

# ポストコロナ・ウィズコロナの日本経済

## ～循環論から見た今後の展望と課題～



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. 新型コロナウイルスの感染動向とオミクロン株

日本では、幸いに今のところ、新型コロナウイルスの感染状況が落ち着いている。2021年8月にピークを付けた、過去最悪の感染第5波がほぼ収束した後も、第6波へと向かう兆候は、少なくとも新規感染者数には、まだ明瞭に表れていない。

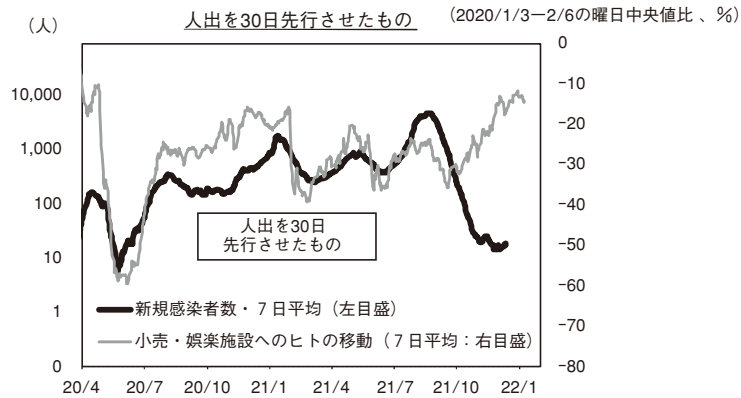
#### 〈目 次〉

1. 新型コロナウイルスの感染動向とオミクロン株
2. 21年度上期に後退局面があった可能性
3. 22年度上期における2大懸念要因
4. 中期的な上昇局面に入る日本経済
5. 22年7－9月期から始まる、第8拡張優勢期
6. 明治以来6回目のゴールデン・サイクル

東京の例で見てみると、これまでは、小売り・娯楽施設への人の移動、すなわち人出ないし人流が増加し始めてから15日後には、東京の実効再生産数（1人のコロナ感染者が平均的に感染させる人の数。この数値が1を上回ると新規感染者数が増えていく）が、ほぼ比例的なペースで増加していく傾向が見られた。だが、今回の場合は、人出の増加と実効再生産数との15日間のタイムラグをもった比例的な関係は明らかに失われ、かなり遅れた形で、実効再生産数が1は超えても、全体としては比較的低い水準で推移している。

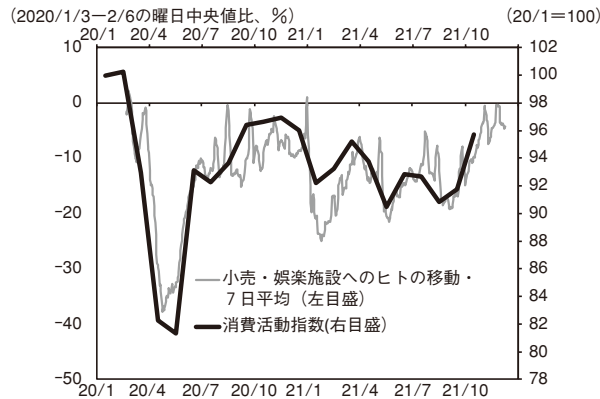
また、やはり15日間程度のタイムラグが認められていた、実効再生産数と新規感染者数との間には、これまでの波では見られなかった、前者の上昇時における、長期間に亘る後者の低下傾向の継続という、一種のデカップリング現象の発生が見られるようになっている。これにより、当然の帰結として、これまでは30日間程度のタイムラグを置いて良く合

(図1) 東京の新規感染者数と人出の推移



(資料) 東京都、Google「コミュニティ モビリティ レポート」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) 全国の人出と個人消費の推移



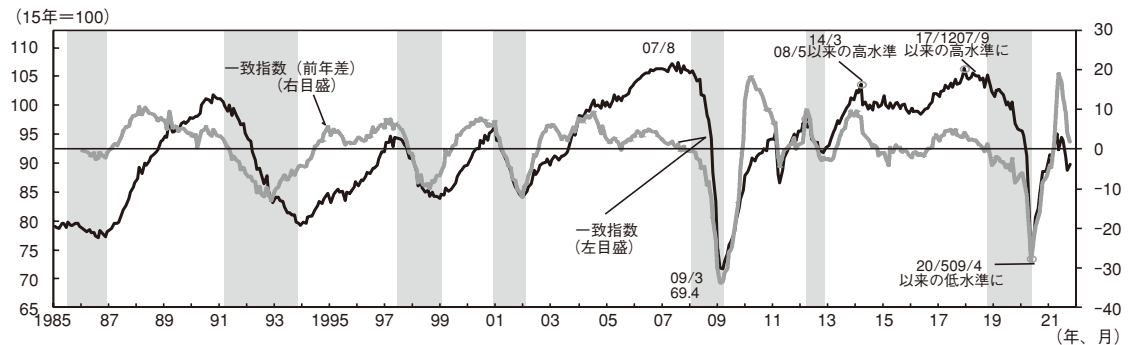
(資料) Google「コミュニティ モビリティ レポート」、日銀資料をもとに  
三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所作成

っていた、東京の人出と新規感染者数との関係でも、グラフ化すると一目瞭然のデカップリング現象の発生が表れるようになったわけである(図1)。

ところで、現在も、人出と個人消費との比例的な関係は非常に明瞭であって、前者が増えると後者も同様に増加することが、全国の

小売り・娯楽施設への人の移動と日銀発表の消費活動指数との間で観察される(図2)。21年9月末で、全国的に発令されていた緊急事態宣言が解除され、人の移動が自由になると、各地の繁華街や観光地を中心に、人出が増加して、その水準がコロナ前に届くほどになり、大いに賑わいが見られてきた。したが

(図3) CI一致指数の推移



(注) シャドーは景気後退期 (内閣府調べ)。

(資料) 内閣府『景気動向指数』

って、本稿執筆時点の2021年12月上中旬には、日本経済には、人出の増加と個人消費の拡大とコロナ感染者数の弱含み傾向という、言わば「好循環の3点セット」が出現している状況と考えると良いことになるのである。

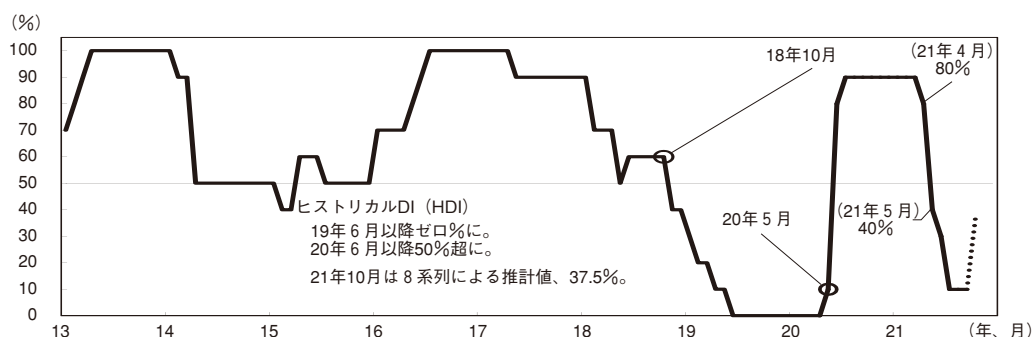
ところが、そこに困った問題が出てきた。すなわち、南アフリカで最初に確認されたコロナ新変異種のオミクロン株の世界的な流行の兆候である。12月13日現在、オミクロン株の感染が確認された国と地域は62に達している。ただでさえ、英国・ドイツ・フランスなど欧州で目立つデルタ株や一部オミクロン株による感染再拡大の流れの中で、日本でもメディア等を通じて不安感が高まり始めていたのが、11月下旬頃からの世間の雰囲気だった。

こうした海外の状況に神経をとがらせていた日本政府は、11月30日から、日本に入学するすべての外国人の入学を停止するという、「最悪の事態を想定」(岸田首相)した厳しい水際対策を採った。

一方、オミクロン株は、感染力は強いものの、今のところ、患者の大半は無症状者や軽症者で、重症者や死亡者は殆ど出ていないことが、南アフリカの医療担当者から報告されている。12月5日、米国のバイデン政権のファウチ首席医療顧問も、米CNNテレビのインタビューで、オミクロン株について「明確な見解を示すには時期尚早だが、感染者の重症化の度合いはそれほど高くないようだ」との見方を示し、株式市場にあった過度の警戒感が緩和されて、急激な株高をもたらす場面もあった。

いずれにしても、今後ともウイズコロナを前提とした対応が続けられざるを得ないが、既に2年間を経験した日本政府のコロナ対応も、次第に熟練化してきていると見られる。したがって、新規感染者数がゼロないし一般医療とコロナ医療が両立可能であるという「レベル0」あるいは「レベル1」の段階にある日本のコロナ感染症対応が、21年夏の東

(図4) 景気動向指数・一致指数のヒストリカルDI (HDI) の推移



(資料) 内閣府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

京の状況と同様、一般医療を大きく制限してもコロナ医療に対応できない「レベル4」のような極力回避したいレベルにまで再び到達する可能性は、かなり低いと思われる。

それは、ほぼ全国民が、希望する限りにおいて、数次に及ぶ有効なワクチンの接種を受けられ、抗体カクテル療法に加え、経口治療薬も投与され得る環境が整い、岸田内閣による、従来の2倍規模という抜本的な病床確保のための新型コロナ感染症緊急包括支援金が、補正予算で整備されつつあるためでもある。こうした手厚い対策が整っていなかった、約100年前のスペイン風邪でさえ、日本における死亡者ベースの統計では、1918年11月から1921年1月にかけての約3年弱で終息していることを踏まえると、コロナ感染拡大の長期化については、過度の懸念には及ばないのではないだろうか。

## 2. 21年度上期に後退局面があった可能性

2021年7－9月期の実質GDP（2次速報）は、前期比年率マイナス3.6%と大きな落ち込みを記録した。緊急事態宣言が9月末まで延長されたことで個人消費が前期比1.3%減となったことや、コロナ禍における世界的な半導体需給のタイト化と人手不足、サプライ・チェーンの脆弱化等により自動車を中心とした大幅減産が起り、輸出・設備投資がそれぞれ前期比2.3%減、0.9%減と落ち込んだこと、さらに公共投資も同2.0%減となるなど、日本の経済活動は麻痺状態に陥った。

またGDP統計上は、21年4－6月期に前期比年率2.0%増とプラス成長になっているが、景気動向指数（CI）一致指数で見ると、21年5月以降、9月までの5ヵ月間の景気は下降基調を続け、10月に持ち直しを見せたも

の、それまでの落ち込み分を取り戻すには至っていないことがわかる（図3）。

ここで、現時点で簡易的に、本来は事後的に十分な時間を経た上で行う、不規則変動をならしたDIであるヒストリカルDI（HDI）を作成してみる。すると、21年5月以降、10月までの6ヵ月間、HDIは景気の上昇・下降の分水嶺の50%ラインを割り続け、9月には10%にまで低下したことがわかる（図4）。

したがって、これはあくまで筆者の個人的見解であって、かつ複数の指標が今後逆方向を辿ることによって結果が異なってくる可能性も十分あるとは言え、日本経済が21年度上期を中心に約半年間の景気後退を経験しつつあった可能性は否定できないと言える。

しかし、21年度下期は、違う流れになってくる可能性が大きい。その理由は、第一に、21年9月末に国内の新型コロナ対応の緊急事態宣言が解除されたことで、飲食業や観光・宿泊業といったサービス産業の活動が再び活発化すると予想できるからであり、第2には、半導体不足等で減産を余儀なくされていた自動車産業で挽回生産の動きが強まると見られるからである。

そして第3には、岸田政権が策定した36兆円規模の21年度第1次補正予算案の臨時国会での成立により、22年1－3月期から、その一部が効果を発揮することになるためだ。三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所では、今回の補正予算の経済効果について、実質GDPを2%程度押し上げる効果が

あると推計している。

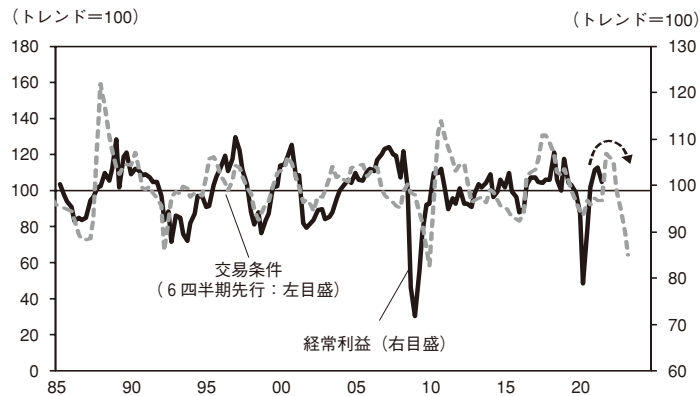
### ■ 3. 22年度上期における2大懸念要因

中国恒大問題等、不動産関連に端を発する中国景気のパブル崩壊を伴う本格的な落ち込み、FRB（米連邦準備制度理事会）による過度の金融引き締め、米ロ・米中の軍事衝突、コロナ感染のさらなる深刻化といった現実に関わりうる外的ショック的なリスクは少なからずある。ただ、もう少し景気観測的な形で、日本の景気の近未来リスクを景気先行指標の面から点検してみると、2つほど大きな懸念要因があると言える。

第1は、足元までの原油価格の高騰が引き起こした日本経済の交易条件（輸出物価を輸入物価で割ったもの）の悪化が、タイムラグを伴って、22年度上期を中心とする時期に、企業収益を減退させる圧力として作用してくるリスクである（図5）。

輸入原材料コストの上昇は、とりわけ加工組立型製造業にとって、非常に大きなマイナス要因である。法人企業統計の全産業経常利益のトレンド偏差を交易条件のそれと比較すると、平均では約1年半のタイムラグで、後者が前者に先行していることがわかるが、足元で既に経常利益の屈折が始まっており、今後22年度上期にかけて、企業収益の弱含みが起こってくる可能性がある。これに対して、政府の補正予算がどれだけ下支えとなり得る

(図5) 交易条件と経常利益の推移



(注) トレンドはHPフィルターにより推計。交易条件の直近は21年10-11月、経常利益は7-9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・スタンレー証券景気循環研究所作成

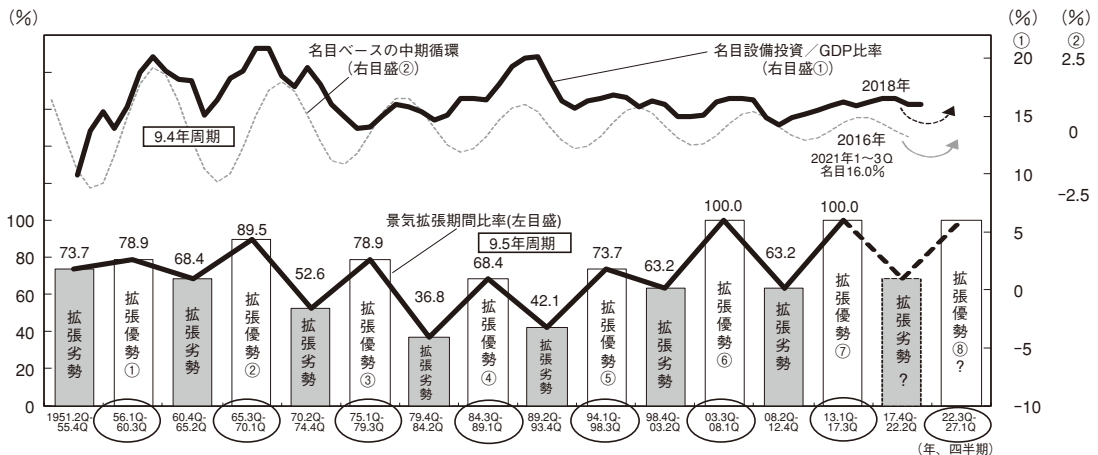
かが鍵となろう。

第2の懸念は、代表的な景気先行指標の1つである、マネースtock (M2) 平均残高の伸び率の21年秋にかけての失速である。マネースtock (M2) の前年同月比増減率は、内閣府経済社会総合研究所が発表している「景気動向指数」の11系列の先行指数の8番目に配置されており、その加速・減速はタイムラグを伴って実体景気に波及していく。21年2月に前年比9.6%の伸びを見せていたM2は、11月には4.0%まで減速した。このように、交易条件の悪化とマネースtockの失速という、2つの懸念要因が重なることによって、22年度上期の日本経済はやや調整含みになることが考えられるが、36兆円の補正予算や予備費を使った、18才以下の若年層を抱える世帯への現金・クーポンの給付を目玉とする、岸田政権の経済対策が金融政策にも染み出して、日銀の国債購入を活発化させると

共に、銀行貸出を拡大させるなど、景気の下支えやマネースtockの再拡大に繋がることが期待される。

このように、下振れの懸念はあるものの、景気対策によって本格的な落ち込みには至らないことと、21年度下期が強含むことにより、22年1-3月期の水準が高まり、22年度への発射台(下駄)が2.3%ポイントと高くなることから、22年度には、やや弱めの経済実態とは異なる状況が生じることになる。三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所では、22年度の実質経済成長率は、経済が停滞する局面があるにもかかわらず、3.7%と21年度の3.3%よりも高い数値となると見ている。逆に、23年度は3.1%成長と、見かけ上は減速するものの、これは下駄が0.8%ポイントと低下するためで、設備投資などは前年比6.1%増と加速し、実態的には22年度よりも力強さを増すと考えている。

(図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21年1～3月期～7～9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・スタンレー証券景気循環研究所作成

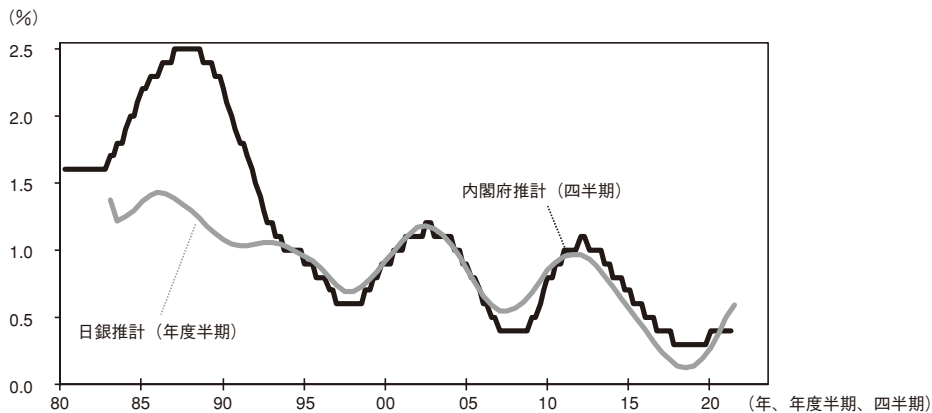
## 4. 中期的な上昇局面に入る日本経済

さて、これまでは主として、短期的な景気の動向について見てきたが、ここからは中期的な動向について考えてみたい。私独自の中期循環論として、戦後日本経済に存在する「拡張優劣の法則」というものがある。これは、戦後の景気基準日付の統計が始まる1951年4～6月期以降の日本経済の四半期データを用いて、景気が拡張している期間と後退している期間とに分類し、このうち景気拡張期間の

全期間に占める比率を5年弱、正確には4.75年毎に計算すると、拡張期が後退期に対して相対的に優勢な(多い)4.75年と、反対に相対的に劣勢な(少ない)4.75年とが、何と一度の例外もなく、規則的に交互に発生してきた、という「法則」である(図6)。

このことは、とりも直さず、戦後の日本経済には、一貫して、拡張優勢期と劣勢期とを合わせた全期間が9.5年の厳格な周期性を持つ中期循環が、規則的に浮沈を繰り返してきた事実があることを物語っている。このような事実は、それ自体が驚くべきことだが、筆者自身はこの発見を、戦後日本経済にジグ

(図7) 全要素生産性の伸びの潜在成長率への寄与度の推移



(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

ラー・サイクルが存在することを初めて指摘された、故篠原三代平・一橋大学名誉教授（景気循環学会名誉会長）の長年に亘る主張の系譜に属するものだと考えている。

実際に、この景気拡張期間比率のサイクルは、設備投資の対名目GDP比率で見た設備投資循環あるいはジュグラー・サイクルの上昇局面と下降局面の反復現象とも、明瞭に連動していることがわかる。すなわち、設備投資循環の上昇局面は、ことごとく景気の拡張優勢期に当たっており、また下降局面は基本的に拡張弱勢期となっているのである。

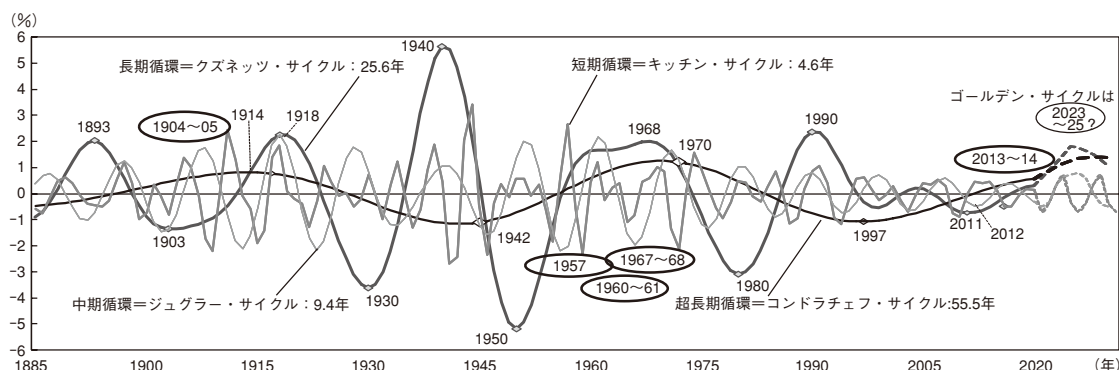
## ■ 5. 22年7－9月期から始まり、第8拡張優勢期

現在、日本経済の拡張期間比率は、明らかに拡張弱勢期にあり、ジュグラー・サイクルあるいは設備投資循環は、中期的な下降局面

にあると言える。これは、戦後7回目の拡張優勢期であった13年1－3月期～17年7－9月期の拡張期間比率の水準が、暫定で71ヵ月と、戦後第2位の拡張期間を誇る「アベノミクス景気」と被ったこともあって、実に100%となったためであり、次の4.75年は、必然的に拡張弱勢期とならざるを得ないのだが、現実にはコロナ・ショックによって、既に景気後退期を含む期間になっているわけである。

但し、戦後7回目の拡張弱勢期も、17年10－12月期～22年4－6月期までという期間が定まっていることから、あと残すところ半年程度まで来ている。目下の拡張弱勢期が終了すれば、新たな戦後8回目の拡張優勢期が到来するが、その持続期間は、22年7－9月期～27年1－3月期までの4.75年ということになる。この間、設備投資の対名目GDP比率も、当然連動して上昇傾向で推移していくことになろう。まず、投資需要が上向き、次いで資

(図8) 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：ジュグラール・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：コンドラチェフ・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・スタンレー証券景気循環研究所作成

本ストックの伸び率が上昇していくと想定されるので、当該の5年間弱の期間の日本の経済成長率も上昇すると見込まれる。実際に、その予兆は出現しており、潜在成長率に対する労働と資本ストックの伸びの寄与度を差し引いた残差とは言え、過去においては明瞭に潜在成長率に先行して動いてきた全要素生産性の伸びの寄与度は、中期循環を描きながら、足元で上昇カーブを描き始めていることが見て取れる（図7）。

今後、コロナ禍が次第に終息に向かい、社会生活が徐々に正常化していけば、ペントアップ需要を含めた日本経済の復元力が中期的に強まっていくことが十分に期待できる。日本経済の課題とも言えるDX（デジタル・ト

ランスフォーメーション）や脱炭素社会実現へのいわゆるグリーン投資の活発化は待たなしである。実際に、主要企業で巨額の投資計画が相次いでいる。また、2025年には関西・大阪万博が開催され、そして、当初計画に基づく限り、27年には、リニア中央新幹線の開通が見込まれている。21年夏の東京オリンピック・パラリンピックは、コロナ禍の影響を受けて、原則的に無観客開催となったため、残念ながら、開催期間中の個人消費喚起などの効果は極めて限定的になった。ただ、2013年に招致決定されて以降の競技場の建設投資や都市再開発に伴うインフラ投資、さらに訪日外国人観光客の誘致を中心とする経済効果が大きかったことは言うまでもなく、関西・

大阪万博や東京・名古屋間のリニアに関連する建設・インフラ投資の効果が莫大であるだろうことも言を俟たない。

## ■ 6. 明治以来 6 回目のゴールデン・サイクル

日本経済には、人口減少、少子・高齢化、またそれらに伴う成長活力の減退や財政赤字の累増、さらにはその中での所得・資産格差の拡大といった幾多の解決されるべき課題が山積していることは間違いない。だが、その解決のための起爆剤とも言える企業の投資意欲は、まだまだ枯渇したわけではない。本田技研工業が、排気ガス規制のための米国のマスキー法（1970年）に見事に対応して、1972年に低公害型のCVCCエンジンの開発に至ったという輝かしい歴史を振り返ればわかるように、困難で課題の多い時代ほど、イノベーションの種は多く蒔かれていると言っても良い。問題は、その種をどのように大きく育てるかにあるのだろう。

今後は幸いなことに、2023年～25年の3年間に於いて、いずれも設備投資の対名目GDP比率のトレンド偏差の系列からバンドパス・フィルターという統計的手法を用いて抽出した、日本経済の短期（4.6年周期）・中期（9.4年周期）・長期（25.6年周期）・超長期（55.5年周期）の4つの景気循環が、すべて上昇で重なる「ゴールデン・サイクル」と私が呼ぶ局面が現出すると推定される（図8）。

過去のゴールデン・サイクルは、日露戦争期の1904～05年、戦後は、昭和における神武・岩戸・いざなぎの3つの高度成長期のブームに当たる1957年、60～61年、67～68年と、また平成に入ってから、アベノミクス初期の2013～14年の、計5回記録されている。次のゴールデン・サイクルは、近代以降の日本経済において6回目の到来となる。興味深いのは、4つの循環の周期の重なり具合から見て、次回に予想される2023～25年のゴールデン・サイクルは、日本経済史上初の3年連続の成立となる見込みであることだ。ポストコロナ・ウイズコロナといった呼び方はともかく、第1次世界大戦後のスペイン風邪が消えていった時のように、コロナ禍が落ち着きを見せた後には、日本経済の再生に向けての諸課題を克服するために必要な燃料である投資意欲を、中期的に勢いよく、燃焼させるエンジンが、ほぼ自律的に掛かってくるものと、やや楽観的に展望している次第である。

