

**Contents** \*\*\*\*\*

特集：総選挙後の日本経済を読む	1p
<今週の The Economist 誌から>	
”Sheikhs v shale” 「シャイフ対シェール」	7p
<From the Editor> 3年計画から6年計画へ	8p

\*\*\*\*\*

**特集：総選挙後の日本経済を読む**

年の瀬を迎えています。今年は「抜き打ち解散」も加わって、まことに慌ただしい師走になってしまいました。とはいえ、選挙結果はだいたい予想がついていて、今週末の投票日が過ぎれば、遅滞なく第3次安倍内閣が発足することでしょう。

問題はそれから先の日本経済です。大方の有権者の気持ちは、「アベノミクスが成功しているかどうかは自信がない。だが有力な代替策もないことだし、もう少し様子を見るか」といったところでしょう。しかし消極的選択でも勝ったとなれば、安倍政権は向こう4年間の国民の負託を得たことになる。アベノミクスはこれからどんな風に展開していくのか。選挙結果が出る前に、少しフライング気味で予測してみたいと思います。

**●GDP：2次速報に「またやられた！」**

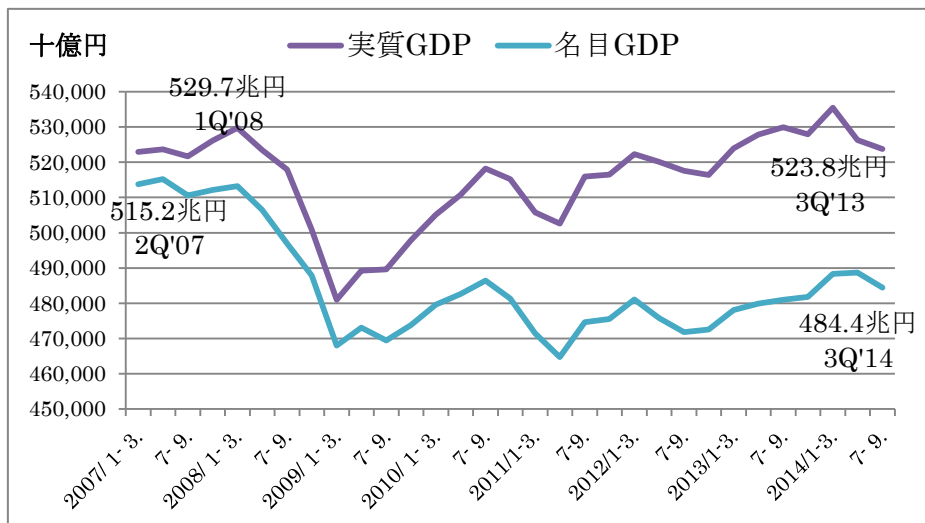
前号に引き続いて、またまた不明を恥じなければならない。12月8日に発表された「7-9月期GDP2次速報」についてである。

11月17日発表の一次速報は、年率▲1.6%となって大方の予想を裏切った。そして12月1日に出た法人企業統計では、企業の設備投資は順調に伸びているように見えたので、これはてっきり2次速報では上方修正になるのだろう早合点してしまった。「たぶんゼロに近いマイナス成長に改訂されるのではないか」などと、あちこちで語った記憶がある。

しかるに蓋を開けてみたら、▲1.9%の下方修正であった。よくよく見れば、4-6月期が上方修正されているので、トータルで大きな違いがあるわけではないのだが、「民間エコノミストの予測は当たらない」という新たな実例を提供してしまった。ちなみに「2次速報は下方修正」を当てたのは、筆者が知る中では大和総研さんだけであった。

以下のように、実額ベースでグラフを描いてみるとよく分かる。やはり **3%の消費増税の影響は想像以上に大きく**、実質 GDP は 2013 年 1-3 月期の水準 (523.9 兆円) にまで落ちてしまった。まるで 2 度目の増税を恐れて、家計部門が縮こまっているように見える。

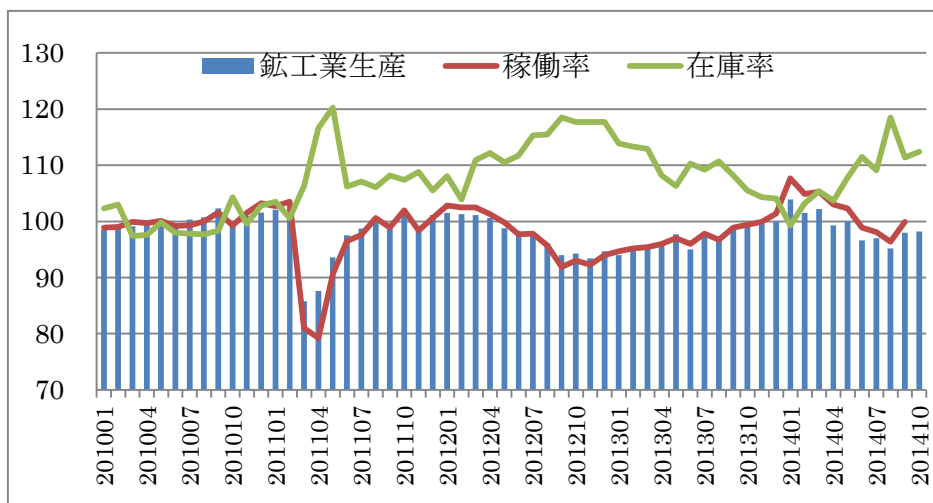
### ○実額ベースの GDP の推移



他方、7-9 月期のマイナス成長には、前号で述べた通り「自動車の在庫調整の遅れ」が大きく寄与しているものと想像することができる。

下記のように生産の動きを見ると、鉱工業生産と稼働率は今年 1 月にピークを打つ一方、在庫率は 8 月まで上昇していたことが見て取れる。夏以降では在庫は減少に転じているし、鉱工業生産は 11 月に前月比+2.4%、12 月に+0.2%の伸びが見込まれている。**素直に考えれば、10-12 月期の GDP ははっきりとしたプラスになる**だろう。

### ○生産をめぐる動き

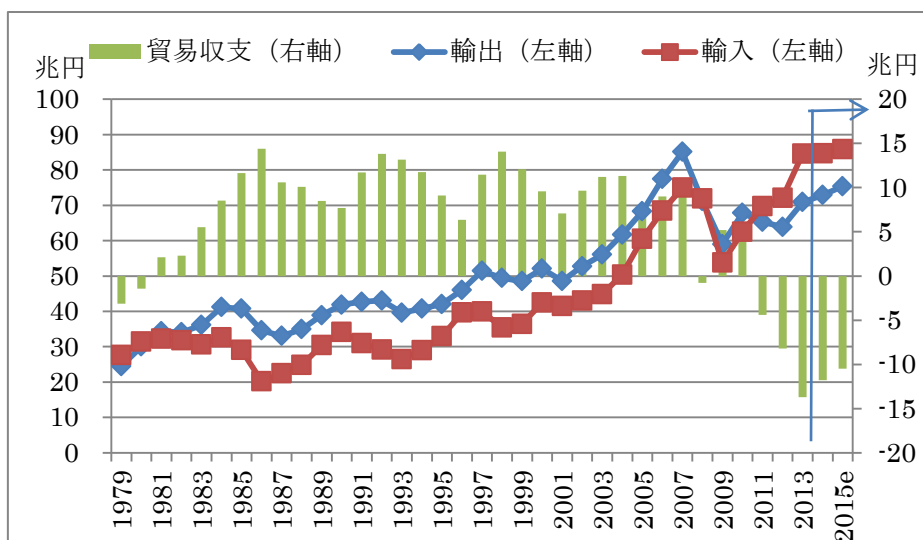


## ●貿易収支：石油安というボーナス

もうひとつ、足元から来年にかけての日本経済を下支えしてくれそうなのが、ここへきて急速に進んでいる石油価格の下落である。原因については諸説入り乱れているが、今週の The Economist 誌のカバーストーリー（本号の P7 参照）では、「米国のシェール革命が、サウジなどが守ってきた既成の石油経済学を変えてしまった」との説明を採用している。

これが日本経済にどれくらいの影響を及ぼすかと言えば、貿易動向を見るのが手取り早い。下図は、毎年この時期に発表される日本貿易会の貿易動向見通しである<sup>1</sup>。今回の見通しは、「14 年度は輸出 72.9 兆円＋輸入 84.7 兆円＝貿易収支 11.8 兆円、15 年度は輸出 75.4 兆円＋輸入 85.9 兆円＝収支 10.5 兆円」と小動きを予想している。

## ○貿易動向見通し



ただし今回の貿易見通しは、前提条件を「円相場は 14 年度 108 円/ドル、15 年度 115 円/ドル、原油入着価格が同 98 ドル/BL、87 ドル/BL」と置いている。実際には、それをはるかに上回る速度で円安と石油安が進んでしまった。

単純に考えてみると、2013 年度の輸入実績 84.6 兆円のうち、鉱物性燃料は 28.4 兆円と約 3 分の 1 を占めている。「原油及び粗油」はそのさらに半分だが、それ以外の石油製品、LNG、LPG など何らかの形で石油価格に連動することになっている。今の石油価格が向こう 1 年続くとして、仮に鉱物性燃料全体が約 2 割安くなると想定すると、それだけで 5～6 兆円が浮く計算になる。今まで産油国に還流していた消費税 2%分の国富が、国内に留まってくれるということであり、GDP で言えば約 1%分のサポート材料である。

来年は家計部門も企業部門も、このボーナスを上手に生かしたいところである。

<sup>1</sup> <http://www.iftc.or.jp/research/index2.html>

## ●円安と株高：3度目のバブル期到来か

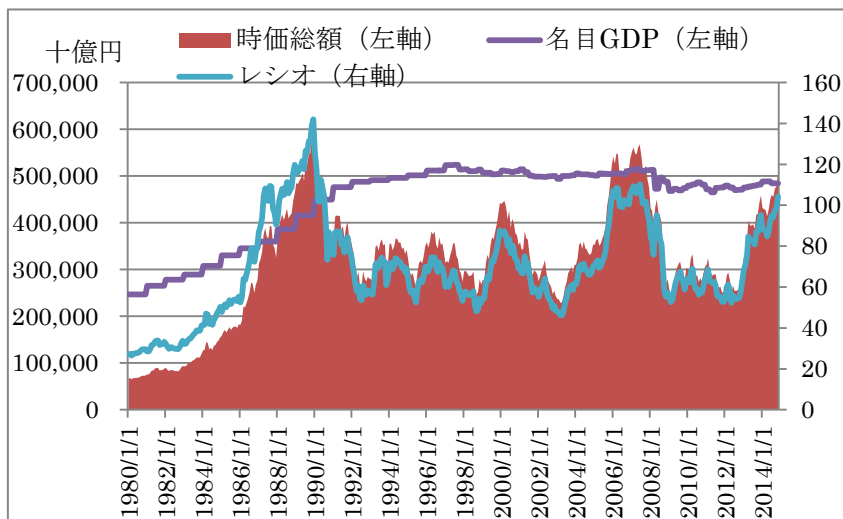
もうひとつ、2015年の日本経済を考える上で、カギになるのが円安と株高に対する評価である。

現状の円安は、日銀による追加緩和による当然の帰結と言うべきだろう。あれでは「インフレ目標を達成するために、中央銀行は何でもする」と宣言したのに等しい。なおかつ来年中に2%の物価上昇が達成できるとは考えにくい。来年になれば再び追加緩和が繰り返されるのではないかと、との連想が働く。さらに2015年となると、米国ではいよいよ利上げが視野に入ってくる。ということは、円安はなかなか止まらないということになる。

他方、来年はユーロ圏経済の停滞や、新興国経済の減速が予測されるので、そうなるとうーロや新興国通貨が動揺し、安全通貨として円が買われるという展開があるかもしれない。方向としては円安でも、一時的な円高もあり得ると想定しておくべきだろう。

昨今は円安によるデメリットも目立ち始めている。とはいえ、アベノミクスは本来が円安誘導を目的としている。円高は国富（ストック）を増やしてくれるが、円安は収入（フロー）を増やしてくれる。2015年も、所得収支の黒字拡大や企業収益の改善、外国人観光客の増加といった形で、「金回りを良くする」ことを優先すべきだろう。

## ○東証一部時価総額と名目GDPの比較



ここで評価が難しいのは、円安と同時に進んでいる株高の方である。

本誌では、上記のグラフを過去に何度も紹介してきた。意味するところは、「東証一部時価総額が名目GDPを超えるとバブル」という経験則である。これでいくと、先月からいよいよ3度目の法則が発動されている模様である。今週はギリシャの政局や中国発の株安などで、日経平均は大きく下げているものの、それでも比較すると東証時価総額が名目GDPを上回っている。

下記の通り月末ベースでチェックしてみると、10月31日の追加緩和の日の株価暴騰で「あと一息」に迫り、11月になっていよいよ100%を越えたということになる。

	東証時価総額(a)	名目 GDP(b)	レシオ(a/b)
2014/9/30	472.9 兆円	484.4 兆円	97.6%
2014/10/31	478.1 兆円	484.4 兆円	98.7%
2014/11/30	505.3 兆円	484.4 兆円	104.3%
2014/12/10	509.4 兆円	484.4 兆円	105.2%

今回の逆転現象が、1980年代後半のような「大型バブル」に至るのか、それとも2005年から07年にかけての「ミニバブル」に終わるのかは、現時点では何とも言えない。ただし一定期間を過ぎたらバブルは崩壊し、長い調整期間を必要とするはずである。

他方、経験的に言って、いったんハードルを越えてしまった場合は、1年やそこらは続くのであろう。これまた2015年の日本経済にとってはプラスと言えようが、その先を考えるとかなり悩ましい。ちょうど「追加緩和」が、日銀の出口戦略を難しくしてしまったのと似ている。語弊を恐れずに言えば、「先楽後憂」の経済政策であるように見える。

## ●政治日程：第3次安倍内閣のさまざまな課題

「今回は政権選択選挙ではない」ことは、野党も認めているようなので、早々と選挙後の政治日程を考えてみよう。

2012年のときと同様に、総選挙の約10日後に特別国会が召集され、第3次安倍内閣が発足することになる。そしてすぐさま補正予算編成、それが終わったら本予算の編成と続く。年末年始の霞が関は、財務省を中心にフル回転となるだろう。

12月14日	総選挙
12月24~26日	特別国会召集→首班指名選挙→組閣 第3次安倍内閣が発足→補正予算編成を指示

<2015年>

1月	通常国会召集 予算編成、税制改正大綱、 <b>消費税増税法案改正</b>
2月	補正予算成立→来年度予算提出、政府4演説 <b>TPP交渉妥結？</b>
3月	黒田総裁が就任から2年目(20日) <b>原発再稼働？</b> 予算成立(月末)
4月	統一地方選挙(12日、22日) <b>安全保障法制の審議</b> →集団的自衛権行使を前提に
6月	G7サミット(ドイツ・エルマウ、7~8日) <b>第3次成長戦略</b> →労働法制、農業改革などが佳境に <b>骨太方針</b> →財政再建が課題に 通常国会会期末(延長、8月まで?)
8月	<b>戦後70周年</b> →「安倍談話」発表へ?

ところが、年明け以降はいろいろ難題が浮上してくる。

- 1月：まずは消費税増税法案の改正から。選挙で民意を得たからには、増税延期は当然であるが、細かい点ではいろいろ揉めそうである。
- 2月：確率としては低いが、TPP交渉が一気に妥結に動くとしたらこの時期である。その場合、安倍内閣はその後の批准手続きに着手する必要がある。
- 3月：原発再稼働の第一陣、九州電力の川内原発が動くとしたらこの時期が濃厚。国内で反発が生じることは間違いないだろう。
- 4月：統一地方選挙が終わったら、いよいよ懸案の安全保障法制の審議が始まる。「集団的自衛権の行使」を前提に自衛隊法などを見直すのは膨大な作業となり、「通常国会は8月くらいまで延長されるだろう」と言われている。世論の理解が必ずしも高いとは言えない案件だけに、野党の抵抗とともに内閣支持率の低下が見込まれよう。
- 6月：いよいよ3年目となる成長戦略の季節がやってくる。2015年4月には、「日本版NIH」などの「成果物」も立ち上がるけれども、「アベノミクス第3の矢は力不足」であることは、選挙戦でも繰り返し批判されている。2015年はいよいよ、農協改革や労働法制の見直しなど、これまで触れられなかったコアな部分に切り込まなければならない。ここは安倍政権の真価が問われるプロセスとなるだろう。
- 6月：この季節には骨太方針も定まってくる。ここで重要になるのが、消費税の増税が先送りされていることである。となれば、財政再建を意識せざるを得ず、歳出の削減に切り込む必要がある。社会保障改革も視野に入れなければならないだろう。言い換えれば、国民の反発を買うような内容になるのではないか。
- 8月：戦後70年の節目を迎えるので、夏にかけては歴史認識を中心に中国や韓国との外交関係で緊張が高まりそうである。他方、村山談話に続く「安倍談話」をどうするかという問題も浮上しよう。

こうしてみると、来年は毎月のように政権支持率を低下させそうな難題が波状攻撃で訪れることになる。政権支持率は相当に低下するのではないだろうか。来年の夏頃には、「去年のうちに選挙をやっておいて良かった！」ということになっているかもしれない。

過去の自民党の首相の中でも、2回総選挙を戦って連勝した人は非常に少ない。中曽根首相（83年と86年）や小泉首相（03年と05年）でさえ、「1勝0敗1引き分け」くらいが実態であった。今度の選挙で自民党が勝利するとしたら、安倍首相は「2勝ゼロ敗」（12年と14年）の総理として、強い指導力を発揮することができるはずである。

つまり今後に予想される数多くの課題のために、政治的資源を獲得することが今回の選挙の目的ということになる。真価が問われるのは選挙が終わってから、である。

## <今週の The Economist 誌から>

”Sheikhs v shale”

「シャイフ対シェール」

Cover story

December 6<sup>th</sup> 2014

\*今週号の表紙は、アラブの王族（シャイフ）と米国のシェールガス職人が対決姿勢を取っている様子。石油安の原因と今後の行方を The Economist 誌が分析しています。

<抄訳>

OPEC 憲章の組織目標は「石油市場の価格安定化」である。だとしたら、お世辞にも褒められない。今年6月にバレル115ドルだった石油価格は、今や70ドルに近い。

40%もの下落は世界経済の低迷が一因だが、市場予測以上に生産した OPEC 自身のせいでもある。だが主犯はノースダコタやテキサスにある。油価が110ドルを超えていた過去4年間、彼らはシェール層からの石油抽出に邁進した。2010年以降2万本の油井が掘られたが、これはサウジの10倍である。米国の産油量は3割増え、今は日量900万バレルと、サウジにあと100万バレルに迫る。シェールとシャイフの戦いは石油の余剰をもたらした。

石油安は経済成長の特効薬だ。40ドルも下がれば、1.3兆ドルが産油国から消費国へ移転する。年間3000ドルのガソリンを使う米国人なら800ドルが浮き、所得の2%増に等しい。ユーロ圏、印、日などの輸入国は大いに潤うだろう。産油国はカネを貯め込むが、輸入国は支出するので世界の GDP は増える。中央銀行にとっては、金融緩和の余地が広がることになる。FRB は利上げを先送りし、ECB はより大胆に国債を買えるようになる。

もちろん負け組も出る。財政を石油に頼っている国だ。ロシアではルーブルが下落し、ナイジェリアは利上げと通貨ナイラを切り下げた。ベネズエラはデフォルトが近そうだ。金融市場は不安定になるだろうが、それでも全体としてみれば経済効果はプラスである。

OPEC とシェール業者の闘いは続いている。一部の OPEC 加盟国は減産を望むが、サウジなどは70年代の経験を警戒している。高値が投資を呼び込み、十年にわたる価格低迷を招いた。むしろ価格を下げて、広告と生産者を追い出してしまう戦術に出ているらしい。

淘汰作戦は既に始まっており、シェール企業の株価は既に下がり始めている。利益が出る以上に新しい油井に投資していた企業も多い。倒産ラッシュになれば、投資家の評判も下がるだろう。シェール油井は短命だから、投資が途切れればすぐに生産も落ちてしまう。

だが長い目で見れば、シェール産業の未来は明るい。水圧破碎法は日の浅い技術であり、効率性はなおも改善中だ。開発コストは1年でバレル70ドルから57ドルに低下している。

今回の嵐を乗り切った企業は、より多くの鉱床を手に入れるだろう。シェールは米国の専売特許ではなく、同様の地質は中国からチェコまで全世界に存在する。投資家と石油会社と官僚機構が揃っているのは米国だけだが、いずれ他の場所でも探索が始まるだろう。

重要なのは、シェールは少しずつ開発を増やしていけること。未開発の大型油田は、得てして人が近づきにくい深海や極地にある。エクソンとロスネフチは、2か月と7億ドルをかけてカラ海の油井を掘削したが、開発にはさらに時間と費用が掛かるだろう。対照的

に、シェール油井は1週間あれば150万ドルで掘れる。場所も分かっている。いわば飲料産業のように、喉が乾いたらボトル工場を動かせばいいという状態になっている。

かくして石油の経済学は変わった。今後も中東での戦争やプーチン政権瓦解などで価格が上昇することはあり得る。だが、確実にショックや操作は受けにくくなる。米国の生産量は小さくてもサウジの強敵になれる。このことは世界経済の不安定性を軽減しよう。石油と金融は世界を不況に陥れる2大産業だが、少なくとも片方はより安全になるはずだ。

### <From the Editor> 3年計画から6年計画へ

少し先のことを考えてみたいと思います。

これまでの想定では、「アベノミクスは2016年の衆参ダブル選挙までの3か年計画」でありました。ところが今回の選挙で与党が勝つとなると、安倍首相はさらに向こう4年間の負託を得ることになる。

そうすると、2018年には、①次の総選挙(12月まで)、②次の次の自民党総裁選(9月)、③日銀黒田総裁の任期(4月)が重なることになる。このことは、「アベノミクスは2018年までの6か年計画になった」ことを意味すると思います。

### ○今後のアベノミクス進行表

2015年 物価目標2%の達成期限  
自民党総裁選(9月)→安倍総裁を再選?  
2016年 マイナンバー制がスタート  
参院選(7月)  
日本がG7サミット議長国に  
2017年 消費税の増税(4月から、8%→10%)  
団塊世代の先頭が70歳に  
2018年 黒田総裁の任期(～4月8日)  
次の衆院選(～12月)  
自民党総裁選(9月)→安倍総裁の2期6年を終了

しかるに向こう4年間の日本経済は、苦しい上り坂を登っていく感じになるのではないのでしょうか。2017年春には次の消費増税を実施しなければなりません。それは団塊世代の先頭(1947年生まれ)が70代に到達する年です。「あと2%」の負担は重く感じられるかもしれません。かといって財政問題を考えれば、増税は避けては通れない。

また、インフレ目標がその頃に達成されているとしたら、それから先の日銀の「出口戦略」は困難を極めることでしょう。なにしろ物価が上昇している中で、国債の購入量を減らすことになるわけですから、長期金利高騰のリスクが高まることになる。2018年までの日本経済を考えてみると、アベノミクスの前途は結構な綱渡りに思われます。



ところでアベノミクスの3か年計画は、『スターウォーズ』の初期3部作に当てはめるときれいに収まります。

2013年：“A New Hope”（新たなる希望）～デフレ帝国に対して反乱軍が蜂起。

2014年：“The Empire Strikes Back”（帝国の逆襲）～デフレマインドはしぶとく危機が続く。

2015年：“Return of the Jedi”（ジェダイの帰還）～「古代の知恵」が復活して大団円に。

どうやら3年では終わらず、6年越しのシリーズとなる見込みです。

そういえばハリウッドでは、エピソード7の“The Force Awaken”（フォースの目覚め）を製作中とのこと。どんな内容になるのか知りませんが、完結するのはアベノミクスとどちらが早いのか。はたまた人気のほどはいかに。

いずれも先の長い話になりますが、しっかり見届けたいものであります。

\* 今年最後の次号は12月24日（水）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をお願いします。

〒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](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com)