

山形銀行

調査特報

2026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

高市政権と高値に沸く日米株式市場

「高圧経済」を目指す高市政権

今日お話しすることは、日本経済は2026年度については引き続き明るい状況が続くという予想です。ただし、今年はまだまだいろんなこともありそうですし、為替、金利、株価が大きく動く可能性がありますので、リスク管理は怠ってはいけないと思っております。

さて、1月19日に高市総理が解散総選挙の意向を国民の皆さんに伝えたわけですが、そこから、立憲民主党と公明党が新党「中道改革連合」を作るとか、めまぐるしい展開がありました。いずれにしても今日、解散総選挙が実現したということになります。決めてしまった以上は、政治家の皆さんに頑張ってくださいと思います。

責任ある積極財政を掲げている高市政権は、いわゆる高圧経済論というのを重要視しております。「高圧経済」というのは、財政政策、金融政策を使って、できるだけ需給が逼迫した状態を作り出すことです。特に労働市場を逼迫した状態にして、人手不足を作り出す。今すでに人手不足だとは言えるのですが、できるだけ効率的な市場に労働力が移動する状態を作り出して、中長期的な生産性を向上させようという大胆な試みです。短期的な需給ギャップの話と混同されて、なかなか理解されていないところもあるのですが、そこも含め、高市総理は、信を問うて高市早苗を選ぶか、あるいは野田さんや斉藤さんを選ぶかと、個人名を出しながら国民に訴えました。

株式市場は高市政権を評価

株式市場は高市政権を非常に評価している状況が続いております。昨年10月以降、総裁選に勝って、総理に就任して、株価が急上昇した。1月14日に5万4,000円台となり、日経平均は年初来の高値を記録していますが、これも上回ってくる可能性がある。しかし同時に、円が安くなる。そして、長期金利が財政を懸念して

大きく上昇する、ということが起こっています。外国人投資家などが高市政権の経済政策を買って株は大きく上がるのですが、債券と円は売られているという状況です。

これが、円安と債券安と株安のトリプル安という、揃って悪い方向に行く可能性もないわけではありません。例えば、トランプ大統領がグリーンランドを占有するという話をしたときに、これに反対するヨーロッパ8カ国に追加関税をすればと言ったら、米国市場でトリプル安が発生しました。アメリカの信認が心配だと市場にとらえられたわけですが、しかし、後にトランプ大統領が追加関税を撤回すると、今度はトリプル高という形になりました。

トランプ大統領の政策運営は、最初に強烈なことを言っておいて、後でひっくり返すというのが多い。それだけ不安定であると同時に、結構情勢を見ながら巧みに政策を操っているとも言える。TACO (Trump Always Chickens Out) と言われて、マーケットの反応におびえて変えるのだという批判もあります。そういうアメリカを向こうに回して、日本をはじめ各国がどうやっていくのか、それも大きな課題になるかと思えます。

総選挙の争点

さて、1月19日の記者会見で、高市総理は、「行き過ぎた緊縮志向の流れを高市内閣で終わらせる」、「財政規律については、政府債務残高・GDP比を引き下げ、財政の持続可能性を実現する」、「飲食料品については2年間に限り消費税の対象としない」、「国家安保戦略など安保関連3文書を前倒しで変えたい」と言っています。

高市首相 記者会見要旨(1月19日)

選挙: 1月27日公示、2月8日投開票。与党で過半数目指す。
積極財政: 行き過ぎた緊縮志向の流れを高市内閣で終わらせる。
財政規律: 政府債務残高・GDP比を引き下げ、財政の持続可能性を実現。
消費減税: 飲食料品は2年間に限り消費税の対象としない。
外交・安保: 国家安保戦略など安保関連3文書を前倒しで改定。

出所: 日本経済新聞 作成: 岡三証券

それを国民に問うて、できるだけ多数を確保して安定的に政策運営を進めたいということです。

昨年10月に行った所信表明では、物価高対策だけでなく、「危機管理投資による成長」も一つ重要なものとしてありました。AI・半導体・量子・宇宙など戦略分野への危機管理投資を推進して、科学技術・人材育成を強化し、新技術立国をします。そして、貯蓄から投資への動きを加速するとも言っています。こういう政策が実際に本格的にとられるのか。これは日本政治の、そして経済の大きな転換点になるのではないかと思います。

日米の株価はバブルか適正か

日経平均は、2025年4月の第2週に非常に落ち込んで3万1,000円台までいったことがありましたが、そこから10月の高市トレードに

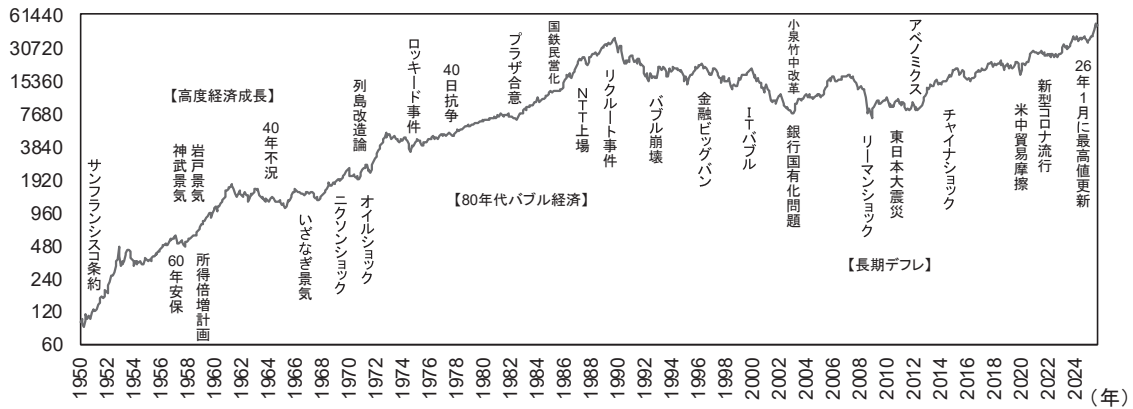
かけて、半年で2万円以上上がりました。これはちょっと異様な感じだったわけですが、現在はそれをさらに上回ってきています。これはバブルでしょうか。それとも適切な水準でしょうか。日経平均株価が3万8,915円を記録した、まさにバブルの1989年末とグラフを比べて見ても、ちょっと強烈だなと思います。しかし、現在のニューヨークダウ工業平均株価を見ると、それ以上に強烈な上がり方で、何らかの調整がこれから数年の間にはありそうです。

一方で、S & P500のPER（株価収益率）を見ると、22倍ぐらいで、これはまだ大丈夫だなという感じです。ドットコムバブルの24倍のときよりは少し低い。ただし、これももうちょっとでそこぐらいまで上がりそうです。ところが日本を見ると、TOPIX（東証株価指数）のPERはまだ15倍なのです。15倍というのは

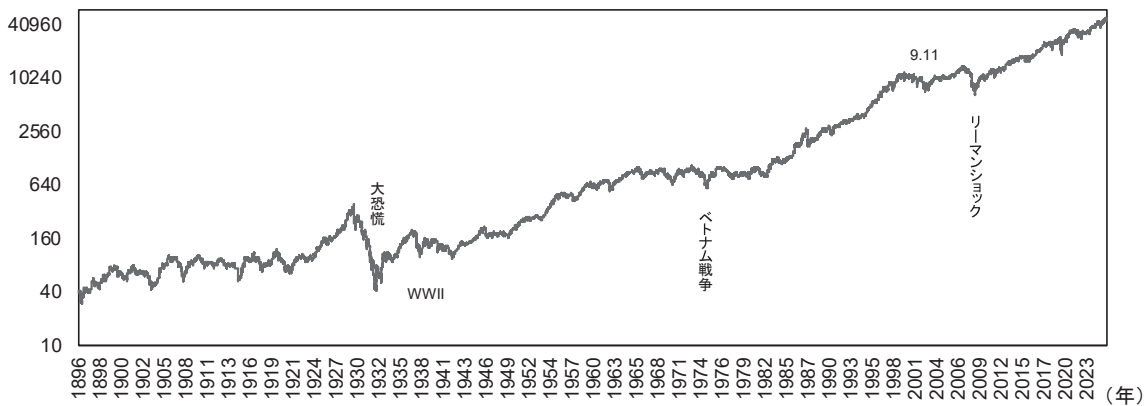


※直近月は前営業日までの月中平均
出所: LSEG、日本経済新聞社、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、株式会社JPX総研 作成: 岡三証券

戦後の日経平均(1950年～)の推移



19世紀末以降のNYダウ(1896年～)の推移



出所：LSEG、Bloomberg、日本経済新聞社、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、早稲田大学デモクラシー創造研究所 大原透『買う式投資は大人のたしなみ』2025年12月5日資料作成：岡三証券

ほぼ適正水準です。長い目で見れば、まだまだ株価が上がる可能性は十分あると思わせるものがあります。

日経平均とニューヨークダウを、超長期での対数表示の水準で見てください。ニューヨークダウは、19世紀末の1896年から、1930年代の大恐慌、そして第2次世界大戦、ベトナム戦争、9.11、リーマンショック等々がありましたが、超長期的にみて非常にはっきりとした右肩上がりになっております。アメリカの方々は、株価が右肩上がりだということをよく理解した上で、株の保有率を高める生活をずっと送っておられる。ですから、株式保有率がアメリカでは非常に高い。

日本は間接金融が強かったということもありますけれども、株を持つということは非常に危険なことという安全意識が働いている面があります。1950年以降の日経平均を見ますと、高度成長の時代はずっと株価が上がってしまし

たが、バブルを経て1990年以降は下落に転じました。「失われた20年」とか「失われた30年」とか言われた時代が長かったものですから、その時代に仕事に就いた人などは、株は上がらないものだ、下がるものだというふうに思いがちでした。

実は、日本ではこのグラフの前は、第1次世界大戦後に大変なインフレがあって、ピークアウトをして、昭和恐慌があって、太平洋戦争に入って、1945年に敗戦。つまり、1920年をピークとして、1945年までが日経平均の大変大きな下り坂だったのです。しかし、1950年には1920年の水準を上回っていく。

ということは、1990年代以降の失われた20年、30年というのは、1920年から1950年にあったことの繰り返しかもしれない。そうであれば、それが終わるとまた右肩上がりが見られる時代になる時代に入っていくかもしれない。こういう楽観論が成り立つかもしれません。

地政学的リスクの高まりは「太陽黒点現象的」

世界の政治・経済リスクの高まり

最近までのトランプ大統領の攻勢は凄かったですよね。年明けからいきなり、1月4日に米政権がベネズエラの首都に侵攻して、大統領夫妻を拘束してアメリカに連れて行ってしまった。7日には、暫定当局は米国への最大5,000万バレルの原油を引き渡すことに合意した。

デンマーク領グリーンランドは、まさに現在もトランプ政権が領有に意欲を燃やしています。そして、欧州に追加関税をかけると言いましたが、それは撤回されています。

さらにイランです。ベネズエラも世界有数の石油を持っているわけですが、イランもそうです。イランで反政府運動が起こって、当局が弾圧した。そこでトランプ大統領は、イランの反政府勢力に、「抗議を続けよう、あなたたちの機関を掌握せよ」と言ってちょっと扇動したような感じがあって、大量の犠牲者が出ております。

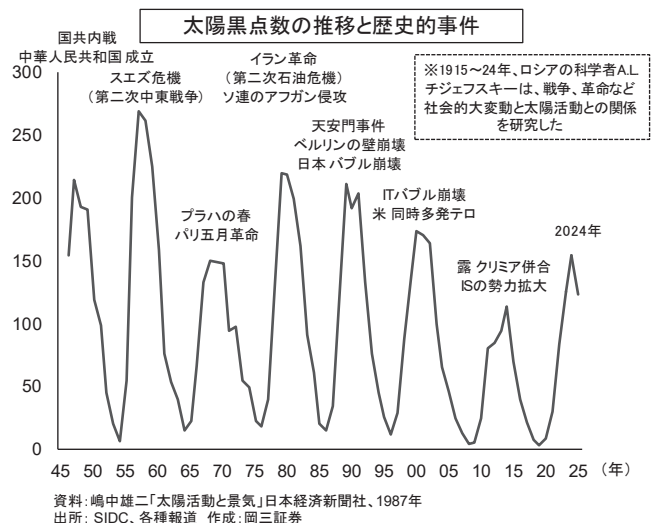
こういうことが、イスラエル・ハマスやロシア・ウクライナのほかにも起こっている。さらに、日本の高市総理の発言がきっかけになって、日中の関係悪化が起こっている。全体を見ますと、地球上が何か沸騰しているような感じになっています。

ジェボンスの「太陽黒点運動説」

こういう状況は、結構周期的に、10年に一遍ぐらい起こるといえる考え方があります。私は、1987年に日本経済新聞社から「太陽活動と景気」という本を出しているのですが、経済学の有名な学説に、ジェボンスという人が考えた「太陽黒点説」というのがあります。ジェボンスは、太陽黒点の周期、太陽活動の周期と、イギリスなどヨーロッパの恐慌の周期が一致するというので、何らかの関係があるに違いないと。恐らく気象を通じて、小麦の不作・豊作が関係しているのではないかと考えました。その後、東インド会社を通じてインドや中国と貿易を行うなかで、穀倉地帯で天候不良があった

りすると、東インド会社の商船ががっかりして帰ってくる。それがヨーロッパでの恐慌を引き起こすのだ、とちょっとモデルチェンジしています。景気に、人間の心理とか集団行動が直接関係しているのではないかという考え方です。

ロシアの科学者、チジェフスキーという人は、1915年から1924年にかけて、戦争や革命などの社会的な大変動と、太陽活動の動きが関係あるという考え方を発表しています。結構ロシアでは盛んになった説です。例えば、1968年にプラハの春、あるいはパリ五月革命がありました。そして1979年のホメイニさんのイラン革命と、第2次石油ショック。これらがいずれも太陽黒点数のピークなのです。1989年は、日本のバブル崩壊もありましたが、ベルリンの壁崩壊と天安門事件。そして2000年のITバブル。米同時多発テロがその次の年です。2014年がロシアのクリミア併合、ISの勢力拡大。そして今回2024年が一つのピークになったといわれています。太陽黒点数のピークとこれらが大体1、2年ぐらいのずれしかないというのがチジェフスキーの考え方です。ですから、これだけ世界が地政学リスクで沸騰しているというのは、ちょっと太陽黒点現象的だなと思います。



低金利とドル安を望むトランプ大統領

FRBに利下げを迫るトランプ大統領

トランプ大統領は、今回大統領になってからずっとFRBに対して文句を言い続けています。2025年10月からの発言を見ただけでも、「FRBに本当に頑固な人がいる。金利が高すぎる。彼はもうすぐ去るだろう」。「すぐにでも辞めさせたいが、人々が私を止めている」。「ベッセント財務長官からパウエルFRB議長を解任しないでいただきたいと諭された。ベッセントが唯一しくじっているのはFRBだ。金利が高すぎる」。トランプ大統領はベッセントさんのことは信頼しているのですが、パウエル議長を批判しないところはダメだということです。「1年後に金利が1.00%以下になることを望む」。「まもなく次期FRB議長が発表する。大幅な低金利を信奉する人物となる」。「私の考えに同意しない者はFRB議長にはなれない」。強引にFRBに利下げを迫っています。FRBの独立性をめぐって、相当熱い議論が今戦わされております。

トランプ大統領が究極には何を要求しているかということ、もちろんご本人が不動産屋ですから、金利は低ければ低いほどいい。また、政府としても金利が低い方が助かるという面もあるかと思えます。もうひとつは、金利が低ければ、

日本や他の輸出国の金利に対して、金利差が縮小してくるので、ドル安円高になる。あるいはドル安元高とかドル安ユーロ高とかになると、貿易赤字が縮小すると。これはトランプ政権が一貫して言っていることです。

ベッセント財務長官もこれに追随

ベッセント財務長官も、FRBに決して指図をするわけではないのですが、利下げしてもらいたいと思っているようですし、日銀には利上げを示唆するような発言を結構しています。

ベッセント財務長官は、実は2012年以降のアベノミクスを評価しています。大胆な金融緩和によって1ドル70円台だった円が、大幅に円安になっていった過程で、政策によって為替が円安になるというのを見抜いて、大儲けした人です。ヘッジファンドの創業者です。

しかし、そのベッセントさんが2025年10月28日にこう言っています。「アベノミクスから日本の状況は大きく変化した」。為替が円安になっていると言いたいようです。10月29日には、「日本政府が日銀の政策余地を認める姿勢は、インフレ期待を安定させ、過度な為替変動を回避する上で極めて重要だ」と言っています。ま

トランプ大統領 主な発言一覧

- FRBに本当に頑固な人がいる。金利が高すぎる。彼はもうすぐ去るだろう(25年10月21日)
- (パウエルFRB議長について)すぐにでも辞めさせたいが、人々が私を止めている(11月18日)
- ベッセント財務長官からパウエルFRB議長を解任しないでいただきたいと諭された。彼が唯一しくじっているのはFRBだ。金利が高すぎる(11月19日)
- (即時利下げが次期FRB議長の試金石かとの問いで)イエス。パウエルFRB議長は賢くない(12月9日)
- 1年後に金利が1.00%以下になることを望む(12月14日)
- 間もなく次期FRB議長を発表する。大幅な低金利を信奉する人物となる(12月17日)
- 私の考えに同意しない者はFRB議長にはなれない(12月23日)
- 国家安全保障のためにグリーンランドが必要だ。約2カ月後に懸念することになるだろう(1月4日)
- 中国習近平国家主席との関係は良好だ。4月に中国を訪問する(1月4日)
- 米国はじきに6,000億米ドル以上の関税収入を得る。米国の安保と財政ははるかに強力だ(1月5日)
- 米国抜きでNATOなど露中も恐れていない。必要時にNATOは米国を援助しないだろう(1月7日)
- 大手機関投資家による、これ以上の一戸建て住宅購入禁止に向け、直ちに措置を講じる(1月7日)
- 2027年度の国防予算を現在より50%余り増額し、年額1兆5000億ドルとするよう求める(1月7日)
- 住宅ローン金利引き下げのため、2千億ドル相当の住宅ローン債券の買い入れを指示している(1月8日)
- イランと取引を行う国は、米国との全商取引で25%の関税を支払うことになる(1月12日)
- 今後数週間以内にパウエルFRB議長の後任指名を発表する(1月13日)
- ベネズエラ暫定大統領と石油、鉱物資源、貿易、国家安全保障について協議した(1月14日)
- 米国家経済会議(NEC)のケビン・ハセツ委員長は現職にとどまってほしい(1月16日)
- FRBに望む人物を知っている(1月20日)

出所：各種報道 作成：岡三証券

ベッセント財務長官 主な発言

25/4/27 円は過小評価されている
4/27 円高ドル安が望ましい
5/1 FF金利下回る2年債利回りは利下げ促す合図
5/18 市場は米国価格下げを織り込み済み
7/20 インフレ数値が低ければ利下げをすべきだ
7/21 FRBは関税措置について恐怖を煽った

8/13 金利は150-175bps低い水準にあるべき
8/13 日銀は後手に回っている
8/13 植田氏と話し、私見では日銀の利上げを予測
8/14 FRBに利下げを指図していない
9/24 パウエル議長は年内1.0-1.5%pt利下げすべき

10/15 日銀の適切な運営で為替は適正水準になる
10/27 次期FRB議長の最終候補はハセツトNEC委員長、ウォーシュ元FRB理事、ウォラーFRB理事、ボウマンFRB副議長、リーダー・ブラックロック幹部を含む

10/28 アベノミクスから日本の状況は大きく変化
10/29 日本政府が日銀の政策余地を認める姿勢はインフレ期待を安定させ、過度な為替変動を回避するうえで極めて重要だ

11/21 FRBは利下げサイクルを継続するべきだ
12/7 年末に実質GDP成長率3%を達成するだろう
12/16 次期FRB議長決定は1月上旬の可能性高い
12/23 今後数カ月に雇用・給与が急増するだろう
12/23 インフレ率2%達成後に目標の見直しを支持
26/1/8 FRB議長の後任は1月中旬に決定するだろう
1/14 ドル円相場の過度な変動は望ましくない
1/14 金融政策の適切な策定と意思疎通が必要
1/16 次期FRB議長に4人の優れた人材を検討している。どの候補でも十分に満足するだろう
1/20 今年の米実質成長率、4-5%となる可能性
1/20 次期FRB議長の発表、来週にも行われる可能性
1/20 欧州諸国が米国債の保有を続けると確信
1/20 米国長期金利の急上昇は日本からの波及効果を分離して考えることは非常に難しい

出所:各種報道 作成:岡三証券

あ通常の議論だとは思いますが、これをアベノミクスの大変な信奉者であったベッセントさんが言っているというのはちょっと驚きです。今は為替が大幅に円安になっていて、それが問題である。アメリカにとっても問題であるし、日本にとっても問題であるので、金融政策を利上げの方向に持っていくべきだ、と持っているということです。2025年4月27日に、「円は過小評価されている。円高ドル安が望ましい」とはっきり言っています。トランプさんも当然そう思っている。

2026年1月20日には、「米国長期金利の急上昇は日本からの波及効果を分離して考えることは非常に難しい」と言っています。日本のせいにするのかということですが。さっき言いましたように、グリーンランドの話をきっかけとして、アメリカ政府の信認が一時的に低下して、トリプル安になったのです。日本政府の財政出動でアメリカの長期金利が上がったというの

は、ちょっと言い過ぎの感じがします。しかし、ベッセント財務長官は親日家ということもあって、日本の情勢をよく見ているということだろうと思います。

円安から円高への転換

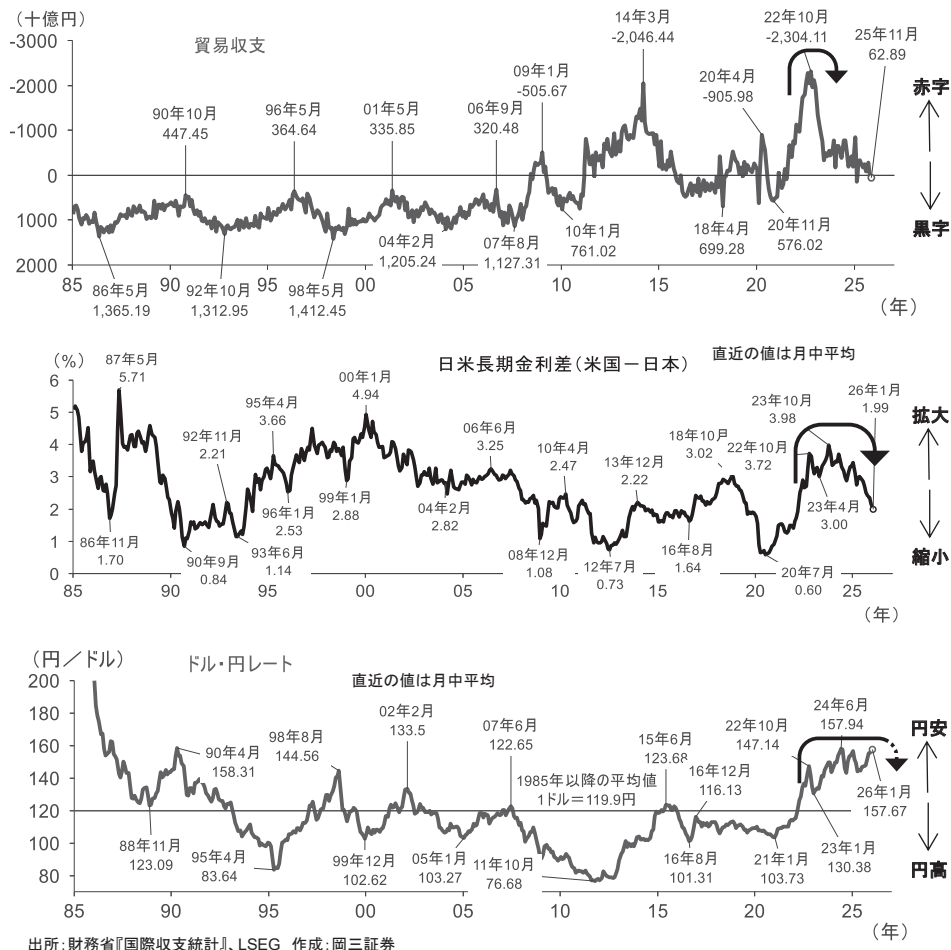
為替が今年どうなるかですが、私は今年のごくここで、円安から円高への転換があるのではないかと考えています。2026年1月に、一時1ドル159円台をつけたけれども、FRBや政府・日銀のスタンスにより、2026年半ばにかけてはドル安円高に反転するかもしれない。そんなことはない、160円、170円、180円になると言っている人もいますので、一つの見方として聞いていただきたいです。

貿易収支、日米長期金利差、ドル・円レート、CI一致指数のグラフをご覧ください（次ページ）。一番上にあるのが日本の貿易収支で、上に行きますと貿易収支が赤字になり、下に行きますと黒字になります。2022年10月に「デジタル赤字」というのがあり赤字幅が大きくなりましたが、現在は黒字の方向にきています。黒字の方向にきてということは、為替は円高方向に行く力が出てくるということです。しかし、タイムラグがあることに留意が必要です。

そして2段目の日米長期金利差は、米国から日本を引いたものです。これについては、トランプさんもベッセントさんも、金利差を縮小させたいという気持ちが非常に強い。そういうことを知ってか知らずか、日本の長期金利がすごく上がりましたので、今このグラフよりも金利差はさらに縮小しています。日米長期金利差は2023年10月がピークです。

2022年10月が貿易収支の赤字のピークで、2023年10月が日米長期金利差のピークなのですが、過去を見ると、2年から3年ぐらいのタイムラグで、3段目のドル・円レートが動いているように見えます。今回はちょっと円安の高原状態が長いのですが、長い長い目で見ますと、今年の半ばぐらいには、円安の高原状態が続いた後、円高方向に転換するのではないかと私は考えております。

貿易収支、日米長期金利差、ドル・円レート(月中平均値)の推移



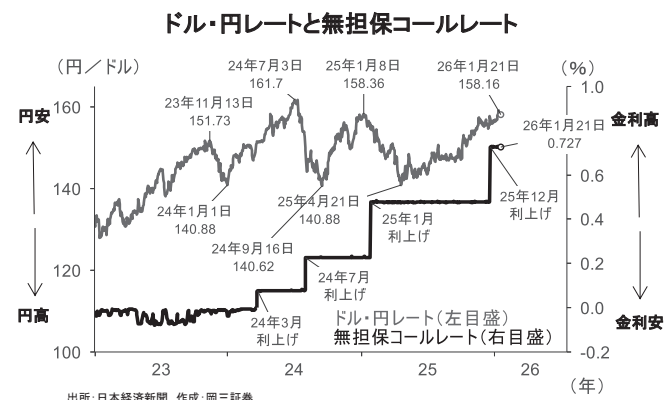
日銀の利上げが転換点となるか

ドル・円レートと無担保コールレートを比較したものをご覧ください。ドル・円レートは上に行きますと円安、下に行きますと円高です。下の階段状に伸びているのが、日銀の決めている政策金利で、2025年12月に利上げして30年ぶりという水準になっています。

最近、円安が酷くなってくると、日銀が利上げをするというパターンが多く、2024年7月3日、161.70円になって利上げをして、その後20円ぐらい円高になって、2024年9月16日には140.62円。そこからまた円安になって、2025年1月8日に158.36円。ここで利上げをして、また20円ぐらい円高になって、2025年4月21日に140.88円。そしてまた158円台、159円台まで来て、利上げをしています。まだその先があるかもしれませんが、そろそろ反転の条件ができつつあるのではないかと。この循環

論でいけば、また20円ぐらいの円高に反転していく可能性があります。

そうなりますと、株式市場はピークアウトする可能性もありますし、債券売りが止まってくる可能性もあります。だから、いいことも悪いことも渾然一体になりますけれども、今年あたりが一つの転換点になるのではないかと思います。



マネー量では円高圧力が蓄積

私はお金の量に割と注目するのですが、日本のマネタリーベースの伸びと、米国のバランスシートの前年比についてみていきます。両方とも市中に供給されるお金の量の事です。灰色の線が日本のマネタリーベース。アメリカのバランスシートが黒い線です。これを見ると、2008年のリーマンショックで、バーナンキFRB議長がどんどん金融緩和をしたので、アメリカのマネタリーベースが150%増ぐらいになりました。この間、日本の方は動かなかったものですから、下のグラフを見ていただきますと、円高になりました。要するに、お金の量をたくさん出した国の通貨が下がるのです。

2020年のコロナのときも同じようなことが起きています。アメリカがマネーを出すと円高ドル安になって、この時は1ドル103円ぐらいまでいっています。ここまでは、2013年からずっと、アメリカを日本が上回っていましたよね。これが黒田緩和であります。その間は円安の方向性をたどっておりました。

問題は今です。昨年10月あたりから、この日本のマネタリーベースがQT（量的引き締め）で絞られて、アメリカのバランスシートが上

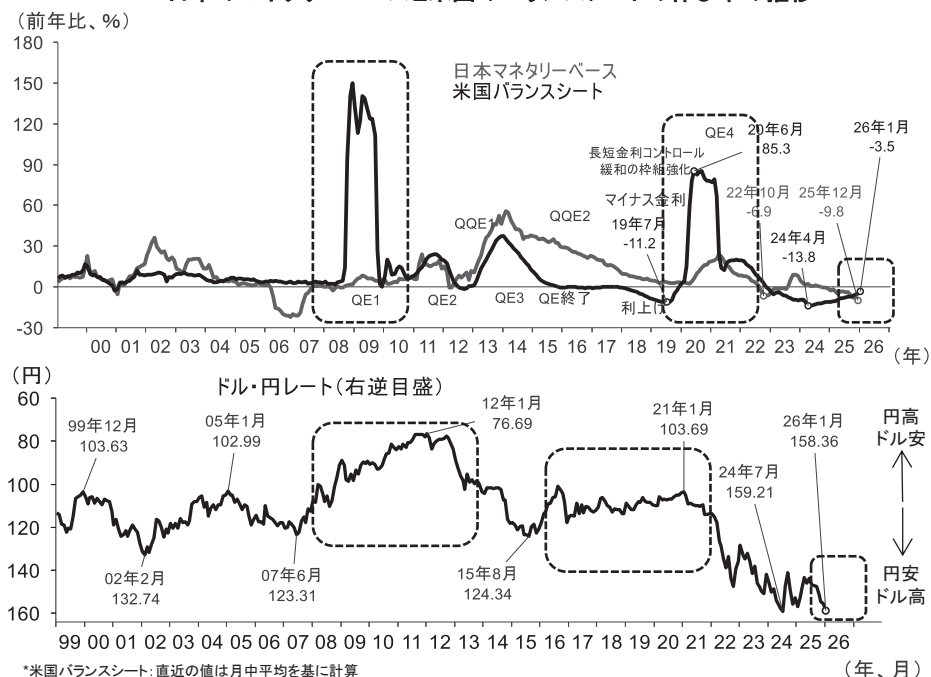
がってきている。まだ水面下ですけれども、アメリカの方が伸びが大きくなってきています。ということは、タイムラグを伴って、やはり円高に行く可能性がある。円高ドル安の圧力がだんだん溜まってきています。現在はエネルギーが蓄積している段階で、円安が進行しているということだと思います。あと数カ月かかるかもしれませんが、円高に転換する可能性があるのではないかと思います。

交易条件が示す企業収益の先行き

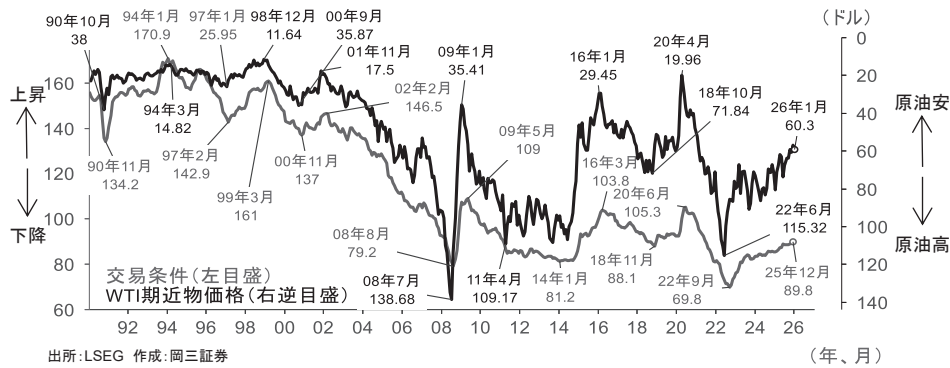
さて、円安になった時というのは、輸出物価を輸入物価で割った「交易条件」が悪化するとよく言われます。しかし実は、ドル・円レートと交易条件は関係がはっきりしてないのです。では交易条件は何で決まるかというと、それは原油価格です。グラフをご覧くださいと（次ページ）、黒い線で書いてあるのは、原油価格（WTI）を逆目盛で示したものです。上に行きますと原油価格が下がる、下に行きますと上がる。そして、灰色の線が交易条件で、輸出品の価格を輸入品の価格で割ったものです。

交易条件がなぜ大事なのかというと、企業収益に先行するのが交易条件だからです。という

日本のマネタリーベースと米国のバランスシートの伸び率の推移



原油価格と日本の交易条件の推移



出所: LSEG 作成: 岡三証券

ことは、日本の景気はこの交易条件によって選好されていますので、今年から来年にかけて、どういう景気が展開するのかを予測することが交易条件によって可能になります。

日本の交易条件と、内閣府の景気動向指数を比べてみます。私は、内閣府の景気動向指数研究会の委員をやっております。アベノミクス景気の山は2018年10月だとか、コロナの時の景気の谷は2020年5月だとか、そういうのを決める研究会です。その手掛かりとなるのが景気動向指数、CI一致指数です。

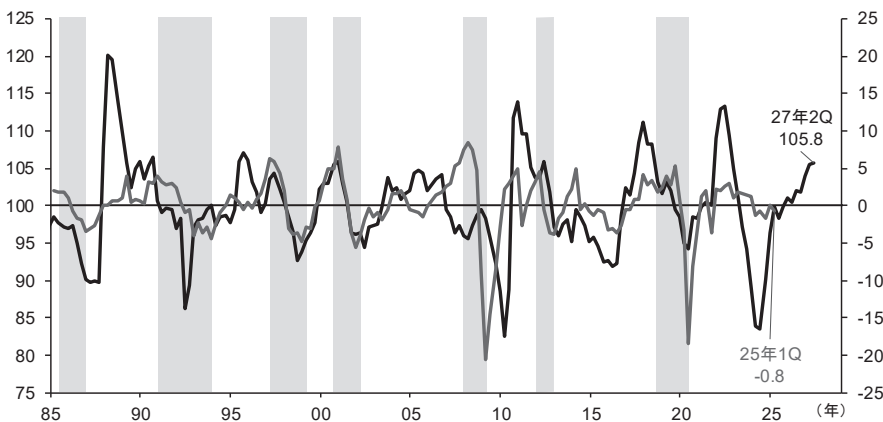
ちょっと交易条件に下降トレンドがありますので、それを補正して、そしてタイムラグが1年半ぐらいありそうなので、6・四半期右にずらします。そうすると、交易条件とCI一致指数に非常にきれいな相関が出てきます。これはどういうことかということ、交易条件が上がると、1年半後に景気が上がるということです。そう

いう風に見ると、交易条件が先んじて上がっていて、CI一致指数が現在大底からちょっと離れて、また上向き始めています。これは私には、2026年度の景気は大丈夫ですよと言っているように見えます。

しかし、原油価格が上がりだした時にはその限りではありません。だから日本経済は、原油価格が上がるとまずいということがはっきりわかります。今のところは非常にいい状態になっておりますが、ベネズエラとかイランは火薬庫みたいなところですので、そこで何か起こったりすると大変なことになります。また、原油価格が下がっている背景は、トランプ大統領が「掘って掘って掘りまくれ」と生産を増やしているからではなく、中国経済が弱いからということがかなりあります。原油価格が下がっているということについては、良い面も悪い面も両方あると思います。

交易条件と景気動向指数(CI一致指数)の推移(トレンド除去)

—— 交易条件・6四半期先行(左目盛) —— 景気動向指数・CI一致指数(右目盛)



(トレンド除去)	交易条件	CI一致指数
25年1月	101.9	0.8
25年2月	102.5	1.4
25年3月	103	0.1
25年4月	104	0.0
25年5月	104.2	-0.3
25年6月	105.8	0.1
25年7月	105.5	-1.6
25年8月	105.5	-2.7
25年9月	105.7	-1.1
25年10月	105.8	-0.6
25年11月	106.2	

注:トレンドはHPフィルターにより推計
出所: 日本銀行『企業物価指数』、内閣府『景気動向指数』 作成: 岡三証券

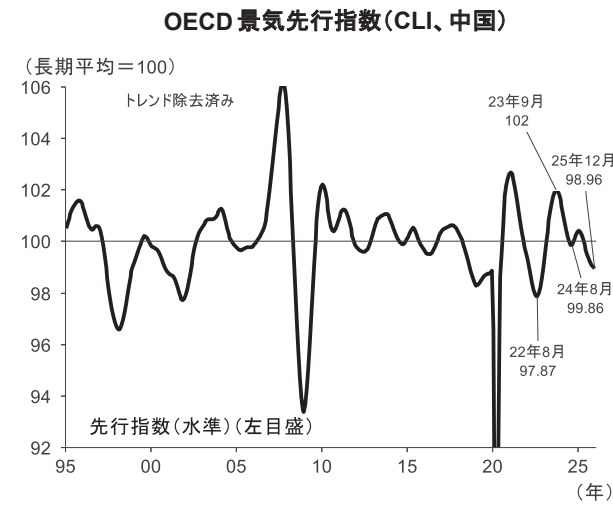
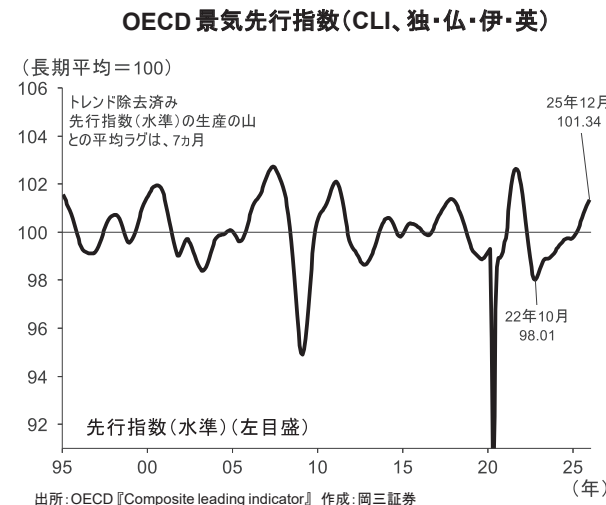
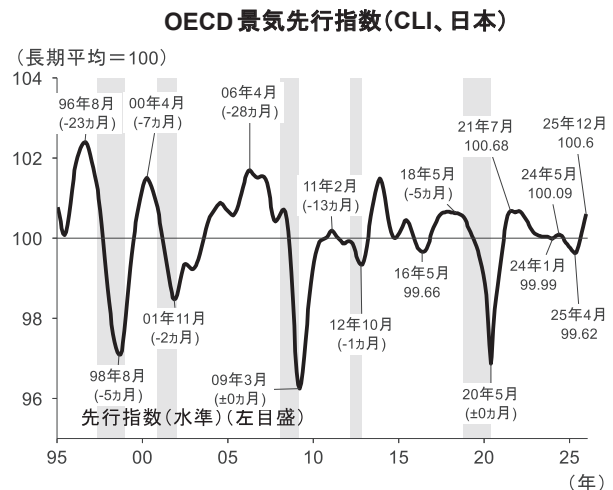
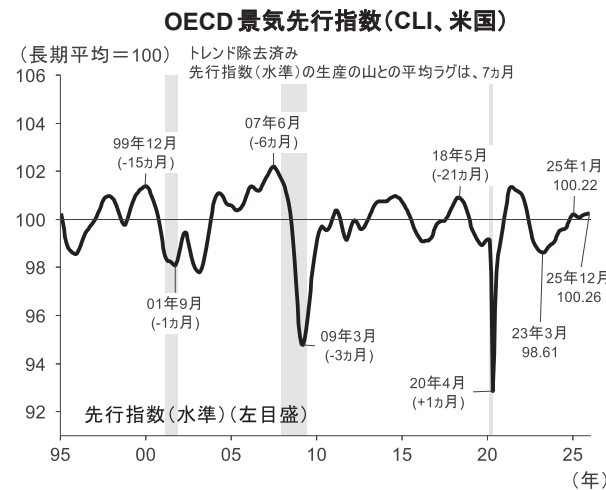
米・欧・日の先行指数は上向き、際立つ中国の弱さ

OECD景気先行指数

OECD事務局が作っている、OECD景気先行指数を見てみたいと思います。トレンドラインが100で、アメリカについてはそれを上回っているのですが、最近動きが鈍くなっています。ただ、半年先ぐらまでは上がってしかるべきと言う状況です。ヨーロッパは非常に元気がいいです。日本は、昨年4月ぐらまでは悪かった。トランプ関税が心配だったからです。しかしその後、いい方向に向かっています。この指数は半年ぐらのラグがあると考えれば、日本もどうやら今年はいけそうだと思います。問題はやはり中国で、景気先行指数は非常に弱くなっています。

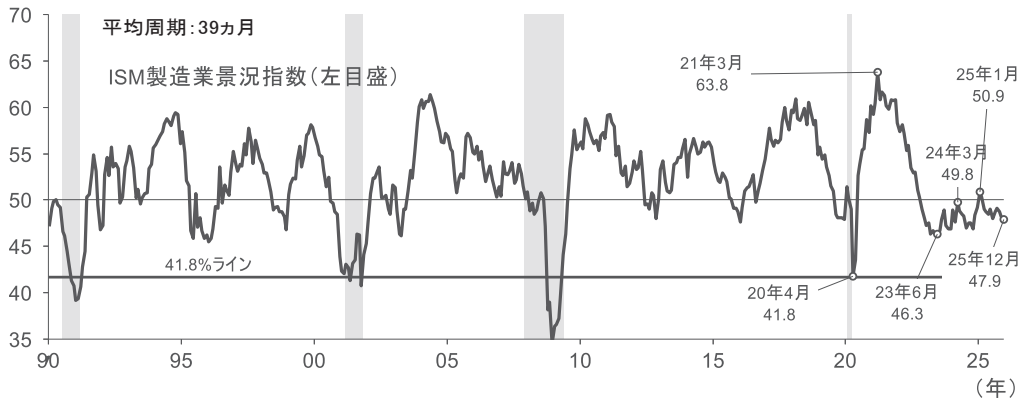
経済指標も先行指数と同様の動き

このような状況の下で、アメリカの景気動向をみてみましょう(次ページ)。サプライマネジメント協会(ISM)というところに入っている企業を対象にしている景況感のアンケート調査です。50%ラインを下回っていると景況感が良くないということで、現在、製造業は50を下回っていますから、停滞感がある。ただし、41.8という経験則的なラインを下回っていなければ景気後退にはなりませんので、今ちょっと調整中という感じです。他方で、非製造業は非常に良く、50%ラインを上回って推移しておりますので、アメリカは今、非製造業主導の経済になっていて、もう一回盛り返す可能性があります。

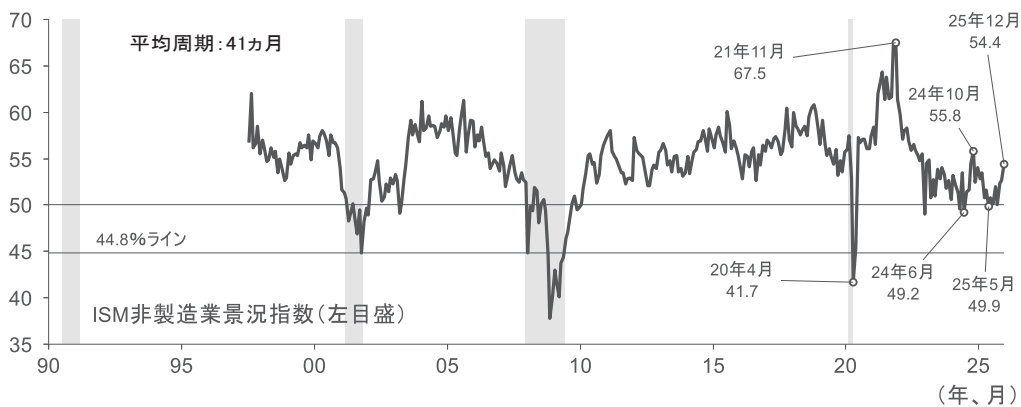


出所: OECD『Composite leading indicator』作成: 岡三証券

製造業の企業マインド(ISM製造業景況指数)



非製造業の企業マインド(ISM非製造業景況指数)



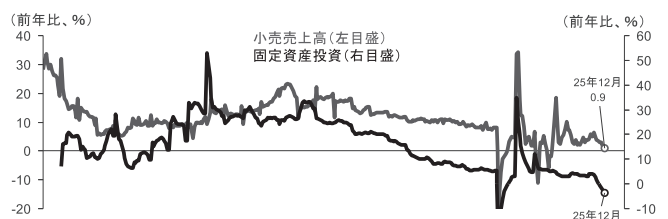
出所: ISM『Report On Business』、NBER 作成: 岡三証券 注: 平均周期は1990年以降の谷から谷の周期

そういうことを背景にしながら、FRBはFFレートをどんどん下げて、今3.75%まで下げているのですが、これからどうするかというところで、トランプ大統領とFRBのパウエル議長が険悪な関係になっています。2026年1月11日には、「FRB本部の改修工事をめぐる昨年6月の議会証言に関連して、刑事訴追の可能性を示唆する大陪審への召喚状を司法省から受け取った。この動きは政権による脅しや継続的な圧力という、一段と広い文脈の中で受け取るべきだ」とパウエル議長が言っております。徹底抗戦の構えです。

そして、ヨーロッパはさきほど私の目では順調だと申しあげましたが、ドイツ企業の景況感指数の期待指数であるIFO指数の期待指数は非常に上がっています。ユーロ圏の消費者物価が2%近傍に収まっているので、ECBは2%まで金利を下げてきています。いい成績だと思います。

中国にも簡単に触れますと、2025年10-12月期の実質GDP成長率は4.5%で、習主席が今年5.0%になるだろうと言って、年平均では5.0%になったのですが、10-12月期はちょっと弱くなりました。そして、小売売上高と、設備投資や公共投資や不動産投資を足した固定資産投資の前年比をみると、直近でついにマイナスになっているわけで、底が抜けている。住宅価格も2番底のような形になりかけています。欧米のエコノミストの中には、中国も、アベノミクスのような大胆な金融緩和が必要ではないかという意見も出てきているようです。

中国の小売・投資・輸出



出所: 中国国家统计局、中国海関、LSEG 作成: 岡三証券

2026年は改善に向かう日本経済

2025年の調整を経て2026年は上昇

ここからは日本経済についてみていきます。内閣府の景気動向指数のCI先行指数をみると、OECD景気先行指数と同じように2025年4月を底にぐっと11月まで上がってきています。このV字回復がこれから日本経済に起きてくるということです。大手メーカーの生産計画も、この1月ぐらいからぐっと上がる計画になっておりますので、今年は期待できるのではないかと思います。

日本経済については再三申しあげておりますように、調整局面が2025年にあったのですが、それを超えて2026年は再び上がろうとしている。先ほど申しあげた交易条件の上昇がプラス材料になってまいります。

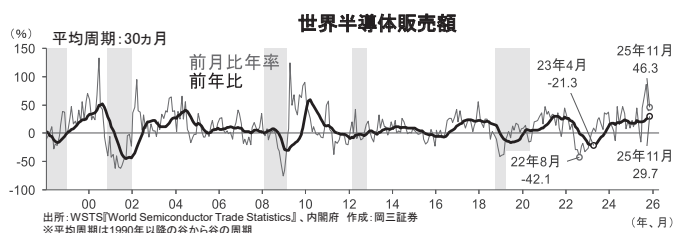
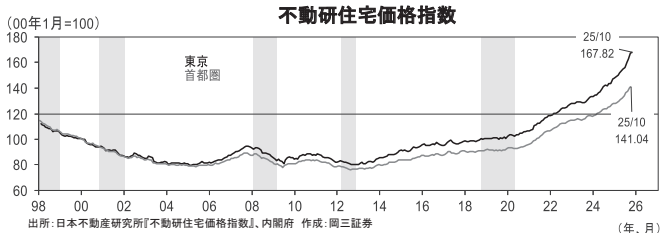
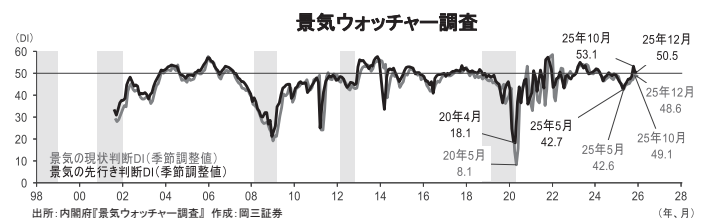
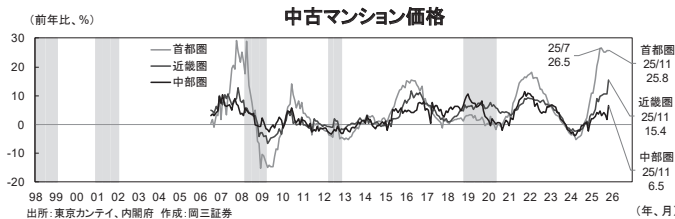
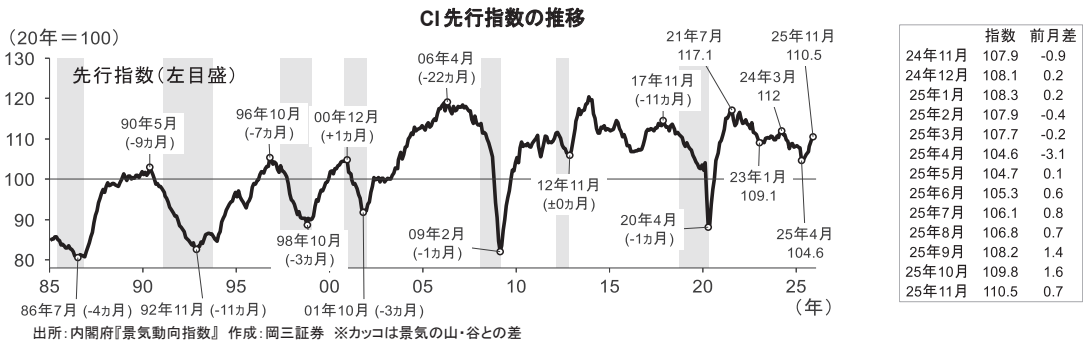
景気敏感指標も底堅い動き

様々な景気敏感指標がありますが、まずは中古マンション価格の前年比です。首都圏、近畿

圏、中部圏とありますが、特に首都圏の中古マンションの価格がものすごく上がっていて、高止まりの状態です。2008年のリーマンショックの手前のところの水準と同じぐらい、25%ぐらいのところまで今推移しております。ただし、日銀の利上げなどを考えると、これからは上がり方が減速してくる確率が高いと思います。

次に、景気ウォッチャー調査です。内閣府が選んだ3,000～4,000人の、タクシーの運転手さんとか、小売店の店主さん、あるいはコンビニの店長さん。ウォッチャーと称するこういった人たちが景気についてアンケート調査に答えてくれています。これは比較的良好な状況で、景気の先行きについては50%ラインという分水嶺を超えてきています。クイック短観やロイター短観という企業の景況感調査も、製造業、非製造業とも上昇中です。

気になりますのは、不動産研住宅価格指数の東京、首都圏です。水準にするとすごい上がり



方になっていますので、これが持続可能なのかどうか。長期金利が大きく上がっていることも含めて、波乱がないか注意していきたいと思えます。

さらに、AI半導体の影響でDRAMの大口価格がぐっと上がり、世界の半導体販売額の前年比は、しっかりと高水準で推移しています。今は世界的なAI半導体ブームで、日本も例外ではありません。

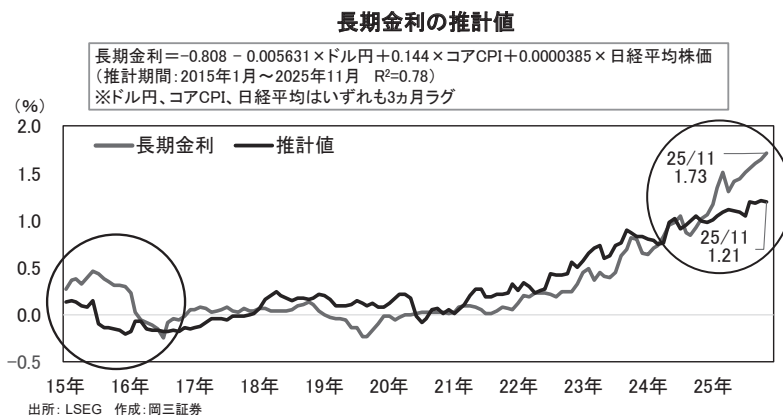
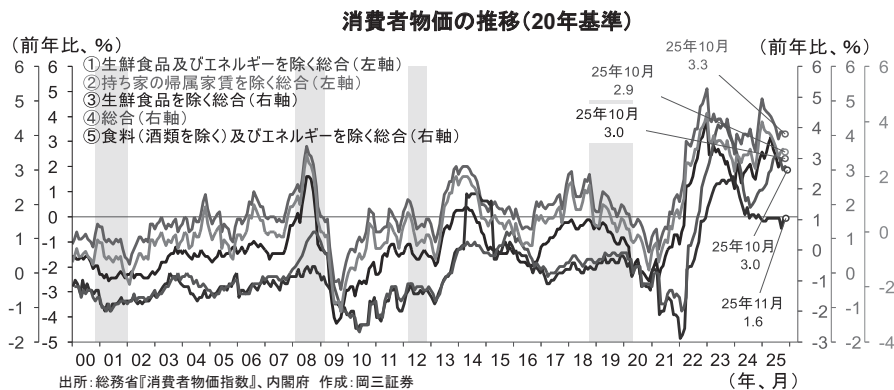
インフレ率と長期金利はピークアウトへ

さて、物価の話です。先ほども申しあげましたが、高市政権の経済政策ブレーンの一人は、マクロの供給能力と需要のギャップをプラス2%以上にすれば、高圧経済という需給逼迫経済ができると。そうすると、企業貯蓄率がマイナスになって、投資超過になるのではないかと考えているのです。1995年以降、バブル崩壊で不良債権が出ていって、企業は貯蓄超過になってしまったのですが、本来は投資超過でないといけないということで、成長戦略をやっています。その通りやると、相当インフレ的にな

ると思います。しかし、高市総理はこういうことをやって、今までの考え方を一新するんだと考えているということは、我々も理解しておく必要があると思います。

しかしながら、インフレ率については、日経商品指数、所定内給与、春闘賃上げ率など、様々な物価関連指標を見ても、やはりピークが近いというか、ピークアウトしているのかなという感じは否めません。

こうしたなかで消費者物価指数を見ますと、全国の「③生鮮食品を除く総合」は、11月は前年比3.0%で、12月は2.4%となりました。一方、「⑤食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」、「アメリカ版コアコア」と言うのですが、これは11月が前年比1.6%、12月が1.5%です。要するに、食料品だけが上がっているということなのです。ですから、日銀が掲げる2%のインフレ目標をしっかりと達成していくという立場から見ると、実は物価はあまり上がっていないのではないか、という議論も出てきています。しかし他方では、物価高をなんとかしようという議論も勿論あるわけですので大変です。



実は、「⑤食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」の消費者物価で実質短期金利をだしてみると、もちろんマイナスなのですが、マイナス幅は1%台とちょっと小さくなります。そして、長期金利はかなり名目で上がりましたので、実質長期金利は0.75%ぐらいのプラスになってきている。したがって、短期金利はまだ上げなくてはいけないかもしれないけど、長期金利はちょっと上がりすぎであることが課題になっています。

長期金利については、ドル円相場、日経平均、消費者物価という3つの先行指標で出した理論値では（前ページ）、2025年11月で1.21%となっています。決して高くないのです。しかし実際には今2%台になっている。そのようなことは、2015年、2016年にも起きているのですが、やはり今の長期金利は行き過ぎているのではないかと。つまり、長期金利はピークアウトに向かうのではないかと思います。

長期と超長期の波は上昇を続ける

最後にゴールデン・サイクルの話です。短期の循環と中期の循環と長期の循環と超長期の循環、4つのサイクルが全て上昇で重なるのが、「ゴールデン・サイクル」です。GDPのト

「ゴールデン・サイクル」の周期(全ての山谷を平均)

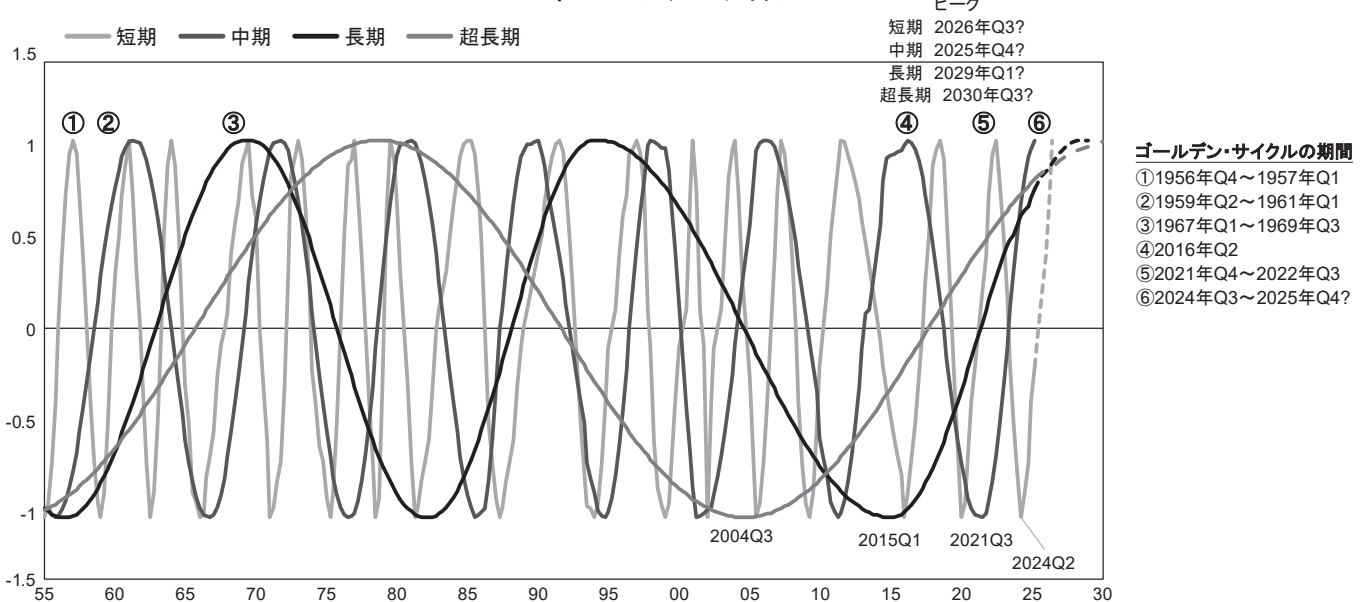
①キッチン(短期)	: 4.4年周期	↗	「ゴールデン・サイクル」 =4つのサイクルが全て上昇となること
②ジュ格拉ー(中期)	: 9.4年周期	↗	*①、③、④または②、③、④の3つのサイクルのみの 上昇局面の場合は「シルバー・サイクル」
③クズネツ(長期)	: 27.8年周期	↗	*③、④の2つのサイクルの上昇局面は 「ブロンズ・サイクルI」または「超景気」
④コンドラチェフ(超長期)	: 52.0年周期	↗	*②、③の2つのサイクルの上昇局面は 「ブロンズ・サイクルII」または「メジャー景気」

レンド偏差で作成すると、2025年10-12月期でゴールデン・サイクルは終了しています。しかし、短期循環は2026年の第3四半期まで上昇します。中期循環は2025年第4四半期がピークですが、おそらく高水準の天井圏を推移するのではないかと。そして、長期循環は2029年の第1四半期まで、超長期循環は2030年の第3四半期まで上昇でいけるでしょう。

ということは、長期と超長期の循環の同時上昇局面が現在まだ続いています。中期循環で今年がひとつのピークになって、来年にかけて調整しても、それほど大した調整にはならない。したがって、2029年ぐらいまでは基本的にはいい時代を迎えているんだという、私の思いが分かっていたら幸いです。本日はご清聴ありがとうございました。

2026年1月23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)

日本のゴールデン・サイクル



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。
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』村田治『現代日本の景気循環』日本評論社、2012年 作成：岡三証券
注：. 暦年、短期：キッチン・サイクルの周期4.4年、中期：ジュ格拉ーサイクルの周期9.4年、長期：クズネツ・サイクルの周期27.8年、超長期：コンドラチェフ・サイクルの周期52.0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。



山形銀行 調査特報 (2026年 3月号)

発行日 2026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 コンサルティング部)

〒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

