

SRID 懇談会

空白の 20 年と日本の株価

日 時:9 月 26 日(月)午後 7 時~9 時

場 所:国際文化会館 セミナールーム 401 号室

参加者(敬称略、順不同):高橋、萩原、黒田、山岡、倉又、高瀬、原田、小林、福永、今井、松本、山下(計 12 名)

講 師:前田 昌孝 日本経済研究センター主任研究員

講演要旨:

1990 年にバブルが崩壊してから日本経済が悪化し、「日本の失われた 20 年」といわれている。日本の株価は 20 年たってもピーク時の 4 分の 1 に低迷している。これを 1930 年代のアメリカの大恐慌期と比べると(パネル 2)、NY ダウは暴落してから 26 年後にはピーク時の水準に戻っている。日本経済は大恐慌時より大変なことになっている、ということだ。黄色の点線は 2007 年のピークに合わせた NY ダウの動きである。直近では下がっているが、戻りは早い。

日本経済は厳しい状況で動きがとれない。株価と成長の関係をみると、日本の名目 GDP は 1995 年以降、ほぼ横ばいで推移している(パネル 3)。2010 年以降は IMF の楽観的な予測値である。物価水準の違いを考慮した購買力平価で見ると、世界に占める日本経済のシェアはバブル期の 10%から半分の 5%に低下している(パネル 4)。

世界の企業を 10 の業種別に分類し、それぞれの業種でどんな企業の株式総額が大きいかを調べてみると(パネル 5)、各業種のベストテンに入っている日本企業は今や「一般消費財」分野のトヨタ自動車とホンダの 2 社しかない。NTT とソフトバンクも「通信」分野で 10 位以内に入っているが、通信業は規制業種なので、真の実力とはいえない。以前は電機や金融など多くの業種で日本企業が上位を占めていたことを考えると、様変わりである。一体どこをどう間違えたのか。アップルとソニーの株価を比較すると(パネル 6)、アップルはエクソンを抜いて時価総額世界最大の企業になった。他方、ソニーのパソコンは内外で安売りされるなど、かつてのソニーブランドの神通力を失っている。

日本人は色々な面で億劫になり、やる気をなくしている。厚労省の推計によれば、2030 年時の男性の生涯未婚率は 29.5%、女性は 22.5%である(パネル 7)。50 歳時点で未婚だった人を生涯未婚と考えて、比率をカウントするため、今年 31 歳の男性の 29.5%が生涯結婚できないだろうと推計されているわけである。結婚して子供 2 人を産むのが普通と考えられていた時代には、独身者の増加は「日本人が多様化してきた」という意味で歓迎されたこともあった。ところが、未婚者がここまで増えると、その背景には若い時に結婚するだけの収入がない、という構造的な社会問題に行きついてしまう。女性が一生に産む子供の数(合成特殊出生率)は 1.39 人まで低下しており、このままいくと 2050 年には人口が 8500 万人になる。コンドームの国内出荷個数は 1993 年の 6.84 億個から 2011 年の 2.16 億個へ 3 分の 1 に減った。

文科省系の日本青少年研究所が 2007 年に実施した「高校生の意欲に関する調査」によれば(パネル 8)、「多少退屈でも平穏な生涯を送りたい」「暮らしていける収入があればのんびりと暮らしていきたい」と考える高校生が、日本ではそれぞれ 61%、81%もいる。まるで年金生

活者のようだ。米国(38%、47%)、中国(49%、41%)、韓国(50%、62%)よりはるかに多い。他方、「自分の会社や店を作りたい」と考える高校生は、日本(33%)、米国(60%)、中国(72%)、韓国(72%)と最低である。

資産運用もどんどん保守的になり、「個人も企業も現金を枕に寝る」という傾向が強くなっている(パネル 9)。家計と企業が保有する金融資産の内訳は、現金プラス普通預金で23%、定期預金を加えると55%にもなる。安全志向で投資をしないことも、ジャパナイゼーションの一つの側面だ。ジャパナイゼーションとは単にゼロ成長や低成長が長期に続くという表面的な現象ではなく、社会そのもの、雰囲気、思想まで変わってしまいかねないことを示している。一方、国民が痛みを感じないように政府が毎年44兆円の国債を新規に発行している(パネル 10)。このままでいくと、人口が4300万人程度まで減少する100年後には、1人当たり1億1千万円の負債を背負うことになる。こんな国で子供を育てたいと思うだろうか。どこかで修正しなければ、日本は破たんするしかない。

証券市場では新規上場企業がどんどん減っており(パネル 11)、2011年9月までに上場した企業は22社のみである。上場には資金調達や知名度向上など、さまざまなメリットがあるのだが、上場後に株価が低迷していて資金調達をしにくくなっているうえに、内部統制の強化などの種々の規制強化策を受けて、上場し続けることの経費が、耐え難いほど増加している(パネル 12)。既に上場している株式を全部買収して非上場化するMBO(マネジメント・バイアウト:ワールドが2005年に最初にやった)がすでに87社ある。新たな事業機会(半年以内に有利な起業機会が訪れると思う割合)がありそうかどうかを聞く国際的なアンケート調査の調査によれば(パネル 13)、最高はサウジアラビアの75%に対して、日本は最低の5.9%でしかない。事業機会が多いと感じる人が多いかどうかは、勿論例外もあるが、おおむねそれぞれの国の株価上昇率に連動している(パネル 14)。

内閣府の推計では、3月11日の東日本大震災の被害額は9兆6000億円に上る(パネル 15)。これだけの大災害をどう位置付けるかだが、災害などがなくても地盤沈下が続いていた日本経済にとどめを刺したのではないかと心配している。1995年の阪神・淡路大震災を振り返ると、減少傾向にあった神戸港の貨物取扱量は、大震災にとどめを刺されて元に戻らなくなった(パネル 16)。今回も同様の展開になる恐れがある。

大震災後の円相場と株価だが、1995年当時はベアリング社(英国の投資銀行)の破たんなども重なり、株の低下と円高が起きたが、復興需要もあり、数か月で反転した(パネル 17)。今回は3月10日以降の株価下落率を業種別にみると、下落率の首位は電力・ガスではない。海運業が最も下げ、証券、銀行などの業種でも株価の下落が目立っている(パネル 18)。

日本経団連の中核メンバーである製造業の経営者は日本企業が「7重苦」に直面していると主張している(パネル 19)。7重苦とは、世界一高い法人税、厳しい労働法規、温暖化ガスの排出規制、原材料の値上がり、電力の供給制約、慎重な通商政策、円高である。個人的には企業経営者は悪いことばかり言いすぎだと思う。日本人は勤勉で忠誠心がある。中国は近隣の工場が賃上げをすれば、従業員がすぐに移って行ってしまうなど、定着率が低く、1年で従業員が全部変わるほどだ。日本は経営者のための本であるドラッカーの「経営学」を、労働者だけでなく、高校野球部の女子マネジャーが読むような国である。

地方税も含めた法人税の実効税率は日本だけ40.69%と高止まりしている(パネル 20)。OECD諸国の平均は25.94%、世界の平均は24.99%である。今般の震災復興財源を確保するための税制改正が通れば、国税としての法人税の税率は現行の30%から27.5%に下がるが、それでもまだ国際的には高い方だ。加えて、日本はエネルギー制約という新たな難

間を抱えた。日本経済研究センターの予想では、国内の54基の原発が全て停止すると、年7.2兆円の経済損失が発生する(パネル21)。ただでさえ割高な日本の電気代がもっと高くなるという問題もある(パネル22)。

主要国のPMI(Purchasing Manager Index: 購買担当者指数)がこのところ急速に悪化している(パネル23)。PMIは市場関係者が注目している短期的な景気指標で、前月分が翌月の1日に出てくるため、企業景気がどちらに向かっているかがタイムリーに判断できる。日本も震災で部品供給網が途切れ、工業生産が大きく落ち込んだ状態からの急ピッチな回復過程は一段落し、再び、PMIが低下し始めた。HSCB(香港上海銀行)の担当者は最近、9月の中国のPMIが下がったと報告した。ユーロ圏のPMIは8月に強気と弱気が均衡する50%を下回った。世界から逆風が吹き続けると、日本経済は立ち直れない恐れがある。

ただ、悪い話ばかりではない。例えば、外国人が日本の良さを発見している。「ミシュランガイド東京・横浜・鎌倉2011」によれば(パネル24)、日本にはパリやNYよりも星の付いたレストランの数が多い。NYやヨーロッパで日本食が注目されている。バブル期にはNYに日本の駐在員が大勢いたが、その後日本人がいなくなってどうにもならないと言っていたが、今はそうではない。和食レストランは現地の人々で大盛況である。

日本に憧れて来日する外国人の数も、震災前までは年々増えていた(パネル25)。来日するのは韓国人が最も多いが、中国人も急増している。私が直接聞いた話ではないが、世界を飛び回る中国人ビジネスマンも成田に着くとホッとして緊張が解けるという。こんな日本でも、旅行して嫌なことは、温泉地の旅館で中国人の従業員に出迎えられること。本国にいるのと同じように、自分の発言が監視されているのではないかと感じてしまうそうだ。日本は当局に協力する密告者などはいない安心社会である。

企業は円高で困っているというが、本当に円高かどうかは検討の余地がある。確かに、部品メーカーは輸入品との競争で買ったたかれる。ただ、1995年に日本のビックマック1個の値段でアメリカでは2個買えた。今は1個しか買えない(パネル26)。日本の地下鉄の初乗り料金は海外の主要都市に比べてまだ安い(パネル27)。労働者の賃金も同じで、日本は先進国の平均よりまだ安い。企業経営者はもっと円を安くしなければ、日本企業は海外市場で競争に負けると主張するが、それは労働賃金をもっと引き下げなければ戦えない、ということの意味している。円相場を調整して、日本の労働者の賃金を韓国や中国並みに引き下げない限り、工場は海外に立地するしかないと主張している。もしそうだとすれば、それは日本の労働者の利益にどうつながるのだろうか？

海外生産を増やしたいと考える企業は、国内に遠慮する必要はないのではないかと？ただ、海外で設備投資をするには、金型や生産機械、原動機などを生産するために国内でも設備投資が必要になる。もうひとつ忘れてはならないのは、上場企業は円高でも利益を出してきたことだ(パネル28)。

「もっと自信を持ちましょう」というのが私の主張である(パネル29)。神戸市長から聞いた話によると、ポートアイランドを医療産業基地にしたところ、世界から企業が集中し、神戸空港も利用度が高まったという。エネルギーを大量消費する産業は日本には不向きだが、最先端のモノづくりをする力はある。国内立地では競争できない企業が海外に進出すれば、代わりに日本で採算計算が成り立つ企業が進出して来るのが経済のダイナミズムだと思う。従来型のものづくりだけでなく、ファッション、文化、観光、コンテンツ、AKB48など多様な産業を育成し、クールジャパンを武器にしようという意識を持つべきである。高齢者にやさしい社会にするという視点も欠かせない。日本は高齢化の先進国で、世界はこれから高齢化する。日本で効果を上げた高齢者向けサービスをこれから世界に売ることができる。人材不足

で実地試験を受け入れてくれる施設が少ないため、介護ロボットの実用化が進まないなど、色々なところにボトルネックがあるのも事実だけれども、それらを取り除いて前に進めてほしい。

日本の女性に元気のある人が増えている(パネル 30)。司法試験合格者の28%が女性である。医師国家試験合格者も28%が女性。女性がちゃんと活躍できる社会にする必要がある。女性医師は子供が産まれたら引退し、眼科医と精神科医ばかり増えるという現状がある。主婦が103万円以上稼ぐと夫が所得税の配偶者控除を受けられないとか、年収が130万円を超えると、国民年金の第3号被保険者の資格を失うという段差壁がある。段差壁があるから能力があるのに、十分にそれを生かしていない女性も大勢いる。

イギリスは昨年まとめたマリーズ・レポートで「一定以上働くと、かえって世帯の手取り収入が減るといった段差壁をなくして、制度の継ぎ目をなくす、税と社会保障を一体にする」という制度改革の方向性を打ち出した。女性も男性もより多く働けば必ず見返りのある社会でなければならない。日本はやり方が下手なのか意図的にしているのか分からないが、制度の作り方が下手だ。女性に能力を発揮させる仕事がないという見方もあるが、仕事を持てば、女性は旺盛な消費をする。バック、靴、洋服など次々そろえるから内需が盛り上がり、それがまた新たな雇用機会の創出に結びつく。

労働者のうち、非正規労働者の割合は2011年に男性20.1%、女性54.6%である(パネル 31)。一般にはこの比率の上昇は悪いことだと受け止められるが、ポジティブに考えると、仕事を移ることが可能な人がこれだけいるということで、労働市場の柔軟性が増している。この利点を生かす産業構造に変えることが肝心と思う。産業構造を変えなければ、日本の賃金は韓国、香港の労働者よりも安くなければならないことになる。日本では「会社は株主のモノだ」という考え方に同調する企業経営者は殆どいないが、現実には配当などの形で株主の分配が増えている一方で労働者への分配が減っている(パネル 32)。アメリカは労働者への分配を増やしている。

今の製造業を中心にした「モノづくり環境」は、日本経済をますます萎縮させかねない。円高→賃下げ→外需依存→大量輸出の悪循環でまた円高になる(パネル 33)。この「モノづくり循環」を「ジャパニスト循環」に転換する。そのために、賃金やボーナス、配当を上げる→内需が増える→輸入が増える→円高修正→賃上げの好循環に変える。来年に向けた日本経済のイメージは(パネル 34)、「ボーナスを上げてよかった」「企業業績は悪くない」というものだ。企業の配当利回り2.3%、10年国債の利回り0.9%であることを考えると、日本企業の株価は本当に割安な水準まで下落したと言える。前向きなきっかけがあれば株式を買う動きもでてきて日本経済は良い方向に行く可能性がある。

しかし、ほっておくと韓国に負けてしまう。金大中元大統領が1999年に文化産業の振興を打ち出して以来、官民挙げてブランディングに取り組んでいる(パネル 35)。最近、テレビで韓流ドラマの放映が多いが、放映料は日本の3分の1だから、経営が難しい日本のテレビ局がとびつくのも無理がない。欧米に行くと、日本製品を安く売っている店がたくさんある(パネル 36)。韓国はブランディング戦略がうまい。タブレット端末などの韓国製品は、世界の多くの都市でカッコいい、センスがある、勢いがあると受け止められている。

起業社会をどう築けばよいのか(パネル 37)。日本が起業社会を築けない理由は、個人連帯保証制度があって、事業に失敗すると裸になるから。セーフティネットがない中で空中ブランコをやるのと同じである。これを限定責任化する。また従業員の解雇規制が厳しいため、起業家は事業が軌道に乗って人を雇いたくなくても、躊躇してしまう。雇用規制は労働者に

とって良いように思えるが、これを維持しても、雇用は増えていない。雇用に積極的になれるよう、ゲームのルールを変えないと日本は変わらない。

「きれい」、「可愛」、「気持ちい」の J 感覚でクールジャパンを推進する(パネル 38)。ワビ、サビの現代版である。優れたコンテンツ文化を海外へ発信する。日々の生活から「日本物語」を紡いでいく(パネル 39)。金融ビジネスでいえば、株の受け渡しを最後まで時間通りにきちんとやるのは、世界中で野村証券ぐらい。ベトナム株などを現地の証券会社で買っても、いつの間にか所在不明になってしまうと言う話も聞く。「ジャパナイゼーションを20年続け、最後に財政が破たんしました」では救われない。経済の長期低迷から最初に脱却する方法を見つけ出したのも日本である、ということにするのが大事だと確信する。

自由討論:(文責 SRID 事務局)

黒田 今日の話は聞いた人によって感じ方が違うと思うが、幹事としては後追いの論理になるが、今回の懇談会のテーマを選んだのは、震災復興のプランをこの春にボランティアに提言した SRID として、開発復興を日本の redevelopment の観点からどう聞くか、質問するか、という趣旨であると、理解してほしい。

小林 ミシュランの星の数の話が出たが、ある広告社が取り仕切っていて、必ずしも海外での評価を反映していない、との説があるが如何か？

前田 そういう話もあるかもしれないが、一つの外国人評価の指標として採りあげたものである。

松本 遅れるところだったが無理してきて良かった。個々の問題より、前田さんがなぜこのレポートをまとめたか、私が属している「ビジョン研究会」でも紹介したい。トータルな考え方が素晴らしい。目から鱗の良い話をうかがった。文化庁長官の近藤誠一氏に売り込みたい。これらの資料収集は前田さん個人の力か。日経センターの力か。株価の問題ではなくて、これこそ「日本再生論」という気がした。ただただ、感嘆している。

高瀬 40 項目にも及ぶアトラクティブな指摘は前田さんのユニークな発想か、それとも他人のアイデアか。

前田 私は新聞記者なので色々な話を聞いてメモをとる。それだけではなく、それらを裏付けるデータや数字を探す。他の証券会社や研究機関等がまとめたものを持ってくる、などもしている。

福永 今週の日経ビジネス9月26日号に「ギリシャをユーロから離脱させよ」との主張が載っている。ギリシャを離脱させない限り欧州の経済復興はない。世界大恐慌を招来する、と最後に書いてあった。ポルトガルやスペインが破たんすれば、欧州経済はもっともっと深刻になるのではないか。

前田 ギリシャだけを考えればアルゼンチンのようにデフォルト宣言してしまう選択はある。しかしギリシャが離脱することにより問題が2つ起きる。第一にフランスやイタリアの銀行が持つギリシャ向けユーロ建て債権が巨額である。うまく処理できるかどうか。第二に弱いのはギリ

シャだけでない。EU の安定化基金は4400 億ユーロしかない。危機がイタリアまで波及すれば処置できない。

福永 ユーロ圏が解体されれば日本への影響も大きい。米欧日が協力すべきではないか。

松本 最近のテレビ報道によると、ユーロの仕組みではギリシャを追い出すことはできない。貸し借りの問題もあるかも知れないが、勝手に脱退させられない。

今井 ユーロに脱退の規定はない。国際間の約束に過ぎない。専門家である白井さゆり氏はそのような可能性はない、脱退させることは独仏にとって不利、という意見に傾いている。

高橋 日本は失われた20年を超えて 30 年に突入しつつある。冷戦終結以降、構造的に世界の危機が連発する仕組みになっており、うまく対応できるシステムがない。日本は対応能力が低い。危機ごとに対外的な地位が低下している。講演の中に構造的な問題がどこにあるか、糸口をどこに見つければよいか、というヒントがたくさんあった。特にパネル 33 は「眼から鱗」である。小さい悪循環から大きな好循環へ転換する。賃上げは民主党のアプローチである。政党ごとに介入ポイント(intervention point)がある。近藤氏の「文化産業論」より「クールジャパン」は良い切り口だと思う。失われた 20 年から這い上がるきっかけになる。脱却の良いヒントをいただいた。

今井 パネル 33 の論理は説得的だが、その要素は小さくなっている。興銀にいた吉川氏の説明では、ゲームの世界が為替を決めている。日本はドルに対して円高になると不況になる、という DNA が強い。国際金融の世界で「ドルに追随しない」という姿勢が重要ではないか。

前田 なぜ円高になると株安になるのか分からない。円高になれば輸入面のメリットが大きく、輸出面のデメリットは小さい。トヨタ自動車の社長は1ドル=90 円でないとだめといったが、日本経済全体として90円がいいかどうかは別の話だと思う。

原田 トヨタのような輸出企業は円高でデメリットが大きい。財務省は困ると思い介入している。

前田 海外のヘッジファンドはロボットトレーディング、プログラムトレーディングをしていて、円高になると日本株が下がるように仕組まれているのかもしれない。

今井 外為の介入累積額は 100 兆円である。年間で最大 30 兆円。ユーロは冷静で 4 回しか介入していない。日本は 300 回。アメリカは金利をいじっているかも知れないが 120 回である。

高橋 財務官が誰かで介入の仕方が違う。玉木林太郎氏が財務官の時は一挙に数兆円の介入をした。Intervention の規模が大きければ効果的である。

小林 世界の貿易決済のための実需取引 20 兆ドルに対して、デリバティブや金融商品取引などマネーゲーム需要で動く金額が、年間 580 兆ドルもあるといわれる。日系ユダヤ人といわれる石角莞爾氏が 2008 年に出版した「Final Crash」という本で、ロスチャイルド家の財務担当者が、『現在は信用取引をやり過ぎだから、これからは実物取引を主流にすべき』と言っているのを引用している。実体経済を中心に考えるべきだ。

黒田 (EU, 米国、日本、BRICsと)全部つながっているとすれば、(電力自由化問題と同様で、)どこから手をつければ良いのか問題だ。

今井 パネル 38 の社会全体のマインド向上に向けて、政府はアクションをとっているか。

前田 経済産業省に「クールジャパン室」があると聞いた。ただ、どちらかというとコンテンツ産業をどう振興するかという話になっており、ものづくりと絡んでいる部分が解り難い。

松本 経産省は最近、文化産業のポリシーとオペレーションを一体化する組織編成を行った。フィリピンは人口が増加しているが経済はよくない。パネル 25 のアジア諸国の中でインド、インドネシア、フィリピン、ベトナムはその他に入っているのか。

前田 入っている。