

## 太陽グラントソントン

### エグゼクティブ・ニュース

#### テーマ：アベノミクスと今後の日本経済

執筆者：みずほ総合研究所 常務執行役員調査本部長チーフエコノミスト 高田 創氏

#### 要旨（以下の要旨は1分10秒でお読みいただけます。）

昨年（2014年）の衆議院総選挙で自民党が大勝し、安倍政権が信任されました。これを受けて安倍総理は、今年の年頭所感で「アベノミクスをさらに進化させます。」と述べています。

そのアベノミクスを肯定する立場から、著名なエコノミストとしてご活躍されているみずほ総合研究所・常務執行役員チーフエコノミストの高田創氏にアベノミクスの評価と共に来年度(2015年度)の日本経済について解説して頂きます。

先ず、日本経済は2年前からのアベノミクス「第1の矢」の金融緩和効果と「第2の矢」の機動的な財政出動から、大幅な株価上昇、為替円安が進行しました。この結果、円高と資産デフレと言う氷河期から脱し、雪解けの時代を迎えたとされます。「アナと雪の女王」の雪の世界から段々と陽が射す季節になってきた訳です。

この間、円安については、国内販売を主とする中小企業にとっては仕入れコスト上昇に悩むデメリットがありますが、これに対しては手取りの増加で儲かっている輸出大企業からの円安差益の還元により、言わばお湯の寒暖の差を均すことで対応すべき、とされます。また、為替相場の水準については、今までの1ドル80円台の水準自体が行き過ぎだったのであり、緩やかに進行するのであれば140円台でも問題ない、とされます。円安効果で、企業が生産拠点を海外から国内へと回帰を図れば、雇用の増加にもつながります。

一方、黒田日銀の唱える2%の消費者物価上昇目標については、大幅な原油安から達成は難しそうです。安倍内閣では目下、「第3の矢」である成長戦略を推し進めようとしています。構造改革が期待されるTPP(環太平洋経済連携協定)交渉などのほかは、あまり目立った施策が見当たらないようです。また、消費増税先送りでの財政赤字による長期金利上昇の火種が残された、などの課題があります。

ただ、①株高と円安、②消費増税先送りでの財政出動、③原油安、のトリプルメリットの享受から、実質成長率は今年度(2014年度)の△0.6%から一転して2015年度は2.4%とプラスを実現するものと見込まれます。アベノミクス効果で企業家の心理が雪解けに向かえば、日本経済の先行きが明るいものとなることが期待される、と結ばれています。



## テーマ：アベノミクスと今後の日本経済

みずほ総合研究所 常務執行役員調査本部長チーフエコノミスト 高田 創

### 1. アベノミクスの成否

昨年（2014年）12月の衆議院総選挙で安倍内閣が信任され「アベノミクス」が継続されることになりました。今年の年頭所感で安倍総理は「アベノミクスをさらに進化させてまいります。」と述べています。

それでは、アベノミクスは「成功した」あるいは「成功している」と言えるのでしょうか？

筆者は、アベノミクスはここまでは「成功している」と考えています。現在の第2次安倍政権が発足した2年前の2012年12月から株価は約7割の上昇（2012年12月末10,395.18円→2014年12月末17,450.77円）になっている他、為替も「第1の矢」の金融緩和効果から大幅な円安（同86.31円→同119.81円）になっています。バブルが崩壊した1990年代以降は円高と資産デフレで氷河期とも言うべき時代でした。こうした中で企業は寒さの中で生き抜くために人件費を減らすリストラを断行、販売価格を上げずに財務諸表を圧縮し、国内に施設を持たずに生産拠点を海外に移しました。昨年ヒットした映画で言えば、「アナと雪の女王」の「雪」の世界にこもっていた訳です。



### 2. 成功の理由

アベノミクスがこのような円高と資産デフレから脱却し、雪を溶かし始めた効果は大きいと考えます。20年間に及ぶ景気停滞で企業の心理は、すっかり冬ごもりの気分になってしまっていたからです。企業心理の冷え込みはデフレ均衡という「合成の誤謬（ごびゅう）」をもたらす結果になりました。アベノミクスによる「第1の矢」の金融緩和と「第2の矢」である機動的な財政出動は、冷え込んだ企業心理を変える唯一の選択肢だったと言えます。

こうした中で、円安による輸入物価の上昇という副作用も報告されています。これはその通りで、円安は輸出型の製造業にはメリットをもたらしますが、国内の販売を主とする中小企業には仕入れコストの上昇のデメリットがあります。お風呂で例えると、熱い部分（儲かっている輸出企業）からまだ冷たい部分（仕入れコスト上昇で収益悪化の中小企業）へと全体をよくかき混ぜて円安差益の還元を図り、明暗を均す必要があります。

「不況」を意味する「depression」には、「うつ」の意味もあります。企業心理を「うつ」から変えることが「不況」脱出につながります。ただし過去20年以上、冬の世界にいた中で生じたマインドセットを元に戻すのは容易ではありません。



### 3. 妥当な為替相場

それでは幾ら位の為替相場が妥当かと言いますと、今までの1ドル80円台などと言うのが行き過ぎなのであり、ゆっくりと進行するのであれば1ドル120円→130円→140円となっても差し支えないと考えます。

円安で海外進出に歯止めがかかり、国内に工場を新設するようになれば雇用の改善にもつながります。これこそが「アナと雪の女王」の「真の愛」であり、「アベと雪の女王」と言っても良いでしょう。

### 4. 信任された安倍政権

政治の世界に目と転ずると、2001年から5年続いた小泉内閣の後、日本は毎年総理大臣が替わっていました。今回の衆議院総選挙による安倍内閣の信任で、途中の解散が無ければ更に4年、日本は経済再生に取り組むことが出来ます。米国ではオバマ政権がもう2年程続くだけであり、英国も来年には総選挙が実施されます。こうしてみると我が国は世界の中で安定して政治が行える国です。是非このチャンスを活かしたいものです。

### 5. 消費者物価2%上昇目標



他方、黒田日銀の唱える「2年で消費者物価前年比2%上昇」の目標の達成はどうでしょうか。

これは、実際問題としてかなり難しいでしょう。原油安から消費者物価上昇率は縮小しており、今年(2015年)1~3月の同上昇率は前年同期比(消費増税の影響を除くペース)で1%を割ると見込まれ、通年でも0.9%の着地と見込まれます。しかしながら、それでも日銀は「2%を達成する」と言い続けなければなりません。それはデフレマインドが定着した企業家の心理を溶かすためであり、従って更なる追加緩和もあり得るでしょう。

とは言え、米国など世界の先進国の中でも物価上昇率2%は高い水準なので日銀も物価以外の指標に注意を払いつつ、総合的に金融政策を運営するように変化することが考えられます。

### 6. 日本経済のトリプルメリット

今の日本の経済は、①金融緩和による円安と株高、②消費増税の先送りを含めた財政の機動的な出動・拡大、③原油価格下落、のトリプルメリットを受けています。当研究所では2015年度のGDP成長率(実質)を2.4%と見通していますが、この内の約半分はこのトリプルメリットによるものと分析しています。

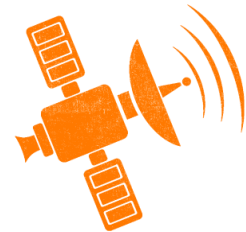
トリプルメリットと言うと、1985年のプラザ合意以降、①円高の進行、それに対応すべく採られた②金融緩和による低金利政策、③原油価格の下落、がやはりこの名で呼ばれていました。

この時は、初め円高不況と言われていましたが、その後に株式・不動産の価格が急上昇し、やがて1989年12月末の大納会での日経平均株価最高値3万8,915円を示すバブル景気に向かった訳です。

現在のトリプルメリットの状況下では、まだ企業心理がデフレマインドから脱却していないとは言え、安倍政権の下で金融、財政両面からの景気押し上げにより、企業収益の改善や資産価値上昇による資産効果が浸透して、景況感が上向き可能性があります。これが中小企業や非製造業にまで波及すれば、「雪」の中から「陽」が射す段階に入ってきたと言えるでしょう。景況感の回復が投資上の増加につながることを期待されます。

## 7. 今後の課題

今後の課題としては、「第3の矢」である成長戦略がどこまで実現できるか、です。TPP（環太平洋経済連携協定）交渉や農協改革を推し進める必要があります。ただ、国家戦略特区構想などの規制緩和も唱えられてはいますが、内外にはっきり示せるこれだ、と言った旗印はまだ見当たらないように思われます。



また、消費増税（8%→10%）の先送り、短期的にはGDP成長率の押し上げ効果が生じるものの、財政赤字に起因する長期金利上昇のリスクが火種となって残っています。

## 8. 日本経済の先行き見通し

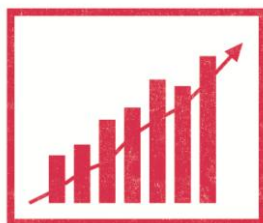
こうした情勢から今後の日本経済の先行きを窺うと、消費増税が再来年(2017年)4月まで延期されたことから、経済の好循環が再び回り始め、景気拡大へと向うと考えられます（以下、「2014・15年度 日本経済見通し」次ページ表①、②参照<みずほ総合研究所 2014年12月9日作成>）。

具体的には、2014年度は下期にかけて経済は回復軌道に復する見通しですが、実質成長率では上期のマイナス(実質GDP<前期比>:2014/4~6月△1.7%→7~9月△0.5%)が響き、通年でもマイナス成長(同2014年度△0.6%)を余儀なくされる見通しです。

一方、来2015年度は上に述べたトリプルメリットの発現(日銀の追加緩和、経済対策等の財政出動、原油安)による後押しなどから景気は拡大すると見込まれ、実質成長率で前年度比2.4%、名目成長率では同3.5%と1991年度の4.9%以来の伸び、と予想しています。

この間、消費者物価上昇率(除く消費税)は原油安の影響から、目先の今1~3月期で0.5%まで低下し、2%目標を達成するのは困難でしょう。ただ、その後は基調的に上昇すると見込まれており、来年度(2015年度)では0.8%の上昇と予想されます。

こうして見ると、アベノミクスは次第にその効果を現しつつある、と考えられます。企業家の心理が雪解けに向かえば、日本経済の先行きが明るいものとなることを期待されます。



① 【日本経済見通し総括表】

		2014年度	2015年度	2014年				2015年			
				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比、%	▲0.6	2.4	1.4	▲1.7	▲0.5	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
	前期比年率、%	—	—	5.8	▲6.7	▲1.9	3.3	3.2	2.6	2.5	2.4
内需	前期比、%	▲1.1	2.2	1.6	▲2.7	▲0.5	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
民需	前期比、%	▲1.6	2.8	2.3	▲3.7	▲0.9	1.1	1.1	0.7	0.6	0.6
個人消費	前期比、%	▲2.7	2.2	2.2	▲5.1	0.4	0.8	0.8	0.5	0.4	0.4
住宅投資	前期比、%	▲11.4	3.1	2.3	▲10.0	▲6.8	▲0.8	2.3	2.2	1.3	0.6
設備投資	前期比寄与率、%	1.9	4.7	6.2	▲4.7	▲0.4	3.6	1.4	0.7	0.8	1.0
在庫投資	前期比、%	0.5	0.0	▲0.4	1.3	▲0.6	▲0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
公需	前期比、%	0.4	0.6	▲0.8	0.5	0.5	▲0.2	▲0.2	0.1	0.3	0.4
政府消費	前期比、%	0.5	1.4	▲0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
公共投資	前期比寄与率、%	▲0.3	▲2.9	▲2.7	0.9	1.4	▲2.3	▲2.4	▲0.9	0.2	0.2
外需	前期比、%	0.5	0.2	▲0.2	1.0	0.1	▲0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
輸出	前期比、%	6.0	5.6	6.4	▲0.5	1.3	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6
輸入	前期比、%	2.4	4.2	6.2	▲5.4	0.7	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
名目GDP	前期比、%	1.8	3.5	1.3	0.1	▲0.9	1.9	1.1	0.9	0.5	1.2
GDPデフレーター	前期比、%	2.4	1.1	0.1	2.1	2.0	2.5	2.9	1.4	1.7	1.1
内需デフレーター	前期比、%	2.0	0.3	0.5	2.5	2.4	1.8	1.4	▲0.1	0.2	0.4

(注) 網掛けは予測値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

② 【日本経済見通し総括表（主要経済指標）】

		2014年度	2015年度	2014年				2015年			
				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
鉱工業生産	前期比、%	▲0.9	2.9	2.9	▲3.8	▲1.9	1.2	1.1	0.7	0.8	0.9
経常利益	前期比、%	7.4	9.7	17.2	2.8	7.4	10.6	8.6	14.3	14.1	6.4
名目雇用者報酬	前期比、%	1.7	1.7	0.6	1.7	2.4	1.3	1.2	1.4	1.7	2
完全失業率	%	3.6	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	88.1	92.0	93.4	88.7	85.0	88.3	90.0	91.5	92.5	92.2
経常収支	年率換算、兆円	5.6	11.2	▲5.5	2.8	5.0	9.9	8.3	11.2	11.5	15
国内企業物価	前期比、%	3.2	0.2	2.0	4.3	2.6	2.7	1.9	▲0.5	▲0.0	0.4
消費者物価	前期比、%	2.9	0.8	1.3	3.3	4.0	2.7	2.5	0.6	0.7	1.0
消費者物価(除く消費税)	前期比、%	0.9	0.8	1.3	1.4	3.2	0.7	0.5	0.6	0.7	1.0
無担保コール翌日物金利	%	0~0.10	0~0.10	0.04	0.06	1.20	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10
新発10年国債利回り	%	0.54	0.70	0.63	0.60	0.03	0.47	0.55	0.60	0.70	0.70
日経平均株価	円	16,300	18,900	14,964	14,650	15,562	16,800	18,200	18,400	18,600	19,100
対ドル為替相場	円/ドル	111.0	123.0	103.0	102.0	104.0	115.0	121.0	121.0	122.0	124.0
WTI原油先物最期近物	ドル/バレル	83.0	61.0	99.0	103.0	97.0	74.0	60.0	61.0	61.0	61.0

(注) 網掛けは予測値等。

(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」等より、みずほ総合研究所作成

以上



#### 執筆者紹介

---

**高田 創(たかた はじめ) 1958年 神奈川県生まれ**

みずほ総合研究所株式会社 常務執行役員 調査本部長 チーフエコノミスト

#### <学歴・職歴>

1982年 東京大学経済学部卒業  
1982年 日本興業銀行入行  
1986年 オックスフォード大学開発経済学修士課程修了  
1986年 日本興業銀行 市場営業部、審査部、興銀証券 投資戦略部チーフストラジスト  
～1997年  
2000年 みずほ証券 執行役員チーフストラジスト等  
2011年 現職

#### <外部委員・役職等>

日本証券アナリスト協会 証券アナリストジャーナル編集委員、内閣府 税制委員会委員など

#### <主要著作>

「国債暴落—日本は生き残れるのか」(中央公論社)、「日本のプライベート・エクイティ」(共著、日本経済新聞社)など多数