

— 2023年9月24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) 日銀「決め打ちできない」と述べて、市場に浮遊する早期の正常化観測を牽制
- (3) 信用売り残株が4週間連続で増加
- (4) 解散風が弱まっている時は、日銀が政策判断に自由度を得た時となるから、脱マイナス金利の観測が高まりつつあるが、22日（金）の決定会合で否定された。
- (5) 「次なる一步」は、最も早いケースで来年1～3月という見方
- (6) 中国から引き揚げた運用資金が、日本を筆頭にインド・ベトナムへ9月中に振り分けておこうという動きであろう。
- (7) 様子見の海外勢、どう動くか？
- (8) 円の実力は過去最低

### ■ 第2部；中長期の見方

- (1) 「賃金上昇とそのための生産性向上の投資の拡大を含めた広い意味での経済成長」を持続するか否かが、投資家が今後の大相場に期待できるか否かの鍵となる。
- (2) 「国策」としての資産運用立国
- (3) 中国のJapanification（日本化）の可能性
- (4) アラブダラー（今は「オイルマネー」と言う）が、日本株を標準としているという。
- (5) トルコ中央銀行5%利上げ
- (6) 基準地価が回復、住宅地は31年ぶり上昇
- (7) G20に習近平とプーチンが欠席
- (8) 「米景気が今年は景気後退局面に入らない」が4割、「日本のデフレ脱却」は6割
- (9) リーマン危機から満15年、慌ててはいけない「〇〇ショック」には3種類ある。
- (10) コンプライアンスが経済をダメにする？
- (11) 「インフレ時代はやってこない」

### [ 来週号に回す項目 ]

- 排出権取引と「もう一つの国策銘柄」
- 「エルドアンが変えたトルコ」＝エルドアンが居なくなれば、大チャンス

- 専制国家中国と議会制民主主義国のインドとのいがみ合いが大きな障壁となる一国際金融の安定に必要なのはG 2 0の復権
- ロシアの傭兵を率いたプリゴジン暗殺については、既視感がある。

## ■ 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4日続落し、3万3963ドル前日比106安(0.3%)、ナスダック指数も4日続落し、1万3211ポイント前日比12安(0.1%)となった。

夜間取引での日経先物は32280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(32402円)より100円程度高い水準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。

### ■ 先進国 各指数 \*欧州市場は一進一退。米国市場でハイテク株の調整色強まる。



■ 米国10年債利回り上昇も、債券市場の恐怖指数は上昇していない

■ 米国債10年



\* MOVE指数-債券版恐怖指数

①2022年10月②2023年3月時には上昇したが、現在低下傾向

\* 債券市場には不確実性が高まってはいない



■ NASDAQ



■ 日経平均株価でのメイン想定一年末ジリ高傾向 「指標」は過熱しているので、下がれば買いの姿勢

日経平均(日足)





## (2) 日銀「決め打ちできない」と述べて、市場に浮遊する早期の正常化観測を牽制

前回の決定会合では、長期金利の上限を1%へと引き上げをした。年内に長短金利操作やマイナス金利の撤廃に踏み込むとの観測もあるが、これまでの説明に変化があるわけではないとした。

植田総裁は「未だ物価目標の見通しは達してない」と述べた。筆者と違って、インフレマインドへのメガトレンドへの変化は見通せない。学者出身だから手堅い。市場に浮遊する早期利上げ説は否定され、武者陵司氏が主張している金融緩和状態は続くという見方を裏打ちした。

### (3) 信用売り残株が4週間連続で増加

東京証券取引所、20日（水）発表。個人投資家のおそらく利益確定のためのつなぎ売りが主力であろうと思われるが、個人投資家による信用の売り建玉が4週間連続して増加となっている。

安ければ買う、高ければ売るといふ、所謂逆張りの方向を好む個人投資家が信用の売り残を増やしているのは、空売りというよりもむしろ利益確定のためのツナギ売りであろうと思われる。とにかく4週間連続して増加した。



### (4) 解散風が弱まっている時は、日銀が政策判断に自由度を得た時となるから、脱マイナス金利の観測が高まりつつあったが、22日（金）の決定会合で否定された。

日銀が金融政策の修正をするなどは、国政選挙前にはやらないことが原則になっている。1990年代前半の三重野康のような無茶苦茶な例は稀である。普通は、日銀が選挙日程に配慮することが考えられる。日銀は建前では独立した機関であるが、筆頭株主は財務省である。政府の政策と連携して、金融政策を行っていかねばならない。

株式市場より、むしろ債券市場の方が金利政策に対しては何倍も敏感である。動かす金額が大きいし、金利によるプラスマイナスが大きいから当然であろう。

岸田内閣の支持率が伸び悩み、衆院解散と総選挙への警戒感が市場で薄まっている。ということは、日銀が選挙日程に配慮する必要がなく、政策判断ができるということになる。それを市場は解散風が弱まっている時は日銀が政策判断に自由度を得た時だという観測になるから、脱マイナス金利の観測が高まりつつあった。

## (5) 「次なる一歩」は、最も早いケースで来年1～3月という見方

昨年12月、黒田元日銀総裁がイールドカーブコントロール（YCC）を上限0.25%から0.5%に引き上げた。「これは金利上昇ではありません」と短い説明を付けたが、市場はこれをサプライズとして受け取り、一時的には荒れた。

その後一ヶ月間、日本国債の市場は大きく荒れた。今年1月の金融政策決定会合に向けては、2ヶ月連続で上限幅の引き上げがあるのではないかという思惑が広がり、10年債金利（長期物の象徴）が一時0.5%上限を超えるなどというふうにより市場が乱高下した。

今回、金利市場の動きが比較的落ち着いている大きな理由の一つは、市場が日銀の将来の政策動向をファンダメンタルズ、特に物価動向と関連付けて考えるようになったと明言していることである。昨年12月には市場は日銀の政策修正の根拠を巡って見方が割れて、金融市場の乱高下につながった面があった。そこで黒田総裁の発表をサプライズとして受け取られた。

今後、このような発表の仕方はないであろう。日銀と市場が将来の金融政策について、ある程度共通の標準を持てるようになったという意味で、今回の措置自体が金融政策の正常化の第一歩になったと言っても過言ではない。この場合の「正常化」というのは、必ずしも金利を上げることではない。

来年1～3月頃には、物価賃金の解像度が一段と上がると期待していると日銀の審議員は述べている（週刊東洋経済誌9月16日～23日号）。

「次なる一歩」は最も早いケースで、来年1～3月という見方も浮上している。毎年の消費者動向指数・消費者物価指数（CPI）の動きや来年3月の春闘に向けた賃金を巡る動き、または政治との調整といった微妙な問題を考慮しつつ、初期段階の正常化措置は決定されてくるはずである。

## (6) 中国から引き揚げた運用資金が、日本を筆頭にインド・ベトナムへ9月中に振り分けておこうという動きであろう。

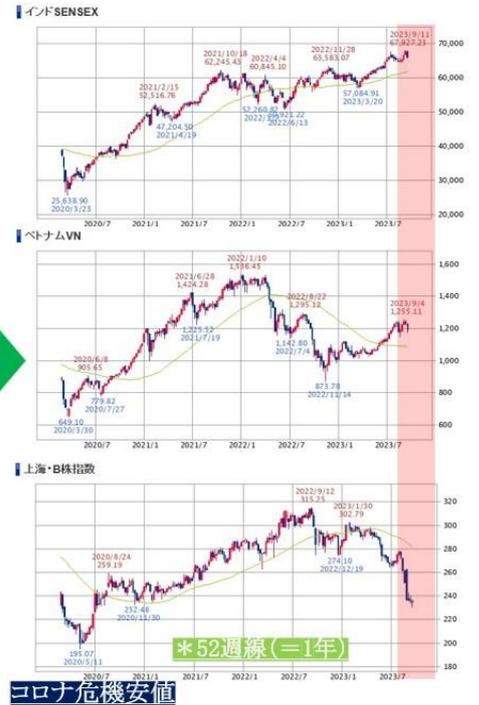
先週週初は意外に確りの状態で始まった。むしろ極めて異常と言っていいぐらいの確り状態だった。前日15日（金）の週末は5兆6000億という記録的な売買高で、6月・7月に付けたダブルトップに迫るといって壮大な中間反騰を演じたので、翌日からは大幅な値幅調整があっても誰も驚かないというところまで持ってきて、日経平均をわずかに下がっただけで止まった。

おそらく中国から引き揚げた運用資金が、日本を筆頭にインド・ベトナムへ9月中に振り分けておこうという動きであろう。例えば、本稿で話題にした日本製鉄（5401）などは104円高を演じて、東電（9501）も再び700円台をのぞいた。指数先導型の日経平均高ではなく、むしろ全面高という状態であったから5兆6000億の記録的な大商いの中間反騰の前のこの状態は何を示すのか？

何を先取りしていたのか、後になって判ることなのだろうが、今は誰も断言できない。ただ筆者は、この分だと9月の配当落ち分は埋めないと見る。

■「需給に勝る材料はない」ー市場資金の流れ

■「需給面」での大局観ー市場資金の脱中国



(7) 様子見の海外勢、どう動くか？

この20年間くらいのNY市場を見ると、10月から翌年4月までは平均的にパフォーマンスが良い。そうすると、現在様子見を決め込んでいる海外勢は10月～12月に日本株に乗り出すのだろうか？こういうことは誰でも関心を持つであろう。6月19日と7月3日に付けたダブルトップの寸前まで9月15日に迫った。

9月第2週に海外投資家1200人を集めた日本株セミナーをバンク・オブ・アメリカが開催した。わざわざ来日して参加する人も多かったようだから、日本株買いに前向きな投資家が多かったが、日本株を取り巻く好材料は本物なのか、確信を持っていない投資家も多かったという。4月～6月に活況だった外国人の日本株買いは、その後は盛り上がりを欠いている。9月第1週には売り越しに転じた。売り越しは過去4週間で3回目だ。

インフレ経済への転換が本物なのか？今春に買い出動した海外勢の期待は消えてはいないが、インフレマインドへのメガトレンドの転換は本物かどうか見極めてから、本格的な買いに動きたいと思っているのであろう。無理もない。

10月後半から始まる主要企業の4～9月期決算の発表がきっかけとなるだろう。通期の会社の純利益予想に対する4～6月期の進捗率は30%という高さであるが、業績予想の上方修正が今後も相次ぐと見られている。過去1ヶ月のアナリスト予想が「上方修正された銘柄株から下方修正された銘柄数を差し引き、それを全体の銘柄数で割った値」を「リビジョン・インデックス (RI)」と称する。もちろん、この数字が高いほど上方修正が多いことを意味する。

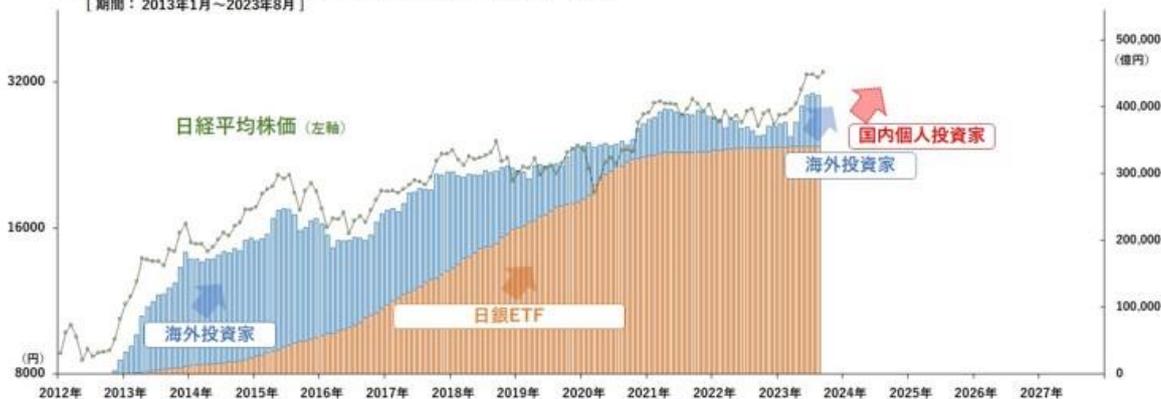
今後一年間の予想利益に基づく日本のTOPIXのPERは14.4倍だが、上述のリビジョン・インデックスの上昇に伴ってPERは15倍から16倍に高まると予想される。そうすると、PERの0.5倍から1.5倍分ぐらいの上昇は理論的には在り得ることになる。

中国の不動産バブル崩壊に伴う日本経済の実勢悪への影響、原材料高への懸念、米経済が景気後退に陥ることによる日本経済の影響、こういうことが続けば日本のインフレ転換への期待ムードも消えるだろう。筆者を含めて、我々は本当にメガトレンドが変化したのか、しようとしているのかどうかということが試される秋になることを自覚しておきたい。

## ■ 「国策に逆らうな」— 国策に乗る海外投資家 「需給に勝る材料」

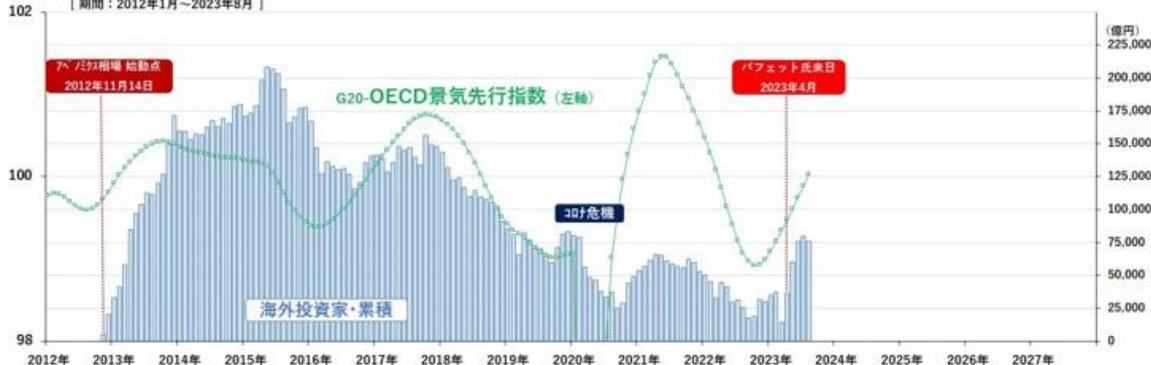
### \* 海外投資家 → 日銀ETF → 海外投資家 (新NISA) 国内個人投資家

— アベノミクス相場以降「海外・日銀の累積売買合計」と日経平均推移 —  
【期間：2013年1月～2023年8月】



### \* 海外投資家の買い余力はまだある

— アベノミクス相場以降「海外投資家の累積売買合計」と「OECD景気先行指数」推移 —  
【期間：2012年1月～2023年8月】



## (8) 円の実力は過去最低

国際決済銀行B I Sが21日(木)に発表。実質実効為替レートにおいて2020年を100とすると、現在は73となり、過去最低になった。これまでの過去最低は1970年8月の73.45であり、53年ぶりにそれを下回ったという。

その1970年8月という月はどういう月かと言えば、かの「伝説のFRB議長」と言われたポール・ボルカーの指導のもとに戦後26年間360円で続けてきた固定為替制度を一気に廃止して、円ドル相場を市場で決めるようにしようといきなり言い出した、1971年8月15日のニクソンショックの前の年である。ニクソンショックまでは360円で固定されていた。ところが、ニクソンのひとことであつという間に300円になってしまった。その前の年に実効為替レートを超して円安になった。

円安は本来、輸出には有利に働くはずである。ところが、1970年代にその円安を利用した日本の輸出の活発化が猛烈な日米貿易摩擦につながり、アメリカに意地悪された。この時の貿易の中心は電気でも自動車でもなく、むしろ繊維だった。しかし、最近これほど実質為替レートが下がっていても貿易摩擦は起きていない。というのは、生産拠点を海外に移したことによって、円安のメリットが発揮されにくくなっているのだ。

これによって、1. 生産技術の空洞化を招き、2. 円安になった時に昔の円安ほどには輸出に効果的ではなくなったという、二つのマイナス効果を自ら生んだ。

## ■ 第2部；中長期の見方

(1) 「賃金上昇とそのための生産性向上の投資の拡大を含めた広い意味での経済成長」を持続するか否かが、投資家が今後の大相場に期待できるか否かの鍵となる。

21年1月～23年4月まで2年4ヶ月続いた大保合・大レンジ相場を脱して、売買金額を伴う大相場が復活した背景は以下である。

- 1：コロナ禍を救うために放出した過剰流動性が株式に向かっている。
- 2：PER・PBR・利回り等から見て、先進諸国に比べて日本株は出遅れているので、そこに海外資金が集まった。

しかし、これだけでは息の長い本格的上昇相場は実現しない。本格的な上昇相場が実現するためには、筆者が以前から言っているところの「メガトレンドの変化」がなければならない。それは「デフレマインドにおかされた日本人がインフレマインドに転換することだ」と述べてきた。

その言い分が正しいか否かは長い目で見た市場が語るところであるが、今のところは次のように語りかけてきている。

9月15日（金）の株式市場で言えば、銀行株が軒並み今年度最高値を示現していた。それは5年半ぶりの高値であり、5年半と言えばアベノミクス最盛時であり、黒田総裁は「やれることは何でもやる」「躊躇なく何でもやる」と勇み立って「脱デフレ」「2%インフレ」を目指していた時だ。

あの時に脱デフレで金利が復活し、銀行株が儲かるはずだと皆が見た。それが一旦は挫折した。「2%インフレ目標」も達成されずに、10年間で黒田総裁は引退した。

ところが、「脱デフレ」「インフレマインドへのメガトレンドの変化」が生まれつつあるということは、銀行株が5年半ぶりの高値を示現して、しかも銀行株が軒並み今年度最高値を9月15日に示現し、これは株式市場が金利復活の先取りをしていることに他ならない。

「脱デフレ」「インフレマインドへのメガトレンドの変化」、これらは不動産株にも勿論影響を与えた。“This is Japan.”という銘柄はメーカーのトヨタであったが、三菱UFJ銀行が時価総額でトヨタに次ぐ2位となった。これも脱デフレ・インフレマインドへのメガトレンドへの変化の象徴ではないだろうか。

金利の上昇は銀行にとっては

1. 預かった金額への利払いと貸し出した金額からとる利息の利ザヤが拡大する。
2. 債券運用益が改善する。

この二つのルートから長期的な収益拡大につながる。当然、銀行株の大相場があつて当然であつた。

長期金利が1%上がり、短期金利が0.2%上がった場合、メガバンクの純利益は将来的に約3割を超えると試算されている（ゴールドマンサックス証券アナリストの分析）。

日銀は「賃金の上昇を伴う形で、物価上昇時は安定的持続的に2%を上回って推移すると確信できれば、金融正常化を目指す」としている。これが「成長と分配の好循環」の第一歩であり、賃金の上昇は生産性向上がなくしては実現しないからそのための設備投資が必要となり、これを日銀の言い分は消費と設備投資というGDP構成要素の二つの上昇を期することになる。

「2%の持続的な物価上昇」が実現すれば、日本経済は再び成長路線に乗ったことになり、日本株の投資妙味は益々増えるということになる。海外もそう見ているはずだ。

ところで、「2%の持続的な物価上昇」こそは黒田総裁が10年間苦闘したテーマである。彼はその実現の前に引退したが、黒田総裁の直截簡明な表現は判りやすかった。賃金が伸びずに物価だけが上昇すれば、消費は冷え込む。最悪の場合である。

「賃金上昇とそのための生産性向上の投資の拡大を含めた広い意味での経済成長を持続するか、否か」が、投資家が今後の経済成長・大相場に期待できるか、否かの鍵となる

## (2) 国策としての資産運用立国

ニューヨーク経済クラブというのは1907年に設立された会員制組織で存在する。米国経済界のリーダー層が集う会である。日本の首相がこの場で話しをするのは、岸田首相が初めてのことだそう。岸田首相は日本時間で22日未明、このニューヨーク経済クラブで「日本の資産運用の強化と運用する資金は800兆円で、この3年間で1.5倍に急増した」と話した。

日本の家計金融資産の53%弱は現預金である。本稿で何度も述べた。このような国は先進国では日本だけだ。本多悦朗氏や森永卓郎氏の説によれば、財務省が誘導してデフレマインドに陥らせたからだと言う。確かにそれは一理ある。

その話しはともかく、年金基金などという資金と運用会社の改革を柱とする岸田首相は、資産運用立国を政策の一つにした。今年7月に経済財政諮問会議で表明した。6月に策定した経済財政運営改革の基本方針（骨太の方針）に盛り込んだ。

小泉政権時代「貯蓄から投資へ」を国策として挙げていたが、それはスローガンだけであって、果たしてどれだけの効果があったかは定かではない。小泉首相はアラブダラー（オイルマネー）を呼び込もうとして、アラビアの方のテレビでも実際に筆者がシリアに居た時に見たことがある。しかし、これがどの程度の効果を生んだかは確認していない。

また、15年ぐらい前だったろうか、澤上ファンドの澤上篤人が『運用立国』で日本は大繁栄する（PHP研究社、2008年刊）で「運用立国」を概念的に述べているが、明らかではない。

岸田首相が言うのは、家計金融資産の過半数を占める現預金部門を投資に回そうということだ。現預金部門というのは経済学上「漏出」（ろうしゅつ）と言ひ、GDPの構成要素から漏れ出てしまつてGDPの流れの中から抜け出てしまう分である。これが投資額と一致すると、経済の balan

スがうまく行くということが近代経済学の基本中の基本である。この I S バランス（Investment：投資と Saving：貯蓄）をイコールにするということである。

岸田首相はそのような基礎的なことは説明しないが、要するに半分以上を占める現預金部門を投資に回して、「2000兆円強の家計金融資産を解放し、持続的成長に貢献する資産運用立国を実現する」ことを表明した。この意味をもっとよく説明するべきであろう。

とにかく、2000兆円以上ある家計の金融資産の中の1100兆円は現預金として経済の流れの外に漏れ出してしまっているのだから、これを投資としてGDPの流れの中に呼び込もうということである。

これが進めば、筆者が昔から説いていた地殻変動を起こす可能性は大いにある。そのためのNISA改革であり、将来の税制改革であろう。これには大きな反論が出るが、それを説き伏せるだけの理論武装が要る。

法学部出身の岸田さんはデフレマインド構築戦犯者たる財務省を味方に付けて、経済学の基礎を勉強すべきだ。「そうでないと説得できないぞ」と言いたい。

### （3）中国の Japanification（日本化）の可能性

本件については既報でも述べたが、今回は武者陵司氏の「ストラテジーブレティン」（340号・9月19日）の中で判りやすく簡潔に整理しているので、その一部を要約する。

「日本のバブルは帳簿価格の膨張、中国のバブルは投資の膨張」と述べている。「日本の場合は政策の誤りによってバブル崩壊のみならず、本源的価値以下に下がった所謂不良債権不況であったが、中国の場合は官主導によって、土地バブルを原資として過剰投資を積み上げたという点である。」

ここに日本にはない深刻さがある。同氏は不動産価格の水準を年間所得との比較で見ると、上海50倍・香港42倍・北京36倍等々と詳細に述べている（ちなみに東京バブルは12倍だった）。

第二に、中国の不動産バブルには日本になかった能動的要因があるとまとめている。

第三に、不動産金融において、中国の不動産関連負債は日本に比べて突出したレベルになっている。日本の不動産金融はもっぱら銀行の過剰融資だったが、中国は地方政府の別動隊であり、公共インフラ整備資金の調達を担う機関の債務が急拡大したものである（そのことを筆者は単に「官製主導バブル」と述べたが、武者氏の方が明快である）。

三橋貴明著「中国崩壊後の世界」（小学館、2015年刊）という本が筆者の手元にある。既に8年前に出た本であるが「不気味なゴーストタウン」として、中国の人工都市オールドスの記事と写真が載っていて想像できないような写真がたくさん並んでいた。これが拡大し、なおかつ労働人口の減少という別の大問題にも直面している。

GDP規模で言えば、世界2番目の中国は日本の貿易相手としてアメリカ以上の別格の存在となっているから、この問題は日本の金融市場に直接に作動するリーマンショックとは質が違うが、日本経済の実勢に対して大きな問題となる。

(4) アラブダラー (今は「オイルマネー」と言う) が、日本株を標準としているという。

日経平均は約2000円幅の狭いレンジを3ヶ月以上も大保合を続けている。その中で、9月15日(金)などはSQ日でもないのに5兆6000億円の売買高があった。異常な大きさだった。誰かが大量に買い、誰かが大量に売っていることになる。最も実体が見えにくいのは、中東のオイルマネー (昔はアラブダラーと言われていた) である。これは、日本株の本格買いに向けて動きを始めていると見られる動きがいくつかある。

アラブダラー (オイルマネー) の動きを的確につかみ、日本に誘導するために、野村証券ではペルシャ湾側の金融拠点のあるオマーンに出張所を持っていた時代があって、筆者の後輩がそこに派遣されていたところイラク戦争が始まって、全員が日本国に引き上げるようになった。

その時に日本へ飛行機を飛ばすとフセインに撃墜されるのではないかという恐れで、どこの航空会社も飛んでくれなかった。しかし、トルコだけが日本へ日本人を運んでくれた。これは100年前の「和歌山県串本沖での遭難事件」の恩返しだというのである。

日露戦争よりも前、本州最南端の紀南串本沖でトルコの軍艦が沈没した時、溺死しそうになったトルコ水兵を漁民が命懸けでこれを助け、しかも健康回復した後にトルコまで日本の軍艦で送り返した。明治維新から何年も経っていないのに、トルコまで行けるような軍艦があったこともまたトルコ人は驚いた。漁民が命懸けで救ったという方法は、漁民の女房が素っ裸になって、一晩中凍死しないように自分の体温で溺死しそうなトルコ兵を暖めて蘇生させた、伝統的な凍死防止法である。これを「命懸けで救った」ということになっている。この方法は紀南の漁民に伝わる、溺死者を蘇生させる秘伝であるという。この記念碑が本州最南端串本の外れにぽつんと立っていたのを、筆者は和歌山支店に転勤した正月に妻と本州最南端の土地を踏んでみようということでぶらぶら歩いている時に偶然見つけたものである。

外からは見えにくいとされている中東の金、しかも政府系ファンド (SWFと言う) についてはこういうことが判っている。

- 1 : 複数社の中東SWFが来日した。
- 2 : 数社が日本の拠点の開設地を探している。
- 3 : 何社かが日本人は採用した。

この三つの事実が明らかになっている。オイルマネーを集めたSWFの運用残高は710兆円だということになっている。これは調査会社のグローバルSWFが公表した2023年版のレポート

による。

とにかく、710兆円である。東証プライム市場の8割を占める金額だ。

彼らが敢えて日本に狙いをつけているのは、他国にはない日本の独自性の買い材料だ。以下の三つが考えられる。

- 1：筆者が勝手に本稿で説いているところの「デフレ心理からインフレ心理へのメガトレンド変化」である。これは他国にはない日本の大きな変化である。
- 2：今年3月以降、東証も政府も一生懸命言い出した企業統治に関する劇的な改善方法である。
- 3：30年前にアメリカであった401k法にも匹敵するNISAの期限と金額の拡大である。

筆者が30年前から所属している小規模勉強会で9月13日開催の時、元内閣官房参与の本多悦朗氏や森永卓郎氏は「財務省がデフレマインドに誘導したのだ」と盛んに言っていたが、これが10年間の黒田総裁の苦闘とアベノミクスのために「2%インフレ」が正常なものであり、正しいものであるということをも10年でみんなが学んだ。こういう国は、先進国では日本しかない。

中東のアラブダラーに詳しい知人に訊くと、今から複数社の政府系ファンドSWFが1~2ヶ月内に日本に来ることを計画しているという。この話しは正式に新聞等に発表になったことではないが、この話しを筆者に持ってきた男の言うことは大体信用できる。

オイルダラーが本格的に日本株を買い始めるとするならば、彼らは普通、長期投資である。ユダヤ系の人たちのようにすぐに移動できるビジネスモデルを選ばず(★註)、アラブの人は地球を掘って油を採ることがメインビジネスであるから、そこに定着して腰を据えて投資する。日本株にどれだけのお金が振り向けられるかは全くの未知数だが、アラブダラーの性格はだいたいそういうものだ。

(★註)ユダヤ人は3000年前にモーゼに率いられて約40年間、沙漠を流浪した。そういうユダヤ民族は、常に直ちに移動できるビジネスをビジネスモデルにする。それ金融であり、情報であり、映画であり、ダイヤモンドであって、したがって、アラブダラーとは少し性格を異にする。アラブダラーは地球をほじくることをメインビジネスとしてきたから、気軽に持ち運べる短期的なものを考えない。

## (5) トルコ中央銀行5%利上げ

トルコ中央銀行は4会合連続して利上げを決め、今回も5%利上げして年30%にすると決めた。利上げは6月以降に実施する。大国の中では世界一のインフレに遭遇しながらも、大国の中で世界一金利が相対的に安い。したがって、エルドアン大統領一代で通貨価値を10分の1以下にしてしまった。こんな国はトルコだけだ。

トルコと言えば古代から中世にかけて世界を支配した国であり、現在のアメリカに匹敵する大国であった。今でもNATOの中ではアメリカに次ぐ軍事大国である。6月にエルカン総裁が就任して、それ以降の利上げ幅は21.5%にのぼる。エルドアン大統領が5月の選挙で再選された後、財務相や中銀総裁らを市場重視派に入れ替えた。そして利上げをどんどん進めた。

ところが、80~90円から5.5円台まで10分の1以下になった通貨はほとんど反応しなかった。自分の意に反した中央銀行総裁や財務相を何度も更迭しているから、エルドアン大統領に対する金融市場の信頼は非常に薄い。これだけ利上げしても通貨に影響がないという国は、大国の中ではトルコ一国だけだ。

## (6) 基準地価が回復、住宅地は31年ぶり上昇

国土交通省が19日(火)に基準地価を公表した。ご承知のように、公的機関の地価の計測には3種類ある。

	調査主体	調査地点	調査時点
1. 基準地価	都道府県	2万強	7月1日
2. 公示地価	国土交通省	約2万6千ヶ所	1月1日
3. 路線価	国税庁	33万強	1月1日

公的機関が公表するこの3種類がある。今回述べたのは1番目である。この活用法は基準地価と公示地価が土地取引の指標になる。そして路線価格は相続税算定基準となる。

全用途の土地の上昇割合が全国の44.7%にのぼり、コロナ禍で沈んだ20年から見ると、その割合は倍増した。国内投資と訪日客、再開発を追い風に地価回復の波が地方に広がっている。

本稿では何度も述べてきたように、当然に株式の大相場地価の相場とは連動する。



## (7) G20に習近平とプーチンが欠席

インドのニューデリーで9月9日に始まったG20に習近平が出ないということは、世界の二大人口大国どうしの関係について一定の見方を提供することになる。

国連加盟国193ヶ国あるうちで、中国とインドだけで人口は世界の40%弱を占める。

中国とインドの微妙な関係は、8月末に中国が新しい地図を公表したことでさらに激化した。近隣諸国との係争地域を中国領として習近平は表記した。これに対して、インド政府は強い抗議を行った。習近平が10年前に中国の独裁者になって以来、対面で開催されたG7に出席しなかったのはコロナ禍の21年だけだった。今度はインドで開かれる。G7に行かないということは、インドに行かないということだ。インドへ行かないという意味は大きい。

8月末には南アフリカで開催されたBRICsのサミットに合わせて習近平はインド首相と会談したのだから、今度はわざわざインドには行かないという意味は大きい。習近平の欠席騒動は、中国・インド両国におけるグローバルサウスの主導権争いという側面があるのは当然であろう。中国側は、インドの縄張内で世界の指導者たちと会うためにニューデリーを訪問する姿をインド側のPR戦術に利用されたくないのである。習近平の考え方は万事一貫している。その延長線上に、今のようなことが言える。

## (8) 「米景気が今年は景気後退局面に入らない」が4割、「日本のデフレ脱却」は6割

調査は9月11日～13日実施、金融機関や事業会社の外為市場関係者80人に対するアンケートでQUICKと日経ヴェリタス紙が共同実施した9月の月次調査の結果である。

米景気が今年は景気後退に入らないが43%、2023年に入るは25%止まりであり、2024年には景気後退に入るは52%だった。今から一年ほど前は、23年中の景気後退入りが市場のメインシナリオだった。しかし、米雇用や消費はその後インフレや金利高やドル高が続く中でも堅調さを保ってきた。

欧州は、最大の経済国ドイツが2023年か2024年前半には景気後退に入るという見方が75%となっている。

中国の景気不安は実勢悪への影響であるが、当然通貨にも影響する。その通貨への影響の度合いは大きい順に言うと、米ドル・豪ドル・ユーロ・円という順番になっている。中国と経済的な結びつきが大きいオーストラリアとユーロは弱くなる通貨の主流を占めた。

「日本はデフレ脱却したと思うか？」という問いに対して61%が「した」と答え、インフレ率から見てデフレ脱却と言える声が出てきた。長期金利の指標となる新発10年物国債の利回りは1

2日には0.72%となり、2014年1月以来の高水準を付けた。

安倍政権時代、10年間をデフレファイターとして黒田総裁が「できることは何でもやる」「躊躇なくやる」と取り組んできたデフレ脱却は黒田さん引退後に漸く実るのだろうか。

### (9) リーマン危機から満15年、慌ててはいけない「〇〇ショック」には3種類ある。

19年間FRB議長を務めたグリーンズパンをして「100年に一度の事件」と議会証言で言わしめた「リーマンショック」から9月15日で満15年を経た。

その後、いくつかの金融市場に及ぼす「危機」の要素が伝わったが、ここで我々が注意すべきことは以下の三つである。

- 1：根本的に金融市場の神経機能を破壊する事件（リーマンショックのような）
- 2：極めて小さな局所的な面では大きな事件だが、金融市場全体に対しての影響はほとんどない事件
- 3：大きな悪材料ではあるが、実勢悪の問題であって金融市場を直接破壊する問題ではない。

この三つを区別しなければならないだろう。

リーマンショックはまさに世界の金融市場の神経機能を破壊した。私事に亘ることで恐縮だが、筆者はリーマンショックの前年2007年8月に仏パリバ銀行の危機があったが、そのまた前年の2006年7月に「小泉郵政改革相場の天井近辺」の頃にアメリカ通の友人に「今、世界中で流行っているサブプライムへの投資は、判りやすく言えば貧乏人への住宅ローンを他の優良債券とともに住宅ローンを債券化し、他の優良債券と混ぜてあたかも全てがトリプルAであるかのように装ってセット販売し、それが各国の証券や銀行の投資対象となって流行っている。これは字も読めないような連中に不動産ローンを貸し付けて、不動産は値上がりするからローンは返せると焚きつけている話で極めて危ない」という話を聞いていた。

100%信用したわけではないが、ニュースや国際経済評論家と称する人々が語らないアメリカの話題を彼は裏表に渡って熟知していたので、筆者は彼の話しはかなり真剣に聞いていた。筆者はその頃から株式を売り始め、リーマンショックの半年前にはほとんど株は持っていなかった。

それで第三者の目で冷ややかにリーマンショックの暴落を眺めていた時から本稿「山崎週報」が始まった。

日経平均が8000円を割った時に「今から下がっても1割、上がれば10割」とテレビ番組「ストックボイス」で断言した。これが「山崎週報」の始まりである（結果的には、今から下がっても1割と言ってから12.5%下がり、上がれば10割と言ってから150%上がった）。

2の局所的には金融市場の大きな問題になるが、これは局部であって世界全体の神経機能を破壊

するようなことではないケース。このケースは、典型的にはドバイの不動産バブルの崩壊だ。

これは筆者も二度ほど行ったことがあるので大体分かっていたが、人口30万ぐらいの小さな王国が原油だけを頼りにする経済から脱して、観光立国を目指して超高層ビルを林立させていたので、元々人口30万の小国が一時的に200万人ぐらいの人口が集まり、超バブルの前兆を呈していた。空港からホテルまで車で行けば40分だが、5分で着くヘリコプターの値段は25万円だとか、一部屋50万円のホテルとかが流行っていた。

ついでだから、アラブ首長国連邦の一国に過ぎないドバイから隣りの（アラブ首長国連邦の首都である）隣国のアブダビまで車で行ってみた。そこには「これは王宮ではありません。個人の住宅です」とガイドがいちいち説明しなければならないような住宅が建ち並んでいた。「こういう小国が不動産バブルを起こしたところで、世界の金融市場にはほとんど関係ない」と筆者はテレビ番組「ストックボイス」で断言した。それがまた「メルマガ週報」の読者を増やした原因になった。

もう一つは、アメリカの「財政の崖」の問題だ。実際に行政機関が作動しなくなって、一週間ほど止まってしまったことがあった。これはこれで大事件であるが、これは野党と与党の駆け引きの問題であり、いずれアメリカ人はこれを解決する、必ずそういう知恵を持っている、駆け引きの演出に過ぎないということを筆者はこれまたテレビ番組で言い切った。これがまた「メルマガ週報」の読者激増の原因になった。このことは前回の「財政の崖」の時も本稿で述べた。野党と与党の駆け引きの問題に過ぎないと述べた。

大きな問題であるが、経済の実勢の問題であって、金融市場を破壊する問題とは本質的に違う問題がある。これが今の中国の不動産バブルの崩壊だ。この不動産バブルの崩壊は、日本の90年代のそれとは比較にならないほど大きい。日本の都心の地価の急騰は国土庁が出したレポートが発火点にもなっていたが、中国の場合はそんな問題ではない。国が主導して超高層ビルを何十本も林立させて、真っ昼間に人っ子一人いない、車も一台もないという写真を筆者はいくつも見た。現地へ行ったわけではないが、写真で見た。入居者は一人もない。入居する企業も一社もない。

世界恐慌のさなかにニューヨークのエンパイアステートビルはやはり入居者がなく、エンプティービルと揶揄された話があった。中国の場合はそれどころではない。14億人の人口にものを言わせて、世界2位のGDPにものを言わせて、高度成長で全員が豊かになるという社会主義国家の求心力にものを言わせて、官製の大バブルが大破裂する。当然、実勢経済に影響がないわけがない。

但し、これは金融市場の神経機能を破壊するという問題ではない。逆に、中国に投資していた金が日本に回ってきて、日本の株式市場が潤ったことがあったと思う。

これからも世界的な「〇〇ショック」が何度も起きるであろう。ガルブレイスによれば、これは人間の性（さが）または業（ごう）によるもので「正常な判断を失わせる陶酔的熱病」をユーフォリアと呼んだ。このユーフォリアのしからしめるところが、結果的には〇〇ショックとなる。

しかし、これが我々と関係している金融市場に直接にそれを破壊するような大問題であるのか、局部的には大きい金融市場にとっては小さな問題であるのか、実勢経済としては大きい金融市

場とは直接には関係がない（間接的には関係企業の業績悪という関係が出てくるが）、この三つを区別して考えることが必要であろう。

このような当たり前のことをくぐぐと述べたのは、実は日経新聞9月16日版の一面記事のためである。この記事の見出しは大きな誤解を生む。「危うさが残る金融システム」、副題が「リーマン危機15年」であるが、「危うさが残る金融システム」と言っても、金融システムの影響には以上述べた3種類があるということを冷静に考えなければいけないということで老婆心ながら述べた。

#### (10) コンプライアンスが経済をダメにする？

言うまでもないが、GDPが増えることを経済成長と言う。当たり前だ。そのためにはGDPの6割を占める消費を増やさなければならない。そのためには賃金を上げなければならない。そのためには労働生産性を上げなければならない。

そこまでは判り切っていることであるが、ここからは森川正之（一橋大学特任教授）の文章を原文のまま引用する。

「筆者が日本の労働者を対象に行なった調査によると、平均の労働時間の約20%がコンプライアンス対応業務に充てられている。個人差は大きいですが、業種では金融・保険・医療・福祉など、そして大企業の正社員、高賃金の労働者で高い数字になっている。コンプライアンス対応労働時間が半減すると、計算上は経済全体の生産性が約8%上昇することになる。日本の生産性上昇率は約0.5%だから、十数年分の生産性上昇に相当する」

一つ一つの規制・ルールの影響は軽微でも、積み重なると成長押し下げ効果は大きくなる。経済成長以外の価値、つまり安心安全などの社会的規範は経済の論理だけで、それを無駄と言うわけにはいかない。これは当然だ。したがって、規制強化に反対するのは難しい。しかし、それらの社会的価値と経済成長の間にトレードオフがあるのは妙なものだ。

本稿で以前述べたように「価値」とは「ヒトに効用を与える全ての総称」を言う。そこには社会的価値と経済的価値がある。この両者がトレードオフするというのが本当は経済学の原則に反するものであるが、実際にはトレードオフの関係があるのは事実だ。費用対効果を考慮した規制・ルールの設定や運用の効率化が必要であろう。何でも社会的価値を優先するのは間違いだ。

結局は社会的価値の重視し過ぎが経済的価値を犠牲にして、結果的にはそれが社会的価値を押し下げることになるという自縄自縛に陥る。やはり「社会的価値と経済的価値がトレードオフの関係にあるのは経済学の公理に反する」という一見、独善的なテーマを主張し続ける立場に筆者はある。

#### (11) 「インフレ時代はやってこない」

これは藤田勉氏（一橋大学客員教授、元シティグループ証券副会長）の言い分である。日経ヴェリタス紙9月10日号の一面を割いて言っている。要約すると、こういうことである。

彼の言い分は大きく的中することと、大きく外れることがある。最も大きく外れたのは2020年の2月か3月の日経ヴェリタス紙で、コロナ禍は今年3月には終わると言い切っている点だ。コロナという彼の専門外の疫学に関する点だから無理もなかったとしよう。それはさておき、彼の言い分を要約する。

IMFによると日本のインフレ率は2024年で2.2%、25年に1.6%とする見通しである。インフレには1. コストインフレ（現在はその様相がある） 2. デMANDプルインフレ（需要が供給よりも強いからインフレになる、これが最も望ましい） 3. 過剰流動性インフレ、この三つである。

特に3番目の場合には、それは資産価格が上がるだけであって、消費者物価には影響はなかった。これが日本のバブル時代であった。

過去、デMANDプルインフレは日本で発生していないと藤田氏は言う。バブルのピークである1989年の経済成長率は4.9%と高く、年間ではTOPIXは22%以上も上昇した。しかし、消費物価指数は0%台と低水準だった。「筆者も物価が高止まるという意見には、賛成である」と藤田氏は言いながらも、人口は年間80万人も減る時代に食料やサービス価格が持続的に上がるだろうかと言っている。

既に世界のインフレ率はピークアウトしているとも言っている。そして、結局は「高値は追わず、休むも相場」と言い、「基本的にはリスク資産を増やすべきだ」という主張には賛成するが、現時点で外国株を増やすことには慎重であるべきだと考える」と述べている。

これはこれで、一つの見方としてはあり得るであろう。しかし、それが適中するかどうかというのはまた別である。

（★註）日本のインフレの歴史は1970年以降前年比の消費者物価指数を見ると次のようになっている。74年、23.2%（オイルショックの翌年である）1980年、7.7%点、91年3.3%、2008年1.4%、そして2023年2.7%、（全て国際通貨基金IMF）

## ■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。

9月25日	全国証券大会	日本証券業協会、全国証券取引所協議会、投資信託協会
9月29日	Japan Weeks イベント アジアにおける国際資産運用センターを目指す四都市の脱税	一般社団法人国際資産運用センター推進機構、福岡商
9月30日	みんなの金融セミナー	東京都 ※TSFW
10月1日	GDX × TDPOサミット	経済産業省
10月2日	Japan Weeks 日経サステナブルセミナー(昼時)	日本経済新聞
10月3-4日	Bloomberg 主催イベント	Bloomberg
10月3-4日	PRR in Person (PRR年次会議)	PRR事務局 ※TSFW (メディアパートナー-日本経済新聞)
10月5日	「金融ニッポン」トップアップセッション	日本経済新聞
10月5日	Japan Weeks 資産運用立国日本フォーラム(昼時)	日本経済新聞
10月5日	日経投資の日ーイベント(昼時)	日本証券業協会、日本取引所グループ、投資信託協会
10月5-8日	グローバル投資家等と政府関係者等によるラウンドテーブルイベント	BlackRock
10月5日	Tokyo Sustainable Finance Forum	東京都 ※TSFW

【参考】日経経済連動と改革の基盤方針(2023) 令和2年6月14日閣議決定  
 ※「海外での資産運用を推進する日本に投資する(Japan Week)」の立ち上げ担当者として国内でのプロモーションイベントの開催等、情報発信活動等に積極的に取り組む。

日	月	火	水	木	金	土
	1	2	3	4	5	
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

**9** 2023  
September

日	月	火	水	木	金	土
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				

日 Sun	月 Mon	火 Tue	水 Wed	木 Thu	金 Fri	土 Sat
27	28 +545	29 +56	30 +106	31 +285	1 +91	2 週間 +1086 +3.4%
3	4 +228	5 +97	6 +204	7 ▲249	8 ▲384	9 週間 ▲103 ▲0.3%
10	11 ▲139	12 +308	13 ▲69	14 +461	15 +364	16 週間 +926 +2.8%
17	18 敬老の日	19 ▲290	20 ▲218	21 ▲452	22 ▲168	23 週間 ▲1130 ▲3.3%
24	25	26	27	28	29	30

中国・中秋節・国慶節休み (9/29~10/6)

【 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 テクニカルリスト班 出身)

『 ご質問・ご意見等、お問合せ先 』

▶ Mail : [info@yamazakikazukuni.com](mailto:info@yamazakikazukuni.com)

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

▶ URL : <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。