

山形銀行

調査特報

2025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

トランプ大統領就任が世界に影響を与える

ディールを重視するトランプ大統領

ただいまご紹介に預かりました嶋中でございます。今年は蔵王の樹氷の出来栄えが良く、立派なスノーモンスターが出来上がっているということで、インバウンドのお客様も楽しんでいらっしゃるのではないのでしょうか。また、蔵王では女子スキージャンプのワールドカップが行われます。今月は山形県知事選も控えており、山形県はいろいろと盛り上がる時期を迎えているのではないかと思います。

さて、盛り上がると言いますと、アメリカはトランプ大統領で盛り上がっているわけでありまして。そこで、今日持ってきました資料は、トランプ大統領の話も満載しておりますが、まずは今年の政治・経済リスクについてお話しします。

トランプ大統領の登場自体がリスクだという人もいるかもしれませんが、トランプ大統領は、そうは言っても平和主義者という面があって、戦争が嫌いなのです。経済的にディールをやって、できるだけ戦闘が起こらないようにしたいという気持ちがあるようです。他方で、デンマーク領グリーンランドに対して、トランプ大統領は購入に意欲を示しています。いきなり言われたデンマークは当然拒否。そして、グリーンランドも住民が拒否という形になりました。しかし同時に、ひょっとしたら独立するという機運も出てきたようです。トランプ大統領は早速各国にさまざまな影響を与えています。

何でこんなことをトランプ大統領が言い出したかということ、パナマの話もそうですし、カナダの話もそうなのですが、いずれもライバル視している中国やロシアが、自分の許可を得ないでアメリカに移民として入ってくるということや、そこを通じて輸出をしてくるということに対して脅威を感じており、その対応策の一環なのです。領土を拡大する、なんていうことも就任演説で述べておりますので、これは力による現状変更かと思ってしまうのですが、力ではなくてディールによる現状変更を目指していると

いうことなのだろうと思います。

トランプ就任後の世界の政治・経済リスク

カナダのトルドー首相が辞めることになりましたけれども、トランプ大統領はカナダに関税を25%かけると言っていて、それが実際に出てきた。そしてついに中国にも追加関税10%が出てきたということで、何やら経済的にはきな臭くなってきました。カナダも黙っていないということで、16兆円規模の対米報復関税を視野に入れると言っています。

他方で、いい話があったのはイスラエルとハマスの戦闘です。6週間の停戦が合意されて、3月初めまでは停戦となりました。そして人質が少しずつ返されています。できるだけこの停戦が長持ちしてほしいと思いますが、これもトランプ大統領が就任したことで、駆け込み的に起こったような感じもありますので、影響力は非常にあるのではないかと思います。

そして、日本にとって非常に気になっているのは、日本製鉄によるUSスチールの買収です。実はバイデン前大統領も、民主党の大統領候補だったハリスさんも反対していたわけですが、トランプ大統領が反対であると言ったことがきっかけとなって、実際に買収阻止の動きに発展していきました。これについては、トランプ大統領はディール次第ではまあいいんじゃないか、となる可能性もある人なので、何が起こるかわかりません。

ヨーロッパに目を転じますと、EUとイギリスにつきましても、トランプ大統領による防衛費の増額圧力がありました。日本に対してもですが。そして、その対応をめぐってEUの結束にはほころびが生じつつあります。あとは、トランプ大統領が非常に重用して、政府効率化省のトップに任じているイーロン・マスク氏が、ドイツやイギリスなどに対して政治干渉をするということもかなり話題になっております。

そして、日本のお隣の韓国では、ユン大統領

が出した非常戒厳に対して、弾劾、拘束、逮捕といったことが行われつつあって、政治的混乱が起きています。ユン大統領自身が裁判所に行って、弾劾の要請は間違っていると切々と訴えている中で、支持率が上昇して、与党の「国民の力」が最大野党の「共に民主党」を上回るということが起こっています。何が最終的に起こるのか、ちょっと読めないところがあります。そんな中、北朝鮮はロシア・ウクライナ戦争に軍を派遣していて、核ミサイル問題は依然として続いています。

また、中国は強国路線を継続して、東シナ海、南シナ海で現状変更の試みを続けています。台湾有事の懸念ももちろんあります。ただし、トランプ大統領の影響とも言えるのですが、ここへ来て日中関係が少し好転しているようにも見えます。どうやって日中関係が動いていくのかは注目に値すると思います。

ウクライナにつきましては戦況が膠着状態ですが、トランプ大統領がウクライナへの支援を削減していくということになりますと、戦況はウクライナに不利になります。ロシアが有利な形で戦争が終わったりすると、また難しい問題

が出てまいります。

今のところどういうふうになるのかさっぱりわかりませんが、はっきり言えることは、トランプ大統領がどう考えるかが、世界の命運を握るということでもあります。

移民・エネルギー政策も大転換

1月20日、トランプ大統領は就任演説で、「アメリカのゴールデンエイジ（黄金時代）が始まる」という演説をされました。その中で、「我々の主権を回復する。我々の安全を確保する。アメリカの衰退が終わった。アメリカは成長国家であり、領土を拡大する」と発言しています。もちろん、ただ領土を拡大することではなくて、ライバルを牽制することなのではないかと思いますが、かなり穏やかでない言い方をしております。

移民については、「国家非常事態宣言」をして、南部国境に軍隊を派遣すると言いました。不法入国を許さないということです。エネルギーについては、化石燃料の採掘を推進して、掘って、掘って、掘りまくれという政策を実施します。実は、原油産出国としては、サウ

世界の政治・経済リスク



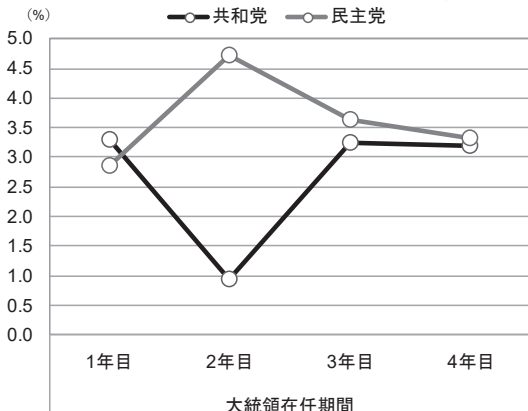
ジアラビアを抜いてアメリカは今トップなのです。そういった国が、シェールガスや液化天然ガスといった原油を増産すると、需要と供給の関係でエネルギー価格は下がる。エネルギー価格が下がれば、今アメリカを襲っている、あるいは世界を襲っているインフレは沈静化するだろうという、一理ある考え方なのです。こうして、「国家エネルギー非常事態宣言」を発動して、地球温暖化対策として、化石燃料は燃やすなという、民主党が言ってきたような今までの流れは食い止めたいというのがトランプ大統領の考え方であります。そして気候問題は、パリ協定から再離脱。その他、WHO（世界保健機関）からの脱退も大統領令で決めているという状況です。

共和党政権は2年目に失速する経験則

さて、トランプ大統領は共和党であります。1949年以降、共和党の大統領のときに、経済が4年間でどういうふうに移しているかを見てください。はっきりしているのは、2年目にGDPの成長率が失速するということです。

民主党の時は、2年目に上がっています。最初の年からカンフル剤を出して、財政金融政策をどんどんやっていくので、2年目がよくなります。その後インフレに苦しんで失速するというのが民主党です。それに対し、共和党はどちらかというと金融引き締めをしてインフレを沈静化させようとするので、タイムラグを伴って1年後に景気が失速して、その後物価が安定した

戦後の米国大統領在任中の実質GDP成長率(平均)

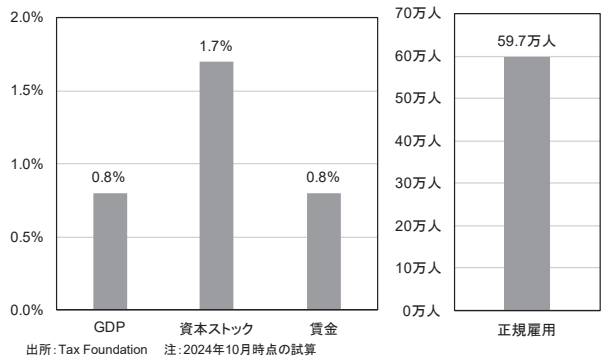


出所: BEA, NBER, US Congress 作成: 岡三証券

ことを礎に景気が回復する、ということが多かったです。トランプ大統領も例外ではない可能性がありますので、今年ではなく来年にアメリカ景気が失速する可能性があることを、経験則として考えておいてもいいと思います。

ただし、トランプ大統領が第一次政権の時に作った「減税・雇用法」が恒久化することで、米国経済への長期的な影響はプラスになるだろうと思われる根拠はあります。タックスファウンデーションという民間調査機関によれば、GDPが0.8%、資本ストック供給が1.7%、賃金が0.8%それぞれ上昇し、正規雇用が60万人近く増えるという予測が出ています。

米国「減税・雇用法」の恒久化による米国経済への影響(長期の変化率)



出所: Tax Foundation 注: 2024年10月時点の試算

ところが、トランプ大統領は関税を上げます。ジェットロとアジア経済研究所の試算によりますと、中国に60%、他国に10%の関税をかけると、2027年時点のアメリカのGDPは1.9%減少するといわれています。アメリカは結局、自分で自分の首を絞めることになるわけです。そして、関税を上げると、当然国内はインフレになります。そうすると長期金利が上昇します。長期金

第2次トランプ政権の関税政策(中国60%、他国10%)の影響(2027年時点での経済効果)

	米国	中国	日本	世界
農業	-1.0%	0.2%	0.1%	0.0%
自動車	-4.5%	-0.8%	0.1%	-0.4%
電子・電機	0.0%	-0.9%	0.7%	-0.2%
繊維・衣料	4.4%	-0.5%	-0.2%	0.4%
食品加工	1.4%	-2.0%	-0.2%	-0.3%
その他製造業	0.9%	-1.9%	0.3%	-0.2%
サービス業	-2.3%	-0.4%	0.0%	-0.6%
鉱業	-0.9%	0.1%	0.2%	0.0%
GDP	-1.9%	-0.9%	0.0%	-0.5%

出所: 日本貿易振興機構(JETRO) アジア経済研究所

利が上昇すると、ドル高になると考えられます。関税を上げることによる財政赤字と、ドル高による貿易赤字が助長されるという見方があります。

FRBに利下げを要請

またFRBについてトランプ大統領は、金融政策の決定過程で大統領が発言すべきだと言っています。トランプ大統領は、ご承知のように、第一次政権でもFRBにたびたびちょっかいを出して、パウエル議長をかなり困らせていました。自身が不動産業をやっているということもあるのですが、金利が下がることが基本的に好きなのです。そして、アメリカの貿易赤字を改善するためには、為替面からはドルを下げる方がいいと思っている節があるわけです。

しかし、トランプ大統領の経済政策を操る一人、ベッセント財務長官は、あえてそこまではしていません。当たり前といえば当たり前ですが、FOMCの金融政策の決定、FRBの金融政策決定は独立しているべきだと、そう言っています。

トランプ政権では、中国の人民元がのしてくるなかで、米ドルを基軸通貨として維持することが何よりも重要であるとしています。ですから、トランプ大統領は、ビットコインの戦略的備蓄の設置、あるいはドル連動のステーブルコインの推進という方向性を打ち出しているわけです。準備通貨として、仮想通貨を出すという、ちょっと不思議な考え方を打ち出しています。

ベッセントの「3-3-3経済論」

ベッセント財務長官は、通貨高によって輸入価格が引き下げられる面があるので、関税が上がったからといって、インフレを助長することはないのではないか、という考え方のようです。

ベッセント財務長官は、実はアベノミクスの「3本の矢」にかなり影響を受けたと公言しています。大胆な金融政策、機動的な財政出動、民間投資を喚起する成長戦略、これが3本の矢です。これをもじって、ベッセント財務長官は「3-3-3経済論」と言っています。①2028年までに財政赤字をGDP比3%に削減す

る。②規制緩和等によりGDPを3%成長させる。③原油の日量300万バレル追加生産する。ここには金融政策は何も書いてないわけですが、アベノミクスの場合は、一番最初に黒田総裁がやられた大胆な金融緩和が入っていたわけです。

ベッセント財務長官の「3-3-3」経済論 (安倍元首相の「3本の矢」から着想)

- ①2028年までに財政赤字をGDP比**3%**に削減
- ②規制緩和等によるGDP**3%**成長
- ③原油の日量**300万バレル**追加生産

出所:各種報道 作成:岡三証券

ここで、ベッセント氏の2022年秋の発言を振り返ってみますと、「安倍元首相のアドバイザーであるイエール大学の浜田先生と会って、浜田先生がアベノミクスの初期の構想、大胆な金融緩和で円安方向に誘導するという、その発言のたびに、この経済政策が実行された場合の市場へのインパクトの大きさに、私はますます興奮していった」と言っているんですよ。このアベノミクスをアメリカ側がやったらどうなるか、ということも当然考えたと思うのです。明らかにドルが安くなり、それによって競争力が上がってくるということになるわけで、ドル安によって製造業が支えられ、雇用も増えるという効果があると見た可能性があります。

ベッセント財務長官も、今のところは通貨高を重んじているようですが、トランプ大統領がどこかの時点で「ドルは高すぎる」と言い出した場合には、世界的に大きな影響を及ぼすのではないかと思います。それは任期中の4年の間にいつか来る可能性があり、特に中間選挙までの間に来るような気がするので、私はそこを注意したいと思っています。

2025年が「ゴールデン・サイクル」のピーク

少数与党となり政権運営は不安定

わが国では、自民・公明両党の与党と、立憲民主党、国民民主党、日本維新の会、いろいろな政策公約が出ているわけではありますが、経済政策を比べると、自民党と国民民主党はかなり違っています。もう既に補正予算は通って、さらに2025年度の政府予算をこれから決めていかなければなりません。

とりあえずははっきりしてきたことは、国民民主党が、消費減税を主張するとともに、所得税が発生する年収「103万円の壁」の引き上げを提示して、非常に国民にうけた。そして流れが変わって、与党でいろいろと案を出して、123万円に引き上げという案が出てきましたが、国民民主党は納得しませんでした。178万円にできるだけ近づけるべきだということで、意見が食い違う状態が続いています。

そんな中で、日本維新の会からは、教育無償化という案も出てきました。日本維新の会の政策の方が、財政をたくさん出す可能性が低く、自民党が飲みやすいような政策になっています。

自民党・公明党、立憲民主党、日本維新の会、国民民主党の公約

公約	自民	国民	立憲	
経済政策	電気・ガス・ガソリン代支援	○	○	
	トリガー条項の凍結解除		○	○
	給付付き税額控除		○	○
	消費減税		○	
安全保障	安保関連法	○	△	×
	普天間基地の辺野古移設	○	△	×
	反撃能力保持	○	○	
エネ	原発再稼働	○	○	○
	原発建て替え・新增設	○	○	×
憲法	改正	○	○	△

出所：日本経済新聞 作成：岡三証券

石破総理としては、どっちをとっても多数になるということ、取捨選択ができる。さらに、立憲民主党は政治的立場はかなり違いますが、財政政策については似ている部分もあって、大連立も視野にはあると思います。日本の政治は少数与党になりましたので、石破政権は非常に不安定であります。今年の夏の参院選、あるいはその前に都議選もありますが、そういった選挙の年というのは、場合によっては大きな変化が起こる可能性があるのでは、注意してみたいと思います。

「ゴールデン・サイクル」は2025年まで

さて、次にいよいよ「ゴールデン・サイクル」のお話です。日本経済は今、ゴールデン・サイクルに突入中です。ゴールデン・サイクルというのは、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乖離を取ります。そして、時系列データを三角関数で示される周期変動に分解します。例えば短期の循環を5年として、その5年ずつの周期のなかで優秀な周期をとっていく手法です。

まずは短期の循環、「キッチンサイクル」です。イギリスのジョセフ・キッチンという経済学者が提唱した短期の循環です。短期の循環というと、大体3年半くらいと思われるかもしれませんが、明治時代からトレンド偏差をとって見ますと、5.4年と比較的長い循環となっております。これについては2022年が直近の底です。

中期の循環が、フランスの経済学者ジュグラーが発見した「ジュグラーサイクル」です。設備投資循環とも言われます。設備投資のGDPに対する比率でとると9.9年で、10年ぐら이의サイクルということになります。

そして、長期の循環がウクライナ出身の経済学者クズネッツの「クズネッツサイクル」です。これは26年ぐら이의サイクルで、建設投資循環とも言われます。2012年が底になっています。約25年の周期と考えると、上昇期間が12

年か13年になりますので、2025年というのはピークの候補になります。

最後の超長期の循環は、ロシアの経済学者、コンドラチェフが発見した「コンドラチェフサイクル」です。コンドラチェフは、運河や橋梁や道路など、社会的なインフラストラクチャーの更新投資によってこの波が起こると言っています。日本の場合は2004年が底になっていますので、そこから上昇中で、2030年代までは上昇が続くことになります。

この4つのサイクルが全て上昇中の状態をゴールデン・サイクルと私は呼んでおります。日本のゴールデン・サイクルの軌跡を見ていただきますと、2023年から2025年までの3年間はゴールデン・サイクルだと、この講演会でもずっとお伝えしてきました。家計はちっともよくならないし、中小企業も良くならない、本当にゴールデン・サイクルなのかと疑念を呈される方もいらっしゃると思います。ですが、株価は上が

りましたし、設備投資も出てきた。投資が盛り上がるというのがゴールデン・サイクルの特徴です。

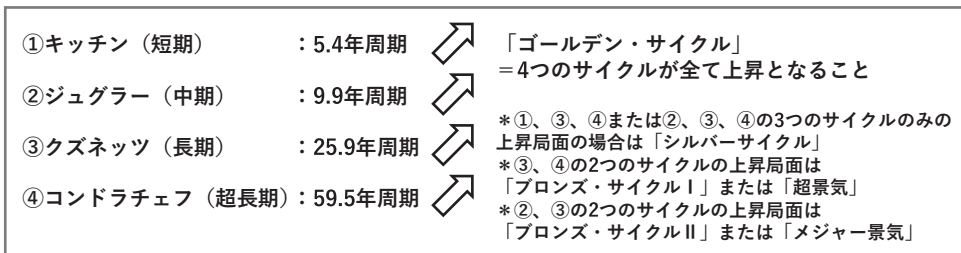
ただし、このゴールデン・サイクルのうち、建設投資循環のクズネッツサイクルは、今年でピークを迎えるのではないかと思います。

「ブロンズ・サイクル」も今年がピーク

超長期のコンドラチェフサイクルと、長期のクズネッツサイクルであります。この2つが上昇しているのを「ブロンズ・サイクルI」と呼んでいます。あるいは、短期・中期の景気循環よりも長い循環が重なっているという意味で「超景気」とも呼んでいます。

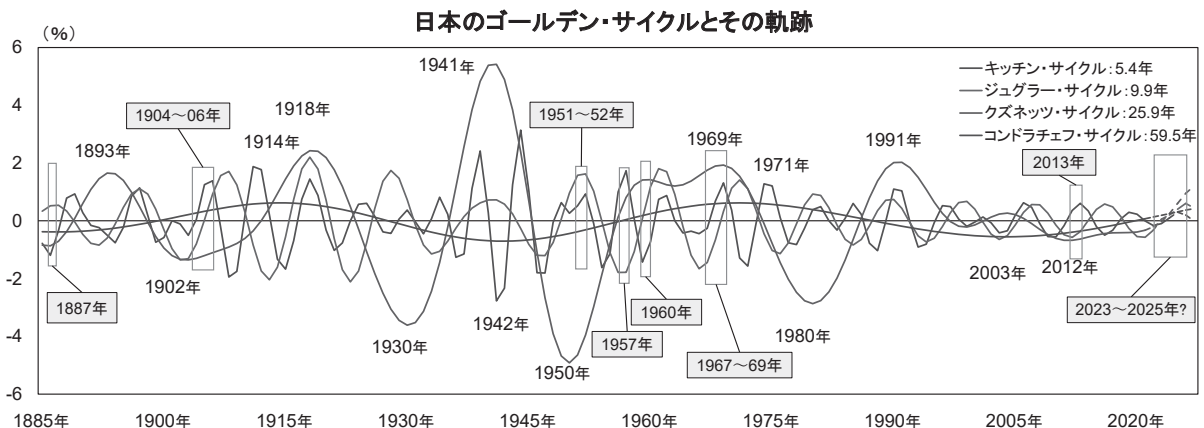
1951年のサンフランシスコ講和条約から、1969年のいざなぎ景気の終わり時点までを、「『ALWAYS 三丁目の夕日』の時代」とずっと言ってきましたが、この時代には株価が2000%上昇、2013年から2024年までのアベ

「ゴールデン・サイクル」とは



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25.9年、超長期：コンドラチェフ・サイクルの周期59.5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



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』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。
 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』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25.9年、超長期：コンドラチェフ・サイクルの周期59.5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。

期間中の日経平均(月中平均値、実数)
の変化率

	累計	年率
(1)1951年1月～1969年12月	2,000%	17%
(2)2013年1月～2024年12月	267%	11%

出所:日本経済新聞社、LSEG Workspace 作成:岡三証券

ノミクスの時代以降は267%上昇と、非常に上がったわけでありませう。

次に中期のジグラーサイクル、そして長期のクズネッツサイクル、この2つが同時に上昇するというのもなかなかいい。「ブロンズ・サイクルⅡ」、あるいは「メジャー景気」と私は呼んでいます。これも現在成立している。この時日経平均はどうかというと、戦後については6回ありまして、全て大幅上昇となっています。株価の波、ちょっと言い方を変えれば、設備投資の波と言えます。この長期と中期の循環の同時上昇局面というのもかなり強力なのですが、建設投資循環のクズネッツサイクルが、2026

期間中の日経平均(月中平均値、実数)の変化率

	累計	年率
(1)1951年1月～1952年12月	232%	82%
(2)1957年1月～1961年12月	133%	18%
(3)1967年1月～1969年12月	57%	16%
(4)1986年1月～1990年12月	83%	13%
(5)2013年1月～2016年12月	78%	16%
(6)2022年1月～2024年12月	41%	12%

出所:日本経済新聞社、LSEG Workspace 作成:岡三証券

年からちょっと下り坂に向かうということで、ブロンズ・サイクルも今年がピークという感じがするわけでありませう。

超長期循環の上昇局面は続く

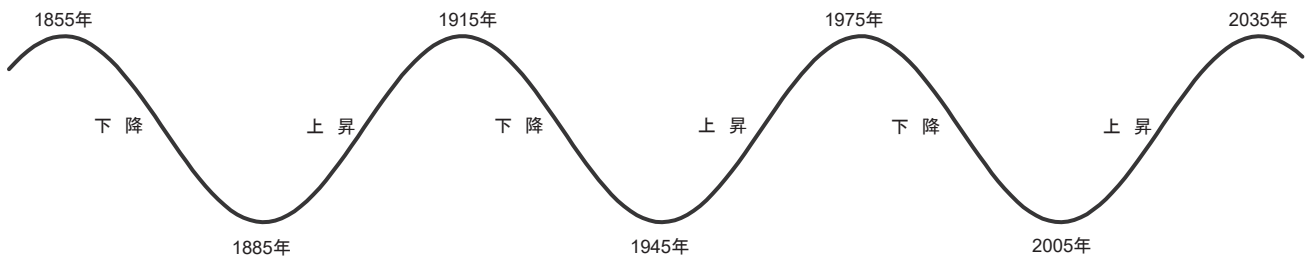
しかし、皆さんがっかりしないでいただきたいのです。公文俊平先生という方が、1998年に「2005年日本浮上」という本を書かれて、その中で、日本のコンドラチェフサイクル、超長期の循環を60年周期で想定しました。

これによると、1855年の幕末から1885年の明治時代にかけては混乱が続き、下降の時代。1915年の第1次世界大戦までは、歴史的勃興期。「坂の上の雲」です。そこから1945年の終戦までは下り坂で、次に戦後復興。1973年に石油ショックがあつて、1975年から流れがまた悪くなり、2005年までが下降局面。しかし、そこから2035年までの30年間は上昇局面だという説を出しました。次の山である2035年ぐらゐまで、コンドラチェフサイクルは上昇するかもしれないということです。

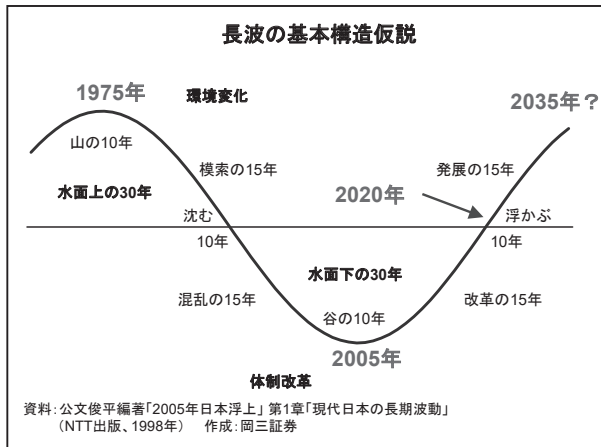
コンドラチェフサイクルは長期金利の動きなどで表したりすることもあり、インフレの波と言つていいと思ひます。2035年、もしくはそれより前かかもしれませんが、2030年代の半ば近くまでは上昇の時代ということになります。インフレの時代、長期金利が上がつてきやすい時代になると予想することができます。

公文先生の本の中には「水面下の30年」という考へがあります。2005年から15年経過する2020年までが分水嶺に達するところで、ちょうどコロナ禍のところだ。そこから浮上していつて、2035年にかけて、長期波動が均衡水

現代日本の長波:基本型



資料:公文俊平編著「2005年日本浮上」第1章「現代日本の長期波動」(NTT出版、1998年) 作成:岡三証券



準を超えた上昇期になるということです。現在はその上昇期に入っているということを考えると、ゴールデン・サイクルはちょっと欠けても、影響はそれほど大きくなくて、流れとしては上がっていくとみることができます。

ただし、例えばアメリカが一旦失速するということになれば、日本も影響を受けますので、特に2026年に少し調整局面があるかもしれないと言っているかと思えます。

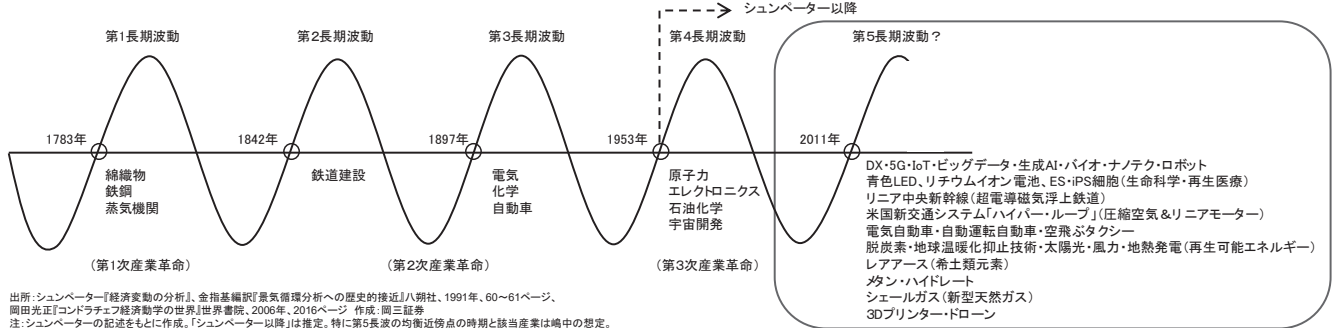
技術革新による「第5期長期波動」も

もうひとつ、シュンペーターのように技術革新、イノベーションによって長期の景気循環を議論する見方によれば、第1の長期波動は1783年

から1842年、綿織物、鉄鋼、蒸気機関によるもの。そして1842年から1897年は鉄道建設の波。そこから1953年までが電気、化学、自動車の時代だろうと言って、シュンペーターは亡くなってしまいます。シュンペーター以降の第4の長期波動は、原子力、エレクトロニクス、石油化学、宇宙開発の時代となりました。

第5の長期波動というのは、東日本大震災があって、エネルギーをどのように賄うかという世界的な議論があって、再生可能エネルギーが出てきたわけで、そこでひとつの革命が起こったといえます。それから生成AIもです。今回、トランプ大統領はAIにお金をたくさん使うということで、ソフトバンクグループの孫正義さんとか、オラクルのラリー・エリソンCEOとか、オープンAIのサム・アルトマンCEOなど、日米の著名投資家の方々を呼んで共同事業計画を立ち上げました。日本円にして78兆円という巨額の資金です。これから何が革新の中心になるかということ、生成AIであり、再生可能エネルギーであり、あるいはリチウムイオン電池であり、いろいろ可能性があるわけです。洋上風力発電も可能性としてはあり得るとは思いますが、まだ何がその革新の中心になるかというのは定まっていはいないところでしょう。

図4. J.A.シュンペーターによる長波年表



世界的に景気は安定か

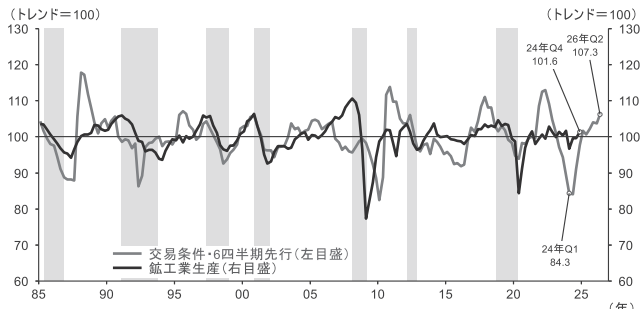
日本は2026年度途中から調整局面へ

2025年度いっぱい、もしくは2026年度の前半ぐらいまで日本の景気は上がる可能性があるかもしれません。

輸出物価を輸入物価で割った「交易条件」というのがありまして、日本の鉱工業生産と1年半ずれてよく合っているのです。交易条件は分母が輸入物価ですから、輸入原材料コストが上がりますと、企業収益が圧迫され、最終的には生産を落とします。単純に言えば、原油価格が上がると、交易条件が悪化して1年半後に生産が落ちるといことです。

原油価格はちょっと最近上がりましたので、2026年度の途中から調整局面が来るかもしれない。交易条件が先導して改善しているので、鉱工業生産は2025年度いっぱいには上がるし、その後もしばらく上がるかもしれませんが、

交易条件と生産の推移(トレンド除去)



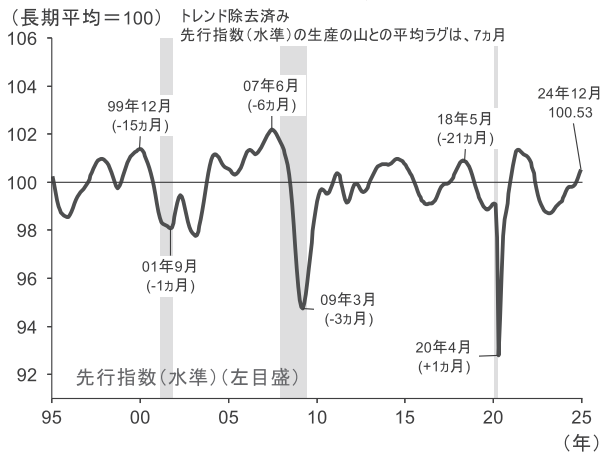
出所: 日本銀行『企業物価指数』、経済産業省『鉱工業生産』、内閣府 作成: 岡三証券
注: トレンドはHPフィルターにより推計

2026年度に調整があるかもしれないという結論になります。

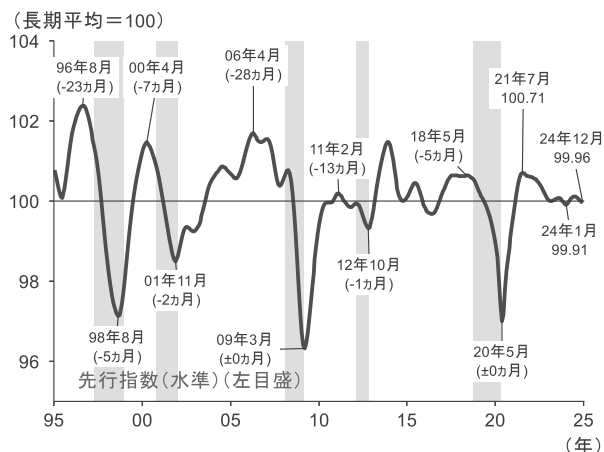
景気先行指数は日本以外好調

日本の景気が短期的には調整局面に入る可能性がある一方で、世界の景気は、悪くなるという人と良くなるという人がいるのですが、私は今年は大丈夫という考え方です。

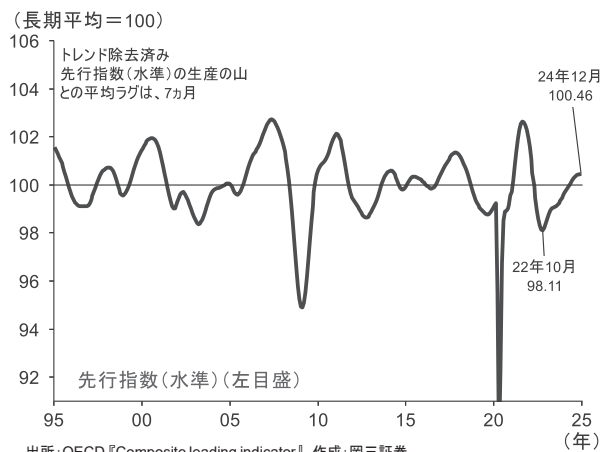
OECD 景気先行指数(米国)



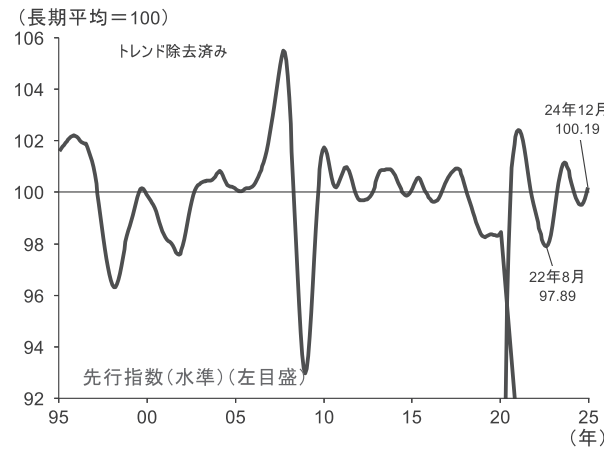
OECD 景気先行指数(日本)



OECD 景気先行指数(独・仏・伊・英)



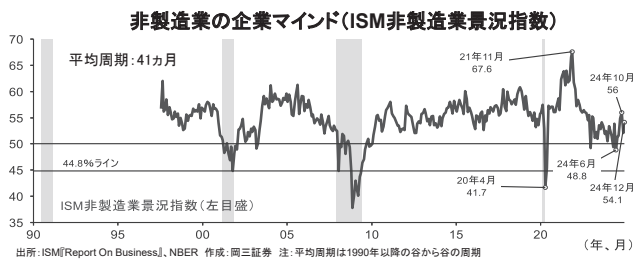
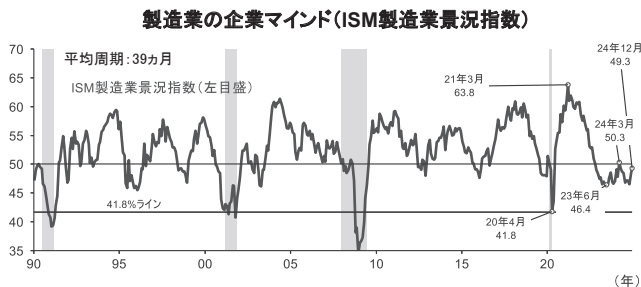
OECD 景気先行指数(中国)



OECD景気先行指数という、OECD事務局が作っている景気先行指数を見ますと、アメリカは100という長期平均を最近上回っておりまして、これから相当景気が良くなってくるというサインが出ています。そして、ドイツ、フランス、イタリア、イギリスの欧州諸国も、意外に先行指数がいい。日本が何かちょっと停滞していますが、自動車の認証不正などいろいろありましたので、これから上がってくると私は見ております。中国はどうかというと、ギザギザしているのですが、意外に方向としては上向いているということで、ヨーロッパ、アメリカ、中国が今年は上がるのではないかと私は考えています。

アメリカ経済はリセッション回避

アメリカが今どういう状態にあるかについて、製造業の動きを見てみます。ISM製造業景況指数を見ますと、ダブルディップをして現在上昇に向かおうとしています。このレベルが41.8%ラインに下がってしまいますと、過去は例外なくリセッションなのですが、今回は46.4までしか下がらなかった。景気調整、あるいは在庫調整はあったけれども、景気後退はないという姿です。そしてW字形になって現在回復しようとしているので、これも先行指標になりますから、今年はアメリカが上がってくるだろうと思われれます。また、ISM非製造業景況指数のレベルは50を上回っていて、12月は

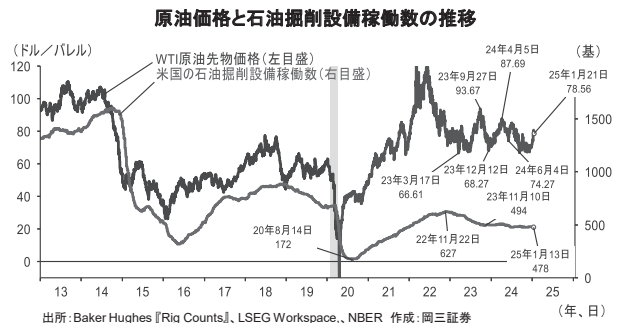


54.1です。44.8まで下がらなければ過去リセッションにはなっていないので、サービス業を中心としてアメリカは元気だろうと思います。

住宅需要につきましては、全米住宅建設業協会の住宅市場指数というのがありますが、ちょっと上がったりがったりしながら、だんだん上がってくる傾向になってきております。長期金利があまり上がると住宅需要は下がってくるので、長期金利次第と言ったことかと思いません。アメリカ景気はやはり、住宅を原動力にする面がありますので、ここがしっかりしていないと崩れやすい。注意して見ていなければいけないかと思いません。

インフレ再燃の懸念

そして、アメリカの原油価格と、石油掘削リグの稼働数を見てみます。トランプ大統領が掘って掘って掘りまくれという政策をとると、掘削設備稼働数が上がってきます。そうすると、今上がってきているWTIの先物指数が下がってくると思われているのですが、よく見ると、どちらかというと、原油価格が上がってくると、掘削設備稼働数が増えてくるようです。しかしトランプ大統領は、掘削を増やせば



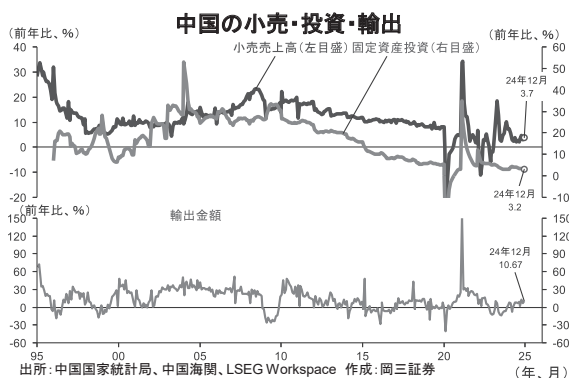
原油価格が下がり、原油価格、エネルギー価格が下がれば、結果的にインフレが収まると考えているようです。

そういうなかで、利下げをする必要がどの程度あるか考えないと、インフレ再燃が懸念されるので注意しないといけない、という議論が結構盛んになってきています。また、アメリカのマネーストックが最近増えてきていますので、その影響が物価に表れてくるとも考えられます。

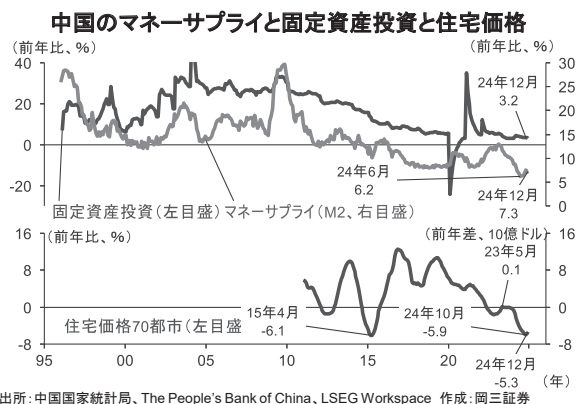
いずれにしても、今年日米で逆方向の金融政策がみられる可能性が高い。これから来年にかけて、おそらく為替はやや円高方向に戻すのではないかと考えております。ただし、円高方向と言いましても、現在の140円台後半から130円台の半ばへとか、そういった緩やかなものを想定しております。

中国経済は金融緩和で底入れの兆し

中国につきましては、2024年は直近の10-12月期に5.4%、通年でも5%の実質GDPの成長を達成しました。中国の輸出金額を見ると、2024年12月はもう前年比10%以上になってきていて、通常ですと非常に喜ばしい状況なのですが、ランプ大統領が関税をぐんと引き上げますと、そのマイナスの影響が出てきかねないのが心配です。自動車の販売、そして粗鋼の生産量も好調です。また、上海の株価、非製造業のPMIもどちらかというと上昇気味であります。



問題は不動産なのですが、中国70都市の住宅価格データがありまして、前年比を見ると、チャイナショックのあった2015年4月に▲6.1%という前年比の落ち込みがありました。今回の不動産不況では、2024年10月に▲5.9%までいきましたが、12月は▲5.3%とマイナス幅が縮まり始めて、底入れし始めているのではないかと私は思っています。底入れの原因がなにかというと、中国がやっている金融緩和です。中国のマネーサプライ、マネーストックも底入れをしてきて、6月に6.2%のプラスだったものが12月は7.3%まで上がってきました。金融緩和はどんな形でやっているかというと、預金準備率をどんどん下げて、貸出プライムレートを下げることで景気を刺激してきていま

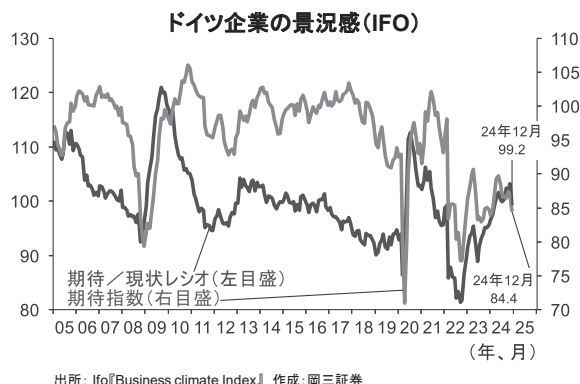


す。その効果がようやく出てきているというふうには思っています。

欧州経済は持ち直し基調

ただ、ヨーロッパについては、ドイツ企業のIFO（イフォー）という研究所があります。そのアンケート調査で企業の状況を見ると、期待指数というのが上がっては下がりという形になっています。もうひとつ、期待・現状レシオという、期待指数を現状レシオで割ったものを見ると、これもちょっと足元は下がっているのですが、レベル感としては、この数年ずっと上がってきたということでもあります。

そういう中で、ドイツの住宅価格が中古住宅を中心にかなり上がっています。ユーロ圏の消費者物価が落ち着いたので、中央銀行は金融緩和をして、マネーが少し底入れしてきたということが大きいのだろうと思います。ヨーロッパについてはいろいろな問題があります。政治的にもかなり厳しいところもありますが、景気の先行指数や、いろんな足元の指標を見ると、そこまで悪くはないのではないかなというふうに思っています。



日本経済は2026年をピークに一旦調整へ

景気敏感指標は底堅い動き

続いて日本ですが、先程言いましたように、先行指数は必ずしもいいとは言いがたい。しかし、生産をはじめとする景気の一致指数見ると底堅い動きとなっており、下げ止まって緩やかに回復しています。

生産について詳しくみると、2024年11月に前月比▲2.2%と落ち込んだのですが、12月の生産計画は2.1%、1月が1.3%と回復方向を歩んでおります。日本経済も比較的しっかりと、まさに緩やかな回復状態を維持できているのではないかと思います。

ここで、ちょっと身近な指標をご紹介したいと思います。中古マンションの価格です。首都圏と近畿圏と中部圏というのがあるのですが、こちらは少し上がってきています。上がればいいということでもないのですが、景気との関係で言えば上がっていった方がいいわけです。

次に、輸出混載貨物の取扱実績。これは航空貨物のエアカーゴで、半導体商品などをアジア向けに輸出しているものが多いのですが、11月にかけて改善が続いておりまして、輸出が増

えています。

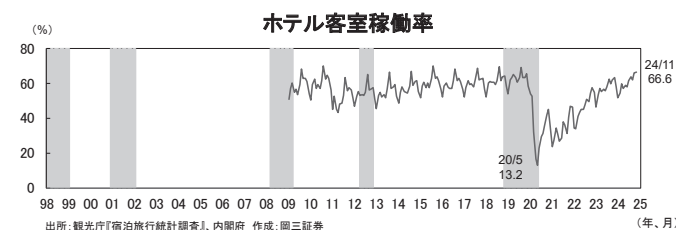
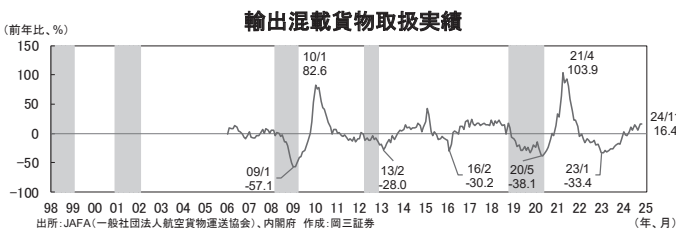
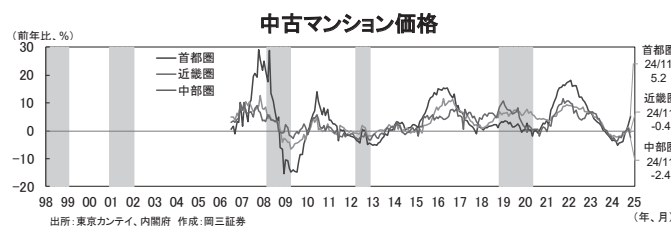
そして、インバウンドによって東京のホテルの客室稼働率がかなり伸びている。ただ、客室稼働率が伸び過ぎると、春節の時期に受験生が東京に行くとビジネスホテルが高くて困ると、そういうマイナス面もあります。しかし、インバウンドが来ていただくのは大変ありがたい面があります。

工作機械の受注は比較的しっかりしてきているかなと思います。中国などの需要が立ち直ってくれば、外需も増えてくるということで、設備投資の先行きはいいと思います。また、世界の半導体販売額は、前年比を見ますと現在は高原状態です。前月比、年率という瞬間風速がこれから下がってまいりますとちょっと問題です。年後半にかけて前年比がピークアウトするかもしれない。半導体サイクルというものがございまして、ちょっと今ピークに差し掛かっているかなと思います。

政策金利は年内に0.75～1.0%に上昇

日銀の話これからいたしますが、消費者物価指数というのは、マネーストックの後を追っている面があります。これでいきますと、マネーストックがかなり減速しましたので、今年はこれから消費者物価の上昇は少し減速するのではないかと思います。その意味では、利上げは比較的早めにやった方がいいと私は思うわけです。賃金動向、物価動向の両方を見ていく中で、春闘が始まって4月になるとはっきりするとか、そんなこと言っているときりがありません。

昨年12月にも、利上げするのではないかと見られていたところを、1月まで持ち越しました。トランプ大統領がどういう政策をするかわからないということもあったと思います。また、GDPの成長率が暦年ではマイナスになるという見方もあり、慎重にしたという面もあります。さらに、昨



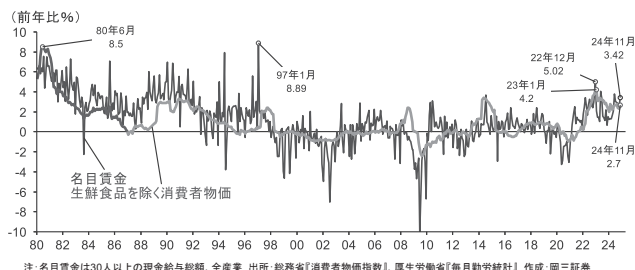
年7月に、植田総裁率いる日銀が利上げをしたところ、ちょうどアメリカの雇用統計が悪化するのと重なって、株価が暴落して、「植田ショック」なんて言われてしまったので、なお慎重になった。

ただ、今年1月の利上げの確率はかなり高いのではないかと思います。これで0.25%上げると0.5%になります。2006、2007年に、福井総裁の時に0.5%まで上げているのですが、0.75%まで上げてのりしろを確保していきたいところだと思います。4月もあり得ますが、7月の参院選が終わってからというのがいい時期かなと。そこで0.75%に引き上げとなるのではないかと思います。そのままマーケットに異変が起こらず、景気もどんどん上がっていくということであれば、10月ごろに、あるいは12月ぐらいに利上げして1.0%になる可能性も十分にあるのですが、私は0.75%ぐらいで今年には止まるかもしれないと思っています。なぜならば、今年はマーケット的にピークの年かなと思っています、実体経済は来年ちょっと調整の時期かもしれないからです。

名目賃金と生鮮食品を除く消費者物価の前年比を見比べてみます。消費者物価が現在2.7%。そして11月の名目賃金は3.42%でありますので、実質賃金が少しプラスになっています。そういういい状況に今なってきています。春闘もしっかり賃上げするという展望が得られれば、利上げをするということではないかと。ここで終わりということではないと私は思っております。

つまり景気の転換点が近いということで、早めに利上げした方がいい。転換点が近いと思っていない人が多いものですから、そのままやっていけるのではないかとという意見も今多いので

生鮮食品を除く消費者物価と名目賃金の推移



はないかと思いますが、私は今年が一つのピークだろうと思っています。

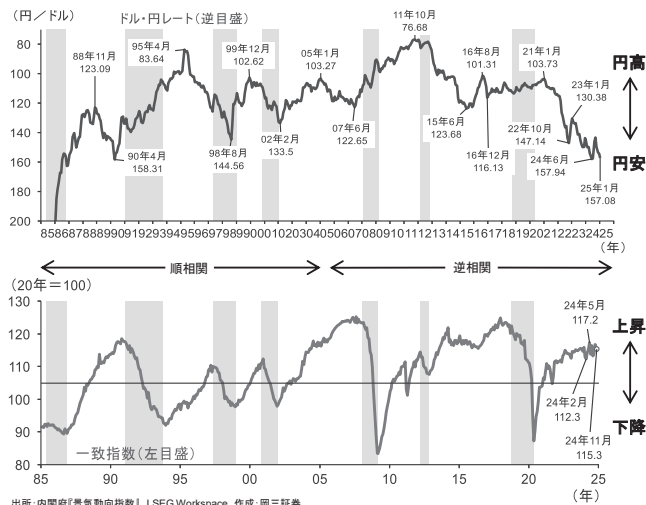
為替は今年後半には円高方向へ

為替につきましては、日銀が金利を上げて、長期金利も上がってきて、アメリカの方が比較的下がる方向です。すると、為替レートは円高方向にいくということになります。これからしばらくは、また1ドル=160円くらいの円安水準は十分あり得るのですが、流れとしては、今年の後半あたりにはタイムラグを伴って為替が円高方向へいくだろうと考えています。

貿易収支について見ると、今デジタル赤字というのもある、日本の貿易収支は赤字なのですが、方向としては赤字幅が縮まって黒字に向かっている。ということは、今年後半以降円高方向に向かっている可能性があります。

円高だから悪いかということそうではなくて、1985年のプラザ合意から2005年までの20年間は、景気動向指数のCI一致指数は大体円高になると良くなって、円安になると悪くなっていたのです。ところが、2005年からリーマン

ドル・円レート(月中平均値)、CI一致指数の推移



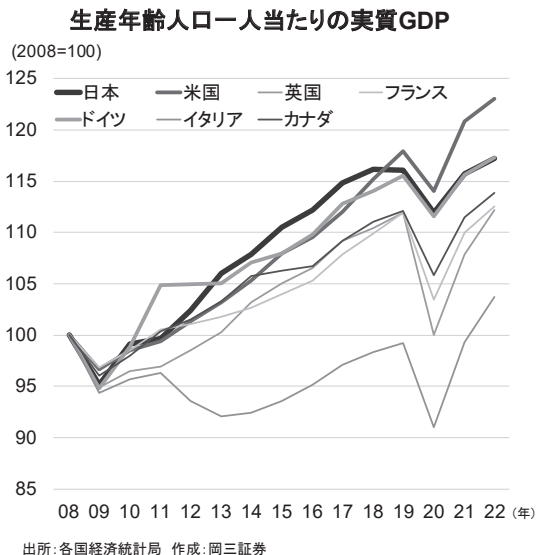
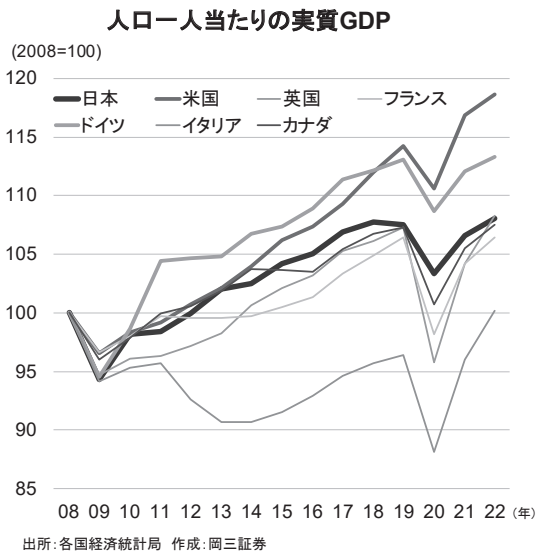
ショックを経て、現在まで逆になっていて、円安になると景気が良くなり、円高になると景気が悪くなるという風になっている。こういう癖は20年ぐらいするとシフトする可能性があるもので、円安だから良くて、円高だから悪いということではありません。

また、日本のマネタリーベースと、アメリカ

のバランスシート、それぞれお金の量を表すのですが、これを見るとアメリカの方がまだお金の量が前年比で少ない形になっていますので、日本がマネーを引き締めて、アメリカが緩和して逆転するということになる、為替が円安から円高に変わるサインになるのではないかと思います。

構造変化への姿勢が重要

最後になりますが、日本経済が弱くなったということが言われております。日本の世界のGDPに対する比率を名目GDP比で見ると、1994年には17.82%ありました。そのときアメリカが25%ぐらいだったのですが、アメリカは日本をライバル視して蹴落としてきました。



日本はどんどんどんどん転がり落ちて、2024年は3.8%まで低下しております。そしてアメリカは現在26%です。中国は2021年に18%ぐらいで、1994年の日本と同じくらいになったのですが、アメリカにライバル視されて、ちょっと落ち始めている。日本は若干円高になると、この名目GDPのシェアも上がってくるということになります。

日本は、生産年齢人口一人当たりの実質GDPを見ると、実はG7諸国の中では2番目になっています。少子高齢化が進んでしまったということで、人口一人当たりだと3番目なのですけれども、生産年齢人口一人当たりの実質GDPでみると上がってくる。ですから、昔は名目GDPで見ていたのを実質GDPにしたのと同じように、生産年齢人口一人当たりの実質GDPで見ると、日本の本来の実力は割とある、というような見方も可能でしょう。

ただし、日本経済が構造変化をしていかなければいけない点は、例えばアメリカでは株式投資信託が家計の金融資産の43%あるのに対して、日本は18%。現預金が日本は51.2%で、アメリカは14.7%となっている。アメリカになれというわけではありませんが、少しその比率を変えてみてはどうか。岸田総理の時代に既に新型NISAなど、一生懸命資産運用に取り組むことを国民に提示して、少し変わってまいりましたが、それがこれからの時代の流れなのではないかと思います。

今年はゴールデン・サイクルの最終年であって、ちょっとピークアウトするかもしれませんが、調整はさほどでなくて、最終的に2030年代に向かったコンドラチェフサイクルの上昇が望めます。決して諦める必要はありません。チャンスをもたせて、イノベーションをやっていく姿勢というのが大事だと思います。ということで、私の本日の山形銀行の新春経済講演会でのお話とさせていただきたいと思います。ご清聴ありがとうございました。

2025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)



山形銀行 調査特報 (2025年 3月号)

発行日 2025年 3月28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

