

Contents *****

特集：アベノミクスの7年8カ月を振り返る	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”After Abe” 「ポスト安倍の日本政治」	7p
<From the Editor> 商社株は買えるか？	8p

特集：アベノミクスの7年8カ月を振り返る

先週金曜の8月28日、安倍晋三首相が記者会見で辞任を表明しました。その4日前に、佐藤栄作首相の歴代最長政権記録を上回った直後のことです。何とも長かった安倍内閣の7年8カ月、本号では、その間の日本経済を振り返ってみたいと思います。

2012年12月の総選挙に勝って、安倍氏が2度目の首相登板を果たした直後はまことに華々しかった。「アベノミクス」という言葉に、日本経済は一気に活気づきました。だが当時の雰囲気は、今では思い出すことさえ難しい。何しろその先が山あり谷ありで、最後は「ウイズコロナの経済」という難問まで加わったわけですから。

本誌の結論は、アベノミクスは「株価」でも「三本の矢」でもなかった。その本質は「8年近く続いたプロ・ビジネス政治」にあった、というものです。

● アベノミクスは株価を上げたか？

第2次安倍内閣が発足していわゆる「アベノミクス」が始まり、強烈な勢いで円高是正と株高が進んでいた頃、本誌2013年1月25日号(vol.511)「私家版・アベノミクス批評」では、今読み返すとわれながらヒドイことを書いている。

冒頭、「レーガノミクス」や「オプチノミクス」を引き合いに出しながら、「××ミクス」という言葉が誕生するのはこういうときなのだと書いている。

レーガンは俳優出身であったし、小渕首相は自虐的なジョークが似合う人であった。安倍首相もどちらかといえば経済より外交・安全保障政策の人である。逆に経済に強そうな人、例えば「ミヤザワミクス」や「タケナカミクス」といった言葉は成立しにくい。軽く揶揄するような気持ちがあるときに、「××ミクス」は成立するのであろう。

これでは安倍さんの経済政策は頼りない、と言っているようなものである。しかるに「アベノミクス」は2013年の流行語大賞ベスト10に選ばれ、ついに8年後の今年まで続いた。

こんなに長く続いた「××ミクス」は稀有であろう。

一方でこれだけ長くと、国民の側もすっかり飽きてしまい、「アベノミクス」という言葉を使わなくなってしまう。7年8カ月とはそれくらい長い時間である。

○第2次安倍内閣以降の株価の推移



しばしばアベノミクスは「株高」とともに語られる。ときには「株価は上がったが賃金は上がらず、格差が拡大した」との批判もある。ただし8年近い任期の中では、株価はさまざまに変化するものだし、海外の影響も受けやすい。極端な話、今では「日本の株式市場は前日の米国株次第」という評価もある。

上記の通り日経平均の推移をみると、株価が上がったのは政権発足からほぼ2年半のことである。安倍首相は2013年3月に黒田東彦氏を日本銀行総裁に指名し、その下で大胆な金融緩和が実施された。その結果の円高是正と株高が鮮烈な印象を与えたわけだが、狭義のアベノミクスとは「リフレ政策」のことであった。しかし金融政策は日銀の専権事項であるし、その後は「マイナス金利導入」などもあり、今やほとんど評価不能になってしまっている。ということで、「株価」からアベノミクスを語るのはやや無理があると言えよう。

ただし、小泉純一郎首相の「株価に一喜一憂しない」という超然主義と比較すると、安倍首相が「常に株価を気にしていた」ことは間違いない。2013年末の日経新聞主催「エコノミスト懇親会」では、安倍首相は国会審議を抜け出してきて挨拶した。来年の株価を予測するのが恒例のこの会で、前年の株価予測はわずかに日経平均1350円の上昇であった。

「今日の株価は1万5000円。6000円も上がったじゃないですか。『倍返し』じゃなくて、5倍返しですよ」と誇らしげに語っていた姿は忘れがたい。

「倍返し」はこの年の流行語大賞で、TBSドラマ『半沢直樹』が絶大な人気を有していた。奇しくも番組が復活したその時期に、アベノミクスは終焉を迎えることとなった。

● 「三本の矢」の真意は「ハト派の経済政策」

2013 年当時は、けっして株価だけが上がったのではない。実体経済も目覚ましく改善した。そのことは、当時の月例経済報告の基調判断を振り返ってみるとよくわかる。

○内閣府「基調判断」の推移

12 月	景気は世界景気の減速等を背景として、このところ弱い動きとなっている (→)
2013 年 1 月	景気は弱い動きとなっているが、一部に下げ止まりの兆しもみられる (↑)
2 月	景気は一部に弱さが残るものの、下げ止まっている (↑)
3 月	景気は一部に弱さが残るものの、このところ持ち直しの動きがみられる (↑)
4 月	景気は緩やかに持ち直している (↑)
5 月	景気は緩やかに持ち直している (→)
6 月	景気は着実に持ち直している (↑)
7 月	景気は着実に持ち直しており、自律的回復に向けた動きもみられる (↑)
8 月	景気は着実に持ち直しており、自律的回復に向けた動きもみられる (→)
9 月	景気は緩やかに回復しつつある (↑)
10 月	景気は緩やかに回復しつつある (→)
11 月	景気は緩やかに回復しつつある (→)
12 月	景気は緩やかに回復しつつある (→)

なんと 12 カ月のうち、7 回も上方修正されている。ただし 2014 年 4 月の消費税増税とともに、この勢いは急変することになる。

アベノミクスについては当時、「3 本の矢」という説明がされていた。すなわち、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を誘発する成長戦略、というパッケージである。「広義のアベノミクス」は、これで説明することができよう。しかるに本誌 2013 年 4 月 5 日号 (vol.516) では、筆者はまたまたこんな辛辣なことを書いている。

思うに「三本の矢」というのは、批判を浴びにくい上手な表現である。第一生命経済研究所の熊野英生氏は、「アベノミクスは和洋中・豪華ディナーセットのようなもの。誰でも好みの料理がひとつは入っているから反論しにくい」と評している。なるほど、リフレ派は日本銀行のレジームチェンジに拍手を送り、ケインジアンは補正予算の成立に満足し、新古典派は成長戦略が入っていることで自らを納得させている。世にいうアベノミクス論争とは、ほとんどがリフレ政策の是非をめぐるものであって、この「三本の矢」が間違っているという声は筆者も寡聞にして聞いたことがない。

何でも入っているということは、理念や特色がないということでもある。ただし今から考えてみると、「外交安保政策ではタカ派だが、経済政策ではハト派」というのが安倍内閣の基本路線で、このことは最後までブレなかった。金融政策と財政政策は常に緩和気味で、最後の成長戦略は切り込み不足の感が強かった。特に規制改革は進まなかった。そのことは凶らずもコロナショックにより、「政府がいくら旗を振っても、PCR 検査が増えない！」といった形で印象付けられることとなった。

● アベノミクスの本質は「プロ・ビジネス政治」

アベノミクスという言葉を、「再登板以降の安倍内閣の経済政策全般を指すもの」と捉えるなら、その最大の特色は「プロ・ビジネス政治を8年近くも続けたこと」であろう。

その前の民主党政権時代、企業経営者は「経済6重苦」を嘆いていたものだ。①超円高、②法人税、③FTAの遅れ、④高い電力価格、⑤労働規制、⑥環境規制の6点である。これらがすべて安倍時代に解消したわけではないが、とりあえずすっかり忘れ去られていることは、経済界としてご同慶の至りである。

安倍内閣は、任期中に2度も消費税を上げている。しかもこの間に法人税を下げている。日本経済の国際競争力向上を目指すためには、そうすることが賢明な選択であった。とはいえ、普通はそんなことをすれば「金持ち優遇」の批判を受けて、選挙に負けるはずである。それでも国政選挙で6連勝した、というのが安倍内閣の強みであった。

税制における「直間比率の是正」という長年の課題は、今やほとんど達成されていると言っている。その結果、何が起きたかという歳入の安定である。新型コロナウイルスさえなければ、令和2年度予算（政府原案）は史上最高の歳入を見込んでいた。安倍政権下で財務省は何度も煮え湯を飲まされた、とはよく言われることであるが、彼らは「手中の一羽」はしっかり確保していたのではないかと思う。

安倍内閣はまた一貫して「グローバル路線」であった。特にFTA政策では、顕著な成果を挙げている。

首相にカムバックした直後、2013年2月に訪米した安倍首相は、オバマ大統領との首脳会談でTPP交渉に途中から参加する承諾を得た。この時点では、「迷惑な国が入ってきた」との印象もあったはずである。ところがトランプ政権下で米国が抜けてしまうと、残った11か国をまとめてCPTPPをまとめ上げる中心となったのは日本であった。日EU経済連携協定も成立し、今年1月には日米TAG協定も発効している。今や日本は、貿易自由化交渉にもっとも積極的な国の一つと目されるほどになっている。

インバウンドの伸びも目覚ましかった。2011年の訪日外国人客数は621万人。これが2019年には3188万人になった。実に5倍増である。このことは伸び悩む国内消費の救世主となった。問題は2020年が大激減になってしまったことで、今年1～7月の合計はわずかに395万人である。「ウィズコロナ時代の観光立国はどうあるべきか」——これはポスト安倍政権が背負う大いなる課題ということになる。

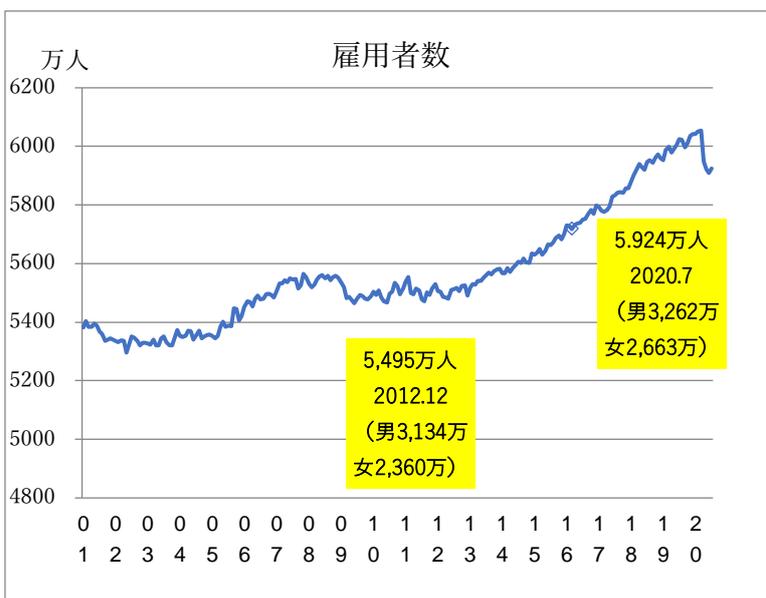
経済界から見た場合、安倍内閣は基本的にありがたい政権であった。東京五輪の誘致でもインフラ輸出の後押しでも、政府が先頭に立ってくれた。一方で「春闘における賃上げ要請」や「コーポレートガバナンス改革」にみられるように、積極的に企業経営に口を出す政権でもあった。ひとこと言えば「ハンズオン」であり、「政府は何でもできるし、やらなければならぬ」という姿勢であった。もっとも昨年7月の「対韓国輸出規制」などは、政治目的による民間取引への介入だったのであるのではないかと筆者は受け止めている。

ともあれ、「プロ・ビジネス政治」といい「グローバル路線」といい、当今は国民の支持を得にくい方針である。それでも安倍内閣は、安定政権で長期間にわたって実践してきた。アベノミクスの意義といえ、その一点に尽きると言えよう。

● 雇用者数が増え続けた 8 年間

それでは、なぜこの間の政治は安定していたのか。ひとつの理由として、安倍政権下の日本経済は人口減少下にもかかわらず、雇用者数が増加し続けていたことを指摘できよう。

政権発足時の 12 年 12 月は 5495 万人だったが、今年 7 月は 5924 万人である。ちなみにコロナ感染が広がる以前は 6000 万人を超えていた。



男女比を見ると、男性の雇用者数が約 100 万人増えた一方で、女性は約 300 万人増えていることがわかる。これは簡単な理屈で、失業率が 2% 台まで低下すると若い男性はほとんどリザーブがなくなってしまう。ゆえに雇用増のほとんどは、高齢者が退職時期を遅らせることと、女性の労働参加が増えることでもたらされた。安倍内閣が掲げた「一億総活躍社会」や「女性活躍社会」、さらには「働き方改革」といったお題目は、こうした実態を反映したものであったことを指摘しておきたい。

もっとも、増えた雇用の多くは賃金が低い職種であるから、平均値やメディアン(中央値)の賃金は低下することになる。他方、一部の業界では突出した賃金上昇も起きるので、当然のことながら「所得格差の拡大」が起きる。もっとも同様の現象は全世界的に起きており、それを「アベノミクスによる弊害」と呼ぶのは適当ではないだろう。

差し迫った問題として、新型コロナの発生以降、雇用者数は既に今年 3 月のピーク時から既に 130 万人も減っている。コロナ禍によって、観光業や外食産業など「対面のサービス業」が受けている打撃はそれほど深刻である。

ポスト安倍政権は、おそらく「プロ・ビジネス政治」と「グローバル路線」を継承するだろう。自民党総裁選挙という形で次期首相が選ばれるからには、その点は安心していいだろう。つまり「アベノミクス路線はこのまま続くということになる。

ただしそのためには、次期政権が雇用の減少を食い止めなければならない。そうでない場合、民意は「アンチ・ビジネス」を掲げる政党に向かう恐れがあると言えよう。

● アベノミクスが世界に教えること

日本では、「リフレ政策」としてのアベノミクスはほとんど忘れられているけれども、海外における関心は高いようである。

なんとすれば、以前は「低成長、低インフレ、低金利」の日本経済は特殊なケースだと思われていた。ところがアフターコロナの先進国経済は、軒並み「日本化」してしまった。となれば、アベノミクスという実験は彼らから見て貴重な先行事例となる。

以下は、9月2日付のFT オピニオン欄に掲載された Robin Harding 氏の”Six Abenomics lessons for a world struggling with Japanification”（日本化と戦う世界へのアベノミクス6つの教訓）から。アベノミクス（リフレ政策）自体は成功とはいえないが、他国はここから学ぶことができるという。

以下の6つの教訓は「言われてみれば、なるほどごもっとも」。特にコロナ下で、世界的に「事実上のMMT」が行われている現状を鑑みると、(2)と(5)の指摘は心に刺さるものがある。アベノミクスは、もっと徹底してハト派であるべきだったのかもしれない。

1. Lesson one is that monetary policy works.
✓ 金融政策は効く。量的緩和で円高を止めることはできたし、企業業績も回復した。
2. Lesson two is that weak economies cannot handle tax hikes.
✓ それでも脆弱な景気で2度の消費増税はきつかった。
3. Lesson three is that credibility is everything.
✓ 信認がすべて。黒田総裁の目標未達によって日銀への信認は失われた。
4. Lesson four is that you cannot rely on expectations alone.
✓ 期待だけでインフレはもたらせない。FRBもご用心あれ。
5. Lesson five is that stimulus does not cause problems with public debt.
✓ 財政拡大は、かならずしも政府債務問題を招かない。経済が強くなる前に財政を引き締めてはいけない。
6. Lesson six is the limits of a growth strategy.
✓ 成長戦略には限界がある。安倍首相の構造改革は不十分だったが、電力市場自由化、インバウンド拡大、農協改革などの実績はある。それでも日本の人口減少を考えれば、経済を拡大する唯一の手段は大規模移民の受け入れだろう。

<今週の”The Economist”誌から>

”After Abe”

「ポスト安倍の日本政治」

Asia

August 29th, 2020

***本稿は、8月28日の安倍首相退陣表明の直前に公表されたものです。The Economist 誌の見解は「次期首相は大変だ」。まあ、それは誰が見てもそうでしょう。**

<抄訳>

8月24日は安倍晋三の祝日だ。首相在任が連続2799日目となり、大叔父の佐藤栄作を超えて史上最長の政権となる。ところがこの日、安倍氏は慶応大学病院で診療を受けた。

健康状態は安倍氏の宿痾である。潰瘍性大腸炎により、最初の首相登板はわずか1年で終わった。新薬が症状を抑えてくれて、2012年に再登板できた。しかしここ数カ月、健康状態が懸念されている。TBSによれば、4月に18秒かかった距離を今は21秒で歩くという。

周囲はパンデミックによるストレスを認めている。党総裁として、最後の3期目の任期は来年9月で終わる。同時期に総選挙も予定されている。8月26日に菅官房長官が「ポスト安倍」論は時期尚早だと述べた。だが「党内は血の匂いが満ちている」と某側近は語る。

首相後継には3通りある。もし安倍が緊急入院した場合は、麻生太郎副首相が暫定首相となる。安倍氏が辞任した場合は、自民党が残りの任期を務める者を選出する。党規では、普通の黨員投票を抜きにした議員間による緊急投票を認めている。あるいは安倍が任期いっぱい務める可能性。内閣改造を行い、主導権を取り戻すための解散・総選挙もあり得る。

不透明性はこれに留まらない。2つの野党、立憲民主党と国民民主党は今月、合流を宣言した。彼らの支持は弱く、与党を脅かすほどではない。だが、自民党は早期解散の誘惑に駆られるかもしれない。忘却の彼方の東京五輪に、安倍氏がまだ望みを託しているからだ。

また11月にトランプ再選となれば、安倍待望論は高まるだろう。今はコロナのせいで景気も下り坂で、第2四半期GDPは前期比7.8%減。安倍氏の支持率は34%と、今の任期では最低水準だ。今のうちに後継者を指名する方が、影響力を維持できるとの声もある。

意中の人は岸田文雄とみられている。有能で穏健だが、目立たない人物だ。石破茂は安倍批判を展開するが、国会議員の支持は少ない。官僚機構を差配するなら菅氏だが、外交経験に乏しい。逆に河野太郎防衛相や茂木俊充外相は野心を有するものの、穴馬認定か。

彼らにさほどの違いはない。岸田氏は安倍路線を継承するが、より中道的で憲法改正に熱心とは思われない。石破氏は金融・財政政策でより正統的であろうとするが、コロナ下で選択の余地は乏しい。菅氏は地方分権に意欲的だ。河野氏は異端者の役どころで、反原発や女系天皇論をぶつ。究極的には、候補者の個性と派閥の足し算が肝心で、政策論ではない。

誰が安倍氏を継ぐにせよ問題は山積している。巨額の財政赤字、人口減少、冴えない経済。なおかつ彼は巨大な権限を行使した。意思決定を官邸主導にし、NSCを作って官僚から権限を奪った。荒れ狂う世界においては、強い首相が必要だ。自民党を管理することももちろん大切だ。問題は安倍自身、そしてその後継者が、党に睨みを利かせられるかなのである。

<From the Editor> 商社株は買えるか？

今週駆け巡ったニュースに、「あのウォーレン・バフェット氏が日本の商社株を購入」がありました。業界関係者としては嬉しい話ですが、やや複雑な思いもあります。

筆者が日本貿易会の運営委員を務めていた頃に、何度この議論が出たかわからない。とにかく外国人投資家は商社株を評価してくれない。いつも言われるのは、「いろんな事業をやり過ぎている」「事業内容が理解できない」「儲かることだけやって、損な事業は切り捨てるべし」。それはまあ、市場の論理としてはその通りなのです。

しかるに商社業界は、2000年前後の暗黒の時代をくぐり抜けている。「インターネットで中抜き時代だから、もはや存在意義なし」と言われ、「借金が多過ぎて財務体質が悪過ぎ」「選択と集中をやるべし」「ノンコア・ビジネスを切り捨てよ」などと市場からせつつかれて、これはもうアカンと何度も観念したものです。なぜ今でも生き残っているかといえ、それは「総合」商社だったから。そうとしか考えられません。

「儲かる事業だけやって、損する事業はやらない」のは確かに理想だけれども、一方で企業は「将来性のある赤字事業」を育てておく必要がある。だから、社長が把握しきれないくらいの事業をいつも抱えている。外から見たら不合理に見えるかもしれないけれども、それで生き残ってきたのだから、これからもそれでいくしかない。「市場の言うことを聴いて確なことはない」「株式アナリストは何もわかっていない」と開き直すしかありません。

そしたらバフェット氏が、「上位5社の株を5%ずつ」というまことに芸のない買い方をしてくれました。要は「どの商社に将来性があるか、なんてどうせわからない。だったらまとめてバスケットで買って置く。どれかがダメになっても、他が生き残ってくれるだろう」。これってまさしく「総合」でリスクをヘッジする考え方ですね。

今の商社株は典型的なバリュー株。バフェットさんが円債を発行して得た低利の資金を、例えば三菱商事株に投資すれば今なら5%で回る。そして日本経済は人口減少で先行きが暗くても、商社は主に海外で稼いでいるわけだから、キャッシュフローは続くだろう。まことに知恵者がやることではありませんか。

一方で、90歳のお誕生日を迎えたバフェットさんはもはや「ただの人」になっていて、米国の銀行株を売ったカネで日本の商社株を買うなんてヤキが回っている。あるいは米国の株価はさすがに高くなりすぎて、利益を確定したくても今は「おカネの置き場所に困る」時代。とうとう買うものがなくなって、以前は「闇鍋」だと思っていた日本の商社株に手を出した。いよいよ相場は終わりが近いかもしれない…という可能性も考えられる。

と思ったら、9月3日のニューヨークダウは807ドルの急反落。特にこれまで快進撃を続けてきたナスダック市場が5%の下落だそうです。変だ、変だと言われてきたコロナ下の株高が、そろそろ本格的な調整期を迎えているのかもしれません。あな恐ろしや

* 次号は2020年9月18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にてお願いします。

〒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