

(日本経済)：国内経済環境からみた株価上昇余地

株価は日経平均で2万円超えを果たしたものの、その後は海外要因もあり、急落した。日本経済に独自の力強さがあれば、株価が海外に左右されないで済む。現実はどうなのか。企業業績をみると、人件費を抑制しており、国内消費を抑制する力として働いている。

日経平均株価は4月に2万円を超えてきた。その後、6月から毎月2万1000円の大台をうかがってきたが、毎回打ち返され、8月になって中国経済に対する大きな懸念が生じたことから大幅な下落を示した。付言しておけば、中国経済への懸念の以前から、アメリカの政策金利引き上げ観測も株価の頭を抑えていた。

他方、企業業績は次に述べるように堅調である。もしも、日本経済が国内独自の力で動き、活況を呈する可能性があるのなら、企業業績の堅調さが今後も維持されうる。同時に日本の株価も海外に大きく左右されることなく独自の動きを示し、早晩の戻りも期待できるだろう。

足元の企業業績をみておきたい。そこで、9月1日に公表された財務省「法人企業統計」（除く金融保険業）に基づき、企業業績に関する主要な項目の推移(前年同期比)を示しておく(表)。なお、法人企業統計の対象が国内企業のみであること(日本企業の子会社といえども海外を含まないこと)に留意が必要である。

国内企業の業績の推移(前年同期比、%)

	全産業				うち大企業			
	売上高	付加価値	人件費	営業利益	売上高	付加価値	人件費	営業利益
2012年1-3月	0.6	-1.8	-2.6	3.3	3.3	-3.3	-0.3	-13.0
2012年4-6月	-1.0	-0.9	-2.5	14.2	3.8	-3.2	-1.9	-2.2
2012年7-9月	-4.4	-3.6	-2.2	-5.9	-4.1	-3.8	-1.5	-7.3
2012年10-12月	-6.8	-4.1	-2.3	-5.5	-6.7	-2.6	-3.9	6.6
2013年1-3月	-5.8	-1.9	-1.8	2.4	-1.2	2.0	-0.9	23.2
2013年4-6月	-0.5	-0.4	-2.6	11.1	-0.8	7.5	-2.0	40.6
2013年7-9月	0.8	-0.2	-5.0	25.2	2.9	5.3	-2.6	38.8
2013年10-12月	3.8	1.9	-3.9	28.5	7.1	8.5	0.5	38.7
2014年1-3月	5.6	2.8	-2.8	28.8	6.7	5.5	0.9	29.0
2014年4-6月	1.1	2.4	-0.2	11.2	1.2	3.4	0.5	11.1
2014年7-9月	2.9	1.6	1.7	3.8	0.7	0.6	0.4	3.2
2014年10-12月	2.4	2.4	1.0	7.0	0.1	-0.5	-0.8	1.4
2015年1-3月	-0.5	1.2	0.8	-0.1	-2.5	2.1	1.2	3.6
2015年4-6月	1.1	6.0	1.3	20.5	-0.2	7.1	0.5	20.8

注1: 付加価値は営業利益、営業利益、減価償却費の合計。

注2: 大企業は資本金10億円以上の企業。

資料: 財務省「法人企業統計」に基づいて作成。

表によると、4-6月期の営業利益が20%以上の増益であることから、企業業績が良好だったことを読み取れる。表にはないが、経常利益も営業利益と同じく20%以上の増益となっている。この状況は製造業、非製造業を問わない。また、企業規模の大小も問わない。昨年4月に消費税率が引き上げられて以降、しばらく停滞気味だった企業業績全般に明るさが戻ったことになる。

とはいえ、売上高は低調である。特に大企業(資本金10億円以上)の売上高はわずかとはい

えマイナスになっている。大企業のうち製造業がマイナスだったことが影響している。

それでは、売上高が低調だったにもかかわらず、大幅な増益となった要因は何なのか。1つに、円安に伴って輸出採算が好転したことである。これにより、売上高当たりの付加価値の割合（売上高付加価値率）が上昇した。ここでの付加価値とは、人件費、営業利益、減価償却費の合計である。先の表においても、今年に入って付加価値の増加率が売上高の増加率を大きく上回っていることがわかる。

もう1つは、その増加した付加価値が人件費に分配されず、多くが営業利益として企業の手元に残ったことである。表で人件費の増加率を確認しておくと、1%前後の増加に留まっている。人件費の状況をもう少し詳しく調べると、製造業のうち大企業が、1-3月期、4-6月期と2期連続して前年同期を下回っている。

この状況から、人件費に対する企業の慎重な姿勢が読み取れる。売上高付加価値率の上昇は、企業にとって人件費を引き上げる余地が拡大したことを意味する。しかし、企業とすれば、経営を取り巻く環境が内外において不透明であるため、また利益が増えたとはいえ、水準的にはようやく2007年当時に戻ったにすぎないため、固定費としての人件費の引き上げに慎重なのだろう。今後に関して、中国経済への懸念の強まりは、企業のスタンスをより慎重にしよう。

人件費の抑制は、当面の企業業績にプラスだが、もう少し先のことを考えればどうなのか。人件費を抑制することにより、当然のことながら、従業員の給与はあまり増えない。給与が増えないから、従業員は節約を心がけ、消費を抑制気味にする。消費が盛り上がらない結果、景気回復の頭を抑えることになる。つまり、人件費の抑制は、消費の抑制を介して、遅かれ早かれ企業業績の足を引っ張る。言い換えれば、企業業績が国内要因で上昇していくことは期待薄となり、これまでと同様、海外要因だけで決まりかねない。

現在、日本企業は海外展開を加速し、国外で多くを稼ぐようになってきている。この流れが、日本企業にプラスの効果をもたらしているのは確かである。しかし、海外戦略とともに、国内での収益基盤をいかに堅固なものにしていくのかを考えることが、バランスの取れた経営につながる。つまり、海外経済に過度に依存しない経営を目指すべきである。

日本の株価は欧米に遅行していたが、2013年になりようやく本格的な上昇過程に入った。この背景にアベノミクス効果があったかもしれないが、大局的には、政策金利の引き上げ観測が出されるまで回復してきたアメリカ経済の効果であり、その一面としてのドル高効果である。

現在、日本の株価は中国を気にして大きく上下するようになってきている。日本企業がアメリカ経済の回復の恩恵を受け、体力を回復したのなら、企業としては、その恩恵の一部を従業員など国内に還元すべきだろう。そうすれば、国内の経済基盤が堅固となり、中国経済の影響をある程度防ぐことができる。いずれにせよ、他力のみでの経済ではなく、自力の経済を意識することが企業として必要な段階に入った。

(京都大学経営管理大学院 川北 英隆)