

# Weekly エコノミスト・レター

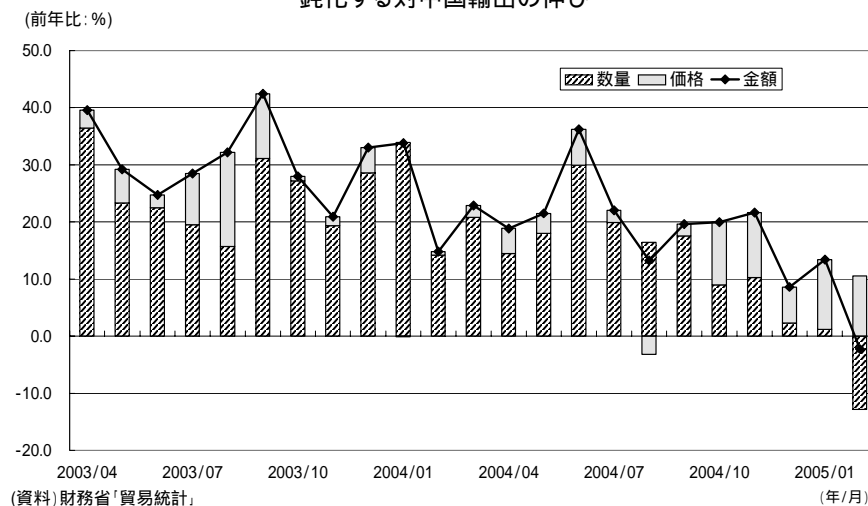
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 強まる景気後退懸念

### < 横ばい続く一致 CI は輸出鈍化で低下に転じる可能性 >

1. 2月の景気動向指数でD Iの各指数が50を割り、鉱工業生産指数が前月比 2.1%低下、短観で企業の景況感が悪化するなど、最近の経済指標には弱いものも多い。原油価格高騰の日本経済への直接的影響は大きくないが、海外経済を減速させて日本の輸出を鈍化させる恐れが大きい。昨年末ごろから中国向けを中心として輸出数量の伸びは鈍化しており、企業収益の伸びが鈍化していくことと併せて、かろうじて増勢を維持している設備投資を減少させる可能性が高く、景気後退の懸念は強まっている。
2. 2月のニッセイ景気動向判断指数(NBI)は51.8%となったものの、3月(予測値)は32.6%と大きく悪化すると見込まれる。内閣府の一致CIは横ばいの動きを続けているが、輸出の鈍化からまもなく低下傾向に転じる可能性があり、景気再拡大の可能性は低い。

鈍化する対中国輸出の伸び



チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち) (03)3512-1830 haji@nli-research.co.jp  
 研究員 篠原 哲 (しのはら さとし) (03)3512-1838 shino@nli-research.co.jp  
 ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北 4 - 1 - 7 : (03)3512-1800  
 ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

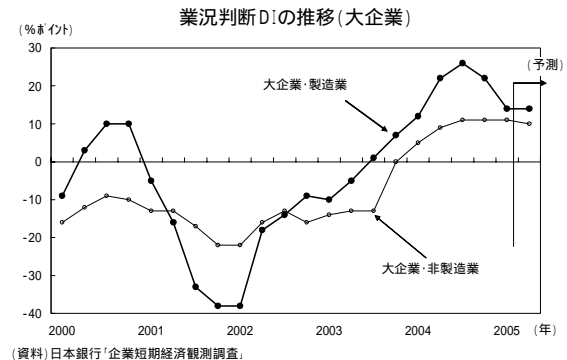
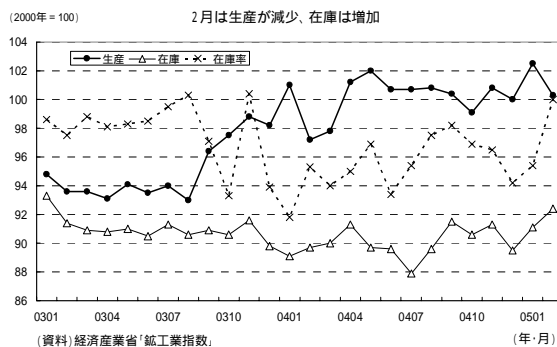
## 強まる景気後退懸念

### 1. 鈍化する輸出の伸び

(悪化した2月の経済指標)

6日に内閣府が発表した2月の景気動向指数(速報)は、DIの先行、一致、遅行の各指数が50%を下回った。また景気動向に敏感な鉱工業生産指数は、1月には前月比2.5%上昇したが、2月は2.1%の低下となった。出荷指数も1月に前月比2.2%上昇したものの、2月は3.8%の大幅な低下となった。生産者在庫率指数は、2月には前月比で4.8%上昇して100.0となり、2003年11月以来の水準に上昇した。昨年夏ごろからの鉱工業生産の停滞は、IT関連財の在庫調整のためであるという見方があるが、在庫の増加はIT関連財以外にも広がっている。

2月の経済指標に悪化を示すものが多かった原因には、1月の伸びが高かったことや昨年がうるう年であったために、前年同月比がマイナスになりやすかったことなどの影響もあるが、後に述べるように、昨年末ごろから輸出の伸びが鈍化していることが背景にある。



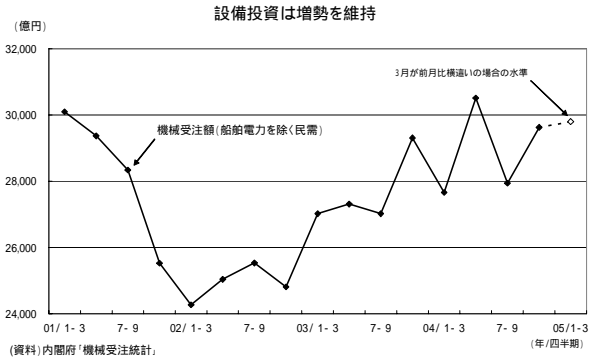
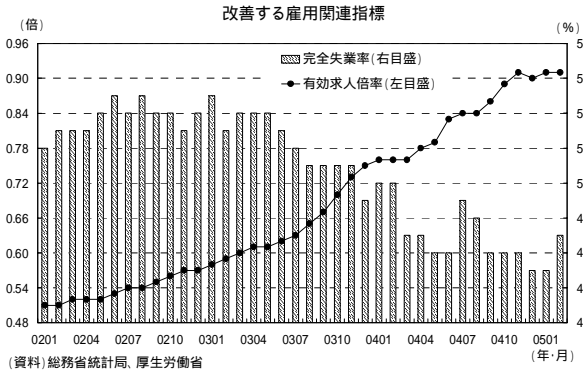
4月1日に発表された日銀短観(3月調査)では、前回(2004年12月調査)に続いて大企業・製造業の業況判断指数が悪化した。全規模・全産業の経常利益は2004年度上期が34.5%増であったが下期は3.2%増となっており、企業収益の伸びは鈍化している。

(雇用情勢の改善が下支え)

雇用情勢は全般に改善しており、景気の下支え要因となるだろう。2月の失業率は4.7%となり1月の4.5%から上昇したが、有効求人倍率は1月から横這いの0.91となり緩やかな上昇基調が続いている。2月の賃金指数(現金給与総額)は0.1%上昇し、減少基調にあった現金給与総額は1月に続いてわずかながら増加した。

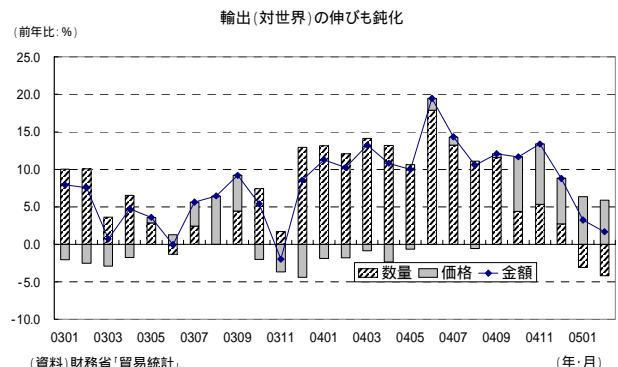
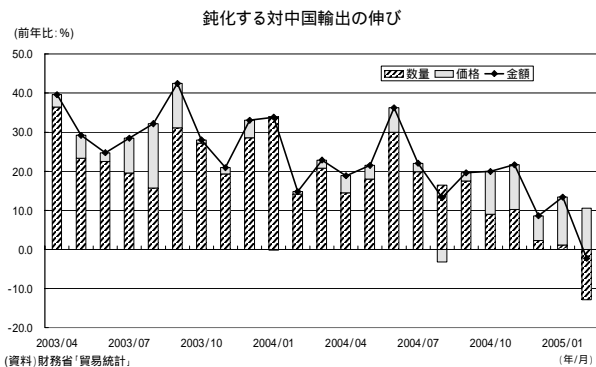
民間設備投資の先行指標である機械受注「船舶・電力を除く民需」は、2004年12月、2005年1月と連続して前月比減少となったが、2月は4.9%の増加となった。1-3月期の受注見通しの前期比9.9%には届かないだろうが、これまでのところは設備投資が増加基調から転換したというは

っきりとした変化が見られるわけではない。短観の悪化など景気が既に後退局面に入っていることを示唆する指標もあるが、現時点では後退局面入りしたと断定できるだけの材料はない。



(鈍化する輸出)

輸出は金額ベースで 2 桁の伸びを続けてきたが、数量の伸びの低下により昨年秋ごろから伸びは鈍化しており、景気の先行きの大きな懸念材料である。特に中国向け輸出は、昨年秋ごろまでは数量ベースで前年同月比で二桁の伸びを続けてきたが、その後明らかに伸びが鈍化し、2 月には 12.8%の減少になった。金額ベースでも 20%を上回る伸びが続いていたものが、2 月には 2.3%の減少となっている。2 月の中国向け輸出減少の背景には、昨年は 1 月だった春節(中国の旧正月)が、今年は 2 月中となったことなどの影響があるが、昨年末ごろから傾向的に伸びが鈍化している。

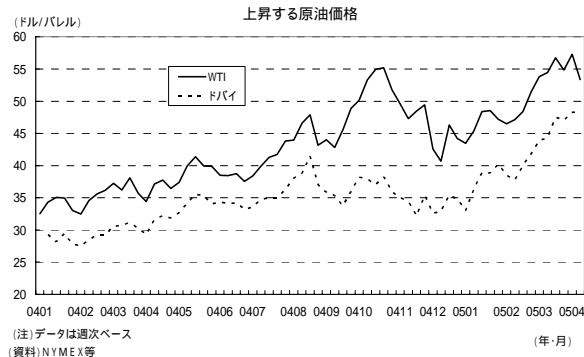


一時 101 円台となった為替レートは米国の金利先高感などを背景にドルが買われる流れとなり、日米金利差の拡大を背景に 108 円付近にまで円安・ドル高方向に動いた。しかし米国の経常収支赤字の問題は依然深刻であり、ドル安の懸念が解消されたわけではない。また、4月の G7 (7 か国財務大臣・中央銀行総裁会議)には、過去 2 回ゲストとして出席していた中国が参加しないことから、元の切り上げが遠のいたとの観測もあって、アジア通貨の上昇も止まっている。しかし、元の切り上げは時間の問題であり、どこかでアジア通貨全体がドルに対して上昇する局面を迎える可能性が大きいだろう。

4日に財務省は、外貨準備の明文化された運用方針を初めて公表した。内容は、「安全性及び流動性に最大限留意した運用を行うこととし、この制約の範囲内で可能な限り収益性を追求する」など一般論を述べたものである。報道では、「ドル資産からの分散を否定した」「流動性の高い米国債を中心に多様な米ドル建て資産で運用するという『ドル中心』の運用方針を打ち出した」と伝えられており、明文化されてはいないものの米国債などドル建て資産中心という外貨準備の通貨構成を積極的に分散する意向がないことを示し、ユーロ建て資産へのシフトは改めて否定されたと受け取られている。

3月末時点で約8400億ドルに膨らんでいる外貨準備について、3月には小泉首相が分散運用に言及したため、日本が外貨準備をユーロにシフトさせるのではという市場の疑念を消すためにこのような発表がなされたと考えられる。しかし、こうした文書を発表する必要があること自体、米国の双子の赤字を背景に各国の中央銀行が外貨準備をドルからユーロなどへ分散する動きが底流で進み、市場が敏感になっていることを示しているだろう。

原油価格は、3月に入ってNY市場の指標であるWTI(ウエスト・テキサス・インターミディエイト)先物価格が一時1バレル58ドル台に上昇した。昨年未までの状況では、日本市場に影響の大きい中東産のドバイ原油(スポット)はWTIに比べて価格上昇幅が小さかったが、今年に入ってからドバイ原油の上昇が顕著で、価格差は縮小している。



消費者物価が下落気味である状況では、原油価格の上昇は企業収益を圧迫する要因であるが、当レポート(2004年9月11日号)で指摘したように、日本経済への直接的なマイナスの影響は過去の石油危機に比べればかなり小さい。しかし、米国FRBがインフレ懸念の増大から利上げのペースを速める可能性もあり、米国経済をはじめ海外経済の減速から日本の輸出へマイナスの影響が及ぶことは避けられない。

また中国や韓国においては対日感情の悪化が見られ、現地での日本系企業の活動や日本からの輸出にマイナスの影響を与えることが懸念される状況になった。内需の低迷が続く中で、これまで景気を下支えしてきた輸出が鈍化すれば、かろうじて増勢を維持してきた設備投資が減少に向かい、景気が後退する恐れが大きいだろう。

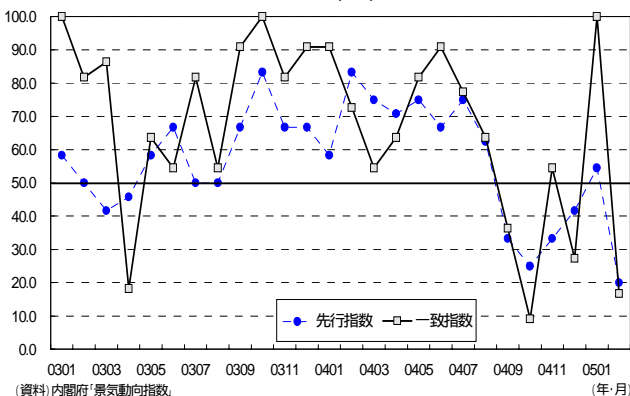
## < ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) >

(担当：篠原)

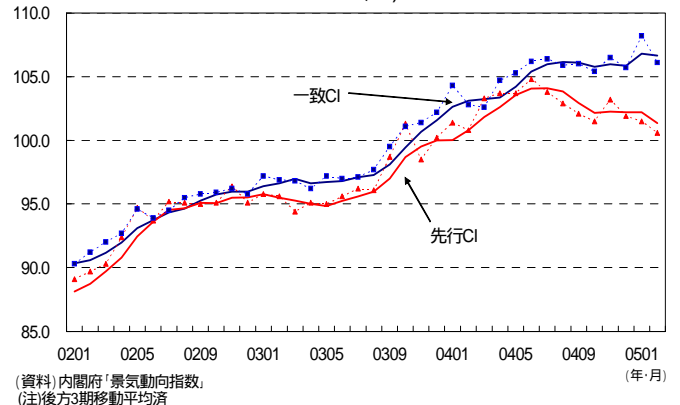
### 先行C I と輸出の鈍化が明確に

4月6日に公表された2月の景気動向指数(速報)は、現状の景気の方向性を示す一致D Iは16.7%となり、2ヶ月ぶりに景気の転換点を示す50%を下回った。また、D Iと同時に公表され、景気の量感や拡大のテンポを把握できる景気動向指数のC Iを見ても、2月の一致C Iは106.1と前月の108.2より悪化している。2月の景気動向指数については、昨年がうるう年であったことが、悪化に寄与した側面もあるものの、一致C Iに移動平均を施して均してみると、昨年6月以降では総じて横這い圏内で推移していることが分かる。2005年1月には鉱工業生産が前月比2.5%もの増加となったことをはじめ、一致指数を構成する指標の多くがそれまでの最高値を更新したため、景気は昨年後半も後退局面には陥らずに、回復を続けていた可能性が強まっている。しかし、一致C Iの動きからは、現状の景気回復のテンポは脆弱であり、いまだ横ばい圏内から抜け出せていないことが確認される。

景気動向指数(DI)の動き



景気動向指数(CI)の動き



このなかで景気の先行きについては、大きく見方が分かれている。IT関連財の在庫調整が進むことで、ふたたび景気が拡大基調に戻るとの見方がある一方で、すでに景気は後退局面を迎えているとの見方もある。そこで、景気の先行きを探るために、実際の景気動向に数ヶ月ほど先行するとされる景気動向指数の先行指数に目を向けてみると、先行D Iは2004年9月以降で1月を除いて50%ラインを下回っており、方向性としては低下局面にあることが確認される。さらに先行C Iについては、2004年6月ごろをピークに下降傾向が続いており、なかでも総じて横ばいで推移する一致C Iとの動きが、足元で大きく乖離してきていることは注目すべき点であろう。

1991年2月の景気の山以降の月次データを用いて、時差相関係数を計測した結果からは、先行C Iは平均して一致C Iから、概ね2~3ヶ月程度の先行性を有していると考えられる。この



ため、先行C Iの低下傾向が続いていることは、現状では横ばいで推移する一致C Iも、まもなく低下傾向に転ずる可能性があることを示すものと考えられるだろう。

先行C Iと一致C Iの時差相関係数

期間	1991年2月 ～ 2005年2月	1997年5月 ～ 2005年2月	2000年11月 ～ 2005年2月
相関係数	0.7991	0.8977	0.9340
先行期間(月)	-3	-3	-2

注1: データは前年同月比に変換している。

注2: 先行期間とは、先行C Iの一致C Iに対するラグであり、符号のマイナスは先行を示す。

資料: 内閣府

続けて、輸出の動向からも景気の先行性を考えてみる。景気動向指数は、景気に敏感に反応する指標の動きを合成して作成されるため、景気動向先行指数の先行性についても、それらを構成する各指標のパフォーマンスに左右されることになる。現在の景気動向先行指数の構成指標には、直接的に外需の動向を反映させる指標は含まれていないが、今回の景気回復局面は、アジア向け輸出の増加に代表される外需が主導したものであり、90年代以降の景気動向をみても、1997年のアジア通貨危機や2000年の米国ITバブルなど、国内の要因だけでなく、海外からの要因にも大きく左右される傾向がある。実際に、1991年2月の景気の山以降のデータを用いて輸出数量指数と一致C Iの時差相関を計測してみると、近年になるにつれて輸出の先行性は高くなっており、2000年11月の景気の山以降の期間に限れば、約3ヶ月ほどの先行性を有していることが確認される。

輸出数量指数と一致C Iの時差相関係数

期間	1991年2月 ～ 2005年2月	1997年5月 ～ 2005年2月	2000年11月 ～ 2005年2月
相関係数	0.6241	0.7350	0.8590
先行期間(月)	0	-1	-3

注1: データは前年同月比に変換している。

注2: 先行期間とは輸出数量指数の一致C Iに対するラグであり、符号のマイナスは先行を示す。

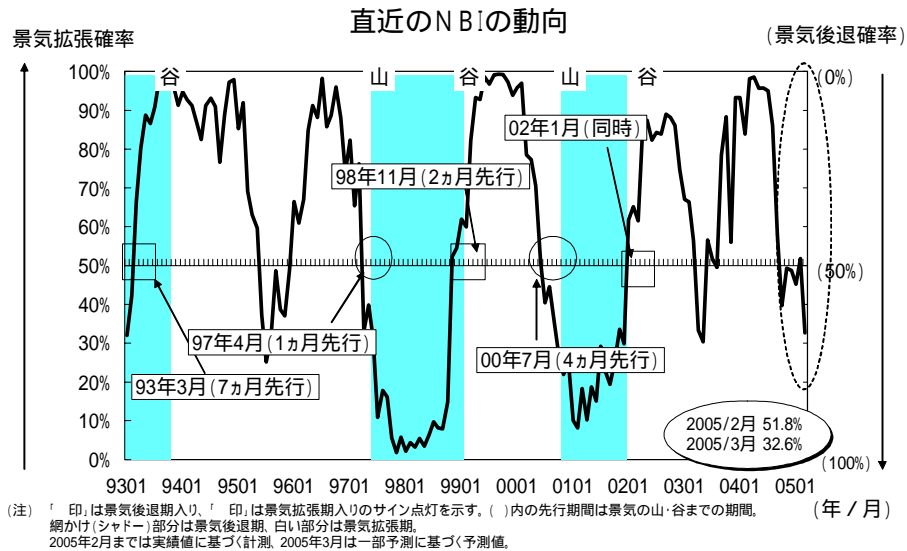
資料: 内閣府、財務省

足元で輸出は低迷しており、輸出数量指数(前年比)の伸びも昨年後半から鈍化し、2005年1月以降ではマイナスに転じている(1月 3.1%、2月 4.2%)。ここで、上で計測した輸出の一致C Iに対する先行性を考慮すると、ここからも一致C Iがまもなく低下傾向に転ずる可能性があることが示唆される。

一般的に、一致C Iが上昇している時は景気の拡張局面、低下している時は後退局面とされ、さらには一致C Iの山と谷の近傍に、それぞれ実際の景気の山、谷が存在するものと考えられる。現状では一致C Iに先行する、先行C Iや輸出には鈍化の傾向が続いているが、これは景気が再拡大する可能性が低いことを示唆するものと言えるだろう。

## 2月のNB Iは51.8%、3月は(予測値)32.6%まで低下するものと予測

2月のNB Iは51.8%(景気後退確率:48.2%)と、1月実績の45.2%(景気後退確率:54.8%)から小幅の改善となり、若干ながらも景気の転換点を示す50%ラインを上回る結果となった。NB Iが50%以上となるのは、2004年9月以来5ヶ月ぶりである。NB Iの構成指標の動きを見てみると、2月は耐久消費財出荷指数(前年比+4.6%)や、東証株価指数(前年比+10.9%)などが1月よりも改善したことなどが、NB Iにプラスに寄与した。



3月のNB I(予測値)は32.6%(景気後退確率:67.4%)となり、大きく50%ラインを下回ることが予測される。東証株価指数(前年比)や長短金利差などの悪化が、NB Iの低下に寄与するものと考えられる。

景気の微妙な局面が続くなかで、NB Iも2004年10月以降は、総じて50%以下の水準で推移している。NB Iは、経験的に景気動向に3ヶ月ほど先行する特性があり、50%ラインを下に横切った時が、まもなく景気が後退局面入りすることを示唆するサインとなる。これらの特性を考慮すると、景気は2005年1-3月ごろをピークに、すでに後退局面入りしている可能性も考えられるだろう。

## < 基礎研インデックス - ヒストリカル・データ >

### NBIと景気動向指数（内閣府）の動向

	2004年			2005年		予測値
	10月	11月	12月	1月	2月	3月
ニッセイ景気動向判断指数(NBI) 景気拡張確率 (景気後退確率)	39.7% (60.3%)	49.3% (50.7%)	48.8% (51.2%)	45.2% (54.8%)	51.8% (48.2%)	32.6% (67.4%)
内閣府景気動向指数 先行DI	25.0%	33.3%	41.7%	54.5%	20.0%	
一致DI	9.1%	54.5%	27.3%	100.0%	16.7%	-

(注)「ニッセイ景気動向判断指数(NBI)」とは、景気転換点・局面を確率的に判断する指数。景気拡張確率が50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定を行った。

### 基礎研インデックス

	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
04/3	98.2%	528,205	1.9%	-44.8%
04/4	98.6%	535,574	1.4%	-43.1%
04/5	95.7%	530,256	1.0%	-40.6%
04/6	95.8%	532,438	0.4%	-37.0%
04/7	95.0%	533,097	0.1%	-37.3%
04/8	86.0%	529,972	0.6%	-36.2%
04/9	57.8%	532,346	0.4%	-39.7%
04/10	39.7%	529,669	0.5%	-39.9%
04/11	49.3%	532,226	0.5%	-38.0%
04/12	48.8%	533,826	0.3%	-40.5%
05/1	45.2%	535,788	0.4%	-43.6%
05/2	51.8%	530,712	0.9%	-44.7%
05/3	(予測値) 32.6%			-43.5%
05/4				-40.4%

(注1)ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改定(2001年10月)

(注2)NBIは、構成指標の見直し等にともない遡及改定(2003年5月)

#### (注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数(NBI) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値が50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定。

月次GDP : GDPを月次化したもの。直近の数値はweeklyエコノミストレター2005年3月25日号を参照。

為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(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)