

## 日本経済にサプライサイド改革の好機到来

2018年1月10日

りそな銀行 アセットマネジメント部  
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

後世に安倍政権がどう評価されるか、2018年はその経済面での正念場になりそうだ。日本経済が良好な状態にあることはマクロ経済指標で明白だ。ミクロレベルでも、人手不足に起因する経営の現場での改善が顕著だ。ようやく、ミクロとマクロの両面から日本経済について論じられる健全な状態となった。

これまでの財政政策と金融緩和による景気回復は、過剰だった生産要素の投入増加が主導する量的な経済の拡大だった。だが次に必要なのは、生産性が主導する質的な経済の再生だ。その手段である成長戦略の本来の意味はサプライサイド改革で、日本はやっと実現可能な状況になった。元々のサプライサイド改革は、1980年代以降の米国のように総供給<総需要で貿易赤字の国が、貿易赤字を削減するために供給力を強化する政策(輸入代替)で、文字通り経済の供給側であるサプライサイドを強化する改革だ。

しかし、総供給>総需要で貿易黒字が国際問題化した90年代の日本のような国でサプライサイドを強化すると、結果的に何が起こるか。貿易黒字の拡大による円高とデフレだ。2000年頃以降の日本では、貿易黒字の拡大は貿易摩擦を通じてスパイラル的に円高シンドロームとなり、デフレが深刻化した。

デフレの代表例はタクシーの規制緩和だ。どこの主要ターミナル駅でも乗客を待つタクシーが並んでいる状態で、規制緩和によりタクシー台数が増えれば何が起きるか。タクシー料金は規制されており下落できない。となれば、設備(自動車)と労働力(運転手)の稼働率の低下による収益性と賃金の低下だ。事件や事故など社会問題に至った例も多くあった。90年代から2000年代にかけて、このメカニズムが小売りや外食や運輸、更には派遣労働者など幅広い分野で発生してデフレを深刻化させた。

しかし、2012年の安倍政権の登場で状況は変わった。折からの団塊の世代の引退により労働供給の減少に加え、金融緩和と公共事業で量的に総需要を刺激し、総供給>総需要の状態から脱却して総供給<総需要の状態を作ることになった。しかも、高水準の貿易黒字や経常黒字を維持したままだ。

そしてやっと今、日本が本来の意味での質的なサプライサイド改革に着手できる極めて望ましい状況に到達したと言える。戦後の経済史をみても日本経済にこれほど強い追い風が吹いたのは、高度成長期やバブル期など特殊な時期だけだった。以下、サプライサイド改革を6つの切り口から見てみよう。

第一は人手不足だ。真面目な日本人には、たとえばエクセルでマクロを組んで業務を合理化することが手抜きのように受け止められ抵抗感が強くあったようだ。この心情は、かつてのように人手が余って人員整理の懸念があるなら分らないでもない。しかし、今日のように人手不足の状況なら業務の合理化は歓迎されるはずだ。レジ打ちの人手が集まらないスーパーが、お客様を待たせないよう無人レジを導入するのは、顧客満足度の観点でも正しい経営判断だ。こうした例のような人手を機械、ソフトウェア、ロボットなどに置き換える合理化が、歓迎される環境にある。「人手不足が投資を呼ぶ」状況だ。

第二は規制緩和である。たとえばインバウンドだ。インバウンドの成功でホテル不足でありながら空き家が増加し続ける中、民泊を解禁するのは極めて経済合理的な判断だ。一部の旅館業界は未だに反発しているようだが、宿泊施設探しに苦勞する外国人観光客や世間の支持は得られないだろう。「規制緩和が業者サイドを苦しめることなく顧客満足度を高められる」状況にある。

第三は賃上げだ。政府の賃上げ要請を国家資本主義として批判する声はある。しかし、価格=限界生産力である経済理論が想定する状態から大きく離れた状態が長期にわたり継続する今の状況は、典型的な市場の失敗である。国家が介入することこそ経済合理的な正しい政策だ。安倍政権が進める3%の賃上げ要請は、市場の失敗を是正する政策として方向性は正しい。経済理論的にも乗数効果を通じて経済の好循環に寄与する。「国家資本主義と批判されようが乗数効果を持つ賃上げ要請は正しい」状況にある。

第四は企業の供給者責任だ。これまで日本企業は、総供給＞総需要であることを反映して、工場の稼働率を上げるため、供給を優先する姿勢を維持した。それが過当競争を通じてデフレや低収益体質の温床となっていた。しかし、昨今は「逐次増産」と呼ばれ、供給を優先しない姿勢を見せている。実態的には人手不足で前倒しで増産する余力がない面もあるだろう。「過剰設備を背景とする供給者責任の呪縛から脱却」できる状況にある。

第五は社会保障改革だ。日本は先進各国と比較して年金の支給開始が突出して早い。また、寿命が長いこと受給期間が長い。この構造が年金財政を圧迫している。しかし、総供給＜総需要で生じた人手不足により、年金の支給開始年齢を繰り上げて高齢者が比較的容易に仕事が見つかる状況が現出した。「年金が削減されても高齢者が仕事を通じて活躍できる」状況にある。

第六は財政赤字の削減だ。長く日本は総供給＞総需要の状態が続いた。この不均衡を是正するのに寄与したのが財政赤字を原資とする総需要管理政策であり、典型的には公共投資だ。確かに有効需要の積み上げには、失業やデフレの深刻化を防止する効果があった。しかし、やっと総供給＜総需要となり、もはやその必要はなくなった。このタイミングで政府が本腰を入れた効果が出始めたのがPPPだ。公共投資の費用対効果を高めるPPPは、財政赤字を削減する必要が生じて初めて効果を発揮する。総供給＞総需要から総供給＜総需要になったことで、やっと「財政赤字を削減しても良い」状況になった。更に付け加えるなら、第五に挙げた年金財政の改善が財政赤字削減に寄与するのは言うまでもない。

以上の6つの視点は、保守化したと言われる若者の立場で捉えると理解しやすい。人手不足について、その前の人手余剰の状態は、終身雇用制度の日本では若年層の雇用を抑制する要因となる。総供給＞総需要という誤ったタイミングでの規制緩和、その結果であるデフレは、ブラックバイトやワーキングプアを生んだ。賃上げについて、終身雇用と年功序列賃金を維持したままデフレが進めば、賃下げ圧力の皺寄せは若年層に集中する。企業の供給者責任についても同様で、終身雇用と年功序列賃金を維持したまま、低収益体質とデフレが進めば皺寄せは若年層に集中する。財政赤字を原資とする寛大な社会保障も皺寄せが若年層に集中することは世代会計でも明らかだ。財政赤字も永遠に続かないので、どこかの時点で逃げ切れず借金返済を迫られる世代が発生する。いずれも若者が犠牲者といつて良いだろう。

他方、総供給＜総需要の状態を手放して喜んで良いわけではない。というのも、第一と第五に関連する労働面で供給制約を抱えたままでは、第二の規制緩和や第六の財政赤字削減などによる制度改革を進めても、実際にサプライサイド強化に繋がらない可能性が高い。そうなると、人手不足により意図せざる賃上げ競争を触発するリスクがある。特に今の日本ではサービス業の人手不足が著しいため、中国など海外から安価な輸入品を仕入れて代替できる性質のものではない。意図せざる賃上げ競争は、物価を押し上げ、金融緩和を維持できなくなるリスクを伴う。

株価への影響はサプライサイド改革の成否で対照的となるだろう。成功すれば日経平均の最高値更新も夢ではない。理論的には15%増益を4年維持できればPERを一定としても可能だ。逆に失敗すれば、金利上昇のリスクもあり、国債の巨額の利払いなど厳しい現実が待っている可能性が高い。

先の解散総選挙で大勝した安倍総理は経済最優先の姿勢を明確にした。有言実行されてサプライサイドの強化が安倍政権の経済面でのレガシーとなり、後世に高く評価される時代が来ることを期待したい。

以上

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。