

# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

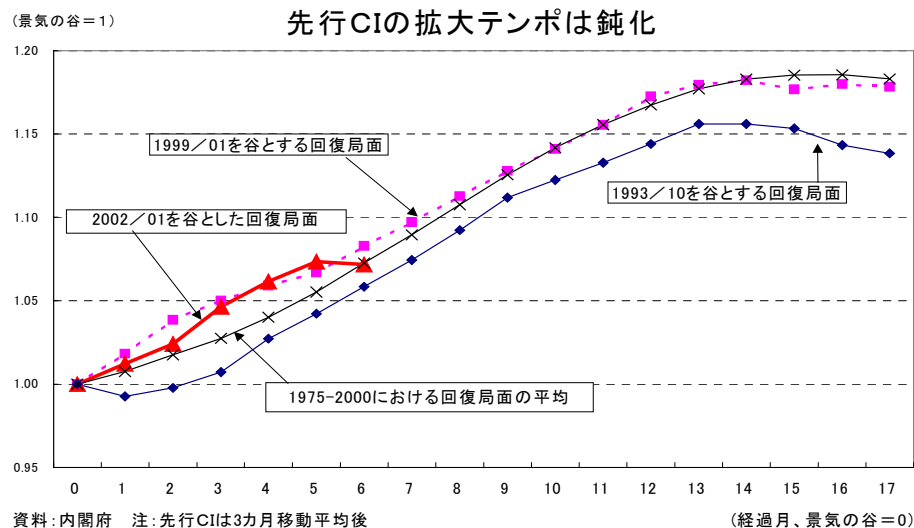
## 高まる景気後退懸念 - 先行C Iから探る次の景気の山 -

<今週の焦点：高まる景気後退懸念 - 先行C Iから探る次の景気の山 - >

1. 今回の景気回復は過去の回復局面を上回るテンポで拡大したが、足元では輸出、生産の増加ペースにも停滞感が見られ、景気回復ペースには鈍化の兆しが表れ始めている。
2. 不良債権処理に伴う不安の高まりや、株安の進行等により景気の下振れリスクは増してきており、景気の先行きに対する懸念が高まってきた。
3. もし先行C Iが早々に減少基調に転じる様であれば、過去の経験則から次の景気の山は来年度の中頃、早ければ初め頃となる可能性も顕在化してきた。

<月次GDP>

- ・ 8月の月次GDPは設備投資の急増等から民需が大きく伸びたため、前月比 1.5%となった。9月はその反動により前月比 1.4%と見込まれる。



研究員 篠原 哲(しのはら さとし) (03)3597-8046 shino@nli-research.co.jp  
 副主任研究員 齋藤 太郎(さいとう たろう) (03)3597-8416 tsaito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405  
 ホームページアドレス：http://www.nli-research.co.jp/

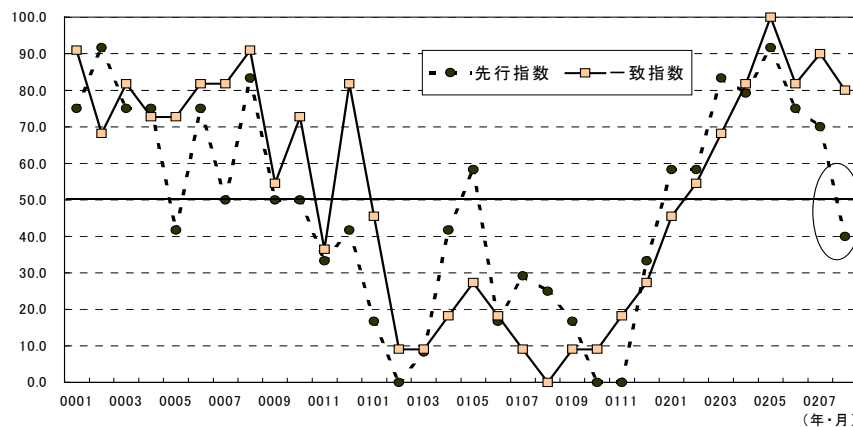
## < 高まる景気後退懸念 - 先行C Iから探る次の景気の山 - >

(担当：篠原)

### 一致指数でみる景気の現状

10月18日に発表された内閣府景気動向指数によれば、8月のD I（改定値）は、先行指数：40.0%、一致指数：80.0%、遅行指数：50.0%となり、足元の景気動向を表わす一致D Iは景気の転換点となる50%を上回り、引き続き景気が拡大基調にあることを示している。しかし、一致指数に数ヶ月先行するとされる先行D Iは50%を下回り、景気の先行きには不透明感が漂い始めたことが示唆される結果となった。

景気動向指数の動き

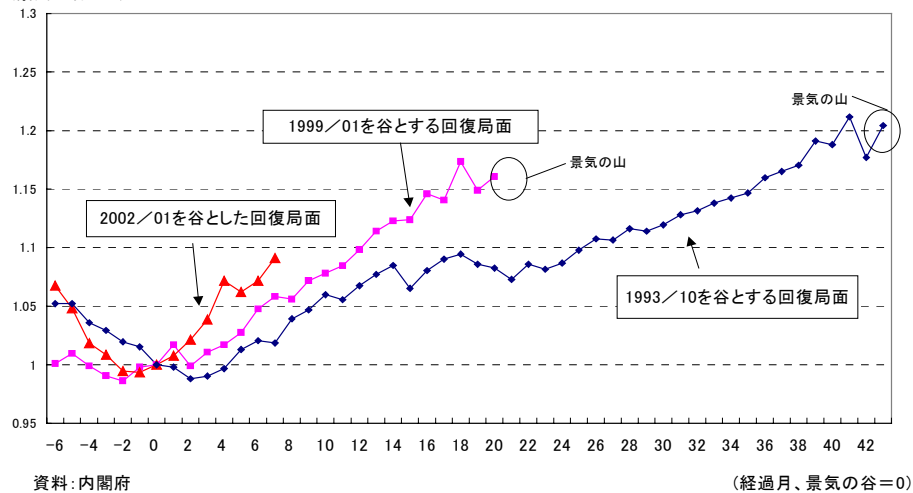


景気動向指数を用いた景気判断において、一般に利用されるのはディフュージョン・インデックス（D I）である。一致D Iからは現在の景気は拡大基調にあることが示唆されているが、D Iはあくまで景気の変化方向のみを示すものであり、そこからは景気の水準や変動の大きさを判断することはできない。そこでD Iと同じタイミングで内閣府より公表され、景気の量感（変動の大きさ、スピード）を把握することができるコンポジット・インデックス（C I）を用いて、景気の現状と先行きを概観してみる。

(今回の回復テンポは過去2回の回復局面を上回る)

景気の谷を2002年1月として、一致C Iの動きを、過去の景気回復局面と比較してみた。そこからは今回の回復局面は、90年代における過去2回の回復局面（1999年1月を谷とする局面、1993年10月を谷とする局面）を上回るテンポで景気の拡大が進んでいると判断できる。

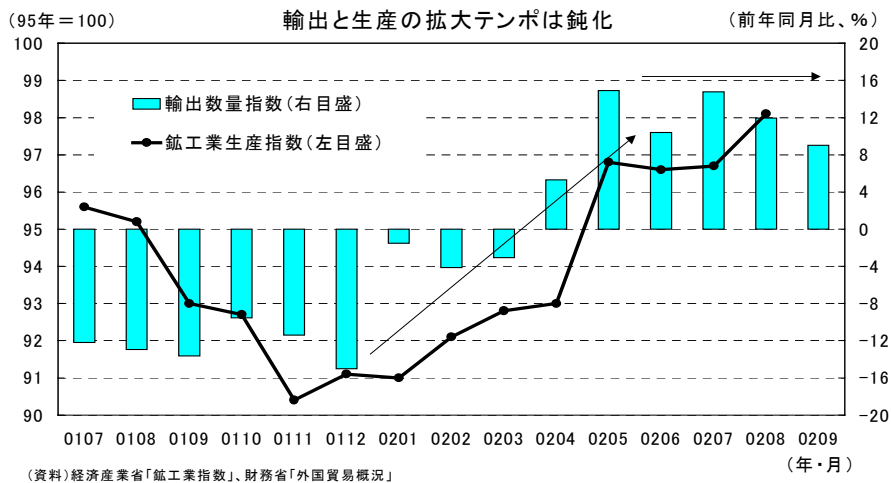
(景気の谷=1) 景気の谷からの一致CIの動き～過去に比べ早いテンポでの回復～



(急テンポの拡大の要因)

一致CIからは急テンポな景気回復が示唆されているが、それをもたらした要因としては、昨年末からの急激な輸出の増加と在庫調整の一巡に伴う、生産の急回復をあげることができよう。鉱工業生産指数の2002年1月から8月までの7ヶ月間における平均上昇率は1.1%であり、前回の谷である1999年1月と、前々回の谷である1993年10月からの7ヶ月間の平均上昇率0.5%、0.2%をそれぞれ大きく上回っている。

ただし足元では、アメリカ経済の先行き懸念が高まりつつあり、輸出の拡大ペースにも鈍化の傾向が現れてきた。その影響により鉱工業生産も、輸出を背景に拡大してきた電気機械や輸送機械等を中心に増加基調に一服感がみられる。これまで景気を牽引してきた輸出と生産に陰りがみえてきたことから、景気の拡大テンポには鈍化の兆しが現れ始めてきた。



## 先行指数から漂う先行き懸念

(8ヶ月ぶりに50%を下回った先行DI)

景気の現状はその拡大テンポに鈍化の兆しが見え始めているが、先行きに関しても米国経済の失速懸念、10月以降の不良債権処理に伴う企業倒産や失業の増加に対する不安の増大、株安の進行等により、景気後退局面入りに対する懸念は急速に高まっている。そこで景気動向指数のうち、景気に数ヶ月先行するとされる先行指数に目を向けてみると、8月の先行DIは40.0%と景気の転換点を示す50%を8ヶ月ぶりに下回っており、統計上にも景気の先行きに対する不透明感が現れ始めている。

DIは各指標の月ごとの変動(ぶれ)に左右され易いため、今回の結果のみで後退局面を示唆すると判断するのは早急である。しかし、その一方で先行指数からは、着実に景気の先行きに対する不透明感が増していることがみられる。

今回の景気回復は外需依存の回復であり、輸出や生産の拡大が設備投資等の内需に波及していくことが期待されているが、一方で早々に輸出が頭打ちとなるようであれば、内需が回復する前に景気が後退局面入りしてしまうことも危惧されている。そのなかで、設備投資はその先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)が、8月に前月比13.6%と大幅なマイナスに転じた。また足元では、株価下落、不良債権処理を巡る倒産・失業に対する不安の増加、それに伴う消費の停滞も懸念されており、この影響は東証株価指数(前年比)や消費者態度指数等の弱い動きとして顕在化してくるだろう。このような、先行き懸念の高まりとともに、今後の先行DIは50%ラインを前後した不安定な動きが強まると考えられよう。

(先行CIはすでに踊り場か)

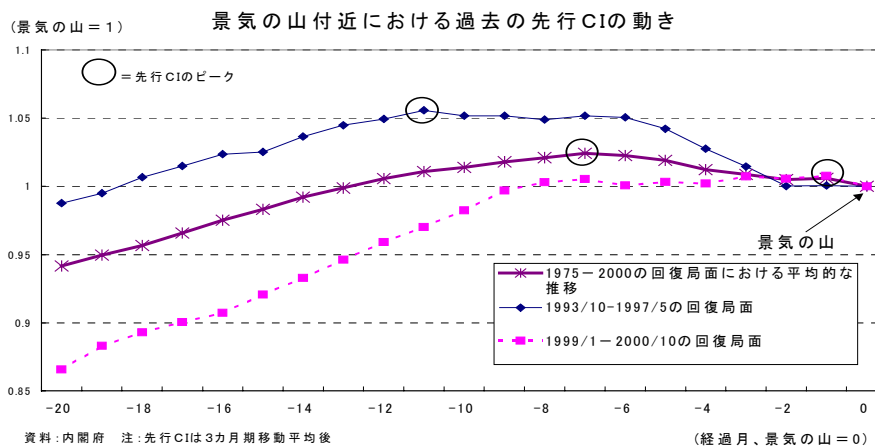
先行DIには不安定な動きが見え始めているが、先に述べたようにDIはあくまで変化方向のみを示すものであるため、現在の先行指数がどの程度のテンポや規模で変動しているかを判断するには、先と同様にCIの動きを見る必要がある。

今回の回復局面における先行CIの推移を、過去の景気回復局面における先行CIと比較してみると、回復の初期においての拡大テンポは過去の平均を上回るものであったと判断できるが、足元でテンポは鈍化している。過去のCIには、当初拡大を続けた後、平均的に景気の谷から1年ほどで上昇基調がピークアウトするという傾向がみられるが、今回のペース鈍化の時期はそれよりも早い。今後CIがピークをうち減少に転じていくようであれば、それは早々の景気後退局面入りを示唆するものと捉えられよう。CIのピークの時期については、来月以降の結果も踏まえて慎重に判断していく必要があるが、先で見たように先行指標の動きには不透明感が増してきており、近々CIの上昇基調がピークアウトする可能性が高まっていることは否定できないだろう。

(先行CIから探る次の山)

先行CIからは拡大テンポの鈍化が顕著になっているが、このままCIがピークを迎えたとしたら、次の景気の山はいつ頃になるのだろうか。それを推測するために、過去の回復局面における、先行CIの山から景気の山までの平均的な期間を単純平均により測定した。ただしバブル期であった86年11月からの局面や、米国経済の減速を契機とした輸出・生産・設備投資の急減少により、急速に景気が後退に転じた99年1月からの局面は、先行期間が極端な値を示すことから、それらの局面を除いた平均も計測した。その結果、CIの山は景気の山に対して概ね半年から1年ほど先行していると判断できよう。もし仮に先行CIがまもなくピークを迎えたとすると、過去の経験則から推測して次の景気の山は来年度の中頃、早ければ初め頃となる可能性も考えられる。

以上のように足元では輸出、生産の増加ペースに停滞感が見られ、景気の回復ペースには鈍化の兆しが表れ始めている。また不良債権処理に伴う倒産・失業の増加に対する不安の増大、日米における株安の進行等により景気の下振れリスクは高まっており、先行指標からも先行きに対する不透明感が顕著になってきた。しかし、消費や設備投資といった最終需要の動きは依然として弱く、このまま短期間で後退局面入りするリスクも顕在化してきたと言えよう。



景気の谷	景気の山	先行CIの山から景気の山までの期間(月)
1975/3	1977/1	6
1977/10	1980/2	10
1983/2	1985/6	6
1986/11	1991/2	26
1993/10	1997/5	11
1999/1	2000/10(暫定)	1
平均①		10.0
平均②：1986/11-1991/2と1999/1-2000/10を除く		8.3

資料：内閣府

注1：先行CIは3カ月移動平均後

注2：平均①、②は各局面における先行期間を単純平均することにより算出

## < 月次GDPの動向 >

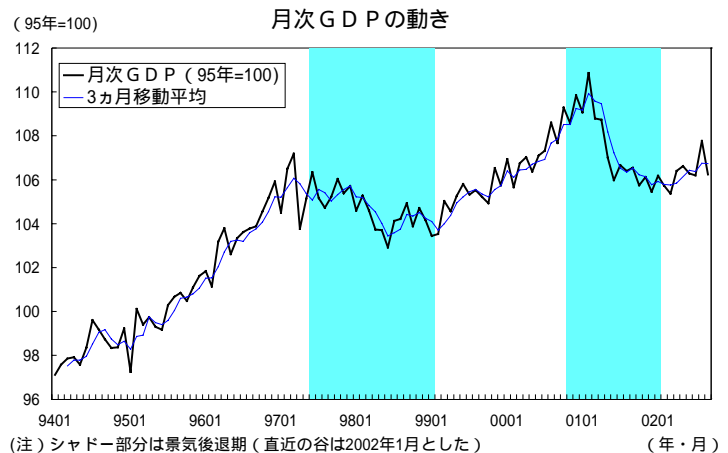
(担当：斎藤)

< 月次GDP / 8月：前月比 1.5%、9月（予測値）：前月比 1.4% >

8月の月次GDPは3ヵ月ぶりの増加となった。民間消費が引き続き底固い動きになったことに加え、設備投資が一般機械、電気機械を中心に急増したことから、民間需要が大幅な伸びとなった。

9月の月次GDPは前月比 1.4%と予測する。

民間消費が4ヵ月ぶりに減少に転じ、設備投資が前月の反動から前月比 3.6%となることから民間需要が大きく落ち込むだろう。なお、外需は輸出が欧州向けを中心に減少する一方、輸入が伸びたため 0.4%のマイナス寄与となった。



< 7-9 月期GDP予測 >

7-9 月期の実質GDP成長率は前期比 0.3% (前期比年率 1.1%) と2 四半期連続でプラス成長になると予測する。設備投資が増加に転じることなどから民間需要は増加基調を維持するが、外需が減少に転じるため、成長率は4-6 月期 (前期比 0.6%、前期比年率 2.6%) から鈍化するだろう。

民間消費は4 四半期連続で増加するが、雇用所得環境の悪化が続き、消費者マインドの改善にも陰りがみられることから、伸び率はやや鈍化しよう。

設備投資は、製造業において輸出の増加により収益が持ち直していることを受け、7 四半期ぶりに増加に転じた模様である。

年初から大幅な伸びが続いてきた輸出がほぼ横ばいとなる一方、輸入が伸びているため外需寄与度は4 四半期ぶりにマイナスに転じたと見られる。

7-9 月期GDPの最終予測は11/5 に発表する予定です。

## 日本・月次GDP 予測結果

	[月次] 実績値による推計						[四半期]		
	予測						実績	予測	
	2002/4	2002/5	2002/6	2002/7	2002/8	2002/9	2002/1-3	2002/4-6	2002/7-9
<b>実質GDP</b>	<b>529,251</b>	<b>530,319</b>	<b>528,701</b>	<b>528,249</b>	<b>536,056</b>	<b>528,460</b>	<b>526,062</b>	<b>529,424</b>	<b>530,837</b>
前期比年率							0.0%	2.6%	1.1%
前期比	1.0%	0.2%	0.3%	0.1%	1.5%	1.4%	0.0%	0.6%	0.3%
前年同期比	0.8%	0.8%	0.4%	0.3%	1.4%	0.2%	3.8%	0.6%	0.2%
<b>内需寄与度</b>	<b>514,776</b>	<b>516,682</b>	<b>514,715</b>	<b>514,752</b>	<b>521,646</b>	<b>516,223</b>	<b>514,090</b>	<b>515,391</b>	<b>517,456</b>
前期比	0.7%	0.4%	0.4%	0.0%	1.3%	1.0%	0.5%	0.2%	0.4%
前年同期比	1.2%	0.2%	0.7%	0.7%	0.3%	0.2%	4.0%	1.4%	0.6%
<b>民間寄与度</b>	<b>387,190</b>	<b>394,900</b>	<b>391,321</b>	<b>390,714</b>	<b>397,178</b>	<b>392,060</b>	<b>389,723</b>	<b>391,137</b>	<b>393,233</b>
前期比	0.1%	1.5%	0.7%	0.1%	1.2%	1.0%	0.5%	0.3%	0.4%
前年同期比	1.4%	0.5%	1.0%	0.9%	0.1%	0.2%	3.9%	1.6%	0.8%
<b>民間消費</b>	<b>296,209</b>	<b>295,160</b>	<b>295,670</b>	<b>296,209</b>	<b>297,285</b>	<b>295,301</b>	<b>294,836</b>	<b>295,680</b>	<b>296,265</b>
前期比	1.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	0.5%	0.3%	0.2%
前年同期比	1.1%	0.5%	0.7%	1.2%	1.0%	0.8%	0.4%	0.8%	1.0%
<b>民間住宅投資</b>	<b>18,536</b>	<b>18,525</b>	<b>18,552</b>	<b>18,695</b>	<b>18,474</b>	<b>18,465</b>	<b>18,693</b>	<b>18,538</b>	<b>18,544</b>
前期比	0.4%	0.1%	0.1%	0.8%	1.2%	0.0%	2.0%	0.8%	0.0%
前年同期比	4.2%	2.5%	1.5%	0.6%	3.0%	2.9%	8.7%	2.7%	2.1%
<b>民間設備投資</b>	<b>79,147</b>	<b>87,919</b>	<b>83,409</b>	<b>82,074</b>	<b>87,647</b>	<b>84,502</b>	<b>83,799</b>	<b>83,492</b>	<b>84,656</b>
前期比	6.3%	11.1%	5.1%	1.6%	6.8%	3.6%	1.9%	0.4%	1.4%
前年同期比	12.6%	4.4%	7.5%	8.8%	2.5%	2.5%	10.7%	8.1%	4.6%
<b>公需寄与度</b>	<b>127,586</b>	<b>121,783</b>	<b>123,394</b>	<b>124,039</b>	<b>124,468</b>	<b>124,163</b>	<b>124,367</b>	<b>124,254</b>	<b>124,223</b>
前期比	0.6%	1.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
前年同期比	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.3%	0.1%
<b>政府消費</b>	<b>90,465</b>	<b>90,307</b>	<b>91,372</b>	<b>91,179</b>	<b>91,454</b>	<b>91,101</b>	<b>90,217</b>	<b>90,715</b>	<b>91,245</b>
前期比	0.0%	0.2%	1.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	0.6%
前年同期比	2.0%	1.7%	2.6%	2.5%	2.4%	1.8%	2.6%	2.1%	2.2%
<b>公的固定資本形成</b>	<b>37,051</b>	<b>31,405</b>	<b>31,951</b>	<b>32,800</b>	<b>32,954</b>	<b>33,003</b>	<b>34,122</b>	<b>33,469</b>	<b>32,919</b>
前期比	9.4%	15.2%	1.7%	2.7%	0.5%	0.1%	0.7%	1.9%	1.6%
前年同期比	2.8%	0.9%	2.9%	3.7%	3.7%	4.7%	6.7%	2.3%	4.1%
<b>外需寄与度</b>	<b>14,475</b>	<b>13,637</b>	<b>13,986</b>	<b>13,497</b>	<b>14,410</b>	<b>12,237</b>	<b>11,971</b>	<b>14,033</b>	<b>13,381</b>
前期比	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%	0.1%
前年同期比	0.4%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	0.3%	0.2%	0.8%	0.8%
<b>財貨・サービスの輸出</b>	<b>58,280</b>	<b>59,876</b>	<b>59,134</b>	<b>59,889</b>	<b>59,463</b>	<b>59,125</b>	<b>55,899</b>	<b>59,097</b>	<b>59,492</b>
前期比	2.9%	2.7%	1.2%	1.3%	0.7%	0.6%	4.8%	5.7%	0.7%
前年同期比	2.1%	8.3%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	4.4%	5.6%	9.6%
<b>財貨・サービスの輸入</b>	<b>43,805</b>	<b>46,239</b>	<b>45,148</b>	<b>46,392</b>	<b>45,053</b>	<b>46,888</b>	<b>43,928</b>	<b>45,064</b>	<b>46,111</b>
前期比	1.0%	5.6%	2.4%	2.8%	2.9%	4.1%	0.0%	2.6%	2.3%
前年同期比	1.6%	2.5%	4.1%	1.5%	2.6%	9.2%	8.1%	2.7%	2.4%

<再掲：民間消費の内訳>

<b>家計消費（除く帰属家賃）</b>	<b>240,158</b>	<b>239,425</b>	<b>240,752</b>	<b>240,452</b>	<b>241,093</b>	<b>240,177</b>	<b>239,490</b>	<b>240,112</b>	<b>240,574</b>
前期比	0.8%	0.3%	0.6%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.3%	0.2%
前年同期比	0.9%	0.3%	0.5%	1.1%	0.9%	0.7%	0.1%	0.6%	0.9%
<b>需要側推計</b>									
前期比	0.9%	0.9%	2.3%	1.2%	0.1%	1.4%	0.4%	0.5%	0.4%
前年同期比	1.6%	0.6%	2.8%	1.9%	1.1%	0.2%	0.8%	1.6%	1.1%
<b>供給側推計</b>									
前期比	1.6%	0.3%	1.6%	0.7%	1.8%	0.3%	0.8%	0.6%	0.8%
前年同期比	0.9%	0.1%	2.4%	0.3%	1.0%	1.0%	0.7%	0.5%	0.8%
<b>帰属家賃</b>	<b>49,597</b>	<b>49,654</b>	<b>49,713</b>	<b>49,771</b>	<b>49,822</b>	<b>49,875</b>	<b>49,454</b>	<b>49,655</b>	<b>49,823</b>
前期比	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.5%	0.4%	0.3%
前年同期比	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)