

Contents *****

特集：岐路に立つ日本経済とアベノミクス 2.0	1p
<今週の The Economist 誌から>	
”Hot water” 「南シナ海は波高し」	7p
<From the Editor> あれから 10 年	8p

特集：岐路に立つ日本経済とアベノミクス 2.0

景気が思わしくありません。中国経済減速の影響はやはり深く、間もなく発表される **7-9 月期 GDP 速報値もマイナス成長になりそう**です。内閣府は 10 月の月例経済報告において、奥歯に物が挟まったような言い方で現状判断を下方修正しました。そして金融政策の方向性もいま一つはっきりしません。

そんな中で、この秋からアベノミクス 2.0 がスタートします。「強い経済、子育て支援、社会保障」という「新・三本の矢」はいかにも新味が乏しく、「一億総活躍社会」というスローガンも世間の評判は芳しくありません。ただしこれまで、安倍政権の **経済政策に欠けていた「中長期の視点」が入ったことは、評価すべき**ではないかと思います。

日本経済の現状とアベノミクス 2.0 について、あれこれ考えてみました。

● 「追加緩和」をめぐる葛藤

金融政策の「次の一手」に対して、市場の見方が半々に割れるということは、本来、望ましいことではない。それは「市場との対話」がうまくいっていないことを意味するからだ。「中央銀行は次にこう動く」という読みがごく自然に市場で共有され、決断が下されるときには既に期待が醸成されている、というパターンが望ましい。

ところが今は、**日米ともに金融政策が読みにくくなっている**。米連銀は年内利上げを目指しているようだが、市場はなおも半信半疑である。そして日本も、10 月 30 日の日銀金融政策決定会合を控えて市場の見方は「追加緩和あり」「なし」と真っ二つに割れた。事実、10 月 26 日（月）朝のご存知「モーサテサーベイ」では、次のような結果が出ている（テレビ東京、『モーニングサテライト』）。

Q:日銀の追加緩和は？（10/23-25 調査）

- ・ 10月30日 25.00%
- ・ 11月～来年3月 28.57%（*合算）
- ・ 来年4月以降 21.43%
- ・ なし 25.00%

コメンテーターの意見がほぼ四等分されてしまった。恥ずかしながら筆者などは、前の週までは「あり」と考えていたけれども、週明け26日になって急きょ心変わりして、「なし」に転向した口である。外資系のエコノミストなどは、「この予想を外したらクビかもしれない」と心配していた人も居るくらいで、まことに罪作りな話である。

こうなると予想が外れた人は、「日銀の出方がわからなくなった」という印象を持つだろう。もっと言えば、黒田日銀に対して批判的になることも避けられまい。ちなみに最新の調査結果は以下の通りで、今度は三等分になってしまった。

Q:日銀の追加緩和は？（10/30-11/01 調査）

- ・ 11月～来年3月 33.68%（*合算）
- ・ 来年4月以降 32.26%
- ・ なし 32.26%

なぜこんな風に意見が割れてしまうのか。

やはり市場には、昨年10月31日に追加緩和が実施されたときの「黒田バズーカ」の鮮烈な印象が残っている。あのときは米国のQE3が前日に終了し、世界全体が漠然とした不安を抱いていたタイミングで、「先手必勝」とばかりに追加緩和が実施された。結果として日本発の金融緩和が、全世界同時株高につながった。鮮やかな手際の印象が残っているから、「そうは言っても、また緩和するだろう」という見方がなくなる。日銀としては、成功体験に逆襲を受けているようなところがある。

現に追加緩和が見送られたのであれば、市場は失望して円高と株安に向かうのが筋であろう。ところが30日金曜日の株価は上昇し、為替はむしろ円安に推移した。これは多くの市場参加者が、「いずれ日銀は緩和する」と期待しているからであろう。

ただし昨年秋の場合は、4月に消費税率を8%に上げた影響で景気が減速しているところへ、原油価格の急激な下落が重なり、せつかく始まった期待インフレの回復機運に水が差されそうな状態であった。そこで黒田日銀が先手を打ったのだが、現在はそこまでの状態ではない。むしろ石油価格下落の効果は、前年比で見ると着実に小さくなってゆく。今後ともよほどのこと（＝物価が再び下落を始める恐れ）がない限り、「追加緩和」はないと見るのが自然ではないか。「変心後」の筆者はそんな風に考えている。

●デフレ脱却は成功しているのか？

黒田総裁は 2013 年春に今の「異次元の金融緩和」を始めるとき、「物価安定目標 2%」を 2 年以内に実現すると言っていた。それから既に 2 年半が経過している。そして目標達成期限は、2016 年度前半に先送りされていたが、今回はさらに「2016 年度後半」に延期された。日銀のコミットメントはまったく果たされていないことになる。

しかも消費者物価指数は、最新の 9 月分が前年同期比で 0.0%となっている。1 年後の消費者物価指数が前年比 2%増に達しているという事態は、正直なところ想像し難い。つまり金融緩和は効果を上げておらず、デフレ脱却はめどがつかっていないことになる。

ところが黒田総裁は、「物価の基調は着実に改善している」と言っている。生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価指数は、前年同期比で 8 月に 1.1%、9 月に 1.2%と着実に上昇している。いつの間にか物価の尺度が変わっている、という点は確かにズルイと思うが、この間の石油価格の変化を除外しなければならないのも間違いないところである。

POS データをもとに作られている「東大物価指数」を見ても、同様な傾向が見て取れる。すなわち石油価格などの要因を取り除いてみれば、物価は上昇軌道にある。特に食料、外食、耐久消費財において、メーカーは値上げを実施できるようになり、消費者はそのことを受け入れつつある。すなわちインフレ期待が上昇しているということだ。

真面目な話、「最近の物価は？」と聞かれると、生活実感として「上がっている」と答える人が多いのではないかと思う。ガソリン価格が下がる一方で、食品価格などは上がっている。他方、そのことは消費支出にも響いていて、家計貯蓄率が上がっていたりする。つまりは買い控えを招き、景気を冷やす方向に働いている。

本気でデフレ脱却を目指すのであれば、ここで賃金が上がらなければならない。ところがそうはなっていない。企業収益は上がり、雇用情勢も改善しているのに、賃上げにはお金が回らない。労働組合側の賃上げ要求も、それほど強くはない。連合は来年度のベア要求を「2%程度」とし、今年度分の「2%以上」よりも事実上下げている。労働組合のインフレ期待は、昨年よりも低下していることになる。

日銀としても、その点に焦りを感じているようだ。かといって追加緩和をすれば企業が賃上げしやすくなるとか、労働組合の要求水準が上がるかということ、それはちょっと考えにくい。賃上げが起きない理由は、金融政策とは別のところにあるからだ。

するとアベノミクスは、手詰まりになってしまったのだろうか。

むしろ実態は逆で、アベノミクスは思っていた以上に成功してしまい、金融政策でできることはおおむね達成されてしまったのではないか。ここから先は民間部門の出番となるはずだが、あいにく企業経営者のマインドは極度に悲観的になっている。そこを変えるために、アベノミクスは「第 2 ステージ」が必要になった、というのが本稿の仮説となる。

●足踏み状態の景気をどう見るか

次に足もとの景気を見てみよう。

10月29日朝に発表された9月の鉱工業生産指数は、市場予想を上回る前月比+1.0%の97.3となった。発表元である経済産業省は、「総じてみれば、生産は一進一退で推移している」とコメントしている。一進一退とは言い得て妙で、これにはいいニュースと悪いニュースが含まれている。

○鉱工業生産の推移（月次と四半期）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
IIP 指数	102.1	98.9	98.1	99.3	97.2	98.3	97.5	96.3	97.3	(101.3)	(101.0)
前月比	3.4	-3.1	-0.8	1.2	-2.1	1.1	-0.8	-1.2	1.0	4.1	-0.3
四半期	(1-3) 99.7		(4-6) 98.3			(7-9) 97.0					?
前期比	0.2		-1.4			-1.3					?

（10月、11月分は経済産業省の予測値）

バッドニュースを先に挙げると、鉱工業生産を四半期ベースで見た場合、1-3月期は99.7、4-6月期は98.3、7-9月期は97.0と右肩下がりとなる。**GDPはほぼ鉱工業生産の動向に連動する**ので、11月16日に発表される予定の7-9月期GDP速報値は、2四半期連続のマイナス成長となる確率が高まった。少なくともこの春から夏にかけての日本経済は、「足踏み状態」と見なさなければならない。

グッドニュースは、同時に発表された10月分の予想が前月比+4.1%という大幅なものであったことだ。つまり在庫調整はこの夏で一段落し、**年末に向けて企業の生産活動は再び上向く**ものと見ることができる。もちろんそのためには、対中輸出がある程度盛り返し、個人消費が底打ちしてもらわないと困るのだが。

さらに言えば、年末に向けて日本経済には3つのリスクがあると考えられる。

その1として、**インバウンド需要が頭打ちになる**かもしれない。全国百貨店協会の調べによると、外国人観光客売上高は今年9月前年比2.8倍の138億円と大きく伸びているが、前月比では19%減。免税手続き客数も19.2万人と前月比16%減であった。客単価も下落している。中国人の「爆買い」はそろそろピークアウトすると見ておくべきだろう。

その2は、「**逆オイルショック**」で、12月4日のOPEC総会で減産が決まらないようだと、もう一段の下落がありそうだ。その場合、産油国経済の混乱や石油産業の業績悪化が予測される。特に最近のロシアによる対シリア軍事行動に対し、経営不振の会社がテレビCMを打ちまくっているような危うさを感じるのは筆者だけだろうか。

その3は、**新興国経済における通貨安懸念**である。①今後の米国利上げに伴う資本流出、②中国向け輸出の需要減少、③国内政治の不安、という3要素が重なる国（例：ブラジルやトルコ）は特に危なっかしいと言えるだろう。

それでは景気の現状を政府はどう捉えているのか。

今月の月例経済報告は10月14日に発表された。先月分の発表の際に、基調判断の文面は変えたのだが、甘利経済財政担当相は敢えて判断の方向性を示さなかった。そこをどう説明するか、おそらくは悩みぬいた末に、政府が捻くり出した答えは、「現状判断は前月から下方修正するが、緩やかな回復基調に変更はない」というものであった。

○月例経済報告の基調判断

- 9月：景気は、このところ一部に弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている（↓）
- 10月：景気は、このところ弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている（↓）
- 11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（→）
- 12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（→）
- 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、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（→）
- 5月：景気は、緩やかな回復基調が続いている（→）。
- 6月：景気は、緩やかな回復基調が続いている（→）
- 7月：景気は、緩やかな回復基調が続いている（→）
- 8月：このところ改善テンポにばらつきもみられるが、緩やかな回復基調が続いている（→）
- 9月：このところ一部に鈍い動きもみられるが、緩やかな回復基調が続いている（？）
- 10月：景気は、このところ一部に弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている（↓）

おそらくは始まったばかりの「アベノミクス 2.0」に敬意を表して、下方修正と断じることを「遠慮」したのであろう。が、内容を素直に読めば、政府は昨年10月から1年ぶりに判断を下方修正したということになる。

●バージョンアップが必要な理由

率直に言って、アベノミクス 2.0 が掲げた「新・三本の矢」や「一億総活躍社会」といったキーワードは評判がよろしくない。が、このタイミングでアベノミクスが方向性を変えることは、正しい判断ではないかと筆者は考えている。

アベノミクス 1.0 のどこに誤算があったのか。確かにアベノミクスは円安・株高をもたらして企業業績を改善した。ところが企業収益は、賃上げや設備投資には向かっていない。だから個人消費は伸びないし、自律的な景気回復には至らない。企業経営者のマインドは非常に慎重なままだ。

筆者がよく地方での講演会などで経営者から受ける質問は、もっぱらこんなものである。

「そうは言っても、国内市場はこれから確実に縮小しますよね」

「後期高齢者の医療負担も、いずれ企業にのしかかって来るでしょう」

「日本政府の財政破綻は、意外と近いのではないのでしょうか」

この辺り、政府の思惑とは完全にすれ違っている。

アベノミクスは「まずデフレからの脱却を」と考える。ところが「期待に働きかける」政策を採っていると、どうしても近視眼的になってしまう。総じて安倍内閣は、短期的な課題については積極的、機動的に取り組んできた。特に東京五輪招致の成功や、TPP 交渉への参加と合意は見事であった。その一方で、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されがちであった。

ところが、「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から行くと、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。つまり、政府が「短期楽観」を強調すればするほど、民間が「長期悲観」に傾いてしまうという点に、アベノミクス 1.0 が抱えていた根本的な矛盾があった。

そこでアベノミクス 2.0 は、①「希望を生み出す強い経済」に加え、②「夢を紡ぐ子育て支援」、③「安心につながる社会保障」を掲げた。「人口減少」「高齢化」といった中長期の課題に取り組む姿勢を明らかにし、「希望出生率を 1.8 まで上げる」「介護離職ゼロ」といった目標を打ち出した。もちろん、これらの目標がすぐに達成できるとは考えにくい。しかし今までのように、無視しているよりはずっといいだろう。

よく言われる通り、「新・3本の矢」には具体策が伴っていない。むしろ「3つの的」と呼ぶべきであろう。もっとも、「日本経済を強くして、子育て支援と社会保障を強化する」というのは経済政策として当然の方向性である。この「3つの的」に異議を唱える人はまず居ないだろう。

ところでアベノミクスが「2.0」にバージョンアップされることは、以下のような副次的効果も狙っているのではないかと思う。

その1は金融政策に対するウエイトを低下させることである。物価安定目標 2%は達成されていないとはいえ、デフレからの脱却はかなり見えてきた。円安も政治的に評判が良くないので、来年の参院選を控えて官邸としてはこれ以上進めたくはない。ゆえにリフレ派のスタッフは、「今までどうもご苦労様でした」ということになるのであろう。

その2は政治目的である。安倍首相は党内のライバルである石破茂地方創生担当大臣を閣内に閉じ込め、なおかつ仕事を与えないことに成功した。今後は「地方創生」という看板の値打ちが相対的に低下し、代わりに重要な仕事は「一億総活躍社会」を担当する加藤勝信大臣に行くのであろう。石破さんとしては踏んだり蹴ったりかもしれない。

その3は、「一億総活躍」という言葉の裏側に、「移民は入れませんよ」というメッセージが隠れているのではないか、ということである。人口減少という問題に対し、いずれかならず移民政策の是非を論じるときが来るはずである。とはいえ、それはなかなか前向きな話にはなりにくいだろう。評判の悪い「一億総活躍」というキーワードは、そのことを今から暗示しているのではないかと筆者は邪推している。

<今週の The Economist 誌から>

”Hot water”

「南シナ海は波高し」

Banyan

October 31st 2015

***米海軍のイージス駆逐艦が南シナ海を航行したことで、中国政府が激怒。南シナ海の水温は上昇中（波高し）、と The Economist 誌が報じています。**

<抄訳>

中国政府報道官は米軍艦が南シナ海に「違法に侵入」し、「中国の主権と安全上の利益を脅かした」と宣言する。実態は米駆逐艦ラッセンが、スービ環礁の 12 カイリ内を平和に航行しただけ。中国がこの 2 年間に、異常な熱意で人工島を作った南沙諸島である。

中国の提督たちは憤慨しているが、米国はこれが最後の航海ではないと言っている。ゆえに南シナ海の緊張は当面高まり、11 月の首脳会談で米中関係は悪化するだろう。中国は西太平洋から米国の勢力を追い払いたい。米中間の隠れた競合関係に注目が集まる。

米国は今回のパトロールは「国際法に準じた」「航行の自由」に基づくものとしている。実をいうと米国は国際海洋法を批准していない。海上交易に重要な南シナ海の自由を脅かしている政府もない。だが米国は、中国の人工島建設は軍事基地であると警戒している。

米国は吠えるだけで噛みつかない、と中国は踏んでいた。2012 年に米国は中国支配水域での航行を止めた。スカボロー浅瀬からフィリピンが追い払われ、ベトナムで石油リグを建設したときも、米国は文句を言うだけだった。ところがこの数カ月で米国は切れた。9 月の習近平訪米までは待った。習近平は島を「軍事化しない」とは言った。が、帰国とともにオバマは航行計画を認めた。普通の事態ではないが、かといって大博打でもない。

スービ環礁の領有権はフィリピン、台湾、ベトナムも主張している。米国はそこには関与しない。誰のものであろうが、国連海洋法は「領海」とは認めない。人が住める島の 12 カイリは領海で、200 カイリは排他的経済水域だが、人の住めない岩礁ではそうはいかない。建設前のスービ環礁は、満ち潮時には水面下に没していたのだ。

中国は海洋法を批准しているが、南シナ海ではそれに従っていない。「古代から」中国のものだったと言うだけで、怪しげな「九段線」を主張して海全体を求めている。同時に海洋法の「無害通航権」を盾にとり、中国海軍 5 隻がアラスカの領海を通っている。だったら米国に対して腹を立てるのは理不尽というものだ。が、中国が恥じる様子はない。

海洋法解釈の問題もある。米国は、排他的経済水域でも軍事演習は可能と考え、中国はそれに反対している。中国は、今なら自分たちの解釈を押し通せると踏んでいる。

遅ればせながら米国が中国の恫喝に立ち上がったことで、米国の友邦はホッとしている。何十年も、米国の海洋支配あってこそそのアジアだったのだ。今のところは米国だけが得点を稼いでいる。だがリスクもある。米国が不安定要素と見られること、中国が新たな島の軍事化に踏み切ることだ。それは中国に新たな口実を与えることになりかねない。

<From the Editor> あれから 10 年

久しぶりにテレビに小泉純一郎元首相が出ていると思ったら、今週は何と郵政関連 3 社（日本郵政、ゆうちょ銀行、かんぽ生命）が上場していたのですね。遠い先の話だと思っていた郵政民営化が、重要なマイルストーンを通過したことになります。

2005 年 9 月の郵政選挙の熱狂から 10 年、今となっては世間の関心の薄さが奇妙なくらいです。とりあえず 3 社の株価は好調な滑り出しのようですが、「十年一昔」とはまさにこのこと。月日が流れる早さを思い知らされます。

10 年前と言えば、「姉齒事件」もありました。低価格マンションを実現するために行われた構造計算書の偽装事件で、今年もよく似た「傾斜マンション」問題が起きています。

そこでふと思い出すのは、姉齒事件を受けて 2007 年 6 月 20 日に行われた建築基準法の改正です。第三者機関による構造審査が義務づけられ、建築確認の審査期間が延長されました。しかも構造計算のための新しい計算ソフトが間に合わない、などという行政側の失態も重なった。お陰で翌月から住宅着工件数が大幅に減少し、年率換算で月 120～140 万戸ペースであったものが、いきなり 8 月は 72.9 万戸に落ち込んだ。長年エコノミストをやっている、これだけ急激な変化のグラフを見たことは数えるほどしかありません。

聞けば今回の横浜のマンションは、築 9 年であるとのこと。タイミングから考えると、いかにも建築基準法改正直前の「駆け込み」で杭打ち工事が行われたように思われます。「もうすぐ厳しくなるから、急いで今のうちにやっておけ!」ということですね。今後の中古マンション市場では、「2005 年以前に建てられたものが安心」という新常識が広がるかもしれません。10 年は信頼の目安ということになります。

その一方で、おそらく今回の事件を機にまたまた建築規制が強化されるのではないのでしょうか。そうすると、再び法改正の直前に手抜き工事の駆け込みが増えかねない。何とも不毛ないちごっここというもので、悪名高きヒューザーのマンションだって「3/11」の震災は耐えたわけですから、少し神経質になり過ぎているのではないのでしょうか。

そういえばこの 10 年で、筆者の身の回りでも「セキュリティ」を名目にした「書類仕事」がずいぶんと増えました。こういう変化は、あまり歓迎したくはありませんな。

* 次号は 2015 年 11 月 20 日（金）にお送りします。

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