

Contents *****

特集：2024年の日本経済への期待	1p
＜海外報道ウォッチ＞	
日本経済復活論の「3度目の正直」	7p
＜From the Editor＞ 日本経済は本当に「買い」なのか	9p

特集：2024年の日本経済への期待

いよいよ来年の日本経済予測を取り上げます。足元の景気はやや弱めで、**11月の月例経済報告では基調判断が6か月ぶりの下方修正**となり、7-9月期 GDP は前期比マイナス成長となりました。臨時国会では13兆円の補正予算が決まり、これで景気が下支えされて、来年の春闘が2年連続の大幅賃上げとなってくれば、**「物価と賃金の好循環」に向けての道筋が見えてきます**。ただしそこから先は、まだまだ波乱がありそうです。

11月にはThe Economist誌が、同誌としては3度目となる「日本経済復活論」をぶち上げてくれました。こうした海外の期待に、日本経済は応えられるのか。果たしてわれわれは、「日本は買い」と自信を持って言えるのかを考えてみました。

●月例経済報告は11月から下方修正に

「お前はまだ執着しているのか？」と呆れられそうだが、またまた阪神タイガースの話から始めることにしたい。

11月23日、大阪市の御堂筋と神戸市の三宮で、阪神タイガースとオリックスバファローズの共同優勝パレードが実施された。当日は好天にも恵まれ、約100万人の人出となったそうである。

それ自体は結構なことなのであるが、当日の警備のために行われたクラウドファンディング¹はちょうど昨晚終了し、結果は目標額5億円のところ、1億417万2000円、支援者は1万3335人とどまった。**関西のファンは両球団の優勝に盛り上がりはいるものの、お財布のひもは極めて堅い**のである。寄付してくれた人たち（筆者を含む）への返礼品のコストを考えると、この事業は大赤字になった公算が高い。

¹ https://readyfor.jp/projects/hyogo_osaka_victoryparade2023

ちなみに期限日となった 11 月 30 日は、大阪・関西万博の開幕まであと 500 日という日であり、前売り券の販売が始まった日でもある。ところが万博に関する話題とえば、会場建設費が当初予定の 1.8 倍に膨らんだとか、海外パビリオンの準備が遅れているとか、ネガティブなニュースばかりが目立つ。前売り券の販売も苦戦しそうである。

思えば 2021 年に行われた「TOKYO 2020」も、コロナ下で無観客となるなど大変な逆風となったもので、「21 世紀の五輪と万博」はしみじみご難続きということになる。とはいえ、ここで下手に遠慮して、つまらない万博にしてしまっただけは元も子もない。

例えば緊縮財政で作られた国立競技場は、屋根をつけなかったお陰で音楽イベントに使えない。屋根付きにしておけば、来年 2 月のテイラー・スウィフトのコンサートに使えて、年間の維持費くらいは楽勝で稼げたはずである（実際は東京ドームにて開催予定）。「庶民感情」に気兼ねをすると、ついつい「安物買いの銭失い」になるという好例ではないだろうか。コロナ後の世界は、いよいよ「遊民経済学」の時代になると考えられるので、この手の投資に「もったいない精神」を発揮することは禁物であると言っておきたい。

本題に戻って、景況感の悪化をどう考えるか。11 月 22 日に公表された月例経済報告は、6 カ月ぶりに基調判断を下方修正した。今年 5 月には新型コロナの扱いが「2 類から 5 類に」変更され、そこで上方修正が行われている。これで行くと、日本国民が「コロナ明け」を満喫したのは、春から秋にかけての約半年に過ぎなかったことになる。

<2023 年>

1月：景気は、このところ一部に弱さがみられるものの、緩やかに持ち直している（↓）

2月：景気は、このところ一部に弱さがみられるものの、緩やかに持ち直している（→）

3月：景気は、一部に弱さがみられるものの、緩やかに持ち直している（→）

4月：景気は、一部に弱さがみられるものの、緩やかに持ち直している（→）

5月：景気は、緩やかに回復している（↑）

6月：景気は、緩やかに回復している。

7月：景気は、緩やかに回復している。

8月：景気は、緩やかに回復している。

9月：景気は、緩やかに回復している。

10月：景気は、緩やかに回復している。

11月：景気は、このところ一部に足踏みもみられるが、緩やかに回復している（↓）

ちなみに先行き判断の文言は以下の通り。雇用情勢が良くて賃上げも進むので、緩やかな回復が続くというメインのシナリオは不変である。しかし、足下では物価上昇の方が家計に響いているし、中国、中東など海外由来のリスクもあるので、「一部に足踏みもみられる」ことになったのであろう。深く同意せざるを得ない。

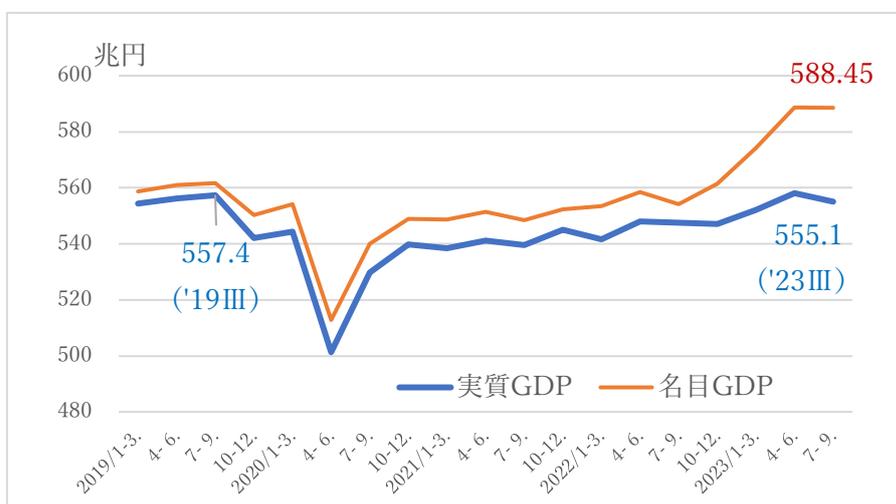
先行きについては、雇用・所得環境が改善する下で、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、①世界的な金融引締めに伴う影響や②中国経済の先行き懸念など、海外景気の下振れが我が国の景気を下押しするリスクとなっている。また、③物価上昇、④中東地域をめぐる情勢、⑤金融資本市場の変動等の影響に十分注意する必要がある。

●GDP：前期比よりも前年比で見るといい

11月15日には7-9月期GDP成長率が公表された。実質では前期比▲0.5%（年率▲2.1%）となり、3四半期ぶりのマイナス成長となっている。実額ベースでは、再びコロナ前のピークである2019年第3四半期の557.4兆円を下回ってしまった。

他方、名目では588.5兆円と600兆円の大台に近づいている。名目の伸びは高い 税収、好調な企業決算、株価の上昇などをもたらしてくれるから、それ自体は素直に評価していいだろう。ただし実質ベースでは、個人消費や雇用者報酬はマイナスということになるから、個人の生活実感としては「苦しい」ことになる。

○GDP（実額ベース）



ところで4-6月期のGDPは+1.1%（年率+4.8%）と非常に高く、7-9月期がマイナス成長というのは、やや景気実感とは違うように感じられる。4-6月期がそんなに良かったように思えないし、7-9月期はそれほど悪くなかったのではないか。しかもエネ庁の統計によれば、4-6月期は電力消費量が前年比でマイナスであった。李克強指数じゃあるまいし、最近のGDP統計はちょっと変なのではないか、と以前から感じていた。

このことについて、日本経済新聞「大機小機」欄の9月1日分が貴重な助言を与えてかれている。「隅田川」氏によれば、コロナで急激な変化があったために、最近の四半期統計は季節調整がうまくいっていない。こういうときは、前年同期比で現数値同士を使って計算すればいい。なるほど前年比で見ると、今年の日本経済は2.0%、1.7%、1.2%とゆっくり減速していることが見て取れる。こちらの方が実感に近いのではないだろうか。

	22年I	22年II	22年III	22年IV	23年I	23年II	23年III
前期比	-0.6	1.2	-0.1	-0.1	0.9	1.1	-0.5
前年比	0.5	1.5	1.4	0.3	2.0	1.7	1.2

●名目が伸びる経済の「ご利益」と「しんどさ」

おそらく今現在、企業の中にいる人たちは経済が名目で成長することの「ご利益」を実感していることだろう。売り上げは伸びるし、今まで考えられなかった値上げもできる。賃金だって上げていいのである。とにかく経営の自由度が一気に上がる。逆に言えば、物価が上がらない経済とはなんと大変であったことか。

月例経済報告 11 月分の「政策の基本的態度」では、「**30 年来続いてきたコストカット型経済から、持続的な賃上げや活発な投資がけん引する成長型経済へ変革する**」とある。過去 30 年間の日本経済が、すべからく「コストカット型」であったとは思わないけれども、物価と賃金が動かない状況下で、高齢化などによるコスト増に対応しようとする、確かにリスクを取るような思い切った経営決断は困難なものである。

他方、名目が伸びる経済においては、企業は資材の高騰や金利上昇に伴う負担増にも備えなければならない。これまで「じっと我慢することで得をしてきた企業」にとっては、今後は試練の時ということになるだろう。「物価と賃金の好循環」が定着した日本経済においては、誰もが自律的に行動しなければならない。

そして物価上昇の勢いは思った以上に強い。日本銀行は 10 月 31 日に公表した展望レポートで、23 年度の実質 GDP 見通しを+2.0%（前回 7 月は+1.3%）、CPI を+2.8%（前回は+2.5%）とそれぞれ引き上げている。単純に足し算すると、今年度の日本経済は名目 GDP が 5% 近く伸びることになる (2.0%+2.8%)。企業活動全般、特に株価にとっては強気のシグナルと受け止めていいだろう。

逆に生活者にとっては、物価上昇による負担が生活を直撃している。何しろ「物価が上がる」という現象の不快さを長らく忘れていたのである。財布の中身がどうこうという以前に、現実の商品の値段と「以前はこれくらいの値段で買った」という「脳内価格」との落差がいちいちストレスフルとなってしまう。

しかしこれは「慣れる」しかないのであろう。言い換えれば、われわれは「昔の値段」を忘れるべきなのである。ところがそんな「新習慣」が定着するまでには、どうしても時間がかかる。この不満は当然のことながら政治に向かう。現在、岸田内閣の支持率低下が問題になっているが、そもそも今の先進民主主義国で支持率の高い政権はほとんど見当たらない。世界的なインフレが止まらない中で、これは致し方ないことであろう。

政府と日銀は、ともに「物価と賃金の好循環」という言葉を何度も使っている。それはもちろん望ましいことであるし、「賃上げ」の定着は最重要課題と言っていいだろう。とはいえ、今までの「デフレ均衡」にも、それなりの良さはあったはずである。例えば年金生活者にとっては、「物価がいつも変わらない」日常には安心感があったことだろう。

それでも日本経済は、「好循環」という新しい均衡に移行しようとしている。企業部門と家計部門は、ともに物価や賃金や金利などの変化に追われて、行動を迫られることになる。そこには「ご利益」もあるけれども、「しんどさ」もあることだろう。

●2024年の日銀は「出口戦略」へ

11月には、日本経済新聞「私の履歴書」欄に黒田東彦前日銀総裁が登場した。個人的には毎朝、面白く拝読したけれども、筆者の周囲では「もう少し後にできなかったのか」との声も少なくなかった。つまり日銀を退任してから間がなく、「私の履歴書」にしてはあまりにも生々しい証言だったのではないかと、いうのである。

それはもっともなことながら、黒田氏はあまりメモワールを残すような人ではなさそうだし、財務官やADB総裁も含めた回顧録を残しておくことは優先順位が高かったのではないだろうか。何より来年、植田総裁の下で「出口政策」が始まってしまうと、黒田氏の「私の履歴書」は掲載しにくくなったはずである。他方で黒田氏は、そういうことにはあまり頓着されない方だとお見掛けするのだが。

ともあれ、10月の金融政策決定会合において、YCCの「再修正」もしくは「柔軟化」が決定した後では、この制度はほとんど有名無実化したと考えていいだろう。少なくとも全日銀は、「イールドカーブをコントロール」しようとしていない。植田新体制は、「出口政策」に向けて重要な一歩を比較的、安全な形で踏み出したと言える。

そしてまた、長期金利は勝手に変動している。1年前には、国債の10年物利回りより7年物の方が高いというイールドカーブの逆転現象が起きていた。「非伝統的な緩和策の長期化によって、市場メカニズムが破壊される」との懸念が囁かれていたほどである。

それが今では市場がまっとうに機能しており、多くの人の思惑を超えて長期金利が動き始めている。やはり「見えざる手」が働いてこそその市場経済である。これもまた「出口」に向けた重要な一歩ということになる。

次なるターゲットは、マイナス金利の解除ということになる。本誌11月7日号でも取り上げた通り、そのタイミングは来年4月頃になりそうだ。その先に来る「ゼロ金利の解除」はかなり先のことになるかもしれないが、日銀が「出口」に近づくことが鮮明になれば、過度な円安の是正も期待できるのではないだろうか。



2022 年はウクライナ戦争による資源価格の高騰があり、貿易収支の悪化も手伝って円が売られた。なにしろ月次で 2 兆円を超える貿易赤字が出ていたので、「実需の円売り」が大規模に発生したのである。

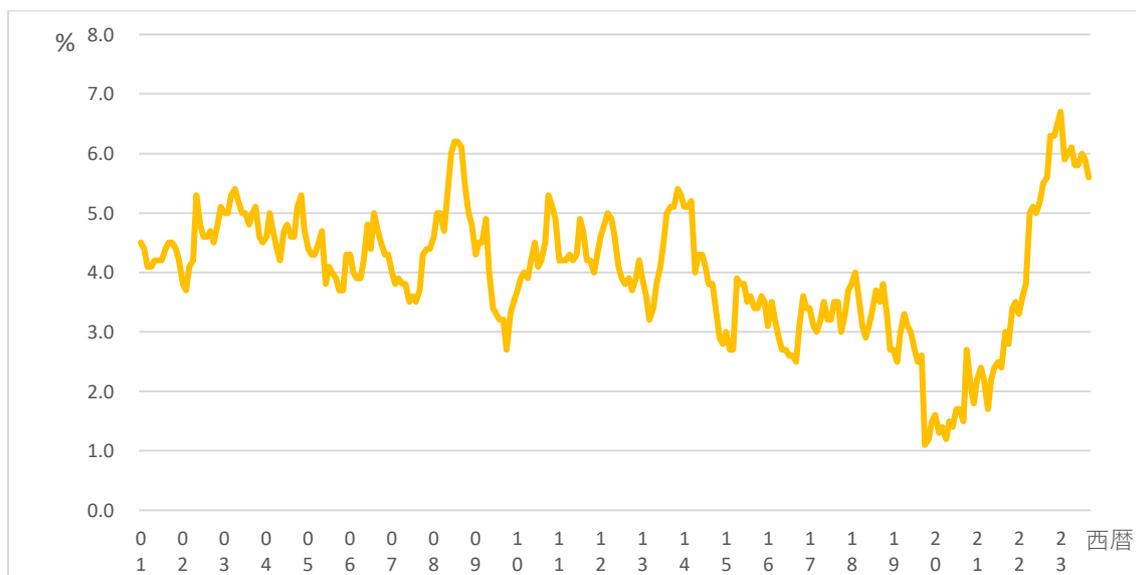
それが 2023 年になると貿易収支が改善する一方で、今度は日米金利差の拡大から円売りドル買いが拡大した。足元ではドル金利の下落に伴い 1 ドル=140 円台に戻って来ているけれども、来年は 120~130 円台も十分にあり得るのではないかと考えている。

●インフレがもたらす政治的なコスト

最後に政治の動きについて少しだけ述べておきたい。

本誌の前号で、「米国歴代大統領の悲惨指数」(失業率+インフレ率)をご紹介したところ、反響が大きかった。だったら日本の「悲惨指数」はどうだろうか、と思って作ってみたのが下記のグラフである。2001 年以降、月次の完全失業率と CPI 総合の前年比を足し合わせて、消費増税に伴う調整を実施したものである²。

○日本における悲惨指数の推移



一目瞭然だが、今世紀に入ってから悲惨指数は、今年がもっとも悪化している。特に 2021 年頃からの急騰ぶりは前代未聞である。日本経済には珍しい現象であり、岸田内閣にとってはさぞかし重いコストとなっていることだろう。

2024 年の日本政治を考える場合、「解散・総選挙のタイミングはいつになるか？」は大きなテーマとなるが、このデータを見る限り岸田首相の選択肢は限られそうである。9 月の自民党総裁選は、フルスペックでガチンコの戦いとなるのかもしれない。

² 2014 年 4 月から 15 年 3 月までは▲3%、2019 年 10 月から 20 年 9 月までは軽減税率を勘案して、▲1.5%とした

<海外報道ウォッチ>

日本経済復活論の「3度目の正直」

(観察対象：The Economist)

The Economist 誌の 11/18-24 号が「日本経済復活論」を掲載している。と言ってもカバーストーリーではなく、Leaders (社説) の一本という位置付けである。**”Inflated hopes”** (膨らむ期待)³ という表題で、日本社会の変化に対する期待を寄せている。

その冒頭で、以下のような「逃げ」を売っているのが面白い。

* 懐疑論者はまた日本の偽りの夜明けに騙されると言うだろう。80 年代の奇跡は資産バブル生成に至り、数十年にわたるデフレに陥って幕を閉じた。以後、本誌も含む部外者はほぼ 10 年おきに新首相に好感を持ち、変化の兆しを見つけては陽はまた昇ると主張してきた。そのたびに外国人投資家は失望して撤退する。今度は違うのだろうか。

同誌の古い読者はちゃんと覚えている。2005 年 10 月、小泉郵政解散の劇的な勝利に沸いた直後に、同誌は富士山と日の出の美しい写真を表紙に使い”The sun also rises.” (日はまた昇る) と持ち上げた。2013 年には、安倍首相をスーパーマンに見立てて「アベノミクス」を特集してくれた。今から考えれば、いずれも「外れ」の予想になったと言えよう。

3 度目の「日本変わるぞ論」は、「2つの外的ショックと2つの内的シフト」に着目している。ショックその 1 は物価である。大胆な金融緩和では達成されなかったインフレが、今では 2% の物価目標を超えている。日銀が望むような需要主導型のものではないけれども、人々の意識は変わり、「物価と賃金の好循環」に向けての隘路が拓かれている。

もうひとつのショックは地政学だ。ウクライナ戦争や米中対立により、重要産業への投資が相次いでいる。サプライチェーン再構築のために、日本経済が恩恵を受けている。確かに TSMC やラピダスの挑戦で、「日の丸半導体」が復活するかもしれない。

「2つの内的シフト」とは、企業統治改革と世論交代であると言う。この部分は少々疑問を感じるが、その部分は後述することにしよう。

ともあれ変化はこれからだ。日銀は来年、非伝統的金融政策を解除せねばならない。政府は金利上昇に対処することになる。企業もまた変身する必要がある (TOPIX500 の 4 割が簿価以下で取引されている!)。岸田首相は「経済! 経済! 経済!」に注力すると約束したが、経済対策は長期の成長より短期の人気取りに傾いている、ここはやや辛口だ。

同じ号の Asia 欄では、**”A chance to rise again”** (再浮上のチャンス)⁴ という詳しい分析記事があり、こちらの方が読み応えがある。冒頭では、バブル崩壊後に故・青木昌彦教授が「日本の変化には 30 年かかる」と語っていたことが紹介されている。

³ <https://www.economist.com/leaders/2023/11/16/will-japan-rediscover-its-dynamism>

⁴ <https://www.economist.com/asia/2023/11/16/is-japans-economy-at-a-turning-point>

日本経済が世界全体に占めるシェアは低下している。円安の進行によって、日本の名目 GDP はドイツに抜かれて 4 位に転落すると IMF は予想する。政府債務の負担は重く、労働人口は減少し、高齢化が進んでいる。それでも日本に期待する投資家たちがいる。なぜか。以下の星岳雄東大教授のコメントがキモであるようだ。

- * ここ数十年、日本経済の根本的な問題はダイナミズムだった。新しい企業があまりに少なく、古い企業があまりに多かった。物価はほとんど変化せず、人材は一生企業の中に閉じ込められていた。それが今、変わり始めている。

その上で、前述の「2つの内的シフト」が以下のように説明されている。

- * 10 年以上前に始まった企業統治改革は定着した。企業価値と ROE の向上を求める圧力は、今や海外のアクティビストのみならず日本の機関投資家も後押ししている。政府は資産所得倍増プランを発表し、来年からは税制優遇措置が適用される。
- * こうしたシフトはビジネス界の世代交代と重なっている。イエスパー・コール氏によれば、日経平均採用企業 CEO の平均年齢は過去 10 年で 12 歳も下がった。終身雇用や年功賃金を乗り越える企業も多い。そして若者は転職に前向きである。
- * 日本のスタートアップのエコシステムは小さいが、活気を帯びている。新興企業への投資額は 880 億円（13 年）から 8770 億円（22 年）に増加し、VC の数は 4 倍になった。
- * かつての起業家は日本国内で満足していたが、世界的な野心を持つ創業者層が台頭している。宇宙空間のデブリを一掃する取り組みをリードする岡田光信は、「日本には新しいチャンピオンが必要だ。ソニーやホンダのことはもう忘れましょう」と言う。

お前ら、英語が上手な日本人だけに取材して書きやがったな、という気がしないでもないが、上記のような変化が現在進行中であることも間違いない。青木昌彦教授が予想した通り、日本社会が変わるためには文字通り「一世代」を要したのではないだろうか。

さて、同じ号にはもうひとつ Business 欄にも日本関連の記事が載っている。題して”**Son rise, Son set**”（孫の台頭と没落）⁵。言わずと知れたソフトバンク関連のニュースである。

2000 年にジャック・マーに 2000 万ドルを投資した孫正義は、売却して 650 億ドルの利益を得た。11 月 6 日に破産を宣言した WeWork への 140 億ドルの投資は失敗だった。不屈の孫社長は今度は AI に乗り出すが、果たして大丈夫だろうか、という記事である。

余計な詮索だが、表題の”Son”が「孫」氏であるのなら、三人称単数形であるから”Sons”でなければならない。ということは、実は”Son”とは「損」のことかもしれない。The Economist 誌の「3 度目の日本経済復活論」には、こんな「オチ」がついていた。

⁵ <https://www.economist.com/business/2023/11/16/after-weworks-fall-what-next-for-softbank>

<From the Editor> 日本経済は本当に「買い」なのか？

The Economist 誌が 11 月 18 日号で、日本経済への期待を語ってくれたので、岸田官邸は大喜びしたそうではありますが、過去の 2 回も思い出深いものがあります。いずれも本誌では取り上げました。懐かしいので振り返ってみたいと思います。



2005 年は 9 月に小泉「郵政解散」が行われ、自民党が圧倒的な勝利を取めたことで「これで日本の改革が進む」との連想で株価も上昇しました。当時、編集長だったビル・エモットが自ら書いたのでしょうか。こんな評価でありました。

しかし日本は衰退していない。亀の歩みが勝つのは諺だけではない。日本は着実に細かな改善を積み重ねてきた。それは政治を変え、経済や金融市場も想像以上に良くなっている。9 月の選挙結果は、このプロセスが認められたことを示した。経済の危機が去り、細かな改善が生きてきた。中でも企業や政治、金融のガバナンスの建て直しが重要だった。

そして 2013 年 5 月。今度はアベノミクスの下で株高、円安が進む中で、「日本が来たぞ！」と安倍首相がスーパーマンになっている。後ろには F-15 戦闘機が 2 期飛んでいる。「ナショナリズムより経済を」と注文を付けているが、以下の視点は斬新でした。

これまでとの違いは中国にある。2010 年に世界第 2 位の座を奪い、日本の退潮を印象付けた。自信をつけるにつれて沿岸部で力を示すようになり、日本とは尖閣問題で衝突した。今月初旬の人民日報は、沖縄における日本の主権にさえ疑問を呈している。

中国の挑戦に応じるには、無関心と受け身の姿勢を変えなければ、と安倍氏は信じている。明治時代のスローガン「富国強兵」の通り、豊かな日本だけが中国に対抗でき、アメリカの子分にならずに済む。アベノミクスは経済政策のようで、国家安全保障でもある。

こうしてみると、**The Economist** 誌は小泉首相と安倍首相に惚れ込んでくれたようですが、岸田首相に関してはやや留保があるようですね。その証拠に今回は、カバーストーリーにはなっていない。

とはいえ、「日本経済は買い」という 3 度目の予測に対して、ひとつだけ間違いないことがあります。それは「今度、期待外れだったらさすがに 4 度目はない」ということ。それを考えると、2024 年は責任重大ということになります。来年はひとつ、お互いに気合を入れてまいりたいものです。

* 今年最後の次号は 12 月 22 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-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