

# 山崎和邦 週報「投機の流儀」 — 罫線資料版 —

— 2023年9月17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) 週末一日の売買代金5兆6000億の意味するところ
- (3) 時には、本稿や「動画」で取り上げてきた日本製鉄、及び「国策銘柄」としての東京電力
- (4) 投資主体別動向
- (5) 日本株は底堅いどころか、力強い。
- (6) ようやく見えてきた岸田首相の抽象的な理念
- (7) 日銀のマイナス金利政策解除はいつなのか？
- (8) 信用取引の売り残が2ヶ月半ぶりの高水準（東証8日発表）
- (9) NY株が30倍になった起点となる、401k法に例えられる日本のNISA新制度

### ■ 第2部；中長期の見方

- (1) 欧州の利上げの終着点は遠い。
- (2) 「国策銘柄」「世界的な著名株」「大通り銘柄」として、話題に挙げてきた東電と日本製鉄、及びあと一つ
- (3) 米国景気、ソフトランディングのシナリオと強行着陸のシナリオ
- (4) 米、インフレ再燃なら強行着陸の可能性
- (5) 「成長と分配の好循環」これを阻む壁
- (6) 中国の「日本化」と聡明だった60年代の日本
- (7) 13日（水）の内閣改造
- (8) 日本に財政破綻はない。

## ■ 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ダウは反落し、34618ドル前日比288安(0.8%)、ナスダック指数は3営業日ぶりに反落し、13708ポイント前日比217安(1.6%)となった。

夜間取引での日経先物は33070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(33533円)より240円程度安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。

### (2) 週末一日の売買代金5兆6000億の意味するところ

15日(金)の週末は、一日の売買代金が5兆6000億に達した。特別SQ日でもないのに5兆6000億というのは、記録的な数値であろう。誰かが大量に買い、誰かが大量に売っている、その合う場が5兆6000億円に達する。

これは、本稿がかねがね言っていた「メガトレンドの変化」がもたらす「地殻変動」を予知した動きではなかろうか？

岸田政権の経済政策は抽象的で、理念先行で、一見迫力はないが、一つ一つを細かく見ていけばそれなりの効果を出しつつある。NISAの変革などは、その代表的一例であろう。これが将来の地殻変動の予兆なのかもしれない。誰かが大量に買い、誰かが大量に売る。その噛み合せが5兆6000億に達する。この裏に何かがあると見なければならぬだろう。

幸いにして6月19日と7月3日に付けた33700円というダブルトップは、その寸前で週末は終えた。これを中間反騰と見るには売買金額が大きすぎる。この売買金額の巨大さは、何かを意味していると見た方がいいだろう。

又は、単なる中間反騰が大型株中心に生じたのかもしれない。アベノミクス大相場の終焉後も中間反騰があと100円台というところまで迫った。答えは市場が出す。但し、TOPIXは今年高値を抜いた。

25日移動平均との乖離率も週末で3.49%ということで、未だ「買われ過ぎ」のレベルとされる「5%」を超えてはいない。騰落レシオも127.3%であり、これも「買われ過ぎ」のレベルを少々超えたに過ぎない。

8月の米消費者物価指数（CPI）を無難に通過し、市場で安心感が広がり、同時に国内金利の上昇も一服感が見え始めて、楽観的な見方が広がったと見るしかない。

しかし、楽観の極致は「治に居て乱を忘れず」という易経の文言を引用するのが賢明であろう。

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



\*対象: 1570日経レバレッジETF or 1320日経225ETF

(3) 時には本稿や「動画」で取り上げてきた日本製鉄、及び「国策銘柄」としての東京電力

1 : 日本製鉄（5401）は国策銘柄というわけではないが、未だに史上最大の戦艦である「戦艦大和」の製鉄を、輸入原材料を元にして作り上げた八幡製鉄が母体である。

また、超スピード戦闘機として世界に恐れられた海軍ゼロ式戦闘機、通称「ゼロ戦」の超軽量機体をジェラルミンで作った世界有数の技術を持ち、継ぎ目のないシームレスパイプの世界的技術を持った住友金属。これが八幡・富士鉄と合併してできた会社であるから、世界の誰でも承知している世界一の製鉄技術と規模を擁する企業である。

しかもPBR一桁、PER一桁、利回りは4%以上という「ジョン・テンプレトンの3条件」を全てそろえていた。今年の1月は2200円台で、以降100円の大台を14回更新した。かのトヨタに喧嘩を売った元気な企業である。

2 : 東京電力 (9501) は、原発のためにはウランを所有するから核兵器保有につながるというトンチンカンな議論はさておき、国策として原子力発電を向こう8年間で3倍にするというエネルギー中長期計画に沿った銘柄である。このためには、稼働OKのお墨付きを得ている柏崎原発7基のうちの2基を稼働させねばならない日が来る。これが稼働すれば、一挙に東京電力は2000億円の経常利益が上乘せになる。今でさえもPERは一桁なのに、余計に割安になる。

ただ、福島の前科者であるから簡単に処理できない問題を抱えているし、長年の木川田一隆以来の経団連で幅を利かしてきた傲慢な企業体質であるから、世間の風当たりも悪かった。しかし、今春400円台前半だったものが決して派手な上がり方をせずにジリジリと上がって、週末には一時700円台の大台を超えた。傲慢な会社であるとう評判を越えて、国策として進めなければならないものは着々と進めてきた。

原子力の知識も基礎的教養もない者が「原発をやるためにはウランが必要だから、核兵器保有につながる」というトンチンカンな議論をしたり、また「処理水」のことを「汚染水」と言い間違えたりするような、無教養な日本に居ながらも東電株は着々と進むべき道を進んで去年の1月は300円台、そして660円まで行って、その信用期日が来た今春は400円前半。こういうふうに揉まれながらも、着々と700円台超えを示現した。

しかし、究極の株価目標値はこんなものではない。ご承知の通り筆頭株主は経産省であるが、経産省が取得した値段はおそらく900円台から1000円台のところであろう。その辺の株価を示現することは経産省だけでなく、各電力会社から原発部門だけを抽出して一つの会社をつくる。そのためには東電の時価総額はいくらでなければならないという計算があったが、それを発行株数で割ると約1000円前後になる。株価の進退の原理は東電に対する世評の悪さを乗り越え、静かにその道を進んできたように思える。

補完タンクに溜まった福島第一原子力発電所の「放射性汚染水」を浄化処理した「処理水」の100万トン以上を太平洋に放出するという日本の決定は、科学的には正しい。しかし、中国の政治的な反発を受けることは事前に目に見えていた。激しい攻撃に耐えて「科学的には正しいこと」を遂行できるか否かは情報戦の戦いであり、政治の姿勢である。日本の立場は「処理水」の放出は補完タンクが空になるまで続けなければならないから、30年~40年は続くことになる。つまり、中国の嫌がらせの有効期限を超えることになるだろう。

日本の決定は科学的データと国際的プロセスに基づくものであり、客観的には全く問題ない。刺激的な事故から12年が経ち、134万トンに達した補完タンクの「汚染水」は浄化処理して「処理水」として放出するしかない。日本は最も実現性が高く、科学的に正しい方法を選択した。このやり方は国際原子力機構 IAEA の正式なお墨付きを得ている。

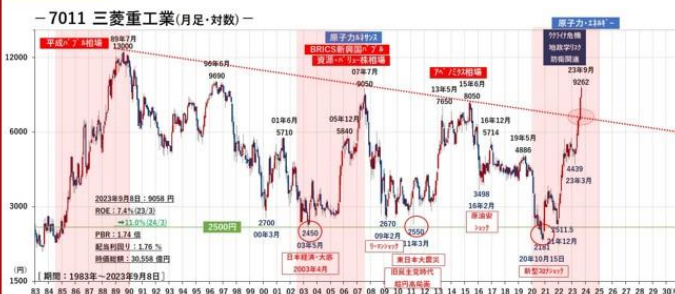
中国が反対するであろうことは最初から判っていた。そうすれば、日本は正しい決定をし

「処理水」の放出は「安全でしっかり管理されたものだ」ということをもっと早くから効果的にアピールすべきだったし、中国に対してはどうせ喧嘩を売られるのだから先に喧嘩を売って、日本からの水産物輸入を全面停止するという多分言い出すだろうが、「お宅も、実は日本よりも高いレベルのトリチウム入りの排水を放出しているではないか。自分のことを棚に上げて、文句ばかり言うのはいかがなものか」と先制攻撃をしておくぐらいのことは必要だったろう。

日本は正しい決定と正しい行動をしたが（その結果も正しかったことが検証されたが）、もっと早く近隣諸国にアピールすべきだった。そして「本当に正しい処理をしたのだから、この安全な処理水は家庭用水や工業用水にも使うつもりだ」と言っただけでもらいたかった。どうせ中国から喧嘩を売られるのは分かっているのだから、事前に喧嘩を売っておくべきだった。国際情報戦の世界では、そのぐらいの気配りは必要だったろう。

## ■「This is Japan 銘柄」の大相場①平成バブル相場 ②2007年にかけてのバリュー相場 ③今回

\*「今見られる堅調さは、今後のもろさの種をまいている」点は忘れない



### (4) 投資主体別動向

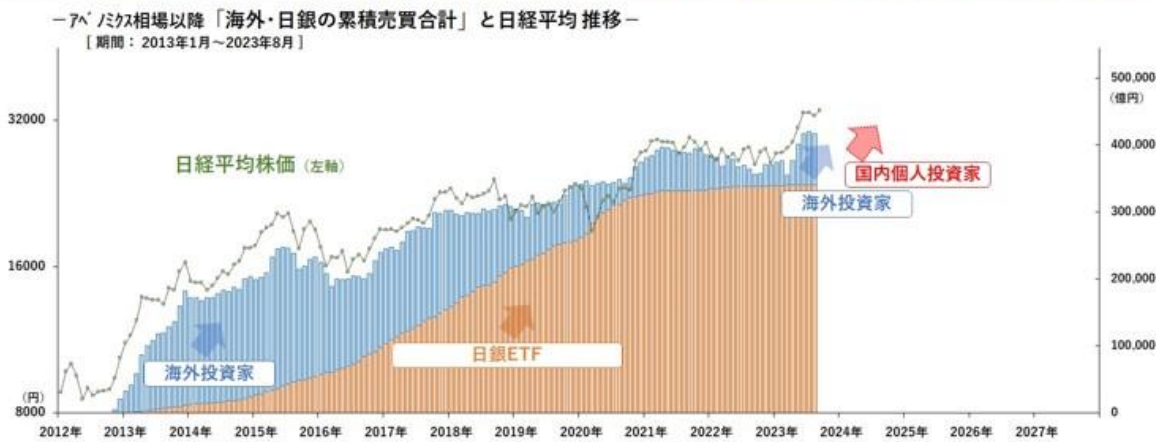
海外勢が2週間ぶりに売り越しとなった（日本取引所グループ 14日発表）。

2週間ぶりの売り越しである。売り越し額は3月第2週以来の7600億円という大きさであった。利益確定の売りで一応は見なされているが、高値警戒感からの売りかもしれない。

一方、押し目を拾ってきたと思われる個人投資家は3週間ぶりに買い越しに転じた。買い越し額は1930億円である。

## ■ 「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



### \* 海外投資家の買い余力はまだある



#### (5) 日本株は底堅いどころか、力強い。

7月末から8月の下落率は、日本株は▼1.7%、NYダウ▼3.0%、欧州▼3.8%という状態である。米金利上昇と中国景気という二つの外部要因に上値を抑えられて、この逆風下でも同じ外部要因の逆風下である米国に比べて下げ幅が小さい。

この背景には国内投資家の買い意欲の強さであるとされるが、国内投資家だけでは大相場はできない。自分が買ったよりも上値を誰かがもっとたくさん買って欲なければ、岸田相場の第二弾はない。

したがって、買い意欲が強いのは個人投資家だけではない。国内運用会社でファンドマネージャーの筆者の親しい後輩は、「買わざる焦り」「買わざる恐怖」「持たざる恐怖」にさいなまれる毎日だと言う。と言って、思ったよりも押し目がない。つまり、買いたいが、弱気だという精神状態の不健康さで毎日を過ごしている。

押し目買いだけでは上値を追う力が出ない。これは、本稿で何度も言っている通りだ。国内投資家が下値を支える間に、再び海外勢が合流して上値を買ってくれなければ、上場相場の第二弾は生まれない。それを寺島実郎氏は「寺島実郎 世界を知る力」という番組で「負け犬根性」と言っていたが、彼は実務経験がなく、相場を知らない。何が負け犬根性なものか。日本株の将来を見込んで上値を次々と果敢に買ってくる海外投資家に期待するのは、少しも負け犬根性ではない。強い者に期待するのは当たり前のことだ。

9月期決算発表に向かって日本株を買い始め、そして業績の良さを確認しつつ、年末に向けてまた買い増しするのではないだろうかという明るい予想がある。筆者もそう思いたい。

次は日本経済新聞9月9日版「スクランブル」欄からの引用である。

「SBI岡三アセットマネジメントの運用本部長は、海外勢の買いが戻ることを見越し、トヨタや日立など海外投資家好みの大型優良株の持ち高を増やし始めた。保合が続く日本株だが、年末高への期待は徐々に高まっている」

記名入り記事の本分通りの抜粋である。



## (6) ようやく見えてきた岸田首相の抽象的な理念

内閣改造後の認証式を済ませた後、首相官邸で記者会見した結果をとりまとめると次のようになる。少しは骨格が見えてきた。

1. 「物価高に負けない構造的な賃上げ」
2. 投資拡大の流れを強化する。

この二つでGDPの構成要素の中の消費を伸ばし、その消費を伸ばすためには労働生産性を上げることで（消費を伸ばすための）賃上げが必要であり、そのための投資拡大を強化するという流れであろう。ここで消費と投資というGDPを構成する四つの項目の中の二つが伸びれば、GDPが伸びる。GDPが伸びることを経済成長というのだから、単なる「成長と分配の好循環」という抽象的な理念よりは多少は具体的になってきた。

13日（水）に安倍政権の内閣官房参与だった本田悦朗氏と森永卓郎氏も出席していた20人ぐらいの親睦会的な勉強会があり、筆者は昔からメンバーだったので、両人と話し合う機会があった。

本田悦朗氏は外務省への出向経験も多く、日本がデフレマインドへ突入する90年代には外務省でNYに出向していたので「財務省が率いるデフレマインド」に染まらなかったと言っていたし、森永卓郎は「財務省は行政機関ではなく、8000万人の信者を持つザイム真理教というカルト集団だ」と例の調子で話していた。財務省がデフレマインドに導いたという点で、両人は一致していた。筆者もそう思う。

財務省は財政規律の美名のもとにデフレを侵攻させた。日本は財政破綻すると本気で洗脳されてしまった人は少なくない。

そして、筆者が常々思っていたようにインフレマインドへのメガトレンドの変化が必要であることは、本田悦朗氏も力説していた。今、その流れが「岸田首相の弱い力の中で生まれつつあるが、これを本格的に立ち上げるにはアベノミクスを完成させることだ」と、彼は当時の内閣官房参与の立場を一貫させていた。

岸田首相は「賃上げの流れを継続することが重要だ」と内閣改造の主旨を力説し、「投資拡大への税改正の必要性」を説いていた。これを力強く進めれば、政策は具体化してくる。



## (7) 日銀のマイナス金利政策解除はいつなのか？

12月という見方も出ているが、日銀内では「それは早過ぎるのではないか」というムードがあるようだ。「早くしなければならぬと思っているのは、日本では岸田首相一人だ」と本田悦朗氏は13日（水）の少人数の勉強会の席で皮肉っぽく話していた。

円安防止効果を持つ金融政策修正を前向きに受け止める政府側にも「12月は政治的に難しい」という見方がある。最も早くても、来年1月決定がより現実的なシナリオであろう。

マイナス金利解除を巡る思惑が強まったのは、植田総裁のインタビュー記事が9月9日の新聞に載ったことから始まった。「賃金上昇を伴う持続的な物価上昇に確信が持てた段階になれば、大幅な金融緩和の柱であるマイナス金利政策の解除を含め、色々な選択肢がある」と報じられた。来年の新規労使交渉を、日銀を始めとして日本中が注視している。もちろん、マイナス金利解除とこれとは大いに関係がある。

今のところ、最短シナリオで読むと1月決定・2月実施という見方になるようだ。まず、決定は1月上旬であろうと思っていた方が無難であろう。

## (8) 信用取引の売り残が2ヶ月半ぶりの高水準（東証8日発表）

逆張り方針の個人投資家の動きであろう。信用売り残の合計は9200億円となり、6月中旬以来の2ヶ月半ぶりの高水準となった。

6月中旬と言えば、今年度最高値の33700円を付けた2週間前である。利益が出たものに、当面「つなぎ売り」をしておく流れが信用売り残を増やしているのだろう。気が付いてみれば、筆者もその個人投資家の一般的動向を担う一人であった。



## (9) NY株が30倍になった起点となる、401k法に例えられる日本のNISA新制度

1. 時限立法が無期限になった。
2. 非課税限度額が大幅に拡大された。

これによって普及にさらに弾みがつくと予想され、証券会社も各銀行も顧客の囲い込みに懸命となっているように見える。金融庁によれば、現行のNISA制度の口座数は約1900万。国民の6人に1人がNISAの口座を持っていることになる。

ここで注目されるのは、若い世代と高齢世代の間で利用形態が大きく異なることである。

1. 「つみたてNISA」では、口座数・買い付け額の73%が20～40歳の若い世代
2. 「一般NISA」では、口座数・買い付け額の72%が50歳～80歳の高齢世代

コツコツと積み立て投資を続ける若い世代と、保有する金融資産をNISA口座で運用する高齢世代だという対照的な構図が読み解ける。中堅世代以降の世代にとっては老後に向けた資産形成は生涯をかけたチャレンジであろうから、これを後押しすることはNISAが担う重要使命である。言うまでもなく、投資はGDPの構成要素の一つである。

新NISAの登場で個人の証券投資は新しい時代を迎えることは間違いない。国民各層の行動がどう変貌するだろうか？筆者が前々から「動画」でも、本稿でも述べてきた「個人金融資産の地殻変動」が間違いなく起きるきっかけとなる。

個人金融資産が2000兆円以上ある国は多くはない。ところが、日本の特異性は個人金融資産の中の約半分以上の1000兆円強を現預金で保有しているということである。こういう国は日本だけだ。日本の投資信託を含む株式投資への比率は、世界の先進国の中で圧倒的に目立って低い。これが世界先進国並みの比率に変わるだけでも、アベノミクス大相場で株価が2.8倍になる期間の7年間に海外投資家が買い越した金額25兆円の何倍にもなるはずだ。これを「地殻変動」と言わずして何であろうか？この芽が起きつつある。

NISAが時限立法であり、しかも少額に限られていた時に、筆者は「こんなママゴトみたいなことをやっても401k法には及ばない」と言い捨ててきた。本稿でもそう述べたことがある。ところが、時限立法でなくなり、非課税限度額が大幅に拡大させた。

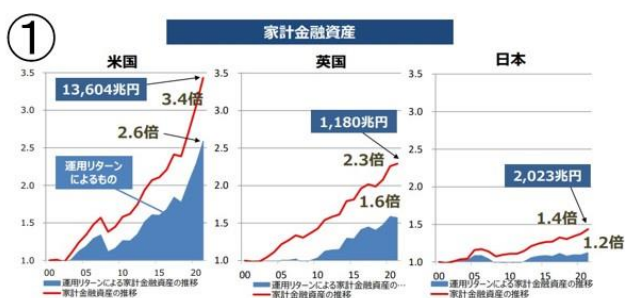
これによって、401k法に匹敵する地殻変動を起こす可能性は充分にある。但し、これは超長期で見るものであって、短期的な相場観を云々するものではない。

CO<sub>2</sub>排出権の取引が日本でも10月から始まるから、東京都の3倍の森林を持つ王子製紙（3861）は日本で最大の酸素を提供するので「国策的に超長期に見て、有望株だ」と述べるのと同様に超長期の見方である（★註）。

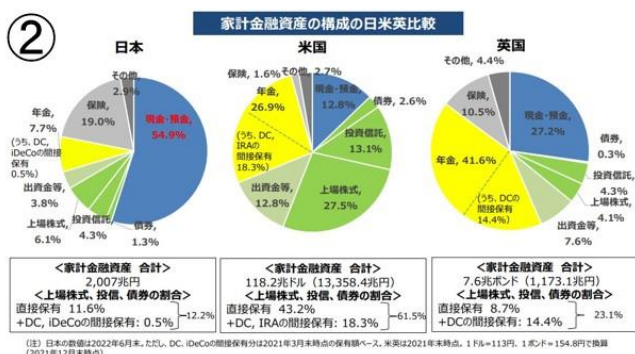
(★註) アフリカ大陸には53ヶ国もあるが、南米大陸には12~13ヶ国しかない。これはブラジルが面積の大半を占めているからである。このブラジルが保有するアマゾン川流域の密林地帯が出す酸素は、地球全体の酸素の3割を占めるとい話しがBRICs喧伝時代にあった。ブラジルでは「ないものがない」と言われた。金も原油も鉄鉱石も酸素も、燃料になるトウモロコシも嫌になるほどある。

それを持って、20年ほど前にBRICsが大いに流行った。あの頃、ブラジルはアマゾン川流域の密林が出すタダの資源である酸素をカネにすることができるということを説いた人はあまりいなかった。

## ■「国策に逆らうな」—国内個人金融資産の地殻変動②



\*6月30日岸田総理メッセージ発信



## ■ 第2部；中長期の見方

### (1) 欧州の利上げの終着点は遠い

欧米の中央銀行は、ともに昨年から急ピッチの利上げを続けてきた。ところが、その利上げの終着点は未だ見えてこないと見る方が順当であろう。政策金利は既に高水準に達しているので、今後の利上げはオーバーキルに陥るリスクがないことではない。

そうだ。90年代初頭に三重野康がやったあれだ。インフレとの戦いはより複雑で、難しい局面に入った。インフレは資源高で、また再燃する。欧州中央銀行のラガルド総裁は14日の記者会見で「インフレ率は低下し続けているものの、いまだ高過ぎる状態がかなり長引きそうだ」と述べていた。

8月のユーロ圏の消費者物価指数は伸び率が前年同月比5.3%であり、前月から横ばいだった。昨年10月に付けたピークの10.6%からの伸び率は半分に鈍化したものの、米国の3.7%よりも高く、政策金利が最高水準にあっても、年内は高止まりする見通しである。

したがって、欧州の利上げの終着点は遠いと見た方が良いでしょう。

### (2) 「国策銘柄」「世界的な著名株」「大通り銘柄」として、話題に挙げてきた東電と日本製鉄、及びあと一つ

東電と日本製鉄、この銘柄の流れについては改めてここで説明するまでもないだろう。

今度は王子ホールディングス(3861)を超長期銘柄として挙げておきたい。

日経平均がバブル時代の38000円の時は今、640円の王子ホールディングスが2100円だった。今はPBR0.6倍の600数十円を低迷している。上がらないが、下がらないし、売買出来高は極めて多い。

何故に上がりもせず、下がりもせず、出来高だけが多いのか？これには10月以降の含みがあると思う。

CO<sub>2</sub>排出権の取引が10月から日本市場で行われる。そうするとCO<sub>2</sub>を出しすぎた企業がCO<sub>2</sub>排出権を、酸素をたくさん出す企業から買い取らなければならない。日本で最も酸素を出しているのは東京都の3倍の森林面積を持つ王子製紙だということになる。

三菱の製紙会社の三菱製紙(3864)がPBR0.2倍ということだけに目を付けて、筆者は割合大量に持っていたが、280円台の取得価額に対して3月以降にPBR重視説が出たために400円になったので、ほとんど利食いしたらすぐに650円になってしまった。

王子は三井を代表する製紙会社である。三菱の製紙会社でうまく行ったから三井の製紙会社を話題に挙げるのではなく、CO<sub>2</sub>削減は世界的なテーマであり、もちろん日本の国策でもある。そのためCO<sub>2</sub>の排出権の取引が10月から行われる。筆者は、いずれはそういうことになるだろうという期待を持って王子製紙の500円台前半を少しずつ買ってはいたが、いよいよ10月から日本で始まるという。と言って、直ちに王子製紙の株が上がるというものではない。超長期の国策銘柄の一環として、東電と共に加えておきたいという流れである。

王子製紙の話は「動画」でも、2～3ヶ月前に同じ内容を述べたことがある。

### (3) 米国景気、ソフトランディングのシナリオと強行着陸のシナリオ

まず、ソフトランディングの可能性が高まりつつあるので、これから先に述べる。

23年7月～9月期の米国のGDPの成長見通しを従来の年率2.5%から3.5%に引き上げた(米JPモルガン・チェイス)。

ソフトランディング(軟着陸)の可能性を評価する議論が活発になってきたと、市場参加者の多くは言っている。多少減速しても、深刻な景気後退はないだろうという。

約一年半続いた米FRBの金融引き締めは、最終局面に入ったという見方が広がっている。一時、9%台だった消費者物価指数CPIは上昇率が3%台に低下した。労働需給関係の緩和で賃金インフレへの警戒感も薄れた。19日～20日のFRBの公開市場委員会FOMCでの利上げ見送りの確率は90%を超えるという(市場の大多数)。

年内の利上げ確率は4割となっている。8月下旬は、年内利上げ確率は5割だった。

### (4) 米、インフレ再燃なら強行着陸の可能性

前項目で述べたシナリオとは逆の見通しである。これは米バンク・オブ・アメリカのチーフストラテジストの見方である。

9月か10月にも強行着陸の兆候が出かねないという(8月31日)。軟着陸を予想する声が増える一方で、政策金利が高止まりする警戒感も依然としてくすぶる。これを市場で「Higher for Longer」(より高く、より長く)への警戒である。これが依然としてくすぶる。懸念材料の一つはエネルギー価格の上昇である。OPECの市場産油国は供給量を減らすという見方だ。そこで原油先物は昨年11月以来の高値を付けた。8月のCPI(消費者物価指数)に上昇力がかかり、順調なインフレ鈍化とはならないという可能性がある。家賃の前年比はCPIの構成項目の一つであるが、これが住宅価格の前年比に18ヶ月程度遅れて現れる傾向がある。2

月を底に、米住宅価格の指標ともなる住宅価格の指標は上昇に転じた。年末にかけて家賃も上昇圧力がかかり、インフレ沈静化が遅れるというリスクが大いにあるという。

上記に挙げたソフトランディング可能論と強行着陸論とのいずれをとるか。筆者はこう考える。これは今、考えても始まらない。しばらく後に市場が答えを出すだろう。その兆候を見てから対処すれば良い。また、それしか方法はない。所謂「後の先」(ごのせん)をとるしかなかるう。

米経済の軟着陸論が強まるにつれて、日本株の中にも米国向け売上高の比率の大きい米国関連株の動向に注目が集まってきた。上昇が目立つのは、自動車関連と住宅関連だ。例えば、ホンダ(7267)は8日に上場来最高値を付けた。米ビックスリーでストライキが実施される可能性も、日本の自動車株の支援材料として受け止められている。

米住宅市場も回復基調にある。その恩恵を受けて買われている日本銘柄も多い。例えば、住友林業(1911)は売上高の4割が米国向けである。米国住宅市場の回復を背景に、業績予想を上方修正した等々である。

## (5) 「成長と分配の好循環」これを阻む壁

「好循環」を阻む壁が厳然としてある。以前からあった。これからもある。これを乗り越えねばならない。そのために、これを明らかにしておかなければいけない。

言わずと知れたことであるが、この二つである。

1. 労働生産性の低迷
2. 年金受給者の高年齢所帯の収入の伸び悩み

前者は労働生産性が伸びなければ賃金を上げられないし、売り手は値上げして売ることもできない。適度なインフレと30年ぶりの賃上げ、これらが成長と分配の好循環の第一歩を踏み出した。これを実現するためには労働生産性が上がらなければならない。

このことは吉川洋元東大教授が「人口と日本経済—長寿、イノベーション、経済成長」(中央公論新社、2016年刊)に何年も前から述べていたことである。今、実質GDPを総労働時間で割り算したものの移動平均を見ると、1990年(バブル最盛期)を最高として明確な右肩下がり。09年で一旦底を打って上昇したものの、また右肩下がり。これが20年に一旦底を打って、少し反発したというところに来ている。

「好循環」には越えなければならない壁がある。これは判っていたことだし、昔もあり、今後もある。これを越えていかねばならない。

## (6) 中国の「日本化」と聡明だった60年代の日本

この言葉は、しばらく前からの流行語のようになった。中国は、日本が「失われた20年」をたどってきた道と似たような現象をたどっているからだ。一点違うのは、中国は官製の不動産不況だ。ここがタチの悪いところだ。中国もバブル崩壊後の日本と同様、長期低迷する。必ずそうなる。類似点は多い。「失われた20年」の日本は大先輩である。したがって、何がどうなるかは目に見えている。

野村総研のリチャード・クー氏は「失われた13年」（1990年～2003年）の不良債権不況の前に、ブッシュがつくった貸し渋り不況・不良債権不況をNY連銀（FRBの一部）に居て、その処理をやってから野村総研に来たという経験を活かして、バランスシートというミクロ面から出発して、バランスシート不況というマクロ経済学を打ち立てた。このように、自分がその最中に居た者は同じことが起こるとよく見えるものだと思う。我々から見ると、中国がそれである。

まず、潜在成長率が大きく下に屈折した。これは日本の1990年代から始まる。そして労働人口が減り始めた。これも日本と同じだ。そして、積極的な金融緩和の下で資産価格が大幅に上昇し、一方で巨額の貿易黒字で先行きの成長期待も高まった。これも日本と全く同じだ。

そして中長期の成長期待が高すぎたことを認識して、設備投資や新規雇用の抑制に一気に動いた。これも日本と全く同じだ。特に14億人という人口を強みに、人口は工業力にも、農業力にも、軍事力にもなる何よりの資源だから、これを強みに進んできた。

ところが、一人っ子政策はいずれ壁に突き当たることは目に見えていた。これが今、来たのだ。しかも、統計上の失業率よりも何倍も中国の失業率は大きい。この点は日本よりもかなり深刻である。

現在の中国の急速な潜在成長率の下方屈折に直面し、それが物価と資産価格の下落を伴うという大きな要因となっている。しかも、日本のたどってきた道をたどっている。

しかも、日本ではバブルの8合目ぐらいの時に国土庁が「東京を世界の金融センターにするためには、霞ヶ関ビルに相当するビルが都心に50本は必要だ」などというレポートを出し、これが都心の地価急騰の「お墨付き」となった。

中国の場合はもっとひどい。自ら計画し、自ら資金を出して、巨大なビルを林立させた。オールドスという内陸の大都市を北京・上海に次ぐ大都市にしようとして、50本を超える高層ビルを林立させたが、誰も入居者が居ない。入居する会社が一社もない。真っ昼間でも人っ子一人いないし、車も一台も走っていない。いくら日本の都心バブルの狂奔とは言っても、これほどのものはなかった。中国はそれを国家権力で作った。余計に大きい。

ここで自由主義経済と政府主導経済との違いを論じ、自由主義経済が専制主義経済に勝ったとする東西冷戦の打ち止めを真似たところで仕方がない。そんなことは分かり切っていることだ。

リチャード・クー氏によれば、中国の権威主義の敗北などという大袈裟なことを言わなくても、必然的にこのバランスシート不況は読めていたであろう。

数年前に日本のメディアでは「かえって権威主義政権の方が個人に対する統制が徹底するから、コロナ感染対策も徹底する。成功は早い」という議論がまことしやかになされていた。

つまり、権威主義と民主主義を対比して色々と議論するという大袈裟なことが好きなのだ。そんなイデオロギーや価値観の問題ではない。そこまで行かないうちに、現実の経済の問題で決着がついてしまふのだ。イデオロギーや価値観を持ち出すと政治的情緒に流されやすく、冷静な判断を鈍らせる可能性が高い。

その点について日本の現代史上最も賢明だったのは、岸政権によって国論が真っ二つに割れた姿を池田勇人は経済成長という一点に目を向けさせて、所得倍増計画という身近な自分の財布の問題に目を向けさせた。そして真っ二つに割れた国論を一つに統一し、その頃に偶然に起こった僥倖を全て我が物につかみ取り、「もはや戦後ではない」と経済白書が謳った13年後にはGDPで世界2位になっていた。あれはイデオロギーの勝利ではない。価値観の勝利でもない。真っ二つに割れた国論を経済という一点に集中させた政治力であり、それに甘んじて乗じた国民の賢明さと真剣さであった。

今から考えて見ると、実に「20世紀の不可思議現象」というほどの十数年間であった。

## (7) 13日(水)の内閣改造

岸田首相は8日、内閣改造自民党役員人事を13日(水)に実施する意向を幹部に伝達した。続投する麻生氏は自民党の第二派閥、茂木氏は第三派閥、岸田首相は第四派閥を率いている。三つの派閥が中心となって、これからの岸田政権の運営を支えていこうということだ。

目新しいことは何もないが、一つ一つを丁寧に見ていけば、新しい資本主義という抽象的理念の実態が一つ一つ実現されつつあるようにも見える。

## (8) 日本に財政破綻はない。

国家の貸借対照表を企業の貸借対照表と同一に見なして、必ず日本は近年中に財政破綻して、デフォルトを起こすと信じ込んでいる筆者と親しい事業家がいる。事業家としては成功を収めていて、一応の見識はある人ではあるが、彼は「日本は必ずデフォルトする」と言い出してから30年経つ。去年も「必ずデフォルトするから、取引銀行の社債2億円をドルで買った」と1月に言い、10月には150円で円に戻した。8000万円儲けたと言っていた。そして、今年また



本気で120円の時にデフォルトすると言って、転換社債をドルで買ったと話してきた。彼がデフォルトすると言ってから30年経つ。

日本はデフォルトしない。自国で使う通貨を自国で発行できるからだ。そして、中央銀行の筆頭株主が財務省であるからだ。中央銀行は中立であることが建前になっているが、日本銀行は財務省の子会社であることは間違いない。子会社に札束を印刷させれば済む話だ。

自国で使う通貨を自国で印刷できる国は、GDPの3～5倍の国債残があってもデフォルトしないという一見無茶なMMT (Modern Monetary Theory) なるものが2年前に流行った。NY州立大学のステファン教授が言い出した理論であり、往時の安倍内閣官房参与の一人だったイェール大学名誉教授の浜田宏一博士なども「大いに一理ある」と言っていた。GDPの10～20倍も国債を発行してしまった場合はともかくとして、日本のようにGDPの3倍にもなっていない(しかし、世界で最も財政状態が悪いことは事実だ)国が財政破綻するはずがない。

財政破綻の定義は何か? 国家が運営できなくなることだ。そして、国債の元本も利息も支払えなくなることだ。家計が年収の何倍もの住宅ローンを組んでも、真面目に働いている限り家計破綻はしない。筆者が親しいその事業家には、財政規律を守ろうという道義的責任はない(筆者にもない)。

米国国債がトリプルAから1ポイント格下げになった。日本では、来年の予算もまた百数兆円以上になることは間違いない。そうすれば、日本国債の格下げ懸念も当然台頭する。株式市場で何も騒ぐ材料がない時、こういうものを騒ぐ材料として取り上げるのは本質的には問題ない。筆者はそう思う。そういう時に連れ安したら、それこそ絶好の買い場だ。

もし、日本国債が更に格下げがあれば、地方債や財投機関や金融機関が釣られた格下げが頻発するだろう。しかし、それだからと言ってそれぞれの信用にいきさかの変化があるわけでもなく、連動して格下げが起こるだけだ。日本銀行の金融政策の変更で、金利は上昇する可能性が大きい。そうすれば、日本国債の保有分から評価損が出てくることもまた承知しなければならないだろう。

財政規律が叫ばれるのは結構なことであり、これを放置したらとんでもないことになることは間違いない。しかし、弱気筋がダメにするための財政規律論・日本国債デフォルト論は無責任の極みである。時価会計がリスクを大きくするのであって、個人投資家が時価会計で値洗いするのは意味が違う。国の貸借対照表と企業の貸借対照表は意味が違う。

この株は3倍になると思ってどんどん買い進んで、結果的には3倍以上になって大儲けする投資家は周囲にはいる。結果的に、こういう人は「信念の人だ」「首尾一貫した立派な人だ」ということになるが、反対に出た場合にはその人は破綻する。「信念」もほどほどにしたいものである。

【 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。