

# 日本、世界経済の現状と問題点

～終わりに近づく戦後最長の景気回復と  
これからの企業経営～

富士通総研フォーラム

2007年11月27日

富士通総研 専務取締役

根津 利三郎

# 今日お話しすること

- 第一部      マクロ的に見た世界経済  
                 終わりに近づく戦後最長の景気回復
- 第二部      今次成長の陰の部分  
                 上がらない賃金
- 第三部      産業構造の変化  
                 オールド・インダストリの復活
- 第四部      財政赤字に関する誤解  
                 財政赤字は本当に将来の負担なのか？
- 第五部      変わる企業の資本構造と企業金融  
                 高まる株主からの攻勢
- 結論        経営者は何をすべきか

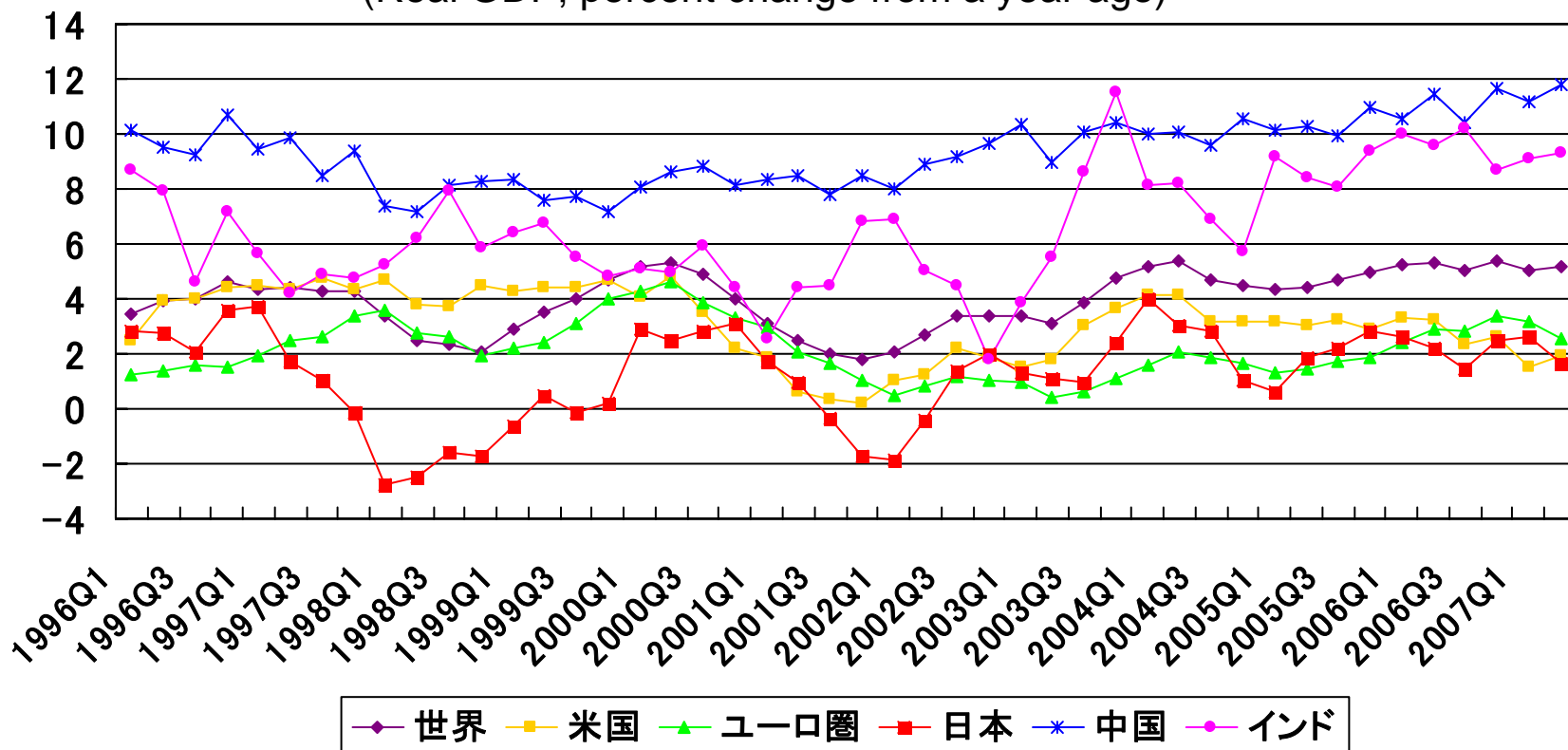
# 第一部

## マクロ的に見た世界経済

# この5年間で世界はバランスの取れた成長を実現 (実質GDP成長率)

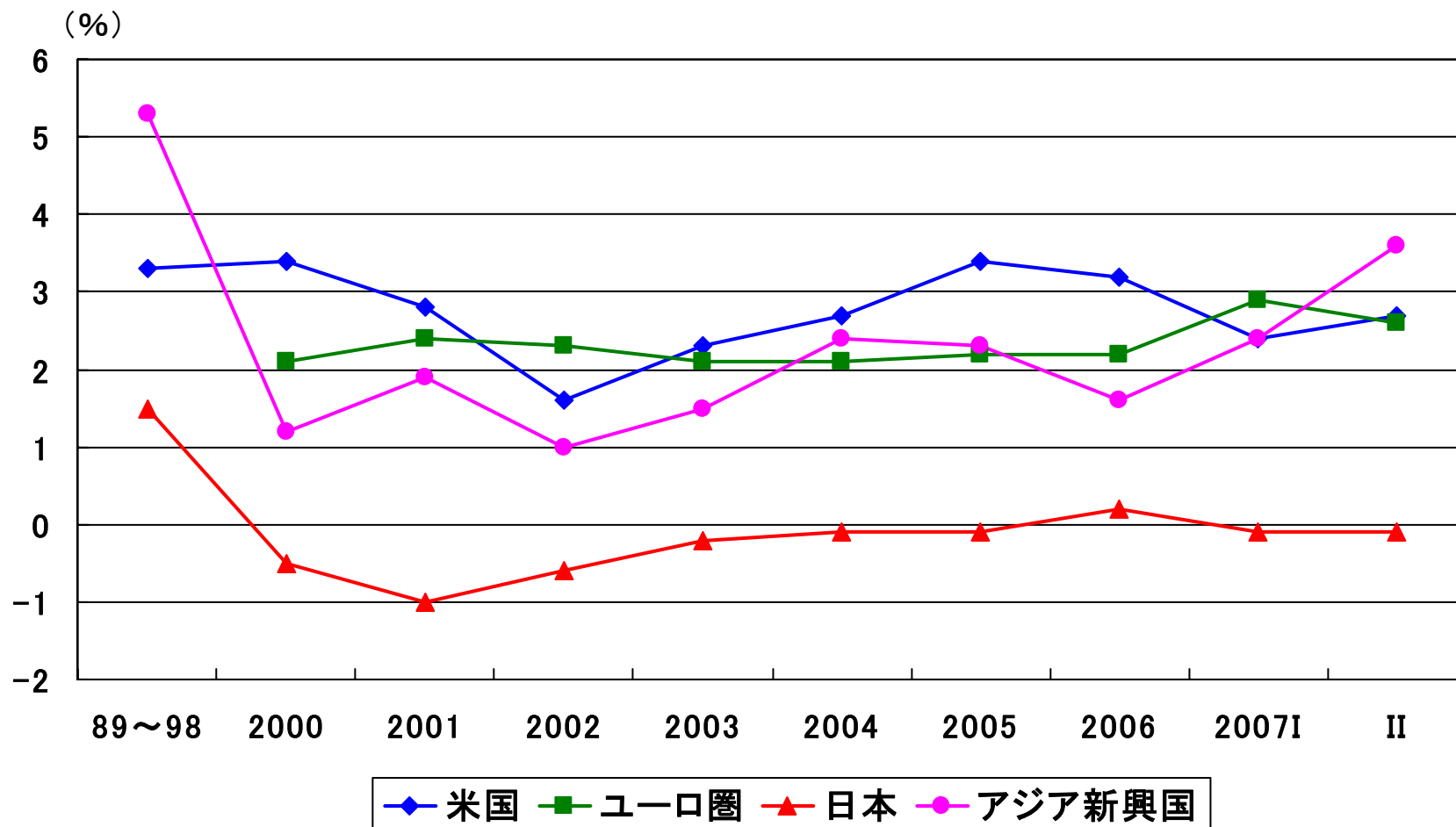
## Global Outlook

(Real GDP; percent change from a year ago)



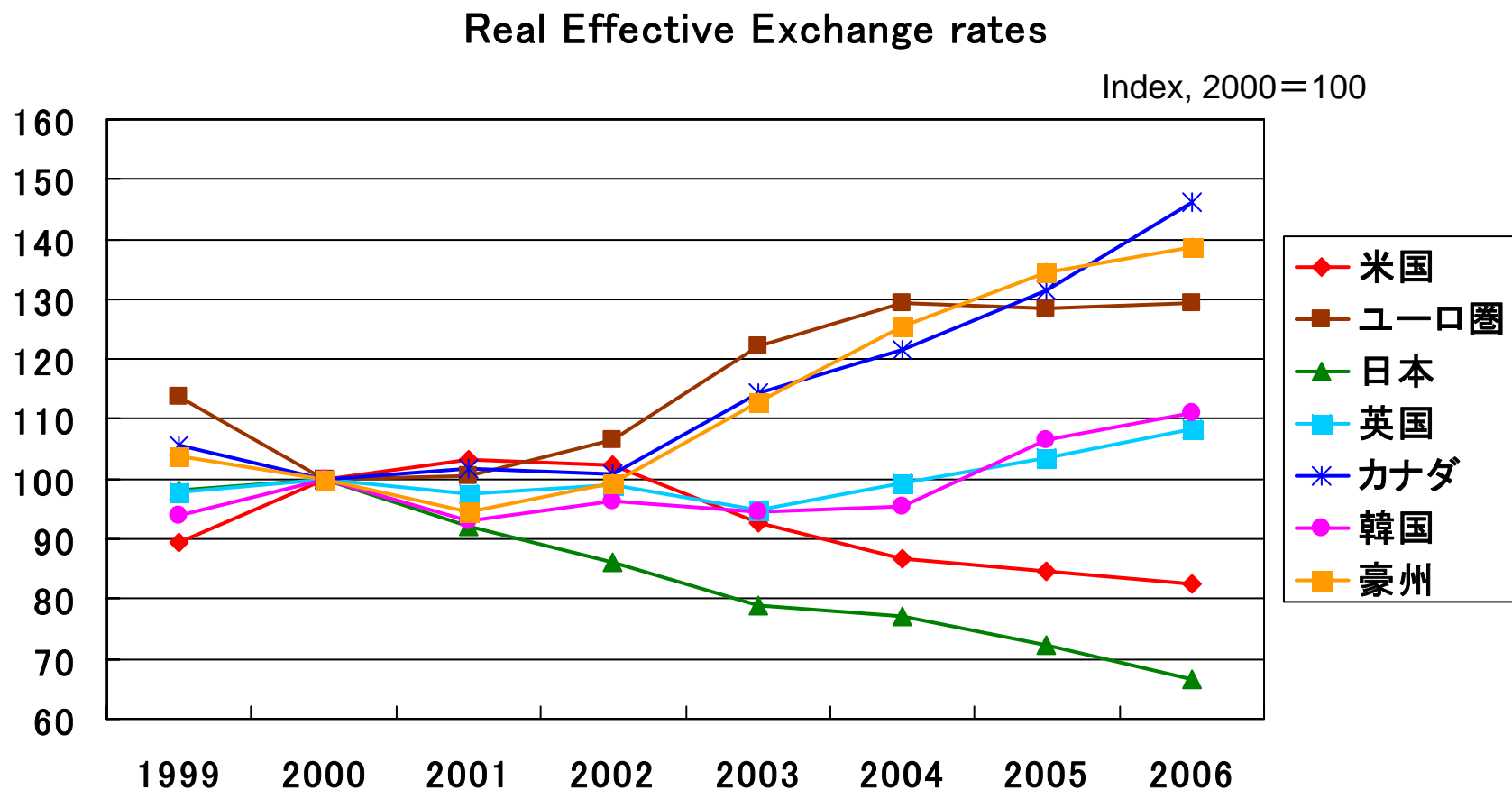
出所: IMF

# 安定した物価が長期の成長を可能にした。



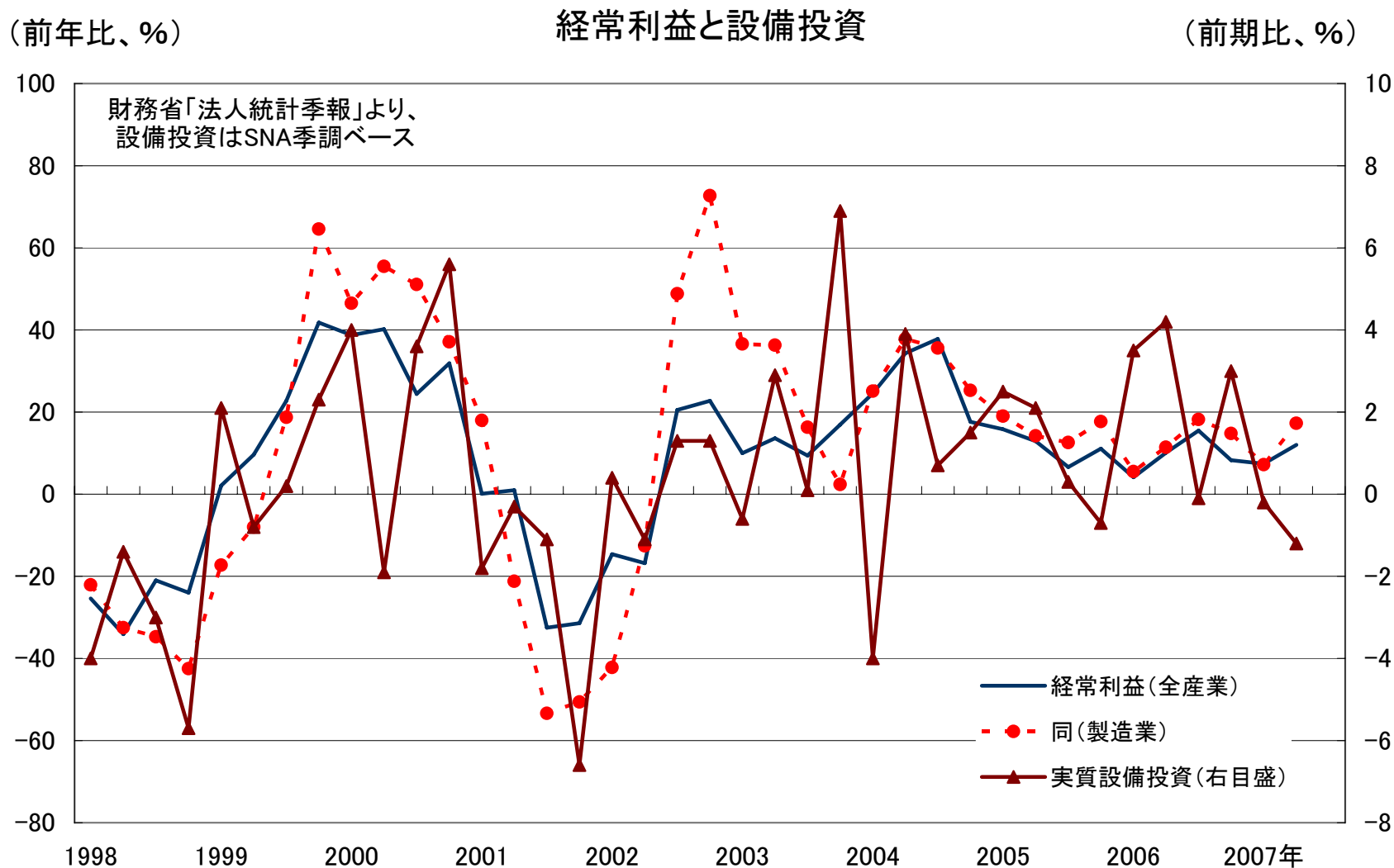
出所: OECD、IMF

# 2000年以降円は突出して安くなっている。

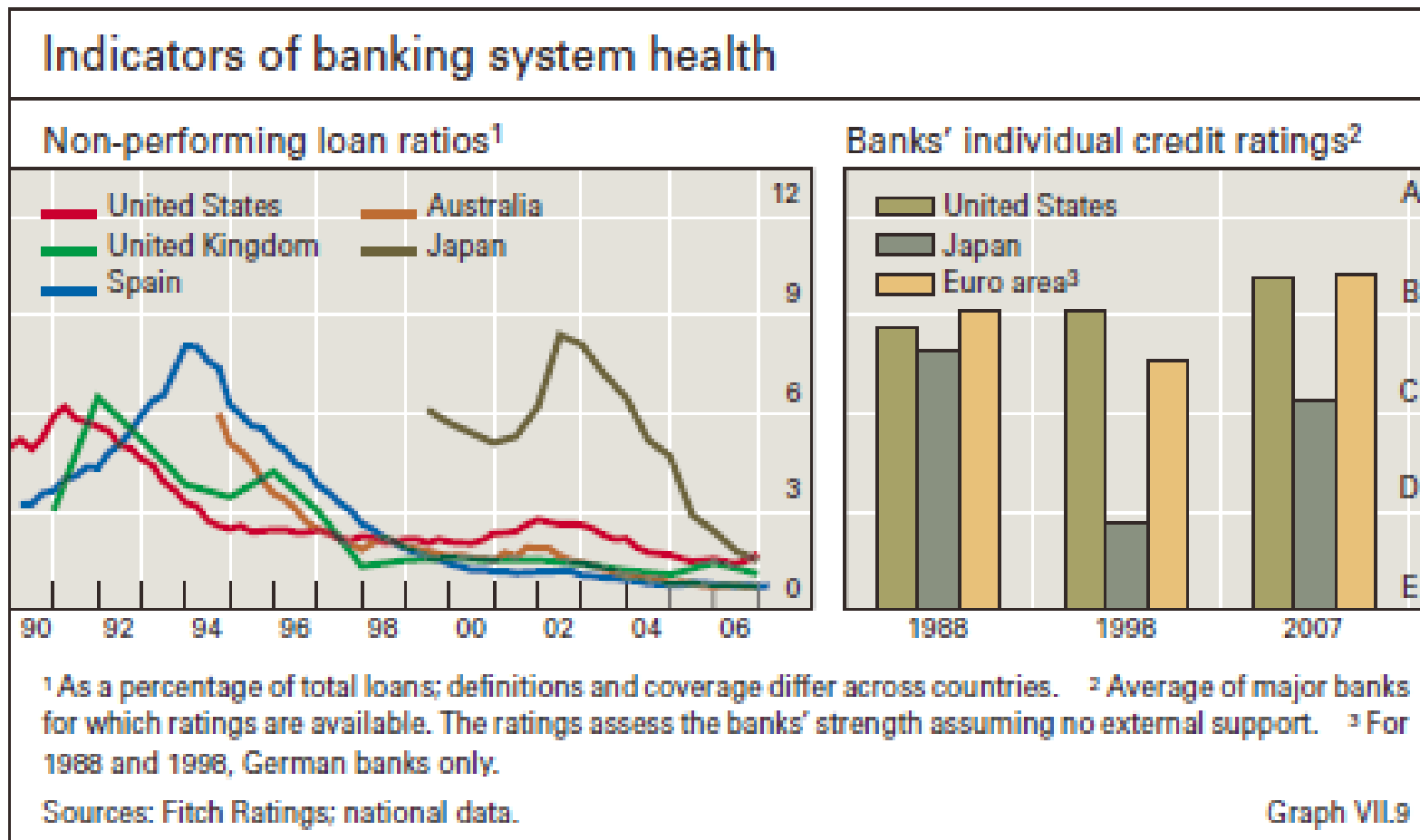


出所: IMF

# 円安の結果、経常利益の拡大が長期にわたって続いている。



# 日本の不良債権比率は国際的に見ても 問題の無いレベルに下がった。





# でも最近成長に陰りが

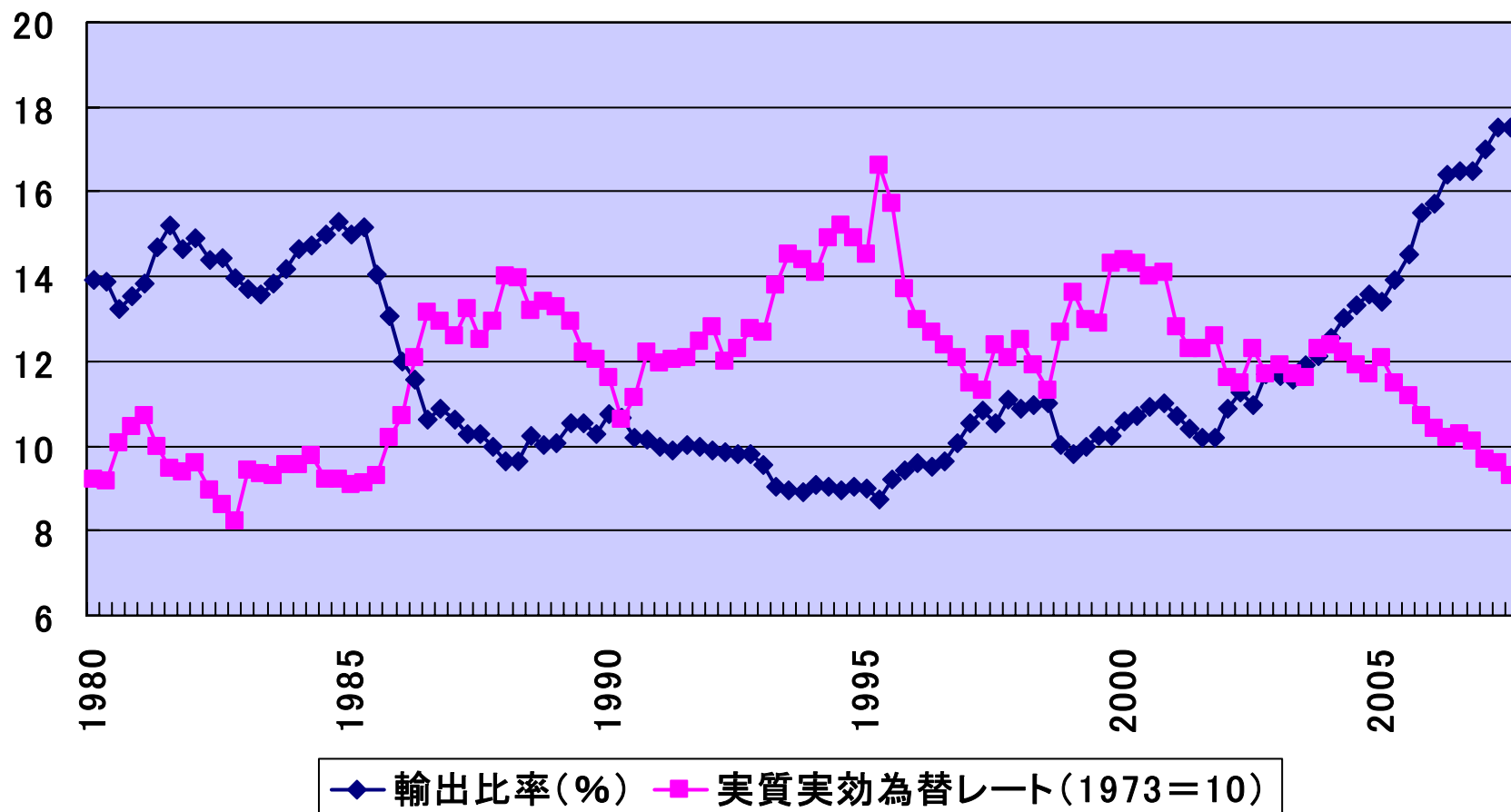
- 日本の輸出依存度は過去最高。
- 米国の住宅問題。輸入の伸びの減速。
- サブプライム問題は米国の過剰消費体質と世界的過剰流動性の改善を迫るもの。
- インフレが世界的に加速している。
- 原油、原材料価格の高騰。
- 中小企業の景況感は悪化
- 日米の金利差が縮小すると円高になる可能性高まる。

# このところ景気減速を示すデータが増えている。

%、前年比伸び率

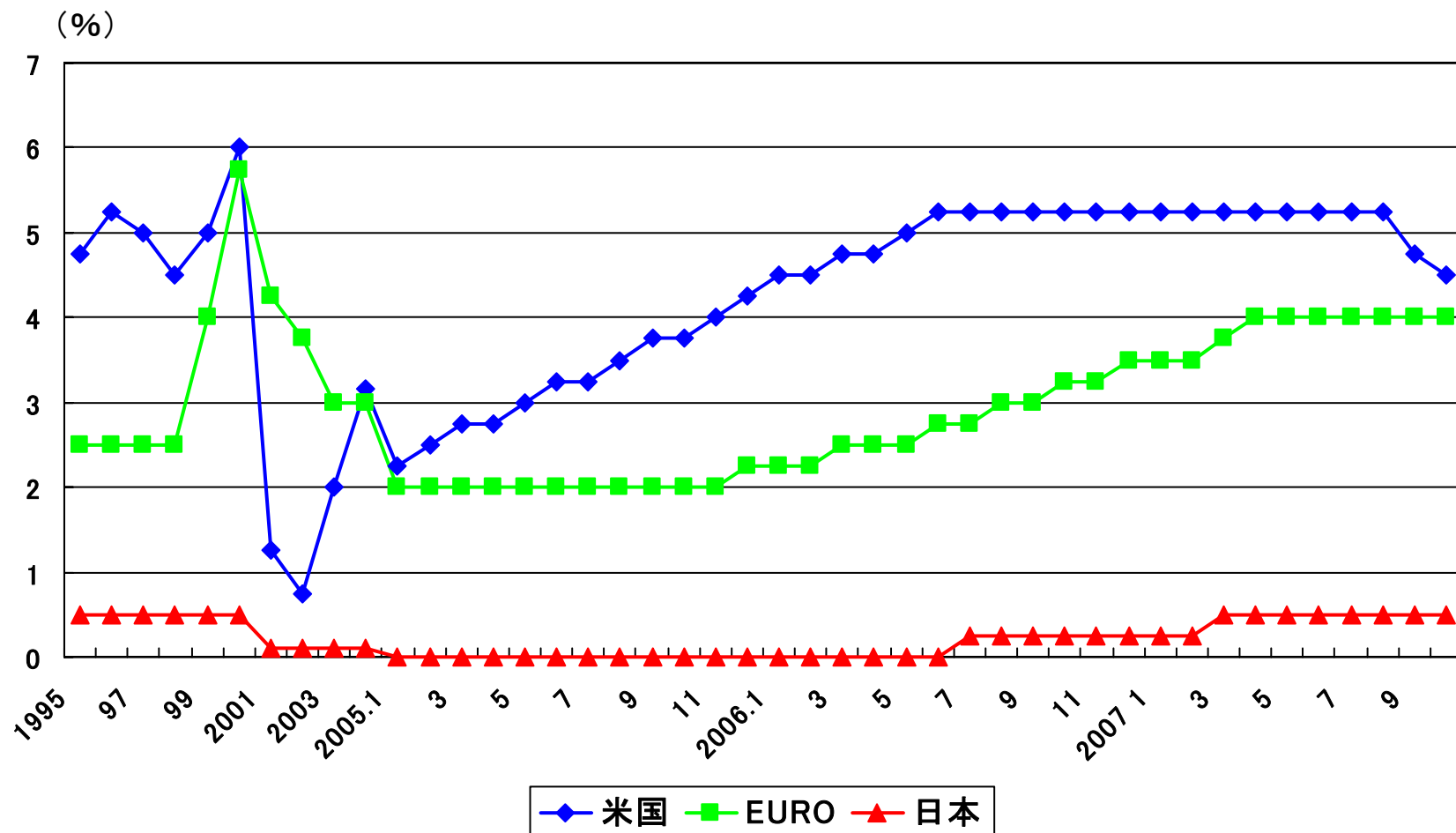
	5月	6月	7月	8月	9月	10月
小売販売	0. 1	－0. 4	－2. 3	0. 5	0. 5	
新車販売	－6. 2	－9. 4	－10. 6	－3. 3	－8. 6	－1. 5
百貨店売上	－0. 4	5. 5	－4. 3	1. 4	－2. 5	
機械受注	－3. 1	－7. 9	8. 0	－2. 6	－7. 0	
現金給与	－0. 2	－0. 9	－1. 7	0. 6	－0. 5	
失業率	3. 7	3. 7	3. 6	3. 8	4. 0	
有効求人倍率	1. 06	1. 07	1. 07	1. 06	1. 05	
工業生産	－0. 3	1. 3	－0. 4	3. 5	－1. 4	

# 今回の景気回復では円安とともに輸出への依存度が高まった。



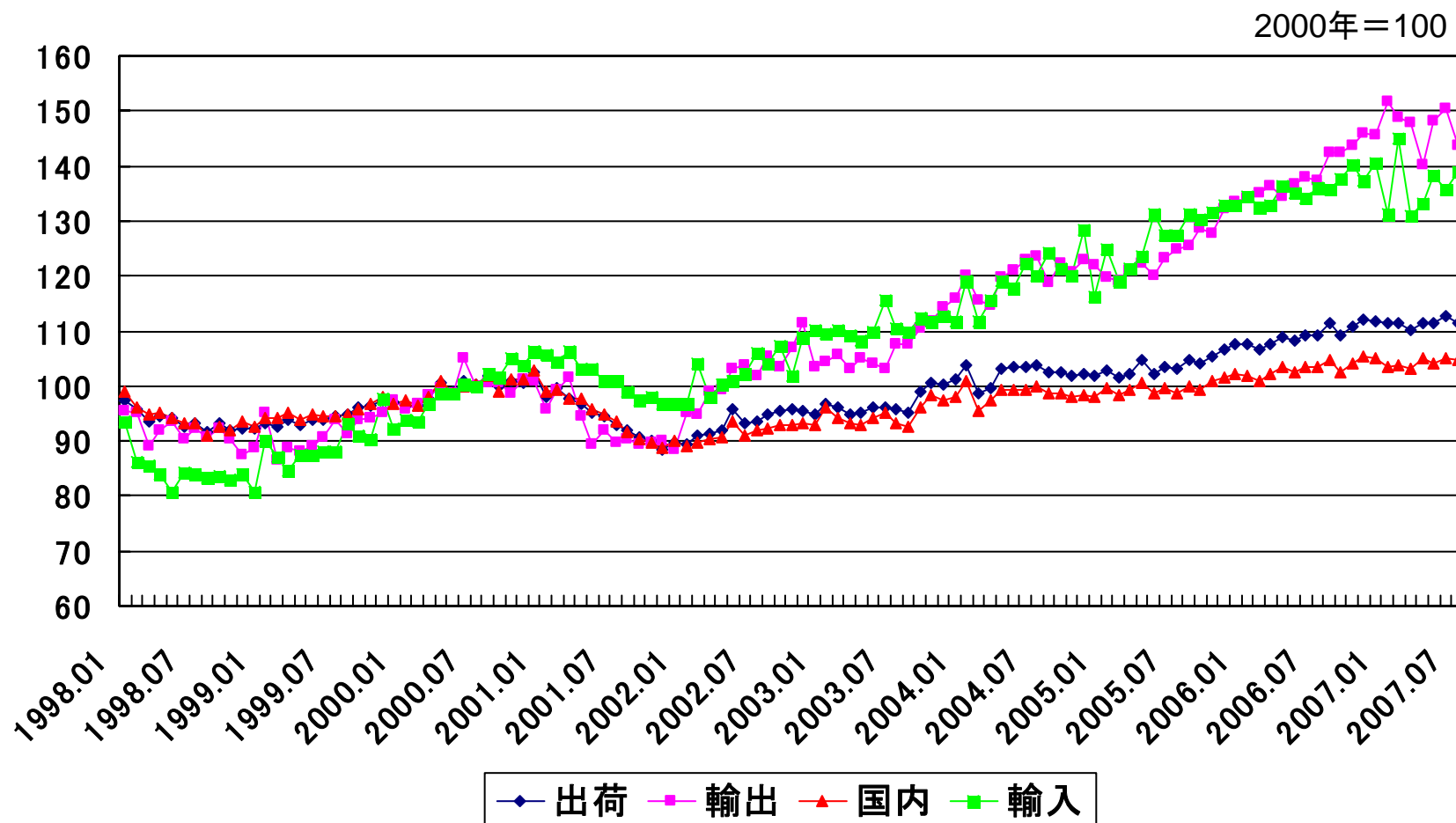
出所: 国民所得統計、日銀

# 円安の原因は日本の低金利。 内外金利差が縮小すれば円高に逆転。



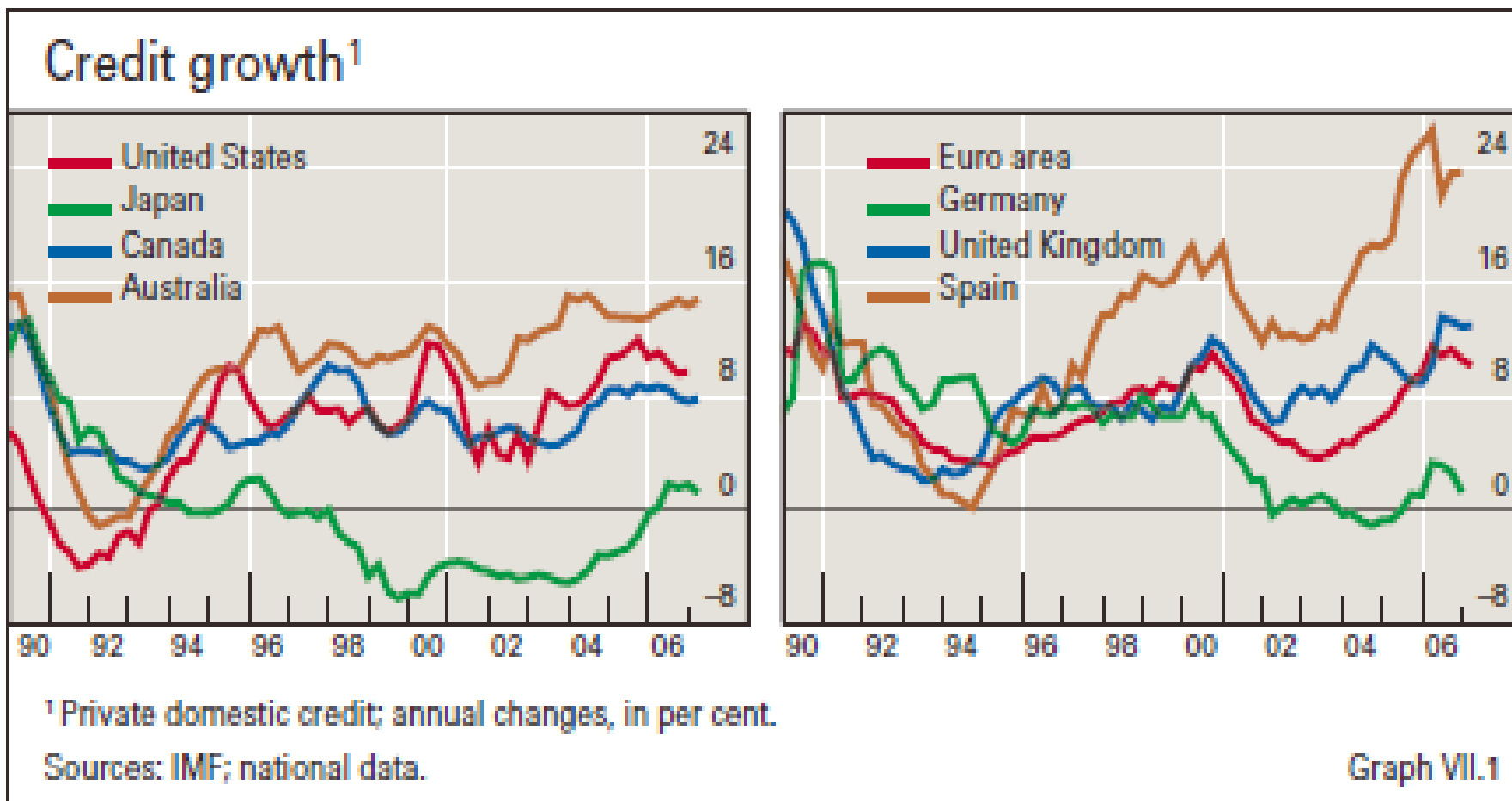
出所: 日本銀行「金融経済統計月報」

この五年間国内市場はほとんど拡大していない。  
成長の可能性は海外に移った。

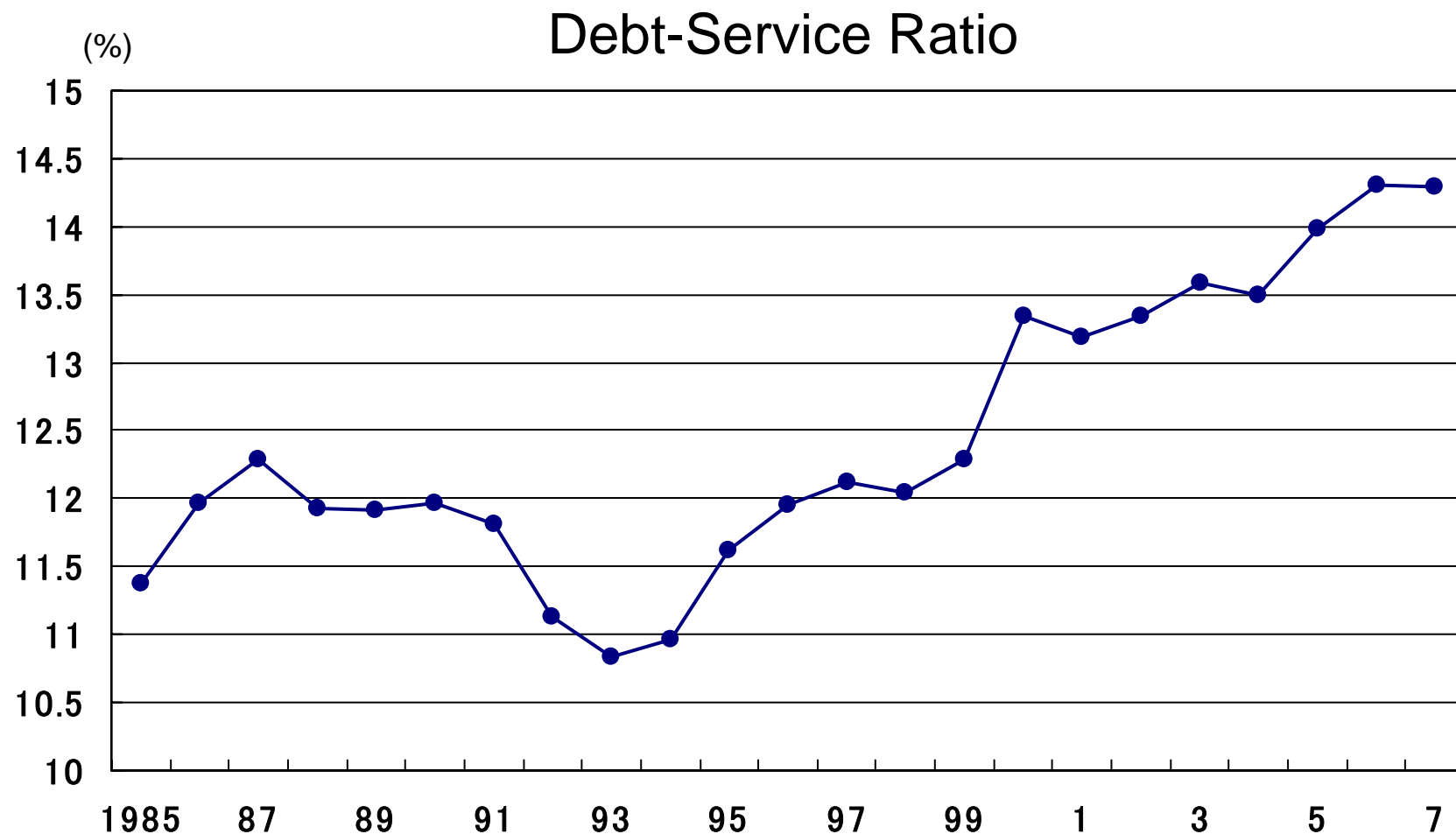


出所: 経済産業省工業生産指数

信用拡大が2002年から続いたものの、  
2007年から締めり始めた。

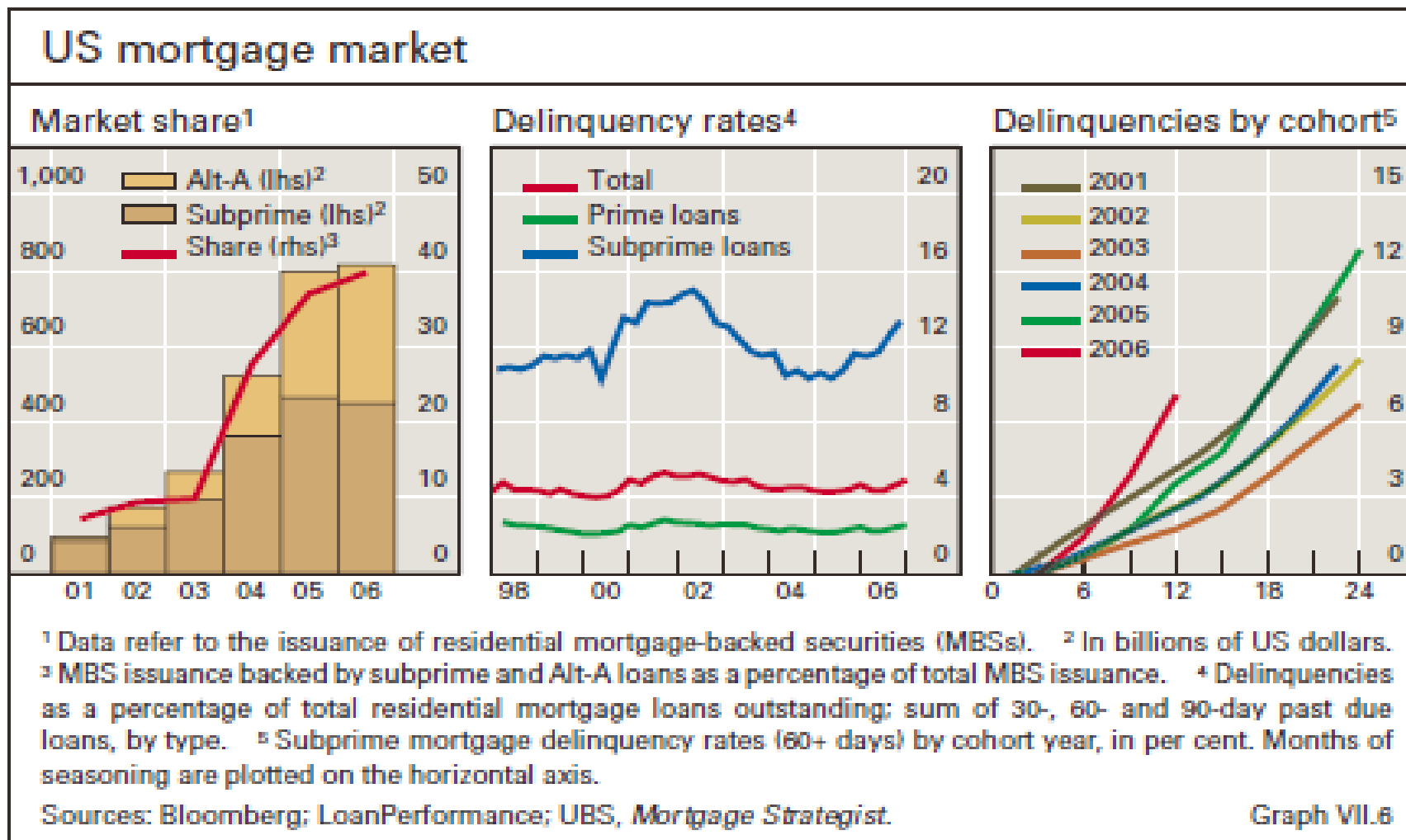


# 米国家計の借金返済能力は低下している。



出所:FRB

# 米国のサブプライム住宅ローンは2005年から急増。2007年から焦げ付きが増える。





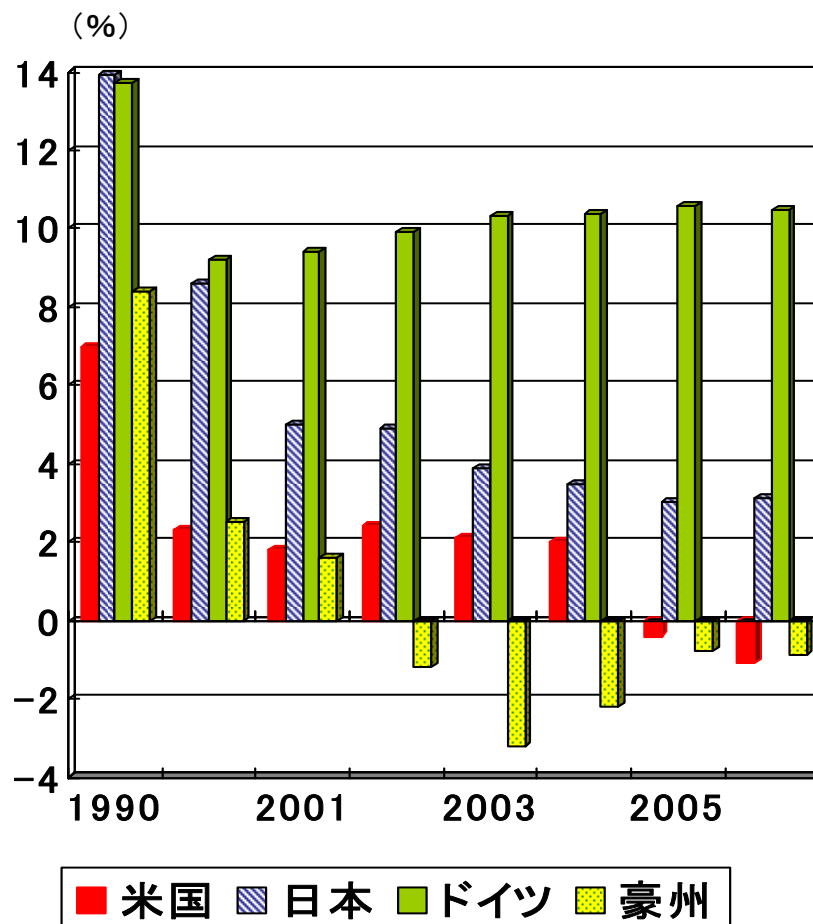
# 米国は住宅の不振から経済全体が先行き不透明。輸入が低下しはじめている。

前年比、%

	2004	2005	2006 I	2006 II	2006III	2006IV	2007 I	2007 II	2007 III
GDP	3.6	3.1	4.8	2.4	1.1	2.1	0.6	3.8	3.9
消費	3.6	3.2	4.4	2.4	2.8	3.9	3.7	1.4	3.0
設備投資	5.8	7.1	13.3	4.2	5.1	-1.4	2.1	11.0	7.9
住宅	10	6.6	-0.7	-11.7	-20.4	-17.2	-16.3	-11.8	-20.1
輸出	9.7	6.9	11.5	5.7	5.7	14.3	1.1	7.5	16.2
輸入	11.3	5.9	6.9	0.9	5.4	1.6	3.9	-2.7	5.2

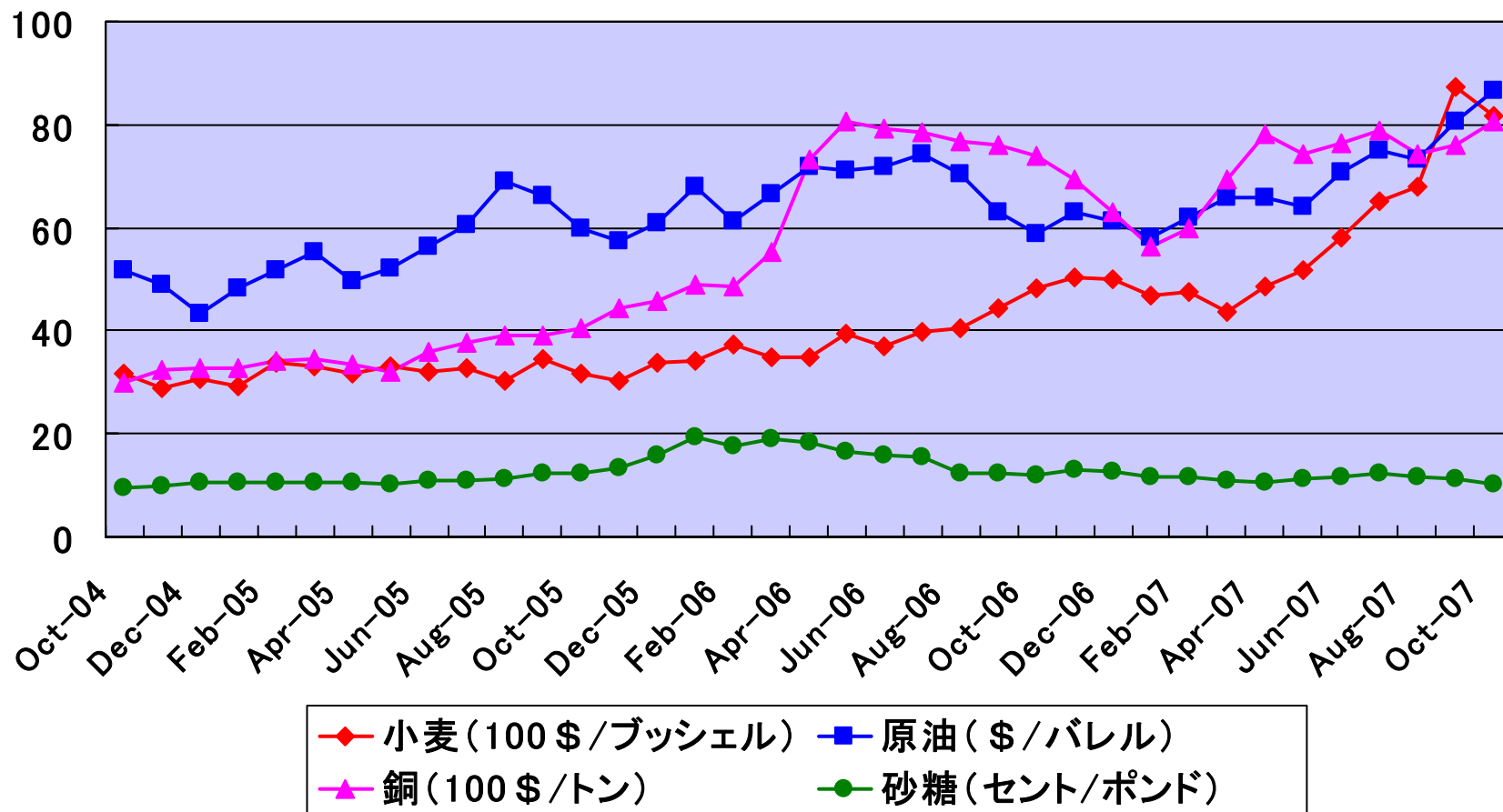
# 米国の過剰消費はいずれ崩壊する。

- 米国の家計貯蓄率は90年以降傾向的に下落し、2005年からマイナス。
- 住宅価格の上昇などを背景に行過ぎた消費者金融が背景にあるが、これは長続きするものではなく、2007年に入ってから、信用不安が広がっている。
- 豪州でも過剰消費のリスクが見られる



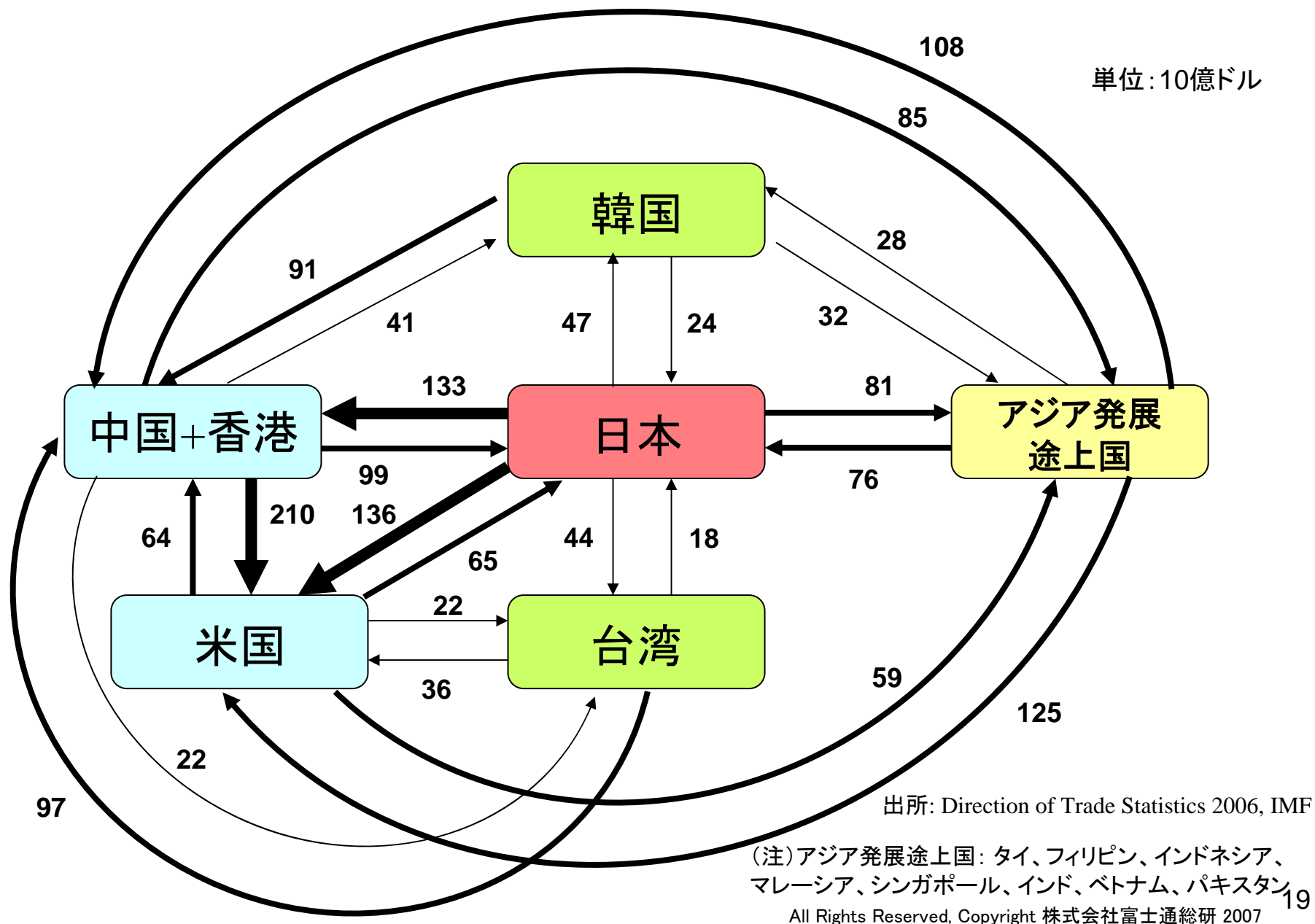
出所: OECD Economic Outlook

# 原材料価格が上昇しインフレ圧力が高まっている。



CEICデータベースから

# 中国はアジア諸国に対しては赤字、米国に対してのみ巨額の黒字



# アジア諸国の対米・欧依存度（輸出/GDP）は 下がっていない。

(%)

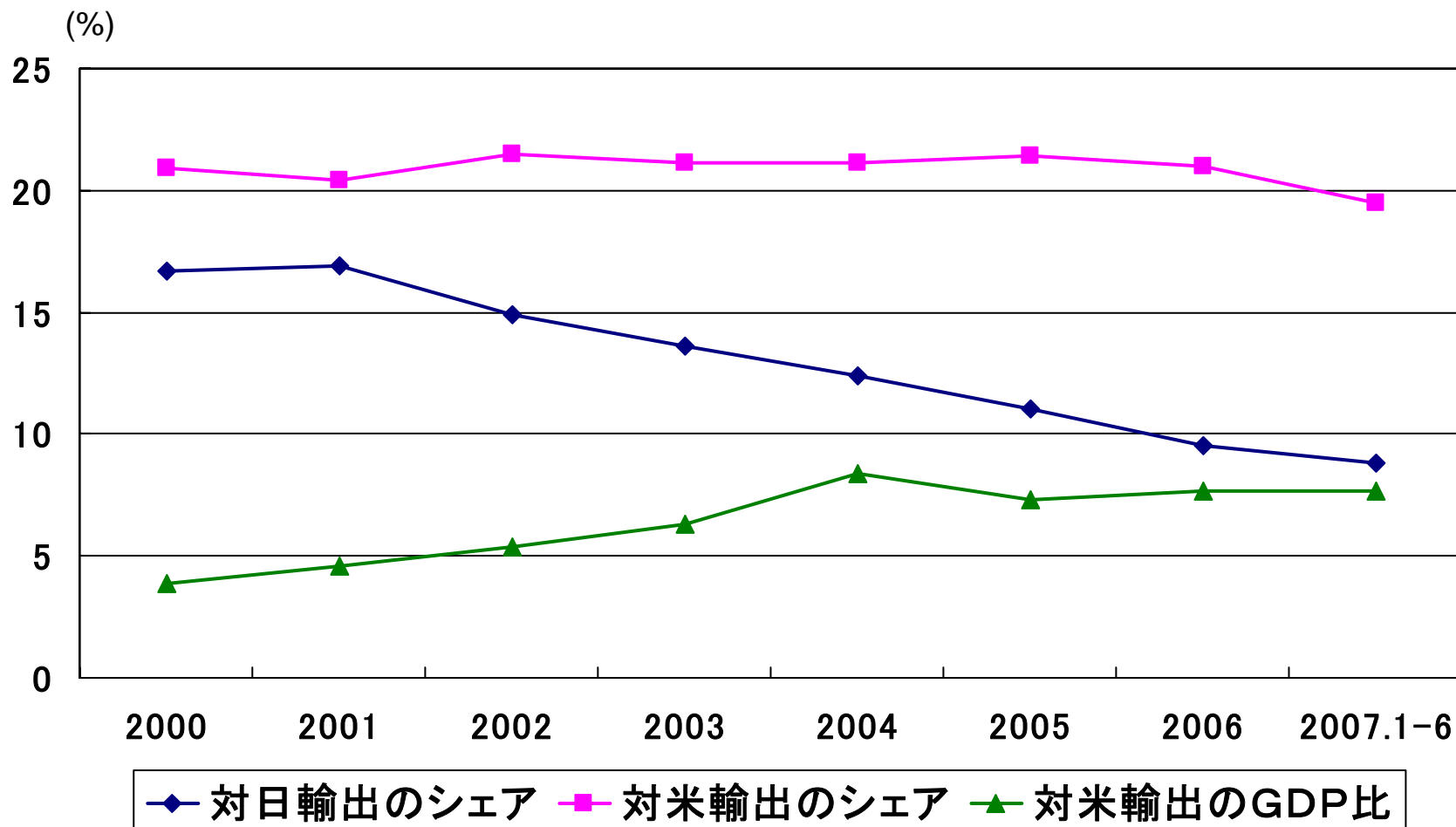
	対米		対ユーロ圏		対日	
	1981-85	2001-05	1981-85	2001-05	1981-85	2001-05
日本	4.0	2.9	1.1	1.3	0	0
中国	0.8	5.9	0.8	3.8	2.1	3.6
NIEs+ASEAN	10.5	10.3	3.2	6.1	6.6	5.6

NIEs=香港、韓国、シンガポール、台湾

ASEAN4=インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ

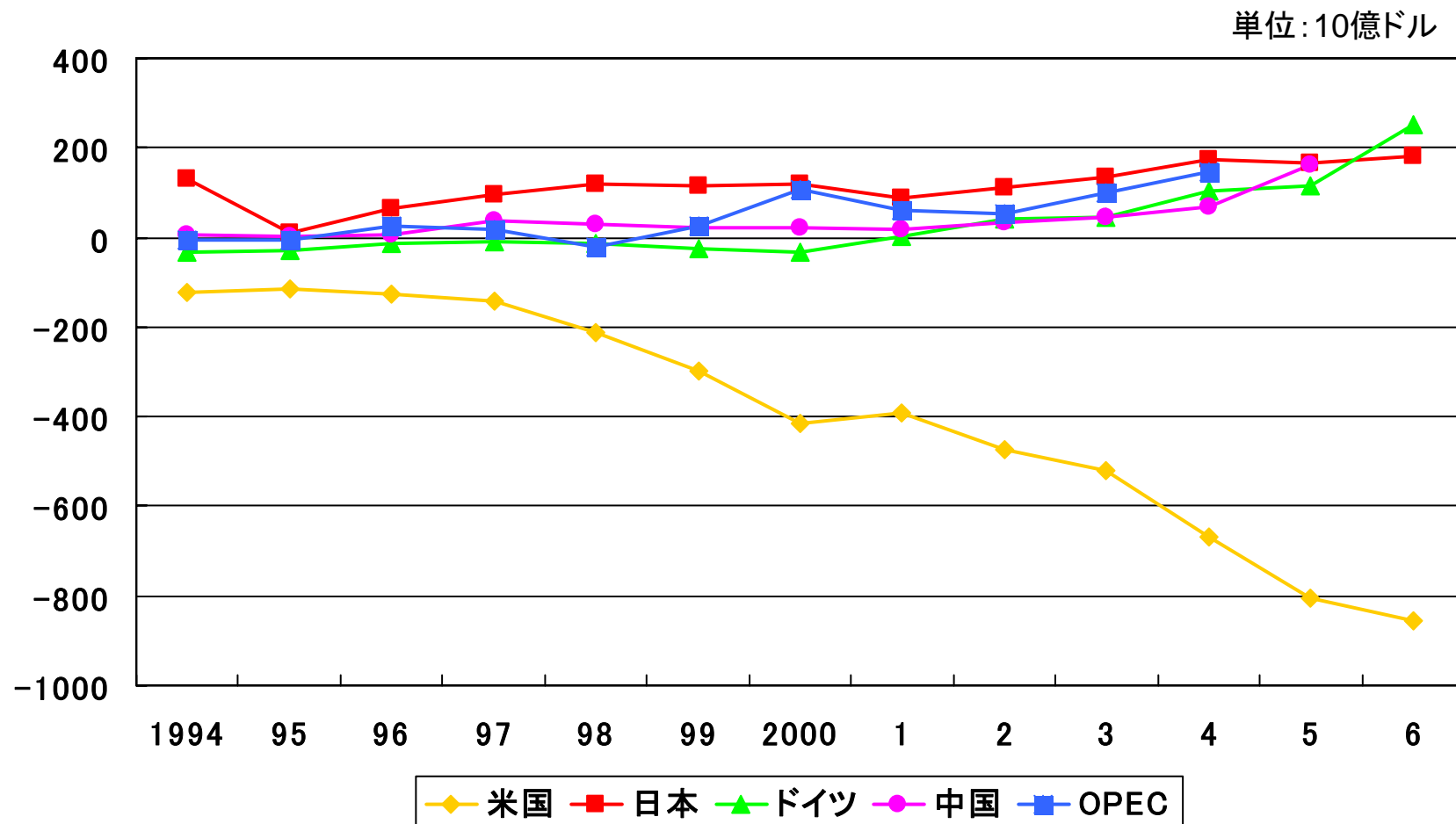
出所: IMF

# 中国の対米依存度は下がっていない。



出所: 米国商務省

# 米国の経常収支赤字で世界が回っている。 危うい構造



出所: International Financial Statistics, IMF

# ここまでのまとめー戦後最長の好況

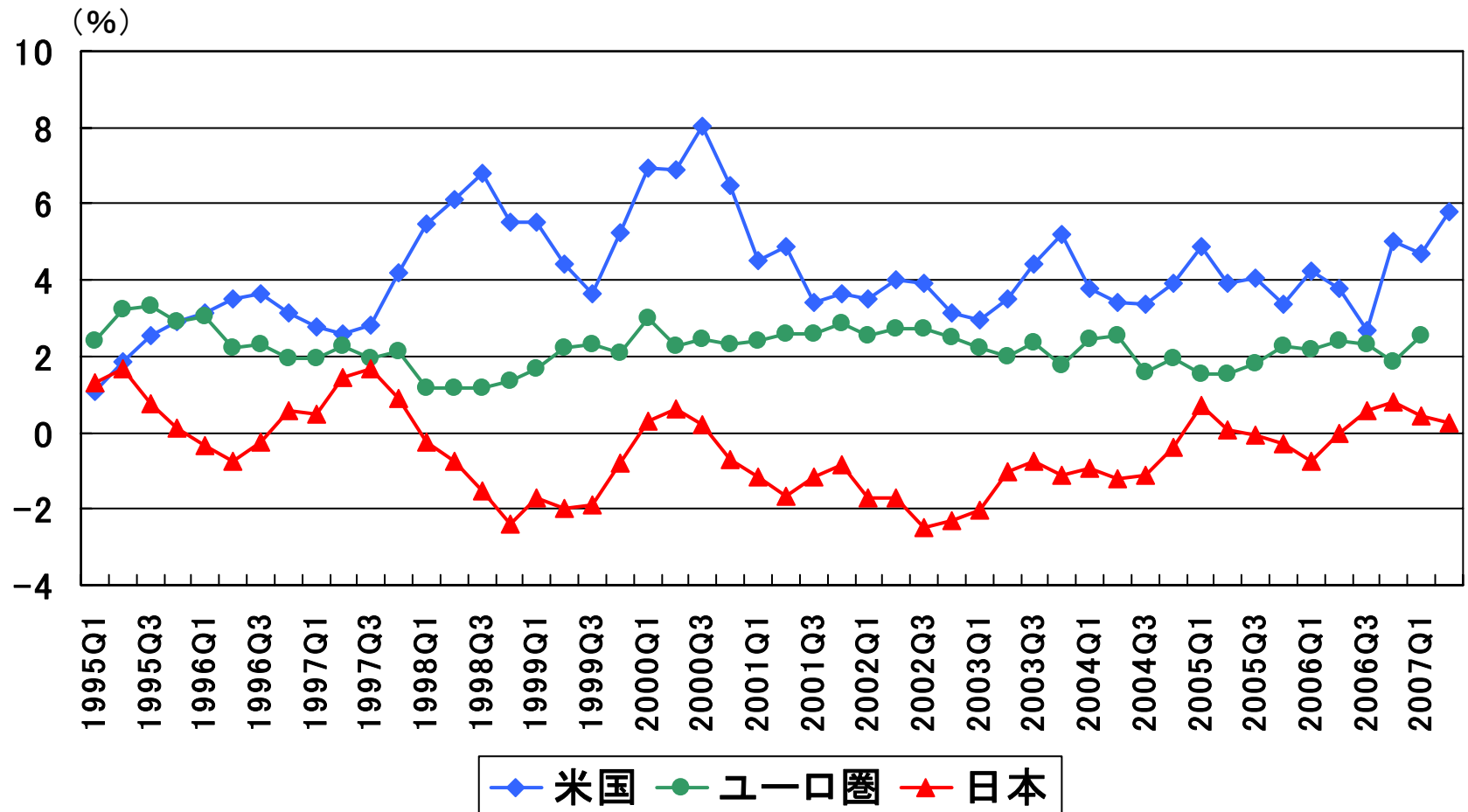
1. 日本、世界経済は戦後最長の景気拡大が進行中。物価は安定し、低金利。企業経営にとっては最高の環境。
2. 21世紀に入りBRICs、東アジア、東欧など新たなフロンティアが拡大したこと、ITによる生産性革命が進んだことが原因。
3. 世界の平均的成長率は5%、アジアは7%、米国は3%、日本、ヨーロッパは2%。成長のチャンスは国外にある。
4. 日本は輸出主導型で長期の景気回復。低賃金、低金利、円安の三「安」が景気拡大の要因。グローバル企業と国内市場依存型企業の格差拡大。
5. 長期の景気拡大はインフレをもたらす。すでに原油をはじめ、原材料価格は上昇に転じ、賃金も上がり始めている。景気は下降局面に近づいている。
6. Decoupling は起こっていない。米国の動向には引き続き要注意。



## 第二部

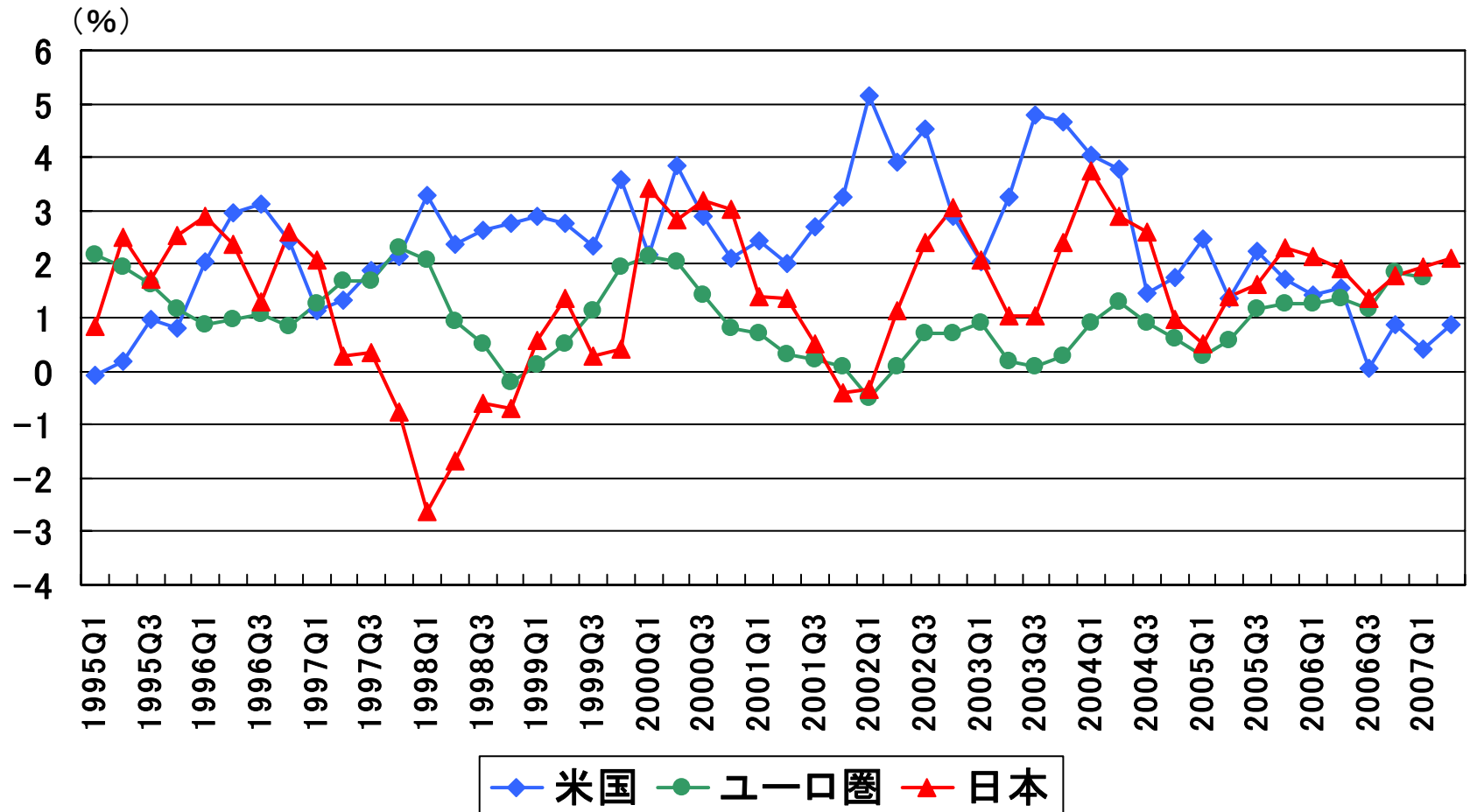
# 今次成長の陰の部分 — 上がらない賃金

# 主要国の賃金



IMFデータから富士通総研作成

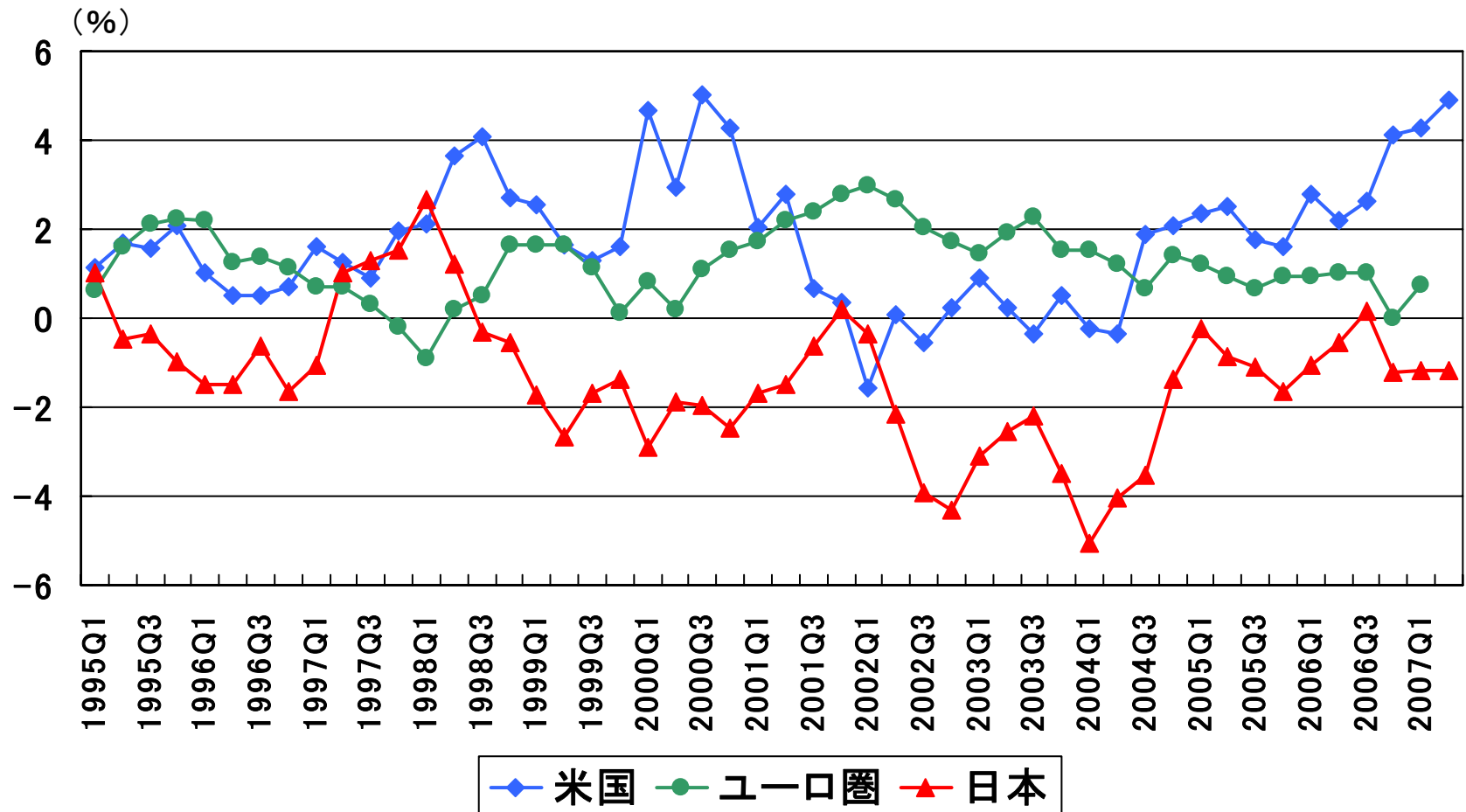
# 主要国の生産性



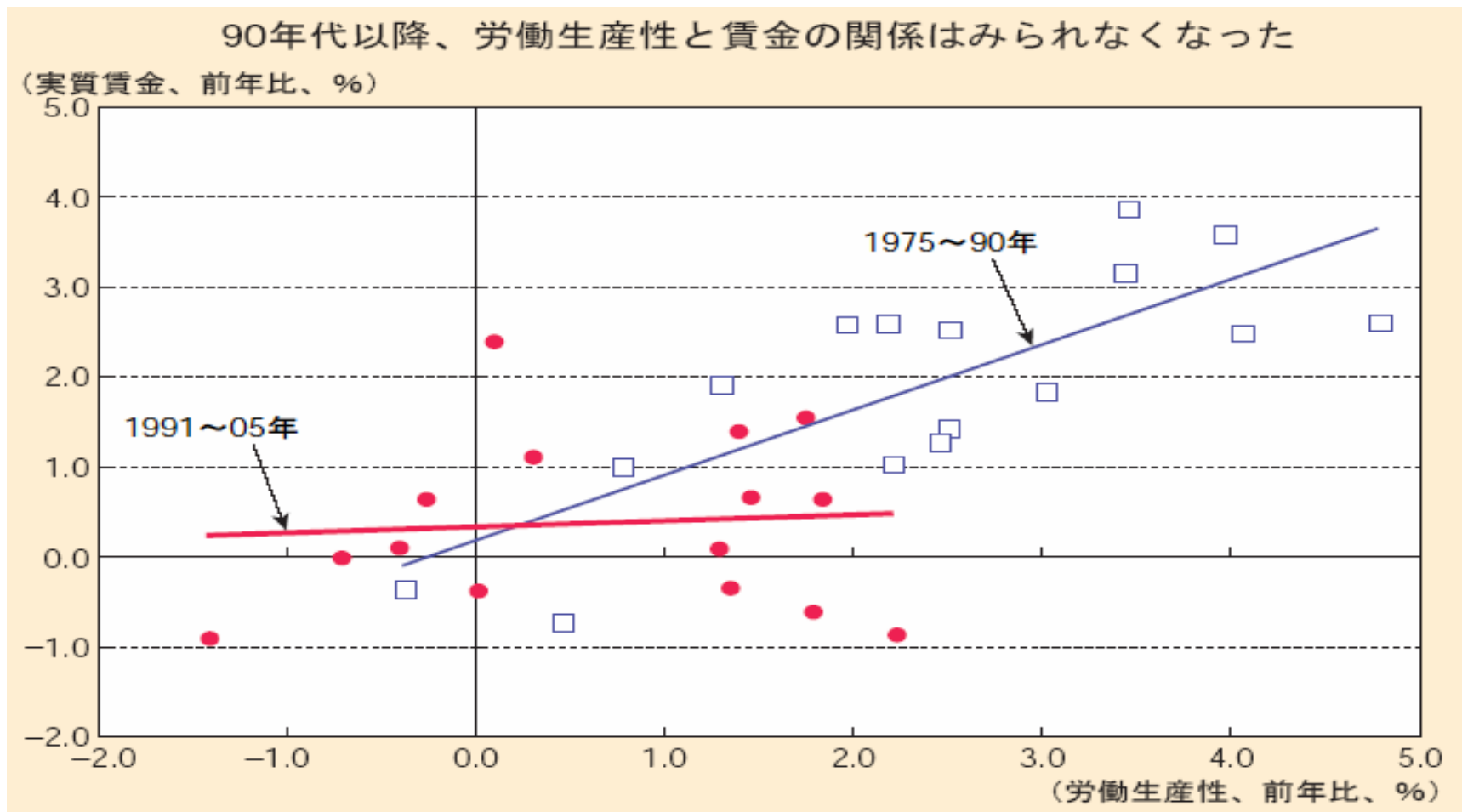
IMFデータから富士通総研作成

# 単位労働費用(ULC)

(賃金上昇率－生産性上昇率)



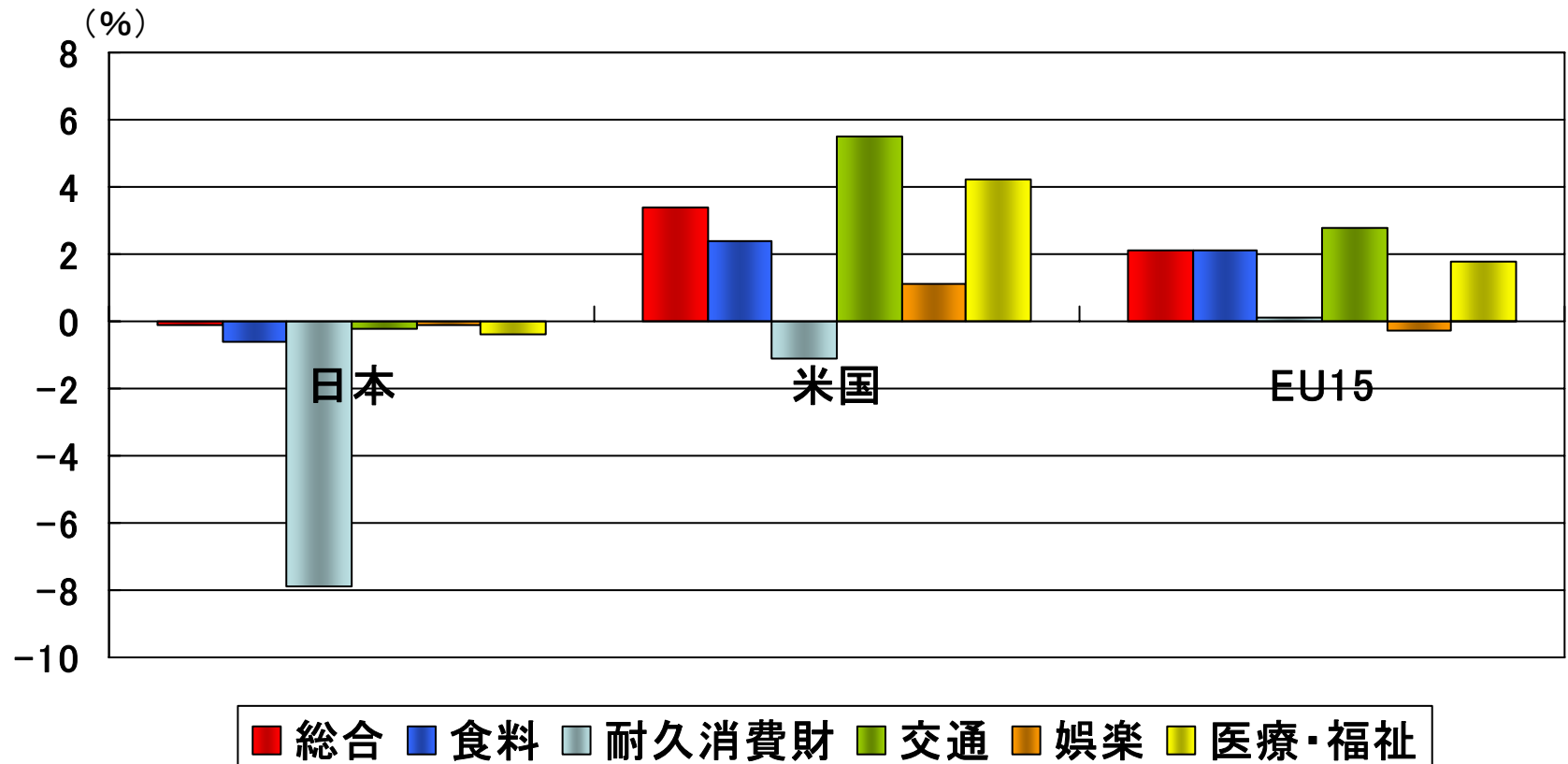
# 今次景気回復においては労働生産性の向上が賃金に反映されていない。



出所:厚生労働白書(2007年)

サービス価格の下落は日本にだけ特有の現象である。  
これは日本のデフレがULCの下落によるもので  
あることの証左である。

主要国の物価動向



産業別に見るとサービスの賃金下落が著しく、貿易財である製造業では上がっている。中国の低賃金が日本の賃金が上がらない理由ではないことがわかる。

単位：1年当たり千円

	1998	2000	2003	2005	2005/2000
産業計	5002	4978	4944	4877	-2.00%
製造業	4986	4796	5023	4948	3.20%
卸・小売・飲食	4844	4809	4783	4786	-0.4%
金融保険	6111	6081	6012	6232	2.50%
サービス	4793	4844	4838	4582	-5.40%

サービスは医療福祉、教育、複合サービス、その他サービスの加重平均

賃金センサスより富士通総研計算

# 同一年齢内でも賃金は下落。 特に若年層の賃金下落が目立つ。

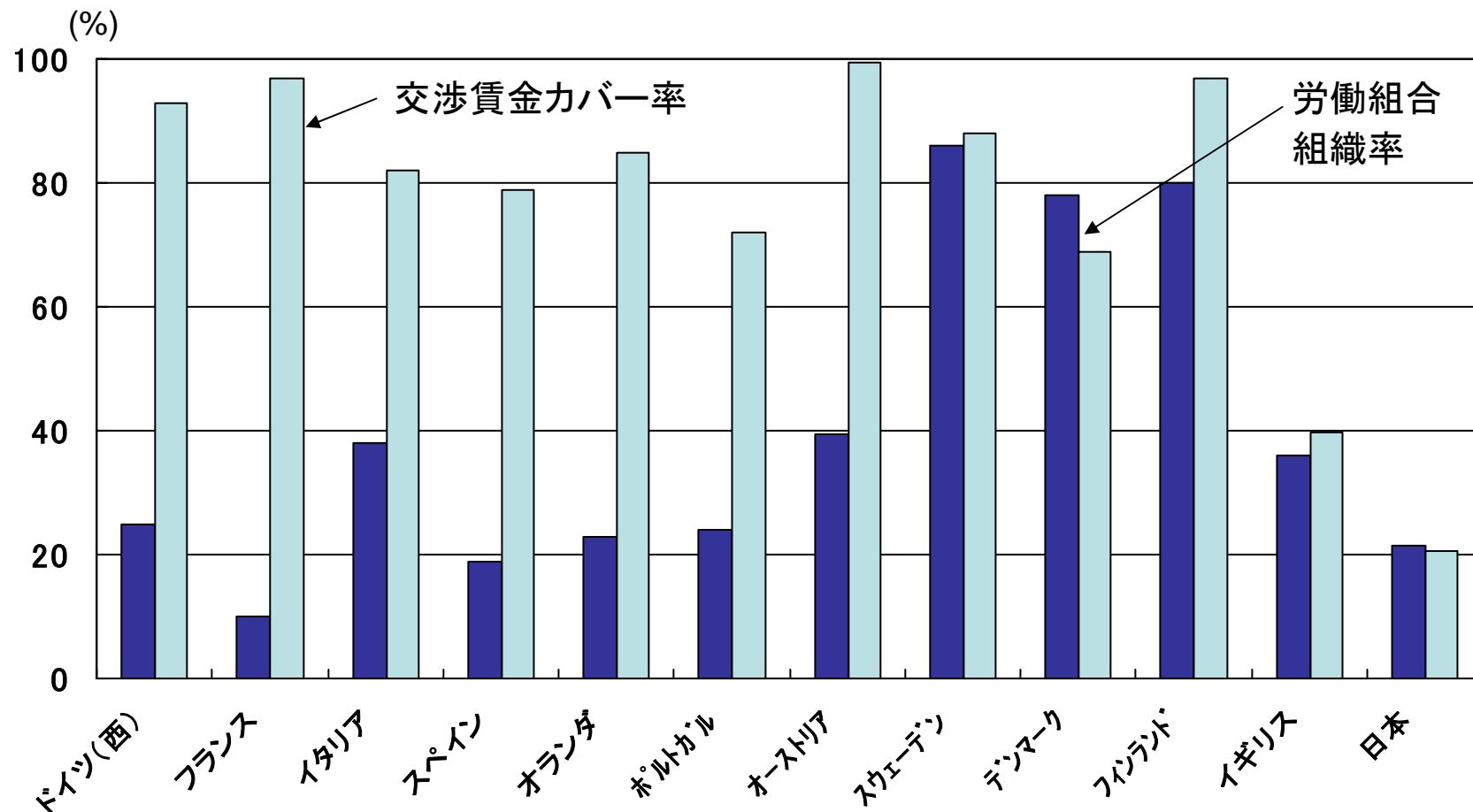
年齢別賃金の変化

一人当たり年俸: 万円, %

	2000	2005	2005/2000
合計	497. 8	487. 7	－2%
18～19	233. 5	227. 6	－2. 5
20～24	304. 2	290. 2	－4. 6
25～29	386. 8	371. 1	－4. 1
30～34	477	445. 8	－6. 5
35～39	551. 2	529	－4
40～44	586. 1	582	－0. 7
45～49	602. 9	593. 4	－1. 6
50～54	619. 3	585. 5	－5. 5
55～59	571. 8	561. 6	－1. 8
60～64	400. 9	393. 4	－1. 9
65～	360. 6	352. 7	－2. 2

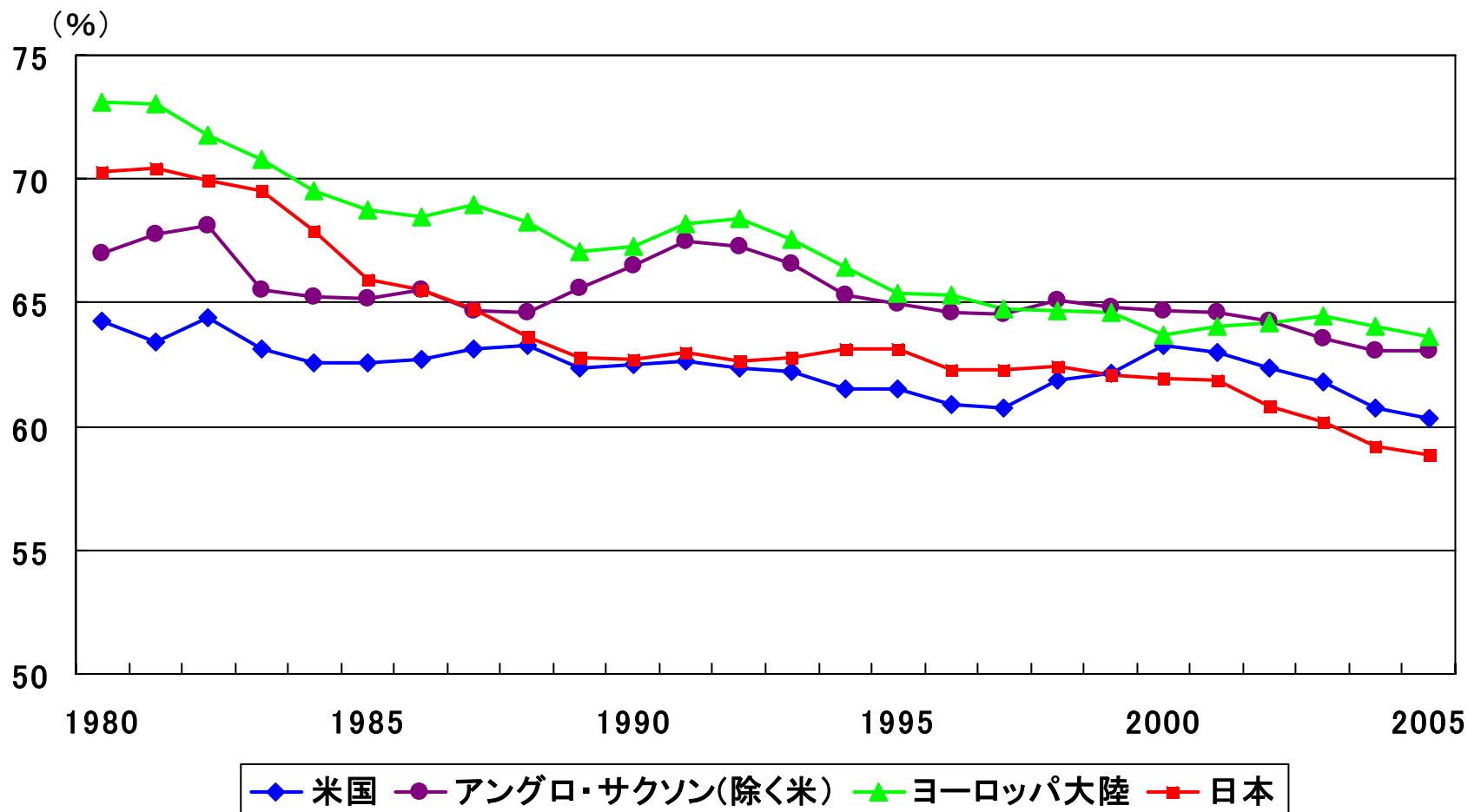


# 日本は労働組合組織率が低いだけでなく、賃金カバー率も著しく極端に低い。



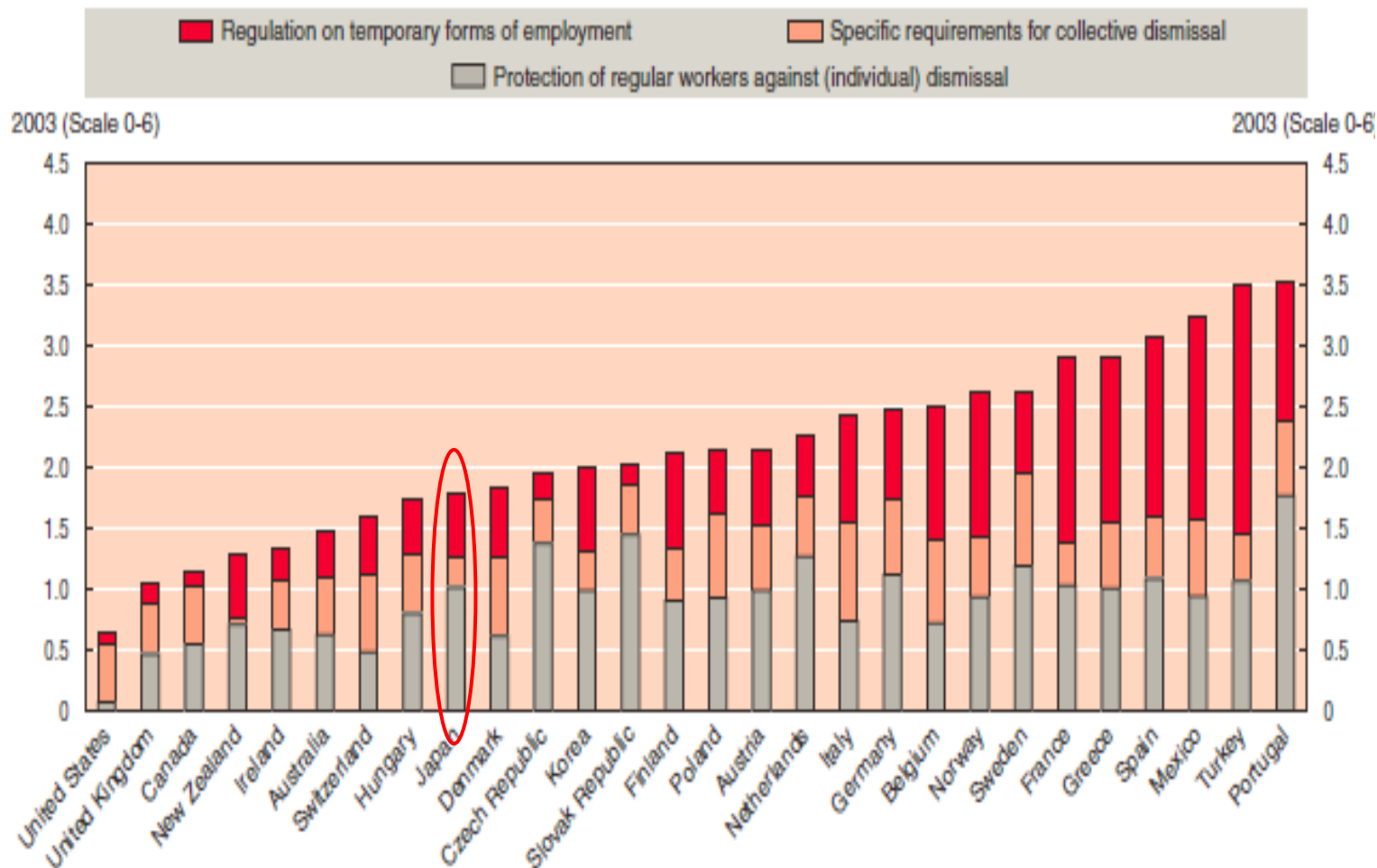
出所: Nickell, S. (2006) "A Picture of European Unemployment: Success and Failure"

# 先進国の労働分配率は長期的に下落傾向だが、 日本の下落は最も顕著



出所: IMF World Economic Outlook

# 労働者の保護水準はアングロサクソンの国で低く、日本、ヨーロッパ大陸、北欧が高い。



出所: OECD

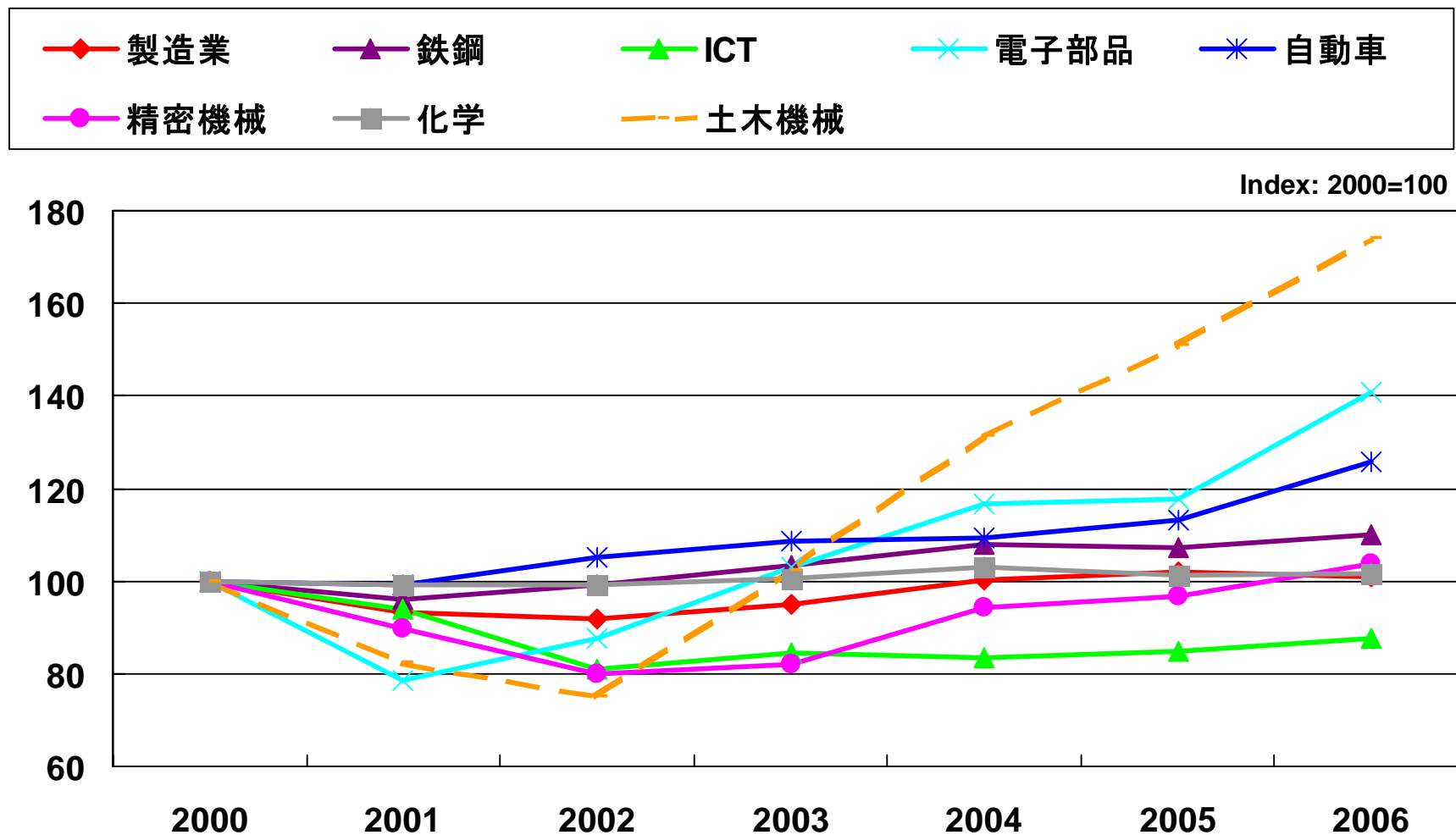
## 第二部のまとめー抑圧された賃金

1. 1995年以降日本の賃金は減り続けた。これは先進国では唯一。他方生産性は2000年以降上昇に転じたため、単位労働コスト(ULC)は大幅にマイナスとなり、コストダウンを可能にし、これがデフレ下においても収益改善を可能にした。
2. 2007年に入って労働市場がタイト化しているにもかかわらず、賃金が上昇する気配が見えない。国際競争があるため賃金が上がらないというのは説得力が無い。わが国固有の問題、(バブル崩壊で失われた企業資産の回復の必要性、労働市場の構造など)があるのではないか。
3. 特に若年層の給与のカットが深刻。このことが少子化に拍車をかけている。
4. ULCがマイナスであるため、デフレも終わらない。デフレが終わらないから、異常な低金利も終わらない、という循環から脱却できていない。今のデフレは金融政策では解決できない。
5. 解雇規制の水準は米国とヨーロッパの中間。高い規制は雇用創造にマイナスとの研究結果あり。

# 第三部

## 産業構造の変化

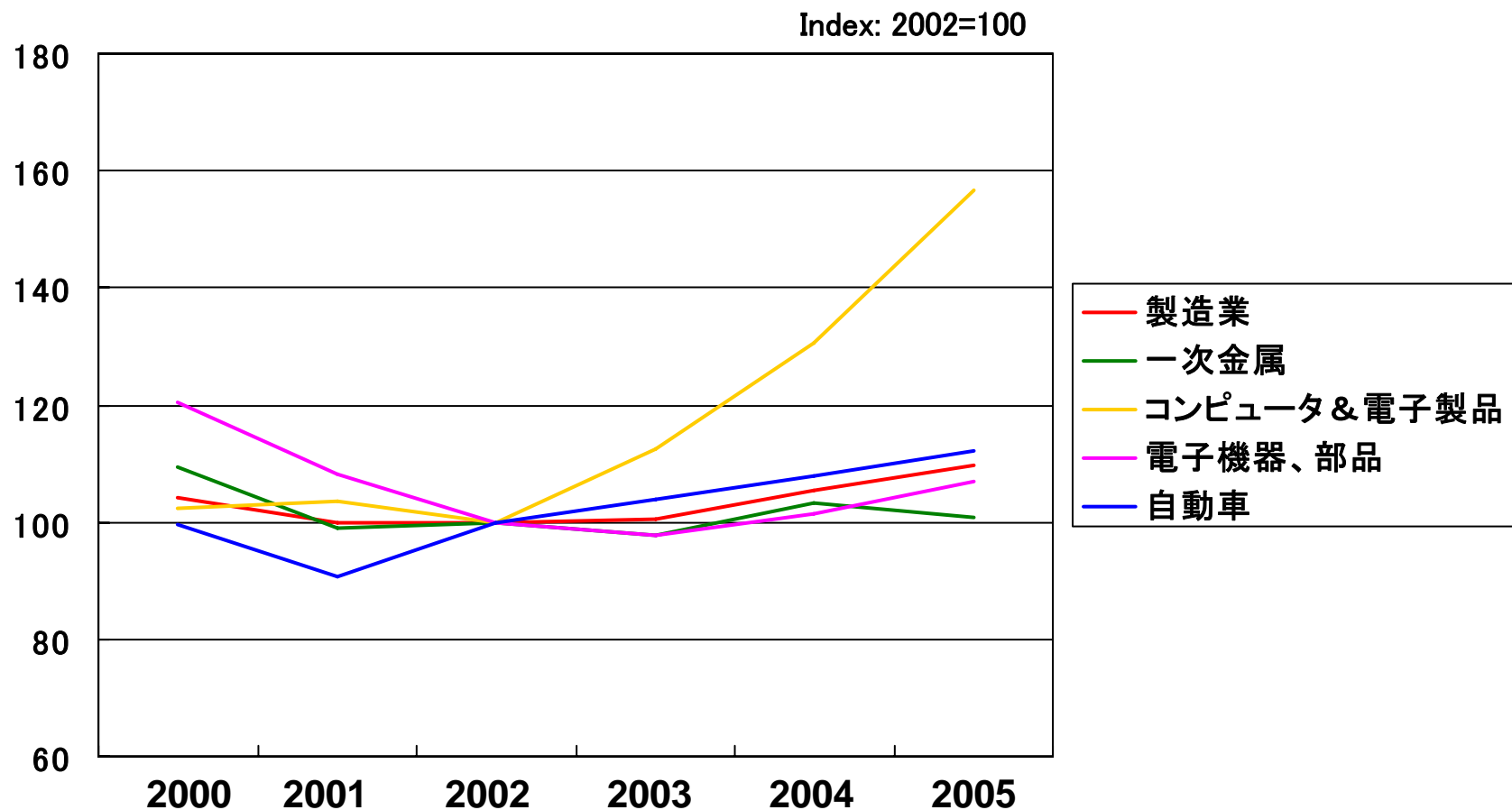
# 従来型の産業が回復した反面、ICTの低迷が目立つ。



2006年は年央

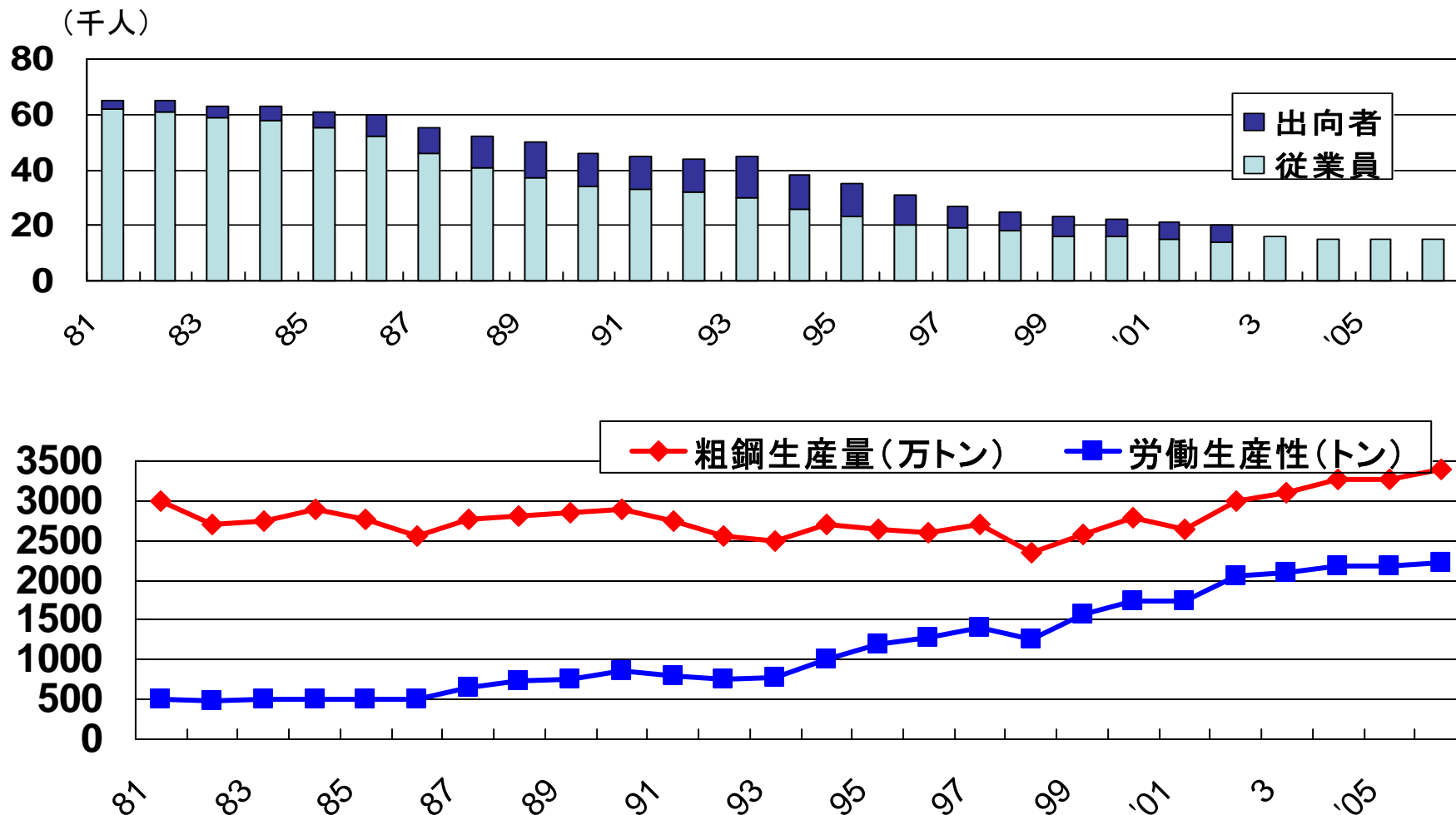
Source: Monthly of machinery statistics November 2003, METI

IT産業は全ての先進国で 低迷しているのではない。  
米国では急速に拡大している。



出所: Survey of Current Business

# 日本鉄鋼企業は長期に漸進的な生産性向上を続け、 高い競争力を維持している。

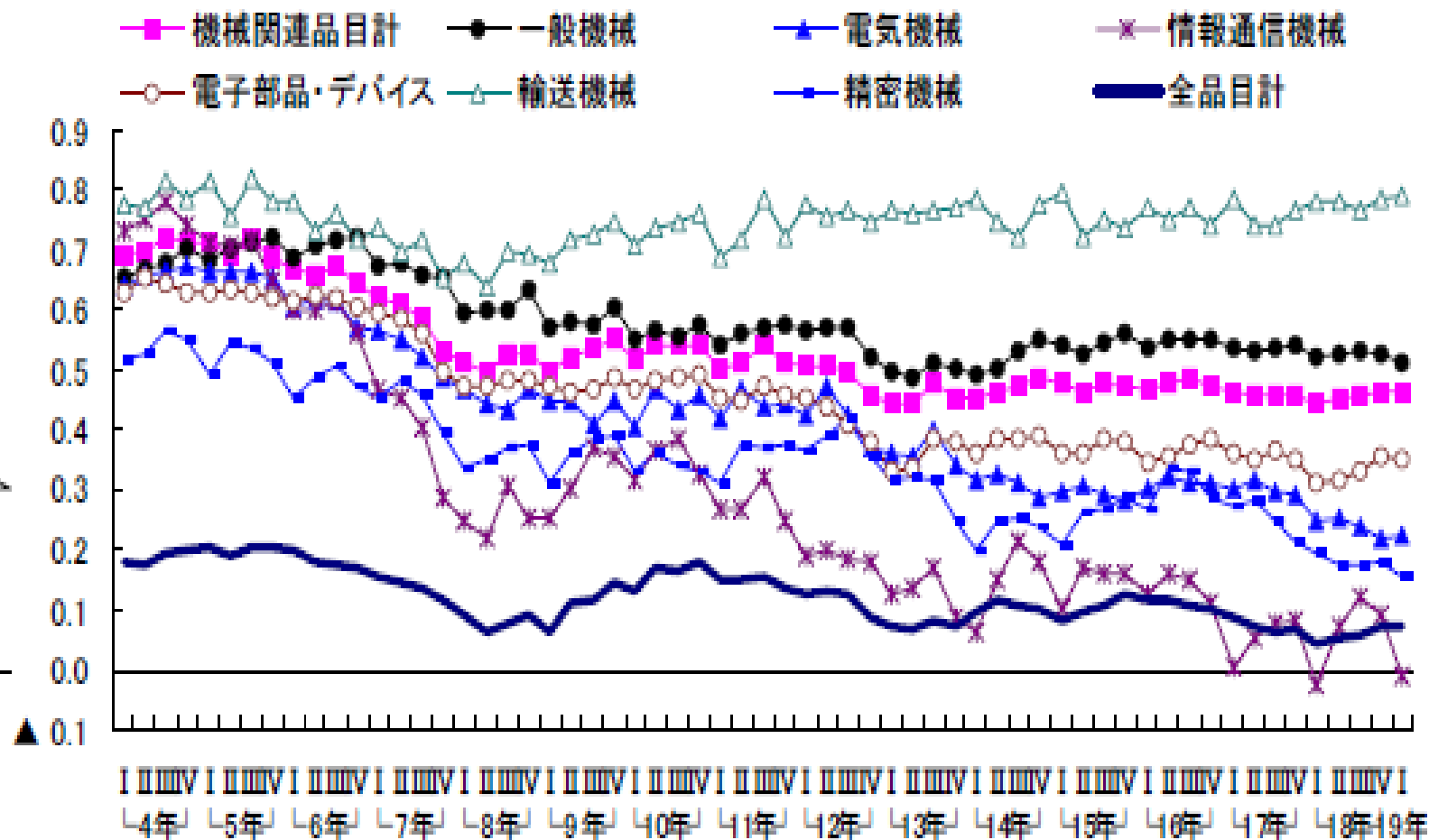


出典:新日本製鉄 annual reportより



自動車は競争力を維持しているものの、  
電気、精密、情報の弱化が目立つ

## 日本の貿易特化係数の推移



出所: 經濟産業省

# 日米産業構造の変化(付加価値構成比)

	日本				米国		
	1996	2002	2005	2005/1996	1996	2005	2005/1996
製造業	22.4	20.6	22.5	0.1	16.8	12.1	-4.7
食料品	3	2.8	2.6	-0.4	1.7	1.4	-0.3
化学	1.8	1.8	1.7	-0.1	2.4	2.2	-0.2
一般機械	2.4	1.9	2.4	0	1.7	0.9	-0.6
電気機械	2.9	3.6	5.9	3	2	1.5	-0.5
自動車	2	2.5	2.6	0.6	1.9	1.4	-0.5
建設	8.4	6.9	6	-1.6	4	4.9	0.9
卸・小売	15	14	13.1	-1.9	15.6	12.6	-3
金融保険	6.1	6.7	6.4	0.3	7.2	7.7	0.5
不動産業	11.2	11.7	11.3	0.1	11.2	12.7	1.5
運輸・通信	6.7	7.2	7	0.3	5.7	5.5	-0.2
サービス	18.9	21.4	22	3.1	20	25.2	5.2
公共サービス	4.1	4.9	5.2	1.1		7.8	
対事業所	7.2	9.1	10	2.8		11.7	
対個人	7.6	7.4	6.9	-0.7		5.9	
GDP成長率				1.22%			3.25%

# 従来型産業の営業利益率が高い。ITは不振。

(%)

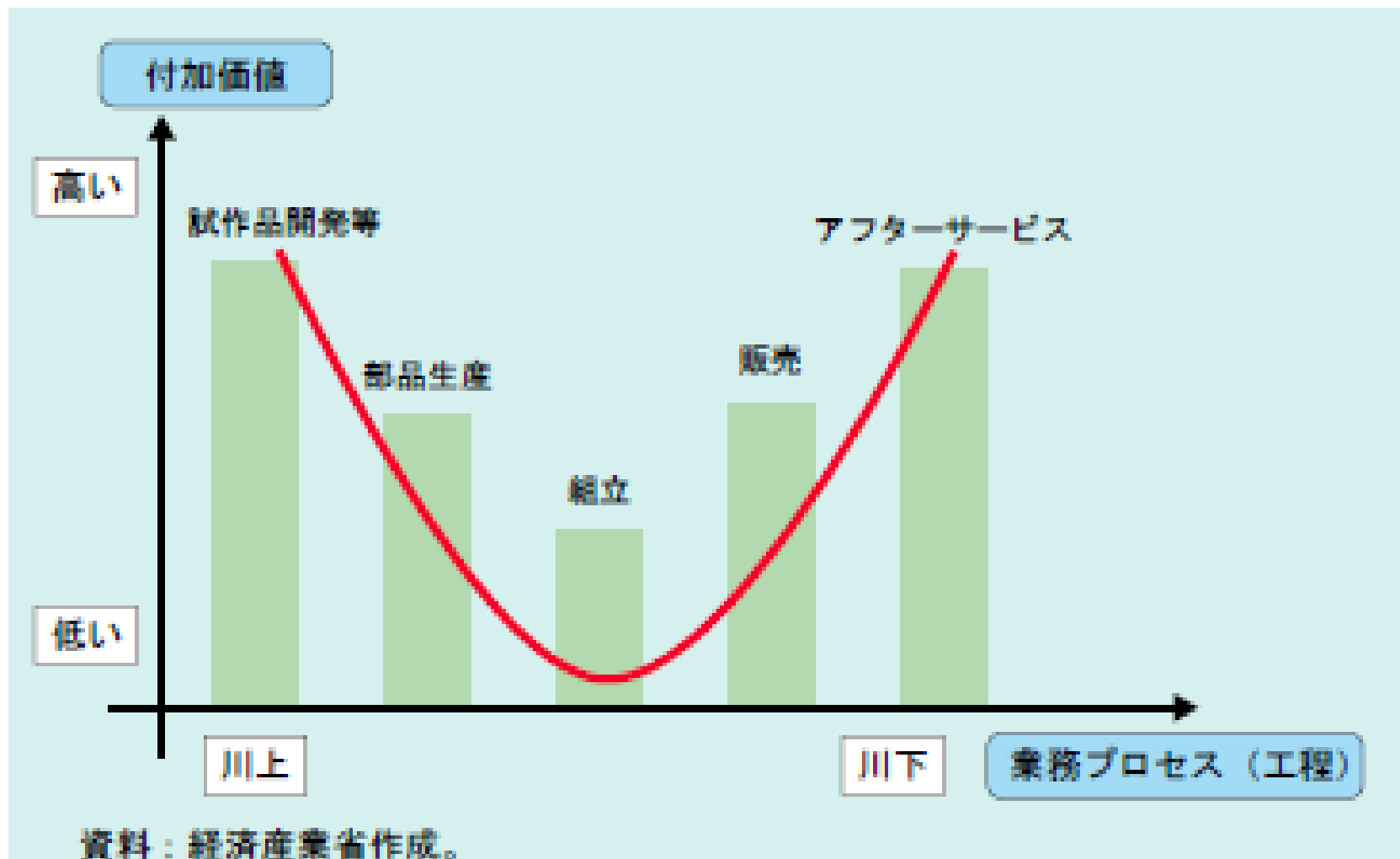
区分	平成14年度	15年度	16年度	17年度	18年度
全産業	2.3	2.7	3.1	3.4	3.5
製造業	3.2	3.9	4.8	5.0	5.3
食料品	2.8	3.2	3.4	3.1	2.8
化学	7.6	7.5	9.8	8.6	9.4
石油・石炭	1.2	1.2	2.8	2.5	2.3
鉄鋼業	2.3	4.9	9.6	10.6	10.0
金属製品	2.1	3.5	4.0	3.7	3.8
一般機械	2.3	3.6	4.9	5.5	6.8
電気機械	1.7	3.1	3.4	3.9	4.2
情報通信機械			3.9	2.8	3.7
輸送用機械	4.6	4.8	4.6	5.8	5.5
非製造業	2.0	2.2	2.5	2.8	2.7
建設業	1.3	1.6	1.8	1.7	1.8
卸売・小売業	1.2	1.3	1.5	1.7	1.6
不動産業	1.7	5.2	6.5	6.8	10.2
情報通信業	4.5	4.7	6.1	6.7	6.5
サービス業	2.3	3.0	3.3	3.4	3.2

しかし部品・原材料ではがんばっている。例えば、液晶パネルの基本部品、材料はほとんど日本製

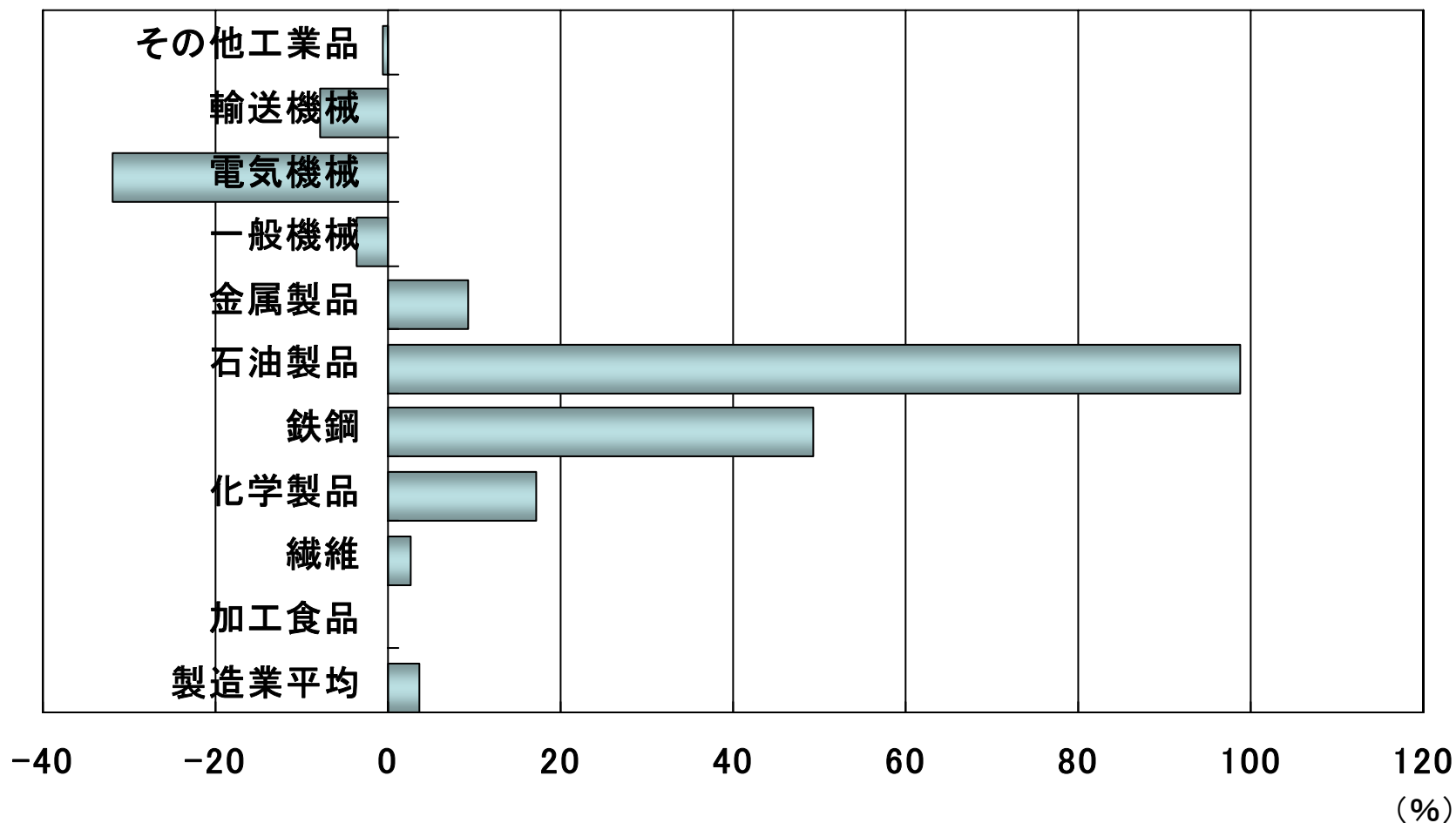
品目名	世界市場規模	日本のシェア
フォトマスク	460億円	70%
カラーフィルター	3,410	73
ガラス基盤		50
シリコンウェーハー	9,400	74
リードフレーム	2,300	81
プラスチック基盤	2,200	92
半導体封止材	750	84

各種新聞、雑誌から

IT産業ではスマイルカーブが当てはまる。  
バリュー・チェーンの両端で儲けが出る。

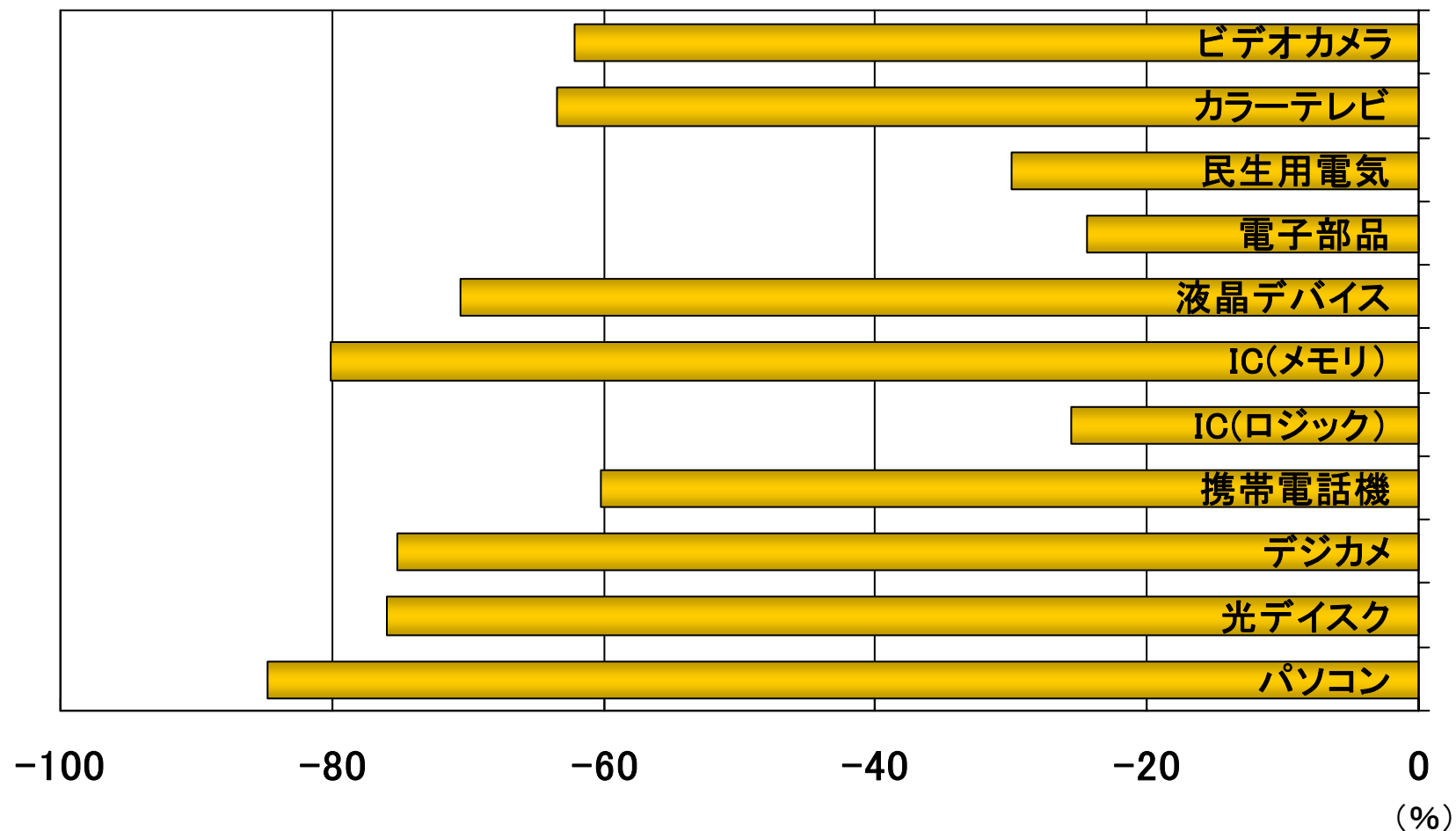


# 電気製品が突出して値下がりしている。 (2000年～2007年8月)



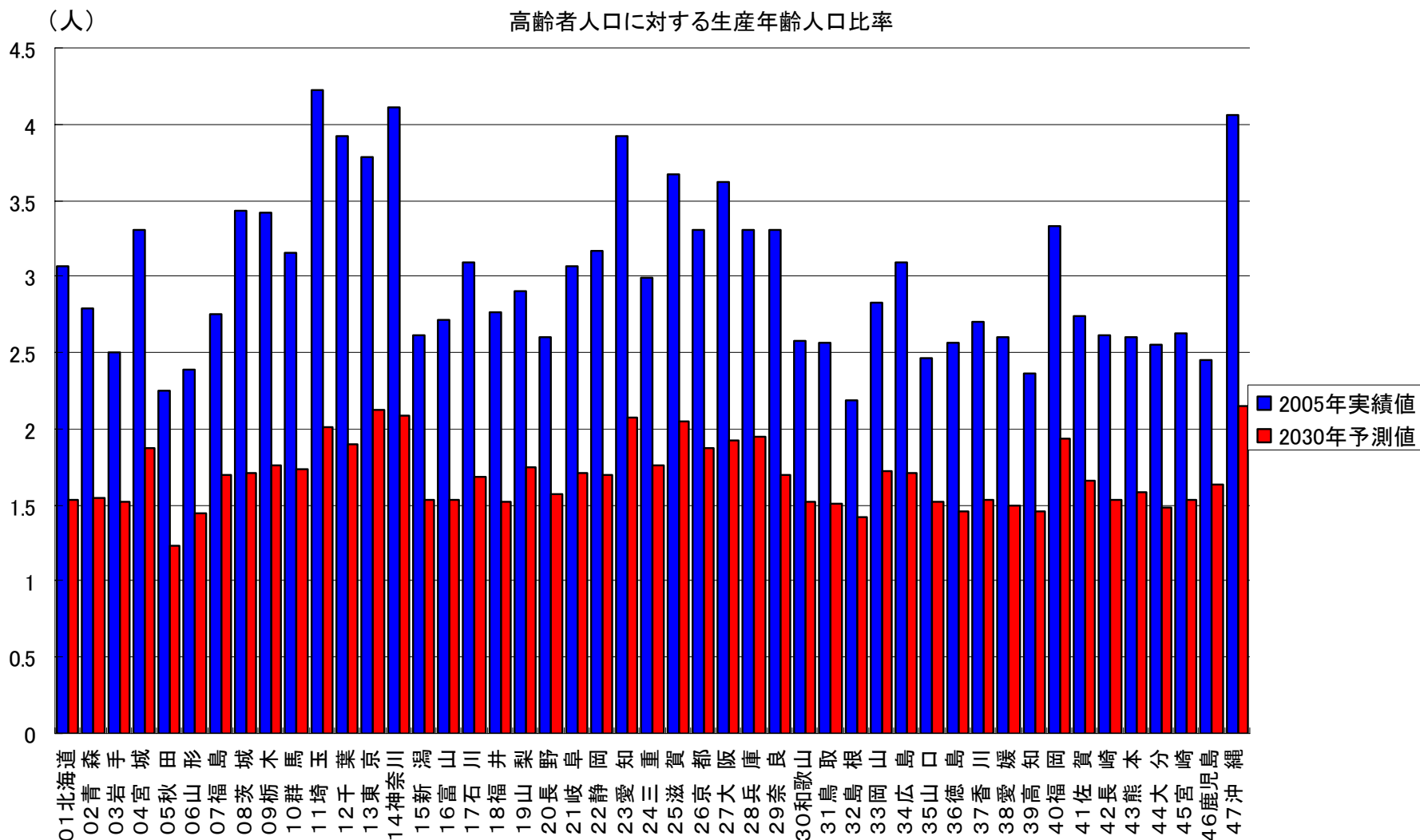
出所: 日銀企業物価指数

特にデジタル商品の値崩れが顕著。  
安く作れない企業は脱落する。



出所: 日銀企業物価指数

# 高齢化の負担は地方から高まる。2030年には 1.5人で高齢者1人を支えることになる。

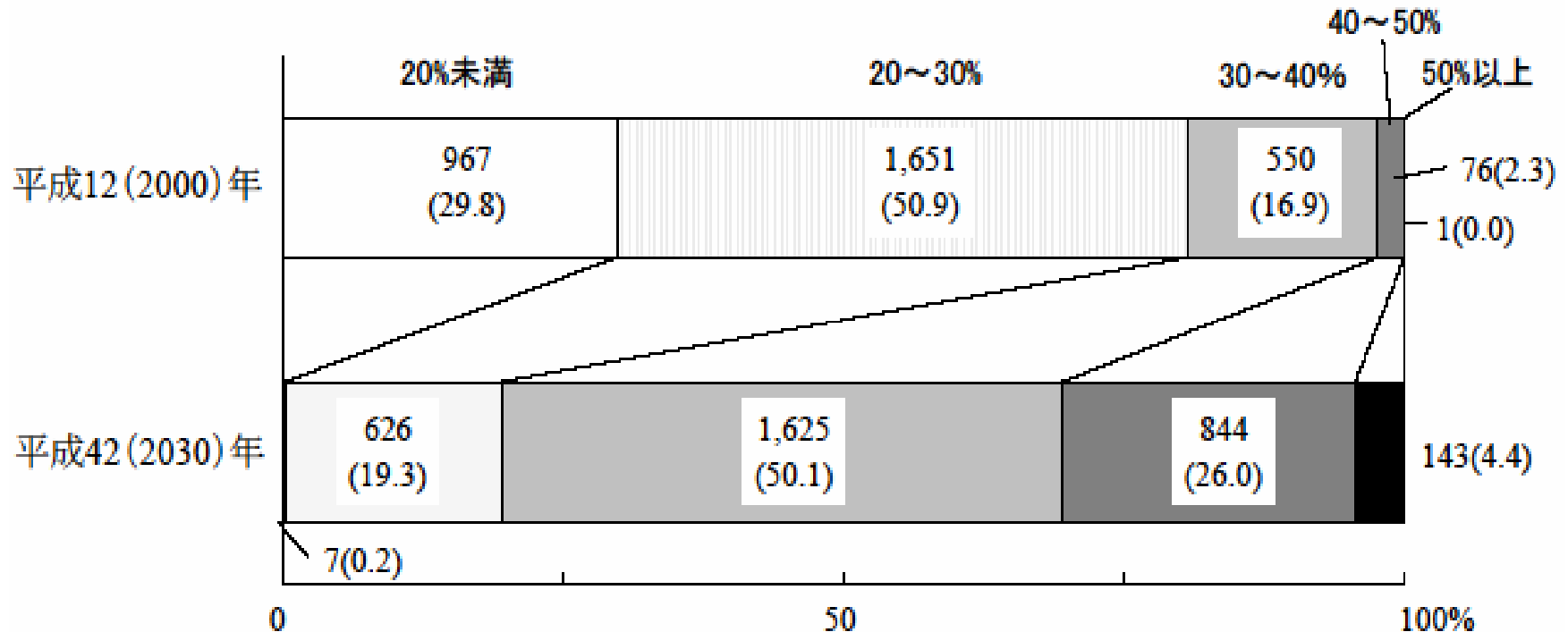




# 地方の問題は人口と農業問題

人口問題研究所によれば、2030年になると日本の自治体のうち

- 1) 56%で人口は2割以上減る。
- 2) 1/3は人口5000人以下になる。
- 3) 31%では14歳以下の人口は10%以下に減る。
- 4) 30%で老人の比率が4割を超える。80%で3割超。



# これまでのまとめ

## —蘇るオールド・インダストリと苦戦するハイテク産業

1. 21世紀に入って日本国内で高い成長を遂げたのは自動車、素材、工作機械など成熟産業。IT、バイオなどのハイテクは低迷。
2. 日本は技術万能主義が行き過ぎ、安く作ることをおろそかにしてきた結果、デジタル商品のような急速な価格低下について行けなかった。グローバルなサプライ・チェーンを築けない企業は失速。バリューチェーンの両端に儲けあり。
3. 成熟製造業はコモデティ化して価格競争に巻き込まれる、とは限らない。差別化して超過利潤を得ることは可能。
4. 人口減少、高齢化が進む中で産業構造の変革、企業の集約化の遅れた産業での再編成が不可避。
5. 全ての地方が活性化することは不可能。活性化と称して無駄な投資をすることは避けるべき。

# 第四部

## 財政赤字に関する誤解

# 財政赤字に関する誤った議論

1. 日本の財政構造は世界一悪い  
→日本の国債利子負担のGDP比は世界一低い。
2. 財政赤字は将来の世代に負担を残す。  
→国債が日本人によって保有されているかぎり、将来負担にはならない。
3. 国債を発行すれば、無駄な支出が増える。  
→これは調達と支出の問題を混同した議論。赤字があろうと無かろうと、無駄な支出が良くないのは同じ。
4. 財政赤字は民間資金需要をクラウドアウトし、金利高騰、インフレになる。  
→今の日本には当てはまらない。
5. 社会保障費をまかなうために消費税率の引上げが必要。  
→これでは若者から高齢者への所得移転を進めることになり、少子化はさらに悪化する。

# わが国の公債残高のGDP比は 世界一高いが、利子負担は最も低い。

(2006年)	公債残高 /GDP	うち外国保有分 /GDP	財政の利子支払額 /GDP	国債金利 (10年もの)
日本	179.3%	7.7%	0.7%	1.7%
米国	61.5	26.4	2.1	5.6
カナダ	68.5		1.1	4.2
ドイツ	71.4	29.1	2.4	3.8
フランス	75	22.0	2.3	3.8
英国	46.6	8.2	1.9	4.5
イタリア	119.9		4	4
豪州	16.1		1	5.6

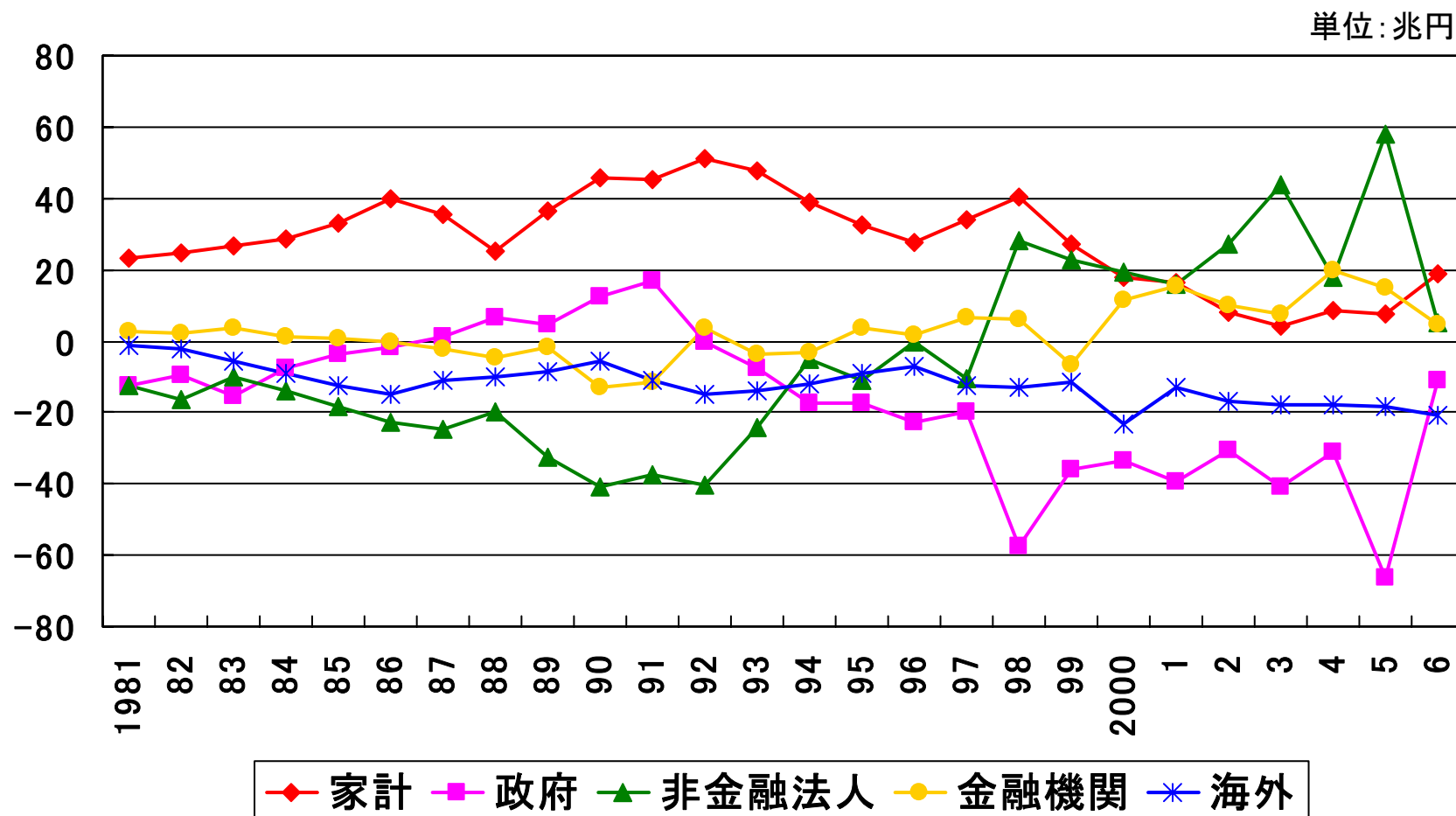
国債をもっているのは銀行、郵便貯金、公的年金、など。  
つまり一般国民が間接的に国債を保有している。

## 国債保有者の内訳

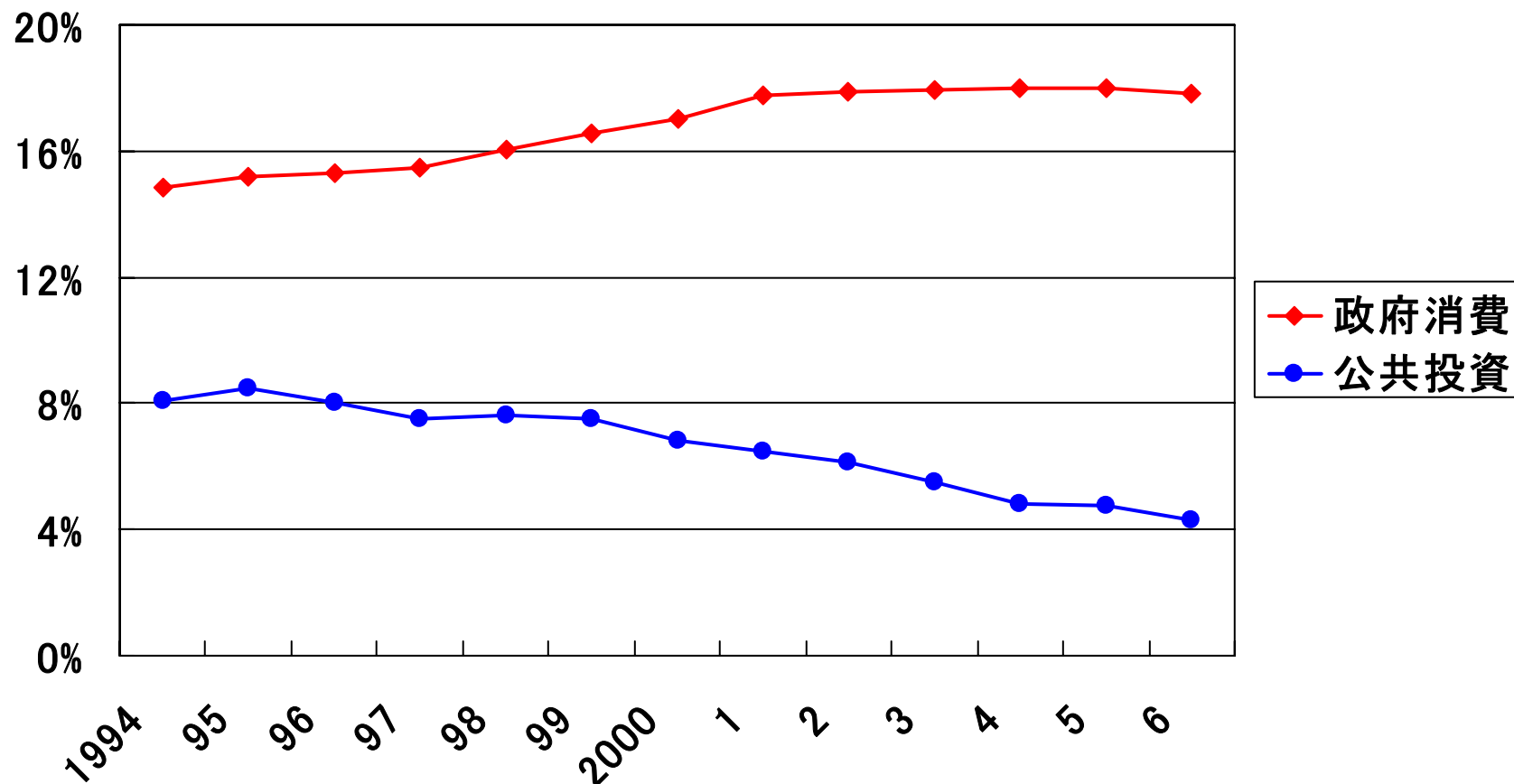
市中金融機関	31.8%
郵便貯金	17.1%
簡易保険	8.6%
公的年金	8.4%
海外	4.2%
家計	3.3%

出所：日銀資金循環統計

家計貯蓄が減る一方で、非金融法人の貯蓄は増え、引き続き貯蓄過剰(＝経常収支黒字)が続いている。  
政府部門の赤字は2006年に急減した。



失われた10年の間に政府消費は拡大しており、  
小さな政府に逆行している。

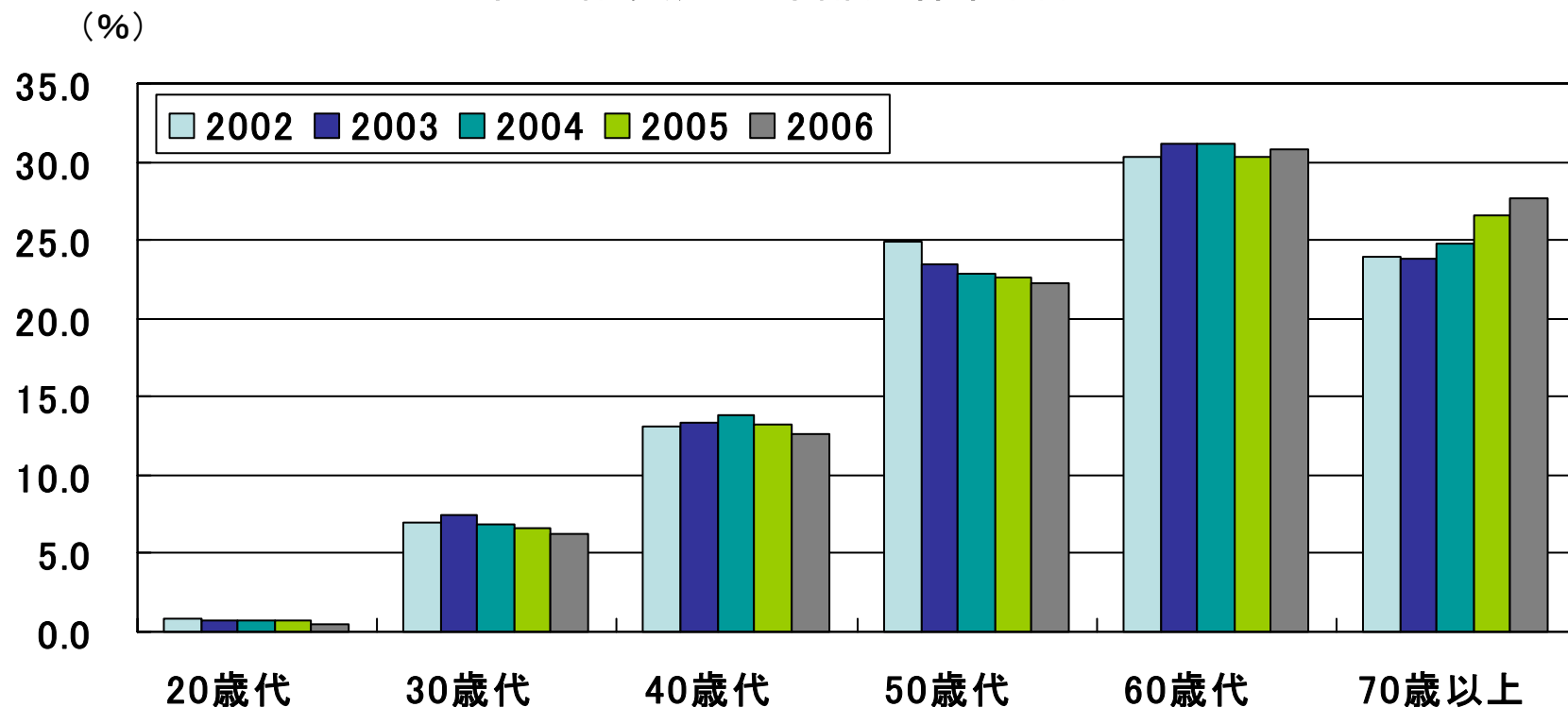


出所：国民所得統計



日本の金融資産の8割は50歳以上が保有。  
しかも70歳以上の比率が1/4を超えている。

総金融資産の年齢別保有割合



家計調査報告よりFRI作成

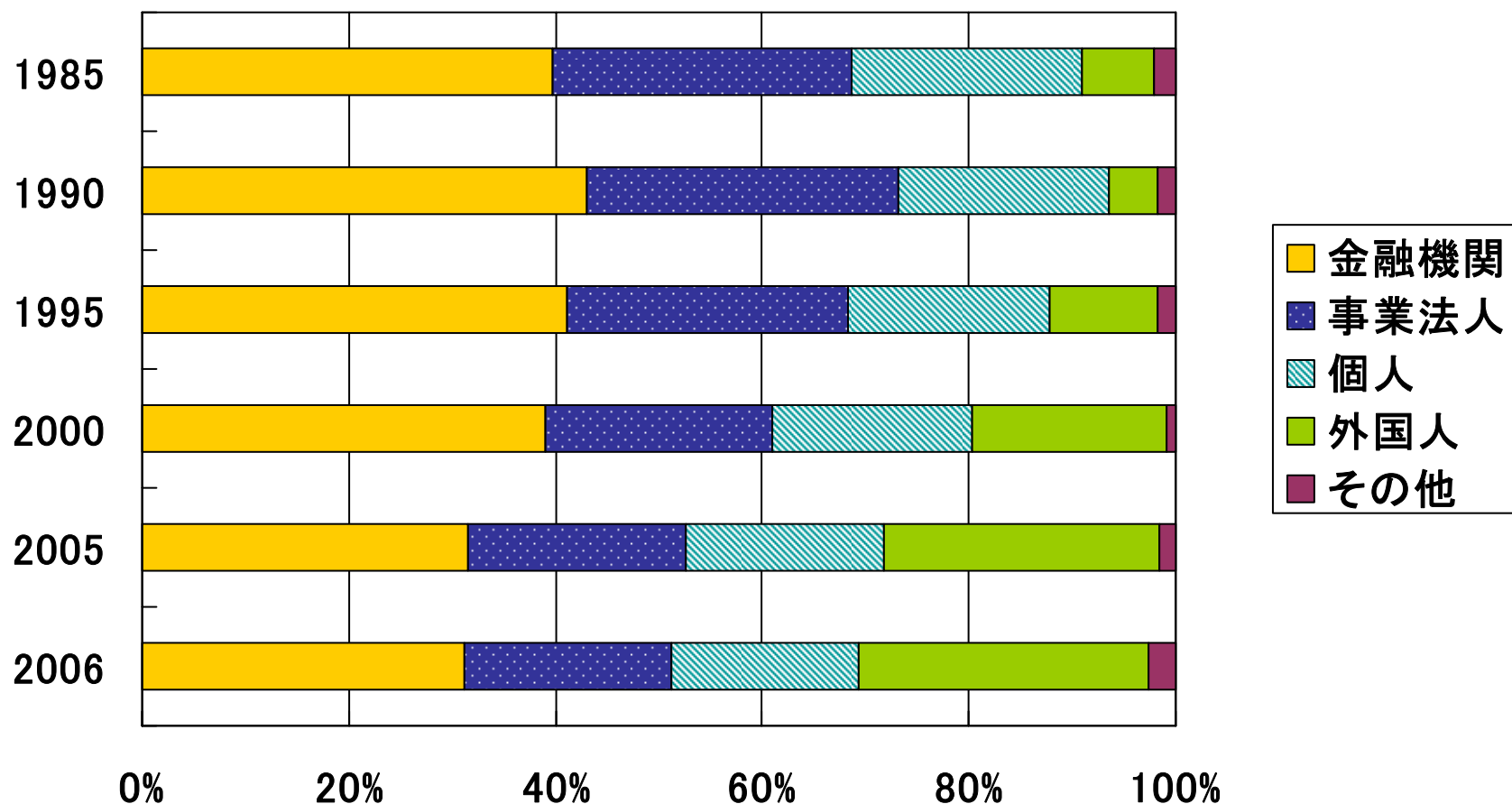
# 財政赤字に対する代替的アプローチ

1. 政府消費の対GDP比を90年代半ばの水準まで下げる。  
（18%→15%）→毎年15兆円の増収  
高賃金の団塊世代が一斉退職するこの数年が絶好の機会
2. 相続税の大幅引き上げ
  - ① 現在の仕組み  
免税点（5,000万円＋相続人数×1,000万円）  
税率 5%～50%  
実際に相続税を払うのは100人のうち4人。
  - ② 相続税課税強化のメリット  
世代を超えた格差拡大の防止  
税収増加  
高齢者の消費促進→内需振興
3. 100兆円を超える外貨準備の運用による財政収入確保  
（日本版SWF）

# 第五部

## 変わる企業の資本構造 と企業金融

# 日本の株式市場の主役は外人



# 株相場形成の主役は外人投資家

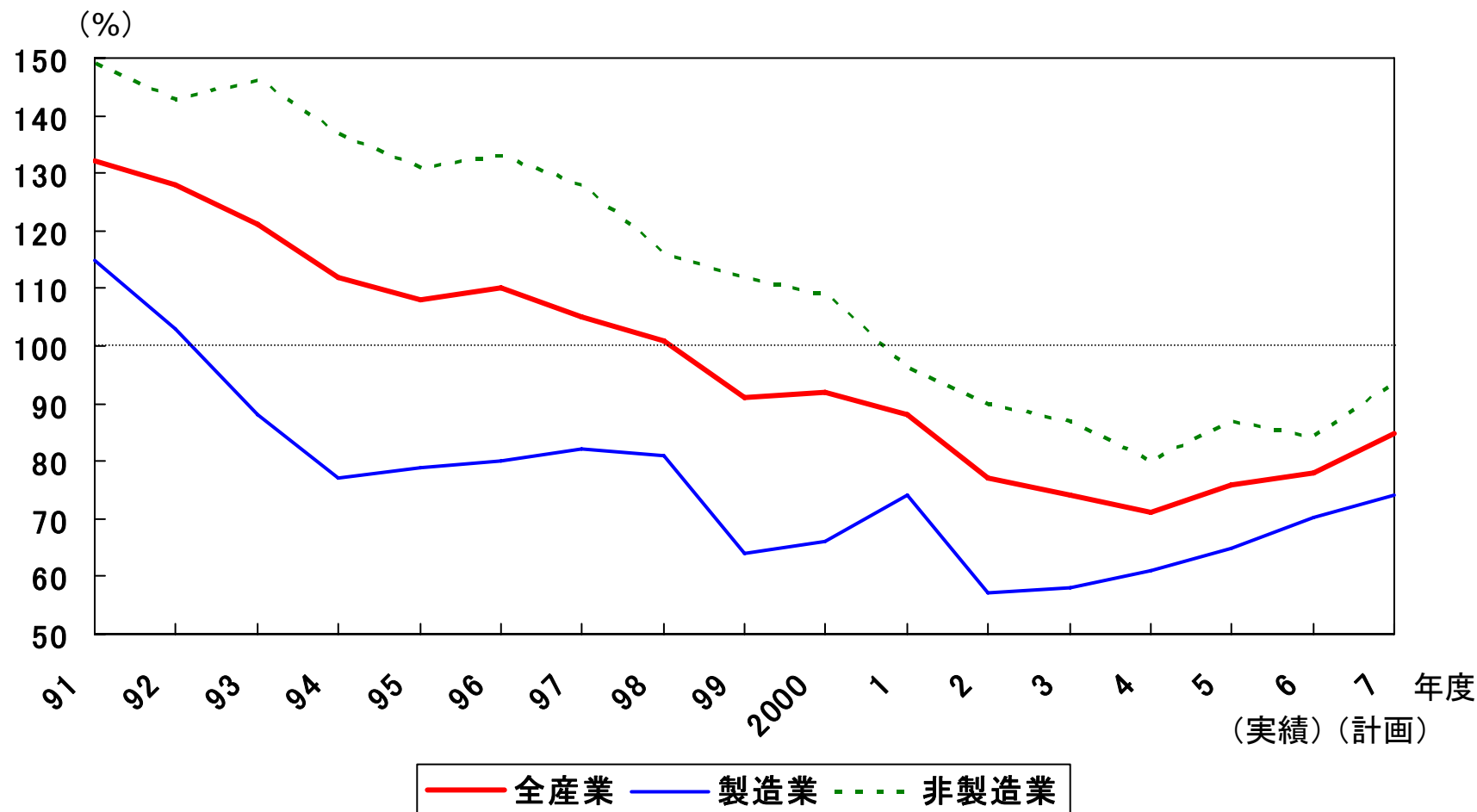
1. 株主の28%は外人
2. 流動株の2/3は外人株。相場形成は外人投資家
3. なぜ日本人投資家は出ないか？
4. 個人金融資産のわずか1割が株式（米国5割、欧州3割）
5. 株式投資に対する胡散臭い評価。（証券会社対銀行）
6. 日本企業は株主を無視し続けてきた。（3分で終わる株主総会。低い配当、下がる株価）
7. 物言う株主の出現はこれに対する反撃
8. 株主利益の尊重（配当、自己株、ROE重視）

自己資本比率は欧米企業並みの水準にまで上昇。  
これからは資本の収益性を高める必要が高まる。

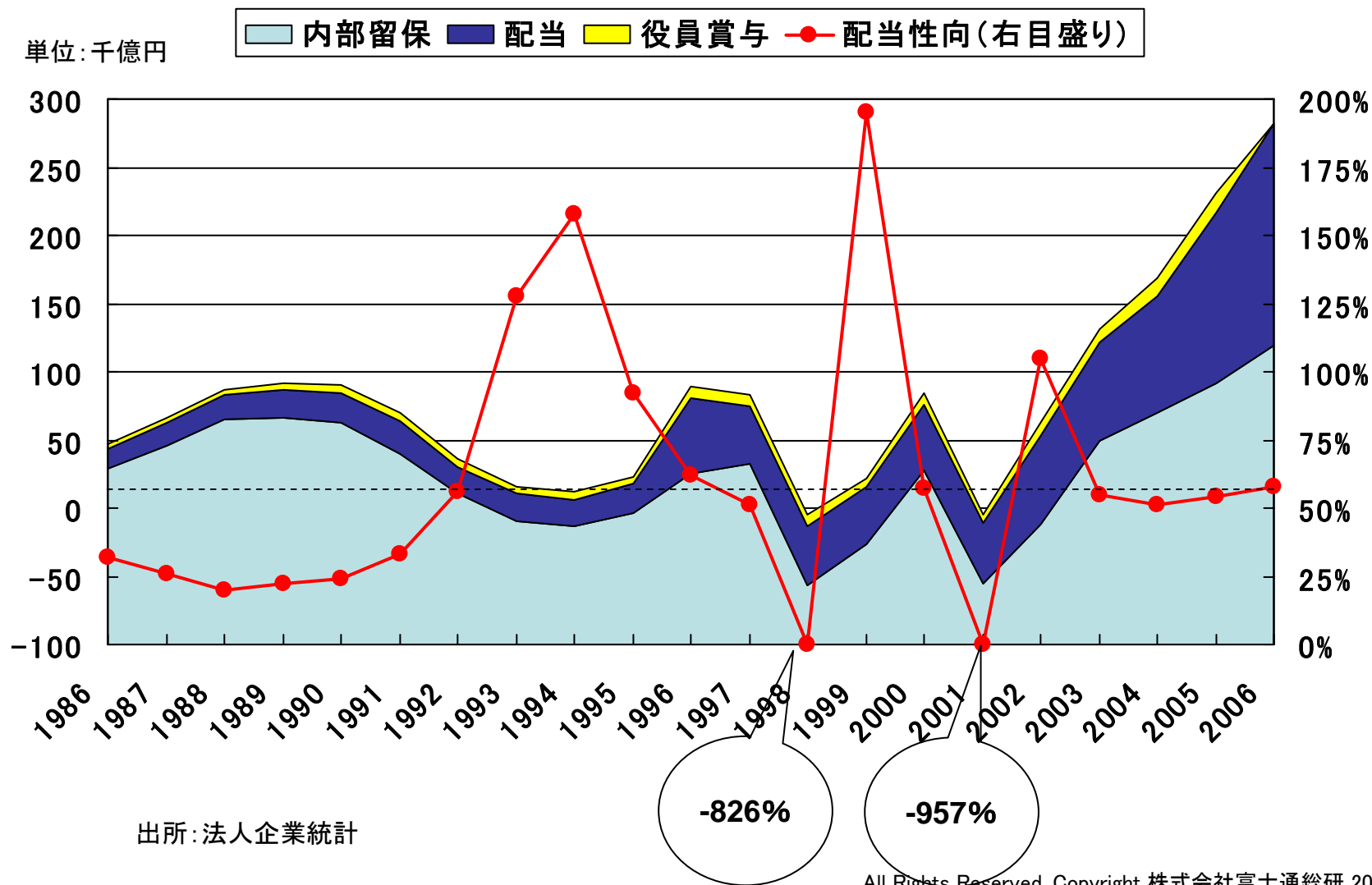


出所: 法人企業統計

# 設備投資・キャッシュフロー比率の推移

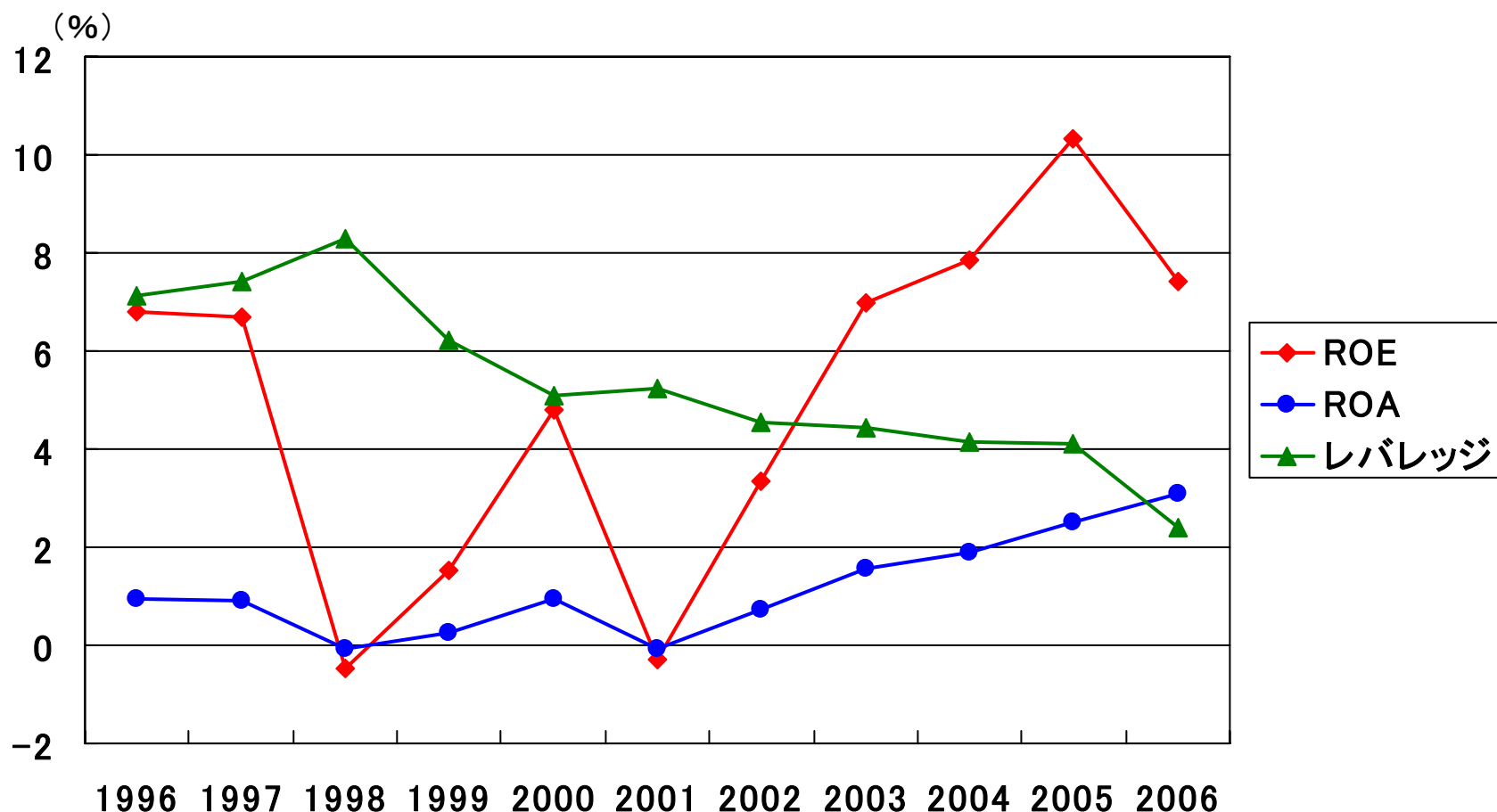


# 今次回復期を通じて日本企業の配当性向は 5割を超え、欧米水準並みになった。





ROEは上昇したものの、レバレッジ(全資産/株主資本)は低く、資本構成の見直しを求められる



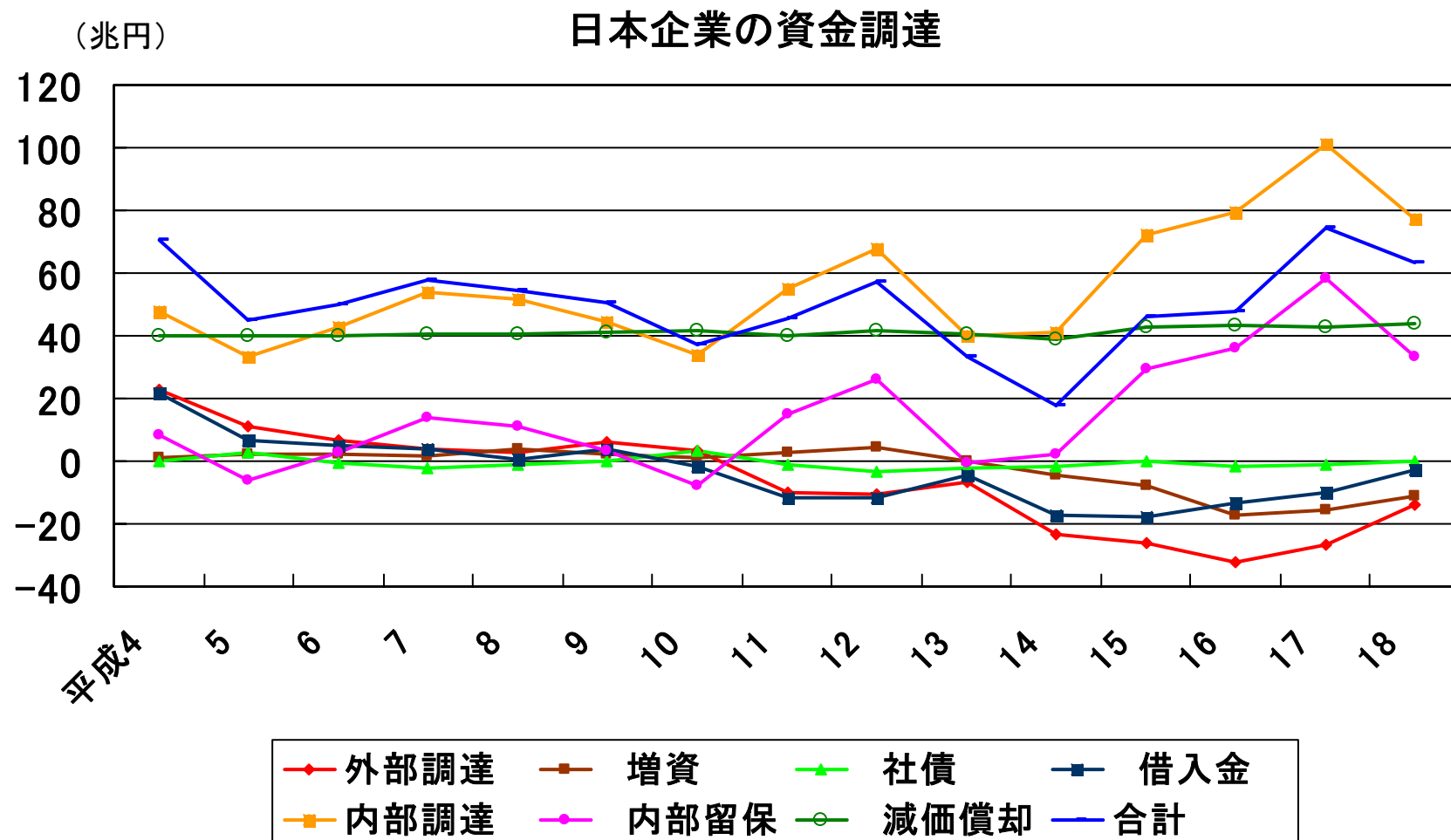
出所: 法人企業統計、2006は東証

自己株の取得が進んでいる。株数を減らし  
株価を上げる動きが高まっている。

	社数	株式数 (千株)	金額 (兆円)	うち消却 (兆円)
2004年	555	1469	3.0	0.7
2005年	434	1363	3.7	1.1
2006年	441	2295	4.5	2.9
2007年 (1～8月)	792	2194	3.1	1.0

出所：東京証券取引所

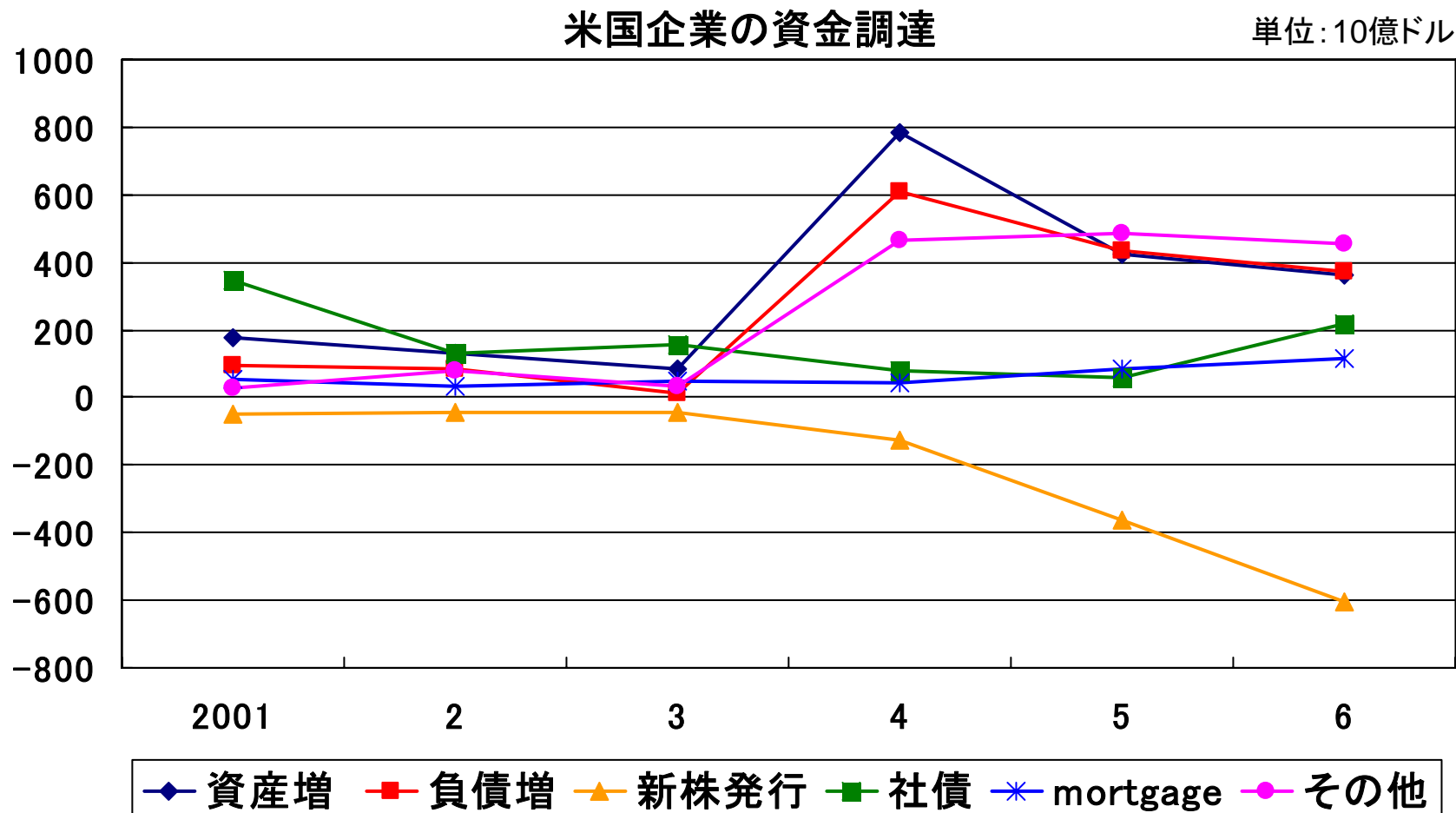
# 日本企業は外部からの資金調達をしなくなった。



増資は資本金および資本準備金の増減額

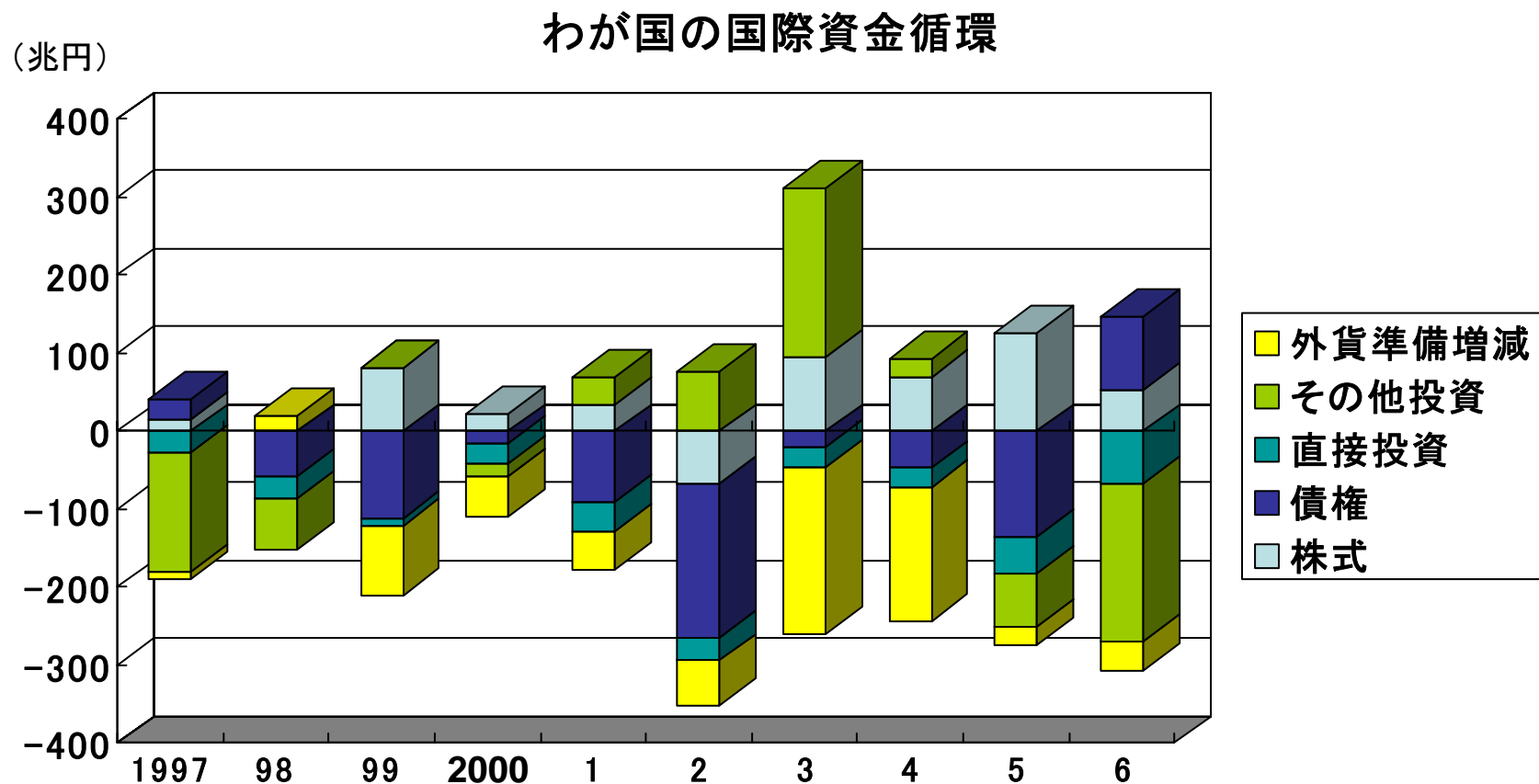
出所: 法人企業統計

米国企業は、自己株の買い戻しで株主還元する一方で、  
社債や金融工学手法を利用して市場からの  
新規調達を行っている。



出所: FRB

外人はハイリスク・ハイリターンの日本株を買い、  
日本人はローリスク・ローリターンの外国債券を買う。  
その他投資には円キャリーも含まれる。



出所: 日本銀行国際収支統計

# 第五部のまとめ

1. 日本企業の株主構成の中で外人株主の割合が無視出来ない水準に高まっている。彼らの関心事項はROE。日本企業も資本の安定性から効率性に財務戦略の中心を移さざるを得ない。配当引き上げ、自己株償却、借り入れへのシフトによるROE引き上げが求められる。
2. 米国では株式市場は資金調達ではなく、収益を株主に還元する場になっている。企業は必要な資金は社債などの債務か新規の金融商品を通じて調達する方向に転じている。新株発行は株主の抵抗が強く、少なくなっている。わが国企業に対しても、このような財務戦略を求めてくる可能性が大。
3. 日本人の金融資産が株に向かっていない現状を改め、日本人投資家が株を積極的に購入するような環境作りが急がれる。

# 結論—経営者は何をなすべきか

1. グローバルな市場に活路を求める。米国、欧州や中国の経済動向には国内景気以上に関心を持つべし。国内市場は縮小避けられない。
2. 人口減と高齢化に対応した産業構造への対応が急務。合併、M&A、産業再編成、海外移転が不可避。
3. 日本企業は成熟産業でさらに磨きをかけるのが得意。ハイテクに踊らされるな。技術は万能ではない
4. M&Aの意味は経営者の能力が株主に評価されるということ。上場企業であればどの企業も狙われる。
5. 株主との対話能力が求められる。戦略を明快かつ論理的に説明すること。

# 結論—経営者は何をなすべきか(続き)

6. 労働力の減少と高齢化が避けられない。多様な働き方を受け入れることが差別化要因になる
7. 地方経済の衰退は人口と農業問題。全ての地方を存続させることは不可能。過半は静かに消滅することになる。
8. 「競争」の意味を考え直す。同質的競争は避けるべし。
9. グローバル競争では勝者の数は少ない。負けたと思ったら早めに撤退すべし。
10. 「日本的」なものへのこだわりは捨てる。他の先進国で起こっていることは日本でも起こる。世界経済・産業の変化に常に関心を持つ必要がある。