

時論

経済の好循環に必要な成長期待

2016年は、上海市場を主たる震源地とする世界的な株価下落、歯止めがかからない原油価格の下落、テロの続発やサウジアラビアとイランの国交断絶など地政学リスクへの懸念の高まり、1ドル＝116円台まで進んだ円高など、波乱の幕開けとなった。

しかし日本経済の先行きについては、足元はややもたつき気味ではあるものの、景気回復の動きは途絶えず、2016年度の実質成長率は潜在成長率をやや上回る1%台前半～半ば程度になるとの見方が大勢である。その最大(あるいは唯一?)の根拠は、企業収益の底固さへの信頼である。

確かに経常利益は過去最高を更新しており、製造業大企業の売上高営業利益率も過去最高の7%台まで高まっている。企業収益の拡大を起点に、設備投資・雇用・賃金の増加が促され、経済の好循環サイクルが起動することを期待するのは当然である。

だが、企業収益や企業行動の中身を少し掘り下げてみると、企業収益の基盤は堅固であるとは言い切れない脆弱性や、経済の好循環サイクルの目詰まりが指摘できる。

第一は、数量的な伸びを伴っていないこと。

典型的なのは輸出数量である。今回の景気回復局面における輸出数量の年率増加率は3.3%に止まっており、輸出金額の伸びの多くは価格すなわち為替差益(円安ドル高による円建て手取り金額の増加)によるものである。これは、同じ円安局面にあったリーマン・ショック前の景気回復局面において、数量(年率9.6%増加)・価格両面から輸出金額が増加していたのとは明らかに異なる姿である。

数量面の伸び悩みは他の指標でも同様であり、鉱工業生産指数は1.6%(リーマン・ショック前:3.9%)、実質GDPは0.8%(同:1.9%)に止まっている。

第二は、資源価格の大幅な下落に支えられている面が強いこと。

この傾向は、為替円安が頭打ちとなる一方、原油・鉄鉱石等資源価格が急落した2015年以降、とりわけ顕著である。すなわち、全産業ベースの営業利益の増減要因を売上高、原材料費、販売管理費の3要因に分けて見ると、売上高は伸び悩んで減益要因として作用する中、原材料費が減少して増益要因としての寄与を高め、営業増益が持続している。

この姿も、資源価格高騰と円安により原材料費が専ら減益要因となる一方、数量・価格両面から売上高が増加して増益要因となったリーマン・ショック前とは対照的なものである。

このように、一見、好調に見える現下の企業収益は、数量拡大の追い風が弱い中、輸出(及び海外事業の連結利益や配当収入)においては円安による為替差益、全産業ベースでは資源価格の下落による原材料費の減少に支えられている面が強い。換言すれば、為替が円高ドル安方向に、資源価格が上向きに転じれば下振れしやすいという脆弱性を内包している。

円ドルレートは、日米の金融政策の方向性の違いから円安ドル高基調と見るのが一般的であり、今すぐ円高基調に転じることを懸念する必要はないだろう。しかし円高観測あるいは円高ストーリーが台頭し

やすい材料が増えていることも確かである。

実質実効レートを見ると、円は過去30年間で最低水準となる一方、ドルは2002年半ば以来の高水準にある。新興国経済の減速と地政学リスクへの警戒によるリスクオフの高まりは、安全資産と見なされがちな円買いの動きを強めよう。さらに、年4回と言われる米国FRBの利上げピッチが、米国景気の実態から見て遅れるとの見方が強まれば、日米金利差による円安要因は弱化する。

資源価格の反転上昇シナリオは描きにくいだが、論拠はやや曖昧ではあるものの「ドルと資源価格の逆相関関係」が確立されていれば、ドル高一服による多少の値戻りはあり得るだろう。

ちなみに産業連関表を用いてラフに試算すると、製造業の営業利益は円ドルレートが10円円高に振れると9%減少、これに原油価格10ドル/バレルの上昇が加わると16%減少する。2015年度下期の製造業大企業の想定円ドルレートは118円であり(日銀「短観」)、為替バッファはほぼなくなっている。

企業自身、上記のような収益基盤の脆弱性、為替円高に転じかねない海外環境を認識しているがゆえに、真の自信回復や利益成長の確信に至らず、これが慎重な賃上げや設備投資に反映され、好循環の目詰まりをもたらしているのではないか。

国内投資と海外投資の関係性やその性格・中身が変質してきたことも、好循環の目詰まりの一因かもしれない。

従来は、海外投資を増やしている企業は国内投資も増やすという「補完関係」が観察され、国内と海外の機能すみ分けと国際分業構築を企図した「生産設備投資」が国内外で実施され、日本から海外拠点向け部品・資本財輸出を誘発した。しかし近年は、国内市場に見切りをつけ、国内に残存した機能・役割・事業を海外に移管する「代替関係」が強まり、成長市場における「地調(現地調達)・地産・地消」や連結利益上乗せを手っ取り早く実現できる「エクイティ投資(M&A)」に傾斜しているように見える。

こうした「補完」から「代替」、「生産設備」から「エクイティ」といった企業投資の変質は、従来に比して国内企業部門への輸出並びに生産誘発効果は弱いであろうし、雇用・賃金増を通じた家計部門への果実分配も細るであろう。

このように考えると、日本企業は新興国を中心とした海外需要の取り込みに一層注力すべきことは間違いないものの、同時に、人口減少が不可避である国内市場においても、ある程度の数量的拡大が実現できる市場を発掘すること、実際に収益を確保すること、国内市場においても成長への期待と確信を日本企業が持てるようになることが必要であろう。それによって日本企業の収益基盤は為替や資源価格変動に対する耐性を強め、より堅固なものとなり、経済の好循環の起点になるのではないか。

今日の日本企業に必要なのはインフレ期待よりも成長期待であり、これを後押しする政策対応が求められよう。

(調査部長 金木 利公 : [Kaneki Toshikimi@smtb.jp](mailto:Kaneki_Toshikimi@smtb.jp))

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。