

Contents *****

特集：株高下の政治×経済×金融情勢を考える	1p
＜海外報道ウォッチ＞	
プーチンとトランプを恐れる欧州	7p
＜From the Editor＞ GDPの日独逆転に思うこと	9p

特集：株高下の政治×経済×金融情勢を考える

日経平均株価は、2月22日に34年ぶりに1989年の最高値（3万8915円）を超え、今週はとうとう4万円台に突入しました。年初からすでに7000円も上げているので、ほとんど「スピード違反」の感もあります。足もとの経済指標がかならずしも良くない中で、想定外の株高と言っていいでしょう。

株価の行方を占うのは本誌の担当領域ではありませんが、この株高は金融政策の行方や政治情勢にも影響を与えずにはおかないでしょう。今年上半期は「政治×経済×金融政策」が相互に絡んでダイナミックな動きを遂げるのではないかと。こちらはいかにも本誌好みのテーマとなります。以下、株高下の日本はどんな風に動いていくのか、いろんな角度から考えてみたいと思います。

●「日経平均4万円」は果たして定着するのか

今週3月4日、日経平均はとうとう終値で4万円台に到達した。たまたまこの日の朝、筆者はテレビ東京『モーニングサテライト』に出演していたが、2009年からこの番組に出続けてきた者としては、こういう日を迎えること自体に感慨深いものがある。最近毎朝、NY株価をチェックするたびに、「ああ、今日も日経平均がダウ平均を上回っている」¹ことを確認しては、小さく満足しているところである。

特に良かったと感じるのは、最高値を更新したことで「失われた30年」の議論が相対化されたことである。振り返ると、1989年12月29日の日経平均は「PER61.7倍、PBR5.6倍」という途方もない水準であり、今の感覚では「なんとという野蛮な市場か」と呆れるほどである。3万8915円が瞬間風速に終わったのも、まことに無理からぬことであった。

¹ 3月7日終値ベースのNYダウは38,971ドル、日経平均は39,598円である。

ちなみに新高値となった 2024 年 2 月 22 日の日経平均は、PER16.5 倍、PBR1.4 倍という「まっとうな」水準である。2024 年の株価がバブルかどうかは後になってみなければわからないが、1989 年の株価がバブルであったことはまったく疑いようがない。

この 2 つの数値に連続性があるのか、と言えば、実は全く別世界のことと受け止める方が良いのではないか。「日本経済は 34 年間も回り道をしてきた」などと考えるべきではないと思うのである。

もうひとつ、唾然とするのは 1989 年 12 月の東京市場の時価総額 606 兆円は、世界の実に 37%を占めていたことである。当時は国際金融市場と言えば、ニューヨークとロンドンと東京くらいであった。それが今では全世界にさまざまな市場が育っており、2024 年 2 月の東京市場 943 兆円は、世界の 6%を占めるに過ぎない。これまた別世界の感があり、「日本のシェアが 6 分の 1 に縮小した！」と言って嘆くよりは、世界経済がかくも発展したことを歓迎すべきであろう。この点は、年初の本誌「世界経済の現在位置～『4%の日本』と『4分の計』」でも詳述したところである。

さて、ある程度の過去は忘れ去ることにして、肝心なのは足もとの株価が持続可能であるかどうかである。年明け 1 月 4 日の日経平均終値が 3 万 3288 円であったことを考えれば、わずか 10 週間で 4 万円到達 (7000 円=約 20%上昇!) とはいささか早過ぎる。そしてこの株高は、かなりの部分が「外来性」の要因によってもたらされている。

よく指摘されるのは以下の 3 点だ。

- (1) **米国の株高に連動している**～米国の「AI ブーム」に牽引されていて、新高値となった 2 月 22 日朝はエヌビディアの好決算が報じられたことがきっかけだった。
- (2) **予想外の円安による効果**～年初の時点では「今年は円高」がコンセンサスだったが、米国利下げの遅れなどにより想定外の円安となっている。
- (3) **海外マネーの「中国離れ」も追い風**に～中国経済が視界不良となり、最近ではチャイナマネーも日本に流入していると言われている。

これらに比べれば、今年 1 月から始まった新 NISA による効果などは限定的であろう。しかし海外マネーによる日本市場への期待感は、昨年 11 月の The Economist 誌による「日本経済復活論」の頃から明らかに始まっていた²。

The Economist 誌のロジックは、「2つの外的ショックと 2つの内的シフト」というものであった。すなわち日本経済には、「物価上昇が賃金上昇との好循環を呼び、地政学リスクが対日投資を呼び込む」という外からのポジティブなショックがあり、それと同時に「コーポレートガバナンス改革と世代交代」という内なる変化も静かに進行中である。昨年秋の時点で「日本は買い！」と判断した海外投資家にとっては、この観察はズバリの中であったことになる。

² 本誌の昨年 12 月 1 日号「2024 年の日本経済への期待」で紹介している。

●日本経済には覚束ない動きも

問題はこの株価上昇が、日本経済の現状とかならずしも一致しないことである。

以下はこの1年の月例経済報告「基調判断」の推移である。昨年5月に「コロナ明け」で上方修正されたが、その後は**昨年11月、そして今年2月にも下方修正**となっている。

<2023年>

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（↓）。

12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。

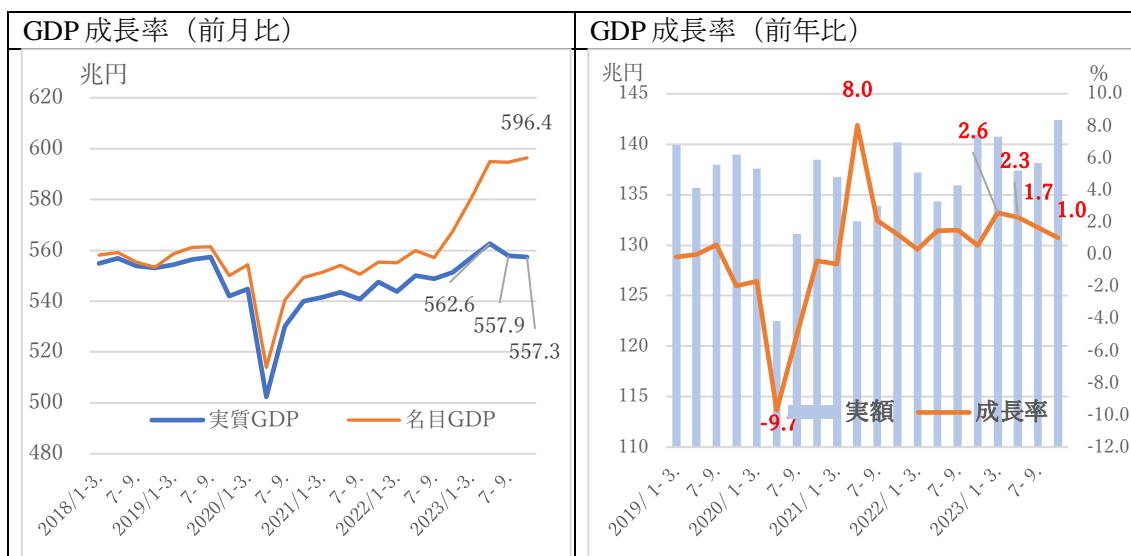
<2024年>

1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。

2月：景気は、このところ**足踏みもみられるが、**緩やかに回復している（↓）。

国内の「強制貯蓄」の取り崩しは限定的で、個人消費は強くない。企業の設備投資意欲は旺盛でも、人手不足や資材高騰により計画ほどには進んでいない。そして1月の鉱工業生産は、ダイハツの工場停止などの影響もあって前月比7.5%の低下となった。

さらに2月15日に公表された2023年10-12月期GDP速報値は、実質では前期比▲0.1%成長となった。**2 四半期連続のマイナスということは、「テクニカル・リセッション」となる。**しかも▲0.1%の内訳をみると、外需が+0.2%で内需は▲0.3%と中身が悪い。さらに外需のプラスも、輸出の伸びよりは輸入の減少によってもたらされている。



こうしてみると不安になるが、「最近の GDP 統計は季節調整がうまく行っていない」との説もある。そこで実質現系列のグラフを描いてみると、前頁右のようになる。

コロナ上陸により、経済活動が一気に停止した 2020 年 4-6 月期の落ち込みが大き過ぎて、その反動でグラフがデコボコになっている。これでは季節調整が崩れるのも無理はあるまい。こういうときは無理をせずに、現系列を前年比で計算する方がいい。

前年比で見ると、2023 年の四半期ごとの成長率は 2.6% (Ⅰ) → 2.3% (Ⅱ) → 1.7% (Ⅲ) → 1.0% (Ⅳ) とプラス成長が続いていることになる。やや減速してはいるものの、日本経済が大崩れしているという感じではない。

●日銀は 3 月か 4 月には動きそう

もうひとつ指摘できるのは、「実質 GDP は伸びていなくても、名目 GDP が盛大に伸びている」ことだ。昨年 10-12 月期の名目 GDP は年率換算で 596.4 兆円と、ほぼ 600 兆円に達しつつある。物価上昇で個人消費は伸び悩んでいるけれども、商品価格を上げられるようになったお陰で企業決算は好調、というわけだ。企業にとって大事なのは実質よりも名目という点は、「景気が悪くても株価は好調」という理由のひとつと言えよう。

それでは物価の動きはどうかと言えば、2023 通年の物価は前年比 3.2% 増となった。ただし足もとでは 2% 台に低下しており、1 月 CPI 総合は 2.0% ちょうどとなった。かなり落ち着いてきているが油断は禁物で、この先、電気ガス料金の激変緩和措置やガソリン補助金が、4 月末に打ち切りになることも考慮しておく必要がある。

それでも値上げの原動力は、原材料費から人件費へ、財からサービス価格へと移行しつつある。これは植田総裁言うところの、「第一の力（他律的な物価上昇）から第二の力（自律的な物価上昇）」へのシフトが進んでいることを意味する。その植田総裁は、2 月 22 日の衆議院予算委員会で、今の日本経済は「デフレではなくインフレの状態にある」と答弁している。金融正常化への次の一手は近いとみていいだろう。

こうなると気になるのは、日銀が今の株高をどう受け止めているかである。実は 1 月 23 日の植田総裁記者会見において、こんなやり取りがあった³。

Q「日経平均が年初から 3 万 6000 円まで上がっていることを、総裁としてどのように受け止めておられるか」

A「経済に楽観的なムードが広がっていることだと受け止めている」

これは興味深いところで、普通であれば日銀総裁は「注意深く見守っている」式の答え方で、株式市場の過熱感に水を差すものである。ところがこのときは歓迎モードであった。確かに金融政策正常化を目指す過程では、株安よりも株高が良いに決まっている。

³ 1 月 25 日のニッポン放送「OK! Cozy Up」に筆者が出演した際に、上記のやりとりを紹介したことが同社ニュースサイトで紹介されている。<https://news.1242.com/article/491540>

つまり日本株が買われる理由のひとつには、日本経済の「脱・デフレ」期待があるけれども、金融当局としても株高はありがたい。日銀が目指す次のステップはマイナス金利の解除であり、わずか0.1%という小さなものだ。それでも利上げは利上げだから、ある程度の円高と株安を招くだろう。ゆえに株高という「のり代」は歓迎なのである。

それでは日銀はいつ動くのか。以下の日程の通り、3月か4月の二択問題となるけれども、このところ「3月利上げ説」が強まって、足もとではドル円レートが徐々に147円台まで買い進まれている。

3月13日	春闘集中回答日 （事前予測は+3.7%、23年は+3.66%）
3月18-19日	日銀金融政策決定会合 →マイナス金利解除か？①
3月29日	2月の鉱工業生産、労働力調査、3月の東京都区部CPIなど
4月1日	日銀短観3月、「 2024年問題 」～運送・物流業界に「働き方改革」施行
4月9-14日？	岸田首相が国賓待遇で訪米 。日米首脳会談、議会合同演説など
4月中旬	日銀支店長会議
4月25-26日	日銀金融政策決定会合 （展望レポートあり）→マイナス金利解除か？②

今年の春闘の賃上げ率はかなり高そうだが、その翌週に動けるかと言えば、万事に慎重な植田総裁はもう少し様子を見るのではないか。3月日銀短観で設備投資や採用状況などを確認し、4月の支店長会議で地方経済の声を聴いて、そこからゴーサインとなるのではないか。「次の一手」は、4月と見るのが妥当ではないかと思う。

●岸田首相は何を考えているのか

支持率の低迷に悩む岸田内閣にとっても、株高は悪いニュースではないはずだ。何しろ今年「資産所得倍増元年」と銘打って、「貯蓄から投資へ」と旗を振っている最中である。逆に株安になろうものなら、多くの国民（投資家）を敵に回していただろう。

その岸田首相はあいかわらずのマイペースで、先週、みずから手を挙げて政倫審に出席したことには少々驚いた。自民党の旧来の常識からすれば、パーティー券裏金疑惑は「よそのムラの事件」であるから、岸田氏が出ていく謂われはない。しかるにこの問題が「普通の組織」のスキャンダルと考えれば、トップである総理・総裁が矢面に立つのは当然である。自民党はもはや「派閥の連合体」ではない、ということなのだろうか。

その結果として「安倍派5人衆」も政倫審に出ることとなり、ついでに予算案が3月2日に衆院通過となったわけだから、岸田氏のギャンブルは成功であろう。

あらためて過去2年半における岸田政権の実績を書き出してみよう。

- * 防衛3文書の閣議決定と防衛予算の倍増
- * G7 広島サミットを主宰
- * 日韓関係を改善
- * 原子力政策の転換、福島処理水の海洋放出
- * NISA の抜本的拡充と恒久化
- * 日経平均が最高値/名目 GDP が約 600 兆円に

加えて今通常国会において、岸田内閣は「デフレ完全脱却宣言」と「子ども・子育て支援法」（少子化対策）の実現を目指している。この秋の自民党総裁選挙で次の政権にバトタッチするにしても、3年間でこれだけの成果を残したならば、かならずや後世は評価してくれる、内閣支持率など関係ない、と達観しているのではないか。

そもそも岸田内閣の支持率が低下した最初の理由は、安倍首相の「国葬」を行ったことにある。そして「統一教会スキャンダル」があり、今回の「パーティー券裏金疑惑」である。ほとんどの問題は安倍派に端を発している。これらを粛々と処理しながら、結果として「安倍さんができなかったこと」（防衛費の拡大、GDP600兆円など）を実現している。ご本人的には、かなりの手応えを感じているはずである。

おそらく岸田氏は、9月末まで政権を維持するにとどまらず、その後の続投も諦めてはいないのではないか。つまり総裁選の前に衆議院を解散し、勝ってそのまま総裁任期も延長へというシナリオである。

確かに足下の内閣支持率は低い。ただし野党は分裂したままであり、しかも風が吹いていない。3月1日の衆議院本会議では、立憲民主党が予算を人質にとってのフィリバスターに打って出たところ、「昭和の国会」との批判を浴びて戦術の撤回に追い込まれた。与党に人気がなくとも、「対決姿勢」は受けないというのがいかにも今風である。

問題は4月28日の統一補欠選挙である。ここで「ゼロ勝」に終わるようでは、「やはり岸田では選挙を戦えない」ということになってしまう。そこを潜り抜けて、次に5月16日公表の1-3月期GDP速報値がある程度のプラス成長となれば、「デフレ完全脱却宣言」も現実味を帯びてくる。

そして6月上旬には、「1人4万円」の定額減税が国民の手元に届くようになる。これなら「6月解散」シナリオも十分に考えられるのではないか。このときになっても株高が続いていて、「NISAを始めて良かった」という人が増えていけばさらに結構である。

仮に6月23日の通常国会会期末に解散ということになれば、日程的には7月7日に予定されている東京都知事選挙との相乗り選挙となるだろう。ちょうど7月3日には、渋沢栄一を図柄にした新1万円札の流通が始まる。世間の気分が一新されることも、政権にとってはいくばくかの追い風になるのではないだろうか？

4月28日	統一補欠選挙 （島根1区、東京15区、長崎3区）
5月16日	24年1-3月期GDP一次速報
5月下旬	政府が「デフレ完全脱却宣言」？
6月上旬	定額減税を実施（1人4万円）
6月13-15日	G7サミット （伊・プーリエ）
6月下旬	骨太方針→財政再建派が優勢に？
6月23日	通常国会会期末
7月3日	新紙幣が流通開始 （渋沢栄一/津田梅子/北里柴三郎）
7月7日	東京都知事選挙
9月30日	自民党総裁選挙 →岸田氏続投？ガチンコ総裁選？

<海外報道ウォッチ>

プーチンとトランプを恐れる欧州

(観察対象：The Economist)

最近、The Economist 誌の表紙が冴えている。Feb.24th -Mar.1st 号の”Is Europe Ready?”などもその典型で、「前門のプーチン、後門のトランプ」という今日の欧州が直面する悪夢的な状況を上手にビジュアル化している⁴。ウクライナの戦争は3年目に突入し、ロシア側が攻勢を強めている。そして米国ではウクライナ支援予算が議会を通らない。それは共和党予備選挙において、トランプ氏が圧倒的な強さを見せているからだ。

まずはこのカバーストーリーから取り上げてみよう。題して「欧州に準備はあるか?」(Europe is caught between Putin and Trump)⁵。

- * ロシアはより危険になり、米国は信頼を失い、欧州はなおも準備不足である。欧州の首脳たちはまず「ソビエト後」の慢心を捨てるべきだ。作業はまだ始まったばかり。
- * 戦闘は3年目となり、ロシアはウクライナで勝利しつつある。プーチンはGDPの7.1%を防衛費に投じて NATO に対抗している。米国の支持は揺らぎトランプ次期大統領となれば欧州への関与はさらに薄れる。しかも米国の国防は太平洋重視になっている。
- * 欧州各国の軍隊は、2~3000人の旅団ひとつ配備することさえ難しい。急いで自国の戦闘能力を高めることだ。それにはおカネもかかる。GDP比2%では十分ではない。平和しか知らない欧州人は、ロシアの侵略が求める厳しい選択を未だに避けている。
- * 欧州は神学論争に陥るべきではない。フランスではEUを中心に、対米自立を図れという声がある。それよりも、NATO内で欧州の役割を強化する方がずっと早い。
- * ロシアは欧州より貧しく人口も少ない。プーチンの下で衰退しつつある。彼を阻止する最善の場所はウクライナだ。国防について今までの考えを変えなければならない。

なるほど欧州には準備が足りない。米国が「欧州防衛やめた」と言い出したら、自分たちの身を守ることにすら危うい。欧州は輸送機や指揮統制や衛星などの能力を欠き、米国頼りの体制なのだ。いや、日本もまったく他国のことを言えた義理ではないのだが。

欧州の悪い癖は、この期に及んで理屈倒れになりがちなこと。とりあえず「ロシアを撃退するまでは『脱・炭素』を棚上げ」くらいの覚悟が必要なのではないかと思う。

ウクライナ戦争開始から丸2年が経過して、分かってきたのは「経済制裁は効かない」ことだ。次は「制裁はプーチンと戦う術にあらず」(Weapons of Misconstruction)⁶から。

⁴ <https://www.economist.com/weeklyedition/2024-02-24>

⁵ <https://www.economist.com/leaders/2024/02/22/caught-between-putin-and-trump>

⁶ <https://www.economist.com/leaders/2024/02/21/even-the-toughest-sanctions-on-russias-war-machine-are-no-substitute-for-military-aid>

- * 米国は援助の継続には疑問があるが、対ロシア金融戦線には疑いなく「二次制裁」を予告している。プーチンを助ける者はドル体制の枠外に置くと宣言し、ナワルヌイの獄中殺害後は2月23日に新たな制裁手段を発表。中国企業も対象となっている。
- * 米欧とその同盟国は様々な制裁を実施してきたが、ロシア経済には回復力があり、世界の貿易と金融は障壁を回避する道を見つけてきた。ロシア産原油を輸送する陰のインフラが成長し、世界のエネルギー秩序に対する西側の支配力は低下している。
- * 二次制裁は強力な手段となり得るが副作用がある。北朝鮮の手助けをしたラトビアの銀行は2018年に破綻した。既に中国の銀行はロシア企業との取引に慎重である。
- * 制裁実施のためには、インド、インドネシア、UAE など消極的な国を巻き込む覚悟が必要だ。金融戦争は、ウクライナに資金と武器を送る行為を代替するものではない。

金融制裁で相手が音をあげる、とは危険な幻想である。制裁は基本がイタチごっこで、いくらでも抜け穴ができるし効果も見えにくい。「二次制裁」は強力な武器ではあるが、開戦3年目になって繰り出すのでは「戦力の逐次投入」の感が否めない。経済制裁で「手を汚さずに」相手を屈服させる、なんて実例は戦史上も聞いた試しがない。

まして相手はロシアである。ロシアは今年10月、BRICS首脳会議をカザンで主催する。今年はいラン、サウジ、UAE、エジプト、エチオピアなどの新加盟国も加わる。西側の秩序を好まない経済圏は、どんどん広がっているのではないだろうか。

ここで再登場するのがフローズンアセットの議論である（昨年7月7日号の当欄でも紹介済み）。経済制裁で凍結したロシアの外貨準備をウクライナのために使え！との議論である。The Economist 誌は「押収するな、流動化せよ」（Don't seize: capitalise）と説く⁷。

- * 米下院がウクライナ支援を拒否するので、代替りの財源が必要になっている。イエレン財務長官はロシアの凍結資産の開放を求めるが、EU内でも意見が分かれている。
- * 資産の差し押さえは間違いである。賠償金は、銃弾が飛び交う間に強制されるものではない。これをやれば、「米国とその同盟国は都合のいい時だけ国際法を順守する」というグローバルサウスでは既に一般的になっている見方に拍車がかかるだろう。
- * ロシアの資産1900億ユーロは、ユーロクリアによってベルギーで管理されている。この資金を運用し、ユーロクリアは2023年には44億ユーロを得ている。EUはロシアの資金からの収入で、債務を返済するピークルを立ち上げて保証することができよう。

要はロシアの凍結資産の金利部分をウクライナに回せ、という議論である。真新しいアイデアではないが、やるなら急いだ方がいい。それにしても、米下院がウクライナ支援法案を止めている現状は情けない。「もしトラ」リスクは実に罪深い。

⁷ <https://www.economist.com/leaders/2024/02/28/how-to-put-russias-frozen-assets-to-work-for-ukraine>

<From the Editor> GDPの日独逆転に思うこと

日独のGDPが逆転したことが話題になっています。2023暦年の名目GDPはドイツは4.5兆ドル、日本は4.2兆ドルでありました。詳しい分析が、2月の月例経済報告「関係閣僚会議資料」のP5に書かれておりますのでご参考まで⁸。

名目GDPは物価や為替に左右されるので、順位に一喜一憂するのは考えものです。それでも、ドイツが日本の「①3分の2の人口、②6割の就業者数、③8割の労働時間」で、年間でより大きな付加価値を生み出しているという事実は重い。日本人たるもの、こんなことでは「ご先祖様に対して申し訳が立たない」と受け止めるべきでありましょう。

現在のドイツ経済は、かならずしも好調ではありません。何しろ「ロシアからエネルギーを安く買って、中国にクルマを高く売る」というビジネス・モデルが往復ビンタで否定されている。自動車生産を急いでEVに転換しようとしたのも失敗だったようで、メルセデスグループは2030年までに新車販売をすべてEVに切り替える計画を撤回しました。こういうのを見ると、トヨタ自動車さんの安定ぶりは「さすが！」に見えますね。

ドイツは統一通貨ユーロのお陰で得をしてきた面もある。南の脆弱な国々があるから、ユーロはどうしても他国通貨に対して弱含む。その分、ドイツ経済の輸出競争力が強化されてきた。しかるに「コロナ明け」後の現在では、南の国々が観光需要で潤う一方で、ユーロの高金利がドイツの輸出産業の足を引っ張っている。インフレ率も高いし、エネルギー政策も無理をしているので、ドイツ経済の前途は楽観を許さないと思います。ある意味、日本以上に大変なのではないでしょうか。

どこで日独経済の差がついたかと言うと、2002年からの「シュレーダー改革」が大きかった。解雇規定の緩和、年金の縮減、医療の自己負担拡大など労働市場にメスを入れ、更にドイツ版コーポレートガバナンス改革や法人減税などもありました。かかる改革が、左派政党であるSPDの内閣で実施された意義は大きい。お陰でシュレーダー政権は7年間と、「ドイツにしては短命政権」に終わってしまう。その恩恵を受けたのが後継のメルケル首相であり、彼女の長期政権はそのお陰で可能になった面があります。

首相退任後のゲアハルト・シュレーダーは、ロシアの国有会社であるガスプロムやロスネフチの取締役になり、しかもウクライナ戦争勃発後も親口姿勢を悔い改める様子がない。今日的評価はほとんど「戦犯」モードでありますけれども、それはさておいて首相時代に残した業績は高く評価されるべきでありましょう。

今から思えば、シュレーダー改革は同じ時期の「小泉改革」とは本気度がまるで違っていた。ドイツは本当の意味で「痛みを伴う改革」を実践していたのに、日本は郵政民営化などの「劇場型」政治に浮かっていた。つまるところ日独の政治力の差が、20年後になってじわじわと効いてきたことになる。今でも「劇場型」政治を囁すポピュリズムは健在な

⁸ <https://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei/2024/02kaigi.pdf>

ようですが、くれぐれも気を付けたいものです。

* 次号は3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-socket.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