

Contents *****

特集：アベノミクスは持久戦モードで	1p
<今週の The Economist 誌から>	
”Three-piece dream suite” 「三つ揃えの夢のスーツ」	6p
<From the Editor> 第3次安倍再改造内閣の品定め	8p

特集：アベノミクスは持久戦モードで

参院選（7/10）、東京都知事選（7/31）が終了し、今週は内閣改造と党役員人事が行われて、第3次安倍再改造内閣が発足しました。また、先週は日銀によるETF買い入れ増額などの措置が発表され、今週は政府が28兆円規模の景気対策を公表しました。政治の仕切り直しが済んで、経済対策も新たな段階に進んだということになります。

改めて考えてみれば、アベノミクスは既に4年目です。初期の目標を達成しているかといえば、答えは明らかに「ノー」でしょう。では失敗だったかといえば、それもおそらく答えは「ノー」で、4年も続いている政策はそのこと自体が一定の成功を意味します。

アベノミクスを本当の意味で成功に導くには、何が足りないのでしょうか。4年目以降に向けての課題を考えてみたいと思います。

●The Economist 誌による2つの評価

今週号のThe Economist 誌が、久々に「アベノミクス」をカバーストーリーに取り上げている。今のタイミングであるから、てっきり悪口であろうかと思ったら、意外なことにそうでもなかった。概ね以下のようなことを言っている¹。

- * アベノミクスは、”Overhyped”（宣伝過剰）であるけれども、”Underappreciated”（過小評価）されている。それ以前の政策に比べればずっと成功している。欧州など高齢化に悩む国々への指針としても、日本は注目すべき存在となっている。

¹ カバーストーリーはJBPressで全訳が出ている。<http://jbpress.ismedia.jp/articles/-/47514> 本誌ではFinance and economicsの解説記事の方を抄訳して掲載した。

- * 2%のインフレ目標は達成されていないが、コアコアの消費者指数は 32 か月連続で上昇している。企業は投資や賃上げには消極的で、企業統治が緩いときは金融政策の効果が上がりにくい。賃上げを促す所得政策の採用が必要。
- * 安倍政権は 28 兆円規模の財政出動も行う。日本は巨額の債務を抱えているが、利払い費は、GDP 比で G7 の中で最も少ない。
- * 構造改革は確かに遅れている。雇用制度などにもっと大胆な施策が必要。
- * アベノミクスを失敗と断じるのはたやすいが、景気を刺激するために中央銀行と政府ができることを示している。成功のためには誇張も必要だ。

読んでいて 3 年前の記事を思い出した²。あのときも The Economist 誌はアベノミクスを前向きに評価しつつも、「日本の中国への警戒感」を持ち出して、少々茶化し気味に取り上げていた。そのことは、安倍首相をスーパーマンに見立てた（しかも背後には自衛隊の F15 戦闘機が飛んでいる！）表紙を見れば一目瞭然であろう。

○The Economist 誌と「2つのアベノミクス論」

	<p>2013年5月18日号 “Is it a bird? Is it a plane? No.It’s Japan!” （鳥か？飛行機か？いや、日本だ！） “Abenomics, nationalism and the challenge to China” （アベノミクスとナショナリズム、そして中国への挑戦）</p>		<p>2016年8月5日号 ”Abenomics—What it can teach the world” （アベノミクス—世界への教訓） “Overhyped, underappreciated” （過剰宣伝だが、評価は過小）</p>
---	--	--	---

それから 3 年後の今週号は、日の丸に安倍首相に 3 本の矢、といういささか「ベタ」な表紙となっている。それというのも、この 3 年間で先進国経済はどんどん迷路に入りつつある。長年にわたって、日本経済が経験してきた低成長、低金利、低インフレが、欧米でも幅広く共有されるようになってきた。その中では日本はまだしもうまく対応している方であろう。特に政治に関して言えば、日本は国政選挙で与党がちゃんと勝っている。少なくとも、トランプ現象や Brexit のような「反グローバリズム」「コントロール不能な民意の暴走」とはほとんど無縁である。

そうだとすると、欧米経済から見てアベノミクスは貴重な先行事例ということになる。金融と財政を使った大規模な需要拡大策は、果たしてどの程度の効果を挙げ得るのか。2013 年の時のように、日本経済の実験を他人事とは見られなくなっているのであろう。かくして日本のマクロ政策の成否に、無関心ではいられないということになる。

² 本誌の 2013 年 5 月 24 日号「アベノミクスの虚像と実像」で取り上げている。

●金融緩和は仕切り直して延長戦へ

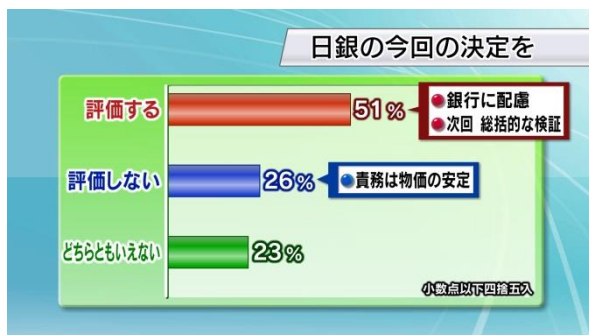
先週 7 月 29 日の日銀の金融政策決定会合は、追加緩和策を決定した。ただし国債買入れ量は増やさず、マイナス金利の深堀りもせず、①ETF の買入れを増やすことと、②民間企業へのドル供給を増やすという 2 点にとどまった。いかにも中途半端に思えるが、次回 9 月会合では黒田日銀下の政策に対する「総括的な検証」を行うとのことである。

ETF を年間 6 兆円買うということは、株を買う安心材料にはなるだろうが、そのことで「物価安定目標 2%」が達成されるとは考えにくい。また Brexit などに伴う不透明性の増大に、安心感を与えることにもつながらない。

案の定、その後は 1 ドル 100 円近辺への円高が進んでいる。ただし株価的にはそれほど下げてはいない。時価総額 500 兆円弱の東証株式市場に対し、「毎年 6 兆円分はかならず買うし、当面売るつもりはない」という参加者が現れたのだから、底値は堅いということなのであろう³。さらに言えば、マイナス金利の深堀りがなかったことで、銀行株が安心しているという面もありそうだ。

個人的には、7 月会合が無理をしなくて様子を見たのは賢明な判断だったと思う。会合直後に行われたテレビ東京の「モーサテ・サーベイ」においては、今回の決定を「評価する」が意外にも 5 割を超えていた。9 月に「総括的な検証」を行うというのもタイミングが良い。異次元緩和が始まってから、3 年半も経過しているからである。

○モーサテ・サーベイ 8 月 1 日放送分



当初のアベノミクスは短期決戦を指向していた。黒田日銀総裁は、量的・質的緩和政策を開始した際に、「2 年で 2%」という物価安定目標を掲げた。2 年間とはとくに過ぎてしまったが、この間には石油価格の大幅な下落があり、今年に入ってから円高も進行している。現在、日本銀行は物価目標の達成期限を「17 年度中」としているが、それでは 2018 年 3 月までということになり、そこで黒田総裁の任期が到来してしまう。

³ 日銀の ETF 購入量はこれまで年間 3.3 兆円のペースで、現在の保有高は約 10 兆円である。

つまりデフレ脱却という課題は、短期決戦のつもりが心ならずも持久戦になってしまった。「心ならずもズルズルと戦線が拡大し…」と言うと、まるで太平洋戦争のように聞こえるが、それはかならずしも失敗を意味しない。The Economist 誌が指摘する通り、エネルギー価格を除いた「コアコア」物価で下落が止まっただけでも成果と見るべきだろう。

わが国における物価下落の基調は、実に 1998 年から始まっている。やはり短期決戦では難しく、「5 年がかりでデフレ脱却できればいい」くらいに考えるべきだろう。逆に言えば日銀は、そろそろ「2年で2%」という看板を下ろした方が良いのではないかな。

●物価・賃金のノルムを変える

幸いなことに、今の日本経済では雇用情勢の改善が続いている。6 月データを見ると、失業率は 3.1%台にまで低下し、有効求人倍率は 1.37 倍となっている。都道府県別で見ると、最低の沖縄県も 1.01 倍と 1 倍を超えている。若者人口の減少も手伝って人手不足が深刻化する中で、近い将来に賃金は本格的な上昇過程に入るはずである。

ひとつのアイデアは、この間に政府が「賃金目標」を設けることであろう。「物価が上昇すれば、やがては賃金も上がるから」という説明は、2 年間の短期決戦ならばいいけれども、5 年間の持久戦では消費者に不安を与えてしまう。「賃金も物価も 2%目標」の方が分かりやすいし、デフレ脱却という目標を官民が共有しやすくなる。

ここで難しいのは、「賃金を上げる政策手段」が乏しいことである。この問題については、先週の日経新聞・経済教室の「物価はなぜ上がらないのか」シリーズが参考になる。

- 「価格据え置き」慣行脱却を (7/25) 渡辺努東大教授：物価・賃金の変化率には、皆が「そういうものだ」と思っている「ノルム（習慣・規範）」があり、今の日本では「価格据え置き」がノルムになっている。そのことは企業の意欲を失わせてしまう。
 - これを変えるために、「賃金ターゲティングを導入するなどの対応」を提案しているが、具体的にどういう指標を使うかが難しい。
- 進めぬ賃上げが足かせに (7/26) 早川英男氏：日本企業が「稼ぐ力」に自信を無くしている点が問題。ゆえにパートやアルバイトの時給は前年比 2%前後まで高まっているのに、労働組合の賃上げ要求は及び腰で、正社員の賃金が上がりにくくなっている。
 - 賃金に直接影響を及ぼす政策手段は限られており、「やはりここ 2~3 年、安倍政権が官民対話などを通じて試みてきた、企業に賃上げを求める「逆所得政策」を一層強めていく方法が主役になろう」と結論している。

つまり賃上げを起こすためには、企業と組合と従業員のマインドセットを変える（ノルムを元に戻す）という地道な作業が必要になる。これではやはり、デフレ脱出は持久戦になると覚悟するほかはあまい。

仮に「ヘリコプター・マネー」のような実験的な政策によって、一気に景気が良くなってデフレが終わるのならまことに好都合である。ただしデフレ脱却は、一打逆転を目指すのではなく、物価と賃金に関する日本人の常識をじわじわと変えていく（というよりも元に戻していく）作業になるのではないだろうか。

重要なのは、賃金と物価がともに上昇するようになるまで、景気の腰折れを慎重に回避することであろう。その意味では、今回の補正予算の重要度は高い。小さ過ぎて失敗するくらいなら、大き過ぎる方が良いということになる。

●財政政策と成長戦略にも工夫を

その点で今回の経済対策は、事業規模は 28 兆円と十分に大きいのだが、真水 6 兆円、うち 2 兆円は来年度分、といういささか旧式な手口である。リニアの大阪延伸計画を最大 8 年間前倒しするために、財投資金 3 兆円を投入するという計画も、いかにも筋が悪そうだ⁴。低所得者向けに 1 万 5000 円を配布するというのも、たぶん貯蓄に回ってしまうのではないかと。全体に「心のこもっていない景気対策」の感を否めない。

せっかく財政を使うのであれば、民間投資を誘発するような「テーマ」が欲しいところである。例えばツーリズム整備をテーマにするなら、クルーズ船寄港のための港湾整備や整備新幹線の建設加速と行ったハード面だけではなく、「民泊の整備」「文化財保護」といったソフト面に切り込むと、新たな需要を開拓することができるのではないだろうか。

何しろこの国には、民間の資金は十分に足りているのである。それが動かなくなっていることが問題であって、その分まで政府が出そうとするといくらおカネがあっても足りなくなってしまう。財政資金はあくまで「呼び水」であるべきだろう。

民間投資と言えば、ソフトバンクによる英半導体大手 ARM 社の買収が話題になったところである。3 兆円という投資額にはさすがに驚いたが、これほど端的に IoT という分野の重要性と将来性を伝えるニュースはないだろう。孫正義社長の「賭け」が成功するかどうかはさておいて、こういうアニマルスピリッツを有する経営者がもっと多ければ、「投資が少ない」などということはないだろう。

ところが今や多くの企業では、議論のための議論に時間が費やされている。IoT、ビッグデータ、人工知能 (AI)、フィンテックなどといった Buzzwords が並んだ分厚いパワーポイント資料——まるっきりおカネの匂いがしない、リアリティのない紙の束がしきりに飛び交っているのではないだろうか。

成長戦略に関する議論ばかりが飛び交って、肝心の投資や行動につながらないという点も、今の日本経済の深刻な病状だと思うのである。

⁴ 奈良ルートを通るといふ点に不穏なものを感じている。リニアの工事中に歴史的遺産を掘り当ててしまったらどうするのだろうか？

<今週の The Economist 誌から>

”Three-piece dream suite”

「三つ揃えの夢のスーツ」

Finance and economics

July 30th 2016

*今どき貴重な海外メディアによるアベノミクス肯定論。そういえば“**The Economist**”誌は、もともと日本はリフレ政策をと主張していたのでした。長文です。

<抄訳>

日本は本来、大言壮語する国ではない。少子・高齢化だし、デフレだし、不満も多い。それでも威張っていい分野がある。例えば「ロボット大国」だ。サイバーダイイン社の「ロボットスーツ」を身に纏えば弱さは克服できる。日本は衰弱する一方ではないのだ。

2012年に政権に復帰してから、安倍首相は金融緩和、財政出動、構造改革というスリーピースのスーツを日本に着せた。今では力強い成長と物価上昇で名目 GDP 600 兆円を目指すとしている。経済の再生は、日本の安全保障と国際的な地位を向上させることになる。

インフレはいまだ目標に達せず、経済は脆弱で再度の消費増税に耐えない。今週、安倍は 28 兆円の補正予算（真水は少ない）を約束した。本誌発行後には追加緩和もあるだろう。改革も遅々とはあるが進んでいる。7月10日の参院選で与党は勝利している。

外国人の間では、アベノミクスは終わったと見る声が多い。金融と財政を使って人気を買っただけで、狙いは憲法改正や集団的自衛権といった保守的な目標にあったと。ただし動機はさておいて、経済再生を目指す安倍の決意に嘘はない。2012年時点ではデフレは不可避であり、円高は止まらず、日経平均は1万円以下だったことを忘れるべきではない。

アベノミクスはコア指数でデフレを終わらせ、企業業績を改善し、雇用情勢を改善した。2013年時点で、日本が TPP に調印すると誰が予測したことだろう。安倍首相は財界の反対をもものともせず、株主の力を強めるコーポレートガバナンス改革も実施している。

根強いデフレ心理を破るためには、ある種の誇張も必要であった。2013年春に就任した黒田日銀総裁は、同行の敗北主義的な過去を否定した。インフレ目標 2%を掲げ、大規模な資産購入に打って出た。金融市場はこれに反応して円安・株高に向かった。ビザの発給緩和も手伝って、外国人観光客が日本に集まった。去年は約 2000 万人が訪日している。

2015年9月までに 2/3 の商品で物価が上昇した。カゴメのケチャップは 25 年ぶりの値上げを行った。生鮮食品とエネルギーを除いた物価は 32 カ月連続で上げている。

マイルドなインフレは画期的だが、日銀の公約ほどではない。2%に達するのは 2018 年度中とされている。緩和で借入れと支出が増え、景気拡大で雇用が改善すれば賃金が上がって物価も上がるはずであった。ところが消費と投資は思ったほど活発になっていない。

エコノミストの間には不安が広がっている。日銀は既に国債の 1/3 を保有し、2018 年末までには 55%に達するという。今年銀行へのマイナス金利も導入した。これで消費者心理は冷え込み、銀行の収益性と金融市場の取引が悪化すると怒りを呼んだ。さらなる円安も考えにくく、欧州銀行不安と Brexit でむしろ円高・株安を招いている。

それ以外は狙い通りになっている。労働人口は 350 万人減少しているのに、雇用者数は 150 万人増加。パートタイムが多いので平均賃金は低い、総雇用者所得は上昇している。

賃金の基本は、中央銀行ではなく生活費である。エネルギー価格の下落が止まり、物価が上昇し始めると、労働組合は賃上げ要求を強めるはずだ。インフレの未来は、金融市場における期待の低下と、労働者の期待の綱引きの結果で決まるのかもしれない。

日銀にはまだまだ手段が残っている。年金や生保は国債を売りたがらないが、値段を上げればよい話だ。社債や株といったリスク資産を買う手もある。ただし拙速で導入したマイナス金利は成功していない。銀行は預金者への転嫁に消極的である。それでも政策は定着しつつある。銀行は住宅ローンを競っており、このことは住宅需要を喚起し、借り手の懐を潤す。預金者向けともかく、企業の預金にマイナス金利を課すことはあり得るだろう。

金融政策が決定打でなければ、残念ながら財政の出番となる。2014 年春の消費増税は家計消費と住宅投資にダメージを残した。金融政策で補うことはできなかった。日本の公的債務は GDP 比 250%もあるのだが、安倍は一層の財政刺激策を選択した。ただし政府保有資産を併せるとネット債務は 130%だ。**低金利のお蔭で金利支払いは G7 でも最少**となる。

政府借入が多過ぎると民間の借入が排除される。その結果は高金利とインフレとなる。しかし日本でクラウドファンディングアウトは起きていない。むしろ民間が借りてくれないから、政府が借りている。**政府抜きでは、日本は悲惨な需要不足に陥る**だろう。財政支出は必要かつ安上がりだ。政府が敢えて負債を増やし、中銀が国債を買ってマネーに換える。これは「ヘリマネ」に似ている。黒田はその可能性を否定したが、心変わりするかもしれない。

日本企業が出動してくれれば刺激は不要となる。官邸は不満を隠さない。**世界で最もプロビジネス政治を行っている**のに、企業は賃金も投資も増やしてくれない。安倍は株主がより強くなるようにとガバナンスコードを導入した。2012 年に社外役員を持つ主要企業は 2/5 に過ぎなかったが、今ではほとんどに普及した。ROE は 5.8% (12 年) から 8.2% (14 年) に上昇した。政府にはまだ、内部留保に課税するという手が残されている。

安倍政権は労働市場、移民、教育、電力、農業、女性活躍、医薬支出などの改革を約束している。経営者は歓迎しているが、安倍チームは外国人投資家の期待を過度に高めてしまっている。ただしそこまでの期待は果たされていない。**良く言っても漸進主義で、小泉純一郎流の果敢さではない。**いくつもの戦線で部分的な進歩を目指す手法である。

有権者はそのことを理解し、再び安倍に選挙で勝利を与えている。雇用の改善と社会の安定により、日本はそこまで切羽詰ってはいない。シングルマザーや非正規労働者、貧困家庭といった弱者の声は、まだそれほど高まっていない。**日本は改革ではなく改善を目指す**のであろう。

(以下、労働改革、女性活用、外国人参加などに関する記述が続くのですが、あまりにも長文となるのでこの辺で止めておきます。あしからず)

<From the Editor> 第3次安倍再改造内閣の品定め

参院選と都知事選が終了し、今週は内閣改造と党役員人事が行われました。とりあえずの感想をメモしておきましょう。

- * 幹事長は、財政再建派の谷垣禎一氏から積極財政派の二階俊博氏へ。今回の人事でいちばん大きな変化でありましょう。補正予算が 28 兆円に膨れ上がったのも、剛腕幹事長のご威光ではないでしょうか。
- * 目玉人事は稲田朋美防衛相。かつての自民党には、「将来、首相を目指す政治家は早めに防衛庁長官」という法則があつて、中曽根康弘、金丸信、加藤紘一などの先例があります。女性初の総理を目指すに相応しいポストといえましょう。ちなみに女性初の防衛大臣となった小池百合子現・東京都知事は、わずか 55 日間で辞任しています。
- * 派閥の領袖である岸田文雄外相は、党三役への転身を望んだようですが留任となりました。岸田外相&安倍首相のコンビは、日本外交にとって「当たっている 3 番と 4 番打者」。外交日程が山積している中で、さすがに打順を変えられなかった模様。
- * 石破茂氏は閣外に去りました。もっと早くそうしておけば良かったのに、と思います。今回、石破派からは山本有二氏が入閣。かつて自民党の野党時代には、安倍さんと石破さんを誘って 3 人で座禅を組んだ仲だとか。微妙な人事ですよ。
- * 山本大臣が 3 人も居る、というのが面白い。環境相が「公一さん」、農相が「有二さん」、地方創生相が「幸三さん」。兄弟でもなんでもないですが、選挙区も愛媛県と高知県と福岡県と近いんです。閣議では苗字で呼んでももらえないかも？
- * 北海道、東北出身の大臣は金田勝年法相の一人だけ。今回、遠藤利明五輪相が交代となったのは、山形県で自民党参院選候補が大敗したからで、東北で唯一、自民党が勝った秋田県から新しい大臣が登用された——と考えるのは意地が悪いのでしょうか？
- * もともと安倍内閣の地域バランスは西日本偏重なのです。安倍首相が山口、麻生副総理が福岡、岸田外相が広島、塩崎厚労相が愛媛、加藤 1 億総活躍相が岡山、高市総務相が奈良。党役員も高村副総裁が山口、二階幹事長が和歌山、細田総務会長が島根ですからねえ。あとは神奈川県選出の菅官房長官がワンポイントとなっています。

全体としては地味な内閣だと思います。派閥均衡型で、信賞必罰で、入閣待望組を適度に取り込みました。ただし地域バランスは西高東低。平均年齢も高いので、あまり人気が出るような感じではないと思います。

さっそく 8 月 3-4 日分の世論調査が出ていますが、読売新聞の内閣支持率が 55% (前回比+2P)、毎日新聞で 47% (前回比+3P) と微増のようでした。もっとも選挙はしばらくないと考えれば、敢えて人気を求める必然性も乏しいわけですが。

今回の人事を見ているうちに、あることに気がつきました。新しい党三役はカジノ解禁に積極的な人ばかり。細田博之総務会長は IR (Integrated Resort) 議連の会長さん。地方創生担当相の山本幸三さんは同副会長。以前は、「ギャンブルは大の苦手」の谷垣幹事長が重しとなっていたそうですが、今後は IR 法案の再浮上があるかもしれません。

この内閣、実はカジノ解禁シフトなのかも？ 個人的には楽しみに感じています。

* 次号は 2016 年 8 月 26 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