

コロナショックと今後の日本経済

脇田 成 (東京都立大学) 2020 年 5 月 15 日(5 月 24 日改訂)

今回のコロナショックは現在も進行中であり、もちろん最終的な解決は(日本一国と言うより)世界が伝染病とどう共存するか、(ワクチンの開発などで)いつ封じ込められるか、にかかっている。マクロ経済への影響も、現在のところあまりに不確実性が大きいため正確な予想は困難だが、日本経済には大きなショックが 10 年ごとに加わっており、そこから教訓を引き出せないわけではない。そこで本論では過去のマクロ経済ショックを振り返り、主として速報性の高い売上高データから、コロナショックの規模とマクロ経済の進行を(大胆にも)予測することにする。

I. ショックの分類

まず参考になりそうな、これまでの日本経済に加わったショックを簡単に復習しよう。

- [A: 短期一過性供給ショック] 地震と原発事故のため移動が制限され、国内サプライチェーンが寸断された**東日本大震災(2011)**
- [B: 中期需要ショック] 米国金融危機のとばっちりを受けて、輸出が 30 兆円(GDP 比 6%) 激減し、非正規雇用削減(約 110 万人)が社会問題となった**リーマンショック(2008)**
- [C: 長期悪循環] 御三家(建設・流通・不動産)を中心に不良債権問題が金融危機(1997,98)をまねき、さらには失われた〇〇年をおこした**バブル崩壊(1991)**

の 3 例の経緯が参考になる。今回のコロナショックは

- [a] 原発事故後の地域封鎖のように、サービス業が停止、**消費は激減**し
- [b] リーマンショック後のように**外需が急減**しているため
- [c] バブル崩壊後の**長期停滞**に陥ることを避けなくてはならない

	短期生産	金融	雇用	中期外需	中長期内需
バブル崩壊(1991)と97年金融危機	●不良債権御三家から伝播	●97~98年金融危機誘発	●慢性悪化	—	●不良債権問題 ●金融危機 ●財政悪化
リーマンショック(2008)	●製造業外需中心に悪化	●海外は激震、国内は比較的安定	●110万人非正規削減、失業者増加	●激減	—
東日本大震災(2011)	●東日本のサプライチェーン分断	—	—	—	—
コロナショック(2020)	●サービス業停止 ●世界的サプライチェーン分断	●金融危機・財政危機懸念	●高齢者中心の非正規	●中国など代替輸出先がない	●IT・AIの悪影響

とまとめられよう。また悪いことに、今回は特定部分というより全面的にショックが生じており

[D: 受け皿] リーマンショック時の中国のような新興国への輸出や

[E: 技術] 趨勢的に増加してきた IT インフラ(ハード)需要

がなく、残った良い部分に頼って回復を果たすことは当面できない。

今後の進行は「事故」・「安静期」・「発作と手術」・「リハビリ」の 4 期に分けると便利である。2020 年 5 月中旬時点の現状は**封鎖状況の「地震」**が起きたが、外需急減の**リーマンショックはこれから**というところであり、まず「事故」の規模と持続性を概観しよう。

II. ショックの規模と持続性を予想

売上高変化率でみるショックの規模予想 — リーマンショック以上か —

さて今次のショックはどの程度の規模なのだろうか。「売上高」は速報性が強い指標であり、まずこれを軸として考えていこう。図 1 は法人企業統計年報より計算した指標を示しており、それを見るとリーマンショック(2008 年 9 月 15 日)時の

- 2008 年度年次の対前年比売上高変化率はマイナス 5%、
- 2009 年度は約マイナス 10%

であり、他のショック(98年金融危機・02年竹中ショック)を見ても年次でマイナス5%を超えると激震であることが分かる。

法人企業統計季報の四半期データで見ると(図2)、

- 2008年10-12月期の売上高は20%減(対前年同期比)を超え、
- 09年7-9月期まで対前年同期比では15%を超えた減少率が続く。¹

変化率ではなく水準を製造業・非製造業に分割して、図3で見ると、

- 非製造業売上高は2009年4-6月期をボトムとして、6四半期にわたって2008年7-9月期の水準を超えていないが
- 製造業売上高はそもそも2008年7-9月期の水準を未だに超えていないものの、営業利益水準は5四半期目には回復している。

つまり売上高からみて、「リーマンショック並み」というのは対前年同期比15%強の減少が1年強続くぐらいだが、水準で見るとショック後2~3四半期は下がり続けている。

現状で得られるデータ — 外需の動向がカギ —

5月上旬で得られる現状のデータを見ると、

- 2020年1-3月期の売上高変化率は-6.3%、純利益67%減(SMBC日興証券199社アンケート)だそうだがこのなかでマイナスの部分はコロナショックが本格化した3月に集中しているだろう。
- **[内需]** 日本フードサービス協会集計では、3月の売上高は全体で約8割強(対前年同月比)であり、そのなかでもディナーやパブレストランが6割弱である。²
- **[外需]** 自動車販売は国内分が3月は前年同月比86%であるのに対し、トヨタの3月分の世界販売は72.4%である。

¹ 法人企業統計の年報は季報より、カバーする企業が多く、より中小企業を含む。

² 3月24日に東京オリンピックは延期された。

現時点で、内需に加わる第一次コロナショックの影響(あくまで第一次である)は、3月と5月は2割減、4月は4割減、その後は1割減と考えれば、年率で売上高12%減ぐらいとなる。

外需の場合はさらに予測は難しい。

- 財務省貿易統計では3月は金額で11.7%減であるものの
- トヨタの3月分統計では、輸出(前年同月比84.9%)>生産(82.4)>販売(72.4)の順で下落しており、5月に発表された決算で今年度予想は売上高20%減、営業利益80%減としている。

今後、外需はさらに悪化する可能性が強く、後述するように突発事態さえあり得る。そこから内需に波及して、もう一度内需は下落するだろう。あくまで現状で得られる数字で考えると、ここ数ヶ月の自粛ショックの大きさはリーマンショック並みであるが、リーマンショックの場合、これが1年ほど続いたといえ、その持続性は外需次第である。

なおGDPは付加価値概念で計測されるため、売上高より小さな数字となる。なおかつ変動の激しい企業利益を含むため、一時点では売上高より大きなマイナス幅となるであろう。

利益水準 — 体力強化も及ばず —

図4は、やはり法人企業統計における利益についてみており、リーマンショック時と現在を比較すれば

- リーマンショック時は売上高営業比率は2%であったが
⇒ 直近の2018年の数字は4.5%であり、倍増以上
- 当時の損益分岐点売上高比率は95%であり、つまり売上高があと5%減少すれば利益はマイナスになったことを示しているものの、
⇒ 2018年の数字は83%であり、今回15%減益でも耐えられたはずではあった

企業財務の基礎体力は強化されてきたものの、現状はそれを上回るショックが来たときみることができる(補論参照)。

ショックの持続性 — 地盤と連鎖反応がポイント —

石油危機時に福田赳夫蔵相(のちに首相)が全治3年と言明したことから、大きな経済ショックが起これば、治癒までに全治〇年と言われることが多い。リーマンショック時にも時の麻生首相が全治3年と述べたことがある。今回のコロナショックに対し全治2年と言われる場合もあるが、どのような数字が回復するかによって、回復期間は異なる。

図5は失業率と実質GDPの近年の推移を示しているが、リーマンショック時には若干実質GDPの方が回復速度が早かった。³ また現在の堅調な株価を比較すれば、回復どころかもともと下がっていないともいえる。⁴

どのような地盤にショックが加わったか、も考える必要がある。リーマンショック時も、発端のサブプライム問題だけに限定して規模を考えれば、危機は消火可能だったが、地盤がぐらぐらして、そこから**連鎖反応**が生じた。この連鎖反応がどの程度起こるかがポイントだ。消費税の影響が各回に応じて違うように、経済にはもともと停滞低調気味な部分と、オリンピックやインバウンド需要など、言わば「つんのめった」バブル的な部分がある。今後、内需部分に対しては被害は大きいものの、回復するところと、しないところが早くはつきりするだろう。

III. 現状: 絶対安静の短期

まず5月当初時点での現状を経済が停止した「安静期」として、ヒト・モノ・カネの3部門で概括しよう。

短期(1:モノ): 生産への影響 — 輸出が今後のポイント —

3月頃には、コロナショックは一過性といわれることが多く、V字回復を期待する声が多かった。株式市場では「災害に売りなし」と言われることが多く、現状の株式市場の強気モードも今なおこの延長線上にあるのだろう。

³ 図5は失業率と実質GDPのきれいな逆相関を示している。両者の関係は変化率をとった関係のオーグンの法則が知られているが、それよりも直接的な関係(実質GDP25兆円低下=失業率1%上昇)が近年では成り立っている。

⁴ よく自殺率と失業率の相関が指摘されるものの、図5の両者の関係ほどのものではない。

しかしこの期待も理由がないことではない。東日本大震災の場合、1万6千人もの死者を出したが、生産という側面では、**原発問題**があった福島県(年率マイナス6%)を除くと、いわゆる東北3県であっても県内総生産にさほど変化はなく(図6)、東日本大震災の日本経済全体への影響は限定的であった(法人企業統計季報の四半期データをプロットした図2も参照)。

一方、日本の金融業界にリーマンショックの直接的影響は比較的軽微だったが、実面では**輸出は急減**した(2008年度、2009年度に15兆円ずつ下落)。日本はものづくりの国と言われるように機械中心の輸出構造だが、米国自動車ローンなどそれらを購入するための諸国の金融が滞ったためである。欧州においても、大きなショックを受けたのは南欧諸国であり、イタリアはいまだにリーマンショック以前のGDPを回復していない。言うまでもなくリーマンブラザースは米国企業であるが、ショックの震源地より、周辺地域の被害が大きかったのである。それは米国の事後処理の早さと、「切り離し」がしやすい、もともとの経済構造に起因している。

短期(2:カネ): 資金繰りへの影響 — 内部留保では足りない —

企業は資金繰りに窮しつつある。もともと企業は月商2ヶ月分ぐらいの手元現預金を持っていれば良いとされる(売上高(月商)現預金比率や手元流動性比率と言われる)。法人企業統計によれば、平均的な企業の預貯金は1.7ヶ月分程度である。コロナショック勃発後、もはや2ヶ月以上たっており、現金がつかない企業が続出しても不思議はなく、政府は資金繰り支援に躍起となっている。⁵

ただし、いくら現金や内部留保を持っていても、売上高が落ちれば支えられない。売上高利益率が数%であることから理解できるように、売上高は利益の数十倍の大きさである。台湾鴻海グループに救済されたシャープは売上高3.4兆円から2.4兆円に急減し、2013年には自己資本比率は6%台となるが、その2年前まで自己資本比率は35.5%と高かった(図7)。

短期(3:ヒト): 雇用は回復するのか — 初期消火に失敗 —

今回、政府は、雇用調整助成金の運用方針からみて、失業者に補助するより、社内に

⁵ 休業した場合、変動費はかからないので、固定費を公的補助によりまかなえれば、とりあえず延命はできる。もちろん永久にそのままではいけない。

労働保蔵することを当初は奨励しており、本来は妥当な方針だった(ただし事務手続きは進んでいない)。失業率はいったん上昇してしまうと回復には時間がかかる(履歴効果という)。再度図5を見ると、リーマンショック直前に4%を割っていた失業率が再度4%割れに戻るまで約5年かかった。今回は最終的に5~6%まで上昇するとすれば、たとえリーマンショック時と同じペースで回復したとしても、高齢者でさえ仕事の見つかる現状に復帰は5年では無理ではないか。

企業が大規模なリストラを行わないとしても、周辺部の長期雇用の入口(採用)・出口(中高年リストラ)・非正規雇用について、筆者の予想は悲観的である。リーマンショック時には半年前後の間に非正規雇用が110万人減少し、同時に失業者が110万人増加した。労働力人口6000万人の約2%弱に当たり、この2%がそのまま失業率に反映した。さらに就業者は1年半で約200万人弱(3%程度)減少した。

就業者減少幅が失業者増大幅より大きい理由は就職を諦めた**就職意思喪失者**を含むからである。現在の失業者の定義は「仕事をせず職探しをしている人」なので、ウーバーイーツで1時間以上働くとカウントされず、また急速に増加し(リーマンショック時の1689万人より、464万人増加の2153万人)、高齢者中心となった非正規労働者で就業者(同時期401万人増加)が急減する怖れは強い。⁶

IV. 中期：発作の危機を避け手術を行う

今後において、重要な区別は

- 一時的な資金繰りの危機(**流動性危機(リクイディティ)**)という
- 中長期的に存続し、**支払能力(ソルベンシー)**があるかどうか

である。5月初旬現時点の現状は、ショックに見舞われ、「流動性危機」を回避するための点滴や輸血中といったところであろう。絶対安静から患者が立ち上がると、いろんなところに「麻痺」が見つかることもある。そして今後、大きな「発作」ともいふべき、金融危機や財政危機を起こさないようにしなくてはならない。こういった**危機が起きるのは経済が小康状態にたどりついた時**だ。絶対安静時には、事務処理も進まず、整理や倒産など様々な困

⁶ なお東北三県では職探しもできなかったからか、失業率が急上昇したわけではない。

たことは起こらない。しかし少し落ち着いてあたりを見回す余裕ができれば、「借金取り」がやってきて、「支払能力」の精査が始まる。財政危機も同様に、国の借金証文というべき国債をめぐる、借金清算プロセスが始まると考えればよい。

リーマンショックと金融危機 — 地方金融機関への延焼防げるか —

リーマンショックは言うまでもなく、米国投資銀行であるリーマンブラザーズが破綻したことにより、金融危機が世界に伝播したものだ。金融の社会は信用と信頼でつながっていることが多いが、誰かがデフォルト、支払わないと宣言すればすれば相互信頼が崩れてしまう。教育的によくはない例になってしまうが、賭けマージャンをして、負けた人が点棒はただのプラスチックだ、私はお金を払わない、となれば、ゲームは続行できない。金融危機もルールを破って払わない(払えない)金融機関が現れると、互いに疑心暗鬼モードになって、金融市場は一時的に凍りつく。この場合、ゲームの「親」が点棒を貸すように、中央銀行が潤沢に金融市場に資金を供給して、ゲームを進行させなくてはならない。⁷

日本の銀行業全体の2008年の純利益はマイナスであったが(法人企業統計)、ショック後に出来た三菱UFJモルガンスタンレー証券という名称が示すように、リーマンショック時の邦銀のなかには比較的余裕があり巨額出資で助ける立場にあったものもある。

ただし既にコロナショック以前から各種報道がなされているように、現状の日本の**中小金融機関で既に経営が苦しいものが多い**。これらは既に広く認識されている事例なので、適切な政策のもと、大きなショックとはならないことを望むしかない。もともと日本の銀行経営は企業の資金需要低下と超低金利政策により既にギリギリのところまで来ており、今後より大きな公的関与が必要とされるだろう。

財政危機と租税構造 — 発想の転換必要 —

日本の財政の問題は資金繰りというより、少子高齢化の元で長期展望がなく、**支払能力**に疑問符がつくことである。リーマンショック時の場合、法人税が9兆円減少するなど税収が15兆円減収し、歳出は18兆円増大してプライマリー・バランスは当時の数字で33兆円以上悪化した。ただし30兆円が続いたということはないので、一時的な悪化はやむを得ない。伝統的な市場経済と消費増税中心の健全財政の観点からだけでは、今回は

⁷ この資金の行き先がインフレや株高になるという意見と不況の結果デフレになるという意見があるが、筆者には判断がつかない。

乗り切れない。また今回のショックは経済全体に影響を及ぼすものなので、東日本大震災時のような**復興増税**はさらに望ましくない(現在も東日本大震災特別会計として、復興公債金 1 兆円と共に約 2 兆円程度の予算規模を持っている)。⁸

海外の危機が先行 — 被害を増幅 —

日本が金融危機と財政危機に見舞われる前に、諸外国でそれらが生じる可能性が強く、その場合は**円高**に見舞われるだろう。先にリーマンショックとの規模や持続性の比較を考察したが、実はこれからリーマンショック(のような輸出急減)やギリシャショックが起こるといふ考え方が妥当かもしれない。

さらに政治的な激変ばかりか、地域紛争や戦争が生じる可能性まであるだろう。リーマンショック後には

- 2008 年には日米でウォール街占拠運動や年越し派遣村騒動
- 2008 年 11 月には**オバマ**氏が米国大統領に (米国大統領選挙は 2020 年 11 月)
- 2009 年 9 月には**民主党**鳩山政権成立 (安倍首相総裁任期は 2021 年 9 月末まで)

など政治的激変が生じた。今後、社会的政治的変動についての予想は、さすがに筆者の能力を超えるため、詳述はできない。ただし予想されない突発事態が起こるにしても、これから述べる長期の状況を踏まえておかねばならないだろう。

V. 長期：慢性化と悪循環を避けリハビリを行う

失われた〇〇年の最大の教訓は、小泉竹中ショックのような不良債権処理という「**手術**」**だけではだめで、家計消費を喚起するリハビリもしなくてはならない**ということだ。筆者は失われた〇〇年の理由は、企業が財務的に防衛志向に走り、資金が家計に還元されなかったためと考えてきた。今回のショックを契機にさらに企業が防衛志向に走れば、長期的な低迷が続くだろう。しかしこの点は別稿にて、さんざん強調してきたので、今回の米国に

⁸ 超低金利以降の日本の金融政策は企業貯蓄に目をつぶり、これまでの政策をエスカレートさせたものだ。日銀に国債を引き受けさせるなど、さらに金融政策に依存する方法は歯止めがきかず、金融財政死なばもろとも政策になってしまう。

みられる

- 失業率急増
- 株価高止まり

の背景をなす「技術の変化」と「見えない危機」について述べ、リハビリの中心をなす家計に所得を保障することについて考察する。⁹

長期の見えない危機 — 効率化による需要不足と超格差社会 —

技術革新の内容が AI などソフトウェア中心に移ってきた。これまでのハード中心の人々や企業が高い機械を買ってくれて、便利になる、効率化するという場合と異なる。ソフトウェア的に効率化が達成されているので、その貢献分は労働や物的資本といった伝統的生産要素への報酬に反映しにくくなっている。¹⁰

具体的な例で説明しよう。Zoom 社のオンライン会議システムが人気である。これに対抗して Google 社は無料のシステムを提供することとした。このようなオンライン会議システムの発達と市場競争は

- 安価で時間も節約できて、**消費者便益は大きい**(世界は豊かになっている)が
- それまで需要された交通機関や運輸業などの**収益の落ち込みをカバーせず**
- IT 関連で働く人々に**分配すべき原資も小さい**。

最後の点は見過ごされがちのポイントであるものの重要だ。生産能力という点では格段に飛躍しているものの、格差社会を是正するため、再分配を行おうとしても、タダで販売されているものは、従来のルールでは分配のしようがない。今回、一気にリモートワークなど**作業の効率化**が進んでしまえば、雇用の受け皿と期待されていた新産業(があるとして)が勃興する資金も時間もない。この場合、分配が止まって循環がせき止められ、**長期的な需要不足**が生じてしまう。¹¹

そこで今回一括給付・補助金が計画・実行されたように、**ベーシックインカム**的な方向へ

⁹ 長期的な変化として、移動が制限されるか望まれなくなり、グローバル化や都市化に歯止めがかかることも考えられる。

¹⁰ ソフトウェアはコピーできるので簡単に IT 企業は規模拡大できるが、製造業は熟練労働力が形成されないと模倣もできないし、高給与も払う必要がある。

¹¹ ウーバーイーツの配達員のような仕事は、簡単に「ウーバーお父さん」により代替される。

進むという可能性もあるだろう。ただベーシックインカムだけで社会は秩序が保てるだろうか。同じ仕事を大部屋でしているからこそ、経験能力に優れた上司の指示に人は納得するのであり、お金だけ与えて良いものではないだろう。

本来ならコロナショックを契機として、集権的な計画経済的方向が許容されたかもしれない。ところが今回、給付金事務の件から露呈したように、政府の対策は当初の発想はともかく、現実の対応は遅々として進まない。¹²公的セクターの非効率性は依然として大問題だ。市場原理主義も困るが、官僚主義も困るのである。

VI. 結語

コロナ危機は消費増税などでもともとぐらっていた日本経済に大打撃を与えた。

- 現状は企業は資金繰りに窮し、雇用は高齢者非正規から崩れつつあるものの
- 今後、企業の支払い能力に関する精査が進むと倒産も増え、
- 金融危機や財政危機が海外から生じて輸出急減の可能性も強い。

しかし生産能力が棄損されたわけではなく、(マスク騒動など一部のパニック状況があったにせよ)生活必需品が不足しているわけではない。

- IT 化機械化されていく経済の中で、思ったより早く効率化が進んでしまう

ことに長期的な危機の本質があるだろう。

われわれは資本主義と市場経済の下で、私的所有権を保護し、労働がどのくらい生産に寄与するかどうかで賃金を決めてきた(限界生産力説という)。そういった考え方が長期の経済成長をもたらしてきた。しかし現状では労働の寄与分が減って賃金は停滞する一方、家計は株式市場へのアクセスを躊躇している。これでは生産の果実は家計に分配されないため、マクロ経済の循環は進まない。過去のやり方は所詮はゲームのルールであり、それだけでは今回の危機を乗り越えることはできない。そこで前提とすべきは、生産能力

¹² 困ったときに、お金を包んでさっと持ってきてくれるからこそ、人は頼りにするわけで、前例とルールを振りかざす政府と官僚機構に感謝することはないだろう。

はそのままなのだから、必需品は本来、供給できるという認識だ。ルールは一旦停止して、生産能力を有効活用するために、分配を行い、その上で来るべき社会の新たな分配のルールを考えることが必要だ。

補論: コロナショックと内部留保について

コロナショックに対し、我が国の企業は内部留保が潤沢であり、打たれ強いという見方がある。しかしながら今回のコロナショックはあまりに大きく、楽観論は適切でない。またこのままでは、これまで貯め込んだ内部留保は安定配当のために使われる可能性が強い。

実際、法人企業統計で見るとリーマンショック直後の企業の平均の配当性向は 100%を超えており、当時で 13 兆円の支払いを行った(図 8)。2018 年度の配当総額は 26 兆円であり、GDP 比 5%にもあたる。筆者は現時点で比較的余裕のある企業がこの機に乗じて安定配当継続や財務基盤強化に動くことは、個別企業の経営者に良くともマクロ経済全体には好ましくない(合成の誤謬)。

通常のスケジュールなら 5 月には企業決算発表、6 月には株主総会を控えており、データが揃わない現状ではあるが、過去のショックと比較して経済運営上の問題点を考察する。

●[1] 内部留保を巡るこれまでの混乱した議論

まずこれまでの議論と状況を復習しておこう。

内部留保(**利益剰余金**)を巡る議論は混乱を極めてきた。その大きな理由はストックとフローの混乱にある。企業会計上の利益剰余金は貸借対照表上の

- **ストック(一時点でどのくらい存在するか)**で表され、2018 年度で 463 兆円

であるのに対し、マクロ経済上の問題となる

- **フロー(一定期間内でどのくらい変動したか)**の内部留保の増加幅は、このところ概ね 20

兆円台である。¹³

企業の利益から法人税などの税金を引いた「純利益」は、株主への配当金と、企業内部のストックである「利益剰余金」に付け加わる(この付け加わるということが誤解を招いている)部分に分かれる。

利益剰余金のフローの年間増加幅は20兆円とはいえ、それはマクロ経済に充分大きなインパクトをもたらす分量だ。550兆円強のGDPの成長率が1%か2%かで大きな問題となるように、10兆円程度でマクロの好不況感は左右される。また雇用者報酬全体は270兆円程度であるので、2%賃上げ額の所要額は約5兆円となる。

より具体的に言えば、毎年20兆円も企業が貯め込むのなら、5兆円程度は賃上げに回せという、かなり控えめな要求がこれまでの議論だ。内部留保を取り崩せとまで言っていたのではなく、これ以上増やすな、と言っていたのである。¹⁴

•[2] 赤字決算、安定配当放棄の許容を

しかし今後の状況はもちろん異なる。企業の売上高は極めて減少しているものの、内部留保を取り崩すまでには、3つのハードルがある。

利益を表す**損益計算書**を簡略化すると、

- ① 売上高
- ② 売上原価+販売および管理費(共に賃金等含む)

- ③ 利益

- ④/⑤ 配当
- ⑤/④ 内部留保の変動幅

¹³ 個別企業の財務諸表上は**株主資本等変動計算書の利益剰余金の当期変動額**と呼ばれて、さほど目立たないことに由来している。

¹⁴ 内部留保は株主に代わって、企業が貯蓄するものという伝統的な理解をとったとしても、いったんは株主に資金を返して、資金が調達できるかどうかという評価が必要である。

の順で③の利益まで記載されている。伝統的な会計の議論では①売上高から、②の賃金を引き、③利潤が確定した状況で、配当と内部留保の増加幅に分割するという手順が念頭にある。たしかにファーストフード産業のアルバイト賃金のように労働市場で外生的に賃金が決定されると考える場合にはこの手順は当てはまるが、労使交渉が一般的な日本企業の大部分にはあてはまらない。¹⁵

[a] 賃金や雇用減少のハードル

まず労使交渉で利益分配を加味した賃金が決定される状況では、このくらいの賃金を支払えばこのくらいの利潤となるというように、②と③が同時決定されると考えるべきだ。さらに景気変動に対し賃金はなだらかに動き、利潤が景気に敏感に動くという通常では、企業が労働者に保険を提供し、不況期に賃金雇用確保を保証しているととらえるべきだ(このような考え方を**暗黙契約理論**という)。

多くの企業は内部留保を雇用維持のためと説明してきた。今回、利益剰余金を保持したままで、雇用や賃金を大幅に減少させることはあってはならないだろう。

[b] 利潤確保のハードル

賃金や雇用を維持すると、結果的に**赤字決算**となる。通常の場合、経営者は経営責任を問われるが、今回は異常事態として、赤字決算は許容すべきだ。

[c] 安定配当のハードル

赤字決算であっても、内部留保を取り崩して配当を行うことは好ましくない。リーマンショック時のような安定配当は自粛すべきだ。

ただし2点留意すべきことがある。上場日本企業の株主構成(投資部門別保有金額)は、金融機関(29.6%)と外国人(29.1%)で過半を占めており、他方家計保有比率は17.2%と低下気味である。配当を減らしても、家計消費への影響は少ないものの、

- 外国人売買が左右する株価や

¹⁵ 会社法施行により、配当は企業の財産の株主への分配と位置付けられた。このため③利益が④の内部留保(正確には繰越利益剰余金)のプールに付け加わり、そこから⑤安定配当がなされるという理解が適切である。

- ただでさえ苦しい金融機関の経営には影響を与える

だろう。しかし**株価下落**は一過性として許容すべきであるし、**配当に依存する金融機関経営**は持続性がない。

今後の企業補助策について

今後の企業補助策は、新型コロナウイルス蔓延期に限って

- 配当を出したかどうか、あるいは削減したかどうか
- 利益がマイナスかどうか

で今後の補助に線を引き出すことを周知徹底すべきだ。また役員給与 25 兆円もこのままでよいのか、検討すべきだろう。

もともと企業成長には 2 つの制約がある。日銀短観の判断項目をプロットした図 9 では、

- 好況期の**人的資本制約**
- 不況・危機期の**資金繰り制約**

は明らかだ。また危機は未曾有の事態ではなく、案外、頻繁に起こっていることを図 9 は示している。この状況で(繰越)利益剰余金を常にふんだんに持ち、その中から安定配当を目指すという企業経営の在り方は、平時のマクロ経済に大きな負担をもたらす。¹⁶ むしろ銀行とは良好な関係を保ち、銀行をいざという時の備え、あるいは公的資金の中継地点として位置づけるべきだ。

今後、救済措置の財源の問題が浮上し、さらなる消費税増税が検討されるだろう。しかし企業貯蓄増大のもと、日本経済は消費が低迷している現状で、今時の財政支出拡大を消費税増税でまかなえば、ますます消費を低迷させる悪循環に陥るだろう。図 10 は消費税増税が大きなショックを与え、実質消費をトレンドをよりゆるやかに低下させたことを示している。

株式市場への公的関与と家計消費低迷という日本の現状を元に

- 日銀の保有する株式を、企業の内部留保で購入する
- 日銀の保有する株式を、家計に配布する

など非伝統的な「奇策」が既に提案されている。これらの提案をそのまま実行できるかどうかはともかく、日本のマクロ経済の問題は企業貯蓄と消費低迷にあるのである。グローバル化も一段落し、本論でも述べたように、企業利潤増大・賃金低迷の傾向が変わらなないと予想される。日本の現状に即した政策が期待される。

(蛇足その 1)

3 月下旬の新規感染者数ピークの後に緊急事態宣言を出す、海外からの帰国者の感染者を計算に含めていなかったらしいなど、正直言って政府と専門家委員会の不誠実な対応に(グラフと数字の好きな人たちは皆)うんざりである。ただ専門家委員会が言っていることは、お医者さんがいかにも言いそうなことではある。

- このままならあなたは 3 ヶ月で死にますよ (二週間後に死者数が爆発)
- 命と仕事がどちらが大切なんですか
- 生活を変えてください (行動変容・新しい生活様式)
- でもベッドが空かないので、家で待っててください (医療崩壊)

一人のお医者さんに頼らずセカンドオピニオンを求めるべきだったし、もう少し専門家委員会にインフォームドコンセントを求めるべきだろう。

(蛇足その 2)

低死亡率に関する BCG 仮説は言わばコロナ「講座派」だ。国際比較に向かない数字が頻出するところに日本の「特殊性」がある。

¹⁶ リーマンショック時にはエコポイントなど急減した輸出産業への事実上の購入補助金が実行されたが、その後これら産業が政府の賃上げ要請に協力的であったわけではない。

(%)

図1 ● 売上高ショック

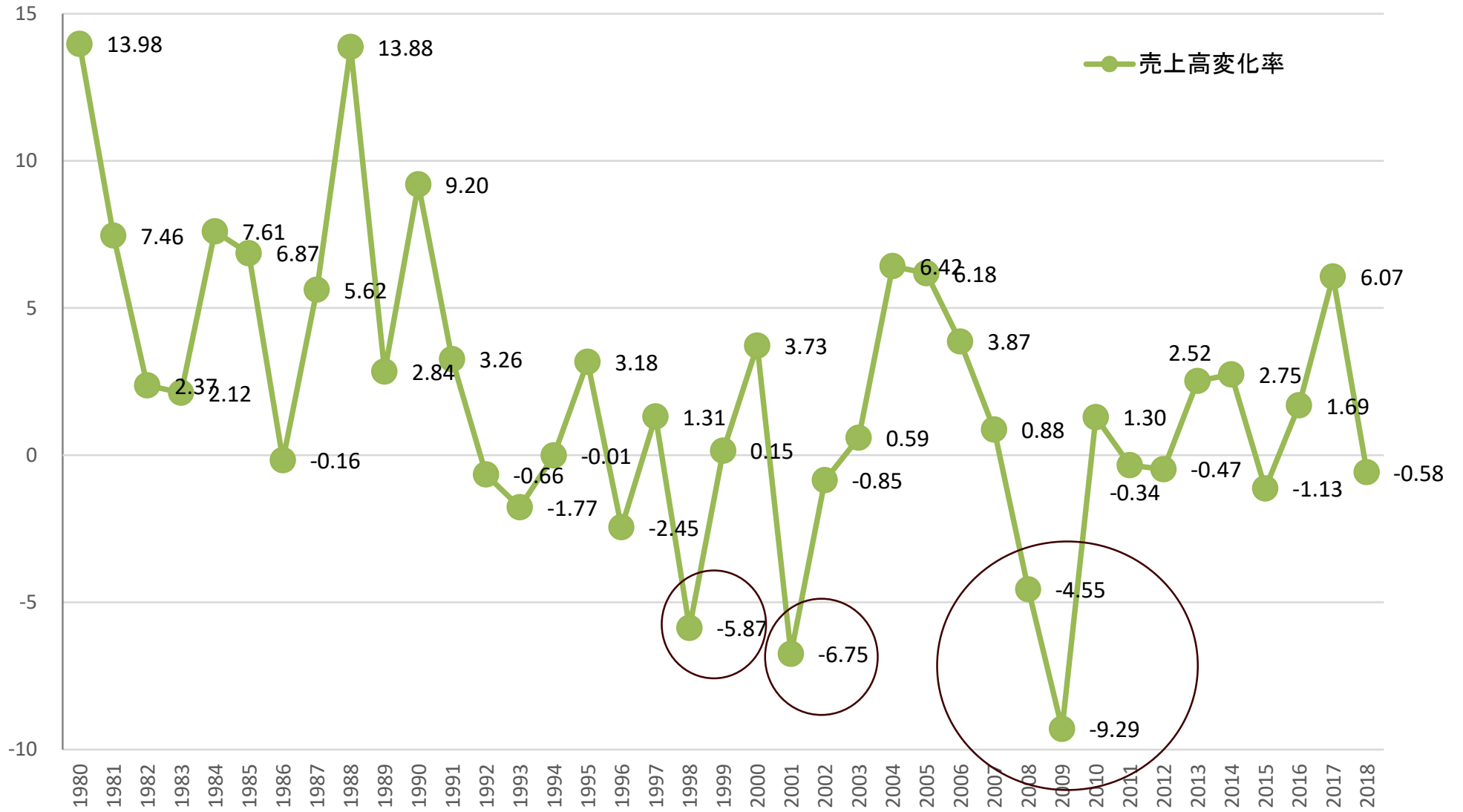


図2 ●リーマンショック時の売上高・営業利益前年同期比

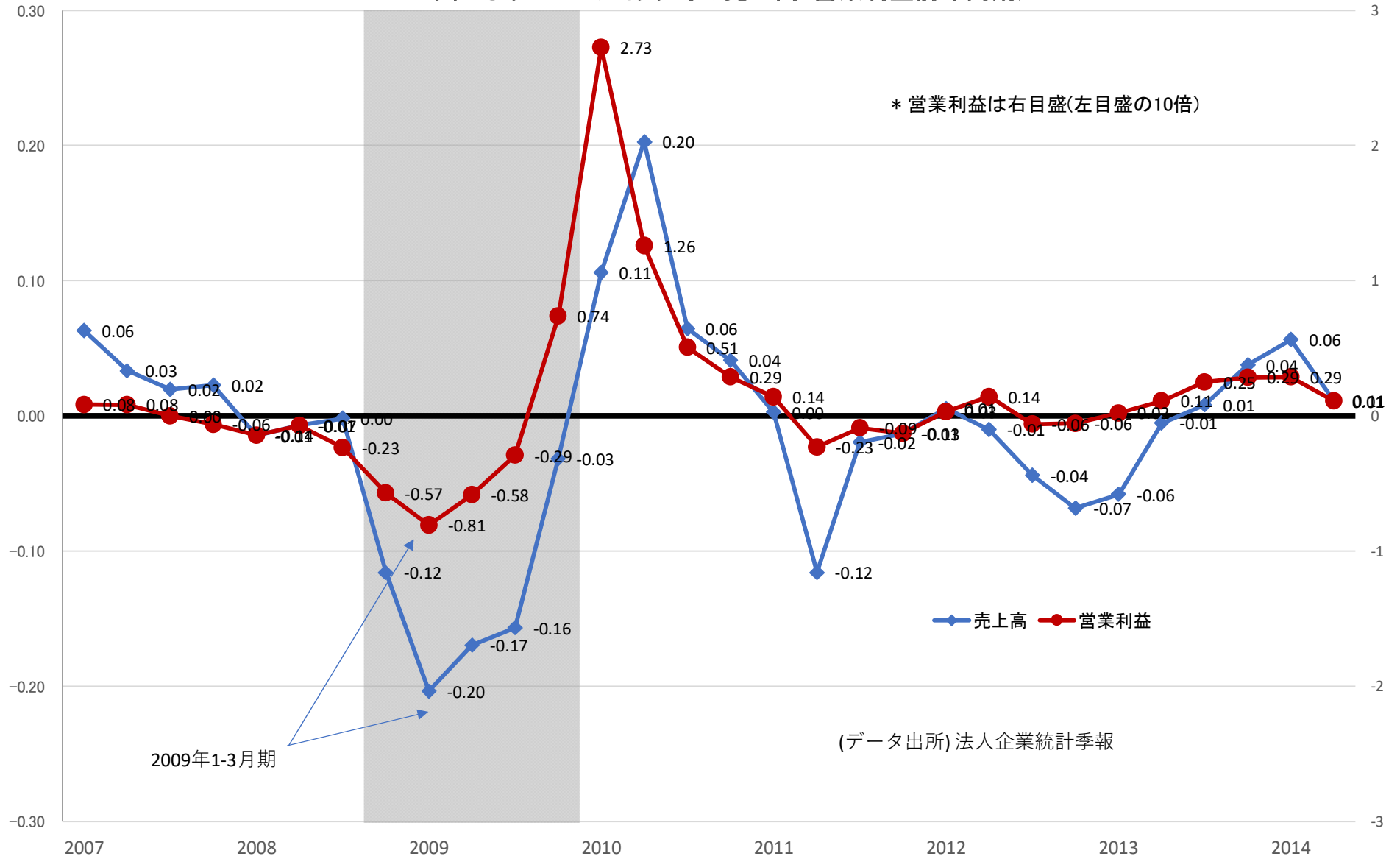
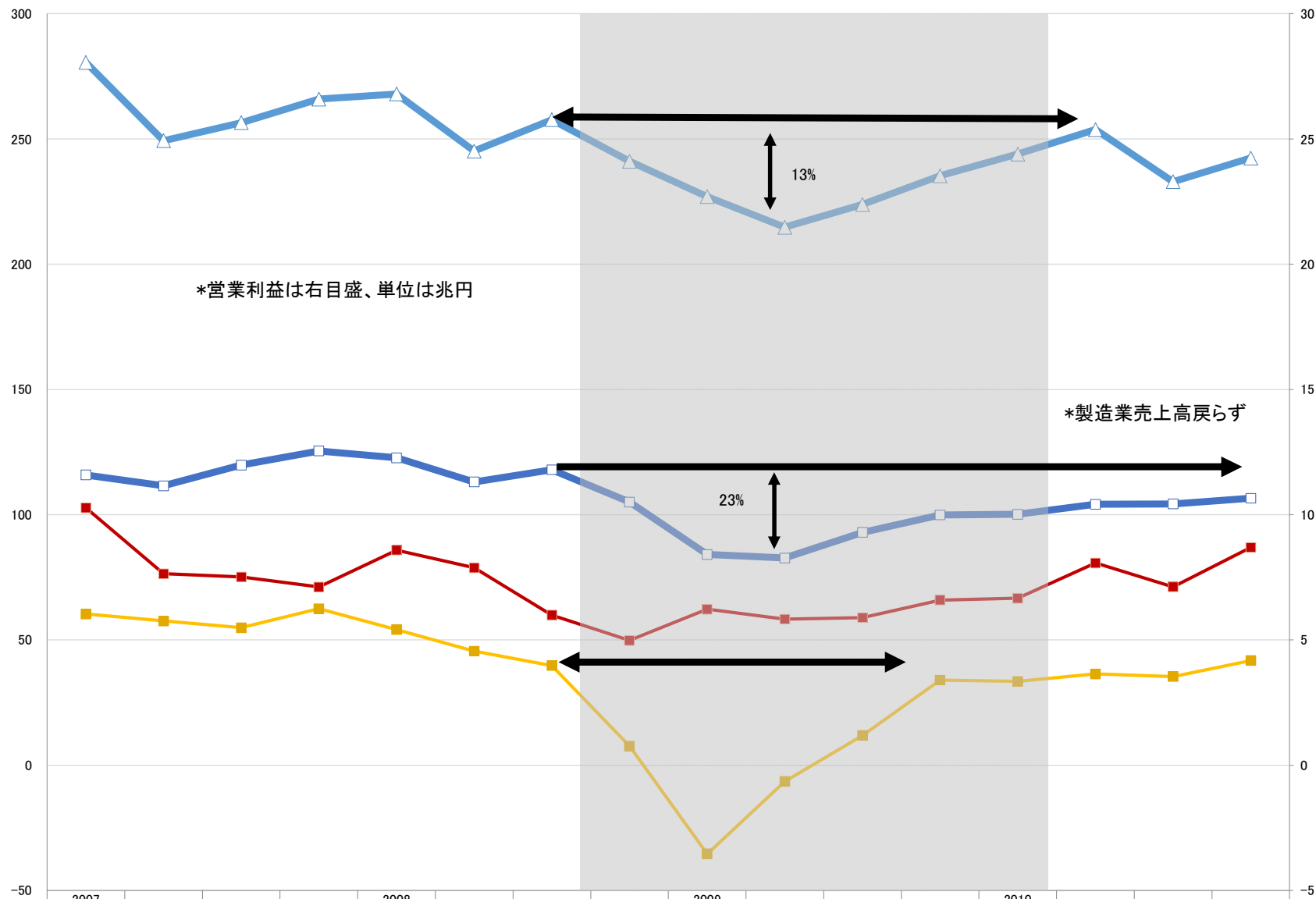


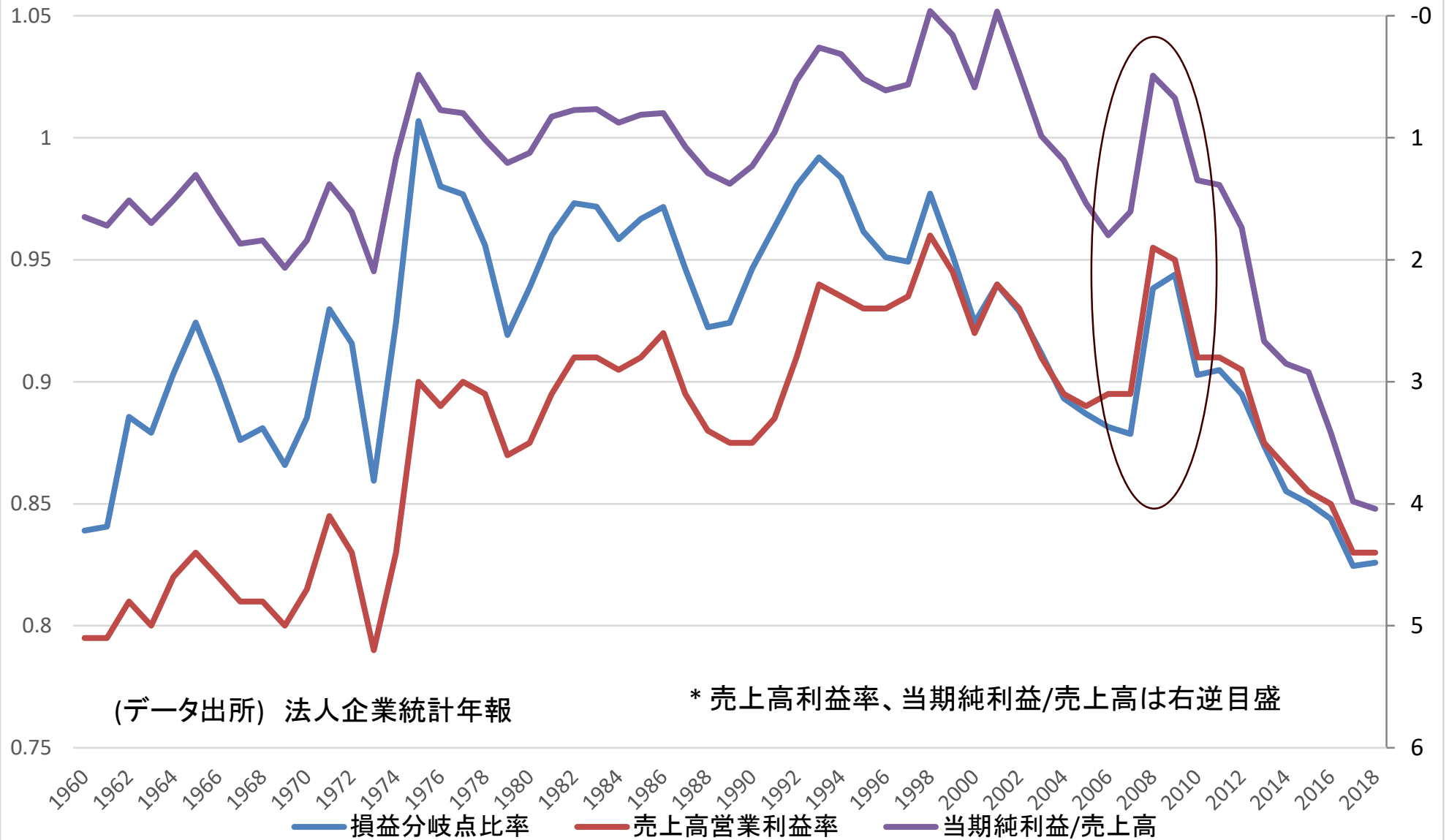
図3 ● リーマンショック時の製造業・非製造業



	2007		2008					2009				2010				
■ 製造業売上高	115,893,598	111,499,612	119,789,827	125,417,454	122,677,093	113,099,056	117,934,667	105,014,573	84,138,574	82,741,543	92,948,321	99,874,091	100,178,672	104,159,365	104,321,062	106,552,494
▲ 非製造業売上高	280,545,445	249,282,974	256,487,027	265,918,351	267,954,403	245,141,400	257,700,167	241,063,022	226,976,874	214,773,825	223,834,596	235,304,109	243,954,418	253,752,756	232,954,086	242,391,814
■ 製造業営業利益	6,038,676	5,758,229	5,491,966	6,248,782	5,417,417	4,554,368	3,977,177	761,393	-3,541,324	-645,025	1,182,952	3,396,769	3,346,156	3,646,586	3,536,461	4,180,663
■ 非製造業営業利益	10,276,019	7,643,137	7,518,362	7,113,613	8,588,339	7,884,869	5,993,769	4,984,903	6,228,384	5,830,332	5,890,087	6,595,756	6,668,521	8,067,729	7,120,863	8,694,715

図4 ● 損益分岐点と売上高営業利益率

(%)

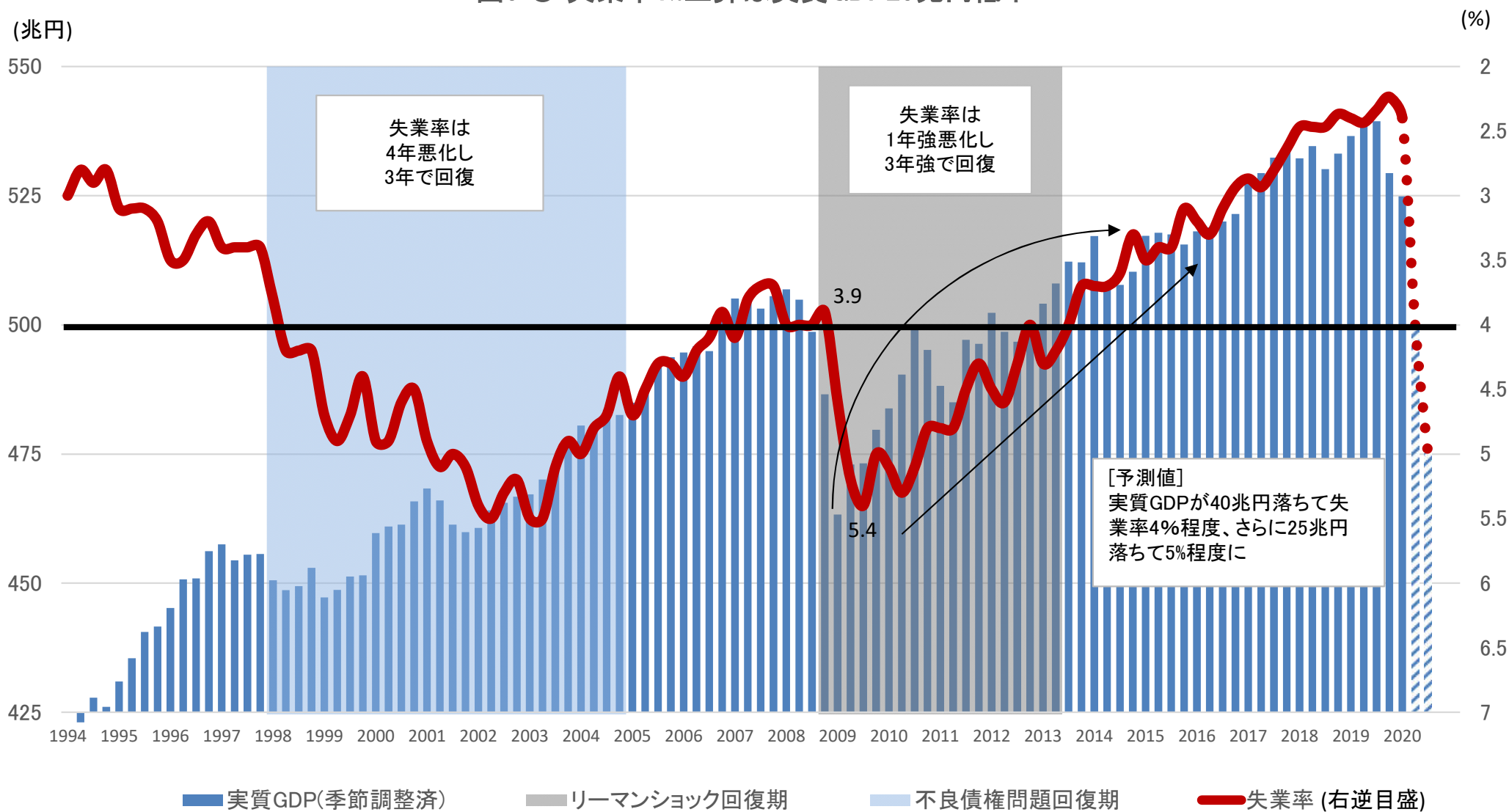


(データ出所) 法人企業統計年報

* 売上高利益率、当期純利益/売上高は右逆目盛

— 損益分岐点比率 — 売上高営業利益率 — 当期純利益/売上高

図5 ● 失業率1%上昇は実質GDP25兆円低下



(データ出所) 労働力調査・国民経済計算

図6 ● 東日本大震災
— 2006年を100とした県内総生産の推移 —

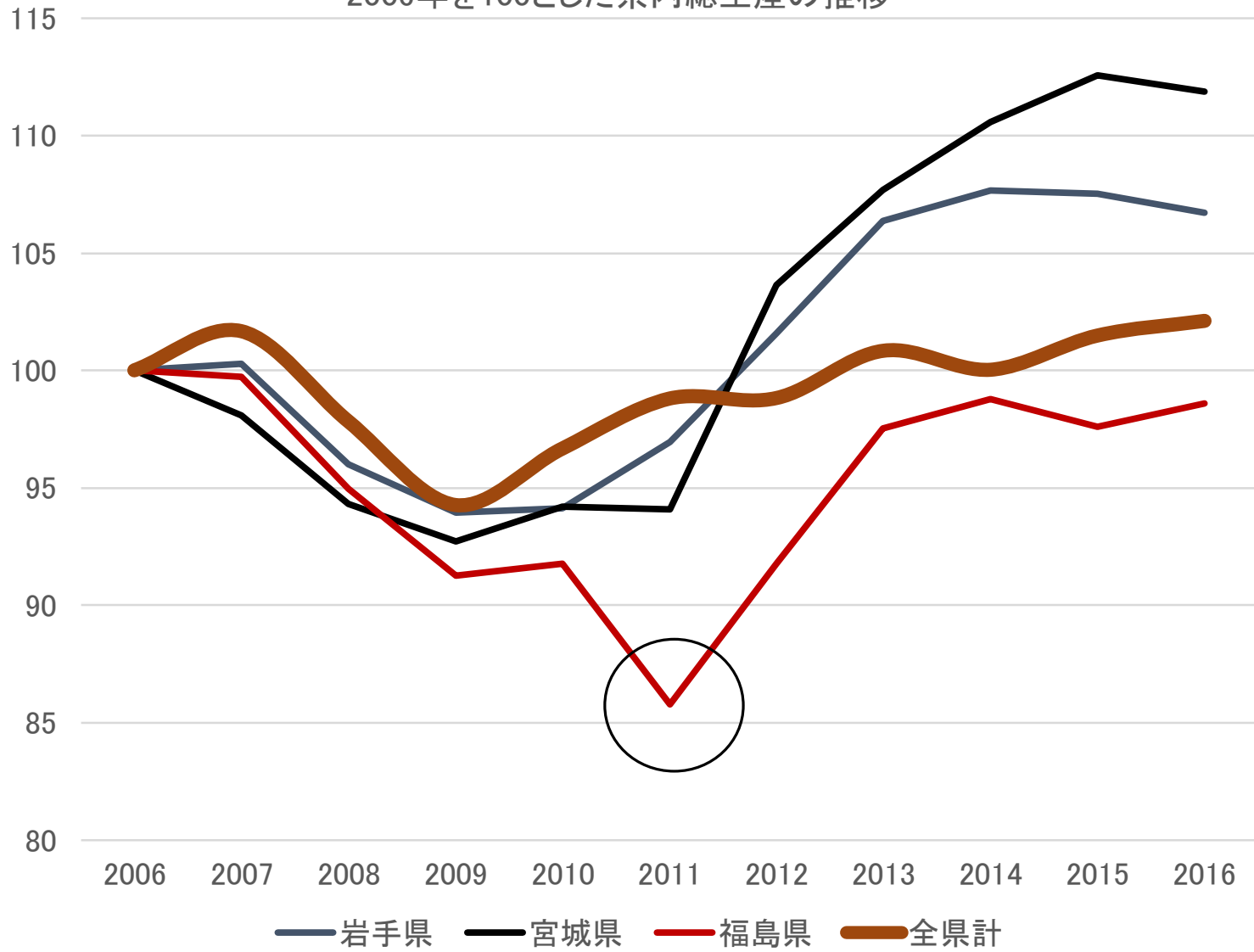
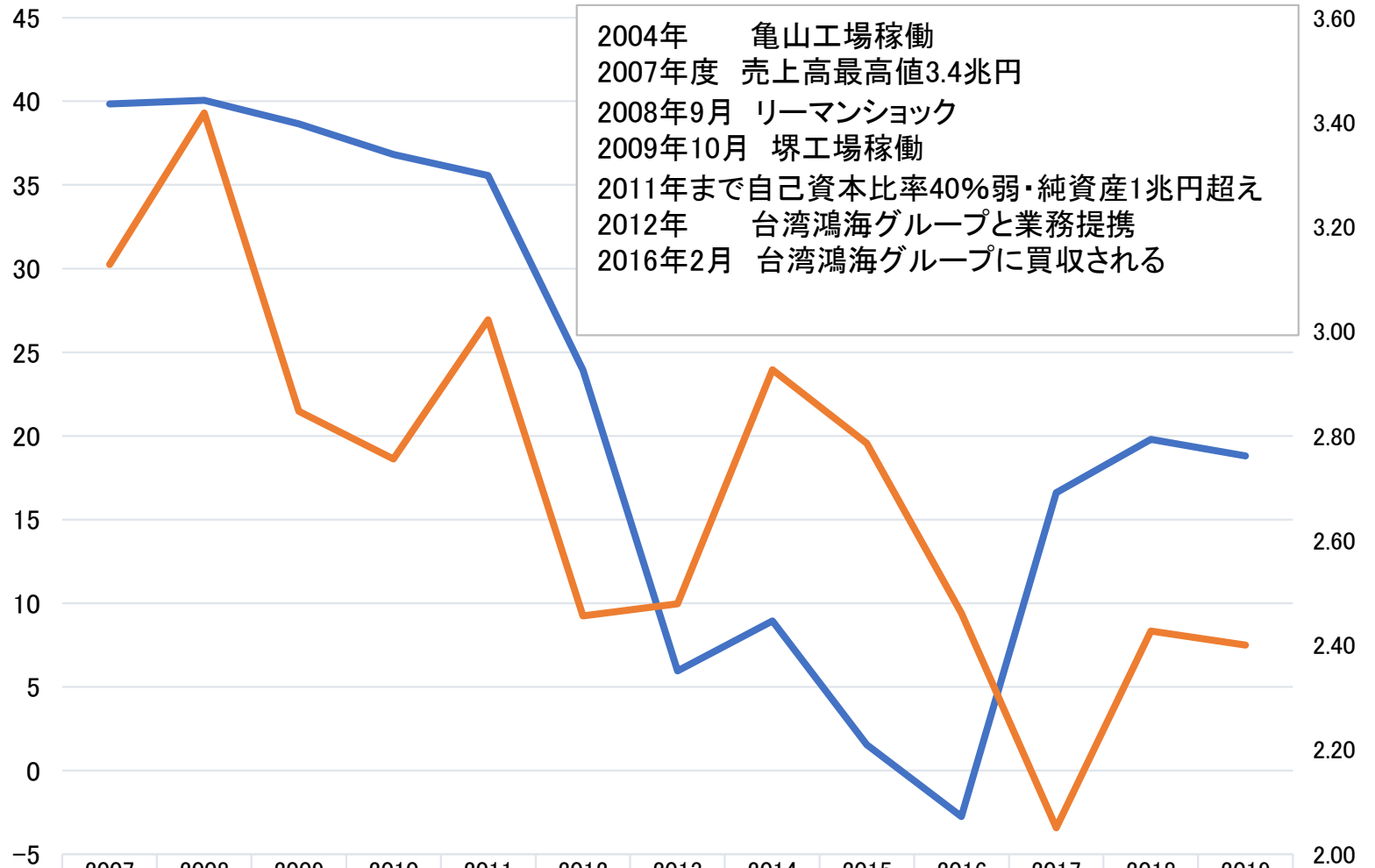


図7 ● 内部留保は経営危機を救うか
 — 急低下した自己資本比率を持つ家電S社 —

(兆円)



2004年 亀山工場稼働
 2007年度 売上高最高値3.4兆円
 2008年9月 リーマンショック
 2009年10月 堺工場稼働
 2011年まで自己資本比率40%弱・純資産1兆円超え
 2012年 台湾鴻海グループと業務提携
 2016年2月 台湾鴻海グループに買収される

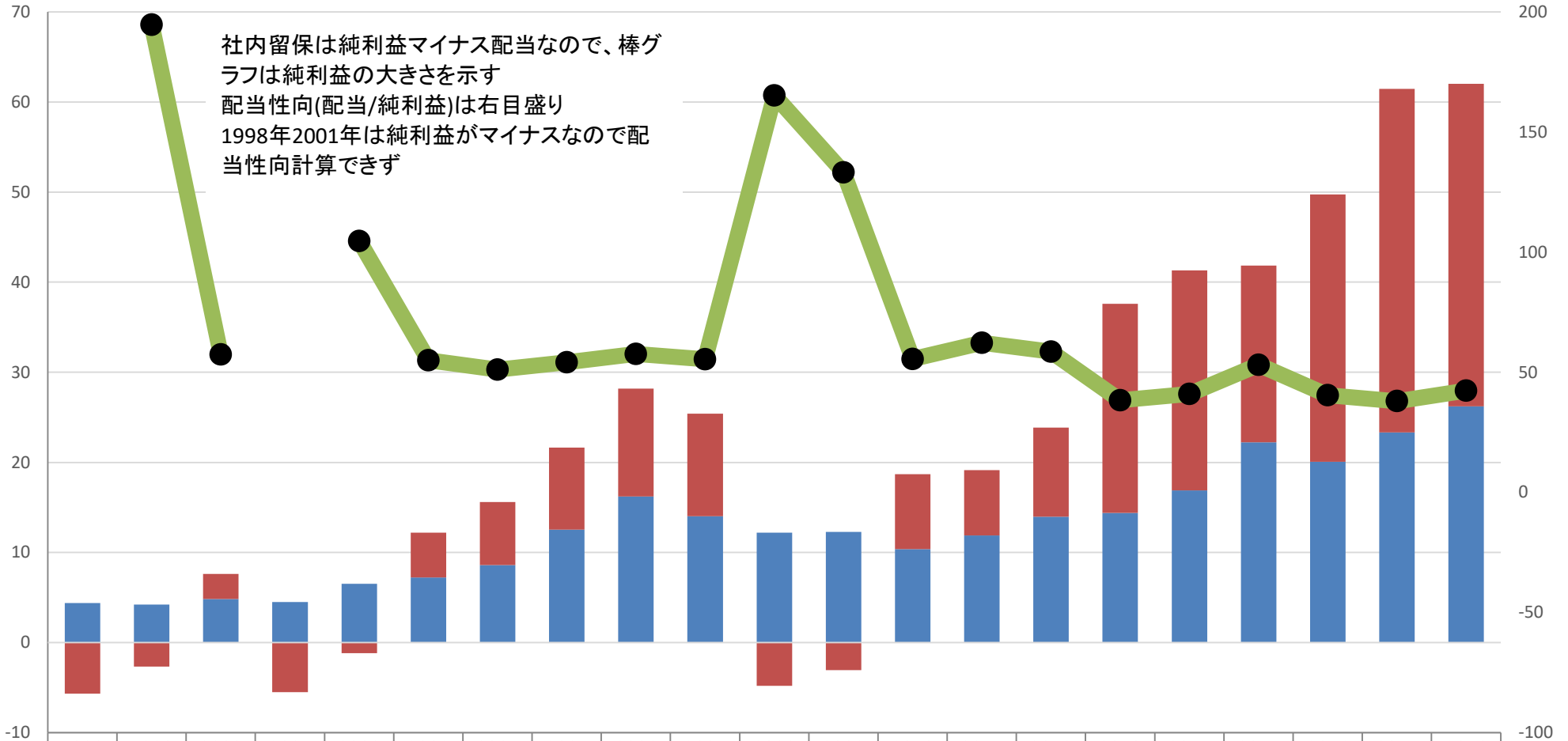
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
自己資本比率	39.85	40.07	38.65	36.83	35.56	23.94	5.97	8.95	1.54	-2.74	16.6	19.8	18.8
売上高(兆円, 右目盛)	3.13	3.42	2.85	2.76	3.02	2.46	2.48	2.93	2.79	2.46	2.05	2.43	2.40

(兆円)

図8 ● 配当性向と内部留保

(データ出所) 法人企業統計年報

(%)



社内留保は純利益マイナス配当なので、棒グラフは純利益の大きさを示す
 配当性向(配当/純利益)は右目盛り
 1998年2001年は純利益がマイナスなので配当性向計算できず

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
■ 社内留保	-5,683	-2,680	2,779,	-5,526	-1,183	4,958,	7,004,	9,105,	11,947	11,333	-4,818	-3,061	8,328,	7,238,	9,876,	23,187	24,426	19,620	29,666	38,152	35,823
■ 配当金計	4,380,	4,220,	4,831,	4,495,	6,509,	7,233,	8,584,	12,528	16,217	14,039	12,209	12,285	10,357	11,900	13,957	14,400	16,883	22,210	20,080	23,318	26,206
● 配当性向		194.69	57.401		104.60	54.965	51.037	54.103	57.580	55.331	165.20	133.18	55.427	62.180	58.560	38.311	40.870	53.095	40.365	37.934	42.249

図9 ● 日銀短観にみる企業成長の制約

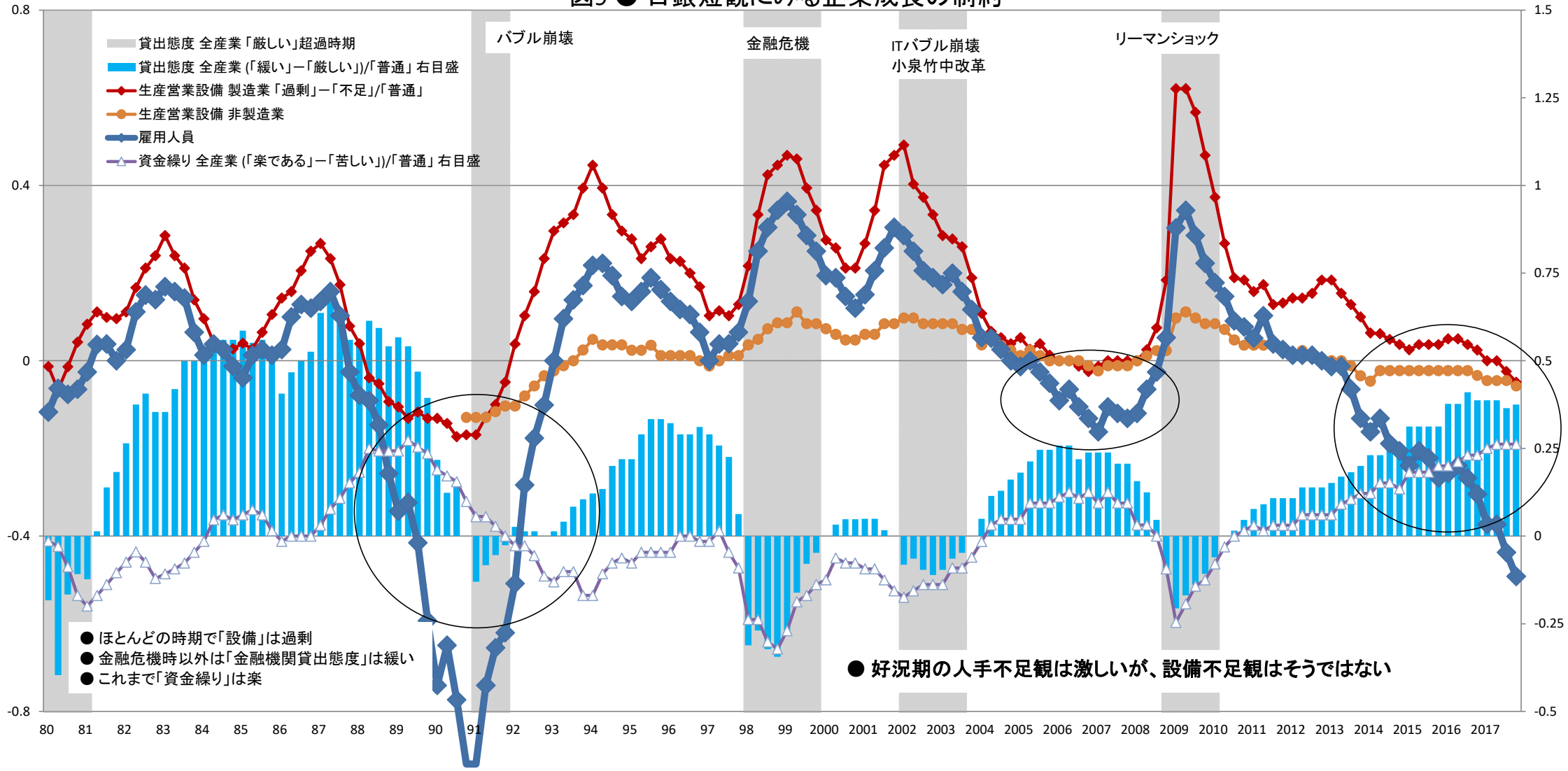


図10 ● 実質GDPと実質消費(季節調整済レベル)

