

Contents *****

特集：2018年の日本経済を予測する	1p
＜今週の”The Economist”誌から＞	
”Chief activist officer” 「CEO はつらいよ」	8p
＜From the Editor＞ 2019年問題	9p

特集：2018年の日本経済を予測する

あっという間にもう師走。そろそろ2018年の経済予測をまとめておきましょう。

結論から先に言ってしまうと、「2018年の日本経済は悪くない」。海外経済の堅調さに助けられて、輸出主導型の成長が期待できるでしょう。内外の日程を考えると、国政選挙などの大きなイベントはありませんから、比較的静かな1年となりそうです。長年の政策課題に取り組むには、格好の1年となるのではないのでしょうか。

本誌が経済ネタを取り上げるのは久しぶりです。本号では「使える図表」を多く載せてみたつもりです。読者のお役にたてば幸いです。

●世界経済：「長期停滞論」からは底離れ

2018年の経済予測は、いつも通りIMFのWEO（世界経済見通し）から始めることにしよう。直近の10月発表分のテーマは”Seeking Sustainable Growth”（持続的成長を求めて）で、題名からして先行きに強気な響きがある。なんとなれば、年4回発表されるWEOは以下のように推移してきたからだ。

2017年	7月	“A Firming Recovery”（確かさを増す回復）
	4月	“Gaining Momentum?”（勢いがついてきた?）
	1月	“A Shifting Economic Landscape”（移り変わる景況感）
2016年	10月	“Subdued Demand: Symptoms and remedies”（需要不振：その症状と対策）
	7月	“Uncertainty in the Aftermath of the U.K. Referendum”（Brexit後の不透明性）
	4月	“ Too Slow for Too Long ”（かくも長き停滞）
	1月	“Subdued Demand, Diminished Prospect”（需要の不振と期待の縮小）
2015年	10月	“Adjusting to Lower Commodity Prices”（国際商品価格低下への調整）

こうしてみると、題名だけを見ても **2016 年春（かくも長き停滞）が景気のボトム**であったように感じられる。ちょうど石油価格（WTI）が 1 バレル 20 ドル台に落ちて二番底をつけ、日本では伊勢志摩サミットを控えて官邸で勉強会が行われ、クルーグマン教授などのノーベル経済学賞学者が招聘されて、「リーマン危機前夜」といった言葉が飛び交っていた時期だ（ついでに消費増税も延期された）。

この年、英国は国民投票で EU 脱退を決めたし、米国は大統領選挙でトランプを選出した。あるいはローレンス・サマーズ教授の「長期停滞論」が説得力を持っていた。つくづく「夜明け前が一番暗い」というのは本当のこのようである。

各国別に見ても、**ほとんどの国で 2017 年の成長率が 2016 年を上回っている**。インドだけは例外になっているが、これはアングラマネー退治に、16 年 11 月に「高額紙幣の流通停止」という荒療治を施した副作用。むしろポジティブな要素と言っていいだろう。

○World Economic Outlook "Seeking Sustainable Growth" (IMF 2017/10/10)

(単位:%)	2014	2015	2016	2017	2018
全世界	3.4	3.2	3.2	3.6	3.7
先進国	1.9	2.1	1.7	2.2	2.0
—アメリカ	2.4	2.6	1.5	2.2	2.3
—ユーロ圏	1.1	2.0	1.8	2.1	1.9
—日本	0.0	1.2	1.0	1.7	1.5
新興国	4.6	4.1	4.3	4.6	4.9
—中国	7.3	6.9	6.7	6.8	6.5
—インド	7.5	8.0	7.1	6.7	7.4
—ASEAN	4.6	4.8	4.9	5.2	5.2
世界貿易量	3.9	2.7	2.4	4.2	4.0
石油価格	-7.5	-47.2	-15.7	17.4	-0.2
非燃料	-4.0	-17.4	-1.8	7.1	0.5

17~18 年はそれまでとどう変わったのか。以下の 3 点を指摘できよう。

1. 世界経済の成長率が、3%台前半から 3%台後半になっている。
2. 石油など資源価格の低下に歯止めがかかった。
3. 貿易量の伸びが 4%台となり、世界の成長率を上回るようになっている。

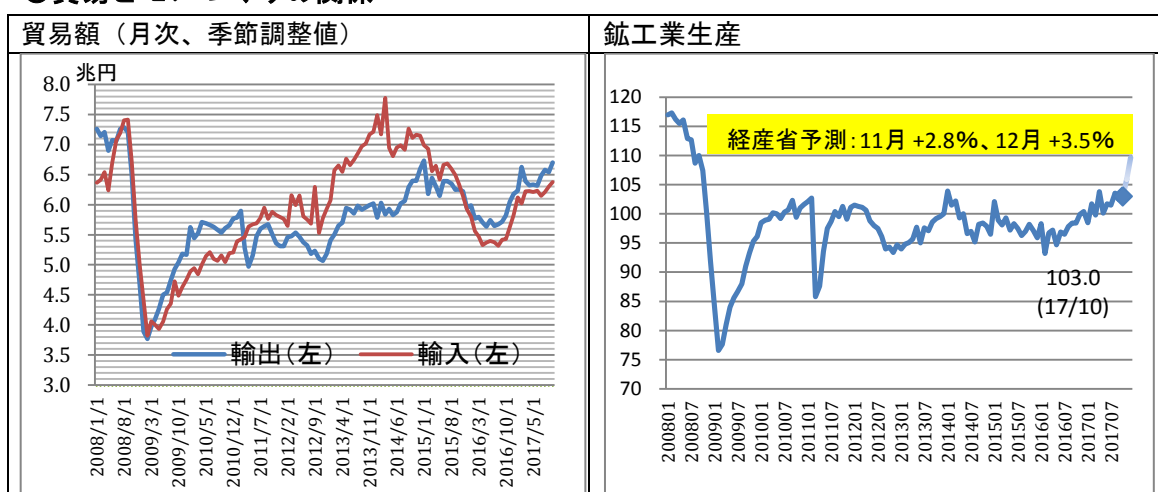
考えてみれば、**来年はリーマンショックから 10 周年になる**。AC (After the Crisis) の時代もこれだけ時間がたつと、さすがにいろんなことが落ち着いてくる。もちろん BC (Before the Crisis) の世界経済と比べると見劣りするが、それでも最悪期は過ぎたと考えることができよう。2018 年の世界経済は基本的に明るいのである。

●日本経済：分かりやすい「輸出主導型」回復軌道

海外の景気が良い、というのはもちろん日本経済にとって良いニュースである。

以下に貿易と鉱工業生産のデータを並べてみた。この2つのグラフを比べると、日本の鉱工業生産（モノづくり）がいかに輸出と連動しているかがよくわかるだろう。そして昨年来の輸出の増加につれて、生産が年末に向けて駆け上がっていく様子が見て取れる。仮に経産省の予測通りになるとしたら¹、今年12月の鉱工業生産指数は109.6となり、リーマン後の最高値を更新することになるだろう。

○貿易とモノづくりの関係



よく知られている通り、日本経済の貿易依存度はそれほど高くはない。輸出入の合計を名目 GDP で割った数値はざっくり 25%程度であって、これは米国の約 20%よりは高いが、中国の約 30%や韓国の 65%、台湾の 105%などに比べればずっと低い。そこで「日本経済はもっと内需、特に個人消費を伸ばさなければならない」と言われることがある。

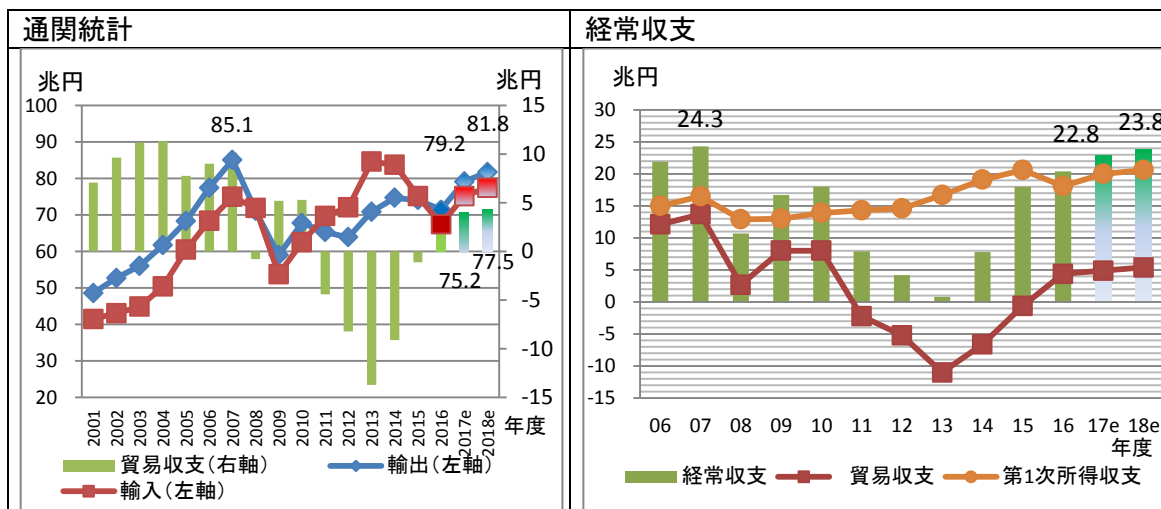
もちろん、それは望ましいことである。ところが日本経済の場合、経済全体に占める製造業のプレゼンスが高く、しかも工業製品出荷額に占める輸出比率が高い。だから景気回復局面の多くは、どうしても輸出主導型となる。その点、AC (After the Crisis) の世界経済では、なかなか海外の需要にスイッチが入らなかった。それが今年になって、半導体関連を中心に外需が伸び始めた。2018 年も輸出に牽引される局面が続くことだろう。

ちょうど今週 12 月 5 日に、恒例の日本貿易会貿易動向見通しが発表されている²。次ページにその概要をご紹介しますが、2018 年度の輸出は久々に 80 兆円台となり、2007 年以来の高水準となる見込みである。

¹ 「経産省の予想はいつも低めに外れる」という経験則があり、評判がよろしくない。

² <http://www.iftc.or.jp/research/index2.html>

○日本貿易会「貿易動向見通し」から



さらなる注目点は、18年度の経常収支が23.8兆円の黒字となることである。これまた2007年の24.3兆円に次ぐ既往第2位の水準。ほんの少し前まで、「高齢化の進展に伴って貯蓄の取り崩し起きるから、日本の経常収支はやがて赤字に転じる」という予測を聞いたものだが、**来年度はGDP比4%以上の黒字となる見込み**である。それくらい第1次所得収支が堅調で、「投資立国」となりつつある日本経済の姿が浮かび上がってくる。

●金融市場：株価、為替をどう見るか

2017年は「アンラッキーセブンの法則」が不発だったようである。あと3週間残っているとはいえ、為替も株も大きな波乱のない1年だったということになりそうだ。

2018年の為替を考える場合、**米国の金融政策が最大の焦点**となる。2月にはジェレミー・パウエル議長が誕生し、現イエレン体制の「出口政策」を継承することになる。

○2018年金融政策カレンダー

	FRB(FOMC)	BOJ(金融政策決定会合)	ECB(理事会)
1月	1/31-2/1	1/30-31	1/25
2月			
3月	3/14-15	3/15-16	3/8
4月		4/26-27	4/26
5月	5/2-3		
6月	6/13-14	6/15-16	6/14
7月	7/25-26	7/19-20	7/26
8月			
9月	9/19-20	9/20-21	9/13
10月		10/30-31	10/25
11月	10/31-11/1		
12月	12/12-13	12/20-21	12/13

* 太字は記者会見あり

* 太字は展望レポートあり

2017年の米連銀は、来週のFOMCで今年3回目の利上げを決めるだろう。今年はまだ資産の圧縮に向けて、小さいが重要な一步を踏み出した。それでも米国経済は好調で、第2、第3四半期と連続して3%成長を続けている。失業率も4%に近づいているので、**2018年も3~4回の利上げが予想される。**

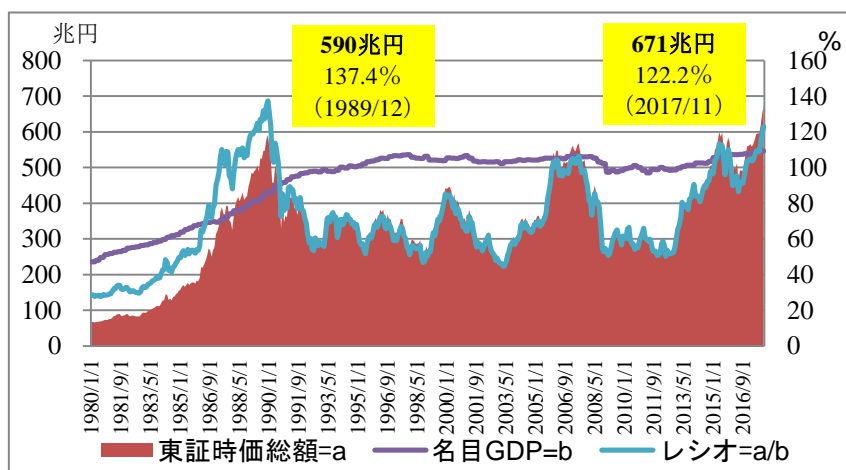
逆に日本は、今の緩和路線が大きく転換される見込みは乏しい。4月には「ポスト黒田」体制が始まることになっているが、「続投が濃厚」とも言われる。その分、日米の金利差は拡大するわけで、流れとしては「ドル高円安」であろう。もっともこの点は、既に「折り込み済み」であると受け止めるべきかもしれない。

むしろ波乱がありそうなのは、現在進行中の税制改正の動きである。法人減税以上に気になるのがレパトリ減税で、米国企業が海外に蓄えている3兆ドル超の資金が本国に引き上げる契機となるかもしれない。これはもちろんドル高要因となる。それだけではなく、特に新興国に流出していたドル資金が流出するかもしれないので、信認の低い国の通貨にとって2018年は試練の年となるのではないだろうか。

株価は9月以降に上昇し、今月は日経平均2万2000円台でもみあいが続いている。ここまで上がると投資家が「高所恐怖症」になってしまい、今週6日には「エルサレムショック」で1日500円下げるという局面もあった。ところがこのニュースは海外ではほとんど材料視されず、翌日以降は慌てて値を戻すという「気迷い相場」が続いている。

そこで、本誌としては久しぶりに「東証時価総額」のグラフを作ってみた。名目GDPは、12月8日朝に公表された7-9月期2次速報値のデータを使っている。

○東証時価総額と名目GDPの比較



意外に思われるかもしれないが、11月末時点の東証1部時価総額は671兆円とバブル期ピークの1989年12月末の590兆円を大きく上回っている。ところが日経平均だと当時は3万8915円になってしまう。つくづく日経平均は2000年の銘柄入れ替え以降の指標と割り切り、それ以前と比較する際には時価総額を使う方が良いのではないだろうか。

これを名目 GDP と比較すると、89 年当時は 37% も上回っていたことになるが、現在は 22% ということになる。時価総額と名目 GDP の乖離が大きくなるとバブル、というのが経験則だが、22% を「もう」と見るか「まだ」と見るかは意見が分かれるところであろう。

ちなみに昨年末に 2008SNA が導入され、名目 GDP が以前より大きくなったことでこの差は縮小している。直近の 7-9 月期 2 次速報の名目 GDP は 549 兆円である。ほぼ 5 兆ドル、となっている点にご注意願いたい。

●政治・社会：2018 年は改革に専念できる年

少し気が早いかもしれないが、来年の主要政治外交日程を作ってみた。以下、2018 年の注目点を考えてみた。

○2018 年、内外の主要行事

- * トランプ大統領が一般教書演説（1 月 30 日）
- * 米連銀議長にジェレミー・パウエル理事（2 月 1 日）
- * **平昌五輪**（韓国、2 月 9 日～25 日）→北朝鮮問題はどうか？
- * 中国全人代（3 月上旬）→第 2 期習近平体制の政府人事が確定
- * **ロシア大統領選**（3 月 18 日）→偶然にも？「クリミア併合 4 周年」の日に実施
- * **イタリア総選挙**（2～5 月）→EU における最後の火種
- * **ポスト黒田**（4 月 8 日）→日銀総裁の後継人事は黒田再任？
- * **G7 サミット**（6 月 8-9 日）→カナダのケベック州、シャルルボアで開催
- * **FIFA ワールドカップ**（ロシア、6/14～7/15）→サムライブルーの健闘に期待
- * **メキシコ大統領選挙**（7 月）→NAFTA 再交渉は 3 月末が締め切りか
- * **「平成」の次の新元号公表**（6～7 月？）
- * 第 4 回東方経済フォーラム（ウラジオストック、9 月上旬）
- * リーマンショック 10 周年（9 月 15 日）
- * 安室奈美恵引退（9 月 16 日）
- * **自民党総裁選**（9 月中）→「安倍 3 選」を阻むのは「岸破聖太郎」か？
- * **明治 150 年記念式典**（10 月）→長州人・安倍首相が意欲を見せる
- * **ブラジル大統領選挙**（10 月）
- * 眞子さま結婚式（11 月 4 日）
- * **米中間選挙**（11 月 6 日）→上院は 100 議席中 34 議席が改選（民主党 25 対共和党 9 議席）。下院の 435 議席（共和党 240、民主党 194）は全数改選
- * APEC 首脳会議（11 月 12 日～18 日）→パプアニューギニアのポートモレスビーで開催
- * 東アジアサミット（11 月？）→ホスト国はシンガポール
- * TPP11 署名式（期日未定）→大筋合意から各国批准、2019 年発効へ？
- * G20 サミット（期日未定）→アルゼンチンのブエノスアイレス。2019 年は日本開催。

1. 久々に国政選挙のない年である。衆院選、参院選、統一地方選のいずれも行われなかった年は 2008 年以來のこと。懸案の課題に専念できる年と言える（→後述）。
2. 最大の注目点は 9 月の自民党総裁選だが、これは 5 月の大型連休に「いよいよ平成も残り 1 年」となった時点で流れが見えてくるのではないか。本線はもちろん①安倍続投だが、②岸田政調会長への禅定や、③久々のガチンコ総裁選（石破、岸田、野田 etc.）の可能性も十分にあると考えておくべきだろう。

3. 海外ではロシア、イタリア、メキシコ、ブラジルなどで選挙が行われる。もっとも大きなサプライズがあるとは考えにくい。米中間選挙も気になるところだが、**2018年の上院選は民主党側が「守りの選挙」となる**巡り合わせで、今の2議席差を逆転できるかといえばそこは微妙である。
4. 通商政策では NAFTA 再交渉が注目点。メキシコ大統領選との兼ね合いから、3月末までには結論を出さねばならない。それが済むと、「TPP11」の署名式をいつ、どこでやるかといった話ができるようになるのではないかと。 **米国はこの年の7月に現行のTPAが失効する**。仮にトランプ政権が本気で「日米 FTA」を目指すのなら、議会に対して新たな TPA を求めなければならない。その可能性はほぼゼロだろう。
5. 4年に1度、冬季五輪とサッカーW杯が重なる年である。4K、8K、有機ELといった新技術もあるので、テレビの買い替えが進むだろう。それとは別に、IOCから平昌五輪を締め出されたロシアが、どんな形で「意趣返し」するかが気になるところ。

こうしてみると、**内外ともに超重要なイベントは見出しにくい**。そして経済は概ね好調と見られるのだから、従来からの懸案に取り組むには良い機会と言えよう。（もちろん北朝鮮問題や不穏な中東情勢など、「地政学リスク」との付き合いは続くだろうが、それは予定に入れないのでここではさておく）。

経済政策における**最大の懸案は「働き方改革」**であろう。「少子・高齢化」が加速して「人手不足」が至るところで問題になり、「女性活躍社会」や「生産性の向上」が必要になっている時代を迎え、昨今掲げられているアジェンダはまことに「ごもつとも」なものばかりである。

問題は具体策であって、国会では「脱・時間給法案」がいまだに実現していない。「ホワイトカラー・エグゼンプション」とか「残業代ゼロ法案」とか、いろんな呼び方をされてきたものの、これは2007年の第1次安倍内閣以来、実に10年越しの懸案である。いかに労働法制の変化が遅いか、ということである。

筆者も日本企業に勤めて30余年になるが、この間、「新卒一括採用」から「定年」に至るまで、**ホワイトカラーに関する人事制度は昭和の頃からほとんど変わっていない**。変化と言え、せいぜい「コンプラ」「セクハラ」「パワハラ」といった概念が加わって、職場が禁煙になったことくらいではないだろうか。

「企業収益が上がっても賃金が上がらない」というよく聞く疑問も、「人事制度が旧態依然であること」が一因であるように思える。今どき全社員にベアがあって、皆が等しく賃金が上がるというシステムは機能しないだろう。もっと複線型の処遇を準備しないと、女性や外国人も合せた多様なニーズには応えられないはずだ。

次の課題としては、「定年制の廃止」と「解雇規制の緩和」をセットで導入することが肝要だと思う。が、さすがに長くなり過ぎたので、この話はまた別の機会に。

<今週の”The Economist”誌から>

”Chief activist officer”

「CEO はつらいよ」

Leaders

December 2nd 2017

*CEO はもとより「気楽な稼業」ではありませんが、近年は政治や社会問題にどんな立場をとるかも迫られるようになってきている。何かうまい方法はないのでしょうか。

<抄訳>

プロ・ビジネス的な税制改正が通るのに、CEO たちは落ち着かない。トランプ政権の1年目、彼らは移民から気候変動までの論争に巻き込まれた。トランプ助言団は解散になったし、政権2年目もギクシャクしそうだ。トランプ流政策運営にも責任があるのだが、今や商売に専念したい経営者たちも政治を避けがたい。米国はもちろん、それ以外でも。

その一因はトランプ当選の原動力にある。28 개국調査によれば 62%の回答者がグローバル化を懸念し、55%は外国人が自国経済や文化を害しているという。米国民の 2/3 は移民を不安視し、3/4 が（それで経済が減速しても）政府は雇用と産業を守れと考えている。そして CEO への信認は、2年前に比して5p 減って38%である。かつては当たり前のこととされた節税や海外投資が、CEO たちが政治に介入した結果だとの疑念を招いている。

消費者は今やネットで意思表示ができる。あるコーヒー機器メーカーは、FOX ニュースへの広告提供を止めると宣言した。セクハラ疑惑のロイ・ムーア上院候補を擁護しているからだという。お陰で同社商品はバッシングに遭っているが、ボイコットが一段落すれば問題は去るだろう。ところが、それで社長が論争を逃れられるわけではない。

民主党寄りの大都市地域では、従業員たちが同性愛から気候変動までの問題で企業が立場を明らかにするように求めている。そうすれば若者世代の忠誠心が高まるという。2015年にインディアナ州が「宗教の自由」法を定め、企業による LGBT 差別を是認したところ、アップル社などは反対に回り、それでは顧客と社員を害してしまうと言ったものだ。

株主も、企業の財務諸表以外を注視するようになった。ESG 投資は2012年の13.3兆ドルから16年に22.9兆ドルになった。米国の機関投資家に限れば、全体の1/9から1/5に増えている。全ての企業が同じではなく、B2Cの企業はB2Bの企業以上の圧力に直面する。商業目的と社会的責任をどうやってバランスさせるかも、答えはひとつではない。それでも社会活動家の時代を乗り切るために、CEOは次の2つの原則に忠実であるべきだ。

ひとつは「首尾一貫性」だ。企業はもはや陳腐な「理念」を語ってられない。偽善を見張っている者は大勢居る。グーグルは女性蔑視発言をした社員を解雇した。しかるにそれは同社が掲げて立つ言論の自由の侵害であり、企業防衛のまずさも露呈してしまった。

もうひとつは Goldman Sachs 流の「長期的貪欲さ」だ。CEOは四半期決算を睨みつつ、社員や顧客、規制当局や投資家などの変化を先取りしなければならない。フェイスブックのザッカーバーグは先月、オンライン原則への投資は利益を減らす、長期の健全性を守ると述べた（もっと早く気付くべきだったが）。これも CEO の責任範囲であろう。

<From the Editor> 2019 年問題

2018 年についていろいろ調べているうちに、「本当の問題は 2019 年ではないか」と思えてきました。再来年に何があるか、とえば「改元・改憲・消費税」という 3 つの政治課題と、「おもてなしの秋」という重圧です。

○2019 年の予定

- * 天皇陛下在位 30 周年 (1/7)
- * G20 財務相・中央銀行総裁会議 (国内、2 月)
- * 統一地方選挙 (4 月) → **亥年選挙**
- * 天皇陛下退位 (4 月 30 日) → 5 月の大型連休は 10 連休に
- * 皇太子さま即位、**改元** (5 月 1 日)
- * 改憲発議 (通常国会)
- * 参議院選挙 (7 月) → **改憲国民投票** も？
- * **消費増税** (10 月 1 日) → 8% から 10% へ
- * **ラグビーW 杯 (9/20-11/2)**
- * **即位の礼** (東京、秋)
- * **G20 首脳会議** (東京、秋)
- * **TICADVII** (国内、秋)
- * TPP11 の発効？

まずは**改元**。天皇陛下が 2018 年末で退位されると、西暦との換算が楽になったのですが、「そうもいかない」という宮中の諸事情により、5 月 1 日から新しい年号となります。その前後は 10 日間の連休となるのだとか。さて、喜んでいいものかどうか。

新しい年号の元年となる 2019 年は亥年です。12 年に 1 度、4 月の統一地方選挙と 7 月の参院選が必ず重なる年で、これは自民党が大敗するパターンです。「亥年選挙は地方議員が動いてくれない」などと言われ、論より証拠、前回の亥年である 2007 年参院選では第 1 次安倍内閣が大敗しています。安倍さんにとっては、忘れたくても忘れられない屈辱でありましょう。

しかもこの参院選には、**憲法改正の国民投票**が同時に行われる見込みです。憲法改正の議論は 2018 年中には焦点が絞られそうですが、それだけで国民投票を行う場合は投票率が低くなってしまいうでしょう。そこで国政選挙に合わせることにすると、直近は 2019 年の参院選となる。もっとも衆参 3 分の 2 の賛成を得て発議した内容が、国民投票で否決された日には目も当てられない。内閣不信任よりも罪深い「国会不信任」。かなりのギャングブルになると言えましょう。

そして 10 月には**消費税の増税**が待っている。景気は 18 年まではいいとして、19 年は大丈夫か？と不安がよぎります。2009 年から始まった米国景気も、その頃には 10 年を超えている。そして東京五輪関連の公共投資も、その頃にはほとんど終わっているでしょう(終わっていなかったら、その方が大変だが…)。

さらに秋には「おもてなし」が重なります。「即位の礼」には、海外の皇室関係者がおみえになるでしょう。「ラグビーワールドカップ」では全世界のスポーツファンがやってくる。この年の日本は、初めての「G20 議長国」でもあります。首脳会議と財務相・中央銀行総裁会議を開催しなければなりません。しかも 2016 年 9 月のナイロビ TICADVI からちょうど 3 年目。今度は日本国内で TICADVII を開催する番となります。

これらの予定のほとんどが秋に重なる。各国首脳からラグビーファンまで千客万来。いやはや、警備担当の方々は今から頭が痛いのではないのでしょうか。え？ たった今、「大きな声では言えないが、テロ等準備罪を今年のうちに通しておいてくれて助かった」という声が聞こえたのは空耳だったのだろうか？

* 今年最後となる次号は 2017 年 12 月 25 日（月）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-socket.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