■レポート———■

# 年後半からの日本経済と株式市場の見通し

三菱UFJモルガン・スタンレー証券
エクイティリサーチ部 チーフエコノミスト
**佐治　信行**

## 1．ここへ来ての世界金融市場の波乱

2015年の後半に入るや否や中国上海株式市場の急落、ギリシャ財政問題の混乱など世界経済は波乱の展開となっている。米国及び欧州と日本の量的金融緩和が世界の流動性の膨張の根本となっているのであるが、結局のところ先進国の金融緩和が新興国の経済拡大をもたらしたとはいえ、新興国の無謀な財政拡張を許した功罪は大きい。先進国の金融緊縮のタイミングを見誤れば、世界の与信膨張が一気に収縮して新興国版のリーマンショックを引き起こしかねない状況にあるとわれわれは理解せねばならない。そのリスクに先進国当局が怯えて金融緩和の出口を先送りすると、新興国の過剰与信とそれに裏付けを与えられた過剰設備が温存されることになるわけであるから、量的金融緩和の更なる持続が供給サイドのデフレ要因になる。金融引き締めに転換してもデフレ、金融緩和を続けてもデフレになる世界経済の構造の根幹には先進国の人口減少とボーダーレス化の確定がある。

〈目　次〉

1．ここへ来ての世界金融市場の波乱
2．金融緩和政策の効果
3．ギリシャの反緊縮と日本
4．中国株の急落の背景
5．中国の地方政府の多大な借金
6．中国の計算がずれ始めたか
7．中国地方債の発行
8．日本のマクロ経済
9．日本企業の資金フロー
10．日本の株式市場

## 2．金融緩和政策の効果

2013年の日銀の異次元金融緩和、この政策

の思惑的背景には1976年にノーベル経済学賞を受賞したM.フリードマン氏の「マネタリズム」がある。そして財政拡張政策の思惑的背景には1936年に発表されたJ. M.ケインズ氏の「雇用・利子および貨幣の一般理論」がある。この両理論の歴史的背景には共通するところがある。いずれの時期も、１）世界人口が大幅に増加（爆発）していた時期であること、２）第一次・第二次世界大戦及び米ソ冷戦等に代表されるボーダー化の時代であることだ。人口が減少し続けている国が極端な金融緩和策をとっても、労働力確保は困難であり、資金仲介主体（銀行他）が積極的に貸出を増加しなければ、中央銀行が増刷した貨幣は使われないままになる。その場合に諸外国との間がボーダーレス化され資金のやり取りの制約が緩いとその資金は労働力が豊富で且つそのコストが安い国に流れてその生産能力を増やす。その生産能力増加がこれもボーダーレス化の自由経済下では製品となって金融緩和国に流れ込み、価格低下圧力からインフレ期待増勢の障害になる。また、人口減少とともに高齢化が加速している国が財政拡張を目的に国の借金を膨張させれば、国民はその借金の返済が不安になり、いずれ国がその借金の返済のために増税を実施したり、社会保障費を削減したりするであろうという期待を醸成させる。これは期待所得の減少であり家計部門の貯蓄率上昇を通じて国内総需要の減退につながる。その、大規模な量的金融緩和を実施し、５年間で26兆円もの震災復興予算を財政投入だけではなく、当初予定されていた消費税引き上げも１年半先送りした国が日本である。日本は現行統計で遡れる限りにおいて2013年に家計の貯蓄率が初めて0.2%のマイナスとなった（内閣府「国民経済計算」）。財政の赤字拡張放置は国民の生活安全志向を高めて、需要サイドのデフレ要因となり国家の経済を結果的に収縮させる。人口が減っている国で財政により有効需要を起こしても、道路に穴を掘ってもそれを埋める次世代はいない。税金を納める人口は減っていくのだ。

## ３．ギリシャの反緊縮と日本

ギリシャが７月５日に実施した欧州連合（EU）から突き付けられた財政緊縮策の受け入れの賛否を問う国民投票の結果も興味深いものであった。そこで国民は「反緊縮」という結論を導いたわけであるが、地元調査会社によれば反対は18～29歳の若年層が69%で最も高かったという。失業率が25%と高止まりする中で15～24歳の失業率は55%に達しているギリシャでは失業保険を削られては困ると若者が考えるのは当然であろう。EUからの財政緊縮提案をいま受け入れないと高額所得者は将来の大型増税を予見したのかもしれない。高齢者は政府が財政緊縮を約束してくれないと自分たちの年金が大幅に削減されるという不安に襲われたのかも知れない。高額所得者と高齢者が緊縮に賛成したのに対して、

失業保険で生活する若者や将来を不安視する若者が社会福祉費を国が大幅に削減することに反対したのである。少子高齢化が日本だけでなく欧州社会に広がり始めている。ギリシャの平均年齢は41.8歳だ（2010年）。日本の44.9歳よりは若いものの欧州全体（同40.3歳）からみれば高齢化の進捗は日本並みに速い国だ。また、ギリシャは所得格差が大きいという統計もあり、弱者の将来生活不安が蔓延しやすい社会環境にあるように見える。これは日本の抱えている問題と似ているように思える。確かに、日本は国政選挙で70歳前後の国民の80%前後が投票所に出かけ、20歳代の国民は30%程度しか投票所に出かけない。しかし、仮に政権与党が「将来の年金と医療費を大幅に削減するがどうか」と国民投票に問えば果たして若者の投票率はどうなるのであろうか。いっせいに投票所に出かけて「反社会保障削減」と反対票を投ずるかも知れない。高齢化する前に、今から思えば平均年齢が30歳代のうちに、社会保障制度改革を実行する必要があったのではないだろうか。2023年には団塊の世代が75歳を超えて後期高齢者となり医療費の政府支出は急増する。同時に預金引出しから銀行の国債購入余力は消えていくのであろうから、日本政府は海外に国債IR実施、資金調達のために欧米を財務大臣が廻ることになる。これは日露戦争時の高橋是清氏、1960年前後の新幹線敷設の外国資金依存以来であり、その時の資金調達金利は５～６%であった。そうなった場合にその返済を自己理論で勝手に先送りするとその金利は20%に跳ね上がるのだ、とギリシャ問題は我が国に重要な警告を発しているように見える。

## ４．中国株の急落の背景

一方、7 月上旬に中国株の急落が起こった。この中国株は2014年11月から始まった上海株・香港株相互取引の開始以降に急騰を続けてきたものである。海外の個人、機関投資家を問わず香港経由で中国の上海市場に上場する主力株を売買できるようになったわけであるから、それまでの上海株の上昇は中国から見た外国人買いがきっかけになったものと考えられる。そこで注意しておきたいことは中国の「限売株」というシステムである。この限売株は2005年からの非流通株改革で生まれたもので、譲渡条件付きの株式。そもそも非流通株とは、1990年代の中国の開放政策の中で企業の株式化がすすめられ、発行株式数の概ね60%を非流通株として売買出来ない株式としたのであるが、その保有者は会社の役職員である。その株式は会社役職員が１株0.5元かそれ以下で購入している。この非流通株が譲渡条件、例えば３年は売却制限が付くがそれ以降は自由に売却出来る。しかしながら現時点では売却されずに大量に個人に保有されているものとみられる。この限売株が中国では住宅市況が上昇して来ると売りに出されて個人の住宅購入の頭金に充当されるケースが多い。今回の中国株の急落の需給的な遠因の

一つはこの限売株の売却にあったのではないかと思われる。

## 5．中国の地方政府の多大な借金

中国経済の抱える最大の課題は地方政府の多額な借金であり、その返済・償還が2016年から2019年にかけて集中的に顕現化して来るところにある。中国地方政府の過剰債務の象徴は不動産開発（住宅、工場）に充てられた「融資平台債」であろう。この融資平台債は現時点で6兆元の発行残高があり、その発行主体は融資平台という地方政府の下部組織である。日本で言えば「住専」に近いが、その総数は地方政府が省、市、県、そして郷という単位まで設立したものがあり7,000社前後と言われている。この融資平台債には政府保証が付いていないので組織毎の格付けは大きく異なるはずであるが、これまで暗黙の政府保証付き債券という取り扱いが保有する地方銀行の間では続いてきた。しかしここへ来てその償還が迫ってくると俄かにその安全性に対する懸念が表面化してきているようである。中国経済の減速から地方政府の税収だけではその償還資金を工面出来ないのではないかというのが投資家側の不安である。地方政府はその償還資金を当然ながら税外収入である土地売却に期待したくなる。その土地売却収入を増加させるためには不動産市況の回復が重要であり、この際空き家がいくら増加しても土地売却を進めて過去の借金返済を乗り越えねばならない。この点は中央政府も問題意識を共有するところであり、中央政府は先んじて2014年下期からそれまで実施してきた住宅保有制限（件数は2件まで、頭金60%等）を漸次解除してきた。現時点ではこの住宅保有制限は大都市Tier 1以下の都市では全面解除されており、中国国内一部都市での不動産市況は回復に向かい始めている。中国では不動産市況が回復し始めると株式市況の上値が重くなったり、反転して下落したりする場合がある。これは限売株が売却されて住宅購入の頭金に回されるからである。

## 6．中国の計算がずれ始めたか

ここでの大幅な株価下落は中国政府の計算を狂わせる。不動産価格上昇の思惑が消されてしまうからだ。そこで複数の銘柄の株式を売買停止とした。この先、今回の株価下落により個人の住宅購入の流れが止まってしまうと中国の地方政府の借金返済が滞るリスクが高まる構造である。地方政府の財政破綻が起こると地方政府向けの貸出及びその発行債券の不良化が進み、その多くを保有する地方銀行の貸出余力は大幅に低下する。これは地方経済の疲弊につながり、中国経済の根幹に係わる重要な問題に発展する可能性がある。だから、2016年から本格化する地方政府の債務返済スケジュールをどうにか政府は波乱なく乗り越えねばならないのに、ここへ来ての株

価の急落はその思惑に暗雲が垂れ込むことを意味する。

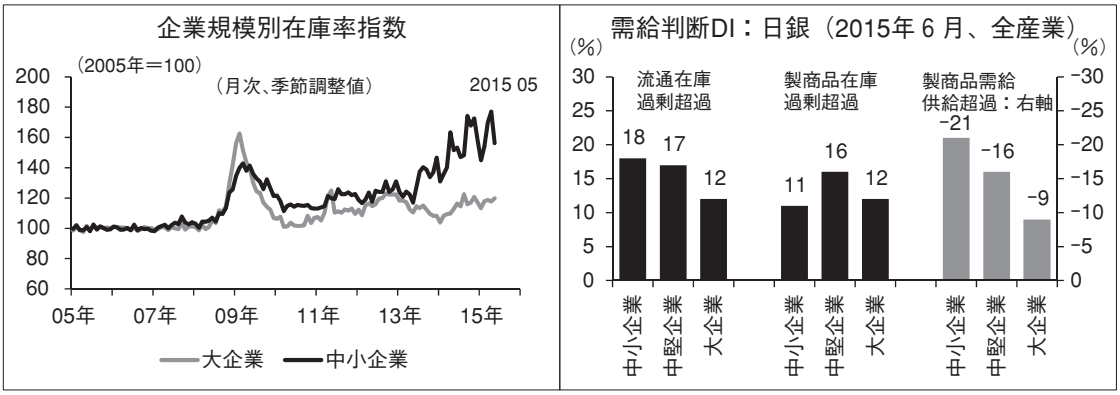
## 7．中国地方債の発行

そうした中、中国政府は2015年から年間6,000億元の枠で再び地方債の発行を始める。5月には既に江蘇省が500億元の債券を発行したが、この地方債には政府保証が付けられている。融資平台債には政府保証が付いていない。今回の地方債の発行はその目的を融資平台債の償還資金を集めるためのものだ。融資平台債を保有する地銀にとっては新発の地方債を引受けて融資平台が召喚されれば、その資産クラスは政府保証が付いた債券に交換出来る。しかも政府保証が付いている債権を保有していれば中央銀行から資金供給を受ける場合の担保になるし、貸し倒れリスクが低い債権への構成変化で自己資本比率は引き上げられて貸出余力が高まり、運転資金を要注意債権先である地元企業に流し込めばそれも正常債権化できる。既に中国人民銀行（中央銀行）は対預金預入金融機関債権の残高を4月末で3兆元とこの1年で倍増させている。これは四大国営銀行向けの貸出しとみられ、この先は地銀向けの貸出増加、つまり地方債を担保にして量的金融緩和実行、と言っても実のところ融資平台債で集めた資金の行先は過剰不動産開発であるから、中国は過去の不良債権を中央銀行に飲み込ませて問題先送りを目論んでいるように見える。従って、中国の量的金融緩和は過剰設備の温存と人民元の減価を通じて、将来的に製造業のデフレの発信源になる。

## 8．日本のマクロ経済

政府は6月18日、2016年度から2020年度の東日本大震災の復興事業費が総額6兆5,000億円程度の見込みであることを発表した。これまでの5年間は震災復興の集中期間として26.3兆円の財源確保がされてきた。その結果、わが国の2012年から2014年までの3年間の年率平均成長率1.13%のうち0.44%ptは公的需要による成長寄与であり、この3年間、直接的に経済を持ち上げた要因は東日本大震災復興のための需要であった。更に言えば、わが国の実力ベースの経済成長率は公的需要押し上げ分を除いた年率0.7%程度であって、この震災復興需要が一巡する2016年度は国内の需要不足が懸念されるところである。過去5年の26兆円の復興需要が今後5年で6.5兆円に減少すると、粗い計算になるが過去に年間5.2兆円出ていた公的需要が今後5年で年間1.3兆円になるのであるからその需要断層は3.9兆円になる。これは政府経済見通しにおける2015年度の名目GDP504.9兆円の0.77%に相当する。政府が実質成長率2%を政策目標としている中ではその3分の1以上に相当する。このように復興需要の減少による需要断層は大きい。そして一方、景況感に関わるところで目が離せない点は中小企業の在庫保有

（図表１）中小企業の製品需給




（出所）中小企業庁「規模別生産指数」、経済産業省「鉱工業生産指数」、日本銀行「短観」よりMUMSS作成

の状態である。中小企業庁「規模別鉱工業指数」によれば中小企業の在庫率が2013年以降急速に上昇し、2009年のリーマンショック後の水準を大幅に超えている（図表１）。中小企業庁の発表しているこの「規模別鉱工業指数」は経済産業省「鉱工業指数」とは別物である。一般に毎月発表数値が注目されている経済産業省「鉱工業指数」は経済産業省が集計する「生産動態統計調査」という事業所２万ヵ所のデータのうち大企業性製品、つまり大企業の生産額がその品目の総生産の50%以上を占めるモノ中心に組成されたものである。これとは別に中小企業庁が中小企業性製品を同じ「生産動態統計調査」から抽出して指数化したものが「規模別鉱工業指数」である。

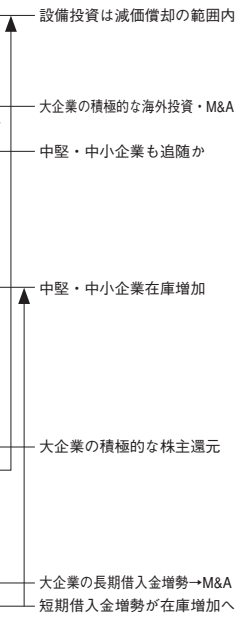
## 9．日本企業の資金フロー

企業の動向をその資金フローから見ると興味深い。法人部門の資金循環を財務省「法人統計季報」により資金調達・運用表を作成して追うと、大企業、中堅・中小企業それぞれに特色が浮かび上がる（図表２）。先に両者の共通点としては、設備投資資金を減価償却費の範囲内に収めている点である。大企業（資本金10億円以上）の2014年設備投資は17.3兆円、前年比では8.9%増加したものの減価償却費18.2兆円の範囲内である。中堅・中小企業（資本金10億円未満）においても設備投資11.9兆円に対して減価償却費が13.8兆円とこれも同じバランスである。そうした中、大企業のこの過去２年間の長期資金需要は投融資資金であり、それは海外投資及びM&Aの積極的な展開から来ている。2014年大企業の投

## （図表２）資金調達・運用表【法人企業（金融保険を除く）】

単位：10億円

| 暦年 | 全規模 | | | 大企業（資本金10億円以上） | | | 中堅・中小企業（資本金10億円未満） | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
| 長期資金需要 | 43,430 | 54,295 | 47,161 | 33,342 | 41,146 | 29,984 | 10,088 | 13,150 | 17,176 |
| 設備投資資金 | 28,526 | 26,750 | 29,360 | 19,062 | 15,968 | 17,382 | 9,464 | 10,782 | 11,978 |
| 土地資金 | 868 | −312 | 536 | 1,779 | 448 | 877 | −910 | −760 | −341 |
| その他の有形固定資産資金 | 28,323 | 26,935 | 28,769 | 17,888 | 15,767 | 15,832 | 10,435 | 11,168 | 12,937 |
| 建設仮勘定資金 | −665 | 127 | 54 | −604 | −247 | 672 | −60 | 374 | −618 |
| 投融資資金 | 14,904 | 27,545 | 17,801 | 14,280 | 25,178 | 12,602 | 624 | 2,368 | 5,199 |
| 無形固定資産資金 | 3,302 | 3,053 | 3,843 | 2,550 | 2,297 | 2,881 | 752 | 756 | 962 |
| 投資その他資産資金 | 11,797 | 24,737 | 13,853 | 11,757 | 22,869 | 9,711 | 40 | 1,868 | 4,143 |
| 繰延資産．増減 | −196 | −244 | 104 | −27 | 12 | 10 | −169 | −256 | 94 |
| 短期資金需要 | 11,179 | 22,675 | 34,698 | 4,455 | 11,130 | 12,641 | 6,724 | 11,545 | 22,057 |
| 手元流動性増加 | 4,938 | 6,679 | 8,907 | 813 | 4,089 | 2,555 | 4,124 | 2,590 | 6,353 |
| 現金・預金．増減 | 4,538 | 7,704 | 9,501 | 237 | 4,340 | 2,775 | 4,301 | 3,364 | 6,727 |
| 有価証券．増減 | 400 | −1,024 | −594 | 576 | −251 | −220 | −176 | −773 | −374 |
| 棚卸資産（在庫）．増減 | −1,242 | 4,359 | 6,049 | −719 | 2,506 | 1,050 | −523 | 1,853 | 4,999 |
| 企業間信用与信超過 | −356 | −1,497 | 2,193 | 1,386 | 1,166 | 2,259 | −1,742 | −2,663 | −67 |
| その他の流動資産．増減 | 7,839 | 13,133 | 17,549 | 2,975 | 3,369 | 6,776 | 4,864 | 9,765 | 10,772 |
| 資金需要合計／調達合計 | 54,609 | 76,970 | 81,859 | 37,797 | 52,276 | 42,625 | 16,812 | 24,695 | 39,233 |
| 内部資金調達 | 52,495 | 69,446 | 62,640 | 26,559 | 39,882 | 32,288 | 25,937 | 29,564 | 30,351 |
| 内部留保 | 17,989 | 36,603 | 30,525 | 6,032 | 20,636 | 14,073 | 11,958 | 15,967 | 16,452 |
| 経常利益 | 49,595 | 59,371 | 65,871 | 25,922 | 34,474 | 37,576 | 23,672 | 24,897 | 28,296 |
| 社外流出 | −31,606 | −22,768 | −35,346 | −19,891 | −13,838 | −23,502 | −11,715 | −8,930 | −11,844 |
| 減価償却費（固定資産計） | 34,506 | 32,843 | 32,114 | 20,527 | 19,246 | 18,215 | 13,979 | 13,596 | 13,899 |
| 外部資金調達 | 2,114 | 7,525 | 19,219 | 11,239 | 12,394 | 10,337 | −9,125 | −4,869 | 8,882 |
| 増資 | −1,724 | −4,916 | −1,381 | 1,809 | 1,777 | 287 | −3,533 | −6,693 | −1,668 |
| 社債．増減 | −2,572 | 1,057 | 651 | −1,560 | 1,275 | 926 | −1,012 | −218 | −275 |
| 借入金 | −4,224 | 489 | 3,317 | 6,873 | 5,563 | 4,215 | −11,098 | −5,075 | −899 |
| 長期借入金．増減 | −2,454 | 2,710 | 1,919 | 3,808 | 5,745 | 3,313 | −6,262 | −3,035 | −1,395 |
| 短期借入金．増減 | −974 | −274 | 1,689 | 2,850 | 220 | 802 | −3,824 | −494 | 888 |
| 受取手形割引残高・増減 | −797 | −1,948 | −291 | 215 | −402 | 101 | −1,012 | −1,545 | −392 |
| その他の負債 | 10,634 | 10,896 | 16,632 | 4,117 | 3,779 | 4,909 | 6,518 | 7,117 | 11,724 |




（出所）財務省「法人企業統計季報」よりMUMSS作成

融資資金は12.6兆円と前年比では半減しているものの、過去３年間では累計52.0兆円に上っている。この動きに中堅・中小企業もおそらくサプライチェーンの観点で追随し始めて来たようにも見える（中堅・中小企業の投融資資金は2014年5.2兆円、前年比倍増）。また、大企業の資金調達面において社外流出が2014年で23.5兆円と多額に達している。そして同じく資金調達面では借入金が2014年4.2兆円増加、日銀の異次元金融緩和発動後の３年で累計16.6兆円増加している。振り返って資金需要面では棚卸資産（在庫）増減が過去２年間で累計3.5兆円増加している。この棚卸資産（在庫）増減は中堅・中小企業で同6.8兆円と大企業の２倍近い金額に達している。そして中堅・中小企業では2014年に借入金の減少に歯止めがかかり、短期借入金が0.8兆円と小額ながらも増加に転じている。この財務省「法人企業統計季報」は標本法人数が3.1万社、そこから推計される母集団法人数が103.5万社（2014年10～12月期調査）だ。これはわが国の普通法人数260万社（国税庁）

の40%の推計カバー率であるから、ここで現れる中堅・中小企業の動向は全国ベースでより顕著に進行しているものと推察される。

## 10. 日本の株式市場

こうして見てくると、2015年度中の株式市場は日本経済のファンダメンタルズからの波乱には晒されることなく堅調な推移をたどって行くであろう。日銀の金融緩和追加期待も物価上昇率が限定される中で続き、企業のコーポレートガバナンスへの取り組みも海外投資家には日本株投資の魅力として続く。ただ、2016年度に入ると震災復興予算の減少から国内需要の減退的な断層が起こり、中小企業の在庫調整を巻き込んだ景気低迷局面入りが予想される。その点から株式市場を支えるファンダメンタルズ面での力は衰える。日銀が量的金融緩和に追加的な踏込をしたところで、先に見たようにそのお金は海外投資と再度の中小企業在庫積み上げに回ってしまって国内インフレ要因には転じない。そこでコーポレートガバナンス強化からの企業収益性の顕現的な向上が見られないと日本の株式市場の軟化は不可避となる。筆者の考えるところ、日本の企業収益の低さの原因は企業経営多角化という負の経営資産にある。1980年代に日本の製造業の競争力は頂点に達し、その原動力はメカトロニクス、FAといったイノベーションだ。しかし、そこで得られた生産性向上による収益改善を日本の製造業は事業多角化につぎ込み、人的資源と設備の硬直化でその多角化部門が不採算化したまま遺産化している状況がいま散見されるに至っている。この呪縛から企業を解放する方法はなんであろうか。社外取締役の人数を増やすことではないように思う。企業経営者がグローバル経済への対応を自ら考えることが重要であると同時に、政策的には以下の二つを用意する必要がある。第一に雇用流動化の制度、第二に企業事業部門切り離し税制だ。米国では企業の事業部門を切り離す時に「逆モリス・トラスト」という手法が使われる。法人税を逃れていると指摘する論調も一部にあるが、米国の大企業がその収益性を大幅に向上させた方法はこれを使った事業再編である。雇用と法人税制が硬直化している日本にコーポレートガバナンスが機能するか否か。2016年に世界の投資家からその評価を受けることになる。