

リスクを避けて安定のみを模索してきた財界が雇用環境の劇的改善と労働市場の逼迫を背景に来春の春闘では近年なかったほどの大幅賃上げを断行せざるを得ない状況にある。賃上げや柔軟な雇用にイノベーション設備投資の積極化により経済の好循環が続き、世界の成長から隔離されてきた日本経済がようやく四半世紀にわたる長きデフレからの完全脱却が実現しそうだ。

「生産性革命」実現に向けたイノベーション投資

ある政府筋が「それは一つに完全雇用による労働需給の逼迫であり、財界は労働需給の面からとらえる限り、来春の春闘では近年なかったほどの賃上げを断行せざるを得ない状況にある」と耳打ちする。

すでに総選挙の大勝の余勢を駆って安倍首相は「3%の賃上げ」を経団連会長らに念押ししており、財界はそうした官邸の声をもはや無視することはできない。

安倍政権は、税制や規制緩和で企業の技術革新や新サービス、むしろ四半世紀にわたるデフレからの脱却を後押し、すでに流れは変わりつつある。

一般に、完全雇用が実現されるとその1年後には勤労者の所得が明確に上昇してくると経済学の教科書は教えている。来春はそのタイミングでもあり、実際、「人手不足が深刻化している運送業などでは時給が大幅に上昇しはじめており、労働集約型産業全体にそうした動きが広がりそうだ」（同政府筋）。

そもそも日本経済のデフレ脱却が遅れた背景に、1) 賃金（実質所得）伸び悩み、2) 国内の設備投資伸び悩み—がある。17年4-6月期の労働分配率は大企業で43.5%、中堅・中小企業で69.8%と歴史的低水準を記録、設備投資は長く減価償却を下回る水準に低迷している。

一方、史上最高益をあげながら企業の内部留保は増加の一途を辿り2016年度に400兆円を突破、過去最高を更新した。

増大の一途を辿る企業貯蓄と低迷する投資・賃金の「不均衡」改善の有力策として、先の総選挙では希望の党が内部留保課税を公約に掲げた。

なぜ、日本企業は史上最高益を謳歌しながら、現金保有を増やし続けるのか。そこには、1) 将来的な投資原資の蓄積、2) 経済危機に備えた流動性の確保、3) 深刻な投資機会の喪失—等リスク忌避の日本企業の性向がある。

特に、バブル崩壊後、金融機関の貸し剥がしを受けた企業経営者のトラウマから2)のキャッシュリッチへの願望が強い。さらに、深刻なのは3)の設

備投資機会の喪失である。

世界最速の人口減少社会にあって「慢性的内需不足」症候群、国内市場の縮小に設備投資の動機づけが欠けのだ。

さらに、シェアリング・エコノミーやデジタル経済への移行により「実物投資」の必要性の低減という時代の変革もある。2)と3)の要因には、内部留保課税による解決は覚束ない。

だが、「近年になって第4次産業革命による『生産性革命』実現に向けたイノベーション投資の必要性が叫ばれつつある」（ある政府筋）。

日本工作機械工業会が11月13日発表した10月工作機械受注累計額は前年同月比+49.9%と高水準となり、うち内需は同+37.2%、外需は同+59.8%となっている。

日本の景気拡大が58ヶ月連続と高度成長期「いざなぎ景気」を超え戦後2番目の長さとなる一方で幸いにして米国や中国等の外需拡大も続いている。

そうした世界経済の好調を追い風に日本企業がコスト上昇を吸収すべくIT（情報技術）化などイノベーションへの設備投資の需要が拡大しつつあるのだ。むしろ、日本だけでなく、特に中国ではIT化の進化著しい自動車産業界やスマートフォン市場拡大を背にした半導体業界の設備投資意欲が高まっている。

自動車や電機等の主要製造業の労働組合である金属労協は12月8日に開く協議委員会で2018年の春季労使交渉（春闘）で賃金ベア（ベースアップ）「月額3000円以上」の要求を正式決定する。特に、5年連続の来春の賃金ベアの労使交渉の要求内容は、生産性向上に労使が連携して取り組むことを前面に打ち出し、生産性向上で得た利益を賃上げや教育を通じて還元するよう要求する。

かかる「生産性革命」の御旗の下で高まる世界的イノベーション投資意欲に最も貢献できるのが日本の「お家芸」であるFA（ファクトリーオートメーション）や産業用ロボット関連技術・サービス、電気機器や機械製品である。

「均衡カーブ」分析でイールドカーブ形状調整

一方、ある政府筋が、「最近、安倍首相がしばしばアドバイスを得ている経済専門家の間では完全雇用と明確な賃上げが実現すれば、物価上昇率が2%という目標水準の達成に金融政策は必ずしもとらわれる必要はない、という見解が出始めている」と打ち明ける。

こうした首相に近い経済専門家の認識は、異次元緩和「出口」地均しともとれるもので迂闊に発せら

れるようになると為替市場で円高が再燃し、株式市場に波乱が起きかねない。

せっかく、バブル崩壊後の高値まで回復してきた日本株市場が崩れるようなことになれば、一挙に実体景気が冷え込みかねない。

従って、「ポスト黒田は黒田」とされる日銀の新体制が来春 4 月に発足しても緩和「出口論」の議論は公には慎むに違いない。

だが、政治家サイドからは「デフレ脱却」、「デフレの克服は近い」といった主旨の発言が流れることはあり得よう。こうした好況を訴える政治的な「出口論」に便乗するように来春の春闘で大幅な賃上げが実現すれば、急速に大規模緩和の「出口論」が地均しされる可能性がある。

すでに、黒田総裁は 11 月 13 日スイス・チューリヒ講演で、「金利が下がり過ぎると金融仲介機能を阻害し、金融緩和の効果を反転させる」という「リバーサル・レート」という概念を持ち出し異次元緩和の副作用に言及している。

呼応するように平野信行全銀協会長が 16 日「マイナス金利は金融システムに大きな支障となる」と応じた。黒田総裁が金融システムに負担を与える緩和強化に「予防線」を張ると共に、異次元緩和「出口」に向けた「地均し」との見方もある。

ECB（欧州中銀）クーレ専務理事が 2016 年 7 月の講演で「リバーサル・レート」に言及してから 5 か月後の ECB 理事会にて 2017 年 4 月からの量的緩和の規模縮小を決めたからだ。

「リバーサル・レート」という概念は、米プリンストン大学ブルナーメイヤー教授ら米経済学者が 7 月に公表した論文で紹介された。

「金利が下がり過ぎると金融仲介機能を阻害し、

金融緩和の効果を反転させる」――。ブルナーメイヤー教授は 2008 年リーマンショック後、個別金融機関の株価などを基にリスクを計測し、金融システム全体の健全性を検証、特にマイナス金利の副作用に言及した。

日本国内でも主に金融機関の経営者などがマイナス金利を批判してきたが、学術的な後ろ盾が得られたことになる。

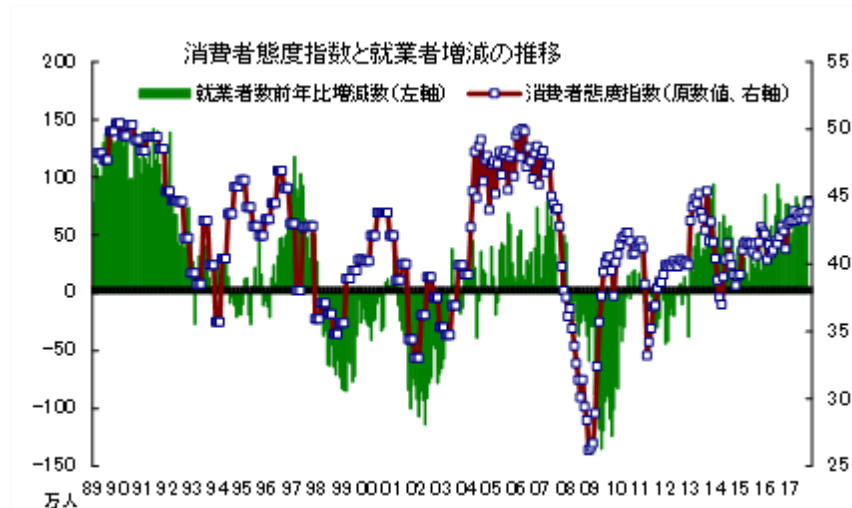
すでに、メガバンクは低金利の影響から相次ぎ人員削減や業務圧縮、店舗統廃合を打ち出している。従業員の 2 割超の約 1.9 万人削減計画を公表したみずほ FG の佐藤社長は 13 日の会見で、「(2%の物価上昇目標の扱い)は柔軟な発想で対応することが必要」と間接的に過剰緩和の悪影響を批判した。

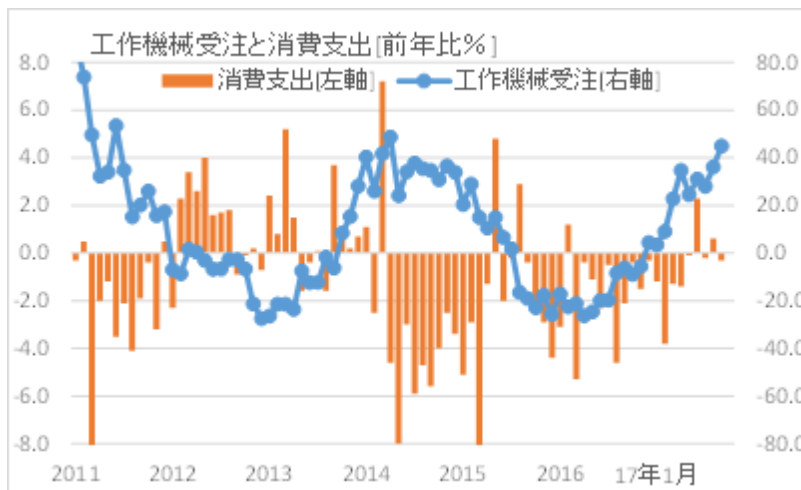
確かに、日銀は 2016 年 9 月にイールドカーブ・コントロールを導入した際に「現状程度」のイールドカーブが適切と判断したが、「その後 1 年以上が経過して、日銀が考える適切なイールドカーブの水準は YCC 導入当時から変化している可能性がある」（外資系証券幹部）。

さらに、10 月 18 日には中曽副総裁が講演で、「均衡イールドカーブの分析を活用しながら、必要であればイールドカーブの形状についても調整を行っていく」方針が示された。

黒田総裁も件の 13 日チューリヒ講演で、今後の金融政策における課題として、「最適なイールドカーブの把握」を挙げている。

これら日銀の正副総裁の発言は、日銀の均衡イールドカーブモデルの特徴を押さえておくことが、先行き金融政策を占う上で重要であることを示唆していよう。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。