

日本本格復活の2015年、それを支えた ビジネスモデル大転換と犠牲の存在

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



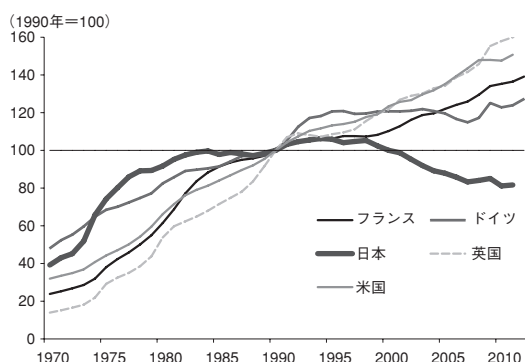
武者 陵司氏

(1) 素晴らしい2015年

かつてない好環境が現出している。2014年度と2015年度とで二つの特殊要因が大きなスイングファクターとして作用する。2014年度は消費税が8兆円（対GDP比1.6%）の購買力を民間経済から奪った。2015年度は原油価格下落が10兆円（GDP比2.0%）規模の追加購買力を生み出す。前年比で見れば、消費税増税の影響がなくなる2015年4月以降、3.6%もGDPが押し上げられるのである。このスイングの大きさはかつてない規模である。ちなみに日本の鉱物性燃料輸入額は28.4兆円（原油14.6兆円、天然ガス7.6兆円、ガソリン2.0兆円、石炭2.1兆円、他2.1兆円）、この大半の輸入価格は原油に連動すると考えられるので、40%の価格下落は11兆円のコスト引き下げに結び付く。

円安・大幅原油安は1981年から85年までの日本の最盛期と類似しているが、米国経済の力強さ、政策の全面的成長支援（超金融緩和を軸とするアベノミクス）、超低金利（実質金利は世界最低かつマイナス）は当時にもなかった好条件である。企業の交易条件の改善が著しい。円安による売値の増加、原油安によるコスト低下、生産数量の拡大の三拍子が揃い2015年度の企業利益は2014年度の史上最高からさらに大幅続伸する可能性は極めて大きい。日本を急迫してきた韓国、中国経済の困難化とは裏腹に、日本経済、日本企業の圧倒的強みを思い知らせる年となるだろう。

(図表1) 主要国のユニットレーバークスト推移 (1990=100)

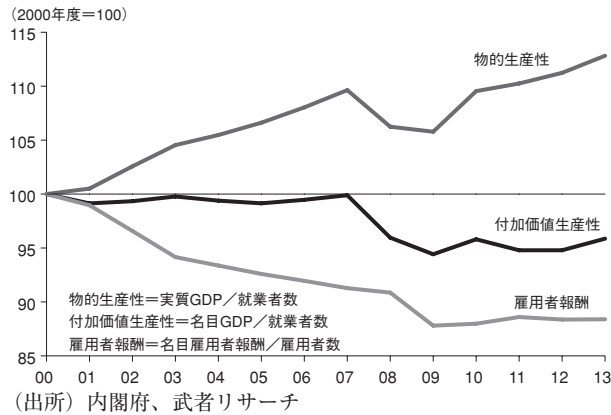


(2) 労働と資本の提供者が犠牲になった「失われた20年」

2015年は日本経済の本格復活の背景には、日本企業のビジネスモデル（＝価値創造の仕組み）の抜本的大転換がある。そしてそれは日本の労働と資本の提供者の犠牲によって可能となった。新ビジネスモデルの確立により企業収益は大きく向上しており、今後はこれまで報われてこなかったのが日本の労働と資本の提供者に対する報いが大きく顕在化するだろう。報いとは賃金上昇とリスクプレミアムの低下（＝株高）である。

経済の2大投入要素である労働の提供者および資本の提供者がそれぞれに、成果にふさわしい対価を得ているかどうかを観測すると、日本の劣位が顕著である。労働者が貢献にふさわしい処遇を得ているか、は労働の成果が適切に賃金に反映されているかに外ならず、それはユニットレーバークスト（労働賃金／生産性）によって観察できる。そして図表1に見るように、ユニットレーバークストの推移を国際比較すると、欧州ではドイツの圧倒的優位が、世界全体では日本の突出した優位が鮮明である。日本の労働者ほど成果に対する報酬が乏しかった労働者はなかったのである。その背景は日本の物的生産性、付加価値生産性、雇用報酬の推移によって検証できる。図表2は2000年以降の三者の推移であるが、三者大きくかい離してきたことが分かる。物的生産性は上昇した（つまり労働者の価値創造は増加した）のに、付加価値生産性（つまり企業が実現した名目所得）は減少した。その差額は円高とデフレによる販売価格下落であり、企業が稼いだ所得は購買者に移転したのである。しかし雇用報酬はこの減少した付加価値生産性よりもさらに低下した。つまり労働分配率が引き下げられ、犠牲を強いられたのである。労働者は労働分配率を引き下げられたのみならず、実質賃金も低下し、生活水準の低下を余儀なくされた。極めて不当な境遇にあったと言える。

(図表 2) 日本の物的生産性、付加価値生産性、労働報酬推移

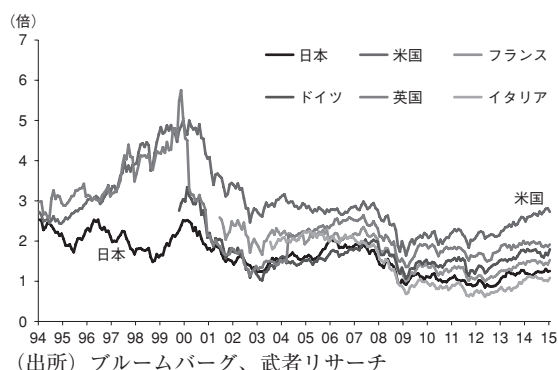


(図表 3) 日米の株式リスクプレミアム推移



次に資本の提供者が資本のリターンにふさわしい処遇を得てきたかを検証してみる。それを見る上での最適な指標は株式リスクプレミアムであろう。リスクプレミアムは資本提供者の要求リターン (a) と資本のコスト (b) との差 (a-b) として把握できる。そして簡便法として、(a) を株式の益回り (earnings yield)、(b) を実質長期国債利回りとして捉えることができる。この簡便法のリスクプレミアムを米国などと比較すると日本は著しく高水準である (図表 3 参照)。また過去との比較で見ても、現在の日本の高リスクプレミアムは空前である (リーマンショック後の乱高下の局面を除き)。リスクプレミアムが高いということは、企業に投下された資本が十分な収益を上げているのに、株価に体现される株主の価値が低く、株主に資本の高リターンがきちんと配達されていないことを示

(図表 4) 主要国PBR推移



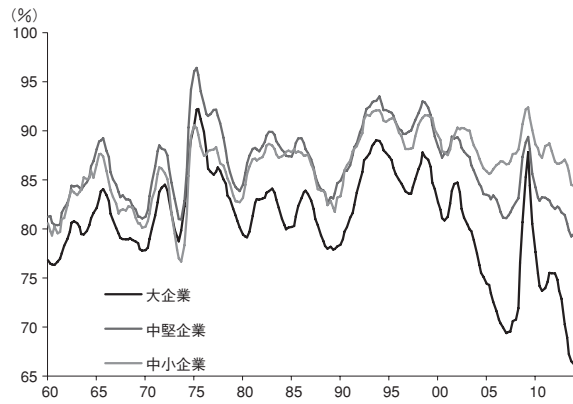
す。そして株価が割安であり、上昇の大きな余地を持っていることを意味する。また企業にとっては収益力に比し資本の調達コストが著しく低いことを意味する。

(3) 超過利潤はどこに消えたのか＝モデル転換投資の原資に

このように日本では労働と資本が十分効率的に稼働していたのに、その成果を日本人(労働者と貯蓄者)が享受することはなかった。それは日本の資源提供者(＝労働者と貯蓄者)にとっては極めて不公平(unfair)であったが、そこでは明らかに企業部門に超過利潤が発生していたはずである。問題は、安価な労働と資本を手にして超過利潤を謳歌したはずの日本企業の収益が、2012年まで低迷していたことである。その理由は、①デフレ(CPI下落と資産価格下落)と円高による売価、輸出価格の低下により企業の超過利潤が買い手に奪われたこと、②日本企業のビジネスモデル転換投資(技術開発投資、グローバル投資)の原資として超過利潤が費消されたこと、の2要因のためであった。しかしそうした時代はほぼ終わった。第一に円高デフレ終焉により超過利潤が買い手に奪われることはなくなった。第二に日本企業のビジネスモデル転換(高技術・品質製品への特化とグローバルサプライチェーンの建設)はほぼ完了し、コストの重圧は軽減している。つまり、安価な労働と資本を活用できる日本企業の超過利潤は、企業収益急伸へと顕在化する場面に至ったのである。日本企業の損益分岐点比率の急激な低下はそれを如実に示している。2015年は、過去最高の企業収益の分配から日本経済の好循環が起きるだろう。つまり賃金が大きく上昇をはじめ、株価上昇と金利の上昇によりリスクプレミアムの急激な低下が始まると予想される。

戦後一貫して続き、1990年にピークに達した「失業の輸出のビジネスモデル」、「価格競

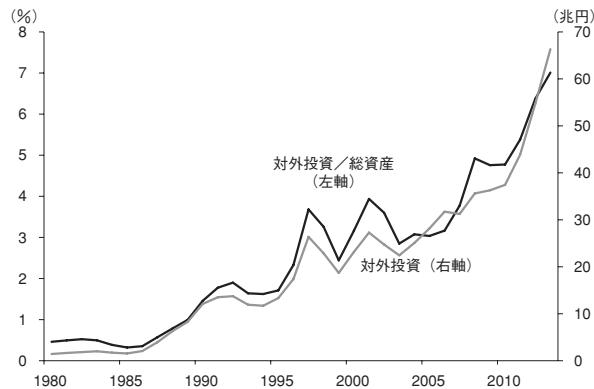
(図表 5) 日本企業の損益分岐点比率推移



(注) 全産業 (除く金融保険業)

(出所) 財務省、武者リサーチ

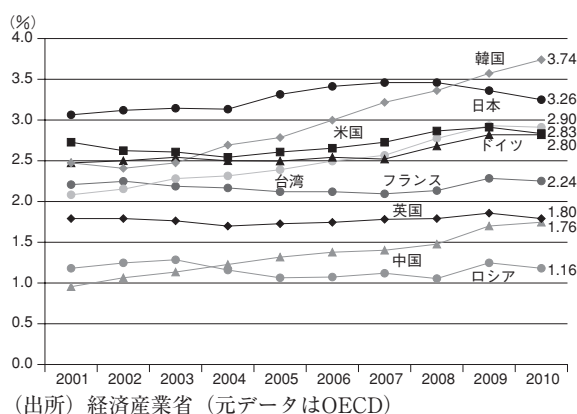
(図表 6) 日本企業の海外投資推移



(出所) 日本銀行、武者リサーチ

争を挑むビジネスモデル」が「現地雇用提供モデル」「技術品質特価モデル」へと大きく変わったことの意義は大きい。日本企業は国内を空洞化させつつも、工場の海外移転を進め、とうとう日本は世界最大の貿易黒字国から大幅な貿易赤字国となった。また日本の製造業の海外生産比率は30%に高まった。海外生産を売上高や付加価値ベースで見れば、(技術開発やマザー工場を展開する) 日本でのコストが高いために依然として国内生産優位に見える。しかし雇用ベースでは圧倒的に海外が大きくなっていると推察される。経産省の「海外事業活動基本調査」では、アンケート回答企業だけでも海外雇用は2012年度で558万人 (うち製造業436万人) となり、それは20年間で倍増している。主要製造企業では海外

(図表 7) 主要国技術開発費対GDP比推移



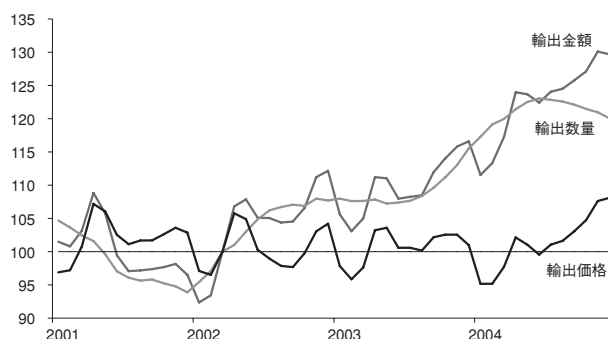
雇用者が日本国内を大きく上回る状況となっている。さらに海外現地法人の純利益は2012年度6.4兆円（2003年度は3.2兆円）と10年間で倍増している。図表6は日銀の資金循環勘定による日本企業の海外投資残高推移であるが、ここ20年間の急増が分かる。過去20年間長期デフレで日本の名目GDPが全く成長しなかったのと同様、日本企業の総資産は20年間はほぼ横ばいであった。その中で現金とともに海外資産だけは急増し、総資産に占める海外比率は1990年の1.5%から2012年には6.3%へと上昇している。日本企業は海外生産で所得を稼ぐモデルに完全に転換したと言える。

また日本企業の技術優位は基本的に維持された。図表7に主要国の研究開発費総額対GDP比の国際比較を示すが、日本は経済困難な中で、世界最高水準の技術開発投資を続けてきたことが分かる。既存商品、既存技術では追いつける韓国・台湾・中国にコストでは対応できない。また日本を追いかけてきた韓国、台湾企業は今中国の追撃に直面している。そうした中、日本企業は主たるビジネス分野を脱競争の技術独占分野に移行させてきた。ハイテク商品ではあつてもテレビやパソコンなどコモディティー化したものはすでに日本企業の担当分野ではない。日本企業はハイテク素材、ハイテク部品、ハイテク装置、ハイテクのマンマシンインタフェース技術、システム技術などに特化している。過去最高利益を稼ぎ出しているのは、そうした高技術製品群である。

(4) モデル転換が日本の輸出行動を変えた

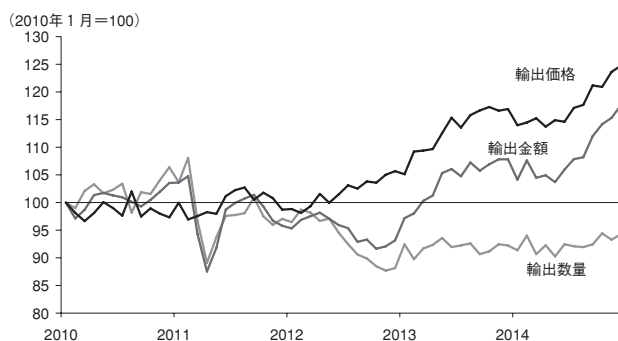
これまでのところアベノミクスの成果が見えにくかった。①輸出数量が増えずこれまでの景気回復期のような生産誘発が起きていないことに加えて、②円安と消費税増税による

(図表 8) 円安下の輸出数量・価格・金額推移 (2001—2004年)



(注) 前 3 ヶ月平均値、期間中円の前 3 ヶ月の月末平均値が最安となった2002年 3 月を100として指数化
(出所) 財務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 9) 円安下の輸出数量・価格・金額推移 (2010—2014年)



(出所) 財務省、内閣府、武者リサーチ

物価上昇に賃金上昇が追いつかず実質賃金下落してきたためである。しかしだからと言ってアベノミクスは息切れだ、誤りだ等と言う批判は当たらないだろう。アベノミクスの成果は着実に企業収益の劇的改善として蓄えられている。いわばダムには水が満々と蓄えられているが、下流は依然カラカラという状態なのである。いずれ蓄えられたダムの水が下流を大きく潤すことになるだろう。アベノミクスの成果つまり円安のプラス効果が見えていないのは、日本企業の貿易構造が大きく変わっているからである。かつての円安の景気浮揚効果は、円安によって輸出数量が増えて国内の生産が増加し、それが連鎖的な好影響をもたらすという形で、国内経済を押し上げた。図表 8 は前回の円安局面 (2001年から2004年) での輸出数量と輸出単価の推移であるが、円安が始まって輸出価格はあまり上昇せず (つまりドル建て値下げがなされ)、輸出数量が大きく増加していることが分かる。

しかし今回の円安局面では図表9に見るように、輸出価格が大幅に上昇している一方輸出数量が低迷が続いている。円安局面での輸出企業の対応が10年間で180度変わっているのである。

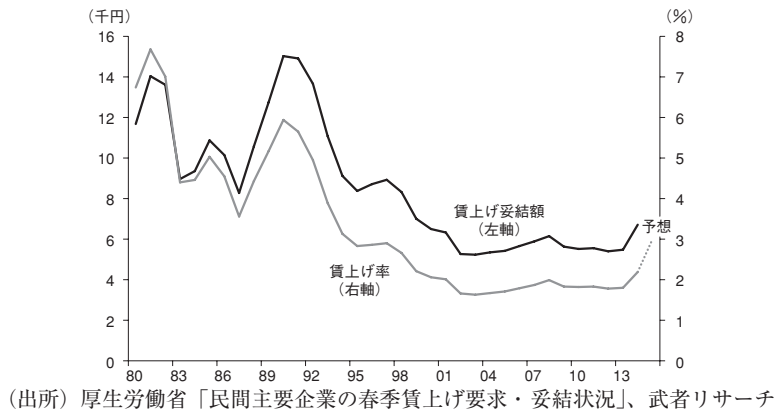
もはや日本の企業は価格競争をしていないので、円安になってもドル建ての値下げをする必要がなく、円ベースでの輸出単価が大幅に上昇している。円安になっても値下げにより価格競争を挑まないのであるから、輸出数量も増えない。企業のビジネスモデルが著しく変わったことが明確である。価格競争によりシェアを拡大し近隣窮乏化をもたらすビジネスモデルから、技術品質優位品に特化し、競争を回避するというモデルに完全にシフトしたのである。それは貿易摩擦どころか、海外諸国が自国の発展に不可欠の日本の技術・品質を求めて日本製品を渴望するという状況をもたらす。政治的に対日批判をしてやまない中国習近平政権の安倍政権への接近は、日本の技術に対する渴望があるために他ならない。

(5) 2015年は企業所得の分配により下流が潤う

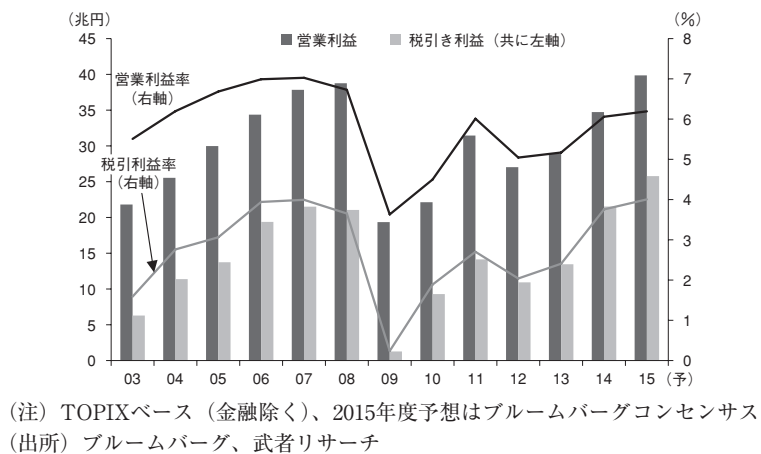
以上のすべては一段の大幅な企業収益の向上に帰結するだろう。すでに2014年度は10%近い増益となり過去ピークを更新すると予想されるが、2015年度はさらに企業利益が水準を切り上げる。それは今後、企業の賃金上げや配当の増加、あるいは投資やM&Aの活発化ということによって、経済に好影響を与えるはずである。言ってみれば、ダムに満々と蓄えられている企業利益という水が、これからいよいよ現実経済に配分されるということが起こる。

そのカギが賃金の増加であるが2015年は大いに期待できる。今年はかつてない好条件が揃っている。①最高の企業収益、②新ビジネスモデルを確立し終え先行投資（技術開発とグローバルサプライチェーン）の必要性が一巡してきたこと、③賃金上昇が今年の最優先とのコンセンサスが形成されていること（政府、経営団体、学者などオピニオンリーダー、労働組合）、④賃上げ減税などの政策支援、⑤高給を得ていた団塊世代の退職により企業の支払い余力が高まっていること、⑥労働需給のタイト化（特に技能労働者）、等。2013年度までの賃上げは年間1.6～7%の定昇のみであったが、2014年度は0.5%程度のベースアップが実現、2015年度は1%を超えるベースアップが期待できる。3%近い賃金上昇はCPI上昇が1%程度と見られるので実質賃金は大幅に上昇し消費増加を支えるだろう。

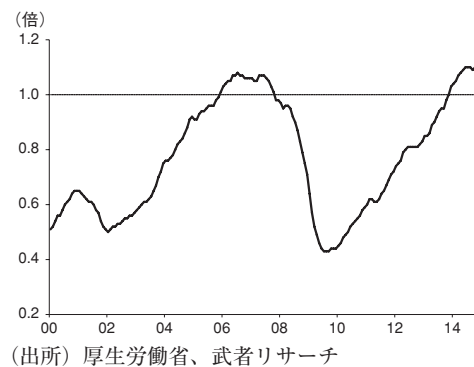
(図表10) 賃上げ額と賃上げ率推移



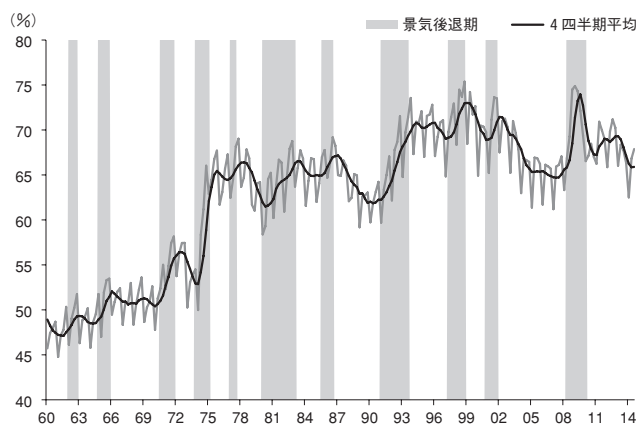
(図表11) 企業利益推移



(図表12) 有効求人倍率推移



(図表13) 労働分配率推移



(出所) 法人企業統計、武者リサーチ

(6) 日本株高のシナリオ

日本株式で始まっていると（当社が想定する）世紀の相場、第二波に入ったと思われる。空前の好バリュエーションと好需給が想定される。当局によるあからさまな株への資金誘導はパワフルである。①日銀による追加金融緩和（ETF購入増加）、②GPIFの改革で株式比率が引き上げ（12%から25%へ）、③年金保険など機関投資家は、株高→リスクテイク能力の高まりで株式比率引き上げへ押し出される、④外国人の日本株投資は、長期と短期双方で進展しよう。短期投資家はファンディングコストゼロ、配当利回り1.8%という異常なキャリアのメリットを追求しポジションを積み上げるだろう。

ファンダメンタルズの改善を推進力とした壮大な需給相場になるだろう。金融、不動産、建設などの資産価格上昇関連セクター、高収益を実現しているグローバル企業、デフレ脱却を推進する内需の価格主導力のあるセクターなどが注目される。日本株式投資に経験の浅い投資家と資金が大量に流入すると思われる。インデックス運用が強まり銘柄選択よりはマクロトレンドが優先されがちとなる。インデックスに採用され、かつ代表的な成長銘柄指定席の好パフォーマンスが突出しがちとなるだろう。1960年代後半の米国で見られたニフティフィフティ相場型の二極化もあり得ると考えるべきである。企業IRの指定席入りの努力が大いに報われそうである。

