

経営者目線で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

新年なので、向う一年程度の景気展望から始めてみたい。私の言わば「古巣」である三菱総合研究所から送られてきた予測を見ると、2017年度のGDP成長率の出来上がりは名目で1.7%、実質で1.6%である。18年度については表のとおりそれぞれ1.9%と1.0%と予測され

ばインフレが実現するかもしれないという予測が公表されて、実際にはそうならない。つまり、18年度については、どんなに「ひいき目」に見ても2%どころか1%のインフレも実現できないということなのである。

第二は、実質成長率が18年度にかけて低下す

連載
第34回

円安は賃上げをもたらすか

ている。

ポイントの第一は、インフレ率（名目と実質の差と思つてよい）が今（17）年度はほぼゼロになりそうだということだ。18年度は1.9から1.0を引くと0.9%のインフレということのだが、これについては経済予測機関の日銀に対する「社交辞令」が入っている。毎年、少し先になれ

るということである。名目成長率は1.7%から1.9%へとわずかとはいえ上がるのでまあいいじゃないかという意見があるかもしれない。しかし、右に書いたように、18年度の予測には「社交」が入っている。どこに入るかというと、インフレ率を高めにより予測することは、名目成長率を高くすることなので、だから1.9%

とも考えておかなければならない。

○原油価格上昇で円安でも貿易黒字にならない

意外なのは、為替レートが影響していないことである。日本の景気は、伸びるときは貿易黒字で伸びる。為替レートの実績値と予測は、2016年度108円、17年度112円、そして18年度が116円である。つまり、円安基調が続くと予測されている。円安の最大の理由は、先月号で解説したとおり、米国が量的緩和をやめて、日米の金利差が大きくなると予想され、機関投資家がドルを買い始めたことによるものと思われる。ドルを買うなら円が安くなる前がトクである。

円安であれば貿易黒字になつてもよいのだが、実際にはあまり黒字にはならない。この理由は、原油価格が上昇していることである。原油価格は産油国の減産協調で上昇傾向にある。三菱総合研究所の予測では、2018年度は55ドルである。結果として、18年度は円安で輸出が増え、しかし一方で原油輸入も増え、貿易黒字は名目で6兆円程度。17年度とほとんど変わらない。円安でもGDPは伸びないということだ。

ところで、米国が量的緩和をやめると、日本もこれに追従せざるを得ないと先月号で説明した。流れは
米国金利上昇↓ドル高円安↓日本の対米貿易黒字↓貿易摩擦↓政府間交渉↓日本の量的緩和終了↓日本の金利上昇↓円安の是正である。

前述の通り、為替レートの見通しは2018年度に1ドル116円であり、現在より円安に振れる。これをどう解釈するかだが、すでに米国政府は日本の円安が行き過ぎであるとコメントしている。換言すれば、対策を講じないわけにはいかない。しかし日銀が量的緩和の収束と言っていない以上、収束を予測に織り込むわけにもいかないのだろう。したがって、116円は、現在の延長線上の数字である。換言すれば、実際に日本の量的緩和が終わるとなれば、為替は一気に円高に振れることになる。

○内部留保課税の難点

さて、エコノミストであれば、円安か円高かは日銀次第なのでわからないと言え、それで仕事が終わる。しかし、もちろん実務家である経営者はそうはいかない。現時点でとくに面倒な問題は、内部留保課税構想である。

日本企業は円安のおかげで収益は好調である。そして事業投資が少ないので、お金が余る。余ったお金を配当し、自社株も買っている。株式市場全体としては、株式発行による資金調達はこの10年余りマイナスである。それなら賃金を上げて労働分配率を増やし、消費を活性化してほしいというのが政府の考えで、賃上げも設備投資もしない企業が蓄えたお金を課税しようというのが内部留保課税である。

この論理は筋道は明確なのだが、困ったことが二つある。第一は、現在の企業収益が、円安によって、円ベースで見かけ上大きくなっているとい

は、かなり怪しい。名目成長率も、18年度にかけて低下するとみてよさそうである。現在の景気は、いわゆる「潜在成長率」を超えて伸びている。これは長くは続かないということなのだろう。

○牽引役のない低成長

さて、2018年度の実質経済成長予測1%を分解すると、個人消費0.4%+政府消費0.2%+在庫投資0.2%+設備投資0.2%である。政府消費は介護保険給付などの社会保障で安定的に伸びていくのだが、在庫投資は先行きによってマイナスにもなるので要注意の指標である。つまり、在庫削減が景気の足を引っ張るかもしれない。最近の報道では設備投資が堅調なのだが、それでも結局、個人消費に依存する景気である。個人消費は安定しているから多少は伸びるとして、問題は、ほかに大きく伸びるところがないという点であらう。また個人消費に景気が依存するとなると、消費増税がまたもや延期されるこ

表 2018年度経済成長率と寄与度

	名目成長率 (%)	実質成長率 (%)	実質成長率 への寄与度
実質 GDP	1.9	1.0	1.0
民間消費	1.7	0.8	0.4
民間住宅	1.6	0.6	0.0
企業設備	1.2	1.1	0.2
民間在庫	***	***	0.2
政府消費	2.0	1.1	0.2
公的固定	-0.2	-0.8	0.0
資本形成	***	***	0.0
輸出入	***	***	0.0
関連指標	2017	2018	
為替レート (円/ドル)	112.3	116.2	
原油価格 (ドル/バレル)	51.2	55.0	

注：***は変動が大きく成長率の表記に適さない項目である。
資料：三菱総合研究所

う点である。たとえば外国の100%子会社が1億ドルの利益を計上したとする。1ドル100円なら、日本の親会社と連結すると、100億円の利益である。もし1ドル116円だと、これは116億円になる。つまり、活動の実態は変わらない。円安によって見かけの利益が増加する。そして為替が100円になると、利益は100億円に戻る。つまりこの利益は、円高が予想される場面では、あてにならないものである。したがって、円安で利益が増えても、賃金の原資をそこに求めにくい。

第二の問題は、単純化して言えば「海外の労働者があげた収益を日本の労働者の賃上げに回してよいか」というものである。日本国内の事業の生産性が向上して利益が出たのなら問題はないが、収益源が海外だとすると、いかにも不合理であらう。外交上の問題に発展しかねない微妙なテーマである。

これを避けるためには、国内で生まれた収益（内部留保）に課税することになるのだが、技術的な問題がある。内部留保は設備投資をしても減らない。というより、内部留保は設備投資の原資なのである。M&Aの原資でもある。つまり「内部留保がある」とこと、「余ったお金があること」は、同じではない。したがって、内部留保課税といっても、バランスシート（BS）の右項の内部留保に課税するのではなく、企業の余剰資金に課税することになる。この余剰資金は、BSの左項によって、ある程度把握できる。しかしその中で、国内で生まれた余剰を取り出すのは、おそらく不可能なのである。