第3の超景気―ゴールデン・サイクルで読み解く
二〇二五年までの日本経済

嶋中雄二

私は、今年四月に『第3の超景気』という本を出しました。「ゴールデン・サイクルで読み解く二〇二五年」という副題のとおり、二〇二五年までを射程に入れて、景気循環論を基に景気の見通しを語ったものです。

今日は、この本の内容も踏まえ、二〇二五年までどのように日本経済が動いていくかということに力点を置いてお話ししたいと考えておりますが、それに入る前に、まずは先の平成三〇年七月豪雨や今夏の猛暑の影響、アメリカとの貿易摩擦の問題などを取り上げ、その上で、景気循環論に基づいて今後の景気の見通しについてお話ししたいと思っています。

一、日本経済の現状

（年初来の災害のマイナス効果）

今回の平成三〇年七月豪雨（西日本豪雨とも呼ばれます）は、平成以降で最悪の豪雨災害になりました。

災害による被害の状況を見ますと、一九五九年九月二六日の伊勢湾台風が最大の被害を出してい

ます。当時はＧＤＰが小さかったこともあり、被害額は五〇五〇億円にとどまりますが、ＧＤＰ比の被害規模は実に三・六％に上りました。この結果、実質経済成長率は、前期比で三・一％ポイント、年率で一二・〇％ポイント押し下げられました。

平成三〇年七月豪雨では、農林水産関連の被害が五四四億円、住家の被害が二・九万棟、死者が二二三名に上っています。

近年の災害と実質経済成長率の関係を見ますと、今年の一―三月期は、大雪と暴風雪のために、前期比年率で▲〇・六％となりました。四―六月期に入って、六月一八日には大阪北部地震が発生し、二・七万棟の住家の被害が発生した他、小学生を含めて四名の方が亡くなられました。さらに、その傷が癒えないうちに、近畿を含む西日本で豪雨災害が発生することになったわけです。

これらの災害が四―六月期以降の実質経済成長率に及ぼした影響は、計数的にはまだ明らかになっておりませんが、いずれにせよ、かなりの影響が出てくることは疑いがありません。なお、平成三〇年七月豪雨では、短期間で集中して被害が発生しましたので、激甚災害に指定される見込みであり、先日、安倍総理がこの旨を明らかにされました。

（猛暑の経済効果）

他方、この夏は、天変地異とも思えるような猛暑に見舞われています。単に暑いというだけでなく、高齢者に対して不要不急の外出を控えるように呼びかけがなされるほどの暑さになっています。中には、熱中症で病院に搬送されたり、ひどい場合は、亡くなってしまったりする人も出ている状況です。

気温が上昇することによる経済効果を推計したところ、平年に比べて六―八月の気温が一℃上昇すると、名目個人消費を四二一二億円、実質ＧＤＰを〇・六％ポイント押し上げる効果があるという結果が得られました。これは、総雇用者所得の増加率や前年との平均気温差を説明変数とする消費関数に基づいて推計したものです。

具体的に今年六月～七月の気温の推移を見ますと、平年と比べ、六月の気温が〇・五℃高かったのに対し、七月一日～一七日の気温は二・八℃も高くなりました。七月一八日以降八月末までの気温が、平年より二・八℃高い日が続くとしますと、六月～八月の平均気温は、平年と比べ二℃高くなることになります。これを、先の推計式に当てはめますと、名目個人消費が八六一二億円、実質ＧＤＰが一・二％ポイント押し上げられ、大変なプラス効果が生じることになります。

猛暑になるとどのようなものが売れるのでしょうか。気温が三五℃を上回りますと、体が、脂質の入っているアイスクリームを欲しなくなるため、ガリガリ君が売れているという記事が新聞に載っていました。ビールは、暑過ぎるとかえって売れ行きが落ちるという話があるようですが、理論的には、暑くなればなるほど、夏物消費が増えることになります。夏物衣料が売れるでしょうし、海水浴客が増えて、海の家での消費も増えるでしょう。中でも重要なのはエアコンで、猛暑が大変な追い風になっているはずです。今、これらの夏物消費が活況を呈しておりますので、個人消費をかなり押し上げる効果をもたらすでしょう。

二、第３の超景気を迎えている日本経済

（長期にわたる景気拡張）

二〇一二年一一月の景気の谷の翌月から数えた景気拡張期間は、今月で六八ヶ月になりました。ついこの間まで、一九六五年一〇月の谷の翌月から数えて一九七〇年七月まで五七ヶ月続いた、「いざなぎ景気」を抜くかどうかが注目されていました。今や、二〇〇二年一月の谷の翌月から数えて二〇〇八年二月まで七三ヶ月続いた、戦後最長の「いざなみ景気」（小泉構造改革景気とも呼ばれます）に並び、されにそれを抜くがどうかに関心が移っています。

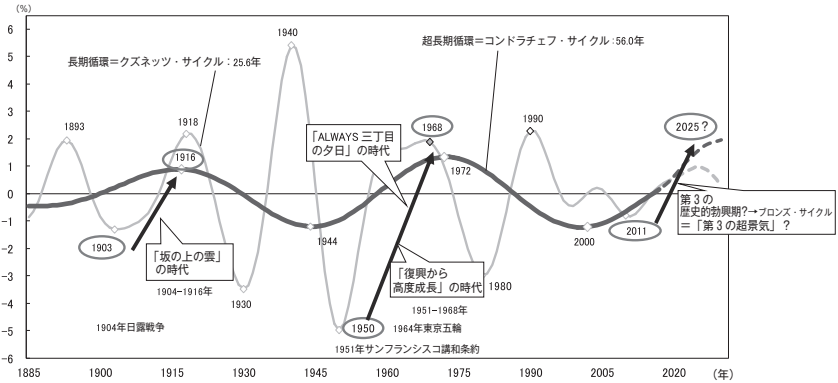
有効求人倍率が一・六倍、失業率が二・二％となっていることを見ますと、今は景気がよい状況です。他方、多くの人から、景気がよいという実感が持てないという声が出されているのも事実です。振り返ってみますと、いざなみ景気のときも、景気がよいという実感が持てないと言われました。実感がないと言われる背景には、当時も今も、景気が改善し経済活動が盛んになる一方、物価が上昇しないという事情があるように思われます。

（長期的に見たわが国の景気循環）

さて、図表１では、一八八五年以降、最近までのわが国の長期と超長期の景気循環をグラフで表しています。

ここでは、バンドパス・フィルターを使用しています。これは、時系列データは、さまざまな周波数の変動を合成したものとして表すことができると考え、これらのデータを三角関数で示される

図表１　名目設備投資／GDP 比率の複合循環



（注）　暦年。直近は、2018年１－３月期。長期：クズネッツ・サイクルの周期25.6年、超長期：コンドラチェフ・サイクルの周期56.0年は各々12～40年、40～70年の波からバンドパス・フィルターにより抽出。

（資料）　嶋中雄二『これから日本は４つの景気循環がすべて重なる。ゴールデン・サイクルⅡ』東洋経済新報社、2013年

周期変動に分解して分析する手法です。具体的には、一八八五年以降の設備投資のＧＤＰに対する比率のトレンド偏差について、ある特定の周波数を選択し、それ以外の周波数の振幅をゼロとすることによって、選択した周波数の変動の中における基調的変動を抽出するものです。

一つ目の長期循環は、クズネッツ・サイクルとも呼ばれます。周期は二五・六年で、グラフでは、最初の山が一八九三年、その後の谷が一九〇三年となり、さらに一九一八年の山につながっています。

二つ目の超長期循環は、コンドラチェフ・サイクルとも呼ばれます。周期は五六・〇年で、グラフでは、最初の山が一九一六年、その後の谷が一九四四年となっています。

グラフからわかりますように、一九〇四年から一六年まで、二つのサイクルが共に上昇局面にあ

ります。これは、日露戦争から第一次世界大戦にかけての時期に当たります。私は、司馬遼太郎氏の有名な小説のタイトルにちなんで、この時期を「坂の上の雲」の時代と呼んでいます。

同様に、一九五一年から一九六八年までの時期においても、二つのサイクルは上昇局面にありました。これは、サンフランシスコ講和条約から「いざなぎ景気」にかけての時期で、戦後復興から高度成長の時代に当たります。映画のタイトルにちなんで、この時期を「ＡＬＷＡＹＳ三丁目の夕日」の時代と呼ぶことができましょう。

これらの二つの時代は、国民がある種の高揚感に包まれた時代であったと言えます。

（第３の超景気）

現在の日本経済は、明治以降で第三番目の歴史的勃興期、すなわち第三の超景気の局面にあります。今や、長期循環と超長期循環が共に上昇する時代に突入しています。具体的には、東日本大震災が起きた二〇一一年を底にして、二〇二五年までがその時期に当たります。

過去の同様の時期と現在で共通しているのは、労働需給が逼迫していることです。加えて、地方から都市への人口集中が進んでいることが挙げられます。明治の「坂の上の雲」の時代も、戦後の「ＡＬＷＡＹＳ三丁目の夕日」の時代も、同様のことがありました。ＮＨＫの朝ドラの「ひよっこ」では、戦後の高度成長期を舞台に、集団就職で東京に出てきた女性が主人公になっています。

団塊世代が、二〇二五年に全て後期高齢者になることを捉えて、日本経済の先行きについて非常に悲観的な見方をされる方もおられますが、私は、少なくとも二〇二五年まではよい時代が続くのではないかと考えています。

二〇二五年に万国博覧会を大阪に誘致することができれば、二〇二〇年の東京オリンピック・パラリンピックが終わった後も、新たな目標を持つことができるようになります。一九七〇年の大阪万博には、日本全国から七〇〇〇万人近い人が入場したと言われておりますが、次に大阪で万博が開かれれば、国内だけでなく、海外からも多数の入場者を見込むことができるでしょう。

東京オリンピック・パラリンピックが、前回から五六年ぶり、まさにコンドラチェフ・サイクルと同じ間隔を置いて、二〇二〇年に開かれます。さらに、その五年後に大阪万博が開かれますと、これから二〇二五年にかけて、高度成長期の再来とも見られる局面が出てくるように思われます。もちろん、経済成長率の計数自体は大きく異なるのですが、皆さんも、どこか共通する要素があると感じられるのではないでしょうか。

三、世界経済の動向

(1) ＰＭＩで見た世界経済の動向

ここから、より短期的な経済の動きに焦点を合わせてお話しします。

ここで、Ｍａｒｋｉｔ社がまとめている、世界のＰＭＩ（製造業景況指数）に着目します。五〇が分水嶺で、この指数が五〇を超えていれば好況ということになります。世界のＰＭＩを見ますと、今年二月まで五四を超えていましたが、三月以降、五四を割り、六月時点では五三・〇となっています。ここから、世界経済は全体として好況と言えますが、足下、若干下り坂になってきていることがわかります。

これを主要経済圏ごとに見ていきます。米国について、ＩＳＭ製造業ＰＭＩ（先ほどのＭａｒｋ

ｉｔ社のＰＭＩとはやや異なった動きを示しています）に即して見ますと、今年二月に六〇・八まで上がった後、四月に五七・三まで下がったのですが、六月には六〇・二に戻しており、全体として非常に高い水準で推移していると言うことができます。

中国について、国家統計局ＰＭＩ（先ほどのＭａｒｋｉｔ社の財新とはやや異なった動きを示しています）に即して見ますと、今年六月に五一・五となっています。二〇一七年九月に五二・四であったのが、二〇一八年二月にかけて五〇・三まで下がったのですが、その後、改善してきているという状況です。米国との貿易摩擦を抱える中で、今後、中国がどの程度持ちこたえていけるのかが一つの注目点になっています。

ユーロ圏製造業ＰＭＩは、二〇一七年一二月に六〇・六まで上がった後、下落傾向にあり、今年六月は五四・九となっています。

日本の日経製造業ＰＭＩは、今年一月の五四・八をピークにゆっくりと下がってきており、五月は五二・八、六月は五三・〇となりました。

以上を総合して、主要経済圏のＰＭＩは、いずれも五〇の分岐点を上回っており、主要経済圏では好況感が続いていると言えます。なお、その中でも、ピークアウト感がある地域と、そうでない地域が分かれている状況です。

⑵　米国経済の先行き見通し

（ＣＩ先行指数の推移）

それでは、米国の好景気はいつまで続くのでしょうか。

米国のコンファレンス・ボードが出している景気先行指数を見ますと、今年五月まで上昇傾向が続いています。しかし、この指数の前年比に着目

しますと、四月がピークで、五月以降、ややピークアウト感が出てきています。

米国の戦後の景気循環を振り返りますと、現在、景気は第一二循環の拡張局面にあります。私は、現局面をオバマ・トランプ景気と呼んでいます。二人の大統領の二人三脚によって、今年七月現在、拡張期間は一〇九ヶ月になりました。アメリカの好景気は、日本の景気にもプラス効果をもたらしています。

このような局面は、一九九一年四月から二〇〇一年三月にもあり、ＩＴ景気と呼ばれました。第一〇循環に当たり、拡張期間は一二〇ヶ月に及びました。現在の拡張局面は、既に第五循環の「黄金の六〇年代景気」の一〇六ヶ月を抜き、来年七月にはＩＴ景気の一二〇ヶ月に並ぶことになります。

景気先行指数の前年比のグラフを見ますと、ＩＴ景気の拡張局面において三つのこぶができており、三つ目のこぶの後に景気後退に入っていきました。今回の拡張局面では、景気先行指数の前年比のグラフにおいて既に三つのこぶができています。したがいまして、ＩＴ景気のひそみに倣いますと、二〇一八年四月のピークの後、前年比はさらに下落を続け、ついに後退局面に入る可能性を秘めているように思います。なお、ＩＴ景気の際と異なり、今回は、景気先行指数の前年比のこぶが四つできる可能性もないわけではありません。

もし、ＩＴ景気のパターンが当てはまるとしますと、このときは、景気先行指数の前年比の山（二〇〇〇年一月）から一四ヶ月経った、二〇〇一年四月から景気後退が始まりましたので、今回は、二〇一八年四月から一四ヶ月経った、二〇一九年七月頃から米国の景気が微妙になってくる可能性があるかもません。なお、二〇一九年の七月

は、今回の景気拡張期間が、ＩＴ景気の一二〇ヶ月に並ぶかどうかという時期に当たります。

（貿易摩擦の影響）

米国の景気を見る上で厄介なことは、トランプ大統領が貿易摩擦を引き起こしているということです。

二〇一七年以降、トランプ大統領は、貿易収支赤字の改善を図るため、鉄鋼の輸入に関する調査、中国による知的財産権の侵害の実態に関する調査など、いろいろな手を打ってきました。

その後、米国は、今年三月に、鉄鋼に二五％、アルミに一〇％の追加関税を発動しました。これに対し、四月に中国が、六月にはＥＵが報復関税を発動するなど、諸外国と摩擦が起きています。

また、今月には、中国による知的財産権の侵害に対抗するため、中国に対する追加関税を発動しました。対象品目は、七月発動分が八一八品目、三四〇億ドル相当、八月以降の発動分が二八四品目、一六〇億ドル相当となっており、これらを合わせますと、一一〇二品目、五〇〇億ドル相当となります。具体的には、自動車、半導体、産業用ロボット、航空機などが対象になっています。

これに対し、同日、中国が米国に対する報復関税を発動しました。対象品目は、七月発動分が五四五品目、三四〇億ドル相当、八月以降の発動分が一一四品目、一六〇億ドル相当となっており、これらを合わせますと、六五九品目、五〇〇億ドル相当となります。米国の追加関税に見合った報復関税を発動したわけです。

米国は、中国の報復に対抗するため、さらに六〇三一品目、二〇〇〇億ドル相当の追加関税対象リストを公表しており、九月以降に発動されるのではないかと言われています。仮にこれが発動さ

れますと、中国経済に深刻な影響を及ぼすと懸念する向きがあり、また、中国が報復するようなことがありますと、米国経済への打撃も大きいと見られています。

米国は、一九三〇年にスムート・ホーリー法によって関税を引き上げ、世界貿易がらせん状に縮小する原因を作ったことがあります。その際の反省もあり、これまでは貿易赤字の改善のために関税を引き上げるようなことは控えてきたわけですが、トランプ大統領は、そのようなことにはお構いなしに保護貿易的な政策に突き進んでいます。

今後、米国が、既にほのめかしているように、自動車・同部品への関税を二五％引き上げますと、自動車・同部品の価格は二二％上昇することになります。過去のデータから算出した弾性値を基に推計しますと、日本の米国向け自動車・同部品の輸出は、実質ベースで一九・八％減少することになります。これに伴って、日本の実質輸出は一・四％減少し、日本の実質ＧＤＰは〇・二％減少すると見込まれます。日本経済に多大な影響を及ぼすため、何とかやめてほしいと願っています。

こうした米国の動きに対し、日本は、ＴＰＰ11を実現するとともに、ＥＵとの間でもＥＰＡの締結で合意に達しました。非常に賢明に対応していると思いますが、米国では今年一一月に中間選挙がありますので、トランプ大統領が日本に対してどのように出てくるか心配なところがないわけではありません。

⑶　米国の景気動向と金融政策の判断

（各種景気指標の動向）

先ほど来申し上げておりますように、米国の景気は堅調に推移しています。景気の一致指数を構

成する、個人所得、企業売上高、非農業部門雇用者数は、いずれも右肩上がりとなっています。他方、これも景気の一致指数の構成要素である鉱工業生産は、最近三年ほどやや落ち込んだ形になっています。これは、シェール産業の影響で、米国の産業構造が、原油価格が上がる（下がる）と生産が好調（不調）になるという、ロシアに似たものになってきていることを反映しています。今、原油価格は一バレル六〇ドル代後半で、十分高い水準にあると見ています。

また、一戸建て住宅の販売状況を表す住宅市場指数は、七月は六八となりました。リーマンショック前で最も高かったのは二〇〇五年六月の七二ですから、それに迫る水準をキープできていることになります。

失業率は、一時三・八％まで下がりましたが、今は四％となっています。失業率の先行指標である失業保険申請件数が下がってきており、失業率は、年内に三％台前半ぐらいまでいくかもしれないと見られています。雇用情勢はさらに改善する可能性があるということになります。

（金融政策）

今年五月の個人消費デフレーター（除く食品・エネルギー）は、二％に達しておりますので、さらなる利上げが検討される環境にあります。パウエルＦＲＢ議長は、今年七月一七日の定例議会証言において、「適切な金融政策運営の下、今後数年、労働市場は堅調でインフレ率は二％近辺で推移」「漸進的なＦＦ金利引き上げの継続が最も適切」と述べています。

今後、ＦＲＢは、おそらく今年九月、（一一月の中間選挙終了後の）一二月、来年三月、六月に段階的に利上げを実施することになるのではない

かと推測されます。先ほども申しましたが、こうした金融引き締めの結果、二〇一九年六月又は七月頃まで景気拡大が続くとしても、その後、景気がつまずく可能性があるのではないかと見ています。

その先ですが、景気動向によっては、二〇一九年七―九月期以降、ＦＲＢが利下げに転ずる可能性があります。このような中、米国の株価は、二〇一九年一―三月期あたりがピークになる可能性があります。株価は、二万六〇〇〇ドルを超えるところまでは行くと見ています。

⑷　欧州の景気・金融政策動向

米国と異なり、欧州の景気はやや弱くなってきています。

ユーロ圏の製造業ＰＭＩとサービス業ＰＭＩは、いずれも五〇を超えておりますが、足下ややや下落している状況です。

次に、ドイツのＺＥＷ景気期待指数に着目します。これは、金融機関に対するアンケートで、六ヶ月先の景気がよくなるか、悪くなるかの方向感を聞いたものです。この指数は、ユーロ圏の製造業ＰＭＩやサービス業ＰＭＩより先行する傾向があり、六月、七月と続けて悪化したのが気がかりなところです。

このように景況感が悪化した背景として、六月についてはイタリアの政治の混乱の影響、七月については米国と欧州の貿易摩擦への懸念があったと考えられます。ＺＥＷ景気期待指数は、八月には元に戻るのではないかと思われますが、ユーロ圏の製造業ＰＭＩ・サービス業ＰＭＩは、八月以降も下落する可能性があります。

ドラギＥＣＢ総裁は、「景気は比較的良好な状態にあるが、不透明感は高まっている」と述べま

した。このような中、ＥＣＢは、量的金融緩和からの脱却、つまりテーパリングを進めており、年内に債券の購入を終わらせることとしています。政策金利については、二〇一九年夏にかけて現行水準を維持した後、九月以降に利上げに踏み出すことになるのではないかと見られます。マネタリーベースの推移を見ますと、前年比伸び率が下落傾向にあります。これに伴って、マネーサプライの伸び率が低下し、非金融法人向け融資にも徐々に影響が出てきています。

なお、次期ＥＣＢ総裁の候補と目されているドイツ人のバイトマン氏は、タカ派とされておりますので、その先、ＥＣＢの政策が大きく変わる可能性があります。

⑸　中国の景気動向

中国の四―六月期の実質ＧＤＰ成長率は前年比六・七％となり、鉱工業生産指数も前年比六・六％の伸びとなりました。

特徴的なのは、消費者信頼感指数の期待指数が非常に強く、高い水準を保っていることです。実際、小売はそれほど伸びておりませんが、ネット通販は成長を続けています。バルチック海運指数が強く、主要港積み荷取扱量が大きく伸びています。今年五月までの粗鋼生産量や自動車販売台数も、好調に推移しています。住宅の動向を見ますと、新築住宅価格は、広州、北京、深セン、上海など、都市ごとに動きは違うのですが、基本的には持ち直しの傾向が出てきたように思います。住宅販売床面積も、足下プラスになっています。

以上のとおり、中国は、内需についてはかなりしっかりしているのではないかと思われます。預金準備率の引き下げや法人税率の引き下げなど、金融政策と財政政策の両面で下支え策が講じられ

図表２　戦後日本の景気基準日付

		谷	山	谷	期　間（月）		
					拡張	後退	全循環
	第１循環		1951年06月	1951年10月		4	
	第２循環	1951年10月	1954年01月	1954年11月	27	10	37
「神武景気」→戦後８位	第３循環	1954年11月	1957年06月	1958年06月	31	12	43
「岩戸景気」→戦後６位	第４循環	1958年06月	1961年12月	1962年10月	42	10	52
「オリンピック景気」→戦後12位	第５循環	1962年10月	1964年10月	1965年10月	24	12	36
「いざなぎ景気」→戦後３位	第６循環	1965年10月	1970年07月	1971年12月	57	17	74
	第７循環	1971年12月	1973年11月	1975年03月	23	16	39
	第８循環	1975年03月	1977年01月	1977年10月	22	9	31
	第９循環	1977年10月	1980年02月	1983年02月	28	36	64
	第10循環	1983年02月	1985年06月	1986年11月	28	17	45
「平成バブル景気」→戦後４位	第11循環	1986年11月	1991年02月	1993年10月	51	32	83
「平成不況」からの回復→戦後５位	第12循環	1993年10月	1997年05月	1999年01月	43	20	63
	第13循環	1999年01月	2000年11月	2002年01月	22	14	36
「イザナミ景気」→戦後１位	第14循環	2002年01月	2008年02月	2009年03月	73	13	86
「リーマン・ショック」からの回復→戦後７位	第15循環	2009年03月	2012年03月	2012年11月	36	8	44
「アベノミクス景気」→戦後２位	第16循環	2012年11月	－	－	68（18年７月現在）	－	－
				（平均）	36	15	52

（資料）　内閣府『景気動向指数』

ていることも影響していると考えられます。米国との貿易摩擦で輸出が減少することを懸念する向きもありますが、この点に関しては、トランプ大統領と習近平主席の交渉の行方を注目していきたいと考えています。

四、日本経済の現局面

（拡張が続く景気）

図表２で、戦後日本の景気循環の歴史を整理しています。

二〇一二年一一月を谷として翌月から始まったアベノミクス景気（第一六循環に当たります）の拡張期間は、今年七月現在で六八ヶ月になりました。二〇一四年四月に消費税率が引き上げられましたが、景気後退は起こりませんでした。

私は、景気動向指数研究会の委員であり、研究

会でそこまで認定しているわけではないとお断りした上で申し上げるのですが、このまま景気動向指数の一致指数が上がっていきますと、今回の景気拡張期間は、二〇一九年一月には、いざなみ景気の七三ヶ月を超えることになります。

（業況判断ＤＩは高水準）

今月発表された日銀短観の業況判断ＤＩを見ますと、大企業・製造業では、昨年一二月に二五であったのが、今年三月は二四、六月は二一と二ヶ月連続で下落しました。二ヶ月連続で下がったのは心配だという声も聞こえてきます。しかし、在庫調整が今年一―三月期で終了していること、懸念されていた為替レートが一ドル一二〇円台から一一三円台の円安水準で推移していることを踏まえますと、それほど心配する必要はないと考えています。日銀短観によりますと、今年六月の調査時点で、製造業・大企業の想定為替レートは一〇七円二六銭となっており、企業は相当余裕を残している状況と言えます。

大企業・全産業の設備投資計画も非常に強く、二〇一八年度は前年度比一三・六％の伸びが見込まれています。この伸びは、過去と比べても相当高いものとなっています。その背景としては、人手不足に対応するため合理化が求められていること、設備投資や賃上げを行う企業に対し法人税減税が実施されることになったことなどの事情が関係しています。

なお、大企業・非製造業でも、業況判断ＤＩは、昨年一二月が二三、今年三月が二三、六月が二四となっており、安定して強い状況が見てとれます。

（生産活動は一貫して上向き）

鉱工業生産指数において、出荷・在庫バランス（出荷の伸びから在庫の伸びを控除したもの）を見ますと、前期比では、今年一―三月期に▲四・五％であったものが、四―六月期には二・一％となりました。前年比でも、今年一―三月期に▲二・四％であったものが、四―六月期には〇・九％となっています。これらの指標から、在庫調整が一巡して、企業が生産を増やそうとする局面になってきたと言うことができます。これは、韓国の半導体の出荷・在庫バランスが改善してきているのと軌を一にした動きです。

これに伴って、鉱工業生産指数は、今年四―六月期に前期比二・〇％上昇し、また、七―九月期は一・〇％の上昇が見込まれています。なお、実際の工場の稼働率がどうなるかは、その後の災害の状況等も勘案しなければなりませんので、見通しづらいところが出てきています。

（消費者物価は低迷）

消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、二〇一四年四―六月期から二〇一六年七―九月期にかけて下落傾向をたどってきました。

消費者物価下落の主因は原油価格の下落です。消費者物価は、この間に、一・四％から▲〇・五％まで一・九％ポイント下落しましたが、その内の一・四％分が原油価格の下落によるものでした。この間、ＷＴＩの原油価格は、二〇一四年六月時点で一バレル一〇七ドルであったものが、二〇一六年二月には二六ドルまで八割近く下落しました。このような事情がなければ、消費者物価の二％上昇は、既に達成されていたのではないかと思われます。なお、現在の原油価格は六八ドル前後で推移しています。

消費者物価上昇率は、今年五月現在で〇・七％となっていますが、今後、原油価格が上昇してきますと、国内企業物価指数に波及し、ひいては消費者物価指数にも波及してくると見込まれます。このため、そう遠くない時期に、消費者物価上昇率は一％台に戻り、二〇一九年度には一％台の半ばまで行く可能性があると見ています。

なお、二〇一九年度に二％のインフレ目標を達成することは、為替レートや賃上げの動向次第で可能性がないわけではありませんが、実際にはかなり難しいのではないかと思われます。

（異次元金融緩和の効果）

私は、名目ＧＤＰを引き上げるためには、金融緩和が必要であると考えていました。具体的に、二〇一三年三月には、マネタリーベースを二五九兆円ほど出せば、二年後に名目ＧＤＰの三％成長を達成できるという計算を行っていました。その後、日銀が、二年で二七〇兆円ほどマネタリーベースを拡大しましたので、日銀も私と同様に考えたのではないかと考えています。

もっとも、こうした金融緩和を進める中で、その副作用がいろいろと議論されるようになりました。長期金利が下がり過ぎて、長短金利間の利ざやがつぶれてしまい、金融機関経営にダメージを及ぼしていると言われます。私は、これは、量的緩和のせいというより、むしろマイナス金利の影響が大きいと考えているのですが、いずれにせよ、早期に金融緩和の出口に向かわなければならないという議論も盛んに行われています。

他方、日銀が国債購入を削減しますと、マネタリーベースが縮小していくことになります。マネタリーベースとマネーストック（Ｍ２）は、信用乗数をベースとしてつながっておりますので、マ

ネタリーベースを落とし過ぎますと、マネーストックが落ちてしまうことが避けられません。ひいては、名目ＧＤＰにも悪影響が出てきてしまうことになります。

アベノミクスは、第一の矢の大胆な金融緩和、第二の矢の機動的な財政出動、第三の矢の成長戦略の三つの矢から成っています。野田前総理が解散宣言をした二〇一二年一一月一四日と、今年七月一八日時点を比較しますと、日経平均株価は八六六四円から二万二七九四円に、また、為替レートは七九円五一銭から一一三円になるなど、各種経済指標は大幅に改善してきています。アベノミクスが金融緩和に偏していると言われることがありますが、決して金融緩和だけだったわけではありません。ビザの緩和による訪日外国人客の増加や容積率の緩和による再開発の推進など、成長戦略が実を結んでいることも十分に評価する必要があると考えています。

（消費税率引き上げの経済効果）

二〇一九年一〇月より、消費税率が八％から一〇％に引き上げられます。

消費税率が上がりますと、消費が減少することが懸念されるわけですが、二〇一四年四月の消費税率引き上げの際は、消費は落ち込んだものの、第一の矢の金融緩和の効果などもあり、景気後退には至りませんでした。

二〇一九年一〇月の消費税率の引き上げによって、二〇一九年度の実質経済成長率は〇・三％ポイント低下すると見込まれます。

政府は、こうした経済へのマイナスのインパクトを避けるため、年間二兆円に上る教育・保育の無償化措置を実施する他、駆け込み需要とその反動の平準化策として、自動車取得税・重量税の減

税や住宅ローンの減税の拡充などを検討しています。合わせて、国土強靭化の観点も踏まえ、公共投資を拡大するようなことも考えられるでしょう。

こうした対策を講じることによって、消費税率引き上げのマイナス効果は、ある程度オフセットすることが可能ではないかと思われます。

（設備投資は上昇局面）

限界設備需給バランス（実質ＧＤＰ前年比伸び率から資本ストック前年比伸び率を引いたもの）は、かなり改善してきています。また、投資採算（総資本利払い前利益率から有利子負債利子率を引いたもの）は、一年半程度のタイムラグで設備投資比率（名目民間設備投資のＧＤＰに対する比率）に影響を及ぼすのですが、これも改善する傾向にあります。深刻な人手不足の中、企業の投資意欲は旺盛であると言えます。

今後、わが国では、総人口、生産年齢人口ともに減少することが見込まれています。ここで、生産年齢人口の総人口に対する比率の前年差を取ってみますと、上がったり下がったりを繰り返していることがわかります。一九七二年から一九八八年にかけての間は、この比率の前年差は上昇しました。この期間には、バブルの時期が含まれています。人口の将来推計を基に、今後のこの比率の前年差を見ますと、二〇一四年を底に二〇二六年までマイナス幅は縮小する局面にあります。二〇二六年頃までは、生産年齢人口の相対的な減り幅が小さくなる時期に当たるわけです。

（東京の大規模再開発）

今年一月以降の東京における大規模（延べ床面積一万坪以上）再開発の竣工状況を見ますと、二

〇二〇年の東京オリンピックに向けて、大変な勢いで再開発が進んでいることがわかります。高島屋を中心とする日本橋二丁目地区再開発、三井不動産と三井物産が事業主体の大手町再開発、国際金融都市を目指した日本橋兜町再開発など、大規模な再開発がめじろ押しとなっています。さらにその先でも、森ビルの虎ノ門・麻布台エリア再開発、三九〇メートルの超高層ビルを建設する常盤橋再開発など、話題性のある再開発計画が並んでいます。

（インバウンドの増加）

円安傾向と規制緩和の効果が相まって、二〇一七年は訪日外国人客数が過去最高の二八六九万人に達しました。

ドル・円レートと訪日外国人客数は連動しており、訪日客数は、一〇円の円安で九二万人ほど増加し、一〇円の円高で九二万人ほど減少するという関係にあります。

また、訪日外国人客一人当たりの旅行支出は、一〇円の円安で一・五万円増加し、一〇円の円高で一・五万円減少します。訪日外国人客一人当たりの旅行支出は平均一四万円から一五万円ですので、一〇円の為替レートの変化で、支出額に一割程度の変化が生じるという関係にあります。

訪日外国人客一人当たりの旅行支出額を国別に見ますと、オーストラリアがトップで、次いでスペイン、イギリス、中国の順になっています。韓国が下位にありますのは、対馬であれば日帰りも可能であり、滞在日数が平均で三日程度と短いためです。他方、オーストラリアは、スキー客が多いこともあり、平均滞在日数は一二日に上っています。

わが国の観光関連産業の産出額は、旅行業、宿

泊業、旅客運送、自動車レンタル、公園・遊園地などを含め、二二・二兆円を上回り、ＧＤＰの四％を占める大きな産業になっています。

五、市場の動向

（為替相場の動向）

今、円安が進んでいます。一般に、マネタリーベースの伸びが相対的に大きい国の通貨価値が下がり、伸びが小さい国の通貨価値が上昇する傾向があります。日米のマネタリーベースの動向を見ますと、米国が金融引き締めでマネタリーベースの伸びを落としている一方、日本はやや落とし気味とは言え、それほど落としているわけではありません。このため、ドル・円レートは、日米のマネタリーベースの伸びの違いを反映して円安が進んでおり、しばらくはこうした傾向が続くのではないかと思われます。

ただ、来年になりますと、円安傾向に変化が現れる可能性があります。来年後半あたりで、米国の景気が変調を来すおそれがあり、そうなりますと、米国の利上げが途中で終わることになるかもしれません。他方、日本では、日銀が、来年三月～四月の統一地方選の後、長期金利の目標を変更したり、さらに参院選終了後、マイナス金利を取りやめたりするようなことがあるかもしれません。このようなことが起こりますと、ドル高円安の傾向にも変化が生じる可能性がないとは言えません。

（株価の動向）

今年二月六日、日経平均株価は、前日比四・七％の下落を記録しました。その後も、株価は、二月の下落直前の水準の前後で推移しています。

二〇一六年六月に、イギリスの国民投票でＥＵ離脱派が勝利したときは、いったん七・九％の下落を記録した後、一四日で元の水準に戻し、その後、それを二割ほど上回るところまで、株価は上昇しました。

今回は、元の水準に戻すまで六三日かかっておりますが、二年前のことを念頭に置きますと、今後、二七〇〇〇円ぐらいまで上昇してもおかしくないという議論になります。

実際、私どもは、二〇一九年一―三月期中に、日経平均株価が上限で二万七〇〇〇円程度まで行くのではないかと予測しています。

六、日本経済の歴史的局面

（日本経済はゴールデン・サイクルに位置）

ここで改めて、長い視点で、現在の日本経済の景気局面に着目します。図表３、図表４をご覧下さい。

景気変動は、短期、中期、長期、超長期の四つの循環に分解して見ることができます。

ます、短期循環はキッチン・サイクルとも呼ばれ、四・九年の周期で変動します。現在、上昇局面にあり、二〇一九年がピークになると見込まれます。二〇一九年一〇月には消費税率が引き上げられますが、他方で、ラグビー・ワールドカップなどのイベントの開催も予定されています。

二つ目は中期循環で、ジュグラー・サイクルとも呼ばれ、九・六年の周期で変動します。今は設備投資が好調ですが、今年がピークになると見込まれます。

三つめの長期循環は二〇二五年まで、四つ目の超長期循環は二〇二八年まで上昇することが見込まれます。

図表３　「ゴールデン・サイクル」とは

①キッチン（短期）：4.9年周期	⇧	「ゴールデン・サイクル」＝４つのサイクルがすべて上昇局面となること
②ジュグラー（中期）：9.6年周期	⇧	
③クズネッツ（長期）：25.6年周期	⇧	＊①、②、③、④のうち、つのサイクルのみの上昇局面の場合は「シルバー・サイクル」
④コンドラチェフ（超長期）：56.0年周期	⇧	＊③、④の2つサイクルのみの上昇局面は「ブロンズ・サイクル」

（資料）　初出は、嶋中雄二『ゴールデン・サイクル』東洋経済新報社。2006年嶋中雄二『これから日本は４つの景気循環がすべて重なる。ゴールデン・サイクルⅡ』東洋経済新報社、2013年に詳述。

今年は、キッチン（短期）、ジュグラー（中期）、クズネッツ（長期）、コンドラチェフ（超長期）の四つの周期が全て上昇局面にあります。私は、これをゴールデン・サイクルと呼んでいます。シュンペーターは、キッチン、ジュグラー、コンドラチェフの三つの波が全て下降局面にあったために、大恐慌が起きたと述べた後、この三つの波が全て上昇すると、大きな景気の山ができるだろうと言いました。私は、アルビン・ハンセンに倣い、この三つに、クズネッツ・サイクルを加えて、四つの波が全て上昇局面にある時期をゴールデン・サイクルと呼んでいるわけです。

四つの波が全て上昇する局面はいったん二〇一八年で終わりますが、二〇二四年にもう一度、そのような局面が到来することが予想されます。

図表４　日本の名目設備投資／GDP 比率の複合循環の直近の谷と当面の上昇局面

短期（キッチン）	直近の谷は 2016年	2019年まで上昇	上昇局面は 平均2.7年	周期は 平均4.9年
中期循環（ジュグラー）	2013年	2018年まで上昇	平均4.7年	平均9.6年
長期循環（クズネッツ）	2011年	2025年まで上昇	平均13.5年	平均25.6年
超長期循環（コンドラチェフ）	2000年	2028年まで上昇	平均28.0年	平均56.0年

（注）　短期、中期、長期、超長期循環の周期は、設備投資の GDP 比をもとにバンドパス・フィルターにより３～８年、８～12年、12～40年、40～70年の波から抽出したもの。上昇局面のピークは短期・中期については、1946年から、また、長期・超長期については1885年からの平均上昇期間より推定。

（資料）　大川一司他『国民所得』（長期経済統計１）東洋経済新報社、1974年 、内閣府『国民経済計算』をもとに三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成。

（米国経済もゴールデン・サイクルに突入中）

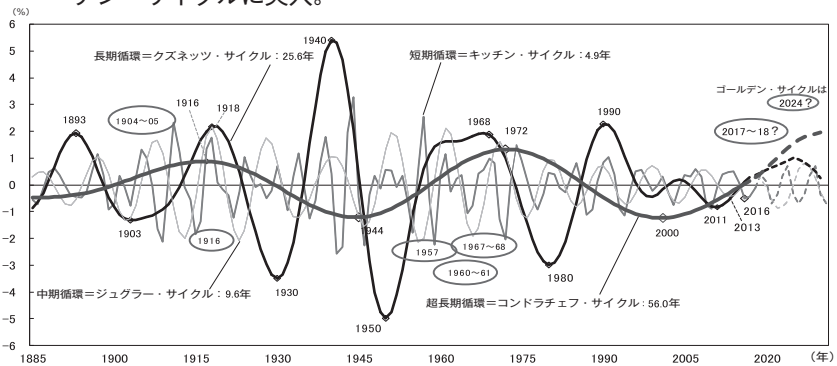
米国経済も、現在、日本経済と同様、短期、中期、長期、超長期の四つの波が全て上昇局面にあります。日本と米国が、ともにゴールデン・サイクルの時期にあるわけです。しかし、日本と異なり、米国では、二〇一九年以降、短期、中期、長期の三つの波が下降局面に入ります。このため、二〇一九年、特にその後半においては、米国の景気は要注意ではないかと考えています。

山本幸三衆議院議員が、こうした私の分析をイエレンＦＲＢ議長（当時）に御紹介いただきました。同議長から「このような議論は米国で目にしたことはなく、大変興味深い」とおっしゃっていただいたと聞き、うれしく思っています。

（中国の景気循環）

中国は、現在、短期と中期は上昇局面にありま

図表５　日本の名目設備投資／GDP 比率の複合循環～2017～18年にゴールデン・サイクルに突入。～



（注）　暦年。直近は2018年１－３月期。短期：キッチン・サイクルの周期4.9年、中期：ジュグラー・サイクルの周期9.6年、長期：クズネッツ・サイクルの周期25.6年、超長期：コンドラチェフ・サイクルの周期56.0年は、各々３～８年、８～12年、12～40年、40～70年の波からバンドパス・フィルターにより抽出。

（資料）　嶋中雄二『これから日本は４つの景気循環がすべて重なる。ゴールデン・サイクルⅡ』東洋経済新報社、2013年大川一司他『国民所得』（長期経済統計１）東洋経済新報社、1974年、内閣府『国民経済計算』をもとに三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成。

すが、長期と超長期が下降局面にあります。したがいまして、現状、中国の景気にはあまり勢いがありませんが、政策による下支えの効果もあり、なんとかそれなりの成長が維持できているという状況かと思います。

（日本経済の歴史的局面）

図表５で、過去の日本経済の景気循環を振り返ってみます。一九〇四～一九〇五年の日露戦争景気、一九一六年の第一次大戦景気、一九五七年の神武景気、一九六〇年～一九六一年の岩戸景気、一九六七年～一九六八年のいざなぎ景気は、いずれもゴールデン・サイクルに当たります。そして、二〇一七年～二〇一八年に六回目のゴールデン・サイクルに突入していると見られます。

私は、二〇一九年九月頃が景気の山ではないかと感じており、仮にそうなりますと、今回の上昇

期間は戦後最長の八二ヶ月となります。

二〇二〇年の東京オリンピック・パラリンピックが終わりますと、景気はいったん下降局面に入るでしょう。一九六四年の東京オリンピック後の昭和四〇年不況のようになる可能性もあります。このため、二〇二一年は要注意です。その後、二〇二四年になりますと、再びゴールデン・サイクルに復帰し、景気が盛り上がることになると予想されます。

繰り返しになりますが、一九〇四年から一九一六年までの「坂の上の雲」の時代、そして一九五一年から一九六八年までの「ＡＬＷＡＹＳ三丁目の夕日」の時代に続いて、現在は、二〇一二年から二〇二五年までの第三の歴史的勃興期に当たります。この期間においては、長期と超長期の二つの長いサイクルが上昇局面にあります。二〇二五年まではよい時代が続くだろうというのが、今日、私の申し上げたかったことでございます。

以上で、私の話を終わります。ご清聴ありがとうございました。（拍手）

増井理事長　非常に幅広い観点から、御専門の景気循環論を踏まえてお話しいただきました。せっかくの機会ですので、御質問があればお出しいただきたいと思います。如何でしょうか。

質問者Ａ　どうもありがとうございました。米中の貿易戦争についてお伺いします。ＩＭＦは、世界経済の曲がり角という言葉を使って、かなり厳しい見方を打ち出しておりますが、この点について嶋中先生はどのように見ておられるでしょうか。つまり、先ほどお話のあった上向きの景気循環を壊すほどのインパクトがあるのか、あるいは、それほど心配しなくてもよいのか、このあたりをどのように見ておられるのかお伺いしたいと

思います。

嶋中　今のところ、トランプ大統領が、本当に関税を引き上げるつもりがあるのかどうかわからないところがあるように思います。

アメリカでは、今、減税政策等が効いていることもあり、今後、どんどん金融引き締めが進まない限り、景気は上昇すると見込まれています。したがいまして、私は、貿易摩擦より、今後、金融の引き締めが進むことに懸念を持っています。来年後半には、金融引き締めの影響が生じる可能性があり、また、中東戦争などのショックが起こりますと、リセッションが生じる心配もあります。

貿易戦争に話を戻しますと、過去においては、スムート・ホーリー法が大恐慌に直結したという事実があります。トランプ大統領も、このことはよくわかっておりますので、ぎりぎりのところで和解することになるのではないかと期待しています。しかし、それができないようですと、どちらかの国が折れるまで対立が深まってしまう可能性もないわけではありません。この点は、やはり注意して見ていかなければならないと思っています。

増井理事長　その他に何かございますか。

質問者Ｂ　今、日銀が多額のＥＴＦを購入しておりますが、あと数ヶ月ないし一年で、日銀のＥＴＦ購入は限界に達すると聞いたことがあります。これが株式市場の流動性等に及ぼす影響についてどのようにお考えでしょうか。

嶋中　ＥＴＦの購入に関しても、国債と同じように、徐々に限界に近づいていくことは確かだと思います。しかし、購入可能な株式がすぐになくなるわけではありません。日銀は、早期にＥＴＦの購入を終わらせるつもりはなく、年内にＥＴＦの購入が終了するようなことはないと考えていま

す。

増井理事長　まだお聞きしたいことはありますが、既に予定時間が過ぎておりますので、このあたりで本日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

なお、八月は「資本市場を考える会」は休ませていただき、次回は九月に開催します。引き続きどうぞよろしくお願い申し上げます。

最後に、嶋中さん、今日は、明るい気持ちになれるお話を聞かせていただき、ありがとうございました。（拍手）

（しまなか　ゆうじ・三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社　参与景気循環研究所長）

（本稿は、平成三〇年七月一九日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

嶋　中　雄　二　氏

略　　歴

◆1978年　早稲田大学政治経済学部卒業、三和銀行（現：三菱 UFJ 銀行）入行。

1983年　同行を退職後、早稲田大学大学院経済学研究科修士課程入学（1986年修了）、仏政府給費交換留学生としてリヨン経営大学院留学、米スタンフォード大フーバー研究所 Visiting Scholar、（社）日本経済研究センター研究員等を経て、

1989年　（株）三和総合研究所主任研究員、

1997年　同　主席研究員、

2000年　同　投資調査部長　兼　主席研究員、

2002年　（株）UFJ 総合研究所投資調査部長　兼　主席研究員、

2006年　三菱 UFJ リサーチ＆コンサルティング（株）投資調査部長　兼　主席研究員、

2007年　三菱 UFJ 証券（株）参与景気循環研究所長、

2010年　統合による社名変更に伴い、現職。

◆専門分野は、景気循環論をベースとした内外マクロ経済・金融の分析・予測。内閣府経済社会総合研究所「景気動向指数研究会」委員。内閣府経済財政諮問会議政策コメンテーター。景気循環学会副会長。三菱 UFJ リサーチ＆コンサルティング客員研究員。過去には、テレビ東京系経済報道番組「ジャスト経済」キャスター（1987～88年）、早稲田大学大学院公共経営研究科客員教授（2006～12年度）、同大学院経済学研究科非常勤講師（2012～17年度）等も務めた。

◆日本経済研究センター「ESP フォーキャスト調査」回答メンバー。日経 QUICK「QUICK エコノミスト情報」他、新聞・雑誌への寄稿・コメント、テレビ出演等多数。

◆著書（単著）としては、

『第３の超景気―ゴールデン・サイクルで読み解く2025年』（日本経済新聞出版

社、2018年）

『これから日本は４つの景気循環がすべて重なる。ゴールデン・サイクルⅡ』（東洋経済新報社、2013年）

『ゴールデン・サイクル―「いざなぎ超え」の先にあるもの―』（東洋経済新報社、2006年）

『日本の景気―復活の兆しはここにある！』（角川書店、2004年）

『日本経済の油断―アメリカン・バブルの行方―』（東洋経済新報社、2000年）

『メジャー・サイクル―日本経済の第５の波―』（東洋経済新報社、1996年）

『複合循環―よくわかる景気の読み方』（東洋経済新報社、1995年）

『繁栄は繰り返す―「循環論」で説く2000年までの景気シナリオ』（PHP 研究所、1994年）

『「転型期」の日本経済―世界同時不況からの脱出』（講談社、1992年）

『景気の転換点を読む―21世紀へ景気サイクルはどう動くか』（同友館、1991年）

『太陽活動と景気』（日本経済新聞出版社、1987年。2010年に文庫化）等がある。