

— 2023年9月10日号 —

\*それぞれの項目が「独立」して「読み切り」になっています。ご関心ある部分を拾い読みみくださるという方法もあります。しかし、強調しておきますが、政治・経済・文化・社会風俗、この世に在りて在るもの、森羅万象が相場に無関係なものはありませんから、出来るだけ広く述べるようにしております。

## 【今週号の目次】

### ■ 第1部；当面の市況

- (1) 市況コメント
- (2) 9月8日は、3ヶ月に一度のスペシャルSQ日
- (3) 8日（金）のメジャーSQが、その後のトレンドを決める可能性が大いにある。
- (4) メジャーSQ日に向かって高い、またはSQ日に向かって安いということは時々あった。
- (5) 信用買い残が2週間ぶりに減った。
- (6) 高配当・低PBR・低PERの銘柄に「はしゃぎすぎ？」の傾向
- (7) 日本版401k法・NISAによる「地殻変動」を狙うか？
- (8) 米景気と中国不況と日本市場の循環物色
- (9) 連騰8日目は全体の4割に年初来高値が示現した。

### ■ 第2部；中長期の見方

- (1) 「9月の日本株は冴えない」
- (2) 「日本株高、第二幕の足音」
- (3) 中国経済の「日本化」と旧冷戦と違う難しさ
- (4) 中国経済の破綻と日本経済
- (5) 処理水を巡る中国の嫌がらせに対して
- (6) FRBの利下げ開始はいつか？
- (7) 中国経済の変調は、実勢悪の問題として日本への影響が大きい。但し、リーマンショックのように、金融市場の神経機能を破壊するようなものとは質が異なる
- (8) 政府は中小企業に適用する賃上げ促進税制の期限を延長する方針
- (9) 「30年ぶりの賃上げ」は政権と経営者が上から引っ張ると同時に、「連合」が下から突き上げる力がなければいけない。
- (10) インフレマインドへのメガトレンドの変化を・・・
- (11) 海外マネーの流入はまだ序盤
- (12) 新興国株式型投信に新規資金流入が回復
- (13) NTT株売却問題

※ 小論文10編の販売締め切りについてご了承ください。

拙論小論文10編を5000円で販売する旨を8月27日より開始しましたところ、意外に多くの方々からご注文を頂きありがとうございます。諸般の事情に鑑み、9月6日（水）をもって締め切らせていただきたく、その旨を9月3日号でお知らせいたしました。

何卒、ご了承くださいますように御願ひ申し上げます。

## ■ 第1部；当面の市況

### (1) 市況コメント

先週末の米国市場は、NYダウは続伸し、34577ドル前日比76高、ナスダック指数は5営業日ぶりに小幅反発し、13761ポイント前日比12高となった。

夜間取引での日経先物は32510円。日経先物は9月配当落ち分を引いた価格で取引されている。9月27日（水）が権利付き最終日となり、翌28日（木）の権利落ち分は、日経平均で225円程度、TOPIXでは20.8Pとされる。配当落ち分を考慮すれば、週末現物値（32606円）より130円程度の上昇で取引を終えている。

尚、指数連動型のパッシブ運用資金による「配当再投資の買い」は、日経平均先物で1500億円強、TOPIX先物で9000億円弱の買い需要が予想されている。

### ■ 9月アノマリー・傾向

- ・9月28日(水)－中間配当 権利確定日
- ・9月下旬に株価底入れしやすい「彼岸底」のアノマリー
- ・2001年9月11日－米国同時多発テロ発生
- ・2008年9月15日－リーマン・ショック発生

\* [ Sell in May and go away.

But remember come back in September. ]

「But remember come back in September (9月に再び市場に戻ってくることを忘れるな)」という続きが重要で、株価が年末高傾向の起点となる9月頃の安値時に再び市場に戻ってくることを忘れないように、としている。

2023.8							2023.10						
日	月	火	水	木	金	土	日	月	火	水	木	金	土
27	28 +545	29 +56	30 +106	31 +285	1 +91	2	1	2	3	4	5	6	7
					米-ISM	週間 +1086	8	9	10	11	12	13	14
					米-雇用統計	+3.4%	15	16	17	18	19	20	21
3	4 +228	5 +97	6 +204	7 ▲249	8 ▲384	9	22	23	24	25	26	27	28
	*米国休場 (Labor Day)			77777 ETF上場	=32921円	週間 ▲103	29	30	31				
					ダウSQ	▲0.3%							
10	11	12	13	14	15	16							
G20 SUMMIT	2001.9.11	Appleイベント開催	*内閣改造予定	ECB理事	2008.9.15	新月							
米G20-インド	同時多発テロ		米-8月CPI		リーマン・ショック	トワ・ホワイトニング							
17	18	19	20	21	22	23							
	敬老の日		*8月訪日外客数			秋分の日							
			FOMC		日銀金融政策決定会合	秋彼岸							
24	25	26	27	28	29	30							
			権利付最終日		月末	満月							

## (2) 9月8日は、3ヶ月に一度のスペシャルSQ日

3ヶ月に一度のスペシャルSQが日経平均のトレンド変化になることが多いということは、本稿で常々述べてきた。その背景は、SQ日に向けて買い建玉を積み上げる、または売り建玉を積み上げるからである。今回は連騰8日の翌日、つまり特別SQ日の前日7日(木)は▼249円、SQ日当日8日(金)は▼384円。

SQ値は32921円でわずか1円の差であったが、「幻のSQ値」となった。日経平均は午後には下げ幅を480円近くまで広げたが、32500円近辺まで下がると3分の1押し値感から押し目買いらしきものが入った。「幻のSQ値」の時は相場が荒れるというアノマリーがある。

8月最終週の海外勢は3400億円の買い越し、個人投資家は9200億円の売り越しであった。個人投資家のシタタカさを見る思いであるが、証券会社の「自己売買」が4400億円の買い越しだった。

今回のスペシャルSQ日は二つの意味があった。

- 1：新たに数本のETFが組成される。PBR1倍以下のものを集めたETFとか、グロース株に絞ったETFなどであり、「売らんかな」としてこれの宣伝が大きかった。これのための玉手当がSQ日の前に行われた。
- 2：「動画」で述べた通り、中国経済不調により、中国株投資から引き揚げた資金が日本株に回っていたと思われる。

この二つの動きが、SQ日に向けて最終売買を積み上げたと思われる。特に、証券会社の「自己売買」が4400億円あったということは所謂ディーリング売買ではなく、新規立ち上げのETF型ファンドのための玉手当だと想定される。7日(木)がSQ日に向かっての最終売買日だから、私事に亘って恐縮だが、筆者は利が乗っている分の8割までは7日までに売り切った。

今までもそうであったが、循環物色は玉数がそろそろ銘柄、つまり流通株数が多い銘柄に絞られてきた。そこで「昔の名前で出ています」式の歴史ある伝統的ビジネスモデルによる、古典的銘柄が多かった。

「時価総額50億円以下の銘柄は、玉数が揃わないから運用の対象にならない」と筆者の親しいファンド運用者は口をそろえて言う。これは新しい循環物色の掘り出し銘柄を探すヒントになる。つまり、時価総額50億円未満の銘柄が50億を超えた瞬間に、ファンド運用者が一斉に買い向かう可能性が出ると思う。

9月分の配当金は1.8兆円ある。これを日経平均に直すと225円幅になる。この1.8兆円の一部は証券市場に向かうであろう。

### (3) 8日(金)のメジャーSQが、その後のトレンドを決める可能性が大いにある。

連騰8日目の6日(水)の東京市場はニューヨーク株安にもかかわらず、日経平均先物が高かったことで堅調に始まった。円安を好感して、NY上場の主な外国株の中で、日本株は上位でドルベースでも堅調である。コールオプションの建玉は33000円前後に多いことで、オプションディーラーによる買いヘッジが起きているものと思われる。

8日(金)の3ヶ月にいつぺんというメジャーSQに向って高かった。メジャーSQの後の6月は高かったが、3月は大幅に下がった。メジャーSQが、その後のトレンドを決める可能性が大いにある。

### (4) メジャーSQ日に向かって高い、またはSQ日に向かって安いということは時々あった。

6月のSQ日はそこから上がった。ところが、3月のSQ日はそこから下がった。9月8日(金)はオプションと先物の清算日が重なるメジャーSQであり、これに向かう思惑的な売買が広がったはずである。9月5日(火)の日経平均オプションのコールの総売買高は2週間ぶりの高水準となった。

### (5) 信用買い残が2週間ぶりに減った

制度信用と一般信用の合計は、前週比で6%減となった。この現象は2週間ぶりで、6月ぶりの低水準となった。8月28日~9月1日の所謂ジャクソンホール会議を通過して、米国での追加利上げ観測が後退し、半導体関連など値高株が中心に買われた場面があったが、利益確定の売りポジション整理が進んだゆえであろう。

### (6) 高配当・低PBR・低PERの銘柄に「はしゃぎすぎ？」の傾向

週初4日(月)は古典的な銘柄で高配当の銘柄、これらはそろって低PBR・低PERのものであったが、これらが一年分の配当金相当分をあるいはそれ以上を一日で上がった。という超にぎやかな相場であり、むしろ「配当取り」のはしゃぎすぎと言いたい。

「この調子ならば配当狙いの買いが集まるだろうから、配当落ちに向かって高い」と皆が思えば、結果的にはそうになってしまう。配当を取って売ろうとしたらならば、配当落ち分は半永久的

に埋まらないという結果になってしまっていて、その後は整理を待つばかりだという結末になりかねない。

この辺は少し頭を冷やして、高配当の神戸製鋼（5406）のような超大型株が一年間の配当金以上のものが一日で上がるとか、高配当の日本製鉄（5401）のように半年分の配当金に等しい分が半日で上がる。または、高配当の川崎汽船（9107）のように一年分の配当以上のものが一日で上がるという現象が軒並み連なった。

全てが古くからある古典的かつ世界的に知られた銘柄で、超大型株である。これが仕手株のように乱舞するとなると、少々行き過ぎだと誰もが思うであろう。ただ、喜んではいけない。

－ 7011 三菱重工 (月足・対数) －



－ 5401 日本製鉄 (月足・対数) －



## (7) 日本版401k法・NISAによる「地殻変動」を狙うか？

SBI証券・楽天証券は株式の売買にも一切手数料はなしだと決めた。そうすると、彼らはどこで利益を出すのか？

信用取引に誘導し、その資金調達によりわずかながらも受取利息を積み上げていくのだろうと考えられるが、これは皮相な見方で、彼らの魂胆は来年から本格的になるNISAの顧客の囲い込みを狙っているのであろう。

投資資金の性格上、NISAで入ってきた顧客は概ね短期売買ではなく、市場に定着する。これは、筆者が言ってきた1000兆円余の個人現預金（個人金融資産のうち現預金部分＝日銀の資金循環統計による）による「地殻変動」の種になる。これを囲い込もうとしている気宇壮大な深慮遠謀に違いない。

## (8) 米景気と中国不況と日本市場の循環物色

ボックス相場の中であることには違いないが、ボックスのかなり上値圏で、ひょっとしたら33700円のダブルトップを抜ける勢いがあるという意見まで出ていた。

米国金利の上昇と中国経済への懸念が上値抵抗となっているが、一方で米国は金利を引き上げても、今までと違って消費が減らないという環境にある。個人消費は強く、引き締め終了の見通しが後ずれしたという程度であろう。

中国経済の懸念は、これは08年にサブプライムローンの破綻が引き起こした金融市場の神経機能を破壊するような問題ではなく、実勢の問題である。

ところが、中国は不動産がGDPの4分の1を占めるという。また「動画」でお話ししたように、オールドス市という都市を北京・上海に次ぐ大都市に人工的にしようとして、政府の力で50階建て以上のビルが林立しているが、人っ子一人も歩いていないし、真っ昼間に車も1台も走っていない（8年前の写真「中国崩壊後の経済」三橋貴明著、小学館新書、2015年刊）。

また、その都市にユーラシア大陸最大の公園でジンギスカンを記念して作ったというが、これも地平線の彼方まで人っ子一人いない。これは写真で見ただけだが、こういう中国を見ると不動産不況はただごとではない。中国共産党がつくった不動産不況だから、これもまた大きい。

しかも8年前に出た本だ。それが中国崩壊後の経済と言って、巨大な不動産不況を言っている。我々が想定していた以上のものだろう。

筆者が予想していない外部材料が出てきた。石油の暴騰である。ロシアとサウジが共同して、減産するという。1バレル90ドルという高値を付けた。ここで、昔のオイルショックの時の大混乱の中で何倍にも化けた帝国石油（今のINPEX）とか、色々な石油株がまた物色対象の一環として加わる可能性がある。そうすれば、この循環物色の相場はまだまだ続く可能性がある。

## (9) 連騰8日目は全体の4割に年初来高値が示現した。

東証プライム市場で上場銘柄全体の4割が、連騰8日目の日には年初来高値を更新した。したがって(25日線との乖離率で言えば「買われ過ぎ」ということでもないが)、騰落レシオから言えば124%弱となり、「買われ過ぎ」の120%をつとに超えている。

年初来高値の更新を4割もつくったのは、底堅い内需株で出遅れた業種に見られる。732銘柄が年初来高値を更新したわけだが、それを牽引したのは飲食・不動産・銀行といった内需回復銘柄である。

ゼンショーホールディングス(7550・牛丼チェーン「すき家」などを展開)は、年初から比べて株価が2倍以上になった。99年上場以来の高値を更新した。中国景気で懸念される景気敏感株は買いにくいので、国内需要で値上げしてでも売れるという企業に資金が集まった。

筆者は「値上げできる店」が大好きで、そういうものがインフレマインドをつくっていくということで、そういう店の味方のつもりである。

ゼンショーホールディングス創業オーナー社長が全共闘で安田講堂にて敗れ、東大を苦衷の内に中退した。ベトナムへ行き、やること成すこと全て「全敗」だったという経緯を辿り、牛丼吉野家でバイトをして、中枢に用いられて仕事を覚えて工夫し、これからは「全勝」のつもりで行こうという意味で、カタカナで「ゼンショー」と名付けた。対外的には善なる商いをする、善なる商人でありたいということを建前として言っているが、実際は全共闘で東大中退以来の連戦連敗の中の苦勞から生まれた筋金入りである。

堀江貴文氏(★註)は、「東大は入学することに意味があるのであって、卒業することに意味はない」と語った。ゼンショー創業者は東大入学よりも、中退する決意の方が何倍も大きかったと思う。それをやってのけた者が時代の潮流を正しく見て、果敢に値上げしていった。インフレマインドの先駆けをつくった。デフレマインドに侵されてしまって、値下げで顧客を増やそうとして失敗したサイゼリヤ(7581)とは好対照である。

日経平均で言えば、6日続伸に当たる9月4日(月)は高配当銘柄・低PBR銘柄が一年分の配当を半日で駆け上がるという常識を逸した上がり方を示し、狂奔と呼ぶにふさわしい上がり方をした。

そこで6日目に一旦終止符を打って、小幅整理に入ったが、騰落レシオの乖離率は6日連騰と言っても25日線からわずか2%超えただけで「買われ過ぎ」の現象には至らず、むしろ騰落レシオの方が128%を超えた。「買われ過ぎ」の段階に入った。

ということは、この6日間の日経平均はさして上がらなかったが、広い銘柄に上昇波動が出たということになる。しかも、それは内需銘柄に集中した。その中でも金融株は軒並み4日(月)が今年度新高値を示現して、金融不動産という内需株に資金が動いた感じだった。

中国経済の破綻は中国に向かっていた投機資金がどこかへ移る。それは、国際的には出遅れていた日本に来る。国際的な、あるいは地政学的な問題と関係のない内需株中心に来るといふ動きであったろう。

(★註) 堀江氏は起業が忙しくなって中退したのであって、中退に何の決意も要らないのであった。サラリーマンにも公務員にもなる必要がないのだから、大学を卒業するメリットはゼロ(何も判っていない親父がアパートに怒鳴り込んで来たが)。

ただ、大学入学の決意は違って、高2の3学期に学年で下から二番目の自分が東大に行くとした時には、余りにも遠すぎる目標でめまいがしたぐらいだと自伝で書いていた。堀江はとにかく八女市の実家を出て、東京に行きたくて仕方がなかったのである。親父は実家から九州大学へ通えと言う。息子を東京で下宿させて、東京の大学に行かせる余裕はない。

試しに「一橋に行きたいんだけど」と言ってみたら、「そんな誰も知らない無名の大学に下宿して通う価値なんぞあるか!それなら実家から九大へ通え!」と言う。八女市に生まれて、一生そこで暮らして死んでいく高卒の人間にとって、東大の次にいい大学は九大なのだ。だったら、東大に受かるしか選択肢はない。東大に合格しても行かせないと親父が言い出したら、他の大人たちが「東大に受かったのに行かせてあげないなんて可哀想・・・」と親父を非難してくれる。

## ■ 第2部；中長期の見方

### (1) 「9月の日本株は冴えない」

8月末から9月6日（水）までに日経平均株価は7日連騰した。米金融引き締めへの警戒感が和らいで、幅広い銘柄に買いが入った。

「9月は株安」の経験則を跳ね返して、海外勢の本格的な買いを呼び込まなければ、上昇波動の第2波は来ない。国内個人投資家だけでは無理である。9月1日（金）までの5営業日で1000円以上上昇したから、株先物を売り立てていた海外勢が買い戻しを迫られているのかもしれない。日本株の一段落への手掛かりは、東証が呼びかけている株価や資本コストを意識した経営への対応であろう。

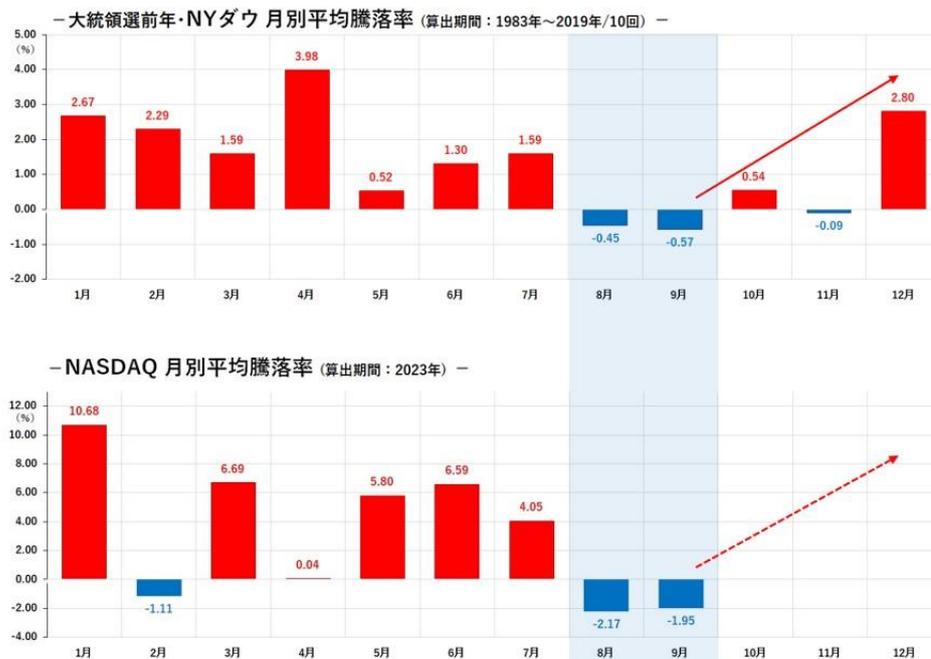
「9月は株安」という経験則がある。

1977年以降の月間騰落率を調べると、日経平均は9月の平均で0.7%下落し、12ヶ月で最も下落率が9月は大きい。

本稿の9月3日号第1部の(5)で「近日中に調整に入るだろう」と筆者が述べているのは、やはり9月は株安という経験則に左右されている面も大いにあると思う。

東南アジアの株価は8月以来、下落圧力がかかりやすくなった。中国の景気減速懸念で投資家心理が悪化したからだ。中国で本格的な対策がなければ、ますます冷え込む可能性がある。

## ■ 米国市場-「大統領選前年の季節性」と「2023年NASDAQ指数の実際の動き」



## (2) 「日本株高、第二幕の足音」

これは日経新聞9月2日号の証券欄「スクランブル」欄の見出しの文言である。

「第二幕が来た」というわけではない。足音がすると書いているだけだから、まあいいだろう。6月と7月の典型的なダブルトップ。そして8月に念を入れて、三尊天井（トリプルトップ）を付けた。こういうのは簡単には戻るものではない。

しかし、何度も言うように、値幅調整ではなく時間調整であり、日柄整理である。だから、よく見ると、その中には日経平均は新高値を切らないけれどもTOPIXは33年ぶりの新高値を付けてきたし、業界代表の所謂「ゼロイチ銘柄」（銘柄コードの終わりが01の銘柄）が注目を浴びてきている。

例えば、日立製作所（6501）が35年ぶりの高値を更新。NEC（6701）は小泉郵政改革相場以来の2006年以来の高値を更新。日本製鉄（5401）は2014年アベノミクス相場の壮年期以来の高値を更新。古河電工（5801）は業績悪で売られたが、そこから一ヶ月足らずで100円の大台を3回更新した。

このように、日経平均の姿に惑わされずに一つ一つを見ていけば、良いものがたくさん出てくる。

国内株式市場では、企業経営の変化に着目した売買が活発になっているように見える。市場再編を機に、日本株への注目度が増す中で、自己資本比率ROEの向上や株主還元の拡大などそういうものから目を付けていけば、例えば神戸製鋼（5406）のROEは12.8%だから39%値上がりした。



### (3) 中国経済の「日本化」と旧冷戦と違う難しさ

日本の「失われた30年」が、今まさに中国でその入り口に差し掛かった。あるいは4合目辺りにまで来たかもしれない。現象面ではよく似ている。

中国の23年4月期～6月期の実質GDPの成長率は前期比0.8%増で、年率換算で3%強だった。「8%成長」で国民をリードしてきた中国共産党はこの分ではいずれ求心力を失う。23年の5%前後の成長目標はそれに近い分は達成されるだろうが、充分ではない。崩れる可能性をはらんでいる。

1：24歳以下の若者の失業率は21.6%ということになっているが、実際には40%近いと思われる。というのは、3億人前後の出稼ぎ労働者がこの統計には含まれていない。ところが、出稼ぎ労働者の中の6割を若者が占めている。これが統計に入っていない。したがって、若者の失業率は40%ぐらいになるはずだ。

2：その原因は、コロナ感染拡大の3年間で約400万社が倒産したためである。

倒産した理由は二つある。

1：日本の中小企業の信用保障制度に当たる制度が、中国では皆無である。ここが民主主義政治と違うところだ。

2：日本では、コロナ禍で中小企業に対して給付金が支払われてきた。中国では1円も支払われていない。その上で、ゼロコロナ政策を徹底したから倒産が続出した。

習近平は毛沢東時代に逆戻りして自分の権力を永久のものにしたが、そのためにこれから統制を強化するだろう。毛沢東は共産主義を目指し、国民を平等に成長させることを目指し、人心を集めてきた。そして、相当程度それを実行してきた。そこには共産主義を目指す社会主義だというイデオロギーがあった。習近平もそれを真似てはいるが、人真似は所詮人真似である。

10年以内に中国はGDPでアメリカを抜くことは、一昨年ぐらいまでは言われてきた。本稿では昨年からはそれはないと言ってきた。永遠にそれはないであろう。

このようにして再び民主主義経済は専制国家の経済に勝ったということになり、東西冷戦の終結は米中対立の終結ということに導きたいであろうという気がアメリカ側にある。

ところが、そのアメリカも最大の輸出顧客は中国であるから昔の東西冷戦とは意味が違う。あの頃はイデオロギーの分裂とともに経済の分裂が明確であり、東側との輸出貿易は輸入も輸出もなかった。今はグローバル化という厄介なものがあり、当時の冷戦とは意味が違う。

#### (4) 中国経済の破綻と日本経済

中国は7年前から米に替わって、日本の貿易最大顧客になった。ここで落ち着いてこう考えたい。

中国経済の破綻はリーマンショックとは違って、金融市場の神経機能を破壊するものではなく、実勢経済の問題であると本稿では説いたが、その上で中国に向かって投資資金が日本に向かったと見ることもできる。

それでなければ、週明け4日(月)のような現象を誰が起こすであろうか？

個人投資家は利回りを狙い、押し目を狙う。そういう銘柄が一年分の配当金以上を半日で上がり、しかもそれが世界的に知られた銘柄だ。中国に回っていた投資資金が日本に回ったとすれば、古典的な銘柄で、利回りの高い銘柄で、PBRが低くて、PERも低い銘柄に集中するであろう。個人投資家ではこういう相場を実現させることは難しい。個人投資家主体の銘柄はあくまでも逆張りであって、高配当狙いであり、低PBR狙いであり、低PER狙いであろう。

個人投資家にとって自分が買った株価よりも上がってくれるということは、自分で買った株を「自分で買ったよりも高い値段で」「自分よりも大量に」「自分以外の誰か」が買ってあげなければ、実現しない。それは個人投資家ではやれない。ファンドがやることであろう。ファンドとなれば常に買っていなければならない宿命がある。あるいは売っていなければならない宿命がある。

中国を売って日本を買うということが中国経済の衰退に際して、日本にとって「漁夫の利」を得る一つのきっかけになる。

中国経済がダメになれば日本経済がダメになるということは寺島実郎氏的な発想であって、株式市場はそうはとらない。中国がダメになれば、中国に向かった金は世界的に出遅れていた日本に向かうだろう。しかも世界中に知られていた古典的な優良銘柄で、株数が多く集まる大型株に向かうだろう。これが日本製鉄(5401)・神戸製鋼(5406)・川崎汽船(9107)これらを一年分の配当以上に、一日で上昇させてしまうような動きになったものと勘繰られる。

#### (5) 処理水を巡る中国の嫌がらせに対して

経産省はもっと早く対処すべきだった。国民のアンケートなど、音声電話が総務省からよく来る。それを中国から嫌がらせ電話に対して、片っ端からそれに対応させれば良かったのだ。

「あなた方はご存じないと思うが、日本は国際基準よりも高い安全基準で処理水を処理しています。中国は日本の10倍以上の基準の処理水を日本よりも大量に流しています。冷静に考えて下さい。日本はあなたの国よりも何十倍も安全な基準にしたものを流しているのです」というよ

うなことを1分半で約150回と嫌がらせ電話に対して、片っ端からこたえてやるぐらいのことは最初からやるべきだろう。

筆者は、中国から嫌がらせ電話が来ることは最初から判っていた。経産省も判っていただろう。そうなれば、出来ればIAEAと協力し（協力しなくてもいいが）そういうことをもっと早期からやるべきだった。

中国は処理水のことを核汚染水と表現して、放出反対の方針を一貫してきた。今度の件で、中国の反発は想定できたはずだ。中国の輸入停止措置に対して、外務省では「科学的根拠に基づかない措置は全く受け入れられない。即刻撤廃を中国に申し上げた」と語り、強い抗議の姿勢を示した。ただ、この時点で日本側と中国との議論が噛み合うはずがない。IAEA（国際原子力機関）が放出のお墨付きを与えた報告書が出るということに中国は誤算があったと思う。また、隣国の韓国が処理水の放出に理解を示したことも中国は誤算であったろう。

しかし、中国側の強硬姿勢の真の狙いは、別なところにあった。日米韓の連帯強化を背景にした中国包囲網の形成に対する反対なのだ。日米韓は一体となって、処理水の放出に賛成した。それに対する意趣返しなのだ。

また、台湾有事を巡って「戦う覚悟を持つことが抑止力になる」と発言した麻生副総裁の言い分も、つまらないことで独裁国家に刺激を加えた結果になった。

海洋放出直後の8月26日に岸田首相の訪中延期が発表された。中国側はその理由について、公明党に「当面の中国環境の状況に鑑みて適切なタイミングではない」と伝えたという。しかし、中国側はキャンセルこそが想定外の出来事だったと思っているに違いない。

## （6）FRBの利下げ開始はいつか？

QUICK債券部門の調査によると、4日（月）に8月の債券月次調査の結果を発表した。

それによれば、FRBが利下げを開始する時期は24年4月～6月という予想が45%で、最も高かった。次が24年後半というのが32%である。足元の米長期金利の上昇原因は景気インフレによるものだというのが48%だった。利下げ観測の後退、言い換えれば金融政策の変更、これが28%であった。米国経済が想定以上に好調だったことを指摘する意見が多くみられた

(7) 中国経済の変調は、実勢悪の問題として日本への影響が大きい。但し、リーマンショックのように、金融市場の神経機能を破壊するようなものとは質が異なる。

日本の貿易総額に占める割合が、アメリカを抜いて中国が1位になったのは2007年頃からである。その後から今日まで中国依存度は全貿易の25%近くになり、アメリカへの依存度はバブルの最中に30%だったのが2007年の中国よりも下になってからますます下がって、今は十数パーセントに至った。中国との差は開く一方になっているという状態である（財務省の貿易統計による）。

中国の不況は潜在的な不良債権とGDPの4分の1を占める不動産不況にある。したがって、それに関係した日本の産業は大きくダメージを受けるであろう。

#### (8) 政府は中小企業に適用する賃上げ促進税制の期限を延長する方針

これこそ「成長と分配の好循環」の第一歩である。賃金の引き上げや従業員の学び直し（これに対して1兆円を出すという）を促し、消費と設備投資の拡大につなげる狙いである。岸田政権は近く、政府与党に検討を指示する経済対策の柱の一つとなる。「30年ぶりの賃上げ」の気運を継続することが経済の好循環で、重要であることは言うまでもない。

このように「成長と分配の好循環」という極めて抽象的な理念であるが、一つ一つ細かな政策は打っている。3月に政府と東証で組んで推進した上場企業に対する企業を目指した改善などもその一例であるし、80年代からNYダウが30倍になった原因をつくった401K法の日本版とも言えるNISAの拡大拡充もその一つである。

一つ一つを拾うとあまり目立った話しではないが、こういうものが積み重なって「新しい資本主義」の実現に向かっていくように思える。

(9) 「30年ぶりの賃上げ」は政権と経営者が上から引っ張ると同時に、「連合」が下から突き上げる力がなければいけない。

8月31日の午後に新宿へ行く用事があったので、池袋まで7～8分電車に乗って、ストライキで閉館中の西武池袋本店を訪れてみた。シュプレヒコールの音頭を取っている人に対して「暑いところをお疲れ様。頑張ってください」とひとこと言っておいた。

60年安保の全学連の我々は交通の妨げにならないように心掛けて、歩道をデモして歩いた。

その時にビルの窓を開けて（当時はビルの窓は開いた）紙吹雪をいっぱい投げて「学生さん頑張れ！」などと声をかけてくれた人が大勢いたので、私は非常に嬉しかった。それを思い出したのだ。

ストライキと聞くと総評傘下の組合を思い出して猛々しいものを思い出すが、西武のストは丁寧で低姿勢だった。目立つ横断幕には自分たちの雇用の維持を謳うのではなく、「池袋の地に百貨店を残そう！」とあった。自分たちの雇用の維持のためではなく、建前は職場が地域で果たす役割を第一に挙げている。こうしたところにも時代の変化を感ずるべきなのだろうか。それとも「連合」の影響を受けて骨抜きになってしまったのだろうか。いずれにしても60年ぶりという百貨店のストは大変結構なことであると思う。

「30年ぶりの賃上げ」は政権と経営者が上から引っ張ると同時に、「連合」が下から突き上げる力がなければいけない。そういう意味で「連合」は骨抜きになってしまっているように見えるが、昔の「総評」の精神に立ち返らなければいけないと思う。

あの頃の総評には迫力があつた。社会党と組んで多数の議員を国会に送り出した。そして、イデオロギーで武装していたから強かつた。必ずしもそれがいいとは言わないが「骨抜き連合」は本来、高度成長とともに発展した「総評」がバブルの頂点で発展的解消して連合と合併したのだから、一部に総評の精神が残っているはずなのだ。「目覚めよ！連合！」と言いたい。

## (10) インフレマインドへのメガトレンドの変化を・・・

需要不足が15期ぶりに解消、「脱デフレ」が4指標ともにプラスになった。4月～6月の推計で内閣府9月1日発表である。

本稿ではデフレマインドからインフレマインドへのメガトレンド変化、これを大相場の潮流と見なしてきた。一部にそういうものが見え始めた。脱デフレの4指標は全てプラスになった。

- |                     |                          |
|---------------------|--------------------------|
| 1. <u>需給ギャップ</u>    | 0. 4%プラスで15期ぶりの需要超過      |
| 2. <u>消費者物価指数</u>   | 生鮮食品を除く指数が16ヶ月連続で2%以上を上昇 |
| 3. <u>GDPデフレーター</u> | 3. 4%上昇で3期連続プラス          |
| 4. <u>単位労働コスト</u>   | 0. 7%上昇で2期ぶりにプラス         |

長い間のデフレスパイラルに侵されてデフレマインドに陥った30年間からインフレマインドへのメガトレンドの変化、これを大相場の潮流になると本稿では想定してきた。これの確からしさとその兆しが見え始めてきたと言って良いであろう。

## (11) 海外マネーの流入はまだ序盤

今年の4月まで2年4ヶ月の長保合が続いて長いレンジ相場があったが、これが4月後半～8月前半までの株高を演じたその第一幕は、海外投資家の日本株の保有比率を指標対比で「アンダーウェイト」から「中立」の方向へ戻す動きが主導した。

買わざる不安、持っていないことに慌てたグローバル株ファンドが株価指数先物などでツバを付ける動きから始まった。この株価指数先物で乗り込む海外投資家は、じっくり調査して腰を据えて買う投資家とは違う。そのような投資家が今後、動き出す可能性がある。

逆張り専門の個人投資家では上昇相場の第二弾はつくり得ない。上昇相場の第二弾というのは自分が買った値段よりも高いところを、誰かがもっとたくさん買ってくれるという事実が成立しなければならぬからだ。これは海外勢が頼りだ。それを寺島実郎氏は「負け犬根性」とテレビ番組「寺島実郎の世界を知る力」で述べていたが、彼は実務をやったことがなく、相場を知らない。彼らの言う負け犬根性は歯牙にかける必要はない。海外投資家の中では何年ぶりの訪日とか、初めての訪日とかいう投資家が増えてきているという。日本株への関心の高さを肌身で感じていると語る者も多い。

## ■「需給面」での大局観－市場資金の脱中国

### ジャパン・パッシング

「日本衰退」などと訳され、外国政府や海外企業などによる日本への関心の低さを示す。もともとは1998年に当時のクリントン米大統領が発出し、同盟国であった日本に立ち寄らずに帰国した際に、ジャパン・パッシング（日本叩き）をもじって用いられた。欧米などの先進国の投資マネーが日本以外のアジア諸国・地域の金融・資本市場に流れる現象を表すほか、ビジネスの拠点、学生の留学先など、多様な状況において日本が回避されたり、軽視されたりする場面で使われる。



**シンガポールGIC、中国から投資先分散 インドなどに**

【シンガポール＝佐藤史佳】シンガポール政府系ファンドのGICが26日発表した2023年3月期の運用実績は、過去20年間の実質平均利回りが4.6%となり、前年より0.4ポイント改善した。GIC幹部は投資先を中国からインドなどの新興国へ移していることも明らかにした。

GICはインフレ環境や地政学的リスク、米中対立を背景としたサプライチェーン（供給網）の変化に対応し、資産配分を見直している。地域別では米国が38%、欧州が9%と、いずれも前期の期より1ポイント引き上げた。日本以外のアジアは2ポイント減の23%となった。

GICは国別の詳細を明らかにしていないが、サプライチェーンの変化に対応して「中国からメキシコやインド、インドネシア、ベトナムへ投資を移している」（ジエフ・リー・ジェーンズ（GIC最高投資責任者）と説明した。

**The World's Largest Sovereign Wealth Funds**

Assets under management of the world's largest sovereign wealth funds\*

Norway Government Pension Fund Global	\$1,375B
China Investment Corporation	\$1,351B
SAFE Investment Company	\$1,034B
Abu Dhabi Investment Authority	\$993B
Kuwait Investment Authority	\$801B
GIC Private Limited	\$769B
Public Investment Fund	\$700B
Qatar Investment Authority	\$450B

## (12) 新興国株式型投信に新規資金流入が回復

17年12月以来の1000億円超えが出てきた。上位10本のうち8本がインド株である。

今から約20年前、BRICsという言葉が流行って、筆者はBRICsの順番に全部買った。小手試しだからたいした金額ではないが、早く始めた証券会社のものを買った。1年足らずで約5割上がったので全部売ってしまった。持っていれば倍以上になっていたかもしれない。

しかし、お陰でBRICsの小文字のsは複数のsでなく、勝手にSouth AfricaのSだと想定してBRICsの5ヶ国に行ってみた。約20年前のことであるが、その中でも発展のポテンシャルがあるのはインドだと感じた。英国が治めていただけに、二院制の議会制民主主義である。識字率は65%しかないが、人口構成がとてもいい。そのうちに人口でもGDPでも世界一になるだろうと思っていたが、現にそうだった。

筆者の友人に毎月少額ずつインドへ投資している人が居たが、今になってみると賢明な見通しであったと思う。

### インドSENSEX



### (13) NTT株売却問題

政府が保有するNTT株の売却論が自民党内で急浮上してきた。これは岸田政権が防衛費の増額を決定し、その財源の一つとしてNTT株の売却益を有力視しているゆえである。党内でも、一部からは経済安全保障の観点からNTT株式の放出は慎重に行うべきだとの意見も出ている。

現在のNTT法ではNTTの発行済み株式数の3分の1以上を政府が保有するように義務付けており、現時点の金額は約4.7兆円となっている。市場での売却を論ずる背景は、防衛費の増額問題であろう。

日本の機関通信網を保有するNTTのその株式売却については、産業政策のあり方や国民の生活水準維持などの論点は多岐に渡る。隠れた論点が色々出てくるであろう。NTT株を20年かけて売却すれば年に2400億円の財源となり、防衛費増額分の一部をカバーできるであろう。

しかし、NTTを完全民営化すれば、株式を自由に外国資本が取得できるようになるため、外国資本に買収されるリスクも高まるという隠れた論点がある。防衛費増額分の一部をカバーするために20年をかけて2400円ずつ売却するとすれば、株式市場に対する圧迫は大きな問題ではない。それよりも、日本の機関通信網を保有するNTT株が外国資本に買収されるという恐れの方が大きいであろう。



【 本文 】 山崎 和邦  
【 罫線・資料作成 】 石原 健一（大和証券・投資情報部 テクニカルアナリスト班 出身）

---

『 ご質問・ご意見等、お問合せ先 』

▶ M a i l : [info@yamazakikazukuni.com](mailto:info@yamazakikazukuni.com)

『 山崎和邦オフィシャルサイト YAMAZAKI KAZUKUNI Official site 』

▶ U R L : <https://yamazakikazukuni.com>

---

『週報』をご高覧頂き、誠に有り難うございます。ご質問やご要望等ございましたら、お問合せ下さい。