

Contents *****

特集：2025年は日本経済の転換点となり得るか	1p
＜海外報道ウォッチ＞	
海外は日銀の YCC 再修正をどう伝えたか	7p
＜From the Editor＞ 38年ぶりの瞬間	9p

特集：2025年は日本経済の転換点となり得るか

変則的となりますが、本号は火曜日の配信となります。これも日本シリーズの影響でありまして、一昨日まではほとんど毎晩、仕事が手につきませんでした。幸いにもフルセットの末、阪神タイガースが勝ってくれたので、やっと仕事に回帰したような次第です。

さて前回、阪神が優勝した1985年は日本の国運がピークに達した年であった。そこから実に40年もの「下り坂」が続いてきたけれども、それが2025年には底を打つかもしいない、との見方があります。果たして日本経済は、2年後からの「反転上昇」は可能なのでしょうか。本号ではその可能性を考えてみたいと思います。

●日本の国運「40年周期説」を久々に思い出す

阪神タイガースが38年ぶりの日本一に輝いた翌朝の11月6日、日本経済新聞一面の「春秋」欄が拙著『1985年』（新潮新書）を取り上げてくれた¹。なにしろ2005年に書いた本なので、書いた本人がほとんど忘れかけていた。それでもこんな風に取り上げていただけなのは、物書きとしてはまことに光栄なことだと思う。

▼最大の「事件」がプラザ合意である。双子の赤字の米国。貿易黒字の日本。不均衡を正す合意はその後数年で世界に冷戦終結、日本にバブルをもたらした。エコノミストの吉崎達彦さんがこの年を描いた著書「1985年」によれば「日本人が最後に『坂の上の雲』を見た年」。阪神が日本一になったのはそんな年だった。

▼今度の日本一も時代の転機を予感させるものなのか。物価が上がり、賃金が上がり、金利が上がる。下りや平坦な道が続き、現状維持に慣れた体に久しぶりの上り坂はきつい。四苦八苦しながらも、体質を改善して登ってゆく体力をつけないと。その先に新しい「坂の上の雲」が待っているのかどうか、まだわからぬが。

¹ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQODK052VF0V01C23A100000/>

『1985年』は、普通はタテに読むべき歴史を、敢えてヨコに読んでみる、という趣旨の本である。以下の目次をご覧くださいと、だいたいの内容はお察しただけよう。もう新潮社に在庫は残っていないはずだが、電子書籍はいちおう入手が可能なのである²。

- 第1章 政治：中曽根政治とプラザ合意
- 第2章 経済：いまだ眩しき「午後2時の太陽」
- 第3章 世界：レーガンとゴルバチョフの出会い
- 第4章 技術：つくば博とニューメディア
- 第5章 消費：「おいしい生活」が始まった
- 第6章 社会：『金妻』と『ひょうきん族』の時代
- 第7章 事件：3つのサプライズ（御巢鷹山/三光汽船/阪神優勝）

なぜ取り上げるのが1985年でなければならなかったか、たとえば、お察しの通り筆者が阪神ファンだからである。とはいえ、それを正直に言うてしまうと本にならないので、冒頭で「日本の国運40年周期説」をご紹介した。そして 1985年こそは、日本人が「坂の上の雲」を仰ぎ見た最後の年であった、という理屈をつけたのである。

1. 1868年から1904年（明治維新から日露戦争まで）上り坂
2. 1905年から1945年（日露戦争後から第2次世界大戦の終戦まで）下り坂
3. 1946年から1985年（戦後からプラザ合意まで）上り坂
4. 1986年から2025年まで？（バブル経済から？？？）下り坂

本書が刊行された2005年は、ちょうど下り坂40年の折り返し地点であった。それが2023年になってみると、何と再来年には大底の転換点が到来することになる。阪神タイガースの38年ぶり日本一（アレのアレ）とは、実に長い時間だったことに気がつく。

もっともこの「40年周期説」は、筆者はその後はなるべく言及しないようにしてきた。それというのも、出版直後に某所で本書についてお話しする機会があった際に、さる若手歴史学者から、「歴史のアナロジーには語り手の願望が込められている」という鋭い指摘をいただき、いささか恥じ入ったのである。そもそも「国運」などという粗雑な概念は、真面目に歴史を研究している人から見れば噴飯ものであろう。

もっとも、株式市場などで語られる「歴史のアナロジー」はほとんどがこの類で、それこそ語り手の「よしまな願望」が込められたものばかりである。例えば11月6日の日経平均は、758円59銭も上げて久々に3万2000円台を回復した。前週11月3日発表の弱い米雇用統計を受けて、米連銀の利上げ観測が遠のいたから、というのが公式説明である。とはいえ、「阪神が勝ったから株高」という思惑も何%かは含まれているのであろう。1985年も2003年も2005年も、阪神優勝の年は株高というアノマリーがあるからだ。

² <https://www.shinchosha.co.jp/book/610130/>

●2025年に本当の転換点が到来する？

日経の「春秋」氏も、この「国運40年周期説」に着目して、拙著を取り上げてくれたようである。そしてコラムを、「今の下り坂は2025年までになる。体質を転換できればそうした光明も見えてこよう」と締めくくっている。

真面目な話、最近の永田町界隈から聞こえてくるのは、「これだけ岸田内閣の支持率が低下したのでは、年内解散の可能性はほぼ消えた」→「2024年も内外情勢は多事多難で、9月の自民党総裁選前の解散は困難ではないか」→「その場合、岸田続投でも新総裁誕生でも、次の総選挙は2025年夏の衆参同日選挙のほぼ一択となる」との観測である。

2025年夏の総選挙となれば、麻生太郎副総裁（83）や二階俊博元幹事長（84）といった超ベテラン議員がさすがに引退しているだろう。そこで一気に、世代交代や女性議員の大量当選が実現するのではないか。そうでなくても有権者の間には、この間のコロナ禍にインフレ、人手不足などの社会変容に対するわだかまりがある。久々に「総決算」、もしくは「地殻変動」の選挙になり得るのではないか。

そうなると、「2025年が日本という国の『大底』になる」というナラティブを、上手に語る政治家、もしくは政党が登場するかもしれない。この場合、「語り手の願望が込められている」からといって否定する必要はあるまい。政治の世界における公約やビジョンは、有権者がそれを信用してくれればそれで良いのだから。

とはいえ、「2025年は日本の大底となる」という予測を、実際の経済データで補強しようとするのはかなり苦しい作業となる。特に1985年と比べた場合、下記2点の数値は（おそらく読者の予想通りであろうが）重く感じられる。

- * **高齢化率**（65歳以上の人口比率）：1985年にはわずか10%だったが、2025年には30%に到達する見込み。団塊世代（1947～49年生まれ）は、1985年には先頭が38歳であったけれども、2025年には全体が75歳以上（後期高齢者）となる。
- * **財政収支**：1985年度の歳出は52.5兆円（当初予算ベース）と今の半分以下であった。国債依存度は22.2%であり、公債残高は134.4兆円だった。それが2023年度一般会計予算では歳出は114.4兆円となり、国債依存度は31.1%（これでも2020年度の73.5%からは大きく改善）、公債残高は今年度末に1068兆円に達する見込みである。

逆に日本経済が「ストック化」に成功して、順調に伸びた数字もある。東証株価指数は1985年の1049.4から本日現在は2349.01と倍増し、外貨準備は279億ドルから1.26兆ドルに膨れ上がり、個人金融資産も約500兆円から約2000兆円に4倍増している。

拙著『1985年』は、当時の日本経済の若さのことを「人口の生物学的な若さもさることながら、『持たない者の強さ』でもあった」と指摘している。逆に2025年の日本経済は、「持っている者が金融資産をどう使うか」ということがヒントとなりそうだ。

●日銀はマイナス金利を解除できるのか

「2025年に日本経済が大底を打って上り坂に向かう」というシナリオ作りは簡単ではなさそうだが、長らく続いてきた物価の停滞状況には着実な変化が訪れている。

先週は「中央銀行ウィーク」であり、10月31日の日銀金融政策決定会合には内外の注目が集まった。植田和男総裁は記者会見において、「第1の力」（輸入インフレ、いわばコストアップインフレ）と「第2の力」（自律的な物価上昇、いわばデマンドプルインフレ）という言葉を使い、前者が一巡した後に後者が始まるのが重要だと何度も強調していた。つまり、現在の物価上昇はあくまでも一過性のものであり、「物価と賃金の好循環」を実現することが肝要であるという見解である。

現実には「第1の力」が予想外に強く、日銀の物価予測はここまで何度も上方修正を余儀なくされている。意地悪く言わせてもらえば、日銀は「日本人の横並び意識」を過小評価していたのであろう。「物価を上げちゃいけない」という時代が長く続いた後で、「どうやら物価を上げてても良くなったらしい」という状況が急に訪れたので、「だったら今まで我慢してきた分も上げてしまえ」という心理が働いているのであろう。

それでも、輸入物価を起点とする値上げにはどこかで限界が来るはずだ。「問題は賃上げであり、来年の春闘が勝負」という大局観に間違いはあるまい。

もっとも本号の「海外報道ウォッチ」では、FTとWSJとThe Economist誌という3つの海外経済メディアを取り上げたけれども、今回の日銀の決定に対する評判はけっして好意的なものではない。FTは「YCCは死文化した」と言い、WSJは「YCCを明確に終わらせるべきだった」と断じている。さらにThe Economist誌は、「ジャパンマネー」の海外債券投資が細ることで、世界全体にリスクが広がることを懸念している。

ただそ私見を述べさせてもらうなら、日銀がここで慎重かつ曖昧な姿勢になるのもわかるような気がする。何しろ現在は、10年も続いた黒田緩和からの撤退戦の途中である。あまり明快な物言いをして、将来の自分の手足を縛るべきではない。なるべく日銀執行部の裁量を増やしておいて、海外や市場で発生する予想外の動きへの自由度を挙げておきたい。何しろこの後、米国の金融政策から中国のバブル崩壊、中東情勢などの地政学リスクまで、ボラティリティが高い状態が続きそうなのだから。

「デフレとの戦い」を四半世紀も続けてきた日銀にとって、2023年は久々に訪れたチャンスとなる。ここで利上げを急いでしくじった場合には、千載に悔いを残すことになるだろう。マイナス金利解除の条件としては、かねてから①消費者物価、②GDPデフレーター、③ユニットレイバーコスト、④GDPギャップという4つの指標が挙げられている。①～③は余裕で基準をクリアしているが、問題は④GDPギャップである。

内閣府の試算によれば、4-6月期の「GDPギャップ」は0.1%のプラスと久々に水面上に顔を出している。コロナ下の2020年4-6月期には▲9.1%にまで悪化していたのであるから、デフレ脱却に向けて、貴重な一歩をしるしたと言えるだろう。

ただし、11月15日に公表予定の7-9月期GDPがマイナス成長であったらどうなるか³。その場合は、「やはり10-12月期GDPを確認してから」ということになり、そのデータが公表されるのは来年2月15日ということになる。日銀が動くとしたらこれらのデータが揃い、春闘の動向も見えてくる来年4月以降となるのではないだろうか。

マイナス金利の解除が来年4月だとしたら、その次に来るハードルは「ゼロ金利の解除」となる。その上で2025年には、「普通に金利のある経済」に戻れるのかどうか。けっして簡単な道のではないだろう。

●「街角景気」が伝える足元の異変

それというのも、猛暑が陰りを見せ始めた9月末くらいから、景気の勢いがやや緩んだ感じになっている。10月10日に公表された景気ウォッチャー調査⁴では、9月の現状判断DIは49.9と8カ月ぶりに50を割り込んだ。前月比で▲3.7p減というのはかなり目立つ。そして先行き判断DIも、同じく8カ月ぶりに50を割り込んで49.5（前月比▲1.9p）となっている。

正直なところこの調査、パンデミックの間はコロナ感染に沿って激しい浮き沈みを繰り返すばかりで、ほとんど景気指標としては有効性を失っていた。それが「コロナ明け」となった今年春頃から、ようやく統計としての有用性を取り戻しつつある。

コメント欄にも、全国の景気に敏感な職種の方々から、現場感覚あふれる記述が増え始めた。それもこの夏くらいまでは、「インバウンドの活況」や「4年ぶりの夏祭り」を寿いでいたものが、9月調査では以下のように慎重なコメントが見られるようになっている。

「建設業においては、単価上昇のほか、施行者不足もマイナス要因となっている。施行できる案件が限定されることで、建設を見送る状況も発生している」（北海道、建設）

「従業員不足で、アルバイト、パートもなかなか見つからない状況がある。農作業、水産関係は、どうしても外国人の雇用に頼る動きがある。・・・人件費はなかなか上げられない状況にある」（北関東、人材派遣会社）

「年末に向けた動きで、資材価格の高騰が影響し、カレンダー等の案件で中止や部数削減などの見直しが多く出ている」（南関東、出版・印刷・同関連産業）

「宿泊客に関しては、新型コロナウイルス明けの特需から少し落ち着いたような感じで、客足が思ったよりも伸びていない」（甲信越＝都市型ホテル）

「8月までの好調が一旦収まり、来客数だけでなく売り上げも減少している。コンビニ業界ではロイヤリティが掛かるため、値上げが直接的に利益の増加にはならず、店舗の運営は厳しいままである」（北陸、コンビニ）

「電気代やガソリン価格の高騰や最低賃金の引上げ等で固定費は増える一方であるため、今後

³ 例えば今年4-6月期平均の鉱工業生産は104.8、7-9月期平均は103.4となっているので、マイナス成長となる確率が高そうに見える。

⁴ <https://www5.cao.go.jp/keizai3/2023/1010watcher/menu.html>

状況は更に悪化すると考える」（東海、会計事務所）

「遅い時間に来店し、見切り品を購入する客が増えている」（近畿、スーパー）

「9月は通常、来客数が増える業界だが、今年は例年より極端に来客数が少なかった」（中国、乗用車販売店）

「主力である造船関係の受注は安定しているが、その他産業用機械関連の受注案件が減少傾向にある」（四国、製鋼業）

「延滞率や倒産件数は増加傾向にあり、景気はやや悪くなっている」（九州、金融業）

どうやら「コロナ明け」による需要回復が一巡し、物価高や人手不足、さまざまなコロナ対策の期限切れ、果ては猛暑に暖冬という気候要因まで重なって、急速に景気の息切れ感が強まっているようなのである。

●景気対策（補正予算）はいかにあるべきか

こうなると、明後日11月9日に公表予定の10月分景気ウォッチャー調査が嫌でも気になってくる。いずれにせよ、景気の方針は慎重に見ておく方が良いだろう。

なにしろここで景気が息切れしてしまうと、この先が厄介なことになる。日本経済が「物価と賃金の好循環」を達成できるかどうかは、来年春までのパフォーマンスに懸かっている。2024年の春闘で賃上げが続けばよし、そうでなかったら植田・日銀の出口政策も吹っ飛んでしまう。今年春から日本株を買い始めた外国人投資家も、逃げ足は速いと見ておくべきだろう。ここは補正予算の規模が小さ過ぎて後悔するよりも、大き過ぎることによる後悔を選ぶ方がマシ、ということになる。

11月2日に閣議決定された総合経済対策では、国と地方自治体、民間投資をあわせた事業規模は37.4兆円程度、減税と裏付けとなる補正予算を含め17兆円台前半になった。ガソリン補助金の延長など、「ツッコミどころ」の論点が多々あるのは分かるけれども、ここは敢えて目をつぶるとしよう。

今年の補正予算の「真水」は13.1兆円となる。ただし昨年秋には29.1兆円の補正を打っているため、その差はいわゆる「財政の崖」となる。差し引き16.0兆円分の政府需要が前年比で目減りすることを意味する。過去にも繰り返されたことではあるが、「財政の正常化」を急ぐばかりに景気が失速することは避けなければならない。2025年を日本経済の転換点として、そこからの反転を目指していくためにも、これから先の経済政策は石橋を叩くようであるべきだろう。

ただし岸田首相が「減税」にこだわったことは、かえって有権者から足元を見られることになってしまった。政権支持率の低下は、岸田内閣にとっては痛い「エラー」であろう。ただしものは考えようで、近い将来の解散・総選挙の可能性が消えたことは、この先の日本経済にとってはむしろ好都合ではないだろうか。

<海外報道ウォッチ>

海外は日銀の YCC 再修正をどう伝えたか

(観察対象：FT/WSJ/The Economist)

先週 10 月 31 日、日銀の金融政策決定会合は YCC の再修正を決定した。わずか 3 か月前には「念のためのキャップ」としていた長期金利 1% の上限を、「めど」という曖昧な言葉に改め、これを上回ることを許容した。さあ、わかりにくい。日本のメディアは隔靴搔痒の伝え方をしているが、海外メディアは日本の金融当局に対して忖度もなければ遠慮もない。はっきり「YCC は事実上終了した」という報道が目立つ。

まずは FT 紙による 10 月 31 日当日の報道から。**”BoJ sets stage for end of bond yield controls”** (日銀が債券金利統制の最終段階へ)⁵。副題は、**”Central bank raises interest rate cap under pressure from weakening yen, inflation and rising US Treasuries”** (円安とインフレと米国債の上昇を恐れて、中央銀行は金利キャップを上げた) とまことに実も蓋もない。

- * 日銀は 7 年間続けてきた長期金利の上限を終了させる重要な一歩を踏み出し、インフレ見通しを大幅に引き上げるとともに、金融緩和策を徐々に解除する段階を整えた。
- * 火曜日の記者会見で植田総裁は、「7 月にはこれほど早く利回りが 1% に近づくとは考えておらず、その最大の要因は米国債利回りが急上昇したことだ」と述べた。これに対し、日本のエコノミストは「YCC はもはや死文化している。投資家は日銀の姿勢に疑問を抱き、マイナス金利の解除などがより早まることを期待するだろう」と語る。
- * 為替市場にとっての収穫は、日銀が YCC の上限を弱め、市場の目標を取り除こうとしていることだ。10 年物国債の利回りは 0.941% を記録し、2013 年 6 月以来の高水準となった。円相場は 1 ドル 150.41 円の安値を付け、今年は対ドルで 12.8% 減価している。

市場の勢いに押されて、日銀はなし崩し的に金融緩和を解除しているとの評価である。とは言え、ここで国債を買いまくって抵抗するよりはその方が賢明であろう。

11 月 1 日付の WSJ 紙社説は、さらに厳しい評価を下している。**”The Yield of Japan’s Bad Policies~Tokyo’s central bank abandons price controls on debt—sort of”** (YCC という怪物、墓場に葬らずに延命)⁶。日銀は YCC を明確に終わらせるべきだった、との指摘である。

- * ハロウィンの 10 月 31 日、植田総裁は YCC という怪物を墓場に葬らず、生命維持装置につないだ。投資家はインフレ率上昇に鑑み、日銀の政策は不適切だというシグナルを 1 年近く送ってきた。これに対し日銀はより頻繁に債券市場に介入し、曖昧な調整で状況を悪化させた。「めど」が上限なのかそうでないのか、市場にはわからない。

⁵ <https://www.ft.com/content/cead9f9c-89ba-4da9-856b-6e8e9aa7473d>

⁶ <https://jp.wsj.com/articles/the-yield-of-japans-bad-policies-e70545c1>

- * 円安の進行は、依然として市場が日銀の政策は不適切だと考えている証拠である。植田氏の発表後、円相場は1ドル150円を超える水準に再び下落した。この上、財務省による為替介入などにつながる恐れがある。日本政府はどこまで介入がしたいのか。
- * 植田総裁が他の中央銀行のように正常化に動かない理由の一つに、政府債務が GDP 比 220%もあり、利上げがどんな影響を与えるかが誰にもわからないことがある。かくも長き緩和策がなければ、債務残高はここまで大きくならなかったかもしれない。
- * これらはすべて、中央銀行が伝統的な原則から逸脱し過ぎることへの警告となっている。米連銀が YCC を回避していることを祝福したい。

ずいぶん一方的な言われようである。長期金利が 5%にもなる国からは、そんな風に見えるかもしれないが、日本経済は四半世紀も低インフレ、低金利と格闘してきた。しかるに世界中がインフレと戦っている中では、日銀の思考は理解されにくいのであろう。

最後にご紹介するのは、The Economist 誌の 11 月 2 日付金融経済面。“**How Japan poses a threat to the global financial system**” (世界の金融システムに脅威を与える日本)⁷ 日本の金融政策変更は、世界全体へのリスクとなりかねない、という警鐘である。

- * 日銀は「ハロウィン・スリラー」に失敗した。日銀は超低金利政策を堅持し、基準金利は 7 年間も▲0.1%である。10/31 の決定の結果、国債利回りの 1%という上限は、今やルールというより参考値になった。現に金利は 0.95%と過去 10 年でもっとも高い。
- * 日銀の発表後、円相場は 151 円まで下落し、過去数十年で最低となった。日銀は来年 4 月までに利上げに動くだろうが、その幅はわずかで円安への恐怖はなおも続こう。
- * 日本の低金利は、海外資産への投資家の需要を生み出している。対日投資をはるかに上回るので、所得収支黒字は対 GDP 比 6%にもなる。だが、内外の債券利回りのギャップは、国内投資家と海外の発行体の双方に危険をもたらしている。
- * 海外投資のヘッジコストは、2つの通貨の短期金利差によって決まる。米金利は日本より 5p も高いので、米長期債を買ってヘッジすると確実に損失が出る。それゆえ生保は昨年、114 兆円の外債を売却した。金利差が長引けば更にリスクを取るようになろう。
- * 他方、日本の長期金利は上昇しており、40 年物国債は 2.1%だ。日本の投資家が外債を売却して国内投資に向かえば、円は急騰するかもしれない。日本から海外への資本の流れは、今後減少する可能性が高い。その場合は誰かが痛みを感じることだろう。

日本における超緩和政策の終焉は日本だけの問題ではない。海外の債券発行体にとっては「いいお客さん」の喪失を意味する。目先は円安が続いても、「ジャパンマネーが国内回帰すれば円急騰」というシナリオがあることは、覚えておいて損はないだろう。

⁷ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/11/02/how-japan-poses-a-threat-to-the-global-financial-system>

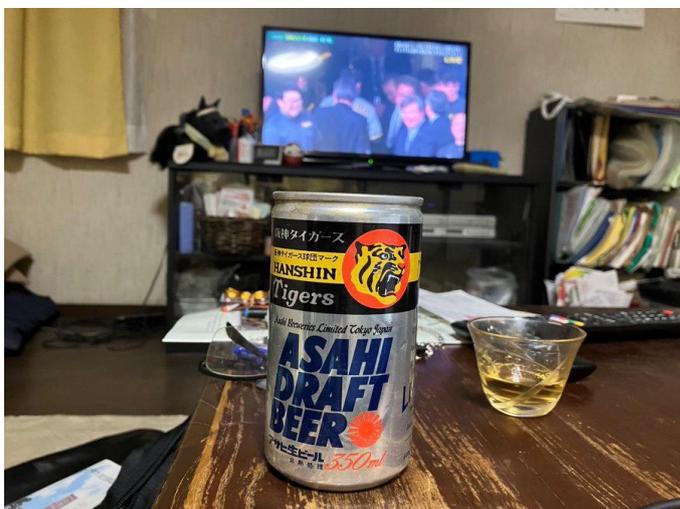
<From the Editor> 38年ぶりの瞬間

ということで、日本シリーズが終わって脱力しております。10月28日の第1戦から、11月5日の第7戦まで、プレイボールからゲームセットまでをフルに見続けたのは難行苦行でありました。いや、どちらかのチームのファンでなければ、「面白い試合だねえ」などと言ってられたんでしょうけれども。

オリックス・バファローズは強いチームでした。さすが日本シリーズに3回連続で出ているチームです。中嶋聡監督も名将であります。よくまあタイガースが勝てたものです。きっとシェルドン・ノイジー選手に、最後にバース様が降臨してくれたお陰でしょう。第7戦の決勝スリーランはそうだとしか思えません。

前回、タイガースが日本一になった1985年は今から38年前。何しろ昭和60年のことです。筆者はまだ入社2年目でしたし、当時見ていたテレビはブラウン管でした。画像の粒子も今よりはずっと荒かった。道頓堀へのダイブも、今は大阪府警による厳戒態勢となっております（それでも今年は37人が飛び込んだとか…）。

いろんなことが変わってしまった中で、今も変わらないのは甲子園球場の風景と、阪神ファンのあの熱狂的な声援です。結局、あれが楽しいのですよ。しばらく野球はお休みですが、また来年も楽しませてもらえればと思います。



* 次号は普通に11月17日（金）にお届けいたします。

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にてお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.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