

## KAMIYAMA Reports vol.89

# 日本経済の改善

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



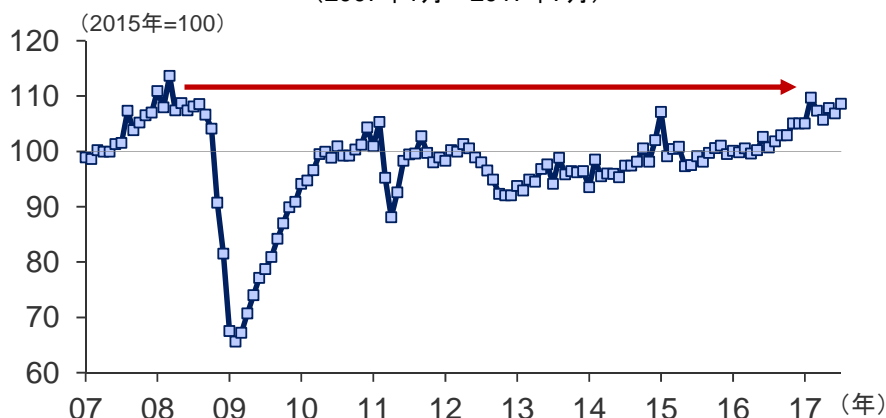
- ・ 輸出数量の伸びが鮮明に
- ・ 生産増・意図的在庫の伸びで、日本企業はいよいよ正常化
- ・ 雇用・賃金・インフレ:正常化へ向かう日本の株式に強気継続

## 輸出数量の伸びが鮮明に

米国の貿易量の伸び(8月31日付「[米国貯蓄率低下で消費改善が続こう](#)」参照)を受けて、日本の貿易量も伸びてきた。ここで重要なことは、貿易金額ではなく貿易数量が伸びたことだ。数量ベースの輸出(為替の影響を除いた「実質輸出」で見る)が、いよいよリーマン・ショック前の水準に戻ってきた。アベノミクス効果による円安基調でも増大しなかった輸出数量が、いよいよ正常化しつつあるといえそうだ。

### 実質輸出の回復

(2007年1月~2017年7月)



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

\* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

円安で輸出金額が増えても、輸出企業の経営者は、将来への自信を強めて、設備投資や雇用を増やそうとは、さほど思わないだろう。確かに、帳簿上の売上や利益は増えるが、倉庫の在庫が目に見えて減るわけではないので、設備投資をして生産を増やそうとか、残業を増やしたり、雇用を増やして生産拡大に備えよう、とは思わないだろう。

アベノミクスが地方に波及していないという批判をよく耳にするが、売上数量が伸びず、生産が増えないとすれば、生産拠点である地方の景気が回復するはずもない。米国において、消費が回復して輸入量が増えれば、世界需要も回復し、そこでアベノミクスも動き始める。

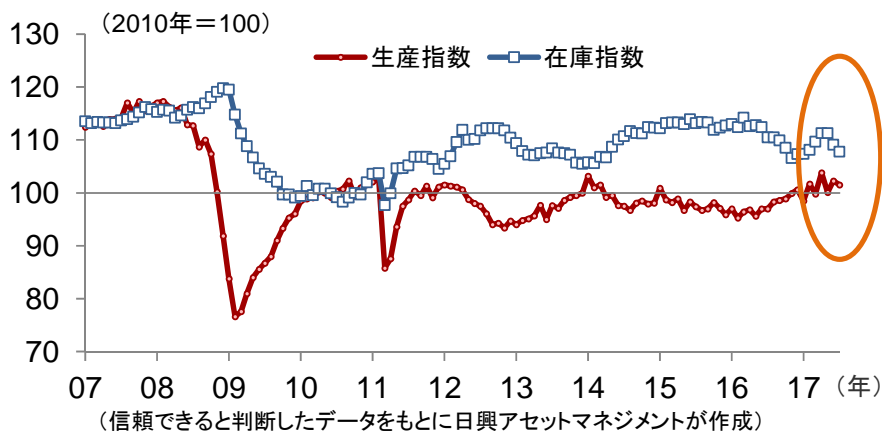
## 生産増・意図的在庫の伸びで、日本企業はいよいよ正常化

2016年までは、在庫が減ればその分を生産する、つまり規模を拡大しないのが日本企業の行動だった。本来、売上が数量で増えると、企業経営者ももっと売れると見積もるので、意図的に在庫を増やすため生産が増える。しかし、長らくこのような本来の企業活動はみることができなかった。2011年ごろのふれ幅が大きかった時期を除けば、リーマン・ショック後は、在庫と生産の方向性は逆向きで、在庫増で生産を減らし、在庫減で生産を増やす関係にあった。つまり規模拡大ではなく現状維持を続けていたといえる。2010年から2016年にかけて、米国では企業の利益率はリストラなどで回復し、株式市場も金融緩和で順調に回復したものの、賃金と消費の回復が思いのほか緩やかで、日本の

輸出企業は、輸出量にあまり動きがなかったため、在庫が減れば生産するという受け身の姿勢を続けてきたと思われる。

### 鉱工業指数の在庫と生産の伸び

(2007年1月～2017年7月)



\* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

ところが、2017年に入って、在庫増で生産が増えるという、このところ観測できなかった「意図的な在庫」を積み増しているようだ。実質輸出がいよいよリーマン・ショック後の最高水準に接近し、リーマン・ショック前の水準に戻ってきた。米国の小売売上高も2016年秋ごろから加速の兆しが出ていた要因もあるのだろう。

日本企業は、将来の受注に明るさを見出している。リーマン・ショック前に比べれば、いまだ在庫は少なめで生産は低い水準に留まっていることから、日本企業の活動は、正常化に向けた伸びしろがあると考えられる。

## 雇用・賃金・インフレ：正常化へ向かう日本の株式に強気継続

企業の生産活動が、世界需要の量的回復に伴ってさらに活発になれば、雇用はますますひっ迫することになるだろう。持続性に疑問がもたれていた日本の賃金上昇は、これからさらに強まるとみる。これまで、時間給をさほど引き上げなくても、パートの労働日数の増加などで生産を増やすことができていた。新しく労働市場に入ってくる人が少ない割に賃金が上がらなかったのは、この日本独特の労働市場のたるみ(スラック)があったからかもしれない。しかし、日本企業が本格的な需要に備える生産を始めることになれば、地方の生産現場で労働需給はタイトになり、日本全体の賃金が持続的に上昇する可能性が高まる。残業が増え、消費も拡大し、物価は上がりやすくなる。また、2012年ごろまで、中国製品の価格低下の影響を受けていた耐久消費財の価格がこのところ横ばいとなっており、物価の低下圧力は弱まっている。さらに天然資源価格は安定し、新興国の為替も円に対して安定している。日本の雇用増→賃金上昇→インフレ→企業活動の活発化、といった経済正常化の流れは、2018年に向けて進んでいくと予想する。

日本株を見ると、世界株との比較、過去との比較でも、バリュエーションは割安にみえる。これは、(1)日本企業の増収増益傾向への転換が十分知られていない(2016年度は減収増益でPERは低下しやすい状況だった)、(2)米国の物価上昇ペースが思いのほか遅く、利上げの遅れが取りざたされて(8月31日の米国物価(7月分)が2015年12月以来の低い伸びだった)ので状況が変わる可能性はあるが)、債券から株式へのアロケーション変更が進まないことが要因とみている。そうであるならば、日本株の反発と他市場をアウトパフォームするきっかけは、まずFRB(米連邦準備制度理事会)の金利正常化に向けた利上げ、それよりも緩やかと思われる長期金利上昇、日本においては、中間決算以降の「増収増益」傾向が確認されること、になるとみている。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)