

KAMIYAMA Reports vol. 121

日本の実質輸出の重要性

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ 世界の総需要量の拡大が日本の輸出数量を伸ばす
- ・ 数量が増えれば価格が上がる ⇒ インフレ期待へ
- ・ 円安から数量増へ⇒日本企業の収益を支える

世界の総需要量の拡大が日本の輸出数量を伸ばす

去る7月31日の日銀政策決定会合の前に、金融政策が変更されるのではないかとの見方が広がり、海外投資家が久しぶりに日本の変化について考え、質問が増えた。結果は、金融政策の金利正常化方向への変更はなかったといっているが、投資家が日本の正常化の可能性を意識していることが明らかになった。

実質輸出の推移

(2007年1月～2018年6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。

2013年から実質的にスタートした非伝統的緩和政策の目的は2%のインフレ率達成だが、なかなか思うように進んでいない。モノの量が同じならば、たくさんのお金を印刷することで物価は上がるはずだ。ところが、増えたお金が単に貯蓄にまわるとか、借金を減らすことに使われると経済は拡大せず、インフレになりにくい。

そこで、実質輸出に注目する。インフレとは遠い話に思えるかもしれないが、実は重要だと考えている。確かに、お金の量を増やすことも物価を上げる可能性につながるのだが、そもそも需要の量が増えることが物価上昇に大事なことははずだからだ。

まず実質輸出とは、為替の影響を取り除いた輸出動向を見たもので、輸出数量の指標とされている。例えば、指標が100から110に上昇すれば、100台の何か財の輸出が110台に増えたということだ。興味深い点は、指標の水準がリーマン・ショック前のピークに戻ったのが、つい最近の17年11月だという点だ(上のグラフの矢印部分)。米国の「雇用増大→賃金上昇→消費・貿易量拡大」の流れが強まったのは17年後半からだ、これとタイミングが同じだ。13年から15年にかけての円安の影響があまり見られないことに注目したい。この間は、日本の輸出企業の売り上げや利益が円安の効果で増えたことが読み取れ、数量はあまり増えていない。それよりも117円程度から106円程度に円高になったところの16年末から18年前半の円高傾向の時期の方が、数量が増えていることがわかる。

数量が増えれば価格が上がる ⇒ インフレ期待へ

日本企業がダンピングに走らなかったことを前提にすると、アベノミクス初期(12年末)は円安で帳簿上の利益が増大したものの、米ドル(対円)が200円に向かうとも思えず、持続性には疑問符がついていたであろう。一方で、今回のように、輸出の数量が増えれば企業の在庫が減るので、残業や新規設備で生産を増やそうとするだろう。つまり、経済規模が拡大(インフレ)しやすくなる。お金の面から日銀が頑張っただけでデフレ脱却を目指してきたところで、いよいよ世界の需要数量の高まりが、日本経済をインフレ方向に向かわせる可能性が高まってきた。

経済学の教科書でも見かけるように、需要が増えれば価格が上がる。ここで言う需要とは、数量のことだ。車が何台売れるか、ペンが何本売れるか、といった意味だ。需要量が増えるときに、供給量も増えるが、価格が上昇しながら調整されていく。

アベノミクスのスタート時から量的な需要が増大しない中で、まず価格から上昇させようと努力してきたが、ここに来て、世界の需要が数量で拡大し始めた。この傾向がしばらく続けば、日本企業は輸出企業中心に設備投資や雇用、賃金などを増やす傾向が強まると期待できる。

円安から数量増へ ⇒ 日本企業の収益を支える

17年後半に輸出数量の増大が明確になり始めたころ、日経平均株価は円安傾向ではないのに上昇した。これは、中間決算の発表を通じて、輸出関連企業の収益が単に米ドル(対円)に連動しているという状態を脱却し、数量が増え始めたことを市場が知ったからだと考えられる。リーマン・ショック後、なかなか起こらなかったこのような好調が見えてきたことが、日本の将来を明るくし始めている。

日経平均株価と米ドル(対円)の推移



(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。

個別の企業にとっては、数量が増えれば生産を増やし、売り上げを拡大させることができる。そうすれば、雇用や設備投資などを増やす戦略を採るだろう。その結果、経済全体としては、輸出関連企業の好調が、機械設備を作る会社や倉庫・オフィスなどを扱う不動産関連会社、人材を紹介する会社などの売り上げが増大するといった事が、国内に波及し始めるだろう。このような変化は17年後半に明確になり始めたばかりの新しい動きだ。輸出から見た需要量の増大が国内経済の拡大につながれば、インフレの期待も高まるだろう。賃金や残業代が増えることによる可処分所得の増加などが、国内のモノやサービスの需要を増やすからだ。

リスクは、19年10月に予定される消費税増税だ。日銀は、政策金利のフォワード・ガイダンス(将来の指針)を導入する(長い期間のマイナス金利継続を示唆する政策)理由として、消費税率引き上げの影響の不確実性を挙げている。もちろん、前回の反省を踏まえた対応策も政府は進めている。今年12月の予算編成では、具体的な内容が明示されるだろうが、実際にはその時期に近づいてみなければ、消費税率引き上げ前後の前倒し需要と買い控えがどの程度になるのか予測が難しい。しかし、消費税率の8%から10%への引き上げは、前回の5%から8%の時よりも引き上げ幅が小さく、経済全体も良い状態にある事に鑑みれば、経済成長のトレンドを壊す要因にならないと予想する。

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