

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職任。専門はマネジメント。

武藤泰明

民間の経済研究機関の2019年景気予測が公表され始めた。内容を一言でいえば、低成長ながら安定成長である。日本のGDPは、2014年を言わば「底」として、1%台の成長を続けている。でもその2014年4月1日に消費税が8%に上がっている。だから「底」にな

ので、政府を刺激したくない。来年になれば、もう少し自由な立場のいろいろな機関や個人が「影響は甚大」と言い始めるはずである。銀行証券系は甚大と言いくいので「安定成長+リスク要因」という説明になっている。重要なのは、影響の強弱ではない。リスクが

連載
第43回

景気後退に備える

ったのだし、現政権が2度も増税を延期したのは景気への影響を懸念したことだった。19年10月の消費増税が景気に影響すると考えるのが自然である。

それにも係わらず「影響は軽微」という予測になっているのは、研究機関の殆んどが金融系だからなのだろう。つまり親会社が規制産業な

あるのは明らかなので、それをちゃんと認識しておくべきである。そして、リスクは消費増税以外にもいろいろある。企業の経営者であれば、それらすべてを意識しておく必要がある。経営者以外はそんなことを考えないという意味において、リスクを意識するのは経営者の仕事、存在理由だと言ってもよいだろう。

だろ。また食料品以外の購入価格が増税で増えることによって、食料品支出が抑制されることも念頭に置いておく必要がある。食料品の業界は無風ということではないのである。

○貿易摩擦

貿易摩擦の「震源地」である米国については、前月号で解説したとおり、マクロ経済レベルでの打撃はあまり大きくない。中国は米国より少し影響が大きい。そしてとくに影響を受けるのが経済規模の小さい国であることも、前月の解説のとおりである。

日本への影響はどうか。対米輸出はもちろん影響を受ける。マクロ的には大きな影響はないが、機械・エレクトロニクス等輸出型産業には影響する。また中国の対米輸出品目の中には日本の現地法人(工場)が生産したものや、日本製部品を使用したものが含まれる。加えて、自動車・部品についてはメキシコ、カナダから米国への輸出も関税引き上げ等が検討されており、日本から両国への部品輸出の減少も確実である。

○新興国債務の拡大

新興国債務問題をトルコ(通貨はリラ)を例に簡単に解説すると
・トルコは民間企業を中心にドル建て債務を拡大してきた。総債務の20%強がドル建てである。
・何かの理由でリラがドルに対して安くなる(トルコの場合は米国による経済制裁)。

・投資家はリスクを嫌ってリラを売り、リラ安がさらに進む。
・企業のドル建て債務の返済原資はリラなので、リラで見ると返済額が急増し、返済できない。
・トルコ国内の金利が上がる。トルコ国債の利率も上がり、国としての資金調達が難しくなる。
・投資家が保有するトルコ国債が減価する。投げ売りも生じるだろう。ますます金利が上がる。
・金融システムが崩壊する。

チリ、サウジアラビア、メキシコ、インドネシア、アルゼンチンなどは、総債務に占めるドル建て債務の割合がトルコと同程度ないしそれ以上である。したがって、誰かが引き鉄を引けば、トルコと同じ展開になっておかしくない。そしてみんながそう思うと、通貨が下がり始める。なお、米国の利上げは米国債への投資を増やす。つまり新興国から投資資金が流出するので、引き鉄はいつでも引かれる状態にある。

さて、新興国債務問題は日本にどう影響するのか。第一に日本の国外資産は180兆円で圧倒的な世界一である。債務危機になる新興国が増えれば、それだけ資産の毀損が大きくなる。第二に、新興国の通貨安は相対的に円高を意味する。グローバル化した日本企業の連結決算と在外資産はこれを反映して劣化していく。加えての問題は、金融投資家のリスク回避意識が、債務が比較的少ない国の金融資本市場に影響していくことであろう。つまり、まともな経済財政運営がなされている新興国からも資金が流出する。行先の一部は日本。結果は円高で

さらに言えば、経営者であれば景気後退の「質」を考慮しておくべきである。GDP統計では、経済成長率が%で表現されるだけだが、景気後退にはバリエーションがある。それによって、影響の大きい産業やそうでない産業がある。以下では主なりリスク要因を取り上げて検討する。

○消費増税

2019年秋の消費増税の影響が比較的軽微だと思われる理由には軽減税率である。対象は酒類・外食を除く食料品と新聞である。表は家計調査から単身者を除く世帯の消費構造を示したものだ。食料支出は消費の25.7%である。ここには酒類と外食が含まれるので、これを除くと軽減対象支出は20.4%になる。表の最下段の「その他」消費の中に「こづかい」「交際」があるので、ここにも軽減対象があるのだが、とりあえずは消費の20%強が軽減対象だと考えればよい。逆に言えば消費の80%は税率が10%になる。影響が軽微だとは考えにくいのではない。食料品以外の消費は影響を受ける

消費支出	支出額 構成比	
	(円)	(%)
消費支出	283,027	100.0
食料	72,866	25.7
酒類	3,138	1.1
外食	11,902	4.2
住居	16,555	5.8
光熱・水道	21,535	7.6
家具・家事用品	10,560	3.7
被服及び履物	10,806	3.8
保健医療	12,873	4.5
交通・通信	39,691	14.0
教育	11,062	3.9
教養娯楽	27,958	9.9
その他	59,120	20.9

資料:家計調査(2017年、二人以上の世帯)

ある。ドルも上がる。

なお、これまでの新興国の通貨危機では、IMFから救済資金が提供された。そのかわり、IMFの要請にしたがって経済改革を進めていかなければならない。しかし、あるいは「それゆえに」トルコはIMFに救済を求めない。IMFによる改革要請が政権存続を危うくすると考えている。公表データは存在しないのだが、債務拡大と不履行を回避するためにトルコにドルを提供したのは中国であると思われる。つまり中国は

・輸入による新興国への資金提供
・アジアインフラ投資銀行による資金提供
・緊急時の資金提供
という3つの役割を果たし始めた。新興国の中で民主化を指向しない国々は、もはや中国なしには存続が難しくなっている。

○景気と株価の逆相関

2018年2月に米国が経験したのは、好況による株価下落である。詳細は4月号で説明したが、かいつまんで言えば「好況によってインフレ期待が高まる」↓「金利上昇が確実視される」↓「株から国債へ資金が移動する」ので株価が下がる。前提として、低金利で行き場のないお金が米国株に「消去法」で滞留している。この資金が国債に逃げるといことである。日本の株式に投資されている資金も、「米国金利上昇」「世界的なリスク意識の高まり」↓「円高」によって流出が始まることになるだろう。