

内外景気の現状と今後の見通し

嶋中 雄二

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
白鷗大学経営学部教授

はじめに

嶋中です。今日は、まず、1週間前に始まった米国・イスラエルによるイラン攻撃の影響も含めて内外景気の動向についてみた後、後半では景気サイクルにも触れながら今後の見通しをお話したいと思います。

■緊張高まる国際情勢

今回、イランが事実上ホルムズ海峡を閉鎖しましたが、これにより原油が高騰しその水準が継続するということになると、日本は原油の9割以上を輸入に依存し、その7、8割がホルムズ海峡経由ですから、私たちは大変な状況を迎えるということをおかなくてはなりません。試算によれば、更にイランがペルシャ湾岸の原油関連施設を損壊させたりすると原油は1バーレル当たり130ドル超となり、第3次石油ショックの懸念が出てきます。価格高騰が1か月程度なら、日本経済への影響は何とかなる程度であると思いますが、3か月、半年となるとそうはいきません。

トランプ大統領はドンロー主義を打ち立て、西半球での絶対的な支配者として振る舞おうとしています。イスラエルとハマス、ロシアとウクライナの戦闘に続く、米国とイスラエルのイラン空爆。世界中がこれまでにない緊張状態にあります。そして中国も、高市総理の台湾有事発言以降、対日強硬姿勢をとっています。

ちなみに私は1987年に「太陽活動と景気」とい

う本を出しまして、紀元前600年に遡り、世界の戦争、革命など社会的大変動は太陽黒点のピーク時付近に起きたと説いたロシアの科学者チジェフスキーの研究を紹介しました。その関係は、ベルリンの壁崩壊、米国同時多発テロなどその後の歴史的イベントでも同じでした。そして現在も、太陽黒点数のピークアウト局面にあるのです。

■海外経済の動向

そうした中、OECD景気先行指数によってグローバルな経済動向を点検しますと、米国、欧州、日本は改善する一方、中国は悪化しています。まず米国については、企業のマインド（ISM景況指数）は製造業、非製造業とも回復している一方、住宅需要については、事業者向けアンケートによる市場指数が低迷しており、景気は徐々にピークアウトしてきています。この間、物価については、個人消費デフレーター（除く食品・エネルギー）は足元落ち着いているものの、今後上昇するのではないかと言われています。トランプ大統領はFRBに対して利下げを迫っていますが、インフレということになると、判断は難しくなります。

中国をみると、今回の全人代では今年の経済成長率予想を4.5%~5.0%と、昨年の5.0%から引下げました。ただ、より慎重な見方が適切である可能性があります。小売売上高は減少していますし、固定資産への投資も前年割れとなり、さらに輸出金額もピークアウトしています。70都市の住宅価格も前年を下回るなど、不動産不況の様相が濃くなっています。

一方、欧州については、消費者物価上昇率が2.0%近くで落ち着いているほか、ドイツの景況感が向上しています。但し、イラン情勢の影響を見極める必要が出てきました。

■ 国内経済の動向

次に国内経済ですが、景気動向指数・一致指数はこのところ足踏みしていますが、先行指数は上昇していますので、景気はこの先改善し、少なくとも2026年度は大丈夫ではないかと思っています。鉱工業指数をみても、出荷の前年比から在庫の前年比を差し引いた「出荷・在庫バランス」は、2025年10-12月期にかけてプラスが続いています。

また、景気敏感指標をいくつか見てみますと、景気ウォッチャー調査では、昨年末頃からピークアウト感が出てきており、QUICK短観、ロイター短観をみても、非製造業を中心に変調がみられます。これは中国政府による日本への渡航自粛要請の影響であると思われます。一方、世界の半導体販売額は増加が続いているほか、DRAM大口価格も急激に上昇しています。半導体、特にAI関連の半導体景気だと言ってよいでしょう。

■ 国内の物価動向

消費者物価指数は、各種の政府の対応もあってあと半年程度は上がり難い状態が続くと思います。しかし、商品市況（日経商品指数）は現在上昇していますので、今後は企業物価指数、消費者物価指数と



講師プロフィール

1978年、早稲田大学政治経済学部卒業、三和銀行入行。三菱UFJリサーチ & コンサルティング投資調査部長兼首席研究員や三菱UFJモルガンスタンレー証券参与景気循環研究所長を経て、2023年から現職。専門分野は、景気循環論をベースとした内外マクロ経済・金融の分析・予測。2022年からは白鷗大学経営学部教授でもある（講演時点）。

もラグを伴いながら底入れし、26年度後半には上昇率が加速するとみられます。実は、円の名目実効為替レート水準は、消費者物価（食料＜酒類を除く＞とエネルギーを除く総合）の前年比に先行するという関係があります。現状はかなりの円安になっていますので、ここからも物価は先行き上昇方向に転じると考えられるのです（図表1）。

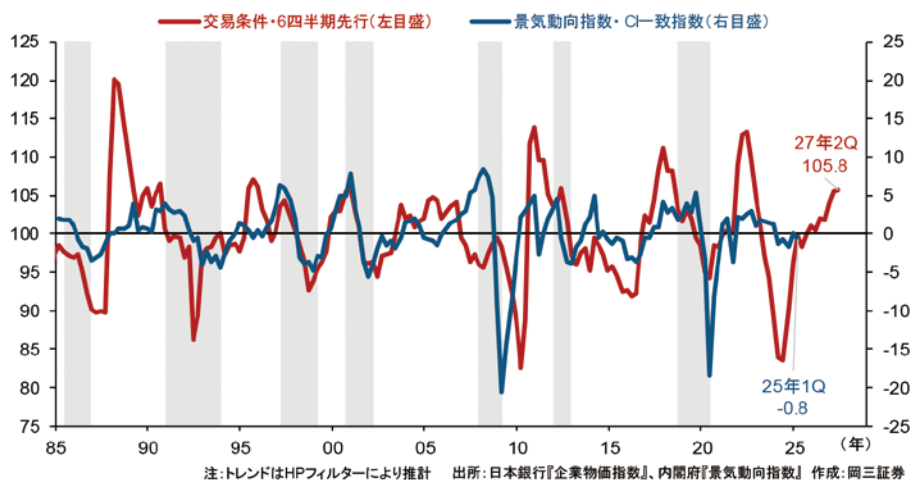
輸出物価を輸入物価で割った交易条件は、原油価格が上昇すると1年半程度のラグを置いて下がり（悪化）、原油価格が下落すると同じく上がり（改善）します。交易条件は企業収益の基礎ですから、この点からも今回の原油価格の上昇の影響が懸念されます。事実、交易条件と景気動向指数・一致指数を

図表1. 円レート水準と消費者物価（食料＜酒類を除く＞とエネルギーを除く総合）前年比の推移



出所：日本銀行『名目実効為替レート指数』、総務省『消費者物価指数』 作成：岡三証券

図表 2. 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)



プロットした場合、交易条件を1年半右にずらすと両者はほぼ重なります(図表2)。ですから景気は2027年半ばまでは回復しますが、その先は後退する可能性もあると考えられます。

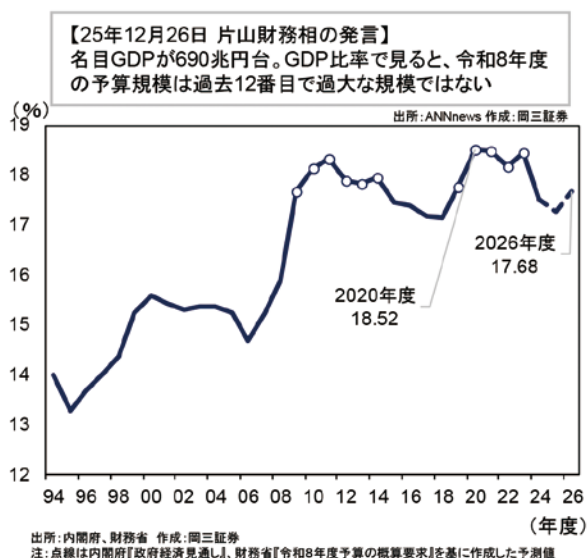
■ 高市政権の経済政策

インフレの中で財政、金融の双方からアクセルを踏むという高市総理の方針、いわゆる「高圧経済論」は米国のイエレン元財務長官も主張しています。財や労働の需要逼迫が長期化すると、労働生産性が向上し、潜在成長率が上がることが期待できるという考え方です。すなわち「責任ある積極財政」とは、目先より中長期的な効果を狙うものです。重点投資

対象として、AI・半導体、造船、量子など17分野を設定し、民間と政府で投資を増やし、成長戦略に繋げようとしています。アベノミクスの3本の矢のうち、3本目の「民間投資を刺激する成長戦略」は不十分との誹りを免れませんでした。高市総理はそこを強化するお考えでしょう。

これに対して、財政の持続性を懸念する声があります。この点、片山財務大臣は、令和8年度予算のGDP比率が17%程度であり、これは過去12番目だから過大な規模とはいえないとしています(図表3)。また、政府債務残高や財政赤字のGDP比も改善していますので、財政の方向性自体は良くなっています。

図表 3. 日本の当初予算額の名目 GDP 比

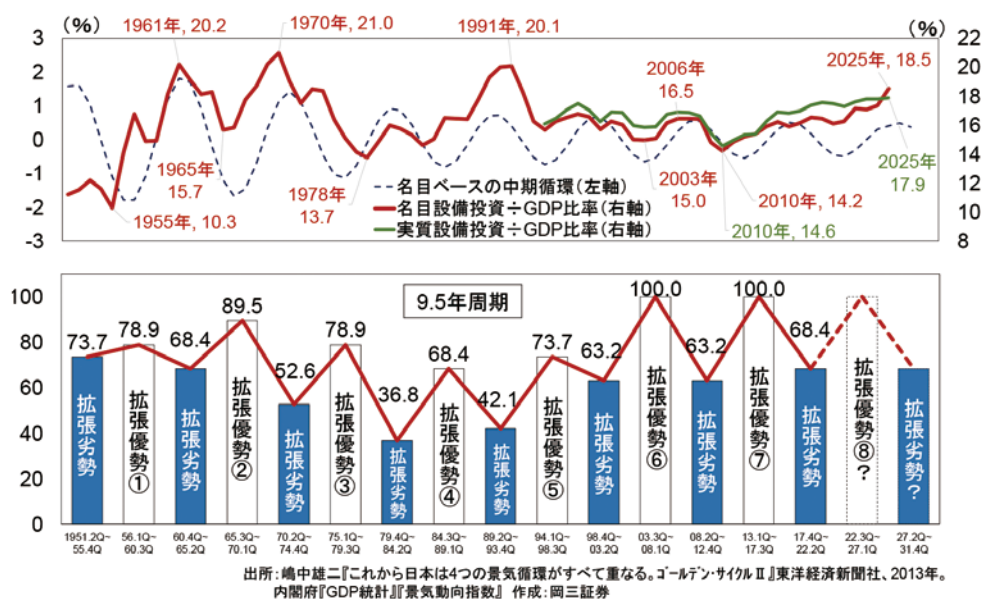


■ GDP ギャップ、潜在成長率

デフレ脱却に関しては、4つの指標——消費者物価、単位労働コスト(名目雇用者報酬/実質GDP)、GDPデフレーター、GDPギャップ(実質GDPと潜在GDPとの差。内閣府ベース)——があり、この全てがプラスになれば、デフレ脱却を宣言できると言われていますが、現状GDPギャップがマイナス(1次速報ベース)になっています。日銀が公表している需給ギャップも5年連続でマイナスとなっています。

また、わが国の潜在成長率はあまり上がりません。問題は資本投入量が伸びていない点です。GDPギャップと企業貯蓄率を並べてみますと、バ

図表 4. 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～



出所: 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』東洋経済新聞社、2013年。
内閣府『GDP統計』『景気動向指数』作成: 岡三証券

注: 1. 設備投資比率は、暦年ベース。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)。
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。点線並びに最後の棒グラフは、嶋中の予測。
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「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。

ブル期までは、企業の積極的な設備投資を背景に、企業貯蓄率がマイナスになっていました。しかしバブル崩壊後は一貫して貯蓄超過となっています。ですから高圧経済政策によって、マイナス続きのGDPギャップを解消し、インフレギャップの領域にもっていけば、再び投資超過に持っていくことができるかと主張するエコノミストもいます。

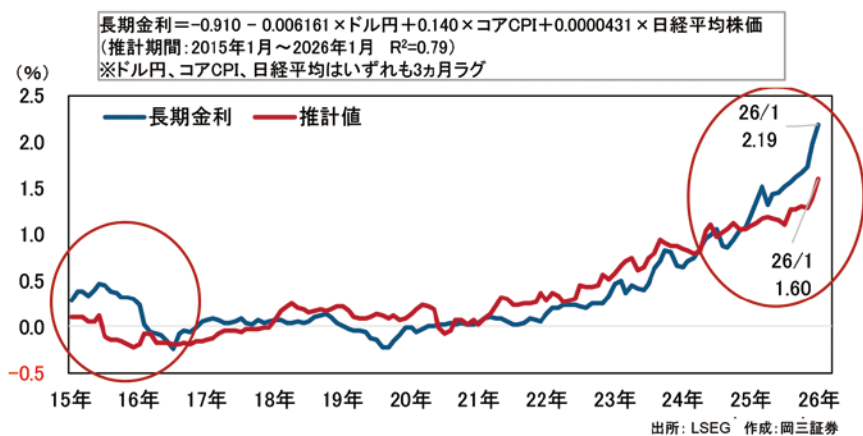
実のところ、状況は変わりつつあって設備投資は増えているのです。設備投資のGDPに対する比率である設備投資比率は、名目で2025年に18.5%となっています。過去を遡りますと、岩戸景気、いざなぎ景気、バブル期のピークではこの比率が20%まで上昇しています。ですから、今回の局面でも年内に20%程度まで上昇するかもしれません(図表4)。ただ、その先は下降する可能性があります。1951年以降、4.75年ずつ期間を区切って、景気拡張期間の長い期間を「拡張優勢」期、拡張期間が短い期間を「拡張劣勢」期とすると、両者は例外なく交互になっており、合わせて9.5年の周期が確認できます。現在は2022年3Qから2027年1Qの「拡張優勢」期です。2026年度は大丈夫だと思いますが、2027年度から先は要注意なのです。

■ 金融市場の動向

株式市場からみていきますと、日経平均もニューヨークダウも、超長期的には右肩上がりです。米国の人はそこをよく分かっているのですが、日本人は間近に「失われた30年」がありましたのでなかなか弱気な見方を変えることができていません。そうした中で、現在の日本の株価水準はバブルなのではないのかという声もあります。しかし、日経平均株価を名目GDPで割った数値はバブルのピークには及んでいませんし、TOPIXのPERは16倍台と、適正とされる15倍を少し上回るぐらいです。ですから、バブルとは言えないという見方は十分通用すると思います。

次に金利・債券ですが、ここ数年、日本の長期金利は一貫して右肩上がりに上昇しています。10年債の利回りから物価連動債の利回りを引いたブレイク・イーブン・インフレ率、いわばインフレ期待も高まっており、直近ピーク(2013年5月)に近づいています。さて、現在の長期金利はどう評価すべきでしょうか。ドル円レート、日経平均株価、消費者物価から10年債利回りを推計したところ1.6%

図表 5. 長期金利の推計値



程度になりました(図表5)。実際の金利は2.1%台と、これより高い水準ですので、長期金利の上昇はそろそろ止まってくる可能性があります。因みに、10年債利回りから消費者物価上昇率(食料<酒類を除く>及びエネルギーを除く総合)を引いた実質長期金利は0.8%台です。2020年～2022年頃は1～2%でしたので、この当時の水準に近づいています。実質長期金利は相応に高くなっているという点に注意しつつ、日銀は政策運営をしなければなりません。

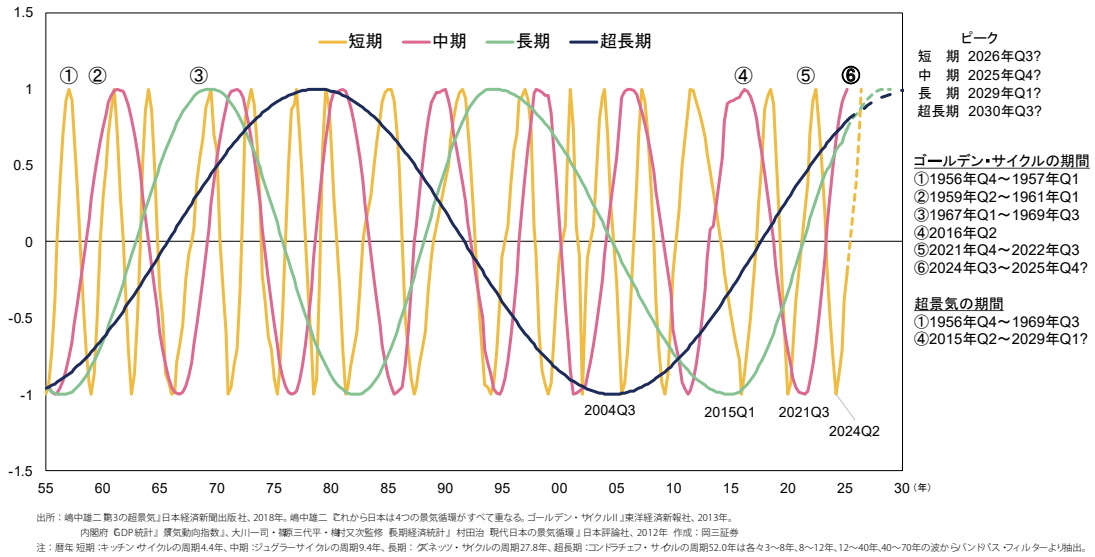
外国為替市場に目を向けますと、円安が続いています。しかし、このところ貿易収支が改善していることや、日米金利差が縮小していることなどから、1、2年のタイムラグはあったとしても、為替は円高・ドル安方向に動くともみています。また、過去30年ほどの間、ドル円相場は1ドル80円から160円

の範囲で推移しており、160円に近いところまで行くと何らかの政策手段がとられることが考えられます。

この点、ここ数年のドル円相場と日銀の誘導金利である無担保コールレートの推移を並べてみると、円安が進行すると日銀は利上げをしています。もっとも、今回はイラン情勢の影響を見極める必要があるため、為替が円安となったからといって日銀がすぐに利上げするというにはならないと思います。また、2008年のリーマン・ショック時や2020年のコロナ禍など、米国で日本を遥かに上回る量のマネーが供給された局面では、為替は円高・ドル安に推移しました。現在の両国のマネーの関係をみると、金融緩和の度合いは米国の方が強くなりつつあります。これは為替が1、2年後に円高方向に向かう兆しです。



図表 6. 日本のゴールデン・サイクルと「超景気」



■景気循環からみた景気見直し

最後に景気循環論です。一番長いコンドラチェフ循環の波動の要因としては技術革新が挙げられています。この観点からみて、現在はどうなのでしょう。1780年代からの綿織物、鉄鋼、蒸気機関の波、1840年代からの鉄道建設の波、1890年代からの電気、科学、自動車の波、1950年代からの原子力、エレクトロニクス、石油科学、宇宙開発の波。そして今は、生成AIやロボットの波を伴った上昇期に当たるということを認識しておきましょう。

また、長期循環論の一つに、覇権国の台頭、成熟、衰退によるモデルスキー・サイクルがあります。その観点から、世界の名目GDPに占める各国の構成比をみますと、90年代前半、日本は世界の約18%を占めていましたが、現在のわが国は3.6%で、インドにも抜かれそうな状況です。巻き返しを期して、日本は頑張らないといけません。

次にゴールデン・サイクルです。4.4年周期のキッチン・サイクル（短期・在庫投資）、9.4年周期のジュグラー・サイクル（中期・設備投資）、27.8年周期のクズネッツ・サイクル（長期・建設投資）、そして52.0年のコンドラチェフ・サイクル（超長期）という4つの循環が全て上昇局面で重なることを私は「ゴールデン・サイクル」を名付けまし

た。今回のゴールデン・サイクルは、2024年7-9月期から始まり、2025年10-12月期まで継続しました。したがって、今年、2026年は違うのですが、実は中期のジュグラー・サイクルの水準がまだ高いため、今年もゴールデン・サイクル並みの状態が続く可能性があります。ただ、そうだとすると、2027年からは短期循環と中期循環が揃って下降しますので注意が必要です。

ところで、2015年4-6月期からは、長期のクズネッツ・サイクルと超長期のコンドラチェフ・サイクルの2つが重なって上昇しています。こうしたスーパー・ビジネスサイクル、すなわち「超景気」は、わが国の場合、明治時代、高度成長期に次ぐ3回目です（図表6）。私の見立てでは、これは2029年1-3月期まで続きます。したがって、ゴールデン・サイクルが終了し中期循環もピークアウトする2027年には、わが国経済の限界が見えてくる可能性があります。それでもこの長期と超長期の循環の同時上昇がクッションになって、経済は何とか持ちこたえるのではないかと考えます。

（文責：ぶぎん地域経済研究所）

日時：2026年3月6日（金）15：30～17：00

会場：清水園（さいたま市大宮区）

ぶぎん経営者クラブ 第2回会員交流会 開催

ぶぎん地域経済研究所は武蔵野銀行と共催で3月6日（金）、さいたま市大宮区にある清水園で、第2回 ぶぎん経営者クラブ会員交流会を開催しました。

ぶぎん経営者クラブは、1997年7月、武蔵野銀行が法人向けサービスの拡充を目的に立ち上げた会員制組織で、現在は、ぶぎん地域経済研究所を通じて、各種セミナーの企画・実施をはじめ、コンサルティングサービス、ぶぎんレポートの発刊など、様々なサービスを会員向けに提供しています。会員交流会は、ぶぎん経営者クラブの新サービスとして実施したもので、当日は100人を超える企業経営者などの会員が参加しました。第一部の講演会では武蔵野銀行の長堀和正頭取より「当行はこれまでも、支店ごとに、地域のお客様にご参加をいただく交流会の活動に、取組んで参りました。この会員交流会は、これまでの取組みに加えて、支店や地域の枠を越えて、幅広い企業様が、情報交換やネットワークづくりにご利用いただく『新たな場』になればと、始めさせていただききました。」と挨拶がありました。

続く、第二部の交流会の冒頭、ぶぎん地域経済研究所の小山和也社長から「今年度は、過去最多となる塾生が修了を迎えられました。明日からは、未来の経営者、経営幹部として、是非、頑張って社業に励んでいただければと思います。」と挨拶、続く乾杯では同研究所の大西浩一郎専務取締役が発声し、和やかに会が始まりました。会には、講演会で講師



を務められた岡三証券株式会社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の嶋中雄二氏にくわえて、武蔵野銀行の長堀頭取をはじめとする銀行役員が参加し、会員との談笑に花を咲かせました。

また当日は、次世代の経営幹部を育てるぶぎん経営幹部養成塾の修了式も清水園で行われ、会員交流会には修了生38人が参加し、先輩経営者たちと交流が行われました。会の途中では、修了生を代表して、株式会社梅林堂、代表取締役社長の栗原久直氏（写真左）と、東松山紙器工業株式会社、取締役の曾根岡舞子氏（写真右）が挨拶をしました。養成塾で学んだ経験や思い出話を披露し、大いに場を盛り上げました。ぶぎん地域経済研究所では、2026年度以降も継続して会員交流会を開催して参ります。

