

内外景気の現状と今後の見通し

嶋 中 雄 二

前三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与

景気循環研究所長で、今はエコノミストをしております嶋中でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

お話しするかどうか迷ったのですが、安倍元総理がお亡くなりになったこと、本当に残念でございます。二〇一四年四月、消費税が8%に上がるときですけれども、官邸にお邪魔し、私の「ゴールデン・サイクル論」を御前で披露したことがあります。すると元総理は「これ、いいね」と言われました。その後しばらくの間、元総理に

は、「短期（キッチン・サイクル）、中期（ジューラー・サイクル）、長期（クズネッツ・サイクル）、超長期（コンドラチエフ・サイクル）、この四つの循環が今、全て上昇で重なっていると主張するエコノミストが日本にはいる」と、国際会議の冒頭など、本当にあちこちでの講演の中でご紹介いただきました。秘書官の方からは、「安倍総理の頭には大分『ゴールデン・サイクル論』が定着してきましたよ。『ただ、何もしなくても大丈夫みたいな感じだね』とおっしゃっていました」という話を伺いました。安倍元総理はよくそ

ういう冗談を言われる方でしたが、もちろん、そういう話ではありません。きっと、何もしなくても景気がよくなり続けるのだったら、こんなにいいことはないと思われたのだろうと思います。

一、はじめに

まずはコロナの話です。コロナの資料はもう抜こうかと思ったときもありましたが、抜かなくてよかったというような状況です。

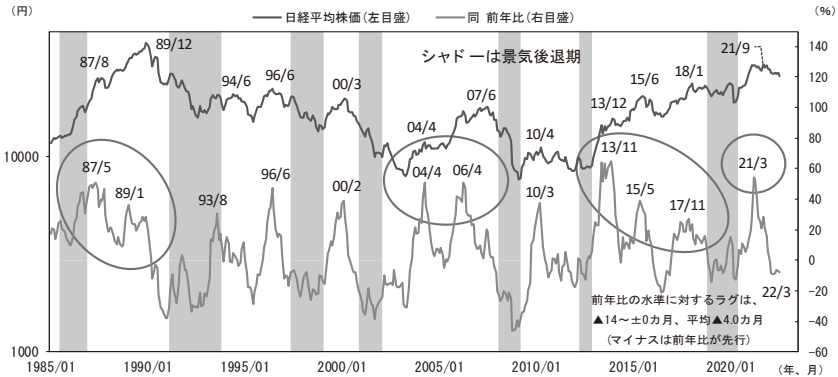
まずは、日本の実効再生産数の推移です。実効再生産数とは、一人のコロナ感染者が新たに感染させる人数の平均値で、これが一を上回ると、しばらく感染が拡大してしまうということです。七月一〇日現在で一・二三ですので、残念ながら再び感染が拡大し、第七波に突入している状況です。ただし、重症者数が非常に少ないので、政府

の新型コロナウイルス感染症対策分科会の尾身会長もおっしゃるように、現時点では警戒はするものの、今までと同様に日常生活に制限をかけるようなことは必要ないのではないか。したがって、経済にマイナスの影響をそれほど及ぼすことはないと考えてよいのではないかと思います。

諸外国の感染状況をみると、イスラエル、アメリカ、インド、ブラジルといったところもかなり増えていることがわかります。また、ドイツはピークアウトの兆しがあるものの、フランスなどはまた増えている状況です。日本も先ほど言ったとおり少し増え始めていて、例えば、東京の新規感染者数・七日平均はかなり急速に増えています。

人出が増えると実効再生産数は上がりますが、このところかなり人出が増えています。その結果、実効再生産数が上がり、新規感染者数も増え

図表 1 日経平均株価と前年比の推移（日付はピークの日付）



(注) シャドーは景気後退局面、直近の山（18/11）、谷（20/5）は暫定。

(資料) 日本経済新聞社、内閣府資料をもとに三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成

ているという状況です。

ただ、人出が増えると個人消費も増えます。小売・娯楽施設へのヒトの移動と日銀の消費活動指数をみると、基本的には上昇方向で人出が推移し、その後を追って個人消費が増えています。

ワクチン接種率（ブースター接種）については、日本は先進国の中でかなり高いほうです。で、これ以上の蔓延を防ぐ一つの手だてになるのではないかと期待しています。

次に、株価の推移です。今日も四〇〇円以上、株価が下がってしまい、二万六〇〇〇円台という状況ですが、いつ底入れできるのだろうかと皆様も気をもんでおられるかと思います。

これは日経平均の前年比と日経平均の水準の推移です（図表1）。一九八〇年代のバブルのころから見てみると、日経平均がずっと上がっているときも、前年比は二つぐらいこぶがあります。つ

まり、長い上昇相場ときは、幾つも前年比のこぶがあるというのが特徴になります。リーマン・ショックの前も、少しバブル的でしたが、二〇〇四年と二〇〇六年に前年比のこぶがあり、上昇相場は長く続いて、結果的にはいざなみ景気という戦後最長（七三カ月）の景気拡大になりました。

今回のアベノミクス景気は、私も委員をしている内閣府の景気動向指数研究会の暫定的な判断によると、二〇一八年一〇月に景気が山をつけており、二〇一二年一月の谷から七一カ月の景気拡大だったことになります。いざなみ景気には二カ月足りなかったものの、それでも安倍元総理の三本の矢、「大胆な金融政策」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」という路線が、特に株式マーケット、為替マーケットに大きく効きながら経済を支えてきたことは間違いありません。

そして、前年比のこぶを見てみますと、二〇一三年一月、二〇一五年五月、二〇一七年一月と三つあり、その間、日経平均は基本的に上昇傾向で推移してきました。したがって今回も、二〇二一年三月で前年比がピークアウトしましたが、当然、前年比ですから、それを受けて二〇二二年三月が底になっております。もし二番底にならず、ここで底入れをして前年比が上昇していくならば、これが基本的に日経平均の水準に先行しますので、二番目のこぶに向かってこれから上がっていく、右肩上がりの上昇相場は維持される可能性があります。

しかし、何もなくていいということでは決してありません。後ほどお話ししますが、財政・金融政策の出番もまだあるのではないかと。一方で、原油価格、資源価格、食料品価格、いろいろなものが上がっていますので、岸田政権としても物価

高騰対策をどうするのか。実態的には、諸外国に比べて一般物価水準がそれほど上がっているわけではありませんが、物価高騰を抑えなければいけないということになると、金融政策のこれ以上の緩和は避けられることになってしまうわけです。そうしますと、少なくともアメリカのように引き締めをしなくても、株価が上がりづらくなる面はあるのではないかと思います。

しかし、二〇一九年からの日経平均の推移と二〇三〇年までのリーマン・ショック前の日経平均の推移を比較してみると、上がり始めると結構早いことがわかります。過去の動きと似ているといっても、少し形は崩れていますが、ここで底入れして前回の傾斜角と同じように上がるとするならば、四万円とは言わないまでも、三万円台後半まで比較的短期間で上がっていくと考えてもおかしくないと思います。しかし、そのきつ

けを政策によってどうつくるのかという点が問われてくることになります。

六月に閣議決定された骨太方針にあるように、岸田総理は資産所得倍増計画を唱えており、このあたりについてはNISAやiDeCoの拡充ということが出ていますが、もう少し詰めて、今後いろいろな政策が出てくるのではないかと思います。また、科学技術への投資、新興企業に対する支援、脱炭素も大事ですけれども、安全保障については、安倍元総理が特に重視していたところでもあり、岸田総理も非常に力が入っています。これはある意味、防衛産業の発展という面にもつながっていくかと思っています。

そして財政については、二〇二五年度のプライマリーバランス黒字化を明記するのは難しいのではないかと抵抗されたことを受け、岸田総理が少し譲歩し、健全化目標の「堅持」が「取り組む」

という形になりました。

そんな中で、重要項目の一つである公共投資ですが、昨日の日経新聞夕刊の「人間発見」でも言いましたけれども、私の師匠の一人で、日本経済研究センターの元理事長の金森久雄さんがもし今生きておられたら、「こんなに公共投資を落としてはだめだ」とおっしゃったと思います。

公共投資は名目・実質とも急降下しています。

前期比で5四半期連続マイナス、前年比で一五%以上のマイナスとなっており、ここまで公共投資が減るのは少し異常なことです。コロナによって執行が少し遅れているとか、東日本大震災からの復興が一巡したとか、そういうことがあるにせよ、ここまで公共投資を落としたら、日本経済に抑制効果が働いていると考えざるを得ません。したがって、そろそろ是正されてしかるべきだと思いますし、実際、年後半には戻ってくるのではない

いかと思います。

追加経済対策については、もう既に第二次補正の話も出てきています。今の公共投資の状況を考えるとまだ大きな対策が必要ですが、悩ましいのは物価が上がっていることです。ただ、物価が上がっているといっても、二%のインフレ目標をようやく達成したといえますが、資源価格の上昇によって一時的にその水準に乗っている状況で、これがもう少し持続的に達成できるようにならないと、黒田総裁率いる日銀としては金融緩和をやめられないというわけです。

これは正しいことだと思います。「悪い円安」論というのもありますが、現在、日本経済を苦しめているのはやはり資源価格の上昇です。特に原油価格が上がることによって、販売価格である輸出物価に比べて輸入物価が上がり、交易条件（輸出物価を輸入物価で割ったもの）が悪化していま

す。本来、円安であれば、日本の物価が安いというところでインバウンドが期待されるところ、そこまでは行っていないし、輸出についても大きな刺激が出るはずですが、やはり不十分な状況です。コロナや世界経済の影響等ありますけれども、原油価格が上がり、おかしなところで生活必需品の物価が上がってしまっている。それを物価高騰対策で抑えようとして、万が一、日銀が金融引き締めの方角に行ったりすると、株式市場も下落してしまいますので、非常に悩ましいところです。

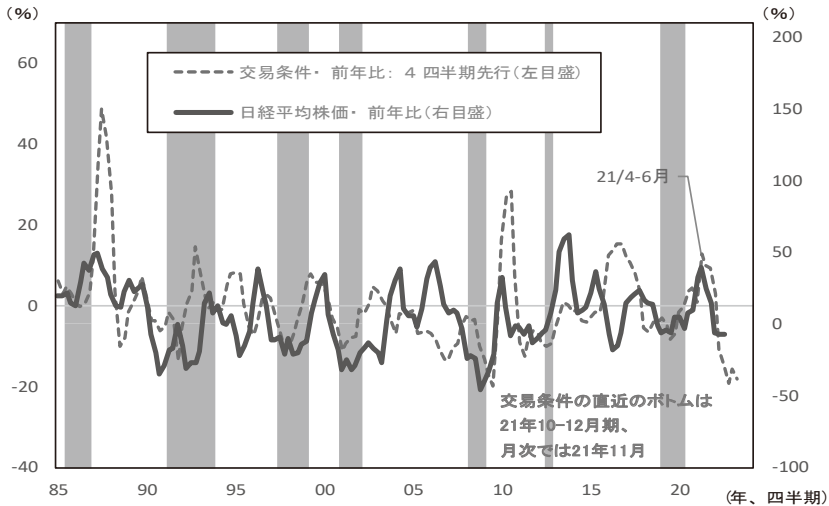
つまり、「悪い円安」というのは正しくなく、円安が悪いというよりも、資源価格が圧倒的に上がっていることが最大の問題です。しかし、それを直すのは日本国としてなかなか難しく、その結果、財政政策や金融政策など、政府あるいは中央銀行が関与するところに批判の矛先が向いてし

まっている面があるように思います。

これは交易条件と株価の推移です（図表2）。実線が日経平均株価の前年比、点線が一年のタイムラグをつけた交易条件の前年比です。原油価格高騰で交易条件は非常に悪化しています。ただし、さすがにどんどん下がっていくのではなく、リバウンドの機会を狙っているような形にはなっています。WTI原油先物価格は一〇〇ドル台ですが、一時は九〇ドル台に下がった局面もありました。これが急速に下がっていくと交易条件は改善し、日経平均も底入れし、反発していくということになります。

どのようなメカニズムかということを交易条件と経常利益の推移で見えます（図表3）。点線が交易条件で、先ほどは前年比でしたが、こちらはトレンド線からの乖離です。そして実線が、一年半のタイムラグをつけた全産業の経常利益（法

図表2 交易条件と株価の推移



(注) 株価の直近は、22年2Q (直近日まで)、交易条件は22年2Q (4-5月)。シャドーは景気後退期。

(資料) 日本銀行、日本経済新聞社資料をもとに三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成

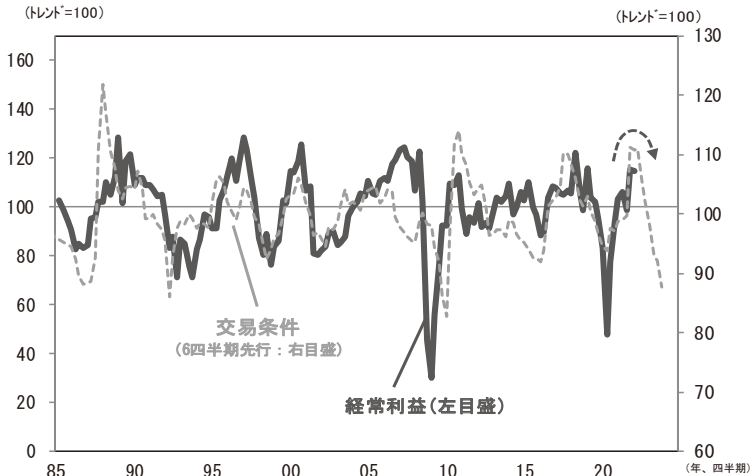
人企業統計)です。これをみると非常によく合っている、合っていないのは二〇〇五年のところで

す。

新聞でも少し言ったのですが、私は一九九〇年代以降、いろいろな景気論争をやってきました、正しく見通したこともあれば、間違ったこともありました。それがこの二〇〇五年のところでは

このとき、私は「交易条件の悪化でこれから景気後退が来る」と言いました。ところが、BNPパリバの河野龍太郎さんは「交易条件の悪化は中国经济が強いからで、景気後退にはならないのではないか」とおっしゃいました。実際のところ、最終的にはリーマン・ショックになったのですが、交易条件の悪化がすぐには経常利益の悪化に結びつきませんでした。中国经济が勃興し、非常に強かったことが原因です。中国が原油を爆買いした結果、日本の交易条件は悪化したものの、他方

図表3 交易条件と経常利益の推移



(注) トrendはHPフィルターにより推計。交易条件の直近は22年4-5月、経常利益は21年10-12月期。

(資料) 日本銀行、財務省資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

で、需要が強かったために日本からの輸出が維持され、企業も現地生産で収益を上げることができたわけです。私は自分のほうが正しいと思っていますでしたが、結局は河野さんのおっしゃるとおりでした。

現在、中国は非常に厳しい状態から徐々に回復方向に向かっていくという見方ができるかと思えます。景気対策もあって中国経済がさらに上昇していけば、二〇〇五年のときのように、交易条件の悪化が日本の経常利益の悪化に即結びつかず、よい状態が続けることができるかもしれません。経常利益の悪化が予想に入ってくると日経平均は下がってしましますが、逆に、企業収益はそんなに悪くならないという予想ができると株価は頑張れるということ、そういう意味では、交易条件をめぐって今一つの正念場が訪れていると言えるのではないかと思います。

アメリカのISM製造業景況指数（PMI）、

中国の財新製造業景況指数、ユーロ圏の製造業景況指数、日本のauじぶん銀行製造業景況指数の推移を見てみますと、中国の財新は、山も谷も一貫してほかのPMIに比べて先行していることがわかります。今回、ゼロコロナ政策による上海のロックダウンが効き、四月にかけて大きく落ちたわけですが、ロックダウンの解除により足元で急速に改善してきています。製造業だけでなく、特に顕著なのは財新サービス業PMIです。こちらその他のPMIに比べて先行しており、足元で急速に持ち直し、よい悪いの分水嶺である五〇%ラインを超えている状況です。

製造業・サービス業ともに中国のPMIが一貫して先行していることを考えると、アメリカについては、これから少し調整するかもしれませんが、正式に定義されたりセッションまでは行かな

い。ISM製造業PMIが五〇を下回る可能性はあるものの、再び上昇に転ずるのではないかと今のところは考えております。これもFRBの金融政策によって、今後どうなるかというのはまた変わってくるだろうと思います。

OECDの景気先行指数を見ると、日本はまずまずですけれども、中国、アメリカ、ヨーロッパは一〇〇のラインを下回っています。このようにOECDの景気先行指数上は少し厳しいということ、有名なアナリストであるエド・ハイマン氏は、「この水準から判断して、アメリカ経済は景気後退の確率が高まっている」という言い方をしています。しかし私は、そこまで言うのはまだ早いのではないかと思います。

二、米国の景気動向

アメリカのコンファレンス・ボードの景気先行指数は、二月をピークに五月まで三カ月連続で下がっています。ただ、その下がり方は、過去の景気後退時に比べると、前年比の落ち込みが極めて少ない。また、先行指数（前月比年率）の三カ月移動平均も、リセッションのときは切り込みがかなり激しくなるのですが、今回はまだそういう兆候は出ていません。つまり、何かショックがあったら別ですけれども、今のところはリセッションではなく、景気後退に近い踊り場ということになるのではないかと私は思っております。

アメリカの長短金利差について、二年債と一〇年債の利回りが逆イールドになると景気後退と言う人もかなり多いのですが、FFレートを短期金

利とみなして一〇年債利回りと比べてみると、一〇年債利回りのほうがFFレートよりも低くなると、リセッションの可能性が高くなります。しかし、今はそんな状態ではなく、過去リセッションになったときのような様相は全く呈していません。実際、アメリカのC Iの先行指数の中では、長短金利差がマイナスになる、つまりFFレート基準で逆イールドにならないと、この指標そのものをマイナスとして扱わないので、意外に健闘していると私は思っております。

しかし、コンファレンス・ボードとミシガン大学の消費者信頼感指数の期待指数をみると、かなり厳しいです。原油価格が上がった分、そのまま消費者マインドが落ちてしまうという面があり、これがあまり悪くなるとやはりリセッションの可能性が増します。したがって、注意するにこしたことはありませんが、まだNBER（全米経済研

究所)が判定する意味でのリセッションではないと判断しています。

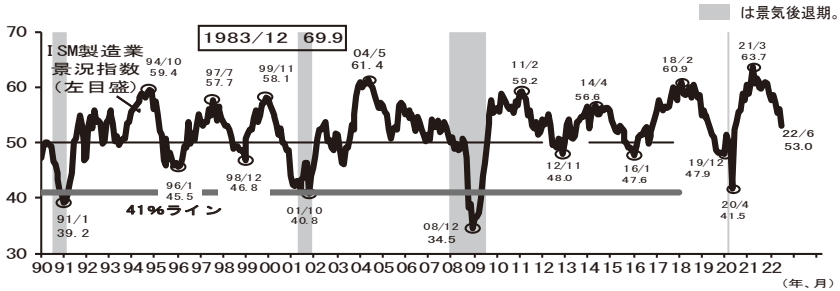
アメリカの六月の失業率は三・六%でした。雇用統計が意外に堅調だったということで、リセッション懸念は遠のいたと一時言われたものの、アメリカでは毎日日替わりで、「リセッション懸念」「いや大丈夫」というようなことを繰り返しています。FRBが〇・七五%の利上げを再び行うことはほぼ確実な情勢ですが、いつまでも〇・七五%の利上げを続けていたら本当にリセッションになってしまいますので、どこでもう少し利上げ幅を小さくするか、あるいは少し休むかということになります。一番重要なのは、個人消費デフレーター・コアです。個人消費デフレーター(除く食品・エネルギー)は二月がピークで、四月にかけて少し下がっていますが、まだ四・九%です。これが急速に下がってくる局面が出てくる

と、FRBも、もういいかなと思いはめるのではないかと思います。

私もお会いしたことがあるノーベル経済学賞を受賞したミルトン・フリードマン教授がマネタリストとして強調されていたのは、要するにマネーストックの伸びが先行するのだと。これが十分に減速していれば、たとえ消費者物価や個人消費デフレーター・コアが前年比で高止まっていたとしても、間もなく急速に減速するということで、物価の鈍化はもうビルトインされていると考えるべきだとおっしゃっていました。このように言う人は今ほとんどいません。つまり、マネタリストがいなくなったということでもあります。

日本においては、マネーストックの減少が景気の減速につながるということで心配されている面もあります。しかしアメリカでは、物価の伸びが下がるかどうか死活的な条件であり、マネース

図表4 製造業の企業マインド (ISM 製造業景況指数)



(注) 1970年以降、41%ラインを上回ると、鉱工業生産は前月比プラスへ。下回ると、景気後退へ。
(資料) ISM (米国供給管理協会)

トックはかなり減速していますので、恐らく物価は鎮静に向かうのではないかと私は判断しています。それが早くわかれば、これ以上の利上げをする必要はないわけですが、それをわからずにどんな闇雲にやってしまうと、景気後退になるということではないかと思います。

景気後退かどうかを判断する一つの道具として、ISM製造業景況指数があります(図表4)。

一九九〇年代以降、リセッションになったのは、一九九〇～一九九一年の湾岸戦争、二〇〇一年の同時多発テロ、二〇〇八年のリーマン・ショックのときで、それぞれ景気後退を示す帯が入っています。そして二〇二〇年、これはわずかに二カ月しか景気の一致指数が落ちなかったのですが、NBERが景気後退と認めてしまいました。このときのレベルは四一・五%です。基本的には、四一%ラインより下へ行くと大体リセッション

ンになります。しかし、五〇%を下回るラインで止まって、再び回復するということが過去には結構ありました。一九九六年、一九九八年、二〇一年、二〇一六年のところですが、いずれもリセクションにはなっていません。

したがって今回も、リセクションにはならず、途中で反転上昇するような動きになる確率のほうがやや高いのではないかと思います。ただ、ショックというのは起こり得ます。アメリカやヨーロッパ、あるいは中国で不測の事態が起こり、経済的なショックが走ってしまうと、即景気後退になる可能性はあるものの、今のところはリセクションではないと思います。

アメリカは既に一・三半期にGDPが前期比年率でマイナスになっていて、二・四半期連続でGDPが前期比マイナスになるとリセクションだと言う人もいますが、実はこれは誤りです。議会予算

局の簡便法で、過去リセクションになっているときを見たら、二・四半期連続でGDPが前期比マイナスになっていることが多いというだけの話です。本来は、NBERが委員の経済学者たちに呼びかけて電話会議を開き、景気動向指数の一致指数や月次GDPなど、さまざまなものを手がかりに月次で判定しています。間違った認識の人が多いので、私としては、日本で内閣府の景気動向指数研究会の委員をやっている以上、四半期のGDPでつけるのではないということを強調しておきたいと思います。

他方で、アメリカの金融引き締め、あるいは原油価格の上昇に伴い、住宅需要に厳しい影響が及び始めていることも事実です。いくつかの指標を見てみますと、住宅市場指数は一戸建ての住宅販売について販売業者にアンケート調査したもので、五〇を上回っていれば基本的には好況水準で

すが、明らかにピークアウトしています。また、新築住宅着工件数・許可件数、住宅ローン申請指数、中古住宅成約指数はかなり落ちており、新築住宅在庫月数は増えているという状況です。

しかし、S & Pケース・シラー住宅価格指数やFHFA（連邦住宅金融庁）住宅価格指数をみると、前年比ではまだかなり高く、FRBがここを潰しにかかっていると考えてもいいのかもしれないが、これが急速に減速してくると、もうやめておこうかなと思うのかもしれない。しかし、率直に言ってそれは時間の問題なので、少なくとも住宅のほうにはもう悪い影響が及び始めているということかと思えます。

ただし、実質個人所得、実質企業売上高、非農業部門雇用者数を指数化したもの、そして鉱工業生産をみると、足元はまだ堅調だと判断してもおかしくありません。現実の経済はしっかりしてい

るけれども、株価や住宅といった先行的な部門が弱くなってきた段階で、もういいということやめてしまえば、あとのところにも波及しますから、景気後退にならなくて済むわけですが、全てが悪くなるまでやり続けてしまう。どうもこれが世界的に見た中央銀行の悪い癖で、オーバーキルが懸念されます。

FRBの金融政策がどこで引き締め度合いを緩めるか。中間選挙に向かって、「とにかく物価高騰を抑えなければいけない。それが至上命題だ」と任命者であるバイデン大統領がパウエルさんに語りかけると、パウエルさんも少し困る面があるかもしれませんが。もちろんFRBは独立した機関ですが、いずれにしても金融引き締め度合いがあまり強くなるのは好ましくないと思います。

WTI原油先物価格は少しピークアウトしていることは明らかです。三月は一三〇ドルで、現在

の水準より三〇ドル近く高いところにあつたわけですから、どこかで急速に下がれば、もう金融引き締めをしなくていいということになるかと思いますが、なかなか下がらない。戦争もあるので難しいところはあるものの、これが高止まっていると、金融引き締めも続いてしまうということだろうと思います。このように金融政策当局と原油価格のにらみ合いが続くことで、将来の経済の果実が摘み取られてしまうことが心配です。

三、中国の景気動向

次に、中国です。

自動車販売については、五月が季節調整済み前月比で五五・二％、六月が二五・六％と大きく上昇しています。これは上海のロックダウンが解除された結果です。ゼロコロナ政策で今まで全く開

けられなかったショールームも、今は全開になっています。

上海やマカオでは、コロナの感染者が増加し、再びロックダウンになるのではないかという説もあります。今のところ当局者は否定しています。まだコロナの話がくすぶっているのはなぜか。一つには、中国のワクチンがあまり効かないからということがあるようです。日本のようにファイザーやモデルナのワクチンを中心に使っていないことが、シラミ潰しにPCR検査をして、外に出るなという状態をつくっているのかもしれない、いずれにしても、普通の状態であればこれから回復していくと思います。

しかも、中国は新たに、自動車についての減税や、三〇兆円規模の景気対策を行うと言われています。夏の北戴河会議、秋の共産党大会に向けて、習近平国家主席もさすがに景気対策をやる気

になったのかなということ、少し明るさが増し始めています。

そして金融政策です。マネーサプライが増加傾向で、七〇都市の住宅価格が前年割れしている中、アクセルを踏んで預金準備率をどんどん下げ、金利も下げてきたことがようやく実を結び始めつつあります。中国は、アメリカやヨーロッパとは全く逆の金融政策をとっています。つまり、とにかく緩和の方向で来ていますので、早く底入れする可能性が高いということは注意して見なければいけません。逆に言うと、中国が明るい希望になってくるということです。

預金準備率は下がっていますが、まだまだ下余地があります。主要行ではまだ二桁です。そして、物流景気指数は底入れ感が出てきています。先ほどの、交易条件が悪化しても、中国の景気がよくなれば景気後退にはならないという、私が間

違った論争ですが、これを振り返ってみると、中国景気が思ったより先に改善してきたということであれば、交易条件の悪化は必ずしも心配しなくてもいいのかもしれませんが。

四、ユーロ圏の景気動向

次に、ヨーロッパです。

消費者物価指数は非常に高い伸びを示しています。そういう中で、ドイツの住宅価格が上がっています。そして、ZEW景気期待指数、これは金融機関に地場の業界の景況感を聞いたもので、足元一番ひどかった四月から少し改善してきています。ただ、ヨーロッパは戦争の問題を抱えているため、なかなか簡単ではありませんが、ZEW景気期待指数が改善すると、ユーロ圏のPMIが改善してきますので、少しは期待できるところがあ

ります。

ただし、ユーロ圏のマネタリーベースはどんどん減速しています。そういう中で、ECB（ヨーロッパ中央銀行）は金融引き締めの方針を固めています。もちろん、ハト派の人は「柔軟なアプローチを維持すべき」と言ったりもしていますが、大体ヨーロッパでは、イタリアやスペインといった南欧の国は金融引き締めにあまり賛成せず、ドイツなどはいつも賛成という傾向があります。

いずれにしても、日本とは比べ物にならないくらい物価が上がってしまった中で、例えば「九月に〇・五%の利上げが必要だ」と言っている中銀もあり、早期に大幅な利上げを行って一挙にマイナス金利を解消してしまうことになる、それによる打撃も考えなければいけません。ECBはFRBを見ているので、FRBがあまりに

タカ派過ぎると少し厳しい面がありますが、先ほど言ったように、物価の減速が意外に早くやってくるということであれば、その矛先が少しかわされる可能性もあるのかなと思います。私はどうしても、引き締めをやり過ぎるのはまずいのではないかという観点から考えてしまうのですが、それはなぜかというと、株式市場が潰れてしまう可能性があるようなことは避けたほうがいいと思っていますからです。

五、日本の景気動向

次に、日本です。

公共投資ですが、足元少し改善し始めています。そして、景気ウォッチャー調査でも、やはり改善の動きが出てきています。インバウンドについては、個人旅行はまだですけども、六月一〇

日以降、添乗員つきのグループ旅行が解禁され、一日の入国者総数も一人から二万人に引き上げられました。しかし、二〇一九年までは一日約九万人、しかも個人旅行が中心でしたから、早くそういう方向になってほしいところではあります。一方でコロナの第七波が来ていることもあり、岸田政権としても水際の判断を緩めるのはなかなか難しいというのが今の状況です。

日銀短観では、大企業・製造業で足元少しピークアウト感が見られます。しかし、水準的には、「良い」と答えた企業の割合が「悪い」と答えた企業の割合を上回っており、いわゆる「好況」の状態です。ただ、これは大企業に限ったことで、残念ながら中小企業については、「良い」が「悪い」を下回っているということで、格差が生じています。

非製造業も、コロナによる規制がようやく緩和

され、大企業は元気になってきた一方で、中小企業にとっては厳しい状況が続いています。

二〇二二年度の大企業の設備投資計画（全産業）は非常に強いです。DXとか脱炭素とかいろいろある中で、ロボットを入れて合理化していくという動きもかなり活発になっており、設備投資の意欲が強いというのは非常にいい傾向だと思います。

内閣府CIの景気先行指数の動きをみると、足踏みといえば足踏みですが、五月までかなり高水準で推移しています。そして、同じく一致指数も持ち直しの動きが見られます。五月に鉱工業生産が前月比で七・二%も落ちてしまったにもかかわらず、これだけ維持しているということは、景気に衝撃を吸収する力が備わっていると見ることができますので、日本もすぐに景気後退になるようなことはないと思われます。

図表5 景気後退と判定するための「3つのD」

(1) 波及度(Diffusion)
景気後退と判断するためには、転換点を経過した後、経済活動の収縮がほとんどの経済部門に波及・浸透しているかについて、更に確認する。
【目安】山をつけていない系列数が過去の参照すべき局面と同等以下。
(2) 量的な変化(Depth)
経済活動の収縮の程度が顕著でなければ景気後退とみなすことはできない。このため、CI一致指数を参照し、顕著に反転下降したことを確認する。
【目安】CI一致指数が過去の参照すべき後退局面のうち下降が小さかった例と同等以上に下降。
(3) 景気後退の期間(Duration)
景気後退の期間が極めて短ければ、景気後退とみなすことは適当でない。
【目安】景気の谷が、直前の景気の山から5か月以上経過、かつ前の景気循環の谷から15か月以上経過。

(資料) 内閣府経済社会総合研究所資料をもとに三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成

次に、ヒストリカルD Iの推移です。景気動向指数の一致指数をもとに、不規則変動をならして五〇％ラインを超えていれば景気の拡張期、そして、五〇％ラインを下回っても、限りなくゼロに近づかない限り景気後退への波及は少ないということで拡張期は続きます。残念ながら、二〇一八年一〇月の暫定の景気の山の後、二〇二〇年五月に至るまで五〇％ラインを下回り、その間ゼロまで行ってしまうました。つまり、全ての指標がだめになったということで景気後退だったわけですが、二〇二〇年五月を底に景気は拡張傾向になり、一時は五〇を下回ることもあったものの、最近再び五〇を上回っています。

こういう話になるといつもさまざまな議論が起きます。「景気後退と判定するための『3つのD』の一つに「波及度(Diffusion)」があります(図表5)」。景気後退と判断するためには、転換点

を經過した後、経済活動の収縮がほとんどの経済部門に波及・浸透しているかどうかチェックする必要がある、限りなくゼロに近づいていなかった二〇二一―二〇二二年は、景気後退ではなく踊り場だということです。「技術的なことを言われても全く実感がない」とよく言われますが、テクニカルにはかると、現在も景気拡張は続いています。

心配なのは、マネーストック(M2)です。もちろん日銀が関与しているのですが、金融機関の預金の量が基本で、これが減速している。つまり資金需要が少なくなっているということです。マネーストック(M2)は先行指数の一つです。で、財政が拡大するときに日銀が国債を買ってマネタリーベースを増やさないと、マネーストックはなかなか容易には増えません。したがって、これができるかどうかです。

鉱工業生産については、先ほど言ったように、五月に前月比で七・二%も落ちました。しかし、六月と七月の製造工業生産予測指数(大手メーカーの生産計画)は、それぞれ前月比で一・二%増、二・五%増と非常に強くなっていますので、挽回生産がこれから始まってくるのではないかと期待しています。

日銀が供給しているマネー、すなわちマネタリーベースの推移は、少し失速し、三カ月前比年率はマイナスになっています。そしてマネタリーベースが落ちると、マネーストック(M2)も一緒に落ちてしまいます。なぜかという、日銀がハイパワードマネーを供給しているからで、これはつまり、金融緩和は今やっていないということです。意外に思われるかもしれませんが、限界的な動きでみると金融は緩和されていない。そこが少し心配です。

過去、日本のマネーストック(M2)が非常に増えたのは、一九七二―一九七三年の列島改造ブーム時、一九八九―一九九〇年のバブル時、そして今回です。マネーストックにはもちろん日銀券等も入っていますが、基本的には預金の合計です。これが給付金などで膨れ上がったものの、ピークアウトしており、これから日銀がここを引き締めると景気は悪くなります。金融緩和と言いつつ、実際はそれほどないので、株式マーケットとしては、引き締めは何とか回避してもらいたいと思います。

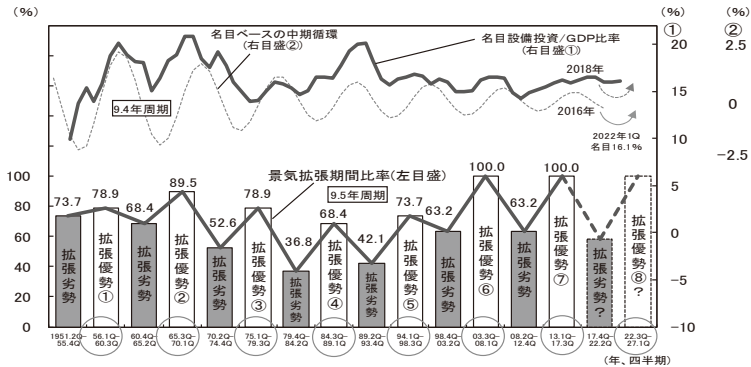
アメリカでも、マネーストック(M2)は減速しています。マネタリストのミルトン・フリードマン教授の立場からしたら、「物価の減速鈍化はビルトインされている。したがって、もう引き締めはしなくていい」と言われるでしょう。しかし、やろうとしていますから、ここが問題です。

全要素生産性、すなわち資本ストックや人口の伸びの貢献度を全体から引いた残差ですが、これが上がってきています。この背景には、やはり設備投資が上がり始めているということがあってはならないかと思っています。

先ほど言ったように、設備投資計画が非常に強いということは、これから中期的に設備投資が出てくる時代になるということではないかと思っています。

これは景気拡張期間の比率をみたものです(図表6)。この分析概念は、私が開発したものです。景気拡張期間の比率が長いときと短いときが四・七五年ずつで交代しており、一九五一年から一度の例外もなく七回繰り返しています。そして、足元の二〇二二年の第2四半期、四―六月期で悪い時期が終わろうとしています。ということは、二〇二五年の大阪・関西万博、二〇二七年の

図表6 設備投資比率と景気の拡張期間で見た中期循環～「拡張優劣の法則」～



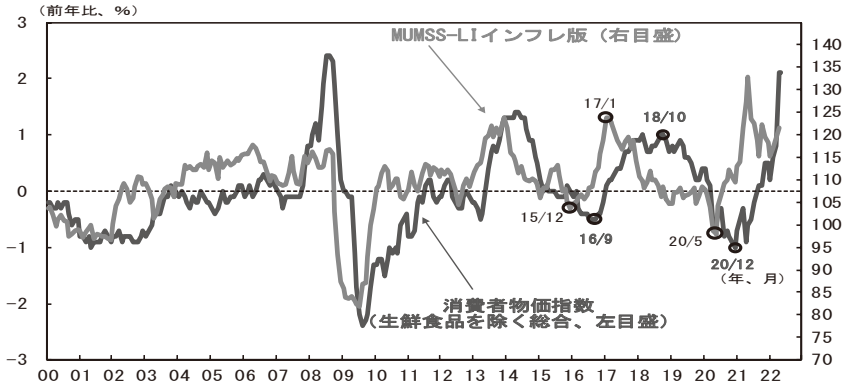
- (注1) 設備投資比率は、暦年ベース。直近は22年1～3月期。
 名目設備投資/GDP比率の中期循環はバンドパス・フィルターにより周期8～12年の波を抽出(1885年以降)。
 (注2) 図中の棒グラフのシャドー部は、相対的に拡張期間の短い時期を示す。点線並びに最後の2つの棒グラフは、すべて嶋中の予測。
 (注3) 拡張期間比率は、全期間に占める景気拡張四半期数の割合(%)。51年度以降、4.75年(19四半期)ずつで「拡張優勢」期と「拡張劣勢」期が交互に繰り返しており、その周期は9.5年。
 (資料) 嶋中雄二「これから日本は4つの景気循環がすべて重なる。ゴールデン・サイクルⅡ」東洋経済新報社、2013年。
 内閣府『国民経済計算』、『景気動向指数』などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

リニアに向かって、再び中期的な建設投資循環の上昇期に入ってきますので、足元の状況は別として、この七・九月期から「良い四・七五年」になる可能性はかなり高いのではないかと思います。楽観的な議論をして誠に申しわけないのですが、過去の確率は一〇〇%ということですから。

政治・外交日程を考えると、岸田政権は黄金の三年間に突入できたことになります。政権が安定する条件が整ったことは、経済にとってもプラスになります。

訪日外国人は、二〇一九年には年間三一〇〇万人を超えていたものがコロナでほとんどいなくなりましたが、この六月から制限が緩和され、また再び戻ってきています。これが全開になると、一〇〇〇万人、二〇〇〇万人というのは時間の問題になると思います。このあたりは経済、特に観光業、サービス業、小売業にとってプラスではない

図表7 コアCPIとMUMSS-LIインフレ版



(注) 消費者物価指数は消費税率引上げの直接的な影響を除いている。

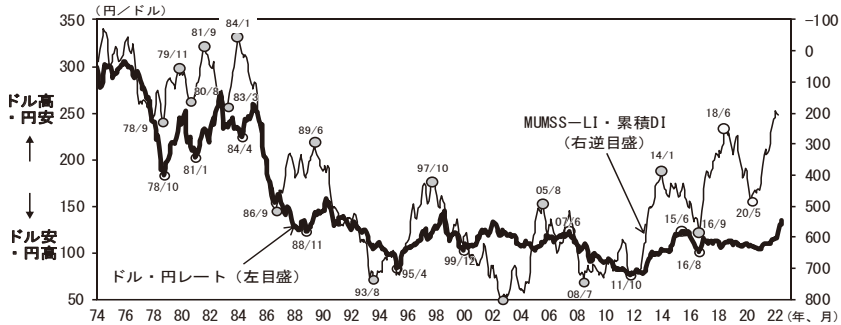
(資料) 総務省「消費者物価指数」などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

かと思っています。

皆様も物価のことを心配されていると思います。消費者物価指数(生鮮食品を除く)が二%のインフレ目標の対象になっていますが、現在は二%近傍にいます(図表7)。しかしこれは、為替の影響もあるものの、原油価格が大きく影響しています。ところが、MUMSS-LIインフレ版、これは国内企業物価の先行指数としてつくった商品市況を中心とした先行指数ですが、もうピークアウトしていますので、消費者物価のピークアウトは近いのではないかと思います。こういうタイムラグの問題を考えると、今上がっているからといって、あまり引き締めをするのは得策ではないと思います。

為替の先行指数も、私が一九九〇年に開発しています(図表8)。太い線が実勢ドル・円レートで、上に行くとドル高・円安、下に行くとドル

図表8 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2022年7月1～11日前場平均値。

(資料) 日本経済新聞、三菱UFJ モルガン・スタレー証券『MUMSS 先行指数』

安・円高です。その中身というと、実質金利差や円レート加速度（円レートの前年比の前年差）等で、▲が多いということは、円安方向を向いているということです（図表9）。残念ながらいいですか、円安への力はまだ強いと思います。円安は、株式市場にとっては本来プラスですし、インバウンドにとってもそうですが、「悪い円安」と一方的にとられるかどうかということが一つの鍵ではないかと思えます。為替については、一四〇円台になる可能性もあるかと思えます。

次に都市の再生計画についてですが、二〇三六年度までの東京の大規模再開発計画は、非常に活況です。

東京だけではありません。大阪では二〇二五年に大阪・関西万博が開かれますし、名古屋では二〇二七年に東京・名古屋間のリニア開通が予定されていますので、非常に活発な建設活動が期待で

図表9 MUMSS-LI 為替（ドル・円レート）版・個別指標の推移

	21 12	22 1	22 2	22 3	22 4	22 5
MUMSS-LI DI	29	43	29	57	57	
1 日米鉱工業生産比率 前年比 (%)	○ -1.2	○ -3.8	▲ -6.4	▲ -6.7	▲ -10.5	
2 米国小売売上高 前年比 (%) 逆サイクル	▲ 16.8	○ 13.7	○ 17.7	○ 7.3	○ 8.2	
3 日本経常収支 季調値 (百万ドル)	▲ 783	▲ -728	▲ 3,237	○ 12,146	○ 3,179	
4 日米実質長期金利差 (日本-米国) (%)	▲ -0.56	▲ -0.59	▲ -0.59	▲ -0.65	▲ -0.83	
5 ロンドン金価格 (月末値) 前年比 (%)	○ -4.3	○ -3.7	○ 9.6	○ 14.8	○ 8.1	▲ -3.2
6 日経商品価格指数17種 (月末値) 逆サイクル (1970年=100)	▲ 203.734	▲ 208.161	▲ 213.382	▲ 224.302	▲ 230.161	▲ 224.056
7 円レート加速度 (%) 逆サイクル	▲ 14.6	▲ 15.9	▲ 13.5	○ 7.8	○ 14.5	▲ 16.2

(注) 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・スタンレー証券作成

きると思います。

最後になりますが、短期、中期、長期、超長期の循環、すなわち、キッチン・サイクル（在庫投資循環）、ジュグラール・サイクル（設備投資循環）、クズネッツ・サイクル（建設投資循環）、コンドラチエフ・サイクル（インフラ投資循環）、この四つの循環が全て上昇になることを「ゴールドン・サイクル」と私は名づけました（図表10）。「ゴールドンクロス」と間違える人がいますが、全く違います。『景気循環論』（一九三九年）の中で、シュンペーターは「キッチン、ジュグラール、コンドラチエフの三つのサイクルが全部下がったときに大不況が来た」と言ったのは有名ですが、「逆に、三つのサイクルが全部上がったときには、大きな山が来るのではないか」とも言っていたわけです。私は、それにクズネッツ・サイクルも加えて四つのサイクルにし、「ゴールド

図表10 「ゴールデン・サイクル」とは

①キッチン(短期)	: 4.6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 * ①、③、④または、②、③、④の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」 * ③、④の2つサイクルの上昇局面は 「ブロンズ・サイクル」または「超景気」
②ジュグラー(中期)	: 9.4年周期	↗	
③クズネッツ(長期)	: 25.6年周期	↗	
④コンドラチェフ(超長期)	: 55.5年周期	↗	

(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。

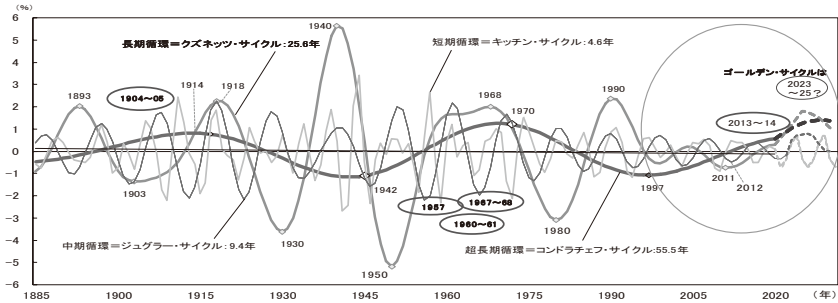
同『これから日本は4つの景気循環がすべて重なる』東洋経済新報社、2013年、また、同『第3の超景気』日本経済新聞出版社、2018年に詳述。

ン・サイクル」と言い直しました。

では、今はゴールデン・サイクルかと言われると、残念ながら短期の循環が少し弱いです。しかし、中期、長期、超長期は上昇しています。

こちらを御覧ください(図表11)。冒頭お話ししたとおり、二〇一三～二〇一四年、アベノミクスの初期はゴールデン・サイクルでした。その前は、一九五〇～一九六〇年代の神武・岩戸・いざなぎの三大景気、そして一九〇四～一九〇五年の日露戦争景気のときです。もし循環が同じだとすると、次のゴールデン・サイクルは二〇二三～二〇二五年になると思われます。そのとおりになるかどうかわかりませんが、何とかここで政策を踏ん張って、あまり過度の引き締めには転じないということであれば、二〇二五年の大阪・関西万博に向かって設備投資が今上がり始めていますので、中期的な設備投資循環に主導されるゴールデン・

図表11 日本の名目設備投資／GDP 比率の複合循環～2013～14年に、明治期以降 5 回目のゴールデン・サイクルに突入したが、現在は空白期に。次の 6 回目は23～25年か？～



(注) 暦年。直近は2021年1～3月期～7～9月期。短期：キッチン・サイクルの周期4.6年、中期：ジュグラー・サイクルの周期9.4年、長期：クズネッツ・サイクルの周期25.6年、超長期：コンドラチエフ・サイクルの周期55.5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、同『第3の超景気』日本経済新聞出版社、2018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・スタンレー証券作成

サイクルがやってくるのではないか。そして株価については、来年春ごろ、三万五〇〇〇円ぐらいになっても全くおかしくないだろうと思っており
ます。

以上で私の話を終わらせていただきます。御静
聴ありがとうございました。(拍手)

○増井理事長 景気循環論のお立場から、いろい
ろ懸念はあるものの、最終的には明るい見通しを
語っていただいたと思います。

御質問等いかがでしょうか。——それでは、私
から一つだけ御質問させていただきます。

今のお話ですと、日銀が金融緩和を続ける一方
で、アメリカは、多少利上げはするものの、なる
べく早いうちにそれを解除してもらおうということ
だろうと思います。そのシナリオがうまくいかな
いと、円安がどんどん進むことになるような感じ

もするのですが、これが進行してしまうと、また景気の足を引っ張ることになると思います。そのあたり、日銀のやれる範囲はそんなに大きくないと思いますが、結局、アメリカの対応待ちのような状況と考えざるを得ないのでしょいか。

○嶋中 おっしゃるとおりだと思います。ただ、アメリカが金融引き締めをやり過ぎると当然リセッションになり、ドルは急落して円高になってくるでしょうから、その後、日銀がどんどん引き締めていくことは難しくなります。したがって、引き締めをしようと思ったら、今のうちかも知れないのですが、それをするとう株価が急落して、景気を痛めつけてしまうので、今の緩和と言われる状態をできるだけ続けることが望ましいのではないかと。私はこのように考えています。

○増井理事長 そのほかに御質問ございますでしょうか。——それでは、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ましたと思います。

今日は、大変多岐にわたるデータやグラフを使つてわかりやすく御説明いただき、嶋中さん、どうもありがとうございました。（拍手）

（しまなか ゆうじ・前三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与 景気循環研究所長）

（本稿は、令和四年七月一二日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

内外景気の現状と今後の見通し

嶋 中 雄 二 氏

略 歴

エコノミスト

前三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与 景気循環研究所長

1978年三和銀行（現三菱 UFJ 銀行）入行。同行調査部（東京）などを経て、1984年日本経済研究センター研究員。1989年三和総合研究所主任研究員。1997年三和総合研究所主席研究員。2006年三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング投資調査部長兼主席研究員。2007年三菱 UFJ 証券参与景気循環研究所長。2010年三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券参与景気循環研究所長。

2022年6月三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券参与景気循環研究所長を退任。

内閣府経済社会総合研究所景気動向指数研究会委員。景気循環学会副会長。