

2012年内外経済の展望

三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与、景気循環研究所所長

嶋中雄二

- * アメリカの動向を中心に見よ
- * 実際には出ている財政支出
- * EUとアメリカの製造業は底入れ
- * 期待を抱かせる状況にあるEU
- * 消費税引き上げまで2年ある
- * 中国はじめ新興国も大丈夫
- * 底入れ感強まる日本経済
- * 景気は回復し続けている
- * 10年ごとに「前半・後半の法則」
- * 危機の隣には新たな回復がある



浅野 それでは開会いたします。（拍手）

日本を代表するエコノミストの嶋中さんに今日はおいでいただきました。年末に願うことが多かったのですけれども、年明けにこの一年を占っていただくのもいいかなと思ひ、今日になりました。

嶋中さんは景気循環学会の重鎮で、景気を循環のほうからしっかり見ていきます。素人考えで昨今、循環なんてあるのか、下にはいつくばったままではないか、とつい思ってしまうし、昨年はEUが危機に見舞われ、日本の大震災があり、タイの洪水もありと、そんなときにどういふふうに循環で景気判断を貫き通すのかと悩んでいます。

今日は、そういうことはきちんと循環の中で

考えることができるということをしつかり考えると、思います。ただ、嶋中さんはちょっと精緻にすぎるところがあるので、話を少しアバウトにさせていただいて、われわれにもわかりやすいようにお願いしたい。プロ向けの講演が多いのですが、今日はプロとアマの間ぐらいの講演というところで。（笑）それでは嶋中さん、よろしく願ひいたします。（拍手）

嶋中 浅野理事長から過分なご紹介をいただきました。ありがとうございました。

さて、昨年2011年は危機が満載という感じでした。率直に言いますと残念ながら私自身予測を誤ってしまいました。おそらく浅野さんはそれを指摘されたかったのではないかなと。（笑）そもそも明るくなると言っていたのにそ

うではなかったということだと思います。

想定外と言うわけにもいかないわけですが、私は『太陽活動と景気』という本も出しています。太陽活動には11年周期や22年周期、55年周期といろいろあります。エルニーニョ、ラニーニャの循環は3〜4年周期で、これも太陽熱現象だと言われています。

ジュグララーのサイクルは約10年の中期循環ですが、これは設備投資循環とも言われています。クズネットのサイクルは建設投資循環と言われていて、これは22年周期でアメリカ中西部に起こる干ばつのサイクルと同じです。

そして55年大周期というのは、東京大学におられた吉村宏和先生が1977年に発見した「吉村サイクル」という、太陽活動の11年の周

被災地ではありますけれども、ビジネスホテルが取りにくいとか、夜が非常ににぎわっているところもありまして、(笑) 早速、復興需要の効果が出てきたな、この調子で頑張ってもらいたいな、と思う次第です。

せっかくそういう状況が出てきたところですので、2012年はひとつ明るい年にしようではないかと思えます。こういうときにはつい、「辰年だからいいだろう」とか言ってしまうのですけれども、(笑) そんなことではなくて、現実にお配りした資料で見えていきます。

アメリカの動向を中心に見よ

2012年という年は、アメリカを中心に見るのがポイントだと思います。われわれは、ど

期が五つ集まって55年大周期を形成しているというものです。これは世界的な発見ですが、それとコンドラチエフの長期サイクルとびつたり一致することを、私としては87年に『太陽活動と景気』にまとめています。こんな変わったことを言ってデビューしたのですけれども、その本は意外に人気があり、最近、文庫化されて復刻されました。

いずれにしても、そういう常識外れのことまで考えても、必ずしも異常ではないような状況に追い込まれたことも確かです。しかし同時に、もう震災からの復興の過程に入ってきていますし、私は福島、仙台、盛岡にも行きます。少しずつ経済のほうは元気になってきています。

福島、郡山、いわき、仙台といった地域では、うしても問題が大きかった国から見ようとしますね。ヨーロッパ、そしてこれから問題が爆発するのではと思われる傾向のある中国。こういった危機の最中にあるところ、危機をほらんでいるところをもつばら問題視する。

そして、もっとひどくなるのではないかと考えるのが一般的な傾向ですが、ヨーロッパが危機になっっている、あるいは中国が怪しくなっっている中で、逆に良くなりつつある動きを見せてきたアメリカに、私は注目したいのです。

なんとと言ってもアメリカは世界一の経済大国ですから、アメリカが立ち直ることは世界にとって非常に大きい。現に、ドイツの経済がかなり足元で良くなってきている節があります。それはユーロ安が進んだことももちろん大きい

す。自らの競争力がもともと強いのに、さらにユーロが下がったもので競争力がカサ上げされた。

リーマンショックのときはアメリカがやられてしまいましたが、今回はアメリカがやられずに残っていて、しかも調子があるときよりいいということですから、ヨーロッパから輸出をどんどん出すことができる。これが実はヨーロッパの危機を解決していく大きな鍵になっていきます。アメリカが後ろ盾となってヨーロッパの危機も解決されるのではないかというのが、一つ基本線です。

昨日は、FRBのバーナンキ議長が画期的な彼の悲願でもあるインフレーターゲインングを設定することに成功して、「長期的に個人消費デ

フレーターを年2%にするのがゴールである」というようなことを言いました。そして現在やっている実質ゼロ金利政策を2014年の終盤まで少なくとも実施し続けるだろうと。これが公表したものですから、またちよつとドルが下がって円高になりました。

白川総裁はヨーロッパの問題に懸念を投げかけています。それであればぜひ行動に移して、この円高を阻止するためにさらなる金融緩和をやってほしいと思いますが、アメリカは景気が良くなるうとしているのにさらにアクセルを踏んでいる。ですから、日銀もさらなる金融緩和をやるということを前提としながら、2012年を考えていつてほしいですね。

アメリカは大統領選挙が11月にあります。こ

こに向けての前哨戦が始まっています。オバマ大統領が再選されるか、されないか。彼としても実績を上げてなんとか再選を果たしたい。これは1996年に再選に成功したクリントン大統領が当時、96年の初めに考えていたことと同じだろうと思います。今年の経済が良くなればオバマ大統領の再選の可能性は非常に高まるわけですから。

バーナンキFRB議長は雇用の最大化という責務を、日銀やECBとは違って課せられています。物価の安定ももちろんですが、雇用の最大化を実現するためにFRBも力を貸しましょう。彼は共和党員かもしれませんが、オバマ大統領に任命されたので一生懸命、協力をしていようにも見えます。

もし経済がうまくいきませんと、さらにQE3つまり量的緩和第3弾を発動して、めちゃくちゃにマネーを増やすということをやってくる可能性ががあります。そうしたら、日銀もアクセルを吹かさないとけない。

為替は相対関係になりますので、マネーを多く出している国の通貨が下がる。マネーを出し渋っている国の通貨は上がってしまいます。日銀自身は出しているつもりかもしれませんが、他国にそれ以上に出されると相対関係が不利になってしまいます。ここら辺が今年の日銀に期待したいところです。

世界的なリーダー選挙は、まず1月に台湾の馬さんが総統に当選しました。ロシア、フランスの大統領選挙が3月、4月にあり、中国、北

朝鮮は指導者が今年、正式に交代することになっていきます。そして韓国が12月に大統領選挙がある。日本も春なのか夏なのかわかりませんが、野田総理が解散・総選挙を決断するかもしれないし、政界再編で枠組みが変わってしまうかもしれません。世界中が選挙で盛り上がる年になりそうです。

盛り上がるといえば、ロンドンオリンピックが7月から8月にかけてありますので、お祭り騒ぎも起こってきます。さらに日本も、東京スカイツリーという世界一の電波塔がオープンするのが5月です。

ここ日本橋界隈もそうですけれども、丸の内とか、あるいは渋谷とか、虎ノ門、六本木、新宿、大手町と、こここで街の再開発をやっ

と失業保険給付を2ヵ月だけ延長するなどという法案ですが、また2月になるとさらに2ヵ月延長というふうにやっていきますと、金額的にも半分ぐらいになるでしょう。

こういうことで、1～3月期、4～6月期は昨年の後半とは見違えるばかりの大きな財政支出が実は出るのです。もともとブツシユ減税が残っています、さらにオバマ大統領が以前、決めた政策があつて、そのうえに新たな政策があります。

アメリカの財政政策は、債務上限問題が去年7月、8月に勃発して、どうなるかとあのとき思いましたけれども、財政は上限以上、一文たりとも出せないというような状況になっています。その説がありますが、実際には出ています。そ

いて、その竣工が今年というところが多い。したがって複合商業ビルがたくさん出来ます。東京駅もそうです。そういうようなリニューアルオープンとか、新規オープンとか、名所が新たにでてくるというのは、個人消費にとつてもそういうプラスになると思っています。

実際には出ている財政支出

アメリカの景気対策について見ていきます。オバマ大統領が昨年9月8日に提唱した新雇用法案は、4471億ドル規模の給与税の引き下げ、失業保険給付の延長などを中心とする法案でした。

さらに昨年のクリスマススイブ直前に米国減税延長法が成立しました。これは給与税引き下げ

の出ている状況に輪をかけたように金融緩和がまたなされてきている。

景気実体はどうなのか。ISM製造業景況指数で企業マインドを見ると、昨年の8月にかけて50%ラインに接近するようにちよつと落ち、50・6というところまで行つたのですが、改善・悪化のボーダーラインは50です。

50を下回ると少しまずいけれども、過去を見ても50ラインを割つたから直ちに景気後退かというところでもない。95年、96年、98年、さらに2003年頃に45%前後というのが頻繁にあります。これはいわゆるソフトパッチ（景気の足踏み状態 soft patch）に終わってリセッションにはなっていない。

リセッションの過去3回を見ると、90～91年

の湾岸危機、湾岸戦争、2001年の同時テロ不況、その前にITバブルの崩壊があり、そして2008～09年のリーマンショックです。実は経験的に41%というラインを割りますとリセッションになっていきますが、それをいずれも大きく下回ったということでリセッションになってしまいました。ただし12月の数値では53・9まで回復してきています。

最近のアンケート調査を見ますと、ファイナデルフィア連銀、ニューヨーク連銀の製造業の期待指数は、1月のデータでは良くなっています。そういうことから考えて、ISM製造業景況指数の1月はさらに上がると考えてよろしいと思います。

実はアメリカのISM製造業景況指数の動き

住宅価格指数はマイナス幅が11月では1・8まで改善し、前月比では1%ぐらい上がっています。住宅全体で少し回復への息吹が出てきているところへ、さらにバーナンキ議長あの決断があるわけですから、これは良くなならないほうがいいのです。

E Uとアメリカの製造業は底入れ

そういうアメリカの状況がある中で、ドイツの景気はどうなっているか見てみると、良くない始めている兆候が見られます。ドイツ企業の景況感を知るのに、IFO指数があります。IFOはミュンヘンにあります。日銀短観よりも前にこういう景況感指数をつくってました。その伝統のある景況感指数が良くなってきました。

は、欧州や中国、あるいは日本といったほかの国にも波及していきます。世界は一体化し、動きが同じになっていく傾向が最近、顕著に見られますが、その際、アメリカが先導している格好です。だから中国も大丈夫ではないかと私は思っているのです。

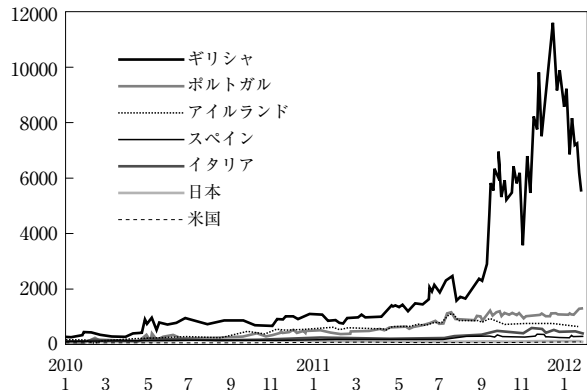
アメリカの住宅関係の指標を見ると、これもあり改善し始めているのがわかります。住宅市場指数、住宅建築許可件数は住宅着工の先行指数ですが、そのほか住宅ローン申請指数や新築住宅販売、中古住宅成約指数、中古住宅販売件数、さらに中古住宅在庫月数や新築住宅在庫月数も良くなっています。

そして住宅価格はダメではないかと言われている割には、米連邦住宅金融局(FHFA)の1月の期待/現状レシオは86・8、期待指数100・9(12月98・4)、そして総合指数108・3です。ただ、現状判断はまだじりじりと下がっていて116・3となっています。現状判断はいろいろありますが厳しければ、これだけ先行的な部分、特に期待指数が大きくなると、現状判断も後で上がってくるということがはっきりパターン化されています。

次にユーロ圏の製造業PMIとドイツのZEW景気期待指数を見ていきます。ZEW景気期待指数はドイツの金融機関の担当者に対するアンケート調査です。ですから、金融が悪いとそうとう影響を受けることになります。今回の場

図1-1 各国ソブリン債のCDSスプレッド（5年物）の推移

(ベース・ポイント)



(注) CDS スプレッド：債務不履行などの信用リスクから債券を保護するために支払う保証料率。ギリシャの9/16以降はNY取引所。直近は、2012年1月24日値。

(資料) Bloomberg

合も、2008年のリーマンショックのときとほぼ同じところまで落ちていきます。

しかし最近、上昇が著しくなっています。11月にマイナス55・2まで落ちていたものが12月にマイナス53・8、そして1月はエコノミストもほとんど予想できなかったようなマイナス21・6という、改善幅が大きなジャンプを見せたわけですね。

そして、こういう金融機関のアンケート調査が良くなった後、製造業PMIの1月分が出て48・7でした。11月が46・4で底になっていますので、ちょうどIFO指数と同じような感じになります。

要はドイツだけではなくて、ドイツを含めたユーロ圏全体としての製造業の景況指数はもう

底入れしているということです。50には届いていませんから、そういう意味では確かにまだ不況感が残っています。正常な水準よりはまだ下にあるという見方もできるかと思いますが、明らかに変化の方向は底入れしているというのがヨーロッパの状況です。

まずこの点を押さえていただいてから金融の話をしたほうがいいと私は思いますが、マスコミではこの話はほとんどない。製造業の景況感の指数はほとんどお目にかからなくて、金融危機の話、債務危機の話、ソブリン問題、そればかりに終始して、あとはユーロが下がって大変だということですが、それではあまりにもバランスを失っているのではないかと。

そこで、問われるのが債務危機への対応です。

図1-1は各国ソブリン債のCDS (Credit Default Swap) スプレッドで、CDSスプレッドは「債務不履行などの信用リスクから債券を保護するために支払う保証料率」と定義されますけれども、これは高ければ高いほど厳しくて、低ければ低いほどよくなっている。

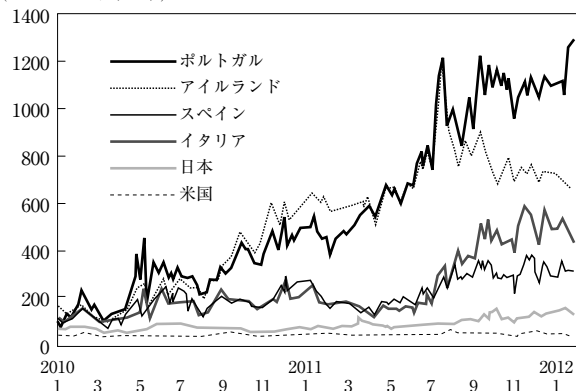
期待を抱かせる状況にあるEU

現在、かなり改善を始めたのが、いちばん上にあるギリシャです。その他、ポルトガル、アイルランド、スペインとありますが、ギリシャのCDSスプレッド幅がずば抜けて高いので、残りの国は下に這いつくばるような感じのグラフになってしまいます。

そこでギリシャを外すと、図1-2のように

図1-2 各国ソブリン債のCDSスプレッド（5年物）の推移

(ベース・ポイント)



(注) 直近は、2012年1月24日値。

(資料) Bloomberg

各国ソブリン債のCDSスプレッド5年物はポルトガルがすごい。ただし経済規模が小さいことと、悪化したのは、ある金融機関のインデックスから格下げ後、外してしまったことの影響もあるのだ、ギリシャに比べれば重大問題ではないと思います。アイルランドやイタリアなども厳しく、特に経済規模の大きいイタリアは注視しないといけないですが、しかし最近、イタリアも少し改善の動きが出てきています。各国の10年債利回りの推移を見るとわかりませんが、ギリシャとポルトガルは別格です。10年債利回りが7%を上回ると自国だけでは財政再建が不可能になるといえることが言われていますから、ほかの国は7%死守で一生懸命やっています。

そのような中で、EUの債務危機対策と課題では、既存の枠組みがあり、欧州金融安定基金(EFSF)とIMFの活用と欧州中央銀行(ECB)の役割が三本柱になっています。EFSFについては、後継のESMの本格始動まで頑張るということになっていまして、今、支援可能額は4400億ユーロです。

この間、13日の金曜日という、欧米の投資家が嫌がる日に、ある格付け機関が格下げを発表しました。これはたまたまだったと思いますけれども、それを一部マスコミが報道してマーケットが混乱しました。ユーロ圏の9カ国、特にフランスとオーストリアの国債まで格下げされるというのが混乱を呼びました。

フランスの格下げは、常にトリプルAを誇っ

ていたサルコジ大統領にとっても衝撃的だったでしょうが、もちろんマーケットも衝撃を受けました。その後、そういった国の国債が格下げされると自動的に格下げされるという原則からEFSF自身も格下げされてしまったのですが、支援可能額は維持されるということで市場は少し安心しました。

そしてIMFの活用ということで、ユーロ圏諸国、総額2000億ドルという資金拠出に合意しています。IMFは最近、これを含め新規に5000億ドルの資金拠出で、資金枠は総額1兆ドルを目指しています。

もっと重要と思われるのはECBの行動です。銀行向け3年物資金供給オペで大量に供給し国債を購入することを実施しています。これが先

ほどのZEWの指数にもプラスの影響として出ているのではないかと思います。

ある人によりますと、りそな銀行への2003年の公的資金の供給とよく似た展開になっているのではないかと。その後、不良債権処理加速で竹中プランとなったのですが、7600円まで日経平均株価は下がった後、急速に戻しました。そして新たなショックがあるまで長い上昇過程に入ったわけです。

あるいは1998年、日本とアジアの金融危機があつて、特に長銀と日債銀の公的資金投入が決定されましたが、その年末に堺屋太一経済企画庁長官は「変化の胎動」と言っていました。堺屋さんの言うとおり、その翌月、つまり99年1月を底に、2月から景気は回復し始めて、結

ます。そのうちイタリアが1570億ユーロで、2月に大きい償還が迫っています。そういう意味では、2月までは地雷が組み込まれていることは間違いありません。

しかし、ユーロとドルの為替関係はシーソーみたいに「上がれば下がる」を繰り返しているだけで、実は2006年ぐらいから全然変わっていないのです。ところが、ユーロ・円を見ると非常に極端で、リーマンショック後、日本の円はユーロに対して極端に上がっています。

実はユーロ・ドルがこういう状態ということで、言い換えればEUやアメリカは戦略的に立ち回って、自分の地域、国の通貨を下げたのに、日本はそういう努力を十分にしてこなかったためにやら

局、ITバブル景気と称されるようになりました。IT企業家が続々と生まれたのはこの頃です。ところが2000年にITバブルの崩壊と日銀のゼロ金利解除があり、そこから怪しくなってくる。

現在の状況について言えば、まだギリシャの問題が残っていて、ギリシャはまた民間との債務交渉を再開していると思いますけれども、数日間で合意を目指すということになっていますから、この結果が良ければというような期待も抱かせる状況です。

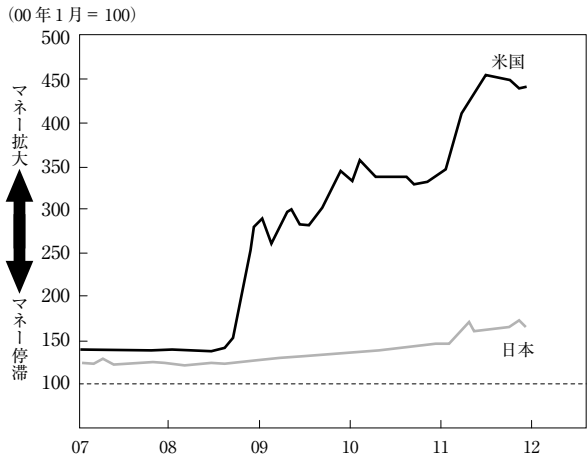
そうはいつでもユーロ5カ国、PIIGSと言われるポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペインの国債償還額は巨大でして、4月末までに2584億ユーロ、25兆円もあり

れたという面もあったのではないかと。ですから、そうしないためには、これから積極的に日銀を中心に政府も頑張って押し返していけないといけません。

ちょうどそう思っているところにユーロに少し明るい兆しが出てきて、101円、102円という形で円に対してユーロが戻す局面がやってきました。ただし、ドルのほうはバーナンキ議長が新たな政策を始めましたので、やや動揺して、また下がっています。こういうことを考えると、日本の金融政策当局の役割は大事だなということになります。

アメリカやヨーロッパの話で、私が言いたかったことは、製造業の景況感指数はいずれも底入れしてきている。特にアメリカの景気の良さ

図2 日米マネタリー・ベースの推移



(資料) 日銀、FRB資料などをもとに景気循環研究所作成

が目立っているのに、さらに、それに追い打ちをかけてバーナンキ議長やオバマ大統領が財政金融政策を打っていることです。だから今年のアメリカ景気は良さそうだし、ヨーロッパの景気もそんなに悪くならないのではないかと思えるのです。

消費税引き上げまで2年ある

図2は日米マネタリーベースの推移です。2000年1月を100として指数化したもので、アメリカは4・4倍に膨れ上がっているのに、日本は1・6倍です。もっと頑張っしてほしいと思うわけですが、アメリカはやりすぎとも言えるので、やりすぎにどこまで付き合うかという議論もあるかと思えます。

白川総裁は国会などで「名目GDPを分母で見れば、日銀は、FRBに対しても、ECBに対しても、それ以上にマネーを出しているということが言える」と言っています。それは名目GDPが低いからだと思えます。それによっても、そう言ってしまうのは身も蓋もないので、2000年1月を100として見てみました。

そうすると、アメリカではバーナンキ議長がリーマンショック後、急速にQE1、QE2とマネーの爆発的な増大をさせたということですね。日銀も努力をしているのですが、相対感で負けてしまっています。

それが円高・ドル安を引き起こして、消費者物価でもアメリカはどんどん上がる。それでもさらにアメリカはマネーを増やそうとする。日

本はマイナス軌道をずっと行って、要するにデフレになっていますから、もっと努力をしなければいけない。

日米のマネタリーベースを前年比で見ると、いわゆるソロス・チャートですけれども、日本は16%ぐらい前年比で伸びています。それに対してアメリカは31%、1月の中旬まで伸びていまして、そこにまたアクセルを踏むわけですから、日本もやらなければダメですね。

私が想定したドル・円、為替動向の前提としては、アメリカはQE3はすぐにはやらないだろうと当初考えました。オバマ大統領は、ドルが高くなつてけしからんと製造業者から突き上げを食ったら、夏頃、大統領選の前に、もっと金融緩和してほしいとFRBに要請するかもしれ

れない、夏頃にまたアクセルを踏んでしまつてドルが安くなるかもしれないけれども、それまでは予想以上に景気が良くなり、雇用情勢が良くなっているから、さらなる金融緩和はないのではないか。これが当初の想定でした。

ところが、世界経済にとってはいいことだろうと思いますが、FRBがインフレーションターゲットを設定して、2014年の終盤まで実質ゼロ金利を少なくとも続けることになりました。

当初はドル高・円安を想定して、75円を底にしながら85円ぐらいまで年央にかけて戻していく可能性が、アメリカ景気がいいということによってあるのではないかと考えていたのです。しかし、アメリカの政策が少し変わってきたことによつて、今はドルは、日米の金融政策スタ

月まで景気は拡大し、その後、景気後退が起つて、2002年1月に底を打ちます。そして弱々しくだけでも景気回復が行われている途中に、踊り場的な景気の調整があった。

そのとき不良債権処理加速の竹中プランがあつて、2003年4月に7600円まで株が下がりが、長期金利は6月に0・435%まで落ちたというのが歴史です。その後、VARショックというのがあつて、長期金利が2%近くまで上がつていくわけです。今もそうではないかと、皆さん心配されていると思います。

そうならないようにしなければいけない。そこは野田総理はかなり気を使っています。今、日本の政府債務残高のGDP比が世界の中で突出して高いという問題がありまして、それをグ

ンスからいえば、ダウンサイドに考えなければいけないのではないか。ですから、日銀の行動が今求められると申し上げたわけです。

ヨーロッパのほうは、金融問題がとりあえず解決すると、またユーロが上がってくる。しかしこの金融危機というのは、日本でもそうでしたが、いったん解決したように見えてもまたぶり返すということが多い。数年後にまた出てくるかもしれません。だからそれまで終わつたとは言えない、というのは正しいことはたしかです。ただ、日本の金融危機は2003年まで終わらなかつたではないか、という議論もありますが、それは景気循環論からいうとおかしいのです。

つまり、99年1月を底にして、2000年11ローバルに極めて心配する向きがある。今、消費税は上げるべきではないと私も思いますが、しかし未来永劫やらないということになると、逆に長期金利の急騰を招く可能性もあると考えておかなければいけない。ここら辺は難しいですね。

1995年に阪神・淡路大震災がありました。このときはメキシコ危機もあり、ドルが下がって円が上がった。79円まで円高になって、為替介入をした。それで少しずつ円安になっていく過程で、当時は公定歩合を2回も下げて、そして財政支出を数度に分けて出したのです。

96年はクリントン大統領再選の年ですが、アトランタオリンピックもありました。だから今年と似ている。今年はさらに数多くのイベント

があるという点で、その大型化したものだと思っています。ですから、96年みたいに円が上がっていく可能性は十分にありますが、96年はそれで景気が良くなったということで、97年に消費税を上げたわけですが、今回の場合はあと2年あるのですね。

野田政権の目論見でも、2014年4月に3%消費税を引き上げ、その後2015年10月にもう2%上げて10%にすることですから、2年間、モラトリアム（猶予期間）があるわけです。

もちろん所得税の増税はありますけれども、二つの震災を挟む時期というのはちょっと似ている。今回は景気上昇を許す可能性のある期間が長いということで、ちょっと楽しみは多いと

コノミストもたくさんいます。

ただし、中国は消費者物価が明らかにピークアウトしてきました。GDPの成長率も昨年10〜12月期に8・9%と8%台に下がっています。1〜3月期はもうちょっと下がると思いますが、

ということでも、もう金融緩和してもいいという声が強まり、実際に昨年の12月から預金準備率の引き下げを中国の政策当局は始めています。今後さらに預金準備率を下げ、場合によっては利下げをしていくことになるでしょうし、今後、中国の当局から乗用車や家電に対する優遇策を含む財政政策が発動されるのではないかという声もかなり聞こえます。

そして、マネーサプライが11月を底に反転し

見たいのです。だからといって消費税は上げなければいけないということを言いたいわけではなくて、とにかく客観的に見て96年のときとちょっと違う点があるということですね。

中国はじめ新興国も大丈夫

今度は中国の話をしてみたいと思います。中国が心配されているのは不動産価格です。急角度で足元下がっているのは広州ですが、ただ、まだマイナスではないですね。3・1%です。北京などはちょっと遅れています。上海も、それから深圳も最近はまだあまりはかばかしい動きではありません。しかし前年比プラスにからうじてとどまっています。この不動産価格が暴落すると、また債務危機につながると懸念するエ

ているように見られます。今、春節でお休みですね。私は丸の内にオフィスがありますので二重橋のほうに結構行くのですけれども、昨日あたりまたたくさん来ていました。久しぶりの壮観さで、バスを連ねて長蛇の列です。横断歩道を一回では渡り切れないぐらい。だから「よかつたな」と心から思いました。

そのうちにホテルの客室稼働率もまたがんと上がるのではないかと思います。そして、春節の影響もあり、正確にはわかりませんが、中国のマネーサプライも上がってくることになりまして、上海の株価が最近少し底入れしてきていますので、株価も大きく上がってくる可能性があります。

中国の粗鋼生産量も底入れしたし、乗用車の

販売は11月が底だったのではないかと見ています。まだちょっと弱々しいけれども、昨年の11月を底に中国の製造業景況指数、これはHSBCが出していますが、これも底入れしたと見ていいと思います。

そうすると、アメリカが底入れし、ヨーロッパも底入れし、さらに中国も製造業景況指数で見ると底入れした可能性がある。ところが日銀は展望レポートの見直しで、1〜3月期から回復ではなく、4〜6月期以降だろうと修正したのです。

けれども、私はこの1〜3月期から日本の生産は強いのではないかと思っていました。日銀はあえて直す必要はなかったと考えています。生産とか、景気動向指数の一致指数で見ると限り

の付近では2〜3ヵ月で一致してしまうことも結構多い。

したがって、下がっているときで谷が問題になってくるときは、その瞬間風速をとらないと底入れがわかりません。特にインドがはつきりしていますけれども、瞬間風速がぐっと切り上がってきています。ブラジルやロシアもそうです。ということで、新興国も大丈夫ではないかと私は思います。

日産のゴーン社長が今年に入る前だったかに「2012年は、新興国は力強い。そして日本は東日本大震災からの復興で加速するだろう。アメリカはすでに足元で良くなって力強くなっている。ヨーロッパだけが取り残される」と言いました。彼自身がヨーロッパ人だから、そう

この1〜3月期は悪くないはずなので、景気回復の時期をずらすことはなかった。

そう言いながらも、デフレだから、そして円高だから、こちらは止めなければいけないと言っているのは、ダブルスタンダードみたいな言い方に聞こえるかもしれませんが、ある意味ではアメリカと同じように、ここを先途と政策を打っていけば、回復が見事に実現するのではないかと思うからです。

次にインド、ブラジル、ロシアのOECD景気先行指数ですが、これも、景気の谷付近では先行指数はそのまま見てはダメです。この場合、瞬間風速の前月比年率をとったほうがはるかにいいのです。先行指数は山の付近では先行期間が長い。1年とか10ヵ月とかです。ところが谷

いうことを皮肉で言ったのかもしれないけれども、ヨーロッパでも少し良くなる動きも出ています。

98年の日本やアジアがちょうど今のヨーロッパと同じところにあって、もうダメだとみんな思っている、実は上がってきたという前例があります。それは金融財政政策などをきちんととれば上がるということです。

当時は、ヨーロッパやアメリカは景気後退ではなく、日本は景気後退、韓国などアジアももちろん景気後退だったわけです。今回はヨーロッパが景気後退の可能性はあるけれども、政策をきちんとやってそこから抜け出すことができているのではないかと。そうであれば、ほかの国、地域はもっといいのではないかとというのが私の結

論です。

底入れ感強まる日本経済

ここで、日本の鉱工業生産指数の推移を見てみましょう。11月の実績を見ると前月比で2・7%落ちてしまっています。これで一種の足踏み感が出ていますけれども、この理由は超円高もさることながら、いちばん大きいのはタイの洪水の影響であると思います。12月、1月はそこからの復旧もあり、前月比で4・8%増、そして3・4%増と、大手メーカーの生産計画を表す生産予測指数が前月比で非常に強くなっています。

どういう業種が強いのか。金属製品、一般機械、情報通信機械、輸送機械が強い動きです。輸送

機械は特に自動車ですが、12月下旬時点で国内の自動車生産計画はどうなっていたか。『自動車産業ニュース』を基に季節調整すると、12月は85万3500台、前月比12・1%の増加の計画です。これは11月に10・1%減少した反動になりますが、しかし1月、2月と9・1・4・9と増えて、3月はマイナス4・5となります。

四半期で見ると10〜12月期が8%増の後、1〜3月期が15・4%増と二ケタ増を自動車産業は国内で生産する計画になっています。そして、ある大手メーカーは国内の販売計画をさらに上方修正したそうです。自動車が強ければ景気は回復する、というのが私の考えです。

そこへきて最近では電子部品・デバイス工業に関して、何度か景気後退や二番底になるおそれがあったものの、結局、足踏みで終わって上がってきています。

そういう歴史を踏まえながら言えば、11月でタイの影響や超円高を受けて落ちましたが、12月あたりからもう一回、上がり始めているのではないかと。そして1月も良くなり、2月も良くなっていくのではないかと思います。

さらに、日本商工会議所L O B O（早期景気観測）が良くなっています。建設業や製造業のウエイトが結構多い調査で、中小企業を中心になっています。それにもかかわらず元気になっているのは、公共投資が始めていること、恩恵を受けて建設業が元気になっていることも大きいのではないかと。

も動きが出てきているように見えます。いわゆる半導体製造装置のB B レシオ、つまり受注を出荷で割ったものが顕著な上昇を見せています。足元12月、急速な上昇を遂げ、アメリカのほうも底入れしていますが、日本が顕著になっています。

電子部品・デバイス工業が調整をされていて心配でしたけれども、自動車が強いうえに電子部品も上がってくる、半導体製造装置も元気になるということになると、日本においては二大産業になりますから期待できます。

また、日本の全国2000人の方々、タクシンの運転手、小売店の店主、コンビニの店長といった方々に定点観測をしている内閣府の景気ウォッチャー調査でも、トレンド的には上昇し

東京のホテル客室稼働率で見ると、震災を受けてどかんと一直線に落ちてしまったわけです。外国人の方々が離れていったのですけれども、その後、値引きしながら国内の人を呼び寄せることに成功したということでV字回復を遂げました。そしてさらに、また中国の観光客とかが戻ってきていますから、V字回復後の先が楽しみになってきています。

タクシー実車率も、寒いのでついつい乗ってしまうという効果も実はあります。夏暑いとクーラーが利いているタクシーに乗りたいたし、冬寒いと暖かくなりたい。(笑) こういうのは行動経済学と言うのですけれども、暑さ寒さが人間の行動を条件反射のように変えてしまうということですね。

ゼロというのは、業況が「よい」と答えた企業の割合から「悪い」と答えた企業の割合を引いたものです。0より上であれば好感感が強い、下であれば不況感が強いということですから、現在、日本の企業全体で言えばまだ不況にいます。これが難しいところですね。水準が低い。ですから現在不況です。

しかし私は、景気は回復していると言っているわけです。海の底から出発して、まだ海水があるところを潜水艦で浮上しているわけで、それを回復と言うわけです。こちら辺が誤解されています。「景気回復なんて言っても今不況じゃないか」と言われます。景気回復というのは不況から始まりますから、それは当然のことで。(笑) 回復のテンポが緩いのにはらだつ経

悪い話ももちろんあります。たとえば不動産関連で東証リート指数が振るわないとか、三友地価インデックスはちょっと上がったと思ったりまた下がったとか、そういうのはあります。しかし全体的に言えば底入れ感が強くなっているのではないのでしょうか。

景気は回復し続けている

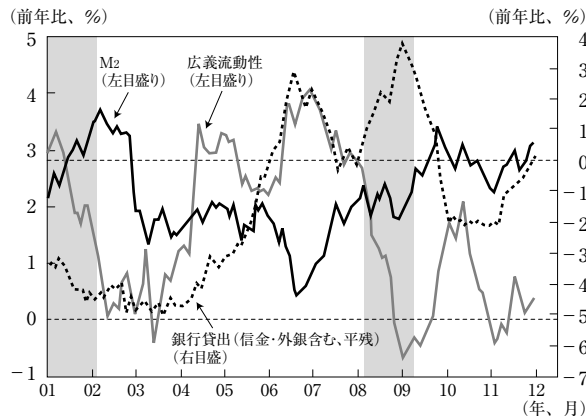
そこで今の日本の企業景況感を集約して言うとうどうなるか。全規模、つまり大企業、中小企業、中堅企業を合わせて、そして全産業、製造業、非製造業を合わせた合計の日銀短観の業況判断DIの推移を見ると、ほとんどゼロというラインに到達できていないのが2009年3月の景気の谷以降の動きです。

営業者の方が結構おられますので、わかっていただけのようにお話するにはこの表現がいいのですね。

日銀短観で大企業、中小企業を全部合わせてゼロのところまで行ったら正常水準です。その正常水準というのは、シユンペーターが言った言葉です。「企業家というのは、自分が正常水準だと思う利益水準とか、あるいは稼働率とかより低ければ不況だと思おうし、それより高ければ好況だと思う。それが主観的な意味での均衡である」とシユンペーターは言いました。

それに対して、内閣府の景気の基準日付の基礎になっているミツチェルやバーンズは、「そんなのは計れないだろう。それよりも山と谷、ピークとトラフ (Trough) ならばちゃんとデー

図3 平残ベースのM2と銀行貸出の推移（前年比）



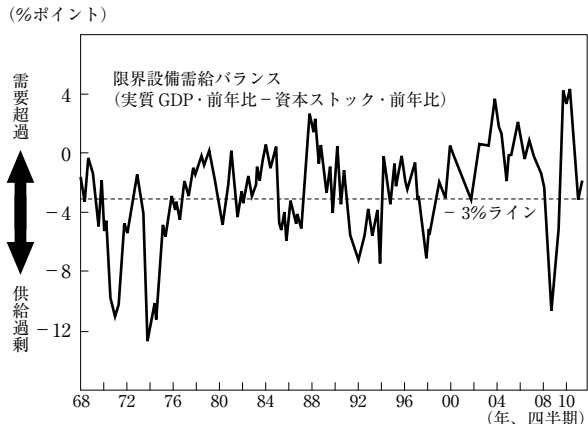
(注) 2000年以前の銀行貸出の平残（日本銀行）は信金を除く。末残（全国銀行協会）は信金を含まない。
 (資料) 日本銀行、全国銀行協会

タで計れる。そこで見なければいけない」と言
 っ、それでシュンペーターとミッチェルとが
 論争しています。
 私は両方、大事だと思っています。景気の転
 換点ということであれば、ミッチェルの言う
 おりということになります。ですから、200
 9年3月を底に景気は回復し続けているけれど
 も、その間、中断するような事象が、東日本大
 震災、タイの洪水、台風、超円高、ギリシャ・
 ショックとかいろいろありました。しかし、曲
 がりなりにもまだ上がっている。そして10〜12
 月期は全体としては足踏みですけれども、正確
 に言うと11月を底に再び回復しようとしている
 というのが今の状況です。
 レベル感で言えば、1995年の阪神・淡路

大震災から96年にかけての動きにそっくりにな
 っています。不況感はほぼ同じです。そして、
 次の年はアトランタオリンピック、クリントン
 が大統領再選した年です。アメリカ景気も、94
 年末にメキシコ通貨危機が発生してドルが下
 がり、95年は悪かった。しかし景気後退にはなら
 ずに持ち直して96年は良くなっています。
 日本は震災から脱却するために政策を發動し
 て、なんとか持ち直して、そして上がってきた
 ら、消費税を上げましょうということになった。
 96年6月に閣議決定された時点が株価のピーク
 になっています。ですから、消費税の問題はな
 かなか悩ましい。次の年に消費税を上げました。
 そこが1ヵ月ずれてはいますが、97年5月の景
 気の山につながっています。

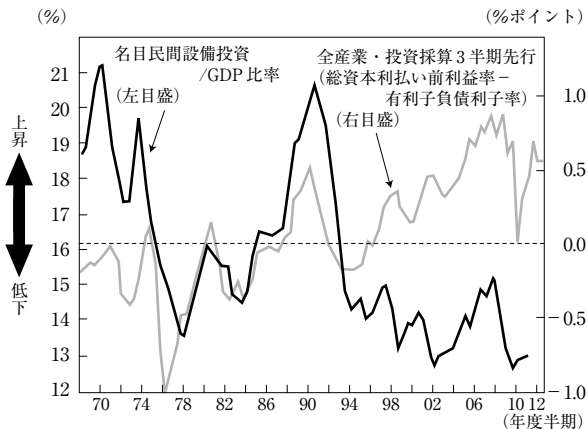
ただ、財務省の人が言うには「消費税を上げ
 たことが景気後退の原因ではない。アジア通貨
 危機があったからです」と。それも一理あり
 ますけれども、経済は連続していますから、消
 費税をあの時点で上げたこともなんらかの影響
 があった可能性はあります。その後、拓銀、山
 一證券の破綻という話が出てきます。
 ということで、そうならないように、今回の
 野田政権の14年4月から消費税の上げは少し景
 気回復を見届けられるような後にしたというこ
 とではありましょう。消費税問題はさうとう慎
 重、弾力的に考えなければいけないということ
 は確かです。
 さて、いいお話があります。図3は黒い太い
 線はM2、マナーサプライです。そして点線が

図4 設備投資の中期循環とその先行指標



(注) 1) 資本ストックは全産業・進捗ベース、投資採算は全産業ベース。2) 94年以前は旧ベース。
 (資料) 内閣府「国民経済計算」、「民間企業資本ストック」

図5 投資採算と名目設備投資比率の推移



(注) GDPの94年度以前は旧ベース。投資採算の直近は11年度上期、設備投資は11年度上期。
 (資料) 財務省「法人企業統計調査」、内閣府「国民経済計算」

銀行貸出です。平均残高で昨年12月に久しぶりにプラスになりました。末残では4ヵ月連続のプラスで、9月が0・1、10月が0・3、11月が0・7、そして12月が1・2とかなり上がってきています。これは日銀が努力して金融緩和をしたおかげという面もあるし、復興へのいろいろな需要が出てきていることの影響もあるかと思っています。

久々に本業に力こぶを入れてもいい時期になり始めているということです。設備投資も出てくるかもしれません。円高だと外へ行ってしまうから国内は難しいとはいえ、今、機械受注を見るとそんなに悪くない。設備投資はそこそこ出るのではないかと思っています。

マクロの設備投資の需給バランスを見てみま

しょう。図4のように実質GDPの伸びから資本ストックの伸びを引いて需要と供給のバランスを見ると、ちょうどバランスのとれたところからまたはい上がろうとしているような状況です。ちょっと楽しみです。

10年ごとに「前半・後半の法則」

そして図5です。総資本利払い前利益率から有利子負債利率を引いた投資採算がリーマンショックのところできぐんと落ちた後は、なかなか落ちない。高水準にとどまっているので、設備投資比率はゆっくりと浮上を続けるのではないか。そこに復興需要などが加わって本格的な設備投資になってくる可能性もないわけでは

従来、西暦のデイクード、10年くりくりで前半よりも後半を中心に景気が拡大をする傾向がありました。これを「前半・後半の法則」と言いまして、私が発見したものです。これは20世紀には成立しましたが、残念ながら21世紀になってきたら逆さまになってきました。(笑) 前半よりも後半が悪くなった。とりあえず戦後6回は「前半・後半の法則」が当てはまります。

この「前半・後半の法則」が当てはまる第1の中期循環は「所得倍増」の波と言っています。いわゆる神武景気、岩戸景気です。1956年から60年までですが、この設備投資は「三種の神器」ということもありますし、あるいは所得倍増計画がそうさせたというのがありますが、貿易の自由化というのがある、それをなんと

か乗り切るために、みんなが一生懸命、技術導入して設備投資をしました。それが神武景気、岩戸景気の隠れた原因です。

第2の中期循環は「大型化」の波と言っています。これは資本の自由化を67年に決めていくわけですが、資本自由化で外資が入ってきて大変だと思われたけれども、その分、大型化して重化学工業化と連動して大きな設備をつくり、外資の攻略をしようとした。その結果、いざなぎ景気が生まれたのです。日本とアメリカの関係は結構そういうことが多い。

そのほか、第一次、第二次石油ショックに対応して「省力化」の波ができたとか、円高を恐れて最終的に「バブル」の波になったというのがありますね。それから「IT革命」の波とい

うことで、2000年問題というのは後で振り返るとちょっとだまされた感じもします。

2000年問題で航空機が落ちるとかで心配しましたが、幸いなことに何もなくて、結局みんなコンピュータ投資を進めた。「危機が来る」と言うのと設備投資をするのですね。そういう意味では次がちょっと楽しみです。第6中期循環には「中国離陸・サブプライム」の波というものもあります。

西暦のデイクードの前半より後半が上り坂になっていくという、私がつくった「前半・後半の法則」とは逆になってしまったのは、2000年代です。00年代に入ってから中国が台頭し、イラク戦争もあったけれども、アメリカは後でわけのわからないと思うことになってしまっ

サブプライムローンをやって金融的に膨らませた。そして日本のほうも量的金融緩和をした。そういうことで法則の流れを変えてしまったと理解しています。

日本では小泉政権が頑張ったけれど、そうやって上り坂が2000年代前半にあった。しかし後半は2006年、日銀がゼロ金利解除をして、そして07年夏にパリバショックが起こり、08年9月にリーマンショックが起こって大変なことになりました。そんなことがあったので前半、後半が逆転します。

現在の2010年代の前半は結構いいのではないか、第6循環の後の第7循環はそうなるだろうと考えます。太陽黒点の循環のうえで、12年は太陽の黒点が増えて、フレア爆発という

表面の爆発が多くなっています。だから、ロンドンでオーロラが見られるとか、面白いことが起こっている。太陽黒点の循環もほぼ10年ぐらいですが、逆転することも過去あるのですね。

危機の隣には新たな回復がある

10年代前半は「環境・文化発信」の波になるだろうと思っています。特にT P Pが危機を起すのではないかと恐れられていますから、こぞってそれに関係があると思われる産業が設備投資をするのではないか。そして、IT深化、震災復興、環境、観光文化立国ということで、このあたりが重要になっていくでしょう。

そういうことで10年代前半は結構いいと思います。11年度は残念ながら震災の影響もあつて

マイナス成長になってしまいました。しかし、12年度は2・5%成長ぐらいにはいけると思います。そして13年度は2・3%ぐらい。これは14年度に消費税が上がることを前提として駆け込み需要も入れています。消費者物価は残念ながら0・2%とか0・5%とかというところまでしか行きません。

アメリカがFRBのように14年の終盤まで実質ゼロ金利を続けると言ったら、その前に日本がゼロ金利解除したら急速な円高になってしまうので、これはできない。したがって、14年の後半までは日銀もゼロ金利解除はできません。はっきり言えば「超金融緩和の時代」に再びなつていきます。

ということ、さらなる金融緩和でカネ余り

になると景気回復の動きが出てきます。危機の隣には新たな回復がある。私版の「変化の胎動」です。堺屋さんが98年の11月に言い放った

「変化の胎動」と同じように、私は、金融危機の反対側には新たな景気回復があると考えています。とりあえず終わりたいと思います。ご清聴ありがとうございます。(拍手)

会員 先生のお話の中で、金融危機がまたぶり返すということと、バーナンキは14年まで緩和を続けると。このことは今の回復のお話を伺っている中で、まだひざから下は水の中に埋まっているのかなど。

その水の状態というのはヘドロであつて、サブプライムローンというので不良証券化商品の世界にばらまいた。私の乱暴な推測では150

0兆円ぐらいばらまかれて、半分がアメリカ、半分がヨーロッパ。バーナンキはその解消を頭に入れている。

それからグリーンさんがヨーロッパがまだ苦しむと言っているのは、ヨーロッパのほうは公的資金を注入したツケが国債に回ったんだけれども、あそこはユーロの単一通貨のためにこの解決の方法がなくて、これはたいへん時間がかかるだろう、そうするとヨーロッパが最後まで残るかなど。こんな感想を持っているんですが、いかがでしょうか。

嶋中 おっしゃるとおりだと思います。なんら否定する材料はございません。私の景気が回復するというのと矛盾はしないと思います。まさにひざから下はヘドロで埋まっている。その

へドロを少しずつ少なくしていく過程にこれからなっていくだろうと思います。

そして景気回復といっても、あくまでも日本の場合、特に中小企業でいえば「よい」と答えた企業より「悪い」と答えた企業のほうが圧倒的に多い状態が続いているわけですが、そういう不況感が今の状態よりはだんだん改善していきます。それを回復と言うんですよ、と申し上げただけなんです。

ですから、水準は低いなりに、特に製造業の景況感指数を見ると世界的に回復の方向に向かっているから、そこへバーナンキさんの政策なんかを加えて日銀も頑張れば世界的な緩和政策になって、これは結構力強くなるんじゃないでしょうか。中国も幸い金融緩和方向へ変えてい

る最中ですから大丈夫じゃないですかと言ったのは、あくまでもその意味での回復です。すぐに水準が高くなるとは言っていません。

また、たとえば14年に消費税を上げるとして、またがくつとなつてしまったときに、「やはり回復じゃなかった」と言われると困るわけですね。それはまさにさっき言いました、99年1月を底にして2000年11月まで景気回復があったけれども、その後、ITバブル崩壊や同時テロがあつてひどいことになったということであつて、そしてまた2003年に底入れをして上がつていった。

「そこまでは結局、真の回復じゃないよ」と言つてしまえば、そうかもしれないんですが、私のように戦後第14循環の山は2008年の2

月で、そしてその循環の谷は2009年3月だったから、今は戦後第15循環の景気回復期が続いているという立場からすると、次の回復というよりは2009年3月を底にした景気回復が現在も新たな形で続行するんだと。そしてついにそのへドロがカラカラに乾くところまで行けるかどうかということですよ。

でも、またぶり返すと思います。ぶり返すということは循環だということでもあります。金融危機は減衰しながら、またぶり返すと思いません。それでも「ぶり返すから問題が終わってない。そもそも景気回復ではない」と言うのは間違いだということを言いたかつたわけです。

会員 いちばん初めのご本の紹介をもう一回お願いいたします。

嶋中 日本経済新聞出版社でして、日経ビジネス人文庫から出ている『太陽活動と景気』です。それはもともと1987年に出したものをちょっと改訂したもので、たいへん読みやすくなつていると思います。中国でも翻訳されていふという話がありますので、よろしく願ひいたします。

浅野 今日は満腹されたと思います。今日のお話で水準と方向性というのは非常に大事なことでですね。周りの方が「景気回復だといったってひどい不況だよ」と言ったら、内心、にやっとしていただくのがいいかもしれない。

それから、去年の予想が外れたとおっしゃつていますけれども、一昨年暮れの講演では2012年は非常に楽しみだとおっしゃつていまし

野崎洋光の おいしい 節電レシピ

缶詰が、ほんのひと手間で、
上品な料理に大変身!

緊急重版
4刷



缶詰・瓶詰、乾物、トマトジュース、
豆乳…日本人が本来持っていた
「生きる知恵」を取り戻す、
73の時短レシピ

NHKラジオ第一
「土曜あさいちばん」
テレビ東京
「レディス4」で紹介
大反響!

缶詰はダシ!
旬と時間がつまっています。
化学調味料はいりません。
福島県出身「分とく山」総料理長



978-4-492-04427-8
1260円(税込)

野崎洋光 [著]

東洋経済新報社

〒103-8345 中央区日本橋本石町1-2-1
TEL.03-5605-7021 FAX.03-3270-4127



講師紹介

(拍手)
た。一貫して、1年前から今年を同じように予測されていたわけで、われわれも頑張っているって良い年にしたと思います。今日は力強いお話でした。どうもありがとうございます。

1955年東京都生まれ。
1978年早稲田大学政治
経済学部卒業後、三和銀行
入行。リヨン経営大学院留
学、日経センター研究員を
経て、1986年早大大学

院修士課程修了。1989年三和総研主席研究員、
2000年投資調査部長2006年三菱UFJ

R&C投資調査部長。2007年より三菱UFJ
証券参与、景気循環研究所長。

主な著書

『太陽活動と景気』(日経ビジネス人文庫、2010)
『先読み!景気循環入門』(共著、日本経済新聞出
版社、2009)
『ゴールドンサイクル』(東洋経済新報社、2006)
『日本の景気』(角川書店、2004)
『実践・景気予測入門』(東洋経済新報社、2003)
『ゼミナール景気循環入門』(共著、東洋経済新報
社、2002)