2018.3　No.71

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

適温経済の先行きをどう見るか……1

経済の動き

2019年度までの経済見通し
～外需に支えられ緩やかな内需回復が持続～……3

日本企業の事業投資会社化とその功罪……11

中国の構造的な問題解決に影を落とす“暗黙の保証”
～安心が慢心を育み、慢心が安心を蝕む～……23

時論

適温経済の先行きをどう見るか

2月初旬、米国長期金利が 2.8%超まで上昇、これを嫌気して米国株価が2度（2月５日、８日）にわたって前日比 1,000ドル以上下落し、日経平均株価も一時、ピーク（1月 23 日：24,124.15 円）比 3,000 円弱まで下落するなど、世界の株式市場に動揺が走った。

今年の世界経済と金融市場については、インフレなき景気拡大が続き、米国 FRB の利上げによるオーバーキルを心配する必要はないという適温経済シナリオが大勢だったが、市場では「適温経済は転機を迎え、終焉が近づいているのではないか」との声も出てきている。

適温経済とは、ピュアな実態経済論というよりも、金融市場（特に株式市場）目線に立った「今後も続いてほしい運用環境」という希望的観測を伴った経済観とシナリオといったものであろう。

少々詳しくその風景を描写すると、①米国景気は拡大が続き、企業業績も伸張するが、経済成長率、賃金上昇率、物価上昇率は緩やかであり、時間が経過してもさほど加速しない、②このため、FRB が金融政策の正常化を図る中でも政策金利（FF レート）の引き上げは緩やかなピッチに止まり、市場予想を上回ることはない、③長期金利（米国 10 年国債利回り）も政策金利や物価安定がアンカーとなるため、政策金利よりも緩やかな上昇に止まる、④こうした米国の実態経済、金融政策、金利動向を映じて、米国内外において既にバブルの疑いのある領域（主要国の国債利回り、米国ハイ・イールド債利回り、大都市部の住宅価格等）においても特段の動揺は生じず、投融資資金の回収の連鎖も起こらない、⑤新興国でもグローバルマネーが一気に流出したり、通貨や株価が急落したり、高水準の債務が実態経済に打撃を与えることはない、⑥よって株価は上昇基調を続けるーというものであろう。

こうした見方が生まれ、強まってきたのは、実際に米国で「インフレなき景気拡大」が続き、株価が上昇し続けたためであるが、その背景・要因を探ると次の点が指摘できる。

第一は、米国経済が、景気拡大が続いても GDP・雇用・賃金・物価等が上がりにくい“低温体質”になってきたことである。実質 GDP について見ると、景気回復開始期＝100 とした 30 四半期目の指数水準は、60 年代：148.3→80 年代：138.3→90 年代：130.6→2009 年代：117.4 と明らかに低下している。

第二は、FRB の金融政策スタンスである。「最大限の雇用と物価安定」を使命とする FRB は、低温体質経済の下ではデフレ阻止、物価引き上げを実現すべく、超金融緩和策の強化・継続を強いられ、一部の金融商品や資産価格にバブルの兆候が現れようとも、政策金利引き上げを急がなかった（急げなかった）。このことが市場に「物価上昇率が明らかに加速しない限り、FRB は利上げを急がない（急げない）し、長期金利もさほど上がらない」という安心感を与えた。

第三は、「インフレなき景気拡大」が続く中にあっても、市場や人々の先行き見通しが過度に楽観・強気に傾くことはなく、一抹の不安や慎重さを常に伴っていたことである。

これは、リーマン・ショック後も欧州ソブリン危機、原油価格大幅下落、英国 EU 離脱、欧米におけるポピュリズムの台頭、トランプ政権誕生などネガティブサプライズが相次いだことに加え、超金融緩和の下でも経済成長率は高まらなかったためであろう。このため人々は抑制的な価格・賃金の設定を受け入れ、ユーフォリア（熱狂的陶酔感）が台頭することもなかった。このことが物価上昇を緩やかなものとし、全面的かつ大幅な資産価格上昇を抑制することとなった。「不安・慎重が安定を生んだ」とも言えよう。

こうした適温経済を生んだ三条件に沿って、向こう1年程度を展望すると、①米国景気は拡大基調が持続するが、「低温体質」は変わらない、②このため経済成長率、賃金上昇率、物価上昇率は従来比やや高まるが、「マイルドインフレと景気拡大の共存」に収まる、③「FRB の金融政策スタンス」も変わらないので、政策金利の引き上げピッチ（年3回程度）は従来比変わらず、市場予想を上回ることはない、④長期金利は政策金利がアンカーとなるので一気に上昇することはないが、財政赤字拡大が明らかになってきたことから、水準はやや上方修正される、⑤「市場や人々の不安・慎重な見通し」は、政策金利が上がらなくとも長期金利が上振れることへの「不安・慎重」が強まり、株価はこれまでよりも上がりにくくなり、ボラティリティも高まる、⑥同時に「不安・慎重」が賃金・物価を抑制し、「マイルドインフレと景気拡大の共存」を長持ちさせるという「不安・慎重が安定を生む」作用も働くーと見ておきたい。

かくして、まだしばらく適温経済は生き長らえることが一応、展望できるものの、目配りしておくべきリスクがある。それは「安定が不安定を生む」リスクである。

すなわち、安定が続くと不安・慎重は徐々に後退して安心に変わり、安心は「安定は長期化（あるいは永続化）する」との錯覚を生み、錯覚は自らのリスク許容度を超えた過大債務・過大投資、信用膨張、資産価格の高騰を招く。やがてすべての前提である「安定の長期化・永続化期待」が何らかのきっかけで崩れると、資産価格の急落、各経済主体の資産の大幅劣化、投融資の巻き戻しによる信用収縮など大きな不安定に見舞われる。

よく指摘されるように、世界経済は 10～15 年毎に何らかのバブルの生成と崩壊、金融危機を経験している。その要因は共通・個別様々なものがあろうが、ことごとく「安定は不安定を生む」ことを繰り返しているように見える。

現在は「不安・慎重が安定を生む」もしくは「不安・慎重が強まる」局面だとしても、前述したバブルの疑いのある領域には、既に「錯覚が不安定を生んでいる」可能性がある。そもそも適温経済シナリオ自体、「先進国・新興国が足並みを揃えた世界同時景気拡大の下でも物価上昇率は加速せず、FRB と ECB が金融政策正常化を進めても市場に悪影響を及ぼすことはなく、新興国の過剰債務や一部領域のバブルといった問題は顕在化せず、格段に良くはないが悪くもないという今のような状態」が、常識的に考えれば「いつまでも続くものではない」ことを忘れさせ、「いつまでも続く」という錯覚を与えかねない媚薬性を有していることは認識しておくべきだろう。

このように考えると、適温経済の先行きを見通す際には、巷間喧しい「転機が来たのか、終焉を迎えるのか」という観点だけでなく、「安定は不安定を生む」を念頭に置き、人々や市場の「安心」「錯覚」の度合い、生まれてくる「不安定」の芽を注意深く観察するという問題意識が必要であろう。

私見では、低温体質の下でも物価・賃金のジリ高が続くことを映じて、FRB、やや遅れて ECB は利上げを続け、来年末～再来年初には政策金利は相応の水準に達し、長期金利に対するアンカー効果も低下しているだろう。この時、人々や市場が「低インフレ・低金利・景気拡大」という適温経済の基本条件の持続性に疑いを持ち始めると（すなわち、それまでの「錯覚」に気づくと）、蓄積された不安定の修正が始まることになる。

このマグニチュードをうまく制御できるだろうか。安易な楽観はできない。

（フェロー役員 調査部主管 主席研究員　金木 利公：Kaneki_Toshikimi@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

2019 年度までの経済見通し

～外需に支えられ緩やかな内需回復が持続～

＜要旨＞

日本の 2017 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率＋0.5%と8四半期連続でプラス成長を維持した。前期比年率で1%を下回ったが、在庫変動、外需のマイナスによるもので、個人消費や設備投資といった主要な内需項目は堅調に推移しており、国内経済は緩やかな回復を続けていると評価出来る。

先行きについては、実質 GDP 成長率の予測を 2017 年度＋1.6%、2018 年度＋1.1%、2019 年度+0.7%としており、消費税率引き上げによる 2019 年度の減速は免れないものの、世界経済の回復による外需が景気を下支えすると共に、個人消費と設備投資が堅調に推移することで、緩やかな景気回復は続くと予想する。

リスクとしては、短期的には足元で急激に進んだ円高が現在の水準で定着したり、更に進行することで、企業の収益を押し下げ株価や景況感に悪影響を及ぼす可能性が高まるとともに、輸入財価格を下落させ、物価の下振れ要因となる。2019 年度後半では、消費増税の駆け込み需要による内需の反動減に、海外経済の悪化や金融市場の混乱、地政学リスク等複数の外部要因が重なった場合は、景気悪化に陥る可能性が高まろう。

1. 回復基調が続く日本経済

日本の 2017 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率＋0.5%と8四半期連続でプラス成長を維持した（図表1）。4～6月期、7～9月期と比較して弱めの数字となったが、これは在庫変動が前期比年率▲0.3%ポイントとマイナス寄与となった他、輸入が輸出を上回ったことで外需も同▲0.1%ポイントとマイナスとなったことが大きく影響している。個人消費は前期比年率＋1.9%、設備投資は同 2.8%と、主要な内需項目は堅調に推移しており、国内経済は緩やかな回復を続けているという、当部の見方を支持する結果となった。

図表1　実質 GDP 成長率

成長率　（前期比年率、%）

	2016	2017			
	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ
実質GDP	＋ 1.8	＋ 1.2	＋ 2.5	＋ 2.2	＋ 0.5
個人消費	＋ 0.2	＋ 1.3	＋ 3.7	▲ 2.5	＋ 1.9
住宅投資	＋ 3.2	＋ 4.9	＋ 3.6	▲ 5.9	▲ 10.2
設備投資	＋ 6.6	＋ 0.5	＋ 4.8	＋ 3.9	＋ 2.8
公的需要	▲ 2.0	＋ 0.4	＋ 4.7	▲ 2.1	▲ 0.9
輸出	＋ 11.1	＋ 8.1	＋ 0.1	＋ 8.7	＋ 10.0
輸入	＋ 2.4	＋ 7.1	＋ 7.9	▲ 4.8	＋ 12.0

寄与度　（前期比年率、%ポイント）

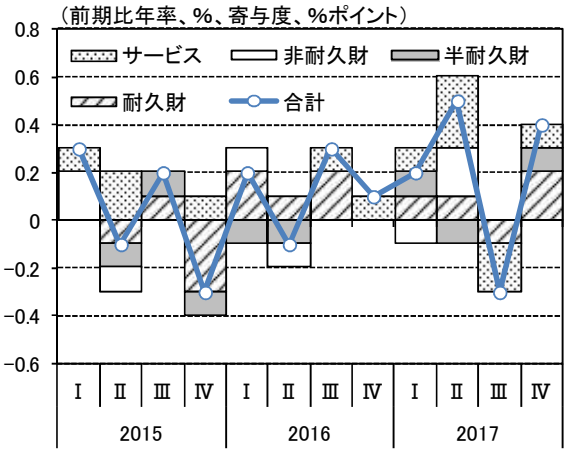
内需	＋ 0.3	＋ 1.0	＋ 3.7	＋ 0.1	＋ 0.6
個人消費	＋ 0.1	＋ 0.7	＋ 2.0	▲ 1.4	＋ 1.0
設備投資	＋ 1.0	＋ 0.1	＋ 0.7	＋ 0.6	＋ 0.4
在庫変動	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	＋ 1.6	▲ 0.3
その他	▲ 0.4	＋ 0.3	＋ 1.3	▲ 0.7	▲ 0.5
外需	＋ 1.4	＋ 0.3	▲ 1.2	＋ 2.2	▲ 0.1

（資料）内閣府『国民経済計算』

2. 個人消費を支える良好な雇用・所得環境

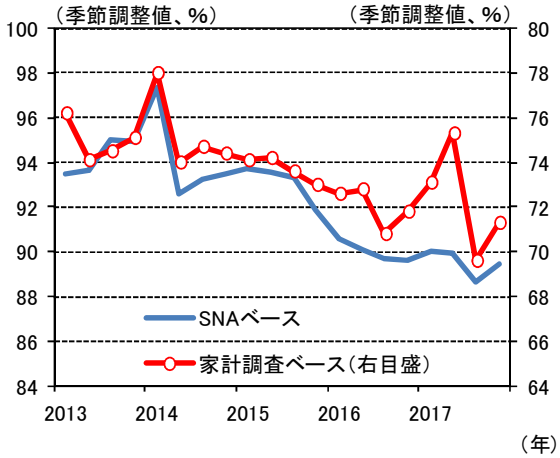
7～9月期にはマイナスに落ち込んだ個人消費がプラスに回復したことで、今期は内需の伸びを牽引することになった。項目別に動きをみると、天候不順により大きく落ち込んでいたサービスだけでなく、耐久財や半耐久財等もプラスに転じており、全般的に回復の動きがみられた(図表2)。但し、個人消費の勢いが強まっているとは言えない点には注意が必要である。平均消費性向は底打ちの動きを見せているが、改善の度合いは小幅なものに留まっていることに加えて、名目雇用者報酬の伸びも緩やかで、物価上昇の影響で実質雇用者報酬はマイナスとなっている(図表3、4)。こうした購買力や消費者マインド高まりが弱い中での個人消費の回復は、天候不順等の特殊要因による落ち込みから、過去の緩やかな回復トレンドに戻ったとみるのが妥当であろう。

図表2 国内家計最終消費支出の寄与度分解



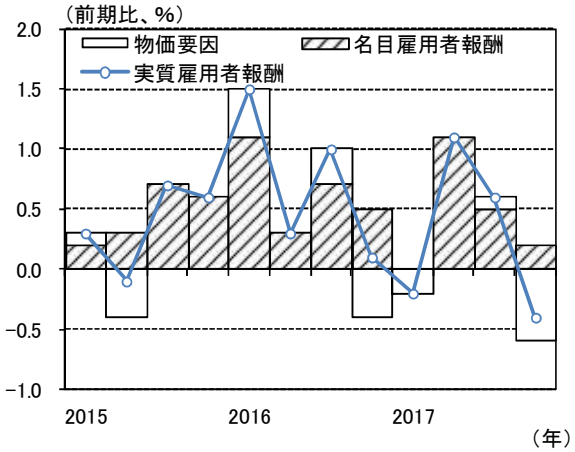
(注)国内総生産(支出側)に対する寄与度。
(資料)内閣府『国民経済計算』

図表3 平均消費性向



(注)家計調査は四半期平均の値を使用。
(資料)内閣府『国民経済計算』、総務省『家計調査』

図表4 実質雇用者報酬の動き

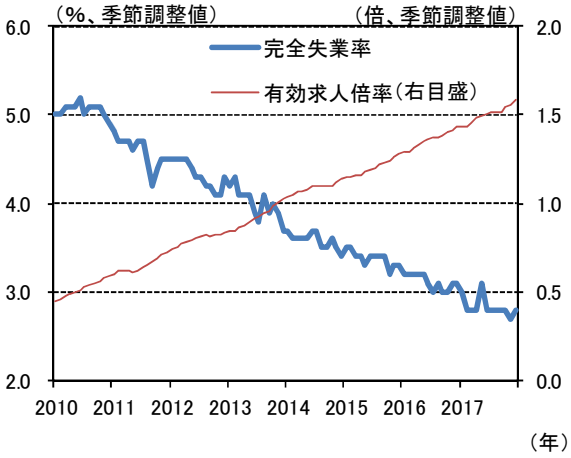


(注)物価要因は実質雇用者報酬と名目雇用者報酬の伸び率の差として算出しており、マイナスの値は物価上昇を意味する。
(資料)内閣府『国民経済計算』

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

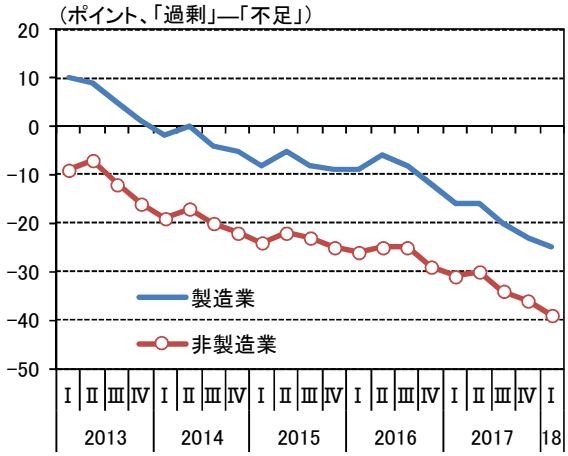
良好な雇用環境を通じた所得面の動きから個人消費の先行きをみると、現状の緩やかな回復トレンドは維持される可能性が高い。まず雇用環境をみると 2017 年 12 月の完全失業率は 2.8%と 11 月から 0.1 ポイント上昇したが、3%を下回る低水準で推移している(図表5)。労働需給の逼迫度合いを示す求人倍率をみても、有効求人倍率は 1.59 倍と、バブル期のピークである 90 年7月の 1.46 倍を上回る状況が続いており、その水準も 1974 年1月以来の高水準となっている。加えて、日銀短観の雇用判断 DI をみても業種を問わず雇用の不足感は一層進んでいる(図表6)。先行きも企業の高い労働需要が続き、失業率も2%台の低水準で推移し、労働需給の逼迫は続くとみられる。

図表5　失業率と有効求人倍率



(資料)総務省『労働力調査』、厚生労働省『一般職業紹介状況』

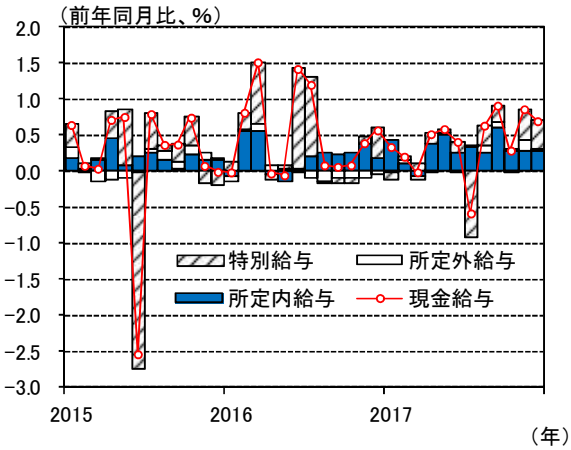
図表6　雇用判断 DI(過剰−不足)



(注)2018 年第 1 四半期は予測値。
(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

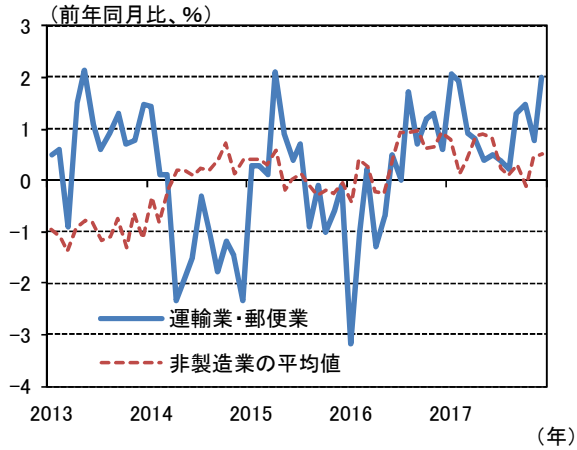
労働需給の逼迫を受けて、労働者の所得環境が改善している。現金給与の動きをみると、企業業績に連動するボーナスにあたる特別給与の振れはあるものの、2017 年は 2016 年と比較して安定して伸びており、特に基本給にあたる所定内給与の寄与度が拡大基調にあることが窺える(図表7)。業界別では、足元の運輸業・郵便業の所定内給与の伸びが非製造業の平均値を上回っており、前回の経済見通し(2017 年 12 月号)でも指摘したように、人手不足を原因としたコスト増で宅配業界のサービス価格が上昇するとともに、労働者の賃金にも反映され始めているとみられる(図表8)。

図表7　現金給与の寄与度分解



(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

図表8　運輸業・郵便業の所定内給与

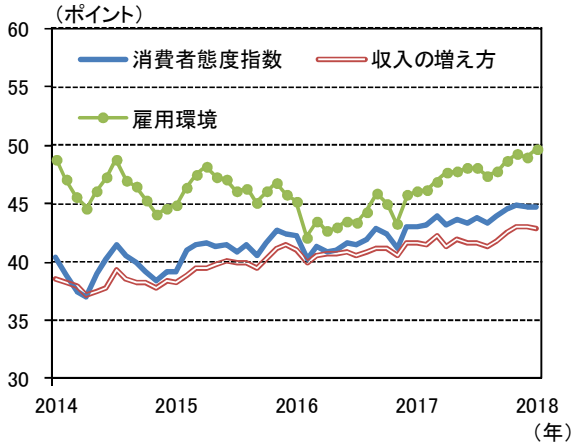


(注)トレンドは HP フィルターを使用して作成。
(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

こうした良好な雇用・所得環境は、足元での消費者マインドの改善につながっており、個人消費の緩やかな伸びを支えているとみられる(図表9)。今後の個人消費の動きを予測すると、2017 年度は＋1.1%と4～6月期の特殊要因による押し上げの影響で、実質雇用者報酬の伸びを上回るが、2018 年度は＋0.8%と落ち着き実質雇用者報酬と同程度の伸びになると見込む。2019 年度については、2019 年 10 月に予定されている8%から10%への消費税率引き上げの影響で落ち込みが予想されるため、＋0.6%に減速すると見込む。

図表9 消費者態度指数

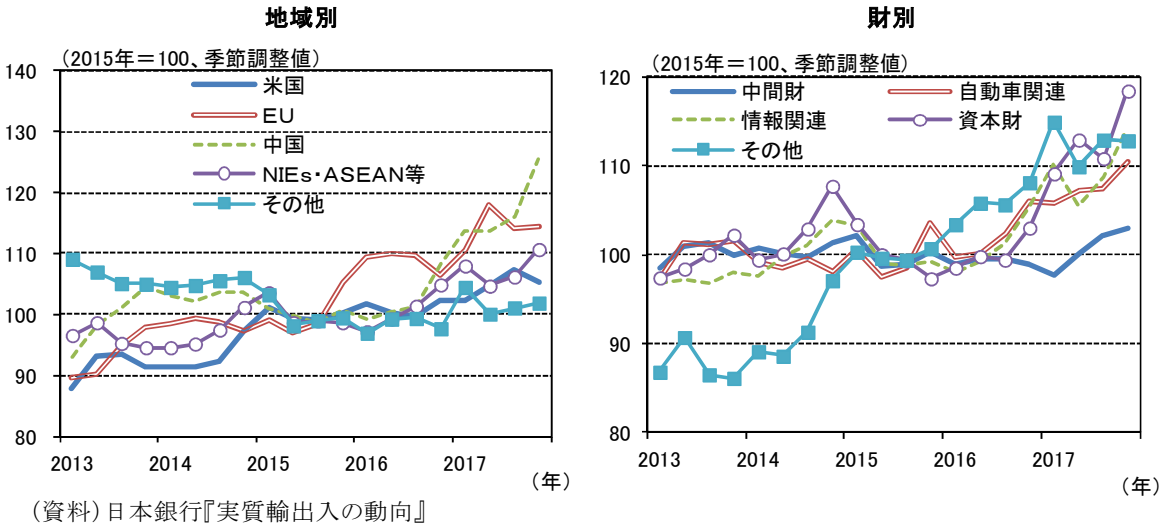


(資料)内閣府『消費動向調査』

3. 堅調な動きが続く輸出と設備投資

今回外需の寄与度は前期比年率▲0.1%ポイントとマイナス寄与となったがこれは、前期比で見た輸入の伸びが高まったことによる一時的なものである。輸出入の基調を見る観点からそれぞれの前年同期比を見ると、輸出が＋6.8%と高い伸びを維持していることに加えて、輸入の伸びは同＋5.5%を上回っている。前年同期比で見た外需の寄与度が＋0.3%ポイントとプラスであることを見ても、外需環境は依然として改善を続けていると見るのが妥当である。

図表 10 実質輸出

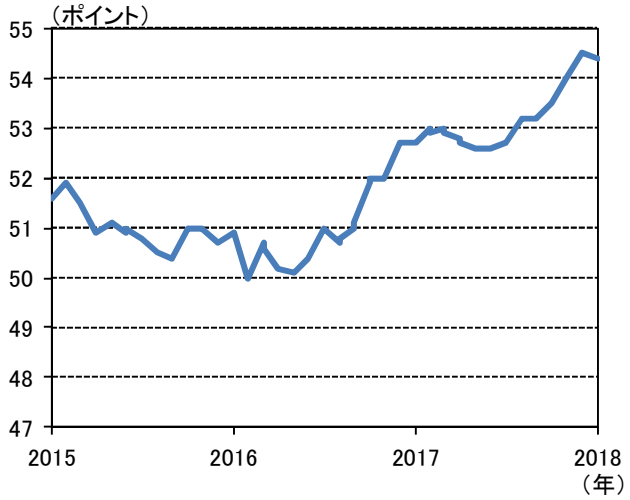


(資料)日本銀行『実質輸出入の動向』

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

地域別に輸出の動きをみると、これまで輸出を牽引してきた中国に加えて、NIEs、ASEAN 地域の伸びが高まっている（前頁図表 10）。また財別に動きをみると、中国を中心としたアジアのスマートフォン需要が一巡し、対応する情報関連財の需要もブレーキがかかるとみていたが、足元では資本財との両建てで伸びを高めている。輸出先や輸出品目の偏在が改善に向かっていることが伺え、輸出の裾野拡大が続いていることが確認できる。グローバル製造業 PMI は高水準が続いており、今後も世界経済の回復による需要の高まりに合わせて、アジア圏を中心とした良好な輸出環境は続くとみられる（図表 11）。2017 年度＋6.5%、2018 年度＋4.1%、2019 年度＋2.7%と、伸びのペースは減速していくものの増加基調は維持されると見込む。

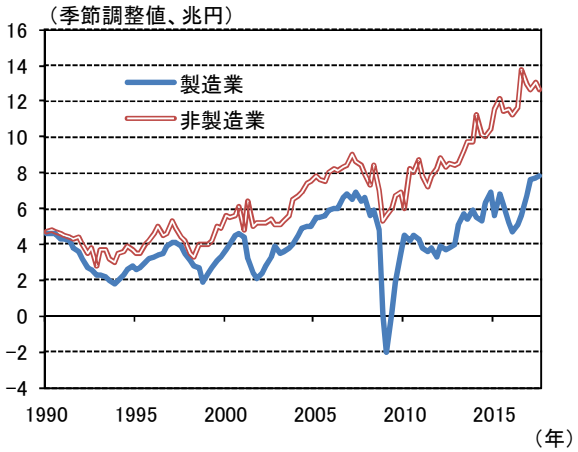
図表 11 グローバル製造業 PMI



（資料）QUICK Factset

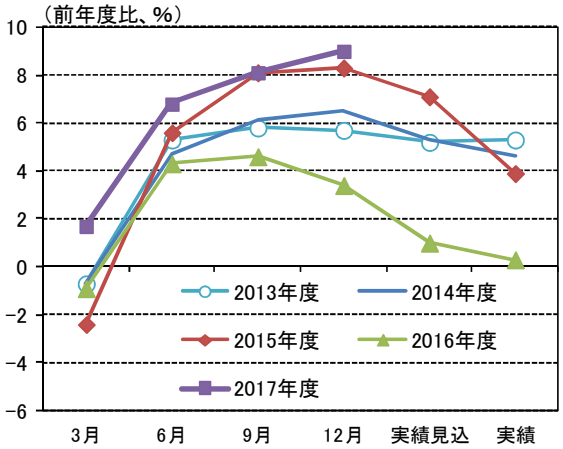
設備投資は前期比年率＋2.8%と5四半期連続でプラスとなり、増加基調を維持している。設備投資の堅調な伸びを支えているのは、利益水準の高さである（次頁図表12）。製造業、非製造業ともに、過去最高水準の経常利益を維持しており、特に、製造業では前年同期比で二桁の成長が4四半期連続で続いている。2017年8月の経済見通し（2017年9月号）でみた設備投資対キャッシュフロー比率は足元でも高まっていないため、投資スタンスが積極化したとは言えないが、日銀短観による設備投資計画が過年度と比較して高い水準で推移していることからも、好調な収益環境を背景として設備投資は今後も堅調な伸びを続ける可能性が高い（次頁図表13）。2017年度＋3.2%、2018年度＋2.0%、2019年度＋1.3%と、輸出の伸びが減速していくことで収益の伸びにも押し下げ圧力が働くことで設備投資も減速することを想定しているが、増加基調は維持されると見込む。

図表 12 経常利益の推移



（資料）財務省『法人企業統計』

図表 13 設備投資計画（全規模・全産業）

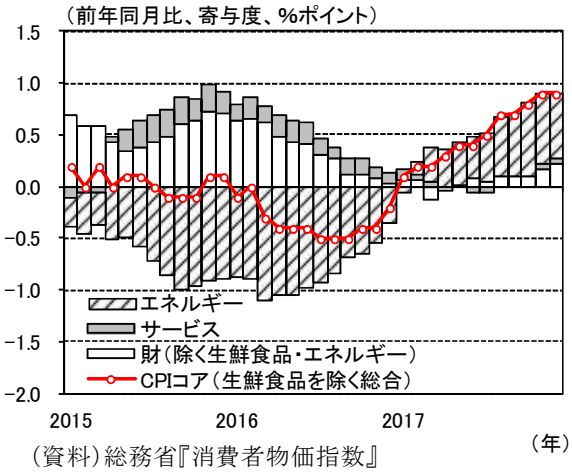


（資料）日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

4. ＋1%の上昇が視野に入った CPI コア

12 月の CPI コアは前年同月比＋0.9%と先月から横ばいの動きとなったが、中身をみるとエネルギーの寄与度が縮小する一方、エネルギー以外の財の寄与度が拡大している（図表 14）。これまで、エネルギー以外の項目は総じて弱かったが、ここに来て一部品目に改善の動きがみられる。先行きをみると足元の原油価格上昇でエネルギー価格の押し上げ効果が続くことから、財価格の上昇が維持されれば CPI コアの前年同月比＋1%も視野に入ってきた（図表 15）。但し、前年同月比＋1%を超えて CPI コアが持続的に高まっていくためには、サービス価格上昇が不可欠である。足元でのサービス価格上昇の動きは「2節」でみたように、運輸業・郵便業等一部に限られており、サービス業界全体への波及は鈍く、現状ではその勢いは弱いままと評価せざるを得ない。従って日銀目標の＋2%達成は依然として困難であるとみる。CPI コアは 2017 年度が前年比＋0.7%、2018 年度は同＋0.9%、2019 年度は同＋1.5%（消費増税の影響含む）と見込む。＋2%には届かないものの、2018 年度から 2019 年度にかけて、CPI コアの伸びが＋1%付近に定着することで、デフレ環境に逆戻りする可能性は低くなるとみている。

図表 14 CPI コアの寄与度分解



（資料）総務省『消費者物価指数』

図表 15 原油価格の推移

（資料）QUICK Factset

国内経済に関しては、緩やかな物価上昇と景気回復が並存する経済状況に大きな変化がないことから、金融政策の先行きについては従来のメインシナリオを変更していない。先行きを左右する可能性のある新しい材料として、次期日銀総裁人事が黒田総裁続投の見込みになったことが挙げられるが、この点については日銀の金融政策が現状のまま長期的に維持され、現在の低金利環境がより長期化する可能性が高くなったとみている。

5. 見通し総括とリスク要因

以上を踏まえ 2019 年度までの日本経済の見通しを総括すると、世界経済の回復による好調な外需が経済成長を下支えすると共に、内需も緩やかな拡大が維持されると予想されるという従来の見方は維持される。この元で実質 GDP 成長率は、2017 年度＋1.6%、2018 年度＋1.1%、2019 年度+0.7%と予測する。

2017 年度、2018 年度については前回の経済見通し(2017 年 12 月号)から大きく変更していないが、2019 年度については、2019 年 10 月に予定されている消費税率の8%から10%への引き上げで、個人消費を中心に内需が下ぶれることを考慮し減速を見込んだ。予測にあたっては、前回の税率引き上げから期間が短く、引き上げ幅も2%と前回の3%よりも小さいことから、駆け込み需要による反動減の影響も小さくなると想定した。また、この間、外需も景気の下支え役を担うとみられることから、景気悪化に陥る事態までは想定していない。

予測期間を通じて、堅調な景気回復を続けるというのがメインシナリオとなるが、外部環境が日本経済の景気悪化へのリスク要因となる。

短期的にみると、2月に米国金利の急上昇や株価下落に代表される金融市場の混乱を契機とした円高がある。米国で市場予想を上回る雇用統計の数値が発表されたことで、今後の物価上昇や FRB による利上げペースの速まりを想起させ長期金利が上昇し、これをきっかけに米国では株価が下落し、その影響は日本をはじめアジア、欧州にも伝播した。こうした市場の混乱で投資家のリスクオフ姿勢が強まり、ドル円レート 1 ドル＝106～107 円まで円高が進んだ。この円高水準は日銀短観の大企業製造業の想定レート(2017 年度後半)である 109.66 円を超えていることもあって、ドル円レートがこの水準に長期間留まる場合や、円高が更に進んだ場合には利益計画に押し下げ圧力がかかるため株価の一層の下落や景況感に悪影響を及ぼす可能性が高まる。加えて、円高は輸入財価格を下落させるため、物価に対しても下振れ要因となり、日銀による国債買い入れ増額や、より長期間にわたって長期金利の誘導水準が据え置かれる可能性を高める。

2019 年度後半は、消費税率引き上げ時の外部経済環境に注意を要する。メインシナリオの下では、景気が腰折れはないとしているが、駆け込み需要による内需の反動減に、海外経済の悪化や金融市場の混乱、地政学リスク等複数の外部要因が重なった場合には、景気悪化に陥る可能性は高まることになる。

（経済調査チーム　加藤　秀忠：Kato_Hidetada@smtb.jp）

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

総括表　2019年度までの内外経済見通し

（作成日：2018年2月23日）

	2017年度		2018年度		2019年度		2017上	2017下	2018上	2018下	2019上	2019下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%	実額	前年度比%						
＜実質･2010年基準＞												
国 内 総 支 出	532.8	1.6	538.4	1.1	542.4	0.7	1.1	0.5	0.5	0.5	0.8	-0.6
							1.7	1.5	1.1	1.1	1.3	0.2
民 間 最 終 消 費	300.4	1.1	303.0	0.9	304.7	0.6	0.7	0.3	0.5	0.5	1.1	-1.6
							1.2	1.1	0.7	1.0	1.6	-0.4
民 間 住 宅 投 資	16.2	0.2	16.1	-0.2	16.1	-0.2	0.7	-3.6	1.1	1.0	1.8	-4.9
							3.5	-3.1	-2.3	2.0	3.0	-3.4
民 間 設 備 投 資	85.3	3.2	86.9	2.0	88.1	1.3	1.7	1.4	0.9	0.8	1.2	-0.5
							3.4	3.1	2.3	1.7	2.0	0.7
民間在庫品増加(実額)	-0.2	寄与度 0.0	0.1	寄与度 0.1	0.0	寄与度 0.0	-0.6	0.1	0.2	0.1	-0.5	0.1
政 府 最 終 消 費	106.2	0.4	106.9	0.7	107.7	0.8	0.3	0.0	0.5	0.4	0.4	0.4
							0.4	0.4	0.5	0.9	0.8	0.8
公的固定資本形成	26.2	1.4	26.3	0.2	26.6	1.2	3.2	-1.7	0.6	0.6	0.6	0.6
							1.9	1.0	-0.4	0.7	1.8	0.6
財貨･サービス輸出	91.1	6.5	94.9	4.1	97.4	2.7	2.1	3.8	1.5	1.4	1.4	1.2
							6.9	6.1	5.3	3.0	2.7	2.7
財貨･サービス輸入	92.8	4.4	95.9	3.4	98.1	2.3	2.2	2.8	1.4	1.3	1.8	-0.3
							3.7	5.0	4.1	2.7	3.0	1.5
内 需 寄 与 度	1.2	民需 1.1	0.9	民需 0.8	0.6	民需 0.4						
外 需 寄 与 度	0.4	公需 0.2	0.2	公需 0.1	0.1	公需 0.2						
＜名　目＞												
国 内 総 支 出	548.3	1.7	558.1	1.8	569.3	2.0	1.3	0.4	1.2	0.7	1.5	0.2
							1.6	1.7	1.6	2.0	2.2	1.8
ＧＤＰデフレーター	102.9	0.0	103.7	0.7	104.9	1.2	-0.1	0.2	0.6	0.9	0.9	1.6
企業物価　＊(10年=100)	99.2	2.5	100.6	1.4	102.2	1.6	2.5	2.6	1.6	1.2	0.8	2.4
輸出物価　＊(10年=100)	96.5	5.7	99.1	2.8	100.5	1.3	6.5	5.0	3.7	1.8	1.5	1.2
輸入物価　＊(10年=100)	94.0	10.1	97.6	3.8	98.0	0.4	12.1	8.3	6.5	1.2	0.4	0.4
消費者物価　＊(15年=100)	100.4	0.7	101.3	0.9	102.8	1.5	0.5	0.9	0.9	0.9	1.0	2.0
鉱工業生産　＊(10年=100)	103.1	4.6	105.2	2.1	107.1	1.7	5.0	4.2	2.1	2.0	1.7	1.7
失　業　率　(%)	2.8	-0.3	2.7	-0.1	2.6	-0.1	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6
雇　用　者　数　＊(万人)	5,836	1.2	5,900	1.1	5,955	0.9	1.4	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	0.4	―	0.7	―	0.8	―	0.5	0.3	0.7	0.7	0.8	0.8
新設住宅着工戸数（万戸）	95.8	-1.7	96.0	0.2	96.9	0.9	97.1	94.4	95.5	96.5	96.2	97.6
貿 易 収 支　(10億円)	4,318	―	5,818	―	7,112	―	2,685	1,633	3,003	2,815	3,356	3,756
輸　出　＊(10億円)	78,456	11.0	85,288	8.7	87,932	3.1	12.9	9.4	10.8	6.8	3.3	2.9
輸　入　＊(10億円)	74,138	14.2	79,470	7.2	80,820	1.7	15.0	13.5	10.7	4.1	2.6	0.8
第一次所得収支　(10億円)	19,818	―	20,255	―	21,109	―	10,372	9,446	10,537	9,717	10,937	10,172
経 常 収 支　(10億円)	20,843	―	23,550	―	25,825	―	11,584	9,259	12,386	11,164	13,311	12,514
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	982.7	3.8	1016.8	3.5	1051.4	3.4	4.0	3.7	3.5	3.4	3.4	3.4
ドル/円レート (円、期中平均)	111.3	―	109.0	―	111.0	―	111.0	111.6	108.5	109.5	110.5	111.5
輸入原油価格 (ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ)	55.4	―	62.3	―	65.5	―	51.5	59.3	61.3	63.3	65.3	65.8
米国実質GDP(10億ドル)	17,093	2.3	17,509	2.4	17,906	2.3	1.8	3.0	2.3	2.2	2.3	2.3

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。
＊印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。
米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	4-6	7-9	10-12	2018/1-3	4-6	7-9	10-12	2019/1-3	4-6	7-9	10-12	2020/1-3
コールレート(無担保･翌日)	-0.05	-0.05	-0.04	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.04	0.05	0.05	0.06	0.09	0.11	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
ドル/円レート	111.1	111.0	113.0	110.3	108.3	108.8	109.3	109.8	110.3	110.8	111.3	111.8

（期間平均値）　→予測

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

日本企業の事業投資会社化とその功罪

＜要旨＞

日本企業の業績は好調が続いており、「稼ぐ力」は着実に高まっているとの評価が大勢となっている。しかしその総資産や収益の中身を見ると、①有形固定資産の比率が低下する一方、直接・証券投資（M&A・資本参加など）を中心とする「投資その他の資産」の比率が大幅に上昇している、②「投資その他の資産」を収益源とする受取配当金等の営業外収益が大幅に増加している、③有形固定資産の伸び悩みを映じて労働装備率は低減傾向が続いている、④人件費が伸び悩む一方、支払配当金が設備投資と遜色ない水準にまで増加している－など「事業投資会社化」とも呼称しうる変化を見せている。

こうした企業行動は、「グローバル化推進」「新興国の成長取り込み」「株主重視」「“時間を買う”経営戦略」等の経営テーマに日本企業が対応してきたものと評価できよう。

しかし今日のわが国は、未曾有の人口減少社会の到来を見据え、国内においてAIやIoT等先端技術を最大活用した設備や人材を蓄積し、新成長分野を発掘・育成すべき重要な時期であることを勘案すると、労働装備率の向上や国内生産・販売活動の基盤拡充、人的投資は不可欠であり、これを怠れば日本経済全体の生産性や潜在成長率の向上が損なわれかねない。日本企業と日本経済とのベクトルの不一致が懸念される。

1．過去最高を更新する企業収益

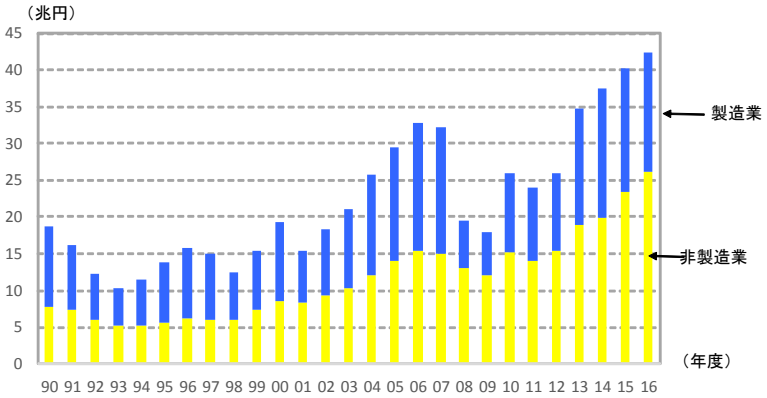
日本企業の業績は好調が続いている。「法人企業統計（財務省）」によると、全産業大企業（資本金10億円超）の経常利益は既に2013年度にリーマン・ショック前の水準を上回り、2016年度では42.4兆円となり、2011年度以降の5年間では年平均12.1%という2桁ペースの増益となっている（次頁図表1）。東証上場企業の2017年度決算（連結ベース）においても、営業利益、当期利益とも過去最高を上回る見込みである。こうしたことから、日本企業の「稼ぐ力」は着実に高まっているとの見方が大勢となっている。

足元では株価は不安定な動きとなっているが、今年の世界経済はいくつかのリスク要因をはらみながらも、先進国・新興国とも総じて堅調な成長が見込まれている。こうした良好なマクロ環境を背景に、日本企業は当面の内需の好循環を牽引するのみならず、中長期的にも日本経済全体の生産性向上や潜在成長率の引き上げを主導することができるのだろうか。

日本企業が現在達成している収益水準・収益力・総資産の中身を見つつ、検討してみよう[注1)]。

注1) 本稿の分析で使用するのは、国内単体決算の集計値である財務省「法人企業統計（財務省）」であり、通常、メディアで見聞する連結ベースの決算データではない。これは、本稿の目的が、国内経済の好循環や成長力の牽引役という観点から企業収益を分析するものであり、海外事業の利益をバーチャル的に取り込む連結決算データよりも「法人企業統計」財務データのほうが分析目的に合致するためである。また、分析対象はサンプルが全数抽出であり、長期間の時系列分析にも一定耐えうる大企業（資本金10億円以上）とした。

図表１　経常利益の推移（全産業大企業）



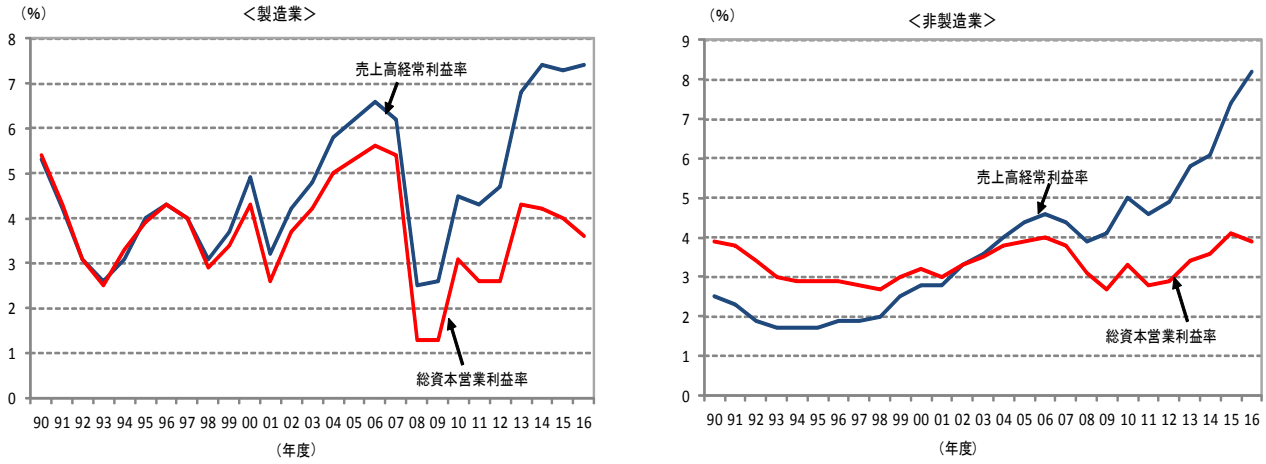
（注）大企業：資本金 10 億円以上
（資料）財務省「法人企業統計」

2．上昇する売上高経常利益率、低迷する総資本営業利益率

まず、収益力を示す代表的な指標である売上高経常利益率と総資本営業利益率の推移を、製造業と非製造業について見ると、売上高経常利益率は製造業・非製造業とも過去最高を更新し続けている一方[注2)]、総資本営業利益率は、製造業ではリーマン・ショック前の6～7割の水準に止まり、非製造業でもようやくリーマン・ショック前の水準に達した程度であり、足元では両部門ともやや低下するなど、2つの収益力指標は対照的な動きとなっている（図表2）。

売上高の伸び以上に経常利益（営業利益+営業外利益）が増えている一方、総資本を増やしても営業利益が伸びていないという両指標の乖離はどう解釈すべきであろうか。収益力は真に向上したと言えるのだろうか。

図表２　主要収益力指標の推移



（注）対象は大企業（資本金 10 億円以上）
（資料）財務省「法人企業統計」

注2) 非製造業の売上高経常利益率が高まっているのは、売上高が小さく、多額の受取配当金を得るがゆえに利益率が高い純粋持株会社（サービス業に分類）が 90 年代後半以降に急増したことの影響が大きい。なお事業持株会社は主要事業の業界に分類される。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

そこで、総資本営業利益率低迷の要因を探るべく、総資本営業利益率（営業利益／総資本）を総資本回転率（売上高／総資本）と売上高営業利益率（営業利益／売上高）に分け、また売上高営業利益率を売上総利益率（売上総利益／売上高）と売上高販売費比率（販管費／売上高）に分けて、それらの推移をチェックすると、総資本営業利益率の低迷は、専ら総資本回転率の低下によって引き起こされたことが分かる（図表3）。

売上高営業利益率は、人件費、減価償却費、諸経費を抑制したこと、売上総利益率を高めたこと（コスト圧縮に加え、製造業は為替円安、非製造業は販売価格引き上げによるものと推察される）により堅調に推移している。

図表3　　総資本営業利益率の要因分解

＜製　造　業＞

年度	総資本営業利益率	総資本回転率	売上高営業利益率	売上総利益率	売上高販管費比率
00	4.3	0.90	4.8	21.4	16.6
01	2.6	0.84	3.1	20.6	17.5
02	3.7	0.87	4.2	20.9	16.6
03	4.2	0.89	4.8	21.2	16.4
04	5.0	0.93	5.4	21.1	15.7
05	5.3	0.95	5.6	20.5	14.9
06	5.6	0.96	5.8	20.3	14.5
07	5.4	1.00	5.4	19.3	13.9
08	1.3	0.94	1.4	16.5	15.1
09	1.3	0.83	1.6	17.6	16.1
10	3.1	0.88	3.5	18.9	15.4
11	2.6	0.86	3.0	18.6	15.7
12	2.6	0.85	3.1	18.7	15.6
13	4.3	0.87	4.9	20.2	15.2
14	4.2	0.85	5.0	20.3	15.3
15	4.0	0.80	5.0	21.1	16.1
16	3.6	0.76	4.7	21.5	16.8

＜非　製　造　業＞

年度	総資本営業利益率	総資本回転率	売上高営業利益率	売上総利益率	売上高販管費比率
00	3.2	0.89	3.6	19.2	15.6
01	3.0	0.87	3.5	19.6	16.1
02	3.3	0.86	3.8	19.7	15.9
03	3.5	0.86	4.1	20.1	16.1
04	3.8	0.88	4.3	19.9	15.7
05	3.9	0.89	4.4	19.5	15.1
06	4.0	0.90	4.4	19.3	14.9
07	3.8	0.90	4.2	18.9	14.7
08	3.1	0.82	3.7	18.9	15.2
09	2.7	0.69	3.9	21.3	17.3
10	3.3	0.70	4.8	21.5	16.7
11	2.8	0.68	4.2	20.4	16.2
12	2.9	0.67	4.4	20.3	16.0
13	3.4	0.68	5.0	20.2	15.3
14	3.6	0.66	5.4	20.6	15.3
15	4.1	0.62	6.5	23.1	16.6
16	3.9	0.59	6.5	22.9	16.4

（注）対象は大企業（資本金10億円以上）
（資料）財務省「法人企業統計」

3．日本企業の事業投資会社化と収益構造の変化

総資本回転率の低下は、一般的には、売上高につながらない資産が増加しているとの意味での資産効率の低下を意味するが、その実情と背景を探るべく、総資本（＝資産合計、以下同じ）の構成の変化を、主要項目の総資本全体に対する比率で見てみよう。

それによると、この10数年の間、日本企業の資産構成は大きな変化を見せている。すなわち、①有形固定資産の比率が低下し、②「投資その他の資産[注3)]」の比率が上昇し、有形固定資産の比率を大きく凌駕し、③現金・預金の比率はリーマン・ショック後は高まっているが、有形固定資産や「投資その他の資産」よりもかなり低い水準である。

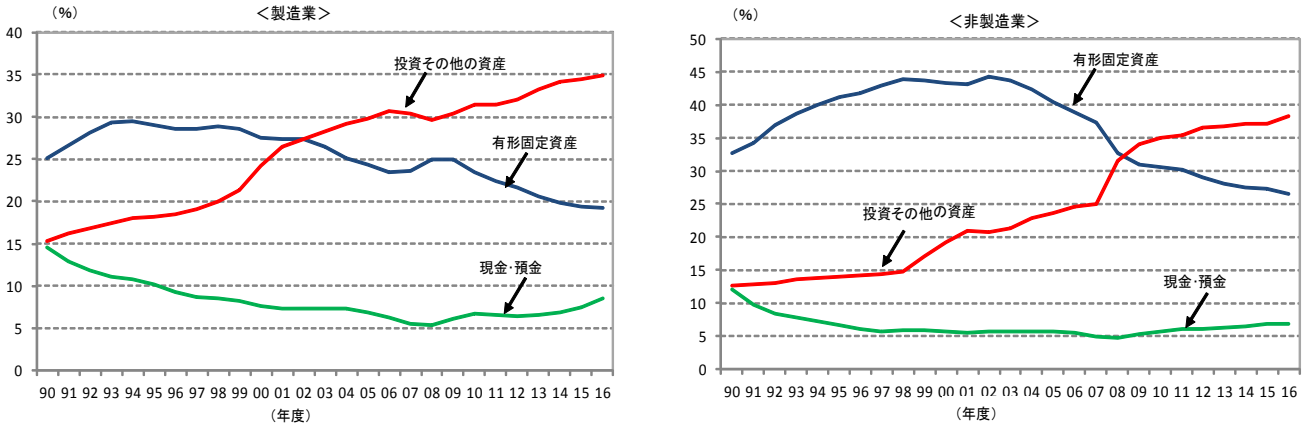
こうした姿は製造業・非製造業に共通したものとなっている[注4)]（次頁図表4）。

「投資その他の資産」比率の上昇は、「グローバル化対応」「新興国の成長取り込み」「株主重

注3)「投資有価証券（株式、その他有価証券）＋その他」にて構成される科目。
注4) 非製造業の「投資その他の資産」比率が1999年度、2008年度前後でジャンプしているのは、前者は法令改正を機に、大型純粋持株会社が設立されたこと、後者は日本郵政グループが集計対象に入ったためと推測される。

視」「時間を買う経営戦略」等の経営テーマに対応すべく、近年の日本企業が行ってきた活発なM&A、資本参加といった対外直接投資の増加（図表5）を映じたものである。有形固定資産比率の低下は、国内市場の縮小観測等を背景に国内向け設備投資を抑制し続けたということである。

図表4　　総資本（＝資産合計）の構成の推移（主要項目別対総資本比率）



（注）対象は大企業（資本金10億円以上）
（資料）財務省「法人企業統計」

図表5　　対外直接投資の推移（民間非金融法人）

（資料）日本銀行「資金循環勘定」

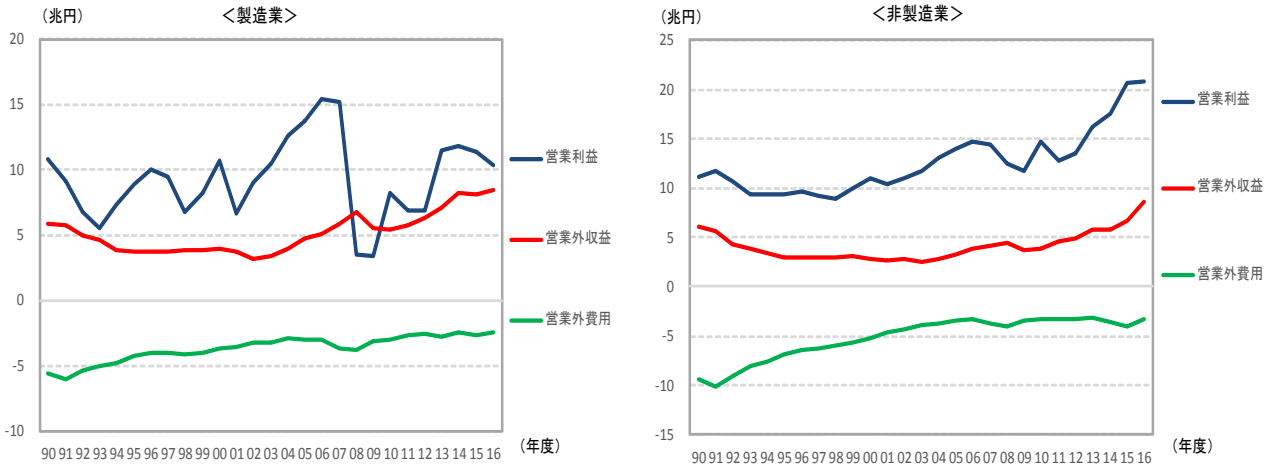
こうした企業行動によって、近年の日本企業は、生産設備・販売拠点の拡充を企図し、有形固定資産を増やす伝統的な設備投資よりも、支配下企業・事業を増やすべく買収・出資する株主資本投資に軸足を置くという意味での事業投資会社的な性格を強めてきたと言える。

このことは、総資本のうち、国内の生産・販売活動には直接つながらず、その成果や果実が売上高や営業利益に反映されない資産の割合を高めることになった。このため、日本企業の収益構造には、①総資本が増えたほどには売上高も営業利益も増えなくなった（よって総資本回転率は低下し、総資本営業利益率は伸び悩んだ）、②同時に、総資本のうち、国内の生産・販売活動に直接つながらない部分からもたらされる利益（受取配当金、経営指導料などの営業外収益）が増えた、③このため、営業外利益（営業外収益－営業外費用）は増加し続けたので、経常利益(営業利益＋営業外利益)は売上高の伸び以上に増えるようになった（よって売上高経常利益率は上昇した）－という変化が起こることとなった。

ややラフに言えば、日本企業の収益力は高まったとは言え、それは国内生産・販売活動を基盤とする収益力が高まったことによるものではなく、それ以外の収益が増加したことによるところが大きいということである。

こうした変化を収益構成面で確認すると、製造業・非製造業とも営業外収益が拡大し、その規模は製造業では営業利益に迫るものとなっている。その一方、営業外費用は支払利息の大幅減少等により減少傾向が続いたことから、収益全体における営業外利益（営業外収益－営業外費用）の存在感が着実に高まっていることが窺われる[注5)]（図表6）。

図表6　　営業利益、営業外損益の推移



（注）対象は大企業（資本金 10 億円以上）
（資料）財務省「法人企業統計」

4. 日本企業の収益拡大に隠された問題①：低下する労働装備率

では、「日本企業が事業投資会社的性格を強め、国内の生産・販売活動には直接つながらない資産を増やしたことによって達成された収益の拡大、収益力の向上」は、どのように評価すべきであろうか。

一般的には、①上述のように日本企業の事業投資会社的行動は「グローバル化対応」「新興国の成長取り込み」「株主重視」といった課題に対応したものであり、②その結果、成長や収益源の多様化が実現し、③最終利益も株主への配当も増えている－ことから、ポジティブな評価が与えられている。

しかし本稿の問題意識である「日本企業は、日本経済全体の生産性向上や潜在成長率の引き上げを主導できるのか」という観点から見ると、次の点において疑問が残る。

第一は、国内設備投資を手控え、有形固定資産比率を低下させた結果、労働装備率（従業員1人当たり有形固定資産）が低下していることである（次頁図表7）。労働装備率は 2000 年代入り

注5) 非製造業は製造業とやや異なり、営業利益も営業外収益と並んで拡大しているが、非製造業に含まれる純粋持株会社の受取配当金や経営指導料等が大幅に増加し、営業利益、営業外収益を押し上げているためである。

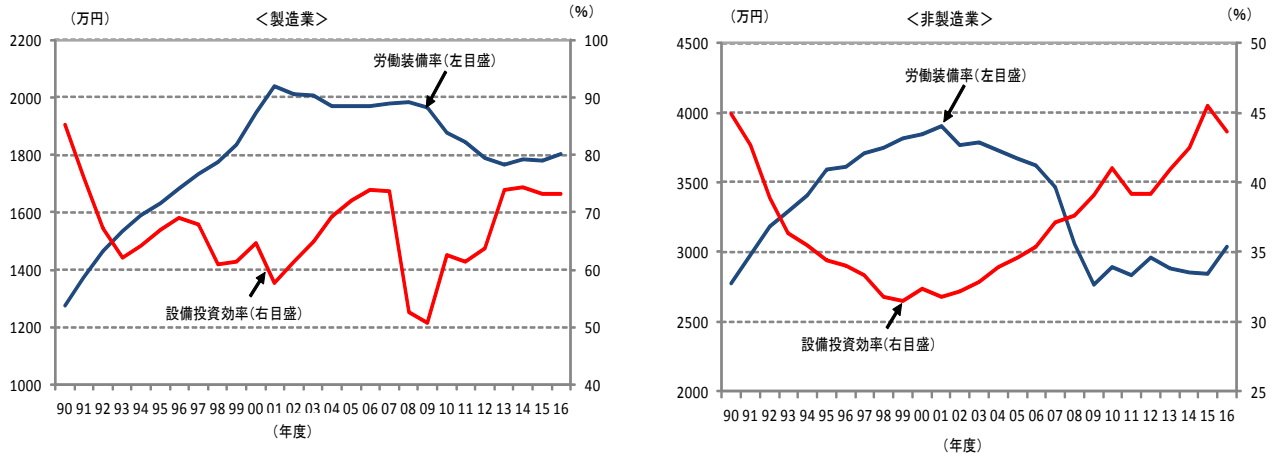
から頭打ち～微減傾向にあったが、リーマン・ショック後は更に下方屈折し、足元の水準は90年代後半並みまで低下している。

労働装備率は大きければ良いというものではないが、超高齢化を伴う労働力不足時代を乗り切るためには、生産・物流・販売など幅広い領域において、設備の老朽化を放置せず、AI、ロボット、IoTなど最先端技術を集約した設備、新製品サービス、社会システムを構築し、物的・付加価値両面での生産性を向上させなければならない。そのためには、国内における労働装備率の拡充は不可欠である。「投資その他の資産」からの果実を増やしても、海外における設備投資を増やしても、その代替を果たせるものではない。設備投資効率（付加価値額／有形固定資産）は増加しているが、これは分母を絞り込んだためであり、額面通り評価できるものではなかろう。

設備投資を抑制し、労働装備率が低水準に止まったままでは、日本経済全体の生産性も潜在成長率も高まらないことが懸念される。

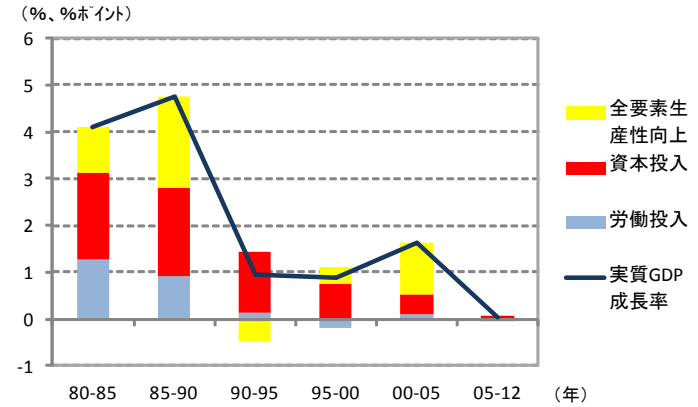
実際、わが国の実質GDP成長率を生産要素毎の寄与度で見ると、90年代以降の成長率のマイナス寄与は、全要素生産性と資本投入は同程度のものとなっている（図表8）。設備投資の減少・抑制が直接（資本投入の減少）、間接（設備の陳腐化、最新鋭設備導入の遅れ等による全要素生産性の低下）に成長率を低下させたと考えられる。

図表7　　労働装備率と設備投資効率の推移



（注）対象は大企業（資本金10億円以上）
（資料）財務省「法人企業統計」

図表8　　実質GDP成長率の生産要素別寄与度（年平均）



（資料）経済産業研究所「JIPデータベース」

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

5. 日本企業の収益拡大に隠された問題②:支払配当金と設備・人的投資とのバランス

第二は、上記のような投融資政策に傾いてきた企業の資金使途に係るバランスである。

リーマン・ショック後の人件費(従業員給与＋従業員賞与)、設備投資、支払配当金の推移を見ると、製造業・非製造業いずれにおいても人件費・設備投資は横ばい～微増に止まった。設備投資の回復は極めて緩慢であり、足元の水準はリーマン・ショック前のピーク時の7割強に止まっている(図表9)。

一方、支払配当金は2000年代前半から増加し、リーマン・ショック時に一時落ち込んだものの、その後は、製造業では2009年度:3.1兆円→2016年度:6.5兆円、非製造業では2009年度:3.9兆円→9.0兆円と著増し、製造業では設備投資(2016年度:8.3兆円)に迫る水準となっている(図表9)。

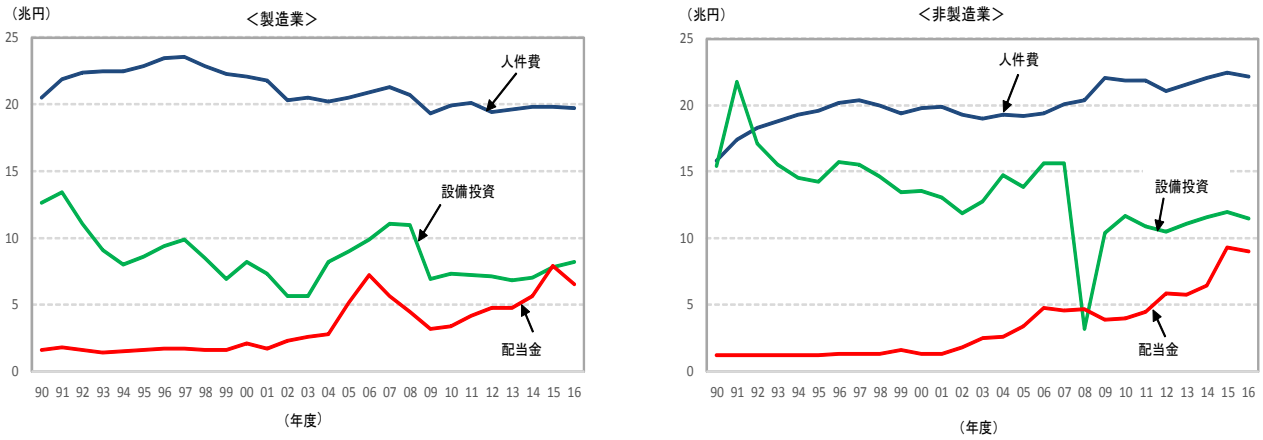
企業が収益拡大の果実を配当・増配によって株主に報いるのは当然であり、当面、使途がない資金を株主に還元すること自体を直ちに問題視する必要はない。また、増配やそれを好感した株価上昇が家計の所得や消費支出を支えた効果もあったであろう。しかし今後、人口オーナス進行が加速する下にあって、日本企業には、たとえすぐに収益化しなくとも、生産性向上を実現するための最新設備の導入や新製品サービス開発が期待されている。それにもかかわらず、国内設備投資は控えられ、労働装備率低下が放置されてきた。

この間、日本企業における海外株主保有比率は一貫して高まり、直近では約3割に達した(次頁図表10)。それに伴って海外勢のみならず国内勢でもいわゆる「モノ言う株主」が増加してきた。

これらのことを勘案すると、日本企業の投融資並びに余剰資金の使い道の判断においては、株主圧力が高まる中で株主重視に過度に傾き、設備・人的投資とのバランスを欠いた面はなかっただろうか。

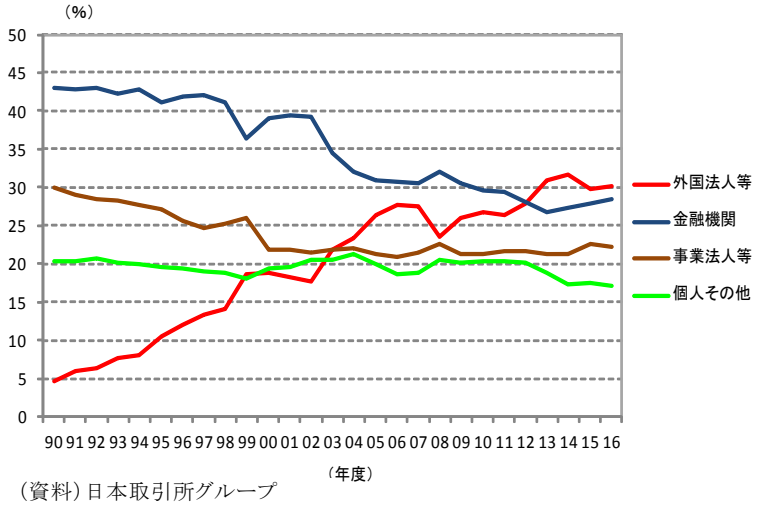
巷間では、日本企業の積み上げた多額の現預金を問題視し、これを設備投資や賃上げに向かわせるべしとの指摘が多い。それには一定の理があるが、上記のような労働装備率の低下や人件費伸び悩みに伴う人的資本蓄積の遅延懸念を勘案すると、余剰資金の“溜め込み”のみならず、その“流出”の面でも問題なしとしない。

図表9　　人件費、設備投資、支払配当金の推移



(注)対象は大企業(資本金10億円以上)
(資料)財務省「法人企業統計」

図表 10　　投資部門別株式保有比率の推移



（資料）日本取引所グループ

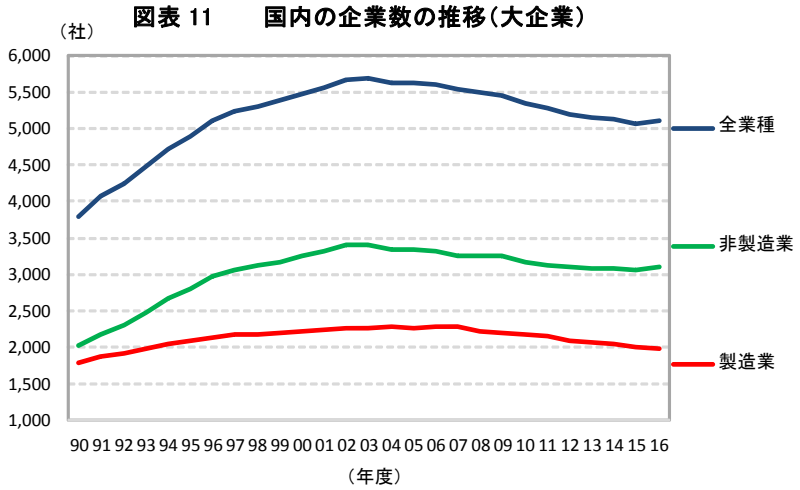
6. 日本企業の収益拡大に隠された問題③：増えない企業数

第三は、日本企業の収益拡大が企業の増加につながり難くなっていることである。

資本金10億円以上の企業数[注6)]について見ると、リーマン・ショック前の2000年代前半から頭打ちとなり、その後漸減傾向にあったが、日本企業の増益基調が続いている最近5年間においてもその傾向になかなか歯止めがかからず、2016年度に至ってようやく微増を見た（図表11）。

グローバル競争環境の激化に伴う淘汰、経営者の高齢化や後継者不足による廃業、選択と集中を推し進めたことによる企業統合・再編、企業の資金調達市場におけるリスクテイカーの不在等、様々な要因が考えられるが、そうした逆風を跳ね返して一定規模以上の企業数が維持・増加されるという活力を、日本企業の収益拡大が生み出せていないということである。

図表 11　　国内の企業数の推移（大企業）



（注）対象は大企業（資本金10億円以上）
（資料）財務省「法人企業統計」

注6)「法人企業統計（財務省）」において全数調査を行っている資本金10億円以上の企業の標本数。

7. 懸念される日本企業と日本経済とのベクトルの不一致

日本企業は、日本経済の成長力の低下、国内市場の伸び悩み、グローバル化の進展、株主圧力の高まり等に対応し、ピュアな実業会社に事業投資会社的な性格を具備することで、収益の多様化と拡大を図り、株主配当も増やしてきた点では評価できようし、株式市場や投資家の要望にも応えてきたと言えるだろう。

しかし以上見てきたように、今日の収益水準・収益力は、設備投資、人的投資、労働装備率を抑制しつつ達成された面が強い。こうした企業行動は、わが国が未曾有の人口減少社会の到来を見据え、国内においてAIやIoT等先端技術を最大活用した資本設備や人材を蓄積し、新成長分野を発掘・育成すべき重要な時期であることを勘案すると、日本経済全体にとっては、あらまほしき姿とはやや距離があるように思う。従来、日本企業の行動と日本経済のベクトルはほぼ一致し、政策形成や情勢判断もそのことを前提としてきたが、両者の間に不一致が生じてきたとも言える。

日本企業の増益基調は世界同時景気回復という追い風も手伝って、まだしばらく続くであろうが、これが日本経済の持続的な成長につながる絵姿は明確に描けていない。

【補論：主要業界の事業投資会社化】

本稿では、日本企業の投融資行動とその影響を総体的かつマクロ的に捉えるために「製造業」と「非製造業（除く金融保険）」という大括りで分析を行ったが、業種レベルに降りると、日本企業の事業投資会社化とも言うべき姿、すなわち①総資本（＝資産合計）において、国内の生産・販売活動に直接つながりにくい「投資その他の資産」が大幅に増加し、②収益構成では「投資その他の資産」を源泉とする受取配当金等の営業外収益のウエイトが高まり、③設備投資ひいては有形固定資産が伸び悩み、労働装備率は低下し、人件費も抑制気味である一方、④支払配当金が設備投資と遜色ない水準まで増加する－という姿と相似形ないし近似形を示しているのは、製造業では自動車同付属品、情報通信機械含む電気機械、非製造業では情報通信業、卸売業（総合商社が含まれる）等である。グローバル経営を展開する主要リーディング産業によって、今日の日本企業の事業投資会社化が主導されていると言える（次頁図表12）。

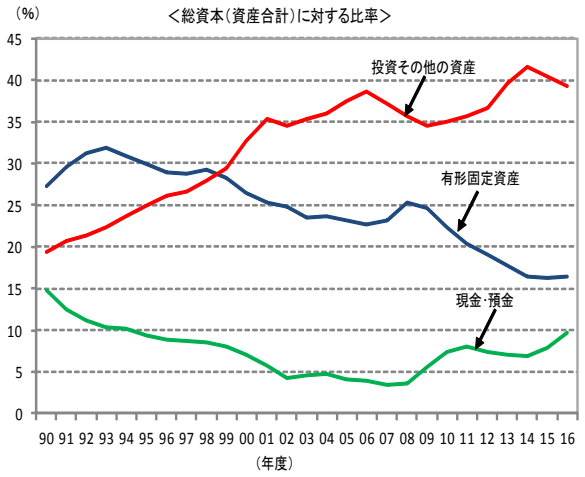
自動車、電気機械、情報通信業といった技術革新が激しくも成長性が見込める業界で、日本国内に最新鋭の研究開発・生産拠点が構築され、それが国内投資を誘発し、人的資本も蓄積・拡充されるのか、一抹の懸念が残る。

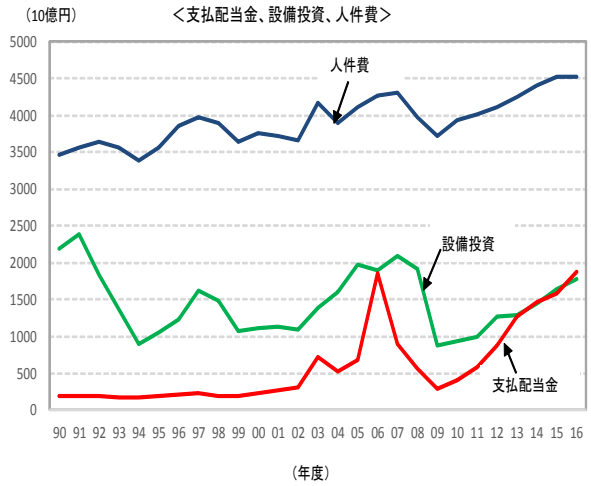
事業投資会社化を象徴し、主導しているのがサービス業に含まれる純粋持株会社である（次頁図表13）。受取配当金や経営指導料等を中心に事業利益（営業利益＋営業外収益）は2009年度：0.8兆円→2016年度：7.9兆円と急増し、非製造業全体に占めるシェアも2009年度：5.5%→2016年度：26.9%となった。支払配当金も2009年度：0.6兆円→2016年度：2.7兆円と増加し、非製造業全体に占めるシェアも2009年度：15.7%→2016年度：29.8%となっている。

建設、小売業、純粋持株会社除くサービス業といったグローバル色が低く、内需依存度が強い業界では、支払配当金は増えているが、「投資その他の資産」の比率は横ばい～低下気味であり、労働装備率は上昇するなど、事業投資会社化は比較的希薄であると言える。

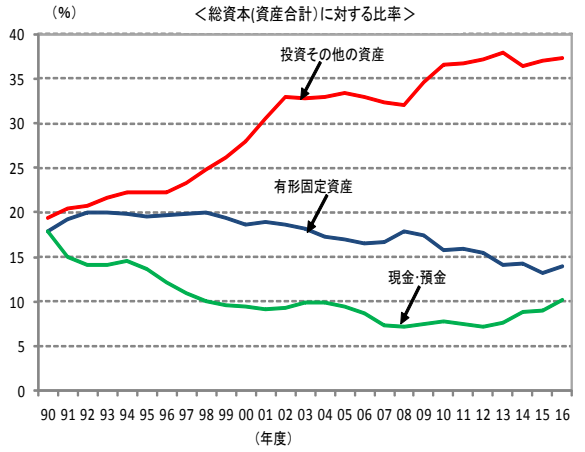
図表12　　主要財務指標の推移

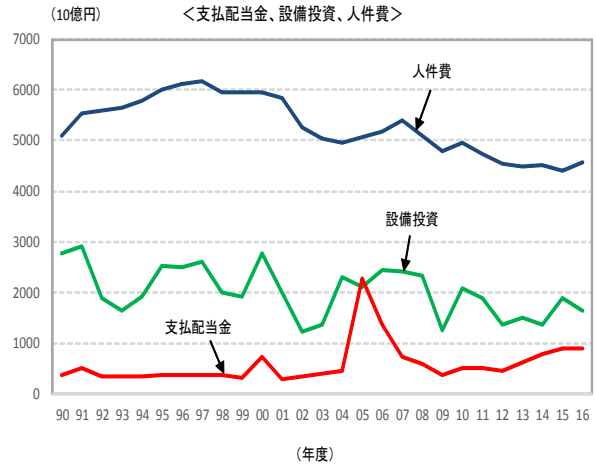
【自動車同付属品】



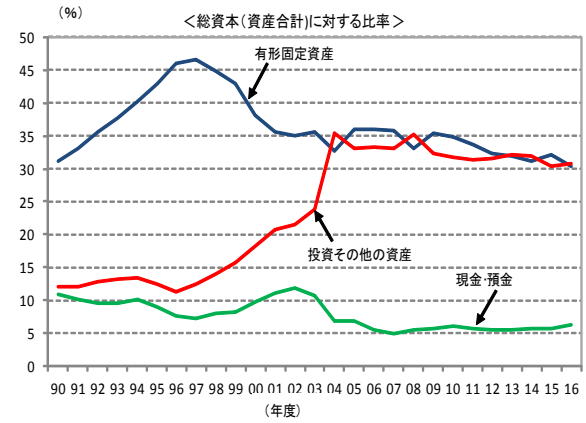


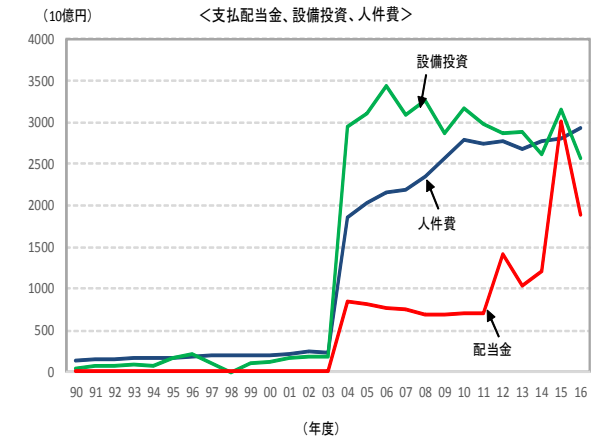
【電気機械(含む情報通信機械)】





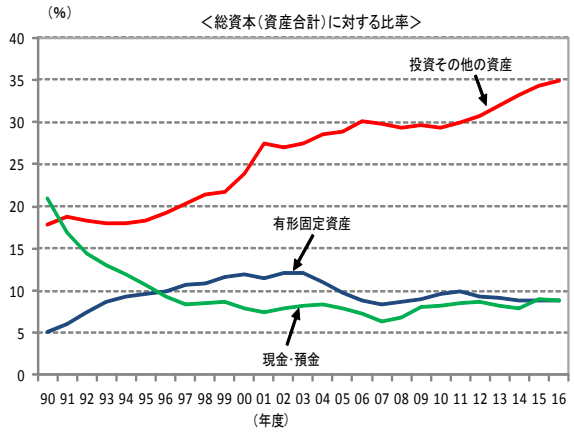
【情報通信業】: 2004年度の業種区分見直しにおいて、事業所サービス業からIT関連企業が、その他運輸･通信業から通信会社が移管されたため、同年度前後でデータの連続性はない。

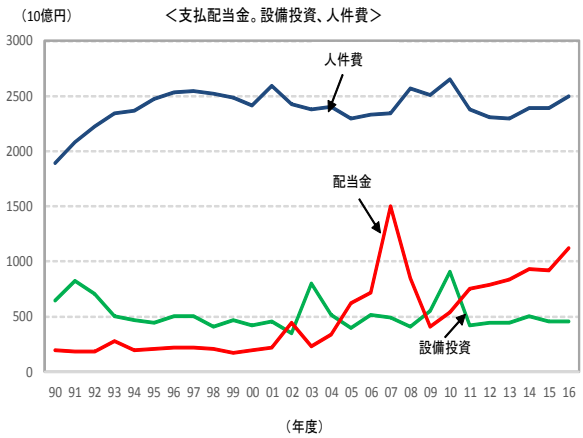




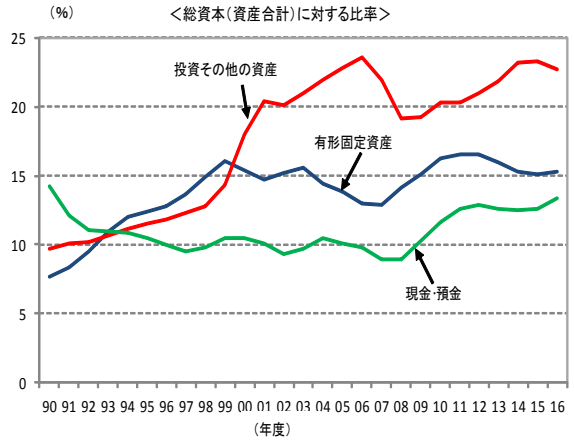
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

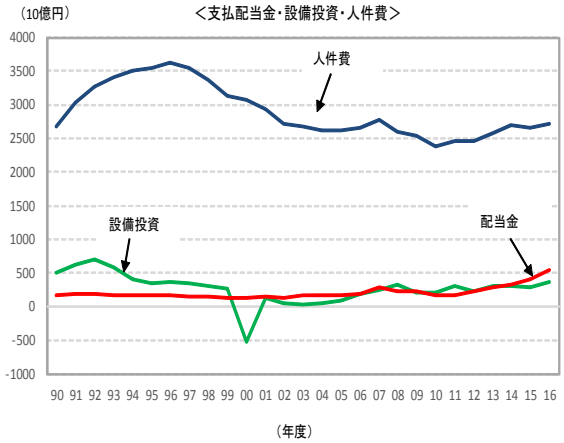
【卸売業】



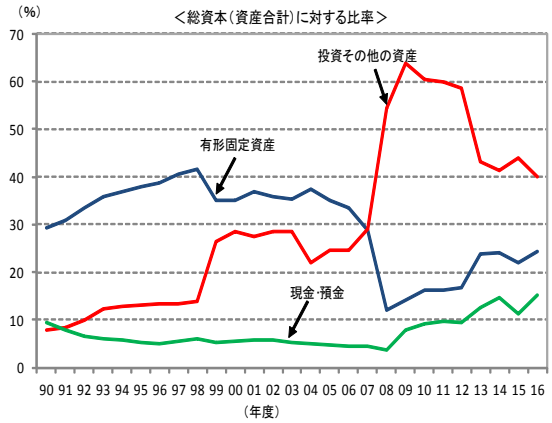


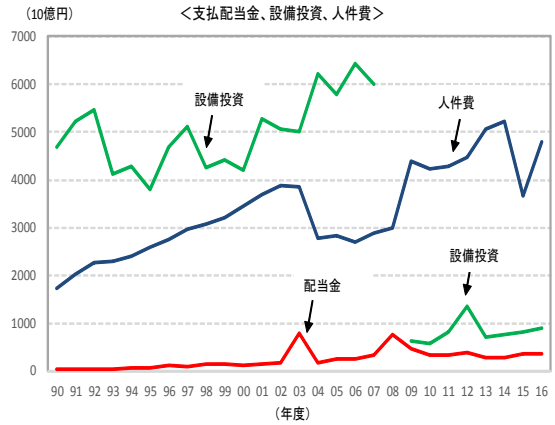
【建設】





【サービス業(除く純粋持株会社)】2009年度の業種区分見直しにおいて、リース業が除外され、日本郵政グループが集計対象となった。このため同年度前後でデータの連続性はない。

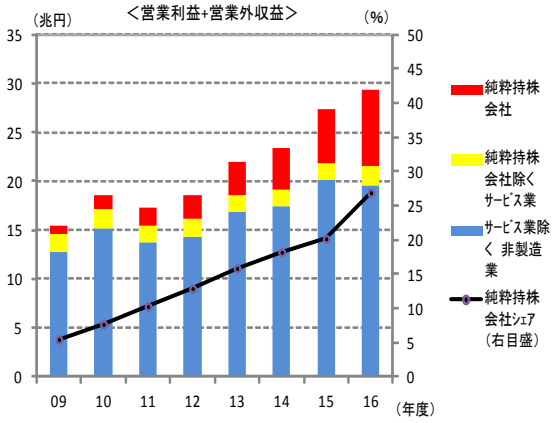


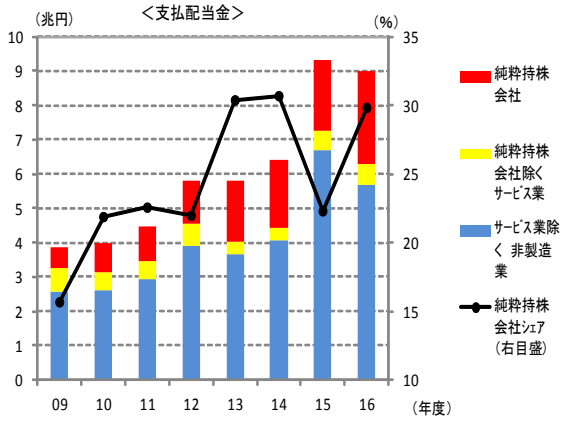


(注)対象は大企業(資本金10億円以上)
(資料)財務省「法人企業統計」

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表 13　純粋持株会社の収益と支払配当金の推移





(注)対象は大企業(資本金 10 億円以上)
(資料)財務省「法人企業統計」

（フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木利公: Kaneki_Toshikimi@smtb.jp ）

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

中国の構造的な問題解決に影を落とす“暗黙の保証”

～安心が慢心を育み、慢心が安心を蝕む～

＜要旨＞

近年、中国では高い経済成長の陰で各種構造的問題が蓄積され、特に巨額債務は経済・金融システムにとって大きなリスクである。当局は貸し手と借り手の双方に“暗黙の保証”を提供することで、金融システムに安全網を提供してきたが、その暗黙の保証は負の側面を持合わせ、市場参加者の信用リスク評価の眼を曇らせ、むしろ市場参加者のリスクテイク意欲を刺激した結果、過剰借入・過剰投資・過剰生産能力といった構造的問題を深刻化させた。それは当局規制の効果を損なうことにもなった。更に暗黙の保証を享受できる国有企業が隆盛し、民間企業の成長機会を圧迫する「国進民退」にも繋がった。

そもそも、暗黙の保証による安全網には限界が有る。債務の膨張や貸倒れが限界を超えれば、暗黙の保証への信頼が一挙に揺らぎ、加速度的な債務回収を招く虞が強い。当局の対応能力を一気に突き破るリスクがある。中国政府は、これまでにも対症療法的に構造的問題に取り組んできたが、根本的な解決には至っていない。先の党大会以降取り組みを加速させており、その政策評価はこれからではあるが、暗黙の保証が根絶されない限り、根本的な問題解決は難しいと見ている。

1．危機防止のための“暗黙の保証”

中国では近年、高い経済成長の陰で各種構造的問題が蓄積されている。具体的には、投資偏重の経済成長や一部産業における過剰生産能力の問題、国有企業を中心に抱える債務問題などが挙げられる。特に債務問題は、貸倒れの急増や金融システムの混乱につながりかねず、経済・金融システムに大きなリスクをもたらしている。2017年央時点において、金融部門を除く社会全体の債務規模はGDPの256％に上り、国有企業の債務はその約半分を占めている（図表1）。

図表1　非金融部門の債務規模の内訳とGDP比

（2017年6月）	兆元（1元≒17円）	ウェイト	債務対GDP比
非金融部門の債務合計	201	100%	256%
うち政府部門の債務	36	18%	46%
うち家計部門の債務	37	18%	47%
うち企業部門の債務	128	64%	163%
うち国有企業	94	47%	120%

（資料）国有企業の債務規模は中国財務省データ、その他はBISデータ、三井住友信託銀行作成。

中国当局はこれまで、借り手・貸し手の双方を対象に、規制を強化することで債務の圧縮を図ると同時に、危機の発生を防ぐための暗黙の保証[1]や支援を提供することで、債務問題の顕在化を封じ込めるための安全網を構築してきた。

2. 暗黙の保証の弊害と限界

(1)暗黙の保証は各種構造的問題の深刻化につながり、当局規制の効果を損なう

危機の防止に一定の効果を持つ暗黙の保証は、各種構造的問題の深刻化につながり、経済・金融システムに大きな弊害をもたらしている。

中国に存在する主な暗黙の保証は、図表2の通り。暗黙の保証の提供者は政府やその意思に従う中央銀行、金融機関である。一方、保証を受ける先は国有企業や地方政府[2]、金融機関といった政府に関係する市場参加者に偏っている。

図表2　中国に存在する主な暗黙の保証

		保証を受ける者	保証を提供する者
1	国有企業債務に対する保証	国有企業 (地方政府融資平台*も含む)	政府
2	地方政府債務に対する保証	地方政府	上級政府・中央政府
3	金融機関に対する流動性サポート(保証)	銀行等金融機関	中央銀行、政府
4	理財商品や信託商品等投資商品に対する元本保証	投資家 (個人、企業、金融機関等)	銀行や信託会社といった投資商品の発行・販売機関

(*)地方政府融資平台は、地方政府によるインフラ建設等を行うための資金調達を担う国有企業である。
(資料)報道等各種情報に基づき、三井住友信託銀行が整理、作成。

暗黙の保証の存在は、市場原理に基づく信用リスク評価を阻害することで、市場参加者のモラルハザードを助長し、過度なリスクテイクにつながっている。

国有企業や地方政府といった暗黙の保証が受けられる先は、事業・経営が上手く行かなくても、自身の抱える債務が最終的に国に肩代わりされるのであれば、負債を増やして投資を行い、事業を拡大させるインセンティブが働いた。

一方、銀行など金融機関は、暗黙の保証による安全網に庇護される国有企業は民間企業よりも安全と判断し、国有企業に積極的に貸出を増やすインセンティブが働いた。また、安全網の内側にある複数先の選択に際しては、最終的に全員が救われるのであれば、高リスクであってもより高い収益が得られる先に優先的に資金提供を行うインセンティブが働いた。同様の理由から、投資家も、暗黙の保証が付いている高収益(≒高リスク)の投資商品に資金を投じることになった。

---

[1] 特別な目的により明確な保証も一部存在する。但し、中国政府は近年、政府や金融機関といった保証提供者の隠れ債務と見なされることを回避するために、これらの先による保証の提供を原則禁止している。

[2] 中国の地方政府は規制当局であると同時に、インフラ建設等を主導する市場参加者でもある。

その結果、暗黙の保証が受けられるからとして、経営効率や財務状況が悪い先でも資金調達ができ、事業の継続・拡大が可能となっている。暗黙の保証はこのようにして、非効率企業を存続させ、過剰借入・過剰投資・過剰生産能力を増やし構造的問題の深刻化につながり、国有企業が隆盛し民間企業の成長機会を圧迫する「国進民退」問題の一因にもなっている。

更には、暗黙の保証の存在は当局規制の効果を損なうことにもなった。高リスク先への資金供給の抑制を狙って当局規制を行っても、暗黙の保証がある限り高リスク先への志向は止まらず、形を変えて資金提供が続けられることとなった。対象先本来の信用力評価が疎かなままで投融資活動が行われたため、債務の膨張のみならず、水面下では貸倒れ予備軍が増加している可能性がある。

「上に政策有れば、下に対策有り」と揶揄される規制当局と市場参加者のイタチゴッコは、これまでの中国で数多く見られ、各種構造的問題の解決を難しくしている。

(2)暗黙の保証による安全網の限界

中国の政府債務比率はGDP対比46%(前掲図表1)と表面的には低水準だが、暗黙の保証が政府の巨額な隠れ債務との見方が広まり、中国のソブリン信用力に影を落としている。当局の対応能力は無限でないため、暗黙の保証による安全網は、単発・局地的には有効でも、集中多発的に噴出する問題には対応しきれない可能性が高い。債務規模の拡大や貸倒れの増加が一定水準(臨界点)を超えた場合、安全網の有効性を懐疑する見方が台頭し、加速度的な債権回収につながり、危機が安全網の対応能力を突破し、自己増殖的に拡がる恐れがある。

社会全体の債務総額がGDPの256%に上る状況を鑑みれば、更なる債務規模の膨張を抑制しコントロールすることは、中国政府にとって喫緊な課題といえる。

3. 各種構造的問題に対する当局の取り組み

(1)先の党大会以降、構造的問題への取り組みが加速

2017年秋に開かれた共産党大会以降、構造的問題への取り組みが加速している。党大会では、経済成長のスピードよりも成長のクオリティを重視し、持続可能な経済発展モデルに転換すること、同国が抱える各種構造的問題を解決することなどが掲げられた。

大会の後から足元にかけ、銀行や信託会社など資金供給側にある金融機関を対象に、債務問題のコントロールとそれに起因する金融リスクの防止を目的とする一連の規制強化が発表されている。そのなか、これまでも何度発表されていた、理財商品や信託商品等に対する元本保証の禁止が再び強調された(次頁図表3)。

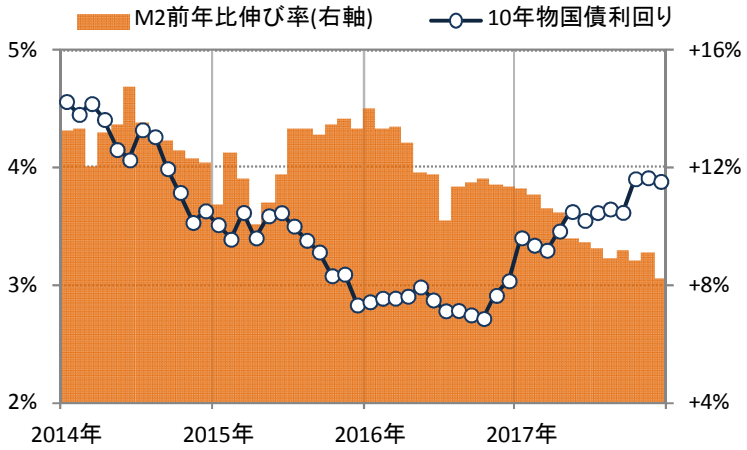
図表3　党大会後に発表された規制抜粋

主な規制発表		発表時期	規制対象	内容
①	金融機関による資産管理業務の健全化に関する意見募集（規制案）	2017年11月	銀行、信託会社等金融機関	資産管理業務のリスク管理強化（レバレッジ規制や投資商品毎の分別管理など）、**投資商品への元本保証の禁止**
②	商業銀行の流動性リスク管理ルール強化	2017年12月	銀行	銀行の流動性管理ルールの厳格化（流動性カバレッジ比率、安定調達比率、流動性マッチング比率等の指標に関る規制水準明示）
③	P2P（個人間）インターネット融資に関するリスク管理強化	2017年12月	オンライン金融業者	急拡大するオンラインにおけるP2P融資に対する監督強化
④	銀行・信託会社間の投融資に関する規制強化、銀行の委託貸出業務に関する規制強化	2017年12月	銀行、信託会社等金融機関	銀行が信託会社などシャドーバンキングと業務提携を行うことにより、当局規制を回避し高リスクの投融資を行うことに対する管理監督強化
⑤	インターバンク市場業務に関するリスク管理強化	2018年1月	銀行、信託会社等金融機関	インターバンク市場における金融機関の高リスク取引に関する規制強化

（資料）報道等各種情報に基づき、三井住友信託銀行が整理、作成。

また、中銀のインターバンク市場オペにより市場金利が高めの水準に誘導され、M2 マネーストックの前年比伸び率が 12 月には+8.2%と過去最低水準に鈍化するなど、債務規模をコントロールするために引き締め気味な金融環境が作り出されている（図表4）。

図表4　貨幣供給量と金利水準の推移



（資料）CEICデータ、三井住友信託銀行作成。

さらに、目立った行政発表は直近なかったものの、過剰投資や過剰生産能力問題への取り組みも加速している。具体的には、採算性の観点に基づきインフラ案件の再審査が実施され、地下鉄など一部都市のインフラ建設プロジェクトが中止に追い込まれたほか、より厳格な環境基準が導入され、同基準をクリアできない製造業企業は生産停止を余儀なくされている。

（2）当局は構造的問題への対処に苦労

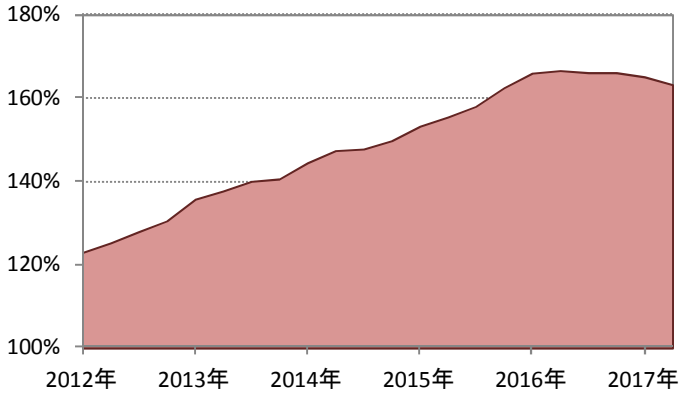
実は、中国当局は党大会のかなり前から、各種構造的問題の深刻さを認識していたが、対症療法的な対策を講じてきた結果、問題を根本的に解決出来ずにいる。

企業債務の問題については、上昇傾向にあった企業部門（金融除く）の債務対 GDP 比は 2016

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

年以降、横ばいに転じている（図表5）。貸し手と借り手の両方に対する当局のコントロールにより、さらなる債務規模の膨張に歯止めが掛かったものの、規模の削減には至っていない。

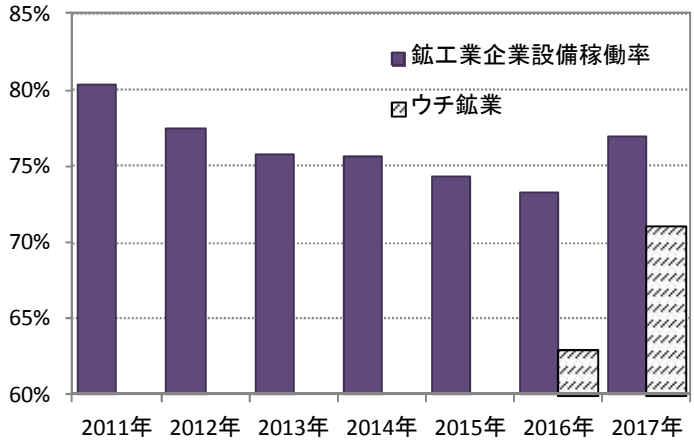
図表5 金融部門を除く企業債務対GDP比率



（資料）BISデータ、三井住友信託銀行作成。

当局は、過剰投資・過剰生産能力問題への対処にも苦労している。2015年以降、石炭業や鉄鋼業などを対象に生産能力の削減目標と期限が発表され、関連企業への資金供給を抑えるなど厳格な規制が打ち出された。その結果、生産能力の削減が進み、直近2017年末における鉱工業全体の稼働率は77%、鉱業部門は71%と、それぞれ前年より改善した（図表6）。これまでの施策は一定の効果を挙げたものの、鉱業部門を中心に依然として稼働率の改善余地が残る。

図表6 中国の鉱工業企業設備稼働率



注：鉱業部門の設備稼働率は2016年分より取得可能。
（資料）CEICデータ、三井住友信託銀行作成。

何より、暗黙の保証にはメスが入れられておらず、市場原理を軽視した過剰な借入れ、過剰な投資が誘発され易い地合いは変わっていないため、対症療法的な当局規制が一巡した後、各種構造的問題が再び深刻化する恐れがある。

4．暗黙の保証の根絶は、各種構造的問題の根本解決に不可欠

このように、金融システムの安定を意図した暗黙の保証は負の側面を持ち合わせ、過剰借入・過剰投資・過剰生産能力といった構造的問題を深刻化させた。党大会以降の政策評価はまだこ

れからではあるが、構造的問題の解決状況を見れば、早晩追加政策も必要であろう。その際、根本的な問題解決のためには、対処療法的な政策に留まらず、今や元凶とも言える暗黙の保証を徐々に除去することが不可欠と考える。国有企業や金融機関など市場参加者に、市場原理に基づく思考・行動を思い起こさせる必要がある。

但し、暗黙の保証の除去は、一部業績不振の国有企業の倒産や理財商品等からの資金流出といった短期的な痛みを伴うことになる。そのため、暗黙の保証が編み出す安全網の内側にいる既得権益層からの抵抗が予想される。実際、当局はこれまで、理財商品や信託商品に対する元本保証を禁じる規制を再三発表してきたが、投資家からの信頼を失う恐れがあることを理由に、デフォルトした投資商品への元本補填が金融機関により行われ、暗黙の保証の根絶には程遠い状況である。

暗黙の保証の除去は困難な作業となるものの、構造的問題の解決や持続可能な経済成長モデルへの転換など中国政府が先の党大会で掲げた目標を達成するために、避けて通れない道である。今後、その動きと効果に注目したい。

（海外調査チーム　盛（シェン） 暁毅（ショウイー）：Sheng_Xiaoyi@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK