

円高・デフレの是正と製造業の今後

－失われた 20 年の構造分析と機械産業の課題－

Correcting Yen's Over-evaluation and Long-lasting Deflation in Japanese Economy
 & Prospecting Future of Manufacturing Industries
 : The Structure of "The Lost 2 Decades" and Forthcoming Agenda

谷川 浩也*

*****目次*****

1. はじめに (問題意識)	21
2. 失われた 20 年の構造分析とアベノミクスの意義	22
2.1 端緒としての「地政学」、「円高」及び「逆資産効果」	22
2.2 デフレを深化させた「金融政策の失敗」と「賃金・物価の低下」	27
2.3 同時進行した「製造業を巡る構造変化」と「競争力の後退」	31
3. アベノミクスの初期の成果と今後に残された課題	33
3.1 アベノミクスが実現したもの	33
3.2 今後の課題	34
4. おわりに	36

1. はじめに (問題意識)

2012 年末に成立した安倍政権が掲げた所謂「アベノミクス」は、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、及び「成長戦略」の三本の矢からなっているとされる。しかし、2012 年 11 月の衆議院解散の前後から自民党の公約として提示されたアベノミクス、特に大胆な金融政策のアナウンスメント効果は著しく、既に選挙中及び選挙勝利後組閣前の段階において、円ドルレートが同 11 月 14 日の 79 円から同 12 月 26 日の 85 円に約 10%下落し、同期間の日経平均株価が 8,661 円から 10,230 円に上昇するなど為替・金融市場において円安と株高が急速に進展した。この為替及び株式市場の勢いは、年明け後の日銀による 2%のインフレターゲットの設定などの実際の政策転換や同 3 月の日銀総裁・副総裁人事後においても衰えることはなく、また、同年 3 月末において 1 ドル 94 円、日経平均株価は 10,084 円に達している。また、最近では不動産などその他の資

*一般財団法人機械振興協会経済研究所次長 兼 独立行政法人経済産業研究所コンサルティングフェロー

産市場においても先々についての強気の見通しが広まりつつある。

このような為替・株式市場のトレンド転換は、所謂「失われた 20 年」を通じて過度の円高とデフレの継続により競争力を害されてきた我が国産業界にとっても画期的な朗報といえ、実際、グローバル企業を中心とした輸出企業の収益改善や所得効果による消費の回復やそれらへの期待を背景に、内需型企業も含む経営者の景況感にも劇的な改善がもたらされつつある。他方、このような金融・為替市場でのトレンドの転換及び政権からの要請を受けた一部企業群での賃金上昇が「物価及び賃金の全般的な上昇」、即ち「本格的なデフレ脱却」に結びつくのか、更にはその先にある「設備投資や消費の増加を通じた経済成長と所得の回復」に結びつくか否かについては、「アベノミクス」の登場後、それまでの沈黙から突如百家争鳴とも言える状況に一変した観のある経済論壇や報道においても、楽観論と悲観論に大きく分かれている。

この点につき正しい見通しを得るためには、失われた 20 年における「継続的デフレの進行」及び「需要の縮小」と「過度の円高の継続」との関係をどう理解するかが重要になる。勿論、失われた 20 年に関する専門家の研究蓄積は膨大で議論も多岐に亘り、とても本稿でその全体像をカバーすることはできない。が、上記のようなアベノミクスの順調な滑り出しとこれにより 20 年余に亘り不可能であったデフレ脱却の期待が徐々に高まりつつあるとの現実、そこにこそ理解の鍵が潜んでいることを示唆している。

本稿は、このような問題意識に立脚して企画された当研究所主催の第 407 回 STEP 研究会¹(1)での議論をベースに、アベノミクスによる今後の「円高・デフレ是正の見通し」と「我が国製造復権の展望」を論じていく上で重要な「歴史認識とフレームワーク」を提示するべく、サーベイ論文としてとりまとめたものである。

2. 失われた 20 年の構造分析とアベノミクスの意義

2.1 端緒としての「地政学」、「円高」及び「逆資産効果」

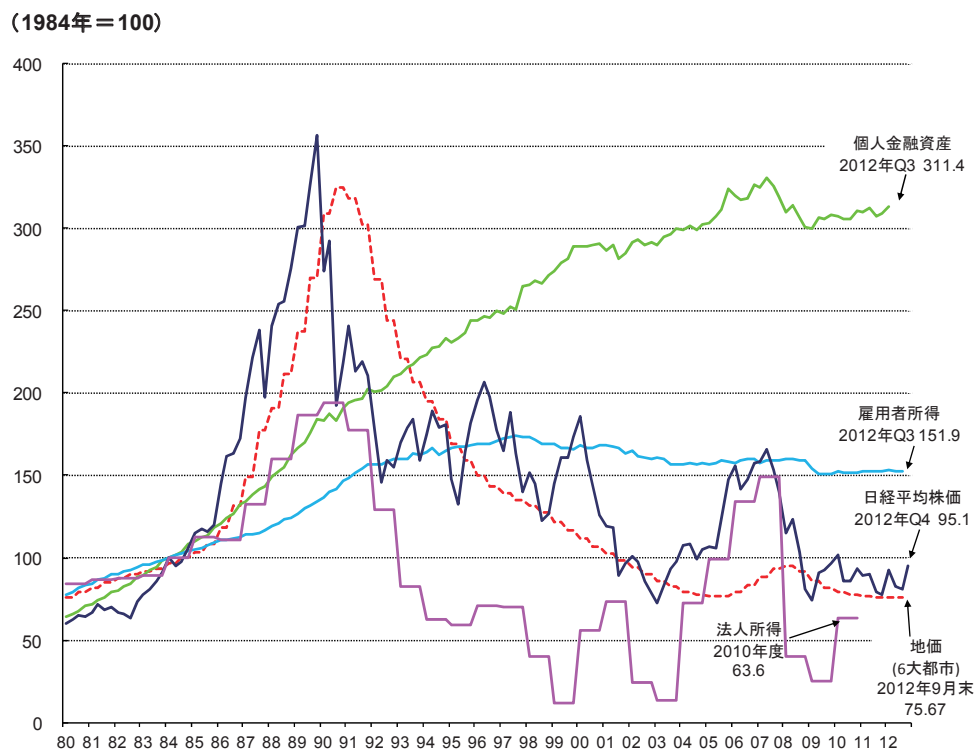
最初に、「アベノミクス」がそもそも如何なる意義を有するのか、及びその初動において極めて有効に機能しているのは何故か、を明らかにするため、ここでは「失われた 20 年の構造分析」の第一の側面として、20 年余の長期の経済低迷が引き起こされる因果の端緒に何があったのかに焦点を当てる。

そもそも「失われた 20 年」とは、バブル崩壊後の 1990 年代前半から約 20 年に亘る我が国の長期の経済低迷のことを指す。この期間を大別すると、バブル崩壊後 2000 年

¹ 第 407 回 STEP 研究会は、2013 年 2 月 5 日（火）の 15 時から 17 時にかけて、機械振興会館 6D-4 会議室にて開催された。講師には、埼玉大学大学院客員教授で元ドイツ証券副会長でもある武者陵司をお招きし、「今後の円高・デフレ是正の見通しと経済・産業に残された課題」をテーマにご講演頂いた。（なお、モデレーターは筆者が務めた。）当日は、当研究所会員企業/団体をはじめとする主要な機械工業関係団体/企業の幹部、及び調査乃至経営企画関係者を中心に、50 名超の参加を得、講演後も時間を延長しての熱心な質疑応答や議論が展開された。

代の前半までの所謂「失われた10年」、2000年代初頭の「ITバブルの崩壊」、2002年から6年余に亘る長期の景気回復であったにも拘わらず、低成長に留まり景気回復の実感が得られなかった「いざなぎ景気」、及び2008年以降のサブプライムローン危機を引き金とした所謂「リーマン不況期」に分けることができる。これら各期間を細かく見れば、好不況の波やそれぞれの期間に固有の背景事情はあるものの、それ以前の期間と比べ、経済成長が劇的に減速していることが特徴的である。例えば、1975-90年の一人当たりGDP成長率が年率4.0%であったのに対し、1990-2006年のそれが年率1.3%に、年率2.7%もの劇的低下を示している。また、バブル崩後の1990年代初頭に劇的に下落した株価と地価がその後も回復を見せなかったこと、両者の低迷を追う形で法人所得や雇用者所得も長期に亘り低迷している（図表1）ことも明瞭なトレンドの転換である（これに対して個人金融資産は急速に積み上がっている）。このような転換の結果として、1995年以降の名目成長率をみると我が国は中国の約1/9、米英韓の約半分と大きな差をつけられており（図表2）、これこそが「失われた20年」の実相でもある。

図表1 1980年以降の株価、地価、企業利益、雇用者取得などの推移

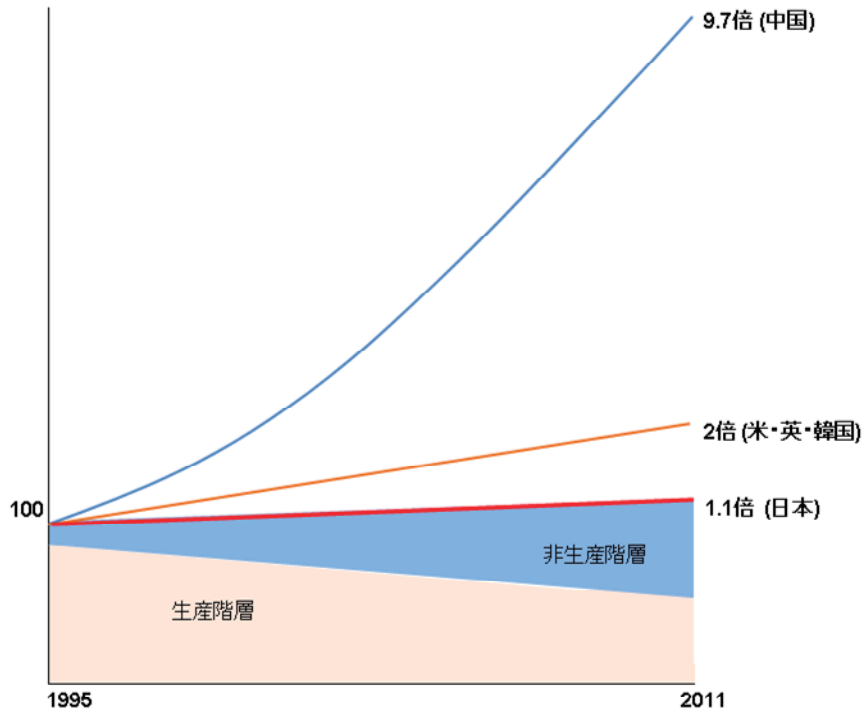


注：個人金融資産のデータは統計の変更により、1997年第四四半期より不連続。

原典：日本銀行、国税庁、日本不動産研究所、ブルームバーグ、武者リサーチ。

出所：機械振興協会経済研究所 第407回STEP研究会 武者リサーチ資料より抜粋。

図表2 1995～2008年の主要国名目経済成長



原典：武者リサーチ。

出所：図表1と同じ。

「失われた20年」を惹起した主要な原因が何であるかについては、研究機関及び大学の研究者による膨大な研究蓄積があるが、このような長期間にわたるトレンドが1990年代初頭を挟んで明確に転換していることを踏まえれば、原則的にそれ以前の期間には存在しなかった要因を中心に探るべきである。他方、現実の世界では、需要面の要因や供給面の要因、或いは金融面の要因や構造面の要因などが複雑に絡み合う形で経済活動が営まれており、複数の要因が双方向の因果関係を有し又は同時に決定される関係に立つことはごく普通の現象であって、一般的には何が本当の原因であるかを少数に特定することは容易ではない。しかし、少なくとも政策的な対応を考える上では、かかる因果の連鎖の端緒にどの要因が位置していた可能性が高いかを識別することが極めて重要であり、その意味でも起点たる1990年以前には存在せず、同年前後に顕著な事象に注目する必要がある。では、何がそれに当たるのか。

この点につき我々は、「冷戦終結後の我が国を巡る地政学の劇的な転換」及び「バブル崩壊と巨額の逆資産効果」に注目する。このうち前者については、1989年のベルリンの壁崩壊及び1991年の旧ソ連崩壊により冷戦が終結し、当時破壊的な輸出競争力を

有していた我が国の経済力・産業競争力が冷戦後の新たな米国の安全保障上の脅威と認識されたことを指す。これにより、それまで国際的政策協調の一環であった円高ドル安誘導が日本封じ込めの主要なツールとしての戦略的超円高誘導に転換し²、ブッシュ政権による米通商法スーパー301条をテコとした構造協議などの日米通商摩擦の激化³と相まって、我が国産業界の特に輸出競争力を削ぐ強い圧力となったことは、当時の行政や産業界に身を置いた実務家にとっては、極めて率直で自然な認識といえよう。

このような地政学を背景とする超円高傾向は、失われた20年を通じて極めて顕著である。例えば、1970年から2012年にかけての円ドル間の購買力平価と名目為替レートの推移及びその比率を見ると（図表3）、ほぼ全期間に亘って円の名目為替レートが購買力平価を大きく上回っている（＝円高である）ことがわかる。また、この間の円高の水準が他の先進国通貨の為替変動幅の上限と比較しても非常に大きく、「過度の円高」といって良いものであったことは、ほぼ同じ期間における主要国通貨の乖離率がほぼ30%以内に収まっているのに対して、自動車を中心とする日米通商摩擦が頂点に達した1995年の約2倍をピークとして、円のそれが大きく上回っている（図表4）ことから明らかである。このような過度の円高と激化する通商摩擦は、輸出企業を中心とする製造業企業の収益を圧迫し、国内設備投資が継続して伸び悩むとともに、上述の貿易摩擦圧力とも相まってその部分が欧米を中心とする海外市場への直接投資により代替され（＝製造業サイドから見ればグローバル化と空洞化が進展）、及び雇用者所得の減少を通じて消費の伸びが持続的に押さえ込まれるという大きなトレンドの転換をもたらすこととなった。

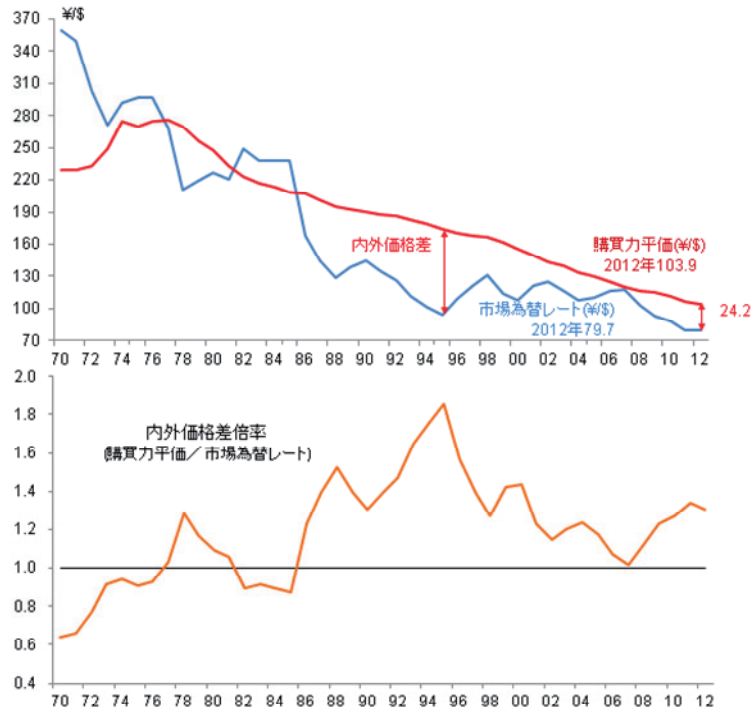
他方、後者については、既に見たように、バブル崩壊後の株式と土地の暴落は著しく、1990年代初頭に約3100兆円あった両者の時価総額合計は、20年後に約1500兆円にまで下落した。これは、毎年のGDPの約16～17%に当たる約80兆円の国富の損失が20年に亘って継続して生じてきたことを意味しており、これがもたらす消費や設備投資などの需要圧縮圧力、即ちデフレ効果は無視できない規模であった。⁴

² この点につき、アベノミックスのブレーンを含む所謂リフレ論者達は、円高はデフレの結果として実現するとして、逆の因果関係を重視しているように見える（例えば、岩田・浜田・原田編著（2013）pp.73～74参照）。しかし、ブラザ合意以降急速に円高が進展した1980年代後半の金融（金利）政策は、円高のデフレ効果を低減するためにむしろ緩和傾向にあったことからすると、この理解では不自然さが残る。やはり、資本自由化も不十分であった1980年代後半は、貿易黒字の蓄積と国際政策協調の一環としての協調介入などにより、円高が先行して進んだが、1990年代初めの地政学的変化により、貿易摩擦が激化したことを背景として、米政権がリードする戦略的超円高に転換していったと見る方が自然であろう。なお、この際、1990年頃から我が国の、マネタリーベースとマネーストックとが、急激に減少していることがその後の円高及びデフレに更に寄与したのではないかとの問題意識（前掲岩田・浜田・原田編著（2013）p.289）は、慎重に検証されるべきであるが、今後の検討に委ねたい。

³ 2013年3月より『日本経済新聞』に連載されているブッシュ政権（1988～1992）において通商代表（USTR）を務めたカー・ヒルズ女史による「私の履歴書」にこの辺の経緯が詳しく書かれている。

⁴ この点につき、祝得及び岡田は、1980年代以降の日本の家計消費と貯蓄についての分析（深尾京司編（2009）第二章）において、バブルの形成と崩壊に伴う資産効果は、消費支出全体としてみればそれほど大きくはなかったとしつつも、消費が経済全体に占める割合の大きさに鑑み、わずかな資産効果でも経済全体に与えた影響が極めて大きなものであったことは否定できないとしている。

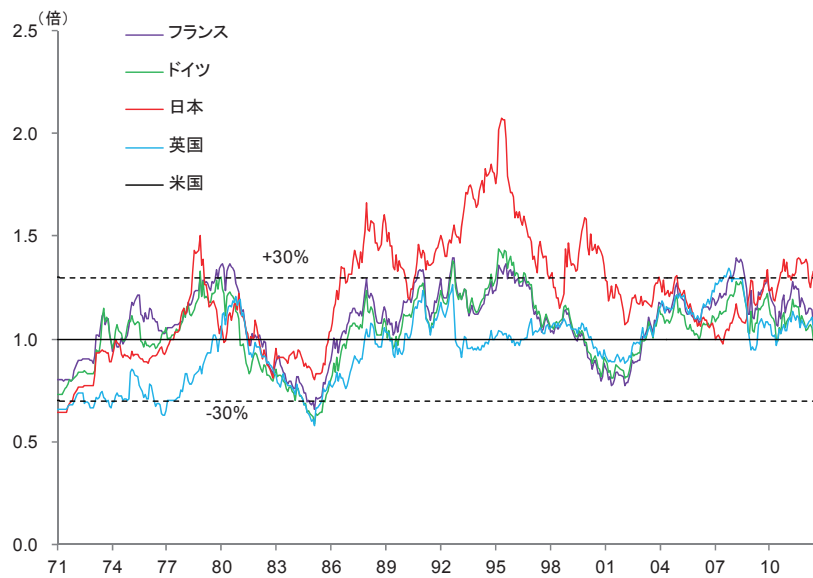
図表3 購買力平価と実際の円ドルレート



原典：経済協力開発機構（OECD）、武者リサーチ。

出所：図表1と同じ。

図表4 主要国通貨の購買力平価からの乖離率



原典：経済協力開発機構（OECD）、ブルームバーグ、武者リサーチ。

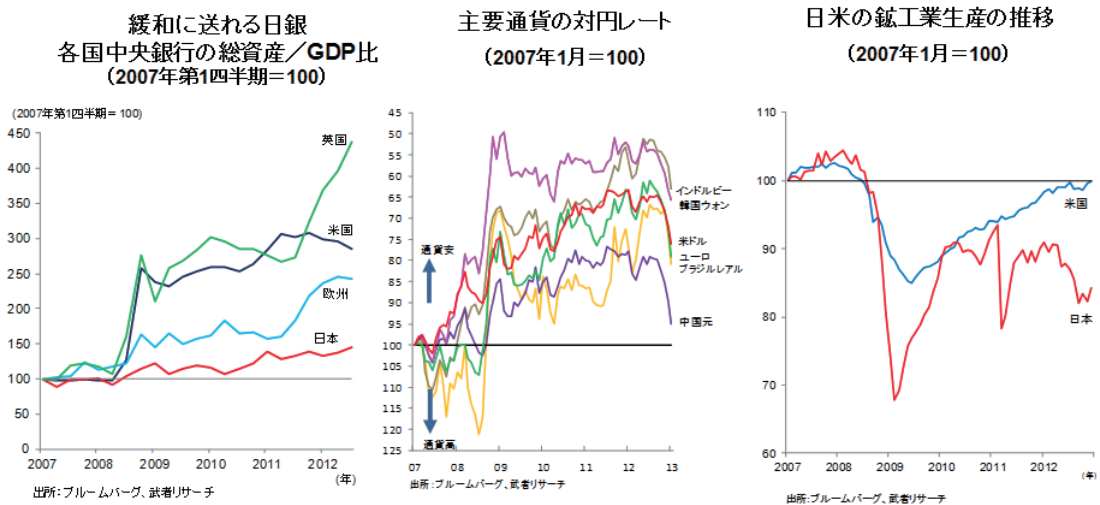
出所：図表1と同じ。

2.2 デフレを深化させた「金融政策の失敗」と「賃金・物価の低下」

次に、「失われた 20 年の構造分析」の第二の視点として、為替高やバブル崩壊自体は、戦後の先進国経済の中では多数の事例が観察されるにも拘わらず、1990 年代に強まった上記デフレ圧力の存在が何故日本でのみ本格的なデフレに深化したのか、その中で機械産業をはじめとする製造業は如何なる立場に置かれたのか、を見ていきたい。

バブル崩壊後の金融政策の評価に関しては多数の文献が存在するが、1980 年代後半において資産バブルの弊害を過小評価したために金融引き締めへの転換が遅れた上、ほぼバブル崩壊が確実となった 91 年以降に過剰な金融引き締めを断行し物価上昇率をゼロ近辺にまで押し下げたことが、その後の長期デフレの糸口となったとの理解にはコンセンサスがあると思われる。そして、他方で年功制等を背景とした賃金の下方硬直性のため、生産性の向上では吸収できない実質賃金の上昇が生じ、企業収益の更なる悪化、生産と設備投資の低下をもたらしたが、1998 年以降には、それまでの賃金調整メカニズムの限界を超え、いよいよ名目賃金の低下と雇用の縮小に帰結し⁵、更なる生産力や競争力の低下がもたらされた。

図表 5 リーマンショック以降の非対称的金融政策と円レート・鉱工業生産



原典：ブルームバーグ、武者リサーチ。

出所：図表 1 と同じ。

更に、日銀は、その後も早すぎるゼロ金利解除（2000 年）や量的緩和解除（2006 年）など 2 度に亘って出口戦略に失敗しているほか、リーマンショック後は明らかに非対称的な金融政策運営を行った（図表 5）ことにより、デフレと円高を更に悪化させたが、

⁵ この点については、原田・江川「賃金の硬直性と金融政策の衝突」（原田・岩田編デフレ不況の実証分析第 4 章）pp.3～5 において詳しい分析が示されている。

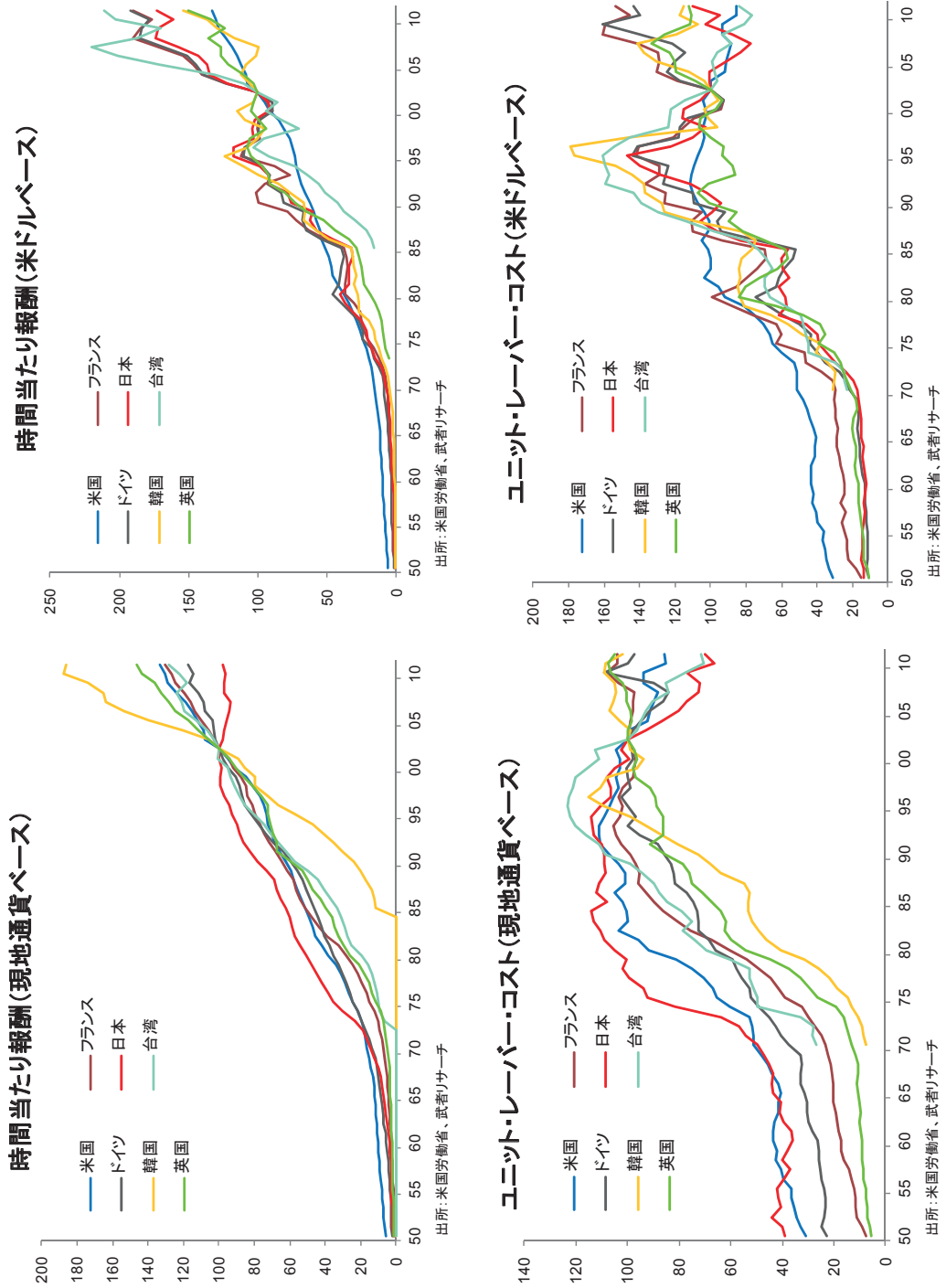
これは、アベノミクスのブレーン達から厳しく批判されている。なお、名目賃金が減少した一方で、現地通貨ベースで見た場合の賃金は減少していないことから、この場合の実質賃金の上昇は、2.1 で論じた過度の円高が引き起こしたデフレ圧力の効果として実現したものとの理解も可能である（図表 6）。

ちなみに、1990 年代のデフレの原因については、グローバル化や技術革新のインパクトを強調する見解もあるが、これは正しいとは言えない⁶。なぜなら、理論的には、一部の貿易財の価格が低下してもそれによって消費者が得た可処分所得の増分は他の財の消費に向かうと考えられ、必ずしも一般物価の下落には帰結しないからである。また、現実のデータを見ても、例えば、衣料品や自動車、又は通信などの価格トレンドを見ると日本のそれは米国のそれとほぼ同様の動きを示しており（図表 7）、グローバル化や技術革新による物価下落圧力は、日本だけに存在したわけではない。

これに対して、非製造業（サービス業）についてこれをみると、例えば、運輸、教育、医療ヘルスケア、教養娯楽など、日本でのみ価格が低下し、雇用者報酬も縮小している。これは成熟した先進国経済の通常成長パターン、即ち、生産性の上昇によってより少ない資本と労働しか必要のなくなった製造業セクターから生産性の上昇しないサービス業セクターに所得移転が生じる（=相対価格の変化による所得再配分機能）ことで、当該セクターでの支出増大と雇用の増大が生まれ、インフレとバランスのとれた経済成長をもたらすというメカニズムが機能不全に陥っていたことを示唆している。これこそが先進国で日本だけがデフレに陥ったことのもう一つの実相でもあり、その原因を探るためには、何故日本においてのみ、貿易財のみならずサービスの価格も低下したのか、何故日本においてのみ、製造業・サービス業ともに、名目賃金まで低下したのかを考察することが重要である。そして、これが本稿において我々が「地政学」、「為替高」及び「金融政策」に着目した所以でもある。

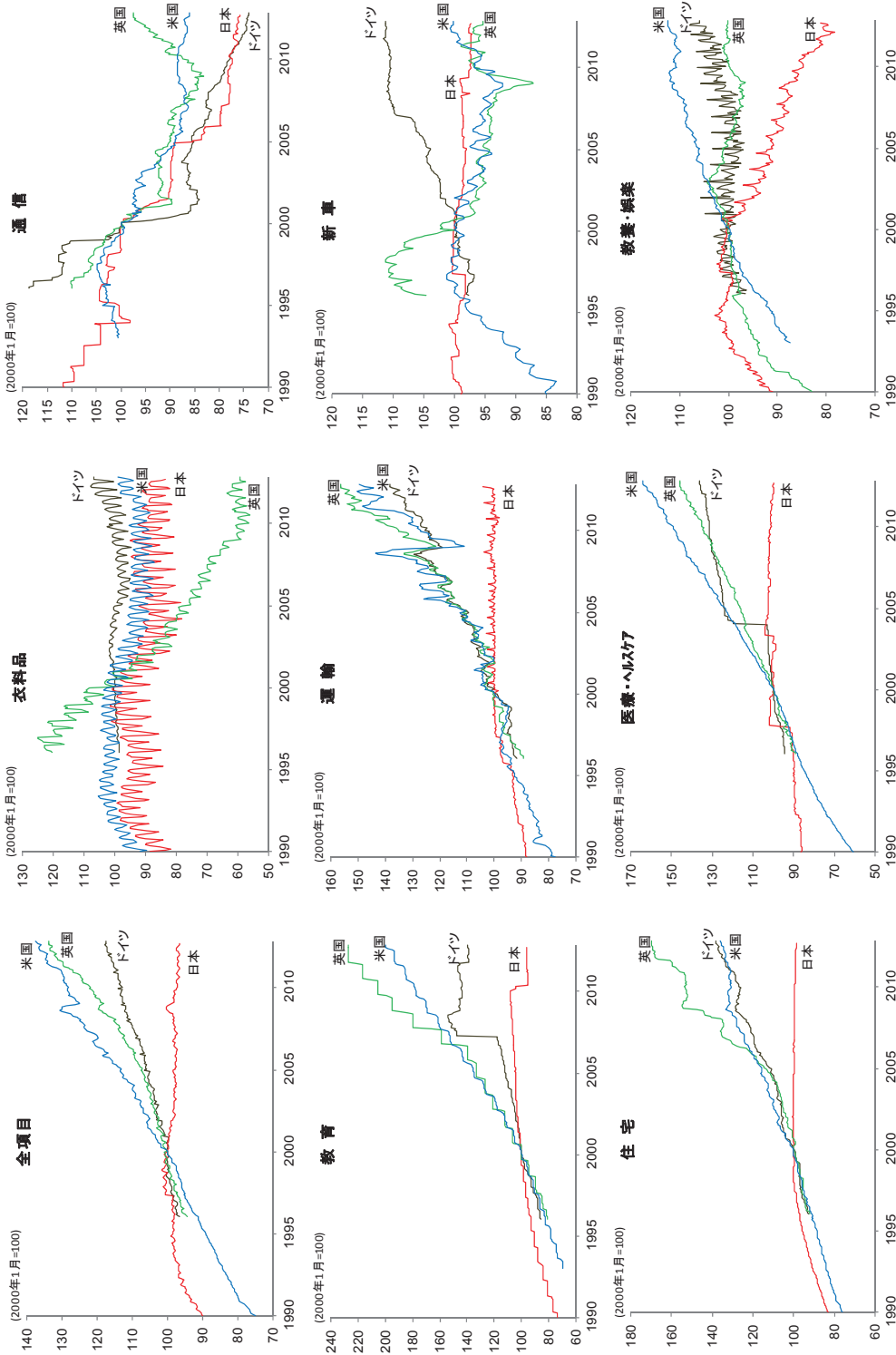
⁶ これ以外にも、1990 年代に深刻化したデフレの原因を供給面乃至構造面に求める考え方として、「不良債権の積み上がりによる取引分断=デット・ディスオーガナイゼーション」を原因とする説などがあるが、そもそもバブルによる不良債権の積み上がりは、製造業においてはそれほどではなく不動産関係を中心とする一部の業種において顕著な現象であった事実と非整合的である。また、上記 4 に示した総需要—総供給分析においても、1990 年代において、成長鈍化が失業率の上昇（労働の遊休）や物価の下落と共存していたのは何故か、を説明することができず、不適切である。

図表6 主要国製造業労働生産性、単位労働コスト等の比較 (2002年=100)



出所：図表1と同じ。

図表7 主要国項目別CPI推移



原典：ブルームバーグ、総務省、武者リサーチ。
出所：図表1と同じ。

2.3 同時進行した「製造業を巡る構造変化」と「競争力の後退」

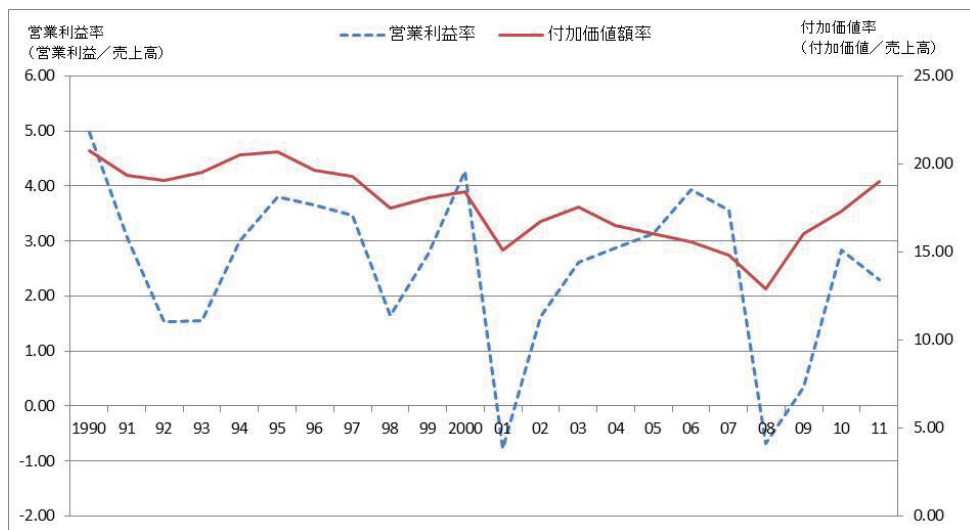
上記 2.1 及び 2.2 で述べたとおり、失われた 20 年を通じて存在した円高とデフレによって、我が国製造業は、輸出・生産の減少、海外直接投資の増大 (=空洞化の進展)、賃金の下落、雇用の縮小、及びこれらによる競争力の低下という循環的及び構造的な影響を受けてきた。

しかし、この間の日本の製造業、特に機械産業の競争力低下については、円高やデフレなど業種横断的に等しく影響を与えるマクロ経済環境等の需要面乃至金融面での要因のみならず、供給サイド固有の問題も貢献していたのではないかと指摘も少なくない。実際、近年の業種別交易条件の推移を見ると、電機産業においてその著しい悪化が観察される一方で、自動車や建設機械はそれほどでもなく、全般に業種間でかなりのばらつきが見られる⁷ことからこの要因の存在が示唆される。では、その供給サイドの要因とは、具体的に何なのか。ここでは、以下の 3 点を指摘する。

① 「価値づくり能力⁸」の低下

1970~80 年代に自動車産業と並び我が国の強い産業の象徴であったエレクトロニクス産業の 1990 年代以降の凋落は著しい。例えば、1980 年代以降の日本の電機産業の付加価値率と営業利益率の推移を見ると、顕著な下降トレンドが観察され(図表 8 参照)、これは我が国を代表するもう一つの産業である自動車産業と比較してもその低迷ぶりが明らかである(図表 9 参照)。これは何故か。

図表 8 日本の電機産業の営業利益率と付加価値率の推移 (名目、%)

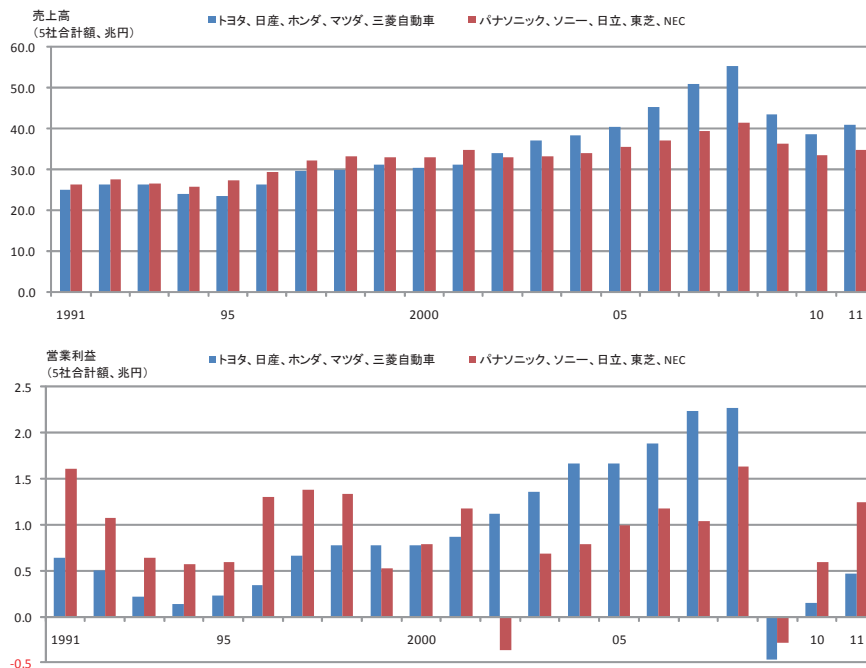


出所：延岡 (2011) p. 66 参照のうえ、筆者作成。

⁷ 経済産業省 (2012) pp.251-259 に詳しい分析が示されている。

⁸ 「価値づくり」というタームは、延岡 (2011) による。

図表9 電機企業と自動車企業の比較



出所：延岡（2011）p. 67 参照のうえ、筆者作成。

この点に関する経済報道や学者及び研究者による実証的な分析は数多くあるが、全般に等しく指摘されているのは、「伝統的な日本企業の強みである技術力を市場競争を通じて利益に結びつける力が低下」しているという事実である。そして、かかる結果が生じている背景には、技術パラダイムの変化により一定の性能を有する製品を誰でも容易に製造できるようになった事情、新興国市場を中心に一定の性能・品質以上の限界的付加価値に対して顧客が対価を払わず、かかる限界的価値を市場を通じて実現できなくなったという事情、及び企業側における経営力の不足（人材力不足、経営スピード不足、経営戦略の不備、など）という事情があるとされる⁹。

② 内部留保の積み上がり

「失われた 20 年」を企業財務乃至企業金融の視点からみると、特にその後半において、産業界における巨額の内部留保の積み上がり大きなトレンドの変化として特徴的である。例えば、トヨタの連結内部留保は、2001 年の約 7 兆 2700 億円から 2009 年の約 17 兆 4000 億円に倍増し、ホンダのそれは同じく 2001 年の約 2 兆 6300 億円から 2009 年には 3 倍弱の約 7 兆円に激増した。また、同じ期間の主要電機メーカーの連結内部留

⁹ 主要な文献として、延岡（2011）のほか、サムスン電子等をはじめとする韓国のエレクトロニクス企業の強さを分析した多数の著作において、ほぼ等しく指摘されている。

保の変化を見ると、全体的に自動車メーカーよりは少ないもののキャノンの2.7倍、ソニーの1.5倍、デンソーの1.5倍を筆頭として、殆どの企業で増加している。

このような2000年代から始まった内部留保の蓄積は、本来であれば国内の設備投資や賃金としての労働者への還元に向けられるべき企業資産の散逸をもたらすものとして、デフレの悪化や産業の競争力低下に寄与してきたとの批判がある。そして、何故かかる内部留保の増大が2000年代に入って顕著になったのかについては、必ずしもコンセンサスと呼べる定説はないものの、いくつかの可能性が指摘されている。例えば、銀行を中心とする間接金融システムの弱体化により、リスクヘッジとしての手元キャッシュを厚くするインセンティブが高まった結果とする解釈がその一つである。他方、2000年代以降、グローバル金融市場から要求されるようになったROEの高さ(概ね8%程度)が国内の高コスト構造と相まって、国内設備投資の足切りラインを高めたことによるとの解釈もある。

③ 海外投資の蓄積

1986年の前川レポートにおいて対外不均衡是正策として提唱された海外直接投資は、失われた20年を通じて、過度の円高を追い風に、及び1995年に妥結した日米自動車摩擦決着を大きな転換点として、90年代においては欧米諸国を中心に、並びに2000年代以降は世界の工場として急激に台頭した中国をはじめとする東アジア諸国を中心に、本格的に進展した。もちろん、このような海外進出は、政治的な動機によるものであったり、又は、環境安全規制や温暖化対策コストなどが存在しない市場へのものだったりなど、決して対称的な競争条件の下に行われたものではなかった。しかし、この結果、自動車の米国、及びタイなどをはじめとする我が国の製造業の海外生産拠点は進出企業数及び生産額のいずれにおいても急激に成長し、また、集積の厚みも増し、技術も向上した。後述するように、20年余に亘るこのような蓄積の累積効果は、かなり顕著なものがあり、後述のとおり(注10参照)、2012年以降我々が行った調査によってもその存在が一部為替等のマクロ経済環境が変化しても容易には生産拠点の再移転が起り得ない原因となる可能性がある。

3. アベノミクスの初期の成果と今後に残された課題

3.1 アベノミクスが実現したもの

上記2.1で見たように、1990年代初頭における我が国の地政学的条件とバブル崩壊による逆資産効果が過度の円高と需要の低迷をもたらし、その後の不適切な金融政策と相まって、失われた20年における過度の円高・デフレの大きな誘因となった。とすれば、「アベノミクス」が中国の経済的、政治的、軍事的台頭が顕著になり、弱すぎる日

本の弱すぎる経済力が安全保障上の懸念になりかねない現在、積極的な金融政策を打ち出し、国際社会ともうまく折り合いつつ、積極緩和派とされる有識者の総裁・副総裁への任命も含め、そのコミットメントを忠実に遵守していることは、非常に有効な切り込みであることがわかる。実際、海外を中心にアベノミクスに対する市場の評価は高く、政権発足後現在に至るまで、日本政府首脳の発言にも敏感に反応しつつ、急ピッチの円安・株高を実現する推進力となってきた。他方、政権側も「地政学」の重要性を踏まえ、2013年2月の日米首脳会談を起点として、これに続くG7及びG20などの国際交渉の場で我が国の立場を正しく主張し、その正しい理解を取り付けつつ通貨戦争の先導又は近隣窮乏化策ではないかとの批判を封じてきたことは、これまでにない洗練さを印象付け、更なる市場の支持と期待を集める力になった。

このような背景の下で実現した昨年末以来の円安と株高の進行は、主に次の二つの経路で、将来の本格的デフレ脱却に向けた着実な経済環境の変化を創出している。第一に、円安による輸出企業の採算改善（トヨタで10円の円安が4000億円の経常利益増に帰結）は、経営者レベルの景況感を急速に改善させると共に、余力のある一部輸出企業を中心とする賃上げ（但し、多くは一時金）をもたらし、消費や投資に対する前向きなムードを高める効果を発揮している。第二に、円安・株高の進行とともに、これがもたらす資産収益の改善もまた急ピッチであり、このような資産効果が法人セクターにおける設備投資の回復に繋がる流れこそ未だ見えないものの、資産保有層を中心とした個人消費の増大に繋がる効果は、かなり目に見えるものとなってきた。

また、上記2.2でみたように、失われた20年における過度の円高と不適切な金融政策がグローバル経済における輸出産業の企業収益を大きく圧迫し、海外投資の一層の増大（＝国内設備投資の縮小）とともに、先進国で唯一の名目賃金低下及び一般物価下落（＝デフレの深刻化）を招来したことがこの間の経済低迷をより深刻なものとした。かかる認識を踏まえると、安倍政権が円安株高の進展後間髪を入れずに直接経済界に対して、円安による収益改善等を踏まえた自主的な賃上げを要請し、一部の輸出大企業や余裕のあるサービス業企業が一時金の形ではあるものの自主的にかかる要請に応じたことは、期待への働きかけという含意を含めこれまで長期デフレの閉塞感に支配されてきた日本社会におけるムード改善に大きく貢献したと考えられる。

3.2 今後の課題

以上の議論を前提に、「アベノミクスと我が国製造業の今後に残された課題」として、以下の3点を指摘したい。

① 収益改善・賃金上昇の広がりとは本格的な雇用の回復

名目賃金の低下が長期デフレの問題の本質であることから、上述した一部の企業による賃金引き上げの自主努力は歓迎されるべき動きといえるが、今後この動きがどの程度

経済全体に広がっていくのかがより重要である。そもそも経済的には、収益の改善なきところに持続的賃金上昇はないことから、その実現のためには円高デフレ克服後の実物経済の回復、機械産業など製造業の本格的収益回復を早く実現する必要がある。他方、消費を回復させ、デフレも本格的に克服していくためには、一部大企業が正社員たる自らの従業員への還元を進めるだけでは不十分であり、中小企業や下請け企業の収益の改善を含めこれらを通じて、広く社会全体の賃金を回復させていく必要がある。その意味で、円安株高により改善された収益を非正規雇用者の賃金や納入業者又は下請業者の収益改善に繋がる形で還元していく動きを拡大することが重要である。

② 国内設備投資の回復と輸出の増大

円安・株高による企業収益の改善が消費のみならず国内設備投資の回復に繋がるかは、デフレの克服と経済回復の成功を占う上で重要な試金石である。また、海外生産移転の拡大と発電用化石燃料の輸入急増を背景とする貿易赤字が定着しつつある現在、アベノミクスが企図している「失われた 20 年」の真の克服のためには、再度の輸出拡大が極めて重要な課題となる。ちなみに、この点について、リフレ派の有識者（又は安倍政権のブレーン）はかなり楽観的であり、「円安による輸出と消費の増加が有効需要を増やし、これと実質金利の低下とにより設備投資が誘発され、この経路が動き出すまでに半年から 2~3 年かかる」と論じている¹⁰。

しかし、ミクロ的視点に立つと、少なくとも現時点において、その先行きには未知数の側面がある。例えば、2012 年に当研究所で実施した緊急ヒアリング¹¹や報道による経営者アンケート結果を見ても、将来国内設備投資や輸出が拡大するか否かについての肯定的回答はそれほど多くはない。その理由としては、まず、円高是正と言ってもこれが長期的に定着するものなのかどうか完全には見極めがつけられないということがある。この場合、競争力の観点からは、リーマンショック後約 6 割も進んだウォン安の影響がエレクトロニクス産業を中心に特に甚大であったことに鑑み、対ウォンなど特定通貨の円高是正が確実に進むことが重要である。

第二に、過去 20 年余に亘る海外直接投資の蓄積による現地生産基地の技術力向上や近年顕著になっている地産地消のトレンドを背景とする現地生産のメリットが依然として国内生産に回帰するメリットを上回っていることが作用している可能性がある。こ

¹⁰ 例えば、安倍総理のブレーンとされる高橋洋一嘉悦大学教授は、過去の日本と海外の現実の事例の計測から、このような具体的予測を導き出している（週刊エコノミスト臨時増刊 2013 年 4 月 8 日号 pp.62~69 参照）。これ以外の主に理論的な分析としては、安達誠司「金融政策はストック市場からどのように波及するのか」（岩田・浜田・原田編著(2013) 第 2 章所収）、及び矢野浩一「貨幣が何故実質変数を動かすのか」同第 3 章所収）などがある。

¹¹ この点につき、機械振興協会経済研究所が 2012 年秋から冬にかけて実施した主要自動車メーカーの経営企画関係者に対するヒアリングでは、「円安の進展は、収益の改善を通じて国内開発及び生産の競争力回復及び一時金を中心とする賃金の改善には繋がらうものの、地産地消のトレンドが後退することはなく、一度海外に出た生産能力が再び国内に回帰する可能性は低い、日本からの輸出が再拡大する可能性も高くはない」というのが支配的な見解であった。なお、機械振興協会経済研究所（2013）参照。

のような逆ベクトルの圧力を克服するためには、更なる技術の高度化を中心に、我が国における開発及び生産活動が有利に働く産業分野を特定し、人材力や経営力を含めその競争力強化を図っていくことが不可欠であるといえよう。

③ 交易条件の改善と我が国製造業の競争力回復

上記 2.3 でみたように、失われた 20 年の間に、機械産業を中心とする製造業に生じた構造変化及びそれによる競争力の低下は無視することができず、今後の展望としては、サプライサイド固有の課題として、ミクロの競争力回復、即ち価格転嫁力の向上とそれを通じた交易条件の改善（これは欧米の製造業にあつて日本に足りないもの）を実現することが極めて重要である。また、技術パラダイムの変化により一定程度の性能を有する製品を誰でも作れるようになり、またそれ以上の限界的付加価値の市場を通じた実現が困難、即ち顧客が対価を払わない状態がエレクトロニクス産業を中心に徐々に拡大しているところ、これに的確に対応していくためには、経営力、人材力の強化を通じた製品開発力、マーケティング力、スピード感のある経営判断力の向上が不可欠であろう。なお、この点に関しては、「アベノミクス」の第三の矢として注目を集めつつある『成長戦略』が適正に策定され、効果を発揮することへの期待が大きいといえよう。

4. おわりに

標準的なマクロ経済学の初期段階で基本として教えられる『総需要—総供給分析』によれば、賃金に下方硬直性のある閉鎖経済においては、物価が上昇すれば実質貨幣残高は減少し、所得も減少する（IS 式及び LM 式から利子率を消去）ことから、総需要関数は右下がりとなる。他方、物価が上昇すれば実質賃金率が低下し、雇用量と所得がともに増大することから、総供給関数は右上がりとなる。よって、経済成長が停滞するとき、その主要な要因が供給側にあるのであれば、物価は上昇するが、当該要因が需要側にあるのであれば、物価は下落することになる。

かかる基本的枠組みを踏まえると、「失われた 20 年」を通じて経済成長の停滞とともに物価・賃金の下落が生じていたにも拘わらず、総需要の回復に直接働きかける財政金融政策のうち特に金融政策について何ら積極的措置が打たれず、不十分な財政政策や超円高やバブル崩壊による基層的なデフレ圧力と相まって、むしろ強度に引き締めのマクロ経済政策として日本経済と我が国製造業に作用した可能性が高い事実が示唆するところは非常に重い。他方、この期間はバブル崩壊後の不良債権問題への対応に端を発する銀行の再編成や所謂ゾンビ企業の精算などの構造政策が強力に進められた時期でもあるが、これら構造政策が同時にもたらすデフレ圧力も大きく、総需要を刺激する拡張的マクロ政策の支援なきまま、供給面での構造対策に果敢に取り組んだことは、調整

に伴う摩擦を必要以上に大きくした可能性が否定できない。

そして、このようなポリシー・ミックスによる対応の結果もたらされたものは、供給面での過剰な構造調整であったと言えないか。確かに、円の購買力平価が失われた 20 年の間に半減するなど、我が国の物価高を象徴していた内外価格差も殆ど消滅したが、その代わりに我が国経済と産業は、進展する一方の空洞化と輸出の減少に見舞われ、国内経済活動の維持に必要なエネルギー輸入分の外貨も稼げない経済になってしまった。

「アベノミクス」は、失われた 20 年を通じ、長らく正しい対応が欠落していた総需要喚起のためのマクロ経済政策と為替政策を有機的に総動員しつつ「円高・デフレの根本的是正」に向け本格的に取り組んだことにその歴史的意義があると認められる。が、今後ますますその重要性を増してくるのは、その間に我が国経済産業の供給面で生じた過剰な調整の負の遺産を如何に克服していくかであろう。我が国輸出の太宗を担う機械産業に期待される役割と責任は、決して小さいものではないと言わねばならない。

参考文献

- 祝迫得夫 (2012) 『家計・企業の金融行動と日本経済』 日本経済新聞社
- 岩田規久男 (2011) 『ユーロ危機と超円高恐慌』 日経プレミアシリーズ
- 岩田規久男編著 (2013) 『まずデフレをとめよ』 日本経済新聞社
- 岩田規久男・浜田宏一・原田泰編著 (2013) 『リフレが日本経済を復活させるー経済を動かす貨幣のカー』 中央経済社
- 小栗宗資・谷江武士 (2010) 『内部留保の経営分析』 学習の友社
- 小越洋之助編 (2012) 『デフレ不況脱却の賃金政策』 新日本出版社
- 機械振興協会経済研究所 (2012) 『空洞化の危機に直面するわが国自動車産業の国内立地競争力ー進行する国内集積の構造変動ー』
- 機械振興協会経済研究所 (2013) 『自動車産業における競争力モデルの変容ー自動車技術の高度化は国内集積に求心力をもたらすかー』
- 金榮慤・深尾京司・牧野達治 (2010) 「失われた 20 年」の構造的要因」
RIETI Policy Discussion Paper Series 10-P-004
- 片岡剛志 (2010) 『日本の「失われた 20 年」』 藤原書店
- 片岡剛志 (2012) 『円の行方を問い直す』 ちくま新書
- カーラ・ヒルズ (2013) “私の履歴書” 『日本経済新聞』 連載 (2013 年 3 月 1 日～31 日)
- 黒田東彦 (2009) 『財政金融政策の成功と失敗』 日本評論社
- 経済産業省 (2012) 『通商白書 2012 年』
- 延岡健太郎 (2011) 『価値づくり経営の論理』 日本経済新聞社
- ハジュン・チャン (2010) 『世界経済を破綻させる 23 の嘘』 徳間書店
- 浜田宏一 (2013) 『アメリカは日本経済の復活を知っている』 講談社
- 浜田宏一・堀内昭義編 (2004) 『論争 日本の経済危機』 日本経済新聞社
- 深尾京司編 (2009) 『マクロ経済と産業構造』 慶應義塾大学出版会
- 原田泰・岩田規久夫編 (2002) 『デフレ不況の実証分析』 東洋経済新報社
- ポール・クルーグマン (2012) 『さっさと不況を終わらせろ』 早川書房
- 武者陵司 (2012) 『2013 年のグローバル経済と日本株式の展望』 武者リサーチ
- 森谷正規編 (2003) 『日本の産業システム 4 機械産業の新展開』 NTT 出版
- 吉川洋編 (2009) 『デフレ不況と金融政策』 慶應義塾大学出版会
- 吉川洋 (2013) 『デフレーション』 日本経済新聞出版社
- Dooley, M.P, D.Folkerts-Landau, and P.M.Garber (2004) “*The Revived Bretton Woods System,*” International Journal of Finance and Economics
- Eichengreen, Barry “*Global Imbalances and Lessons of Bretton Woods*” MIT Press