



内外景気の現状と今後の見通し

三菱UFJモルガン・スタンレー証券
参与 景気循環研究所長

嶋中 雄二

はじめに

嶋中雄二です。よろしくお願いいたします。
本日は景気動向を研究している者として、
景気の現況と今後の見通しを中心に、お話を
させていただきます。

〈目次〉

はじめに

1. アメリカ経済と大統領選
2. ヨーロッパ経済の先行き予測
3. 中国経済の底堅さと不安要因
4. 日本経済の現況
5. 都市再生ブームと景況予測
6. 国内物価動向
7. 日本政府の動向
8. イノベーションと金融経済展望

1. アメリカ経済と大統領選

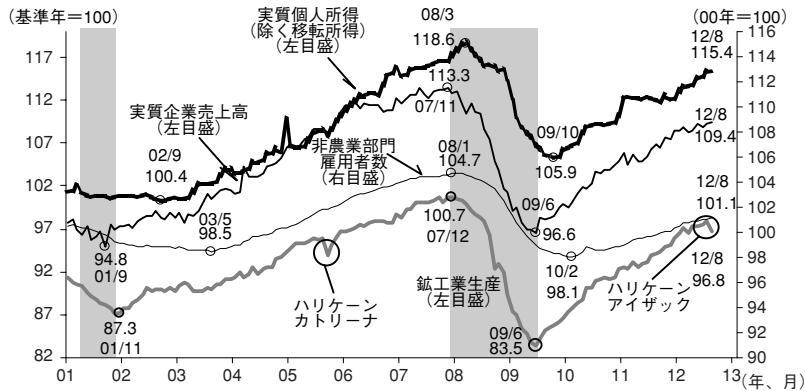
最初にアメリカ経済からお話をいたします。

冒頭申し上げたいのは、2012年8月までの
アメリカの景気一致指数は、ハリケーンの影響
を除けば雇用の拡大テンポこそ鈍いが、上
向きの動きが続いていたということです。

(図表1)に示した「米国の景気一致指
数・個別系列の推移」をみると、鉱工業生産
が上昇基調になっています。もっとも8月に
米国南部に上陸したハリケーン「アイザック」
の影響を受けたとみられる落ち込みはありま
すが、基本的には上向きに推移しています。

通例では、景気の局面判定をする際にはコ
ンファレンスボードの景気一致指数をみるのが
慣わしになっています。これは実質個人所得、
実質企業売上高、非農業部門の雇用者数、鉱
工業生産の4つの指標から構成されています。

(図表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、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。
 ■は景気後退期。
 (資料) FRB、米労働省、米商務省

データからわかるのは、非農業部門の雇用者数の指標以外、今回（2010年以降）は2002年から2007年にかけての景気の拡張局面と、同じような角度で景気の拡張局面を迎えていることです。バーナンキ米国連邦準備制度理事会（FRB）議長は「雇用の最大化」を任務としているFRBの責任者として、今回金融の追加緩和を行いました。しばしばバーナンキ議長は雇用の最大化を金融緩和の理由にしているようにみえます。しかし、そうはいつでもアメリカで雇用情勢が極端に悪いわけではなく、緩やかには回復しています。ただ、失業率がいまだに8%台であることから、先般の追加金融緩和につながったということです。

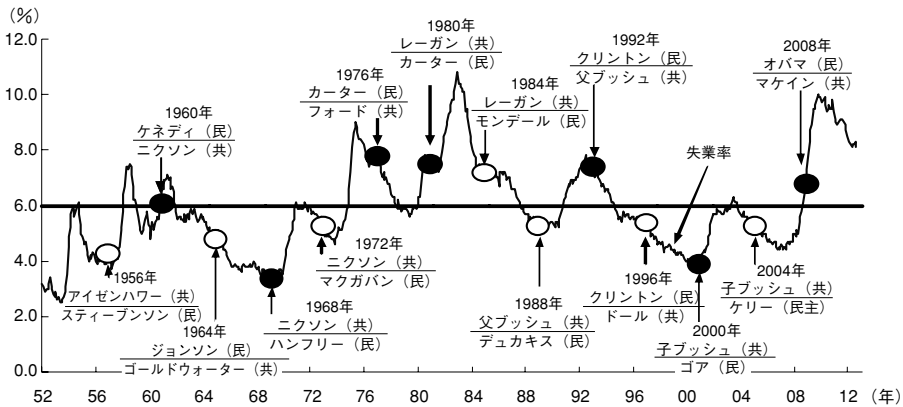
フィラデルフィア連銀やニューヨーク連銀の景気期待指数も、相次いで改善傾向にあります。安定感がマーケットに広がりつつある

中、少し物足りない面が雇用を中心にあるということです。

(図表2)では「大統領選挙と失業率の推移」を表しています。失業保険申請件数と失業率は連動的に動いていますが、今年8月時点で失業率は8.1%です。翌9月分の雇用統計でも急激に失業率が改善する見通しは少なく、8%台であろうと予測されています。すぐに7%台に入ってくれば、オバマ大統領にとっては喜ばしいことかもしれません。しかし、失業保険申請件数が改善してから、9か月くらいのタイムラグで失業率が改善するというのが通例ですので、今後、失業率は改善傾向を続けると考えられます。ただし、大統領選には間に合わないかもしれないというだけです。

つまり、このグラフが示唆するのは、2期目の選挙に臨んだ現職大統領は、おおよそ失

(図表2) 大統領選挙と失業率の推移



(資料) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券リサーチ部植野大作シニア為替・債券ストラテジスト作成資料より引用

業率6%の水準を上回ると、たいていは負けるといことです。むろん例外はあります。1984年のレーガンとモンデールの選挙戦では、7%台の失業率でレーガンが勝ちました。この時ははっきり改善方向に推移していたことが効を奏したといえるでしょう。

消費者マインドについては、期待指数を中心にはっきりと上昇しています。最近では住宅関係の指標が軒並み改善しています。改善しているということと水準が高いということは別ですが、それでも毎月のように改善が続き、1つの分水嶺を越えたとはいえます。新築の住宅販売、住宅ローン申請件数、中古住宅成約や中古住宅販売が改善し、住宅の在庫月数が減り、個別の数値も上向きです。しかし満足できるほど高い水準に達したわけではなく、改善の余地はあります。

アメリカの今後については、2012年末に多くの景気対策に関する政策が期限切れを迎

え、緊縮財政になるかもしれません。ただ、オバマ大統領が続投するのであれば(注)、ほとんどは延長される見通しです。ロムニー候補が勝利すると、小さな政府を標榜しているため、大きな変化があるとみてよいと思いません。

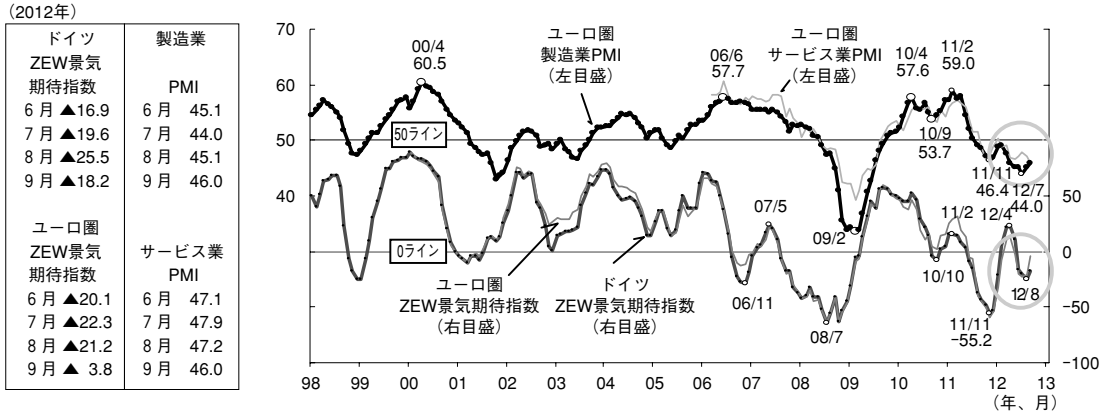
(注) 2012年11月6日オバマ大統領は再選された。

2. ヨーロッパ経済の先行き予測

次に、ヨーロッパの話に移ります。最近、スペインを巡るユーロ圏の支援について話題になることが多いです。なかなか方向性が定まりませんが、スペインの10年物国債利回りが上がると、南欧の国債に影響を与えますので、依然として神経質な展開が続いています。

ただ、個別の事象ばかりみていると、景気本体を見失ってしまいます。(図表3)をみると直近のユーロ圏の製造業PMI(購買担当

(図表3) ユーロ圏のPMIとドイツのZEW景気期待指数



(資料) Markit, ZEW

者指数)は、8月(45.1)から9月(46.0)にかけて上昇しています。サービス業は少し落ちていますが、ドイツのZEW景気期待指数は、いったん8月にマイナス22.5まで下がった後、9月にマイナス18.2とマイナス幅が縮まり、少し改善しています。同じZEW景気期待指数でユーロ圏については、マイナス22.3だった7月から、8月はマイナス21.2と、マイナス幅が少し改善した後、9月に大幅に改善しマイナス3.8になりました。

この指数は金融機関担当者へのアンケート調査に基づいているので、マリオ・ドラギ欧州中央銀行(ECB)総裁の打ち出した金融政策に対する反応が大きく出ているということだと思います。2012年10月中旬の利下げも含めて、新たな対応がとられる可能性がありますので、こうした改善の動きはしばらく続くと考えていいと思います。

一方で、マネーサプライの動きにも注目す

る必要があります。どんどんマネーが増えると、これまではインフレを心配する向きがありました。最近はその声は聞こえませんが、マネー増加が今は必要な状況であるというのが、ヨーロッパ全体の受け止め方ではないかと思っています。これにより、ヨーロッパ、とりわけドイツでは住宅価格が上昇するなど、不動産にカネが流れる現象が起っています。これも景気上昇につながる動きではないか考えます。

また、MUMSS先行指数(欧州景気版)というわれわれが作成している指標の統合系列も、2012年9月に4か月ぶりに50を上回ってきました。同系列に含まれる個別指標では、ドイツの国債利回りの格差(10年~2年)、ユーロの株と為替、ユーロ圏のインターバンク3か月金利の逆サイクルが、改善の方向を示しています。こうした動きに伴い、消費者マインドにも改善の動きが始まっているよう

です。

■ 3. 中国経済の底堅さと不安要因

次に、中国の景気については、最近悪くなっていることは間違いないのですが、実はGDPの成長率は、2012年1～3月期の7.6%から大きく落ち込んでおらず、7～9月期で7.1%くらいという見方が多数です。ただし、足元でちらほら見え隠れする景気悪化のサインが本物かどうか、まだ定かではありません。

例えば、反日デモに象徴される暴動が中国経済に与える影響は、マイナスであることは間違いないですが、その影響度合いがまだわかりません。足元で出ている9月分のマインド指標が少し低いことは事実です。

ただし、今後の変化の方向としては、やや改善がみえ始めた感じもします。国務院発展研究センターの研究者が、10月1日にPMIが改善しているのは、国内の投資、消費の底堅さを反映しているといっています。

例えば、中国の住宅販売床面積は、今年度前年比2桁増となっています。中国の不動産価格は、いったん北京で5月に前年比マイナス1.2%まで下がりましたが、徐々にマイナス幅が小さくなり、8月はマイナス0.6%になっています。上海も最悪期に比べると、マイナス幅は小さくなっています。広州、深圳も同様にマイナス幅は縮小傾向にあります。

また、中国の景気動向指数からみてとれる

のは、直近で一番大きく景気を下支えしているのは新規投資で、中身としては公共投資になります。貨物の総量やマネーサプライが増え、消費者信頼感の上昇に影響を与えています。不動産リード指数も久々に上がり、中国の先行きは対日摩擦の問題の影響を除けば、近い将来に、底入れする格好にはなってきたといえます。これ以上は判断できない要因が絡んできますので、数字上はそうだとしかいえません。

中国政府は成長と雇用を下支えするために、政策緩和を強化し、金融緩和と財政刺激をするはずだとの見方があります。また少なくとも、向こう数か月は財政措置がより重要な役割を担うだろうといわれています。人民銀行の金融政策委員は、中国は世界の景気減速を甘くみていたと反省しているものの、追加緩和は外部環境次第ともいっています。今後、おそらく金融緩和の次の策、例えば預金準備率をもう一度下げるか、利下げをするか、あるいは両方を実施するのではないかと思います。公共投資についても、鉄道建設の促進や家電購入の補助金積み増しなどの策を出しています。

しかし、中国当局が予想していたよりも、減速が長引いていることも事実です。11月には新たな指導部が立ち上がり、何とかしたいと考えているであろうと思います。そして何かを実行に移すと、すぐに効果が出るのが中国の特徴です。したがって、景気は10～12月期から改善してくると、私は考えています。

■ 4. 日本経済の現況

こうした中、国内経済ですが、まず日本の需要項目別動向を説明します。公共投資、住宅投資、消費、さらには設備投資、輸出をみていきます。

最初に公共工事請負金額は、2012年8月の段階で前年比19.2%増とかなり好調な伸びを示しています。年率換算で13.4兆円という数値は、まだまだ低い水準といえますが、これまで減少していたものが徐々に増加しつつあります。これは防災や減災の公共投資が影響しています。東日本大震災を受けたものですが、現在他地域のインフラも老朽化が進んでいるということもあり、これから増えていくことは避けられない見通しです。前向きに捉えれば、建設投資循環の上昇期に入るとみてもよいかと考えます。

さらに住宅の着工戸数についても、8月は88万8,000戸と若干増えてきています。首都圏のマンション契約率は、80.5%と好調に転じつつあります。今後の見通しも、金融緩和の進捗と消費税率アップ前の駆け込み需要で、住宅需要を押し上げる面があると思います。一方で長期金利が上昇に転ずると、一種の駆け込み需要が発生して、住宅需要をさらに押し上げます。住宅市場が活況になると、耐久消費財の消費にもつながり、家電販売の復調も期待できます。実際に消費者マインドは、2012年8月にかなり改善しています。も

っとも、ロンドンオリンピックや猛暑の影響は否定できませんが、少し明るい兆しがみえてきたといえます。

ただし、急速に落ち込んでいるのが、エコカー補助金が終了した乗用車の販売状況です。軽乗用車も合わせた乗用車の販売台数は、前月比で20.6%の大幅減となっています。今後は心配ですが、これは消費者の判断と行動に委ねるしかない部分です。

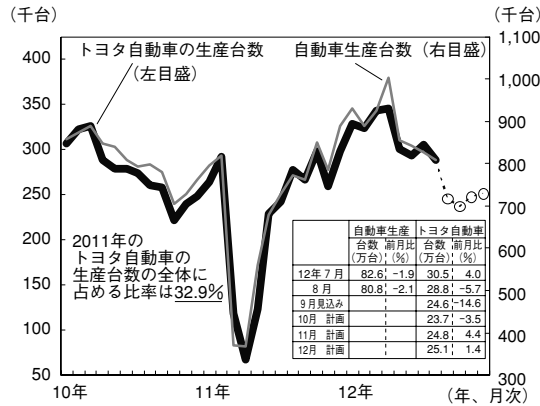
私自身は、足元の景気は後退期に入っていると思います。ただし、それほど深刻ではなく、今年末あたりから再び改善の動きが出てくる状況だと判断しています。

先に個別にみていくと、機械受注は下げ止まってきているようです。しかし、設備投資に対する不透明感があります。ただ、中期的にみれば、これから底入れして上昇に転じる流れが投資採算や需給のバランスからみられると考えています。

今、何といたっても景気が足元で折れているのは、輸出の落ち込みが大きな原因になっています。輸出数量は、前期比ベースではアジア向けが7、8月平均で4.6%減と非常に大きく落ちています。一方、アメリカ向けは、7、8月平均で前期比0.2%増になっていますが、EU向けは1.7%減となっています。全体的にはアジア向けを中心に輸出数量がかなり落ちるに伴い、生産量が減少し景気後退の可能性が出てきたということです。

内閣府の景気動向指数、CIの先行指数と一致指数においても、11の指標のうち10まで

(図表4) 自動車国内生産の推移



(注) 景気循環研究所推計の季節調整値。

(資料) (社)日本自動車工業会『自動車統計月報』、中部経済新聞、鉄鋼新聞、日刊産業新聞、日本経済新聞などをもとに景気循環研究所作成

が落ちています。上がっている1つは、有効求人倍率ですが、他の指標は落ちてしまっています。ただし、この景気後退がいつまでも続くとは悲観的に考える必要はないというのが私の結論です。

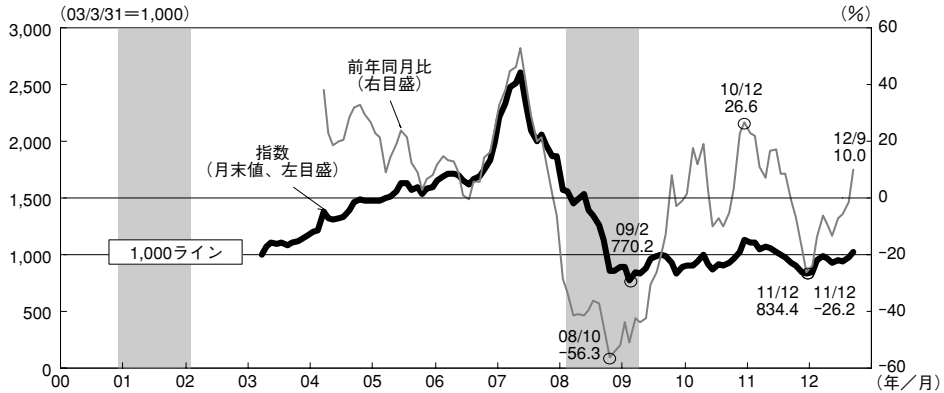
なぜならば、前述のように生産の落ち込みの要因として大きいのは自動車なので、自動車の国内生産を具体的に確認してみましょう。(図表4)でトヨタに関してみると、自動車生産全体に占める比率は、32.9%なのですが、9月の見込みが前月比14.6%減、10月の計画がマイナス3.5%、しかし11月4.4%増、12月が1.4%増になっています。むしろ自動車は中国情勢などの要因でさらに落ち込む可能性はありますが、落ち込みが止まる可能性もあります。私は「晩秋までは景気後退、年末からは上昇」という言い方をしています。

私は「2009年初期に景気が底入れする」と

いうことを独り主張していた時期があります。その時にみたのも自動車の生産計画でしたが、2009年2月を底に自動車の生産計画が一斉に上向きになる状況が2月頃からわかっていました。当時はリーマンショック後、景気後退は何年も続くという人もいましたし、少なくとも秋くらいまでは2009年は落ち込みが続くのではないかという見方が圧倒的多数でした。その当時同様、今年も秋まで景気後退、その後回復に転ずる可能性があるのではないかとみえています。

一方で、日銀短観の業況判断をみると、この9月は、大企業の製造業が落ち込み、4期連続水面下になりました。水面下で9月の全産業がマイナス6で、先行きがマイナス10という厳しい状況になっています。相当不況感が強いということです。経済学者シュンペーターの景気の水準で景気判断をしようという

(図表5) 東証REIT指数の推移



(注) ■は景気後退期 (内閣府調べ)。
(資料) 東京証券取引所

考え方に基くと、正真正銘の不況ということ。大企業は現時点では製造業より非製造業が頑張っているという数値もありますが、そこに中小企業を入れると逆転してしまいます。日本の場合、特に非製造業で、大企業と中小企業の格差が大きいといえます。これらをすべて加味して、全規模合計、全産業をみると、ちょうど阪神・淡路大震災前後の1995~1996年の状況とよく似ています。今はできる限り経済を引き上げていく政策が必要だと思います。

5. 都市再生ブームと景況予測

(図表5)で「東証REIT指数の推移」を示しています。今、首都圏で都市再生事業が活発です。例えば、先般は東京駅の丸の内駅舎が完成し、観光客が大勢来ています。さかのぼって都市再生をみると、2002年に丸ビル、

2003年に東京ミッドタウンが開業しました。六本木ヒルズはさらにさかのぼりますが、いずれにしても、こうした都市再生ブームが10年前にあり、再び今新たなブームが到来しています。直近の東証REIT指数は、前年比でかなり勢いがよく、水準でも1,000というラインを超えてきています。

この先、どうなるのだろうと楽しみなところですが、都市再生は今後も大手町フィナンシャルシティのノースタワーとサウスタワー、新赤坂センタービルなどが続いていきます。森トラスト、三菱地所、三井不動産といった大手が軒並み手掛け、まだ計画は継続しています。これだけ新たな開発がなされても、空室率は最近下がり始めており、新たなオフィスビルブームがきているという見方さえできるのかと思います。

現在のオフィスビルの空室率は、東京ビジネス地区では震災後、悪化の傾向がずっと続

(図表 6) 主要中央銀行の物価安定目標

		名称	導入時期	数値
日銀	従来	中長期的な物価安定の理解 understanding	2006年 3月	2%以下のプラスの領域、 中心は1%程度
	↓ 新方針	中長期的な物価安定の目途 price stability goal	2012年 2月	2%以下のプラスの領域、 当面は1%を目途
米連邦準備制度理事会 (FRB)		長期的な物価目標 longer-run goal	2012年 1月	2%
欧州中央銀行 (ECB)		物価安定の定義 definition	1998年 6月	2%未満かつ 2%近傍
イングランド銀行 (BOE)		インフレ目標 target	1992年 10月	2% (上下1%を超えて振 れると財務相に報告義務)
カナダ銀行 (BOC)		インフレ目標 target	1991年 2月	中心値2% (1~3%の範囲)

(資料) 日本経済新聞 (2012年2月15日付け)

いてきましたが、足元で少し反転、改善へと傾向が変わり始めているところです。また、ホテルの客室稼働率は、今、8割近くになっています。中国人観光客が減っていることは不安要因ですが、数字は決して低くなく、良い傾向だと思います。

景気の見通し把握には様々な指標があります。例えば景気敏感指標というものがありますが、水面下で上げ下げが混在しています。決定的に落ちているわけではないですが、生活者が感じる浮かない気分が景況感にも表れているともいえます。

6. 国内物価動向

次に国内の消費者物価の推移、あるいは

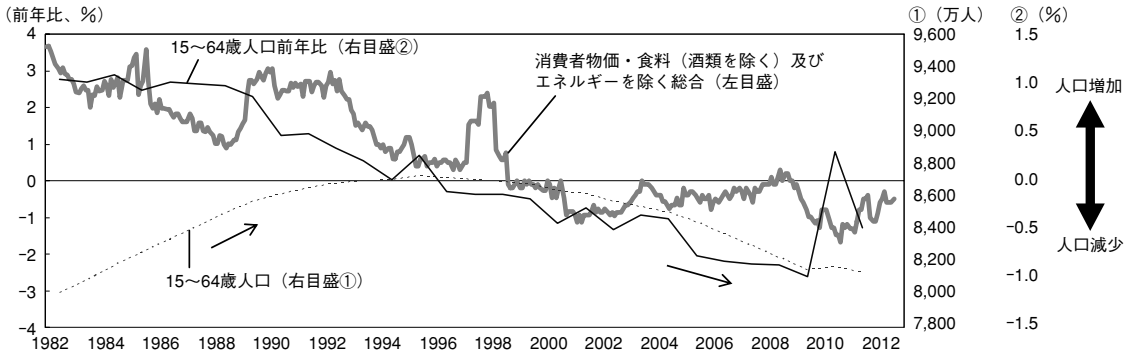
GDPデフレーター、国内需要デフレターの指標について説明します。

今、マイナス0.3%というのが、生鮮食品を除く消費者物価の日本方式のコアです。マイナスが継続しており、2012年度はマイナス0.1%くらいになる可能性が高いです。2013年度に0.4%くらいに上がっても、日銀の10月末に発表される展望レポートは下方修正しなければならないということになります。

GDPデフレーターもマイナスで、これを何とか大きくプラスに持っていけないといけません。コンセンサスになっています。

(図表6)にあるように、2012年2月に日銀が中長期的な物価安定の目途を作り、その時に2%以下のプラス領域、当面は1%を目

(図表7) 生産年齢人口と消費者物価(食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合)前年比の推移



(注) 消費者物価は月次、人口は各年10月1日。
 (資料) 総務省『消費者物価指数』、『人口推計』などをもとに景気循環研究所作成

途にしましたが、私にいわせるとこれはダブルスタンダードではないかと思えます。2月時点ではインフレ目標を明確化したのでよかったと私自身コメントをしたのですが、しかし「中長期」と「当面」が2つあるのが、どうも釈然としません。いっそのこと、「当面」はやめて、FRBとかECBが示した2%や2%近傍に統一し、中長期の目標としてシンプルにした方がよいのではないかというのが私の考えです。

いずれにしても、消費者物価よりもGDPデフレーターの方が低いという場合においては、もっと政府・日銀は努力をしないとイケません。マネーを多く出すように努力をお願いしたいと思います。マネタリーベースを10%伸ばせば、M3が1%増えるという関係は1992年から変わっていません。依然として金融政策の効果はあると思っています。

次に、(図表7)では、生産年齢人口と消

費者物価前年比の推移をみています。生産年齢人口が物価を決めているという考え方が流行った時期がありましたが、最近では為替の影響が大きいのではないかという人が圧倒的に多くなっています。人口説に反論しても仕方ないですが、グラフでも実際にあまり合っていない。

しかし、円レート水準でみると、名目実効レートと前年比の消費者物価を比べると、かなり動きが合っています。要するに円高は、輸入物価を下げるのと同時に、輸出の抑制によって企業が意欲を失う原因になります。期待成長率を落としていることになるのではないかということです。これを修正していくことがデフレ脱却にもなり、期待成長率を上げる大きな要因にもなると私は考えています。

次に、各国のマネタリーベースについて説明します。アメリカはリーマンショックの頃を100とすると、ほぼ3倍になっています。

ユーロ圏も中国も2倍くらいになっており、韓国もそれに匹敵する伸びがあります。そうした中、日本は1.4倍で、もっとも見劣りがする伸びです。

外国人投資家の期待を介してという面がかなりあると思いますが、名目実効レートで見ると、デフレギャップはアメリカの方が大きいにもかかわらず、アメリカの物価は上がり、日本の物価は下がると考えると、何とか為替のところで断ち切らないといけないと思います。

■ 7. 日本政府の動向

日本政府と日銀は、過度の円高是正、デフレ脱却を目指して、財政政策と金融政策を密接な連携のもとに運営するとしています。民主党は政府と日銀が政策協定を結び、日銀による外債購入などの新政策を進めると発表しています。自民党も日本経済再生プランの中で、政府と日銀のさらなる連携強化を図り、金融緩和の実効性を高めるために物価目標を2%程度に設定、協定の締結、日銀による外債購入など、日銀法の改正を視野に大胆な金融緩和措置を講じると記しています。

その一方で、城島財務大臣は、日銀による外債購入について、今の日銀法からいって慎重な検討が必要だという見解を示しています。これがどう落ち着くのか。私の考えは為替を反転させることは大事で、マネーをもっと出して、デフレ脱却を急いでもらいたいと、

そこは変わりません。

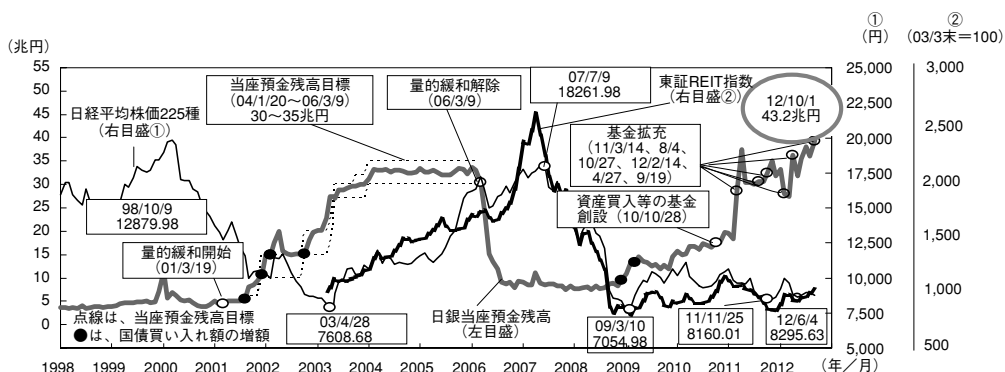
各国ともに金融緩和には努力をしています。ソロスチャートでアメリカのマネタリーベースと日本のマネタリーベースを比べると、日本の方が最近は多くなっています。アメリカはQE3（量的金融緩和政策）を実行しているのにマイナスになっている状況ですから、日銀にとっては今、アクセルを踏むチャンスです。

外国人投資家はほとんどそういう考え方をします。要するにマネタリーベースがどのくらい伸びているのかが気になるわけです。日本でも外国人投資家が株式市場でかなり大きな割合を保有しており、為替市場においても支配的な影響力を持ち、債券市場でも一定の存在感がありますので、外国人の期待は無視できません。日銀としては、影響力の大きいところに刺激を与えて反応をみることも必要です。

これらの努力を行えば、為替はやや円安方向に向かうと思います。2012年12月期は、77円から84円と予測しています。80円台になるということです。日銀が2月14日のバレンタインデイに金融緩和を行って、その後1か月で84円までいきました。そして株が1万円まで上昇したその再現をぜひお願いしたい。その可能性は政策によっては十分にあると思っています。

次に（図表8）の日銀当座預金残高と日経平均225種の推移です。福井日銀総裁の頃に日銀当座預金を30兆から35兆円の目標を設け

(図表 8) 日銀当座預金残高と日経平均225種の推移



(注) 日経平均、REIT指数は月中平均、直近は2012年10月1～2日平均値。高値・安値は日次終値ベース。
 (資料) 日本銀行、日本経済新聞などより景気循環研究所作成

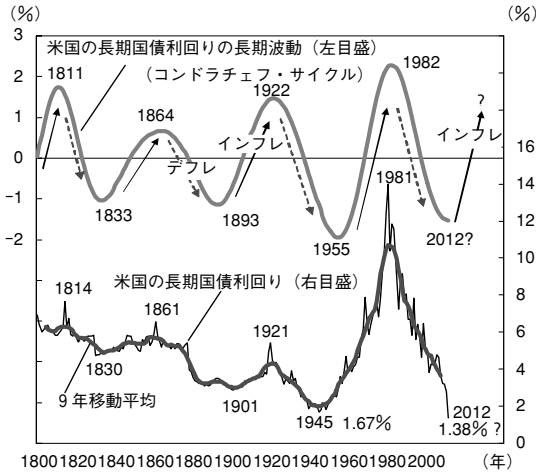
て、どんどん積んでいった時期があります。図表の2003年から2006年のところで顕著にみられます。その後、量的緩和しゼロ金利を解除したので、大きく下落して、そしてまた白川総裁に代わった後から増えてきて、今は以前とほとんど同じところまで上がっています。10月に43兆円となり、以前より増えています。さらに追加緩和をしましたので、来年には80兆円まで日銀の包括金融緩和の基金の残高が増えていくわけです。そうした中で、J-REITやETFの購入枠の上限に達しますので、その枠をさらに増やしてもらいたいと思っています。他の長期国債や短期国債、コマーシャルペーパー（CP）、社債、それらも買える余地があると思っていますので、5兆から10兆円の追加緩和をやっていただきたいと思っています。それとともに、1%というインフレ目標をやめて、2%に固定してもらいたい。そうすると非常に大きなインパクトがあ

ると考えています。

こうした政策を続けると、日銀の当座預金が増み上がります。マネーを多く供給すると、外国人投資家の経路などを通じて株価が上がり、J-REITなども都市の再開発ブームに伴い、再び上がっていくのではないかと考えます。以前、小泉政権で竹中プランが実行された際には、ほぼ同時に福井日銀総裁による量的緩和の強化が行われて資産価格の上昇が起こりましたが、その後不幸なことにサブプライムのパリバショックやリーマンショックに見舞われました。しかし、そこまでは2.5倍に株価が上がり、日経平均が18,261円、東証REIT指数も2.5倍以上に上がったわけですから、私はそのようなことが今後も起こり得るのではないかと考えています。

長期金利に眼を転じると、足元までいったん落ちたのですが、MUMSS先行指標・長期金利版のDIが50%ラインを再び超えてきま

(図表 9) 米国の長期国債利回りの推移



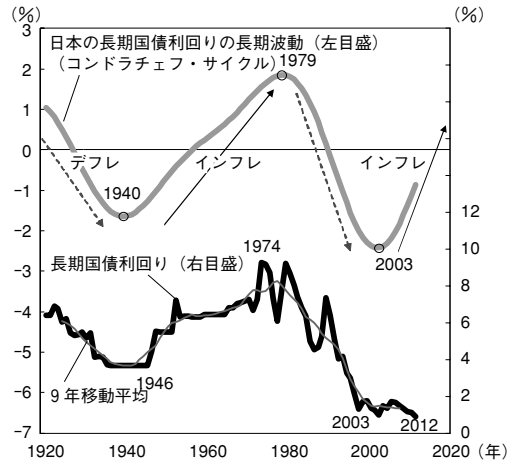
(注) 年末値、2012年は直近までの平均値。長期波動はバンドパス・フィルターにより周期30～80年の波を抽出。
 (資料) Global Financial Data Inc.のデータをもとに景気循環研究所作成

して、上昇基調が維持されています。先行基調が上昇しているのは、名目賃金など様々な指標を入れてファンダメンタルズを形成しているからです。13の指標からなっていますが、過去の経験からいって長くとも9か月くらいのタイムラグで、長期金利に反映されます。長期金利は、底入れをして上昇する状況の一步手前にはきているのではないかとみています。これを大変なことと思う人はいます。例えば財政の問題と絡めて、またVaRショック(2003年に日本で起きた債券暴落)のようなことが起こるのではないかと不安がりますが、本当の意味でデフレ脱却ができて、名目成長率も上がっていくような期待があれば、長短金利差が拡大するのは当たり前です。金融機関は元気になり、貸出が伸びるのであれば、長期金利が上がってはいけなと思う

のは、少し行き過ぎだと思います。

長期金利については、コンドラチェフの波というものがあります。コンドラチェフサイクルは、だいたい50～60年周期の波ということです。これは卸売物価や長期金利でみます。(図表9)にあるようにアメリカを例にとってみると、長期国債の利回りは、7月24日に1.38%まで下がって、現在は1.6%台なのですが、一時1.8%台までいきました。QE3をやっているにもかかわらず、ここで止まっているということは、1.38を下回れない可能性があるわけです。この水準というのは、過去の歴史的な水準を下回っており、大底になる可能性があるということです。時系列データを三角関数で示される周期変動に分解し、このうち特定の周波数を選択し、その基調的変動を抽出するバンドパス・フィルターという統

(図表10) 日本の長期国債利回りの推移



(注) 年平均値、2012年は12年中の平均。長期波動はバンドパス・フィルターにより周期30～80年の波を抽出。
(資料) 日本銀行資料などをもとに景気循環研究所作成

計的な手法を用いて分析すると、長期金利は2012年くらいが底になるということです。そうすると50～60年の周期、58.6年くらいの今までの周期でいきますと、前回1981年ないし1982年が山でありましたので、2040年あたりが次の山ということになります。

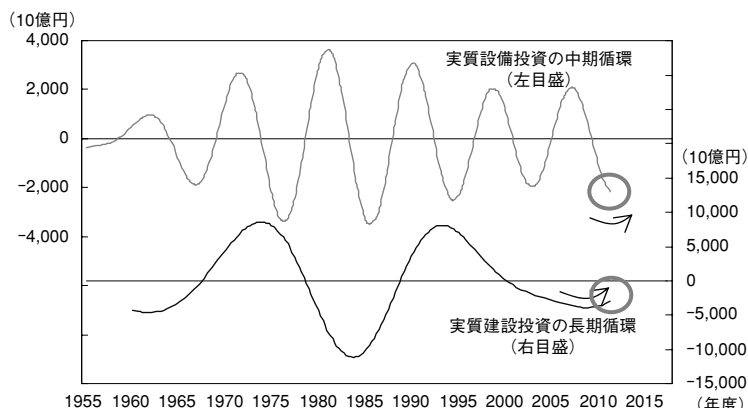
8. イノベーションと金融経済展望

次に、シュンペーターによるイノベーションの観点からみると、新型天然ガス、シェールガスなど新エネルギーが、アメリカを中心にかなり盛り上がっています。おおよそ50～60年周期の長期波動というのは、イノベーションの機運によって盛り上がって来ています。IT、バイオ、ナノテクはもち

ろんのこと、リニア、超伝導リニア、鉄道、電気自動車や太陽光、風力、地熱発電、メタンハイドレート、そしてシェールガス。特にエネルギー系、動力系が今般注目されていますが、新たな波が2012年から始まっているのではないかと思います。

(図表10)にあるように、日本の情勢を分析すると、長期金利は今も下がり続けています。しかしバンドパス・フィルターをかけて計算をしますと、2003年が長期金利の底ということになっています。これは2003年に長期金利が0.43%まで低下し、その前は1979年が山で1940年が底であったということです。ワンサイクル63年くらいかかっています。しかし、底入れをしているということになると、長期金利については、多分裏側で株価が上昇するというサインが出ているはずで

(図表11) 設備投資の中期循環と建設投資の長期循環



(注) 設備投資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、建設投資の長期循環は12～30年の波を抽出。

(資料) 内閣府『国民経済計算』、国土交通省『建設総合統計』などをもとに景気循環研究所作成

長期金利は上昇に向かい、そして為替も円安ドル高方向に向かうという可能性が示唆されていると思います。

次に設備投資の中期循環をみてみたいと思います。限界的な設備の需給バランスは、GDPの伸びから資本ストックを引いたものでみると、少し改善の動きが出ていて、設備投資のGDP比率は、利払い前利益率から有利子負債利率を引いた投資採算と連動しています。投資採算は長期金利が今まで低かったので、改善しています。1年半から2年くらいのタイムラグで設備投資比率を上げていこうということなのです。

またバンドパス・フィルターに戻りますが、(図表11)に実質設備投資額は9年周期で循環がみられるというデータが示されています。ここでは2012年が2003年の谷に次ぐ谷だという可能性が出てきます。そして実質建

設投資の長期循環、これは20数年なのですが、建設投資循環は2008年が谷なのではないかということになります。日本ではコンドラチェフの波のボトムは2003年ですので、今後に期待できるかもしれません。

戦後第7番目の設備投資の中期循環は、戦後ずっと1951年くらいから9年ないし9.5年くらいの周期で、いい時と悪い時、設備投資の循環が繰り返されてきていますが、2008年から12年は悪い時代であったといえます。景気後退が年末に終わると、来年からジュグラーサイクル、設備投資循環の上昇期になる可能性があります。

製造業だけでなく、非製造業、農業、医療の競争力強化、介護ビジネスなど、新たな波が出てくるのではないかと思います。

マクロ経済の実質成長率は、2011年度は0%になりました。2012年度は1.6%程度の

伸びだろうと考えます。そして2013年度は2.5%。これは2014年度に消費税率が上がることを前提としています。設備投資循環や建設投資循環が上昇期に入りますので、平均で1.8%くらいはいけるのではないかと思います。デフレ脱却は、方向として名目成長率が上がってくるなかで、少しは達成できそうな気がするのですが、それでも2011年度はかなりひどいマイナス成長率になってしまいました。2010年度から2013年度までの名目成長率の平均が0.6%くらいになったので、かなり厳しい面がありますが、デフレ脱却に向けて日銀が金融政策を続けると、日経平均が2013年末には1万3,000円台という数字もあり得るのではないかと期待しています。

今後、消費税率引き上げの影響が出てきます。2013年度と2015年度に駆け込み需要が発生して、その反動が2014年度と2016年度に発生します。中期の成長率も上がったたり下がったりになるわけです。消費者物価は2014年度に3%近くになりますが、これはあくまでも人為的な消費税の影響ですから、デフレ脱却と勘違いしてはいけません。金融緩和を日銀には続けてもらう前提で、デフレ脱却の方向性が出て、5年間の平均では名目成長率が2.3%、実質成長率が1.7%となり、2013年から2016年までは、ちょっとした経済の成長の時代がやってくると考えております。

以上で、私の本日の内外の景気の現状と今後の展望についてのお話は終わりたいと思います。ご清聴ありがとうございました。

(本稿は当研究会主催による講演会における講演の要旨である。構成：千田 雅彦)