

設備投資循環が上向き日本経済

～拡張優勢期にゴールデン・サイクルが重なる～

岡三証券エグゼクティブエコノミスト・白鷗大学経営学部教授

嶋中 雄二



1. 設備投資ブームが起きている

企業の設備投資が好調である。2023年10-12月期の法人企業統計では、ソフトウェアを含む設備投資（金融・保険業を除く）が、季節調整済みの前期比で10.4%も伸びた。自動車や半導体関連の生産体制強化や非製造業のソフトウェア投資が押し上げた。また、24年1-3月期の法人企業景気予測調査によれば、23年度の法人企業の設備投資額は、前年比9.3%増と堅調であった。自動車・同部品製造業

が同14.9%増となり、新製品生産のための装置や電気自動車（EV）関連投資が押し上げた。

こうした中で、直近の設備投資の主役は、何と言っても、日米欧の経済安全保障体制構築の流れに乗って、熊本県に進出した半導体世界大手の台湾積体回路製造（TSMC）の第1工場の順調な立ち上げ（24年10-12月期から量産開始）であろう。加えて、TSMCは、その第1工場を投資規模で上回る第2工場（27年稼働予定）の建設も既に24年2月に発表しており、これを受ける形で、日本の半導体素材・材料メーカーも相次いで投資を急いでいる。北海道・岐阜・栃木・山形の各道県でも投資ブームが起き始めているようだ。

「産業のコメ」と称される半導体の特に先端部品は、スマホや自動車、軍需、宇宙開発、データセンター、金融機関の決済システム、医療機器等々の幅広い技術分野で使われるため、大変裾野が広い。またTSMC自身についても、新たにAI（人工知能）向け半導体生産の後工

〈目次〉

1. 設備投資ブームが起きている
2. 20%を目指して上向き設備投資比率
3. 拡張優勢期は2027年1-3月期まで
4. ゴールデン・サイクルとは何か
5. ゴールデン・サイクルとメジャー景気下の株価と家計

程を日本に設置することを検討していると報道されるなど、大いに期待が高まっている。

その他にも、「2024年問題」を抱えるトラック、タクシー等運輸業やコロナ前の活況を取り戻したインバウンドに関わる宿泊・観光業界等を中心に、人手不足を補い、生産性を上げるための設備投資意欲（ロボット化、自動運転を含め）は根強い。2025年の大阪・関西万博の開催を控え、特に大都市圏での五つ星級の高級ホテルの建設ラッシュも、資材価格の高騰が抑制する面もあるが、依然活発なようだ。開通が27年以降とされてきた東京・名古屋間のリニア中央新幹線の建設工事は、大幅に遅れそうだが、進展中ではある。

コロナ禍以降、リモートワークの活用が高まり、出社率が低下するとともに、オフィスのフリーアドレス化等による減床圧力は強い。ただ、それも米国ほどではないようだ。最近では出社率も持ち直し、DX（デジタル・トランスフォーメーション）化やGX（グリーン・トランスフォーメーション）化を踏まえた都市の再開発ブームは、なお勢いを保っている。総じて見れば、今日本では、機械と建物を併せ、中長期の大きな設備投資ブームが起きていると言って良いのではないかと。

■ 2. 20%を目指して上向く設備投資比率

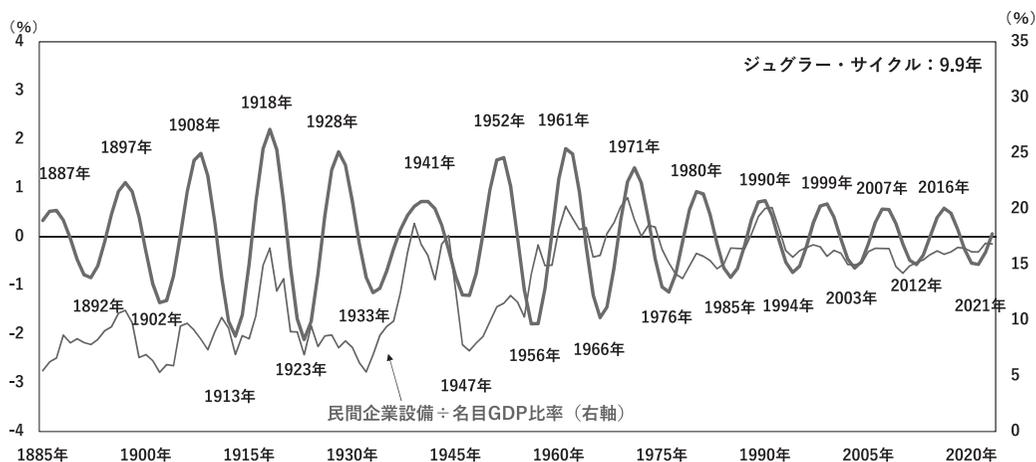
では、現在の日本経済の中期循環（設備投資循環）上の局面は、どのような位置にある

と言えるのか。中期循環のリズムは、戦前・戦後を通じて、日本経済においては、現在に至るまで、ほぼ10年前後と変わっていない。明治時代の1885年以降の時系列データを、三角関数で示される周期変動に分解するバンドパス・フィルター（フーリエ解析）という統計的手法によって分解すると、8～12年の周波数帯では、9.9年の基調変動が抽出され、ほぼ10年周期の循環が見て取れる（図1）。

ただ、名目設備投資比率による中期循環は、石油危機やバブル崩壊、リーマン・ショックなど様々な外的ショックに見舞われたこともあって、山では20%を目処とした上下動を、必ずしも、いつでも明快な形で繰り返しているわけではない。岩戸景気の山と重なった1961年の設備投資比率の山は20.2%となった後に65年まで低下し、その後のいざなぎ景気と共に、1970年には21%まで上昇した同比率は2度の石油危機により乱れて、1980年の山は16%とかなり低く、目立たない形になった。

逆に84年頃からの上昇傾向はバブルの波に乗って91年の20.1%まで上昇したが、その後は金融危機もあり、98年頃までずると下がり、次の2000年の山は16.3%、またいざなぎ景気時の06年のゼロ金利解除の際における設備投資比率の山も16.5%と、かなり低いものとなった。08年のリーマン・ショック後、東日本大震災を経て、2012年の震災復興・アベノミクス景気以降は、トレンド的な上昇となり、脱コロナの22、23年はほぼ17%まで上昇してきたが、私は今回の上昇局面はまだ山

(図1) ジュグラー・サイクルと民間企業設備の名目GDP比率



(出所) 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。中期：ジュグラー・サイクルの周期9.9年は8～12年の波からバンドパス・フィルターより抽出

を迎えておらず、最終的に設備投資比率が再び20%程度まで上昇してもおかしくないのではないかと考えている。

■ 3. 拡張優勢期は2027年1 - 3月期まで

その理由の第1は、私が見出した「拡張優劣の法則」と銘打った、景気の拡張期間が優勢な(多い)時期と劣勢な(少ない)時期とが9.5年周期で繰り返すというリズムにある。戦後1951年4 - 6月期以降73年間にわたる9.5年周期の厳格かつ、過去は1回も例外がなく繰り返してきた規則的なリズムが、2022年7 - 9月期から27年1 - 3月期までの4.75年間については景気拡張が優勢な時期に当たって

るのだ。これは設備投資循環とも、ほぼ同期しており、しかも27年初までの中期的な好景気の基調維持を示唆しているように見える。

内閣府の景気基準日付(四半期ベース)を基にすると、4.75年毎に拡張優勢期と拡張劣勢期が、規則的に交互に繰り返している。過去の拡張優勢期を見ると、以下の通りである。

- ①神武・岩戸景気時(1956年1 - 3月期～60年7 - 9月期)、
- ②いざなぎ景気時(65年7 - 9月期～70年1 - 3月期)、
- ③第1次石油危機からの回復時(75年1 - 3月期～79年7 - 9月期)、
- ④バブル景気時(84年7 - 9月期～89年1 - 3月期)、
- ⑤阪神淡路大震災・消費税引き上げ時(94年1 - 3月期～98年7 - 9月期)、
- ⑥いざなみ景気時(03年7 - 9月期～08年1 - 3月期)、
- ⑦アベノミクス景

気時（13年1 - 3月期～17年7 - 9月期）、の7回である（図2）。

■ 4. ゴールデン・サイクルとは何か

第2の理由は、「ゴールデン・サイクル」である。後述の通り、現在の日本経済は、設備投資の対名目GDP比率のトレンド偏差を、バンドパス・フィルタで周期解析して導き出した、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）の4つの景気循環のすべてが上昇で重なるゴールデン・サイクルの局面に位置しているとみられる。

ゴールデン・サイクルは、私が2006年に刊行した同名の著書の中で初めて展開した概念で、もとは、偉大な経済学者J.A.シュンペーターによる、次の言葉にインスピレーションを受けて考案したものである。

すなわち、「1930年はひどい沈滞の年となった。なぜであろうか。それはわれわれが、これまでに区別しえたすべての循環が下り坂にあり、相互に強く影響しあうからである。これに対して、かりに1つの循環だけが沈滞局面を示していて、他の循環は上昇していたとするなら、影響は相互に中和される傾向をもつであろう。すべての波動が下落したなら、大きな谷となり、それらすべてが上昇すれば、大きな山となる」（J.A.シュンペーター『景気循環分析への歴史的接近』金指基編訳、八

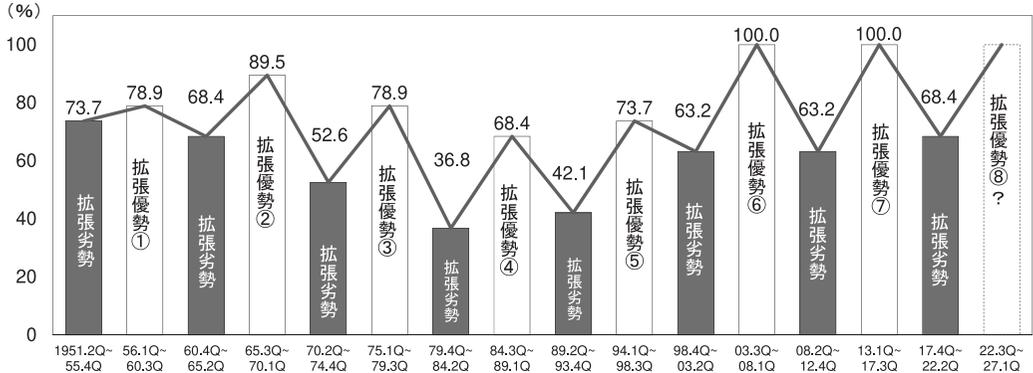
朔社、1991年、10ページ）。

私は、この、シュンペーターが1931年に東京帝国大学等での講演で披露し、後の『景気循環論』（1939年）で本格的に展開した、景気循環の「3循環図式」（コンドラチェフ、ジュグラー、キッチンの3つによる）を用いての1930年代の大不況の説明に対しても、他の時代に起きてきた3つの循環の同時上昇に伴う「大きな山」の説明に対しても、同程度の大きな興味を抱かざるを得ない（図3）。

A.ハンセンが米国の1930年代の大不況を説明するために援用したクズネッツ・サイクル（長期循環ないしは建設投資循環）をも含めた、4つの景気循環の同時上昇局面としての「大きな山」を、私は「黄金循環（ゴールデン・サイクル）」と命名するに至った。

ゴールデン・サイクルは、いわゆる「ゴールデン・クロス」とは異なり、株式の買いのサインそのものではない。ただ、だからと言って、株価の上昇と何ら関係ないかと言うと、実は決してそうではない。それは、株価が代表的な景気の先行指標であると同時に、企業収益を通じて設備投資と密接に結びついているためである。実際に、日本の企業の株式時価総額は、ほぼ1年のタイムラグを介して、設備投資（対名目GDP比率）と、正の相関関係にあることが確認できる。既に24年2月に一旦史上初の4万円を上回り、3月には日銀のゼロ金利解除にもかかわらず、一時は4万1千円台まで上昇した日経平均株価の状況に鑑みれば、今後の設備投資比率の上昇にもな

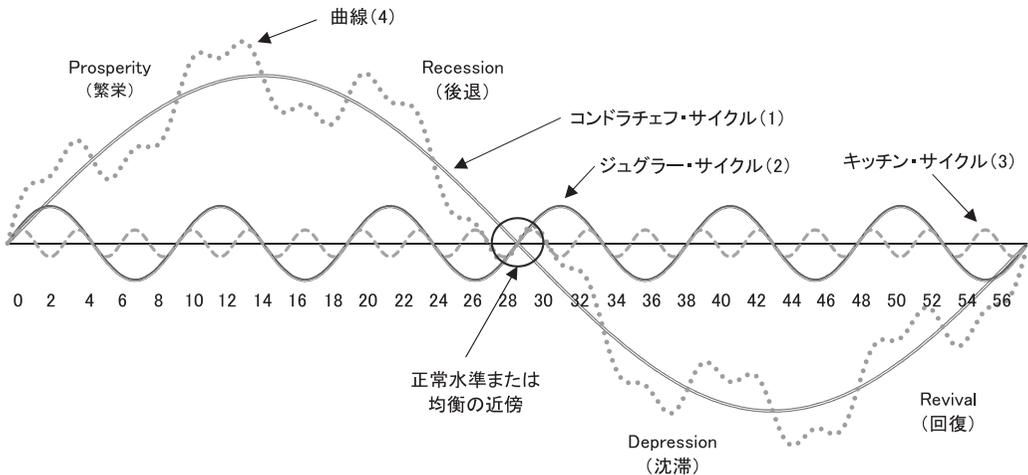
(図2) 景気の拡張期間で見た中期循環 ～「拡張優劣の法則」～



(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』

- (注) 1. 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2つの棒グラフは、すべて嶋中の予測。
 2. 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(19四半期)ずつで「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。

(図3) シュンペーターの三循環図式



(注) 曲線1は長期波動、曲線2は中期循環、曲線3は短期循環、また曲線4は1～3の和を表す。正常水準または均衡の近傍は、長期波動の物。局面やサイクル名の表示は嶋中が挿入。

(出所) Schumpeter, J.A., Business Cycles, vol. 1, McGraw-Hill Book Company, INC. New York and London, 1939, P.213, CHART I. (邦訳)「景気循環論Ⅰ」吉田昇三監修、金融経済研究所訳、有斐閣、317ページ第1図を引用

お期待できると言えよう（図表4）。

ただ、ゴールデン・サイクルが、その名の通りの大きな繁栄の山となるためには、やはり実質経済成長率の盛り上がりを実感されることが必要だろう。まず、ジュグラー・サイクルを代表する中期的な設備投資比率の循環が上昇する時、基本的には実質GDP成長率は上昇していることが確認できる（図5）。

しかし、名目設備投資比率と実質GDP成長率との関係は、バブル崩壊後の1990年代以降は、成長率の低下トレンドの発生により過去の相関関係が少し崩れた感もある。

これは、産業構造の高度化に伴って、徐々に資本ストックをGDPで割った（平均）資本係数が上昇していることも関係していよう。ただ、設備投資比率が上昇して資本投入量が相対的に多くなれば、その目的でもある（全要素）生産性の上昇にもつながると考えられる。また実際にそうなっているからこそ、結果的に、基調として見れば、経済成長率は設備投資比率と連動して動く傾向となるのだろう。

■ 5. ゴールデン・サイクルとメジャー景気下の株価と家計

ところで、株価の上昇を常に伴ってくる現象として、ゴールデン・サイクルが定義できるとすれば、これを成長力の鍵を握る投資の上向き傾向を示唆するサインとして認識することも可能である。

そこで、まず日本経済におけるゴールデン・

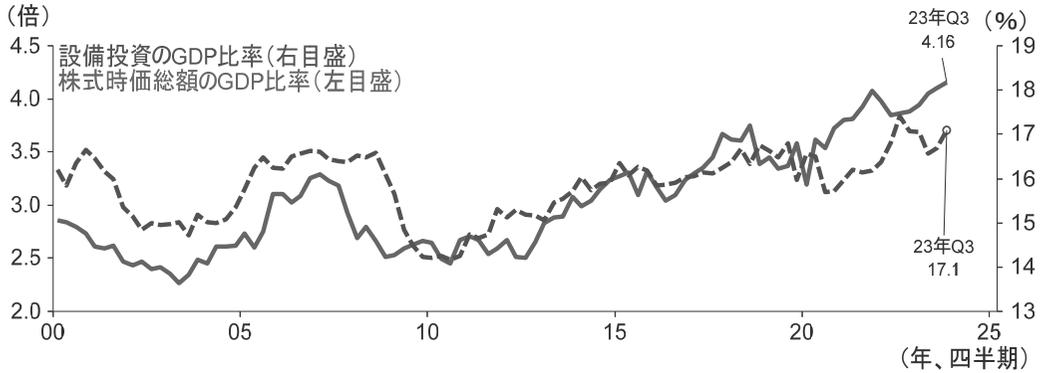
サイクル現象の発生と株式市場との関係を見てみよう。上述したような、短期・中期・長期・超長期の景気循環がすべて上昇で重なるゴールデン・サイクル現象の発生は、明治時代以降、戦前・戦後を通じて、今日まで計7回あった（図6）。

すなわち、①資本主義の勃興期の中にあつた1887年、②日露戦争期の1904～06年、③サンフランシスコ講和条約締結直後の1951～52年、④岩戸景気時の1960年、⑤いざなぎ景気時の1967～69年、⑥アベノミクス開始時の2013年、⑦脱コロナ期（現在）の2023～25年、の7回である。このうち、戦後の5回について日経平均の上昇・下降との関係を見てみると、実に5回すべてで、日経平均の上昇傾向が見て取れる（表1）。要するに、ゴールデン・サイクルは、日本経済において、株価の上昇と密接に結びついた現象であることが理解できるのだ。

但し、ゴールデン・サイクルの場合、一番短い短期循環と最も長い超長期循環についても同時上昇が必要となるが、日本経済の中軸の循環である中期循環（ジュグラー・サイクルないし設備投資循環）と長期循環（クズネッツ・サイクルないし建設投資循環）の2つだけでも、その同時上昇局面が株価の上昇と結びつきやすいことは、容易に理解できよう。

実は、私が「ブロンズ・サイクルII」あるいは「メジャー景気」と呼ぶ中期・長期循環の同時上昇局面には、超長期循環（コンドラチェフ・サイクル）の下降によりゴールデン・サイクルには含まれていない、バブル経済期

(図4) 日本の株式時価総額のGDP比率と名目設備投資のGDP比率



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

(図5) 戦後の設備投資比率と実質GDP成長率



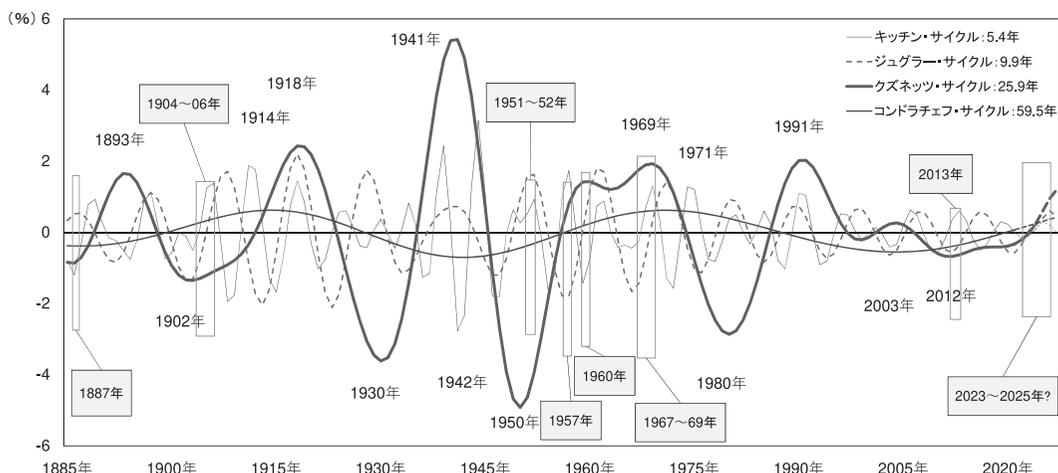
(出所) 内閣府「国民経済計算 (GDP統計)」 *データは暦年

(1986~1990年) も含まれており、それ故、このメジャー景気の発生は、戦前3回、戦後6回の計9回と、回数も多い(図8)。

戦後6回のメジャー景気(中期・長期循環

の同時上昇局面)について見てみると、いずれも勢いよく日経平均が上昇していることがわかる(表2)。メジャー景気は、長期循環の周期から、25年まで上昇が続くとみられる。

(図6) 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)、同『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)、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：コンドラチエフ・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。

(表1) 期間中の日経平均(月中平均値、実数)の変化率

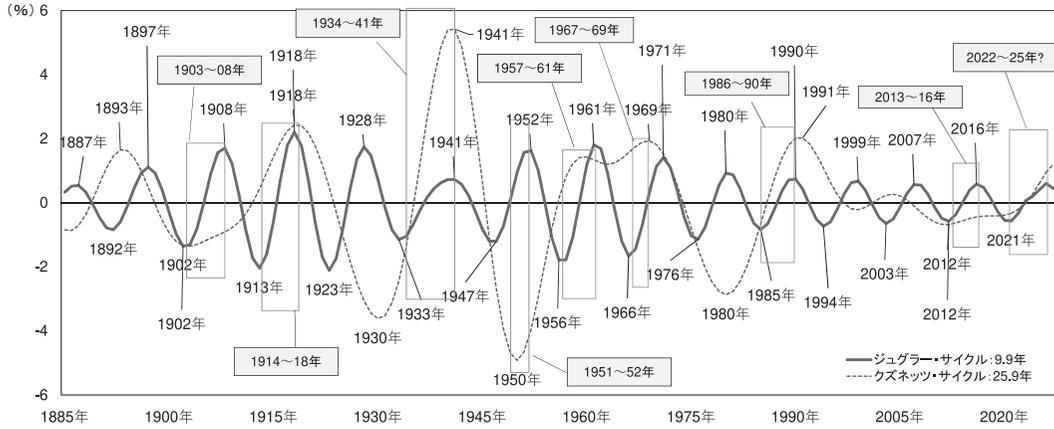
(1)1951年1月～1952年12月	232%
(2)1960年1月～12月	41%
(3)1967年1月～1969年12月	57%
(4)2013年1月～12月	47%
(5)2022年1月～2024年2月	35%

(出所) 日本経済新聞作成 作成：岡三証券

そこで、問題となるのは、株価が上昇し設備投資が増える中で、少なくとも近年までの「失われた30年」において発生した2つのメジャー景気(①2013～16年、②21～23年で計算)

には、期間の長さがまちまちとは言え、戦後4回の局面ですべて平均で二桁伸びていた実質GDPが、僅か4ないし3%しか伸びなかったことである(表3)。

(図7) 日本の長期・中期循環(「メジャー景気」)



(出所) 嶋中雄二『第3の超景気』日本経済新聞出版社(2018年)、同『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)、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。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年は各々8~12年、12~40年の波からバンドパス・フィルターより抽出。

(表2) 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)1957年1月~1961年12月	133%
(3)1967年1月~1969年12月	57%
(4)1986年1月~1990年12月	83%
(5)2013年1月~2016年12月	78%
(6)2021年1月~2024年2月	35%

(出所) 日本経済新聞作成 作成: 岡三証券

これには、人口減少の影響も無視できないが、設備投資の実質GDPの押し上げに資する乗数の低下に加え、企業収益が賃上げに十分結びつかないことによる個人消費の底上げ

の不足が響いていると考えられる。幸い、後者については、23, 24年度の春闘賃上げ率の大幅上昇により、ある程度解決の目処が付き始めてきた。

(表 3) 期間中の実質GDPの変化率

(1)1951年1Q～1952年2Q	15%
(2)1957年1Q～1961年4Q	59%
(3)1967年1Q～1969年4Q	37%
(4)1986年1Q～1990年4Q	26%
(5)2013年1Q～2016年4Q	4%
(6)2021年1Q～2023年4Q	3%

(出所) 内閣府『GDP統計』、大川司・篠原三代平・梅村又次監修『長期経済統計』

(注) (1)は暦年の値

しかし、さらに大きな問題がある。それは、日本の家計の極端なリスク回避姿勢からの銀行預金・現金指向である。早くから「日経平均4万円時代」を説いてきた武者リサーチの武者陵司代表が、適切にも指摘しているように、「日本の家計は運用可能金融資産1508兆円のうち73%の1107兆円を銀行預金・現金に滞留させ、株式、投信には21%しか振り向けていない。これに対して米国の家計は運用可能資産82兆ドルの内72%を株式・投信に振り向け、現預金の比率は18%にとどまっている」(【武者リサーチ】ストラテジーブレティン(349号) 2024年2月5日付、3ページより引用)。

岸田政権は、当初から資産運用立国を掲げ、安倍政権の「Buy My Abenomics」に続く「Invest In Kishida」の標語と共に、外国人投資家に日本買いを幅広く呼び掛け、

また国内では新型NISAの実現に漕ぎ着けるなど、資産運用改革面で多くの成果を上げているが、まだ日本の家計の運用構造を米国型へと反転させるには至っていない。

政府には是非とも、株式投資と企業収益、そして設備投資の拡大が、正当に経済全体を潤すような制度改革への努力を不断に続けていただきたい。そして、中長期的な循環の上昇局面からの果実をとりわけ家計が十分に受け取れるように、さらに力強く、経済政策の采配を振るっていただきたいものである。

