

時論

兵は拙速を尊ぶ

少子高齢化という国難に直面しながらも、景気の長期拡大が続いている。現在の景気拡大が2018年12月まで続けば、戦後最長の“いざなぎ景気”(2002/2-2008/2)にならび、2019年まで続けば戦後最長の景気回復となる。

経験則的には、景気の悪化は在庫や設備などの過剰が反転のきっかけとなるケースが多いが、足元の経済指標を見る限りは、在庫も設備も雇用も過剰感はなく、それどころか人手不足に代表されるように、不足感が加速している状況にあり、今のところ国内経済が自律的に悪化する姿は見え難い。

企業収益は過去最高益を更新し、株の時価総額は既にバブル期の水準を上回っており、雇用においては新規求人倍率が高度経済成長期の水準を上回っている。物価だけは金融政策の目標とされている「2%」に達していないものの、既にデフレの面影は薄れている。

バブル崩壊後の日本経済は「三つの過剰(過剰雇用、過剰設備、過剰債務)」が重石となっていたが、足元では「三つの不足」に様変わりしており、景気悪化のきっかけは、海外経済の変調か金融市場でのショック発生のような、外的、突発的なきっかけによるものとなろう。

その一方で足元の景気は「実感なき景気回復」とも言われており、新三種の神器を中心とした消費ブームに支えられ、日本が世界第二位の経済大国へと成長し、国民の所得も年々増加していくという、将来への夢と希望を伴った“いざなぎ景気”とは大きく異なっている。

「実感なき景気回復」の理由は複数あるが、一つは少子高齢化による人口構成の変化、もう一つは企業の投資行動の変化の影響が大きいのではないかと。

日本の世帯構成を年代別に見ると世帯主が65歳以上の世帯が約40%にまで増加している。これらの世帯は年金需給が主な収入源になっていると考えられ、景気回復に伴う賃上げやボーナス増加という好循環の流れに乗りにくい層であり、このような高齢化の進行が、過去に比べると景気回復の動きが、消費増加に波及し難い要因の一つとなっているのではないかと。

一方、企業の行動にも過去とは違う変化が見られる。「企業が内部留保を積み上げて投資に使わない」という声を聞くことが多いが、足元で増加している内部留保の大半は現金や預貯金ではなく、投資有価証券のような出資やM&Aなどの資金である。

バランスシートから企業の投資行動を見ると、かつてのように国内に工場や建物を作るような投資から、企業への出資や企業買収、ブランドや著作権のような無形資産への投資、そして海外への投資が増えている。投資が国内から海外に向かっていること、様々な波及効果を生む固定資産への投資から波及効果の小さい無形資産への投資が増えていることから、国内ではかつてのような、一つの投資が次の投資へと波及していくような好循環が発生しにくくなっている。

こうした企業行動の変化の背景にも人口減少に伴う将来不安や期待成長率の低下が大きく影響していると考えられる。

こうした不安を解消し、実感なき景気回復から脱するためには、三つの大きなトンネルの出口を探すことが必要である。

最も長いトンネルは人口減少・高齢化問題である。

2040～2050年のどこかで日本の人口は1億人を割り込むとともに、過去に経験したことのない超高齢化社会を迎える。総人口の減少と人口バランスの変化に伴い、現在の人手不足が一層深刻化する中で、社会保障制度を維持しながら日本の経済・社会を維持していかなければならない。

二つ目のトンネルが財政問題である。

中でも人口減少、高齢化が進む中での社会保障の問題で、団塊の世代が後期高齢者世代に移行する、いわゆる2025年問題への対応である。

日本の予算の使い方は約100兆円弱の歳出のうち、既に1/2が社会保障関連費となっており、更にこの支出は年間1～2兆円のペースで増加し続けている。借金の支払である国債費が1/4であることを考えると社会保障改革に手を付けなければ財政の硬直性は年々強まっていくことになる。

三つ目は超低金利政策からの出口である。

アメリカや欧州は既に金融政策の正常化に向けて舵を切り始めており、日本の出遅れ感は否めない。確かに「2%」という物価目標には達していないものの、戦後二番目の長期成長局下で、空前の人手不足環境が続き、株価も上昇している中で、マイナス金利など異例の金融緩和を続けることへの疑問は払拭できない。三つのトンネルの中で最も早く出口を見つけなければならないのは、この出口である。

孫子の兵法に「兵は拙速を聞くも、未だ巧久なるを賭ざるなり。夫れ兵久くして国を利する者は、未だ有らざるなり」という一説がある。戦争においては多少拙い点があったとしても、速やかに事を進めたことで成功した例はあるが、完璧を期して長期化させた成功事例はないという意味である。

金融政策に置き換えると、緊急時に設定した2%という目標にこだわりすぎず、早めに戦線を縮小したほうが後々のダメージが少なくてすむと言えるのではないかと。

足元の金融市場は良好な環境が続いている、株価は高く、債券も高い(金利が低下している)、それ以外でも社債等のクレジットスプレッドも縮小しており、市場のボラティリティも低下しており、どの資産を買ってもプラスのリターンが得られそうな理想的な状況にあるものの、一方でほぼ全ての資産で高値警戒感や買われすぎに対する不安感が強まっている。

これは世界中の中央銀行により供給された大量の流動性が、超低金利の環境下で少しでもリターンが取れそうなところにジワジワと広がった結果ではないかと考えている。どこか特定の資産に集中しているわけではないので、過去のバブルのように極端な価格形成がなされたり、明らかな過熱感を感じられないものの、薄く広くバブル的な環境が醸成されていくという、ある種の気持ち悪さを拭えない。加えて、海外が金融政策の正常化に動く中で、日本のみが異次元の緩和を続けていくことは、こうした市場の歪みを一層強めてしまう可能性もあるのではないかと。

年初早々に日銀の金融政策変更観測から市場が不安定化する局面があったが、過去の運用部ショック(1998/10)などの例を考えても、金利上昇のきっかけは、市場の噂や観測記事などの些細な材料から生じているケースが多い。

そろそろ、トンネルの暗闇から徐々に出口の先の明るさに目を慣らしていく準備が必要ではないかと。

(調査部審議役 上席研究員 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。