

調査レポート

日本経済ウォッチ (2012年1月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
 ~ 厳しさが続くJ-REIT市場 ~
2. 景気概況 p.2
 ~ 景気持ち直しの動きが続くが、持ち直しテンポは鈍化 ~
3. 今月のトピック:2020年の企業の姿を予想する..... p.3~12
 ~ 余剰資金の使い道とグローバル化の加速 ~
 - (1) 企業の現状 ~ 進む企業の収益力向上と財務体質の強化
 - (2) 企業の余剰資金の使い道 ~ 債務返済と対外直接投資に充当
 - (3) これからの企業経営 ~ グローバル化が加速する

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社
調査部 小林 真一郎、尾畠 未輝 (chosa-report@murc.jp)
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2
TEL: 03-6733-1070

1. 今月のグラフ ～厳しさが続く J-REIT市場～

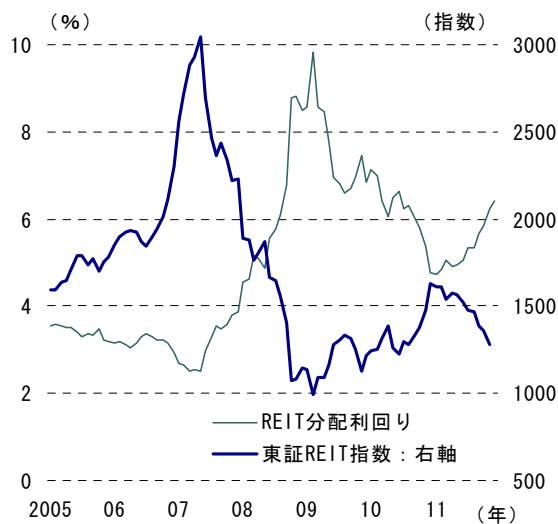
2001年9月、日本で不動産投資信託（J-REIT）が誕生した。その後、J-REITは銘柄数、時価総額とも増加し、市場は順調に拡大していたが、2007年半ばに価格はピークをつけ、米国のサブプライムローン問題の顕在化を受けて急落した（図表1）。そして、J-REIT誕生から10年の節目となる2011年にも価格は大幅に落ち込み、年間の下落幅は2008年に次ぐ大きさとなった。

近年では、縮小するJ-REIT市場の回復を目指し、市場再編や制度整備の動きが進んでいる。また、2010年10月には、国内景気の下振れリスクの高まりを受けて、日銀は「包括的な金融緩和政策」の実施を決定した。この中で「資金買入等の基金」が創設され、J-REITも買入対象資産に含まれた。当初は500億円程度であった買入限度額は、2度の増額を経て現在では1100億円程度にまで増加し、買入期間も2012年末まで延長されている。なお、2011年11月末までの買入累計額は622億円となっており、限度額まで470億円以上の余裕がある。

日銀による買入れが決定した時点では、価格安定への期待感からJ-REITへの投資を促進させる効果があったとみられる。事実、2010年10月以降の東証REIT指数の動きをみると、日経平均株価と比べて大きく上昇していた（図表2）。しかし、実際に日銀の買入れが始まってからは下支え効果がほとんどなく、東証REIT指数は足元でも低下に歯止めが掛かっていない。従来、J-REITを含めた日本の不動産市場では外国人投資家の影響力が大きい。2007年頃に東証REIT指数が急騰した背景には、J-REITの高収益性に着目した外国人投資家による購入が活発だったことが挙げられる。日銀の買入決定時にも外国人投資家による買いが増加していたが、足元では売り越しが続いている。

このように、地価や不動産価格の低迷が続く中では、日銀の買入れがJ-REIT市場を下支えする効果は限定的なものにとどまる。足元でJ-REITの分配利回りは高水準にあり割安感があるものの、海外景気の先行き懸念などを背景とした投資家のリスク回避姿勢が強い中では、外国人投資家のJ-REITへの積極的な投資は期待しがたい。J-REIT市場が再び活性化するまでの道程は厳しそうだ。（尾畠 未輝）

図表1 指数と分配利回り



図表2 指数と日銀買入額



2. 景気概況 ～景気持ち直しの動きが続くが、持ち直しテンポは鈍化～

景気回復の動きは続いているが、持ち直しテンポが緩やかになっている。復旧に伴う供給力回復の動きが一服しつつあることに加え、国内外の需要の伸びも鈍っており、個別の経済指標も強弱が混じった内容となっている。

11月の実質輸出は前月比-2.7%と2ヶ月連続で減少した。地域別の輸出動向を輸出数量指数でみると、米国、アジア、EUとも弱含みで推移しているが、中でもアジア向け輸出は、急減した震災後の水準を下回るまで落ち込んでおり、弱さが目立っている。

11月の鉱工業生産も前月比-2.6%と減少しており、夏場以降は横ばい圏内での動きが続いている。業種別にみると、自動車が大きく落ち込んだことに加え、携帯電話、デジタルカメラ、液晶テレビなどの情報通信機械や在庫調整の動きが続いている鉄鋼での落ち込み幅が大きい。もっとも、自動車、携帯電話、デジタルカメラの落ち込みについては、タイの洪水による部品不足が影響しており、一時的なものと考えられる。洪水の影響で落ち込んだ生産を挽回するために、自動車、情報通信機械などを中心に今後は強めの生産計画が立てられており、生産予測調査では12月は同+4.8%、1月は同+3.4%と高い伸びが予想されている。計画通りに進めば、12月の生産は震災後の最高水準を更新することになる。

一方、在庫は11月に前月比-0.8%と増加に歯止めがかかったものの、水準自体は依然として高い状態が続いている。鉄鋼、化学などの素材業種や電子部品・デバイスでの在庫の積み上がりはピークアウトしたが減少ペースは緩やかにとどまっており、引き続き生産を抑制する可能性がある。

設備投資は弱い動きが続いている。7～9月のGDP統計では実質設備投資が4四半期連続で前期比マイナスとなった。その後も回復の兆しは出ておらず、設備投資に先行する機械受注（船舶・電力を除く民需）は、10月に前月比-6.9%と2ヶ月連続で落ち込んでいる。震災後の復旧関連の需要は出てきていると思われるが、円高の影響もあって、企業の投資マインドは慎重な状態が続いている。

個人消費は、11月の家計調査の実質消費支出（二人以上の世帯）は前月比-1.3%と3ヶ月ぶりにマイナスとなったが、自動車の販売好調が続くなど底堅さは失われていない。ただし、11月の失業率は前月と同水準の4.5%となるなど雇用環境の改善テンポが緩やかであり、11月の一人当たり現金給与総額が前年比-1.0%と2ヶ月ぶりに減少するなど所得面の改善も鈍く、個人消費の先行きには不透明感が残る。

今後は公共投資を中心とした復興需要による景気押し上げ効果が期待される。11月の公共工事請負額は4ヶ月連続で前年比プラスとなっており、プラス幅も拡大してきている。さらに、自動車の生産・販売が好調を維持しそうなことも加わって、景気が失速することは回避できよう。しかし、輸出の減少を通じて生産調整が本格化するリスクは依然として払拭されていない。

（小林 真一郎）

3. 今月のトピック：2020年の企業の姿を予想する

～余剰資金の使い道とグローバル化の加速～

当社は1月12日に中期経済見通しを発表した。この中で、東日本大震災、サブプライムローン問題や欧州財政危機など国際的な金融市場の混乱のリスク、未曾有の円高などの難題に直面する中で、企業が一段の飛躍を目指すためには、企業経営の変革が必要であることを指摘した。具体的には、財務体質の強化・収益性の向上を目指す経営から、余剰資金を有利に利用する経営へ転換していく必要があり、結果的に企業のグローバル化の動きが加速することになっていこう。

こうした予測を踏まえ、当月は、2020年にかけて企業がどのように変化していくのか、企業部門の中期的な展望について考えてみた。

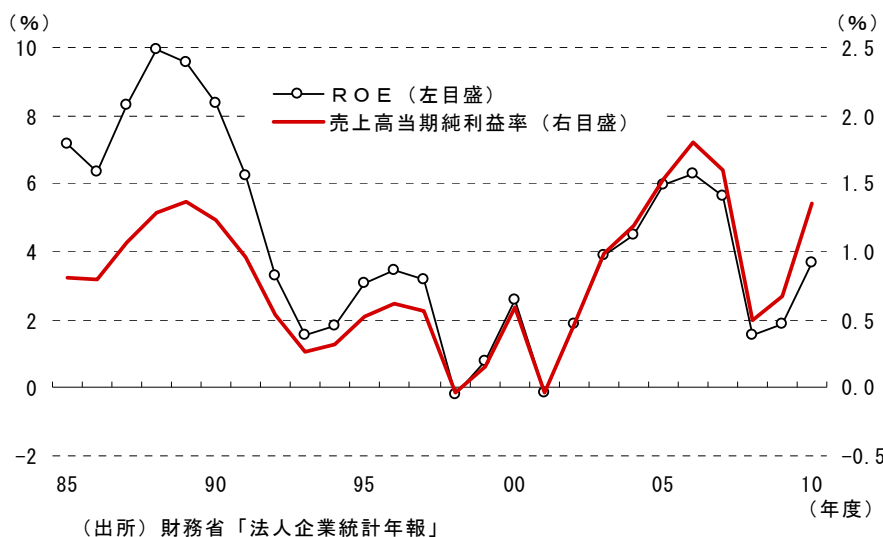
(1) 企業の現状～進む企業の収益力向上と財務体質の強化

最初に、法人企業統計年報を使って、企業の収益力と財務体質の現状を見ていこう。

①進む収益力の向上

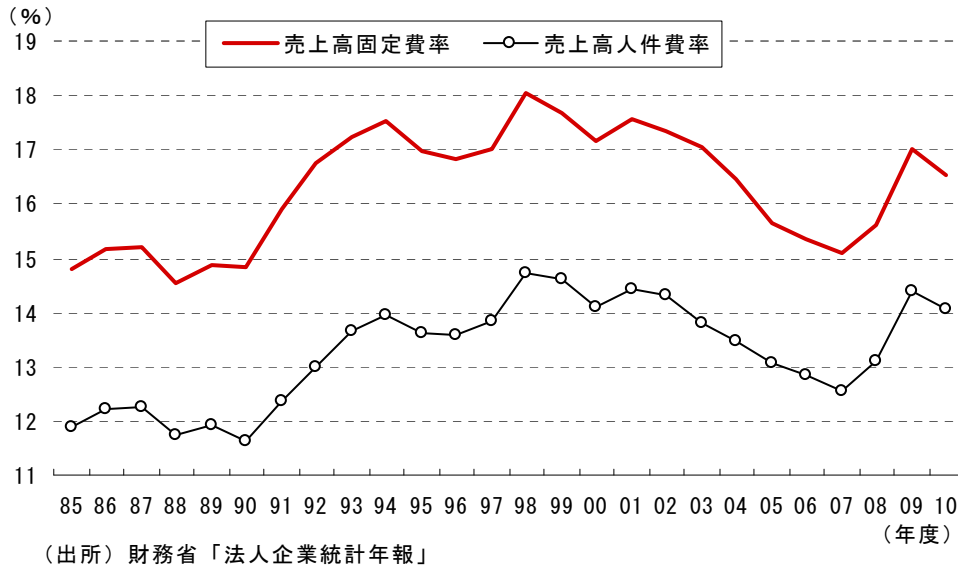
企業の収益力は、1980年代後半から90年代初めのバブル期においては高い水準にあったが、バブル崩壊後は大きく落ち込んだ(図表1)。特に98年度、2001年度には当期純利益が赤字に転じるなど、非常に厳しい状況に陥った。しかし、2002年度以降は急改善し、売上高当期純利益率でみると、バブル期を上回る水準にまで上昇している。2008～2009年度はサブプライムローン問題による世界経済悪化の影響で一時的に収益率が低下したものの、2010年度には再び高い水準に戻っている。

図表1. 改善してきた収益力(全規模全産業)



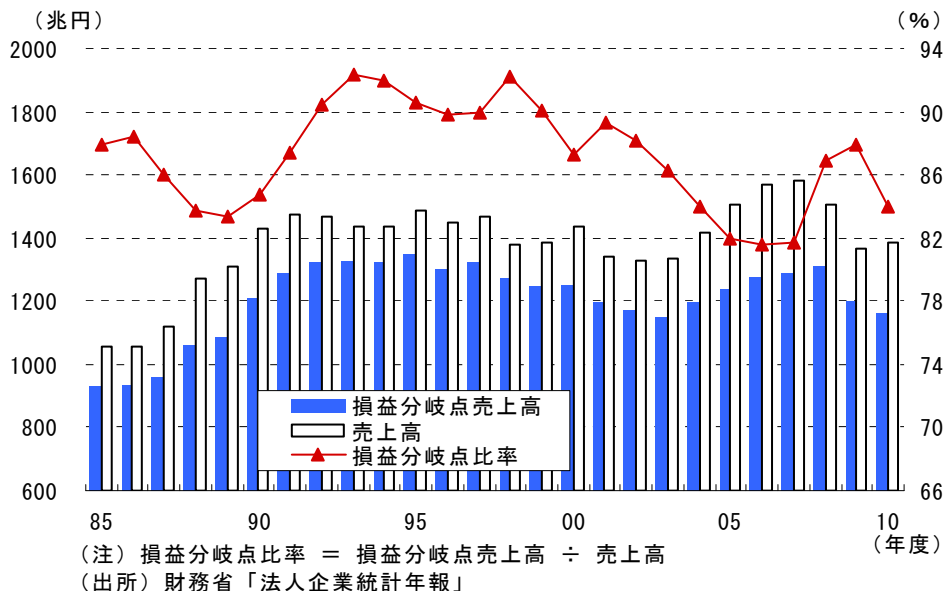
収益力が強まったのは、固定費を削減してきたことが大きく効いている。売上高固定費率をみると、90年代を通じて高止まっていたが、2000年代に入ってから順調に低下している（図表2）。固定費削減の中心は人件費であり、売上高人件費率もほぼ同じタイミングで低下していることがわかる。その他、利払いコストの減少も大きく寄与しており、特に90年代後半以降は金利低下と債務残高減少の両方の要因が効いている。

図表2. 収益力向上の原因は固定費の削減（全規模全産業）



さらに、企業は製品・サービスを付加価値の高いものにシフトさせ、業務の無駄を省いて生産性を高める努力も行なってきた。こうした取り組みの結果、企業の損益分岐点売上高の水準が低下し、損益分岐点比率も下がっている（図表3）。企業は、利益率を向上させることで、少ない売上高でも利益を稼げる体質になってきているのである。

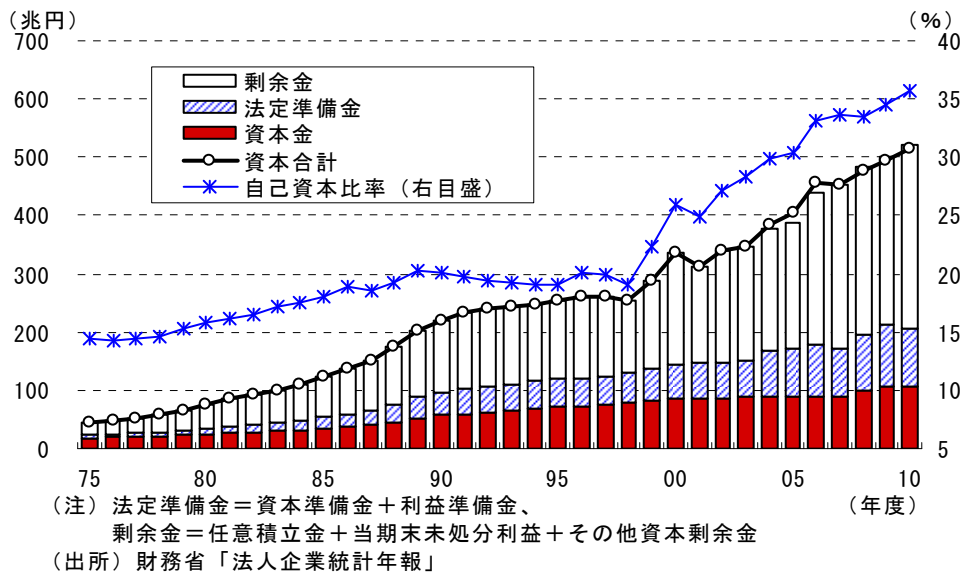
図表3. 損益分岐点売上高（全規模全産業）



②進む財務体質の強化

企業の財務体質の強化は、90年代後半からバランスシート調整を本格化させる中で急速に進んだ。企業は不稼働資産を処分すると同時に、債務の削減を行い、利益を積み上げることによって進められた。この結果、総資産の圧縮と自己資本の充実の両面から自己資本比率(自己資本÷総資産×100)は上昇し、足元でも過去最高水準を更新中である(図表4)。

図表4. 自己資本比率と自己資本の内訳(全規模全産業)

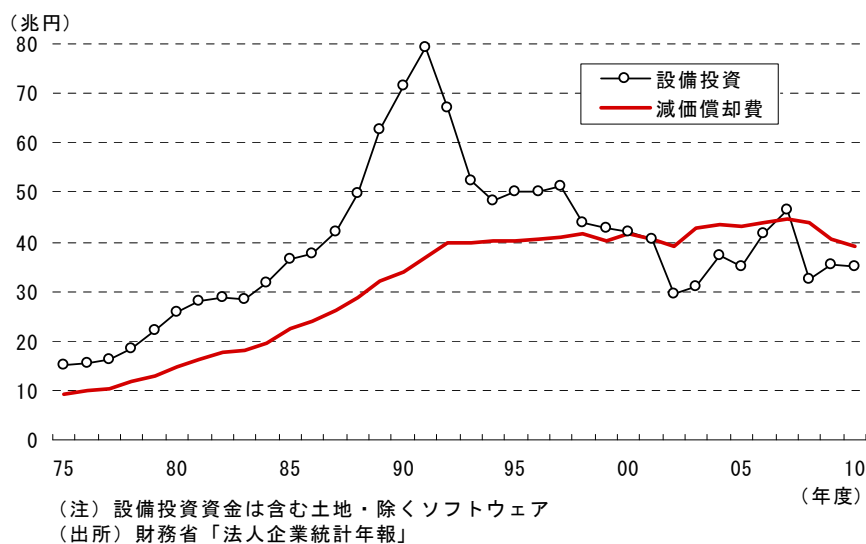


(2) 企業の余剰資金の使い道～債務返済と対外直接投資に充当

①余剰資金と投資の関係

収益力が強化され、財務体質の強化が進む中において、企業の設備投資動向はどうだったのだろうか。図表5をみると、設備投資はバブル期に急増した後、需要の減少と行き過

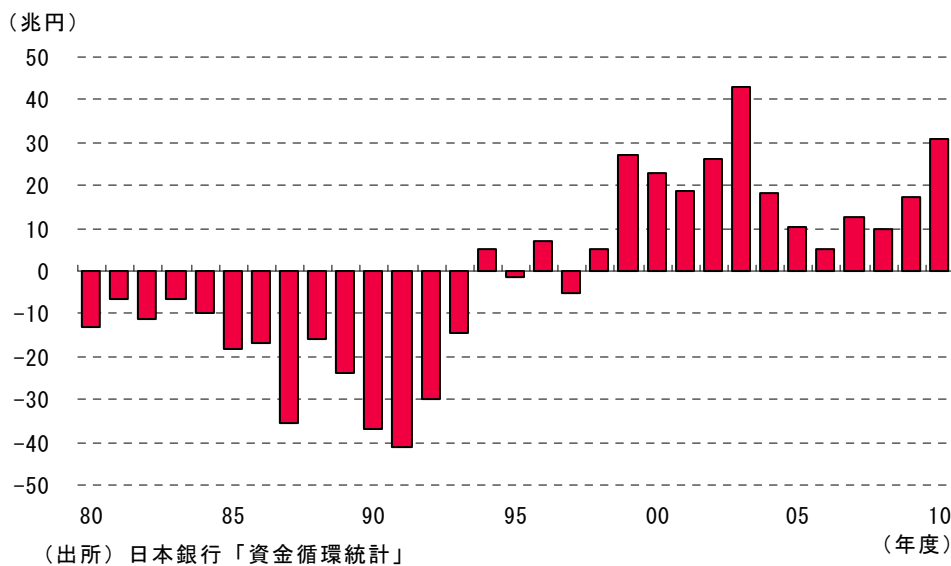
図表5. 企業は設備投資には慎重な姿勢を継続(全規模全産業)



ぎた設備投資の結果による過剰設備の発生に加え、バランスシート調整の強化のために抑制姿勢が強まり、90年代半ば以降に急速に減少している。

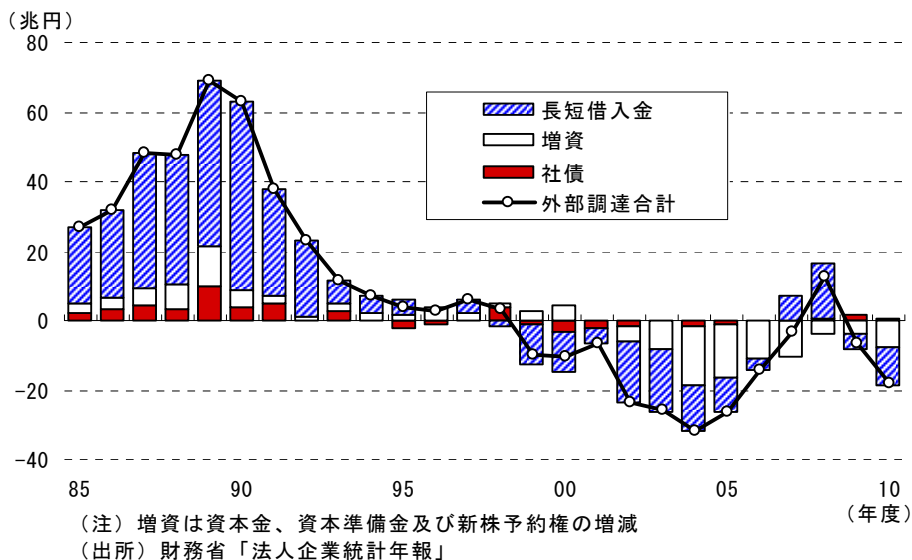
特に2000年度以降は減価償却費の範囲内に抑制されているが、その結果、相当のキャッシュが手元に残ることになる。日本銀行の資金循環統計で非金融法人企業の貯蓄投資バランス（貯蓄－投資）をみると、98年度以降は一貫して資金余剰の状態が続いており、その余剰額の平均は年19兆円にもものぼる（図表6）。企業はこうした余剰資金を何に使っているのだろうか。

図表6. 企業は資金余剰の状態が続く（非金融法人企業）



同様に資金循環統計で企業の資金調達状況をみると、資金余剰幅が拡大してきた99年度以降は、外部資金の調達額が減少に転じており、中でも借入金の返済が進んでいることがわかる（図表7）。

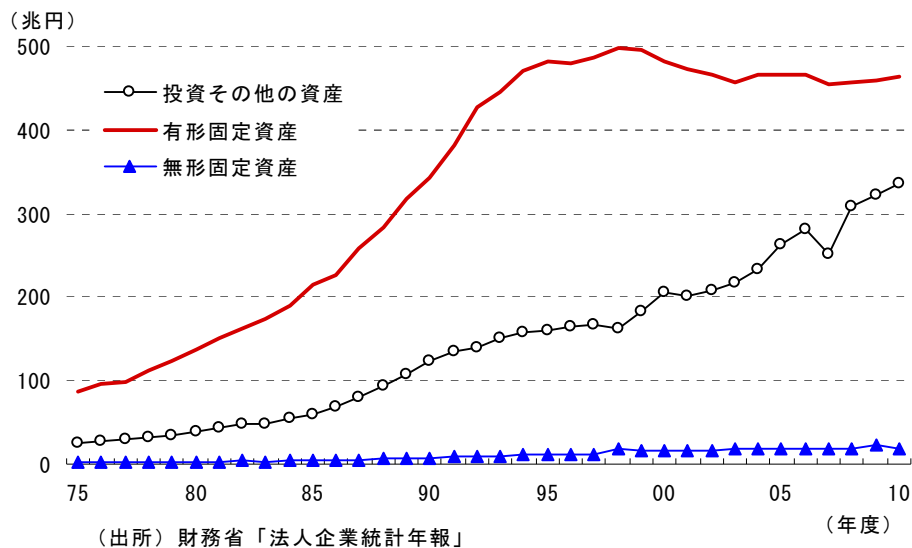
図表7. 企業の資金調達状況～まずは借金を返済（全規模全産業）



このように、企業は設備投資を償却の範囲内にとどめるとともに、余剰となった資金を有利子負債の返済に充当し、財務体質の強化を図ってきた。その結果として自己資本比率が上昇を続けていることは前述したとおりである。

設備投資を償却の範囲内にとどめれば、資本ストックは減少していくことになる。企業の有形固定資産残高をみると、90年代末にピークアウトした後は同水準で推移している(図表8)。もっとも、企業が有利子負債の返済だけに余剰資金を充当し、固定資産全体が圧縮されていたわけではない。固定資産のうち、その他の資産への投資は増加が続いている。これは有価証券に対する投資であり、非金融法人の場合、多くの部分が子会社、グループ会社などの株式である。

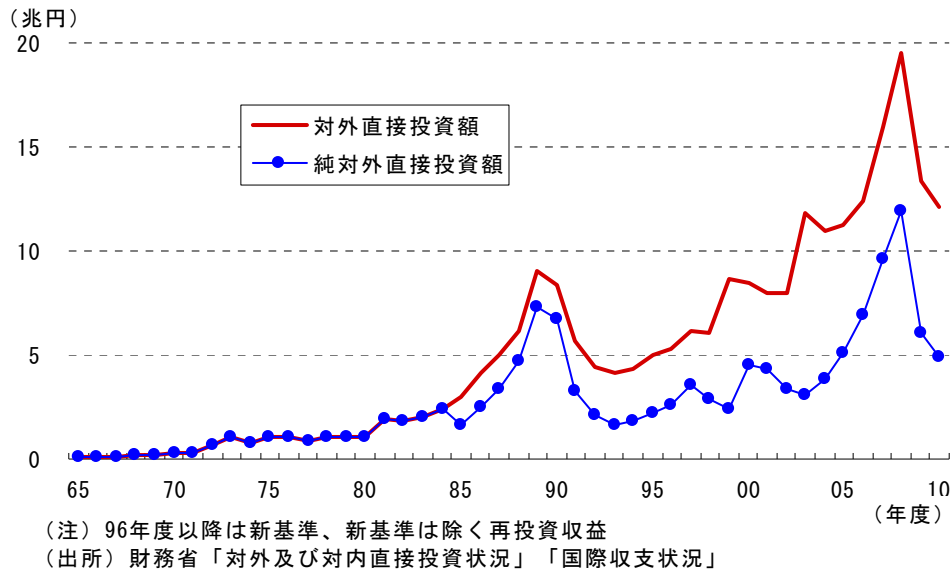
図表8. その他資産への投資は増加傾向



最近では、その他の固定資産の増加分の多くが、国内向けではなく海外向けの投資となっている。具体的には、海外に子会社を設立する、もしくは海外の企業に資本参加するといったケースであり、これは2000年代に入ってから直接投資額の増加ペースが高まっていることから確認される(図表9)。

このように、企業の余剰資金の使い道は、国内の設備投資ではなく、有利子負債の返済と海外への直接投資に向かう動きが主流となっている。

図表 9. 増加が続く対外直接投資

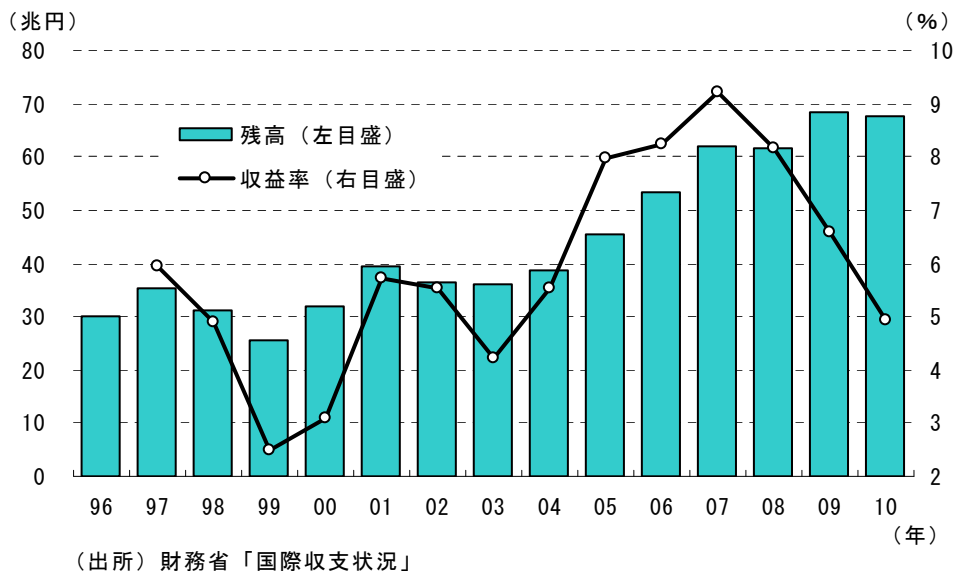


②対外直接投資は儲かるのか？

対外直接投資が積極的に行なわれた結果として、対外直接投資の残高は増加が続いている（図表 10）。90年代は 30 兆円前後に過ぎなかった対外直接投資残高は、2005 年末には 40 兆円を越え、2009 年末には 70 兆円弱に達している。

対外直接投資（世界計）の収益率をみると、サブプライムローン問題による世界経済悪化の影響で 2008 年度以降は水準が切り下がっているが、基本的には高い水準を維持している。

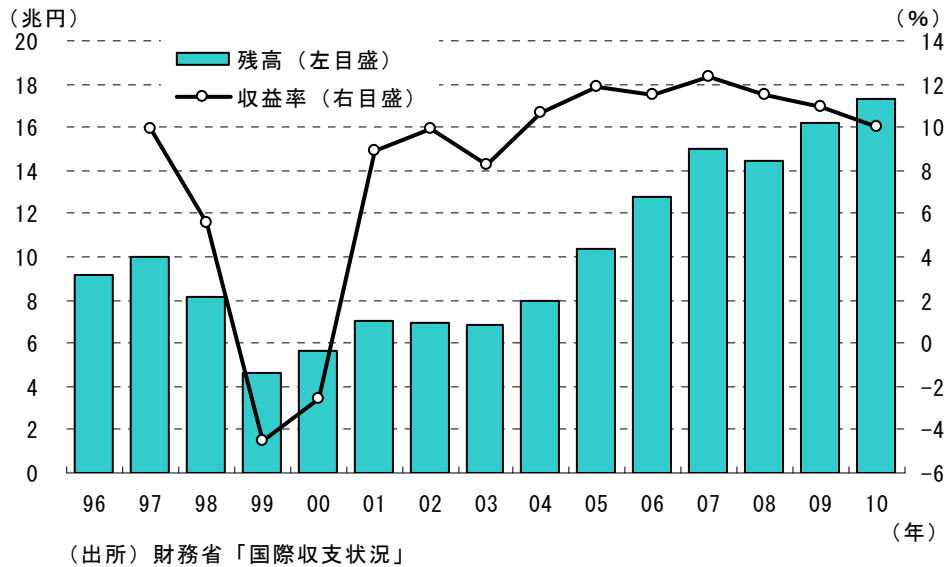
図表 10. 対外直接投資の残高と収益率（世界計）



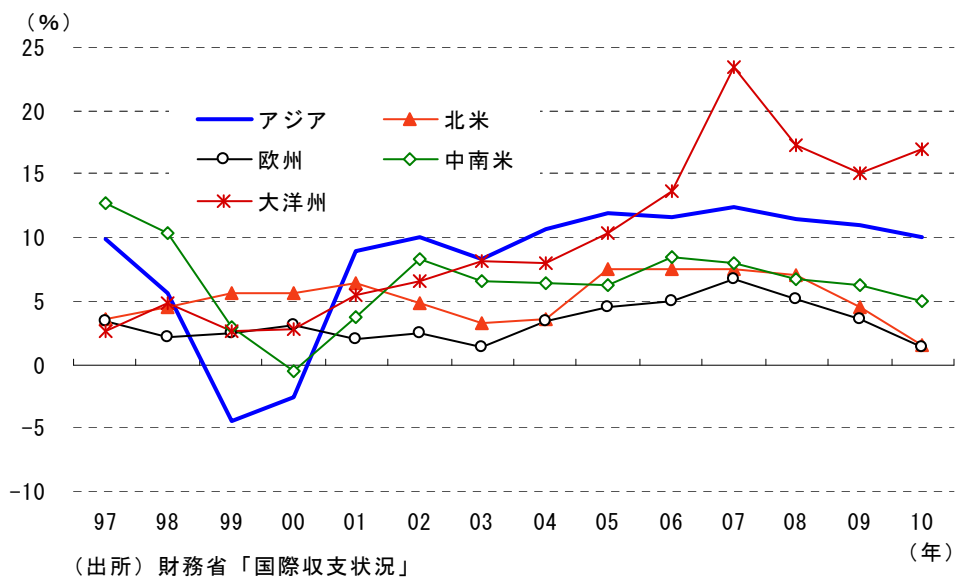
対外直接投資のうち、特にアジア向け投資においては、投資収益率は 2 桁を維持している（図表 11）。また、投資残高も、ここ数年で急速に増加している。さらに、その他の地域の投資収益率の動向をみると、アジアとともに、資源・エネルギー関連への投資が多い

大洋州での投資収益率が高い（図表 12）。その一方で、北米、欧州では、そもそも水準が高くないことに加え、景気の低迷を受けて足元では悪化しており、最近の対外直接投資（世界計）の収益率低下の原因となっていることがわかる。

図表 11. 対外直接投資の残高と収益率（アジア）

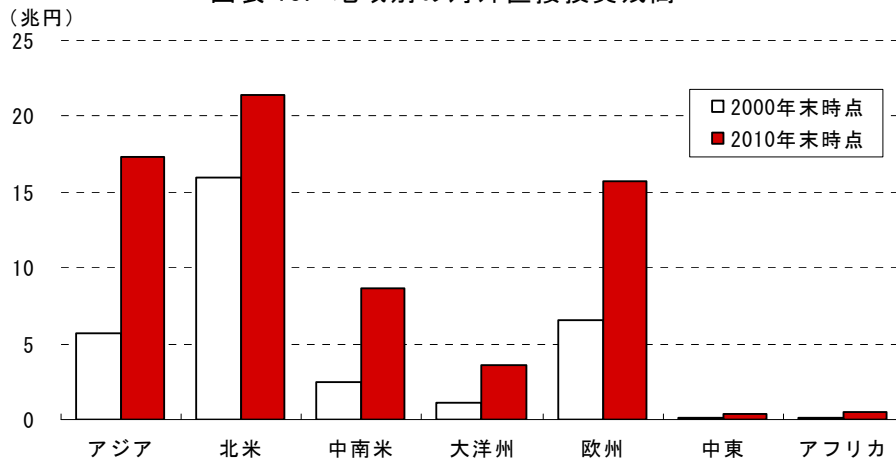


図表 12. 地域別の対外直接投資収益率



なお、地域別の対外直接投資残高を 2000 年末と 2010 年末とで比べると、高い投資収益率が見込めるアジアへの対外直接投資額の増加が目立つほか、欧州に対する投資も増加している（図表 13）。一方、北米は引き続き残高は最も多いが、過去 10 年間で増加額は小幅にとどまっている。

図表 13. 地域別の対外直接投資残高

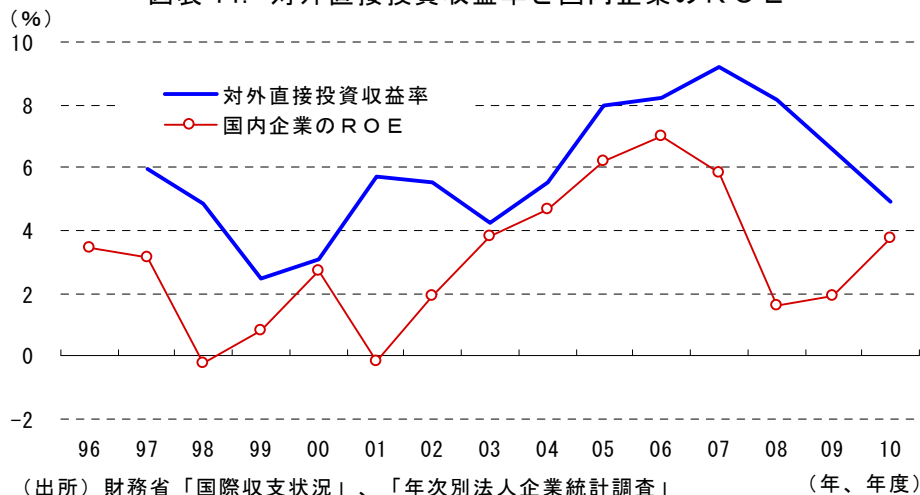


(出所) 財務省「国際収支状況」

高い収益率を維持している対外直接投資であるが、国内への投資と比べても有利なのだろうか。そこで、対外直接投資収益率と国内企業のROE（当期純利益÷株主資本）の水準を比較してみた（図表 14）。これは、企業が投資を行なう場合、国内の事業に投資や資本参加を行なう場合と、海外に進出する、もしくは海外の事業に投資する場合の、どちらが有利な投資であるかを意味している。これによると、比較が可能な97年度以降は、対外直接投資収益率が国内企業のROEを常に上回る状態が続いている。対外直接投資の収益率においては、確定利回りである海外政府の国債への投資とは異なるため、収益率が高いため投資するというよりも、投資の結果として高い収益率が得られたと解釈すべきものではあるが、現時点では国内よりも海外への投資を進めた方が企業業績にとってはプラスという状況に変わりはない。

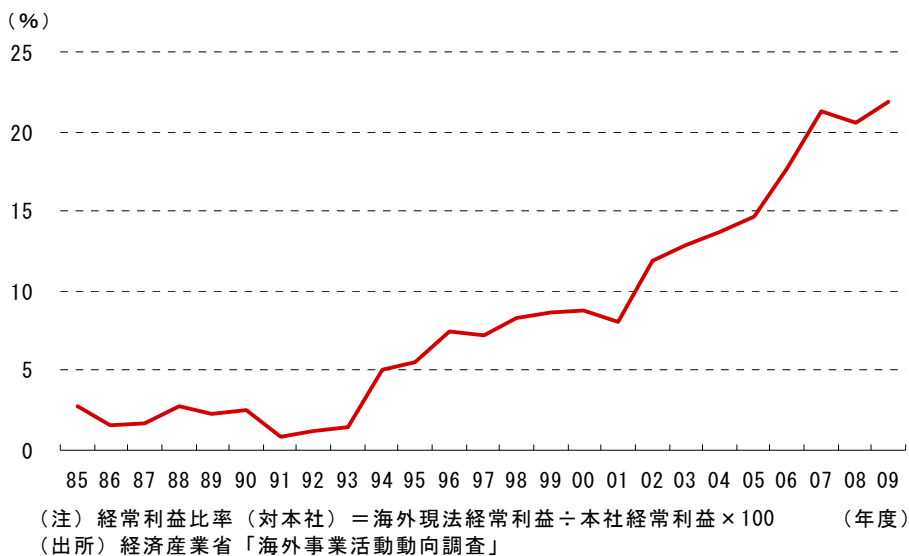
なお、海外直接投資から得られる利益は、外貨建てであっても、国際収支統計では円建てに換算されている。このため、対外直接投資収益率は為替の変動率も加味した上での利回りであり、最近の円高によって水準が低下している面があるが、それでも国内投資を上回っている状態にある。

図表 14. 対外直接投資収益率と国内企業のROE



投資収益率の水準だけに限らず、利益額においても海外現地法人の重要性は増している。図表 15 は本社企業の経常利益に対する海外現地法人の経常利益の割合をみたものであるが、上昇傾向が続いており、海外現地法人が連結ベースでの利益の押し上げに貢献していることがわかる。こうした企業利益における海外現地法人の貢献度合いは、投資収益率が高いことに加え、拡大する現地の需要を取り込んでいくことによって、一段と高まっていくと予想される。

図表 15. 本社の利益に対する海外現地法人の利益の割合（経常利益）



(3) これからの企業経営～グローバル化が加速する

以上見てきたように、国内事業に投資するよりも、海外事業に投資した方が投資先としては有利である。実際に企業も余剰資金を対外直接投資に振り向ける金額を増やしつつあり、企業のグローバル化が進んでいる。

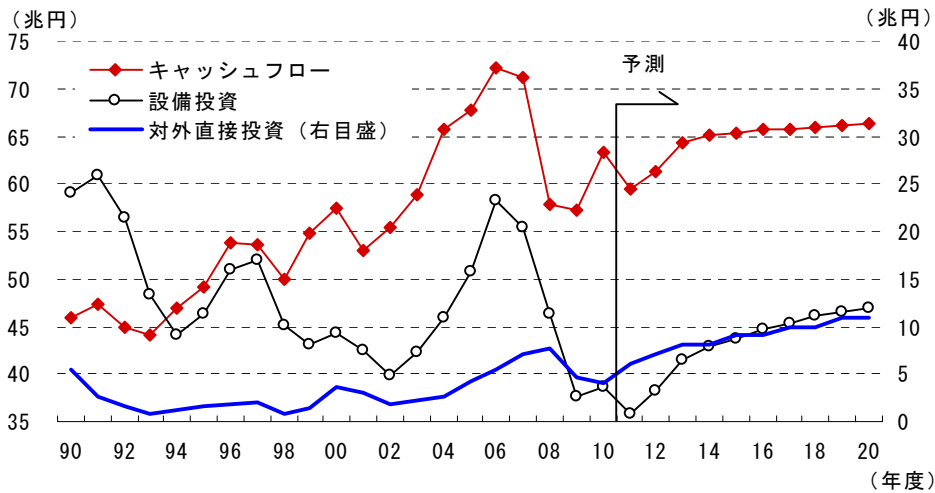
こうした企業のグローバル化の動きは、今後ますます盛んになってくると考えられる。その理由として、第一に、人口減少の時代に突入した国内では、需要の大きな伸びが期待できないことがある。最近では海外、中でも新興国の旺盛な需要の取り込みを目指して、小売、外食、物流といった非製造業の進出が増えており、かつての製造業を中心とした進出から業種の広がりがみられる。

第二に、円高の定着がある。実質実効為替レートでみると現状の円高はさほど厳しいものではない。しかし、あくまでマクロベースでみた場合であって、海外製品との価格競争にさらされている業種や製品によっては、輸出環境は相当厳しくなっている。このため、現在の円高局面が続くとの前提にたてば、これらの企業では海外進出の計画を本格的に検討していかざるを得ないであろう。また、円高には海外資産を安く購入できるというメリットがあり、M&Aの推進をサポートする材料にもなる。

第三に、国内投資よりも対外直接投資の方が高い収益率を得られることであるが、これは図表 14 で示した通りである。国内企業にとっては、利益を国内に蓄えておくよりも、海外への投資を増やしていく方が利益の増加に結びつきやすくなっている。

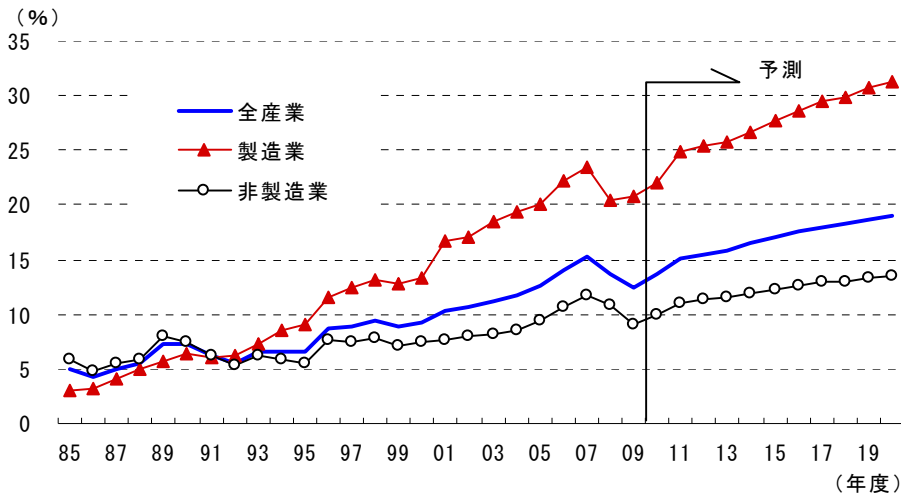
これらの要因から、対外直接投資額は増加を続け（図表 16）、企業の海外生産比率はさらに上昇していくと予想される（図表 17）。一方、企業は余剰資金をより有利な海外投資に振り向けようとするため、国内での設備投資は緩やかな増加にとどまるであろう。維持・更新投資や効率化のための投資は引き続き行われるであろうし、省エネ化・環境対策のための投資や R & D（研究開発）投資はむしろ増加する可能性があるが、能力増強投資が抑制されるため、全体の伸びは緩やかにとどまると考えられる。

図表 16. 対外直接投資の予測



(注) キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費。対外直接投資は金融・保険業は除く
(出所) 財務省「四半期別法人企業統計調査」、「国際収支状況」

図表 17. 海外生産比率の予測



(注) 海外生産比率=現地法人売上高/国内法人売上高、金融・保険業、不動産業を除く
(出所) 経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「年次別法人企業統計調査」

(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。