

山形銀行

# 調査特報

2024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 経営学部 教授  
岡三証券 グローバルリサーチセンター特別顧問  
エグゼクティブエコノミスト

嶋中 雄二氏

やまぎん情報開発研究所

 Yamagata Bank

# 2022年～2024年は「ゴールデン・サイクル」

## 「ゴールデン・サイクル」とは何か

ただいま、ご紹介に預かりました嶋中でございます。元旦に能登半島地震、翌日に羽田空港での事故と、今年の年明けは大変なことになってしまいました。しかし、日本経済に目を転じてみますと、景気の先行指標と言われる株価が年明けから非常に高くなっています。これから日本経済が良くなっていくのではないかと期待も抱かせてくれるものであります。

私は、「ゴールデン・サイクル」というちょっと変わった説を唱え続けてまいりました。ゴールデン・サイクルとは何なのかということ、まず皆様にご説明したいと思います。

日本の設備投資のGDPに対する比率（設備投資比率）を取って、そのトレンド線からのかい離を取ります。そして、計算の仕方は難しいことは言いませんが、三角関数でsinカーブ、cosカーブというのがありますが、そういうのを利用しながら、時系列データがいくつかの周期変動によってできていると考えて、あるバンド（領域）の周期を取ってみると、あるサイクル（循環）が出てきます。

## 周期の異なる4つの景気サイクルが上昇

まずは短期の循環、「キッチンサイクル」です。ジョセフ・キッチンというイギリスの経済学者が発見したもので、通常「在庫循環」などと言われます。この周期は3～4年と大学で習いますが、日本について計算してみますと5.4

年周期になります。最近では2021年が周期の谷になっており、現在は上昇中ということになります。

そして中期の循環が、フランスのクレマン・ジュグラーという人が発見した「ジュグラーサイクル」で、「設備投資循環」とも言っております。9.9年ぐらいの周期なのですが、こちらは2020年が底になっていて、現在上昇中です。

そして長期の循環が「クズネッツサイクル」で、サイモン・クズネッツという、ノーベル賞も受賞したアメリカの経済学者が発見したものです。当初、22、23年という周期であったのですが、計算しますと日本では26.0年周期となります。この周期の谷が、東日本大震災のあと、復興が始まっていく2012年で、現在上昇中です。クズネッツサイクルは26年周期ですので、谷から山までが13年ぐらいだとすれば、2025年ぐらいまで上昇ということになってきます。これは「建設投資循環」と考えられています。

最後の超長期の循環は、「長期波動」や「コンドラチェフの波」とも言われています。ロシアの経済学者、N.D.コンドラチェフが発見したということになっております。コンドラチェフ自身は、社会的なインフラストラクチャーの更新投資がこの波の原因だと言っているのですが、コンドラチェフの波を命名した、アメリカに渡ったオーストリア出身の経済学者であるシュンペーターによりますと、大きなイノベーション

## 「ゴールデン・サイクル」とは

|               |           |   |  |
|---------------|-----------|---|--|
| ①キッチン（短期）     | : 5.4年周期  | ↑ | 「ゴールデン・サイクル」<br>=4つのサイクル全て上昇となること<br>*①、③、④または②、③、④の3つのサイクルのみの<br>上昇局面の場合は「シルバーサイクル」<br>*③、④の2つのサイクルの上昇局面は<br>「ブロンズ・サイクルI」または「超景気」<br>*②、③の2つのサイクルの上昇局面は<br>「ブロンズ・サイクルII」または「メジャー景気」 |
| ②ジュグラー（中期）    | : 9.9年周期  | ↑ |  |
| ③クズネッツ（長期）    | : 26.0年周期 | ↑ |  |
| ④コンドラチェフ（超長期） | : 59.0年周期 | ↑ |  |

出所：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。

同『第3の超景気』日本経済新聞社、2018年。内閣府『GDP統計』『景気動向指数』

大川一司・篠原三代平・梅村又次監修『長期経済統計』

注：暦年。短期：キッチン・サイクルの周期5.4年、中期：ジュグラー・サイクルの周期9.9年、長期：クズネッツ・サイクルの周期26.0年、超長期：コンドラチェフ・サイクルの周期59.0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・フィルターより抽出  
作成：岡三証券

ンが原因と言われております。そちらのほうが日本でも解釈としては一般的です。その波が日本では2003年ぐらいが谷になっていて、現在上昇中でありませ

キッチン（短期）、ジュグラー（中期）、クズネッツ（長期）、コンドラチェフ（超長期）、この4つのサイクルが全て上昇で重なることを「ゴールデン・サイクル」と私は名付けました。そして現在、ゴールデン・サイクルに日本経済が当たっていることがわかります。

### ゴールデン・サイクルでは株価が上昇

ゴールデン・サイクルの実感を持っていただくために、日経平均との関係を見てみたいと思います。2022年～2024年は、明治以来7度目のゴールデン・サイクルに入っています。戦前では、明治時代の起業ブームのさなかにあった1887年、それから1904年～06年の日露戦争の時期の2回。戦後につきましては、朝鮮戦争後、サンフランシスコ講和条約が締結されていく1951年～52年、1960年の岩戸景気のさなか、さらには1967年～69年のいざなぎ景気と、先ほど申し上げましたがアベノミクスの初期にあたる2013年。そして、2022年～2024年と、5回のゴールデン・サイクルがあったということになります。

日経平均との関係のみますと、今回を含め、戦後5回の当該期間の日経平均はすべて上昇傾向になっています。だからといって、必ずこれ

### 期間中の日経平均（月中平均値、実数）の変化率

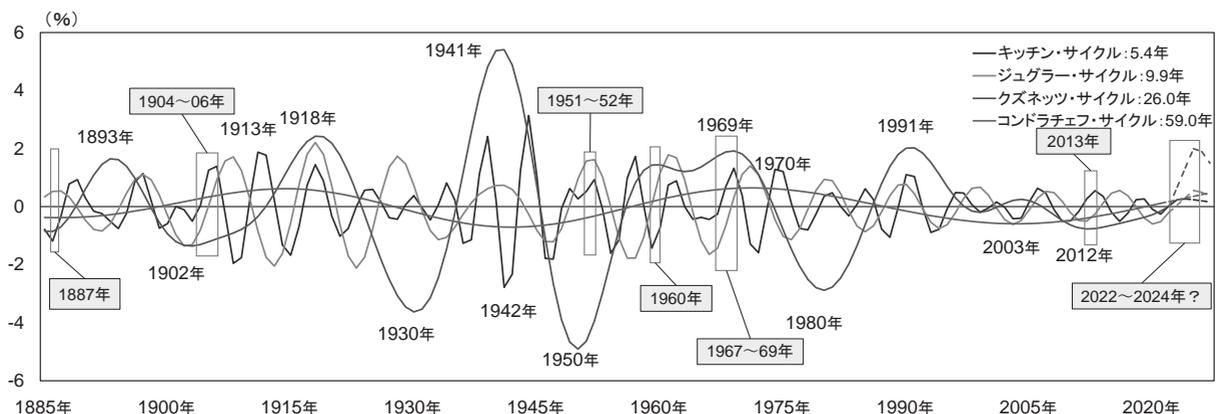
|                      |      |
|----------------------|------|
| (1) 1951年1月～1952年12月 | 232% |
| (2) 1960年1月～12月      | 41%  |
| (3) 1967年1月～1969年12月 | 57%  |
| (4) 2013年1月～12月      | 47%  |
| (5) 2022年1月～2024年1月  | 23%  |

出所：日経 作成：岡三証券  
注：2024年1月は2024年1月19日までの平均値

から同じようになりますとは言えません。しかし、このように実証的に見てみると、日経平均が上昇しているということは確かで、本日も上昇して36,000円台になっているわけです。ひょっとしたら世界では、日本経済が徐々に世界経済に殴り込みをかける、逆襲するのではないかとされているかもしれません。

時あたかもJAXAが月面着陸に成功し、太陽電池パネルも稼働し始めて、元々予定した活動ができるということです。旧ソ連、アメリカ、中国、インドに次いで5番目の月面着陸を日本が果たした。明るいニュースなのではないかと思えます。また、ちょうど1月から少額非課税制度の新NISAがはじまったということで、個人投資家も動ける。これはいわゆるゼロサムの中での配分ということになるでしょうが、アジアの中で日本に配分を移そうという外国人投資家もかなりいる。そしてもちろんアメリカの株価が史上最高値を更新するという状況の中で、

### 日本のゴールデン・サイクルとその軌跡



出所：嶋中雄二『第3の超景気』日本経済新聞出版社、2018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。同『第3の超景気ゴールデン・サイクルで読み解く2025年』日本経済新聞出版社、2018年。  
根本祐一『企業者精神と長期景気循環—「平成の坂の上の雲」は始まっている—』日本経済新聞出版社/日経事業出版センター、2014年。内閣府『GDP統計』『景気動向指数』、大川一司・篠原三代平・梅村次次監修『長期経済統計』作成：岡三証券  
注：暦年。短期：キッチン・サイクルの周期5.4年、中期：ジュグラー・サイクルの周期9.9年、長期：クズネッツ・サイクルの周期26.0年、超長期：コンドラチェフ・サイクルの周期59.0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・フィルターより抽出。

現在、日経平均は順調に上がっています。

そのような状況ができるだけ長く続いてくれたらいいと思うわけですが、アメリカ、日本、ヨーロッパでは金融政策の変更等も予想されず。中国は預金準備率を既に下げています。金融緩和に入っているわけで、これからどうなっていくのかをお話していきたいと思います。

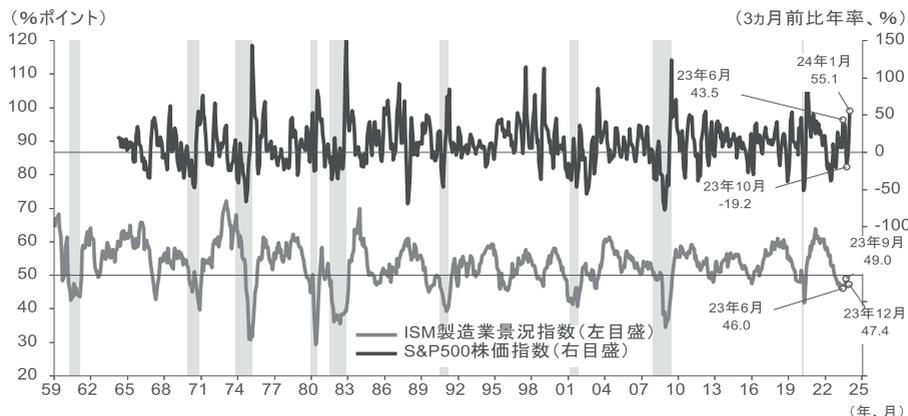
### 日米とも株価上昇の後に生産回復へ

少し目先の話をしてまいります。上段がアメリカの「S & P500」という株価指数、下段がISM（サプライマネジメント協会）というところが出しているアンケート調査、「製造業景況指数」であります。ISMは50%ラインというのが分水嶺です。2023年6月に46.0というところまで落ちて、その後盛り返し気味なのですが、まだ50には至っていません。つまりアメリカの製造業は調整中なのです。アメリカ景気が良いという議論があるのですが、製造業は決してよくない。はっきり調整局面にあると言える

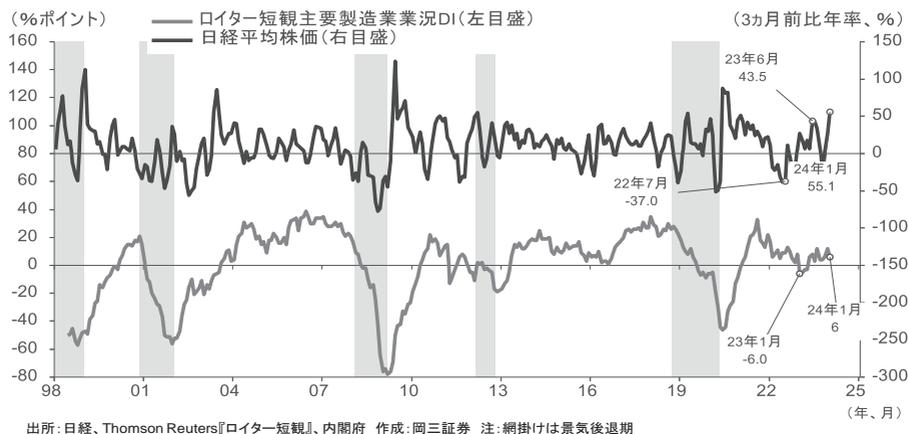
と思います。これが調整局面を克服して上がってくると、本当の意味で良くなるというのが景気循環論の教えです。これに先行するのが株価です。上段が3カ月前比年率というので見たS & P500なのですが、これが上がってきましたので、これから製造業景況指数は上がってくると思います。

そして、日経平均株価と、ロイター短観の製造業の景況調査もおなじような関係にあります。一旦調整した株価の局面を受けて、製造業の景況感はこの1～3月期に一旦落ちる可能性もあるかと思います。しかし、その後春頃からまた上がってきて、2024年度の日本経済は調子が良くなるのではないかと。ですから、多くの人言っているのとはちょっと逆です。アメリカ景気は金融引き締めの影響でこれから悪くなるという人が圧倒的に多かったのですが、製造業の循環をみると、これまでが悪かったのこれから底入れして上昇だと考えています。色々状況を見ているとそうとしか考えられないですね。

米S&P500株価指数とISM製造業景況指数の推移



日経平均株価指数と製造業景況指数の推移



# 日米の金融政策は逆方向へ

## 春闘を見極めて日銀はマイナス金利解除

私も古くからエコノミストやっております、バブルの時代にはテレビ東京というところでキャスターをやっていました。あいほら友子さんという女優さんと一緒に、1987年から1988年にかけてやっていたのです。その時はバブル景気でしたが、ブラックマンデーがあってもうだめじゃないかと思ったところ、逆に株価はどんどん上がって行って、1989年末に38,915円までいったわけです。今、それが近づいて来ているのです。36,000円台ですから。なかなか心理的な壁というのがあって、40,000円とか45,000円とかはなかなか言いにくいのですが、多分越したらもうどんどんいくのではないかと思います。年末あたり40,000円近くになる可能性は確率としては十分にあると言わざるを得ない。

そうすると日銀がどうなるかというのもお知りになりたいポイントかと思えます。私にもわからないのですが、4月に春闘があります。植田日銀総裁は、「2%のインフレ目標達成は確度を増している」というようなことをおっしゃっていて、3月よりも4月の方が情報量が多くなっていくともおっしゃっています。エコノミストの大半の見方だと、春闘は大企業で3.85%ぐらいの賃上げになるという見通しが多い。昨年の3.60%ぐらいの賃上げを上回る可能性があるわけです。そうすると、そこらへんでマイナス金利解除が行われる可能性は高いというこ

とになると思います。

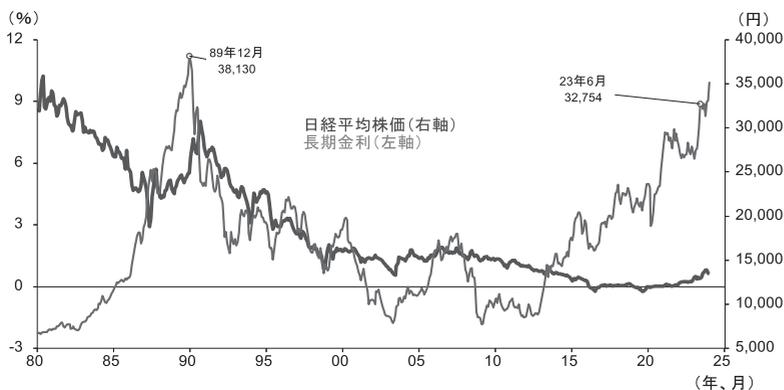
政治的に衆院補選などがありますので、時期については前倒しになるとか後倒しになるとか、色々な議論があります。ただ、今はとにかく能登半島の震災からの復旧・復興というのが一番大事ですので、金融引き締めをすぐに進めるのはいかがなものか、というのが基本ではないかと思えます。賃上げが消費者物価の上昇率を上回るような状況の中で、2%のインフレ目標が安定的・持続的に達成されるということが確信できたところで、日銀がマイナス金利解除。そして、イールドカーブ・コントロールをやめていくという方向になっていくのではないかと思います。

## 日米の金融政策の違いから次第に円高へ

一方で、アメリカのFRBが3月あたりにどうするのか、皆さま気をもんでおられるのではないかと思います。FRBはインフレ率が最近順調に下がってきたのですが、景気がしっかりしているという判断もありまして、利下げはするけれど、時期がちょっと遅くなるのではないかという議論が結構あります。今年FRBは3回ぐらい利下げをするという見出しを出しているのですが、市場は4回～6回と、かなり多い回数を予想している人が多かったです。今はちょっと修正はしているかと思えます。

アメリカが利下げを始める中で、日本が利上げをする。マイナス金利解除というのは、マイナス0.1%から0.0%、もしくはプラスに変えることですから、利上げということになります。そうしますと、日本のマネーの量が少なくなつて、アメリカのマネーの量が多くなってくるから、ドルが下がって円高になる。現在の水準はかなり円安ですから、ちょっとぐらい円高になってもどうということはないと思われませんが、急ピッチでFRBが利

日経平均株価と長期金利の動向（月中平均）



出所: 日経、LSEG Workspace 作成: 岡三証券

下げをするということになると、これはなかなか難しい問題をはらんでいきます。ですので、早めにやりたい、というのが日本銀行の本音かもしれないです。

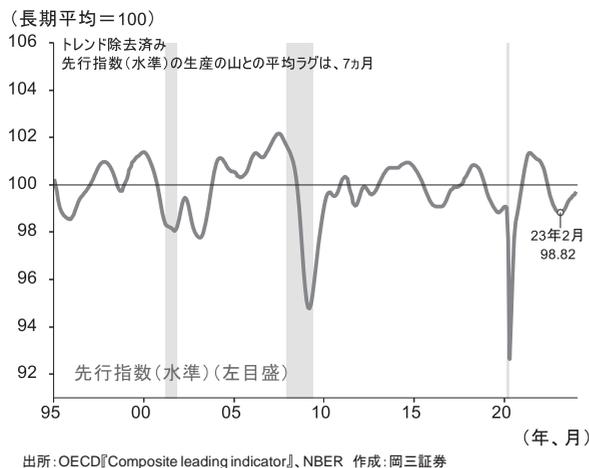
いずれにしても、今年逆方向の金融政策が日米でみられる可能性が高いと思われます。これから来年にかけて、おそらく為替はやや円高方向に戻すのではないかと考えております。円高方向と言いましても、現在の140円台後半から130円台の半ばへとか、そういった緩やかなものを想定しておりますが。

### OECD先行指数も各地域回復の兆し

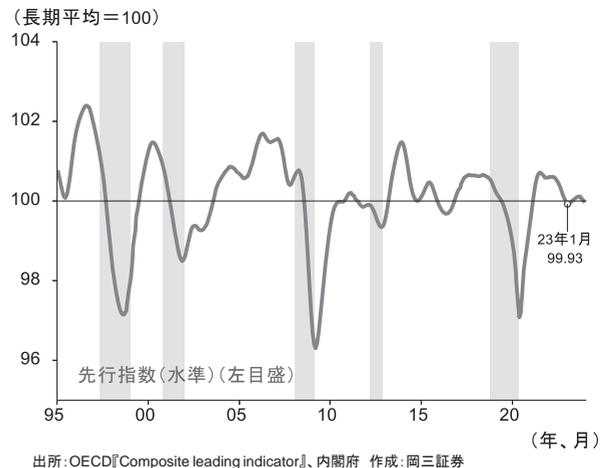
OECD景気先行指数というものがあって、OECD（経済協力開発機構）が加盟国ごとに先行指標を作っています。100というのが

トレンドラインで、米国はそれを下回っているものの、徐々に回復方向へと進んでいます。これから良くなる循環になろうとしていると思います。ドイツ・フランス・イタリア・イギリスというヨーロッパのOECDの先行指数を見ると、2022年10月を底に回復傾向。そして日本はちょっと足元ぐずついています。先ほど言いました、1～3月期が弱いかもしれないということにもつながってきます。ところが驚いたことに、OECDに加盟はしていないのですが、中国の景気先行指数がすごくいいのです。化学肥料生産高、建設生産高、自動車生産高、粗鋼生産高、海外受注、株価などから構成されている指数ですが、中国は方向としてはやはり回復だろうというふうに思います。

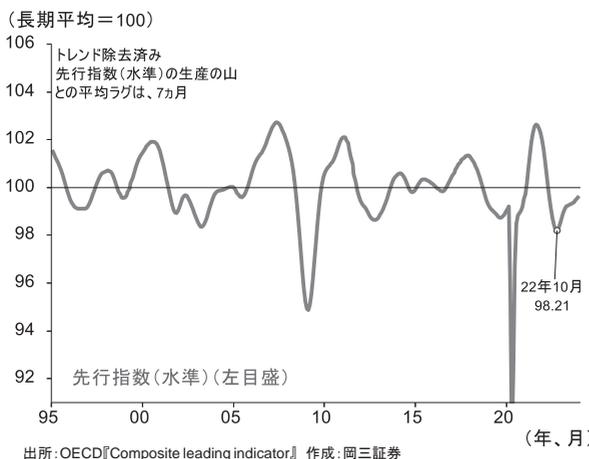
OECD景気先行指数（米国）



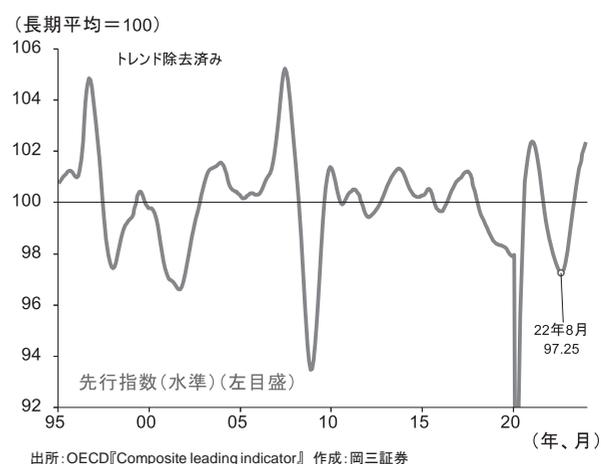
OECD景気先行指数（日本）



OECD景気先行指数（独・仏・伊・英）



OECD景気先行指数（中国）



# 米国経済はソフトランディング

## 米国は金融緩和へ

このように、世界経済が全体としては回復していくとすると、米国の金融引き締めがどうなっていくのか。米国の個人消費デフレーターコアというのがあります。これは食品・エネルギーを除く基調的な動きなのですが、こちらの上昇率がだんだん鈍化しております、四半期だと前期比年率2%に2期連続でなっている。2%がインフレ目標の達成水準でありますので、FRBも金融引き締めをやめて、緩和へと行けるかどうかということになってきます。

なお、景気が悪くなくても、インフレ率が下がってくれば、それはそれで利下げの条件になります。古い言い方で「数量景気」とも言いますが、实体经济はしっかりしているけれど、物価の方が減速してくる状態。今年は日米ともそんな感じになるのかなと考えております。

そして、日米の中央銀行が金融政策の照準をインフレ率の方に合わせていくということになれば、金利は日本についてはデフレ脱却という方向性ですので、少しずつ上がっていく。アメリカについては下がっていくということが起こってくるのではないかと思います。今までの金融引き締めの力はかなり強力だったので、それが緩めば物価に出てくるだろうと私は考えております。

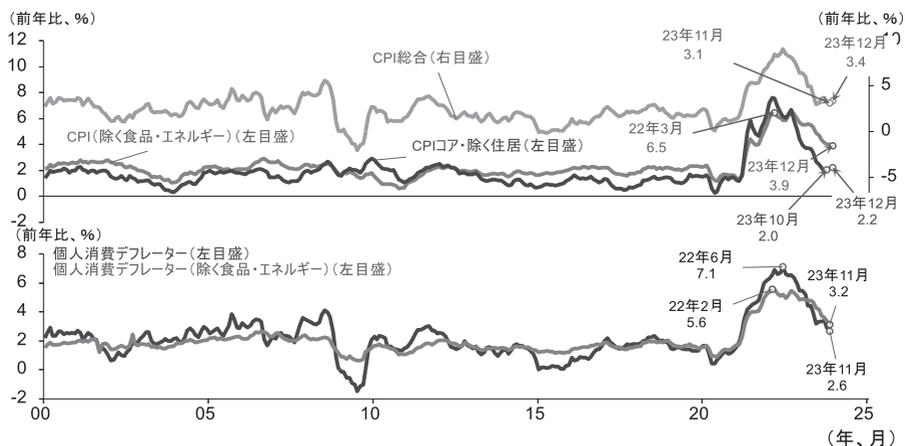
## もしもトランプが大統領になったら？

それから「もしトラ」というのがあります。「もしトランプ大統領が今年11月の大統領選で当選したらどうなる？」とよくきかれます。私は、トランプ大統領は実はアベノミクスとそっくりな政策を志向しているように思います。貿易面は保護貿易なのでちょっと違いますが。

バーナンキFRB議長の時代にリーマンショックがあって、その時やったような政策。金融緩和をして、金利を大きく下げて、ドルを下げる。これが、トランプ大統領の基本政策だろうと考えています。そして財政は出すということです。財政を出しながら金融緩和すると、金利には複雑な影響が及ぶ可能性があります、基本は金融緩和で金利を下げる、そして為替をドル安にすることによって輸出競争力を強める政策だろうと思います。その前にもう利下げがはじまっているのですが、もしトランプ大統領になるとすると、来年はもっとそれをやろうとする可能性があるということになります。そうすると、金利はなかなか上がりにくくなる。米国の長期金利は、上がったものが下がっていく局面が長引くかもしれません。

そうすると米国景気は良くなるのですが、日本においては円安の弊害がもちろんあり、家計は輸入物価が上がって困る。そして農業の方、

米国の個人消費デフレーター・コアとCPIコアの推移



出所: BEA『Personal Consumption Expenditures Price Index』、BLS『Consumer Price Index』 作成: 岡三証券

漁業の方、建設業の方はみんな原材料のコストが上がると困ると言われます。ただし、マクロの計量モデルで計算すると、日本経済は円安はプラスと出ます。

### 調整局面にある製造業も2024年に底入れ

米国の鉱工業生産のグラフをみますと、ご覧のように最近ちょっと調整しています。鉱工業生産はほぼ横ばいなのですが、エネルギーを除く実態ベースで見ると下がっている。製造業はちょっと弱いのです。それでも米国の景気一致指数全体としては上がっている。製造業が弱いというのは、ISM製造業景況指数をみてもわかります。2021年の3月に63.8あったのが、2023年10月に46.7まで下がっています。しかし、リセッションラインとされる41.8までは下がらなかった。これは経験則なのですが、それよりも下がるとすべて過去はリセッションになっています。つまり、調整はしているけれども、在庫調整に終わっているということです。アメリカはずっと景気がいいということではな

いです。製造業は調整している。それがようやく終わろうとしている。

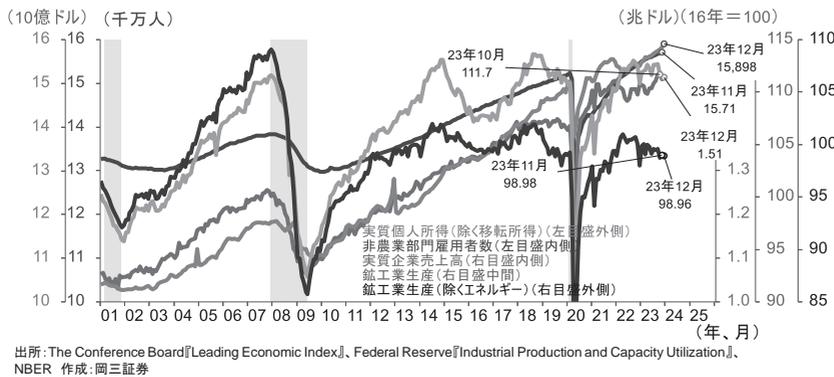
非製造業については、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数というのがありますが、一戸建て住宅の販売状況について、住宅建設業の業者にアンケート調査をしています。金融引き締めが終わってきたということで、長期金利が低下しまして、少し回復してきています。住宅が回復しますと、その次は自動車が回復して、という好循環になるわけですが、住宅が底入れし始めた。そして、先ほど来申しあげているように、製造業の循環も底入れし始めたということで、2024年以降というのは、アメリカ経済は少し回復の動きが出てくるのではないかと。

さらに、米国の消費者マインドが最近少し良くなってきています。ミシガン大学の消費者信頼感指数が、1月にビューンと上がっている。期待指数が上がっているということです。ただし、最近ではフーシ派をめぐる軍事的な軋轢とか、ヨルダンで米軍が攻撃したとかそういう問題もありますので、原油価格がまた上がってくる可

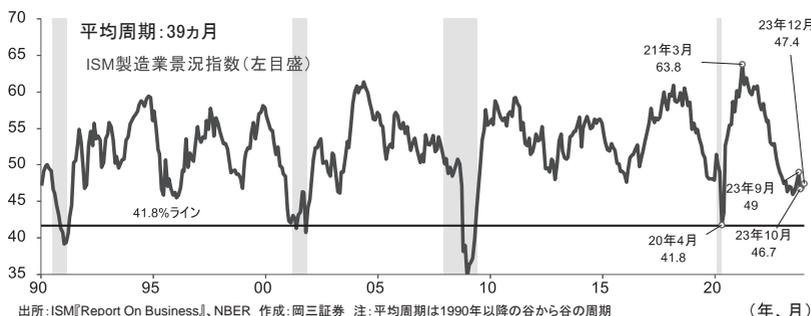
能性もあります。原油価格が上がると、住宅価格の状況や、消費者マインドがまた悪くなる可能性もあるのですが、とりあえずはどちらも回復方向に行き始めていると思います。

米国景気は、基本は金融緩和の方向にある。トランプ大統領になるとすると、それがさらに加速されると申し上げました。いずれにせよ、米国景気は比較的しっかりした状態でソフトランディングするのではないかと、というのが私の見方でありませう。

米国の一致指数・個別系列の推移



製造業の企業マインド (ISM製造業景況指数)

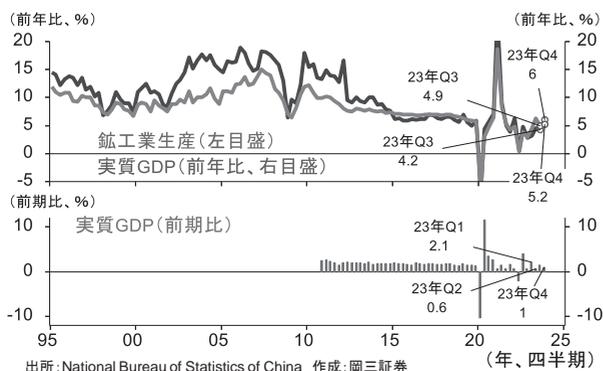


# 不振の中国と欧州も回復方向

## 減速する中国経済に回復の兆し

中国につきましては、昨年10～12月期の実質GDPの前年比伸び率が5.2%と少し上がってきております。上がっているのだけれど、力が弱いというのが衆目の一致するところでありませぬ。一方、中国の輸出金額の前年比はマイナスからプラスに変わってきていて、いい兆候です。もしトランプ大統領になった場合には、また中国にいろいろ言うという可能性はありますが、とりあえずは回復方向になっていると思います。

### 中国の実質GDPと工業生産



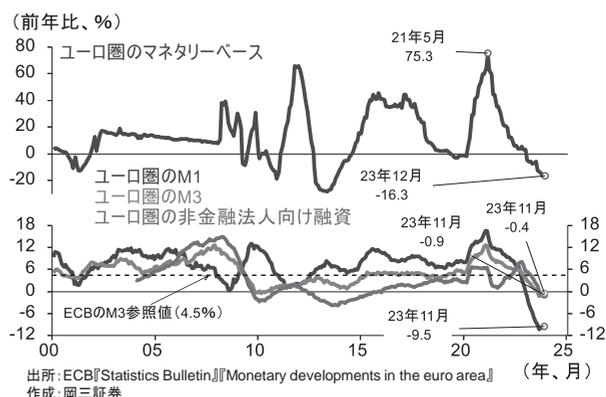
皆さまご心配の不動産関係については、中国の70都市の住宅価格につきましては、前年比ではちょっとくねくねしながら0の周囲を回っているということで、どんどん落ちている状況ではありません。こうしたなかで、預金準備率を中国人民銀行が下げてきており、金融緩和による不動産のテコ入れを始めた状況です。他方で粗鋼生産量や自動車販売台数は、目立ちませんがそこそこしっかりしています。

このような状況で、中国経済については回復方向にあるというのが今の状況ではないかと思ひます。先ほどみたOECD景気先行指数の中国はかなり回復してきていますので、方向性は上向きと思ひております。

## 欧州は金融引き締め成果ができた

ヨーロッパについては、ZEW景気期待指数という、銀行にアンケート調査をした指標があ

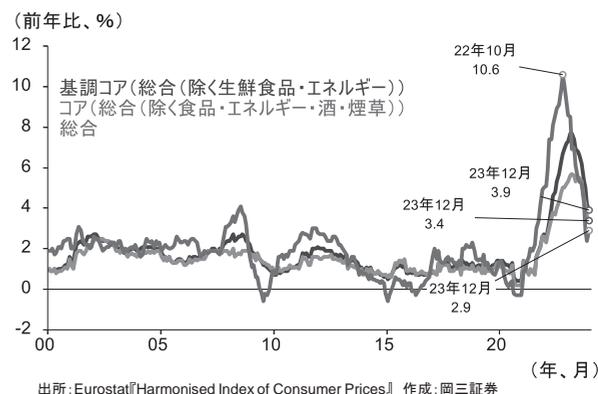
## ユーロ圏のマネーと融資の伸び



るのですが、今年1月が22.7で、基本的には回復傾向にあります。ただし、先行指標が回復傾向ということで、今の景気は悪いです。どうして悪くなったのかというと、金融引き締めによって、ヨーロッパでもマネーの量がものすごく下がって、貸し出しも低下してしまったからです。ただし、ご多聞に漏れずECBのラガルド総裁は、利下げの可能性は高いと言いながら、まだそれについては確たることは言えないと繰り返しています。FRBが利下げすれば利下げするだろうと思ひますが。

そして、ドイツの住宅価格は、中古住宅価格も新築住宅価格も底入れをしてきている。他方で、消費者物価上昇率の方は減速してきているということで、金融引き締めの成果は出てきています。ヨーロッパも弱いながらも回復傾向だと私は今年の見通しとしては考えております。

## ユーロ圏の消費者物価指数



# 日本経済は一旦調整、春以降流れが変わるか

## 日本経済は一旦調整局面か

日本の先行指標なのですが、内閣府のCI先行指数がちょっと陰っております。このところ実態経済は緩やかに回復ということでよろしいのですが、足元数カ月の調整があるかもしれないと思っています。

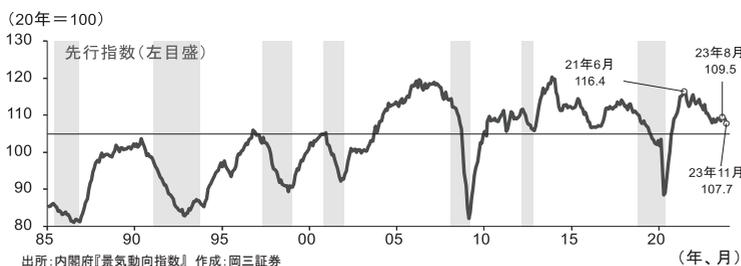
しかし、これは主に製造業の話で、「景気を把握する新しい指数」という内閣府で作っている参考指標をみますと、非製造業の指標を多く入れていて、インバウンドの増加などもありますので、こちらは元気な動きになっています。私も、山形に来てインバウンドの方にかなり会いましたし、東京駅から来るときもたくさんいらっしゃいました。インバウンドの方に会わない日はないという状況にもなっています。これは2019年以来的ことです。コロナで一旦落ち込みましたけれども、元に戻ったということではないでしょうか。あとは中国からのインバウンドがどうなるかというところだろうと思います。

日本の先行指標が弱いと言いましたが、とは

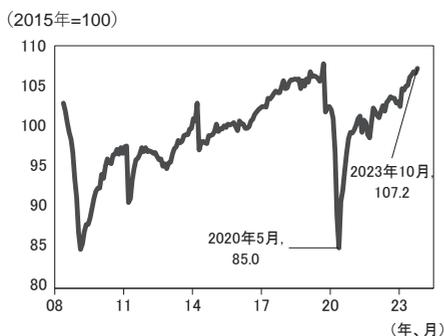
いっても株価は上がっています。ということは、究極の景気先行指標は株価ですので、結局は持ち直すと私は思っています。しかし、出荷と在庫のバランスが若干弱い状態がまだ続いています。出荷の伸びから在庫の伸びを前年比で引いた「出荷・在庫バランス」がまだちょっとマイナスです。出荷の方が在庫よりも少ないという状態で、在庫が多いということです。これに伴って鉱工業生産が少し弱いという状態です。この在庫調整もうしばらくすると終わりになるとみられますが、能登半島の震災等もありましたので、若干の調整局面になるのかなと思います。

しかしながら、工作機械受注を見ますと、一番新しいのが12月なのですが、内需、外需、全体、いずれも前年比マイナス幅が縮まってきています。この工作機械受注は、外需、なかでも中国の需要がかなり決め手になってまいります。これが強含みであれば循環的な上昇を後押ししていくと思いますので、もうそのとば口のところまで来たという感じはします。また、世界の半導体販売額を見ますと、前年比がようやくプラスの方向に向いてきています。だいたい30カ月ぐらいで循環しているのですが、半導体についても循環的にはシリコンサイクルが回復局面になりつつあるということで、日本経済も良くなっていくのではないかと考えております。

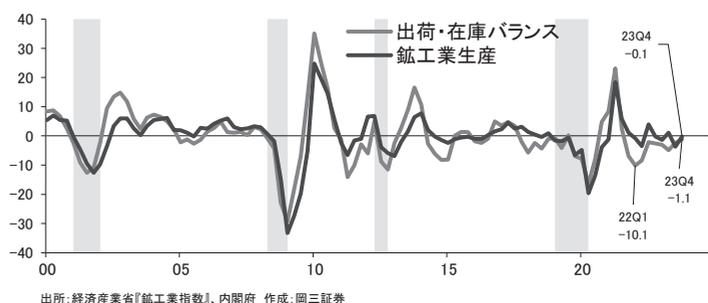
CI先行指数の推移



景気を把握する新しい指数（一致指数・参考指標）



鉱工業生産と出荷・在庫バランス（前年比）

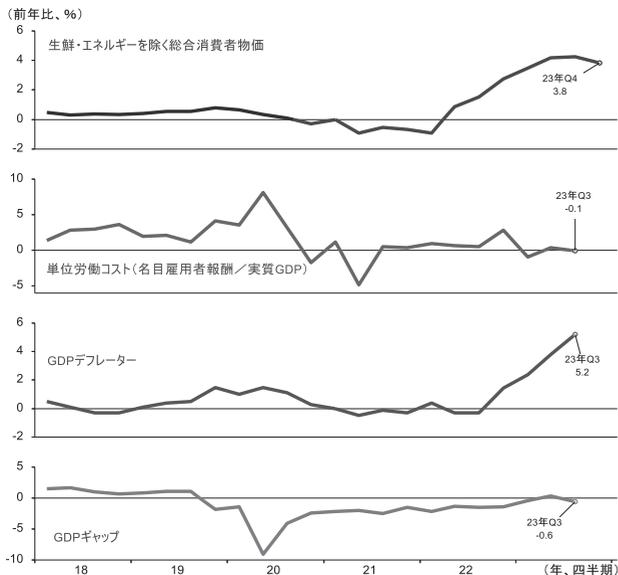


## 4つのデフレ脱却指標のうち2つが未達

デフレ脱却に関する4指標（前年比）というのがあります。①生鮮食品・エネルギーを除く総合消費者物価。これは0を上回っています。②単位労働コスト。名目雇用者報酬を実質GDPで割ったものですが、これはマイナスになっています。③GDPデフレーター。これは大きなプラス。④GDPギャップ。マクロの供給能力と需要とのギャップなのですが、こちらは残念ながらマイナスです。この4指標の前年比が全部プラスになって、デフレの方向に後戻りしないという状況になるにはまだちょっと時間がかかりそうです。

政府のデフレ脱却宣言に必要な4つの指標のうち2つがマイナスですので、まだ政府の口は重い。政府がデフレ脱却宣言と一緒にできる状況でないと、なかなか日銀もやりづらい面があります。しかし、4月に春闘賃上げ率がかなり高くなってまいりますと、そのあたりから流れが変わる可能性があるのではないかと思います。

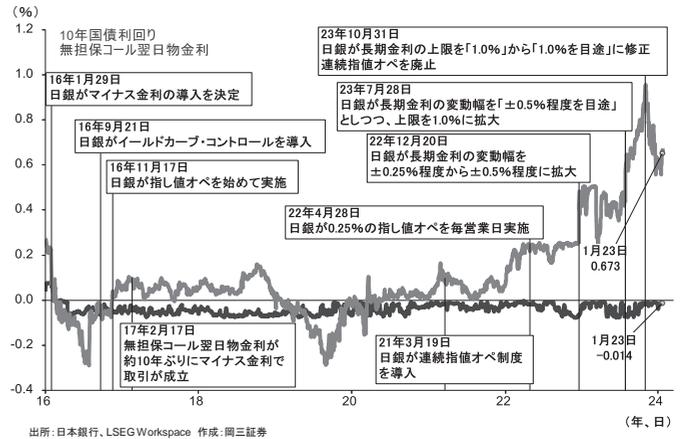
### デフレ脱却に関する4指標



### 金融政策の変更は春闘次第

長期金利、10年債利回りが0.7%台に現在あるわけです。それに対して短期金利はマイナス0.1%で、だいぶ差が開いたような印象であります。昨年10月に日銀が長期金利の上限を

### 日本の長短金利差



「1%」から「1%をめど」と修正して、1月は現状維持となりましたが、4月ぐらいに何かあるかなというところですよ。

日銀政策委員の大勢の見通しは、実質GDPについては2023年度が前年比1.8%、2024年度が1.2%、2025年度が1.0%です。そして消費者物価（除く生鮮食品）については2023年度が前年比2.8%、2024年度が2.4%となっています。2%のインフレ目標を安定的・持続的に達成できるという情勢に、なろうかとは思いますが、非常に微妙であります。

### 日銀・政策委員の大勢の見通し (24年1月)

|                         | （前年度比、%） |      |      |
|-------------------------|----------|------|------|
|                         | 2023     | 2024 | 2025 |
| 実質GDP                   | 1.8      | 1.2  | 1.0  |
| 消費者物価<br>（除く生鮮食品）       | 2.8      | 2.4  | 1.8  |
| 消費者物価<br>（除く生鮮食品・エネルギー） | 3.8      | 1.9  | 1.9  |

出所：日本銀行『展望レポート』 作成：岡三証券

そして、消費者物価の前年比に比べて、依然として名目賃金の前年比が低い状態があるわけですが、4月に春闘賃上げ率が3.85%とかになってくれば、実質賃金がプラスになってくる。実はある新聞で、山形県が昨年10月までのデータで、実質賃金の伸び率が全国3位だったと出ておりました。1位が群馬県で、2位が大分県で、3位が山形県。ただ、残念ながら実質賃金は群馬県、大分県はプラスになって

いるのですが、山形県はまだマイナス0.5%だ  
 というということです。でも全国で3位という  
 のは47都道府県で考えるとなかなかだと思  
 います。

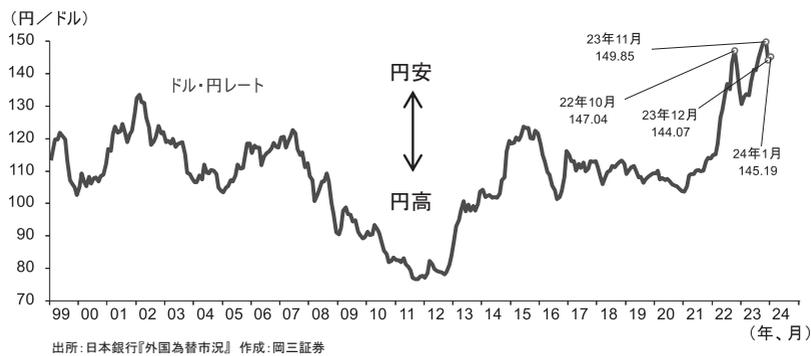
### 為替はやや円高へ修正

ドル円のグラフは、上に行きますと円安・ド  
 ル高、下に行きますと円高・ドル安です。日米  
 の長期金利差とドル円のグラフを並べてみま  
 すと、同じ格好になっています。アメリカの金  
 融政策と日本の金融政策、ちょっと方向が逆  
 になっているわけですが、アメリカが金利を  
 下げ、長期金利も下がってくる。日本が金  
 利を上げて、長期金利がちょっと上がるとい  
 うことで、

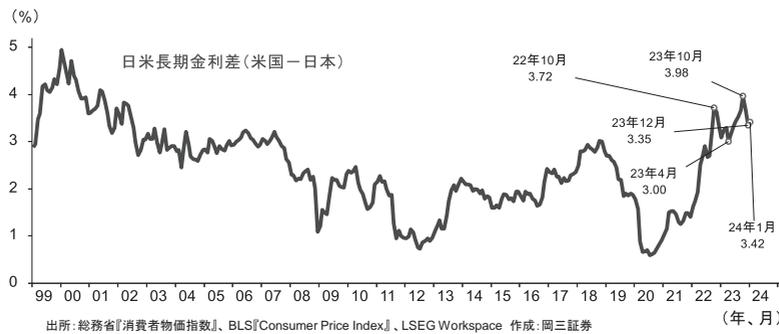
為替は円安から円高方向へと少し修正され  
 ていく可能性があります。日米の金融政策に  
 よって、今年から来年にかけてそれが起こ  
 ってきてきやすいのではないか。ただしその  
 場合でも、130円台にとどまるのではない  
 かと私は見ておりますけれども。

今、お金の量、マネタリーベースを見ます  
 と、アメリカはバランスシートを見ておられ  
 けれども、日本の方がお金の量が出ている。  
 したがって、円安ドル高になりやすい素地  
 があるのですが、これからの政策によってど  
 ちらかということと円高方向への動きが  
 やや優勢になるのではないかと思います。

ドル・円レートの推移



日米長期金利差の推移

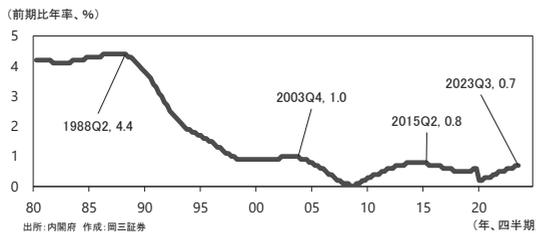


# 経済大国日本の逆襲に期待

## 潜在成長率が上昇

さて、これからはちょっと中期的なお話です。潜在成長率がどうなるか。先ほどゴールデン・サイクルだということを申し上げました。潜在成長率をみますと少し上がってきています。これを決める要素としては、資本投入量、労働投入量、全要素生産性という3つがあります。設備投資を増やせば資本投入量が増える。それから人口、労働投入量も重要です。そして、潜在成長力から資本投入量の寄与と、労働投入量の寄与を引いたものが全要素生産性ということになります。これが最近上がってきている。実感がないと言われるかもしれませんが、全要素生産性が上がるということは、やっぱり裏には設備投資があると考えられます。

潜在成長率の推移



GDPギャップ、潜在成長率等の推移

|        | GDPギャップ | 潜在成長率     | 資本投入量                       | 労働投入量 | 全要素生産性 |
|--------|---------|-----------|-----------------------------|-------|--------|
|        | (%)     | (前期比年率、%) | (潜在成長率に対する前期比寄与度(年率換算)、%pt) |       |        |
| 2022Q1 | -2.2    | 0.5       | 0.1                         | -0.3  | 0.7    |
| 2022Q2 | -1.3    | 0.5       | 0.1                         | -0.3  | 0.7    |
| 2022Q3 | -1.5    | 0.6       | 0.1                         | -0.2  | 0.7    |
| 2022Q4 | -1.4    | 0.6       | 0.1                         | -0.2  | 0.7    |
| 2023Q1 | -0.4    | 0.6       | 0.1                         | -0.2  | 0.7    |
| 2023Q2 | 0.3     | 0.7       | 0.1                         | -0.2  | 0.8    |
| 2023Q3 | -0.6    | 0.7       | 0.1                         | -0.1  | 0.8    |

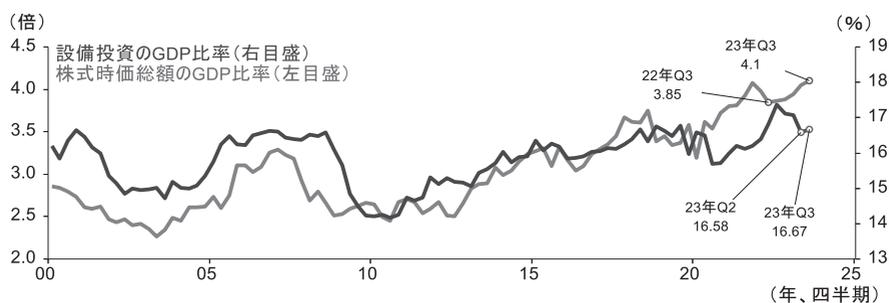
出所：内閣府 作成：岡三証券

株式時価総額のGDP比が上がっていきますと、それを追いかけるように設備投資のGDP比率も上がってくるということで、日本は今投資ブームになって来ている。「貯蓄から投資へ」ということはずっと言われてまいりました。例えば安倍首相は「バイ・マイ・アベノミクス」とおっしゃいました。そして岸田首相が「インベスト・イン・キシダ」と言って、一生懸命投資を誘導しようとしたわけで、そこはうまくいってきている。新NISAとかもあって、資産運用立国の方向に行き始めているかもしれませんが、ただ、金利も上がってきますから、預金の方も少し増えるのかなと思います。いずれにしても、金融政策は正常な方向に戻って行って、「貯蓄から投資へ」という流れに少しずつなっていく。アメリカでは株価がトレンド的に上昇しているからいいのだけれど、日本はそうじゃない、と言っていたのですが、バブルの後の失われた20～30年、それから戦争の時を除くと、日本でも実は株価はトレンド的には上昇しています。ですので、景気循環の良い局面を取ると、常に株価が上昇しているという、冒頭のお話の種明かしは実はこれです。

## インバウンドは6,000万人を目指す

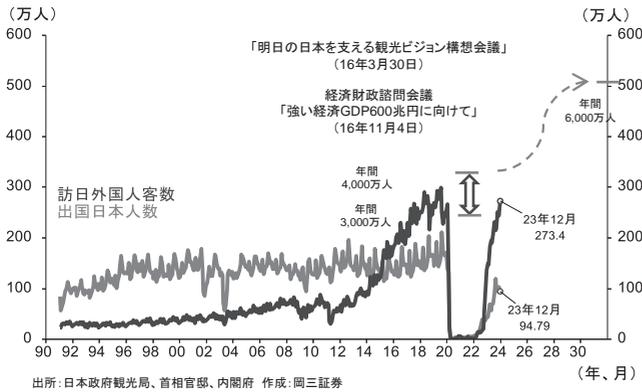
今、山形県のインバウンドは台湾の方が多い印象を受けますけれど、日本全体では韓国の方がものすごいですね。12月は78万人となっています。12月は中国の方がまだ少ないという状況ではありますが、これからどうなっていくか。

日本の株式時価総額のGDP比率と設備投資のGDP比率



出所：内閣府『GDP統計』、日本銀行『資金循環統計』 作成：岡三証券  
注：株式時価総額は資金循環統計の負債・株式等、負債

## 2030年までの訪日外国人客数の経路



コロナのところは異常値だったのですが、訪日外国人客数が増えてきて、元の趨勢に復帰しようとしています。そして、2025年には大阪万博などもありますので、訪日客は年間6,000万人に向かってがんばろうという話です。

なお、為替が円安になると外国人が減るといいう議論がありますが、在留の外国人の方は最近また増えています。2023年12月に前年比12%増ということで、円安でも引き続き外国人の労働者の方は増えている。人手不足における労働力の確保は、やはり外国人労働者を増やす、それから、高齢者、女性の労働者を増やすという方向性。そしてロボットの効率化ということになるのではないかと思います。

しかし、東京一極集中もまた出てきています。コロナの影響が一巡し、東京圏への人口流入超が多くなってきています。そうすると、東京圏を始めとして地価が上がってくる。これを繰り返しますとバブル時のようにやりすぎになって

きますので、また地方創生をしっかりとやらないといけない。山形の成長に責任を持つ山形銀行には、ぜひ地域の発展のために貢献していただきたいと思います。イノベーション、あるいは科学技術、こういったところで山形県の力は相当なものがありますので、その後押しもお願いしたいと思います。

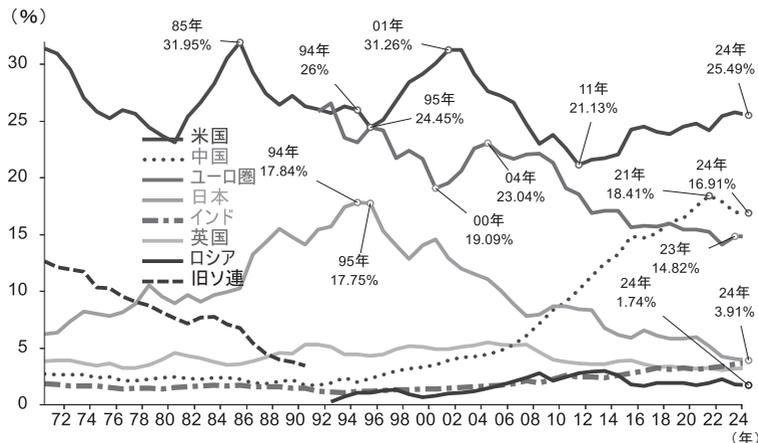
## 地政学的リスクが上昇しやすい時代

全世界のGDPに占めるアメリカの比率をみますと、現在25%ぐらいになっています。アメリカが減ろうとする時に、日本が増えたのが1980年代から1990年代の始めにかけてであります。日本は世界のGDPの18%近くまで占めた時があった。その時アメリカは24%だった。ところが日本が叩き落されて、現在3%台になっているわけです。これは為替が円安になったこととリンクしていますので、実態はそこまで落ちてはいないのですが、ドイツにも抜かれたということで衝撃が走っています。

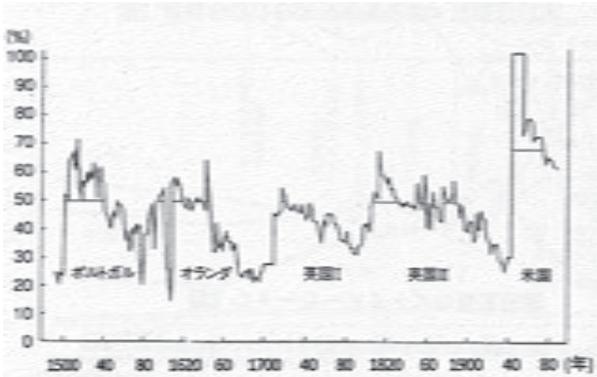
中国は、2024年の足元まで計算してみますと16.91%で、18.41%を記録した2021年よりは少し下がってきている。さあ中国の人口の減少がはじまった、どうなっていくのでしょうか、ということでもあります。ヨーロッパはちょっと底入れしています。日本の逆襲がそろそろ始まるのではないか。ただしそのためには少し円高にならないといけないかなと思います。

経済の覇権だけではなく、軍事的な覇権国についてみてみますと、1500年以来、ポルトガ

## 各国・地域の名目GDPの世界に占める比率



海（空）軍力の集中度から見たモデルスキー・サイクル



出所: Modelski, G., ed., Exploring Long Cycles, Rienner, Pinter, 1987, P.6 作成: 岡三証券

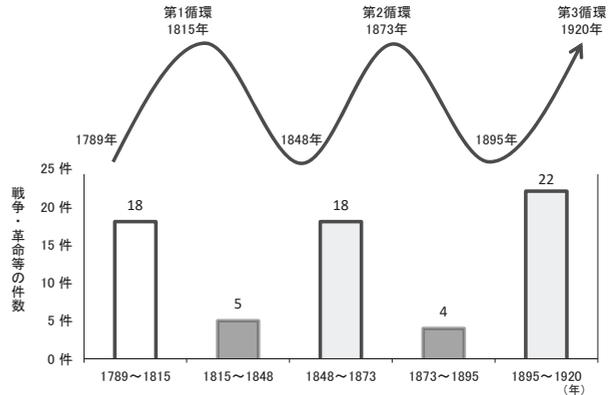
ル、オランダ、英国 I、英国 II、アメリカと、100年あるいは120年にいっぺん交代しています。次はアメリカのパートIIなのか、中国なのか、インドなのか、あるいは連合体なのか。これは、モデルスキー・サイクルとって、コンドラチェフの波を2つ合わせると覇権の波になるという議論です。

コンドラチェフ自身も、コンドラチェフの波が上昇するときは戦争が起こったり動乱が起こったりするといつて、件数まで数えています。1848年～1873年は18個とか、1895年～1920年は22個とか、これはコンドラチェフが数えたものです。コンドラチェフの波というのは、インフレの時上がってくる。そうすると、少ないものを多くの人で取り合うことになって、紛争が起こりやすい。これからコンドラチェフの波が上昇してきますと、たとえその原因がインフラ投資であったとしても、イノベーションであったとしても、喧嘩が起こりやすい。地政学的リスクは注意という時代です。

日本経済の逆襲に期待

世界のGDPに占める比率を、紀元1年からみますと、どうやってGDPを測るのかというのはありますけれど、最初に一番大きかったのはインドです。それが途中で中国に抜かれてしばらく中国の天下だったのです。大航海時代より前、今から6世紀前ぐらいは、習近平主席が「中国の夢」と言いますように、「鄭和の大航海」というのがあって、中国からアフリカまで

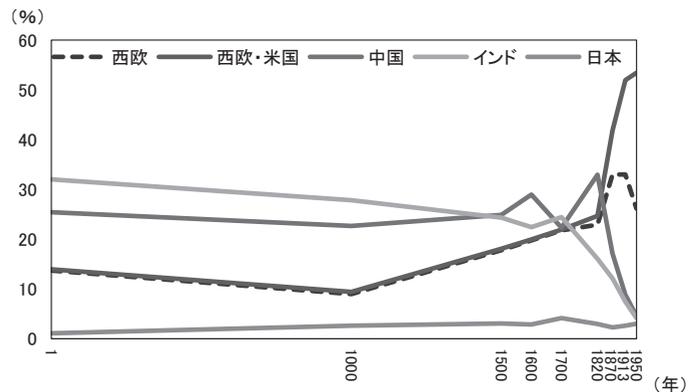
コンドラチェフ・サイクルの局面と社会変動



出所: 多面的経済社会問題研究班編・岡田光正著『コンドラチェフ経済学』関西大学経済政治研究所、2003年、57～61ページのデータを基に編中が考案。作成: 岡三証券

27,000人が70隻ぐらいいっしょに何度も何度も航海している。そのあと、コロンブスとかが出てくるわけです。羅針盤を発明したのも中国です。そこに戻りたいと言われてもちょっと困るのですけれども。そして今ヨーロッパからアメリカの世紀が来ている。これから日本がどうふるまうのか。日本も覇権を握るといふことではなくて、経済的に逆襲して、かつて経済大国だった光をもう一度世界に放ってもらいたい。JAXAの月面着陸を見ていてそういうふうにした次第です。

世界のGDPに占める各国・地域の比率



出所: Angus Maddison, university of Groningen, Maddison Project database 2010 作成: 岡三証券

今日はだいぶ明るい話になりましたが、これで今年の経済見通しについてのお話を終わります。ご清聴ありがとうございました。

2024年1月29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)



## 山形銀行 調査特報 (2024年 3月号)

発行日 2024年 3月19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

