

ストラテジーブレティン (316号)

円急落が「デフレ均衡」を瓦解させる



2011年 東日本大震災の年から、協賛会社からのご協力を得てセミナーを開催しています。多くの犠牲者を出した未曾有の大災害を忘れることなく語り継ぎ、今後どのような投資行動をすべきか議論・提言を行うセミナーです。

2022年11月12日(土) 13:30~16:00 紀尾井フォーラムより

YouTube ライブ配信 致します。

お申込み方法・プログラム等の詳細は、最終ページをご覧ください。

株式会社 武者リサーチ
代表

武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

円安の嵐は、豊かな日本を呼び戻すトリガーになる可能性は高い。

- 名目成長ゼロ・物価上昇率ゼロ・金利ゼロの頑強な安定(「デフレ均衡」)が続いたのは、日本からの資本漏出(=ビジネス機会の漏出)が続いていたからである。
- 超円安は、日本経済に全く寄与しない形でため込まれていた巨額の対外資産の国内還流を引き起こし、日本に固く定着したゼロ・ゼロ・ゼロの「デフレ均衡」を瓦解させるトリガーになる、と考えられる。
- 政策担当者の構想力が強く求められる局面である。

(1) 失われた30年を強固にした「デフレ均衡」

デフレでなぜ長期安定がもたらされたのか

本来デフレは均衡しない。デフレとは資本が増殖を求めて価値形態が変態をすることを止め、貨幣のままでもどまることを強制するものである。よって必然的に大恐慌などのように経済収縮のスパイラルをもたらす、との考えが2000年頃までの経済学の常識であった。しかし日本では、「デフレ均衡」というデフレ下での強固な経済安定が長らく定着した。デフレ下でもマイルドな実質成長はあり、国民生活の破局は免れた。また日本では欧米のような成長に基づく格差拡大、中間層の落ちこぼれによる社会分断、ポピュリズムの台頭などの現象は顕著にはなっていない。そうしたことから成長を追求しなくてもよいのではないか、という「下山の思想」「脱成長の定常社会」など、停滞肯定思想も蔓延してきた^(注)。

著作権表示©2022 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。

名目成長ゼロ・金利ゼロ・インフレゼロ、が何故定着したのか

この日本に定着した、名目成長ゼロ・物価上昇率ゼロ・金利ゼロの頑強な安定が、「デフレ均衡」の実態である、と考えられる。この頑強な「デフレ均衡」が、いま円の急落により崩れようとしているのではないかと、というのが本レポートの趣旨である。

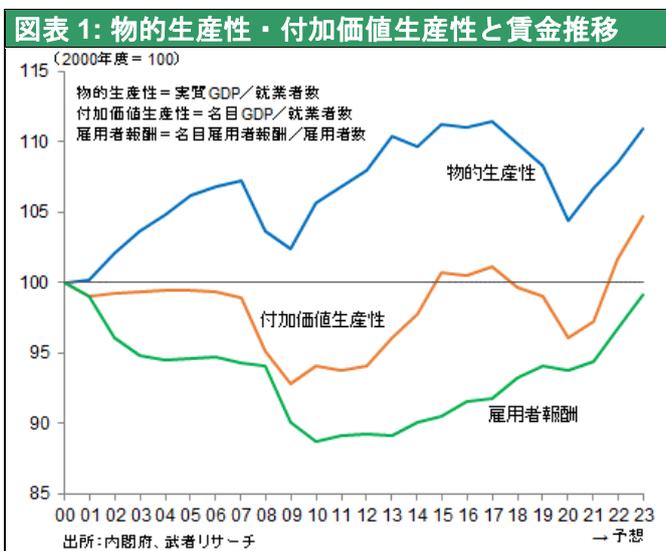
それにしても、世界全体が急速な技術発展と共に成長する中で、なぜ日本だけ中世の農耕社会のような停滞が強固に長く続いたのであろうか。日本においても 2000 年以降の世界成長をけん引したデジタルネット革命は浸透し、労働生産性ははっきりと上昇していた。またグローバル化により、海外の低賃金労働の活用という所得の源泉も欧米同様に存在していた。そうした時代背景の中で、なぜ日本にだけかくも強固な停滞の状況が続いたのであろうか。

(2)「デフレ均衡」を固定化させた巨額の資本流出、企業の海外シフト

「デフレ均衡」下でも、生産性は上昇し利益は増加し、株価も上がった

よく見ると日本のすべてが停滞していたわけではなかった。一人当たり労働生産性は上昇していた。企業利益は顕著に増加した。株価も 2013 年以降は大きく上昇した。にもかかわらず、名目成長ゼロ・物価上昇率ゼロ・金利ゼロの頑強な安定が続いたのは、日本からの資本漏出(=ビジネス機会の漏出)が続いていたから、と大雑把に考えて間違いではないだろう。

図表 1 は企業における一人当たりの物的生産性、付加価値生産性、労働報酬の推移であるが、日本企業は世界的技術発展の恩恵を受け、物的生産性をそれなりに上昇させてきた。にもかかわらず、円高とデフレによる販売価格低下により、企業には生産性上昇の果実が残らず、付加価値生産性は横ばいであった。しかし労働報酬はそれ以上に抑制され、それによって企業利益が確保された、という関連が明白に見て取れる。



企業、銀行、機関投資家はこぞって貯蓄を海外投資に振り向けた

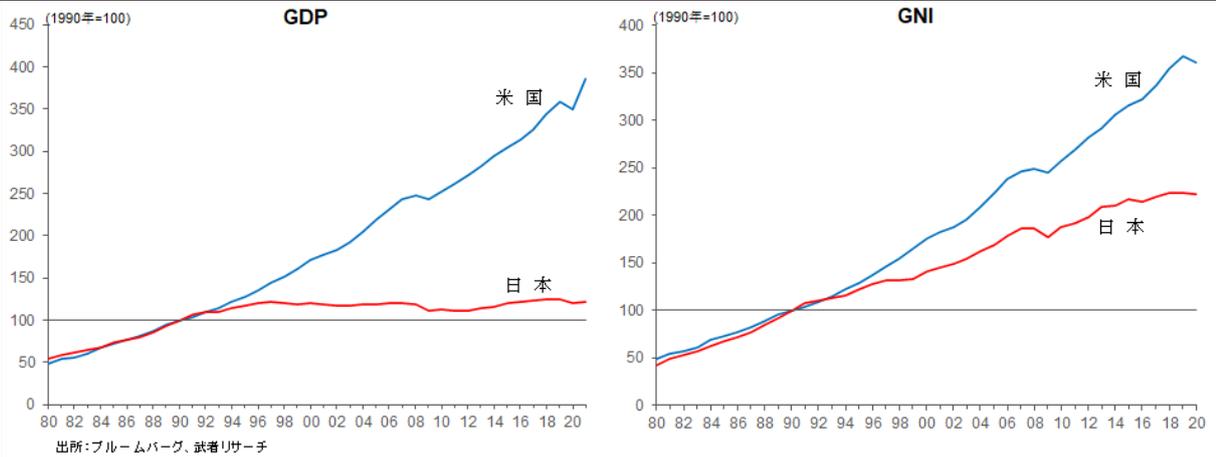
日本企業は円高と国内需要の蒸発という環境に対して、海外生産移転、海外事業拡大で対応した。海外投資を拡大し、海外所得依存を高め、増加した連結収益を海外に再投資することで、成長を続けることが出来た。他方、企業は国内投資を抑制し、財務レバレッジを低下させた(内部留保を拡大した)。

図表 2 は日米の名目 GDP と GNI(GDP+海外所得)の推移であるが、GDP(国内での価値創造)は全く停滞していたが、それに海外所得を加えた GNI は米国ほどではないが成長していたことがわかる。

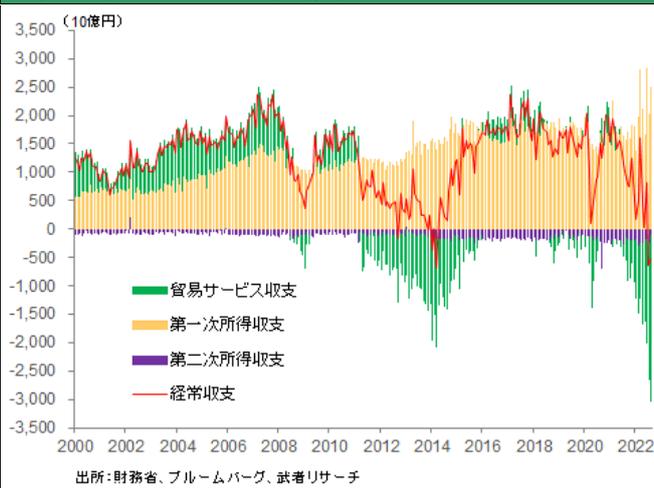
日本は大英帝国のような「金利生活国」になった

日本企業は最初には円高に対応して、そして後には需要成長を求めて海外ビジネスを急拡大させてきた。その結果日本は貿易で稼ぐ国から海外投資で稼ぐ国に変わったことは、図表 3 の日本の経常収支の内訳推移をみれば明瞭である。この海外投資収益依存の所得構成が極めて特異であることは、図表 4 の各国比較から明らかである。日本以外の全ての経常黒字国は、貿易で稼いでいるのである。

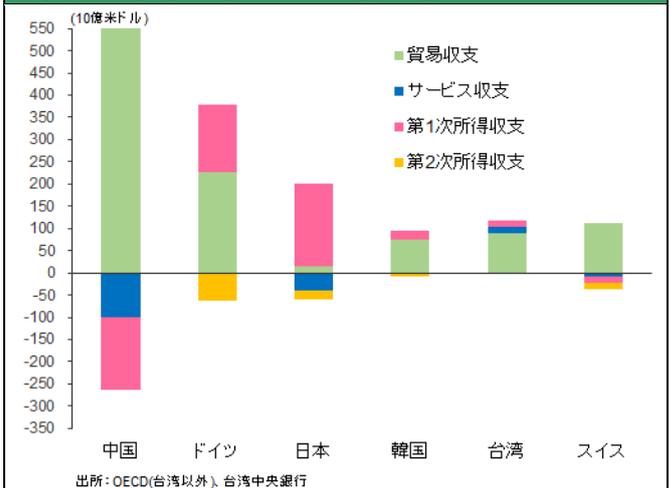
図表 2: 日米の名目 GDP と GNI(GDP+海外所得)の推移 (1990=100)



図表 3: 経常収支と内訳推移



図表 4: 主要国の経常収支内訳比較



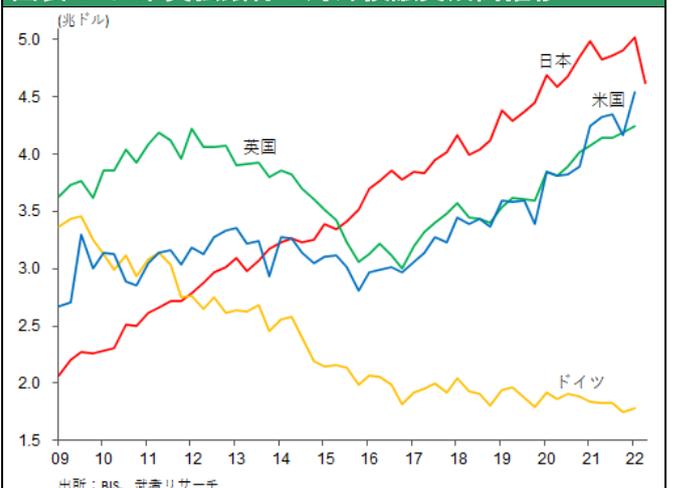
この海外投資の急増は図表 5 に顕著に表れている。企業の海外投資残高は 2003 年の 22 兆円から急増し 2021 年には 172 兆円へと、増加した。停滞日本の下でも企業所得は増加し資本の蓄積は続いたが、それは高いリターンを求めて海外に流出したのである。

日本金融機関もまた海外への投融資を激増させた。図表 6 は主要国の対外投融資残高の推移をみたものであるが、リーマンショック以降日本の銀行の対外投融資は 2009 年第 1 四半期末の 2 兆ドルから 2022 年第 1 四半期末には 5 兆ドルへと増加した。10 年余りでの 3 兆ドル(400 兆円)という突出した増加により日本の銀行は海外収益基盤を確保したが、それは巨額の国富が海外に漏出したとも言えた。もっとも日本の銀行は同時に外貨建て負債を増加させ、ドル資金の短期調達、長期貸しポジションを高めてきたので、対外投融資増加が全て国内からの資金漏出ではない。

図表 5: 日本企業の海外投資と海外投資比率推移

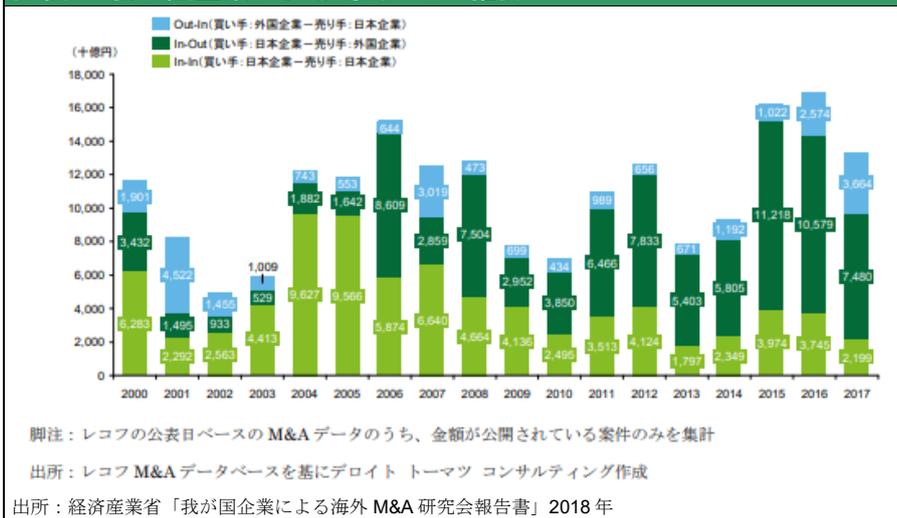


図表 6: 日米英独銀行の対外投融資残高推移



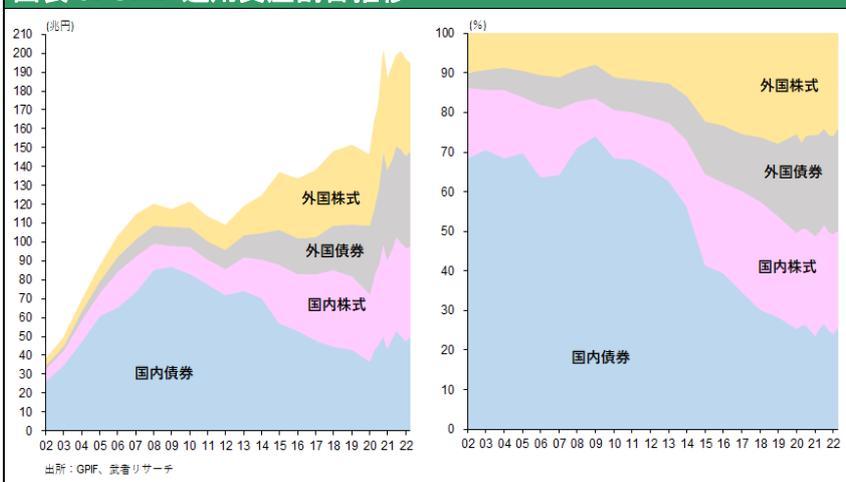
資本流出は日本企業による海外企業買収、日本の投資家による外貨資産運用などによっても、加速した。

図表 7: 我が国企業による海外 M&A 推計



その一例は GPIF による外国株式、外国債券投資の急増に見られる。2009 年まで 15%程度に過ぎなかった外国証券の比率は 2021 年には 50%に達した。この GPIF のポートフォリオの多様化、海外証券投資シフトにゆうちょ銀行をはじめ多くの機関投資家が追随した。

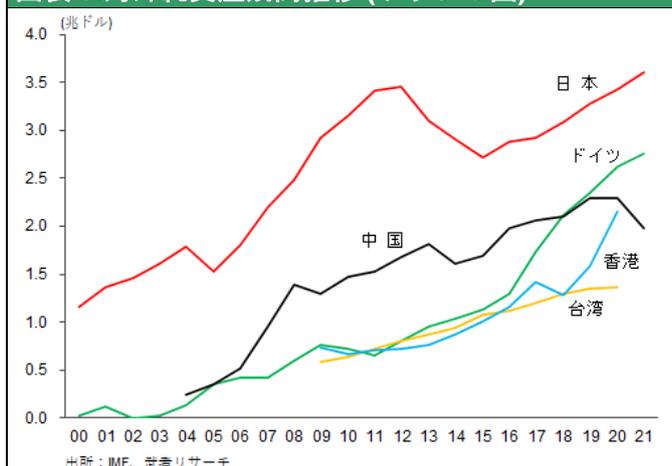
図表 8: GPIF 運用資産割合推移



「デフレ均衡」=技術進歩と生産性向上の果実の海外漏出

以上のように日本には技術革新と生産性上昇の成果が残らず、海外に漏出するという形の均衡状態が 20 年余りにわたって続いたのである。その結果、日本は国内の停滞とは裏腹に海外投資を積み上げ、突出する世界最大の対外純資産国となった。いわば大英帝国と同様、「海外資産による金利生活国」となったのである。

図表 9: 対外純資産残高推移 (トップ 5 国)

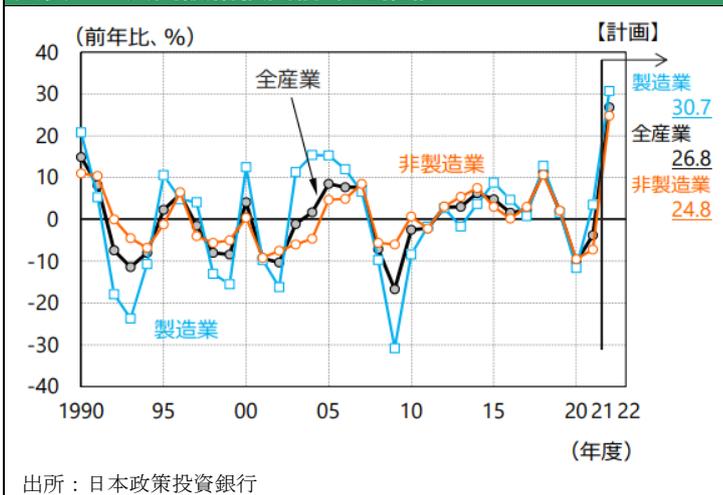


(3) 超円安で日本からの資本漏出停止、「デフレ均衡」が瓦解する

国内設備投資が過去最高の伸びに

この恒常的資本流出のメカニズムが、円急落により終わりを迎えるかもしれない。第一に企業投資の重点が、海外から国内へとシフトしつつある。円安により世界の需要が圧倒的低位価国日本へとシフトし、国内での設備投資が急増し始めている。9月の日銀短観の2022年度の設備投資計画は、全産業16.4%、製造業21.2%と過去最高の伸びとなった。総額1兆円に達するTSMCの熊本工場建設も動き始めた。TSMCは更に、より先端の第二工場建設の意向を持っているとWSJ紙は伝えている(10/19付「台湾TSMC、日本で生産増強検討 地政学リスク低減」)。その他、スバル大泉工場でのEV生産棟60年振りの新設、ルネサスエレクトロニクスの甲府パワー半導体工場再稼働、SUMCOの伊万里新工場建設、住友金属鉱山のニッケル電極材の新居浜新工場建設、アイリスオーヤマの中国での収納用品を中心としたプラスチック製品生産の一部国内移管、京セラの鹿児島川内工場半導体パッケージ用新棟建設、ダイキン工業の中国依存のサプライチェーン国内移管、キャノンの宇都宮での露光装置工場21年振りの新設、安川電機の基幹部品生産の国内回帰と福岡行橋工場建設、富士フィルムのバイオ医薬品受託生産富山工場建設、など数100億円規模の投資プランが続々と動き始めている。今後、円安定着がはっきりするにつれて国内への工場回帰が強まり、投資の伸びは更に高まるに違いない。特に中国生産依存体制は、米中対立と中国習独裁体制の強化によって、危険度が急速に高まってきた。

図表 10: 民間設備投資前年比推移



海外資産リスクに立ちすくむ機関投資家

また海外資産をポートフォリオの中核に据えてきた、金融機関、機関投資家は海外投資のリスクに立ち往生している。海外の金利急上昇(=債券安)、株安に加えて円が急落しており、外貨資産投資の不確実性が高まっている。海外へのポートフォリオ投資は大きく減っていくのではないかと懸念されている。他方米国、英国等海外では不動産・住宅価格が急落していることとは裏腹に、グローバル投資家の日本不動産投資が活発である。日本の不動産の割安さを看過できなくなったためである。日本の資産価格の割安さは日本株式においてはより顕著であり、日本人の海外証券投資の減少が見込まれる一方、外国人投資家の日本株投資が増加していくと見られる。

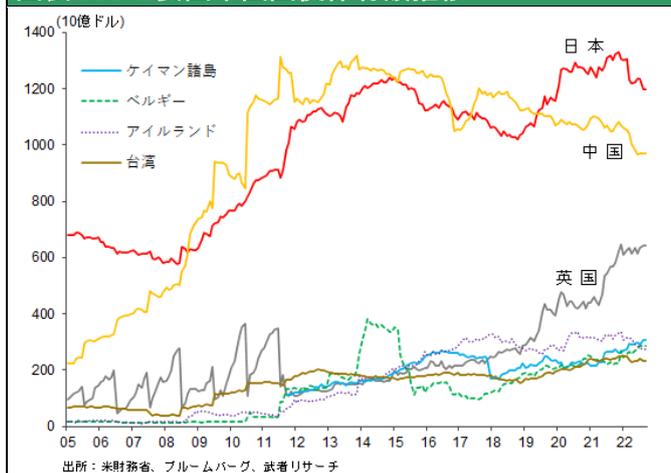
脱中国サプライチェーン構築で日本投資加速

IMFは2023年の成長見通しを10月時点で(米国1.0%、ユーロ圏0.5%、日本1.6%)、OECDは9月時点で(米国0.5%、ユーロ圏0.3%、日本1.4%)と予想している。日本経済は、①世界的金融引き締めの中で緩和基調が維持されていること、②コロナパンデミックに対する過剰反応から最も経済の落ち込みが大きかったが、その反動(リベンジ消費など)が期待できること、③円安のプラス効果が発現すること、等が予想されるからである。グローバル資金は、世界で最も割安、且つ2023年の成長期待が高い日本に集まっていくのではないだろうか。米中対立が急速に深刻化し、脱中国のハイテクサプライチェーン構築は、焦眉の課題になってきた。日本にハイテク産業集積が回帰する可能性は大きく高まっている。

無駄金1.2兆ドルの政府の外貨保有が国内投資資金に転用されれば効果は甚大

加えて、夢物語に聞こえるかもしれないが、日本政府のドル売り介入が進行すれば、総額1.2兆ドル(170兆円)もため込まれた外為特別会計が保有する米国国債の売りで資本流出が加速される。経済学者高橋洋氏が主張するように、無駄に保有するこの巨額資金が売却されれば、為替実利益40~50兆円と、投資元本回収の120兆円、合計170兆円という巨額の余裕資金が生まれる。これをハイテク・ゼロカーボン・インフラ投資などの原資として投入すれば、日本のテクノロジーは一気に世界最先頭に立つことも可能となる。

図表 11: 主要国米国国債保有額推移



円安はゼロ・ゼロ・ゼロの「デフレ均衡」を瓦解させるトリガーに

このように円安進行は、日本経済に全く寄与しない形でため込まれていた巨額の対外資産の国内還流を引き起こし、日本に固く定着したゼロ・ゼロ・ゼロの「デフレ均衡」を瓦解させるトリガーになる、と考えられる。政策担当者の構想力と決断力が強く求められる局面である。

(注) より正確に述べれば、GDPデフレーターは1998～2013年までは低下し続けたが、以降は上昇に転じており、厳密には2013年以降は「デフレ均衡」状態とは言えない。しかし2013年以降も、名目経済成長ほぼゼロ、消費税増税の影響を除けば、CPIもゼロ、金利もゼロ、という均衡状態が続いた。当レポートでは2013年以降も含めて続いた「ゼロ・ゼロ・ゼロの均衡状態」を「デフレ均衡」と概括している。

第12回義援金セミナー2022

2023年の世界経済展望と投資戦略

～コロナ禍、ウクライナ戦争、インフレの先に見えるもの～

◇ 詳細・お申込窓口は弊社HP ⇒ [こちらをクリック](#) (締切は11月9日)

日時 2022年11月12日(土) 13:30～16:00

進行 紀尾井フォーラムよりYouTube実況ライブ配信

お申込みのお客様へYouTube URLを事前にemailでお届けいたします。

参加費 無料 (ご賛同いただける方は、義援金一口千円を当日の配信画面下に表示される銀行口座へお振込み下さい。)

プログラム

- | | |
|-------------|--|
| 13:30-13:35 | 開会あいさつ |
| 13:35-14:00 | 基調講演① 激変する国際情勢をどう見るか
元駐米大使 中曽根康弘世界平和研究所理事長 藤崎 一郎氏 |
| 14:00-14:50 | 基調講演② 三重苦(コロナ・ウクライナ・米利上げ)の下、円安から始まる日本の好循環
株式会社武者リサーチ代表 武者 陵司 |
| 14:50-15:00 | 休憩 |
| 15:00-15:05 | テイラー・アンダーソン記念基金からあいさつ TAMF専務理事 高成田 享氏 |
| 15:05-15:50 | パネル 現役ファンドマネージャーが語り合う実践的投資アイデア
ヴィレッジ・キャピタル 代表取締役 CEO 兼 CIO 高松 一郎氏
アセットマネジメント One ファンドマネージャー 岩谷 渉平氏 |
| 15:50-15:55 | 歌「花は咲く」 シンガー saya氏 |
| 15:55-16:00 | 閉会あいさつ (協賛会社紹介) |