

リアル経済を犠牲にして 膨張するシンボル経済

元法政大学法学部 教授

水野 和夫



20世紀末から現在にかけて起きているドル高・円安、株高、実質賃金減は、シンボル経済の実物経済（リアル経済）からの独立宣言として理解すれば、別個の現象ではないことが理解できる。ドラッカーは1986年に著した『マネジメント・フロンティア』で、「資本移動、為替レート、金融というシンボル経済が、財とサービスの流れという実物経済からほとんど独立して、世界経済のペースメーカーとなった」（p.45）と指摘し、それから40年近くが経過した。実際、彼の指摘したとおりシンボル経済が21世紀の日本経済、そして世界経済・金融の動向を決めている。グローバリゼーシ

ョンとは、通常「ヒト・モノ・カネの国境を自由に超えるプロセス」と言われるが、実体はカネが自由に国境を超える移動である。

ナノ秒（10億分の1秒）単位で国境を超えられる資本移動と、米国の「強いドルは国益」政策がドルのシンボル化を促がしている。米ウォール街が日本をはじめとして貯蓄超過の国の余剰資金を主に低利の米国債で集め、それを世界の高利率（高ROE）企業に投資することで世界同時株高現象が生じている。それに対してヒトは移民の制限などがあって国境を瞬時に、しかも頻繁には超えられない。モノも保護貿易が台頭してカネのように移動できない。オランダ経済政策分析局（CPB）が公表している世界貿易量は2008年以降、世界実質GDPの増加率を傾向的に下回っている。

リアル経済ではヒトの労働力を評価する実質賃金は上がらない。とりわけ、日本の実質賃金はピークだった1997年1-3月期と比べ

目次

1. シンボル経済がリアル経済を圧倒した背景
2. 購買力平価（リアル）から日米金利差（シンボル）へ
3. 株価の適正値を測る二つの尺度

て下落傾向が続いている。この間、労働生産性の伸びが減少しているのであればやむを得ないが、1997年以降労働生産性は上昇している。完全競争経済では労働生産性の増減率にみあって実質賃金は決まるはずであるが、そうならなかったのは資本がROE上昇を優先したため、企業経営者が人件費を削減し労働分配率が低下したからである。

■ 1. シンボル経済がリアル経済を圧倒した背景

ドラッカー（1986）によれば、経済がシンボル化した理由を次のようにいう。「主要国の政府が、それぞれ国内の不愉快な問題に取り組むことを避けるために、世界経済を利用する度合いというものは、史上例を見ないところまで来ているといってよい」（p.47）。すなわち、イーグルトン（2013）がラカンの言葉を紹介していうように「シンボルとは事物の死」（p.238）なのである。当時、米国の「不愉快な問題」とは双子の赤字であり、日本は内需不足である。それらは現在でも解決できていない。ただ、不愉快な問題を解決する手段が「弱いドル」から1995年以降、「強いドル」に180度スタンスが代わり、その結果、米株高が世界中に伝播した。

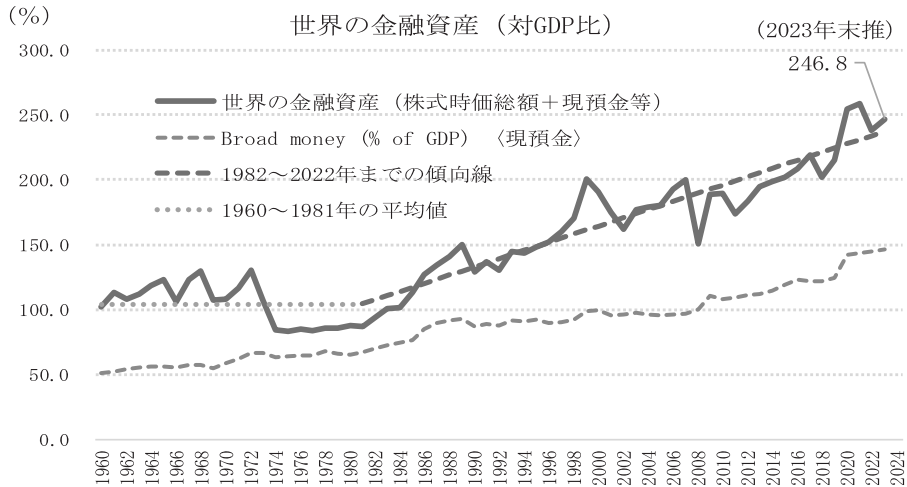
シンボル経済を世界の金融資産（株式時価総額と現金預金の合計）で、リアル経済（実物経済）を世界のGDPで代替させて、両者の比率を世界のシンボル・リアル比率と名づ

ける。その推移をみると、1980年代前半以降、シンボル経済がリアル経済を圧倒していることがわかる（図1）。1982年から2023年にかけてシンボル経済は25.6倍（年率8.0%増）に膨張したのに対して、リアル経済は9.0倍（同5.4%増）にとどまっている。とりわけ、シンボルの象徴的存在である株式時価総額は45.5倍（同9.5%増）となった。

データが遡れる1960年から1981年までは世界のシンボル・リアル比率は100%だった。リアル経済がこの間8.4倍となったのに対してシンボル経済は7.2倍だったため、リアル経済をみているだけでシンボル経済の動向はほとんど予測できたのである。1980年代以降はシンボル経済をみているだけではリアル経済の動向は掴めない。むしろ、リアル犠牲の上にシンボルが繁栄している。リアル経済でGDPを生み出す生産要素である労働力の対価（実質賃金）は減少することになる。

世界がシンボル化したことで富の集中と不平等が起きている。1987年時点で140人だったビリオネアは2023年には2,566人に増え、彼らの純資産は2,950億ドルから12.8兆ドルへと急増した。その増加テンポはNYダウ指数と比例し、NYダウ1%増加するとビリオネアの純資産は1.3%増加するようになった。OXFAM（2023）は、「世界のビリオネアトップ10人は純資産をコロナパンデミックの間（2020年3月18日から2021年11月30日にかけて）、7千億ドルから1兆5千億ドルへと2倍以上に増やした（1秒あたり1万5千ドル、

(図1)



(注) 2023年は推定値

(出所) World Bank "World Development Indicators"

一日当たり13億ドルの増加)。一方で、不平等のせいで慎重に見積もっても毎日2万3千人（4秒に1人）が死んでいる」と警告している。

この富の集中はグローバリゼーションによってもたらされている。デヴィッド・ハーヴェイ（2007）は、新自由主義の狙いを「資本蓄積のための条件を再構築し経済的エリートの権力を回復するための政治的プロジェクトとして解釈」（p.32）している。まさにそのとおりの事態が世界中で進行している。

シンボル経済とリアル経済の分断は資本でも顕著に起きている。資本の定義は多すぎて理解できないので、ヒックスは機能面から二つに分けることを提唱した。一つは唯物論者の資本（リアル資本）で、これは財・サービスの生産力（GDP）を高めるのが資本の機

能である。具体的には工場・店舗・オフィスビルなど企業の貸借対照表の固定資産をさしている。もう一つは資金主義者の資本（シンボル資本）で、いつでも換金できるもので具体的には貸借対照表の資本の部のなかにある当期純利益（配当控除後）の蓄積である内部留保金をいう。

ヒックスの資本機能を包括的に捉えているのがマルクスのG-W-G'の永続的な繰り返しである。G（Geld）は貨幣で、W（Ware）は商品だ。そして資本主義経済の永続性を保証する条件が $G < G'$ 、 $W < W'$ である。リアルエコノミーの資本は $W - W'$ を繰り返ししながら、 $\Delta W (= W' - W)$ に該当する実質GDP成長率を高める機能を有している。Wは前払い賃金や工場、店舗、オフィスビルを表しているから、概ね実質GDPと等しくな

るからである。

シンボルエコノミーの資本がG-G'を繰り返すプロセスにおいてWを捨象して、Gの極大化、すなわち利潤の極大化を目指すようになったのは、21世紀になって△Wがほぼゼロ成長となってきたからだ。資本の自由化がバブルの生成と崩壊をもたらし、崩壊時に企業はリストラが容易にできるよう「労働の規制緩和」を政府に要求した。金融の自由化と労働規制の緩和はシンボル化を促進するための車の両輪である。非正規化された労働者は、「ショック・ドクトリン」のもとでいつでも解雇できるモノとなった。

■ 2. 購買力平価（リアル）から日米金利差（シンボル）へ

円安に歯止めがかからない。2023年3月19日日本銀行は11年におよぶ異次元金融緩和政策を転換し、金利差縮小の期待があったにもかかわらず2024年6月27日以降、円ドルレートは一時160円を突破し、1986年12月以来およそ37年半ぶりの円安を記録した。財務省が円買い介入を複数回にわたって実施したが、その効果は薄い。

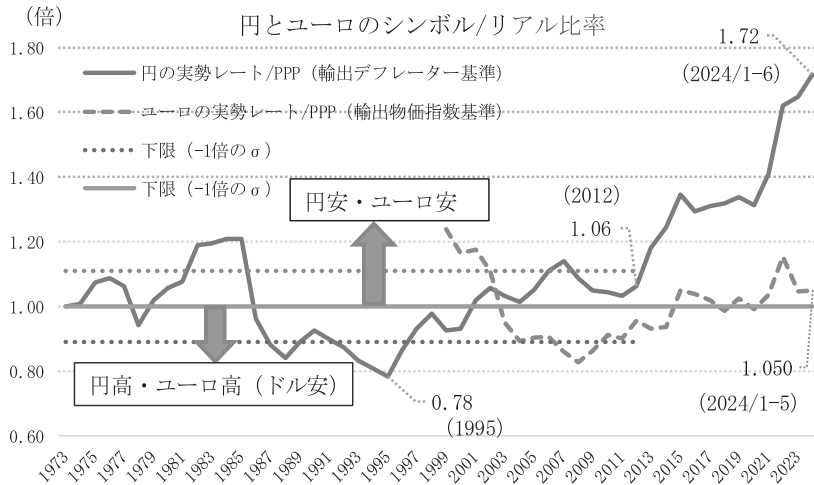
1973年の変動相場制以来、円安局面は4回ある。(1)レーガン大統領が強いアメリカを掲げた時期(1978年10月から82年10月まで、円の下落率32.2%)、(2)ルービン財務官の「強いドルは国益」政策時期(1995年4月か

ら98年まで、同42.3%)、(3)日本銀行の異次元金融緩和政策の前半(2011年10月から15年6月まで、同38%)、そして今回(4)コロナパンデミックとロシア・ウクライナ戦争(2021年1月から現在24年6月にいたるまで、同34.3%)と、いずれも円は3割以上安くなっている。円は実効レートでみると、対ドルだけでなく他国の通貨に対しても弱い。

為替レートを決めるのは物価差と金利差である。前者は貿易取引において一物一価の原則が機能していることを前提として算出される購買力平価(PPP)に為替レートが収斂するという考え方である。いわば、PPPはリアル経済における基準としての機能を果たしている。後者は資本取引において高金利の国に資本が移動して高金利国の通貨が強くなるというもので、実需原則撤廃後の資本取引の高頻度化を象徴するシンボル化した為替レートである。円ドルレートをPPPで割った比は、為替のシンボル/リアル比率とみなすことができる。

日本の場合、貿易黒字が巨額だったので2012年までは貿易不均衡を是正するように実際の円ドルレートは日米輸出物価基準のPPPを中心に上下1割程度の変動幅のなかで変動していた。円ドルレートはPPPに回帰する習性があった(注1)。ところが、異次元金融緩和が始まった2012年以降、円ドルレートはPPPから円安方向に乖離し、2024年1-6月期には円は7割(PPP対比)も割安となった(図2)。とりわけ、2021年に1ドル=109.8

(図2) 為替のシンボル/リアル比率—円とユーロの対照的な動き



(注) 1. 円のシンボル/リアル比率は、市場レート/輸出物価デフレーター基準のPPPで計算
 2. ユーロのシンボル/リアル比率は、実勢レート/輸出物価指数基準のPPPで計算
 (出所) 内閣府「四半期別GDP速報」、国際通貨研究所「購買力平価」

円(年平均)をつけて以降、円レートはPPPに収斂する可能性はほとんどなくなった(注2)(2024年1-3月期の輸出物価基準のPPPは1ドル=89円)。一方、ユーロは輸出物価基準のPPPへの回帰性がある。2024年前半においてもユーロはドルに対してわずか5%の割安にとどまっている。

1995年に採用した「強いドルは国益」政策により、米ドルがG7プラス韓国のなかで最も強く、円が最も弱い。日米関係には特有の事情があるから、円の独歩安である。シンボル化した強いドルの裏返しが弱い円なのである。日本は貿易面でも対米依存度が高いうえに過剰貯蓄であるため最大の米国債保有国となり、米国の財政赤字を支えている。日米関係は軍事同盟であるとともに経済が一体化して

いる。

変動相場制に移行して4回の円安局面のうち(1)と(2)はPPPに回帰する動きだった。しかし、1倍の標準偏差を超えるようになったのは2013年以降であり、(3)と(4)である。図2で示した円のシンボル/リアル比率が2021年以降、3倍の標準偏差を超えて、円安が進行した。この円安は日米金利差でほとんど説明可能だ。1978年以降最も日米金利差が縮小したのは2020年3月から12月までの間だった。この間、日米金利差は0.73% (10年国債利回り:米=平均0.75%、日本=0.02%)で円ドルレートは106.2円だった。2023年10月には日米金利差は4.0%まで広がって、円は149.7円まで売られた。その後日米金利差は6月に3.3%まで縮小に向かったものの

1ドル=150円を突破しても円安は止まらない。財務省は2024年4月末から5月にかけて9.8兆円、7月11、12日にも大規模な円買い・ドル売り介入を実施したが、157円台に戻す程度だった。

円ドルレートはリアルエコノミーの世界だけでは決まらない。シンボルエコノミーの象徴である資本移動を決めるという金利差が為替を決めるようになったが、それだけでもない。円ドルレートは米国の意向が強く反映される。今回の大規模介入は米国との協調介入ではなかった。ドル高是正を望んでいないという米国のメッセージである。(4)の円安局面はロシア・ウクライナ戦争と重なっており、戦争開始時の2022年2月の円ドルレートは115.2円(月平均)だった。

米国政府のウクライナ支援額はこれまでに1,700億ドル(1ドル150円換算で25.5兆円)に達している。米国は国債の増発になり、貯蓄超過国の日本に米国債の購入を期待しているはずだ。日本銀行は日本の事情だけでは金利を上げ下げできなくなっている。ヨーロッパと中東で起きている戦争を背景にシンボル経済は円安を通じて日本のリアル経済、とりわけ労働者の生活を破壊している。

■ 3. 株価の適正値を測る二つの尺度

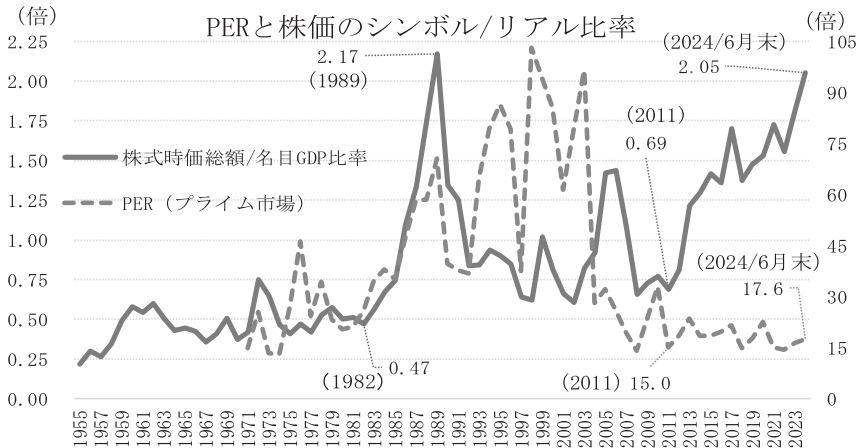
円ドルレートがシンボル化すれば、株価もシンボル化する。日経平均株価は2024年7月

に入ってから3か月ぶりに4万円台を回復した。11日には42,000円台となり、過去最高値を更新中である。株価の適正値を推測するには、大まかにわけてPER(株価収益率)か、株式時価総額を名目GDPで割った比率(以下、株式時価総額比率)の二つがある。前者は、会社は株主のものという立場が重視されている。後者においては、会社は株主のものだけではなくもっと広い範囲の利害関係者(従業員や消費者など)も考慮した公共的な存在であるという考えに依拠している。

前者と後者で日経平均株価の適正値を判断すると、2011年を境にしてその前後でまったく異なる世界がみえてくる(図3)。PERは2024年6月末時点で17.6倍と、2011年以降の平均値18.1倍とほぼ同じである。1980年代のバブル期以前の1971~1982年までのPER(平均24.1倍)と比較しても現在はそれより3割近くも低い。こうしたことから一株当たり利益を基準にして判断すれば、現在の日経平均株価4万円台は割高感がないといえる。

一方、株式時価総額を名目GDPで割った比率(以下、株価のシンボル/リアル比率(注3))は2024年6月末で2.05倍と、1989年末の2.17倍に次いで戦後2番目の高水準となった(注4)。日本取引所グループが公表する株式時価総額は上場会社数の増加によって影響を受けるので、ここでは内閣府の「国民経済計算年次推計」のストック編統合勘定「負債の部」の株式を用いた(注5)。これら二つの指標、すなわちPERと株価のシンボル/リ

(図3) 株価の適正値を測る全く異なる二つの指標—リアル vs. シンボル



(注) 1. 2024年6月末の株式時価総額/GDP比 (1.67倍) は名目GDPについては推定値

2. PERはプライム市場、連結総合 (単純)

(出所) 日本取引所グループ「統計月報」、内閣府「国民経済計算年次推計」

リアル比率は2012年以降、大きく乖離している。2024年6月末のシンボル・リアル指数は2.05倍と、1989年末の2.17倍に次いで戦後2番目の高水準となっている。1980年代のバブル期にはPERと株価のシンボル/リアル比率は同じように上昇していたが、今回は全く様相が異なる。

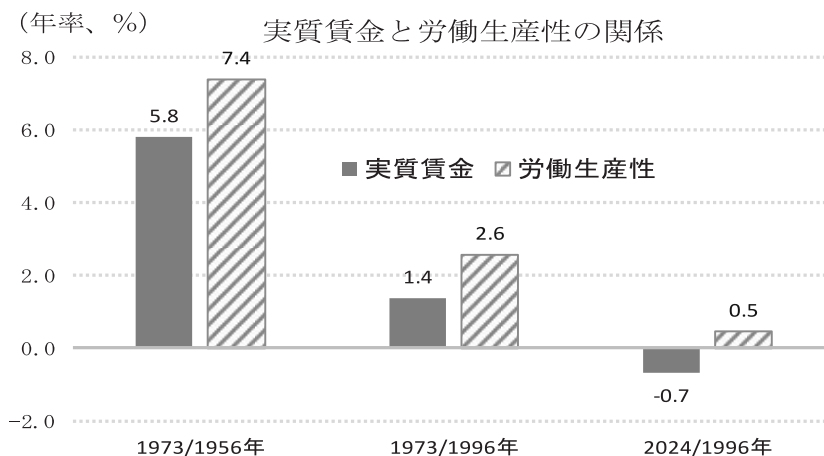
図2で示した円のシンボル/リアル比率と、株価のそれとは2007年以降、相関関係が強まった。円ドルレート of シンボル/リアル比率を説明変数 (x) として株価のとのシンボル/リアル比率 (y) の関係を調べると、2007年以降株価のシンボル/リアル比率は円ドルレートのそれで9割以上説明できることがわかる (注6)。2010年前後に株価と円がシンボル化したことがわかる。

そのつけは労働者にまわされた。厚生労働

省が公表する2024年4-5月期の実質賃金は1997年1-3月期をピークに18.5% (年率0.7%減) も下落し、四半世紀にわたって下落傾向が続いている (図4)。実質賃金が減少に転じた1997年以降、労働生産性は年率0.5%で増加している。高度成長期においては労働生産性が年7.4%増加すると、実質賃金は年5.8%上昇した (実質賃金の弾性値0.78)。第一次石油危機から1996年までになると、弾性値は低下したがそれでも0.53だった。

実質賃金が低下傾向に入った1997年以降、景気回復は今回を含めて5回あった。そのうち3回は実質賃金が下がっている。しかも、景気回復期間が長い上位3回においてそれが起きている。景気回復が長期化すると、株主のROE引き上げ圧力が強くなるからである。実際にもっとも回復期間が長かった2002年1

(図4) 1997年以降、労働生産性に見合わない実質賃金



(注) 1. 実質賃金は2024年1-5月まで、労働生産性は2023年まで
 (出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「労働力調査」
 日本労働生産性本部「生産性データベース (JAMP)」

月～08年2月までの73ヶ月にROEはマイナス0.2%から5.6%へと5.8%ポイントも上がり、実質賃金は年率0.4%減だった。二番目は2012年11月～18年10月までの景気回復(71か月)でROEは3.9%ポイント上がり、実質賃金は同0.8%減だった。現在は景気回復過程にあるが、おそらくROEは4%ポイント以上上がる可能性が高い。しかし、実質賃金は同0.6%減となっている。

景気回復の正当性がなくなっている。景気回復で実質賃金が上がらなければ、生活水準が向上する可能性は皆無である。まさに、「株高(シンボル)とは労働者(事物)の死」が起きている。

過去30年近くにわたって、労働生産性よりも実質賃金が年1.2%下回っていたことを考慮すると、今後30年の間、実質賃金の上昇率

は労働生産性の上昇率に1%程度上乗せして決めるべきである。今後、もし実質賃金がプラスの伸びになればいいというのであれば、過去30年にわたる「失われた賃金」が無かったことになってしまうからである。

〔参考文献〕

- ・P.E.ドラッカー(1986)『マネジメント・フロンティア—明日の行動指針』原著1986年、上田惇生訳、ダイヤモンド社
- ・テリー・イーグルトン(2013)『シェイクスピア 言語・欲望・貨幣』原著1986年、大橋洋一訳、平凡社ライブラリー
- ・デヴィッド・ハーヴェイ(2007)『新自由主義(NEOLIBERALISM)』原著2005、渡辺治監訳、森田成也、木下ちがや、大屋定晴、中村好孝訳、作品社

(注1) 円ドルレートを日米輸出デフレーター基準による円ドルレートの購買力平価(PPP)で割った比率(y)

を1973年から2011年までの期間（ x ）で、回帰式を計算すると、 $y = 0.0007x + 1.012$ となる。 x にかかる係数は事実上ゼロで、 y 切片が1.0という結果が得られたので、円ドルレートはPPPへの回帰性があるということになる。

(注2) 1973年から2012年まで、円ドルのシンボル/リアル比率の1倍の標準偏差は0.11であったので、3倍の標準偏差3.3をPPPに加算すると1.33となる。3倍の標準偏差内にデータが収まる確率は99.7%であるため、これを円ドルのシンボル/リアル比率が長期にわたって超えると、これまでの前提が崩れたとみなす必要がある。3倍の標準偏差を恒常的に超えるようになったのは2021年からである。

(注3) 株式時価総額比率の分子は為替と同様にシンボル経済を象徴しており、分母の名目GDPはリアル経済

を表しているので、シンボル/リアル比率でもある。

(注4) 日本取引所グループが公表している株式時価総額はプライム、スタンダードなど合計で1004.8兆円、これを名目GDP（2024年1-3月期の実績値に前期比1.0%増）で割ると、1.67倍となる。バブル期におピーク（1989年末）は1.49倍、2011年末に0.51倍だった。

(注5) 内閣府の「国民経済計算年次推計」は、株式は2022年までしか公表されていないので、2023年末と2024年6月末は、日本証券取引所グループの株式時価総額の伸び率をもとに算定。

(注6) y = 株価のシンボル/リアル比率、 x = 円ドルレートのシンボル/リアル比率とすると、 $y = 1.83x + 1.06$ 、 $r^2 = 0.83$ となる。それ以前の1973-2006年までに両者の相関係数は0.19となり、しかも逆比例となっている。

