

Contents \*\*\*\*\*

特集：アベノミクス 3年目の日本経済	1p
<今週の The Economist 誌から>	
”Flying too high” 「高すぎる中国株価」	7p
<From the Editor> AIIB のナマズ効果	8p

\*\*\*\*\*

特集：アベノミクス 3年目の日本経済

ふと気が付けば、2015年度に入って既に2か月が過ぎました。アベノミクスが始まって3年目となりますが、為替は円安で株価は高値、企業収益は好調で雇用も改善、という点では、既に成功を収めたと言えるでしょう。他方、個人消費や生産、設備投資といった実態経済の動きは、さほど目覚ましいものではない。つまるところアベノミクスは、「人々の期待を変える」という目標は半ば達成したものの、景気回復を実感させるところまではたどり着いていないように思われます。

それでは今後の課題は何なのか。安倍内閣は、そろそろ財政やエネルギーという中長期のテーマに取り組む必要があるのではないかという気がしています。

●足元の景気には二面性あり

4月の景気ウォッチャー調査を読んでいたら、以下のような味のあるコメントを発見した。東北のタクシー運転手さんである。

客のなかには、仕事はあるのに人手がなくてこなせないという人や、仕事を探しているがなかなか見つからない、短期の仕事はあるものの、ある程度の安定した生活のためには長期の仕事が欲しいという人もいる。お互いに全く反対の意見であり、今の雇用の仕方に景気を妨げている要因があるのではないかと（タクシー運転手）。

たぶん同じ日に、まったく違う話をする乗客を乗せたのであろう。ことによると、この運転手さん自身が「自分もそろそろ次の仕事を…」と考えていたのかもしれない。そう思うと、小さなドラマのような情景である。いかにも「街角景気」と呼ぶにふさわしい、今の日本経済を象徴するような描写ではないかと思う。

最近の景気に対しては、官庁エコノミストもやや判断に迷っている様子が窺える。5月の月例景気報告は、5月27日というめずらしく遅い時期に発表された<sup>1</sup>。察するに5月20日のGDP1次速報の発表を待っていたからだろうが、時間をかけて検討したからにははっきり基調判断を上方修正するのだろう思っていたら、そうではなかった。

蓋を開けてみると、「文言は少し変えたけれども、判断は据え置き」という微妙な「月例文学」であった。たぶん内部では、相当な議論を積み重ねたのであろう。これで今年に入ってから基調判断は以下のようにになっている。

- 1月：景気は、個人消費などに弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている（→）。
- 2月：景気は、個人消費などに弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている（→）。
- 3月：景気は、企業部門に改善がみられるなど、緩やかな回復基調が続いている（↑）。
- 4月：景気は、企業部門に改善がみられるなど、緩やかな回復基調が続いている（→）。
- 5月：景気は、**緩やかな回復基調が続いている。**（→）

「緩やかな回復基調」という言葉は、去年の4月からずっと連続して使われ続けている。この間に基調判断は7月に上げ、9月と10月には連続で下げるという迷走を続け、今年は3月に1度上げてそのままとなっている。

普通に考えれば、この2年間でこれだけ雇用情勢が回復し、**株価は日経平均が2万円を超えて、時価総額ではバブル期を超えて史上最高**なのだから、素直に景気は回復していると解したい。あるいは「これから良くなるだろう」と楽観したいところである。

## ○改善が目覚ましい景気指標

- 東証時価総額：296.4兆円（2012年12月）→571.9兆円（2015年4月）
  - ◇ 1.93倍に増加
- 失業率：4.3%（2012年12月）→3.3%（2015年4月）
  - ◇ 1%改善
- 雇用者数：5490万人（2012年12月）→5601万人（2015年4月）
  - ◇ 111万人増加

ところが個人消費は相変わらず冴えず、外国人観光客が派手に消費している光景はよく出くわすが、日本人が景気よくカネを使っているという話はあまり聞かない。

そして企業の設備投資も、日銀短観などで見る計画は増えているようなのだが、機械受注などの先行指標は目に見えて増加しているわけではない。そして鉱工業生産などの生産の指標も一進一退を続けている。つまり**実体経済は、目覚ましく改善しているわけではない**のである。

---

<sup>1</sup>月例経済報告は、普通は20日前後に発表される。2014年では17~26日の間に発表されており、27日というケースはちょっとめずらしい。

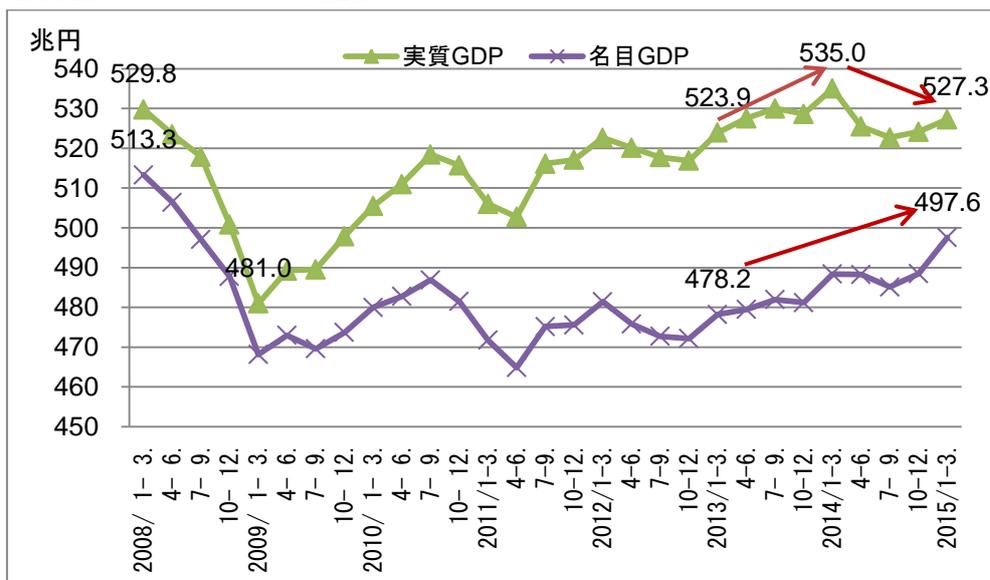
## ●低成長ながら、デフレ脱却には一歩前進

このあたりの事情は、5月20日に発表されたGDPの変化によく表れている。

アベノミクスが始まった2013年1-3月期と、今年1-3月期を実額ベースで比較してみると以下ようになる。名目では2年間で4.1%の増加となり、デフレ脱却に向けて前進していることが分かるが、実質ではほとんど変化がない<sup>2</sup>。というよりも、消費増税の前と後でほぼ「行って来い」になった感がある。

	2013年1Q	2015年1Q	変化率
実質GDP	523.9兆円	527.3兆円	+0.6%
名目GDP	478.2兆円	497.6兆円	+4.1%

### ○実額ベースのGDPの推移



つまり直近の2015年1-3月期は、消費税の駆け込み需要があった2014年1-3月期（535兆円）には及ばない。年度で見ると2013年度が+2.1%成長で、2014年度は-1.0%に終わっている。GDPで見ても、この2年間はパツとしないのである。

つまるところ、実体経済から見たこの2年間の収穫は、「3%の消費増税をしたけれども、景気の腰折れは回避した」、そして「この間にデフレ脱却は進んでいる」という2点に尽きるのではないかと思う。

<sup>2</sup> 週明け6月8日には2次速報（改定値）が発表され、やや上方修正される見込みである。

## ●石油安メリットと貿易動向

足元の日本経済には、昨年後半から石油安という追い風も吹いている。何しろ昨年夏までは1バレル100ドルを超えていた石油価格が、今はその半値の水準で推移しているのだから、エネルギーコスト削減の効果は小さくない。

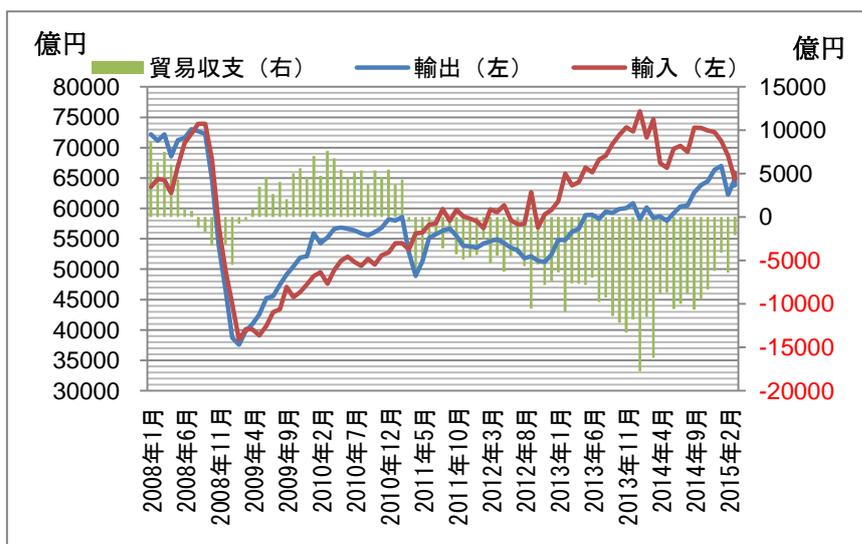
実際に貿易統計を見ると、石油安の効果はまだ半年分しかないにもかかわらず、**2014年度の鉱物性燃料輸入は既に前年比で3兆円以上減っている**。通年で効果が表れる2015年度になれば、さらに大幅な負担減が期待できよう。このことは個人消費を下支えし、企業の生産活動にもプラスとなるだろう。

	2013年度	2014年度	変化率
鉱物性燃料	28.4兆円	25.1兆円	-11.6%
—原油及び粗油	14.8兆円	11.9兆円	-20.0%
—石油製品	2.7兆円	2.4兆円	-10.8%
—LNG	7.3兆円	7.8兆円	+5.9%
—LPG	1.1兆円	0.9兆円	-16.0%
—石炭	2.3兆円	2.0兆円	-13.0%

これで夏以降に原発がじょじょに再稼働していけば、残るLNG輸入も減少に転じるだろうから、2015年度のエネルギーコストはさらに減少することになる。**今まで産油国に支払っていたカネが国内に残る**のだから、景気には確実なプラス効果となるはずである。

また輸入の急減により、月次ベースで見た貿易収支は大きく改善し、3月にはわずかながら徐々に貿易黒字を記録している(33億円)。

## ○貿易動向(月次、季節調整値)



ただし、これで貿易収支が完全に黒字化するかと言えば、そこは少し怪しい。輸出の伸びが今ひとつであるからだ。

考えてみれば、石油価格が下落しているのは、シェール革命や産油国の減産が進まないといった供給面もさることながら、世界経済の成長鈍化に伴って石油需要が伸び悩んでいることが背景にある。特に中国経済の減速により、石油消費の将来予測が大きく変わってしまったことが、長期的な価格動向に陰を落としている。

そうだとしたら、あまり輸出の先行きに期待するわけにはいかないだろう。日本経済に「石油安」という追い風をもたらしている材料は、同時に「輸出の鈍化」という向かい風の理由にもなっているのである。

## ●アベノミクスをどう評価するか

こうして振り返ってみると、3年目のアベノミクスは「満額回答」という程ではなかったけれども、それでも一定の成果は挙げたといえるだろう。

黒田日銀総裁が「異次元の金融緩和」に踏み切ったのは2013年4月のことであった。「白（川）から黒（田）」への大胆なレジームチェンジには、筆者も驚いたものである。それから2年と少し。この間の成果をまとめると、以下の3点に集約できよう。

1. 円安と株高と低金利を実現し、それらを持続させることに成功している。一部で懸念されたような事態（長期金利高騰など）には至っていない。
2. 実体経済の改善には時間がかかっている。ひとつは消費増税の影響が予想以上に大きかったからだが、それでもデフレ脱却には近づいてきた。
3. ただし石油価格の大幅下落のために、日銀が物価安定目標に掲げる消費者物価指数の「2年で2%」は達成困難になった。日銀は目標達成の期限を「2015年度を中心とする期間」から、「2016年度前半頃」に変更している。

異次元緩和は確かに万能薬ではなかったが、そもそも初めて実施する政策なのであるから、後から想定外の要素が出てくるのは無理からぬところがある。インフレ目標は「消費者物価」がいいのか、それともコア指数（生鮮食品除く）か、コアコア（食料、エネルギーを除く）がいいのか、といった点は今後、柔軟に見直せば良いのではないかと思う。

2%という目標については、「二度とデフレに戻さない」という金融当局としての強い意志の表れなのであろうが、今の日本経済では高過ぎるという気もする。さらに「2016年度前半頃」という新しい目標は、従来の期限を3か月後ろにずらしたに過ぎず、「ホントにできるのか？」と疑う向きが少なくないだろう。

もうひとつ気になるのは、物価目標が達成された瞬間に、日銀は今度は金融政策の「出口」を模索しなければならなくなるということである。QE終了後の米国が、今まさに利

上げのタイミングを模索しているように、かなり困難で時間を要するプロセスになると覚悟しておくべきだろう。

特に問題なのは、それが財政政策の引き締めと重なった場合である。端的に言えば、2017年4月には2度目の消費増税がやってくる。そのタイミングで、「金融も同時に出口戦略」ということになると、ダブルパンチで景気を冷やしてしまうかもしれない。

今後のマクロ経済政策において、2017年は要注意の年と考えておくべきだろう。ちなみに2017年とは、団塊世代の先頭（1947年生まれ）がとうとう70代にさしかかる年でもある。余談ながら、彼らが還暦に到達した2007年は、参院選で自民党が大敗して第1次安倍内閣が吹っ飛んだ年であった。

## ●中長期の課題にも取り組みを

総じて安倍内閣の経済政策は、短期的な課題については機動的に取り組んできた。東京五輪の招致やTPP交渉への参加、「官製春闘」による賃上げ誘導、さらに農協改革などの手際は見事だったと思う。その一方で、中長期的な政策課題にはあまり熱心ではない印象がある。

例えばエネルギー政策である。「ポスト京都議定書」となる2020年以降温暖化排出ガス目標を提出するのは、本来5月末ということになっていた。それが6月1日の資源エネルギー庁有識者会議でようやく2030年の電源構成を決定し、6月2日に「2013年比26%減」という目標を決めた<sup>3</sup>。G7サミット（6/7-8、独エルマウ）を来週に控えて、文字通りの「一夜漬け」仕事である。

さらに言えば、原発の「40年ルール」を厳格に守ると、2030年の原発比率は15%程度にまで落ち込むので、「原発比率20~22%」という目標を達成できないという「落とし穴」がついている。既存の原発の運転延長を認めるか、それともリプレースメントを行わない限り目標達成は困難なのだが、そのことについては「見ないふり」をしている。

これはほんの一例で、安倍内閣は総じて短期的で明るい政策目標には前向きに取り組むけれども、財政、社会保障、エネルギーといった長期の課題は後回しにする傾向があるように見える。

しかし、「人々の期待に働きかける」というアベノミクス本来の趣旨を考えたら、中長期の見通しが暗いままで、家計が消費を増やしたり、企業が投資を決断したりすることは考えにくい。「気持ちが暗くなるから」といって困難な課題を放置しておくのは、けっして賢明な態度とは言えないだろう。むしろ「デフレからの脱却」という目標の達成には、長期の政策課題に取り組むことが有効かもしれないと思うのである。

<sup>3</sup> 現在、「長期エネルギー需給見通し策定」はパブコメを募集中。  
<http://search.e-gov.go.jp/servlet/Public?CLASSNAME=PCMMSTDETAIL&id=620215004&Mode=0>

## <今週の The Economist 誌から>

”Flying too high”

「高すぎる中国の株価」

Cover story

May 30<sup>th</sup> 2015

\*日本の株も高値をつけていますが、中国はそれ以上に天井知らず。どっかで聞いたような話が一杯出てきますが、なるほどこれはちょっと怖いかもしれない。

<抄訳>

中国の労働者はあくせく働いても1年、株を買って寝ていても同じ1年だ。株価は強気一辺倒で、大型株のCS1300指数は昨年で倍になり、新興株市場のChiNextは3倍になった。オンライン教育会社のQtoneは、昨年の上場からこの5月までに1300%上昇している。

過大評価の兆しは至るところにある。技術系企業の多いシンセン市場の平均PERは64倍で、中小企業では80倍だ。ChiNextは140倍だが、これはドットコムバブル期のNasdaqと同水準。香港と上海で上場している企業は、3割のプレミアム付きで取引されている。

小口投資家は、「更なる阿呆」が市場に参加することを願っている。4月だけで400万人以上が新規口座を作ったが、うち2/3の参加者は15歳以下の学歴しかないという。

株価崩壊のサインはたくさんある。都市の住宅市況はまたも過熱し、株の資金が向かうかもしれない。中国当局も警告を発している。逆説的なことに短期より長期が心配である。

確かに短期の下げは痛い。借金で株を買っている中国人は多い。信用買いの金額はこの1年で5倍増の2兆元(3250億ドル)。時価総額の9%に達し、先進国の5倍に達する。

それでもバブル崩壊時の影響は欧米の例ほどではあるまい。中国の株式市場は経済規模に比して小さく、時価総額はGDPの4割程度で、ChiNextも1割以下。先進国では100%を超えている。ゆえに株高は想像されているほど中国の成長には響かない。

株式市場の仕組みも衝撃を和らげよう。香港市場にはブレーカー機能がなく、いくら上下しても取引停止にならない。逆に本土の市場は1日の値動きを10%に定めていて、下げ圧力は急降下になるよりも、長いスパイラル式の下げとなるだろう。

さらに中国株式市場の発展という長期の問題がある。歴史を振り返ると、2007年のバブル崩壊から7年も株価は停滞した。投資家は失望し、規制は弱まり、上場は凍結した。

同様なことが起きれば問題はさらに深くなる。①中国経済の借り入れ依存は、2008年のGDP比150%から今では250%になっている。資金調達が多様化には資本市場が欠かせず、金融システムから不良債権を取り除く必要がある。②金融自由化が遅くなる。近年、貸出金利の自由化などの前進があったが、株価崩壊なら市場重視政策は抑制されよう。

だがそれは間違いで、中国の株式市場には改革こそが必要だ。売りを容易にすれば過度な株価上昇を安定させられる。海外市場へのアクセスを増やせば、投機的な資金が外へ行く。上場手続きを簡素化すれば、需要に見合った株が供給される。でないと既存の株が高値を追うばかり。暴騰と暴落をなくすことはできないが、歪みをなくすことはできる。

## <From the Editor> AIIB のナマズ効果

5月26日付の人民日報に、こんな記事が出ていました。ちょっと腹立たしいのですが、おっしゃる通り、なのである。

### ●AIIBのナマズ効果、ADBと世界銀行にも刺激に<sup>4</sup>

アジアインフラ投資銀行（AIIB）が「ナマズ効果」（イワシの群れにナマズを入れるとイワシが緊張して鮮度が保たれるという話から、あるグループに異質な要素が加わって活力が高まる現象を指す）をもたらしている。国際経済秩序の今後の変革は「競争によって協力を求める」という原則に従ったものとなるだろう。また多角的な組織同士の競争は大国間の競争を緩和し、地縁政治の競争の色合いを薄めるものともなる。新京報が伝えた。（文・孫興傑・吉林大学公共外交学院博士）

ナマズ効果、とは言い得て妙である。今まで世銀や ADB といった既存の国際開発銀行は、貸出先の各国政府よりもむしろ NGO なんかの方を向いていて、いわばお役所仕事のなところがあった。だから、あんまり使い勝手が良いわけではなかった。

ところが AIIB という競争相手が登場し、今までのやり方を見直さなければならなくなった。さらに安倍首相は、5月21日の日経「アジアの未来」の席上で、「アジアのインフラ投資に貢献する」と言い出した。人民日報はこんな風に冷かしている。

日本の安倍首相が慌てて発表した今後5年での1100億ドルの投資のうち ADB の融資金は530億ドルにのぼる。これは AIIB 資本金 1000 億ドルを意識したものとみられる。

AIIB は少なくとも2つの面で日本を刺激した。まず ADB の増資と議決権改革を促した。アジアの経済情勢は ADB 設立当時とは様変わりしており、日本と米国が議決権を握る状態は ADB の「アジア」性を損なっている。次に 中国が AIIB にこれほど多くの国を呼びこむことができた一方、これに距離を取る日本は自ら孤立することとなった。

ADB と日本のアジア経済の中での地位を再構築するため、安倍首相は対抗的な色彩の強い1100億ドルの融資を決定した。安倍首相はさらに講演などで中国と AIIB への中傷を重ね、「安物買いの銭失い」をしないようにと聴衆を説得し、「質の高い」インフラ施設をアジアに普及することを約束している。

かなり悪意を感じさせる記述だが、あながち的外れということでもない。そもそも日本が国際支援に拠出する1100億ドルというのは、たぶん真水ではなくて円借款なんだろうけれども、それって中国がせっせと日本に返済している分が原資かもしれない。

本誌でもかねがね、「AIIB は不良債権を生む恐れあり」、「日本は AIIB への参加を急ぐ必要なし」と主張しておりますが、だからと言って AIIB の不成功を祈っているわけではありません。そりゃあ AIIB がうまく行って、世銀や ADB と協力して、アジアのインフラ投資が伸びることが一番よろしい（ついでに言えば、TPP も是非合意してほしい）。

<sup>4</sup> <http://j.people.com.cn/n/2015/0526/c94476-8897758.html>

ところが今の日本では、とにかく中国がやるのが面白くなくて、できれば失敗してほしい、いや絶対に失敗するに違いない、といった偏狭な見方が少なくないように思います。

でも、それってわが国が得意とする「起きてほしくないことは考えないの法則」（例：原発事故の可能性）の一種ではないでしょうか。ここは人民日報の嫌味も、謙虚に受け止めるべきでしょう。くれぐれも、「中国憎し」で結論を決め打ちして、視野を狭めてはいけないと思うのです。

\* 休暇取得などにより、次号は2015年7月3日（金）を予定しております。約1か月のお休みとなりますが、ご理解をいただければ幸いに存じます。

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