

Contents *****

特集：日本経済をめぐる3つのサプライズ	1p
<今週の The Economist 誌から>	
”Taking up arms” 「いざ総選挙へ」	6p
<From the Editor> 解散・総選挙の歴史	7p

特集：日本経済をめぐる3つのサプライズ

この1か月間に、日本経済を揺るがす3つのサプライズがありました。

最初は、①10月31日の「黒田バズーカ」です。日銀が追加緩和に踏み切ったことにより、10月の世界同時株安は一気に同時株高に転じて世界を一周しました。お次は、安倍首相の外遊（国際会議三連荘！）中に突如として解散風が吹き荒れたことです。そして帰国後の安倍首相は、②11月18日に消費増税の延期と衆議院の解散を宣言しました。衆議院は21日に解散され、12月14日に総選挙が予定されています。そして止めは、③11月17日のGDPショックです。2期連続のマイナス成長という結果には、筆者も含む多くのエコノミストが意表を突かれました。

3つのサプライズの奥に隠れているものは何か。日本経済にいま何が起きているかを考えてみたいと思います。

●追加緩和：サプライズはフライング？

「サプライズ」とは体裁の良い言葉だが、情報分析に携わる者は気安く口にすべきではない。正直に「わかりませんでした」と言い換えるべきであろう。筆者の場合で言えば、①黒田日銀総裁の腹の内と、②安倍首相の早期解散シナリオと、③消費増税後の日本経済の脆弱性が読めていなかった。われながら実に反省点が多い。

考えてみれば、2014年の本誌は外れっぱなしである。特に消費増税の影響を軽く見ていた5月30日号（消費増税後の日本経済）と、TPP交渉を楽観していた5月2日号（オバマ大統領訪日後の日米関係）は、いま読み返しても悔いが残るところである¹。

¹ 米中間選挙の予測と、日中首脳会談の実現の予想は当たった。が、あんまり嬉しくはない。

あらためて3つのサプライズを振り返ってみると、その正体は3つのフライングだったのではないかと思えてくる。

まずは黒田日銀の動きである。日銀の金融政策決定会合は、10月31日の次は11月18日に予定されていた。ということは、仮に10月のチャンスを見送ると、次は7-9月期GDP速報値の発表直後に緩和の可能性を探らねばならなかった。これでは「市場に催促された」形の追加緩和となりかねず、せっかくの効果が限定的になる恐れがあった。

その昔、財務官として為替介入に携わっていた黒田総裁としては、「先手を取って市場心理の裏をかくべし」との信念があったことは想像に難くない。しかも10月31日といえは、米連銀が10月28-29日のFOMCにおいてQE3を終了させた直後であったから、日銀による追加緩和は世界各国の投資家を安心させる効果があった。ハロウインの「黒田バズーカ」は、世界同時株安という悪魔を一掃することになる。日本発の政策が全世界を席卷したのは、いったいいつ以来のことであろうか²。

黒田総裁としては、たぶんもう一つの狙いがあった。それは先に緩和を決めてしまえば、2度目の消費増税が延期しにくくなるとの読みである。追加緩和とは、今まで以上に日銀が国債を購入することを意味する。国債は当然、償還されなければならないから、増税をおろそかにはできない。これで増税を先送りしたら、「いよいよ日本は、中央銀行が財政赤字をファイナンスし始めた」と見られてしまうかもしれない。

ただしこの思惑は、あっけなく外れた。安倍首相は増税の延期を決め、それと同時に「国民の信を問う」と解散を決めてしまった。法律で2015年10月から、と決めていた増税を2017年4月に先送りする。ところが現在の衆議院議員の任期は2016年12月までである。だから解散が必要だ、というロジックである。少し強引な気もするが、一応の筋は通っている。しかし本来の狙いは、解散してしまえば、野党も財政保守派も「予定通り増税すべし」とは言えなくなる、との効果を狙ったことだろう。

この仕打ちは、これまでアベノミクスの中核を担ってきた忠臣・黒田総裁を、「2階に上げて梯子を外す」ようなものであろう。別の見方をすれば、「政府と日銀のアコードが崩れた」とも言える。とはいえ市場の反応は、「黒田氏が総裁を務める限り、よっぽど変なことは起きないだろう」とばかりに、国債の金利はほとんど動かない。今のところはそれで結構だが、果たしてこれで良かったのだろうか。

「消費者物価 2%」の目標を掲げる中央銀行総裁としては、追加緩和はやむを得ない決断であっただろう。現に11月28日朝に発表された10月分消費者物価は、前年同期比2.9%増と4月以後では初めて3%台を割った。消費増税分の2.0%を引くと、恐れていた1.0%割れが実現したことになる。とはいえ、元財務官僚としての黒田氏としては、「追加緩和はフライングだった」との苦い思いがあるのではないだろうか。

² 黒田バズーカに対する筆者見解は、11月27日の毎日新聞朝刊『時評フォーラム』欄「ルビコン後の政策論議を」で詳述しているので、ここでは深入りしない。

●増税延期：フライング気味の決定は結果オーライ

次に「増税延期と解散・総選挙」というサプライズについて。

増税の延期については、やむを得ない決断であろうと思う。4～6月までは景気を楽観していた本誌も、7月くらいから容易ならざる事態であると気づき、8月22日号（再考・GDPと景気と消費税）でようやく軌道修正した。少子・高齢化などで足腰が弱った日本経済にとって、やはり3%の消費増税は重荷であり、すぐさま2度目の増税に耐えられる状態だとは思えない。また来年10月頃と言え、海外経済のリスクがいかにも不気味である。

見込み違いを招いた要因を、自戒を込めて挙げておきたい。

- * 2014年1-3月期の設備投資が予想外に強かった。これで今年度は、企業部門の動きが活発化して家計部門をカバーできると思ったが、その実態は「再生可能エネルギーの駆け込み需要」や「Windows XPのサービス終了を控えたPC法人需要」など一過性のもので、4-6月期はマイナスに転じた。
- * 個人消費のうち、外食産業では4月と5月は前年比プラスの売り上げとなり、ほとんど増税の影響を感じさせなかった³。しかし6月から急速に悪化している。今から思えば、4月に導入された「新メニュー」がしばらくは受けていたのだが、3か月もたつと「飽き」が来るし、増税に物価上昇の効果も加わって、消費者の財布の紐は次第に固くなっていった。
- * 1-3月期は国内での「駆け込み需要」が強過ぎたので、本来は輸出に回る分も国内に回っている気配があった。従い、4月以降は輸出が伸びると予想したが、期待したほどではなかった。生産拠点の海外シフトはかなり進んでおり、円安はかならずしも製造業の復活を意味するものではなかった。（ちなみに実質輸出は10月に大幅な増加となっており、「遅れてきたJカーブ効果」がここへきて始まっている可能性がある）。

当初の予定では、増税の最終決定は12月中旬になる予定であった。ところが安倍首相は、この判断を前倒しして延期を決めたわけで、これも一種の「フライング」である。そこには、「早期解散なら野党は準備が出来ていない」との政治的思惑が働いているわけだが、実態経済からいっても「どうせ延期するなら、早めに決めてくれる方がいい」。もちろん値上げの準備の問題もあるし、消費者心理上の負担も小さくなる。

しかもこの決定は、11月17日の「GDPショック」によって裏付けられることになった。すなわち「景気の実態は予想以上に悪く、とても来年10月に再増税できそうな状態ではない」というメッセージが届けられたのである。つまり第2のサプライズ（＝増税の延期というフライング）は「結果オーライ」であったことになる。

³ 日本フードサービス協会のデータによる。http://www.ifnet.or.jp/data/m/data_c_m2014_09_4.html

●GDP ショック：▲1.6%をどう読むか

11月17日のGDP一次速報値は、大方の予測を裏切って年率換算で▲1.6%という大きなマイナスであった。2四半期連続のマイナス成長ということは、日本経済が「テクニカル・リセッション」に入ったことを意味する。海外のメディアなどでは、「日本は既に不況に入った」と見なしているものも散見する。国内的には、これをもって「アベノミクスは失敗に終わった」と論じる声も少なくない。

変な話だが、このことによって、データを作っている内閣府の国民経済計算部の信頼度は非常に高まったのではないかと思う。仮に官邸からの政治的圧力があつたとしたら、とてもこんな数字が出てくるはずがないからだ。それくらいGDP推計の作業は独立していて、部外者にとって一種のブラックボックスとなっている。そして1次速報値の市場予測が大きく外れることは、けっして珍しくはないのである。

○実質GDPの寄与度分解（前期比年率）⁴

	1-3月期	4-6月期	7-9月期
実質GDP成長率	+6.7%	▲7.3%	▲1.6%
個人消費	+5.5%	▲12.2%	+0.9%
設備投資	+4.2%	▲2.8%	▲0.1%
住宅投資	+0.3%	▲1.3%	▲0.8%
在庫投資	▲2.0%	+4.8%	▲2.6%
公的需要	▲0.6%	+0.1%	+0.7%
外需（純輸出）	▲0.8%	+4.2%	+0.3%

さて、上記の寄与度分解をよくよく見ると、在庫投資の▲2.6%さえなければ、GDPトータルではプラス1.0%程度であった事が分かる。これくらいの数値であれば、われわれもそんなに驚かなくて済んだはずである。

では在庫投資とは何か。民間企業が有する在庫の増減を指すわけだが、長い目で見れば在庫は必ずトータルではゼロになる。だからこの数値が大きかったからと言って喜んではならず、逆にマイナスだったときは慌ててはならない。では、直前の4-6月期に急速に積み上がり、この7-9月期になって急速に調整が進んだ在庫の正体とは何か、ということが気になってくる。

以下は筆者の勝手な推測になるが、最近の日本経済でよく分からないことがあるときは、だいたい自動車産業が鍵を握っている。それくらい昨今は日本経済に占める自動車産業のプレゼンスが大きくなっているし、さらに言うならば業界内部のことがあまり外に知られていないのである。

⁴ この数値は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料（11月25日）からとった。

●謎を解く鍵は自動車産業にあり

思えば自動車の消費税駆け込み需要は、昨年秋から既に始まっていた。今年1～3月期のかき入れどきには、「人気車種は3カ月待ち」などといった話が飛び交っていた。その結果がどうなったかという、3月末に納車が間に合わないケースが続出した。そこで4月以降になってディーラーが、「納車が遅れてすいません。消費税分はオマケします」などと言って、値段から3%分を引いたうえで8%の消費税を乗せて売った、といった話をあっちこちで聞いたものである。

するとどうなったか。自動車会社は在庫の積み増しが1-3月期には間に合わず、4-6月期になってやっと増えることになった。もちろん、その分は注文通りにさばけていくわけだから、会社としては売れ行きを心配する必要がない。7-9月期になると、クルマはあまり売れなくなっているから生産を絞ることになる。かくして、7-9月期になって在庫調整が一気に進んだというストーリーが見えてくる。

鉱工業生産統計を見ても、今年の在庫率は4月の103.7から、8月には118.5まで急上昇している。これは3/11震災直後のピークに匹敵する水準である。ちなみに最新データの10月では、在庫率は112.4まで改善している。GDPの動きと整合的なのである。

思えば自動車産業の生産活動がピークに達したのは、ちょうど2007年頃であった。あの頃はまだ団塊世代が生産現場にいたし、ブラジルの日系人たちも自動車工場で大勢働いていた。ところがリーマンショック以降はすっかり景色が変わってしまった。

昨今の自動車産業は円安による高収益に沸いているが、その実態は以前とはかなり変わっている。端的に言えば、団塊世代は既に65歳を超えて現場を離れ、日系人たちはブラジルに帰国してしまった。設備は昔のままでも、人手は足りていない。だから急に生産を増やしたくても、昔ほどの供給力がなくなっている。だからこそ、2014年3月に駆け込み需要が来ることは当初から分かっていたのに、生産を間に合わせる事が出来なかった。つまり以前に比べて、日本経済は年をとったということである。

上記の見方が正しいとすれば、「2 四半期連続マイナス成長」＝「テクニカルには不況入り」だと大騒ぎするのは、それこそ「フライング」だということになる。在庫投資は正常化に向かっているわけで、今後の個人消費や輸出が上向けば、生産活動も増加に転じるだろう。また、今回のGDP速報値を見ると雇用者報酬が増えているので、所得環境も好転が続くはずである。さらに、石油価格の下落による可処分所得の上昇効果もある。これで景気が腰折れしているとは、筆者にはとても考えられないのである（懲りない楽観論者と言われるかもしれないが…）。

ちなみに設備投資に関する7-9月期のデータは、今後、12月1日に出る法人企業統計季報（財務省）を待たねばならず、それを反映した2次統計は12月8日に公表される。選挙期間中であるだけに、上方修正があればその影響は小さくないのではないだろうか。

<今週の The Economist 誌から>

”Taking up arms”

Asia

「いざ総選挙へ」

November 22nd 2014

*日本の解散・総選挙を”The Economist”誌はどう見ているか。ちなみに Leaders の記事”Same race, same horse”の邦訳は、JBPress のサイトで読めます⁵。

<抄訳>

解散を求めた11月18日の安倍首相発言は大胆に聞こえた。投票は消費増税先送りへの事実上の信任投票で、財政タカ派に喧嘩を売るかのごとし。日本の停滞を終わらせる唯一の策とするアベノミクスを、有権者が支持するかどうかを試したとも言える。

理屈はさておき、今すぐの選挙に理由はないし、安倍が負けるリスクもほとんどない。日本が事実上の不況の陥ったというニュースの翌日では、野党も増税延期に反対はしない。既に2016年まで上下両院の多数を握っている安倍内閣は、衆院の構成を改めることとなろう。3Qの悪いデータの後では、増税を2017年4月に先送りすることも容易になった。財政保守派は、日本の財政再建のためにはそれが不可欠だと見てきたのだが。

12月2日の公示に向けて、準備のできている議員は少ない。抜き打ち解散があるとしても、来春の統一地方選後だと見ていたのだ。しかし不況入りの報は選挙戦を難しくしている。予想通り+1.0%くらいであれば、すべては消費税のせいだと言えた。しかし景気は弱く、2度目の増税には耐えられそうにない。アベノミクスは失敗しているように見える。

かくして総選挙への反応は当惑である。なぜ今なのか？ 世論は歓迎しておらず、自民党岐阜県連は反対の意思表示をした。政治空白を避けて景気回復に専念すべきだと。

増税先送りは既に十分な支持を得た。安倍が新たな負託を得て次の4年に臨むなら、いよいよ懸案の労働市場と農業の改革に着手できる。しかも野党の足並みは揃っていない。

2012年の大敗以来、民主党は候補者選びに苦勞し、支持率は一桁台だ。維新の協力を期待したいが、右寄りの橋下代表は反対している。有権者の薄い熱気も与党を利す。自民公明連立は、2012年に議席の67%に当たる325議席を獲得した。安倍人気は低下傾向だが、自民は比例区で苦戦する程度で、40議席減らしても多数を維持できる。勝利すれば、安倍の党内での地位は強化され、9月改造後の閣僚辞任で低下した指導力を回復できよう。

だが反アベノミクス勢力にも機会がある。11/16の沖縄県知事選では自民党の脆弱さが表れた。最近の安倍は、戦術的な配慮から改革アジェンダに直接言及しなくなっている。TPP交渉で地方の有権者を遠ざけたくないし、女性活躍法案は廃案を余儀なくされた。

増税の先送りにより、安倍は強力な財務省の意に反した。2005年に小泉首相が抜き打ち解散を行い、郵政民営化への支持を集めたのと似たようなことを考えているだろう。だがそのためには、安倍自身が有権者に大目的を示さねばならない。

⁵ <http://jbpress.ismedia.jp/articles/-/42289> 「日本の総選挙：同じレース、同じ馬」（無料サイトです）

<From the Editor> 解散・総選挙の歴史

戦後 24 回目の選挙が行われようとしています。下記のように整理してみると、なかなか壮観です。さて、ここからどんな法則を発見できるでしょうか。

○現憲法下の解散・総選挙の歴史

解散日	六曜	内閣	命名	総選挙期日	曜日	六曜	定数	投票率
1948/12/23	先負	吉田内閣	なれあい解散	1/23(+31)	日曜	赤口	466	74.04
1952/8/28	友引	吉田内閣	抜き打ち解散	10/1(+34)	水曜	友引	466	76.43
1953/3/14	大安	吉田内閣	バカヤロー解散	4/19(+36)	日曜	友引	466	74.22
1955/1/24	先勝	鳩山内閣	天の声解散	2/27(+34)	日曜	赤口	467	75.84
1958/4/25	先負	岸内閣	話し合い解散	5/22(+27)	木曜	先勝	467	76.99
1960/10/24	先勝	池田内閣	安保解散	11/20(+27)	日曜	大安	467	73.51
1963/10/23	先負	池田内閣	ムード解散	11/21(+29)	木曜	先負	467	71.14
1966/12/27	友引	佐藤内閣	黒い霧解散	1/29(+33)	日曜	赤口	486	73.99
1969/12/2	友引	佐藤内閣	沖縄解散	12/27(+25)	土曜	大安	486	68.51
1972/11/13	大安	田中内閣	日中解散	12/10(+27)	日曜	先負	491	71.76
1976/11/5	先負	三木内閣	ロッキード解散	12/5(+30)	日曜	大安	511	73.45
1979/9/7	仏滅	大平内閣	増税解散	10/7(+30)	日曜	赤口	511	68.01
1980/5/19	先負	大平内閣	ハプニング解散	6/22(+34)	日曜	友引	511	74.57
1983/11/28	先負	中曽根内閣	田中判決解散	12/18(+20)	日曜	先勝	511	67.94
1986/6/2	仏滅	中曽根内閣	死んだふり解散	7/6(+34)	日曜	仏滅	512	71.40
1990/1/24	先負	海部内閣	消費税解散	2/18(+25)	日曜	大安	512	73.31
1993/6/18	友引	宮澤内閣	政治改革解散	7/18(+30)	日曜	先負	511	67.26
1996/9/27	仏滅	橋本内閣	政策論争解散	10/20(+23)	日曜	大安	500	59.65
2000/6/2	大安	森内閣	神の国解散	6/25(+23)	日曜	仏滅	480	62.49
2003/10/10	大安	小泉内閣	マニフェスト解散	11/9(+30)	日曜	先勝	480	59.86
2005/8/8	仏滅	小泉内閣	郵政解散	9/11(+34)	日曜	先負	480	62.49
2009/7/21	先負	麻生内閣	政権選択解散	8/30(+40)	日曜	大安	480	69.28
2012/11/16	赤口	野田内閣	近いうち解散	12/16(+30)	日曜	友引	480	59.32
2014/11/21	先勝	安倍内閣	アベノミクス解散	12/14(+23)	日曜	友引	475	??

- 12月の選挙は実はとっても多い。なんと24回のうち6回を占め、師走選挙はダントツ1位のシェア25%である。さらに10月が3回、11月も3回、そして1月と2月も2回ずつですから、下半期、特に「冬の選挙」が多いんですね。唯一、選挙がないのは3月でした。これは予算や進学シーズンと重なるので、さすがに迷惑が過ぎるのでありましょう。そもそも学校が投票所に使えないかもしれませんしね。
- 昔の選挙は日曜とは限っておらず、木曜2回、水曜1回、土曜1回の事例がある。
- それでも、投票率は今よりも高かった。昭和の投票率は平均で72.79%、平成の投票率は64.21%となります。今年は前回同様の5割台かなあ。

4. 大安吉日の解散は3回で選挙は6回、実は思ったほど多くはないんです。鮮烈な印象を残した小泉首相の郵政解散は仏滅でした。それから中選挙区制で、自民党が300議席を超えた1986年の「死んだふり解散」は、解散も選挙も仏滅でした。あんまりお日柄にこだわる必要はないようです。
5. 11月解散→12月総選挙のパターンだと、ついつい日程が窮屈になります。今回は解散の23日後に総選挙になりますが、1983年の20日間に次ぐスプリントレースとなります。安倍首相にとっては、その方が好都合でしょうけれども。
6. 今回の475議席という議席数は、1966年以前の少なさである。つまり沖縄が返還される前で、日本の総人口が1億人を超える前の水準です。「議員定数削減」を求める声は強いですが、「一票の格差」のことも考えると、闇雲に減らすのいいかどうかは疑問に感じます。
7. 命名については、昔の方が味わいのある解散が多かったような気がします。その点で前回の「近いうち解散」は秀作でしたね。今回は安倍首相が自ら「アベノミクス解散」と言っていますが、定着するかどうかは不明。「今のうち解散」とか、「自己都合解散」とか、「過剰防衛解散」とか、「増税するまで帰れま10解散」といった声が飛び交っています。ちなみに筆者の配偶者は、「高倉健追悼記念解散」でどうだ、などと言っております。

* 次号は12月12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