

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：日本経済、本格回復への条件	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Breaking records” 「記録破りの企業収益」	7p
< From the Editor > 「危うし、ホリエモン」	8p

\*\*\*\*\*

### 特集：日本経済、本格回復への条件

今週水曜日、2004年10 - 12月期のGDP速報値が発表されました。「前期比0.1%減、年率換算で0.5%減」という数値に特に意外感はありませんが、それでも「3期連続マイナス」という事実はそれなりに重く、これはITバブル崩壊後の2001年4～6月期から02年1～3月期までの4半期連続マイナス以来の出来事となります。

とはいえ、景気後退に向かう恐れはそれほど深刻ではなく、2005年の景気は年後半を待たずして回復基調に戻ると考えます。ただし、そこで重要なテーマとして浮上してくるのは、「企業収益の使われ方」。投資、雇用、配当など、企業の活動が活発化してこそ、日本経済の本格回復は可能になるわけですが、そのためには何が必要なのでしょう。

#### 「3期連続マイナス」のショック

2月9日朝の関東地方は震度5の地震に揺れた。鈍感なことでは家人の定評がある筆者も、さすがに揺れで目を醒ました。そして朝から冷たい雨。震源地が近かったこともあって、朝の常磐線は遅延。憂鬱な冬を絵に描いたような通勤となったが、この日の午前8時50分に内閣府が発表した「平成16年10～12月期四半期別GDP速報（1次速報値）」も、見るからに寒々しい内容となった。

発表されたGDP成長率（季節調整済み前期比）に対し、市場予測値は - 0.2%から0.4%であり、そういう意味では「 - 0.1%」という数字は予想の範囲内である。が、その前の2四半期がそれぞれ下方改定されたために、ずいぶん景色が変わって見えるようになった。これは次のように、「ビフォー / アフター」を書いてみればよく分かる。

## GDP成長率の「ビフォー/アフター」

	2003年	2004年			
	10 - 12	1 - 3	4 - 6	7 - 9	10 - 12
(改定前)	+1.4%	+1.4%	-0.1%	+0.1%	(-0.2 ~ +0.4)
(改定後)	+1.4%	+1.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%

米国では通常、2四半期連続のマイナス成長をもって「リセッション」と見なす。直近の3四半期が、それぞれゼロ近辺の数字とはいえ、全部マイナスという事実は重い。「(景気は)やや長い踊り場にある」「年央には景気が再び上向く」という竹中経済財政担当大臣の言葉は、以前に比べるとやや苦しく聞こえるようになった。

しかし本来、GDP統計は誤差の範囲の広い推計値であり、コンマ何%の増減に一喜一憂すべきものではない。あくまでも大勢を見るべきであって、「マイナス成長=景気後退」と即断するのは問題があると思う。

今回の景気循環は、2002年初頭から始まった。当初、中国向けを中心とする外需に牽引され、2003年前半には「イラク戦争+SARS」による足踏み状態を迎えた。しかし「地政学的リスク」が解消すると、その後はデジタル家電ブームを中心に、再び景気は上昇軌道に乗る。2004年夏以降は、「アテネ五輪特需」を頂点とするIT関連の調整があり、再び足踏み状態に入っている。中越地震や暖冬といった一時的なマイナス要因も加わった。

10-12月期の中味を見ると、これまで景気を下支えしてきた個人消費が減少し、外需の寄与度もマイナス。好調な企業業績による設備投資の増加傾向が、かろうじて景気の腰折れを防いでいる構図である。では、この先の景気はどちらに向かうのか。

### 苦しい「景気は後退期」の認識

筆者の見るところ、先行きに対する悲観論を組み立てる方が難しい。すでに景気が後退局面に入っていると考える場合、失速の理由が判然としないのである。

**IT関連の在庫調整** 確かに調整はあるものの、今回は在庫の積みあがりは少ない。IT業界には、2000年のドットコム・バブル崩壊の経験による学習効果が残っている。またデジタル家電関連は裾野が広いので、新製品の予備軍が多数控えている点も強みである。

**個人消費の冷え込み** ここ数年は健闘してきた消費が、貯蓄率の低下や国民負担率の増加懸念などから、いよいよ期待できなくなるという見方がある。しかし足元では雇用者報酬がプラスに転じ、雇用条件も改善するなど、消費をサポートする材料にも事欠かない。

**設備投資の腰折れ** 企業収益は高水準であり、今から企業マインドが急速に悪化することは考えにくい。

結局、この先の景気が悪化するというシナリオを正当化するためには、「米国・中国経済の減速」を理由するくらいしかない。しかし、米中両国の経済は、引き締め傾向にもかかわらず、むしろ堅調であるように見える。また、2四半期連続で外需がマイナスに転じたのは、輸入の伸びが輸出を上回ったからであり、輸出自体は堅調に推移している。

逆に景気の先行きには、むしろ「楽しみ」が少なくないのである。

**金融不安の解消** この季節になると決まって聞かれた「三月危機説」は、今年はほとんど聞かれぬ。4月にはペイオフ全面解禁を迎えるわけだが、預金大移動の懸念もない。そして10 - 12月期の名目成長率が、わずかながらプラスに転じるなど、デフレ懸念も徐々に薄れてきた。

**雇用状況の改善** 失業率、有効求人倍率ともに改善が続いている。景気の回復のみならず、団塊世代の引退を間近に控えて企業が採用に積極的になっていることが原因であり、雇用の改善はこれからも持続するものと考えられる。

**公共投資** 補正予算の成立により、震災や水害に対する復興事業が本格化する。公共投資は小泉改革の下で長らく冷え込んできたが、今回は久々の登場となるので、「わずかもでも良く効く」可能性がある。

結局、約3年にわたって緩やかな回復局面が続いたことで、日本経済の不安要因は少しずつ取り除かれてきたのである。GDP速報値が示しているのは過去の姿であり、景気の再浮上のときは近いのではないか。そのように感じさせるデータを、以下、2つ紹介したい。

### 景気ウォッチャー調査の嗅覚

2月8日、内閣府が1月分の「景気ウォッチャー指数」<sup>1</sup>を発表した。判断DIは45.0と低水準ながら、6ヶ月ぶりに前月を上回った。そして先行き判断DIは48.3と、これまた9ヶ月ぶりの上昇である。

かねてから筆者が信を置くこの調査は、タクシーの運転手さんや外食産業の店長さんたちによる「皮膚感覚の景気判断」である。経済の現場の様子を伝えるナマの証言が数多く盛り込まれているので、読むこと自体が楽しい。が、定性的な情報のみならず、定量的なDIも信用に足る。ここ2~3年の景気の山谷を、これほど正確に当てているデータは少ない。

この景気ウォッチャー指数から判断すると、景気は今年の春にも底打ちするということになる。今のところ2005年の景気は、「年央に転換点」「前半は足踏み、後半は回復」という意見が有力だが、おそらく回復のタイミングは早まるのではないだろうか。

---

<sup>1</sup> <http://www5.cao.go.jp/keizai3/2005/0208watcher/menu.html>

定性的な証言の中身を見ると、やはり雇用関連が良い。「S E やプログラマーの追加募集がかなりある」(南関東 = 学校)、「新年度から派遣社員を正社員に転換するという企業も若干ながら増えている」(東海 = 人材派遣会社)といった証言がある。家計動向関連では、「福袋や冬物商材のクリアランスセールが好調」(東海 = 百貨店)とか、「3月から愛知万博が始まり、旅行業界では動きが出る」(南関東 = 旅行代理店)といった証言が興味深い。

そしていつものことながら、**地域格差が目立つ**。現状判断D I で比較すると、良い方の近畿(47.6)、北陸(47.1)、東海(47.0)と、悪い方の北関東(40.5)、東北(41.8)の間にはかなりの開きがある。

### 雇用関係の数値も改善

雇用のデータにも注目したい。完全失業率が、昨年12月時点で4.4%まで改善していることはよく知られている。が、現在の有効求人倍率については、あまり知られていないようだ。1月28日に厚生労働省が発表した一般職業紹介状況によれば、**2004年12月の有効求人倍率(季節調整値)は前月比0.2%増の0.94倍<sup>2</sup>**。この数値を紹介すると、驚かれることが多い。

また、同12月の新規求人は前年同月比で10.3%増。産業別に見ると、情報通信業(25.3%増)、サービス業(19.6%増)、医療福祉(10.5%増)、運輸業(7.2%増)、教育、学習支援業(6.7%増)、卸売・小売業(5.6%増)、建設業(5.2%増)、製造業(4.7%増)と並ぶ。ITやサービス分野を中心に、雇用環境は改善しているのである。

2004年暦年の平均有効求人倍率は0.83倍となり、03年の0.64倍から0.19p上回った。そもそも98年には0.5倍、99年には0.49倍という暗黒時代があったのだから、大変な改善振りである。逆に有効求人倍率が最後に0.9倍台であったのは、最後は1993年1月(0.91倍)であった。実に12年ぶりの回復なのである。

これほど顕著な回復が見えにくくなっているのは、ひとつには**地域的なバラツキが大き過ぎるから**であろう。都道府県別で見ると、もっとも数値の高いのは愛知県で、1.67倍にも達している。明らかに人手不足を意味しており、「名古屋は景気がいい」というのは、数値にもハッキリと表れているのだ。

逆に一番低い青森県は0.37である。同じ日本の中に、「求職者2人に対して3つ以上の雇用がある県」と、「求職者3人に対して1つの雇用しかない県」が同居している。これが高度成長期であれば、夜行バスで集団就職があっても不思議ではないところである。

これだけ地域的なバラツキが大きいのは、**つまるところ労働需給のミスマッチということに尽きる**のであろう。高度成長期の日本は、人口移動が激しかった。今日はそれが少なくなっているために、地域格差が埋まりにくくなっているようだ。

---

<sup>2</sup> <http://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/koyou/ippan/2004/12/index.html>

## 企業収益は家計に及ぶか？

今後の景気を見る上で、もっとも重要なのは企業の行動であろう。つまり企業の動向次第で、景気は本格回復にも向かうし、あるいは腰折れに向かうかもしれない。

家計部門の貯蓄率が低下傾向にあるのに対し、企業収益は空前の状態にある。こういうとき、普通であれば企業は、「設備投資」「雇用拡大」「配当の増加」などの形でカネを使う。そうすることによって、企業活動が活発になるだけでなく、家計部門が潤って消費が伸びるという前向きな景気循環が可能になる。

ところが企業はカネを使わずに溜め込んでいる。昨年9月までの1年間で、企業部門が吸収した金額は26兆円あまり<sup>3</sup>。この間に政府部門が取り込んだ資金は28兆円にもなる。企業部門の黒字が、そのまま財政赤字を補填している形になる。数字から浮かび上がってくるのは、「せっかく儲かるようになったのに、カネの使い道が分からず、低利の日本国債を買い込んでいる消極的な企業経営」の姿である。

企業がカネを使わなければ、景気が本格回復しない。それだけではなく、いくら国債を発行しても金利が上昇しないので、結果として財政規律を緩いものにしてしまう。日本経済の「ぬるま湯」状況を延命させてしまう。

個々の企業行動がなぜ消極的かといえは、経営者が「リストラ慣れ」してしまい、投資や雇用拡大に対して気持ちが萎縮していることが大きいように思える<sup>4</sup>。刺激的な言い方をすれば、日本経済の停滞期があまりに長かったために、日本企業は「カネの使い方を忘れてしまった」のではないだろうか。

とはいえ、企業に蓄えられた富は、いずれかならず他の部門に流出してゆくはずである。以前、日銀がいわゆる「ダム論」を唱えたことがある。「ダムの水位の上昇、すなわち企業収益の増加が明確になるならば、下流への実際の放流、すなわち家計所得の増加、ひいては消費の増加に繋がっていく可能性が高まる」というものだ。2000年の「ゼロ金利解除」の失敗を招いた理論として、肯定的に評価されることは少ないが、ここには一片の真理がある。

企業マインドが冷え込んでいるために、「投資・雇用・配当」という3部門は、すぐには動かないかもしれない。それでも企業が競争をしていれば、利益はかならず外部に染み出てくる。たとえばシェア争いをすれば、利幅を減少させなければならない。技術力で他社を出し抜こうとすれば、研究開発に費用を投じなければならない。そして優秀な人材を確保するためには、給与も弾まなければならない。

「企業収益が家計に浸透するかどうか」という設問は、つまるところ「今の日本企業に競争は足りているか」という問いに置き換えることができる。筆者の見るところ、答えは「イエス」だと思うのだがどうだろうか。

<sup>3</sup> 「政府債務、増えても平気？」 滝田洋一編集委員（日本経済新聞 2005年2月16日夕刊）

<sup>4</sup> 正直なところ、筆者自身がそういう気持ちはよく分かるのである。

## M & Aに見る勘違い

その一方で、日本企業の沈滞振りが重症に思われる部分もある。その端的な例が、M & Aに関する欧米企業と日本企業の意識のズレである。

2004年から今年にかけて、世界的には大型企業買収が続いている。Kマートがシアーズを、P & Gがジレットを、S B CコミュニケーションズがA T & Tを、といった名前が次々に思い浮かぶ。

近年の米国の大手企業は、ハイテク・バブル崩壊（2000年）、「9/11」とテロ対策によるコスト増（01年）、エンロン破綻に端を発する企業不祥事と対応策（02年）、そしてイラク戦争（03年）、石油価格上昇（04年）などのあいつぐ試練に耐えてきた。この間の米国企業は、地味な財務状況の改善に努めてきた。

それがここへ来て、キャッシュフローが改善するとともに、果敢に前向きな投資を行っている。「2004年は2000年以來のM & Aブーム」（The Economist誌）という声もある。そこには危うさも付きまとうものの、米国経済における競争の激しさがにじみ出ている。

M & Aの失敗例として、2002年にヒューレット・パカードがコンパックを買収した例がある。今回、フィオリーナ会長が追放されたことは、パソコン業界の経営環境の厳しさを物語るとともに、米国企業における信賞必罰の明確さも表しているといえよう。あるいはまた、I B Mが中国レノボ・グループにパソコン事業を売却した事例も、消極的なリストラ策というよりは、将来の中国市場進出を目指した戦略的な決断と評価することができよう。良きにつけ悪しきにつけ、米国企業は元気一杯の状態なのである。

対照的に、日本国内のM & Aの現状はどうだろうか。前向きの企業買収は少なく、いささか薄ら寒いような状況が眼に浮かぶ。

- (1) 金融の再編...東京三菱 & U F J 銀行、三井住友銀行 & 大和証券グループなど、大型案件が多いものの、前向きな経営革新というよりは、「とりあえず規模を拡大しておきたい」という思惑が透けて見える。
- (2) 産業再生関連...ダイエーなど産業再生機構の関連案件が中心。多くは構造不況業種で、後ろ向きなものばかり。いずれは西武鉄道グループも？
- (3) I T 関連...ライブドアのニッポン放送買収が社会的に大きな反響を呼んでいるが、これが本当に建設的な事業形成につながるかどうかは疑問。（本件については、末尾のFrom the Editor欄で妄言しているので、そちらをご参照ください）

日本企業の経営には、もっともっと活力が必要である。でないと、日本経済の本格回復が果たせない。鍵を握っているのは「まっとうな競争」である。

< 今週の”The Economist”誌から >

”Breaking records”

Leaders

「記録破りの企業収益」

February 12<sup>th</sup> 2005

\* アジアの中で、新暦で正月を祝うのは日本くらいだそうです。酉年が始まるのは、本当は旧暦の2月9日から。そう、今週からなのです。

< 要旨 >

「わが社の利益が出ないのは、正しいことをしているからだろう」(ウディ・アレン)。通常、成功の証である企業利益は、世界の主要国で目下、急上昇している。昨年の米国における企業収益の対GDP比は過去75年で最高だった。ユーロ圏と日本でも過去25年で最高に近い。UBSの調査によれば、G7の国民所得に占める企業収益の比率は最高であり、裏返せば労働分配率は最低である。かかる利益率(と株価)は持続可能か。あるいは公正か。

企業収益が水増しされている理由は少なくない。企業年金の将来コストをすべて引き当てれば、収益はもっと小さくなる。特に米国では、低金利によって利益をあげている金融セクターの比率が高まっている。それでも、生産性を高めてコストを減らす米国企業の努力は純粋なものだ。日独の企業モリストラに積極的だ。米国における今回の上昇は戦後の回復にも前例がない。この3年で米国の企業収益は6割上昇し、賃金の伸びは1割に留まっている。

この調子で賃金の対GDP比が減少していけば、労働者の逆襲があり得よう。だがその可能性は以前ほどではない。多くの労働者が直接、間接に株を保有しているから、いずれ利益の分け前にあずかれる。利益の成長はやがて減速し、労働者は埋め合わせを得るだろう。

普通に考えれば、IT革命と経営革新による生産性の向上が、企業収益の増加をもたらしているのだろう。だが歴史の教訓は違う。技術革新の初期段階では、国民所得に占める企業収益は上昇するが、その後は低下するものだ。利益が上がれば、企業はシェアを広げるために値下げをするし、新規企業の参入も増える。鉄道や電気、自動車などによる生産性向上がもたらした便益は、生産者ではなく消費者と雇用者に向かったものだ。IT革命による便益も、同様に競争を厳しくすることによって同様な結果をもたらすだろう。

ほかにも資本効率を向上させているとおぼしき要素はある。たとえば中国とインドが世界経済に統合されることで、安い労働力が供給されることだ。アウトソーシングは先進国の雇用を破壊はしないまでも、企業が海外生産をするという脅威は賃金を抑制する。労働分配率は低止まりするだろう。だからといって、利益がGDPを越えて増え続けると期待することは出来ない。競争は企業に値下げを促し、便益は消費者と雇用者に移転していく。

株式市場はそう見ていない。アナリストたちは、利益が年率10%で伸びていくと予測している。名目成長率は5%程度なのに。そうだとしたら株価は過大評価されている。経済学も歴史も、利益はGDPを超えて伸びないと教えている。かかる法則には注意が必要であろう。

## < From the Editor > 危うし、ホリエモン

ライブドアがニッポン放送の株を35%取得した(3分の1を超えた)ということは、株主総会での重要事項の議決で拒否権を握ったに等しい。普通に考えれば、この時点でライブドアの勝ちである。フジテレビは泣くなく、ニッポン放送株を言い値で買い取らされるだろう。もしもこれが単純な仕手戦で、ホリエモンの狙いがマネーゲームであったとすれば、これにて一件落着である。

しかるにホリエモンは「フジテレビがほしい」と言っている。コンテンツを売りたいのだ、といわれれば、それはそれなりに筋は通っている。これが近鉄バファローズや地方競馬を買おうとした後でなければ、もっと素直に意図を信じることができたのだけれど。

インターネット企業がメディアを買うのは、4~5年前に流行ったビジネスモデルである。AOLがタイムワナーの買収を決めたときは、トップ同士がランチミーティングを2回しただけで決まったそうだ。要するに相思相愛だったのである。が、AOLタイムワナーの合併は、今日では失敗という評価になっている。そしてライブドアは、不意打ちでニッポン放送株を買った。当然、フジテレビは反発する。こんな合併がうまく行くとはいえない。

もうひとつの懸念は、ライブドアが調達した資金が不安定なものであること。そしてニッポン放送株を51%まで買い進むとしたら、おそらく800億円では足りない。そのせいか、表面的には有利な情勢を築き上げながら、ライブドア株は下落を続けている。マーケットは、ホリエモンの足元の不確かさを警戒しているようだ。

それでも、ホリエモンが勝利を収める可能性はある。ひとつはフジテレビ側が分裂することだが、このシナリオは薄いだらう。もうひとつは、強力な「ご本尊」が登場すること。35%の取得の鮮やかさから考えても、誰か指南役がいたのではないかと見るのは不自然なことではないだろう。とはいえ、黒幕が誰かはさっぱり分からない。こういうとき、せめて噂くらいは大いに飛び交うものだが、今回はそれさえ少ないのは不思議なことである。

ともあれ、本件はマネーゲームとしては成功、M&Aとしては不十分である。M&Aにこだわれば危険、マネーゲームに走れば、愛されるキャラとしての「ホリエモン」イメージは失墜する。危うし、ホリエモン。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒107-0052 東京都港区赤坂2-14-27 <http://www.sojitz-soken.com/ri/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)