

# Weekly エコノミスト・レター

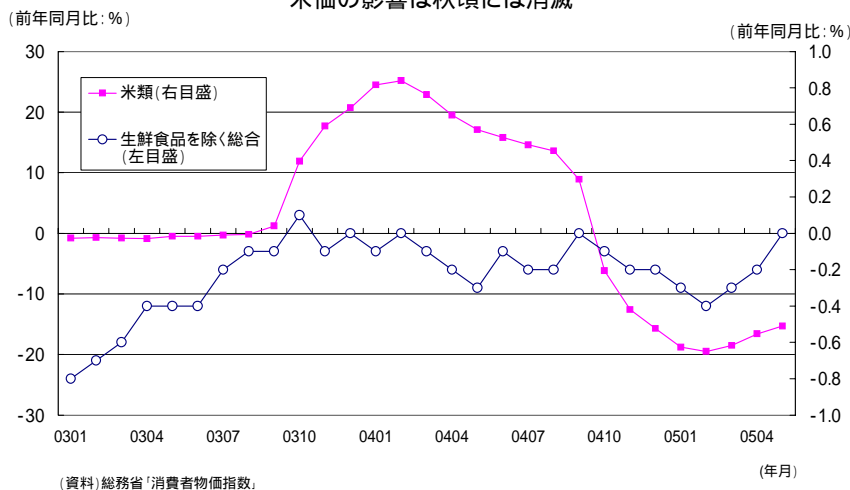
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 横這い脱せぬ景気

### < 先行指数は拡大基調になく早期の景気再拡大の可能性は低い >

1. 雇用・所得環境は改善したが輸出の伸びが鈍化しており、景気が本格的な回復軌道に復帰する兆しは見えない。日銀短観（6月調査）では景況感は改善したが、先行き懸念が残っており、鉱工業生産は横這い状況を脱していない。米価の物価押し下げ効果は秋頃には消滅し、消費者物価は前年比ゼロ付近での推移となると見込まれるが、景気回復が明確にならない間は日銀当座預金残高目標の引下げは難しい。
2. NBI（ニッセイ景気動向判断指数）は、2004年10月に39.8%となった後は2月を除き、景気の転換点を示す50%ラインを下回る水準での推移を続けている。内閣府の5月の景気動向指数では、一致DIは50を超えたが先行指数が明確な拡大基調に転じていないため、早期に景気が再拡大する可能性は低いと判断される。

米価の影響は秋頃には消滅



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/>

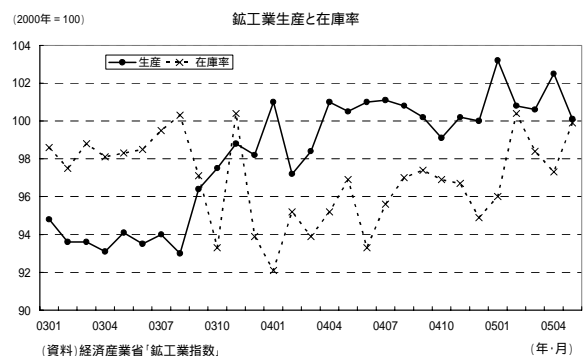
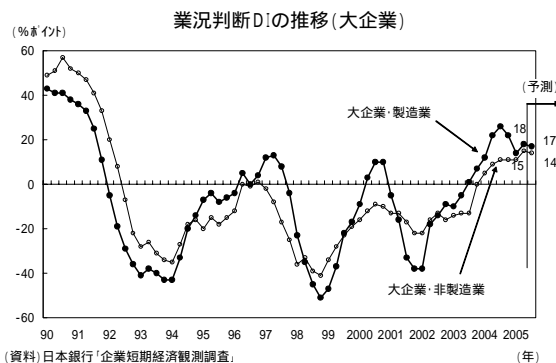
## 横這い脱せぬ景気

### 1. 雇用は改善だが輸出は鈍化

(短観の業況判断は改善)

1日に発表された、日銀短観(6月調査)では、2期連続して悪化していた大企業・製造業の業況判断DIが3期ぶりに改善した。2期連続で横這いとなっていた大企業・非製造業も改善となった。しかし、先行きについては、大企業・製造業、大企業・非製造業ともに小幅ながら悪化が見込まれており、依然として先行きに対する警戒感が見られる。設備投資計画は、大企業・製造業が16.2%と2004年度の18.1%増に続き二桁の伸びになっていることに加え、2004年度は1.2%の減少だった大企業・非製造業でも6.1%と増加に転じる計画となったなど、高水準の企業収益を背景に堅調な動きが見込まれる。

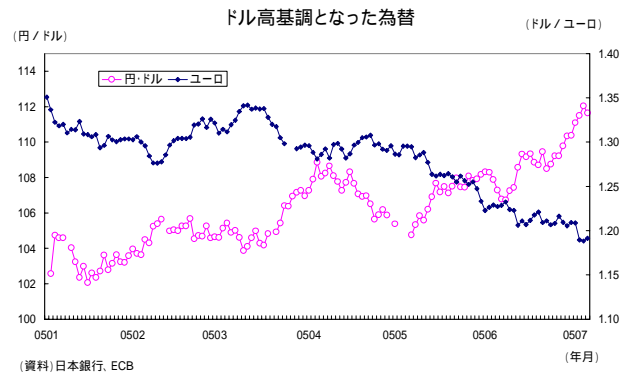
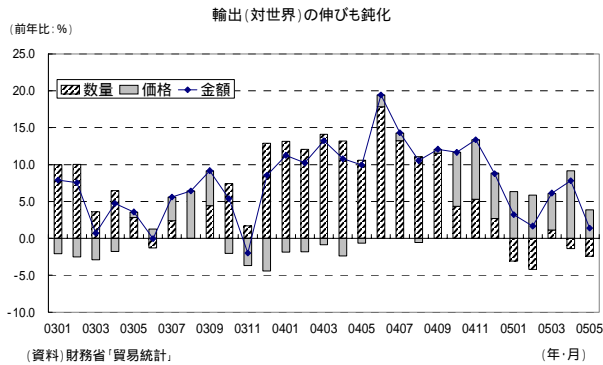
鉱工業生産指数は、4月には前月比1.9%上昇したが、5月は2.3%の低下となった。出荷指数も4月に前月比2.7%上昇したものの、5月は2.7%の低下となった。生産者在庫率指数は、3月は前月比で2.0%、4月も1.1%低下したが、5月には2.7%の上昇となってしまった。昨年夏ごろからの鉱工業生産の停滞の原因とされることが多いIT関連財の在庫圧縮は進んでいると見られるが、5月は電子部品・デバイス工業の在庫は前月比8.8%の大幅増加となっている。製造工業生産予測調査による6月の製造工業生産予測指数は、1.7%の上昇だが7月は1.2%の低下が見込まれており、鉱工業生産は依然として横這い状況を脱していないと考える。



(雇用は改善だが外需に懸念)

雇用情勢は全般に改善しており、今後も雇用・所得環境の改善による消費の伸びが景気の下支え要因となるだろう。5月の失業率は4.4%、有効求人倍率は0.94となり緩やかながら雇用情勢の改善が続いている。5月の現金給与総額(調査産業計・事業所規模5人以上)は、前年同月比0.4%増で4月に引き続いて増加した。減少が続いてきた所定内給与も、4月の0.4%増に続いて0.5%の増加となっており、所得環境もわずかだが改善し始めている。

しかし輸出の伸びは昨年秋頃から鈍化しており、景気の先行きの大きな懸念材料である。伸びの鈍化をもたらしているのは、これまで高い伸びを続けてきた中国向けを中心とするアジア向け輸出の鈍化と、欧州向けの輸出の停滞である。



## 2. 動けない金融政策

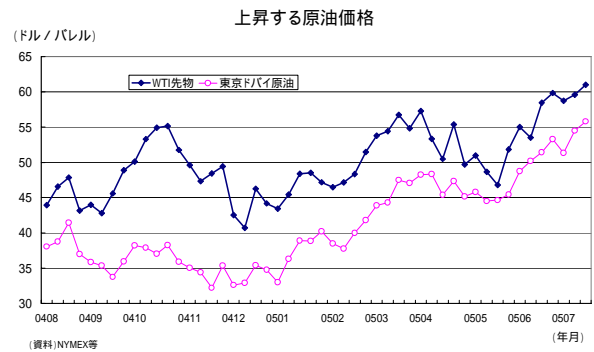
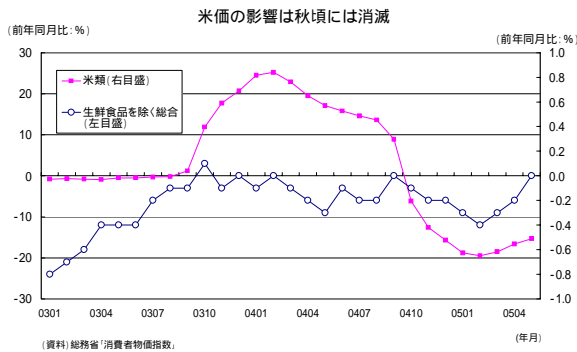
(短観は決定打にならず)

4月からのペイオフ全面解禁を無事に乗り切ったことから、日銀の金融政策決定会合では当座預金残高目標の引下げの可否が議論となっている。しかし、日銀短観(6月調査)は、企業の景況感が改善したものの景気が再び回復軌道に乗ったことを明確に示すものとはならず、金融政策を変更する決定打とはならなかった。最近発表された経済指標から見ても、雇用・所得環境など家計を取り巻く経済環境が改善し、企業の高水準の収益から設備投資も当面堅調な動きとなることが見込まれる。日米金利差の拡大、欧州経済の停滞や欧州統合の先行きに関する不安などによるユーロ安を背景に、ドル高円安傾向で推移していることも日本の景気にとってはプラス要因である。日中、日韓の歴史問題を巡る摩擦や、郵政民営化法案の審議の行方という、政治的な要因も短期的には円安要因となる可能性があるだろう。

5月の消費者物価は、総合(全国)が前年同月比0.2%の上昇となり、金融政策で注目される生鮮食品を除く総合(全国)も前月の前年比0.2%のマイナスから下落幅が縮小し0.0%の横這いとなった。2004年9月にも全国の消費者物価(生鮮除く総合)は前年比で横這いとなっているが、その後は2003年の冷夏による米価の上昇の反動が消費者物価の押し下げに働いていることなどから下落基調となった。米価が消費者物価を押し下げる効果は10月頃にはほぼ解消される。このため、今後は消費者物価の前年比がゼロ近辺での推移となり、金融政策変更への思惑から長期金利は変動し易くなる可能性が高い。

原油価格高騰によるガソリン価格の上昇などが物価の押し上げ要因となるが、量的金融緩和

除の条件である、消費者物価の前年比が明確な上昇と言えるほどの水準となるにはまだかなり時間がかかるだろう。景気が明確な回復軌道に復帰することが明らかにならない段階での当座預金残高目標引下げを行うことは、2000年のゼロ金利解除のようにその後景気後退に陥った場合の政治的リスクが大きい。2006年半ばに予定されている消費者物価指数の基準年改定の影響が不確実である状況では、景気が本格的な回復軌道に戻ったことを確認できるような経済指標が出てこない、審議委員の意見の一致を見ることは難しいだろう。



#### (海外の不安要因はむしろ拡大)

原油価格は、7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)先物価格は一時1バレル61ドル台に上昇した。今年に入ってから日本市場に影響の大きい中東産のドバイ原油(スポット)の上昇が顕著で、昨年未までに比べてWTIとの価格差は縮小しており、日本経済への直接的な影響も以前に比べて拡大している。原油価格上昇が世界経済全体に与える影響が懸念される他、米国の利上げや中国の加熱防止策の継続を通じて、これらの地域への日本からの輸出の鈍化に繋がる恐れが大きい。

米国の1-3月期の経済成長率は、4月末に発表された年率3.1%から6月末には3.8%に上方修正されている。米国景気が予想外に強くドル高基調となっていることは、短期的には日本の輸出を支え景気にプラスであるが、米国の双子の赤字問題が一向に改善せず長期的な問題が未解決のまま残っていることを意味している。

米国景気が予想以上に堅調という見方はできるものの、急速なドル下落や原油価格上昇による世界経済の停滞など海外経済の懸念要因はむしろ拡大している。日本国内の経済環境は改善しているものの、海外要因のために景気が早期に明確な回復軌道に復帰することは難しいだろう。

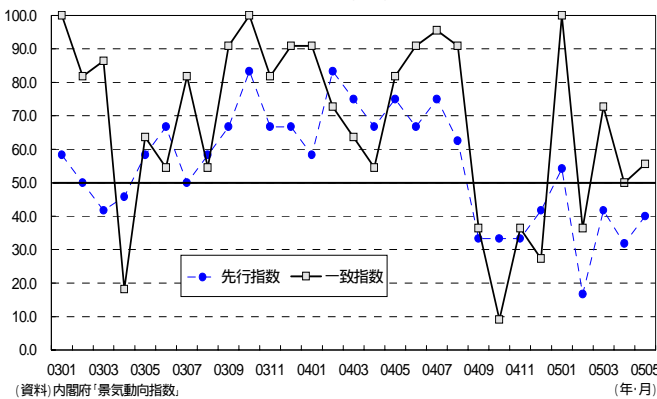
## < ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) >

(担当：篠原)

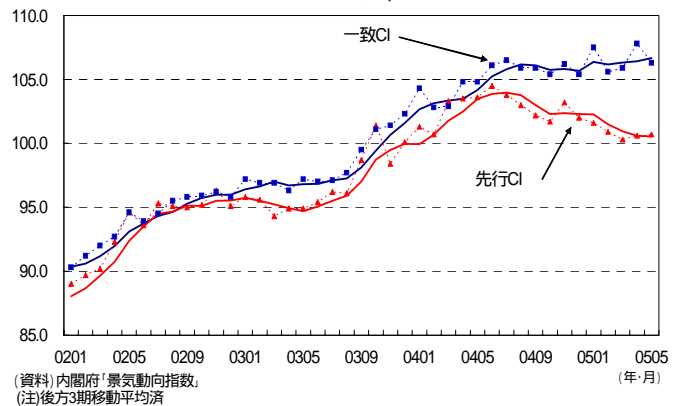
### 一致C Iは引き続き横ばい圏内で推移

7月6日に公表された5月の景気動向指数(速報)は、現状の景気の方角性を示す一致D Iが55.6%となり、景気の転換点を示す50%を2ヶ月ぶりに上回った。最近の一致D Iは、50%ラインを跨いだ不安定な動きを続けているが、景気の量感や拡大のテンポを把握できるC Iを見ても、移動平均を施した後の一致C Iの動きは、昨年中頃より、ほぼ横ばいのままとなっていることが分かる。現状の景気の拡大テンポは依然として脆弱なままであり、いわゆる「踊り場」と称されている状態が続いていることが確認される。

景気動向指数(DI)の動き



景気動向指数(CI)の動き

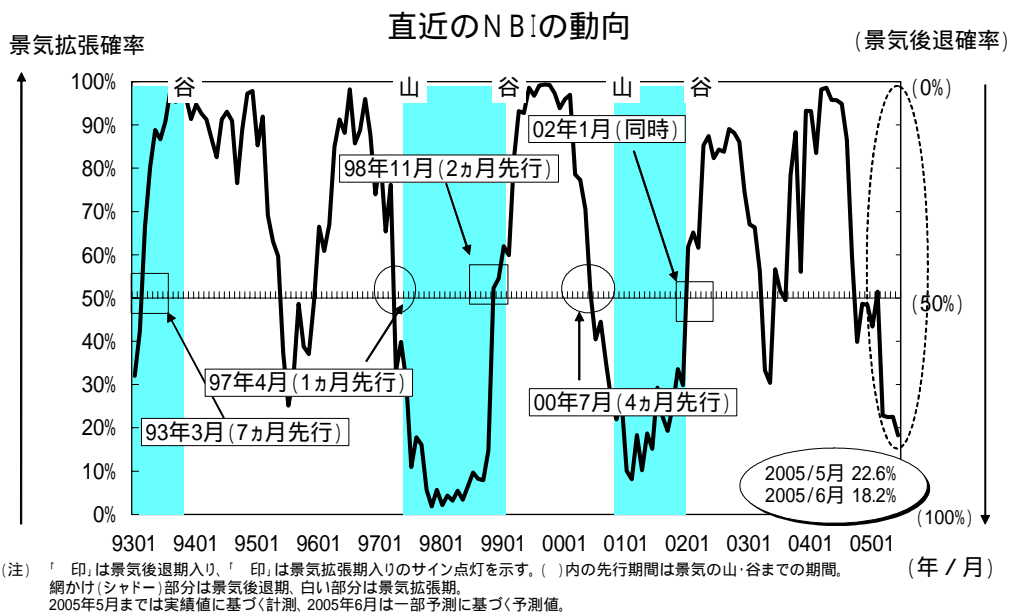


7月1日に公表された日銀短観では、大企業製造業の業況判断D Iが+18と3期ぶりに改善するなど、足元の景気感の改善が確認された。また、企業収益の改善を受け、設備投資計画も上方修正されるなど、今後、景気が再拡大することを期待させる動きも示された。しかし一方で、景気の先行きを示す景気動向指数の先行指数に目を向けてみると、5月の先行D Iは40.0%と4ヶ月連続で50%ラインを下回る結果となり、先行指数の方角性は低下局面にある。先行C Iについても、5月は100.7と先月の100.6から若干上昇したが、後方3ヶ月移動平均を施したC Iの動きからは、足元でその低下幅は縮小してきているものの、趨勢的な低下傾向は続いていると言える。

先行C Iと一致C Iの時差相関を計測した結果からは、先行C Iは実際の景気動向に概ね2~3ヶ月程度の先行性を有していると考えられる(Weeklyエコノミストレター4月15日号参照)。先行指数が明確な拡大基調に転じていない現状では、早期に景気が再拡大する可能性は低いものと考えられる。

## 5月のNB Iは22.6%、6月は(予測値)18.2%と低下を予測

5月のNB Iは22.6%(景気後退確率:77.4%)と、4月実績の22.5%(景気後退確率:77.5%)とほぼ同水準となり、景気の転換点を示す50%ラインを3ヶ月連続で下回る結果となった。NB Iの構成指標の動きを見てみると、5月は新設住宅着工床面積(前期比+8.9%)や、東証株価指数(前年比+1.8%)などは前月よりも改善したが、マネーサプライ(前年比+1.5%)や耐久消費財出荷指数(前年比-1.6%)などは4月よりも悪化しており、構成指標も強弱が混在する結果となった。



6月のNB I(予測値)は18.2%(景気後退確率:81.8%)となり、5月よりも悪化することが予測される。東証株価指数(前年比)や長短金利差などが5月よりも悪化することが、NB Iの低下に寄与するものと考えられる。

NB Iは2004年10月に39.8%となった後は、2月を除き、景気の転換点を示す50%ラインを下回る水準での推移を続けている。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点が、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。低下傾向が続き、未だ反転の気配が見られない足元までのNB Iの動向からは、景気はまもなく再拡大するどころか、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あると考えられる。

## < 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

	2005年					予測値
	1月	2月	3月	4月	5月	6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)	43.4% (56.6%)	51.5% (48.5%)	22.8% (77.2%)	22.5% (77.5%)	22.6% (77.4%)	18.2% (81.8%)
内閣府景気動向指数 先行DI	54.2%	16.7%	41.7%	31.8%	40.0%	
一致DI	100.0%	36.4%	72.7%	50.0%	55.6%	-

(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
04/5	95.7%	531,251	0.9%	-40.6%
04/6	95.7%	532,801	0.3%	-37.0%
04/7	94.9%	534,698	0.4%	-37.3%
04/8	86.5%	530,971	0.7%	-36.2%
04/9	59.6%	532,341	0.3%	-39.7%
04/10	39.8%	529,309	0.6%	-39.9%
04/11	48.7%	533,486	0.8%	-37.7%
04/12	48.4%	534,495	0.2%	-40.5%
05/1	43.4%	539,198	0.9%	-43.4%
05/2	51.5%	535,351	0.7%	-44.7%
05/3	22.8%	541,848	1.2%	-43.8%
05/4	22.5%	542,300	0.1%	-41.1%
05/5	22.6%	536,630	1.0%	-36.2%
05/6	(予測値) 18.2%			-34.0%

(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6月24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)