

# 景気循環から見た 日本経済の再生シナリオ



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

## 1. 国内景気は下げ止まり

新型コロナウイルスによる感染拡大の影響を受け始めていた、20年1-3月期の日本の実質GDP成長率（QE 2次速報）は、前期比年率でマイナス2.2%と落ち込んだ。一方、内閣府が発表した4月の景気動向指数（CI改定値）は、景気の現状を示す一致指数（15年=100）が前月との差で見てマイナス8.7ポイントと、統計が比較可能な1985年以降で最大の落ち込みとなり、これまで最大だった09

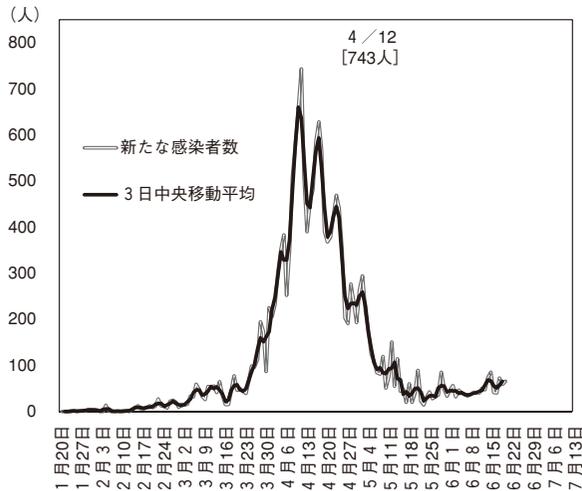
年1月を超えた。水準としても80.1と、リーマン・ショック後の回復過程にあった09年10月以来の低い水準に逆戻りした。

これは、CI一致指数の代表的な構成要素である鉱工業生産指数が、新型コロナウイルスによる感染拡大の影響を大きく受けて、内外需ともに急激に弱含む中で、4月（確報値）は前月比マイナス9.8%と急降下し、15年=100とする指数が86.4と、比較可能な13年1月以降では最低の水準を記録したことが大きい。5月も前月比マイナス8.4%と大きく低下し、79.1までさらに水準が下がった。ただ、大手メーカーの生産計画を示す製造工業生産予測指数で先延ばしすると、6月は前月比5.7%、7月も同9.2%の大幅な増産の計画となっている。日本のメーカーは全体として、5月を減産の大底と考えているとみられる。また、政府も6月の「月例経済報告」で、景気の基調判断を2年5カ月振りに上方修正し、「景気は極めて厳しい状況にあるが、下げ止まりつつある」とした。

### 〈目次〉

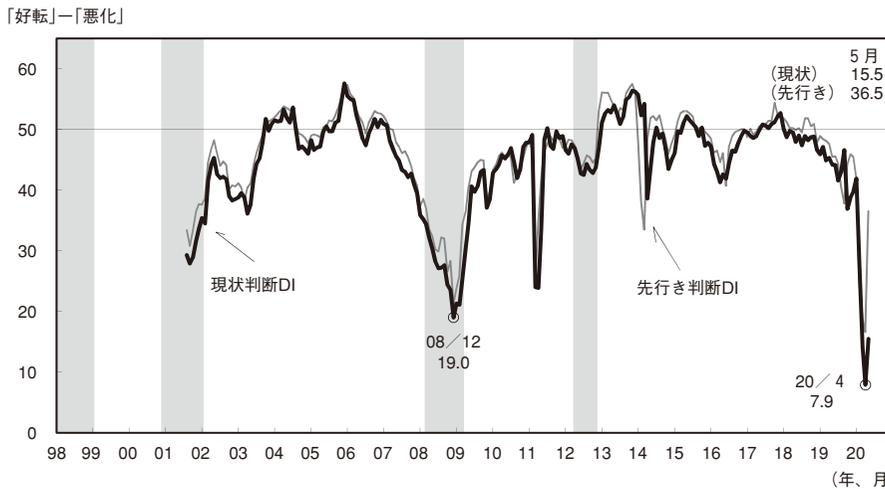
1. 国内景気は下げ止まり
2. 回復する世界景気
3. 株価を押し上げる政策期待と交易条件
4. 中期循環は22年を境に「拡張優勢」へ
5. 24年に再び「ゴールデン・サイクル」
6. 新たなイノベーションの胎動

(図1) 新たな感染者数・日本の推移



(資料) 世界保健機関 (WHO) 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) 景気ウォッチャー調査・判断DIの推移



(資料) 内閣府『景気ウォッチャー調査』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

この背景としては、どちらも新型コロナウイルスの感染状況と関係のある、国内要因と海外要因の2つがある。国内的には、新型コロナウイルスの新たな感染者数が、概ね安定

的な減少傾向を見せる中、政府は20年5月25日、全国で緊急事態宣言を解除した。次いで政府は6月19日、都道府県境をまたぐ移動の自粛要請を全面的に解除すると共に、休業要

請が続いていたライブハウス、ナイトクラブなど接客を伴う飲食業の営業も再開可能とした。したがって4-6月期の3ヵ月間の中でも、新型コロナウイルスの感染拡大による意図的な経済活動の抑制が効いていた4、5月の2ヵ月間と6月の1ヵ月間とでは、基本的に状況が異なってきているのは明らかである。日本での1日当たりの新たな感染者数はピーク時の4月12日に743名であり、その後6月26日に48日ぶりに再び3桁の大台に乗るまでは、かなり安定していた(図1)。

またこうした状況を反映して、4月にリーマン・ショック時を上回る、過去最大の落ちこみとなった内閣府発表の景気ウォッチャー調査(街角景気)は、5月には景気実感を表す現状判断DI、2~3ヵ月後を占う先行き判断DIとも、家計動向、企業動向、雇用関連の改善で上昇した(図2)。なお、この景気ウォッチャー調査の先行き判断DIから現状判断DIを差し引いてつくった、景気の先行指標は、5月に21.0ポイントと、統計開始以来最大の改善幅となっている。

## ■ 2. 回復する世界景気

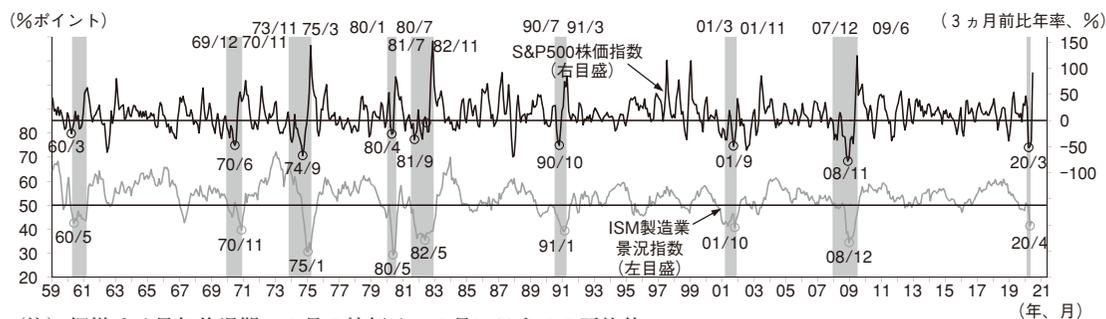
海外での新型コロナウイルスの感染状況を見ると、世界では、ブラジル・インド・アフリカ・メキシコ・イランなど新興国や途上国を中心に、まだ新たな感染者数が増え続けている地域も少なくないが、北京市でのクラスターを除いて、感染が既に収束状態にある中

国や、これに少し遅れてピークアウトし、限界的な感染者の増加幅が大きく減少しつつある欧州諸国など、総じてピークアウトから減少基調での推移となっている。ただ、依然感染者数の水準が高く、新たな感染者数の増加幅が、6月中旬以降再び拡大し始めたようにも見える米国には、注意が必要である。

こうした中で、世界の主要地域の製造業景況指数(PMI)を見ると、2月の40.3を底にして大幅に持ち直し、5月には50.7と50を再び上回ってきた中国の財新PMIをはじめ、3月を底に回復しつつあるユーロ圏PMI、そして4月の41.5を底に6月には52.6へと上向いた米国ISM(サプライマネジメント協会)のPMIなど、既に底入れしたとみられるものが大勢である。日本のauじぶん銀行PMIも、改定値では5月の38.4を大底に、6月は40.1へと上昇に転じた。

ここで、米国を例にとり、株価と实体经济との関係について考えてみよう。今回のコロナ・ショックに伴い、トランプ大統領による欧州諸国からの米国への入国禁止措置の表明を受けた形で下げ幅が大きく拡大し、3月23日には、2月12日の高値(終値ベース)である29,551.42ドルから37.1%も下げて18,591.93ドルまで急落したニューヨーク・ダウは、V字回復し、6月8日には27,572.44ドル(ザラ場ベース)まで戻して、その後大きく変動している。株価は本来、日々変化が激しいものだから、荒い値動きには驚かないが、大切なのは基調である。

(図3) 米S&P500株価指数とISM製造業景況指数の推移



(注) 網掛けは景気後退期。6月の株価は、6月19日までの平均値。

(出所) ISM、コンファレンス・ボード、Bloomberg

株価の景気に対する先行性については、古くから一般的な認識として根付いているが、こちらも景気の先行指標と考えられている、ISMの製造業PMIの動向と米国の株価（S&P500）の3ヵ月前比年率の動きと比較してみると、1959年以降の7回の景気の谷の近くにおけるPMIの谷に対して平均2.8ヵ月のタイムラグを持って先行していることがわかる（図3）。今回についても、PMIが4月に谷を付けたとみられるのに先立って、S&P500の3ヵ月前比年率は3月に底入れして基調的には上昇し始めている。もっとも、これはもともと景気先行的なPMIとの比較のために、株価も3ヵ月前比という瞬間風速を用いたことによって、より先行性が出やすくなっている可能性もある。

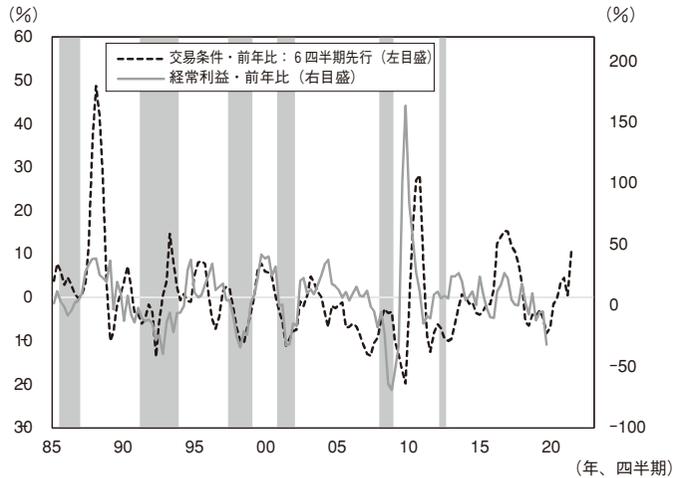
### 3. 株価を押し上げる政策期待と交易条件

そこで今度は、日本の鉱工業生産指数(2015年=100)とトレンド補正後の日経平均株価

と比較して、各々の動きを追ってみると、1985年以降における6回の景気の谷付近の鉱工業生産の底に対して、異常値を除けば、平均1.8ヵ月、また景気の谷に対しては、平均2.3ヵ月のタイムラグで株価が先行していることがわかる。今回のコロナ・ショックにより3月に付けた株価の大底の後、2ヵ月後の5月に生産や景気が底入れするというのは、ごく普通に見られるパターンだといえる。

では、株価はなぜ、3月を底に上昇基調で推移してきたのだろうか。それは第1に、1930年代の米国のニューディール以来ともいえる、世界主要各国による新型コロナウイルスの感染拡大に対応した大規模な経済対策の策定・実施に対する市場の期待感が大きいことが考えられる。特に日本では、緊急経済対策として打ち出され、4月30日に成立した第1次補正予算と、6月12日に成立した第2次補正予算の事業規模がいずれも117.1兆円、併せて234.2兆円、GDP比で42.4%という、安倍首相も「空前絶後」と自賛する超大型のもの

(図4) 交易条件と経常利益の推移



(注) 交易条件の直近は20年4-5月。シャドーは景気後退期。

(資料) 財務省、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

のとなっている。日銀も追加金融緩和により、足元では、マネタリーベースやマネーストック(M2)を大きく伸ばし始めている。こうした財政・金融両面からの経済対策が景気回復の起爆剤になるとの期待が、現状の株価を下支えしている1つの大きな要因であろう。

次に株価を足元で支え、先行きの実体景気を引き上げて行く推進力としては、もう1つ大きなものがある。それは交易条件の改善である。交易条件とは、一単位の輸出により何単位の輸入を賄うことができるかを表す経済学用語で、一般に輸出物価指数を輸入物価指数で除した相対価格として計算されるが、産出物価を投入物価で割った価格比としても表される。

ここで重要なのは、輸入物価、投入物価ともに、原油を中心とする輸入原材料価格の動きに支配され、したがって、交易条件は原油

相場ではほぼ決まるということである。経済学的には交易条件の決定要因として、むしろ為替相場が重視されることが多いが、実際には為替よりも原油価格の方がはるかに密接な相関関係にある。これは、原油価格が主役となる輸入物価(投入物価)の変動幅が輸出物価(産出物価)に比べて大きいためであると考えられるが、実際に前年比ベースで見ると、交易条件の動きは原油価格の動きときれないな逆相関を描いていることがわかる。因みに、原油価格の動向については、20年4月20日に米国の代表的な先物市況であるWTIで過去最低のマイナス40.3ドルまで急落するという状況があったため、日本など先進国の交易条件は、足元までに大きく改善した。

原理的には、原油価格の低下で企業の変動費が減少すると、価格の面から企業の粗利益

の増加を促す。このことは、やがて営業利益の増加を引き起こすことになるため、市場では予想収益率が上昇して株価の上昇を生じさせるわけだ。実際に、前年比ベースで見ると、日経平均は4四半期（1年）前の交易条件の改善を受けて、現在上昇に転じており、また、前年比での経常利益は、6四半期（1年半）前の交易条件の改善の後を追って、遅くとも20年7-9月期から改善し始めると考えられる（図4）。

#### ■ 4. 中期循環は22年を境に「拡張優勢」へ

次に、5年程度の中期的な日本経済の動向へと、話を転じよう。戦後の日本経済に、設備投資の波として知られる中期のジュグラー・サイクルが存在すると説いたのは、故・篠原三代平・一橋大学名誉教授であった。篠原氏は、設備投資主導の経済成長の変調を指摘した「転型期白書」（1962年）に先立って、中期循環の下降局面入りを予測していた。中期循環の指標である民間企業設備投資の対名目GNP（現在はGDP）比率が、61年をピークに下降局面を迎えざるを得ないと考えた。

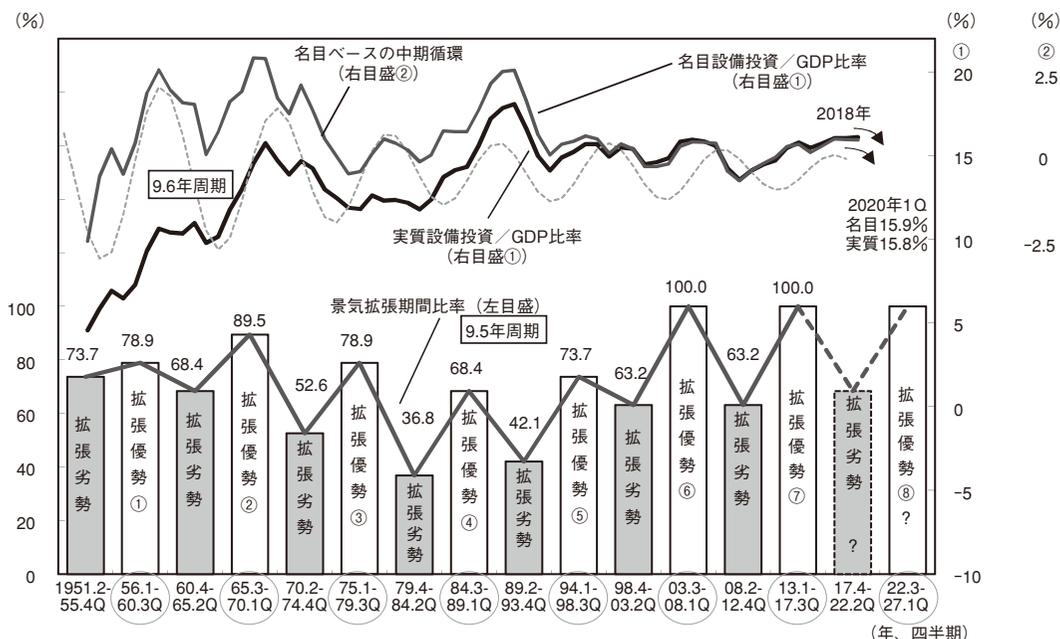
篠原氏の中期循環（ジュグラー・サイクル）論は、「一橋運命論」と批判されたが、予想は的中した。61年をピークに、設備投資比率は上昇傾向を止め、65年まで丸4年間、下降を続けた。篠原流の中期循環論は、純投資が有効需要水準に対して超過または不足した場合に、企業が供給能力である資本ストックを

加減して対応するという、「ストック調整原理」を援用した、明快な主張であった。

ところで、ジュグラー・サイクルは、何も設備投資の対GDP比率にだけ出現するものではない。私自身が独自に開発した「景気拡張期間比率」という概念は、設備投資比率とも連動する。1951年4-6月期から、現在進行中の第16循環までの日本における戦後の短期循環を画する景気基準日付上の拡張期間の全期間に占める比率を四半期ベースで取り、同時に中期循環も示そうとするものである。この景気拡張期間比率を4.75年（4年と3四半期、あるいは19四半期）毎に区切って計算してみる。すると、51年4-6月期から2017年7-9月期までの66年余りの間、例外なく、拡張期間比率は4.75年毎に、拡張期間の相対的に多い「拡張優勢期」と、逆に少ない（景気後退の多い）「拡張劣勢期」とを規則的に繰り返す9.5年周期のサイクルを、既に7回も記録してきている（図5）。

戦後第7拡張優勢期となった13年1-3月期から17年7-9月期の拡張期間比率は、戦後最長の「いざなぎ景気」（02年2月から08年2月）と重なる03年7-9月期から08年1-3月期までと同様に100%と、極端な拡張優勢局面で、一度も景気後退がなかった。景気基準日付の設定はまだだが、少なくとも18年10月まで、「いざなぎ景気」の73ヵ月にあと2ヵ月間に迫る71ヵ月の拡張を続けた、「アベノミクス景気」の面目躍如といえる。しかし、現在進行中とみられるのは第7拡張劣勢

(図5) 設備投資比率と景気の拡張期間で見た中期循環



- (注1) 設備投資比率は、1979年10-12月期まで68SNA、80年1-3月期以降は93SNAベース。暦年ベース。直近は20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・スタンレー証券景気循環研究所作成

期である。17年10-12月期から22年4-6月期までの4.75年は、過去のパターンから見て、今度は100%の確率で、景気後退局面が相対的に増加する期間となる。第6拡張劣勢期となった08年4-6月期から12年10-12月期は、リーマン・ショックや東日本大震災もあり、深刻な状況になったが、今回も既にコロナ禍という災厄に苛まれた形で、景気後退局面に現在位置していると考えられる。20年に

開催予定だった東京五輪・パラリンピックは21年に延期されたが、新型コロナウイルスの世界的な感染状況に左右されるため、開催そのものが不確実な情勢だ。そういえば、1964年の東京五輪の際も、「拡張劣勢期」にあっていた。その中でも、「オリンピック景気」(62年11月から64年10月まで)のような好景気も起きていたが、その後の「昭和40年不況」(64年11月から65年10月)は当時「戦後最大

(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 *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つサイクルのみの上昇局面は 「ブロンズ・サイクル」
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	⇒	
④ コンドラチェフ (超長期)	: 56.0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。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。

の不況」とも呼ばれ、厳しさが目立った。

しかし、その直後の「いざなぎ景気」(65年11月から70年7月)は、第2拡張優勢期の中期・設備投資循環の上昇局面に当たっており、当時としては戦後最長の景気拡張期を形成し、日本経済の高度成長の総仕上げの時代となっていた。これと同様に、今度の第7拡張劣勢期は22年4-6月期で終わり、同年7-9月期から27年1-3月期までの4.75年は第8拡張優勢期となるだろう。何しろ、過去1度も例外がないだけに、日本経済の運動パターンからの先行きの展望は無視できない。

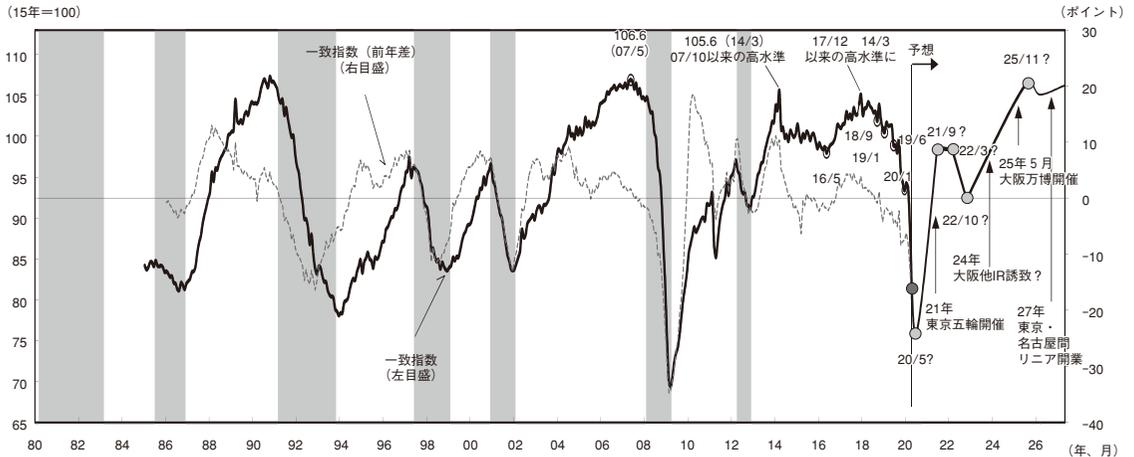
## ■ 5. 24年に再び「ゴールデン・サイクル」

さて、もう1つ、日本経済に関して私が主張してきた説に、「ゴールデン・サイクル」というものがある。これは、バンドパス・フィルターという統計手法を用いて、明治期の1885年以降における設備投資の対GDP比率の年次データから算出した、キッチン(短期、4.9年周期)、ジュグラー(中期、9.6周期)、

クズネッツ(長期、25.6年周期)、コンドラチェフ(超長期、56.0年周期)の4つのサイクルがすべて上昇で重なるという現象をいう(表1)。この考え方は、私が20世紀を代表する経済学者J.A.シュンペーターの理論を援用して生み出したものだが、シュンペーター自身は、1931年に東京帝国大学で行った講義の中で、キッチン、ジュグラー、コンドラチェフの3つのサイクルが揃って下降しているときには、彼が「特にひどい沈滞の年」と指摘した1930年のような「大きな谷」が到来し、また、3つのサイクルが揃って上昇する場合には「大きな山」が生じると述べている(シュンペーター『景気循環分析への歴史的接近』金指基編訳、八朔社、1991年)。

因みに、今回のコロナ・ショックの襲来にもかかわらず、シュンペーターの3つのサイクル、私の4つのサイクルのうち、長期や超長期の循環はなお上昇中とみられるため、巷間いわれるように、今回の事態を大恐慌以来の「大きな谷」として、何年も打ち続く大不況のイメージと重ねるのは必ずしも正しくないと思われる。一方、「大きな山」といっても、さほ

(図6) CI・一致指数で見た、今後の日本の景気の予測推移



(注1) ■は景気後退期(内閣府調べ)。(注2) 20年5月以降の推移は、日付も含めすべて嶋中による推測。  
 (資料) 内閣府『景気動向指数』

ど大きくなるとは限らない。過去の日本のゴールデン・サイクルは、日露戦争時の1904-05年、第1次世界大戦中の16年、戦後は神武・岩戸・いざなぎの3大景気に当たる、1957、60-61、67-68年の3回、そしてアベノミクス景気の2017-18年の計6回記録されている。周期から将来を予測すると、2024年に7回目のゴールデン・サイクルの到来が見込まれる。

## 6. 新たなイノベーションの胎動

そうした中期的な日本経済の軌道予測に、より確信を与えるのが、五輪や万博等のイベント開催という要因であることはいうまでもない。CI・一致指数を用い、イベントの開催を組み込んで、日本経済の今後の再生シナリオを描いてみよう(図6)。まず、20年5、

6月に大底を打った日本経済が向かう先は、足掛け3か月間に及んだ、政府・自治体による自粛要請、つまり「ステイ・ホーム」に伴う人の動きの停止の反動がもたらす、V字に近い回復なのではないか。もちろん、今なお新型コロナウイルスに有効な治療薬やワクチンの開発が不透明で、第2波、第3波の感染拡大の大きな波が襲来する可能性も否定できない中、21年7月に延期された東京五輪の開催も、覚束ないとの見方であろう。しかし、出口治明・立命館アジア太平洋大学学長が述べているように、「歴史を振り返れば悲観論は全敗している」(出口治明『還暦からの底力』講談社、2020年)のであり、陰陰滅滅たる未来を描いても意味はない。むしろ、日本経済にはコロナ禍をテコに新たなイノベーションの胎動が聞こえてきているのではないか。

今や生活必需品となったマスクやフェイス

シールドは一段と高機能化が進み、多様な形態の消毒液の需要、感染防止策として利用されるアクリル板の設置、キャッシュレス・無人決済の拡大、飲食店での風通しを良くする網戸の復活、フレンチ・レストランでの透明でおしゃれなシールド席の普及、その他の「ソーシャル・ディスタンス」を取る努力や「3密」回避の工夫から生み出される様々な試みからイノベーションが生まれてくる。医療現場でのPCR検査、抗体検査キットの常備化はもちろんのこと、パソコン需要を喚起し、自宅に書斎を設けたり、ホテル、カラオケ店等に新規需要をもたらすテレワークの波、オンライン会議・授業・セミナー・飲み会、ネット中継の視聴を増やす無観客・客数制限試合、テイクアウト・宅配の隆盛、混雑する公共交通機関を回避するマイカー・自転車通勤の増加等、「新たな日常」に適応した新機軸が続々と生まれてきそうな気配と勢いが感じられる。インバウンド需要の落ち込みに対応した形で出てきた、日本人ビジネスマンがリゾート地でテレワークをしながら余暇を楽しむ「ワーケーション」といった新様式も注目されているし、従来の対面型ビジネスも、生き残りをかけて、格段の進化を遂げそうだ。そうした中で、政府は新型コロナウイルスにより深刻な打撃を受けている観光需要を喚起するため、いわゆる「Go Toキャンペーン」を、20年8月にも開始すると伝えられている。

そして、21年7月から東京五輪・パラリンピックが開催され、その冬の22年2月に北京

冬季五輪も開催されると想定すれば、待望のインバウンドも戻って来よう。日本経済は21年7-9月期にかけてV字回復（21年度の実質成長率は、3.5%と予測している）の後、22年1-3月期まで高原状態が続き、その後景気後退すれすれの角度で反落するが、その調整は22年10-12月期にも底入れすると予想する。そして、24年に予定されている大阪他のIR（統合型リゾート）誘致・開業を経て25年の大阪万博開催に向け、日本の景気は上り坂を続ける。その間、24年には日本経済にとって7回目のゴールデン・サイクルを通過し、遅延もあり得るが、27年に予定される、世界初の超電導リニア・モーターカーである「リニア中央新幹線」の東京-名古屋間の開業を間近に控えて人々の胸は高鳴っていきそう。25年5月から11月まで、2,800万人の来場者数を見込む大阪万博の開幕に向け、場合によっては、66ヵ月程度と戦後3番目に長くなる可能性のある、新たな「万博景気」は、27年1-3月期まで続くジュグラー・サイクルの拡張優勢期と共に、力強く進行して行く。

その頃にはワクチンも開発され、コロナの脅威も去っているだろうが、ひょっとすると、「週3、4日出社、テレワーク1、2日」の就業形態が一般的になっているかも知れない。これにより、対面と非対面のハイブリッドな生活様式が進展し、AI化、ロボット化の進行と共に、新規投資を呼び込もう。これが、景気循環から見た、コロナ後における日本経済の再生シナリオである。 ▮