

門間 一夫の
経済深読み



このままなら失われた40年

～人手不足を突破する力は生まれるか～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫 2024年12月25日

デフレ脱却元年

2024年の日本経済を一言で言えば「デフレ脱却元年」であった。春闘の賃上げ率は5%を超え33年ぶりの高さになった。消費者物価の上昇率は3年連続で2%をはっきり上回りそうだ。株価は一時4万円を超え、年末もそれに近い水準で迎えようとしている。賃金も物価も上がる経済になり、日銀は異次元の金融緩和に終止符を打った。恒例の「今年の漢字」には「金」が選ばれたが、オリンピックの「金」メダルや政治の裏「金」などに加えて、「金」利のある世界もその理由に含めてよいだろう。

しかし、大半の日本人に高揚感はない。それもそのはずであり、肝心の経済成長率（実質GDPの増加率）はむしろ低迷の度を強めている。「失われた30年」が1990年代からの低成長を指すのだとすれば、現状は「失われた40年」への前奏曲に見える。正確に言うと、「失われた30年」よりもさらに弱い成長軌道へとシフトダウンしつつある。

実質GDP成長率は0.5%のトレンドに乗っているかどうか微妙である（図表1）。2024年7～9月の実質GDPは、コロナ禍前の2019年平均に比べて0.8%増えただけであり、年間成長率に直すとわずか0.17%である。それしか成長していないのに人手不足が深刻化しているのだから、日本経済が無理なく持続的に成長できるペース（潜在成長率）は0.17%より低いということではないか。政府や日銀は潜在成長率を0.5～0.6%程度とみているが、過大推計の可能性が高い。



賃金や物価の上昇は日本経済の悲鳴

「失われた30年」は「デフレ」と重ねて認識されることが多い。デフレは、需要が弱すぎて労働などの供給能力を活かしきれない場合に起きる。日本で需要不足が長く続いた理由は完全には解明されていないが、バブルの崩壊や経済の構造変化などによって人々が将来に慎重になり、企業や家計の支出意欲

が後退したため、というのが標準的な理解である。

それは今どうなっているのか。将来不安などから支出が伸びない、という需要サイドの弱さは今も変わっていない。設備投資は5年前の水準をやっと回復した程度であるし、個人消費は5年前の水準にもなかなか戻らない。一方、輸入品の価格高騰や高齢化による働き手の伸び悩みなど、供給サイドの事情はこの2～3年でだいぶ厳しくなった。今、賃金や物価の上昇が起きているのは、需要が強くなって供給能力を上回るようになったからではなく、弱い需要にすら供給能力が応えられなくなってきたためである。

かくして日本のデフレは、人々の自信の回復でも金融緩和の効果でもなく、供給サイドの弱体化によって終結した。現在の賃金と物価の上昇は、「失われた30年」の間も良質な財やサービスを生み続けてきた日本経済が、それすら満足にできなくなりつつあることへの警告である。この日本経済の悲鳴にも似た現象を「賃金と物価の好循環」と呼ぶのは、良く言えばポジティブ・シンキングだが、普通に言えば現実逃避である。

優良企業や金融資本市場の関係者には、以上の記述が悲観的、自虐的に感じられるかもしれない。しかし、GDP統計が日本経済をおおむね正しく捉えている限り、今述べたことは意見でも分析ですらもなく、ファクトの観察にすぎない。

ファクトなので国民の実感とも合っている。日銀の「生活意識に関するアンケート調査」では、1年前に比べて暮らし向きに「ゆとりが出てきた」か「ゆとりがなくなってきた」かを人々に尋ねている。その集計値を差し引きした「暮らし向きDI」をみると、物価の上昇が目立つようになった局面（2021年9月～2023年9月）で、マイナス29.5からマイナス54.3へと約25ポイント悪化している（図表2）。これはリーマンショックに至る局面に匹敵する悪化幅である。その後DIは賃金の上昇により幾分改善したが、直近の水準は悪化を始めた3年前に比べてなお18ポイントほど低い。



(注) 1年前と比べて「ゆとりが出てきた」-「ゆとりがなくなってきた」。
(資料) 日銀「生活意識に関するアンケート調査」

物価の上昇で本当に好循環が起きているなら、「暮らし向きDI」は3年前よりも良くなっていないければおかしい。また、国民が本当に好循環を感じているなら、今年の総選挙で与党が敗北したのもおかしい。多くの国民は、少なくともこれまでのところ、物価と賃金がともに上がる現状について「良いことが起きた」とは感じていないのである。

それでも株価は上がり続ける

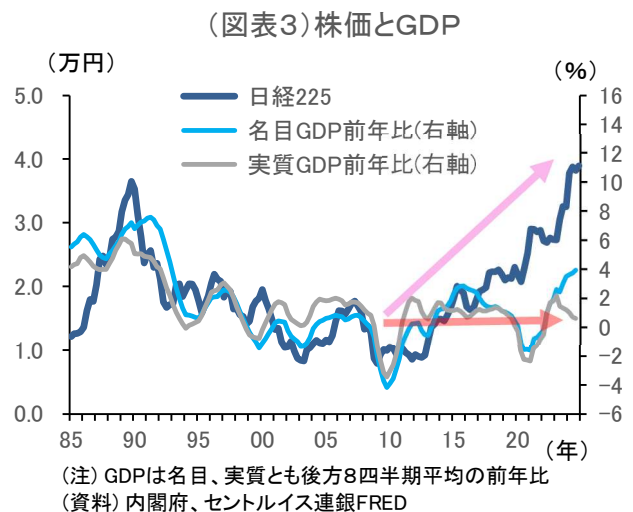
では、優良企業や金融資本市場の関係者、彼らと接する機会が多いエリート層、エコノミスト、一部のメディアなどは、なぜ平気で「賃金と物価の好循環」などと言うのだろうか。最もありそうなのは、

そうした人々は相対的に恵まれていて生計費の上昇を乗り越えられているうえ、企業収益が好調で株価も上がっているため、物価上昇で世の中が良くなったと錯覚している可能性である。

そもそも、先ほど低迷の度を強めていると述べたのは実質GDPの成長率であり、物価を含んだ概念の名目GDPでみれば最近の成長率は高い。家計は実質値の弱さがある意味正しく「実感」しているのに対し、企業収益や株価など名目値に関心を持つ人々は、その原因が物価の上昇でも名目値の増加をポジティブに受け止める傾向がある。しかし、留意点が二つある。

第一に、資産価格もその資産の所有者の暮らし向きという観点からは、本当は実質値で見た方がよい。株式投資で儲かっても、同じ儲けで買える財やサービスは物価上昇の分だけ少なくなるからである。

第二に、より重要な点であるが、日本の株価が上がるようになったのは物価上昇とはあまり関係ない。もちろん、ここ2～3年の物価や名目GDPの上昇が、その分だけ株価を追加的に押し上げている可能性はある（その分が株式所有者の暮らし向きに貢献しないのは前述のとおり）。しかし、日本で株価上昇トレンドがはっきりし始めたのはそのずっと前である。株価は2010年代初頭がボトムで、その後4倍以上になっている。このすさまじい上昇の大半の期間、賃金も物価も名目成長率もさほど上がっていたわけではない（図表3）。



1990年代から「失われた20年」あたりまでは、株価も実質成長率とともに下方トレンドにあった。ところがその後、株価は「本格的な上昇トレンド」へ、実質成長率は「失われた30年」へとはっきり分かれていった。名目成長率についても、最近こそ上昇しているが、10年以上にわたる株価の上昇トレンドとは明らかに異なる動きをたどってきた。

GDPが弱くても株価が上昇するようになったのは、企業の株主重視、収益力強化の改革が次第に実を結び、それが市場で評価されるようになったためと考えられる。その背後には資本市場の変化がある。株式の持ち合い解消が進み、外国人投資家の影響力が増したほか、政府も市場の改革を不断に後押ししてきた。

アベノミクスは、第一の矢（大胆な金融緩和）の一本足打法で、第三の矢（構造改革）は鳴かず飛ばずだったとよく言われるが、実態はそうでもない。むしろ、大胆な金融緩和は2%物価目標の達成に失敗したのに対し、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの導入・改定などの施策は、資本市場の改革を着実に後押しした。2023年には東証が企業に一段の改革を促したほか、政府もM&Aの新たなガイドラインを出した。日本でもいわゆる敵対的買収がいつでも起こりうるようになり、経営者は常に緊張感を持って企業価値の向上に取り組まざるをえなくなった。

ただし、「人口の減少・高齢化で国内市場は縮小する」という認識が企業経営者や株式投資家の間にあるとすれば、その認識のもとで株主が評価する経営改革の方向性は、①海外進出、②国内事業効率化、

の二本柱にならざるをえない。そのことが日本経済へ及ぼす影響を考えると、改革を進めた企業の株価は上昇しても、①の海外進出は国内の投資や賃上げにつながりにくく、②の国内事業効率化は波及効果がマイナスの場合さえありうる。

大まかに言えば、それが過去 10～15 年に起きたことであろう。そう考えれば、株価指数に反映される一部企業の利益成長と、中小企業や家計を含んだ日本経済全体の停滞は、同時に観察されるのがむしろ当たり前である。このメカニズムは今も健在なので、このままなら今後も株価は上昇を続け、日本経済は失われた 40 年、50 年になる。

本当の好循環への希望はある

株価の上昇が続くなら、家計がその恩恵を直接受けられるようにすればよい、というのはひとつの考え方である。政府の「資産運用立国実現プラン」にはそのような視点がある。ただ、もともと資産がある人ほど大きな運用益を得られるのであるから、この視点だけでは格差が拡大する。

政府が掲げる上位の政策理念は「成長と分配の好循環」であり、まさにそれが目指すべき方向性である。しかし、せっかく定着した株価上昇トレンド、その背後にある日本企業の改革モメンタムに、冷や水を浴びせるような露骨な再分配政策は現実的でない。実際、金融所得課税の話が浮上しては、株式市場がネガティブに反応して立ち消えになる、というパターンが繰り返されている。

希望がないわけではない。希望の源泉のひとつは株価の上昇を定着させた日本企業の底力であり、もうひとつは人手不足が生産性向上の契機になる可能性である（必要は発明の母）。ただし、この二つが結びつくには、企業や株主が「国内市場の縮小を前提にしなくてもよい」「ビジネスチャンスが豊富な国内での事業拡張こそ株主利益に資する」と思えることが重要である。強い事業拡張動機が人手の制約とぶつかり合うことで、賃上げ、人的投資、イノベーションの推進力が生まれ、それらを巡る熾烈な競争から新陳代謝が進む。人口動態のハンディを背負う国を「ビジネスチャンスの豊富な国」にするハードルは高いが、ヒントはある。九州の一部を中心にみられる T SMC ブームは、国の関与が触媒となり好循環が生まれつつある好例である。

国の関与には財政資金も使われる以上それなりの理念が必要であり、T SMC の場合は経済安全保障の考え方が重要な柱になっている。そういう観点でみると、脱炭素化の加速、新エネルギーの開発、科学技術先進国の復権、老朽インフラの再整備、安心できる高齢化社会の構築、質の高い人材を生む教育立国など、対応が望まれる日本の課題は山ほどある。純粋な市場原理だけではリターンが上がりにくい課題も、社会の潜在ニーズは確実にあるのだから、国の政策次第で「国内にビジネスチャンスがあふれている」という状態を作り出せる可能性はある。株主リターンに目覚めた日本企業の底力を、国内の投資、賃上げ、生産性の好循環にどれだけ活かすことができるのか。失われた 40 年を避ける鍵はそこにありそうに思うが、官民のビジョンと知恵が必要だ。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償のみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。