

Contents *****

特集：アベノミクスの虚像と実像	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Japan’s master plan” 「日本の総合戦略」	7p
<From the Editor> 地方都市の景気実感	8p

特集：アベノミクスの虚像と実像

アベノミクスとは、人々の「期待」に働きかける経済政策です。安倍政権の発足から 5 か月が経過し、景気の「気」の部分は着実に明るくなってきました。しかし实体经济の改善を実感している人は、現状ではまだまだ少数派でしょう。さらに消費者物価が上昇に転じ、賃金も本当に増えるようになるのはかなり先のこととなりそうです。

他方、「期待先行」に反応する海外メディアや投資家の動きも目立ち始めました。アベノミクスの虚像と実像の落差には、つくづく注意が必要でありましょう。なにしろ今週 23 日には、長期金利が急上昇するとともに、日経平均が 1 日で 1143 円も下落する局面がありました。アベノミクスの「暗黒面」が垣間見えた瞬間ではなかったでしょうか。

●久々に”Japan”が表紙になった！

5 月 18 日発売号の”The Economist”誌が久々に日本を表紙に取り上げている¹。スーパーマンに扮した安倍首相が空を飛んでいて、胸には S 字マークではなく ¥ のマークをつけている。後方にはなぜか自衛隊の F15 戦闘機が 2 機飛んでいる。

そして表題は、”Is it a bird? Is it a plane? No....It’s Japan!”（鳥か、飛行機か、いや、日本だ！）とおふざけモードである。「おいおい、あの日本が飛んでるぜ」と軽く揶揄する気持ちが入っているようだ。そして副題は”Abenomics, nationalism and the challenge to China”（アベノミクスとナショナリズムと中国への挑戦）。この時点で、論説の中身は大よそ見当がついてしまう。すなわち、安倍首相はなかなか上手にやっているけど、ナショナリズムよりも経済優先で行けよ、というメッセージである。

¹ <http://www.economist.com/printedition/covers/2013-05-16/ap-e-eu-la-me-na-uk>

この雑誌の表紙で日本が取り上げられるのは、だいたい年に1回のペースである。昨年9月24日号では、ちっぽけな尖閣諸島の写真の上に、”Could China and Japan really go to war over these?”（こんなもののために日中は戦争するのか？）という見出しが躍った。2011年7月30日号の”Turning Japanese”では、オバマ米大統領とメルケル独首相を浮世絵の中の人物に擬して、「決断できない指導者はまるで日本のようだ」と反面教師にされてしまった。

それが今回は、少なくとも「あの日本が凄いいことになっている」と言ってくれているわけで、一応は肯定的な評価と言うことになるのだろう。抄訳は本誌のP7~8をご参照いただきたいが、筆者が注目したポイントは下記の通りである。

○カバーストーリー要旨

- * 安倍晋三首相は1期目とはまるで別人のようだ。株価は上昇（55%）、経済も成長（第1四半期は3.5%成長）、政権支持率は7割台。参院選でも与党の勝利が見えている。
→先進国のほとんどが政治不信、経済不振にあえぐ中で、日本の存在は希少価値である。
- * 日本には中国への警戒感がある。経済が豊かでなければ、国が守れない。アベノミクスは経済政策であると同時に、国家安全保障政策でもある。
→安倍官邸がこのような認識を持っていることは、なるほど想像に難くない。
- * 安倍政権には2つの懸念がある。ひとつは前回のように、経済政策が腰砕けになること。特に消費増税の先送りは要注意。
→アベノミクスの金融緩和は概ね支持や理解を得ているが、成長戦略の中身は疑問視されているし、日本の財政状況については以前と変わらぬ不信感がある。
- * もうひとつは偏狭なナショナリズムに走ること。憲法改正をにらむが、近隣国を敵に回すかもしれない。経済優先は良いが、対中対決姿勢はいただけない。
→この部分は想定範囲内。閣僚による靖国神社参拝や一連の歴史認識発言により、安倍政権に対する欧米メディアの警戒感が強まってしまった。軌道修正が必要だろう。

“The Economist”誌はほんの一例で、アベノミクス効果で日本が久々に世界の注目を集めているようだ。例えば在外公館では、毎年恒例のパーティーを開催においても客の集まりが良く、現地の日本大使へのメディア取材も増えていると聞く。確かに昨年秋までの日本は経済には往時の勢いがなく、政治も迷走気味で、外交も腰が据わっていなかった。

それがここへ来て安倍政権は、急速に国際的なプレゼンスを回復しつつある。株価や景気指標は先進国ではもっとも好調な水準だし、TPP交渉参加の決断は周囲を驚かせた。飯島参与の北朝鮮派遣なども、以前であれば「抜け駆け」だと袋叩きにされそうな冒険であったが、とりあえずは黙認されているようだ。歴史認識の問題も上手にコントロールすれば、「悪名は無名に勝る」で外交上の武器になるかもしれない。少なくとも日本外交は、今や受け身ではなくなっているのである。

●外国人投資家の訪日ラッシュ

もっとも日本に関心を寄せているのは、海外の投資家たちであろう。昨年までの日本市場は、彼らのレーダーサイトの外にあった。それが昨年秋から急変し、今や世界で最もリターンの高い市場となっている。新興国市場の成長力に陰りが出ている中であって、日本市場で一儲けできるなら魅力は大きい。そこで今月に入ってから、海外の著名投資家の訪日が相次いでいる。彼らの関心事は日本企業の動向である。

最近の景気指標から浮かび上がってくるのは、元気な家計部門と慎重な企業部門の対照的な姿である。先週発表された1-3月期GDP速報値は、前期比+0.9%（年率+3.5%）と高い伸びを示したが、個人消費や住宅投資、公共投資に外需が揃って健闘している中で、設備投資は前期比▲0.7%と5四半期連続の減少となっている。

以前から散々言われてきたことだが、景気回復のためには、日本の家計部門が保有する約1500兆円の金融資産を動かさなければならない。しかるにデフレ下の経済においては、家計部門は資金を銀行に預けてじっとしていることが合理的である。消費行動はなるべく先送りする方が、それだけ安く高性能の製品が買えるのだから無理もない。

ところが「黒田日銀」は、異次元の金融政策に打って出ている。本当にデフレが終わるのなら、消費行動は早め早めが望ましい。物価上昇2%が実現した日には、手元の現金の価値は年率2%で減価していくことになる。予備校の熱血先生がテレビCMで言っている通り、「いつ買うの、今でしょ」ということになる。

同じ行動原理が、企業にもそのまま当てはまる。リーマンショックと東日本大震災があったために、日本企業の設備投資はここ数年手控えられてきた。そろそろ動き出すべきであることは、理屈ではわかっている。しかるに投資行動にはいろいろと準備が必要であって、消費のように即断即決というわけにはいかない。

デフレ下の企業経営においては、コストを削減し、借金を返済し、内部留保を手厚くすることが合理的であった。設備や社員数は、「足りないくらいがちょうどいい」ということになってしまう。会社全体がそれに慣れてしまっているので、「さあ、設備投資だ」と思ってもなかなか身体がついていかないのである。

これまでの日本経済においては、景気回復局面は決まって輸出主導型であった。それだけにまず企業部門に火が点き、かなり時間がたってから家計部門が良くなるのが毎度のパターンであった。ところがめずらしいことに、今回はその逆になっている。

株高と円安のお蔭で、今回の企業決算はおおむね好調である。問題はそれを受けて日本企業の行動パターンが変わるかどうか。せっかく消費者がデフレマインドから抜け出しつつあるのに、企業経営者が抜けられないのであれば、文字通り画竜点睛を欠く、であろう。特にこれまで日本株を買い進んできた海外の投資家たちにとっては、気が気でない問題であるに違いない。

●日本企業と外資、認識のズレ

ところが決算発表後の日本企業の動きはいかにも鈍い。

営業利益 1 兆 3200 億円を叩き出したトヨタ自動車ですえも、豊田章男社長の記者会見は、「スタートラインに立てただけ」という慎重なものであった。せつかく円安で儲かっているのだから、「いつやるの、今でしょ」とばかりに、設備投資や雇用拡大や賃上げに向けて派手に動いてもらいたい、というのが周囲の期待であろう。

ただし決算をよくよく見ると、トヨタはリーマンショック後も「国内生産 300 万台体制」を維持して、国内では巨額の損失を我慢してきた。この点は円高対策で製造拠点を海外に移し、今期決算では円安メリットを活かせなかった日産自動車と対照的である。トヨタとしては、たまたま今年は利益が出たけれども、すぐに国内生産を拡大する気にはなれない、というのが正直なところなのではないだろうか。

ソニーをめぐる動きも興味深い。ヘッジファンド大手のサードポイント社 CEO であるダニエル・ローブ氏が、5 月 14 日にソニーを訪れて平井一夫社長に経営改革案を提示している。ソニーに 14 億ドルを投資している筆頭株主の意向とあれば、無下にはできないところであろうが、「映画や音楽などのエンタテインメント部門を切り離して、エレクトロニクス事業に専念せよ」との提案は見事に肩透かしに終わっている。

この辺の事情を総合すると、投資家の眼に映る日本企業の動きはいかにも期待外れということになる。ついでに言うと、5 月 17 日の安倍首相による成長戦略スピーチ第 2 弾も中身が乏しく、本誌の前号「成長戦略はいかにあるべきか」で述べた通り、いかにも投資家の失望を招きそうな内容であった。今週 23 日の株価下落は、日本市場に失望した海外投資家による「利益確定のための売り」であったと考えるのが自然ではないだろうか。

ただし、外資の観察には誤解があると筆者は考えている。むしろ日本企業は、夏ぐらいから本格的に動き出すのではないかと思う。このあたりは、日本企業で 30 年近く過ごしてきた体感法則みたいなものだが、5 月の決算から 6 月の株主総会までの 1 か月は、日本企業にとっては微妙な時期である。総会の準備などで社内はバタバタしているし、やたらと会議が多い。後から考えてみると、何をしていたのか思い出せなかつたりする。

思うにこの期間は、会社全体のコンセンサスづくりの期間なのである。外から見ているとまだるっこしく見えるだろうが、ボトムアップで動く日本企業においては、そういうプロセスが必要なのだ。しかもこの意思決定は、滅多に言語化されることがない。なにしろ「会社としての腹をくくる」というアナログな行為であるから、会議の結論も得てして「まあ、そういうことで」式の言語感覚になってしまう。もちろん英語化することもできない。これでは外資が理解できるはずがない。

ゆえに設備投資は夏以降に動き出すし、株価は再び上昇に向かうだろう、というのが暴落翌日の 24 日時点の本誌見解である。

●深刻な問題～X-dayの可能性を考える

5月23日の株価調整は、長期金利の上昇（と言ってもまだ1%に過ぎないのだが）と同時に発生している。前日の日銀金融政策決定会合、さらにバーナンキ議長の議会証言などを受けたもので、やはりアベノミクスの暗黒面は日本国債にあり、と言えそうだ。

そこで、重要な点について検討してみたい。アベノミクスが失敗した場合の最大のリスク、すなわち「本当に物価が上昇し、長期金利が上昇する（＝国債が暴落する）ようになったら、どうすればいいのか」である。

普通、この問題に対しては答えがない。日本の財政状況は前人未到の境地であるから、誰も答えを持たない。しかも日本の組織にありがちなことに、「本当に起きてほしくないことは考えない」という習性が働く。X-dayとは、原発事故のような事象なのである。

ところがほとんど唯一、この問題に正面から取り組んだ研究がある。自民党が野党であった2011年6月1日に発表した「X-dayプロジェクト」と題する報告書である。もちろん今でも、自民党ホームページの「政策トピックス」欄に掲載されている²。

自民党財務金融部会のプロジェクトチームによれば、国債価格が急落した場合は以下のような4つの事態が想定されている。

1. 一部金融機関の経営不安や金融システムへの不安
2. 企業の資金調達の停滞や過大負債企業の経営困難
3. 市中金利の上昇に伴う個人への影響（住宅ローンなど）
4. 政府財政の一段の悪化。1%の金利上昇は、1年で1兆円、2年で2.5兆円、3年で4.2兆円の利払い費増加を招く。

すなわち、「金融」「企業」「家計」「政府」のすべてにわたって深刻な影響が出る。その場合の対応策として、同報告書は対策本部の設置、財政再建、国債管理政策、金融政策、金融行政などに言及している。「事の性質上、詳細について文章にしていないところもある」との但し書きがついているが、相当な修羅場になることは想像に難くない。

特に金融政策については、以下のような記述がある。

「日銀は……前例に囚われず思い切った潤沢な資金供給を金融市場に対し機動的に行う」

「国債の買い切りオペ額の大幅な増額を図らなければならない」

「あわせて、リーマンショック時に米国FRBが講じた一連の非伝統的な措置や量的緩和策を参考に、リスク資産等の購入も思い切って行わなければならない」

² https://www.jimin.jp/policy/policy_topics/110988.html

これらはすべて、黒田日銀が実施中の政策ではないか。本来であれば、「異次元の金融緩和」とは、X-day の後にこそ必要な政策だったのではないか。しかるにそのカードはもう切ってしまった。あるいはデフレ脱却を目指す過程で、X-day の到来をかえって早めてしまうかもしれない。ところがそれは、日銀が既に切り札を使ってしまった後なのである。

アベノミクスによるリスクとリターン、もしくはコストとベネフィットの関係がここにある。われわれはとっておきのカードを1枚切ってしまい、それでデフレ脱却への希望をつないでいる。幸い株価も上がって、少しいい気分になっている。ただしその実態は、「土俵際の一点賭け」に近いものがある。いわば先発投手は好投しているが、リリーフピッチャーはベンチに居ないのである。

●消費増税日程が今後の焦点に

発病してから治療するよりも、病気そのものを予防する方がはるかに望ましい。ゆえに自民党の報告書も、「財政健全化を通して X-day の到来を未然に防ぐべき」と結論している。ついでに、「この報告書の最大の目的は民主党政権の財政政策に警鐘を鳴らすこと」だという「落ち」もついている。その自民党は、政権奪回後にすかさず5兆円の赤字国債を発行して、13兆円の補正予算を打ち出しているのだが……。

あらためて痛感するのは、黒田総裁があれだけ思い切った手を打てたのは、「前の野田政権が消費増税を決めてくれたから」、だということだ。日本政府は、約1000兆円という途方もない規模の借金をしているが、返済の意思はちゃんとあるし、日本国民は増税を甘受している。だったら大丈夫だろう、という周囲の認識があるからこそ、金融市場では日本国債をめぐる大実験が許されている。

仮に今後、消費増税を先送りする議論が優勢になってきたら、この前提は一気に崩れることになる。今年10月には、来年4月1日からの消費増税の最終決定が行われる予定である。このまま行けば、「1-3月期に続いて4-6月期 GDP 成長率もかなりいい数字が出る」だろう。果たしてそこで、増税をすんなり決められるだろうか。

今年の好調な企業決算を見ていると、法人税収は上振れしそうである。自然増収があるなら、増税は少し先でもいいのではないか、という声も頭をもたげてくるかもしれない。また、アベノミクスを推進する側には、景気回復の妨げとなりそうな消費増税を先送りしたいというインセンティブが働くだろう。さらに今後の選挙戦では、「手厚い低所得者対策を」という声も高まるはずである。

アベノミクスを成功させるためには、「暗黒面」を表面化させてはならない。つまりは財政への細心の注意が必要になる。「3本の矢」が放たれた後は、財政健全化が最大のテーマになるのではないだろうか。

<今週の”The Economist”誌から>

”Japan’s master plan”

「日本の総合戦略」

Cover story

May 18th 2013

*今週号の”The Economist”誌表紙はスーパーマンになった安倍首相。「日本が来たぞ！」と大サービスですが、ナショナリズムよりも経済を、との注文つきです。

<抄訳>

2007年9月に安倍晋三が首相を辞した時は、嘲られたし疾患にも病んだ。愚かな失言に祟られもした。ところが第2期政権はまだ5か月目だが、安倍氏はまるで別人である。リフレ策、政府支出、成長戦略からなるアベノミクスという枠組みにより、経済は20年にわたる停止から動き出した。官僚機構に息を吹き込み、政府にも活気が戻った。健康も回復した安倍氏は、日本に相応しい新たな地政学と憲法改正の計画を描いている。

政治不信も影を潜めている。政権奪取以来、株価は55%も上げた。消費支出も活況で、第1四半期の成長率は年率+3.5%だった。安倍氏の支持率は7割を超えている。自民党は7月の参院選でも勝利するだろう。両院で多数を握れば政権運営は思いのままになる。

日本が不振から抜け出すのは並大抵ではない。名目GDPは1991年当時と変わらず、日経平均はピーク時の3分の1だ。高齢化で労働人口も減少している。社会は内向きだし、企業はかつての革新性を失っている。前任者たちも再活性化を約束してきたし、新しい安倍はまだまだこれからだ。しかし半分でも成功すれば、それだけで偉大な首相となれよう。

これまでとの違いは中国にある。2010年に世界第2位の座を奪い、日本の退潮を印象付けた。自信をつけるにつれて沿岸部で力を示すようになり、日本とは尖閣問題で衝突した。今月初旬の人民日報は、沖縄における日本の主権にさえ疑問を呈している。

中国の挑戦に応じるには、無関心と受け身の姿勢を変えなければ、と安倍氏は信じている。明治時代のスローガン「富国強兵」の通り、豊かな日本だけが中国に対抗でき、アメリカの子分にならずに済む。アベノミクスは経済政策のようで、国家安全保障でもある。

だからこそ安倍氏は急いでいる。就任早々、補正予算で10.3兆円の支出を決めた。日銀新総裁を決めて金融緩和を宣言させた。これで円安となり輸出が加速する。デフレが止まれば消費も加速しよう。ただし資金供給で行けるのはそこまでで、GDP比240%の負債では政府支出には限界がある。持続的な成長に向けて、安倍氏は構造改革に取り組みねばならない。2月にはTPP交渉への参加を宣言し、支持者たちを驚かせてもいる。

日本経済の成長は誰もが歓迎しよう。愛国的な日本が「自衛隊」を普通の軍隊にすれば、北東アジアの安全に寄与できる。だが安倍氏の1期目を思えば、2つの懸念が残る。

経済面の危険は、彼が腰砕けになることだ。第2四半期の成長が低ければ、消費税の引き上げを延期するかもしれない。しかしそれでは日本は負債拡大を止められず、厳しい選択ができないことになる。農業や医薬や電力などのロビー活動は勢いづくだろう。たとえ敵が党内であっても、安倍氏は対決を避けてはならない。

対外面の危険は、国家のプライドと後ろ向きのナショナリズムを混同することだ。安倍氏は日本の占領下の歴史を屈辱と見なす少数派に属する。戦時中の日本を免罪することはできないと承知しながらも、大日本帝国の侵略に疑義を呈したり、靖国神社に閣僚を参拝させたりして中韓を刺激している。さらに安倍氏は、1947年以來の憲法を改正する意向がある。それで地域対立が深まれば、通商面を通して経済にもマイナスになりかねない。

参院選後の安倍氏は日本を目覚めさせる機会を得よう。だが、日本の再生には経済の再活性化に焦点を置くべきで、中国に不要な喧嘩を売るべきではあるまい。

<From the Editor> 地方都市の景気実感

最近、フジテレビ「新報道 2001」の世論調査でこんなデータがありました³。

Q:あなたは景気がよくなってきているという実感はありますか。
実感ある 22.2% 実感ない 74.4% その他・分からない 3.4%

Q:安倍政権の経済政策「アベノミクス」をあなたは評価しますか。
評価する 62.0% 評価しない 28.4% その他・わからない 9.6%

Q:「アベノミクス」で、長引くデフレから脱却できると思いますか。
脱却できる 45.4% 脱却できない 45.0% その他・わからない 9.6%

ざっくり言ってしまうと、景気回復の実感は1対3、アベノミクス支持は2対1、デフレ脱却期待は1対1といったところ。首都圏500世帯の調査でこれですから、オールジャパンで見た場合、経済の体感温度はまだまだ低いということになるでしょう。

たまたま筆者は、この2週間で諏訪市、高岡市、柏崎市を訪れる機会がありました。いずれも地元経営者の方々を相手とする講演会の仕事なのですが、皆さん「アベノミクス効果ってどこの話？」という感じでありました。

むしろ長野県、富山県、新潟県の経済界に共通する目下の最大の関心事は、「2年後に北陸新幹線が開業したら、人の流れはどう変わるか」。しかも3県にとって、これが一種のゼロサムゲームの様相を帯びているのが悩ましいところです。

○長野県：長野新幹線が金沢駅まで伸びるのは歓迎だが、そうすると今後は北陸新幹線と呼ばれるようになる。となると、東京駅から一斉に「長野」の地名が消えてしまう。それは惜しいので、何とか「長野」の名を残せないものかと模索している。しかるに1997年の長野新幹線開通時には、「このまま終着駅にされては困る」とばかりに、地元では「長野と呼ばずに北陸新幹線と呼ぼう」という運動があったとのこと。逆じゃない！

³ http://www.fujitv.co.jp/b_hp/shin2001/chousa/index.html 5月12日、19日分

○富山県：北陸新幹線は長年の地元の悲願。東京駅から富山駅までが最短2時間で結ばれることになる。それは大いに結構なるも、新幹線に客を奪われる富山空港の便数が減ることは避けられそうにない。幸い富山空港は、市内からクルマで20分程度と近いので、国際便を増やして生き残りを図っている。つまり新幹線で富山まで来てもらい、中国、韓国、台湾、ロシアなどへ飛んでもらおうという作戦。果たしてうまく行きますかどうか。

○新潟県：北陸新幹線が開通すると、上越新幹線の乗客が減る。東京から富山、金沢方面に向かう乗客は、今は越後湯沢や長岡から乗り換えているのが、今後は長野ルートに行ってしまう。他方、新潟県内で北陸新幹線が止まる唯一の駅となるのが上越市。紛らわしいことに、「上越駅って上越新幹線じゃないの？」という名前の問題が発生する。そこで新直江津駅にしたら、妙高駅はどうか、いやいっそ謙信駅に…などの論議を呼んでいる。

「景気は気から」とはいうものの、地方経済が抱える諸問題は「アベノミクスで一気に好転」とはいきそうもありません。でもその一方で、諏訪では足湯と塩羊羹、高岡では勇壮な伏木曳山祭り、柏崎では「どんぶり選手権グランプリ」の鯛茶漬けを堪能いたしました。たとえ慌ただしい日程であっても、地方都市を訪ねるのは楽しいですねえ。

願わくばもっと多くの方が、この楽しみを知ってくれますように。

* 次号は6月7日（金）にお届けする予定です。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com