

2018年7月19日

第3の超景気 - ゴールデン・サイクルで読み解く2025年までの日本経済

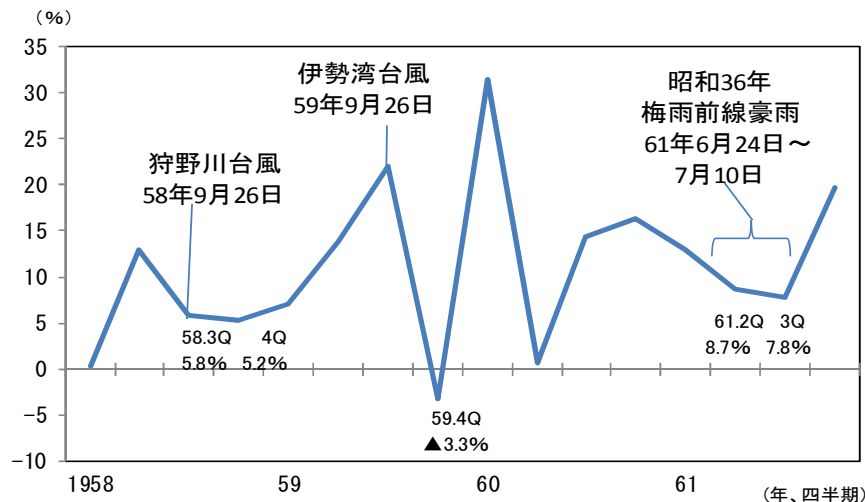
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

参与
景気循環研究所長
嶋 中 雄 二

この資料は2018年7月18日 16:00 時点で作成いたしました。

○平成以降、最悪の豪雨災害となった今回の「平成30年7月豪雨」（西日本豪雨）～戦後最悪は伊勢湾台風（1959年9月）で、実質GDPを年率12%も押し下げ。今回は大阪北部地震もあり、短期間で集中して被害が発生。政府は「激甚災害指定の見込み」（7月16日、安倍首相）～

図1. 1958～61年の災害と実質成長率（前期比年率）の推移



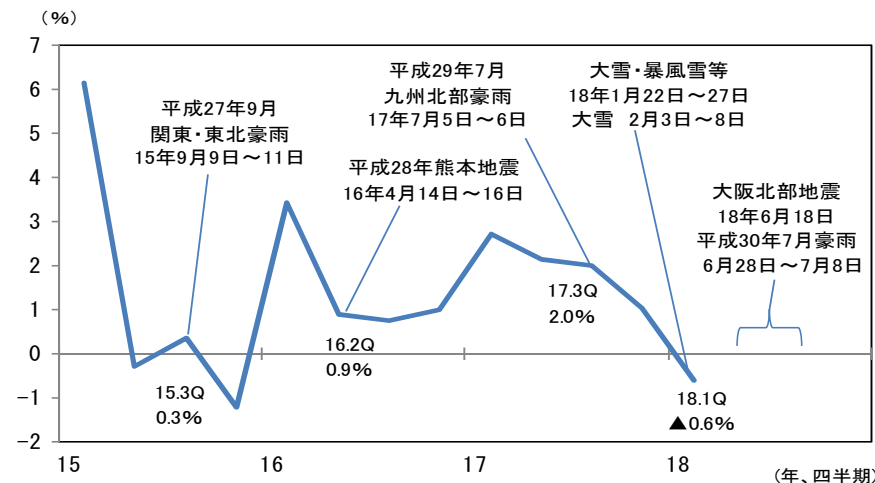
1959.4QのGDPのトレンドの成長率：前期比年率 9.9% 前期比 2.4%
 実際の成長率：前期比年率▲3.3% 前期比▲0.8%

→ 前期比年率 12.0%ポイント、前期比 3.1%ポイント押し下げられた可能性

(注)台風の日付は、上陸・最接近年月日。

(資料)内閣府、気象庁資料をもとに三菱UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 2015～18年の災害と実質成長率（前期比年率）の推移



(資料)内閣府、気象庁資料をもとに三菱UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

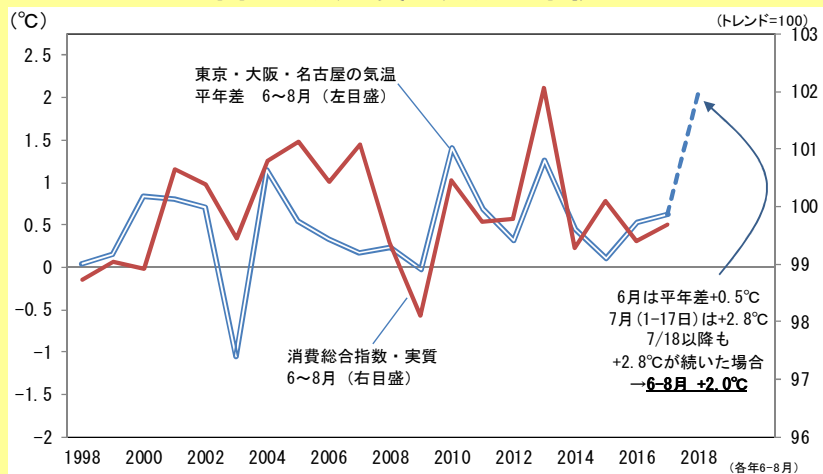
表1. 伊勢湾台風などの被害状況

	被害額	GDP比	農林水産 関連被害	住家被害	死者・行方不明者
伊勢湾台風	5050億円	3.6%	—	119.8万棟	死者4697名（行方不明者401名）
熊本地震	2.4～4.6兆円	0.4～0.9%	1826億円	20.6万棟	251名（含む豪雨被害）
大阪北部地震	—	—	—	2.7万棟	4名（負傷者434名）
平成30年7月豪雨	—	—	544億円 (7/18時点)	2.9万棟	死者223名（行方不明者16名）

(資料)内閣府、消防庁資料などをもとに三菱UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

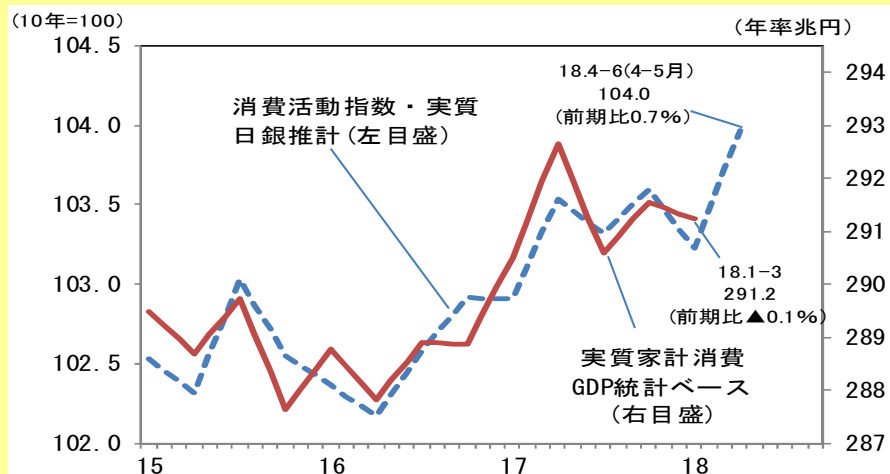
○猛暑効果～気温1℃上昇で、日本の個人消費は4,200億円強拡大。18年7-8月が7月前半並みの暑さとなった場合、エアコン、夏物衣料、飲料等を中心とした6-8月の個人消費は8,400億円弱拡大、実質GDPは1.2%押し上げられる可能性。但し、7月前半は西日本を中心に豪雨災害も重なる。熱中症にも注意が必要。～

図1. 個人消費と気温の推移



(資料)気象庁、内閣府資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 消費活動指数、個人消費の推移



(資料)内閣府、日本銀行をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表1. 気温上昇の経済効果

6～8月の気温1℃上昇に伴う
個人消費の押し上げ効果

名目 4212億円

実質 0.6%



6月は平年差 +0.5℃、7月1-17日は +2.8℃
7/18以降も+2.8℃が続いた場合
→6～8月平均は +2.0℃

6～8月の個人消費を

名目 8612億円

実質 1.2%

押し上げ

(注)以下の推計をもとに算出。

$$\begin{aligned} \log(\text{消費総合指数・実質}t / \text{消費総合指数・実質}t-1) \\ = \alpha 0 + \alpha 1 * \log(\text{総雇用者所得・実質}t / \text{総雇用者所得}t-1) \\ + \alpha 2 * (\text{平均気温}t - \text{平均気温}t-1) \\ + \alpha 3 * \text{消費税ダミー(1997年)} + \alpha 4 * \text{消費税ダミー(2014年)} \end{aligned}$$

消費総合指数はトレンド除去後、総雇用者所得は6カ月後方移動平均、平均気温は東京・大阪・名古屋の平均。

推計結果

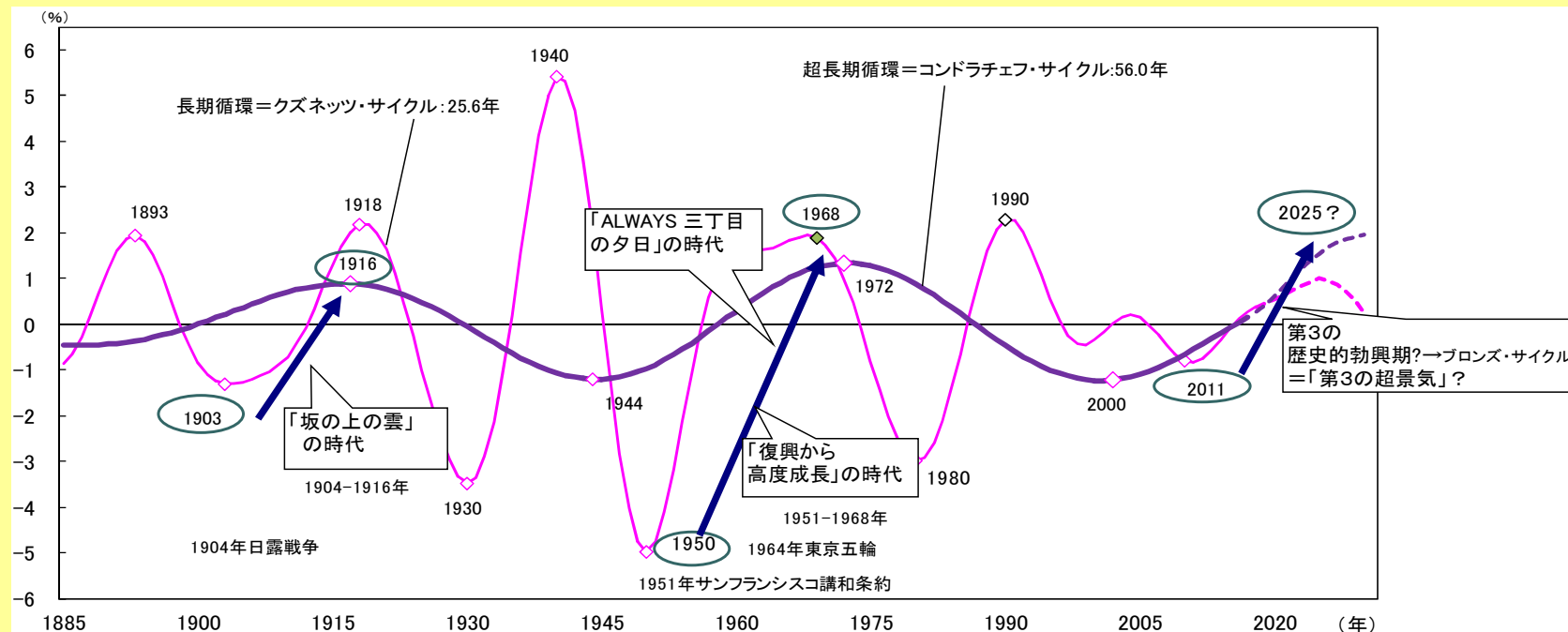
	$\alpha 0$	$\alpha 1$	$\alpha 2$	$\alpha 3$	$\alpha 4$
係数	0.001	0.277	0.006	-0.019	-0.019
t値	0.31	2.04	2.22	-1.77	-1.75

推計期間: 1995～2017年(各年6-8月)

(資料)気象庁、内閣府資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○「第3の超景気」を迎えている日本経済～20世紀初頭以来、長期循環（クズネッツ・サイクル：25.6年周期）と超長期循環（コンドラチェフ・サイクル：56.0年周期）が共に上昇する3回目の良い時代。～

図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

表1. 「バンドパス・フィルター」とは

- 時系列データを、三角関数(sin関数、cos関数)で示される周期変動に分解する手法であり、Baxter and King*などにより経済分析に用いられた。
* Baxter and King(1995)、“Measuring Business Cycles Approximate Band-Pass Filters for Econometric Time Series”, NBER Working Paper 5022.
- 「時系列データは、さまざまな周波数(周期)の変動を合成したものとして表すことができる」との考え方が基本にある。逆にいえば、「時系列データはさまざまな周波数の変動に分解できる」ことになる。
 $f_{x_{nt}}$: 周波数 x_n の変動、 α_n : $f_{x_{nt}}$ の振幅(係数)として、時系列データ: Y_t は、以下の通りに表される (t は時間)。 $Y_t = \alpha_1 * f_{x_{1t}} + \alpha_2 * f_{x_{2t}} + \alpha_3 * f_{x_{3t}} + \dots + \alpha_n * f_{x_{nt}} + \dots$
- このうち特定の周波数を選択し($x_a \sim x_b$)、これら以外の周波数の振幅をゼロとして、選択した周波数の変動の基調部分を抽出する。

(資料) Baxter and King(1995)などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○Markit社ベースでは、先進国が非常に堅調な水準で推移する一方、新興国も健闘してきたが、世界全体では17年12月がピークに。但し、なお水準は高く、世界同時好況は持続しているが、6月は、新興国が僅かに盛り返すも、全体ではさらに僅かながら低下。～

図1. 世界・先進国・新興国

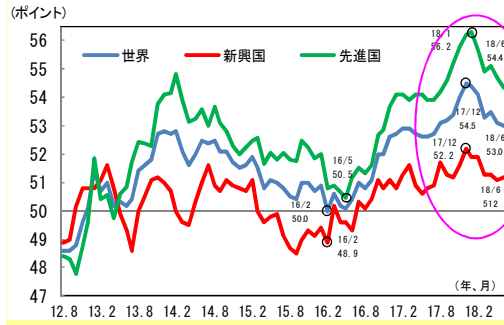


図2. ブラジル・ロシア

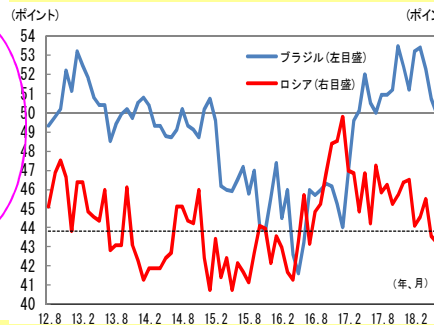


図3. 韓国・台湾

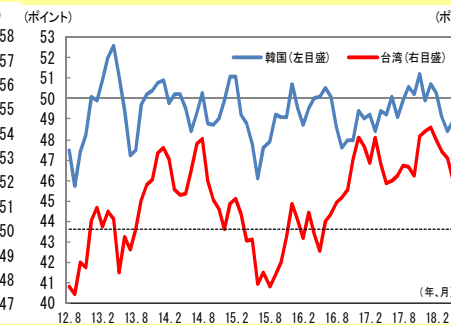


図4. インド・インドネシア

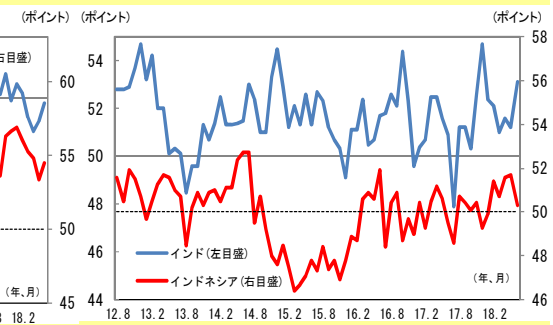


図5. マレーシア・ベトナム

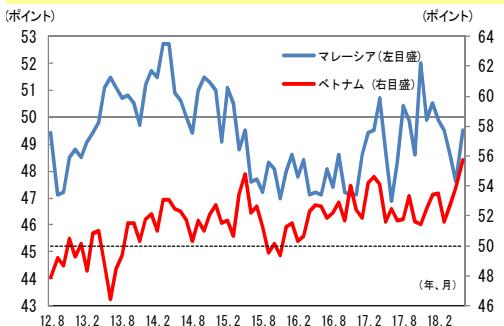


図6. 英国・カナダ

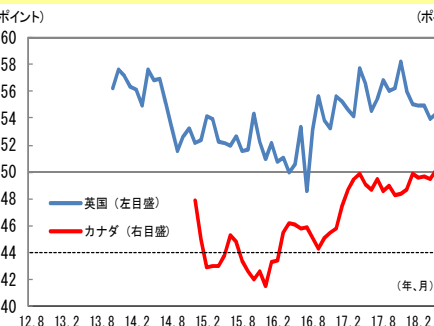


図7. 豪州・ニュージーランド

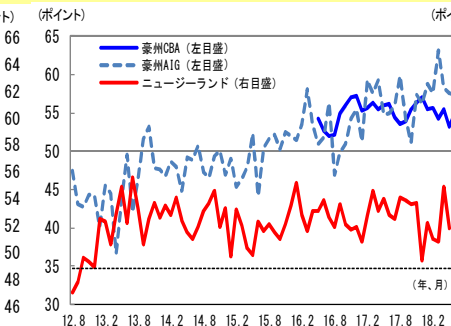


図8. 米国

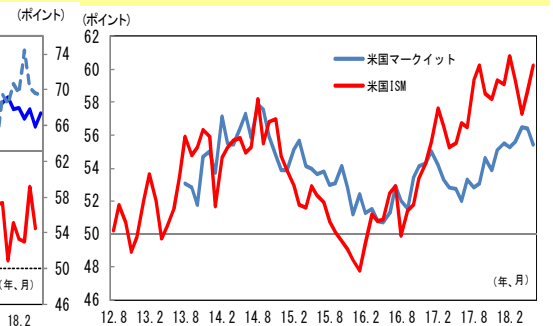


表1. 各国・地域の製造業PMIの推移

	世界	先進国	新興国	ブラジル	ロシア	韓国	台湾	インド	インドネシア	マレーシア	ベトナム	英国	カナダ	豪州CBA	豪州AIG	ニュージーランド	米国 IHS Markit	中国 財新 Markit
17/12	54.5	56.2	52.2	52.4	52.0	49.9	56.6	54.7	49.3	49.9	52.5	56.0	54.7	57.1	56.2	51.0	55.1	51.5
18/1	54.4	56.3	51.9	51.2	52.1	50.7	56.9	52.4	49.9	50.5	53.4	55.0	55.9	55.4	58.7	55.1	55.5	51.5
18/2	54.1	55.7	51.9	53.2	50.2	50.3	56.0	52.1	51.4	49.9	53.5	54.9	55.6	55.6	57.5	53.4	55.3	51.6
18/3	53.3	54.9	51.3	53.4	50.6	49.1	55.3	51.0	50.7	49.5	51.6	54.9	55.7	54.3	63.1	53.1	55.6	51.0
18/4	53.5	55.1	51.3	52.3	51.3	48.4	54.8	51.6	51.6	48.6	52.7	53.9	55.5	55.5	58.3	59.1	56.5	51.1
18/5	53.1	54.7	51.1	50.7	49.8	48.9	53.4	51.2	51.7	47.6	53.9	54.3	56.2	53.2	57.5	54.5	56.4	51.1
18/6	53.0	54.4	51.2	49.8	49.5	49.8	54.5	53.1	50.3	49.5	55.7	54.4	57.1	55.0	57.4		55.4	51.0

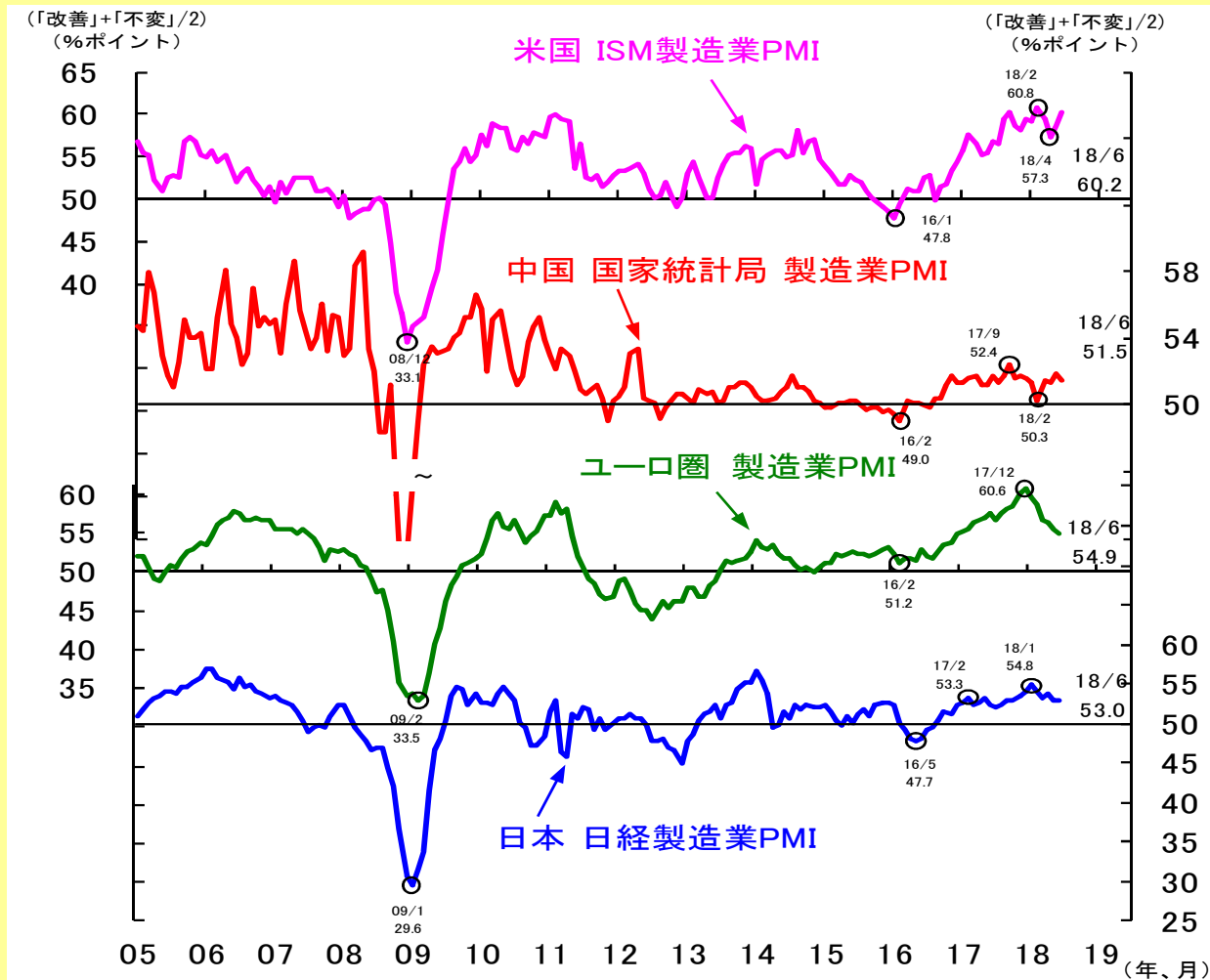
先進国…米国、日本、欧州11カ国、カナダ、オーストラリア、ニュージーランドの16カ国・地域
新興国…中国、インド、ブラジル、韓国、メキシコ、ロシア、トルコ、台湾、インドネシア、南アフリカ、マレーシア、シンガポール、イスラエル、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ベトナムの17カ国・地域

(注) 図1、表1: 先進国は三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所推計。

(資料) 図1～8、表1: Markit、日本経済新聞社、bloomberg、ISM(米国供給管理協会)等資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○主要地域のPMI（製造業景況指数）の動向～中国を除くと、17年12月から18年2月までにピークアウトし、低下傾向が続いた中、6月の米国ISMは、60.2と、5月の58.7から大幅に上昇した。これで2カ月連続で上昇となり、ピークの2月水準に肉迫。どの地域も総じて水準は高く、分水嶺の50を超えており、好況感を維持。中国は18年2月を底に、5月まで上昇したが、6月には反落。6月の日本は僅かに上昇。ユーロ圏は6カ月連続で低下となった。～

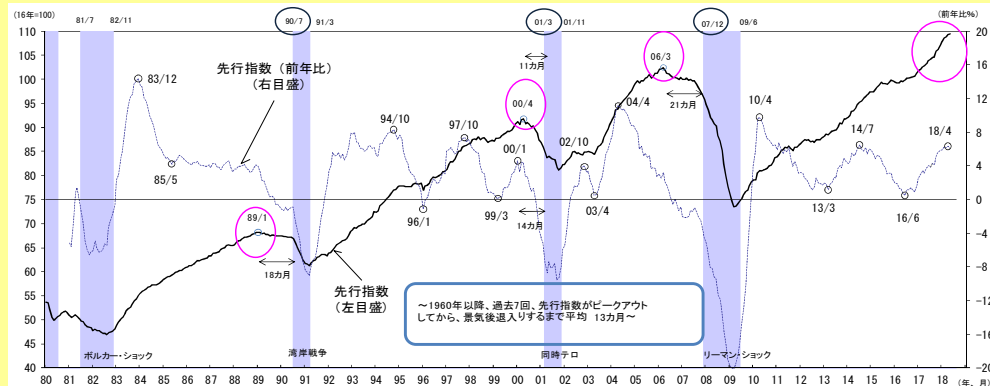
図1. 米国・中国・ユーロ圏・日本の製造業景況指数の推移



(資料) ISM、中国国家統計局、Markit、日本経済新聞社、Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○米国の景気動向指数（C I）先行指数の推移～18年5月は、8カ月連続で前月比上昇。先行指数の水準の山と景気の山との間の過去の平均タイムラグから見ると、18年4月に「黄金の60年代景気」（106カ月）を超えた米国の景気拡大は、今後、少なくとも19年6月頃までは続く見込み。但し、19年後半には、緩やかな景気後退の可能性も。金融引き締めが原因になるとみる。ただ、近年の米国の景気後退は、いずれも外的ショックが原因に。米国の自動車の輸入関税引き上げは、日本経済に脅威。～

図1. 米国のC I・景気先行指数の推移



（資料）The Conference Board『Global Business Cycle Indicators』より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表1. 戦後米国の景気基準日付

	谷	山	谷	期 間（月）		
				拡張	後退	全循環
第1循環	1945年 10月	1948年 11月	1949年 10月	37	11	48
第2循環	1949年 10月	1953年 7月	1954年 5月	45	10	55
第3循環	1954年 5月	1957年 8月	1958年 4月	39	8	47
第4循環	1958年 4月	1960年 4月	1961年 2月	24	10	34
第5循環	1961年 2月	1969年 12月	1970年 11月	106	11	117
第6循環	1970年 11月	1973年 11月	1975年 3月	36	16	52
第7循環	1975年 3月	1980年 1月	1980年 7月	58	6	64
第8循環	1980年 7月	1981年 7月	1982年 11月	12	16	28
第9循環	1982年 11月	1990年 7月	1991年 3月	92	8	100
第10循環	1991年 3月	2001年 3月	2001年 11月	120	8	128
第11循環	2001年 11月	2007年 12月	2009年 6月	73	18	91
第12循環	2009年 6月	-	-	109 (18年7月現在)	-	-
(平均)				58	11	69

（資料）NBER『US Business Cycle Expansions and Contractions』

表2. 米国輸入制限のポイント

- ・17年4月19日 トランプ政権、鉄鋼の輸入に関する調査を開始（通商法232条、安全保障上の脅威に対する措置）
- ・17年8月14日 トランプ政権、中国による知的財産権の侵害の実態に関する調査を開始
- ・18年3月1日 トランプ大統領、鉄鋼、アルミの追加関税を発表。
- ・18年3月22日 トランプ政権 中国に対し、知的財産権侵害で最大年600億ドル規模の製品に関税適用を発表。
- ・18年3月23日 トランプ政権 鉄鋼に25%、アルミに10%の関税を発動（EU加盟国などFTA締結先は適用対象外）
- ・18年4月2日 中国、対米報復関税を発動、128品目に最大25%。鉄鋼、アルミ制限の対抗策。
- ・18年4月3日 トランプ政権 中国に対し、知的財産権侵害で年500億ドル規模の製品への関税（詳細）を発表。
- ・18年4月4日 中国 米国が知的財産権侵害を理由に追加関税措置を公表したことを受け、WTOに提訴。
- ・18年4月5日 中国 米国が発動した鉄鋼などの輸入制限は不当として、WTOに提訴。
- ・18年4月5日 トランプ大統領 中国製品1,000億ドル対象の追加関税検討を指示。
- ・18年4月10日 中国「証券や保険、自動車製造で外資の過半数出資を認める。米国との貿易摩擦緩和を目指す」
- ・18年5月4日 トランプ大統領、中国に対し、貿易赤字を2,000億ドル削減するよう要求。
- ・18年5月22日 中国、自動車の輸入関税を7月1日付で、15%に引き下げると発表。
- ・18年5月24日 トランプ政権、輸入車に最高25%の関税適用を検討。
- ・18年5月30日 トランプ政権、対中通商制裁、対象品目の詳細を6月15日までに発表すると表明。
- ・18年6月1日 米政権、鉄鋼・アルミ関税、カナダ・メキシコ・EUにも適用。
- ・18年6月9日 G7、トランプ大統領、合意文書の不承認を指示。
- ・18年6月15日 米、7月から対中関税導入 500億ドル規模の製品に 中国も対抗措置発表。
- ・18年6月18日 トランプ大統領、中国の対抗措置受け、2,000億ドル規模の製品に追加関税へ。中国が対抗措置をとるなら、さらに2,000億ドル規模の製品に追加関税へ。
- ・18年6月22日 EU、米国の鉄鋼・アルミ関税に報復関税発動（6月22日）。28億ユーロ（33億ドル）規模の製品が対象。
- ・18年6月22日 トランプ大統領、EUの報復関税に反発。「EU車に20%の関税」。
- ・18年6月24日 米政権、中国の対米投資制限の具体策公表へ。
- ・18年7月5日 トランプ大統領、EUが米国車への輸入関税を撤廃すれば、EU車への関税案は取り下げる。
- ・18年7月6日 米、対中関税発動。
- ・18年7月6日 中国、対米関税発動。
- ・18年7月11日 米大統領、2,000億ドル規模の対中追加関税案の対象リストを公表。

（資料）各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表3. 米中の追加関税の主な品目

中国による対象品目	米国による対象品目	米国による追加関税(案)対象品目
(7月6日発動) 545品目 340億ドル相当 ・農産品 (大豆、牛肉など) ・自動車 ・水産品	(7月6日発動) 818品目 340億ドル相当 ・自動車 ・半導体 ・産業用ロボット ・航空機	9月以降発動? 6031品目 ・食品・嗜好品 ・日用品(洗剤等) ・革製衣料 ・家電 ・自動車、金属等 対象外 ・衣料品の大半(シャツ等) ・玩具
8月以降発動 114品目・160億ドル相当 ・エネルギー (原油、天然ガスなど)	8月以降発動 284品目・160億ドル相当 ・光ファイバー ・化学品	6031品目 2000億ドル相当
計 659品目 500億ドル相当	計 1102品目 500億ドル相当	

（資料）読売新聞(18年6月17日)を参考に三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

（資料）日本経済新聞(18年7月12日)より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表5. 米国の自動車の輸入関税引き上げが日本経済に与える影響

米国が自動車・同部品の輸入関税を25%へ引き上げ

→日本の米国向け自動車・同部品輸出が実質ベースで19.8%減少

（日本の自動車・部品の対米輸出の関税率は2.5%程度、これが25%になると、価格は22%上昇。1986～2017年のデータで推計した価格弾性値(▲0.90)をもとに推計 ※

→日本の実質輸出は1.4%減少(輸出に占める自動車・同部品の比率は7.0%)

→日本の実質GDPが0.2%減少(輸出の比率は17.1%)

※価格弾性値は、以下の推計式により推計

$$\log(\text{実質対米自動車・部品輸出}) = \alpha_1 + \alpha_2 \log(\text{米実質GDP} + \text{米実質輸入}) + \alpha_3 \log(\text{自動車・部品輸出物価} / \text{米自動車・部品生産者物価}) + \alpha_4 \log(\text{円レートの対数}) + \alpha_5 \log(\text{マン・ショックダミー})$$

推計結果

$\alpha 1$	$\alpha 2$	$\alpha 3$	$\alpha 4$	$\alpha 5$	決定係数
-1.86	0.69	-0.90	1.20	-0.40	0.682

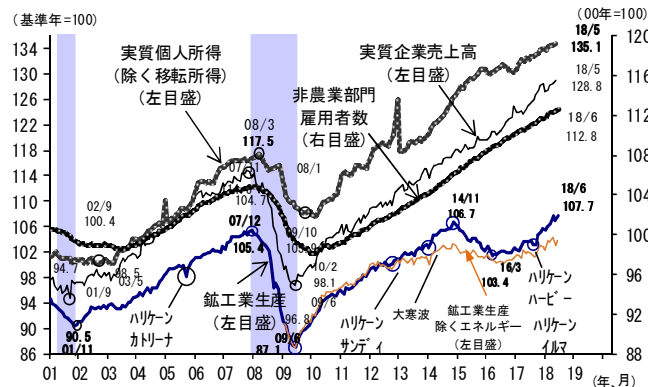
推計期間: 1986～2017年

（注）実質ベースの対米自動車・部品輸出は、対世界の自動車・部品輸出物価をもとに算出。

（資料）財務省、日本銀行、米商務省、JETRO資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

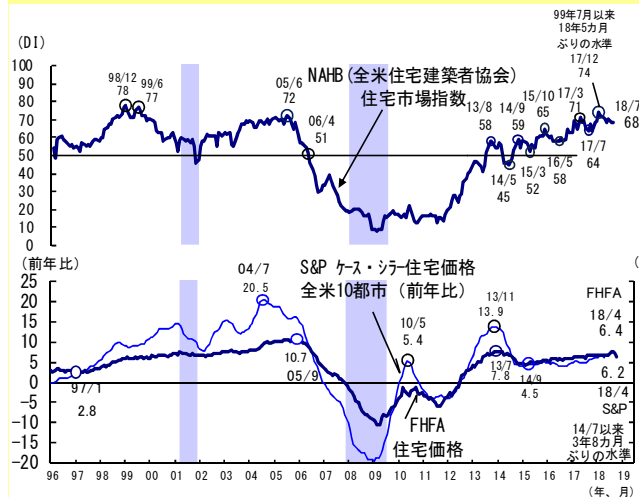
○米国の景気動向と金融政策の判断～景気・雇用は、堅調に推移。一方、弱含んでいた物価（個人消費デフレーター）も、「全体のインフレ率とコアインフレ率は、ともに2%に近づいた」（18年5月1-2日、6月12-13日FOMC声明）。FOMC後、FRBのパウエル議長は記者会見で「経済成長と雇用は強く、インフレは目標水準に近づいている」と述べる一方、「急速な利上げとならないように非常に慎重だ」とも指摘した。7月17日、パウエル議長は定例議会証言で、「適切な金融政策運営の下、今後数年、労働市場は堅調でインフレ率は2%近辺で推移」、「漸進的なFF金利引き上げの継続が最も適切」と述べている。～

図1. 米国の景気一致指数・個別系列の推移



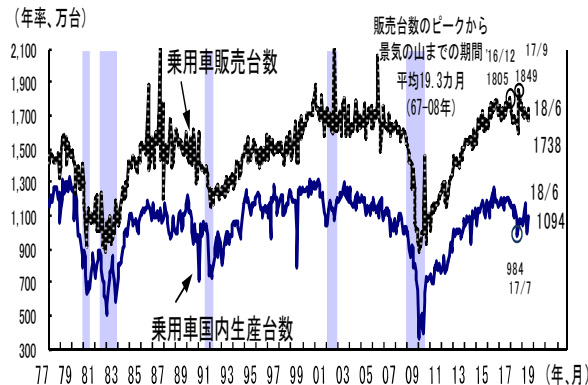
(注) 非農業部門雇用者数、実質個人所得、実質企業売上高は三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所で指数化。非農業部門雇用者数、実質個人所得は00年=100。実質企業売上高は03年=100。
(資料) FRB、米労働省、米商務省

図4. 米国の住宅販売状況と価格の推移



(資料) 全米住宅建設協会 (NAHB)、FHFA、S&P (注) は景気後退期。

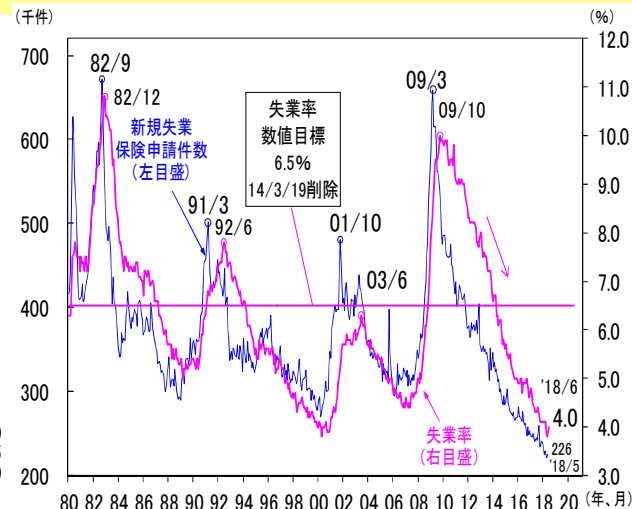
図2. 米国の乗用車販売と生産の推移



(資料) 米商務省、FRB

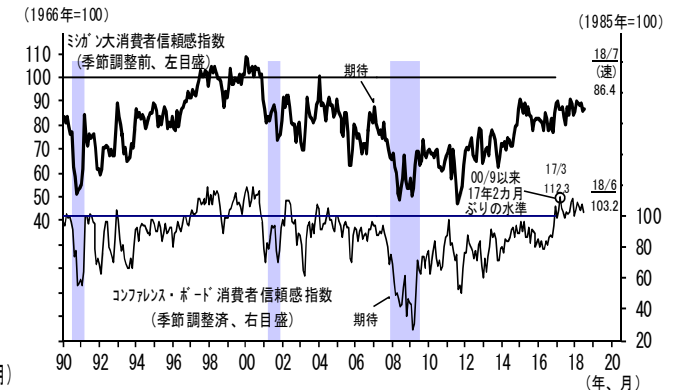
(注) は景気後退期。

図5. 米国の失業率と新規失業保険申請件数



(注) 失業率の6.5%ラインは2012年末のFOMCで決定されたが、14年3月のFOMCで削除された。
(資料) 米労働省

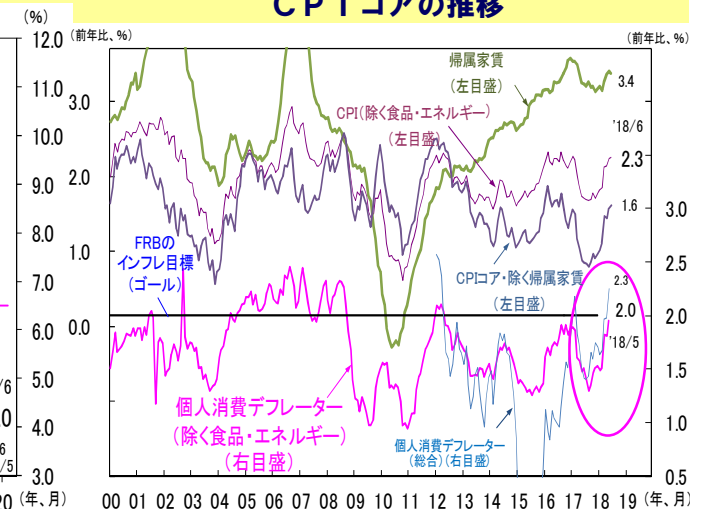
図3. 消費者マインド (期待指数) の推移



(資料) The Conference Board、ロイター/ミシガン大学

(注) は景気後退期。

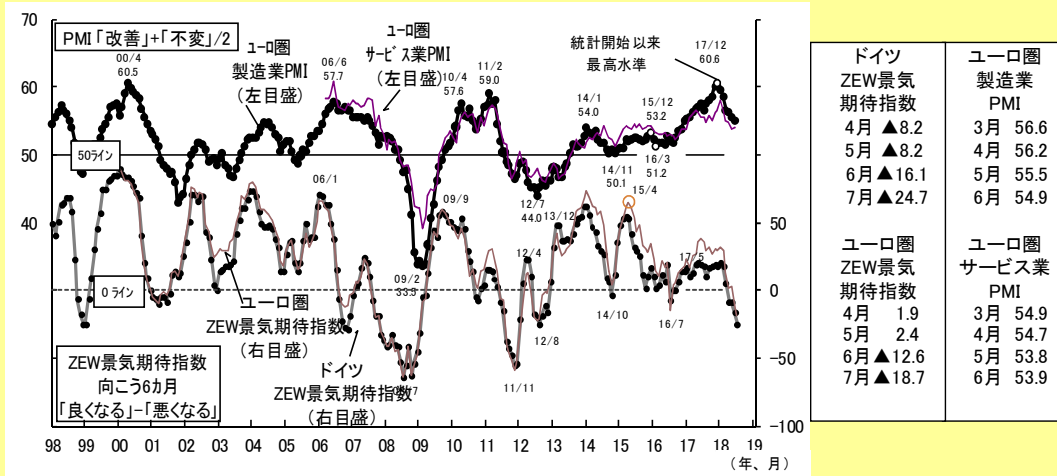
図6. 米国の個人消費デフレーター・コアとCPIコアの推移



(資料) 米商務省

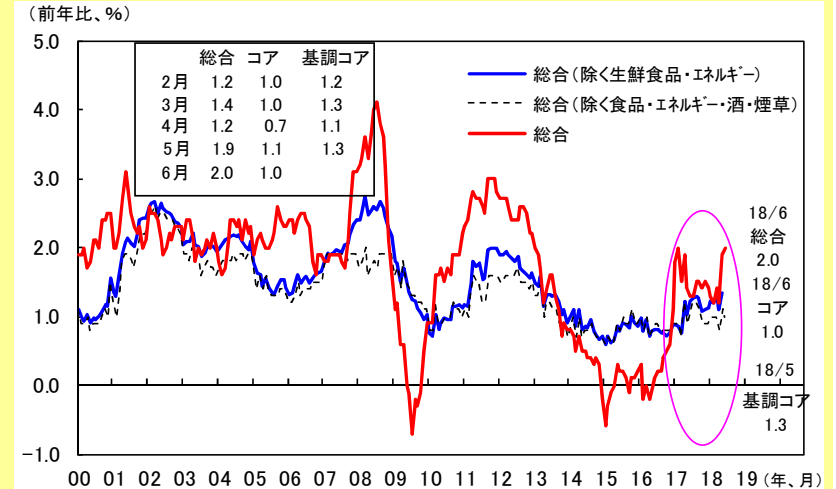
○欧州の景気・金融政策動向～景気は鈍化。ユーロ圏域内企業の景況感は、17年末から18年初にかけピークアウト。マネーの伸びの鈍化で、今後は融資も減速へ。また、イタリア、スペイン等南欧の政治リスクがこれらの国の長期金利を、一時急上昇させた。ドラギECB総裁は、「景気は比較的良好な状態にあるが、不透明感が高まっている」と述べた。それでも、リスクを乗り越える強さがあるとみて、ECBは債券購入を年内に終わらせることを決定するとともに、政策金利は少なくとも19年夏にかけて現行水準に据え置くとした。～

図1. ユーロ圏のPMIとZEW景気期待指数（ドイツ・ユーロ圏）



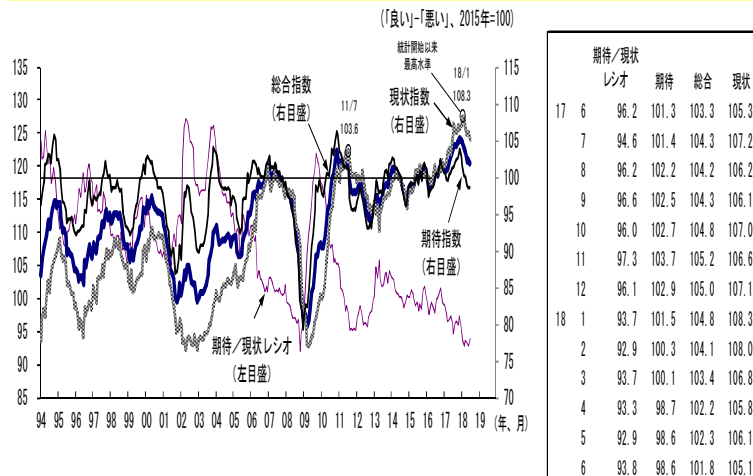
(資料) Markit, ZEW

図2. ユーロ圏の消費者物価指数



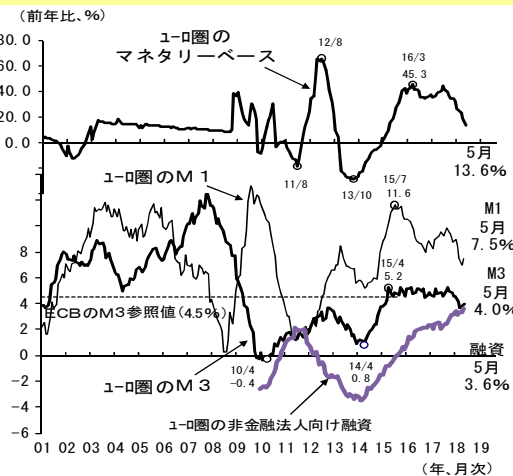
(資料) Eurostat

図3. ドイツ企業の景況感（IFO指数）



(資料) IFO研究所

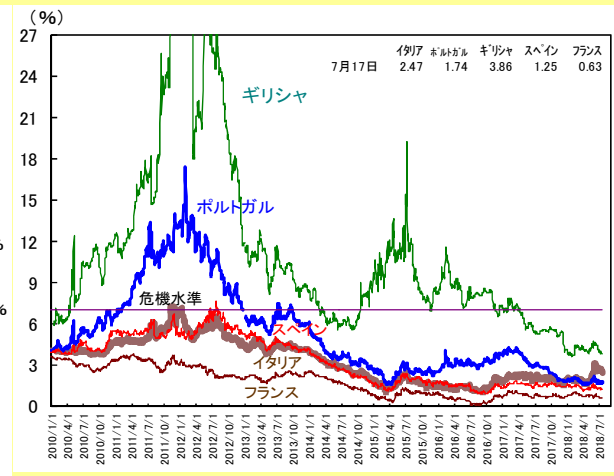
図4. マネタリーベース、マネーサプライ（M1とM3）と融資の伸び



(注) M1: 現金、要求預金、M3: M1に加え、定期預金(満期2年以内)、通知預金、レボ、MMF、債券(償還期限2年以内)

(資料) ECB

図5. 欧州主要国の10年国債利回りの推移



(資料) 日本経済新聞社資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○内閣府・景気動向指数（C I）の推移と戦後日本の景気基準日付～12年12月からの「アベノミクス景気」は、既に17年9月には高度成長期の「いざなぎ景気」（57カ月）を超え、18年7月には68カ月となった模様。17年12月のC I・一致指数の水準（2010年=100）は、リーマン・ショック前の07年8月以来の高水準に。良好な景気循環の複合的位相（「ゴールデン・サイクル」）を別とすれば、金融緩和の効果が財政抑制（消費税・軽自動車税増税・公共投資2年連続減）の重石を上回った結果と理解できる。18年12月で戦後最長の「イザナミ景気」（73カ月）に並び、19年1月には超える可能性。～

図1. C I ・景気先行指数の推移

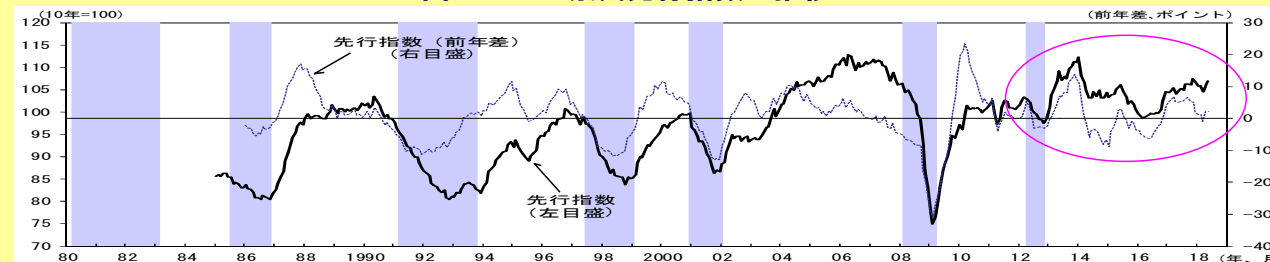
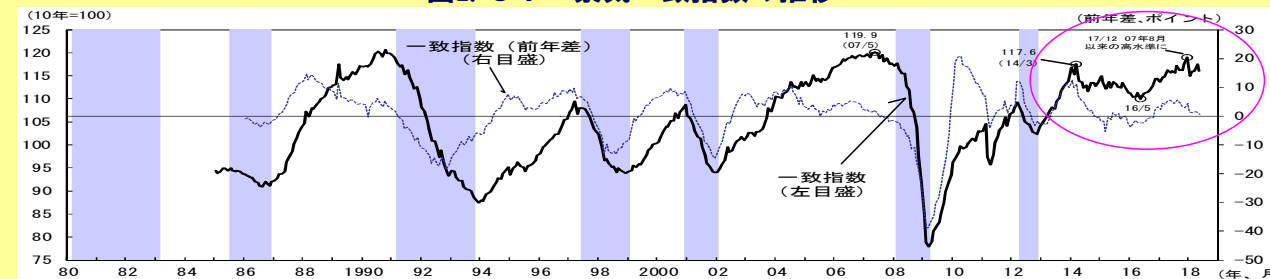


図2. C I ・景気一致指数の推移



(資料) 図1～2: 内閣府『景気動向指数』

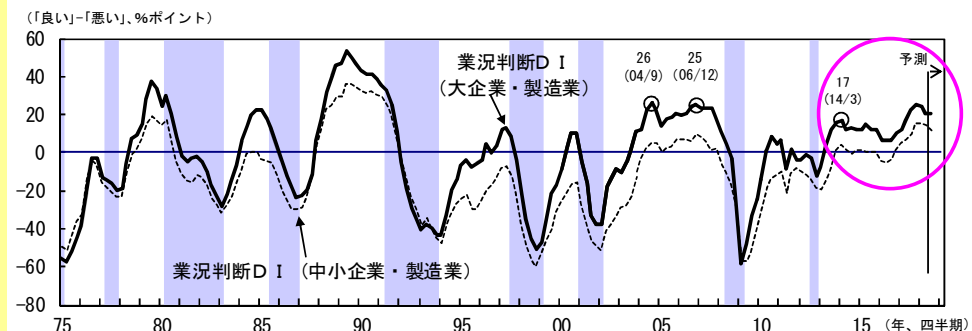
表1. 戦後日本の景気基準日付

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

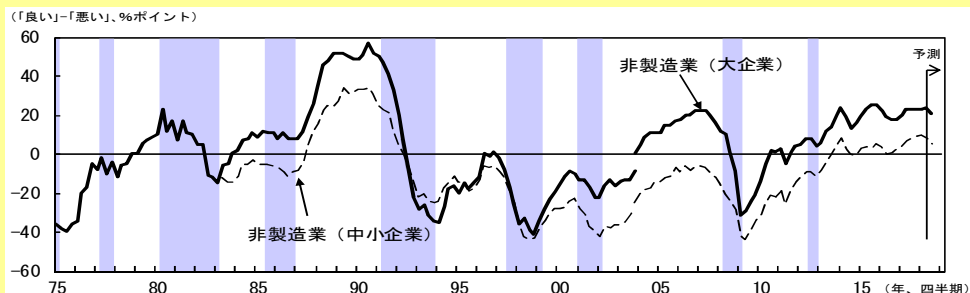
○日銀短観18年6月調査(7月2日発表)～大企業・製造業業況判断DⅠ(「良い」-「悪い」)は、春先の円高や米トランプ政権の保護主義への懸念を背景に、前期比3ポイント低落も、なお高水準。18年度の設備投資計画は2桁増と強含み。～

図1. 業況判断DⅠ(製造業の大企業と中小企業)の推移



(注)シャドーは景気後退期(内閣府調べ)。2003年12月調査以前と2004年3月調査以降の計数は連続しない。
(資料)日本銀行『企業短期経済観測調査』より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 業況判断DⅠ(非製造業の大企業と中小企業)の推移



(注)シャドーは景気後退期(内閣府調べ)。2003年12月調査以前と2004年3月調査以降の計数は連続しない。
(資料)日本銀行『企業短期経済観測調査』より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表1. 想定為替レート(大企業・製造業)

	2017年度		2018年度		(円/ドル)	
	上期	下期	上期	下期		
2018年3月調査	110.67	110.95	110.40	109.66	109.63	109.68
2018年6月調査	110.79	110.97	110.63	107.26	107.27	107.26

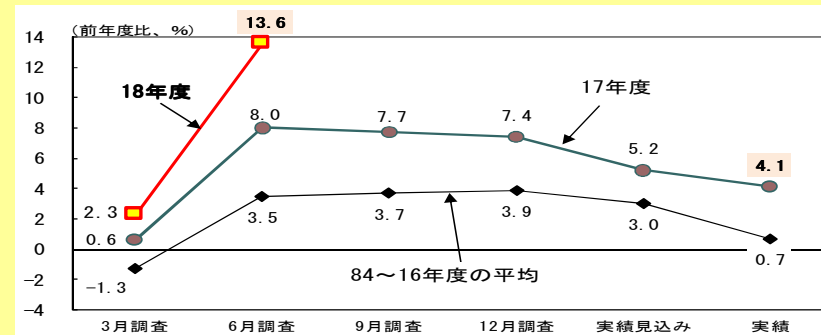
(資料)日本銀行『企業短期経済観測調査』

表2. 日銀短観・業況判断DⅠ

【大企業】				【中小企業】				【全規模合計・全産業】			
年	製造業	前年差	非製造業	年	製造業	前年差	非製造業	年	全産業	製造業	非製造業
13 12月	16	28	20	12月	1	4		12月	8	6	9
14 3月	17	25	24	14 3月	4	8		14 3月	12	10	14
6月	12	8	19	6月	1	2		6月	7	6	8
9月	13	1	13	9月	-1	0		9月	4	4	5
12月	12	-4	16	12月	1	-1		12月	5	6	4
15 3月	12	-5	19	15 3月	1	3		15 3月	7	5	9
6月	15	3	23	6月	0	4		6月	7	4	10
9月	12	-1	25	9月	0	3		9月	8	5	10
12月	12	0	25	12月	0	5		12月	9	4	13
16 3月	6	-6	22	16 3月	-4	4		16 3月	7	1	11
6月	6	-9	19	6月	-5	0		6月	4	0	8
9月	6	-6	18	9月	-3	1		9月	5	1	7
12月	10	-2	18	12月	1	2		12月	7	4	9
17 3月	12	6	20	17 3月	5	4		17 3月	10	8	11
6月	17	11	23	6月	7	7		6月	12	11	13
9月	22	16	23	9月	10	8		9月	15	15	14
12月	25	15	23	12月	15	9		12月	16	19	14
18 3月	24	12	23	18 3月	15	10		18 3月	17	18	15
6月	21	4	24	6月	14	8		6月	16	17	15
9月予	21	-1	21	9月予	12	5		9月予	13	15	11

(注)18年9月のデータは予測値。
(資料)日本銀行『企業短期経済観測調査』より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図3. 大企業の設備投資計画(全産業)



(注)土地を含み、ソフトウェア投資を除く。10年3月調査以降はリース会社対応ベース。
(資料)日本銀行『企業短期経済観測調査』より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○国内生産活動～18年5月の生産は、前月比マイナス0.2%に。18年6月、7月の予測指数は、プラス0.4%、プラス0.8%に。生産の底は16年2月で変わらず、その後一貫して上向きが続く。予測指数の伸び率を用いて延長すると、18年4-6月期は、前期比プラス2.0%、7-9月期（7月の数値で置き）は、プラス1.0%。なお、経済産業省の「先行き試算値」などをもとにした推計では、4-6月期は同プラス1.9%、7-9月期（7月）はプラス0.2%と見込まれる。4-6月期での出荷・在庫バランスの改善は、韓国半導体の動きと連動。～

表1. 鉱工業生産指数の推移（10年＝100）

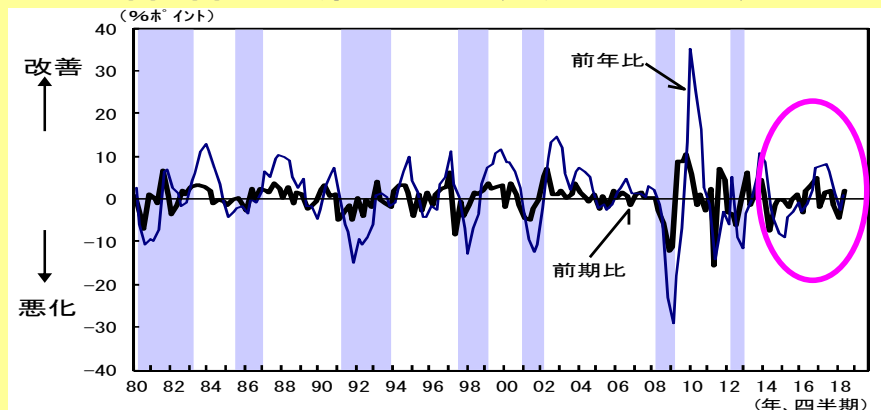
月次	17年 8月	9月	10月	11月	12月	2018年 1月	2月	3月
鉱工業生産指数	102.9	102.3	102.8	103.5	105.4	100.7	102.7	104.1
前月比（%）	1.3	▲0.6	0.5	0.7	1.8	▲4.5	2.0	1.4
前年比（%）	5.0	2.5	5.7	3.6	4.5	2.9	1.6	2.4

四半期	2017年 10-12月	2018年 1-3月	4-6月予測	7-9月予測	4月	5月	6月 見込み	7月 予測
鉱工業生産指数	103.9	102.5	104.6	105.6	104.6	104.4	104.8	105.6
前期比（%）	1.6	▲1.3	2.0	1.0	0.5	▲0.2	0.4	0.8
前年比（%）	4.6	2.4	3.0	5.2	2.6	4.2	2.4	5.2

経産省の「先行き試算値」などをもとにした推計	鉱工業生産	104.4	104.6					
（7月は予測の実績に対する誤差（前年同月：水準が当初予測に比べ1.0%下振れ）をもとに推計）	前期比	1.9	0.2					
							104.3	104.6
							▲0.1	0.3

（注）2018年4-6月期、7-9月期は、生産予測指数の前月比で機械的に延長したもの。7-9月期は7月値。

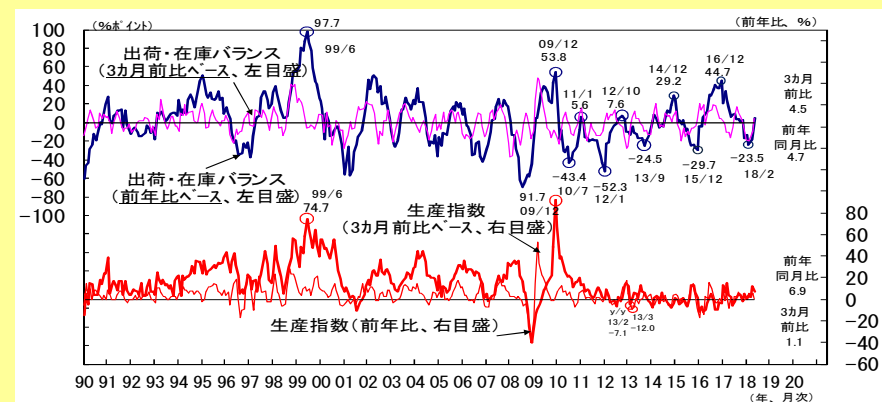
図1. 出荷・在庫バランス（前期比と前年比）



（注）出荷・在庫バランス＝鉱工業出荷（前年比、前期比）－製品在庫（前年同期末比、前期末比）。
四半期の直近は、18年4-5月値。
（資料）経済産業省『鉱工業指数』

（注）は景気後退期（内閣府調べ）。

図2. 韓国半導体の出荷・在庫バランスと生産



（注）「半導体等電子部品」の生産・出荷・在庫の値。出荷・在庫バランスは、出荷の伸び－在庫残高の伸び。
足元の生産、出荷、在庫は5月値。

（資料）韓国統計庁

表2. 鉱工業生産と出荷・在庫バランス

	前年比				前期比			
	17/10-12	18/1-3	18/4-6(予)	18/7-9(予)	17/10-12	18/1-3	18/4-6(予)	18/7-9(予)
鉱工業生産指数（10年＝100）	105.1	103.4	102.6	108.5	103.9	102.5	104.6	105.6
（伸び率、%）	4.6	2.4	3.0	5.2	1.6	－1.3	2.0	1.0
製品在庫率指数（10年＝100）	111.2	112.5	116.6		112.1	114.9	113.9	
鉱工業出荷・在庫バランス（%）	1.2	－2.4	0.9		－1.4	－4.5	2.1	
出荷（%）	3.1	1.5	3.4		0.8	－1.1	2.1	
在庫（%）	1.9	3.9	2.5		2.2	3.4	0.0	

（注1）鉱工業生産指数の2018年4-6月期、7-9月期は直近の生産予測指数をもとに算出。7-9月期は、7月値。

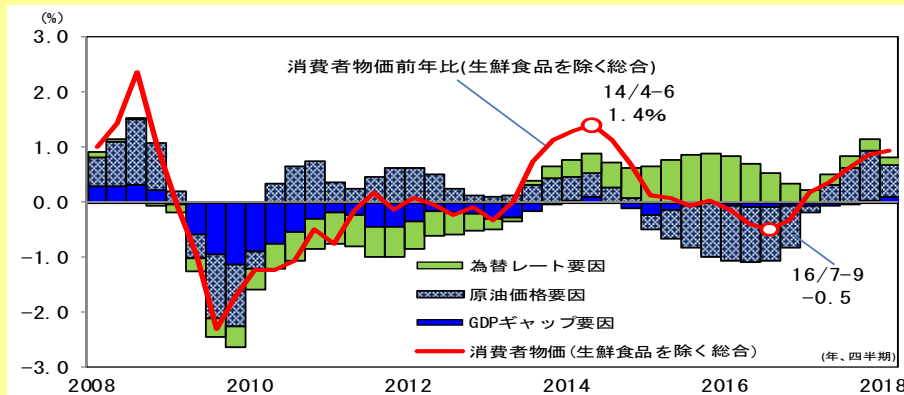
（注2）品在庫率指数、出荷・在庫バランスの直近は2018年4-5月値。

（資料）経済産業省『鉱工業指数』

（注）は景気後退期（内閣府調べ）。

○消費者物価低迷の主因は、原油価格の下落だった～原油価格の動向は支配的で、消費財・国内品価格の動きも影響を続ける。
19年度での物価目標2%達成は、困難だが、1%台半ばは十分に可能か。～

図1. 消費者物価(生鮮食品を除く総合)・前年比と要因分解(GDPギャップ、原油価格、円レートによる推計)



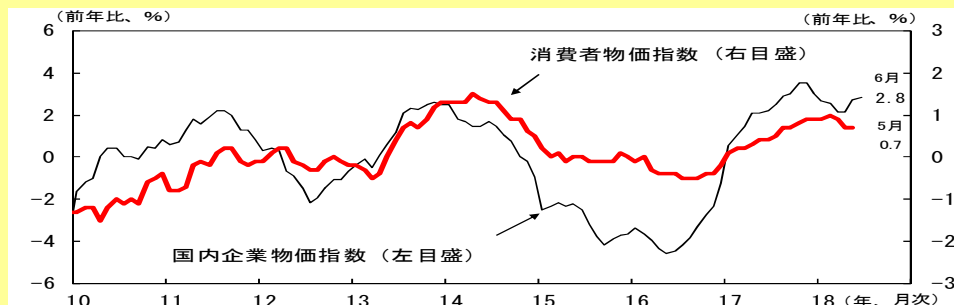
(資料)総務省、内閣府、財務省、日本銀行資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表1. 原油価格の予測(メイン・シナリオ)

					予測											(ドル/バレル)
	17年		18年		19年						20年					21年
	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
上 限	52.9	60.5	66.6	74.5	75.3	73	72	73	73	70	70	74	75	73	73	
平 均	48.3	57.8	62.3	68.1	69	68	67	68	68	65	65	69	70	68	68	
下 限	43.6	55.0	58.1	61.8	63	63	62	63	63	60	60	64	65	63	63	

(資料)三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図3. 消費者物価に先行する国内企業物価



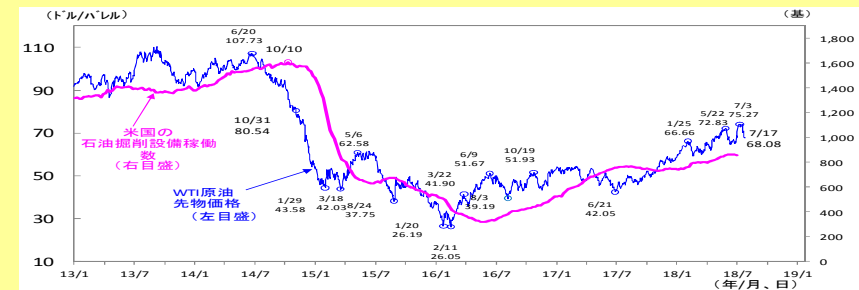
(注)消費税調整済み。消費者物価指数は生鮮食品を除く総合。

(資料)総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」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

消費者物価(生鮮食品を除く総合)・前年比
14年4～6月期 プラス1.4%
→16年7～9月期 マイナス0.5% 1.9%ポイント低下

- GDPギャップ寄与度
プラス0.1%ポイント
→マイナス0.1%ポイント
0.2%ポイント押し下げ(▲0.2%ポイント)
- 原油価格寄与度
プラス0.4%ポイント
→マイナス1.0%ポイント
1.4%ポイント押し下げ(▲1.4%ポイント)
- 円レート寄与度
プラス0.4%ポイント
→プラス0.5%ポイント
0.2%ポイント押し上げ(+0.2%ポイント)
- その他寄与度
プラス0.5%ポイント→プラス0.0%ポイント
0.5%ポイント押し下げ(▲0.5%ポイント)

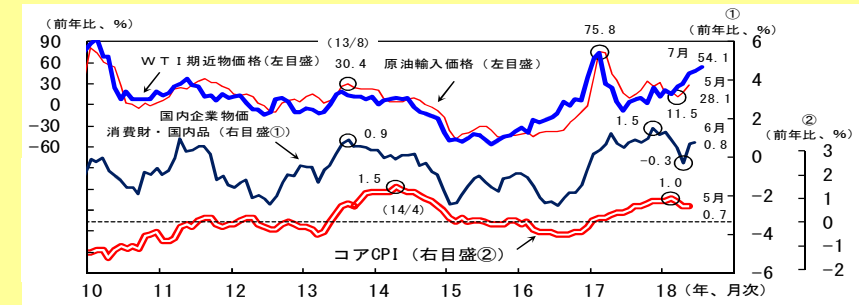
図2. 原油価格と石油掘削設備稼働数の推移



(注)値表示は、直近は終値、それ以外はザラ場ベース。

(資料)Bloomberg, Baker Hughes

図4. 原油価格、消費財価格、消費者物価(生鮮食品を除く総合)の推移

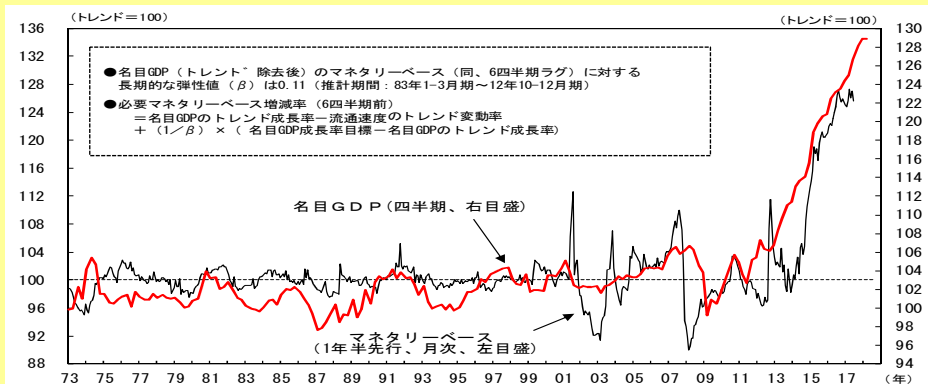


(注)原油輸入価格＝通関輸入金額(原油及び粗油)÷同数量(同)。消費財・国内品は企業物価指数の需要段階別・用途別指数。
コアCPIは消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、消費税率の影響を除く)。WTIの直近は7月(17日までの平均)。

(資料)財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数」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

○大きかったアベノミクスの「第1の矢」（異次元金融緩和）の効果～名目GDP成長率が2年間で3%を達成。為替・株価・雇用に著しい成果。ただ、日銀は年間80兆円の国債購入の「めど」を遵守せず、最近までのマネタリーベースは弱含む。これが信用創造を抑制し、1年半後の名目GDPに影響するとすれば問題だが、国内ではこの点についての議論はほとんどない。一方で、金融仲介機能の観点から見ると、利鞘を圧迫する超低水準の長期金利もまた問題であり、悩ましいともいえる。～

図1. 1年半前のマネタリーベースの後を追う名目GDP
(修正マツカラム・ルールによる推定)



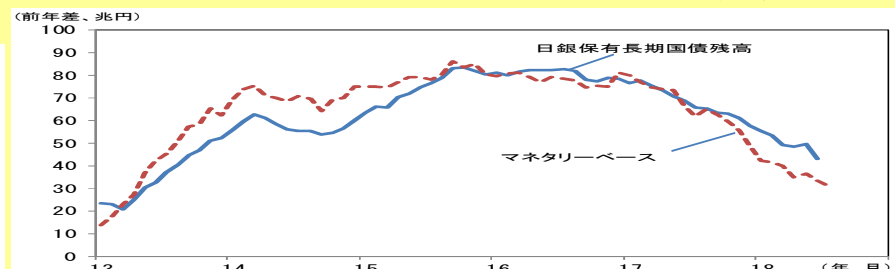
(注) マネタリーベース、名目GDPは、実額のトレンドを100として計算。トレンドはHPフィルターにより抽出。
(資料) 内閣府、日本銀行資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成。
初出は、嶋中雄二「黒田日銀のマネー拡大」、三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所
『嶋中雄二の月例景気報告 No.35』2013年3月19日

表1. アベノミクス直前と現時点の比較
～アベノミクスの成果は、為替・株価・雇用を中心に大。～

	①野田前首相の 衆院解散宣言 (12年11月14日)	②現在 (18年7月18日)	変化率(幅) ①→②
日経平均株価 (円)	8,664.73	22,794.19	+163.1 %
ドル・円レート (円/ドル)	79.51	113.02	+42.1 %
新発10年国債利回り (%)	0.735	0.040	-0.695 %ポイント
消費者物価指数 (前年比、%) (生鮮食品を除く総合、消費税の影響を除く)	-0.2 (12年7-9月期)	0.7 (18年4-5月)	0.9 %ポイント
日銀短観(全規模・全産業) 業況判断DI (ポイント)	▲6 (12年9月)	+16 (18年6月)	+22 ポイント
有効求人倍率 (除学卒) (倍)	0.81 (12年9月)	1.60 (18年5月)	+0.79 ポイント
現金給与総額 (前年比、%) (規模5人以上、調査産業計)	-0.9 (12年7-9月期)	1.3 (18年4-5月)	+2.2 ポイント

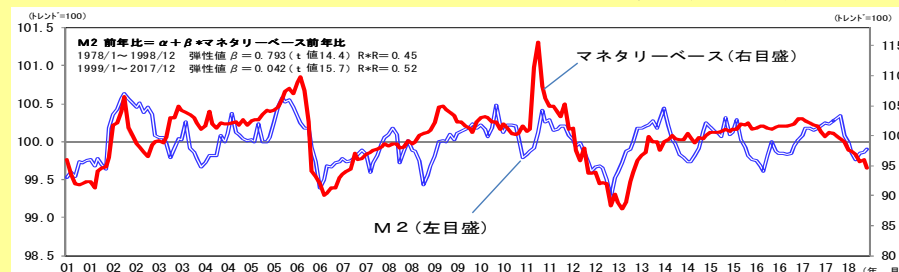
(資料) 日本経済新聞、Bloomberg、総務省、厚生労働省、内閣府、日本銀行資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. マネリーベース、日銀が保有する長期国債残高の推移



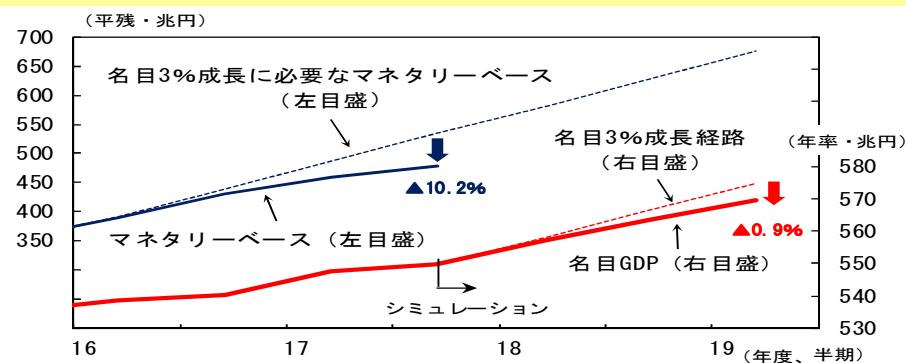
(注) マネタリーベースの直近は、7月1-17日。
(資料) 日本銀行資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図3. マネタリーベースとマネーストック(M2)の推移



(注) マネーストックの04年3月以前はM2+CDをもとに推計。
(資料) 日本銀行『マネタリーベース』、『マネーストック』などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

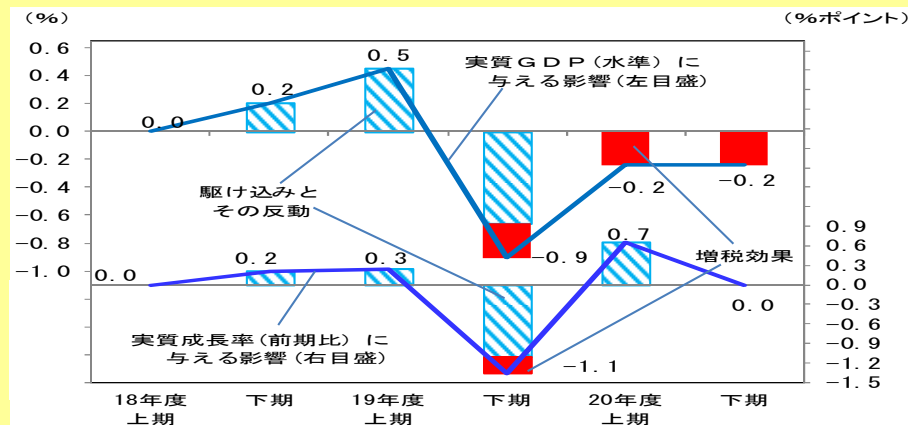
図4. マネタリーベース鈍化の影響が1年半後に現れる



(注) 名目GDP(トレンド除去後)のマネタリーベース(同、3半期前)の変動に対する弾性値(0.09、92年度上期～15年度上期)をもとに推計。
(資料) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

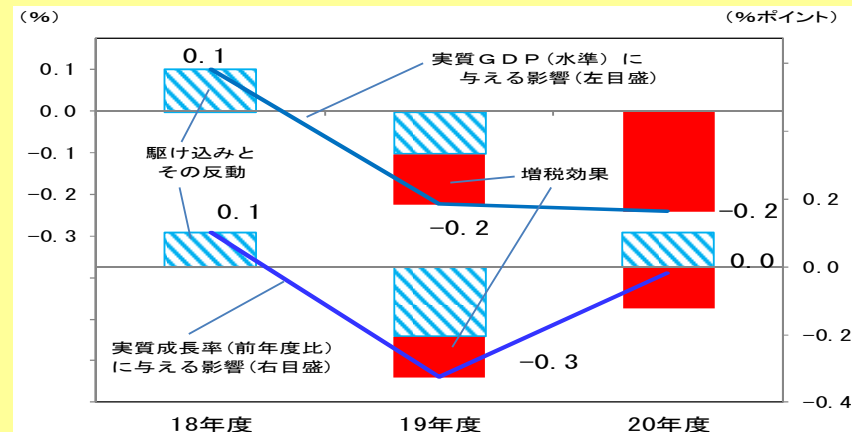
○消費税率引き上げの経済効果～19年10月に2%引き上げの場合、19年度の実質経済成長率を0.3%ポイント低下させる（軽減税率の導入を想定・駆け込み需要とその反動減については、14年4月の引き上げ時の動向をもとに推計）。政府は、消費税還元セールスの容認や19、20年度当初予算を使った駆け込み需要とその反動の平準化対策を推進へ。～

図1. GDP (水準)、成長率に与える影響 (年度半期)



(資料)三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. GDP (水準)、成長率に与える影響 (年度)



(資料)三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表1. 消費税率引き上げなどが実質成長率に与える影響

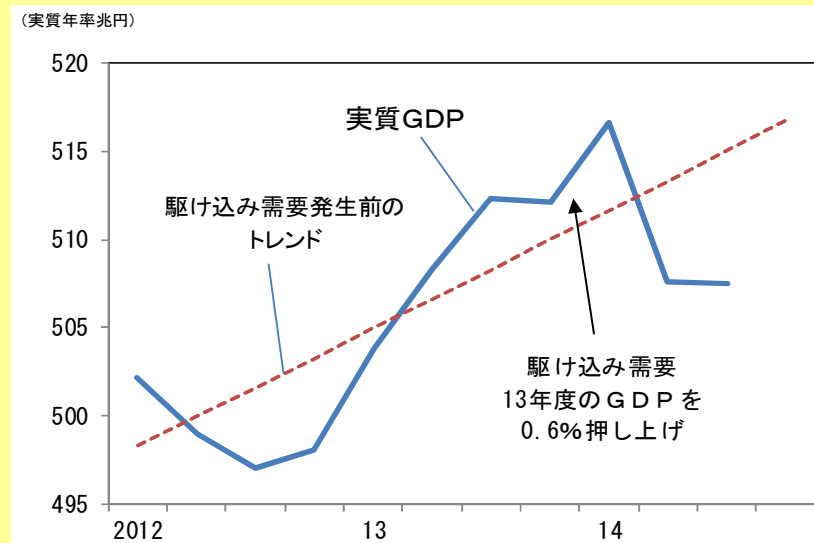
	18年度	19年度	20年度
消費税率2%引き上げ 19年10月 (軽減税率を適用)	+0.1	▲ 0.3	▲ 0.0
教育・保育の無償化など 年間2兆円 (19年10月以降)	—	+0.1	+0.1
需要平準化策: 年間0.8兆円 自動車取得税・重量税減税 住宅ローン減税拡充など (19年10月以降)	▲0.0 (駆け込みの緩和)	+0.0	+0.1
公共投資の継続的拡大 19、20年度 2兆円 (19年10月以降)	—	+0.2	+0.2
金融政策の変更 長期金利目標引き上げ(0.2%: 19/4) →マイナス金利・長短金利操作解除(19/7) (長短金利の0.2%上昇を想定)	—	▲ 0.1	▲ 0.0

(注)消費税率引き上げの影響では、18年度下期、19年度上期の駆け込み需要を想定。駆け込み需要については、14年4月の引き上げ時の動向をもとに推計。

公共投資については、各種報道を参考にした試算。

(資料)三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

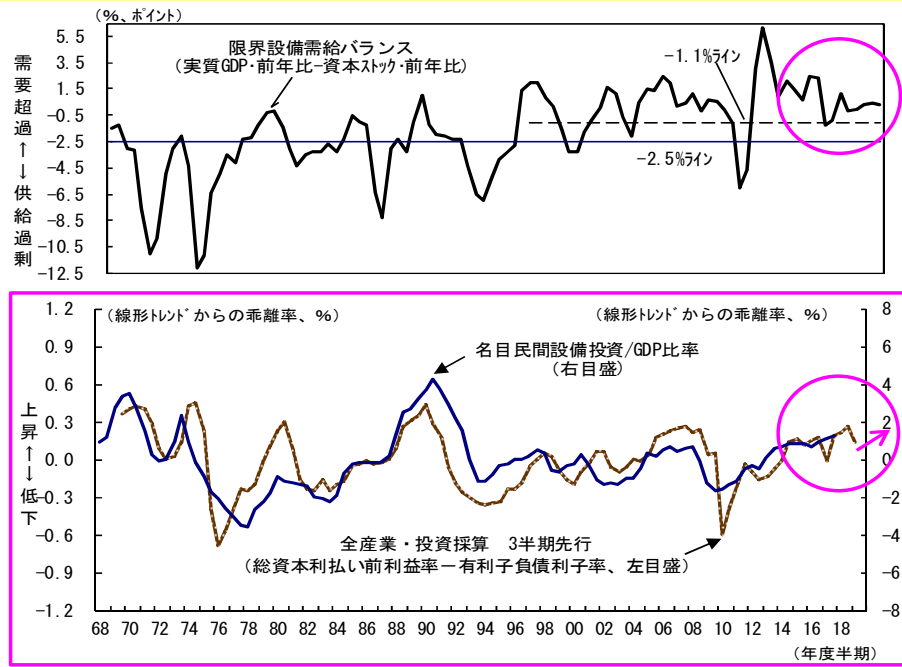
図3. 14年4月の消費税率引き上げ前後の実質GDPの推移



(資料)内閣府資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

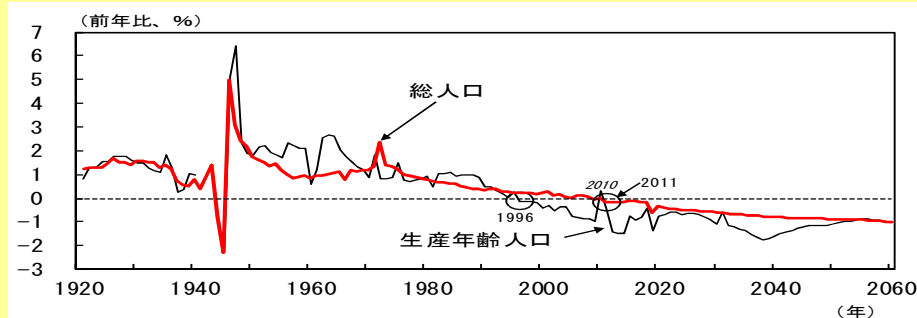
○現在は、設備投資の中期循環の上昇局面～深刻な人手不足の中、限界需給バランスと投資採算の改善もあり、投資意欲は強く、設備投資循環は現在、上向きに。日本の人口トレンドは下向きだが、2014年を大底に26年まで、生産年齢人口比率の落ち込みの程度は改善へ。～

図1. 設備投資の中期循環とその先行指標



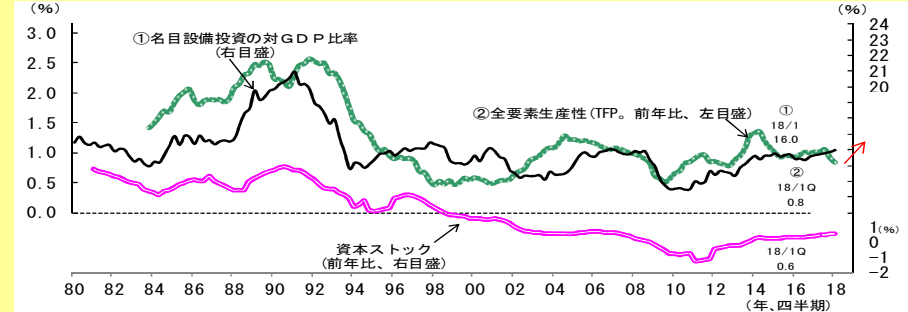
(注1) 年度半期。資本ストックは全産業・進捗ベース、投資採算は全産業ベース。
 (注2) 実質GDPの直近は、18年1-3月期。資本ストックの直近は18年1-3月期。法人企業統計調査の直近は、18年1-3月期。
 1965-2013年度の限界設備需給バランスの平均値はマイナス2.5% (図上段の水平線(実線))。1995年度以降ではマイナス1.1% (点線)。
 (資料) 内閣府『国民経済計算』、『固定資本ストック』、財務省『法人企業統計調査』をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図4. 日本の人口の長期トレンド



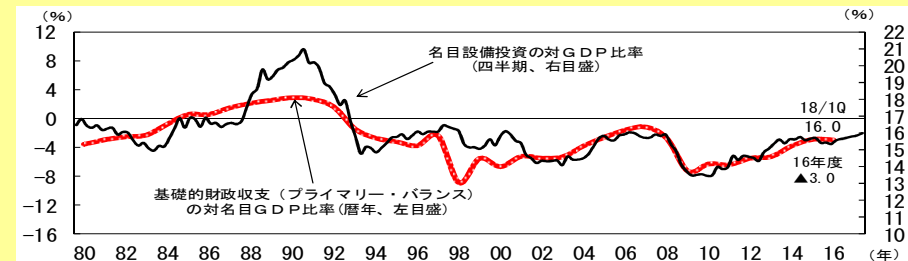
(注) 10月1日時点。但し、2018年は3月1日時点の概算値、2019年以降は中位推計。
 (資料) 総務省『人口推計』、国立社会保障・人口問題研究所『日本の将来推計人口』をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 設備投資比率と全要素生産性の推移



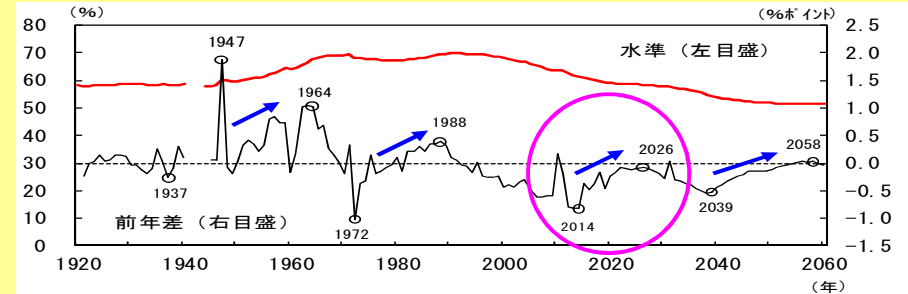
(注) 全要素生産性の前年比は、前年同期比の過去4年間の平均値。
 (資料) 内閣府『国民経済計算』、『民間企業資本ストック』、経済産業省『鉱工業指数』、総務省『労働力調査』、厚生労働省『毎月勤労統計』より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成
 初出は嶋中雄二「生産性、設備循環に運動」日本経済新聞『経済教室』06年1月30日付。

図3. 設備投資比率と基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の推移



(注) 基礎的財政収支(プライマリー・バランス)の直近は内閣府推計。
 (資料) 財務省、内閣府資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図5. 日本の生産年齢人口比率の推移



(注1) 10月1日時点。但し、2018年は3月1日時点の概算値、2019年以降は中位推計。
 (注2) 生産年齢人口比率=生産年齢人口÷総人口。
 (資料) 総務省『人口推計』、国立社会保障・人口問題研究所『日本の将来推計人口』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

○日本銀行『地域経済報告 - さくらレポート - (2018年7月調査)』、景気ウォッチャー調査(18年6月調査結果)～『ウォッチャー』の6月の全国現状判断DIは、上昇しているが、7月の近畿・西日本の調査結果がポイントに。～

表1. 日本銀行『地域経済報告 - さくらレポート - (18年7月調査)』各地域の判断の推移

	18年4月判断	判断の変化	18年7月判断
北海道	緩やかに回復している	⇒	緩やかに回復している
東北	緩やかな回復を続けている	⇒	緩やかな回復を続けている
北陸	拡大している	⇒	拡大している
関東甲信越	緩やかに拡大している	⇒	緩やかに拡大している
東海	拡大している	⇒	拡大している
近畿	安定したペースで緩やかに拡大している	⇒	一部に地震の影響がみられるものの、緩やかに拡大している
中国	緩やかに拡大している	⇒	緩やかに拡大している
四国	回復している	⇒	回復している
九州・沖縄	しっかりとした足取りで、緩やかに拡大している	⇒	しっかりとした足取りで、緩やかに拡大している

(資料) 日本銀行『地域経済報告 - さくらレポート -』(2018年7月調査) 2018年7月9日公表

表2. 景気ウォッチャー調査(全国)
：現状・先行き判断DIの推移

	現状判断DI	先行き判断DI
2018年 1月	49.9	52.4
2月	48.6	51.4
3月	48.9	49.6
4月	49.0	50.1
5月	47.1	49.2
6月	48.1	50.0

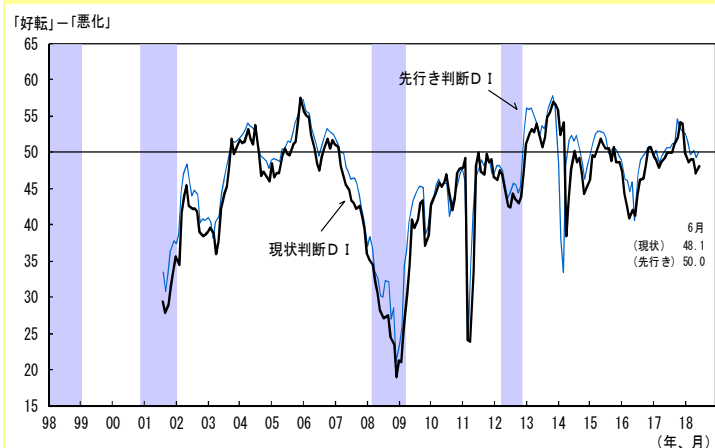
(資料) 内閣府『景気ウォッチャー調査(6月調査結果)』2018年7月9日公表

表3. 景気ウォッチャー調査(近畿)
：現状・先行き判断DIの推移

	現状判断DI	先行き判断DI
2018年 1月	52.4	53.4
2月	50.7	51.0
3月	50.1	52.3
4月	50.1	52.1
5月	47.5	50.8
6月	48.6	52.4

(注) 近畿地方の対象地域は、滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山。
(資料) 内閣府『景気ウォッチャー調査(6月調査結果)』2018年7月9日公表

図1. 景気ウォッチャー調査



(資料) 内閣府

(注) は景気後退期(内閣府調べ)。

表4. 景気ウォッチャー調査(中国)
：現状・先行き判断DIの推移

	現状判断DI	先行き判断DI
2018年 1月	51.5	52.2
2月	48.2	51.0
3月	49.7	50.9
4月	48.7	51.9
5月	46.6	49.0
6月	47.7	50.2

(注) 中国地方の対象地域は、鳥取、島根、岡山、広島、山口。
(資料) 内閣府『景気ウォッチャー調査(6月調査結果)』2018年7月9日公表

表5. 景気ウォッチャー調査(四国)
：現状・先行き判断DIの推移

	現状判断DI	先行き判断DI
2018年 1月	53.7	49.8
2月	49.9	52.7
3月	48.4	46.4
4月	51.3	51.4
5月	46.1	48.6
6月	49.7	48.8

(注) 四国地方の対象地域は、徳島、香川、愛媛、高知。
(資料) 内閣府『景気ウォッチャー調査(6月調査結果)』2018年7月9日公表

○東京の大規模再開発～2020年東京五輪に向け、前回再開発ブームの2003～07年を大きく上回るブーム期に。～

表1. 活況となる東京の大規模再開発計画（1）

竣工（予定）	開発略称	規模	延床面積
2018年1月	西品川1丁目地区再開発A街区（住友不動産大崎プロジェクト）	地下2階/地上24階	53,800坪
	日本橋二丁目地区再開発A街区	地下5階/地上27階	18,200坪
2018年2月	東京ミッドタウン日比谷 日比谷三井タワー	地下4階/地上35階	57,200坪
2018年5月	田町ステーションタワーS	地下2階/地上31階	41,800坪
2018年6月	日本橋二丁目地区再開発C街区	地下5階/地上31階	44,700坪
2018年7月	大手町2丁目地区再開発A棟	地下3階/地上35階	60,200坪
2018年8月	大手町2丁目地区再開発B棟	地下3階/地上32階	45,400坪
	ニッセイ浜松町クレアタワー	地下3階/地上29階	30,000坪
2018年秋	渋谷駅南街区プロジェクト（渋谷ストリーム）	地下4階/地上35階	35,300坪
2018年10月	丸の内二重橋ビルディング（東商ビル・東京會館ビル・富士ビル）	地下4階/地上30階	53,000坪
2018年度	浜松町二丁目4地区開発A-3棟	地下4階/地上42階	
	ARIAKE Garden City	地下1階/地上32階（住宅棟）	87,725坪
2019年2月	はとバス港南ビル	地下2階/地上26階	11,100坪
	宇田川町計画	地下2階/地上21階	11,700坪
2019年3月	西武鉄道池袋ビル建替	地下2階/地上20階	15,000坪
	日本橋室町三丁目再開発A地区	地下3階/地上26階	50,800坪
	西新宿六丁目計画	地下2階/地上34階	18,600坪
	南平台プロジェクト	地下1階/地上21階	14,200坪
2019年春	「ホテルオークラ東京」本館建替（新本館高層棟、オークラファスプロジェクト）	地下1階/地上41階	19,400坪
	マロニエ×並木 読売銀座プロジェクト	地下3階/地上10階/塔屋2階	4,301坪
2019年半ば	神宮外苑地区再開発（日本体育協会・JOC新会館）	地下1階/地上14階	5,900坪
2019年7月	ブリヂストン日本本社ビル建替	地下2階/地上23階	12,600坪
	新橋一丁目プロジェクト	地下2階/地上27階	10,800坪
	渋谷スクランブルスクエア	地下7階/地上47階	54,800坪
2019年9月	千駄ヶ谷5丁目北地区再開発A地区（新宿南口プロジェクト）	地下2階/地上16階	12,500坪
	愛宕山周辺地区（I地区）計画		28,737坪
2019年10月	四谷駅前地区再開発	地下3階/地上31階	42,000坪
	渋谷パルコ建替	地下3階/地上19階	19,400坪
2019年12月	虎ノ門1丁目プロジェクト	地下3階/地上36階	52,000坪
	春日・後楽園駅前地区再開発南街区（S-A）	地下2階/地上23階	28,700坪
2019年度	愛宕山周辺地区（F・G地区）計画		16,600坪
	道玄坂一丁目駅前再開発	地下4階/地上18階	17,800坪

（資料）シービーアールイー株式会社資料、森ビル資料、各種報道などより三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

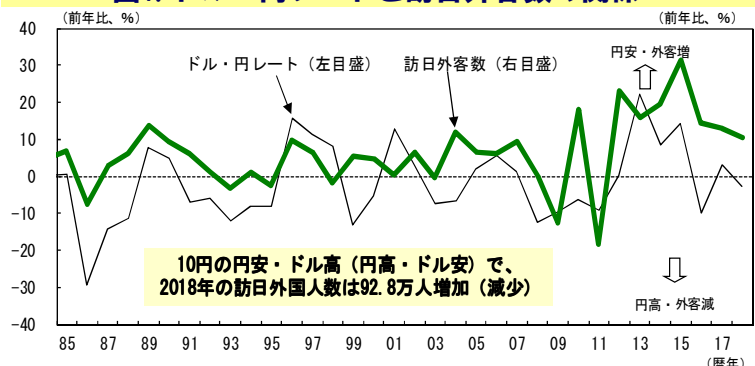
表2. 活況となる東京の大規模再開発計画（2）

竣工（予定）	開発略称	規模	延床面積
2020年2月	OH-1計画 A・B棟	地下5階/地上31階・39階	109,200坪
	田町ステーションタワーN	地下2階/地上36階	46,200坪
2020年3月	虎ノ門トラストシティワールドゲート（虎ノ門パストラル）	地下3階/地上38階	59,000坪
	Dタワー西新宿	地下2階/地上29階	12,000坪
2020年5月	都市再生ステップアップ・プロジェクト A街区	地下2階/地上39階	54,500坪
	豊島区現庁舎地活用事業（オフィス・商業棟）	地下2階/地上33階	20,800坪
2020年6月	虎ノ門1丁目再開発 B街区	地下4階/地上24階	14,400坪
2020年11月	豊洲2-1街区再開発 B棟	地下1階/地上24階	21,100坪
2020年	渋谷駅桜丘口地区再開発 A街区	地下4階/地上37階	55,600坪
	渋谷駅桜丘口地区再開発 B街区	地下2階/地上32階	20,600坪
	羽田空港跡地まちづくり推進計画		約45,000坪
2020年度	日本橋兜町再開発		12,000坪（第1棟、地上15階建て複合ビル）
2021年3月	大手町1丁目2地区開発A棟	地下5階/地上30階	109,202坪（開発全体）
	大手町1丁目2地区開発B棟	地下5階/地上41階	
2021年4月	八重洲2丁目北地区再開発A-1街区	地下4階/地上44階	83,900坪
	新橋田村地区開発	地下2階/地上27階	32,100坪
2021年	東京駅八重洲口再開発計画C街区		
2021年度	常盤橋街区再開発 A棟	地下5階/地上37階	42,300坪
	浜松町2丁目C地区再開発	地下3階/地上47階	
2022年度	常盤橋街区再開発 D棟	地下3階/地上9階	9,100坪
	八重洲2丁目中地区再開発		114,900坪
	虎ノ門・麻布台エリア開発計画	地上65階	約250,000坪
	新・神宮球場（神宮外苑地区再開発）		
2023年	勝どき東地区第一種市街地再開発事業		約11,000坪
2023年度	戸田建設本社ビル建替	地下3階/地上28階	30,700坪
2024年3月	東京駅八重洲一丁目東地区再開発 A街区	地下3階/地上11階	3,600坪
	東京駅八重洲一丁目東地区再開発 B街区	地下4階/地上54階	69,000坪
2024年度	浜松町二丁目四地区開発A-1棟（世界貿易センタービル建替え）	地下4階/地上42階	81,700坪
	虎ノ門病院再開発	地下3階/地上36階	50,800坪
	青海ST区画プロジェクト	地下2階/地上23階	24,000坪
2025年度	新・秩父宮ラグビー場（神宮外苑地区再開発）		
2027年	渋谷駅地区 駅街区開発（中央棟）	地下2階/地上10階	81,675坪（開発全体）
	渋谷駅地区 駅街区開発（西棟）	地下5階/地上13階	
2027年度	常盤橋街区再開発 B棟	地下5階/地上61階	148,200坪

（資料）シービーアールイー株式会社資料、森ビル資料、各種報道などより三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○これまでの円安傾向と規制緩和の効果で、訪日外国人客が、17年は累計で過去最高の2,869万人に。～日本政府は、今後、2020年東京五輪に向けて、外国人客数3,000～4,000万人を目標に。インバウンドは、地方創生にも即効性があり、今後は、イベントも多いため、一段と期待が高まる。インバウンド増加に対する最大のリスクは円高。直近では、人民元安と地震・豪雨の影響も。今後、爆買の「モノ消費」から「コト消費」への移行には戦略的な対応が必要に。～

図1. ドル・円レートと訪日外客数の関係



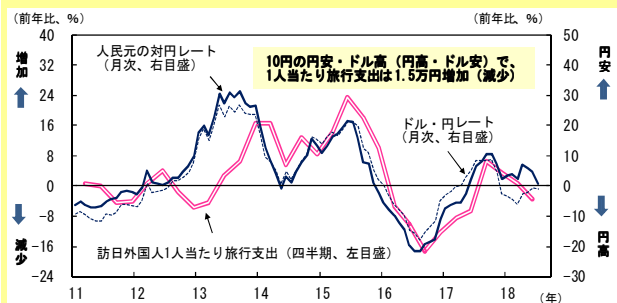
(注1) 2017年のドル・円レートは年初から直近までの平均値、2018年の訪日外客数は1-6月値をもとに試算。
(注2) ドル・円レートの1%上昇に伴う訪日外国人客数の増加率は0.36%。訪日外国人の短期的変動を先進国GDPとドル・円レートで説明する回帰分析 (誤差修正モデル) をもとに算出。
(資料) 日本政府観光局『訪日外客数・出国日本人数』、日本経済新聞社資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表1. 日本の1人当たり年間支出額 (2016年)

	(万円)	
	総世帯	勤労者世帯
実支出	—	158.2
消費支出	123.8	120.1

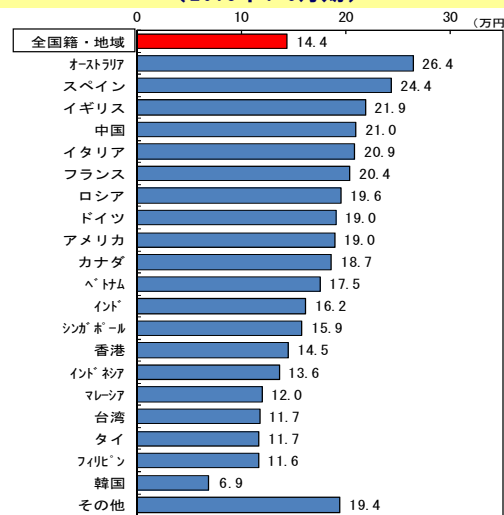
(注1) 実支出＝消費支出＋非消費支出
(注2) 非消費支出：直接税、社会保険料など
(注3) 実支出以外の支払 (預貯金、借入金返済、繰越金など) は含まない。
(資料) 総務省『家計調査』をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図3. 訪日客1人当たりの支出と円レートの推移



(注) ドル・円レートに対する1人当たり旅行支出の弾性値は1.06 (2014～2017年、四半期前年比データをもとに当研究所推計)。
(資料) 観光庁『訪日外国人消費動向調査』、日本経済新聞社資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 訪日外国人1人当たりの旅行支出額 (2018年4-6月期)



(注) パッケージツアー参加費内訳を含む。
(資料) 観光庁『訪日外国人消費動向調査 (平成30年4-6月期)』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

表2. 観光関連産業と自動車、電機・電子産業の比較

名目 GDP	2017年度
(兆円)	548.7
(%)	(100.0)
うち製造業	111.2
(%)	(20.3)
輸送機械 (兆円)	22.0
(自動車) (%)	(4.0)
電機・電子 (兆円)	19.6
(%)	(3.6)
うち第3次産業	402.6
(%)	(73.4)
観光関連 (兆円)	22.2
(%)	(4.0)

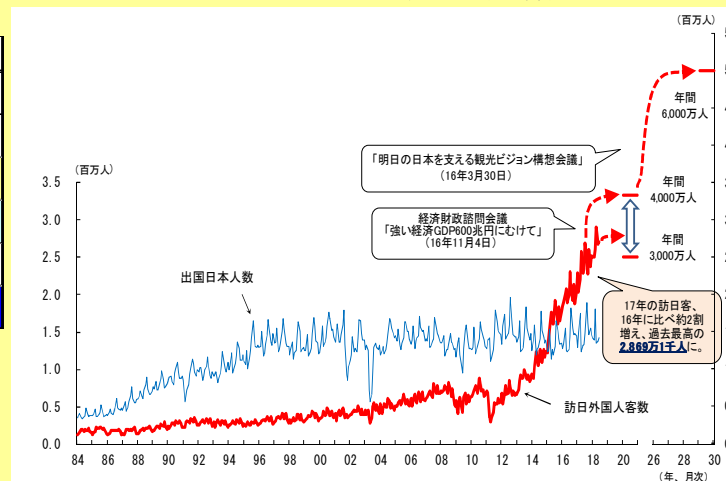
(注1) 鉱工業生産指数、第三次産業活動指数、全産業活動指数の業種別ウェイトをもとに算出。
(注2) 電機・電子＝電子部品・デバイス工業・電気機械工業・情報通信機械工業。
(注3) 観光関連には旅行業、宿泊業のほか、旅客運送、道路施設提供、自動車レンタル、公園・遊園地等を含む。
(資料) 内閣府『国民経済計算年報』、経済産業省『生産・出荷・在庫統計』、『第3次産業活動指数』、『全産業活動指数』をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表3. 国内外の日本関連イベント

2018年1月	明治150年
2018年2月～3月	平昌オリンピック・パラリンピック
2018年4月	東京ディズニーランド35周年イベント
2018年6月	サッカーW杯ロシア大会
2018年7月	統合型リゾート (IR) 法成立
2018年9月	自民党総裁選
2018年11月	25年万博開催都市決定
2018年12月以降	政府、19年5月1日からの新元号を選定
2019年3月～4月	統一地方選
2019年4月	天皇陛下退位、新元号公表
2019年5月	新天皇陛下即位 新元号に改元
2019年6月28日	G20首脳会議 (大阪) (～29日)
2019年夏	参院選
2019年9月	ラグビーW杯
2019年秋頃	新天皇即位の礼
2019年10月	消費税率を10%に引き上げ
2020年7～8月	東京五輪・パラリンピック

(資料) 各種報道資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図4. 2020年までの訪日外国人客数の経路



(資料) 日本政府観光局 (JNTO)『訪日外客数・出国日本人数』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

○為替相場の見通し～米国景気の堅調さを背景に、F R Bは着実に利上げ・継続へ。18年内は日銀が出口に向かわないとの前提では日米のマネタリーベースの伸び率格差も広がり、基調はドル高・円安か？但し、トランプ政権の根強いドル安指向や、特に中国を標的とする保護主義的な通商政策等が攪乱要因に。米朝首脳会談後の東アジア情勢や中東・シリア・イラン・ロシア問題、イタリア・スペインなど欧州の財政問題、アルゼンチン・トルコ・ベネズエラの通貨下落問題、さらには反米左派政権誕生のメキシコの行方もポイントに。19年は、日銀の出口戦略と英国のブレグジット、それに米国景気の基調転換の有無が市場の関心事項になる可能性。～

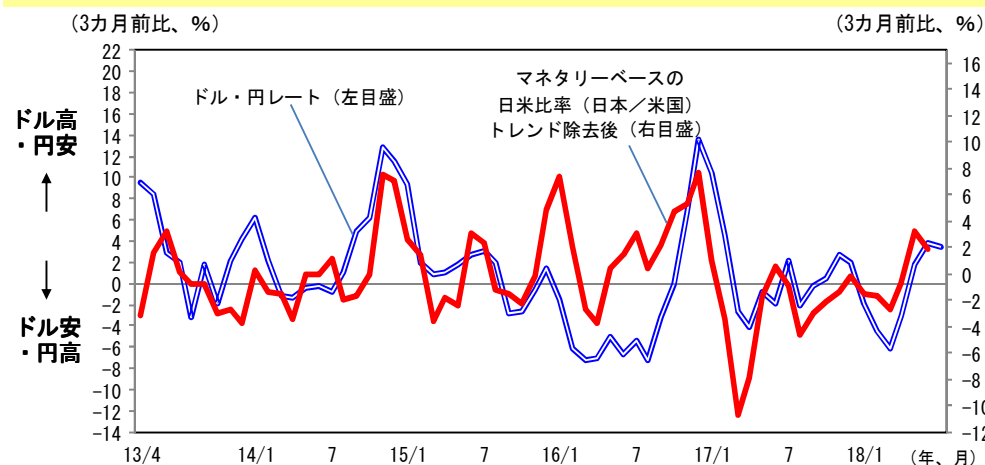
表1. 為替レート予測総括表

											
	2017年	2018年				2019年				2020年	
	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期
ドル円	110.8～114.7	104.6～113.4	105.7～111.4	106.0～116.0	106.0～116.0	105.0～115.0	104.0～114.0	102.0～112.0	99.0～109.0	96.0～106.0	95.0～105.0
()内は平均値	(112.7)	(108.9)	(108.5)	(111.0)	(111.0)	(110.0)	(109.0)	(107.0)	(104.0)	(101.0)	(100.0)
ユーロドル	1.155～1.203	1.192～1.256	1.151～1.241	1.120～1.220	1.120～1.220	1.120～1.220	1.120～1.220	1.120～1.220	1.120～1.220	1.120～1.220	1.120～1.220
()内は平均値	(1.170)	(1.220)	(1.190)	(1.170)	(1.170)	(1.170)	(1.170)	(1.170)	(1.170)	(1.170)	(1.170)
(ご参考)ユーロ円	131.2～135.5	129.0～137.5	124.6～133.5	124.0～134.0	124.0～134.0	123.0～133.0	122.0～132.0	120.0～130.0	116.0～126.0	113.0～123.0	112.0～122.0
()内は平均値	(133.4)	(133.3)	(129.1)	(129.0)	(129.0)	(128.0)	(127.0)	(125.0)	(121.0)	(118.0)	(117.0)

(注)カッコ内はレンジの平均。

(資料)日本経済新聞社資料などより三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図1. ドル・円レートとマネタリーベースの日米比率

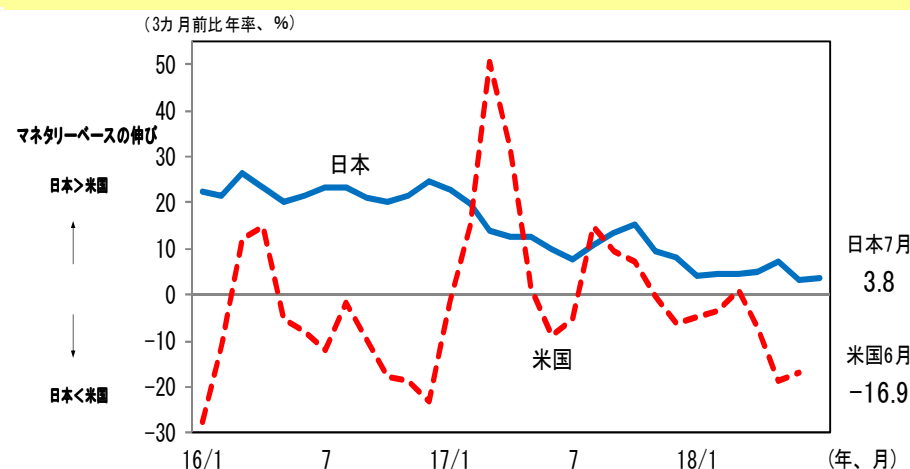


(注)マネタリーベースはHPフィルターによりトレンドを抽出し、除去。ドル円レートは月平均。

直近はドル・円は7月(2-17日)、マネタリーベースの日米比率は6月(日本は月平均、米国は第2週までの平均値)。

(資料)日銀、日本経済新聞社、米国FRB資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図2. 日米のマネタリーベース

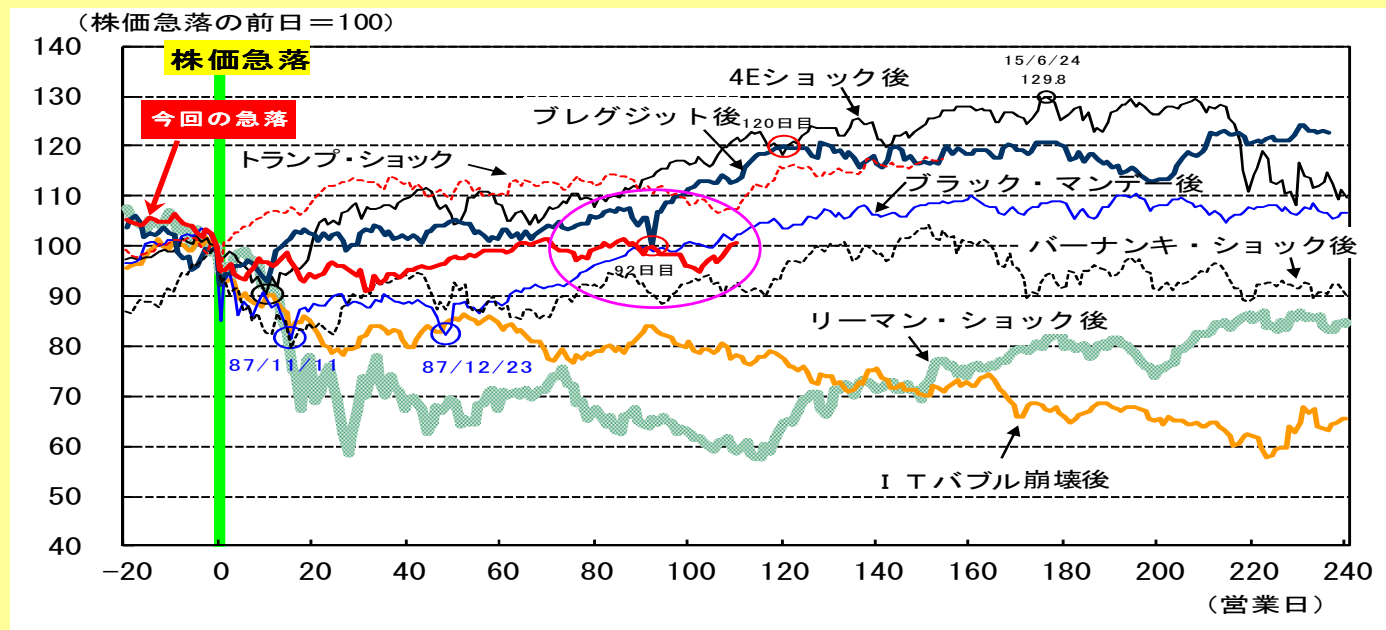


(注)直近は、日本は7月(2-17日)、米国は6月(第2週までの平均値)。

(資料)日本銀行、米国FRB資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

〇一巡した18年2月からの日米株価急落ショック～急落前水準回復には、ブレグジット（営業日ベースで14日）、トランプショック（1日）時よりは時間が掛かったものの、ブラック・マンデー（100日）よりは短い63日で終了。ブレグジット後では92日目で2番底をつけてから120日目までで日経平均は20%上昇。現在も同様の動きと仮定すれば、足元はまだなおやや低い水準とはいえ、今後の日経平均は2万7,000円を目指す可能性も。～

図1. 過去7回の日経平均急落時と今回の比較



(注1) 日経平均株価の終値をもとに算出(米国はNYダウ)。
(注2) 「今回の急落」以外の騰落率は米株価が急落した翌営業日。
(資料) 日本経済新聞などをもとに三菱UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

表1. 過去7回の日経平均急落時と今回の比較

	ブラック・マンデー	ITバブル崩壊	リーマン・ショック	バーナンキ・ショック	4Eショック	ブレグジット	トランプ・ショック	18年2月の急落
急落前日の終値	(87年10月19日) 25,746円56銭	(00年4月14日) 20,434円68銭	(08年9月15日) 12,214円76銭	(13年5月23日) 15,627円26銭	(14年10月2日) 16,082円25銭	(16年6月24日) * 日本時間 16,238円35銭	(16年11月9日) * 日本時間 17,171円38銭	(18年2月6日) * 日本時間 22,682円8銭
→ 急落当日の終値	→ 21,910円08銭	→ 19,008円64銭	→ 11,609円72銭	→ 14,483円98銭	→ 15,661円99銭	→ 14,952円02銭	→ 16,251円54銭	→ 21,610円54銭
騰落率(%)	-14.9	-7.0	-5.0	-7.3	-2.6	-7.9	-5.4	-4.7
(参考) 米国	-22.6	-5.7	-4.4	-0.5	-1.4	-3.4	—	-4.6
急落前水準回復までの日数	100日	3,709日	1,096日	130日	21日	14日	1日	63日
同・日付	88年3月17日	15年5月26日	13年3月8日	13年11月28日	14年10月31日	16年7月14日	16年11月10日	18年5月11日
最大の下落幅(%)	-18.3	-62.8	-42.2	-20.4	-9.6	-7.9	-5.4	-9.1
同・日付	87年11月11日	03年4月28日	09年3月10日	13年6月13日	14年10月17日	16年6月24日	16年11月9日	18年3月23日

(注1) 日経平均株価の終値をもとに算出(米国はNYダウ)。
(注2) 「今回の急落」以外の騰落率は米株価が急落した翌営業日。
(資料) 日本経済新聞などをもとに三菱UFJ モルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

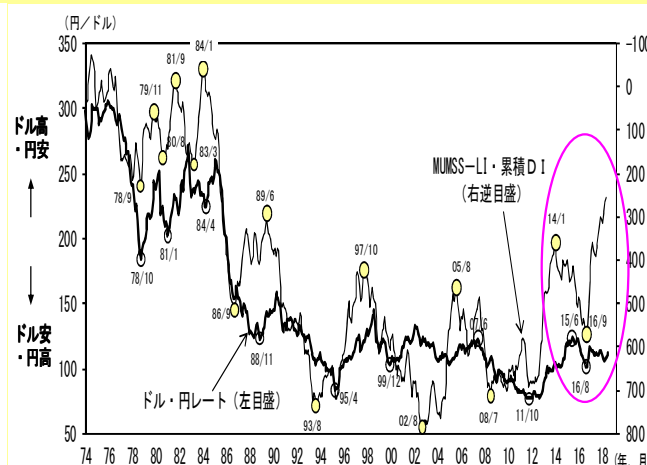
○株価と長期金利・為替の見通し～米朝・米ロ首脳会談後も燃る中東リスク・南欧政治リスク・米国の保護貿易主義、米政権のロシア疑惑等に伴う不透明感が払拭されれば、18年末26,000円、18年度末27,000円も十分可能か？国内は安倍三選が揺るがず、大きな株安要因は通商摩擦のみ。長期金利は、ジリ高で推移した後、米欧の金融引き締めを後追いついて、日銀が19年4-6月期に長期金利予想目標を引き上げ、7-9月期にマイナス金利・YCCを解除するとすれば、19年は年初から上昇ピッチを速める可能性も。為替は、18年内までは、ドル高・円安も、その後19年末にかけ、円高方向へ。ただ、今のところ、先行指数は円安を示唆。～

表1. 三菱UFJモルガン・スタンレー証券
景気循環研究所のGDP予測

	2017年度 (実績)	2018年度 (予測)	2019年度 (予測)	(%、%ポイント)	
				2017年度 1-3月期 (実績)	2018年度 4-6月期 (予測)
実質GDP (前期比) (前期比年率)	1.6	1.5	0.7	-0.2 -0.6	0.6 2.5
個人消費 (前期比)	0.9	0.6	0.4	-0.1	0.3
住宅投資 (前期比)	-0.3	-1.1	-1.4	-1.8	2.0
設備投資 (前期比)	3.2	4.1	1.2	0.3	1.1
民間在庫増 (前期比寄与度)	(0.1)	(0.1)	(-0.3)	(-0.2)	(-0.1)
政府消費 (前期比)	0.7	0.9	1.0	0.1	0.3
公共投資 (前期比)	1.4	2.6	5.1	-0.1	2.4
純輸出 (前期比寄与度)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
輸出 (前期比)	6.2	5.1	-1.2	0.6	1.7
輸入 (前期比)	4.0	3.7	-2.1	0.3	1.3
名目GDP (前期比)	1.7	2.2	1.9	-0.4	1.1
GDPデフレーター (前年比)	0.1	0.7	1.2	0.5	0.4

(注1) 年度は前年度比、四半期は前期比(実質GDPについては上段が前期比、下段が前期比年率)。
(注2) カッコ内の数値は前期比(前年度比)寄与度。GDPデフレーターは前年比。
(資料) 内閣府『四半期別GDP速報』などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図1. MUMSS先行指数・為替(ドル・円レート)版
の累積DIとドル・円レートの推移



(注) ドル・円レートの直近は2018年7月2～18日平均値。
(資料) 日本経済新聞、三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所『MUMSS先行指数』

表2. MUMSS-LI 為替(ドル・円レート)版
・個別指標の推移

	18 4	18 5	18 6
MUMSS-LI DI	29	43	
1 日米鉱工業生産比率 前年比 (%)	▲ -0.9	○ 0.7	
2 米國小売売上高 前年比 (%)	▲ 4.8	▲ 5.9	
3 日本経常収支 季調値 (百万ドル)	▲ 17,637	○ 16,649	
4 日米実質長期金利差 (日本-米国) (%)	▲ -1.40	▲ -1.42	
5 ロンドン金価格 (月末値) 前年比 (%)	▲ 3.7	▲ 3.1	▲ 0.7
6 日経商品価格指数17種 (月末値) 逆サイクル (1970年=100)	○ 156.176	▲ 156.159	▲ 153.444
7 円レート加速度 (%)	○ -2.6	○ -5.1	▲ -5.9

(注) 累積DI上段の表示について:各データ上段の表示について:○…3カ月前より上昇、
=…3カ月前と同じ、▲…3カ月前より低下。但し、逆サイクルの系列については逆。
円レート加速度はドル・円レートの前年比変化率の前年差。
(資料) FRB、米商務省、経済産業省等、各種公表資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券
景気循環研究所作成

表3. 10年国債利回りの予測

	予測 (あくまでもご参考)								
	17年4-6月	17年7-9月	17年10-12月	18年1-3月	18年4-6月	18年7-9月	18年10-12月	19年1-3月	19年4-6月
上 限	0.075 %	0.095 %	0.070 %	0.090 %	0.055 %	0.085 %	0.100 %	0.125 %	0.225 %
平 均	0.038 %	0.043 %	0.045 %	0.055 %	0.038 %	0.048 %	0.063 %	0.088 %	0.163 %
下 限	0.000 %	-0.010 %	0.020 %	0.020 %	0.020 %	0.010 %	0.025 %	0.050 %	0.100 %

表4. 日経平均株価の予測

	予測								
	17年4-6月	17年7-9月	17年10-12月	18年1-3月	18年4-6月	18年7-9月	18年10-12月	19年1-3月	19年4-6月
上 限	20,230 円	20,398 円	22,939 円	24,124 円	23,002 円	24,500 円	26,000 円	27,000 円	26,500 円
平 均	19,283 円	19,836 円	21,670 円	22,371 円	22,147 円	22,750 円	23,750 円	24,500 円	24,250 円
下 限	18,336 円	19,275 円	20,400 円	20,617 円	21,292 円	21,000 円	21,500 円	22,000 円	22,000 円

(注) 表3-4: 10年債利回り、日経平均株価とも終値ベースで作成。
(資料) 表3-4: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○日本経済は、2018年まで「ゴールデン・サイクル」に位置～日本の名目設備投資比率のトレンド偏差から導き出された4つのサイクルで見ると、16年まで超長期・長期・中期の3つのサイクルの上昇が重なるシルバー・サイクルだったが、17年からは、これに短期の上昇が加わり、4つのサイクルの上昇が重なるゴールデン・サイクルに突入した。この流れは、18年中は続くが、中期循環（ジュグラー・サイクル）が下降に転ずる19年は、やや注意が必要か？19年10月に予定される消費増税がポイントに。～

図1. 日本の短期循環（在庫投資循環）

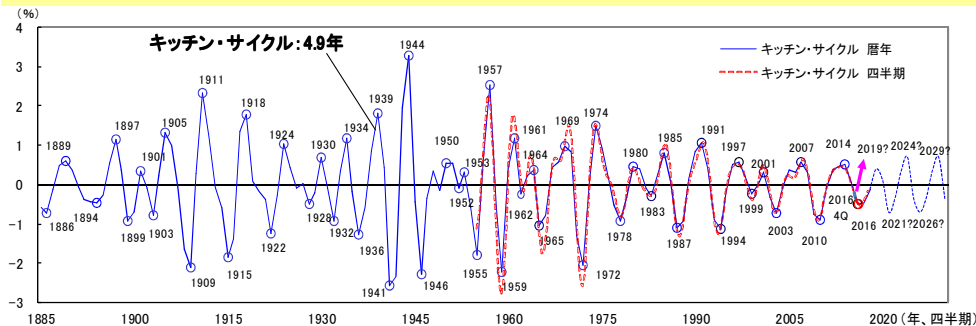


図2. 日本の中期循環（設備投資循環）

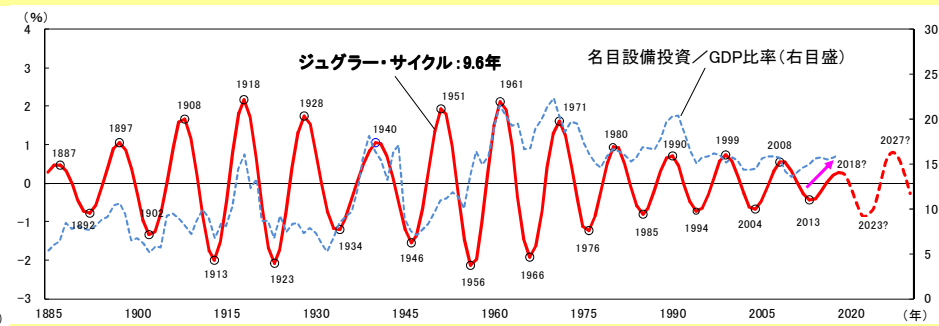


図3. 日本の長期循環（建設投資循環）

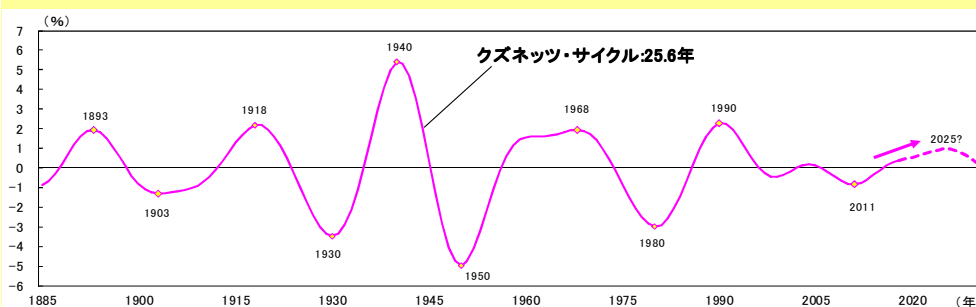
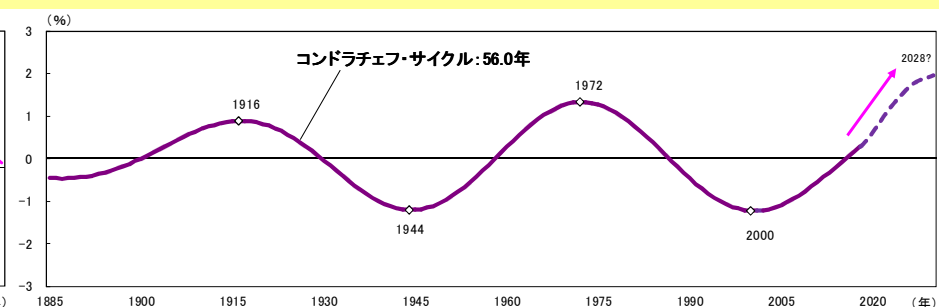


図4. 日本の超長期循環（インフラ投資循環）



(注) 図1～4: 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) 図1～4: 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

表1. 「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、3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。

表2. 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。

○米国の4つの循環～短・中・長・超長期循環の現局面は、2017年から18年にかけて、ゴールデン・サイクルに突入中。但し、一気に無冠状態となる19年以降は、要注意か？～

表1. 米国の名目設備投資／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	2018年まで上昇	上昇局面は 平均1.9年	周期は 平均4.4年
中期循環(ジュグラ)	2012年	2018年まで上昇	平均5.3年	平均9.8年
長期循環(クズネツ)	2010年	2018年まで上昇	平均7.7年	平均16.2年
超長期循環(コンドラチェフ)	2008年	2034年まで上昇	平均26.0年	平均52.0年

図1. 短期循環=キッチン・サイクル
(4.4年周期)

図2. 中期循環=ジュグラ・サイクル
(9.8年周期)

表2. イエレン議長の反応：2015年5月12日（一部抜粋）

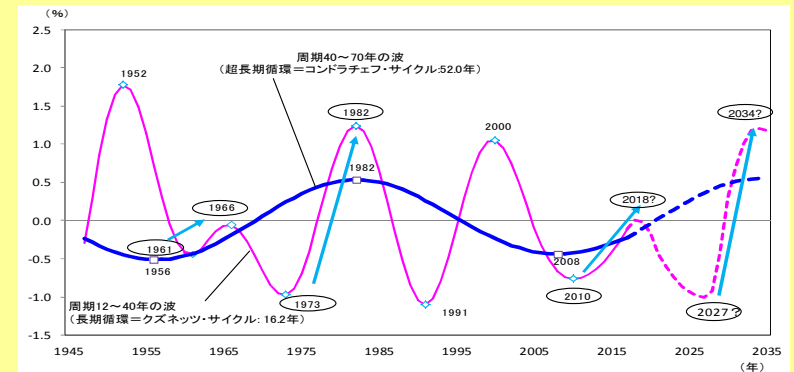
(イエレン議長との会談)

昨年に続きイエレンFRB議長と面談することができました。イエレン議長は、私が説明する日本経済の現状分析を楽しみにしているらしく、興味深く聞いて頂きました。

とくに嶋中雄二氏(三菱UFJモルガン・スタンレー証券エコノミスト)の景気循環論によれば、2016年から日米共にゴールデン・サイクルが実現するという説を紹介したところ、「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。」と感じ入っていました。

(資料)山本幸三衆議院議員「海外出張報告」(2015年5月12日)より一部抜粋

図5. 米国の名目設備投資／GDP比率の複合循環
～超長期・長期の循環の上昇局面が重なるブロンズ・サイクルを形成。～



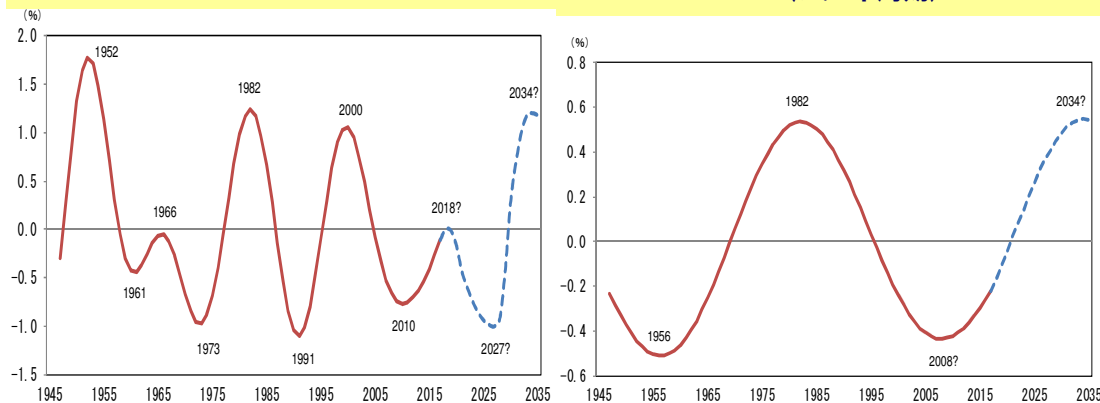
(注) 暦年。直近は17年。バンドパスフィルターにより抽出。

(資料)米商務省資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図3. 長期循環=クズネツ・サイクル
(16.2年周期)

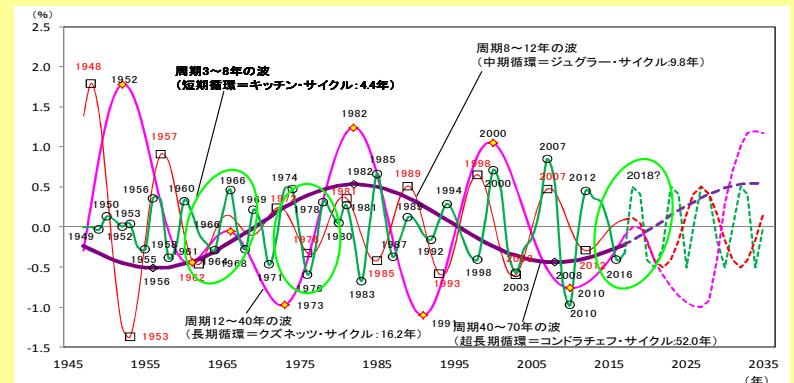
図4. 超長期循環=コンドラチェフ・サイクル
(52.0年周期)

図6. 米国の名目設備投資／GDP比率の複合循環
～2017～18年はゴールデン・サイクルに。～



(注) 表1、図1-4: 短期、中期、長期、超長期循環は、設備投資のGDP比をもとにバンドパス・フィルターにより抽出した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、過去(1947年から)の平均上昇期間により推定。

(資料)表1、図1-4: 米商務省資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成



(注) 直近は直近は17年。バンドパスフィルターにより抽出。

(資料)米商務省資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○中国の4つの循環～2021年までは、長期・超長期のサイクルが下降で重なるネガティブ・ブロンズ・サイクル。短期循環（キッチン・サイクル）は、17年以降19年まで上昇。中期循環（ジュグラー・サイクル）は18年から上昇。～

表1. 中国の名目設備投資／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）	直近の山・谷 谷 2016年	2019年まで上昇	上昇局面は 平均2.6年	周期は 平均4.8年
中期循環（ジュグラー）	山 2012年	2017年まで下降	下降局面は 平均4.3年	平均8.8年
長期循環（クズネツ）	山 2011年	2021年まで下降	下降局面は 平均10.0年	平均20.0年
超長期循環（コンドラチェフ）	山 2011年	2047年まで下降	上昇局面のみ 確認され、36年	（72.0年）

（注）総資本形成の直近はIMF見通し（2017年10月見通し）。短期、中期、長期、超長期循環は、総資本形成のGDP比をもとにバンドパス・フィルタにより抽出した3～8年、8～12年、12～40年、40～70年の波。

（資料）IMF資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成。

図1. 短期循環=キッチン・サイクル
（4.8年周期）

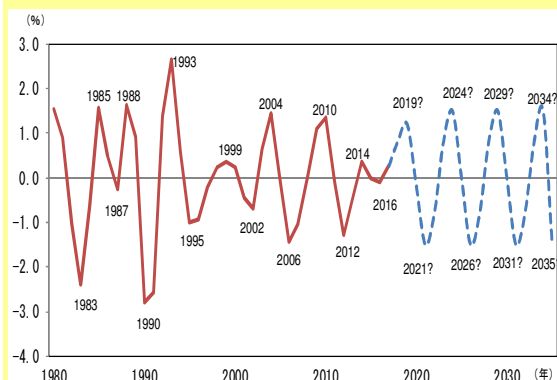


図2. 中期循環=ジュグラー・サイクル
（8.8年周期）

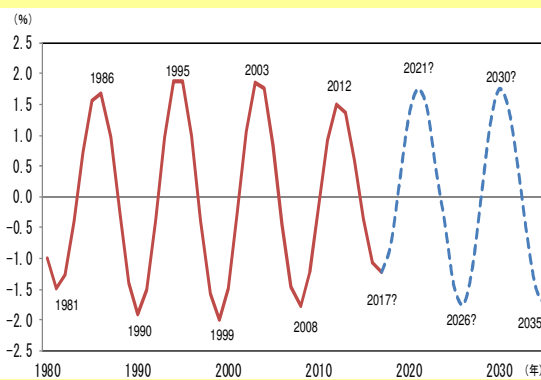


図3. 長期循環=クズネツ・サイクル
（20.0年周期）

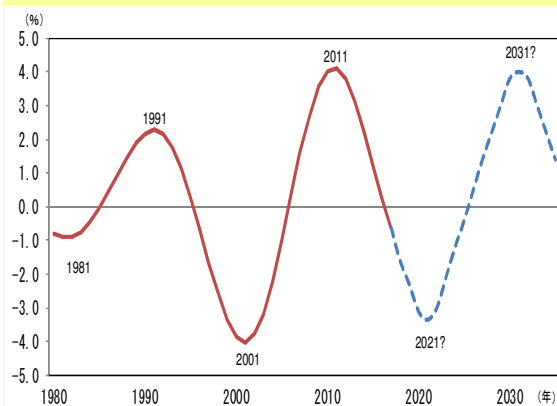
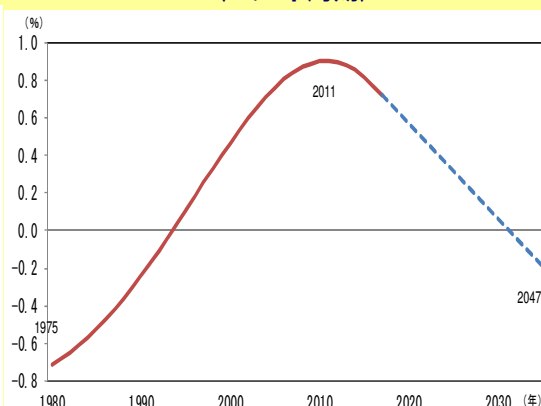


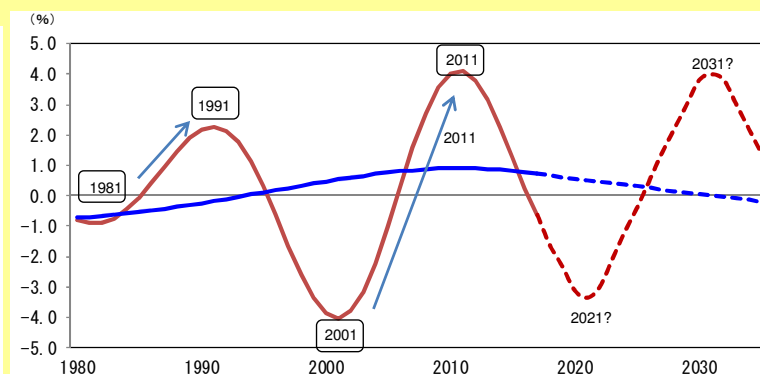
図4. 超長期循環=コンドラチェフ・サイクル
（72.0年周期）



（注）図1～4：短期、中期、長期、超長期循環は、設備投資のGDP比をもとにバンドパス・フィルタにより抽出した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、過去（1947年からの）平均上昇期間により推定。

（資料）図1～4：米商務省資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

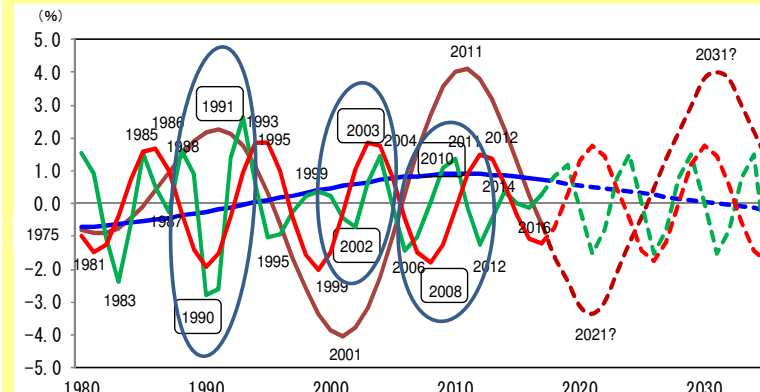
図5. 中国の名目設備投資／GDP比率の複合循環
～ブロンズ・サイクル～



（注）暦年。16、17年はIMF見通し。バンドパス・フィルタにより抽出。

（資料）IMF資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

図6. 中国の名目設備投資／GDP比率の複合循環
～ゴールデン・サイクル～



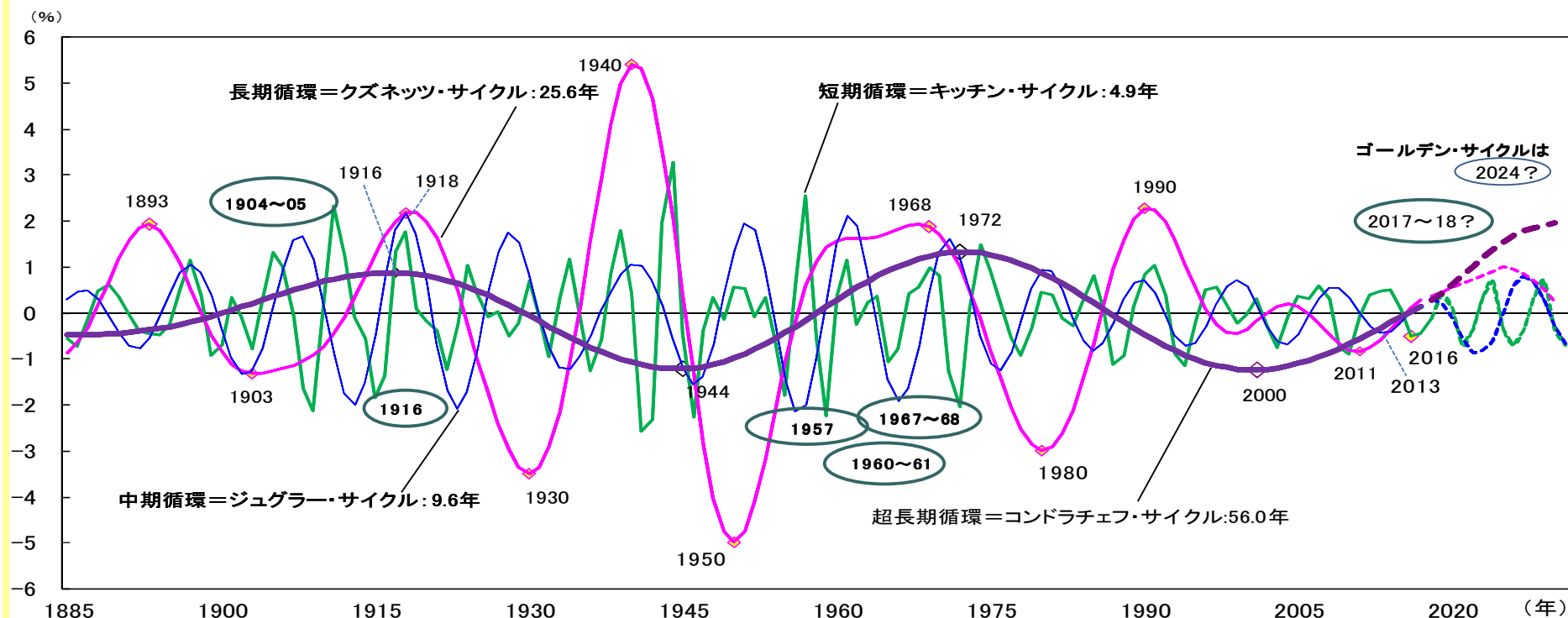
（注）暦年。16、17年はIMF見通し。バンドパス・フィルタにより抽出。

（資料）IMF資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

○名目設備投資/GDP比率のトレンド偏差で見た、日本経済の複合循環～2016年までは短期循環が停滞したが、2017年から18年にかけて、明治以降で6回目、高度成長期のいざなぎ景気以来、ほぼ50年ぶりのゴールデン・サイクルに突入しているとみられる。19～23年には、シルバーないしブロンズ・サイクルとなるが、24年に再びゴールデン・サイクルに復帰へ。大阪万博とリニアに期待。～

【①1904～05（日露戦争景気）、②1916（第一次世界大戦景気）、③1957（神武景気）、④1960～61（岩戸景気）、⑤1967～68（いざなぎ景気）、⑥2017～18（アベノミクス景気）、⑦2024（大阪万博・リニア景気？）】

図1. 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：ジュグラール・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

表1. ジャパン・サミット2014 安倍内閣総理大臣基調講演：2014年4月17日（一部抜粋）

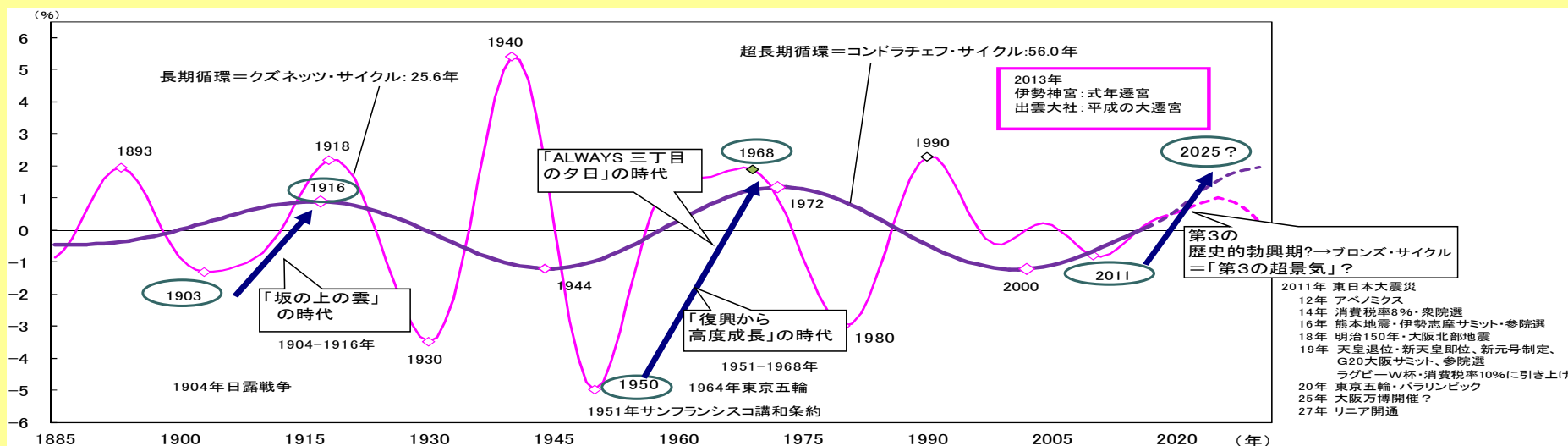
最近私は、30年以上、日本経済の循環を眺めてきた練達のエコノミストによる、ひとつの分析を目にしました。「コンドラチェフの波」として知られる、技術革新やインフラ更新が左右する超長期の循環、また、建設投資を要因とする、長期の循環に当たる「クズネッツの波」。それから、中期、短期の循環である「ジュグラールの波」、「キッチン波」。

これらの超長期から短期に及ぶ4つの波が、いま、日本経済では、揃いも揃って、みんな上向きだと、その意味で、珍しい現象が日本経済に起きている、という分析です。

(資料) 首相官邸ホームページより

○日本経済の歴史的局面～コンドラチェフとクズネツツの両サイクルの、つまり超長期と長期の循環の上昇局面が重なり、「坂の上の雲」の時代、「復興から高度成長」の時代に次ぐ、明治以降で「第3の歴史的勃興」（「第3の超景気（Super Business Cycle）」）の時代か？～

図1. 日本の名目設備投資/GDP比率のトレンド偏差から見た長期循環と超長期循環～2012年から25年まではブロンズ・サイクル（「超景気」）に。～



(注)暦年。直近は2018年1～3月期。長期：クズネツツ・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

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

橋本脩一『企業者精神と長期景気循環―「平成の坂の上の雲」は始まっている―』日本経済新聞出版社/日経事業出版センター、2014年

表1. OECD 閣僚理事会 安倍内閣総理大臣基調演説：2014年5月6日（一部抜粋）

先行きも、視界良好です。あるエコノミストは、これから、日本では、高名な経済学者たちが主張してきた4つの景気循環の波が、すべて上向きになると指摘しています。

(中略)

ノーベル賞の山中教授が実用化への道を大きく拓いた再生医療にも、今後、とてつもない規模の資本が投下されるはずです。

50年から60年周期で起きる、超長期のコンドラチェフ・サイクルが、底を打ち、上昇を始めた。それが、日本です。

(中略)

1964年の東京五輪から半世紀、東京の中心部では、大規模な再開発が進んでいます。さらに2020年オリンピック・パラリンピックが再び開催される。その準備も、いよいよ本格化します。大規模な建設投資によって、長期のクズネツツ・サイクルも上向いている。それが、日本なのです。

(資料) 首相官邸ホームページより

表2. 仮に短期・中期循環は調整しても、「ブロンズ・サイクル」（「超景気」）が成立。～景気循環現象の中で、超長期と長期のサイクルの同時上昇局面である「ブロンズ・サイクル」は、長期間での日本経済の上昇基調を保証する、「超景気」とも呼ぶべき根底のサイン。～

①キッチン(短期：在庫投資循環)	： 4.9年周期	？	「ブロンズ・サイクル」 ＝短期・中期循環を除く 2つのサイクルが 上昇局面で重なる
②ジュグラー(中期：設備投資循環)	： 9.6年周期	？	
③クズネツツ(長期：建設投資循環)	： 25.6年周期	⇒	
④コンドラチェフ(超長期：インフラ投資循環)	： 56.0年周期	⇒	

(資料) 嶋中雄二『ゴールデン・サイクル』東洋経済新報社、2006年などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

嶋中雄二 略歴

◆ 1955年生。東京都出身。

◆ 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 一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。

本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する場合があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、ウェブサイト等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります。今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。

当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう)が、以下の会社の役員を兼任しております:三菱UFJフィナンシャル・グループ、三菱倉庫。

MUMSS のリサーチ関連部署に在籍する職員は株式会社デンソーの社外監査役を兼任しています。当該社員は株式会社デンソー並びに同社の同業他社・仕入先・販売先企業等のレポートの作成には関与しません。

債券取引には別途手数料はかかりません。手数料相当額はお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されています。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティグランキューブ 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 景気循環研究所

(商号) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会) 日本証券業協会・一般社団法人金融先物取引業協会・一般社団法人日本投資顧問業協会・一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本資料は、英国において同国the Prudential Regulation Authorityとthe Financial Conduct Authorityの監督下にあるMUFG Securities EMEA plcが配布致します。また、米国においては、MUFG Securities Americas Inc.が配布致します。