の連休明けから、新型コロナの感染分類をインフルエンザと同じに引き下げると表明しました。経済活性化が期待されますが、こうした中で、4月上旬に新総裁が誕生する日本銀行は、10年に及ぶ超金融緩和の後遺症にどう対処するのでしょうか。

今月号では、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングご出身のエconomistとして著名な五十嵐敬喜氏に、コロナ後の日本経済の宿題について解説して頂きます。

コロナが終息したとはまだ言えないが、世界経済回復の動きが広がっている。この中で米国の政策金利が天井を付ける一方、日本は長期金利の上昇容認から日米金利差の縮小で円高に進むだろう。10年ぶりに総裁が交代する日銀だが、政府の意向を受け、今の超金融緩和は続くだろう。しかし、その副作用として財政規律が失われるのは問題だ。

現在は、新規発行の国債を一旦銀行が買い入れてもそれを日銀が購入するので、「日銀が輪転機を回している」。2桁インフレや円の暴落は生じていないが、新総裁の下で「異常な」金融緩和は修正されるのか。

コロナで人の動きが制限され、消費や輸入が急減し、連れて世界の輸出も減少した。日本では、世界経済の回復を受けて輸出増加の反面、個人消費は以前の落ち込みを回復できていない。2019年の消費税引き上げに対する節約やコロナ対策特別給付金が家計に積みあがるなど、日本は貯蓄への志向が顕著で、歩留まった現金を消費に回していない。

日本の家計が物価に敏感なのは、長期にわたり賃金が上昇していないことが理由だ。先進国の中で日本だけ賃金が上がらない。賃金と物価の因果関係ははっきりしないが、他の諸国では賃金も物価も上昇している。2000年初を基準にすると、2021年までに海外の物価は約1.7倍に上昇している。他方、円の実効レートは約2割弱くなっていて、円の実力は20年余りで約半分へと、日本の賃金は見かけ以上に落ち込んでいる。

賃金引き上げにはどうすれば良いか。日欧米の生産性、賃金、物価の比較で欧米は生産性を上回る賃金と販売価格の上昇がある。日本は生産性上昇の一方で賃金と販売価格が下落し、利益は企業が独り占めしているように見える。

賃金は企業の付加価値（売上一仕入）を企業（収益）と労働者（賃金）で分けたものだが、日本では賃金を削減の対象にしがちだった。売上の拡大を通じて付加価値を増大させ、賃金と収益を共に拡大させることが「日本だけ出来ていなかった」。日本はいいモノや、いいサービスを「安い価格」でなく「相応しい価格」で売ってこなかったと言えよう。

デフレを克服すればうまく行くと考え、類のない超金融緩和を10年も続けてきた。企業が自ら成長することが日本経済を強くする唯一の道と考える。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 宛

テーマ：コロナ後の日本経済の宿題

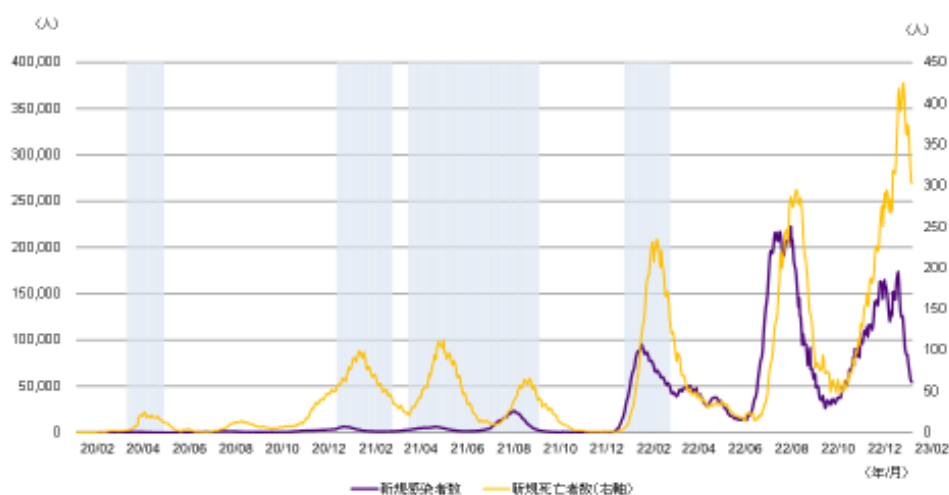
元三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 執行役員調査本部長 五十嵐 敬喜

1. ウイズコロナの日本経済

新型コロナの蔓延も、始まって4年目に入っている。いつもそこにあることを意識しつつ、用心しながら付き合っていくという生活の仕方が定着してきたと感じる。経済活動が日常を取り戻すにつれて、経済も徐々に回復してきている。ただその回復ペースは、諸外国と比較すると鈍い。何かと慎重な国民性が影響しているのかもしれない。今後はどうなるのだろうか。

4年目に入った新型コロナの蔓延～過去最大になった死亡者数の波

図1 新型コロナの国内新規感染者数と死亡者数



(出所) CEIC、WHO から MURC(三菱UFJリサーチ&コンサルティング)作成

(注) 数字は10日間移動平均値。シャドー部分は東京都に緊急事態措置や蔓延防止等重点措置が取られていた時期

図1は、2020年の新型コロナの発生当初からの日次ベースの新規感染者数と死亡者数の推移で、10日ごとの平均値を示している。観測される波は現在のものを含めて8波ある。

死亡者数の波に注目すると、昨年初の第6波以降、時を追うごとに高くなっていることがわかる。これを見る限り、コロナ禍が終息しつつあるとはとても言えないだろう。

様々な制限が徐々に緩和されて、経済活動を回復させる動きが広がっている。望ましいことだとは思いますが、コロナとの付き合いを断ち切れない不自由さが、まだまだ続くことは確実だろう。

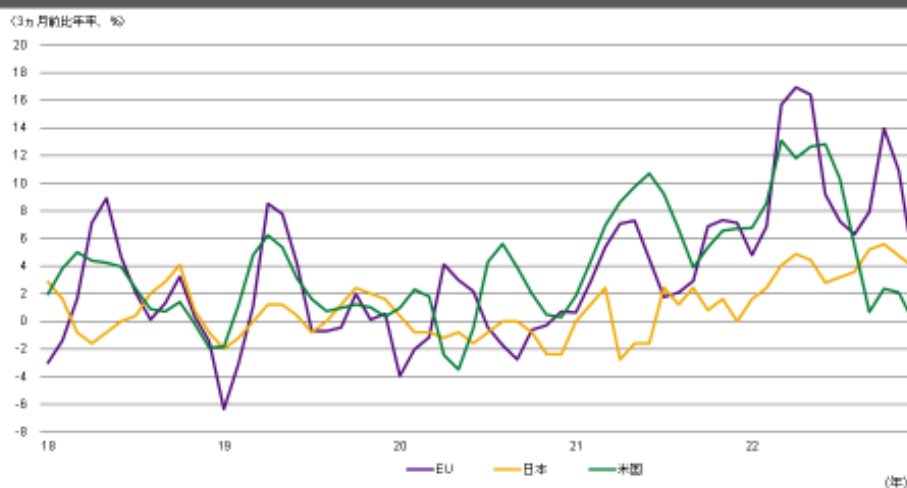
2. 縮小を続ける日米金利差

普通に考えれば、今年は金利上昇、円高の年になるだろう。昨年起こった大幅な円安の背景は、米国の急激な利上げと、頑固なまでに金利を抑え込もうとする日本との間で金利差が急激に拡大したことだった。今年は、米国で年央には政策金利が天井を打ち、年内の利下げすら予想される中で、景気の鈍化も反映して長期金利の低下が続

きそうだ。他方日本では、政策金利の引き上げは見込めないとしても、昨年（2022年）12月に行ったような長期金利の実質的な上昇容認が今年もさらに続くとの予想が強い。日米金利差が今後も縮小していく中で、ドル安・円高が進むと見るのが自然だ。

明らかにピークつけた欧米のインフレ～日本のピークアウトにはまだ時間かかる？

図2 日本、米国、EUの消費者物価上昇率(3ヵ月前比年率)



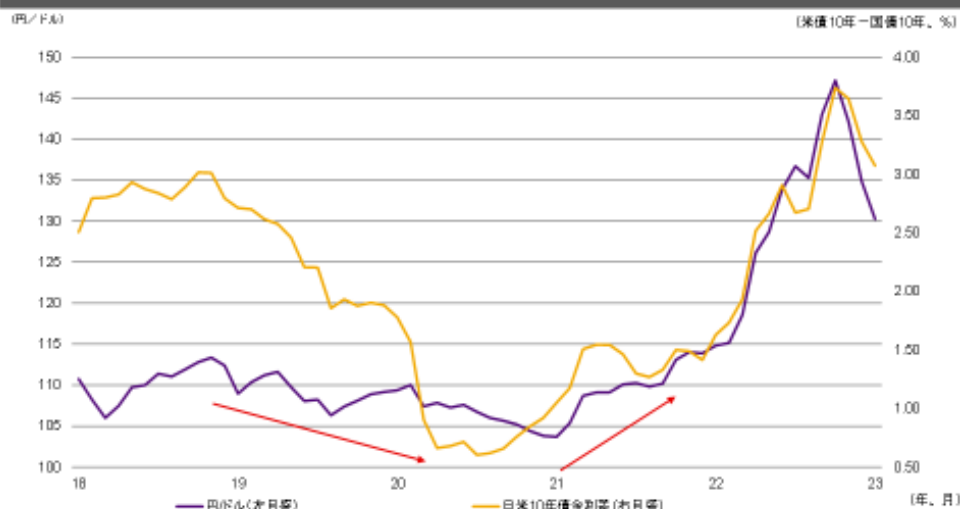
(出所) Eurostat、総務省統計局、労働省労働統計局 U.S. Bureau of Labor Statistics

図2は日米欧の消費者物価の3か月間の上昇率を年率化したグラフだ。よく目にする前年同月比上昇率よりも上昇率の変化を早めに捉えることができる。これを見ると、昨年末の時点で上昇率がゼロになっている米国では、インフレはほぼ終わっていると言える。昨年3月以来、急ピッチで利上げを繰り返し、ゼロ%だった政策金利は今年2月には4.5%になった。市場では最終的に年央まであと2回、5.0%までの利上げが見込まれている。

しかし、わずか1年余りの期間に5%もの利上げをすれば、経済にブレーキがかからないはずがない。米国経済は明らかにスローダウンしており、景気後退にまで行き着くかどうかは不透明だが、インフレの鎮静化と相まって、長期金利はそれらを織り込んで低下方向だ。日本の長期金利の動きは少ないが、少なくとも方向としては上昇するだろうから、日米の長期金利差はさらに縮小することになる。図3（次頁）に見られるように、金利差が一段と縮小するのであれば、円相場の方角はドル安・円高だ。

為替市場が今後も「日米長期金利差」を重視するなら、相場の方はドル安・円高

図3 日米の長期金利差とドル円レートの推移



(出所) 日本銀行、日本経済新聞

3. 勝手は許されない日銀の金融政策

4月に10年ぶりに総裁が交代する日銀が、金融政策をどう運営していくのかが注目されている。はっきりしているのは、日銀が全く独立して自由に金融政策を運営することはできないということだ。選挙を通して国民の負託を受けていると主張する政権政党の意向に、ただの官僚的集団である日銀が縛られるのは致し方ないだろう。そもそも、政権の意向に盾を突くような人物が、国会の承認が必要な日銀総裁に選ばれるはずもない。

いずれにしても、政権交代が起こったわけでもなく、「アベノミクスがデフレでない状況を作り出した」という「空気」が永田町を支配する下で、新総裁が、現行の超金融緩和政策の修正をすぐに試みとは思えない。市場の圧力に追い込まれるような事態になれば、昨年12月に行ったような、長期金利のわずかな上昇を容認するといった弥縫策を繰り返すのではないか。日銀が本来主張してきた、そして世界の常識でもある、長期金利は市場が決めるという状況が、近い将来に実現することはあるまい。

10年以上にわたって異常な超低金利を続けてくれば、金利がないことに誰もが慣れてしまう。無重力状態に長く身を置けば、絶えず必要な筋トレを行っていない限り、重力のある環境では立つことすらできなくなる。コントロールを止めれば金利が上昇するのは確実だから、怖くてできないのだ。金融政策の正常化を目指すなどと言って、長短金利に多少とも市場実勢を反映させようとするれば、仮に全く別の理由で景気が悪化しても、日銀が犯人扱いされる。余程の強い意思がないと「空気」に逆らうことなどできはしない。

4. 失われた財政規律

金利を市場実勢に任せたととしても、上限を現在は0.5%に抑えている10年物国債の利回りが、景気や物価の状況を理由に短期間に2%、3%にまで上昇することはない。無理やり抑え込まなくても上昇幅は知っている。しかし、そのわずかな上昇でも悪影響が大きすぎると思われるのが今の日本経済の実態（実力）なのだ。

したがって、新総裁の下でも長短金利のコントロールは続くだろう。しかし、その最たる副作用は財政規律が益々失われるということだ。

黒田総裁が2013年に始めた「量的質的金融緩和」の肝は、金融政策の操作目標を、金利からマネーの量に変更することだった。2016年から長短金利操作（YCC<イールドカーブ・コントロール>）が加わった後も、国債の購入を通じたマネーの供給は続いできた。ここで言うマネーとは、日銀が銀行から預かっている「日銀当座預金」である。これは日銀にとっては負債、銀行にとっては資産だ。

金融の教科書的に言えば、銀行は、預かったお金を貸し出したり、債券運用したりして利ザヤを得ているのではない。銀行が貸出や債券運用すると「新たに預金が生み出される」（信用創造という）のだ。銀行が貸出や債券運用ができるのは、日銀から「日銀当座預金」を供給されているからだ。

銀行は生み出した預金の一定割合（現在は約1%）の日銀当座預金を保有する義務がある。逆に言えば、銀行は、新たに得た日銀当座預金の最大100倍程度まで、貸出や債券保有を増やすことができる。銀行に与える日銀当座預金の量を増減させるのも金融政策だ。

現在の預金の総額は約1,500兆円だから、銀行全体でそれだけの信用創造を行うために必要な日銀当座預金の額は15兆円程度だということになる。金融政策の一環でこれを1兆円増やせば、銀行全体では貸出や債券保有を、新たに100兆円増やすことができる計算だ。現実の日銀当座預金残高は500兆円以上に膨張しているから、銀行は総額5京円超の信用創造（生み出される預金総額は現在の33倍超）が行える。今やそれほどの非現実的な、「極」超金融緩和政策が実施されていることを意味するのだ。

そう考えれば、日銀が大量に国債を購入して、ここまで日銀当座預金を増やしてきたのは、「信用創造の額を大きくする」ことが目的ではないことがわかる。15兆円の日銀当座預金を、せいぜい数千億円～1兆円増やしたり減らしたりするなら、信用創造額をコントロールしようとする金融政策だと言えるが、この10年間の「異次元の金融緩和」は、少なくとも途中からは全く異質な政策に変わってしまった。

発行された国債を銀行が購入すると、それは信用創造そのものだから「新たに預金が生み出される」。その国債を日銀が銀行から購入すると、銀行には国債の代わりに日銀当座預金を与えられる一方、世の中の預金量は変わらない。現在のように、発行された国債が銀行をほとんど素通りして日銀に購入されると、実態的には日銀自身が信用創造していることになる。「日銀が輪転機を回している」と言われる所以だ。

銀行の信用創造は日銀当座預金の量で制限することができるが、日銀の信用創造は青天井だ。少なくとも、そして幸いなことに、これまでのところは2ケタに達するようなインフレとか、円の暴落とか、金融システム危機といった不都合は生じていない。だからこそ財政のタガがすっかり緩んでしまっている。責任ある地位の人たちに危機感がなさすぎる。「健全な常識」が失われている状況だ。

新総裁の下で、現在の「異次元」というよりも「異常な」金融緩和政策は果たして修正されるのか。先の見通しは明るくない。

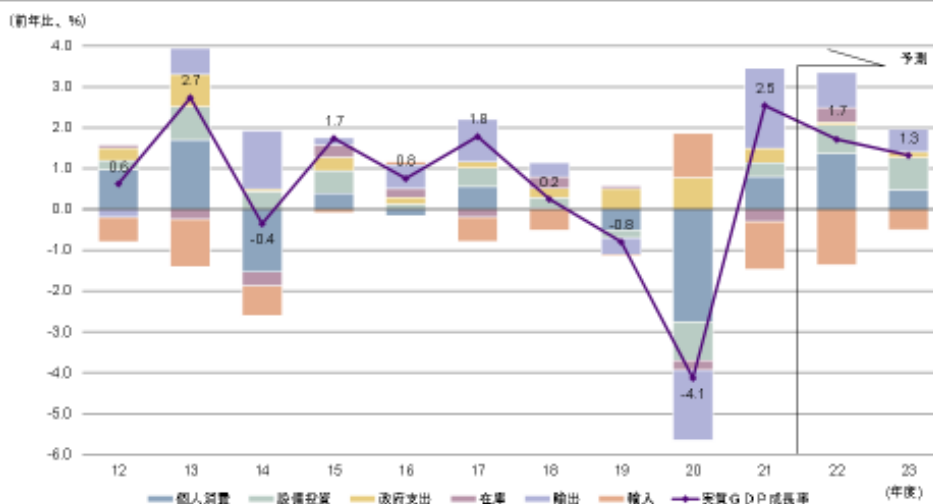
5. 景気回復のカギを握る個人消費の見通し

さて、今年の世界経済の先行きはどうか。そもそも、コロナの蔓延で景気の足を引っ張るのは個人消費と輸出だ。どこの国でも人の移動が制限されて消費が落ち込み、当然、輸入も急減する。だから世界の輸出も減少するという図式だ。図4（次頁）の「GDP成長率とその内訳」がそうした状況を示している。

ただ、わが国の場合、21～22年度の回復局面で、個人消費が20年度の落ち込み分を取り返せていないことがわかる。輸出が世界経済の回復を反映して、21年度のうちに前年の減少分以上に増加しているのと比べると対照的だ。

コロナ・ショックで大きく落ち込んだのは個人消費と輸出～消費の回復が望まれるが

図4 年度ベースでみた実質GDP成長率とその要因

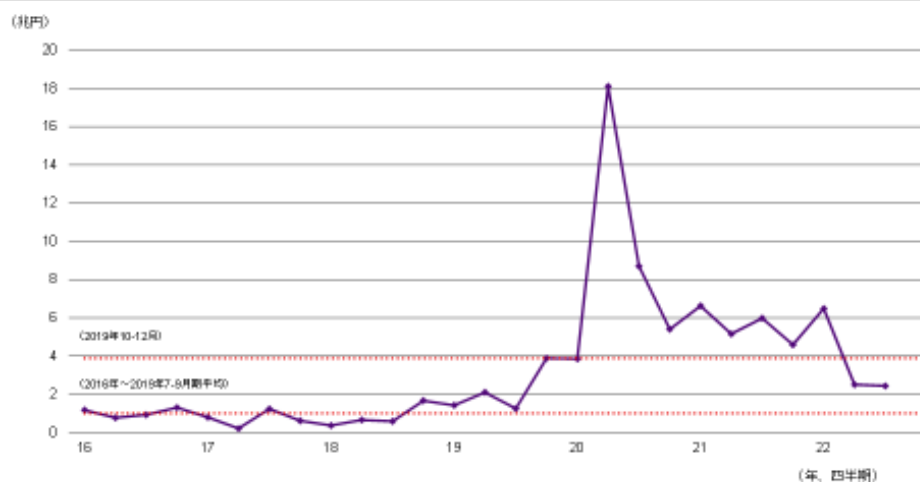


(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

そうすると、今年の景気回復の原動力として期待されるのは他ならぬ個人消費だということになる。その点を考えるうえで、図5をご覧ください。これは、四半期ごとに見た家計の貯蓄額(=「可処分所得-消費支出」)の推移だ。16年から19年にかけて、家計は毎四半期1兆円(0~2兆円)程度の貯蓄を続けてきたことがわかる。

物価上昇に敏感な日本の家計～コロナ禍で大きく積み上がった現金を使うのか？

図5 四半期ごとの家計の貯蓄額(季節調整値)



(出所) 内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」

ところが19年の10-12月期の貯蓄額が突然4兆円に増加している。10月から消費税率が引き上げられているから、家計が（増税に伴う）物価の上昇に対して消費金額を寧ろ削減するという対応を取った可能性が高い。翌20年1-3月期も貯蓄額は4兆円なので、消費税率の引き上げを機に家計の消費行動が変わった（節約度合いを強めた）ことが示唆される。

20年4-6月期以降は新型コロナの蔓延期だ。人の移動が一気に減少する一方、財政からは一律の特別給付金を始め様々な給付が行われた。結果として、マクロで見ると使われない現金が家計に積み上がった様子がグラフから窺える。

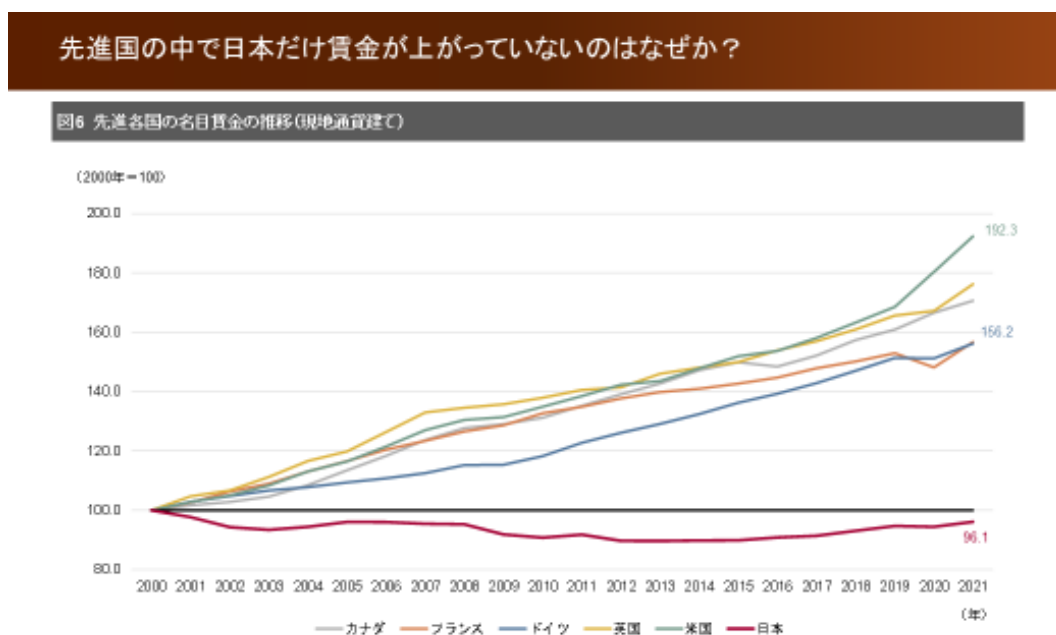
図5で示されているのは22年7-9月期までの状況だが、その時点でも家計の貯蓄額は2兆円を超えている。家計が日常の経済活動に戻った時に、四半期あたりの貯蓄額はどの程度になるのか。少なくとも20年4-6月期～22年1-3月期の丸2年間は毎四半期4兆円を上回っており、その間の、いわゆる「過剰貯蓄」の総額はグラフから概算しても30兆円程度に上る。

今年、その積み上がった現金が「リベンジ消費」として景気を持ち上げることが期待されている。そうした消費が出てくるのは確かだろうが、問題はその額だ。

19年秋に消費税率が2%引き上げられて、見合って物価が上昇した際に家計は、①「消費行動を変えずに消費金額を2%増やす」ことをせず、②予算制約から「消費量を2%削減して消費金額を維持する」こともせず、③消費行動を変えて「むしろ消費金額自体を削減する」という対応を取った。一言で言えば、日本の家計は物価上昇に極めて敏感（脆弱）なのだ。足元の物価上昇率が前年比4%（22年12月時点）という状況で、家計が溜まっている現金を気前良く消費するとは考えにくいのではないか。

6. 生産性を上げれば賃金も上がるのか

家計がインフレに脆弱であることの最たる理由は、長期間にわたって賃金が上昇していないことだろう。図6は、2000年以降の先進国の賃金の推移を示している。現地通貨建ての数字だから為替レートの影響は排除されている。



(出所) OECD, Stat

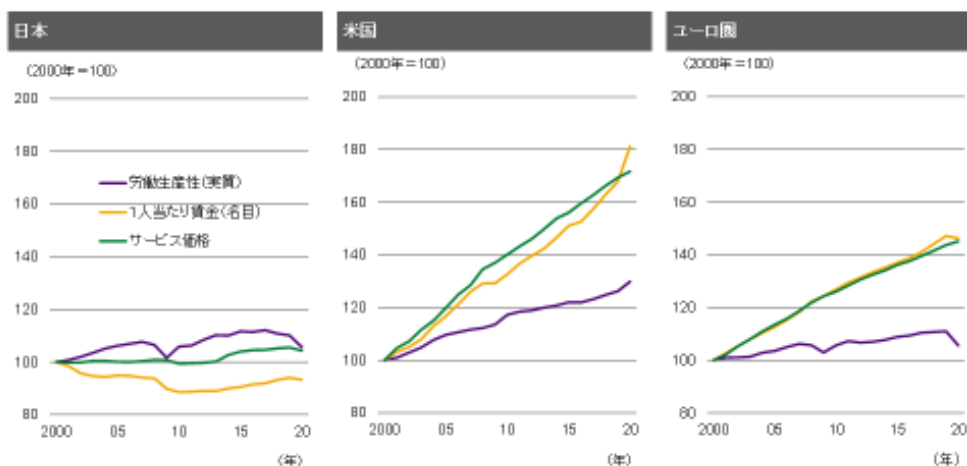
残念なことに、日本だけが全く賃金の上昇が見られない。賃金と物価はよく「鶏と卵」の関係にたとえられるが、因果関係ははっきりしない。賃金が上がらなくても、物価も上がらなければ、国内で生活が完結している限りは生活水準を維持することができる。しかし日本以外の国々では賃金も物価も上昇している。相応の円高を実現しないと、海外のものが高すぎて買えない事態に陥りかねない。

2000年初を基準にして、海外諸国（主要な60数か国）と日本を比較すると、2021年までの間に海外諸国の物価は相対的に約1.7倍に上昇している。円が基準時点と同じ購買力を維持するためには、円レートが海外諸国の通貨に対して1.7倍強くなる必要があるわけだ。実際（円の名目実効レート）はどうかと云えば、逆に2割弱くなっている。購買力が維持できる水準を「あるべき水準」だとすると、2021年時点の円の実力（円の実質実効レート）は0.47（ $=0.8 \div 1.7$ ）倍に下がっている計算になる。20年余りのうちに、円の実力は半減してしまったわけだ。今や日本の賃金は見かけ以上の低水準に落ち込んでいるのだ。

賃金を引き上げるためにはどうすればよいのか。一般には（労働）生産性を引き上げればよいと言われているが、本当だろうか。図7では日本、米国、ユーロ圏の労働生産性と賃金と物価を比較した。物価は賃金をよく反映する指標としてサービス価格を採用した。

「生産性が上がれば賃金も上がる」とは言えない日本

図7 労働生産性、賃金、サービス価格の日米欧比較



(出所) OECD.Stat より MURC 作成

- (注) 1. ユーロ圏は19か国
 2. 労働生産性(実質) = 実質GDP / 就業者数。1人当たり賃金(名目) = 名目雇員報酬 / 雇員数
 3. サービス価格は、日本と米国はCPI(住居を除くサービス)、ユーロ圏はHICP(サービス)

企業は、生産性の上昇に見合った賃金の引き上げが行えるわけだが、図7を見ると、欧米では、生産性の上昇率を大きく上回る賃金上昇率の実現している。それを可能にしているのが、賃金上昇率並みに販売価格を引き上げていることである。

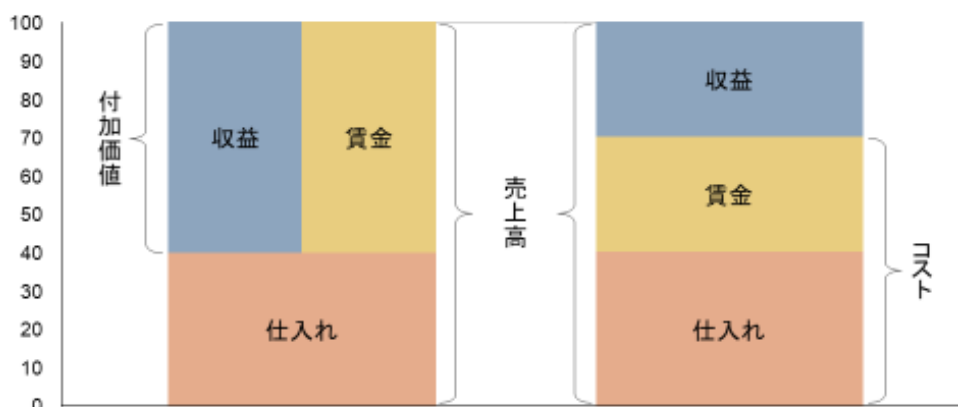
他方、日本では、生産性の上昇率に見合った賃金の上昇率すら実現していない。それどころか賃金は下落している。しかも販売価格は下落していないから、生じた利益を企業が独り占めしているのではないかと疑いすらあることを示している。

7. 企業の成長が経済を成長させる

図8は、企業における賃金の位置づけを模式的に示したものだ。左側の図が示すように、売上から仕入（他の企業への支払）を引いた差額が付加価値だ。付加価値を企業（収益）と労働者（賃金）が案分するわけだ。したがって、付加価値を拡大すれば収益と賃金の両方を増加させることができる。

賃上げを実現するには付加価値の増大が不可欠～鍵を握る売上の増加

図8 企業における賃金の原資の存在場所



(注) 「仕入」は「他の企業の売上」。付加価値を増やすには、仕入を減らすのではなく売上を増やす必要がある。

ところが現実の企業行動は、右の図のように、収益を拡大するためにコストの削減に注力するケースが多いと思われる。しかも賃金もコストと見なされ、削減の対象になりがちだ。日本で賃金の上昇が見られない大きな原因ではないか。

さらに、仕入は他の企業の売上でもある。仕入金額の削減は、個々の企業にとっては付加価値の拡大をもたらすが、マクロでみればそうならないことは明らかだ。付加価値の拡大は売上の増大を通じて実現すべきものなのだ。また、個々の企業の付加価値を合計したものが名目 GDP でもある。つまり、付加価値の拡大は経済成長そのものなのである。

日本経済の成長力が弱く、賃金も上昇してこなかったのは、個々の企業で見れば付加価値の拡大が実現してこなかったことを意味する。売上の増大を通じて付加価値を増大させ、賃金と収益を共に拡大させることが、「日本だけできていなかった」ことになる。

日本の企業はいいモノや、いいサービスを提供することは得意だ。その上で重要なことは、それを「安い価格」ではなく「相応しい価格」で、消費者に納得して買ってもらうことだ。やみくもに値上げするのではない。知恵と工夫と努力が問われるのだ。

近年、日本経済の成長力や競争力が落ちてきたのはデフレのせいではない。デフレを克服すれば成長力や競争力が回復するのではない。事実は逆であり、デフレは結果にすぎない。デフレさえ克服すればうまく行くと考えて、世界に類のない「異次元の超金融緩和」という壮大な実験を10年も続けてきた。

しかしデフレという炎にいくら水をかけても消えはしない。炎を消すには火元に水をかけなければならない。それは企業が強くなるということだ。金利をゼロまで下げ

て、お金をジャブジャブに供給することは、企業を取り巻く環境を無重力状態にするようなものだった。残念ではあるが、当分の間、無重力状態は変わりそうにない。その中で企業が自ら成長することが日本経済を強くする唯一の道である。ぬるま湯に浸かっている時間はない。

以上

執筆者紹介

五十嵐 敬喜(いがらし たかのぶ) 京都府生まれ
元三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング株式会社 執行役員調査本部長

<学歴・職歴>

- 1976年 京都大学経済学部卒業
- 1976年 三和銀行入行
- 1981年 経済企画庁出向（経済白書作成に従事）
- 1989年 三和銀行初代マーケットエコノミスト
- 1994年 ニューヨーク駐在（～2001年まで）
- 2002年 UFJ 総合研究所（現三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング）調査部長
- 2011年 三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング株式会社 執行役員調査本部長
- 2015年 同社調査本部 研究理事
- 2020年 リカレントエコノミクス 代表取締役