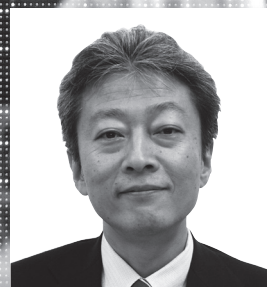


経営者目線 で読む 景気動向

新連載



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年 東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

〈はじめに〉

景気動向は、実務家にはちよつとわかりにくいものであるといつてよいだろう。たとえばGDPとは付加価値であると言われても、付加価値という言葉は経済、会計の専門用語としてそれぞれ別個にあるし、マーケティングの専門家は商品

てきたのだと思う。経営者だけでなく、技術者もおそらく同じである。

では経済の専門家、典型的にはエコノミストと呼ばれるような人たちは景気のこと為何でもわかるかという、実はそうでもない。彼ら彼女らは、経済についての知識はあるが、企業行動や

連載
第1回

円安と株高が同時に起きる理由

に付加価値をつける、という言い方をする。つまり同じ言葉を使いながら意味が違つ。

あるいは、ドルを買うというのはドルという通貨を買う集めることではなく、米国債を買うことである。だから実務家、つまり経営者は景気について、わかつたようなそうでないような、ちよつと気持ちの良くない状態でこれまでを過こし

人々の消費行動のことがよくわからない。たとえば経済学には「合理的期待形成」仮説なるものがある（あつた）が、これは人間が経済合理的に、つまりお金の損得だけにしたがって行動するという前提を置く。もちろん現実がそうであるはずもないので読み間違える。あるいは電気通信産業を自由化すると事業者が増えて競争が促進さ

○量的緩和がもたらしたもの

2013年4月から日銀がはじめた量的緩和は、デフレの解消、つまりインフレ、あるいは物価上昇が目的である。少し細かいことをいうならインフレと物価上昇は同じではない。需要の増加を伴う物価上昇がインフレである。したがつて、適度のインフレは景気が良い状態である。2014年の日本は久しぶりに物価が上昇し、デフレを克服した。だから日銀の政策は成功したと言つてよい。ただし物価上昇のうちの何割かは、原油価格上昇によるものである。つまり需

要増とは関係ない。現在は原油価格が一気に下がつていたので、結果として物価上昇目標（理想としては年率2%と考えられている）は、2015年には達成できないだろう。

ところで、この量的緩和の結果として起きていることが物価以外にもいくつかある。第一は株価の上昇である。日本の量的緩和とは日銀が主に日本国債を市中（多いのは金融機関である）から買い取つて、その代金として現金を渡すことを指す。結果として世の中にキャッシュが溢れ、これが株と土地に向かう。ただし土地投機については金融庁が銀行に対して資金提供（融資）に目を光らせているので、キャッシュが向かう先は株である。

一方、日銀が国債を買い取ると出回っている国債の量が減る。結果として、国債の需要に比べて供給が少ないので、国債の価格が上昇する。言い方をかえると、国債の利率が下がる。今までより利率が低くても、需要が多いので買つてもらえるということである。長期金利とは国債の利率のことなので、これは金利が低下することを意味している。金利が下がると、投資家（年金資金など）は国債などの債券より株を買おうとする。結果として、さらに株は上がりやすくなる。

○外人投資家が円安を演出

さて、ここまでではセオリーどおりののだが、実は説明がつかないのが円安である。ではなぜ円安が起きるかというと、ドル資金を運用している外人投資家がいるためだと言つてよいだろう。

外人投資家は、日本の上場会社の株式のおよそ3割を保有している。上述のように、量的緩和が行われると株価が上がるのが予想される。そうであれば、はやめに（つまり上がる前に）日本企業の株を買いいたい。彼らが保有しているのはドルである。したがつて、為替レートが円安になると、株が割安で買えることになる。外人投資家は株で運用しているだけでなく、通貨の売買も投資として行っている。だから彼らは、為替を円安に誘導して、株での運用のリターンを大きくしようとするのである。結果として円安と株高が同時に進行する。

○円安が「見かけの企業収益」を高める

ところで、これまでは「円安だと景気がよくなる」と考えられてきた。日本企業の輸出競争力が高まるためである。ただし内需型企業は原材料輸入額が大きくなるのでマイナスの影響が出る。プラスもマイナスもあるが合計するとプラスになるとというのがこれまでの常識だった。現在も円安で企業収益はよくなっているのだが、実は、その理由はこれまでとは異なる。

1980年代後半以降の円高の進行で、輸出型企業は海外生産を進めているので、円高の影響は昔と比べて小さくなっている。逆に言えば、円安になつても日本の輸出はそれほど伸びないし、内需型産業の調達コストが上がるので、円安は企業収益にさほどプラスにならないように思われる。しかし実際には、円安の下で日本企業は輸出型も内需型も収益力を高めている。

れると考える。しかし米国で実際に何が起きたかという、自由化当初は参入企業が増えるのだが、そのうち、激しい競争を回避するためにM&Aで会社の数が減つて寡占になった。企業行動や消費行動は、エコノミストや経済学者より経営者や企業のマーケティング担当者の方がよくわかつているということである。

この連載の目的は、人材ビジネスの経営者、あるいはこれから経営者になろう、なりたいと考えている人に、経営者の視点から景気の動きを読めるよつになつてもらつてことである。経済に関するさまざまな情報（これは、エコノミストの領分である）から、それが自社、顧客、そして労働者にどのような影響をもたらすのかを考える。もちろんこれはエコノミストの領分を超えている。それができるのは経営者だけである。第1回のテーマとして、為替と株価、具体的には円安と株高が連動していることを取り上げてみたい。

この理由は、日本企業の海外工場などの現地法人が、外貨（ドル、あるいはドルに連動する外貨）で決算をしているためである。これを日本の親会社と連結する際、円に換算することになる。したがつて、円安のほうが連結での利益が大きくなる。

いわゆる内需型と呼ばれる企業も状況は変わらない。これらの企業は国内市場が成熟している、海外に活路を求めて現地法人を設立したり外国企業を買収したりしている。これらの会社は外貨で決算しているので、輸出型企業と同様に、円安の方が有利になる。つまり、内需型とて、最早円高歓迎ではないのだ。

幸いというべきか、困つたことというべきか、円安になると、海外事業の現地通貨での利益が変わらなくても、日本企業の連結決算が改善される。「見かけだけの収益向上」である。怖いと言えは怖い。

○円高で何が起きるか

もつと怖いのは、外人投資家が日本株を売り始めるときである。買う時とは逆で、売るときには円高のほうが都合がよい。したがつて、株安と円高が同時に進行することになる。そして、円高は企業収益の低下を通じて株安を促す。つまり、円高の進行による株安は外人投資家が演出し、円高の定着後も続くことになる。結論として、現在の企業収益は円安に支えられた砂上の楼閣のようなものだと言えらるだろう。