

日本経済－成長と変調の展望

経済評論家・楽天証券経済研究所客員研究員 山崎 元氏

はじめに

金融緩和があった一昨年「強気」できた。だが、2015 年はとにかく難しい。経済をどうみるか。私の「山崎式経済時計」を使って説明すると、12 時のところが資産価格のピークで 6 時がボトム。そこから「リバウンド」というタイミングがきてそれが 7 時ぐらいまで。そこから 9 時が「自立回復」だ。長らく福井総裁が緩和をやめてしまった日本経済は自律回復には至らず 9 時を超えられなかった。しかし、アベノミクスによって、今、9 時をこえて 11 時のちょっと前、10 時 50 分あたりにある。

アメリカはほぼ 12 時で、FRB は景気の見通しを上方修正している。アメリカだけが好調であるといっただけでいい。だが、さすがに株はこれ以上あがると「高いな」というレベルに来ている。欧州は 8 時か。不良債権を処理しきっていない。それによって信用が拡大できない。加えて原油価格下落のしわ寄せを欧州の銀行が受けそうだという問題がある。ロシア、南米、アフリカの産油国への融資だ。欧州はかつての日本的な状況に落ち込む可能性が大いにあるのではないかと考えている。中国は 2 時。原油価格の下落で成長の減速を相当程度カバーできたが、不動産価格の高すぎる状態をどのように調整できるか。

本年の最大の問題は FRB の金融緩和から引き締めへの転換だ。出口戦略は最も大きなイベントである。ただ、FRB が利上げに入ってもただちにアメリカ経済が崩れるということにはならない。3 回目から 4 回目の利上げになってくると危ないというのが典型的なパターン。金融引き締めが行われると相場も天井を打つ。そうなることは間違いない。

金融引き締めがどのようなタイミングになるか。インフレ率が意外に上がらないからより長く持たせることができるという意見。いや、経済の調子が良い時に FRB は利上げをしたいはずだという見方。人間心理から言うと、利上げによって破たんをしたということにはしたくないから、今年やるのかなと私は思っている。FRB の利上げは新興国に最も早く効きそうに要注意だ。

アベノミクス 2.0 をどう見るか

2014 年 10 月 31 日に発表された「アベノミクス 2.0」は端的にいうと「公的相場操縦」付きの量的緩和拡大だ。公的年金 (GPIF) が持っている債券－国債あるいは外国債－を日銀が買う。渡した金で公的年金は株を買う。あるいは、外貨資産を買う。そういう仕組みで、量的緩和と質的緩和をミックスして出すということだ。特に、株式市場においては、GPIF は「17% から 25% へ」と国内株の持ち分を増やすことになっている。問題はそのタイミングだが、「25% が基準」という中で、実際には「20%」の時点で「株価が上がってしまって、もう、25% までは買う資金がありません」となると、運用現場としては「資金配分の失敗」ということになる。現場は責任を負わねばならない立場なので「早く買う」のではないかな。日本株で数兆円。これだけの資金が動くとなると一時的にでも「効く」はずだ。

だが、GPIF は 100 兆円を超える資金があるなかで、その運用計画を明らかにして運用しなければならないことになっていること自体、そもそも「不利」である。そのような「不利」なところに公的年金が「リスク資産を固める」ということは社会的にみたときの制度設計として「つくりつけ」がよろしくない。また、年金の運

用計画はマイナス2標準偏差ぐらいの悪いマーケットに遭遇した時には20兆円ぐらいの損が出る計算になる。そのようなことについて全く検討されていない。今回の「公的相場操縦」は市場のカモになると思う。また、公的年金が日本株の大株主になるということは、企業ガバナンスということからも良いことではない。経営に対して介入しないと言っているが、議決権行使に対して「個々にチェックする」といつている。基本的に矛盾している。

消費税アップの延期は正しかった。だが、「2年後」というのは、2年後の不景気を予約してしまったようなことにもなっている。いつとき、日本経済は「とん挫」するということを見ておく必要がある。また、今、経営は政府の政策目標としてROEの改善を迫られている。ROEを高めていくことを目標にするという動きと賃金を上げていくということは、ブレーキとアクセルの両方をいっぺんに踏んでいる話になる。利益があったからといって「従業員に」ということにはならない。賃金アップは、結局、生産性をどう高めるかにかかっている。いずれにしても今の株価、資産価格は、非常に不自然な金利によって形成されている人工的なものだ。そういう見方が必要だ。

日本の成長と第3の矢

日本経済の発展に本質的に効くものは何だろうか。私は「雇用の規制緩和」と考える。端的に言えば、正社員の解雇を金銭保証してできるようにすることだ。本質的に言えば、日本の「年齢によるマネジメント」をやめさせる必要がある。要するに「新規採用」とか「定年制度」は年齢差別と言える。「年齢で人材を見る」ということは、雑な見方、使い方と言える。それではマネジメントの体をなしていないと思う。長期雇用の中で人材が組織なり企業なりの単位で処遇される形になっているということは、裏返せば、超優秀な人たちでも、普通に優秀な人としてしか使えていないということだ。

最優秀な学生たちが小集団をつくってベンチャーをやってみる。一流会社や官庁に行くことなどは後でというぐらいの気持ちでチャレンジできるように、流動的な人材市場を作ることが日本経済の閉塞を打ち破る原動力だ。リスクマネーが不足しているのではなく、足りていないのは人材だ。

アベノミクスは、年金のリフォームを含めて日本の分配政策を一度つくりなおさないといけないという政策でもある。その意味でも第3の矢は本当にやらなければいけないものだ。