

山形銀行

調査特報

2023年3月

CONTENTS

山形銀行新春経済講演会 講演要旨

今年の経済見通し

講師

白鷗大学 教授

嶋中 雄二氏

やまぎん情報開発研究所

 Yamagata Bank

る展開ですが、これがもっともっと下がっていかないと、リセッション（景気後退局面）には過去なっていない。ですから、ひょっとしたら今回はリセッションにはならず、ソフトランディングするのではないかという意見もかなりあります。それが株式市場を押し上げている面もあるかと思います。

私はリセッションになってもおかしくないと
 と思いますが、なるとすると、足元なのではない
 か。昨年12月から今年の1－3月あたりがり
 セッションになる可能性が一番高いと思ってい
 ます。どちらかという、2023年後半に悪く
 なるという人が多いのですけれども。株価のよ
 うな先行指標が悪くなった後に、ISMが落ちて、
 逆に株価が底入れする。あるいは先行指標が
 底入れすると、しばらくしてISMが底入れする。
 ISMが景気そのものだというのはちょっと言い
 過ぎですが、転換点という意味では、意外に底
 が近いのではないかと。ここから数カ月後に底が
 来るのではないかと考えております。

米欧の利上げに注目が集まる

2022年10-12月について、アメリカの実質GDPは前期比年率で2.9%と堅調な動きを示したとされていますが、寒波などもあって、住宅は二桁のマイナスになっています。そして輸出は減っているのですが、輸入も内需が弱いた

02  Yamagata Bank 2023. 3

めに大きく減ったものですから、結局GDP的にはプラスになってしまった。さらには、在庫もGDPを押し上げて、全体で前期比年率2.9%になっているということです。実はアメリカの10-12月のGDPの内容はあまり良くない。そして、12月あたりからややリセッションになっているのではないかと考えて合わせますと、この1-3月は相当悪いのではないかと考えております。

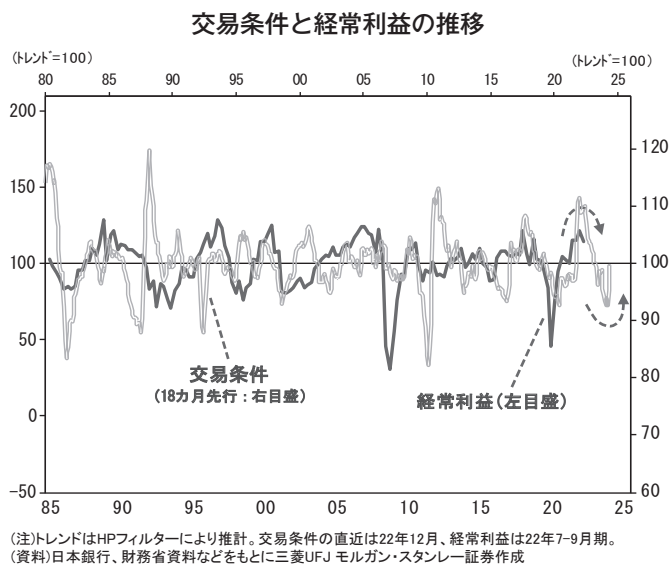
それを素早くFRBが感知すれば、利上げ幅は比較的小さくなるのではないかと。その先に利下げがあるか、あるいはそのままにするのかということはまだ分かりませんが、FRBのパウエル議長がどういう判断をするのか、本当に注目です。市場が調子に乗って上がらないように、あるいはインフレを何とか抑えようということ、パウエル議長が市場に対してけん制をするということになると、ちょっとマーケットが波乱を経験することにもなりかねません。

交易条件の改善が底入れの条件

アメリカ経済がそうだというふうに想定する中で、日本はどうか。交易条件というのは、輸出品の価格を輸入品の価格で割ったもので、輸出企業にとっては粗利益みたいなものです。分母の輸入原材料コストは、結局原油価格に支配されますので、原油価格が下がっていきまると、交易条件はだんだん改善してくることになります。昨年2月にウクライナ戦争があって、非常に原油価格が上がりましたが、前年比では2021年11月頃が最も上がっていた時期にあたります。もう2023年ですので、時間がかなりたっている。過去の例では、交易条件が底入れしてから、1年半ないし1年ぐらいのタイムラグで、日経平均株価の前年比が底入れしています。つまり、これから悪くなるというよりも、実はすでに十分悪くなる動きにさらされていて、いつ底入れするかというのを、この交易条件の行方が握っている。ということは、2023年前半は弱いけれども、年後半は上がってくるのではないかと。ひいては2023年度というのは、終わってみると、けっこういい年になっている可

能性があります。

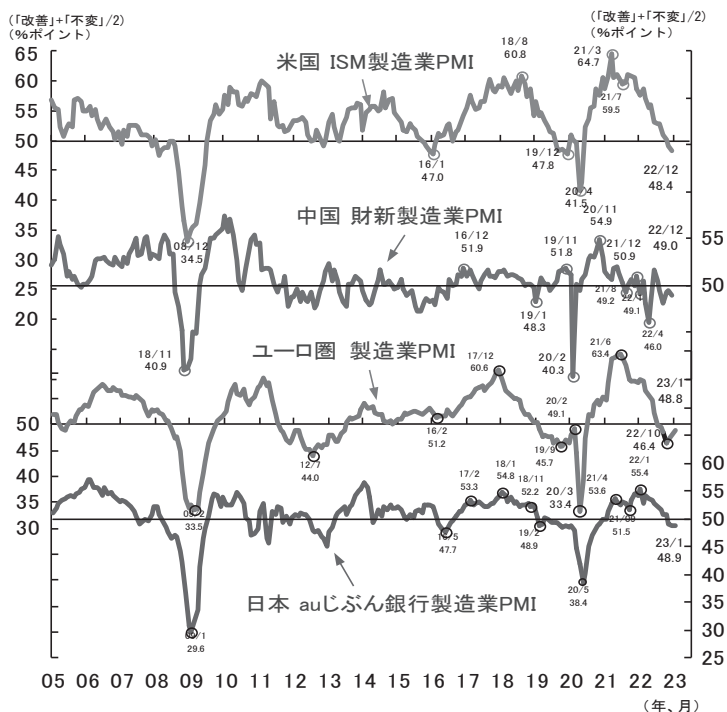
これは、日本の交易条件を白抜きの線、そして実線で経常利益を示したグラフです。前年比で、1年半のタイムラグを取っているのですが、交易条件の通った道から考えていくと、どうしても足元は経常利益が弱い軌道に入っていくとみられます。しかしそれは比較的短く、2023年4-6月ぐらいまでだろうと。その後、年度後半にかけて再び上がってくるのではないかと。理由は交易条件の改善です。昨年3月ぐらいに、WTIの先物市況、原油価格が一時1バレル=130ドルを記録していたのですが、現在は80ドル近辺になってきています。これが世界経済の回復の一つの要因ということになろうかと思っています。いま起きていることというのは、交易条件の改善が起きて、世界経済が底入れする条件が整いつつある中で、いいと言われているアメリカ経済が昨年12月ぐらいからちょっと変調をきたしている。これがいつ終わるのかというのがポイントになります。



各国の製造業景況指数は低下中

次に、製造業の景況指数を見てみましょう。米国、中国、ユーロ圏、日本の製造業景況指数の推移です。アメリカのサプライマネジメント協会 (ISM) というところが発表しているアンケート調査に基づく製造業の景況指数は、昨年12月に48.4まで下がっています。しかし、リー

米国・中国・ユーロ圏・日本の製造業景況指数の推移



(資料) ISM、中国国家统计局、auじぶん銀行、S&P Global、日本経済新聞社、Bloombergより
三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

マンショックのとき、2008年12月は34.5で、それからコロナで2020年4月が41.5まで落ちましたので、そこまで落ちる勢いはどうもないようです。もう1カ月落ちるかどうかというような感じだと思います。

そして、中国はほかの国と違って、ゼロコロナ政策を最近まで取っていたため、そのマイナスの影響が全面的に出てきていた時期がありました。しかし、白紙運動をきっかけにして、習近平国家主席が号令をかけた形で一気にゼロコロナ政策が終わって、規制が全面的に緩和されました。当初はそれで良かった良かったと思っていたのですが、2週間ぐらいはかえってコロナのまん延を気にして、人々が外に出なくなる期間がありました。人口の過半数がコロナに感染したという考え方も当局はしているようです。そのような状況を経て、春節があって、中国から来る皆さんに日本や韓国がかなり厳密な検査を義務づけたので、中国は怒っていましたよね。それで春節はいつもに比べると、中国人の訪問はちょっと少なくなってしまったわけです。そして、今日あたりから、中国が日本に対してビジネス客の規制を解除する。パスポート、

ビザなどの規制を解除すると言っています。春節が終わって、いよいよビジネスシーンが再開されるということですから、マイナスの影響は極めて限定的になった。だから、私は中国の財新の製造業景況指数もこれから上がっていくだろうと思います。1月が上がらなくても、2月は上がるということになる。つまり、中国はもう大底期を脱しつつあるのではないかと。

そしてユーロ圏は、ECBのラガルド総裁による厳しい金融引き締めによって、今年はガタガタになるのではないかなという人もけっこういました。しかし、ユーロ圏の製造業PMIは、2022年10月に46.4というところまで落ちましたが、2023年1月には48.8まで戻ってきています。これは50というのが分水嶺ですので、水面下ではありますが、戻る動きが出ています。

日本のほうはというと、戻るどころまで行っておらず、底ばいという状況であります。1月25日に出した内閣府の月例経済報告では、景気判断を少し後退させて、「弱いところが見られる」という表現が入りました。日本では、交易条件の悪化などによって、昨年9月ごろから景気が調整しているのではないかと。しかし、もう数カ月で底入れできるのではないかなという考え方を私は持っております。

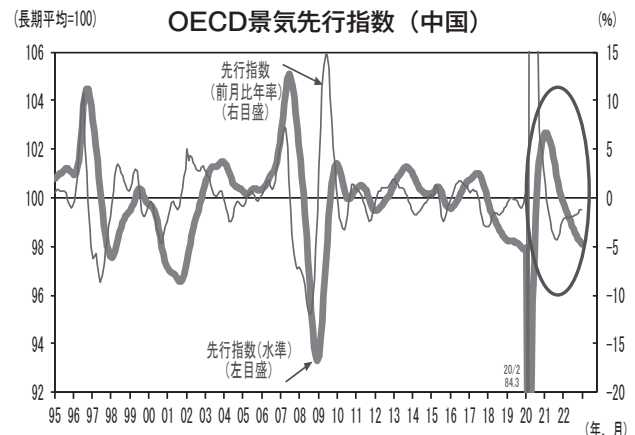
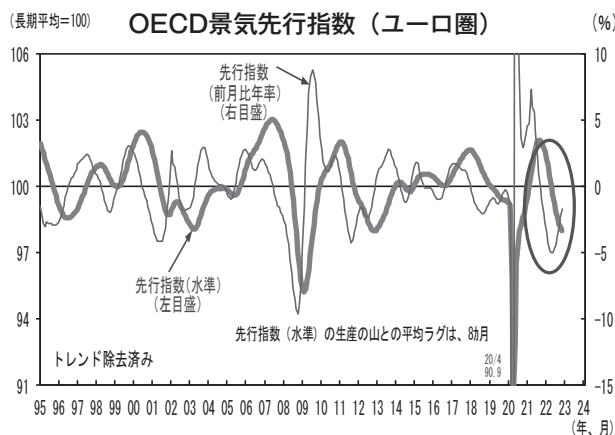
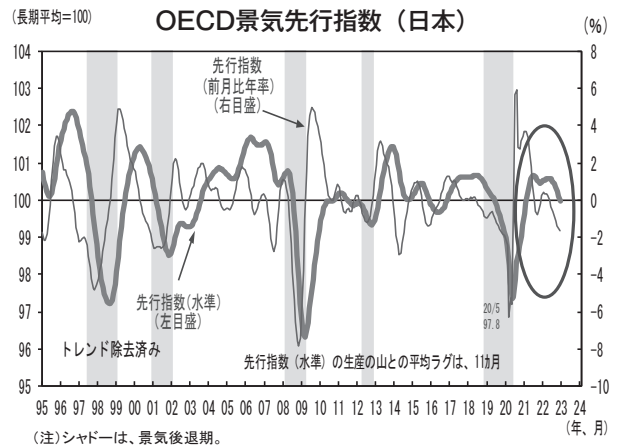
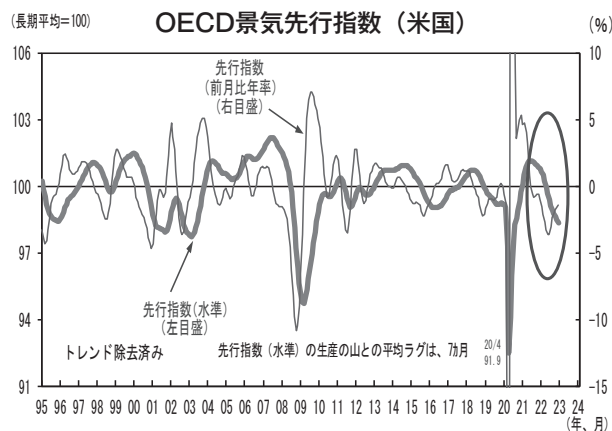
なお、各国の非製造業景況指数をみますと、寒波の影響があったので、アメリカの非製造業はドカンと落ちておりますが、中国の財新のサービス業PMIは、12月に戻す動きが出てきています。ユーロ圏についてはさらにはっきりと出ていますね。そして日本についても、コロナの規制が緩和され、県民割などもありましたので、観光客がかなり戻ってきて、非常にいい流れになってきている。だから、製造業と非製造業ではちょっと違う動きになっています。しかし景気というのは、製造業を中心にまずは追っていくことが必要ですので、短期的には調整局面にあると言ったほうがよろしいかと思います。

OECD景気先行指数も低下中

私は景気の先行指標が大好きで、先行きを見るには先行指標を見なくてはいけないと思っています。いろいろな先行指標がありますが、アメリカ、ユーロ圏、日本、そして中国についてのOECD（経済協力開発機構）が出している景気先行指数があります。太い線がその水準で、長期平均を100とするものですが、現在はどれも下がっている。だから、景気先行指標からすると、当面落ちると言うことがわかります。一方で、細い線は前月比年率で、瞬間風速ともいえるものです。これが大底から盛り返しつつある。ユーロ圏も、中国もそうです。ただし、日本については当面弱い形になっております。

このOECD景気先行指数というのは、残念ながら、景気の山については先行期間は非常に長いのですが、景気の谷については先行期間

が非常に短いんですね。私は内閣府で景気動向指数研究会の委員をやっておりますが、内閣府の先行指数も同じような特徴があります。山については、落ち始めると、そこから半年から10カ月ほど先行するのですが、谷については、ほぼ同時だったり、1～3カ月ぐらいだったりする。だから、悪くなる悪くなると言っているうちに、先行指数が底入れすると、すぐに景気そのものも底入れしていくということがある。2008年のリーマンショックのときもドカンと落ちて、これからもう5年ぐらい悪くなるという議論もあったのですが、先行指数が底入れしてからすぐに立ち上がった。そういう意味では、谷付近であれば、先行指数の落ちはそんなに気にしないでいいということです。これからみても、比較的世界経済の立ち上がりは早いのではないかと考えております。



(資料) OECD『Main Economic Indicators』より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

アメリカはミニリセッションを経て持ち直しへ

景気先行指数が示すミニリセッション

コンファレンス・ボードという非営利の予測機関が出している、アメリカの景気先行指数があります。黒い実線がそれで、2022年2月でピークアウトしております。そして灰色の線が景気一致指数で、まだ上っているようですが、2022年12月あたりからちょっと異変を感じ始めていると私は見ています。

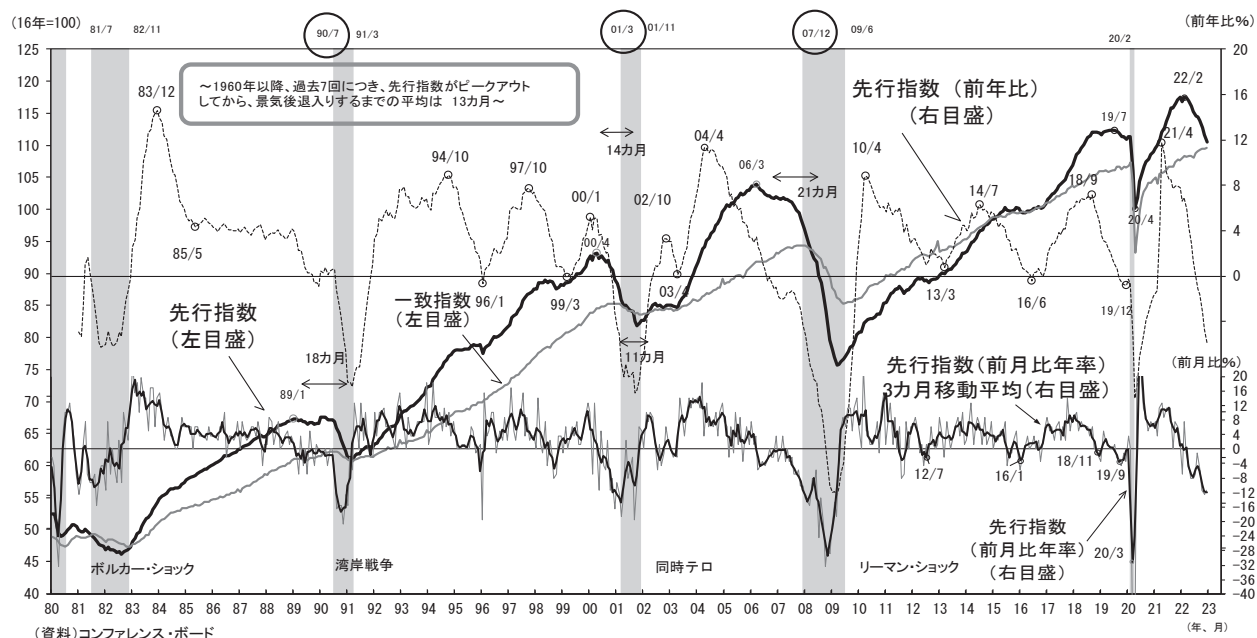
もう一つ、点線で先行指数の前年比というのがありますが、これがかなり落ちていますよね。この落ち幅を過去と比べてみますと、1982年のボルカー・ショック、1990年・1991年の湾岸戦争、2001年の同時テロ、2008年のリーマンショック、これらはいずれもリセッション（景気後退）になっているのですが、このときの前年比のレベルに比べると、まだそこまでは落ちていない。ただし、リセッションにならずに済んだ落ち込みというのも過去にありまして、1996年の初めとか、1999年、2003年、2013年、2016年とあったのですが、これらの前年比は0付近で止まっている。今回はそれを大きく割り込みましたから、ソフトランディングよりは重くて、リセッションよりは軽い。つまり、

ミニリセッション。GDPでいえば、前期比で1四半期だけマイナスがつくような感じ。そんな状態に今アメリカはあるのではないかと思います。

下段は、先行指数の前月比年率を3カ月移動平均でならしてみたものですが、2022年12月は11月よりも微妙に底入れしかかっています。こうやって瞬間風速をいろいろ見て判断すると、先行指数の落ちも間もなく止まってくるだろうと思われるわけです。

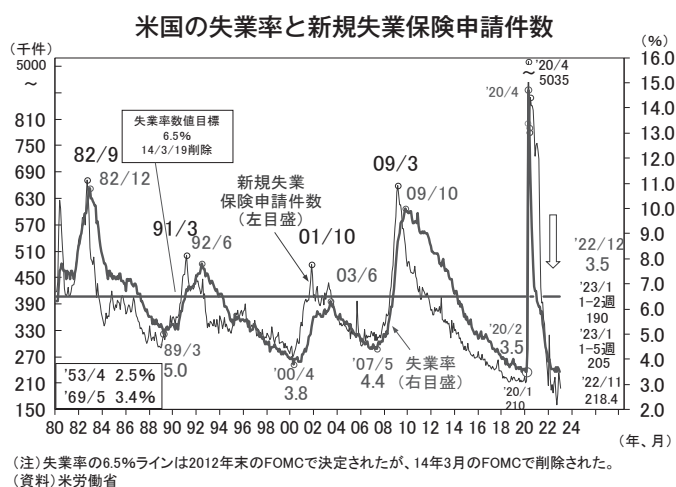
なお、コンファレンス・ボードの先行指数の個別系列のなかに、ミシガン大学とコンファレンス・ボード自身が出している消費者信頼感期待指数というものがあります。原油価格が上がったり、物価が上昇したりすると下がって、原油価格が下がったり、物価が下降したりすると上がってくる。これが底入れしてきている。消費者信頼感期待指数が底入れするということは、景気の底がそんなに遠くないということを示唆しています。あとで物価の話もしますが、私は物価はかなり素直に、ピークアウトから大きく減速する局面に入りつつあるのではないかと考えています。

米国の景気先行指数（コンファレンス・ボード）の推移

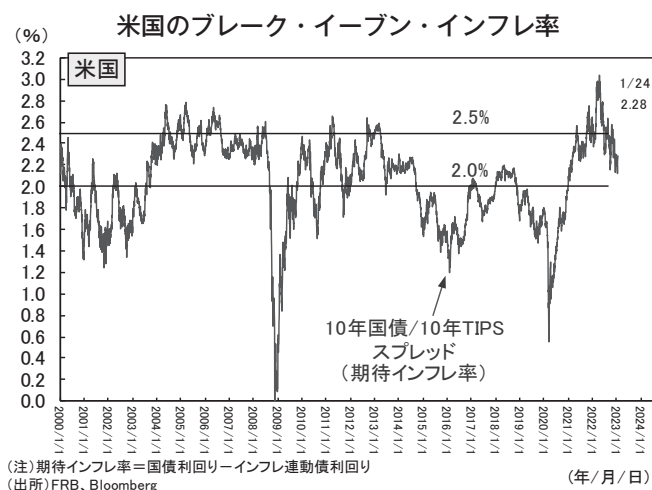


インフレ率高進シナリオは後退か

アメリカの失業率と新規失業保険申請件数をみますと、まだまだ非常に雇用が強いということがわかります。こんなに労働需給がひっ迫しているようでは、賃金の上昇が収まらない。これは日本からみればうらやましい話ですね。だから、インフレ率が高止まって、なかなか金融引き締めをやめられないだろうという考え方が一般的ですけれども、私は、マネーの伸びがかなり急減速しているの、その影響が足元付近で出てくるのではないかと考えています。



アメリカの消費者物価の前年比は、2022年9月がピークで、そのあとちょっと下げ始めています。これから物価がどうなっていくのか。まだまだ粘着的に高水準が続くのか、急速に鈍化するのか、これは分からないところです。しかし、経験則的に言うと、かなり急速に鈍化する確率が高いのではないかと私は判断しています。

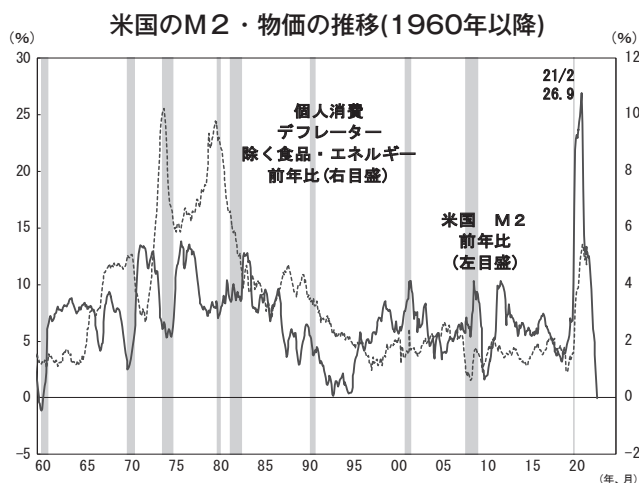


ブレイク・イーブン・インフレ率、いわゆる期待インフレ率がかなり下がってきています。期待インフレ率というものを測るのは難しいわけですが、アメリカの10年国債の利回りと、物価連動債の利回りを比較して試してみます。物価連動債はインフレ率が加速すると、人気が高まって、その利回りが低下するものですから、10年債利回りから引き算をした数値は大きくなる。そうすると、期待インフレ率が上がっているということになります。逆に、インフレ率が先細りになると、それを感知した物価連動債の利回りが上がってしまって、人気がなくなり、期待インフレ率が下がる形になります。現在、後者のほうになってきていて、期待インフレ率が2%を下回るなんていうことになると、インフレ率高進シナリオから、そうでないシナリオに変わる可能性があります。

マネーの減速でインフレ率はピークアウト

ちょっとバイアスのある話し方をしていますが、それはアメリカのマネーがかなり減速したからです。私は、1984年に、スタンフォード大学のフーヴァー研究所に短期間滞在したことがあります。そのときに、ミルトン・フリードマン教授という、マネタリストの総帥にお会いして、フリードマン教授から「大恐慌というのは、FRBが間違った政策をしたから起こったんだ」という教えをいただきました。フリードマン教授は、マネーサプライ(今のマネーストック)が減速すると、タイムラグがある程度安定していれば、インフレ率がピークアウトしてから、マネーサプライの軌道と同じようにインフレ率が下がるんだと言っていた人です。温故知新と言いましょうか、そういう古い教えを訪ねて、新しい知見を得たいというのが私の年来の願いですから、そのような見方をしているということです。

アメリカの、現金と預金を足したマネーストック(M2)の推移を見ると、もう十分落ちている。だから、物価を表す点線の個人消費デフレーターのコア(除く食品・エネルギー)は、今ピークアウトしたばかりですが、フリードマ



(注)シャドーは米国の景気後退局面(NBER調べ)。
(資料)米FRB、米NBER資料などをもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

ン教授がおっしゃったように、このあとはかなり急速に減速すると見えています。これを見ないで、労働需給がひっ迫しているから高水準が続くと考えなのか。先行きを予測する道具として、私はマネーを重視いたします。したがって、物価の減速は比較的早いと考えます。

住宅関連は強烈な落ち込み

さて、アメリカの景気の一一致指数には4つの指標がありまして、実質個人所得、実質企業売上高、非農業部門の雇用者数、鉱工業生産であります。このうち鉱工業生産がちょっとピークアウトしていて、昨年12月あたりから変調が見られるのではないかと考えております。そして先ほどもみましたが、ISMの製造業景況指数は、41を下回るか、それに接近しない限り、過去はリセッションになっていない。2022年12月はまだ48.4ですから、ソフトランディング論というのが出てくるのもむべなるかなです。ここ数カ月が大底になる可能性があって、目を離せない展開になると思います。

アメリカで何が悪くなっているかという、住宅です。住宅については、寒波もありますけれども、NAHB住宅市場指数という、住宅業者を対象にして、戸建ての住宅販売の状況を聞いているものは、2023年1月は31で、まだ落ちている。レベル感としても、コロナのときの2020年4月が30でしたので、それと同じぐらいまで落ちている。ところが、住宅ローン新規申請件数を見ると、2023年1月はちょっと

上がり始めている。これは長期金利との連動性がありますので、長期金利の現状と先行きを見越して、底入れしたということかなと思います。つまり、住宅はすごく悪くなっていて、10-12月のGDP上も強烈な落ち込みだったのですが、逆に出口が近いともいえる。FRBがさらに金融引き締めをして、長期金利も大きく上がるということになってしまいますと、これはしばらく駄目だということになりますが、そうでない場合は、復活は早いということです。

FRBは2023年0.5%の経済成長を予測

パウエルFRB議長は、2022年12月14日、「来年2月の会合以降、0.25%ずつの利上げをする方向か」とマスコミに問われて、「まだ方針は決めていないが、恐らくそうなると思う。これまで急速に大きな利上げを実施してきただけに、利上げのペースを緩めるのは適当だと思う。それによって、リスクのバランスを取ることができる。しかし、利下げはインフレ率が明確に低下している根拠がない限り検討しないだろう。利下げをどのタイミングで行うかは、我々のテストとなる」と言っています。明確に低下しているという場面が意外に早くやってきた場合、そういうリスクも考えておかなければいけない、それが“テスト”だと思います。

FRBのアメリカの経済成長率の見通しを見ますと、2022年が0.5%、2023年が0.5%、2024年が1.6%と戻していくというシナリオになっています。そして、コアの個人消費デフレーターの前年比は、2022年が4.8%、2023年が3.5%、2024年が2.5%と減速していく。これがゆっくりしたペースなのか、急速なのかというのが問われるところであります。

FRBの米経済見通し<22年12月予測>

	2022	2023	2024	2025	長期見通し
実質GDP成長率 4Q前年比、%	0.5 (0.2)	0.5 (1.2)	1.6 (1.7)	1.8 (1.8)	1.8 (1.8)
失業率 4Q平均、%	3.7 (3.8)	4.6 (4.4)	4.6 (4.4)	4.5 (4.3)	4.0 (4.0)
コアPCE価格指数 4Q前年比、%	4.8 (4.5)	3.5 (3.1)	2.5 (2.3)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)
FF金利 末値、%	4.4 (4.4)	5.1 (4.6)	4.1 (3.9)	3.1 (2.9)	2.5 (2.5)

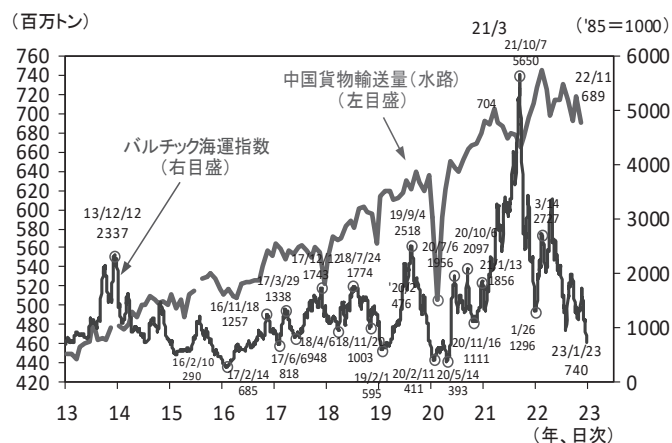
(出所)FRB(22年12月14日公表資料)より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

中国は春節明けに期待、ユーロ圏はすでに底入れか

落ち込んでいる中国は春節明けから回復へ

中国はどうでしょう。バルチック海運指数とというのがあります。これはばら積み船の用船料です。そして、中国の水路を通じた貨物輸送量。両方ともボロボロです。逆に言うと、それだけ需給が緩和しているということで、ここから底入れして上昇へと変わっていく可能性というのは、十分にあるのではないかと思います。

バルチック海運指数と中国貨物輸送量（水路）



中国はいろいろなものが同じような動きになっておりまして、例えば鉱工業生産と実質GDPの前年比は、ともに底を這っている。さらに、消費者信頼感期待指数も、製造業の景況指数も、相当悪い水準まで落ちています。ここまで落ちると、そこが底じゃないかというのが、まず一つの見方になります。ゼロコロナ政策を終えて、ようやく正常な経済活動に入ろうとしているのが、この春節明けですので、今後は大いに期待できるのではないかと。小売売上高、固定資産投資、輸出はまだ厳しいです。これは仕方がないでしょう。しかし、自動車販売台数については、2022年12月は季節調整をしますと前月比0.2%の増加ということで、久々に下げ止まる兆しが出てきた。それから粗鋼生産量も12月は前月比0.4%増加で、今までとはちょっと違う動きが出始めていると期待したいところです。

そして、住宅価格指数は、まだまだ前年比でマイナスが続いていますが、中国がずっと金融緩和をしてきたおかげで、マネーサプライが増えて、住宅価格が下げ止まるように作用し始めているのではないかと思います。中国では金融危機というのが非常に大きなリスクですが、何とか避けられるのではないかと。マネーを増やして、金融緩和をして、財政を出すことで、住宅価格が下げ止まる可能性がある。そういう意味では、上海の株式指数がちょっと戻す動きが出ているのは、心強い限りです。

ユーロ圏は期待指数が底入れ

そしてヨーロッパであります。ユーロ圏の製造業PMIは、2023年1月は上がっている。サービス業PMIも上がっています。そして、ユーロ圏のZEW景気期待指数というのがあります。ZEWというのは、銀行にアンケート調査をして、地場の企業がどうなっているのかを聞いているものです。それがこのところかなり改善していて、大幅マイナスだったのが、1月はドイツとユーロ圏が両方とも二桁のプラスまで戻ってきている。底入れしているなということが分かります。これは明らかに良い兆候だと思います。

しかし、ドイツの住宅価格はまだドカンと下がっている。そして、ユーロ圏の消費者物価の前年比は10%まで行ったあと、9%台になっている。ラガルド総裁も、これでピークアウトしたと思いたいけれども確信が持てないというような発言をしています。ここからどうなるかというところですが、ヨーロッパも米国同様に、インフレを抑えるためにかなりマネーを絞りましたので、その効果が物価にも出てくるものと思われる。なお、ECBの経済成長率見通しは、2022年が3.4%、2023年が0.5%、2024年が1.9%となっております。

足元では調整的な動きが目立つ日本経済

CI先行指数が示す軟調

内閣府の景気動向指数のCI先行指数、一致指数、遅行指数を見ていただきますと、先行指数が落ちています。一致指数がちょっとピークアウトした感じです。データを見ると、先行指数は2022年3月をピークに落ち始め、今も落ちている最中です。そして、一致指数は2022年8月の101.3をピークに、9月、10月、11月と下がっている。そして、遅行指数は上がっている。

先行指数は、先ほどアメリカ、ヨーロッパ、中国についても言いましたが、減速している。交易条件の悪化の影響から、在庫調整に入ってきているサインが出ている。他方で遅行指数に

は、消費者物価指数とか、在庫残高とか、コストの要因が入っています。先行指数が落ちて、遅行指数が上がるということは、残念ながら、景気の本体はしばらく落ちるというサインです。その時期はいつだったかという、2022年8月がピークで、9月から落ちている。みんなそういう意識はなかったと思いますが、データを見るとそうで、これからしばらく落ちると思っています。

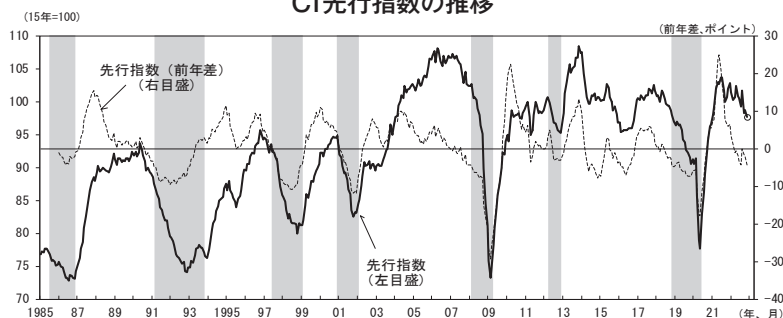
内閣府は、景気動向指数のCI一致指数の基調判断について、11月は「改善を示している」としてありますが、新しいデータが出ますと、「足踏みをしている」などに直す可能性が十分にあります。そして、月例経済報告での内閣府の基

調判断は、12月までは「景気は、緩やかに持ち直している」としていたのですが、1月には「このところ一部に弱さがみられるものの、緩やかに持ち直している」に直しました。大体政府が判断の微妙な変更をするときというのは、ちょっと悪くなったなと思っているときです。景気は調整局面に現在あるということを政府も意識しているということです。しかし、これから悪くなるのではなく、既にちょっと調整していて、あと半年か、数カ月か、調整局面が残っているとみられます。

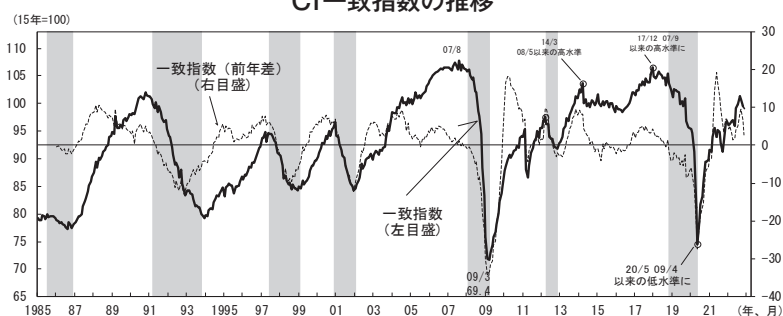
生産活動も1－3月は弱い

鉱工業生産を四半期で見ますと、2022年10－12月見込みは前期比で▲2.2%となっています。これは11月までは実績値で、12月からは大手メーカーの生産計画を表す生産予測指数でつないだものです。これを、経済産業省が先行き試算と予測の実績に対する誤差という形で、過去の製造工業生産予測指数と実績との誤差を勘案して計算し直すと、▲3.6%になります。そ

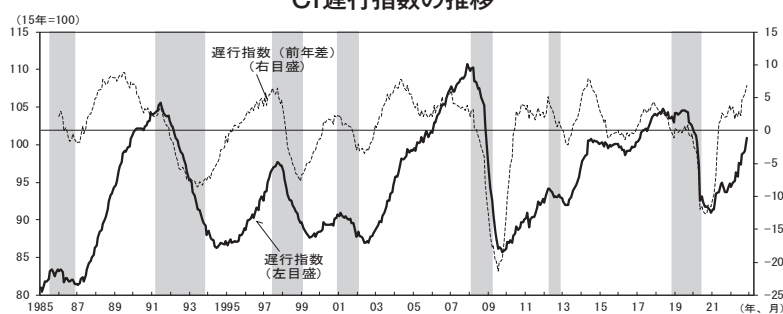
CI先行指数の推移



CI一致指数の推移



CI遅行指数の推移



(注)シャドーは景気後退期(内閣府)。直近の山は、18年10月、谷は、20年5月。
(資料)内閣府『景気動向指数』

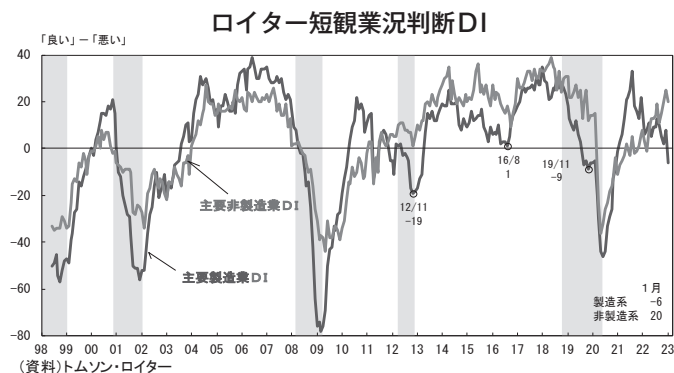
して2023年1－3月予測は前期比1.3%になっていますが、残念ながら、経済産業省の誤差を直した予測では▲0.8%です。つまり、生産は1－3月も弱いということです。

一方、トヨタ自動車の国内生産計画を、あくまでも業界紙や新聞で出ているものをベースに季節調整をしたものを出してみますと、2022年10－12月については22.4万台で、前期比では▲5.1%と落ちます。しかし、2023年1－3月については25.9万台で、前期比で15.5%と増える計画です。鉱工業生産の予測をみても、生産全体ではちょっと弱いのかなと思っているのですが、トヨタ自動車の見方を見る限りは、自動車業界には少し期待をしたいところです。

様々な経済指標にポストコロナの動き

身近な指標を見てみましょう。ゴルフの会員権は、かなり高止まっています。日経平均が上がると、しばらくしてゴルフの会員権が上がるというのが一つの経験則です。2013年のアベノミクスの初期も上がったのですが、その後長期低落傾向になったものが、最近はかなり強い状況になっています。コロナの初期、若い人が会員権を買っているという話がありましたが、だんだん企業が買い始めたという話も出て、そして今また通常通りになりつつある。ゴルフの会員権が非常に元気だということは、若干の金余りがあるということを示しているのかもしれませんが。

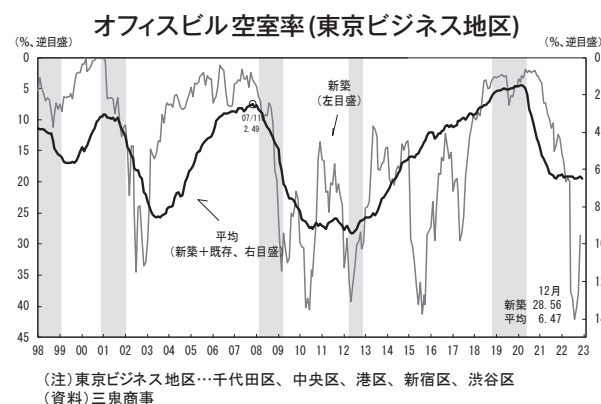
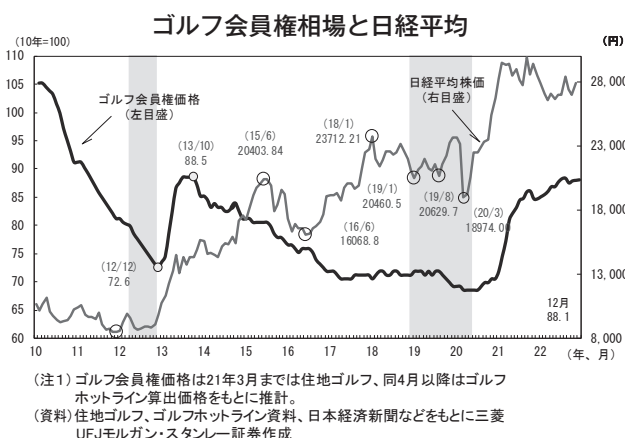
次は、ロイター短観という、民間で作っている日銀短観の月次版のようなものですが、ご覧



のように主要製造業が落ちています。それに対して主要非製造業が頑張っている。インバウンドの回復などもありますけれども、製造業の落ちを非製造業がカバーすることで、景気後退にはなりにくい構造に今なっている。しかし、調整圧力はそれなりに強いというのが、今の日本経済の姿だと思っています。

また、日本政策金融公庫が出している、中小企業景況調査の売上見通しDIというものがありまして、12月はまだ悪化しています。これは内閣府の景気動向指数の先行指数に入っています。私が分析する中で一番当たる先行指数なので、これがまだ落ちているということは、ちょっと良くない。当面景気は弱含む。もしこれが上がるということになると、少し期待が出てくると考えています。

最後に、オフィスの空室率は、東京のビジネス地区のみになってしまっていますが、新築物件につきましては12月になって改善し始めている。コロナの規制が緩和・解除されていく流れの中で、リモートワークの人たちが少し戻ってきているのかもしれません。



日銀は金融政策正常化への道筋を模索

マネタリーベースは上昇中

金融はいま面白いことが起こってまして、マネタリーベースの前年比がちょっと底入れして、瞬間風速である3カ月前比年率の白抜きの線が、ググッとV字回復している。マネタリーベースというのは日銀の資金供給量で、日銀当座預金という、民間銀行が日銀に預け入れるお金と、現金を足したものです。こんなにV字回復するということは、逆に言うと、それまでものすごく落ちていたということです。例えばV字回復する前、11月、12月あたりはものすごく落ちていて、このままでは金融引き締めかなと思っていたのですが、急に戻している。要するに、日銀がイールドカーブ・コントロールの幅を0.25%から0.50%に拡大したので、長期金利がグーッと上がっていったということです。それが12月20日だったと思います。

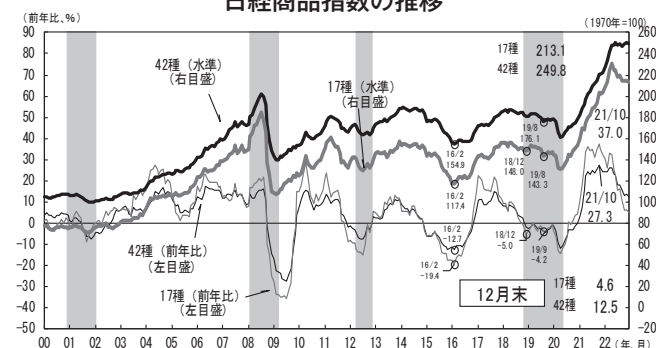
その後、多くの人がその延長線上で0.50%から0.75%にさらに拡大か、あるいはマイナス金利解除か、あるいはイールドカーブ・コントロール解除か、なんていう予測も出ていたんですが、黒田総裁は金融緩和を続けると。それどころか、金融機関に一定の金利で資金を供給して、国債の購入を促すという新策を打ち出した。前からあった政策ではありますけれども。やっぱり真のステーツマンというのは、そういう人じゃないといけない。何か言われたからと言って変えるのではなく、信念を持ってやって

いるというところが、黒田さんのいいところです。ただし、マネタリーベースが増えたというのは、結局、放っておけば国債金利が上がるものですから、それを抑え込まなくてはならないということで、日銀が一生懸命国債を買った結果です。これがいつまで続くのかという問題はあります。

国内企業物価のピークアウトは近い

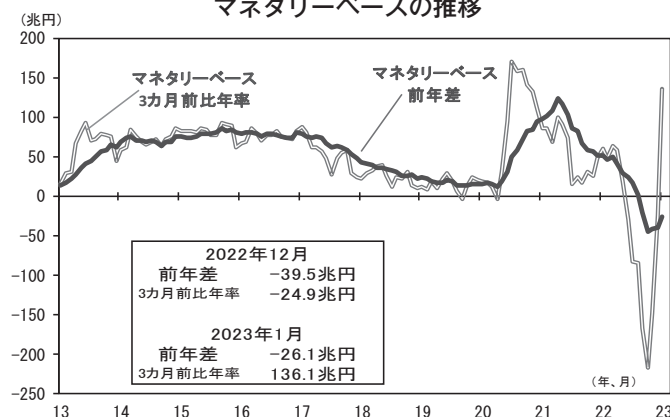
国内企業物価は、2022年12月はまだ上がっております。しかし、先行指数がピークアウトしていますので、ピークアウトは近いと思います。それは商品市況にも言えるわけで、商品市況の水準は上がっておりますが、前年比は減速している。先ほど原油の話をしました、穀物も前年比で減速する。そうすると、ゆっくりと消費者物価に影響してまいります。

日経商品指数の推移



(注)シャドーは景気後退期(内閣府)。
(資料)日本経済新聞社

マネタリーベースの推移



(注)マネタリーベースの直近は、1月(4-24日)。
(資料)日本銀行資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

だから黒田総裁は、2023年度は、消費者物価は今前年比4%の伸びであっても、2%を再び割ることが展望できるから金融緩和を続けるんだと、意固地とも受け取られかねないことをおっしゃっているのです。誰が何と言おうと、きちんと分析したものについては、決してそれを変えたり譲歩したりしません。2013年の大胆な金融緩和を始めるときに、「戦力の逐次投入はしない」とおっしゃって、極めてカリスマ的な資質を打ち出されたわけであります。10年間お疲れだと思いますけれども、最後まで頑

張っておられると思います。

しかし、そうは言っても、黒田さんの在任中はともかくとして、欧米の状況から考えても、長期金利のイールドカーブ・コントロール、それから短期金利のマイナス金利、これは早晩是正される流れだろうと多くの人が思っているわけです。ここが、景気の状態とあわせてどうなっていくか注目でございます。

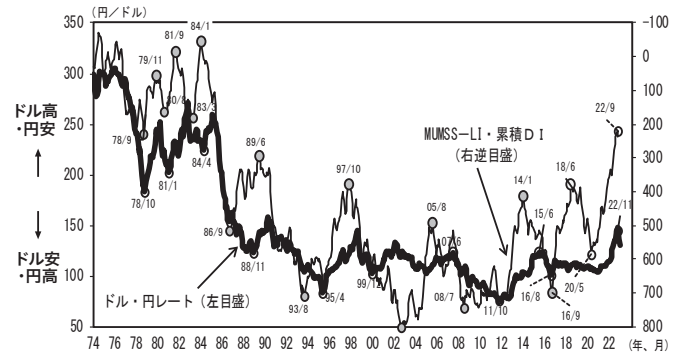
一時的に再び円安、そして円高へ

為替につきましては、今、日本のお金の量の前年比の伸びと、アメリカのバランスシートの前年比の伸びが、交差し始めています。日本のお金の量の伸びがアメリカを上回ってしまいますと、また円安ということになる。そういう流れがちょっと始まっています。ただし、それは一時的で、日銀が年内に金融政策の正常化を行って、引き締めていくということになれば、日本のマネタリーベースの伸びも落ちるということになります。

為替の先行指数は、日米の実質金利差などを軸に考えますと、2022年9月をピークにちょっ

と反転しています。つまりドル安円高方向に反転し始めているのですが、タイムラグが半年ぐらいあるので、当面は円安の動きがまだあるという見方になります。なにせ150円まで行って、120円台まで戻って、という激しい動きですので、いくらになるかはなかなか言えませんが、130円を中心とした動きの中で、やや円安の動きがまた出て、そのあと円高の動きになっていくということだろうと思います。

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2023年1月1～24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『MUMSS先行指数』

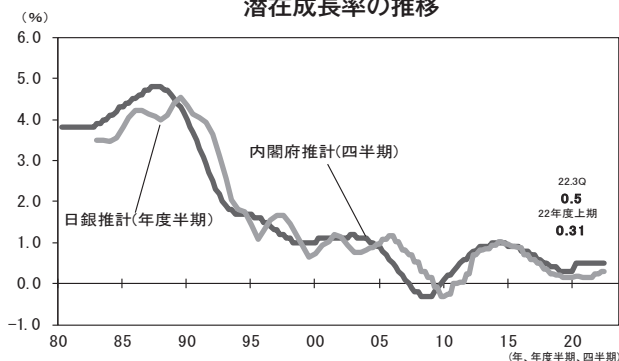
2013年から始まる「ゴールデン・サイクル」

生産性の上昇が設備投資の増加を示唆

中期の日本の潜在成長率を見ると、日銀の推計したもの、内閣府が推計したもの、いずれもちょっと上がってきています。これはいい兆候です。潜在成長率を上げているのは何かと考え

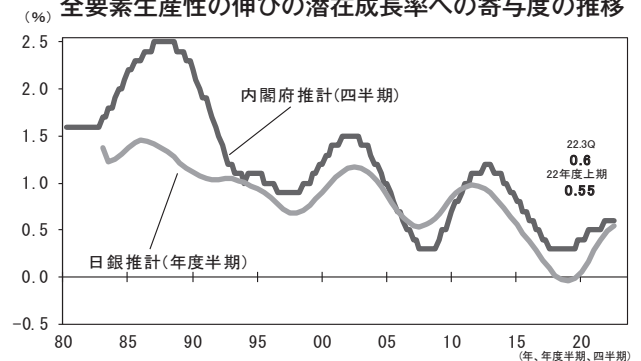
てみると、人口と、資本ストックと、生産性です。その生産性をどうやって測るのが難しく、結局内閣府や日銀では、潜在成長率から人口の伸びの寄与を引いて、そして資本ストックの伸びの寄与を引いて、残った残差にしているの

潜在成長率の推移



(資料)内閣府、日本銀行資料をもとに三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

全要素生産性の伸びの潜在成長率への寄与度の推移



す。昔ノーベル賞を受賞したソローという経済学者がいて、そのソローはこの残差を技術進歩と言いました。今は全要素生産性と言われています。全要素生産性の潜在成長率への寄与度を見ていただきますと、日銀推計、内閣府推計とも上がっています。

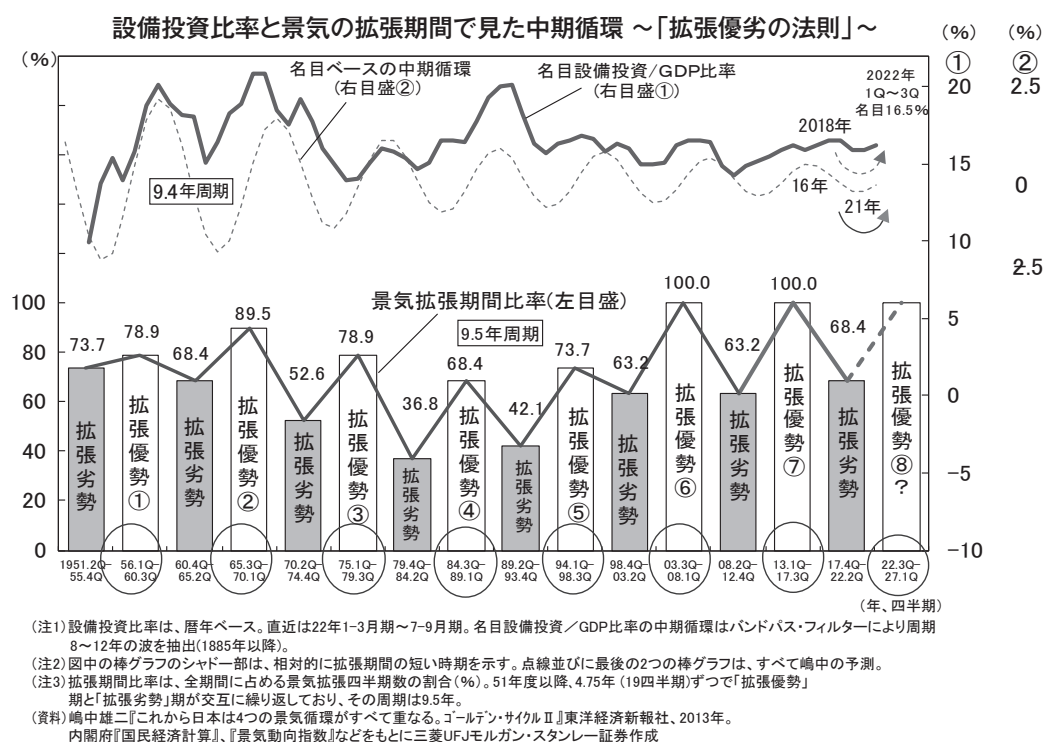
しかし、生産性が上がるということは、設備投資をやらなければ上がらないので、裏では設備投資が上がっているのだろう、ということになります。下の図は、GDPに占める設備投資の比率を一番上に太い線で書いてあります。これを見ますと、どうも2021年を底に上がり始めているのではないかと。

中期循環では景気拡張優勢期へ

設備投資循環というのは中期的なもので、例えば4.5年とか5年上がって、また4、5年落ちるという10年周期になっています。図の下端は、景気の谷から山までが景気拡張期間となりますが、4.75年ずつ区切って、そのうちのどれだけの割合が景気拡張期間だったか計算したものです。1951年からずっと、景気拡張期間が長い優勢なときと、短い劣勢なときが4.75年ごとに交代しています。一度も例外がなく、

戦後7回繰り返しています。2003年から2008年までの「いざなぎ景気」は、景気拡張期間が100%となりました。小泉内閣から、リーマンショックのところまで、いろんな内閣があった時期で、第一次安倍内閣も入っていました。金融緩和をやっているときは、だだだ景気の回復が続くことがありまして、これもその例です。ところが、リーマンショックで景気拡張期間は63%に落ちて、そしてまた2013年から2017年までは100%となりました。昨年亡くなられた安倍首相の「アベノミクス景気」です。意外に、2000年代は2つも100%の景気拡張期間があったのです。

そのあとコロナでまた68%に落ちて、そして2022年の第3四半期から2027年第1四半期というのが現在です。過去7回繰り返しているわけですから、ここが景気拡張優勢となるのはまず間違いない。今は調整局面で、景気後退までいくかどうかは分かりませんが、2023年度の半ばぐらいから再び上がってくるでしょう。そして、2027年第1四半期まで続くということになりますと、相当長いです。中期的に設備投資が上がる、設備投資循環の上昇期に日本経済は突入するだろうというのが私の考えです。



2023年から「ゴールデン・サイクル」へ

12月時点の日本の政府経済見通しを見ると、実質GDPの前年比は、2022年度が1.7%、そして2023年度が1.5%となっております。私は2023年度の前半はまだ弱いと思うのですが、後半から、ゴールデン・サイクルに入ってくるという見方で、設備投資が出てくるのではないかと考えております。しかし、そのためにも、海外経済が底入れしていないと話にならない。今は世界経済は弱い方向にまだ行っていますが、これからどんどん悪くなるのではなく、底入れは近いのではないかと。したがって、2023年度というのは、割合と期待が持てるのではないかと考えています。

ゴールデン・サイクルというのは、短期の在庫循環がキッチンサイクル、中期の設備投資循環がジュグラー・サイクル、長期の建設投資循環がクズネッツ・サイクル、そして超長期のコンドラチェフ・サイクルは、インフラ投資の循環、または技術革新の循環ともいえます。この4つの循環がすべて上昇することをいいます。現在、短期の循環だけがちょっと落ちていますが、他の3つは上がっているわけです。

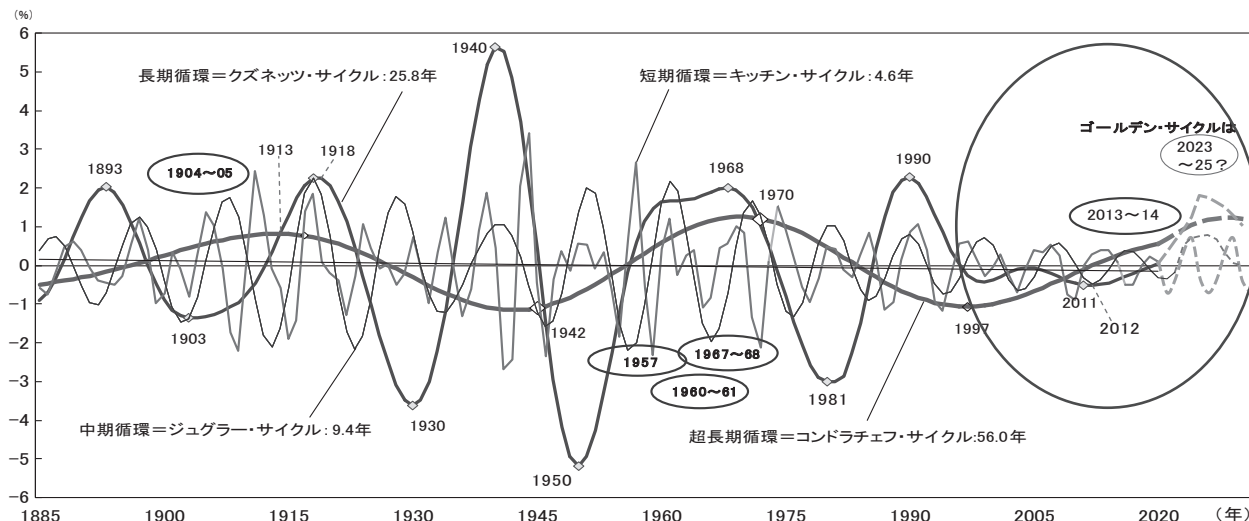
2013年から2014年に続き、2023年から2025年の3年間は、短期、中期、長期、超長期の循環が全て上昇するゴールデン・サイクルに、日本経済は入ろうとする周期にあるということです。3年間というのは過去初めてです。2013年の時も懐疑的に思われたのですが、景気の拡張期間で見ると、少なくとも長期のクズネッツ・サイクルで見ても、超長期のコンドラチェフ・サイクルで見ても、足元まで長い周期で上昇が続いております。だから、決して大きな落ちにはならない。

足元の短期循環の調整を皆さん実感していると思いますけれども、ちょっと堪えて、そして2023年度中に始まるゴールデン・サイクルに期待して、是非明るい心で臨んでいただければと思います。本日のお話させていただいて、大変幸せでございました。最後までご清聴ありがとうございました。

2023年1月30日、山形市の講演会より抄録

(文責：やまぎん情報開発研究所)

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。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25.8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



山形銀行 調査特報 (2023年 3月号)

発行日 2023年 3月24日

発 行 やまぎん情報開発研究所(株式会社山形銀行 営業支援部)
〒990-0038 山形市幸町 2 番 5 号 TEL:023-623-1221
<https://www.yamagatabank.co.jp>

印 刷 株式会社大風印刷

この用紙は、適切に管理された
森林資源を使用しています

